

최서영

Economist

[sy.choi90@samsung.com](mailto:sy.choi90@samsung.com)

## MACRO ANALYTICS

# 중국 그림자금융 규제에 대한 이해

## 중국 그림자금융 규제 도입의 함의

- 은감회, 하반기 중 그림자금융 규제 도입을 계획
- 중국 그림자금융은 과잉생산과 투자배분 왜곡의 중심에 있는 문제
- 실물과 금융의 구조개혁이 서로 상충되는 면모를 지닌다는 점에서 정부의 딜레마가 시작됨

## 상반기 중국경기: 더딘 실물 구조조정, 누적된 금융리스크

- 상반기 정부의 무게중심은 금융위험 관리보다는 경기침체 방어에 있었음. 정부가 성장을 방어에 집중하는 동안 금융 리스크는 지속 누적
- 이는 정부가 아직 적극적 구조개혁 과정에 동반될 위험을 충분히 받아들이지 못하고 있음을 반증

## 정부의 '성장률 목표'는 원활한 구조개혁의 걸림돌이 될 것

- 그림자금융 규제의 핵심은 자본배분의 효율화. 그 과정에서 기존 비효율적인 분야는 조정이 불가피
- 원활한 개혁을 위해 정부는 경기충격을 수용할 필요. 단기 부양의 반복은 구조개혁 의도와 상충됨
- 정부가 성장률 목표를 계속 우선순위로 내세운다면 구조개혁 과정은 비록 점진적이더라도 원활하지 못할 수 있음

## 중국 그림자금융 규제 도입의 함의

은감회, 하반기 중 그림자 금융 규제 도입을 계획 중. 금융시스템 리스크 관리에 나설 것임을 시사

단기적으로는 유동성 수급(증시)에 관심 집중될 수 있으나 구조개혁 방향 전환 여부에 초점을 맞출 필요

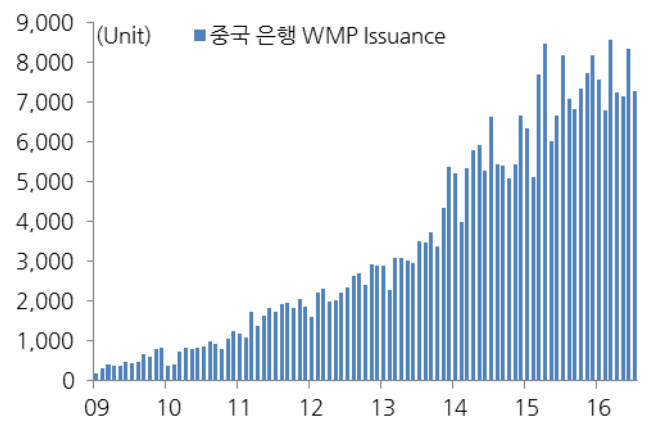
지난 7월 말, 중국 은감회(은행업감독관리위원회)는 그림자금융에 새로운 규제안을 도입할 계획임을 밝히면서 점차 금융시스템 리스크 관리로 무게중심을 옮겨갈 수 있음을 시사하였다. 28일 은감회는 규제 최종안을 발표(하반기 예정)하기 전에 시중은행의 의견을 반영하기 위한 목적으로 WMP\* 판매 및 투자대상을 제한하는 내용의 규제안 초안을 배포하였다. 초안의 주요 골자는 순자본 50억위안(약 8500억원) 이하 소형 상업은행 WMP의 주식형 및 비표준화 자산(주식, 원자재 등) 투자를 금지하는 내용과 상업은행들에 WMP 리스크 준비금을 마련토록 하는 것으로, WMP 투자 주체와 대상, 그리고 중간 매개체에 규제를 도입하고자 하는 것이다.

\*WMP: Wealth Management Product, 자산관리상품. 중국 그림자금융을 구성하는 대표상품. 개인투자자에게 고금리를 약속하고 단기로 자금을 조달, 장기(약 1~2년)로 부동산 PF나 제조업체 등에 투자하는 상품. 은행의 재무제표상으로는 대출로 계상되지 않아 그림자금융으로 분류됨

우선 규제가 가장 직접적인 영향을 미칠 수 있는 부문이 주식시장이기 때문에 단기적으로는 주식시장 수급상의 영향에 관심이 집중될 수 있다. 일각에서는 7월 말 WMP 규제 소식으로 중국증시가 조정을 받았을 당시 정부의 개입이 증시급락을 방어했던 것처럼 이후 정부가 증시에 미칠 부정적 영향을 상쇄시켜 줄 수 있을 것이라는 데에 무게를 두고 안도할 수도 있을 것이다. 하지만 이번 WMP 규제는 단기적 수급영향보다는 중국정부의 구조개혁 방향이 조금씩 전환하고 있음을 시사한다는 데에 초점을 맞출 필요가 있다. 이에 하반기 중국정부의 구조개혁 정책 변화를 이해하기 위해 그림자금융 규제가 지니는 함의를 파악해 볼 필요가 있다.

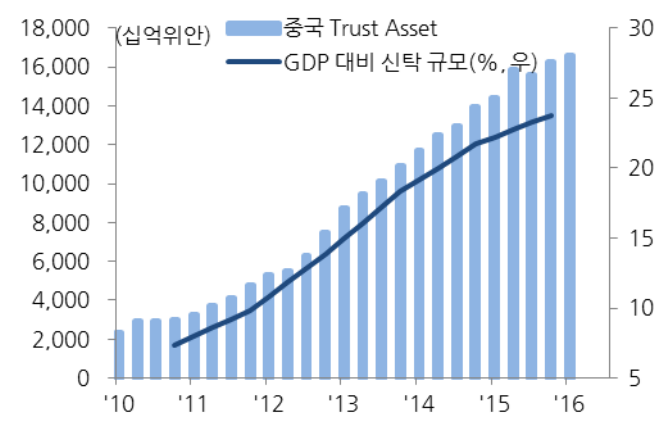
중국 구조개혁을 바라보는 시각은 중국경기의 고속성장 과정과 그림자금융의 확대, 당시부터 누적되어 온 구조적 문제를 어떻게 해석하고 접근하는지에 영향을 받는다. 이에 다소 원론적으로나마 과거부터 누적되어 온 중국경기의 문제와 이를 바탕으로 상반기 정부정책 및 경기상황을 되짚어보고 현재 중국정부가 직면해 있는 고민을 살펴보고자 한다.

차트 1. 은행 WMP 발행건수 - 금융위기 이후 급증



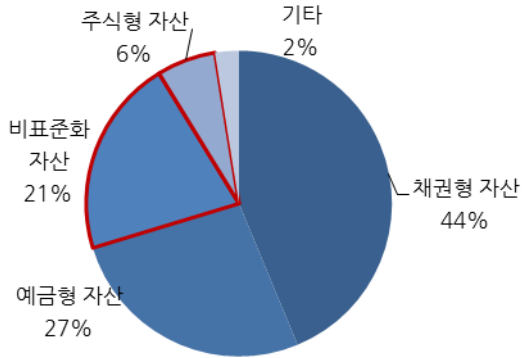
출처 : 중국 사회과학원

차트 2. 신탁상품 규모 꾸준히 증가



출처 : China Trustee Association

차트 3.. WMP 주요 투자자산 비중 및 규제 대상



출처 : China Central Depository & Clearing Co., Ltd

차트 4. 규제 소식에 중국증시 조정 후 정부개입으로 반등



출처 : Bloomberg

▶ 중국 고속성장기의 일등 공신, 그림자금융

그림자금융, 과잉생산 및 투자배분 왜곡의 중심에 있는 문제

타 국가들과는 발달 배경 및 속성에 차이가 있어 절대 규모 비교는 의미를 퇴색시킴

중국 그림자금융은 투자자(은행예금자)와 대출자(지방정부·부실기업), 매개 기관(은행) 간 이해관계 합치에서 시작

중국 구조개혁의 핵심 대상인 국영기업과 지방정부 채무, 은행시스템, 부동산 시장에는 그림자금융 확산이 자리잡고 있다. 중국 그림자금융은 중국 내 과잉생산 문제와 투자배분 왜곡의 중심에 있는 문제이다.

일반적으로 그림자금융이란 정부의 엄격한 규제를 받지 않는 금융기관들 사이의 금융거래를 의미한다. 일각에서는 국가별 그림자금융의 절대규모를 비교하여 중국 그림자금융의 위험을 판단하기도 한다. 절대 규모로는 중국 그림자금융 규모가 다른 국가들에 비해 특별히 높지 않으며 정부의 관리능력을 감안 시 여전히 통제 가능한 수준이기 때문에 크게 우려할 필요가 없다는 것이 주요 골자이다. 하지만 중국의 그림자금융 발달동기 및 과정은 여타 국가들과는 다르다. 미국 등 다른 국가 그림자금융의 경우는 일반적으로 은행권과 비은행금융기관이 경쟁하는 과정에서 발달된 경우가 대다수인 반면 중국의 그림자금융은 은행 스스로가 부외거래로 당국의 규제를 피해 대출 총량을 늘리고자 하는 과정에서 주로 발달되어 왔다.

중국 그림자금융에 연관된 각 주체별 입장을 나누어 살펴보면 그림자금융 확산 배경을 이해하기 쉬워진다. 우선 그림자금융을 주요 자금차입 수단으로 활용해 온 주체는 시중은행에서 정식 대출이 어려운 경우(지방정부, 부동산 개발업체, 민간기업, 과잉투자 산업의 국영기업 등)가 대부분이었다. 직접금융시장이 발달하지 않아 은행 대출 이외에는 자금줄을 마련하기 어려웠던 기업 및 지방정부들에게 그림자금융은 손쉽게 접근할 수 있는 시장이었다. 또한 그림자금융에 자금을 제공한 주체들(주로 기존 은행 예금자들) 입장에서는 성장률이 두 자리수를 상회함에도 정부의 예금금리 규제(당시 약 2.5~3.5%) 정책으로 경제성장 속도만큼의 이자를 받지 못했던 아쉬움을 그림자금융 고금리상품으로 충족시키고자 하였다(차트 5). 마지막으로 은행 입장에서도 그림자금융을 확장시킬 유인은 충분했다. 경기 확장기 당시 인민은행은 물가안정과 금융안정을 위해 각 은행에 연간 신용증가 한도와 예대율(예금 대비

대출비율, 수신예금 규모에 따라 대출가능 금액을 설정)을 설정하여 은행들의 대출 규모를 규제했었다. 이에 은행 입장에서는 우회로를 통해서라도 높은 대출수요를 충족시켜 수수료 수익을 취득하고자 하는 유인이 존재했다. 이러한 은행들에게 재무제표상 대출이 아닌 투자로 계상되는 WMP 는 대출한도 규제에 적용 받지 않는 동시에 자기자본(준비금)을 늘릴 필요가 없어 여러모로 큰 이점을 가진 상품이었다. 이렇게 참여 주체간 이해관계가 맞물리면서 그림자금융 규모는 급격히 확대되어 왔다.

**그림자금융 확산의 배경에는 정부의 암묵적인 보증 관행이 자리잡고 있음**

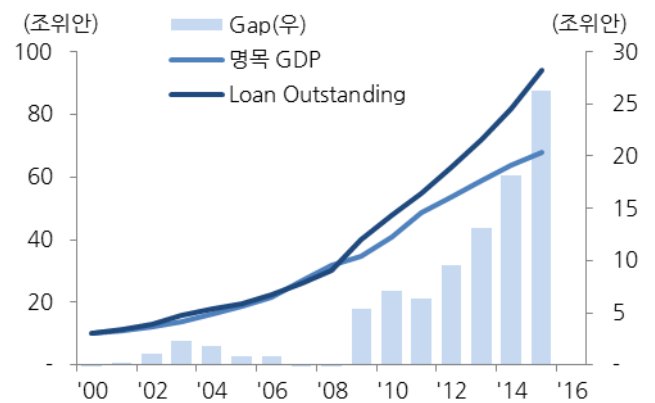
맞아떨어진 세 주체의 이해관계에 더해 궁극적으로 이러한 관행을 확산시킨 것은 '만일 상대방이 부실을 낸다면 정부가 대신 책임을 져 줄 것'이라는 암묵적인 가정이었다. 경제 및 금융시장 참가자들에게는 중국정부가 사회불안을 야기하지 않기 위해 '모든' 디폴트를 막아줄 것이라는 강한 믿음이 자리잡고 있었다. 결국 그림자금융의 확산은 경제주체들이 내린 투자결정의 위험을 스스로 부담하기보다는 정부에 떠넘긴 채 높은 수익만 누리하고자 하는 관행이 만들어 낸 결과물이라 볼 수 있다.

차트 5. 예대금리 규제, 그림자금융의 주요 원인 중 하나



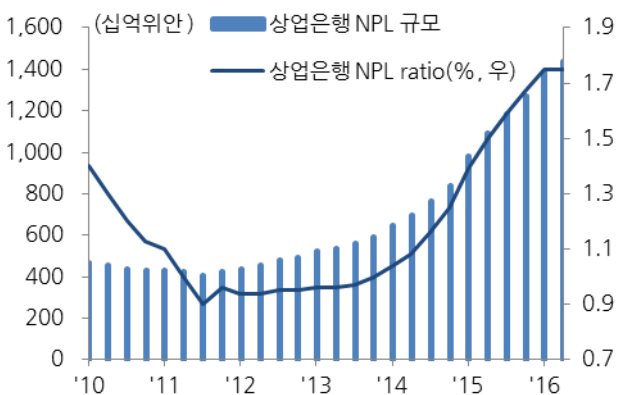
출처 : PBOC, NBS

차트 6. 과잉 유동성은 투자의 수익성 저하로 직결



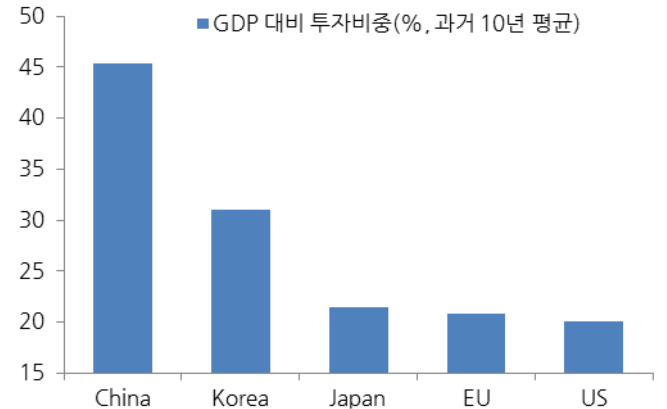
출처 : PBOC, NBS

차트 7. 은행 NPL, 그림자금융 위험을 다 반영하지 않아



출처 : 은감회

차트 8. 이례적 과잉투자를 가능하게 한 중국 그림자금융



출처 : 각국 중앙은행

▶ **실물경기와 금융시장 구조개혁 간 속도 맞추기, 가능할까?**

실물경기와 금융시장의 구조개혁이 서로 상충되는 면모를 지닌다는 점에서 정부의 딜레마가 시작됨

중국정부의 구조개혁이 어려운 이유는 실물경기(과잉생산)와 금융시장 문제(과잉부채 및 부실채권 정리)를 동시에 관리해야 하나 두 분야의 구조개혁 과정이 서로 상충되는 면모를 가지고 있기 때문이다. 정부의 구조개혁이 점진적으로 단행되어 가더라도 이것이 구조개혁의 원활한 진행을 담보해주기 어려운 이유는 여기에서 찾을 수 있다.

실물경기 구조개혁 속도는 상대적으로 느릴 수 밖에 없음(고용안정 유지를 위해)

우선 실물경기의 전환 속도는 아무리 정부가 속도를 낸다 하더라도 이는 자본과 노동력의 재배분을 수반해야 하는 문제라는 점에서 상대적으로 느릴 수 밖에 없다. 특히 정부 입장에서 가장 중요한 것은 고용의 안정인데 노동력의 유연한 전환은 산업구조 개편, 구조조정 진행과 동시에 신산업의 빠른 노동력 흡수를 필요로 하나 이는 상당한 시간을 필요로 한다.

다만 금융시장은 시간이 길어질수록 잠재위험이 누적되기 때문에 과감한 개혁을 필요로 함

문제는 금융 리스크가 실물경기 전환에 필요한 시간만큼 충분히 버텨주지 못할 수 있다는 점이다. 금융개혁은 속도와 강도가 지연될수록 잠재위험이 증가하고 해결하는데 더 큰 어려움을 수반하기 때문에 과감한 개혁을 필요로 한다. 우선 그림자금융의 경우만 보더라도 개혁을 점진적으로(매우 느린 속도로) 진행시킬 경우 곧 만기가 도래하는 상품의 위험을 어떻게 관리해야 할지와 관련하여 문제가 발생한다. 게다가 산업 구조조정 과정에서 금융구조 개혁이 뒷받침되지 못한다면 과잉생산 분야로 내몰려 일반적인 은행 대출을 받기 어려운 기업들이 다시 그림자금융이라는 자금줄을 이용할 수 있게 되기 때문에 반 쪽짜리 개혁으로 남을 수 있다. 지난 8월 16일 중국 발개위(국가발전개혁위원회)의 발표에 따르면 올해 신규대출이 사상 최고치를 기록하고 있지만 새로운 신용의 상당부분은 실물경제가 아닌 기존부채를 갚는 데에 쓰이고 있었다. 채무를 지는 입장에서 여전히 투자수익률을 고려하지 않는다는 의미이며 이는 “자본배분을 시장의 손에 맡긴다”를 내세우는 정부의 구조개혁 의지에 여전히 반(反)하는 흐름이다.

다만 실물경기와 과잉 유동성이 연계된 상황에서 금융개혁에만 속도를 낼 경우 파급력이 클 수 있음

그렇다고 실물경기 구조조정 속도와 상관없이 금융개혁만 빠르게 단행하기도 어렵다. 앞서 언급했듯 그림자금융은 중국의 고속성장(과잉투자)을 가능하게 한 주요 요인이다. 과잉유동성과 경제 및 금융시장이 연계되어 있는 상황에서는 자칫 규제강도가 높을 경우 큰 파급효과를 불러올 수 있어 중국정부 입장에서는 고민이 깊을 수 밖에 없다.

현재 정부에 가장 큰 숙제는 산업 구조조정 과정에서 발생할 부실채권 처리 방안임

우선 정부는 산업 구조조정 과정에서 발생할 대규모의 부실채권 처리방안에 대해 가이드라인을 명확히 할 필요가 있을 텐데, 이 부분이 현재 정부에게 가장 어려운 숙제일 것이다. 산업 구조조정은 한계기업들의 청산 및 피인수 등을 수반할 것이며 그 과정에서 상당규모의 부실채무가 발생할 것이다. 이때 정부가 부실채권에 대해 어떤 강도의 대응을 하는지에 따라(시장이 정부 정책을 어떻게 받아들이는지에 따라) 금융시장 개혁이 충분히 단행되지 못하면서 위험이 다시 누적되어 가거나, 아니면 자칫 급격한 신용리스크(신용 스프레드 급등, 유동성 부족 및 단기금리 급등, 은행시스템 불안 등)를 야기해 경기 경착륙이 나타날 수 있기 때문이다.

이렇듯 정부는 실물경기 구조개혁 속도를 앞당기기도 어려운 동시에 금융시스템 개혁에 속도를 내기도 매우 조심스러운 상황이다. 중국정부는 단기 리스크와 중장기

구조개혁간 균형 맞추기에 집중하면서 점진적으로 구조개혁을 단행해나가고자 하겠지만 그 중심에 있는 금융리스크가 얼마나 버텨줄 수 있을 지가 관건이다.

## 상반기 중국경기: 더딘 실물 구조조정, 누적된 금융리스크

금융개혁을 위해서는  
신속한 실물부문  
구조조정이 필요하다...

그나마 원활한 금융부문 구조개혁을 위해서는 실물부문의 구조조정 및 개혁이 신속하게 단행될 필요가 있다. 하지만 지금까지의 중국경기 동향을 살펴보면 실물경기 구조개혁은 예상보다 더디게 진행되고 있으며 앞으로도 속도를 내기 다소 어려워 보인다. 중국정부의 구조개혁 과정이 순탄하지 못할 수 있음을 의미한다.

상반기, 정부의 무게중심은  
금융리스크 관리보다는  
단기 경기침체 방어에  
있었음

위의 논의를 토대로 본다면 실물경기 구조개혁 과정에서 중국정부의 무게중심이 1) 단기적 경기침체 방어(구조개혁 강도 약화)와 2) 유동성 및 금융리스크 관리 강화(구조개혁 강도 강화) 두 가지 중 어디에 놓여있는지에 따라 경기상황이 좌우될 공산이 높다. 상반기 정부의 무게중심은 단연 1)에 있었다. 일부 산업의 구조조정과 민간투자 부진의 공백을 부동산 및 국영기업 투자가 메꿔 오면서 중국경기의 정부정책 의존도는 오히려 높아졌다. 또한 정부는 대내 유동성 공급은 지속하는 동시에 대외 자본유출 규제는 이전보다 강화시켰다. 이는 정부가 아직 적극적 구조개혁 과정에 동반될 위험을 충분히 받아들이지 못하고 있음을 반증한다.

### ▶ 가계 레버리지에 힘입은 부동산 부양, 하반기에는?

상반기 성장률을 방어해준  
일등 공신, 부동산!

올해 상반기 중국경기의 헤드라인 성장률을 방어해 준 일등 공신은 부동산경기다. 정부는 완화적인 금융정책(금리인하 및 모기지금리 하락, 주택매입 정책 완화 등)으로 부동산경기를 부양하고자 하였고 시장은 이에 매우 적극적으로 화답했다.

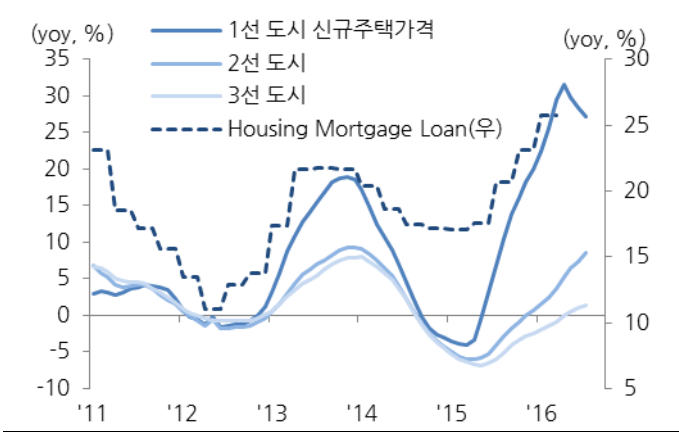
가계 레버리지에 의존한  
부동산 부양, 오히려  
수급상 불균형 심화시킴

하지만 부동산경기가 개선세를 보이기 시작한 지 1년이 채 지나지 않은 현재 부동산경기는 정책 모멘텀을 포함하여 투자/판매/가격 모든 부문에서 정점을 찍고 내려가고 있는 양상이다(차트 9, 11). 정부가 실물(부동산) 수급관리나 지역별 인구관리보다는 금융완화 정책을 통한 가계 레버리지 유도로 손쉽게 문제를 해결하고자 했기 때문이다. 오히려 그 과정에서 신규 부동산투자가 급증하면서 수급상 불균형은 심화되었다. 도심에는 공급대비 (투기)수요가 급증하면서 이례적인 부동산가격 급등이 나타났고 농촌지역에서는 과잉재고 문제가 심화되었다.

하반기 부동산가격 하락,  
주요 소비주체인 가계에  
타격 입히면서 실물경기  
전환 속도를 늦출 수 있음

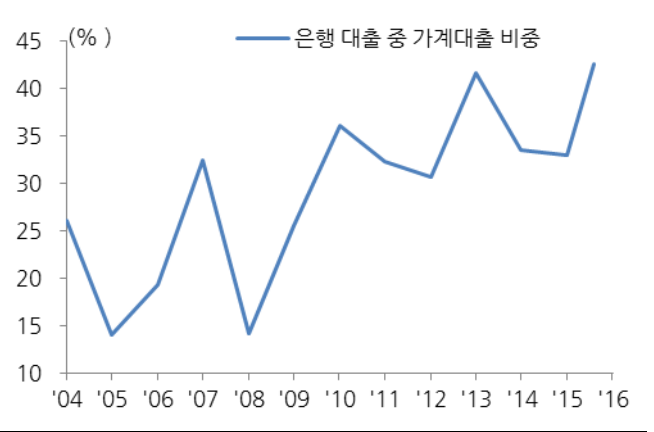
또 한가지 문제는 하반기 부동산경기 둔화가 시작된다면 중국 구조개혁의 발목을 잡는 요인으로 작용할 수 있다는 점이다. 실물이 아닌 투기수요가 최근의 부동산가격 급등을 야기했던 만큼 부동산경기 둔화가 시작된다면 그 속도는 예상보다 빠르게 진행될 가능성이 있다. 최근 주택시장 가격 상승을 견인한 주요 주체는 가계의 레버리지 투자인데, 이는 만일 부동산가격의 급등락이 심화될 경우 은행은 물론 가계가 큰 타격을 입을 가능성을 의미한다(차트 9, 10). 주요 소비주체인 가계가 타격을 입는다면 중국의 실물경기 전환 속도는 현재보다 빨라지기를 기대하기 어려워진다.

차트 9. 최근 부동산가격 견인 주체는 가계의 레버리지



출처 : NBS, PBOC

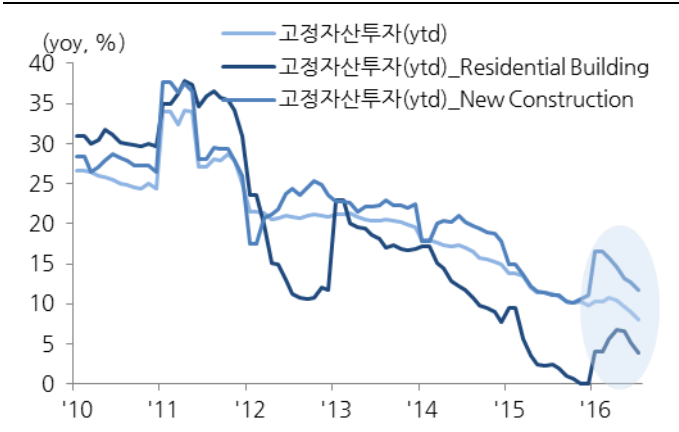
차트 10. 전체 은행대출 중 가계 대출 비중 상승



출처 : PBOC

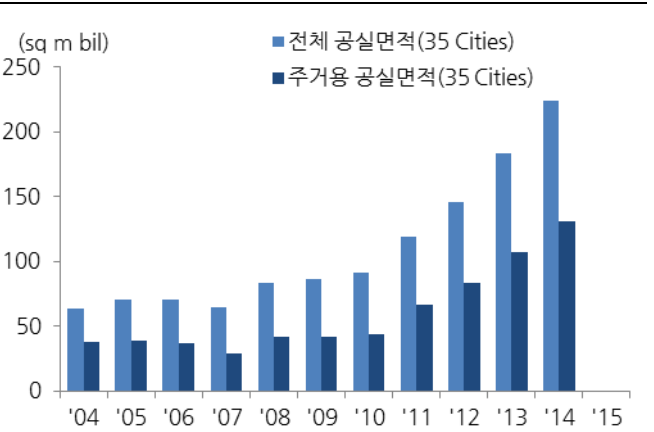
주: 2016년은 7월까지 기준

차트 11. 부동산 투자, 고점을 지나 둔화 중



출처 : NBS

차트 12. 부동산 신규투자 급증, 수급상 불균형 심화



출처 : NBS

▶ 여전히 정부 보증에 의존하는 국영기업

상반기, 국영기업과 민간기업간 투자 양극화 심화

이외에 상반기 중국 경기에서 나타난 뚜렷한 특징은 국영기업과 민간기업간 투자 양극화 문제이다. 지난해 연간 10%의 상승률을 기록했던 민간투자는 올해 7 월까지 2.1% 증가에 그친 반면 국영기업 투자는 작년 연간 10.7%에서 올 7 월까지 21.8%를 기록하고 있다(차트 16).

민간기업 투자 부진 원인

- 1) 경기불안 및 투심 위축,
- 2) 자본배분 왜곡문제 지속

최근 민간기업 투자 부진에는 크게 두 가지 요인이 작용한 것으로 보인다. 일부에서는 정부의 구조개혁 진행에 따른 경기 불안 및 투자심리 위축으로 관망세를 보이고 있는 반면(현금보유 성향 강화) 다른 일부에서는 국영기업 대비 높은 금융비용으로 자본조달에 어려움을 겪으면서 투자가 위축되는 모습이다(자본배분 문제). 지난 6 월 중국정부는 일부 지역에 조사단을 파견하여 민간기업 투자 부진의 원인을 조사하여 발표한 적이 있는데 당시 발표내용에 따르면 민간투자 부진의 주요 원인으로 꼽힌 사항은 제한적인 자금조달 루트 및 높은 융자비용이었다. 정부의

유동성 확대정책에도 불구하고 필요한 곳에 자금이 부족하여 투자가 부진했다는 사실은 중국 내 자본배분이 여전히 왜곡되어 있음을 시사한다.

중국 자본배분 왜곡 문제의 중심에는 정부에 대한 지나친 신뢰(정부의 국영기업 보증)가 있음

재무데이터 상으로는 은행 입장에서 민간기업보다 국영기업에 대출을 쉽게 해줄 만한 유인은 별로 없다(차트 13, 14). 그럼에도 은행들이 민간기업보다는 국영기업 대출에 더욱 관대한 이유는 지금까지 정부가 국영기업에 암묵적인 보증자 역할을 수행해 왔기 때문이다. 즉 국영기업과 민간기업을 포함 중국 내 자본배분 왜곡 문제의 중심에는 정부에 대한 지나친 신뢰(정부가 사회안정을 위해 디폴트는 막아줄 것이라는)가 자리잡고 있다고 볼 수 있다. 최근 정부가 은행들의 국영기업 부실채권 문제를 해소하고자 여러 방안(부실채권 기초로 ABS 발행, 부실채권 출자전환 등)을 마련하고는 있으나 이는 사실상 시장으로의 부실채권 리스크 전이 및 부실기업들의 부채 탕감 성격을 지닌다는 점에서 문제의 겉 부분만 봉합하는 대응책이다. 은행 부실채권 문제를 본질적으로 해소시키기 위해서는 정부가 국영기업의 '최종대부자'가 아님을 경제참가자들에게 인식시킬 필요가 있다.

국영기업 보증 문제 해결을 위해서는 단기적 경기침체 불가피. 하지만 정부가 급격한 경기둔화를 감내할 의지는 아직 보이지 않음

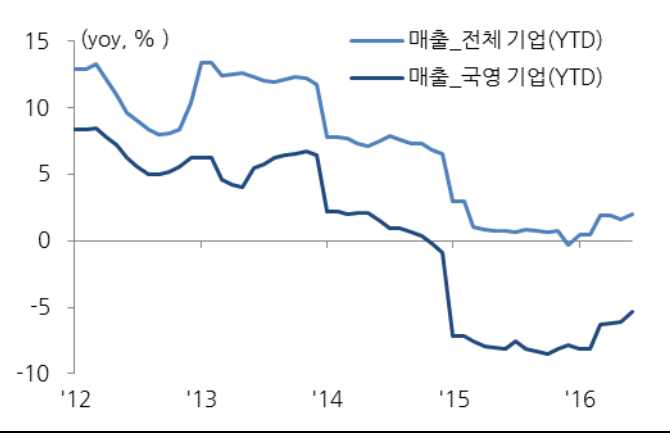
만일 정부가 위에서 언급된 대로 국영기업의 디폴트를 구제금융 없이 받아들이고 정부가 '최종대부자'가 아님을 인식시키고자 한다면 그 과정에서의 단기적 경기침체는 불가피할 것이다. 하지만 중국정부가 성장률의 급격한 둔화를 감내할 의지는 아직 보이지 않으며(향후 5년간 6.5% 이하의 성장률은 받아들이지 않겠다는 목표 유지) 지방정부들의 적극적인 구조조정 협조도 어려워 보인다. 과잉산업 부문이 집중된 지방정부들은 산업 구조조정 과정에서 지역 경제성장을 및 고용환경 위축을 우려하면서 소극적인 자세를 보이고 있다. 보도에 따르면 일부 지역에서는 지역 내 기업들의 자금공급 중단을 우려하며 준비기업 정보를 은행들에 공유하지 않고 있으며 준비기업이 파산 위기에 처하면 은행들에게 대출을 독려하기도 한다. 부실기업 정리 권한이 여전히 은행이 아닌 지방정부에 있는 것이다. 이에 지난 1월부터 7월까지 진행된 철강 생산설비 감축은 올해 목표치의 47%, 석탄 생산설비 감축 현황은 연간 목표치의 38% 정도에 그치고 있다.

정부가 성장률 방어에 집중하는 동안 금융 리스크는 지속 누적

정부가 단기 경기성장을 방어에 집중하는 동안 중국 내 그림자금융 확산은 지속되고 있었다. 과거와 마찬가지로 최근의 그림자금융 증가세는 기존대출 상황, 일반 은행대출이 어려운 기업의 자금 유통, 부동산 개발투자 등과 관련이 있을 것이다. 결국 정부의 단기 경기부양 과정에서 금융리스크는 다시 누적된 셈이다.

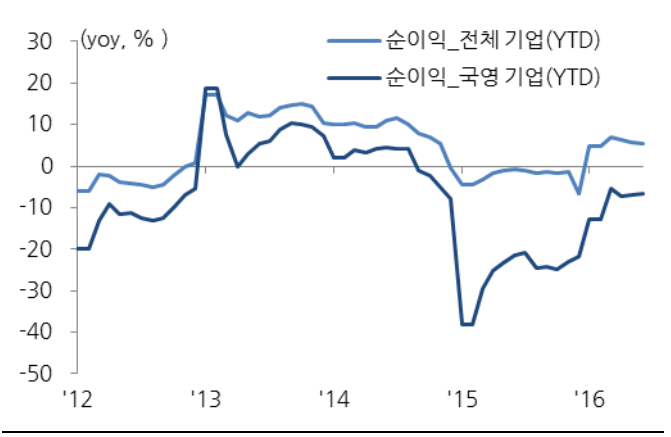


차트 13. 전체기업(국영+민간)과 국영기업 매출 비교



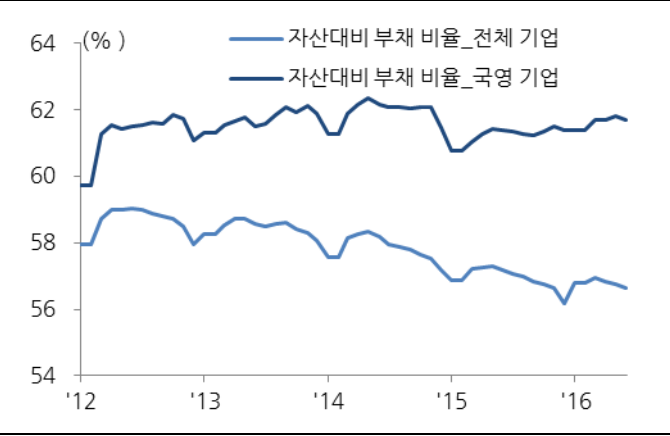
출처 : NBS

차트 14. 전체기업(국영+민간)과 국영기업 영업이익 비교



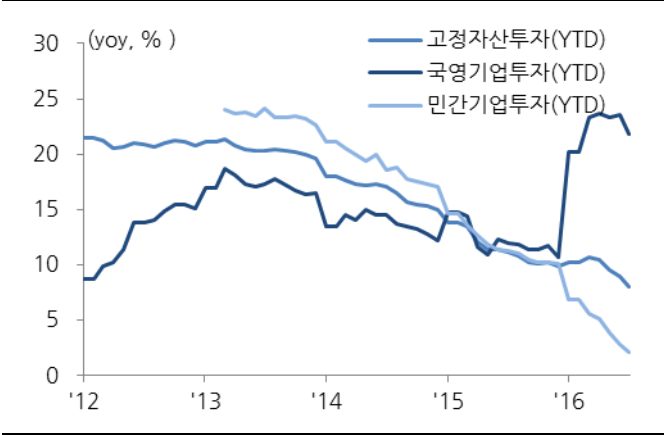
출처 : NBS

차트 15. 국영기업의 레버리지 비율, 전체 평균을 크게 상회



출처 : NBS

차트 16. 연초이후 국영기업과 민간기업 투자 양극화 심화



출처 : NBS

### 정부의 '성장률 목표'는 원활한 구조개혁의 걸림돌이 될 것

그림자금융 규제의 핵심은  
자본배분의 효율화. 그  
과정에서 기존 비효율적인  
분야는 조정이 불가피

만일 하반기 중 중국정부가 WMP 규제 확정안을 제시한다면 이는 정부정책 무게중심이 기존 1) 단기적 경기 침체 방어(구조개혁 강도 약화)에서 2) 유동성 및 금융리스크 관리 강화(구조개혁 강도 강화)로 이동하고 있음을 시사할 것이다. 그림자금융 규제의 핵심은 적절한 위험에 적절한 투자가 이루어질 수 있도록, 자본배분이 보다 효율화될 수 있도록 사회 관행을 전환시켜 나가는 것이다. 그 과정에서 상반기 중국경기를 견인해 온 국영기업 투자 의존도 상승과 부동산투자 및 가격 급등, 그림자금융 누적은 모두 방향을 달리 할 수 있다. 중국정부의 과제는 이러한 정책변화가 부동산 및 증시의 급락, 자본유출 압력 강화, 신용 리스크 등 사회혼란으로 이어지지 않도록 하는 것이나 쉽지만은 않아 보인다.

자본배분의 효율화는 결국  
국영기업 개혁과 직결.  
국영기업 개혁은 과잉생산  
조정에 더해 민간기업에  
다시 기회를 돌려주는 것

그림자금융 개혁과 동반되어야 하는 실물경기 개혁은 국영기업 문제이다. 성공적인 국영기업 구조개혁은 단순히 과잉 생산설비 감축에 그치는 것이 아니라 국영기업 독점으로 공정한 경쟁을 펼치지 못했던 민간기업들에게 기회를 되돌려주는 것이다. 국영기업들은 정부를 등에 업고 공격적인 레버리지를 단행하는 과정에서 특정 분야에 집중하기보다는 몸집을 키우기 위한 문어발식 투자를 단행해왔다. 민간기업들은 상대적으로 자본조달에 엄격한 잣대를 적용 받는 동시에 국영기업들의 독점에 눌러 자체적인 경쟁력을 키울 수 있는 기회를 상당부분 잃어온 셈이다. 즉, 국영기업 개혁의 성공은 과잉 생산능력 조정을 포함, 정부의 암묵적인 보증 관행을 등에 업고 문어발식으로 확대해왔던 투자분야를 축소시켜 그 빈자리를 민간기업이 되찾아갈 수 있게끔 하는 것이며 여기에는 그림자금융 개혁을 통한 자본배분의 효율화가 필수적으로 요구된다.

금융시장 개혁은 수익-위험  
상충관계 회복에서 시작해야  
하지만 문제는 이미 경제가  
스스로 감당하기 어려운  
위험을 지고 있다는 것

의미 있는 금융시스템 개혁은 수익에 따르는 위험을 다시 각 주체에 되돌려주는 것에서부터 비로소 시작될 수 있을 것이다. 하지만 문제는 이미 경제주체들이 스스로 감당하기 어려운 위험을 짊어지고 있다는 점이다. 신규대출로 기존대출을 상환하는 ‘돌려막기식 대출(폰지금융)’이 만연한 현상은 현재 정부가 신규대출을 규제하는 순간 디폴트에 내몰릴 채무의 양이 상당함을 의미한다. 그리고 정부는 이때 발생할 디폴트를 최소한 어느 정도는 방지해야만 만연해있는 그릇된 경제주체들의 기대(정부가 모두를 보호해줄 것이라는)를 깰 수 있을 것이다.

원활한 개혁을 위해 정부는  
경기충격을 수용할 필요.  
단기부양의 반복은 구조  
개혁 의도와 상충되기 때문

그 과정에서 중국경기는 하방압력을 감내해야 하며 단기적인 경기 충격을 받아들일 필요가 있어 보인다. 하지만 정부는 경기하방 압력이 사회불안을 야기할 수 있다는 불안감에 또 다른 방식으로 성장률을 지탱해가고자 할 가능성이 높다. 이러한 관행의 반복은 한편으로는 중국정부가 어찌되었건 (과거보다는 낮지만) 6.5% 이상의 성장률을 책임져줄 것이라는 안도로 연결될 수도 있겠지만 그 반면 과거에 해왔던 실수를 반복하면서 원활한 구조개혁을 방해할 수 있다. 구조조정 과정에서 경기침체 조짐이 보이거나 유동성 문제가 생길 때마다 정부가 단기적인 경기충격을 받아들이지 못하고 부양책으로 대응하는 것은 정부의 구조개혁 의도와 상충되는 경우가 대다수이기 때문이다.

정부가 성장률 목표를 계속  
우선순위로 내세운다면  
구조개혁 과정은 비록  
점진적이더라도 원활하지  
못할 수 있음

이렇듯 정부가 무슨 수를 써서라도 성장률을 책임져줄 것이라는 강한 믿음은 오히려 역설적으로 정부의 구조개혁을 어렵게 한다. 하반기에도 중국의 구조개혁 과정이 원활하게 진행되기 어려울 것으로 예상하는 이유이다. 중국 부채문제가 본격적으로 확산된 계기가 글로벌 금융위기 당시 정부가 성장을 방어를 위해 이례적인 대규모 부양정책을 펼친 이후부터였음을 상기시킬 필요가 있다.