

제목

## 중국의 부동산 경기순환 추정

1

분석 배경

□ 중국의 부동산은 생산 및 소비·투자 등 내수 분야에 걸쳐 중국의 빠른 경제성장을 이끈 핵심동력으로 역할

○ 부동산 관련 업종이 GDP에서 차지하는 비중은 2000년 14.5%에서 2022년에는 24.2%까지 상승하였으며, 관련 투자는 2000년 전년대비 15.1%에서 2021년 26.7%까지 증가하는 등 생산과 투자를 견인

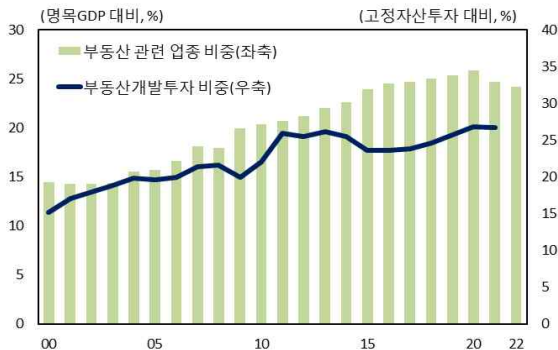
○ 또한 부동산은 가계자산의 66%(19년 기준)를 차지\*하며, 부의 효과를 통해 가계소비에 미치는 영향도 상당

\* 인민은행의 가계자산조사(19.4월)에 따르면, 중국 가계자산의 65.9%(주택: 59.1%, 상업용부동산: 6.8%)가 부동산이고, 금융자산과 기타 유형자산이 각각 17.0%, 17.1%를 차지

— 가계는 자산증가에 대한 부동산의 기여율을 69.9%(20년 기준) 정도로 인식\*할 만큼, 부동산은 주요 자산으로서 자리매김

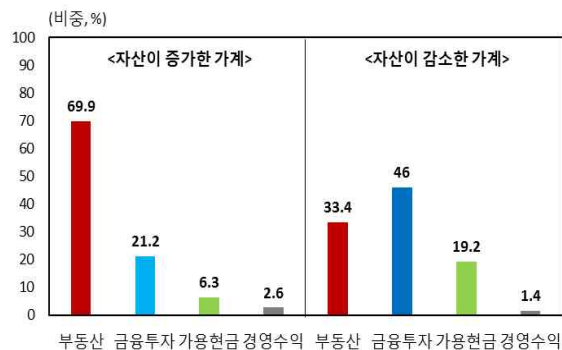
\* 가계금융조사 연구센터(21.2월)에 따르면, 자산이 증가한 가계는 전체 증가분의 약 69.9%가 부동산 가격 상승에 기인한다고 응답

중국 내 부동산 관련 부문 비중<sup>1)</sup>



주 : 1) 부동산업, 건설업, 임대업, 금융업 포함  
 자료 : 국가통계국, CEIC

중국 가계자산 변동 기여 비중



주 : 1) 34,691가구 대상 설문조사(20년 실시)  
 자료 : 가계금융조사 연구센터(21.2월)

작성자 : 북경사무소 신동주 과장

□ 그러나 2010년대 중반 이후 **지방정부의 부채**가 빠르게 증가하는 가운데 21.9월恒大(恒大) 사태를 시작으로 컨트리가든(碧桂園), 수낙 차이나(融創中國) 등 **주요 개발업체의 디폴트 우려**가 부각되면서 **부동산 시장 전반에 걸쳐 위기감**이 고조

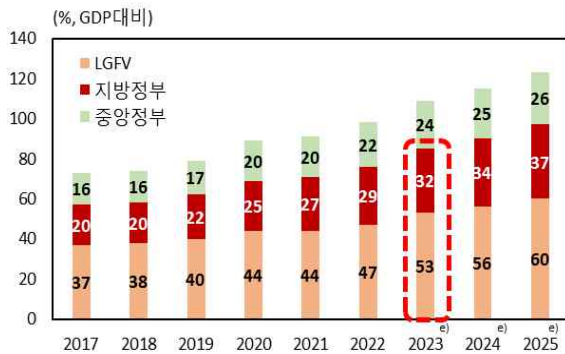
○ 중국 지방정부의 부채는 23년 기준 GDP 대비 32% 수준(IMF 추정)이나 암묵적 부채인 LGFV\*까지 포함시킬 경우 85%까지 크게 증가(IMF, 23.2월)

\* 지방정부 전액 출자회사로, 지방정부를 대신하여 부채를 조달하고 인프라 프로젝트를 건설하는 역할을 수행하는 특수법인(Local Government Financing Vehicle)

○ 또한 20년 이후 신규 착공이 감소하는 등 부동산 경기 침체가 지속되면서 **건설·개발업체의 자금조달이 어려워지는 등 신용위기 가능성**도 점증\*

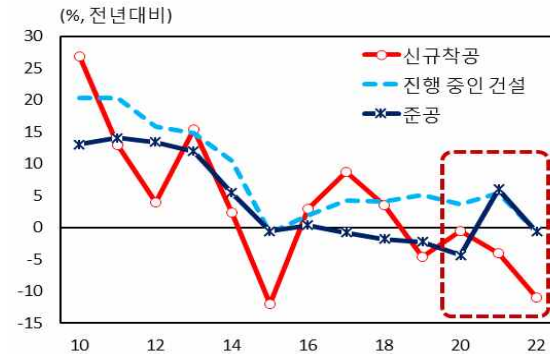
\* 다수 전문가들은 코로나19 (재)확산, 부동산경기 부진 등으로 공사가 중단되거나 신규 착공이 감소하여 주택 선분양을 통한 기업의 자금조달 여건이 어려워졌다고 평가

### 중국 중앙·지방 부채 및 LGFV



자료 : IMF(23.2월)

### 신규 착공 및 준공 면적



자료 : 국가통계국, CEIC

⇒ 이처럼 부동산 시장을 둘러싼 각종 리스크가 불거지면서 중국의 **금융불균형 및 이에 따른 잠재리스크 축적**에 대한 **우려**가 제기

○ 중국의 경우 부동산과 관련 업종이 경제에서 차지하는 비중이 매우 크며, 그 파급 범위도 부동산 시장을 벗어나 **금융 부문 및 실물 경제로까지 확장될 가능성**이 있다는 점에서 부동산 경기에 대한 분석이 필요

○ 이에 따라 **중국의 부동산 경기순환**을 추정해 보고, **신용 및 실물 순환과의 관계**를 비교하여 **리스크 향방**을 점검

□ (방법론 및 데이터) Drehmann et al.(2012)의 방법론\*을 토대로 1996년 1/4분기부터 2023년 3/4분기까지 **중국의 부동산경기지수**를 이용하여 경기순환을 추정

\* 금융사이클 추정에 있어 핵심적인 연구로 인정받고 있으며, 한은에서도 이정연·박양수(2015), 이정연·홍준선(2022) 등이 동 방법론을 이용하여 한국의 금융사이클을 추정

○ (방법론) 사이클 추출 및 정·저점 판단에 있어 **대역통과필터**(BP filter)와 **전환점 분석**(turning point method)을 이용하였고, 순환주기는 선행연구 등을 참고하여 **중기순환\***(8~20년)을 중심으로 분석하되 단기순환(4~8년)도 참고\*\*

\* Drehmann et al.(2012)은 주요국의 중·단기 금융사이클을 분석한 결과, 경제손실을 유발하는 금융위기를 식별하는 데 있어 중기 순환이 유용하다고 주장

\*\* 자세한 사항은 「<붙임> 부동산 경기순환 추정에 활용된 방법론 소개」 참조

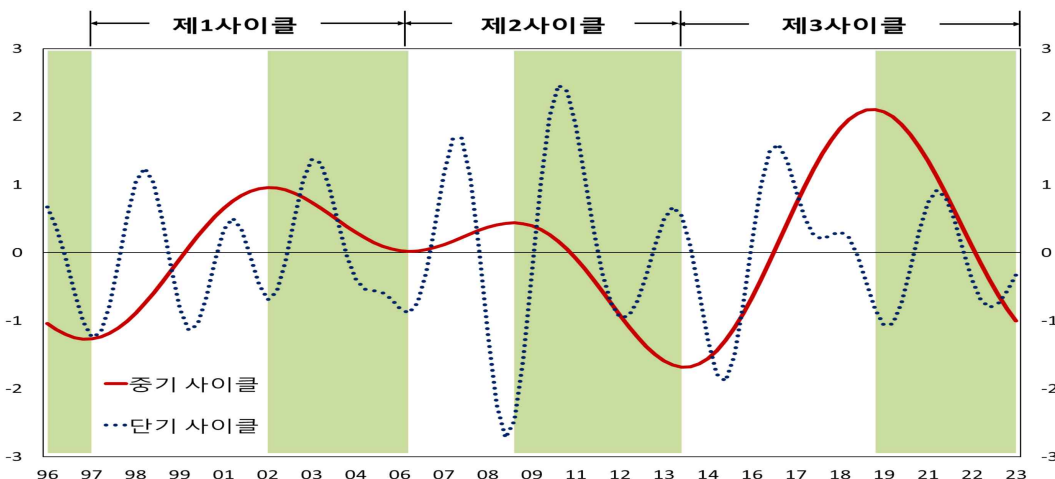
○ (데이터) 국가통계국에서 편제하는 **부동산경기지수**(Real Estate Climate Index)를 활용

— 동 자료는 부동산 관련 투자, 자본, 착공·준공 면적, 판매 실적 등을 합성한 공식 통계로서, 중국의 부동산 시장 상황을 종합적으로 보여주는 지표

□ (추정 결과) 상기 방법론을 이용하여 사이클을 추정해 본 결과, **중국의 부동산 경기**는 **1996년 이후 3회**에 걸쳐 **사이클**(평균 주기: 8.8년\*)을 보인 것으로 분석

\* 이정연·홍준선(2022)에 따르면 우리나라의 금융사이클 평균 주기는 약 6.1년이고, Fengkun·이기성(2021)은 중국의 금융사이클 평균 주기를 약 9.5년인 것으로 추정

중국의 부동산 사이클 추이<sup>1)2)</sup>



주 : 1) 음영은 중기 사이클의 수축 국면을 의미 2) 표준화(사이클/표준편차)  
자료 : 국가통계국, 자체 추정

○ 중국의 부동산시장은 주택 현물분배 제도 폐지(98.7월) 이후 정부의 정책방향 변화에 크게 영향을 받으며 과열과 조정 국면을 반복하였는데, 동 사이클의 정·저점은 이같은 흐름이 대체로 잘 반영되어 있는 모습

- (1사이클 정점: 02년) 98년부터 본격적인 시장 활성화 정책 등으로 시장 과열
- (1사이클 저점: 06년) 주택가격 안정화 대책 발표(05.3월), 시장 일시 조정기 진입
- (2사이클 정점: 09년) 08년 금융위기 직후 시장 부양 정책으로 일시 선회
- (2사이클 저점: 14년) 10.4월 규제정책 시행, 일시적으로 엄격한 창구지도 실시
- (3사이클 정점: 19년) 규제정책에도 불구하고, 16~17년 부동산 시장 과열
- (이후~) 코로나19 확산, 헝다 사태 등으로 시장 침체

구분	기 간	확장기	수축기	정책기조 및 주요 정책
제1 사이클	97.1/4 ~ 06.2/4 (37분기) 정점: 02.2/4	17개월	20개월	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 96~02년 : 부양 기조               <ul style="list-style-type: none"> <li>- (98년) 주택 현물분배 제도 폐지</li> <li>- (01년) WTO 가입</li> </ul> </li> <li>■ 03~06년 : 규제 기조               <ul style="list-style-type: none"> <li>- (03년) 기준을 인상, 부동산개발사 자기자본금 30% 이상일 경우에만 대출 신청 가능</li> <li>- (04년) 은행 대출금리 인상</li> </ul> </li> </ul>
제2 사이클	06.2/4 ~ 14.1/4 (31분기) 정점: 09.2/4	12개월	19개월	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 06~07년 : 규제 기조               <ul style="list-style-type: none"> <li>- (07년) 2주택 구매시 현금비중 상향</li> </ul> </li> <li>■ 08년 : 일시 부양 기조               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 생애 첫 주택 구매자 지원, 모기지 우대금리 정책 추진</li> </ul> </li> <li>■ 09~13년 : 규제 기조               <ul style="list-style-type: none"> <li>- (10년) 부동산 구매제한 정책(1가구 3주택 은행 대출 중단 등) 도입</li> <li>- (11년) 국무원 신국8조 부동산 규제책 발표</li> <li>- (13년) 주요도시 계약금 비율 인상</li> </ul> </li> </ul>
제3 사이클	14.1/4 ~ 진행중 (38+ $\alpha$ 분기) 정점: 19.3/4	22개월	16+ $\alpha$ 개월	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 14~16년 : 부양 기조               <ul style="list-style-type: none"> <li>- (14~15년) 정책금리 인하, 기준율 인하 등 주택시장 활성화 추진</li> <li>- (16년) 전국단위 규제 완화 (부동산 구매시 현금납입 비율 하향 조정, 도시별 구매제한 범위 축소 등)</li> </ul> </li> <li>■ 16년말 이후 : 규제 기조               <ul style="list-style-type: none"> <li>- (16.10월) 지방정부별 주택규제 발표</li> <li>- (16.12월) 「주택은 사는 곳」 정책기조 선언</li> <li>- (20.8월) 3대 레드라인 제시</li> <li>- (20.12월) 부동산 대출한도 제한</li> <li>- (21.2월) 토지 매각 및 양도 제한</li> </ul> </li> <li>■ 21.8월 : 부동산업의 양성순환 촉진               <ul style="list-style-type: none"> <li>- 부동산업은 제조업, 디지털 산업과 함께 국내경제 활성화를 위해 공급측 개혁이 필요한 주요 산업으로 언급</li> <li>- 시장에서는 시장안정화와 경기 하락세 예방에 방점을 둔 정책으로 해석</li> </ul> </li> </ul>
	(평균)	17개월	18+ $\alpha$ 개월	

- 금변 사이클의 특징을 살펴보면 주기가 이전에 비해 길어지고 진폭도 크게 확대된 모습
  - (주기) 순환 주기가 38+α 분기로 제1 사이클(37분기)과 제2사이클(31분기)에 비해 증가
    - 주기의 장기화로 인하여 저점 통과 이후 확장 국면으로 진입하는 시기가 과거보다 지연될 수 있음을 시사
  - (진폭) 직전 호황기 정점(19.3/4)의 경우 진폭이 이전 정점들에 비해 확대\*
    - \* 제1사이클 정점(02.2/4) 대비 2.2배, 제2사이클(09.2/4) 대비 4.8배
    - 중국정부의 부동산 경기부진 장기화 대응조치들이 집행되더라도 지방 정부 부채 이슈, 잠재성장을 저하 등이 맞물리면서 금변 사이클 침체의 정도(depth)가 상당할 수도 있음을 시사

**3 부동산 순환과 신용·실물 순환 간의 관계**

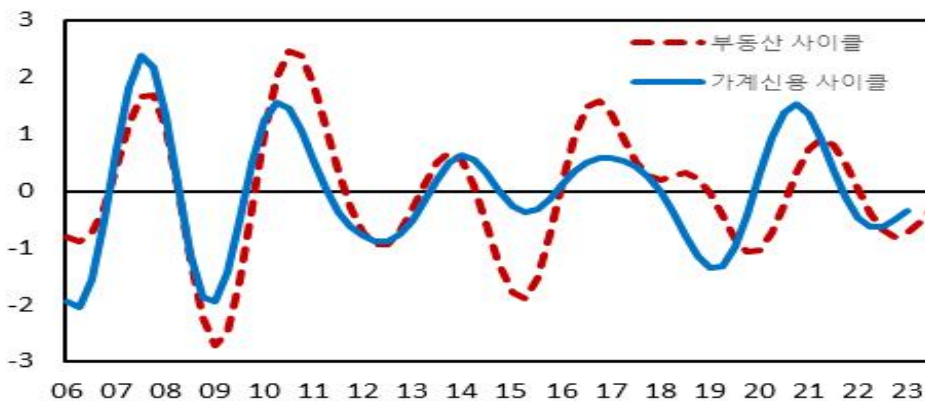
**① 신용 순환과의 관계**

□ 중국의 가계신용\* 사이클을 부동산 사이클(단기 기준)과 비교해 보면 2006년 이후 양 사이클은 뚜렷한 동조화 경향을 보인 가운데, 17년부터는 동조화가 다소 약화\*\*

\* 기업의 경우 제조업, 서비스업 등 부동산 부문과의 관련성이 낮은 업종을 다수 포함하고 있어 기업신용 사이클 추출을 본 분석에서 제외

\*\* BIS에서 발표하는 GDP 대비 민간신용 데이터를 활용하였으며, 시계열(06.1/4분기~23.1/4분기)이 짧다는 점을 감안하여 단기 사이클을 추출하여 분석

**가계신용 사이클 및 부동산 사이클**



주 : 1) 가계신용/GDP 기준    2) 양 사이클 모두 단기 순환 기준  
 자료 : BIS, 자체 추정

○ 중국의 부동산 투자 및 구매를 위한 자금 조달원 중 68.1%(23.1~9월 기준)가 은행 대출, 주택공적금\* 등인 점을 감안할 때, **가계신용과 부동산의 사이클이 동조화**된 모습을 보이는 것은 **자연스러운 현상**

\* 중국 사회보험 중 하나로 기업과 개인이 공동 부담하며, 주택 구매(임차 포함)시 적립 금액에 비례하여 저금리 대출이 가능

○ 그러나 **17년 이후부터 가계신용 및 부동산 사이클 간의 동조성이 약화**된 것은 **정부정책에 대한 부동산시장의 민감도가 과거에 비해 약화되었음**을 시사

— (17~19년) 16년말부터 정부가 투기수요 억제를 위한 규제를 강화함에 따라 18년 들어 가계신용 증가세가 점차 둔화되었으나, 주택가격이 계속 상승하는 등 부동산 경기의 과열 양상은 좀더 지속

\* 북경을 포함한 110여개 도시에서 약 250개의 규제를 발표하는 등 부동산개혁 조치 (98년) 이후 가장 많은 규제를 발표

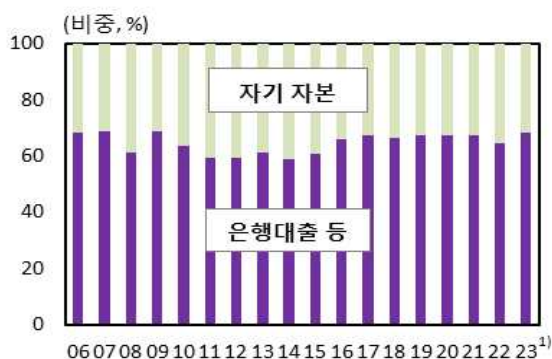
— (20년 이후) 주택담보대출 증가율이 둔화되고 심지어 23년에는 마이너스 (23.9월말 전년동기대비 -1.3%)를 보인 점을 감안하면, 주택 구매 수요가 줄면서 시차를 두고 부동산경기 부진으로 이어졌을 가능성\*

\* 부동산 구매 수요는 부진한 가운데, 금년 6월 이후 신용대출이 급증한 반면 예금을 활용한 주택담보대출 상황이 집중적으로 이루어진 것으로 평가(申万宏源)

○ 한편 정부의 대출 및 주택거래 규제 완화\* 등으로 **금년 3/4분기 이후 가계신용과 부동산 모두 반등** 조짐을 보이는 모습

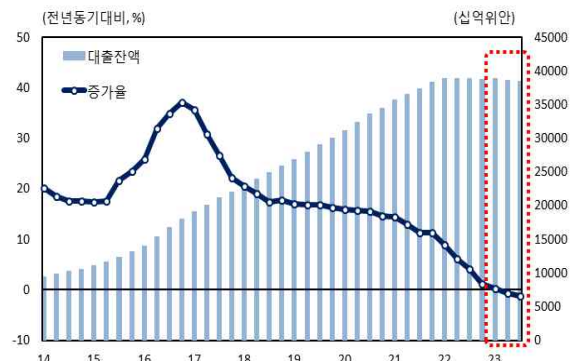
\* 지난 7월 중앙정치국회의에서 부동산 시장의 투자심리 호전, 수요부진 개선 등을 위해 부동산 시장 활성화 대책을 검토하기 시작했고, 이후 생애최초 주택담보대출 금리 인하, 주택 최초 구입시 계약금 비중 하향 조정 등을 시행

### 중국의 부동산 투자 자원조달



주 : 1) 23.1~9월 기준  
자료 : 국가통계국, CEIC

### 주택담보대출 잔액 및 증가율



자료 : 인민은행, CEIC



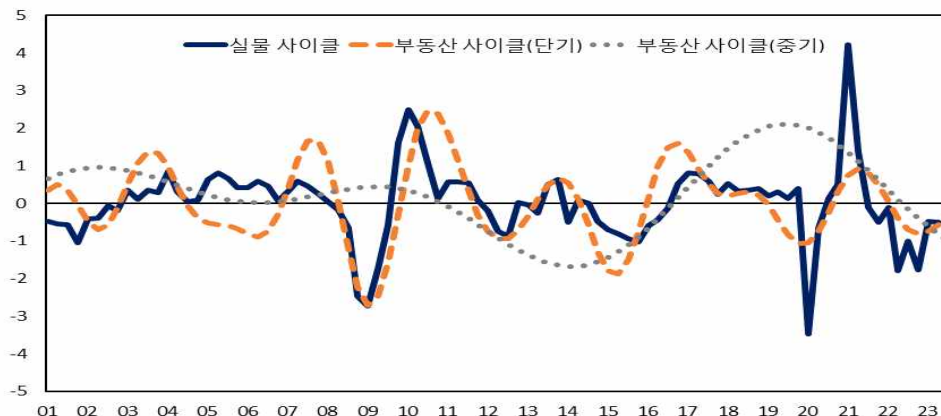
## ② 실물 순환과의 관계

□ 한편 중국의 **실물 사이클\***을 보면 **부동산 사이클과 동조화 경향**이 뚜렷한 가운데, **22년 들어 양 사이클 모두 침체 국면**에 위치

\* 실물 사이클의 경우 필터링 방식에 따라 정·저점, 주기 등에 있어 큰 차이가 발생할 수 있기 때문에, 자체적으로 사이클을 추출하지 않고 미국 샌프란시스코 연은이 작성·업데이트하는 경기순환<sup>1</sup>(FRBSF China Cyclical Activity Tracker) 자료를 차용

- 실질GDP, 실질수입, 산업생산, 소매판매, 부동산 투자 등 총 14개의 중국 지표를 토대로 주성분 분석, 필터 추출(주기 하한: 24분기) 등을 거쳐 경기순환 지수를 작성

### 실물 사이클 및 부동산 사이클



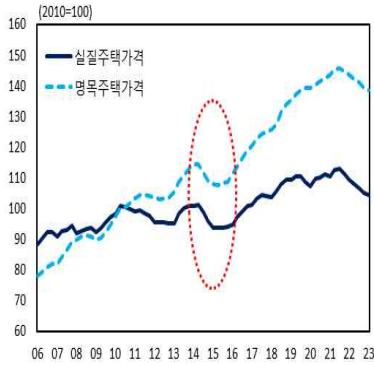
자료 : 국가통계국, 샌프란시스코 연은(실물 사이클), 자체 추정(부동산 사이클)

○ 실물 사이클 상 직전 수축기(코로나19 확산기 제외)였던 **15~16년** 당시 상황을 보면, **△주가 및 환율 불안 △부동산가격 급락 △실물경기 위축**이 동시에 발생

— 당시 주요국 금리인상 등 **대외 여건 변화에 따른 외부 충격**이 당시 중국 경제에 미친 **부정적 영향**이 상당했음을 시사

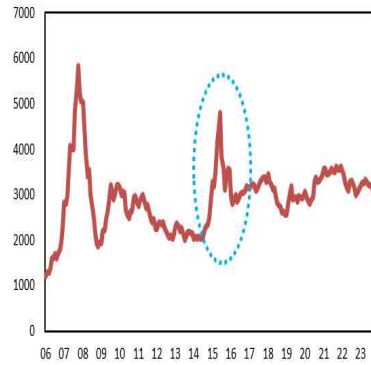
<p>15.6월 상하이 증시 폭락</p>	<p>·(현상) 상하이종합지수는 15.6.12일 5,166에서 7.8일 3,507로 32% 가량 하락하였고, 선전종합지수도 6.12일 3,141로 최고치를 기록한 후 7.8일 1,884로 40% 가량 하락</p> <p>·(원인) 주가의 지속적 급등에 따른 버블 우려로 중국정부의 증시 과열 억제정책이 시행된 데 주로 기인</p>
<p>15.8월 위안화 평가 절하</p>	<p>·(현상) 중국인민은행은 15.8.11일부터 13일까지 3일간 위안화 대미 달러 환율을 6.1162(8. 10일)에서 6.4010(8.13일)으로 4.59% 절하</p> <p>·(원인) 당시 미국의 정책금리 인상 가능성이 높아짐에 따라 국내 경기부양 및 단기 자본 유출 방지 등을 위해 위안화 절하 진행</p>

중국 주택가격 추이



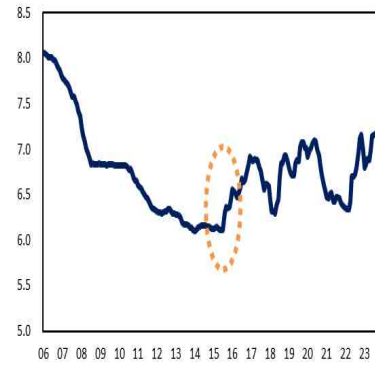
자료 : BIS

상하이 종합지수



자료 : CEIC

위안화 환율



자료 : WIND

4

종합 평가

- 중국의 부동산 시장은 19년 하반기 이후 수축 국면에 위치해 있는 가운데, 금변 사이클은 이전 사이클에 비해 「長주기·高진폭」 라는 차별화된 특징을 시현
  - 부동산 사이클과 가계신용 사이클 간의 관계를 살펴보면, 최근 들어 과거의 동조화 경향이 약화된 모습
  - 또한 부동산 사이클과 실물 사이클 간의 관계는 강한 동조성을 유지하고 있는 가운데, 현재 양 사이클 모두 침체 국면에 위치하고 있는 것으로 분석
- 부동산 시장에 대한 정부정책의 효과가 예전에 비해 약화된 가운데, 최근 들어 금융부문이 경기사이클과 탈동조화되고 있는 점은 향후 중국 경제에 주요 잠재 리스크 요인으로 작용할 가능성
  - 그간 대출 등 신용정책과 부동산 정책이 높은 연계성을 보여 왔다는 점을 감안하면, 신용시장과 부동산시장 간 연계성이 약화될수록 부동산 안정화 정책의 실효성도 과거보다 제한적
  - 또한 금융·실물 간 사이클의 탈동조화는 향후 △경제 안정성 △정책조합 등의 측면에서 향후 중국경제에 새로운 도전과제로 대두될 가능성
    - 금융과 실물 사이클 간 괴리가 더욱 벌어질 경우 작은 대외 충격에도 취약해질 위험성을 내포



— 계획경제 하에서 부동산·신용·실물경기 간 높은 연계성을 바탕으로 경제 안정화를 위해 대출 공급(또는 제한)·금리 인하(또는 인상) 등 비교적 단선적(one-way)인 정책을 펼칠 수 있었다면,

각 부문별 탈동조화로 인하여 예전에 경험해보지 못한 최적의 정책조합(policy-mix)에 대한 논의가 점차 부각될 소지

○ 한편 부동산의 **경기 부양 기능이 제한적인** 상황에서 소비가 성장을 이끌어야 하지만, 소비의 회복 속도도 예상보다 더딘 상황

□ 이러한 점을 종합적으로 고려해 볼 때 **중국의 부동산 시장은 회복에 소요되는 시간이 길어질 것**으로 보이며, 안정화 정책이 나오더라도

① 17년 사례에서 보듯이 **정책에 대한 시장의 민감도가 둔화된 상황**에서는 **정책 효과가 예전만큼 크지 못할 가능성**

② 또한 향후 부동산 경기가 실물 경기와 차별화될 가능성이 높은 만큼 **부동산 부양을 통한 경기안정화와 같은 정책**은 시장으로부터 신뢰 획득이 점점 어려워지고 궁극적으로는 **기대했던 것만큼 충분한 효과를 거두지 못할 소지**

<붙임>

## 부동산 경기순환 추정에 활용된 방법론 소개\*

\* 「이정연·박양수. (2015). 우리나라의 금융사이클 추정」 참고

□ Drehmann et al.(2012)은 1960년부터 2011년까지 7개 선진국 자료를 이용하여 분석한 결과,

①금융사이클의 주기와 진폭이 모두 실물사이클의 주기보다 크고, ②금융사이클의 정점에 도달하면 경제위기를 수반하는 경우가 많으며, ③신용 데이터는 단기 주기보다 중기 주기에 더욱 증가하는 경향이 있다고 주장

□ 본고에서는 Drehmann et al.(2012)의 방법론\*을 토대로 대역통과필터(BP filter)와 전환점 분석(turning point method)을 이용하여 사이클을 추정

○ 대역통과필터(Band-pass Filter)는 금융·경제 시계열 데이터로부터 일정한 주기(단기 2~8년, 중기 8~20년)를 가진 순환패턴을 추출하는 방식

— 고대역통과필터(high-pass filter)의 일종인 HP 필터(Hodrick-Prescott filter)와 달리 분석자의 관심 대상 주기의 하한과 상한을 각각 설정하여 이에 해당하는 주기를 추출한다는 점에서 차이

— BP 필터는 순환국면의 식별뿐 아니라 각 국면의 심도(depth)까지 측정할 수 있는 장점이 있으나 새로운 정보가 추가될 때마다 분석 결과가 달라질 수 있는 끝단점 문제(end-point problem)에 취약하다는 약점

○ 전환점 분석(turning-point method)은 대상지표의  $t$ 기 값이  $t\pm i$ 기 값보다 높을(낮을) 경우 정점(저점)으로 판단하며, 동 정점 또는 저점을 기준으로 전·후 기간 동안 확장 또는 수축 국면이  $j$ 기 이상 지속되고 1개 사이클의 주기가  $k$ 기 이상일 경우로 한정하여 금융·경제 사이클을 판단하는 방식

— 복잡한 통계적 기법에 대한 의존 없이 직관적으로 국면을 판단할 수 있다는 장점이 있으나 해당 국면의 심도를 양적으로 제시하지 못하는 것이 단점

## <참고문헌>

- 김기봉·이치훈. (2023). 중국 부동산시장 전망 및 리스크 평가, 국제금융센터.
- 김대운·정준영. (2018). 최근 중국 부동산시장 동향 및 평가. 해외경제 포커스, 2018-17호.
- 대외경제정책연구원. (2022). 최근 중국 부동산산업의 발전 추이, 정책 동향 및 전망. KIEP 북경사무소 브리핑, Vol. 24, No.1.
- 이정연·박양수. (2015). 우리나라의 금융사이클 측정. BOK 경제리뷰, 2015-3호.
- 이정연·홍준선. (2022). 최근 우리나라 금융사이클의 상황 및 특징 평가. BOK 이슈노트, 2022-12호.
- 이정진. (2023). 중국 부동산 신용 리스크 점검. KB금융지주 경영연구소.
- 전종규. (2018). 2018년 중국 부동산 보고서. 삼성증권 China Focus.
- 주혜원·김윤경. (2023). 중국 지방정부자금조달기구(LGFV) 위험 점검, 국제금융센터.
- 中国家庭金融调查与研究中心. (2020). 中国家庭财富指数调研报告(2020).
- Borio, C. (2014). “The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We learnt?”, *Journal of Banking and Finance*, vol. 45(C), 2014, pp. 182-198.
- Drehmann, M., Borio, C., and Tsatsaronis, K. (2012). “Characterising the Financial Cycle: Don’t Lose Sight of the Medium Term”, BIS, 2012.
- Fengkun·이기성. (2021). 중국의 금융사이클과 실물사이클 간 관계 분석. 유라시아연구, 제18권 제3호(통권 제62호).
- IMF. (2023). People’s Republic of China 2022 Article IV Consultation. IMF Country Report No. 23/67.