

BOX 3

일본과 중국의 건설투자 장기부진의 경험과 시사점

※ 동 보고서의 집필자는 조사국 김보희 차장, 이준호·선진산 과장, 안선균·이상현·유건후·안지민 조사역입니다.

* 대표 집필자: 조사국 아태경제팀 김보희 차장(02-759-5292)
중국경제팀 이준호 과장(02-759-5537)

우리나라 건설투자가 침체에 빠져 있다. 지난 2/4분기까지 5분기 연속 역성장하였으며 연간 기준으로 2021년부터 4년 연속 감소하였다. 게다가 건설경기 여건도 여의치 않은 상황이라서 향후 건설투자에 대해서도 낙관하기 어려운 상황이다. 그런데 이러한 건설투자 부진의 장기화는 우리나라만의 현상이 아니다.

일본은 우리보다 앞서 장기간에 걸쳐 건설투자 부진을 경험하였고, 중국 역시 장기 부진을 겪고 있다. 일본은 1990년대 초반 버블 붕괴 이후 정부가 공공투자를 확대하여 건설경기를 살리려 노력하였지만, 결국 장기침체를 피할 수 없었다. 중국은 글로벌 금융위기 이후 부동산 과잉투자를 지속한 결과 2021년부터 극심한 건설경기 침체에 빠져 있는 상황이다. 본고에서는 일본과 중국의 건설투자 장기부진 상황과 정책대응을 살펴보고 시사점을 도출하였다.

1. 일본

(1) 건설투자 흐름의 세 가지 국면

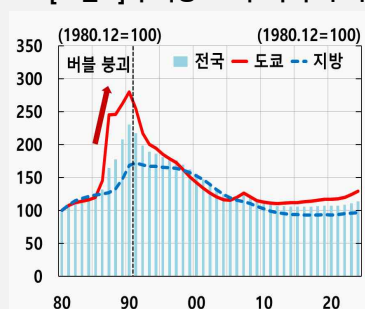
(1980년대 후반 버블경제 시기 건설투자 급증)

1980년대 후반 일본의 건설투자는 정부의 내수진작책과 BOJ의 완화적 통화정책에 경제주체의 자산가격 상승 기대까지 가세하며 단기간에 급증하였다. 1985년 플라자 합의에서 일본은 환율 조정¹⁾ 외에도 무역불균형 해소를 위한 내수 확대를 약속하였다. 내수 확대를 위해 일본정부는 고속도로, 신칸센, 항만·공항 등 SOC투자를 확대하는 한편 리조트법²⁾(1987년)과 지방 활성화 사업(1988년)을 바탕으로 지방의 관광시설 건설을 촉진하였다. 또한 급격한 엔고가 경기침체를 유발할 것을 우려하여 BOJ가 금리를 인하³⁾하자 풍부한 유동성을 바탕으로 자산가격이 폭등^[그림 1]하였다. 자산가격 상승 기대가 확산되며 가계와 기업도 주택구매, 재개발 사업 및 대규모 비주거용 건물 투자를 늘려갔다. 이에 GDP에서 건설투자가 차지하는 비중은 플라자 합의 당시 16.6%에서 버블경제 정점인 1990년 19.5%까지 상승^[그림 2]하였고 건설업 종사자수는 1985년 530만명에서 1990년에는 588만명으로 늘어났다.^[그림 3]

버블경제 시기 부동산 가격 급등 건설투자 급증

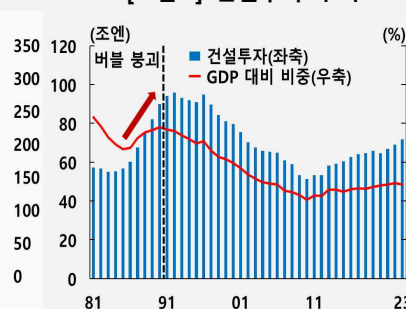
건설업 고용 확대

[그림 1] 주거용 토지 가격 추이



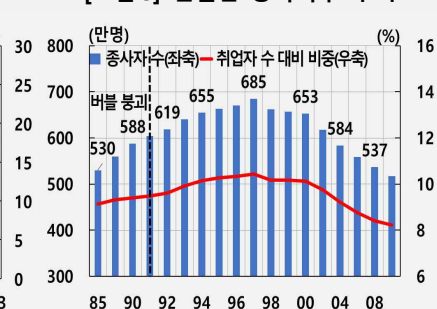
자료: 국토교통성

[그림 2] 건설투자 추이



자료: 일본내각부

[그림 3] 건설업 종사자수 추이



자료: 총무성(노동력 조사)

- 1) 일본은행의 달러매도/엔매수 개입으로 합의 직후 1달러=240엔이었던 환율이 1년만에 150엔대로 절상되었다.
- 2) 일본정부는 '국민휴양·관광'을 진흥하기 위해 전국 지방자치단체에 골프장, 호텔, 테마파크 등 대규모 휴양지 개발을 지원하여 지방 리조트 건설붐이 나타났다.
- 3) 일본은행은 정책금리를 1986년 1월 5.0%에서 4.5%로 인하하고 이후 4차례 인하하며 1987년 2월 2.5%까지 낮추었다.

자산가격이 급등하자 자산보유 계층은 혜택을 보았지만, 일반 근로자 계층은 주택가격 급등, 물가 상승으로 불만이 고조되었다. 부동산시장이 과열양상을 보이자 BOJ는 1989~90년중 금리를 5차례에 걸쳐 150bp 인상하였고 대장성은 1990.3월 부동산대출 억제책을 발표하였다. 이에 주가는 1990년부터, 토지가격은 1991년부터 급락하며 버블이 붕괴되었다.

(1990년대초 버블 붕괴 직후 수년간 건설투자가 높은 수준을 지속)

버블 붕괴 직후에도 정부의 공공투자 확대로 건설투자는 수년간 높은 수준을 유지하였다. 금리인상 등으로 경기침체가 시작되자 상업용 빌딩 등 민간의 비주거용 건물 건설은 급감하였지만, **[그림 4]** 토목건설이 정부의 건설경기 부양 대책에 힘입어 크게 증가하는 등 공공건설 증가가 민간건설 위축을 상쇄하였다. **[그림 5]**

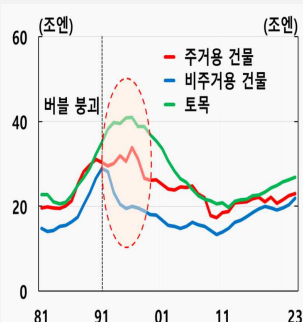
일본정부는 경기침체에 대응하여 1990년대 후반까지 10여 차례 경기부양 패키지를 발표하였는데, 도로, 철도, 항만, 공항, 댐 등 사회간접자본 확충과 같은 건설투자가 주를 이루었다. **[표 1]**

기간중 주택건설도 완만하게 증가하였다. **[그림 4]** 정부는 경기대책의 일환으로 공적 주택정비 사업을 추진하는 한편 가계의 주택구매를 유도하기 위해 주택대출 공제 등 세제 우대 정책을 시행하고 주택금융공고(住宅金融公庫) 등 공공금융기관이 대출을 확대하였다. 이러한 정책이 BOJ 금리인하⁴⁾와 베이비붐 세대의 자가 구매 수요와 맞물려 주택건설 증가로 이어졌다.

버블 붕괴 직후 토목 및 주거용 건물투자 확대

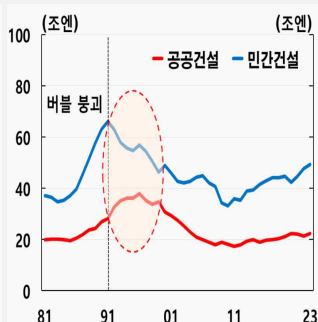
공공건설 증가 및 민간건설 감소 건설투자 중심의 경기부양책

[그림 4] 부문별 건설투자 추이



자료: 일본 내각부

[그림 5] 공공 및 민간건설 추이



자료: 일본 내각부

[표 1] 주요 정부 경기부양 지출 구성

(조엔 %)	'93.4	'93.9	'94.2	'95.9	'98.4	'98.11	'99.11	'00.11
감세	0.2	-	5.9	-	4.6	6.0	-	-
공공투자	7.6	2.0	4.5	6.5	7.7	8.1	6.8	5.2
토지구매	1.2	0.3	2.0	3.2	1.6	-	-	-
주택대출	2.4	1.0	1.5	2.6	2.0	6.9	7.4	4.5
기타	-	-	0.2	2.6	0.8	1.7	1.9	0.2
발표액	13.2	6.2	15.3	14.2	16.7	23.9	18.1	11.0
총액/GDP	2.7	1.3	3.1	2.9	3.2	4.6	3.5	2.1

자료: IMF Country Report, 2001년

(1990년대말부터 2010년까지 10여 년에 걸친 조정)

1990년대 후반부터 민간의 비주거용 건물 건설 외에도 토목과 주거용 건물 건설도 감소하기 시작하였으며, 이러한 건설투자 감소세는 2010년까지 10년 이상 지속되었다. 공공토목사업은 1990년대 후반 공공공사 입찰 담합이 드러나면서 부정적 인식이 확산되었다. 또한 연이은 건설투자 중심의 경기부양책에도 불구하고 경기회복이 지연되면서 구조개혁 중심으로 정책을 전환해야 한다는 주장이 힘을 얻게 되었다. 2001년 고이즈미 내각 출범 이후 재정개혁을 포함한 구조개혁에 착수하면서 토목공사가 급격하게 위축되었다. 주거용 건물 건설도 공공주택건설이 일단락된 데다 주택가격 하락세 장기화, 가계 소득 감소 등으로 주택구매 수요가 위축되면서 감소세로 전환되었다.

4) 일본은행은 1989~90년중 금리를 5차례 인상하였다가 버블 붕괴 후 경기침체가 발생하자 금리를 9차례 인하하며 1995년 9월 0.5%까지 낮추었다.

이러한 건설투자 감소세는 2010년대 들어서야 동일본대지진(2011년) 재해 복구, BOJ 양적완화 효과, 외국인 관광객 증가 등으로 주거용 건물, 비주거용 건물, 토목 모두 완만한 증가세로 전환되었다.

FYI 일본의 주택 공급모델

일본의 신규주택 공급은 주로 부동산개발회사가 토지를 매입하여 주택을 건설한 뒤 주택구매자에게 분양하고 미분양 물량은 임대회사에 이전하는 방식으로 이루어진다. 대형 종합개발회사(미쓰이, 미쓰비시, 스미토모 등)의 경우 건설, 분양뿐만 아니라 자회사와 연계하여 임대, 중개 및 유지관리 서비스까지 통합한 비즈니스 모델을 운용한다. 아울러 REIT를 설립하여 유형자산(재고부동산)을 유동화하기도 하는데, REIT는 부동산을 구입해 임대하여 임대수익과 자본이득을 투자자에게 배분한다.

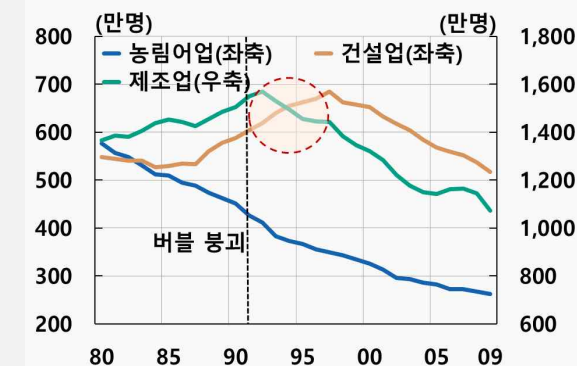
(2) 버블 붕괴 직후 건설관련 정부대응에 대한 평가

버블 붕괴 직후 수년간 건설투자 중심의 경기부양책은 고용 사정상 불가피한 측면도 있었다. 버블 붕괴 이전부터 농림어업 취업자수가 구조적으로 감소하는 가운데, 1990년대 엔고와 경기침체로 제조업 고용 여건이 나빠지기 시작했고 민간건설 위축으로 건설업 고용 악화도 우려되는 상황이었기 때문이다. 이에 정부는 공공투자를 확대하여 건설업 일자리를 창출하였다. 1991~94년중 제조업 취업자수가 54만명 줄어든 대신 공공투자에 힘입어 건설업 취업자수가 51만명 증가하였다.^[그림 6] 건설업체수는 버블 붕괴 이후에도 10만개가량 증가하였다.^[그림 7]

하지만 장기적으로 보면 버블 붕괴 직후 수년간 이어진 건설투자 중심의 경기부양책은 경기회복 효과가 크지 않았으며, 오히려 재정상황을 악화시키고 경제체질 개선에 부정적 영향을 미쳤던 것으로 판단된다. 구체적으로 ① 비효율적 공공투자 배분, ② 지방경제의 건설업 의존 심화, ③ 가계부채 누증에 따른 가계소비의 장기부진, ④ 재정상황 악화 등의 문제점이 두드러졌다.

버블 붕괴 직후 건설업을 통한 일자리 유지

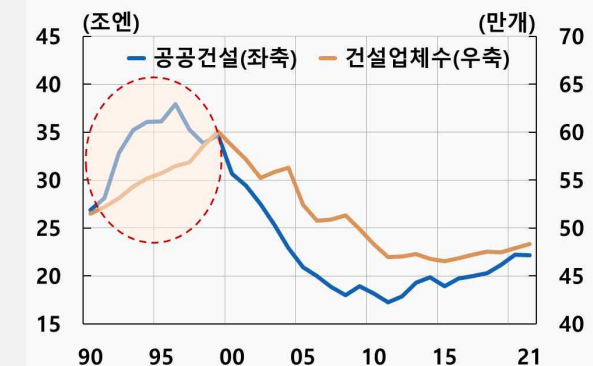
[그림 6] 주요 산업의 취업자수



자료: 일본 총무성

공공건설에 의존한 건설업체수 증가

[그림 7] 건설업체수와 공공건설



자료: 일본 내각부, 국토교통부

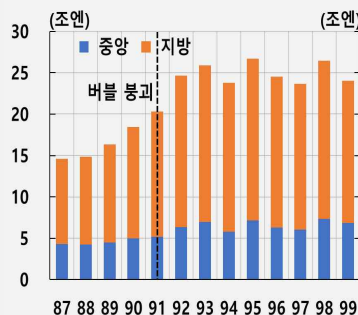
(비효율적 공공투자 배분)

당시 공공투자는 정치적 지역 배분 등으로 효과적으로 집행되지 못한 것으로 평가된다. 1990년대 초반 공공투자는 내수 진작 또는 고용 대책으로서의 역할이 과도하게 강조됨에 따라 수요 분석이 미진한 도로, 공항, 항만 건설도 빈번하였다. 또한 지방을 중심으로 크게 확대되었는데, **[그림 8]** 지방에 지지 기반을 둔 일본 자민당의 정치적 고려도 작용하였다.⁵⁾

Bruckner & Tuladhar(2010, IMF)는 일본 47개 현을 대상으로 동태 패널모형을 이용하여 추정한 결과 당시 공공투자가 경기 회복에 미친 영향은 크지 않았던 것으로 분석하였다. 1990년대 들어 일본의 재정승수는 1975~89년에 0.8에서 버블 붕괴 이후에는 0.6으로 낮아진 것으로 나타났다. **[그림 9]** 소득수준이 낮거나 실업률이 높은 지역 또는 버블 붕괴로 자산가격이 많이 하락한 곳에서는 재정승수가 높게 나타나지만, 실제 공공투자 배분은 이러한 측면을 반영하지 않아 경기 진작 효과가 낮았던 것으로 평가하였다. 공공자본의 한계생산성도 1975~85년을 100으로 보았을 때 버블 기간 중에는 85, 버블 붕괴 후에는 65로 크게 낮아진 것으로 추정하였다. **[그림 10]** 당시 건설된 도로, 교량, 항만시설 등이 이후 노후화가 진행되면서 지금도 인프라 운영에 어려움을 겪는 실정이다.⁶⁾

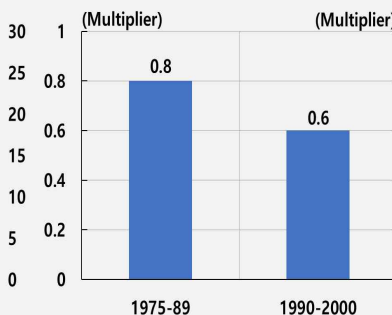
지방 중심의 공공투자 실시 재정정책의 경기 진작 효과 약화 공공자본의 생산성 하락

[그림 8] 공공투자의 지역 배분



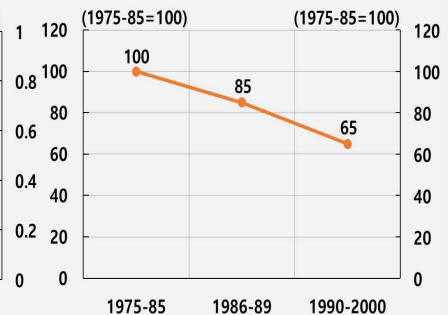
자료: 일본 보증사업회사협회

[그림 9] 재정승수 변화



자료: Bruckner & Tuladhar(2010, IMF) 자료: Bruckner & Tuladhar(2010, IMF)

[그림 10] 공공자본의 한계생산성



(지방경제의 건설업 의존 심화)

버블 붕괴 직후 공공건설 확대로 지방경제는 공공사업에 의존하는 체질이 되었고 지방의 자생적 산업성장은 부족하였다. 지방자치단체의 도로, 항만, 공업용수 등 산업 기반투자가 제조업 활동 촉진으로 이어지지 못했다. 일본 총무성(2001)이 지방자치단체의 산업기반투자액과 공장입지건수의 상관관계를 분석한 결과 1988년도 인구당 산업기반투자액이 많은 지방자치단체는 그다음 해 인구당 공장입지건수가 많아진 것으로 나타났다. **[그림 11]** 하지만 1998년도 산업기반투자액과 1999년 공장입지건수에 대해서는 상관관계가 보이지 않게 되었다.

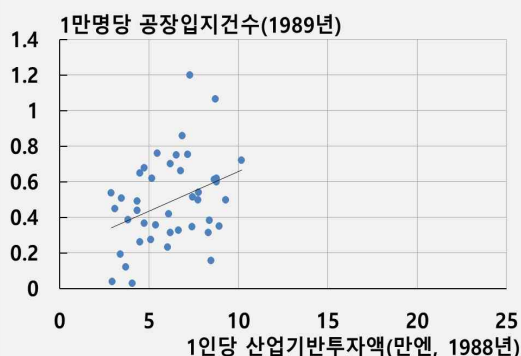
5) Kondoh(2008)는 일본 자민당의 주요 지지세력이 지역 건설·토목업계였기 때문에 경기부양 패키지의 상당 부분이 정치적으로 중요한 지역구에 배정되었다고 분석하였다.

6) 공공공사에서 유지수선공사가 차지하는 비중이 1990년대에는 15% 정도였으나 2010년대는 30% 정도까지 상승하였다(국토교통성).

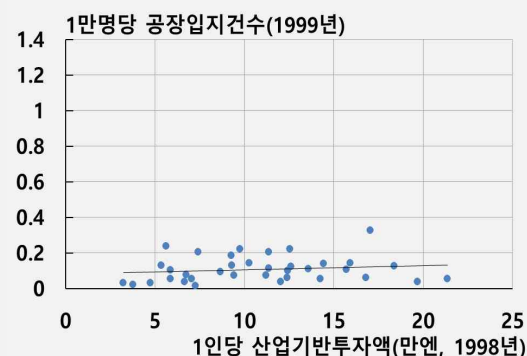
공공사업에 기대어 지방의 건설업이 팽창했던 상황에서 고이즈미 정부는 재정재건을 위해 공공사업비를 2001년 출범 직후 일시에 10% 삭감한 뒤 계속 줄여나갔다. 급격한 정책 변화로 지방의 건설업은 더 이상 일자리를 지탱할 수 없게 되었으며, 이를 대체할 지역 산업이 부재한 상황에서 지역소멸은 가속화되었다.

지방 공공투자의 제조업 활동 촉진 기능 약화

[그림 11] 산업기반투자액과 공장입지건수 간 관계



자료: 일본 총무성(2001)



자료: 일본 총무성(2001)

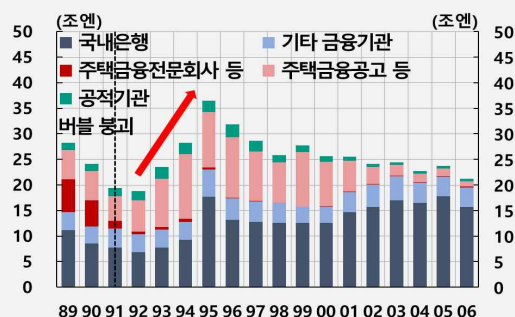
(가계부채 누증 후 자산가격 하락에 따른 가계소비의 장기부진)

버블 붕괴 직후 정부가 주택건설을 살리기 위해 주택구매를 유도하면서 가계부채가 늘어났다. 정부의 주택대출 세액공제, 공공금융기관(주택금융공고)의 주택대출 취급 확대 등으로 차입을 통한 주택구매가 증가하였다. [그림 12]

하지만 주택가격 하락세가 계속되면서 2000년대 들어서는 부채상환(deleveraging)이 이뤄짐에 따라 가계소비는 장기간 제약되었다. 버블 붕괴 직후 시작된 주택가격 하락은 이후 2010년까지 이어졌다. Ogawa and Wan(2007)은 전국가계소비실태조사의 미시 자료를 활용하여 소비지출과 부(wealth)·부채 간의 관계를 추정하였는데 가계 유형 자산의 시가 대비 부채 비율이 10% 상승하면 평균소비성향이 0.16~0.22%p 하락하는 것으로 나타났다. 이처럼 가계부채가 누증된 상황에서 자산가격이 하락한 것이 가계의 부채상환 성향을 강화하여 가계소비를 둔화시켰다. [그림 13]

공공금융기관 중심의 주택대출 취급 확대

[그림 12] 금융기관의 주택대출 신규취급액



자료: 일본 주택금융지원기구(JHF)

가계대출 누증, 디레버리징과 소비 부진

[그림 13] 가계부채와 가계소비증가율



자료: Haver, 일본은행

FYI 일본의 주택대출 구조의 특징

일본의 대부분 주택대출에는 '단체신용생명보험'이 포함되어 있어, 차입자가 사망하거나 심각한 장애 등으로 상환이 불가능해지면 보험금이 대출잔액만큼 은행에 지급되어 대출금이 소멸한다. 1960년대부터 본격적으로 상품화되어 1990년대 이후에는 시중은행 및 주택금융공사 등 거의 모든 금융기관에서 주택담보대출을 취급할 때 단체신용생명보험 가입을 요구하는 것이 일반화되었다.

이 같은 구조는 고령층과 건강취약계층의 차입이 제한되며 대출이자에 보험료가 가산되는 부담이 있지만, 채무불이행시 빚대물림과 같은 사회문제를 줄일 수 있고 금융기관은 대출금 회수가 용이한 장점이 있다.

(재정상황 악화 및 부실채권 처리 지연)

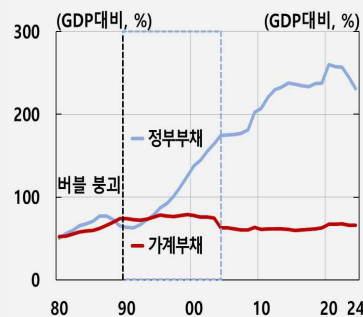
버블 붕괴 직후 공공투자가 확대되면서 재정상황은 악화되었다. 일본의 정부부채 비율은 1990년 이전에는 법인세, 양도소득세 수입 증가 등으로 60%대 수준을 나타내다가 버블 붕괴 직후 정부가 대규모 토목공사와 감세정책을 실시하면서 급등하였다. **[그림 14]**

재정이 공공투자에 집중되면서 금융기관의 부실채권 처리를 위한 재정투입 여력은 축소되었다. 일본 금융기관들은 1990년대 초반 자산가격 폭락으로 부실채권이 급증하였지만 초기에는 연착륙을 기대하며 적극적 정리에 나서지 않아 10년간 부실채권이 쌓이게 되었다. **[그림 15]** 일본내각부(2000), Gower(2000), IMF(2007)는 일본 금융기관의 과도한 부실채권이 은행의 재무 건전성과 수익성을 약화시켜 신용 리스크 회피 성향을 강화시킴으로써 금융기관이 민간의 소비·투자 관련 대출을 축소하였다고 **[그림 16]** 평가하였다.

결국 1998년 대형 금융기관이 파산하고 나서야 부실채권 정리가 본격화되었으며 이후 재정투입은 불가피하였다. 1998~2003년중 대형은행에 투입된 공적자금은 12조 엔에 달하였다.

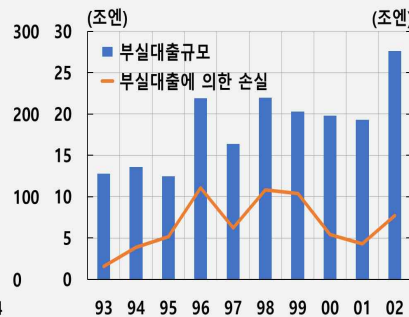
버블 붕괴 이후 정부부채 비율 급등 금융기관 부실채권 누증 은행의 소극적 대출 관행

[그림 14] GDP 대비 부채비율



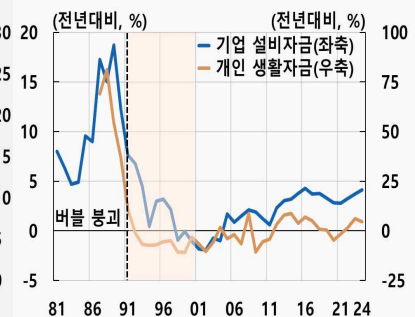
자료: HAVER, 일본은행

[그림 15] 금융기관 부실채권 추이



자료: 일본 금융청

[그림 16] 은행 대출 증가율



자료: 일본은행

2. 중국

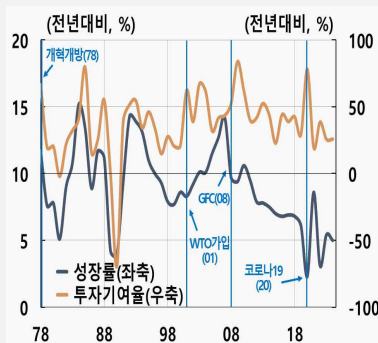
중국은 일본과 달리 건설투자의 장기부진이 아직 진행중임을 감안하여 중국경제에서 건설투자의 특징을 과거 고도성장기부터 현재까지 주요 시기별로 살펴보았다. 이하에서는 ① 글로벌 금융위기 이전 고도성장과 함께 건설투자가 급증한 시기, ② 글로벌 금융위기 이후 성장세 둔화에도 불구하고 건설투자 증가가 지속된 시기, ③ 팬데믹 이후 정부 주도의 디레버리징 본격화에 따른 장기부진기로 구분하였다.

(1) 글로벌 금융위기 이전: 고도성장과 함께 건설투자 증가

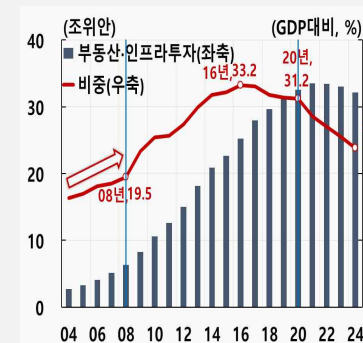
2000년대 후반 발발한 글로벌 금융위기 이전까지 중국의 건설투자⁷⁾는 고도성장에 발맞추어 빠른 속도로 증가하였다.^[그림 17, 18] 당시 중국이 제조업 중심의 수출 주도형 국가로 성장하기 위해서는 공장건설이 필수적이었다. 또한 경제성장에 따른 소득증대, 도시화 진전으로 주택 공급 확대와 도로·하수관 등 인프라투자 확충 역시 불가피하였다. 더욱이 지방정부간 경쟁⁸⁾도 치열해지면서 주요 도시의 건설투자가 더욱 확대되었다. 이에 중국의 GDP 대비 건설투자 비중은 2008년 20%까지 빠르게 높아졌으며, 이는 미 달러화 기준 소득수준을 감안한 과거 일본 및 한국과 비교시 높은 수준이었다.^[그림 19]

고도성장과 함께 건설투자 증가

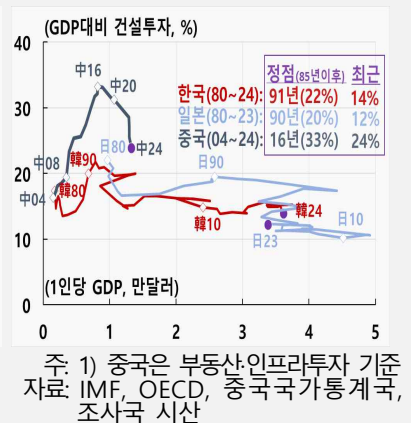
[그림 17] 경제성장률과 투자¹⁾기여율



[그림 18] 건설투자¹⁾ 추이



[그림 19] 국민소득 수준별 건설투자¹⁾ 비중



- 7) 중국은 건설투자(GDP 기준)를 직접 발표하고 있지 않아, 본고에서는 중국국가통계국에서 발표하는 고정자산 투자 중 부동산·인프라투자를 건설투자로 간주하였다.
- 8) 지방정부의 성과를 GRDP 성장률 기준으로 측정하면서 토너먼트 방식으로 중앙정부로의 발탁 등의 기회를 제공함에 따라 지방정부간 양적 성장경쟁이 치열하였다. IMF(2016), OECD(2015), Qu et al.(2023) 등에 따르면 당시 지방정부간 경쟁은 중국경제 성장에 긍정적 역할을 했던 것으로 평가된다.

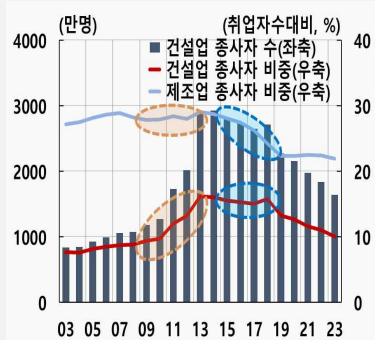
(2) 글로벌 금융위기 이후: 경제성장세 둔화에도 건설투자 증가세 지속

2008년 글로벌 금융위기 이후 중국경제의 성장세가 둔화되면서, 경기부양 수단으로 건설투자가 적극적으로 활용되었다. 명목 경제성장률 둔화⁹⁾ 04~07년 18.6% → 08~19년 10.8%에도 불구하고 명목 건설투자 증가율^{23.5%} → 16.7%은 높은 증가세를 지속하였다.⁹⁾ 또한 건설업 종사자수도 빠르게 늘어 전체 취업자수 대비 건설업 종사자수의 비중이 2010년대 초반에는 제조업 종사자수 비중 정체에도 불구하고 높아졌으며, 2010년대 후반에는 제조업 종사자수 비중 감소에도 불구하고 높은 수준을 유지하였다. **[그림 20]**

부문별로 보면, 인프라투자의 경우 지방정부 및 LGFV의 부채를 바탕으로 지속적인 증가세를 유지하였다. **[그림 21, 22]** 또한 인프라투자자 및 마찬가지로 증가세를 이어가던 부동산투자자는, 2014~15년중 중국정부의 다주택구입 장려, 대출금리 인하^{14.10월 ~ 15.10월중 -165bp}, 선납금 비율 인하 등과 같은 전면적 민간 부동산시장 부양조치로 증가세가 확대되었다. **[그림 21]**

건설업 고용도 대폭 확대

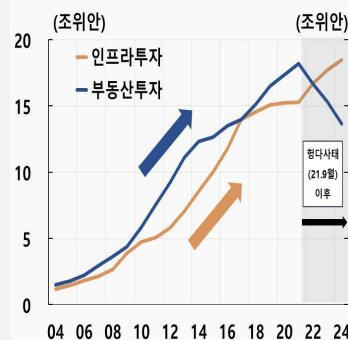
[그림 20] 건설업 종사자수¹⁾ 추이



주: 1) 도시 기준
자료: 중국국가통계국

부동산·인프라투자 모두 증가세

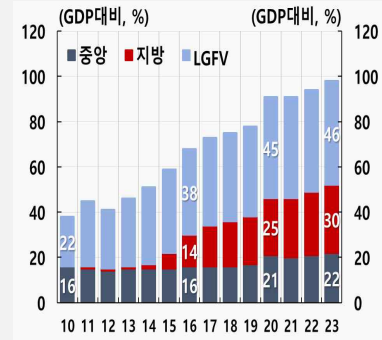
[그림 21] 부문별 건설투자¹⁾



주: 1) 도시 기준
자료: 중국국가통계국

지방정부·LGFV 부채 증가

[그림 22] 中 정부·LGFV 부채 비율



자료: JPM

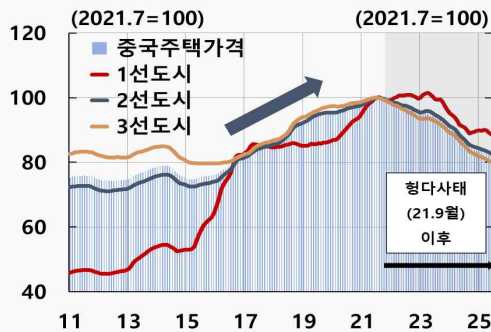
주택가격은 2015년 이후 1선도시가 먼저 급등^{15년 21.1% → 16년 28.7% → 17년 2.5%}하였고, 이후에는 2선도시^{1.2% → 10.0% → 5.5%} 및 3선도시^{-1.3% → 3.2% → 5.4%}까지 주택가격 상승이 확산되었다. **[그림 23]** 주택투자자는 특히 3선도시 중심으로 크게 늘어나면서 3선도시의 주택자산 증가세가 1선도시 및 2선도시보다 가팔랐다. **[그림 24]** 이에 대해 Rogoff & Yang(2023)은 3선도시의 경우 소득증가율이 낮아지고 인구 유출이 이어지고 있어 3선도시 중심의 주택 과잉투자는 빠른 시일내에 개선되기 어렵다고 주장하였다.

9) 중국은 본고에서 건설투자자로 간주하는 부동산·인프라투자자가 실질 기준으로 발표되지 않아 명목 기준으로 비교하였다.

2015년 이후, 주택가격 급등

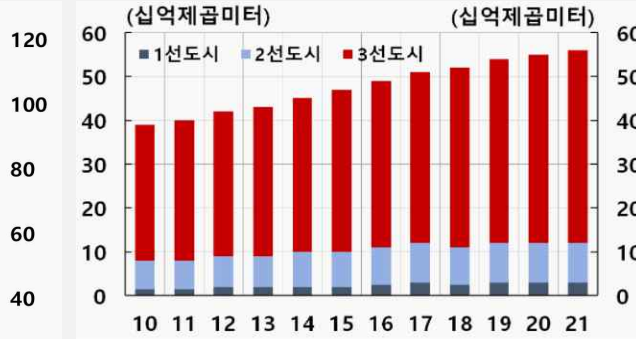
주택투자, 3선도시까지 크게 증가

[그림 23] 주택가격¹⁾ 추이



주: 1) 기존주택가격 기준
자료: CEIC

[그림 24] 도시별 주택자산



자료: Rogoff & Yang(2023)

(3) 팬데믹 이후 현재까지: 정부 주도의 디레버리징 본격화로 부진 장기화

2016년 중국의 GDP 대비 건설투자 비중은 33%로 정점을 나타냈으며, 2020년에도 31%로 여전히 매우 높은 수준을 지속하고 있었다. 중국정부는 부동산시장 과열 및 과잉 건설투자에 대한 우려가 커지자 2020년 이후 부동산투자에 대한 규제를 본격화 하며 디레버리징을 주도하였다. 이러한 조치에는 금융안정 등 경제적 유인 뿐만 아니라 2021년 시진핑 주석이 강조한 '공동부유(共同富裕)' 기조 속에서 부동산을 투자·투기 수단이 아닌 거주용 목적으로 한정하고자 하는 사회적 유인도 영향을 미쳤던 것으로 판단된다. 다만, 팬데믹 위기 및 미·중 갈등에 대응하고자 건설투자 중 지방정부 인프라투자는 지속하였다.

(민간 부동산관련 대출 디레버리징)

중국정부는 부동산대출 규제¹⁰⁾를 통해 민간부동산개발투자 디레버리징을 시작하였다. 정부의 규제 강화로 부동산개발기업의 신규자금 조달이 어려워지면서 형다¹¹⁾ 등 일부 민영기업들을 중심으로 채무불이행과 공사중단이 발생하였고, 이후 투자심리가 위축되며 판매가 급감하는 등 악순환이 이어졌다. [그림 25] 중국정부의 규제 이후 GDP 대비 부동산개발기업 및 가계의 주택담보대출 비중은 빠르게 축소되었다. [그림 26, 27]

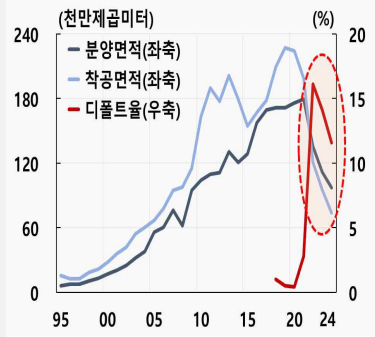
10) 중국정부는 자본·부채·유동성 비율 등 3가지 건전성 지표를 기준으로 부동산개발기업의 추가 부채 조달을 제한^{20.8월} 하였으며, 은행의 총여신 대비 부동산관련 대출 비중 상한(대형은행 40% 등)을 설정^{20.12월}하였다.

11) 당시 중국 부동산개발기업 2위였던 형다그룹은 과도한 차입*으로 재무구조가 취약한 가운데, 정부 규제로 신규자금 조달이 어려워지고 신규 분양 및 착공면적이 감소하는 등 분양시장 둔화로 수익성까지 저하되면서 채무불이행이 발생하였다. 이후 형다그룹은 구조조정 노력에도 불구하고 25.8월 홍콩 증시에서 상장폐지되었다.

* 21.상반기 기준 형다그룹 부채비율 478%(부동산개발기업 397% vs. 제조업 108%)

정부규제 이후 부동산경기 악화 민간 부동산관련 대출은 빠르게 디레버리징

[그림 25] 분양·착공면적, 디폴트율¹⁾



주: 1) 부동산개발기업의 직전 12개월간 역외채권 발행건수 대비 디폴트 건수 기준

자료: 중국국가통계국, Bloomberg

[그림 26] 부동산개발기업 대출잔액



자료: 중국국가통계국

[그림 27] 가계 주택담보대출잔액



자료: 중국국가통계국

부동산부문 침체가 과도해지자 중국정부는 2022년 이후 부동산경기 부진을 완화하기 위한 수요 및 공급정책^[표 2]을 잇따라 발표하였으나, 부동산부문의 부진은 지속되고 있는 것이 현실이다.¹²⁾ [그림 28] 중국정부 역시 부동산부문의 투자 효율성 저하, 재정부담 등으로 과거와 같은 전면적인 부동산경기 부양에는 신중한 모습을 보이고 있는 것으로 평가된다.

중국정부, 부동산 부진 완화 정책 추진

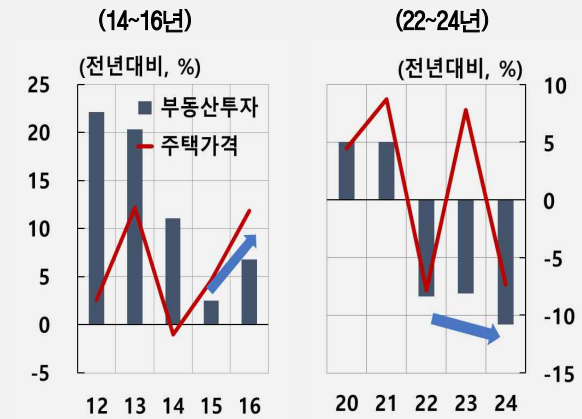
과거와 달리 정책 효과 미미

[표 2] 중국정부의 주요 부동산 정책

구분	내용(22년 이후)
▶ 수요촉진	- 주택담보대출 적용금리 인하 - 부동산 구매 제한 완화 - LTV상향 - 최소계약금 비율 인하, 취득세 인하 등
▶ 부동산개발기업 유동성·사업 지원	- 부동산대출집중도 관리기준 완화 - 대출 만기 연장 - 은행의 부동산관련 대출한도 완화 - 대출·채권매입 확대 - 채권발행 보증 프로그램, 공사완공·인도 지원을 위한 특별대출 시행

자료: 언론보도 등 종합

[그림 28] 규제 완화기 부동산시장



자료: 중국국가통계국

12) 헝다사태 이후 하락세를 이어갔던 중국 주택가격은 작년말 1선도시를 중심으로 상승전환하는 등 반등 조짐을 보이기도 하였으나, 4월 이후 재차 하락하면서 최근까지도 주택가격 부진이 이어지고 있다.

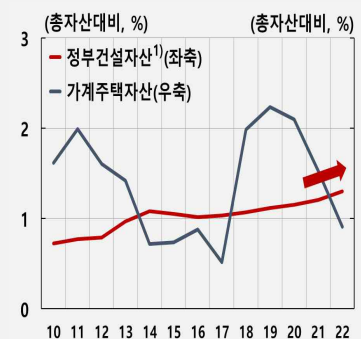
(지방정부 인프라투자는 지속)

팬데믹 충격에 따른 유동성 지원에도 불구하고 서비스업 업황 개선 및 고용회복 등이 더디게 진행되면서 경기부양 필요성이 부각되었다. 아울러 미·중 갈등도 확대된 상황이어서 어느 정도의 경기 안정화 정책은 불가피하였다. 이에 따라 빠르게 디레버리징된 부동산부문과 달리 **인프라부문의 경우에는 팬데믹 이후 지방정부를 중심으로 투자가 이어졌다.**¹³⁾**[그림 29]** 이 시기 인프라투자는 부동산부문 부진 심화에 따른 건설 경기의 급속한 침체를 다소 완충하였던 것으로 판단된다.

그러나 **인프라투자가 여전히 3선도시에 집중되고 있는 등 건설투자의 비효율성이 여전히 지속되고 있는 것으로 평가된다.**¹⁴⁾ 또한 중국정부의 부채조정^{LGFV 부채의 지방정부채 전환, 리스크 통제, 채무부담 경감 등과 같은 구조조정 노력}¹⁵⁾에도 불구하고 지방정부 및 LGFV 부채가 지속적으로 늘어나면서 재정운용에 부담이 되고 있다^{IMF(2024), IMF WEO database}. IMF에 따르면, 중국정부의 부채비율은 2010년 33%에서 2023년 82%로 빠르게 늘어난 모습이다.**[그림 30]** 더욱이 **지방정부 재정운용의 주요 수입 재원인 토지매각수입이 부동산 경기 부진으로 인해 급감한 점은 지방정부의 재정상황에 커다란 부담 요인이다.****[그림 31]**

중국정부, 건설자산 증가 지속

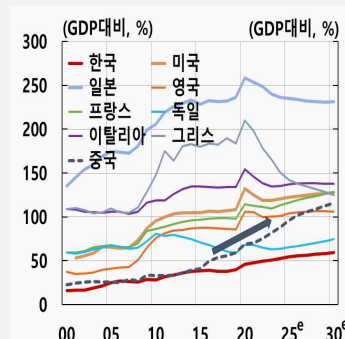
[그림 29] 중국 정부건설·가계주택 자산



주: 1) 건설중자산+공공인프라
자료: CEIC

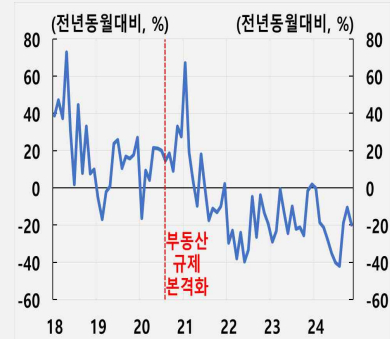
중국, 지방정부 중심 재정상황 악화

[그림 30] 국가별 정부부채¹⁾



주: 1) IMF 일반정부(D2) 기준
자료: IMF

[그림 31] 지방정부 토지매각수입



자료: CEIC

13) 위기시마다 경기부양을 위해 투자가 적극적으로 활용됨에 따라 위기시 투자의 성장기여도는 다른 시기에 비해 높은 편이다.

* 투자의 성장기여율: 2009년 금융위기시 84.0%, 2020년 팬데믹위기시 78.3% vs. 2010~19년 평균 41.9%

14) Rogoff & Yang(2023)은 주택과 유사하게 인프라투자도 3선도시에 과잉되어 있으며, 인구 감소와 장기 수요 축소를 감안한 지역 맞춤형 구조조정 정책이 긴요하다고 주장하였다.

15) 중앙정부는 LGFV 부채를 통제하고 구조조정을 위해 2014년 이후 LGFV 자금 조달을 제한하고 상업성 사업 시행을 장려하였으며, 그림자금융 양성화를 위한 자금지원 등을 실시하였다.

3. 시사점

일본은 버블 붕괴 이후에도 건설 중심의 경기부양책을 추진한 결과 정부와 가계의 부채가 증가하여 경기 부진을 장기화하는 요인이 되었다. 정부는 공공투자 집행으로 재정이 악화되어 정책여력이 제한되었으며, 가계는 주택경기 활성화 정책의 영향으로 대출을 받아 주택구매를 늘림에 따라 이후 디레버리징 기간 동안 소비가 제약되었다.

공공투자의 본래 역할은 사회자본을 건설하고 적절하게 관리하는 것이지만, 일본의 경우 내수 진작 또는 고용 대책으로서의 역할이 과도하게 강조된 것으로 평가된다. 공공투자가 장기적인 계획하에 효율적으로 집행되지 못하여 인구가 감소한 현재에는 당시 건설된 인프라의 유지관리에 어려움을 겪고 있는 실정이다.

반면 중국은 여전히 디레버리징이 진행중이며, 건설투자 침체도 이어지고 있다. 중국정부는 급격한 부동산 경기침체는 막으려 하면서도 적극적인 부양까지는 나서지 않고 있는 것으로 평가된다. 이는 중국내 사회갈등에 대한 우려를 감안하고, 과거 일본의 경험도 참조한 것으로 보인다.

일본과 중국의 사례에 비추어 보면, 경기부양을 위해 건설투자에 과도하게 의존하는 경우, 결국 가계 또는 정부부채 누증을 통해 경기회복력이 저하될 수밖에 없으며 건설투자의 장기부진도 불가피한 것으로 판단된다.¹⁶⁾ 이러한 관점에서 경제가 어느 정도 성숙하고 인구고령화 등으로 잠재성장률이 낮아질 때에는 지속가능한 성장에 토대가 될 수 있는 건설투자¹⁷⁾를 확대해 나가되, 경기부양 목적의 건설투자에는 보다 신중한 접근이 필요하다 하겠다.

16) 자세한 내용은 <참고> 「건설투자 조정기간의 국가별 비교」를 참조하기 바란다.

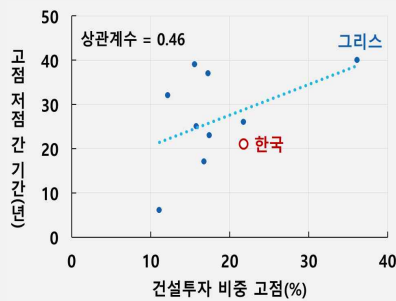
17) AI 확산과 기후변화에 대응한 인프라 고도화 등의 건설투자가 이에 해당한다고 볼 수 있다.

<참고> 건설투자 조정기간의 국가별 비교

건설자산은 내용연수가 매우 길어서¹⁸⁾ 한번 투자되면 그 조정과정도 길 수밖에 없다. OECD 주요 국가의 GDP 대비 건설투자 비중 추이를 보면¹⁹⁾ 최고점에 도달한 이후 하락하다가 저점을 찍을 때까지 평균 27.2년이 걸리는 것으로 나타났다. 특히 고점에서의 건설투자 비중이 높았던 나라일수록 조정기간이 길고, 조정시 하락폭은 더 커서 저점이 낮은 모습이다. 국가별 건설투자 비중의 고점 평균은 18.3%, 저점 평균은 8.3%로 하락폭 10.0%p 나타났다. 우리나라는 1991년에 고점(21.8%)에 도달한 뒤 2012년 13.9%까지 낮아졌다가 이후 반등하였으므로 다른 나라에 비해 조정기간(21년)이 짧은 편이고 하락폭(7.9%p)도 작았다. 일본의 경우 1980년의 건설투자 비중이 우리나라 고점과 비슷한 수준(22.1%)이었는데²⁰⁾ 30년 이상 조정기간을 거쳐 2010년에야 저점(10.2%)을 기록하였다. 이는 우리나라의 건설투자 비중이 향후 추가적으로 하락할 가능성이 있음을 시사한다.²¹⁾

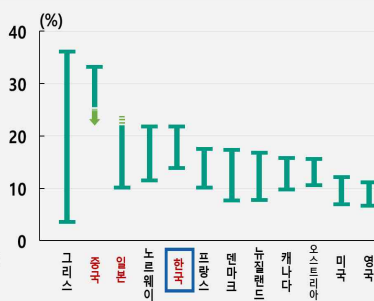
우리나라의 건설투자 비중(GDP 대비)은 조정기간이 상대적으로 짧았고 하락폭은 작은 편

[그림 32] 국가별 건설투자 비중의 고점과 고점-저점 간 기간



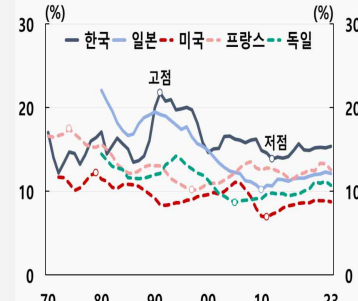
자료: OECD, 자체추정

[그림 33] 국가별 건설투자 비중의 고점-저점 간 변동폭



자료: OECD, 중국국가통계국

[그림 34] 국가별 건설투자 비중



자료: OECD

18) 건설자산의 내용연수는 국가마다 다르나 주거용은 40~80년, 상업용은 30~60년 정도로 알려져 있다.

19) 1980~2023년중 건설투자 시계열이 존재하며 GDP 대비 비중의 고점과 저점이 확인되는 9개 국가(오스트리아, 캐나다, 덴마크, 프랑스, 그리스, 뉴질랜드, 노르웨이, 영국, 미국)를 대상으로 계산하였다.

20) 일본의 GDP 대비 건설투자 비중의 고점은 1980년 이전 시기일 것으로 추측되나 확인할 자료가 부족하다.

21) 2024년 우리나라의 GDP 대비 건설투자 비중은 13.9%이며 2025년중에는 건설투자 역성장(-8.3%)⁶⁾ 전망으로 동 비중도 더 낮아질 것으로 예상된다.