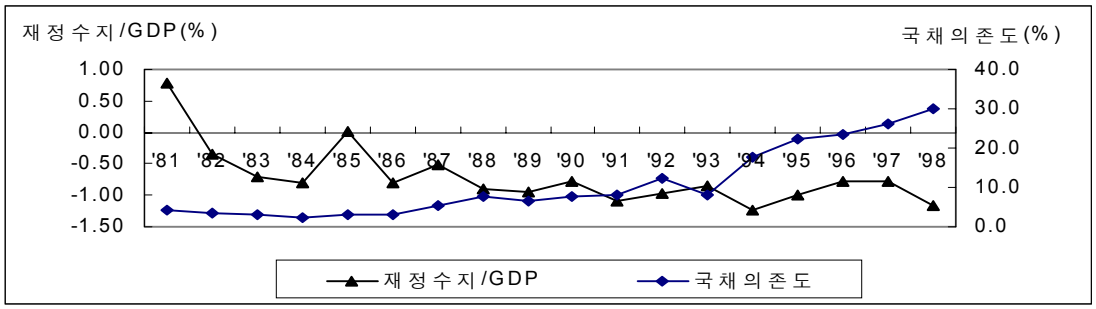
재정적자 보전을 위한 국채 발행 급증

최근 중국 정부의 적극적인 경기부양책 추진으로 재정적자 규모가 크게 늘자 이의 보전을 위한 국채 발행이 급증하고 있다. 중국에서의 국채 발행은 건국 이후 피폐해진 경제 재건을 위해 일시적으로 추진되다가 1958년 금지된 바 있다. 그러나 개혁개방 이후 중국의 경제운용방식이 종래의 중앙집권식 통제시스템에서 하부기관으로의 권한 이양 및 기업 이윤의 일부 자체 유보 등 분권화 방식으로 전환되면서 중앙의 재정수입이 크게 줄자 정부는 1981년부터 국채 발행을 통해 이를 보전해왔다.

발행 규모는 1980년대 초반에는 수십 억 위안에 머물렀으나 점차 늘어나는 추세를 보이고 있으며, 1994년부터는 재정적자 보전을 위한 중앙은행 차입이 금지되면서 급속도로 늘어났다. 1994년 1,000억 위안을 넘어선 국채발행 규모는 1998년 중에는 경기부양을 위한 대대적인 공공투자 확대계획으로 3,228억 위안[1]의 국채를 발행, 사상 최대 규모를 보였고, 최근 5년간(1994~1998년) 평균 국채발행 증가율은 무려 45%의 증가세를 기록하였다. 그리고 이러한 국채 발행 급증으로 98년 누적 국채 발행액은 1조 2,000위안(약 1,450억 달러)을 넘어섰으며, 정부의 국채의존도(당해 년도 국채 발행/재정지출)는 1993년까지 10% 미만의 안정된 수준을 보이다가 이후 급격히 상승하여 1998년에는 30%까지 상승하였다(<그림> 참조).

<그림> 중국의 GDP 대비 재정수지 및 국채의존도 추이



자료 : 中國統計出版社, 中國統計摘要(1999)에 의거 재작성.

1) 여기에는 금융기관 건전성 강화를 목적으로 발행된 30년 만기의 특별국채 2,700억 위안과 계획외 발행 국채 510억 위안이 제외되어 있음. 만약 이를 포함할 경우 98년 중 국채발행 규모는 6,438억 위안으로 전년대비 2.6배의 급증세를 보인 셈임.

국채 발행 증가는 경기부양을 위한 확대 재정정책 추진에 기인

그 동안 중국의 재정적자 규모는 정부의 균형재정 유지 노력과 인플레 억제를 위한 긴축정책에 따라 적자추세가 유지되고 있기는 하나 소폭에 그쳐 왔다. 그러나 1997년 이후 경기둔화의 억제를 위한 확대 재정정책으로의 전환과 국유기업 및 금융부문 개혁을 위한 재정 투입규모가 크게 늘면서 재정적자 규모도 급증하고 있다. 1998년 재정적자액은 918억 위안으로 전년대비 65.3%의 증가율을 보였으며, 올해에도 정부 예산계획안에 따르면 2,459억 위안으로 전년대비 두 배 이상의 재정적자 증가율을 보일 것으로 전망된다.[2] 당분간 정부는 지속적인 경기부양책 추진과 금융 및 국유기업 개혁을 위해서는 확대 재정정책을 견지할 것이기 때문에 이로 인한 재정적자 증대는 불가피하다.

현재 중국이 재정적자 보전을 위한 중앙은행으로부터의 차입을 금지하고 있는 이상, 이러한 재정적자의 급증은 그대로 국채발행으로 이어질 수밖에 없다. 지난 8월 30일 개최된 全國人民代表大會(우리 나라의 국회에 해당) 상임위원회에서는 사회간접자본시설 등에 대한 투자재원을 확보하기 위해 600억 위안(약 73억 달러 상당)에 달하는 국채 발행이 승인되었으며, 이를 근거로 중국 재정부는 지난 10월 10일 550억 위안의 국채 발행을 결정하였다.[3] 이러한 국채 발행은 당초 정부가 금년 중 발행하기로 계획한 3,170억 위안과는 별도로 이루어진 것이다.

중국 국채 시장의 문제점

문제는 이러한 국채발행 급증이 중국 자본시장의 성숙으로 자연스럽게 나타나는 것이 아니라 부족한 재정자금 확충 차원에서 인위적으로 조성되고 있다는 점이다. 국채시장은 크게 발행시장(primary market)과 유통시장(secondary market)으로 구분되는데 특히 유통시장의 기반은 상당히 취약한 상태이다. 발행시장의 급격한 성장에도 불구하고 유통규모는 발행규모의 40%에 불과하고 나머지는 시장 외에서 휴면상태에 있다.

여기에는 다음 세 가지 원인이 있다. 첫째, 중국 정부의 유통시장 규제와

2) JETRO, '中國の財政構造', 「중국경제」, 1999.5, pp.18~30

3) 최근 중국 재정부는 용수로 건설, 교량공사 및 도로 건설 등 사회간접자본 투자를 위해 550억 위안의 국채 발행을 결정함. 이번에 발행하는 국채는 수익률 2.78%의 3년 만기(385억 위안)와 2.97%의 수익률이 보장되는 5년 만기(165억 위안) 두 종류인 것으로 알려지고 있음(세계일보, 1999.10.11).

시장여건 미성숙이다. 국채 발행 초기부터 1988년까지 7년간 정부는 국채 소유자의 전매를 허용하지 않았다. 즉 국채란 장기저축의 개념으로 보고 수익률을 결정한 뒤 만기에 정부가 환매하는 방식으로만 이용되었다. 그러나 1980년대 중반 극심한 인플레이션 현상으로 국고권의 가치가 크게 떨어졌고 따라서 중도 환매나 전매나 불가능한 국채 소유자의 불만이 높아지게 되었다. 이러한 문제를 인식한 정부는 1988년부터 점차적으로 국채 유통을 허용하였으며 현재는 6곳의 증권거래 장소를 통해 국채가 거래되고 있다.[4] 그러나 이들 거래소는 모두 개별 전산시스템을 통해 거래가 이루어지기 때문에 지역마다 국채 가격이 다르게 형성되고 있으며, 선물거래가 인정되지 않은 등 제도상의 제약요건으로 인해 이들간의 통합시스템과 거래방식의 다변화를 꾀할 필요가 있겠다.

둘째, 개인투자자 중심의 유통시장 형성이다. 중국의 국채 매입은 개인과 법인 모두 가능하지만 법인보다는 개인 위주로 유통되어 왔다. 이는 정부가 국채 발행을 통해 민간부문의 유휴자금을 흡수하려는데 중점을 두고 있었기 때문이다. 1991년부터 금융기관의 국채 매입이 활발해졌지만 여전히 최대 보유자는 개인투자자들이다. 이 때문에 중국 국채시장은 정부의 국채시장에 대한 통제력이 약해 시장 가격변동에 매우 민감하게 작용할뿐더러 국채발행 비용도 많이 소요된다. 정부는 국채시장의 진정한 발전을 위해서 기관투자자 육성에 힘을 쏟아야 할 것이다.

셋째, 유통시장의 투기성 심화이다. 이는 중국의 정보공개기능의 약화, 시장참여자의 국채시장에 대한 이해 부족, 기관투자가의 미성숙 등이 종합적으로 작용하기 때문이다. 대개 중국 정부의 정책변동에 관한 정보는 대부분 '내부통달'이나 구전을 통해 전달되기 때문에 전파속도가 느리거나 전달과정에서 왜곡되어 유포되기도 한다.[5] 또한 중국에서는 자본주의 국가 국채시장과는 달리 자본시장과 단기금융시장이 명확히 구분되어 있지 못하고 서로

4) 1988년 2월 중국인민은행과 재정부는 공동으로 '開放國庫券轉讓市場試点實施方案(국고권 유통시장의 시험적 실시 방안)'을 공표하였으며, 上海, 瀋陽 등 일부도시에서 점두거래방식으로 국채 유통시장이 형성되다 점차 전국으로 확산되었으며, 1991년과 1992년 각각 上海증권거래소, 深圳증권거래소가 생기면서 국채 유통이 본격적으로 이루어짐. 현재 국채거래가 이루어지고 있는 곳은 上海 및 深圳증권거래소 외에도 武漢증권거래센터, 天津증권거래센터, 증권거래자동화시스템(STAQS : Securities Trading Automated Quotation System), 전국전자거래시스템(NETS : National Electronic Trading System) 등임.

5) 상해에서의 '327사건'은 그 대표적인 예임. 327사건이란 1995년 2월 23일 上海증권거래소에서 발생한 국채선물거래의 대규모 투기사건임. 사건 당일 오후 거래종료시간 8분전 만국증권을 비롯한 대규모 증권회사들이 명확한 근거도 없이 327번 국채 선물에 대한 허위소문을 유포해 거래 종료 8분전 대량매매를 일으킴으로써 327번 국채 선물 거래액이 무려 8,536억 위안화에 이르게 함. 이는 당시 유통중인 국채 총거래규모를 훨씬 능가하는 액수임. 이 사건을 계기로 중국 정부는 국채선물거래도 금지시키는 등 국채시장에 대한 엄격한 단속을 시행함.

혼재되어 있다. 개인투자자의 대부분은 장·단기 구분 없이 시장의 소문에 따라 빈번한 매매양상을 보이는 경향이 있다.[6] 기관투자가의 발전이 더딘 것도 유통시장을 불안케 하는 하나의 요인이다. 현재 중국의 기관투자가라 할 수 있는 많은 증권회사 및 재정증권회사 및 신탁투자회사들은 모두 국책 금융기관이나 중앙·정부기관의 산하기관들이다. 따라서 이들의 독자적인 경영의사결정에 의해 투자가 이루어지기보다는 상급기관의 관리감독 하에 중개, 투자 및 관리업무를 행하고 있기 때문에 건전하고도 효율적인 투자가 이루어지기 어렵다는 한계를 지니고 있다.

이와 함께 정부는 국채의 대량 발행에 따른 후유증을 검토해야 할 것이다. 정부의 경기부양용 국채 발행은 금리 인상과 금융기관의 대출 억제로 이어져 시중 유동자금 흐름을 위축시키는 이른바 驅逐效果(crowding out effect)를 가져올 수도 있다. 국채 발행 규모가 커질수록 금융기관들은 국채 매입자금확보를 위해 신규 대출을 억제하거나 기대출금을 회수하게 된다. 이렇게 되면 경기 부양을 위한 국채 발행이 별다른 효과를 거두지 못하게 된다. 물론 중국의 주된 국채 매입대상자가 법인보다는 개인 위주로 되어 있고 개인투자자들이 여유 자금을 국채 매입에 활용한다면 상기와 같은 통화량 감소 효과는 예상과는 달리 경미할 수도 있다. 그러나 정부는 기관투자자 육성 차원에서 금융기관의 국채 매입을 적극 권장하고 있는 만큼 이들이 대출자금을 국채 매입으로 사용한다면 통화량 감소 효과는 그만큼 커질 것이다.

또한 중국의 경우 만기 도래되는 국채의 원리금을 중앙정부 경상지출 항목에서 상환하는 것이 아니라 그 만큼의 국채를 추가적으로 발행함으로써 지속적으로 roll-over해나가는 방식을 취하고 있다. 따라서 국채 발행 액이 커질수록 신규 소요자금 확충을 위한 국채 발행 외에도 만기되어 돌아오는 기발행 국채의 원리금 상환을 위한 추가 국채를 발행해야 하는 악순환을 겪을 수도 있다.

국채시장의 건전한 발전기반 조성과 여타 채권시장 육성 필요

최근 중국의 국채 발행이 급증하고 있음에도 불구하고 이에 대한 정부의 부담은 그리 크지 않다. 그 비중이 선진국수준에는 크게 못 미치고 있으며, 재정적자 대비 GDP 비중을 보더라도 그리 심각한 수준은 아니기 때문이다. 그러나 현재와 같은 수준으로 국채 발행량이 급증한다면 머지않아 정부재정

6) 이러한 현상은 중국 증권의 매매회전율에서 알 수 있음. 증권 매매회전율은 뉴욕 20~30%, 동경 38~98%, 홍콩 35~50%인데 반해 상해주식시장의 경우 무려 650~750%에 달하고 있어 중국 자본시장의 불안정성을 잘 대변하고 있음.

의 부담을 가중시켜 오히려 경제 안정화 노력을 저해하는 요인으로 작용할 수도 있으므로 대안 마련이 필요한 시점이라 하겠다.

먼저 국채시장의 건전한 발전을 위해서는 유통시장의 수요기반 확충이 필요하다. 이를 위해서는 금융기관 등 기관투자가 육성, 투명한 정보 공개 및 개인투자자들의 국채 투자 인센티브 강화 등의 개선책이 시급하다고 하겠다. 94년부터 정부의 국채 매입 중심 대상이 개인투자자에서 금융기관 중심으로 이전되었지만, 금융기관의 국채부담률(당해년도 국채 발행액/금융기관 총 자산액)은 3% 정도로 선진국 금융기관의 평균 국채부담률 10% 수준에 크게 못 미치고 있다. 이들을 적극 활용한 국채시장 활성화정책이 계속되어져야 할 것이다.

또한 중국 국민들의 높은 저축률을 국채 시장으로 전환시킬 수 있는 인센티브 마련이 필요하다. 중국은 아직 금융·자본시장의 여건이 충분히 성숙되어 있지 못해 국민 저축의 90% 이상이 개인 금고 혹은 은행예금 형태로 비축되어 있는 것으로 알려지고 있다. 현재 국채 수익률은 예금금리 보다 높고, 그 중에서도 개인용 국채수익률은 법인용 국채수익률보다 높게 설정되어 있다. 그럼에도 불구하고 개인투자자들은 국채 매입을 그리 매력적인 재산증식 대상으로 생각하고 있지 않다. 국채가 은행 예금에 비해 환금성이 떨어지고, 1980년대 중반에서 1990년대 중반 사이 고인플레 시절 국채 수익률이 급격히 떨어지면서 별다른 수익을 얻지 못했던 경험이 있기 때문으로 생각된다. 이러한 요인으로 인해 1996년 이후 7차례의 금리 인하를 단행하였음에도 불구하고 금융기관 저축규모는 오히려 계속 늘고 있는 상황이다.

한편 최근 중국 정부는 11월부터 위안화나 외화로 이루어진 저축에 대해 일률적으로 20%의 이자소득세를 부과하기로 결정하였다. 침체된 경기 진작 외에도 세수 확대로 부족한 재정자금을 충당할 수 있어 일석이조의 효과를 노린 것이다. 그러나 금리 인하의 효과를 거두지 못한 현재의 상황에서 이자소득세 부과가 내수를 진작시킬 지는 의문시된다. 시장환경 변화에 따라 나타나는 임시방편적 조치보다는 개인투자자들이 은행 예금 외에 다양한 투자 포트폴리오를 구성할 수 있는 금융 인프라를 구축하는 것이 보다 중요한 방안이라 생각된다.

마지막으로 국채시장 외에도 회사채·금융채시장의 육성 방안도 마련되어져야 할 것이다. 현재 중국에서는 국채시장에 비해 회사채나 금융채시장은 상당히 미약한 실정이다. 선진국의 경우 민간부문 채권시장을 통해 기업이나 금융기관들이 자체조달을 꾀하고 있는 반면에 중국에서는 국유기업의 보조금 지원과 부실 금융기관의 자금 지원을 오히려 국채 발행을 통해 충당하고

있는 실정이다. 자본시장의 육성을 통해 민간부문의 자금공급원을 직접 시장에서 조달할 수 있도록 제도적 장치를 마련함으로써 국채 발행 급증에 대한 부담을 줄이는 것도 하나의 방안이 될 수 있겠다. 【全善俊】