

2016 07 통권 제144호

주택금융월보

MONTHLY HOUSING FINANCE REPORT

조사·연구	02 중국경제와 금융시장 전망 : 구조조정과 디레버리징 충격에 대한 준비 김경환 / 하나금융투자 중국전략팀장
	30 정책학에서의 주택연금 제도의 성과요인에 대한 고찰 황재훈 / 주택금융연구원 국제협력팀장
월간동향	50 주택금융동향 / 주택금융연구원 68 주요일지
통계	76 I. 공사업무통계 132 II. 주택금융시장 142 III. 주택시장
부록	174 수록논고 일람

• 주택금융월보는 한국주택금융공사 홈페이지(www.hf.go.kr)의 '공사소개 - 조사연구 - 주택금융월보 - 조사연구논고'를 통해서 제공되고 있으며, 통계편은 '공사소개 - 조사연구 - 통계자료 - 주요통계'에 엑셀 및 PDF 파일 형태로 게시되어 있습니다.

• 주택금융월보의 내용을 인용할 때에는 반드시 "한국주택금융공사 주택금융월보 00년 00월호 00페이지에서 인용"이라고 표시하여 주십시오.

• 주택금융월보에 대한 질의 또는 제안은 주택금융연구원(☎ 051-663-8164)으로 연락하여 주시기 바랍니다.

중국경제와 금융시장 전망 : 구조조정과 디레버리징 충격에 대한 준비*

I. 서론

II. 2017년까지 중국정부의 정책 리스크 확대될 전망

III. 2017년까지 중국경제와 금융시장 중기 예상 경로와 특징

IV. 2016년 하반기 중국경제와 주식시장 전망

V. 리스크요인 점검 ①

VI. 리스크요인 점검 ②

김 경 환 / 하나금융투자 중국전략팀장

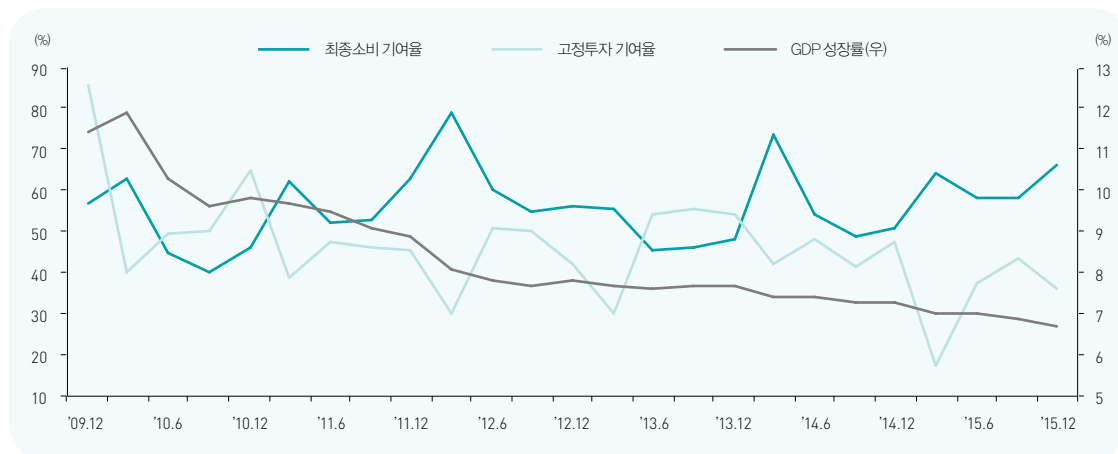
2017년까지 중국정부의 정책 리스크가 확대되고, 경제와 금융시장은 구조조정과 디레버리징 가속화에 따라 변동성이 커질 전망이다. 최근 5년간 중국경제의 성장을 둔화와 불리한 대내외 환경 변화는 중기적으로 ①제조업의 심각한 공급 과잉, ②부동산업의 과잉투자, ③기업부채와 부실화 위험을 크게 확대시키고 있다. 중국경제의 문제인 과잉투자와 부채에 대한 수뇌부의 인식은 정확하다고 평가할 수 있지만, 실제 실행과정의 마찰음(기득권충/고용문제/국유기업)으로 인해 향후 구조조정의 효율성과 속도가 계속 의심받고 있다. 여기에 6.5%대 성장률을 포기하지 못한 가운데 '질서정연한' 구조조정을 병행해야 한다는 점에서 정책의 일관성은 떨어질 수 있으며 운신의 폭도 과거대비 많지 않다는 점이 우려된다. 본고에서는 2017년까지 경제와 정치 환경 상 정책리스크가 커질 수 있다고 예상하며 구조조정과 디레버리징이 점차 강화될 것으로 판단한다. 2015년 이후 중국정부가 경기연착륙과 금융리스크 방지를 위해서 시도했던 ①직접금융과 부동산 부양을 통한 부채이전, ②통화완화 정책, ③강력한 재정정책은 구조조정 지연과 부채비율 상승, 초과유동성의 부작용으로 인해 재정정책을 제외하면 마찰음이 커지고 정책효과가 제한될 것이다. 장기적으로 건전한 방향이지만, 부양책의 축소와 구조조정 강화가 가시화될 경우 중단기 경기와 금융시장은 구조적인 취약성으로 인해 변동성이 커지게 될 것이다. 2017년까지 부동산 문제는 경기변동 요인에서 금융안정성을 좌우하는 변수가 될 것이며, 사실상 레임덕에 진입하는 18기 지도부(2013~2017년)의 변화무쌍한 정책 변화에 대한 면밀한 체크가 필요해 보인다. 한편, 2016년 하반기 중국경제는 본격적인 구조조정과 고정투자 사이클의 반락 가능성으로 인해 3/4분기 이후 재차 둔화될 것으로 전망한다. 중국증시는 반동의 에너지가 부족한 가운데 박스권 장세가 예상된다.

* 본고의 내용은 필자의 개인 의견으로 한국주택금융공사의 공식적인 견해와 다를 수 있습니다.

I. 서론 : 중국경제, 이제는 구조조정과 디레버리징 충격에 대해 고민해야 할 때

최근 국내외 투자자들의 중국경제와 금융시장에 대한 시각은 기대보다는 우려가 큰 것이 사실이다. 2000년 이후 중국경제의 고성장과 내수시장 잠재력에 보냈던 찬사는 이제 과거 선진국과 신흥국이 동시에 직면했던 중진국 함정에 대한 경험적인 우려로 향하고 있다. 또한, 중후장대 산업의 심각한 과잉투자와 기업부채의 빠른 확장에 대한 우려 역시 과거 비슷한 성장패턴을 보였던 일본, 한국, 대만이 한번은 경험했던 금융위기나 버블붕괴에서 중국도 예외일 수 없다는 걱정 of 근거가 되고 있다. 실제로 2009년 미국 금융위기 직후에도 11%대에 육박했던 실질GDP 성장률은 최근 5년간 빠른 속도로 둔화되며 2015년에는 처음으로 6%대에 진입했다. '4조위안부양책'을 통해 경제를 인위적으로 끌어올린 2010년을 마지막으로 노동력(인구프리미엄)과 자본의 성장기여도가 빠르게 축소되는 가운데, 중장기 금융사이클(15~20년 주기)과 고정투자 사이클(8~10년 주기), 부동산 사이클(2000년 이후 15년 추세상승)이 모두 수축기에 돌입한 점이 성장률 둔화의 주된 원인이 되고 있다. 여기에 2001년 WTO가입 이후 세계의 공장역할을 담당하며 2001~2014년 중 연평균 18.5% 증가율을 기록했던 중국 수출은 글로벌 수요감소와 위안화 실질환율 강세로 경쟁력이 하락하며 2015년 이후 평균 -3% 증가율을 기록 중이다.

[그림 1] 성장축 추이와 성장축 변화

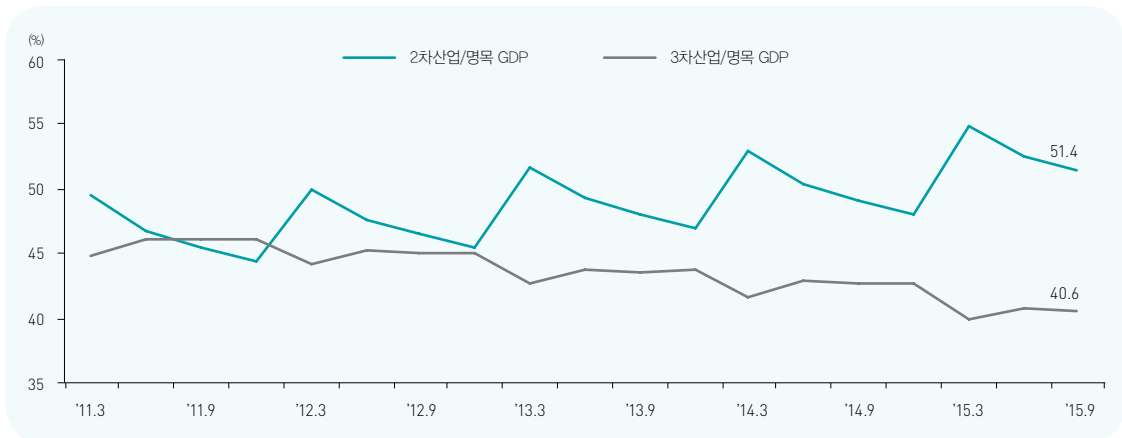


자료 : CEIC

물론, 중국경제는 내수소비와 서비스업이라는 새로운 성장축을 구축하고 있으며, 기존 전통산업(수출/고정투자/부동산)의 새로운 대안을 찾기 위해 일대일로(一帶一路, One belt, One road)정책과 신형 도시화를 공격적으로 추진하고 있다. 실제로 최근 5년간 중국 최종소비의 성장기여율은 5%p 상승한 55%에 육박(최종소비/고정자본형성/순수출)하고 있으며, GDP의 1~3차 산업 중에서 3차 서비스업의 성장기여율 역시 7%p 상승

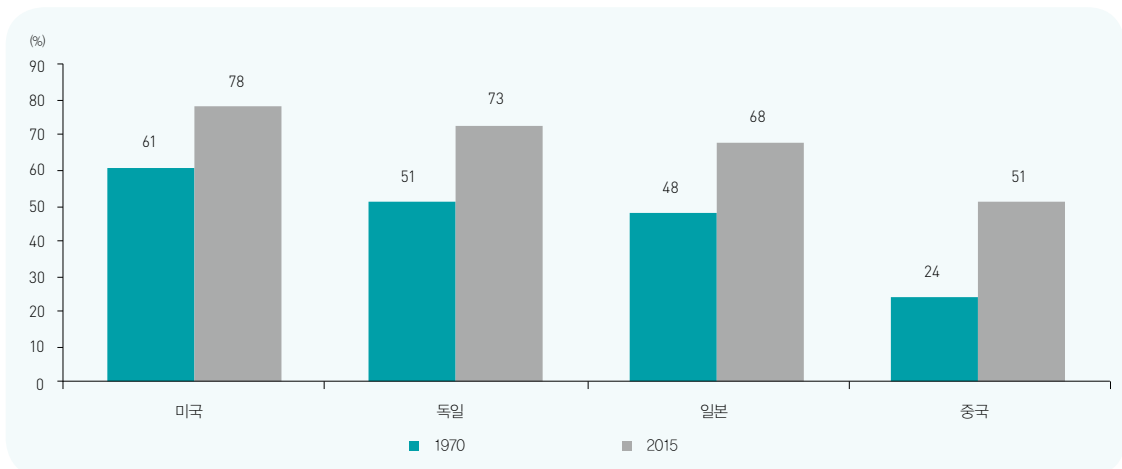
한 51%에 육박하고 있다. 그러나, 아직까지 기존 전통산업의 공백을 완전히 커버하기에는 무리가 있다. 2015년 기준 최종소비와 서비스업의 기여율은 과거 미국, 일본, 독일 등 선진국의 1970년대 수준에 머물고 있으며, 여전히 각각 50~60%대에 육박하는 고정투자과 제조업의 기여율을 빠르게 대체하지 못하고 있기 때문이다. 특히 서비스업의 경우 온라인산업, 레저, 미디어 등 소비형 서비스업이 빠르게 성장하고 있지만, 여전히 생산형 서비스업을 대체하기에는 시간이 필요해 보인다. 또한, 전통산업의 연착륙을 유도하기 위한 일대일로와 신형 도시화 정책은 인프라투자의 재원 문제와 내수시장의 제약요인(농민공 호적/토지문제)으로 인해 과거 아시아금융위기 직후 수요대안으로 작용했던 수출업(WTO가입)과 부동산업(99년 거래허용)에 미치지 못할 가능성이 높다.

[그림 2] 제조업의 부진과 서비스업의 굴기



자료 : CEIC

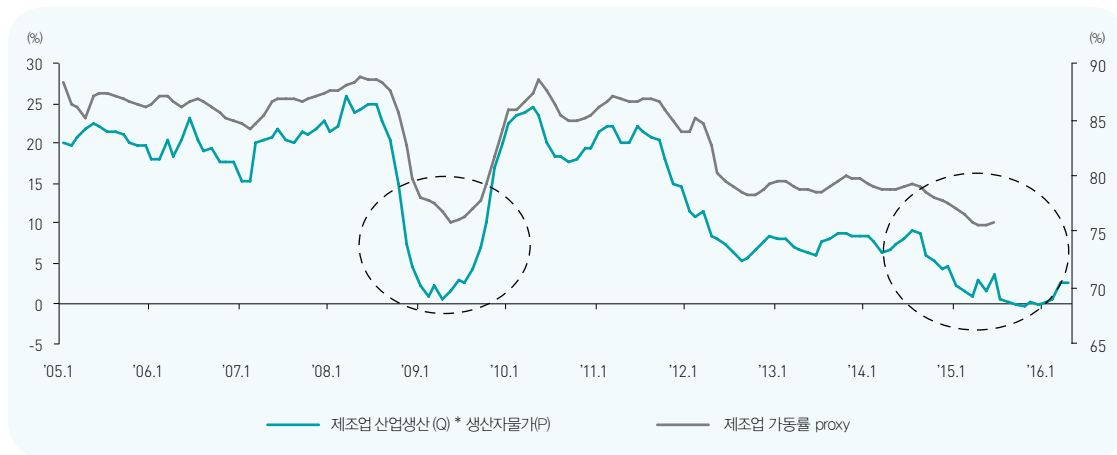
[그림 3] 중국 서비스업 비중은 여전히 선진국의 1970년대 수준



자료 : CEIC, IMF

결국, 최근 5년간 중국경제의 성장을 둔화와 불리한 대내외 환경 변화는 중기적으로 크게 3가지 문제를 낳게 될 것이다. 첫째, 대외적으로는 제조업의 빠른 외형확장이 수출과 고정투자 수요 감소로 인해 심각한 과잉투자와 공급과잉을 낳고 있다. 통상적으로 제조업의 가동률 하락과 공급과잉은 수익성 악화와 부도위험의 상승을 의미한다는 점에서 중국 제조업은 1997~1999년 아시아 금융위기 이후 가장 강력한 구조조정 압력에 처해 있다고 볼 수 있다.

[그림 4] 2008년 금융위기보다 악화되고 있는 제조업 경기



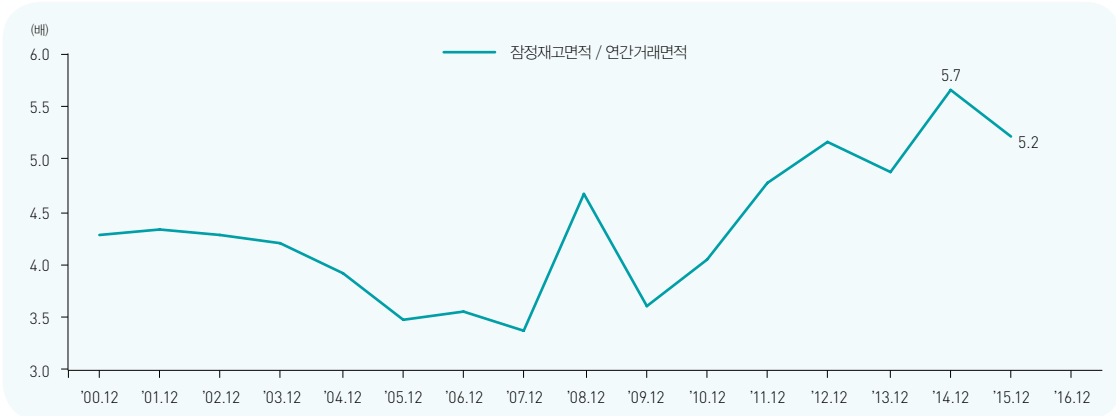
자료 : CEIC

주 : 제조업 가동률 Proxy는 IMF추정방식을 통해 산업생산, 생산자물가를 통해 추정

둘째, 내부적으로는 연계산업의 부가가치가 가장 큰 부동산업(건설+서비스)과 연계산업의 과잉투자와 재고 문제가 심각해지고 있다. 지난 7~8년간 인구사이클과 도시화 속도를 고려하지 않은 부동산 개발상들의 무분별한 건설투자로 인해 3~4선 지방도시에는 재고소진 연수가 5~7년에 육박하는 주택재고가 축적되고 있다. 수요를 크게 초과하는 공급으로 인해 최근 3~4년간 부동산 건설투자는 연간 20~30%대 고성장에서 2015년 역성장장에 돌입했으며 연계산업인 소재(철강/화학/시멘트)와 산업재(기계/전자재) 기업의 도산위험을 키우고 있다. 결국, 부동산업과 연계산업의 구조조정 압력 역시 매우 커지고 있다.

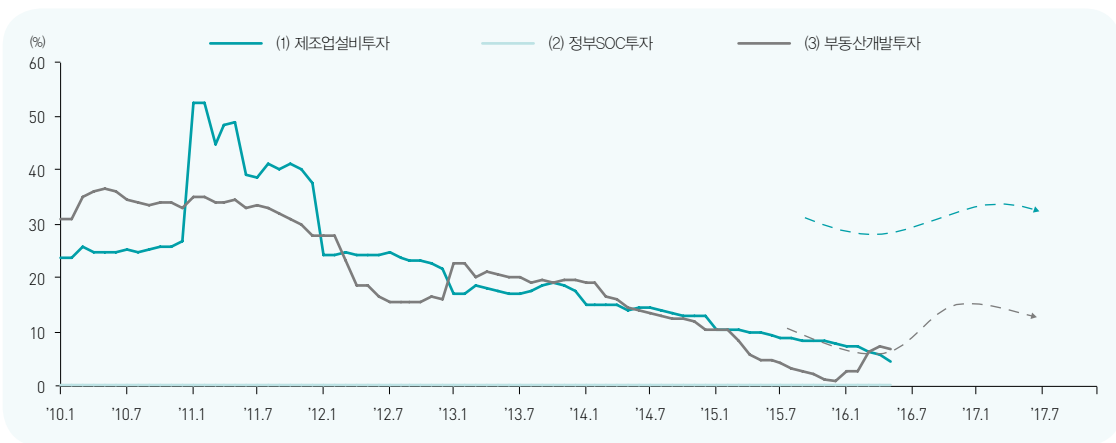
셋째, 제조업과 부동산업의 과잉문제와 수익성 악화는 결국 관련 산업의 과잉부채와 부실위험을 크게 확대시키고 있다. 2016년 1/4분기 기준 중국 비금융기업의 부채는 GDP대비 160%에 육박하고 있으며 동 비중은 2008년 이후 계속 확대되고 있는 추세다. 문제는 전체 기업부채 중에서 제조업과 부동산업의 비중이 최대 70%대에 육박한다는 점에서 양대 산업의 디레버리징(Delveraging, 부채조정) 압력은 중국 금융권의 안정성을 계속 위협하는 변수가 될 것이다. 과거 일본과 한국 모두 기업부채 규모가 150%를 상회하는 시점부터 급격한 디레버리징을 경험(잃어버린 20년, IMF금융위기)했다는 점에서 향후 중국 정부의 대응과 경제 및 금융시장의 내구성을 계속 체크해야 할 것이다.

[그림 5] 역대 최고 수준에 육박한 잠정재고 수준



자료 : CEIC

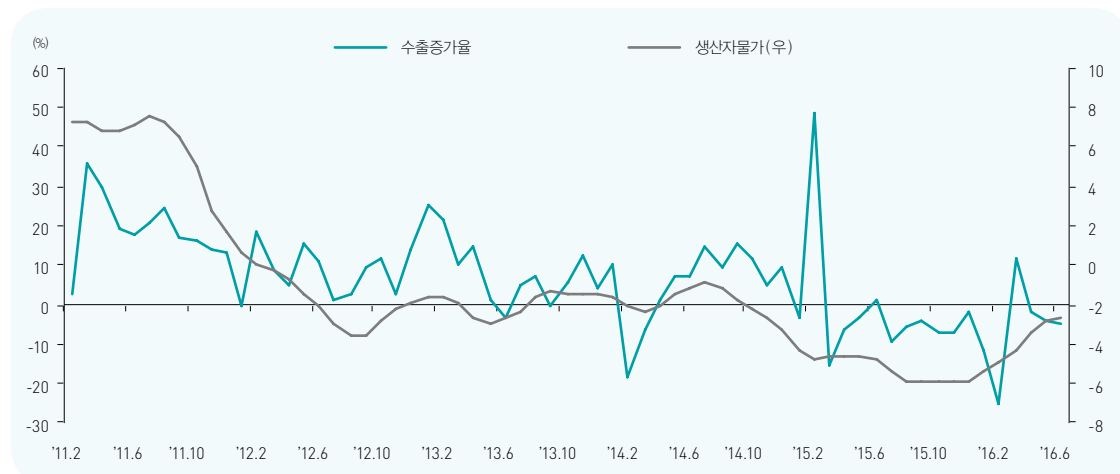
[그림 6] 과잉투자 후유증



자료 : CEIC

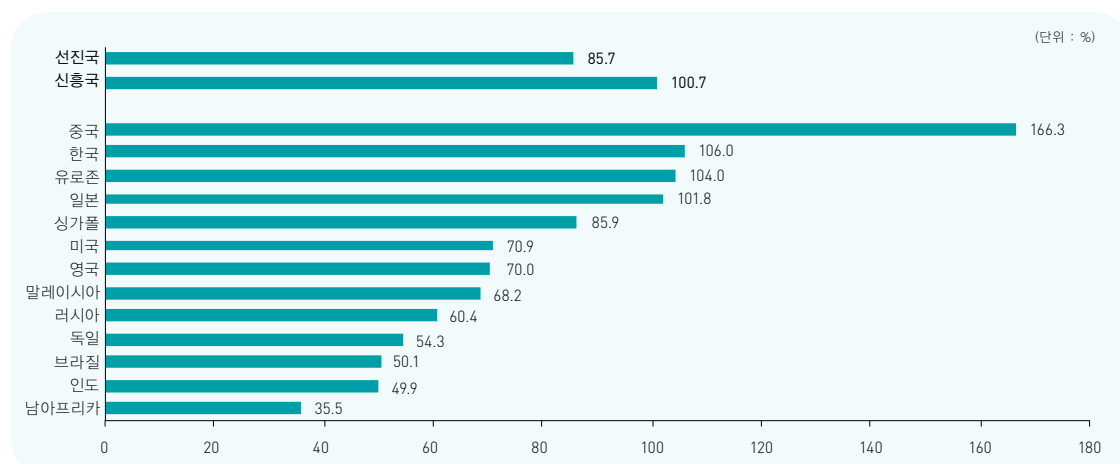
위에서 언급한 3가지 문제는 실물경제 영역을 넘어 이제는 금융시장의 변동성을 확대시키는 요인이 되고 있다. 특히, 중국경제의 글로벌 위상이 크게 상승하면서 중국 금융시장의 변동성이 글로벌 금융시장에 미치는 파급력이 미국 금융위기 이전 대비 크게 확대되었다. 중국이 향후 5년간 자본시장을 개방하고, 위안화 환율의 국제화를 시도하는 과정 속에서 파급력은 더욱 확대될 가능성이 높다. 실제로 2013년 이후 동 사례가 크게 증가하고 있다. 중국 시장금리 급등과 그림자금융 문제, 2014년 후강통(상해-홍콩 교차거래)제도의 시행과 2015년 주식시장 급등락, 2015년 8월 위안화 평가절하 시도에 대한 신흥국 공포, 2016년 1월 주식시장 폭락과 서킷브레이커 제도 시행 실패 등 글로벌시장은 실물경제보다 금융시장 변화에 더욱 민감하게 반응하고 있다. 과거 중국정부의 안정적인 정책기조와 실물경제에 대한 강력한 통제력에 대한 시장의 믿음은 이제

[그림 7] 공급과잉과 디플레이션 압력



자료 : CEIC

[그림 8] 중국 기업부채 규모 160% 상회



자료 : CEIC, 국가별 비금융기업 부채 비교 (2015년)

기업부채, 주식, 채권, 환율시장이 확대됨에 따라 조금씩 의심으로 변화하고 있다. 결국, 향후 수년간 중국경제의 구조조정과 디레버리징이 가속화될 수 있다고 가정할 때 중국정부의 정책과 실물경제의 동향은 물론 금융시장에서 체크해야 할 변수는 더욱 많아질 것이다.

본 자료를 통해 어느 때보다 변수가 많아진 중국경제를 바라보면서 최근 급변하는 중국정부의 정책기조를 먼저 예상하고, 2016년 하반기 중국경제와 금융시장의 방향성, 더 나아가 중장기적으로 체크해야 하는 주요 리스크를 종합적으로 점검하고자 한다.

II. 2017년까지 중국정부의 정책 리스크 확대될 전망

과거 중국정부의 경제와 금융시장 관련 정책은 공산당의 확고한 중장기 구상과 강력한 통제력, 특유의 유연성으로 인해 찬사의 대상이었다. 2000년 이후 꾸준히 제기된 '중국경제 위기론'이 실패한 이유에는 항상 중국 공산당의 통제력과 정부의 현명한 정책대응이 있었다. 현재 집권중인 '시진핑-리커창 지도부'의 임기(2013~2022년)기간 중 통제력에 대한 의구심은 없지만, 경제와 금융시장 관련 정책의 난이도가 매우 높아졌으며 다양한 잡음이 발생할 수 있다고 예상된다.

중국 수뇌부는 금번 13차5개년 계획(2016~2020년)기간의 최대 정책 목표로 '공급사이드 개혁'을 제시하고 과잉산업의 구조조정과 재고문제(제조업/주택)의 해결, 직접금융의 확장, 신성장 동력의 개발 등 중장기 플랜을 이미 제시한 상태다. 중국경제의 문제에 대한 수뇌부의 인식은 정확하다고 평가할 수 있지만, 실제 실행과 정의 마찰음(기득권층/고용문제/국유기업)으로 인해 효율성과 속도가 계속 의심받고 있다. 여기에 6.5%대 성장률을 포기하지 못한 가운데 '질서정연'한 구조조정을 병행해야 한다는 점에서 정책의 일관성은 떨어질 수 있으며 운신의 폭도 과거대비 많지 않다는 점이 우려된다. 이에 비추어 보았을 때 2017년까지 경제와 정치 환경상 정책리스크가 커질 수 있다고 예상하며 계속적으로 모니터링이 필요한 시점이라고 판단한다.

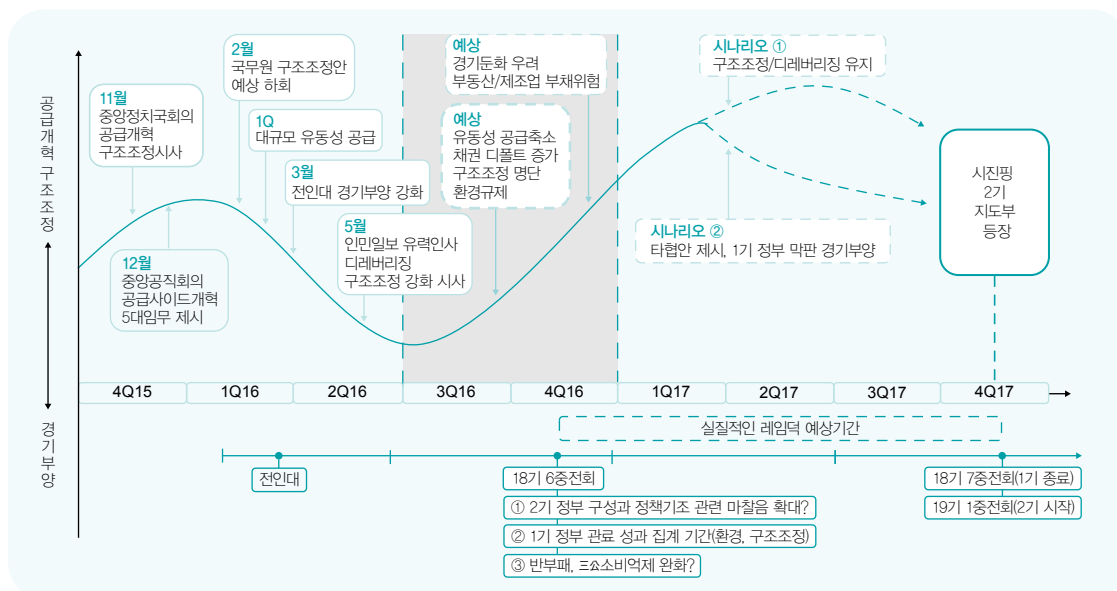
1. 정치 사이클로 볼 때 2017년까지 중장기 정책 공백과 혼선 예상

2015년 하반기 이후 시장에서 체감하는 중국정부의 정책기조는 분명히 일관성이 떨어지고 있다. 2015년 4/4분기 중앙정치국회의와 연말 중앙공작회의(경제업무회의)에서 강력한 구조조정 가능성을 시사했던 중국 수뇌부는 2016년 1/4분기에는 경기급랭과 고용약화에 따라 대대적인 유동성 공급과 부양정책을 다시 한번 시도했다. 3월 전인대 회의 이후 확인된 정책기조는 분명히 경기부양이 강조되고, 구조조정은 하반기 이후로 지연되는 그림이었다. 그러나, 지난 5월 상순 당 기관지인 '인민일보'의 헤드라인에 실린 '유력인사'의 칼럼에서 '구조조정과 디레버리징'이 크게 강조되면서 정책기조가 다시 바뀐 것으로 판단된다. 중국 금융시장에서는 '유력인사'의 발언이 시진핑 주석의 정책 의중을 반영했다고 유추하고 있으며, 집권 3년간 경제와 금융정책을 관장했던 2인자 리커창 총리의 기존 정책을 정면 반박한 것으로 풀이하고 있다. 분명한 점은 리커창 총리가 최근 2년간 시행했던 직접금융(주식/채권)과 부동산 부양을 통한 부채이전, 대단히 완화된 통화정책, 미온적인 구조조정에 대한 부작용이 커지면서 수뇌부의 불만이 커지고 있다는 점이다. 이밖에 몇 가지 뚜렷한 징후로 인해 하반기 중국경제의 구조조정과 디레버리징 압력이 자연스럽게 확대되고 일부 중장기 정책에 혼선이 올 것으로 예상된다.

정치 사이클로 볼 때 2017년까지 정책기조에 대한 마찰음이 커지고 일부 중장기 정책의 공백기가 예상된다. 금번 '시진핑-리커창 지도부'는 과거 관례상 10년 임기가 보장되어 있지만, 당 수뇌부는 5년 단위로 1기(당18기)와 2기(당19기) 지도부로 나뉘며 인력구성의 변화가 발생한다. 특히, 2017년 11월부터 시작하는 2기 지도부의 경우 당의 최고 수뇌부인 7인의 정치국 상무위원 중에서 시진핑과 리커창을 제외한 5명이 연령제한으로 교체된다는 점에서 어느 때보다 큰 변화가 예상된다. 통상적으로 상무위원의 대대적인 교체는 당 서열의 대대적인 변동을 발생

시키며, 당 수뇌부가 겸직하고 있는 정부 요직 역시 크게 바뀔 수 있다는 점에서 일종의 '레임덕 효과'와 비슷한 정책공백 현상이 발생할 수 있다. 또한, 금번 17(당18기)지도부의 경우 5년 단위 임기기간의 성과에 대한 평가 중에 환경규제와 구조조정 결과의 비중이 과거 대비 크게 높아졌다는 점에서 교체시기가 다가오는 2017년 상반기까지 구조조정 강도는 자연스럽게 높아질 것으로 판단된다.

[그림 9] 2016년 하반기 구조조정 강화될 전망



자료 : 하나금융투자

2. 정책변화로 인해 구조조정과 디레버리징 자연스럽게 가속화될 전망

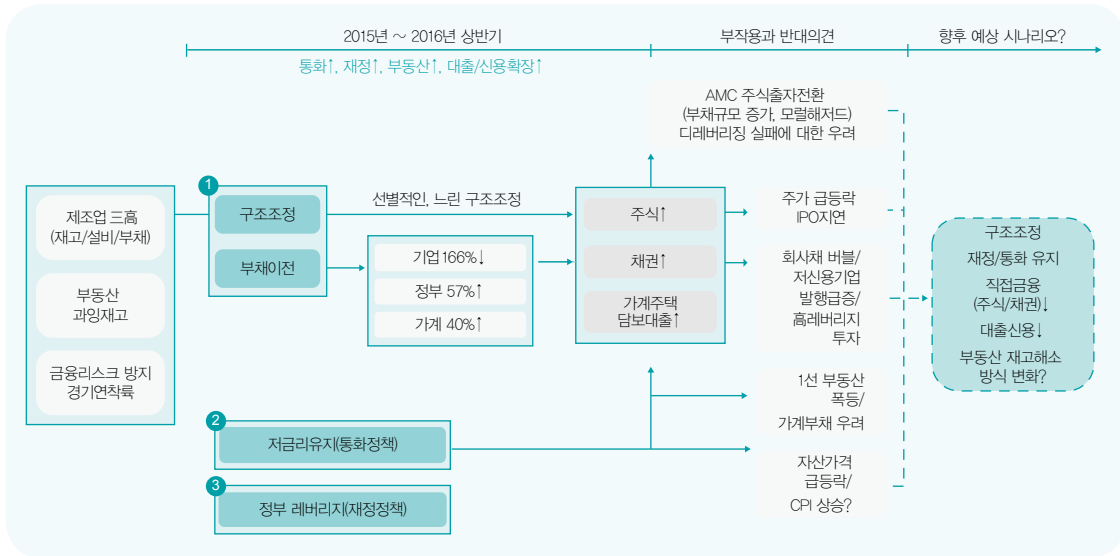
위에서 언급한대로 수뇌부의 정책입장 변화로 인해 하반기 경제와 금융시장의 정책도 큰 변화가 예상된다. 중국 정부는 과잉부채 문제로 인한 금융시스템의 리스크를 방어하고, 경기 연착륙을 유도하기 위해 2년 전부터 ①원활한 부채이전(기업부채→가계/정부), ②저금리 환경 유지, ③중앙정부의 재정지출 확대를 유지하고 있다. 문제는 ①번과 ②번 정책은 하반기부터 다양한 변수에 노출될 수 있다는 점에서 경계감이 상승하고 있다.

우선, 원활한 부채이전을 위협하는 변수들이 많다. 현재 중국경제의 가장 큰 위협요인은 기업부문(비금융)에 집중된 부채 리스크이다. GDP대비 160%에 육박하는 기업부채를 구조조정과 함께 상대적으로 부담이 작은 가계(GDP대비 40%)와 정부(GDP대비 58%)에 이전시키는 것이 숙제이다. 이를 위해 중국정부는 2015년부터 주식과 채권시장 등 직접금융을 확장하고, 가계의 주택담보 대출을 통해 일부 지역의 주택재고 문제를 완충하고 있다.

문제는 ①직접금융과 주택담보대출을 통한 융자 비중이 상승함에 따라 높은 레버리지와 신용위험, 자산가격의 과열이 발생했고, 정부 내부적으로도 여제 움직임이 커지고 있다는 점, ②채권의 경우 과잉산업이 발행한 회사채

의 디폴트 위험이 커지면서 유통과 발행시장이 위축되고, 금리상승 압력이 커지고 있다는 점, ③부동산 재고문제를 해결하기 위해 주택담보대출을 크게 장려하면서 역시 높은 레버리지 위험(2016년 신규대출의 30%)과 1-2선 대형 도시의 가격상승을 더욱 부추겼다는 점 때문이다. 이러한 문제는 정책혼선을 키우고 자칫 부채부담이 높은 제조업과 부동산업이 정책기조 변화에 따라 연쇄적인 도산이 발행할 수 있다는 점에서 경기와 금융시장에 위협이 될 수 있다.

[그림 10] 부채이전, 통화완화, 정부 레버리지 정책 기조 변화 가능성



자료 : 하나금융투자

Ⅲ. 2017년까지 중국경제와 금융시장 중기 예상 경로와 특징

본고에서는 중국경제의 구조적인 취약성과 정책 리스크를 감안하여 2017년까지 경제와 금융시장의 중기 흐름을 예상해 보았다.

1) 2017년까지 구조조정의 강도와 무관하게 중국 경기의 안정성은 계속 위협받게 될 것이다. 현재 중국정부가 기대하는 중장기 L자형 성장률 추세 역시 중기적으로 쉽지 않을 것으로 판단한다. 물론, 2016년 상반기 중국경제는 지난 3년간 경기하강의 직접적인 원인이었던 제조업과 부동산의 극단적인 하락세는 진정되었고, 이에 따라 디플레이션 압력도 일부 완화된 것이 사실이다. 그러나, 정책기조의 변화 가능성과 구조적인 문제 속에서 중단기 성장을 견인할 대안은 부족하고 경기 변동성은 계속 커질 수 있다. 특히, 2017년까지 성장

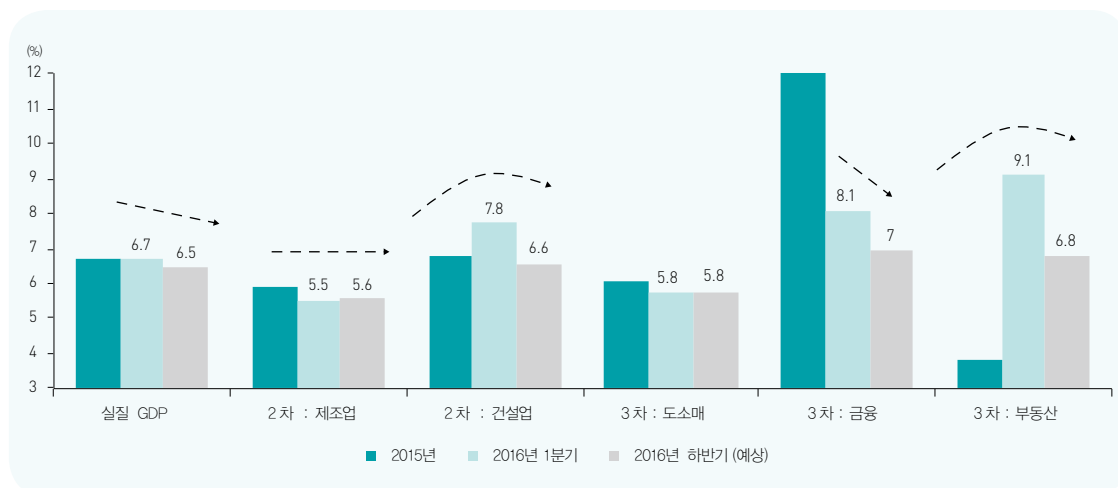
률을 견인했던 2차 산업의 건설업과 3차 서비스업의 성장기여도가 동반 축소되면서 성장률 둔화 압력으로 작용할 것이다. 2015년 성장기여도가 높았던 3차 산업의 금융업(전년비 12% 증가), 2016년 상반기 2차 건설업과 3차 부동산업의 고성장(각각 전년비 7.8%, 9.1% 증가)이 2017년까지 재현되기 어렵기 때문이다. 하반기 금융업은 부정적 기저효과, 부동산은 가격과 거래량의 정점 통과, 소비관련 서비스업은 구조조정으로 인한 고용조정과 임금감소가 부담요인이다. 이에 따라 2016년까지 GDP성장률이 6.6%, 2017년에는 6.5%를 하회하면서 계속 흘러내리는 형태가 될 것으로 전망한다.

[그림 11] 제조업과 부동산의 극단적인 하락세와 디플레 압력 일부 진정



자료 : CEIC

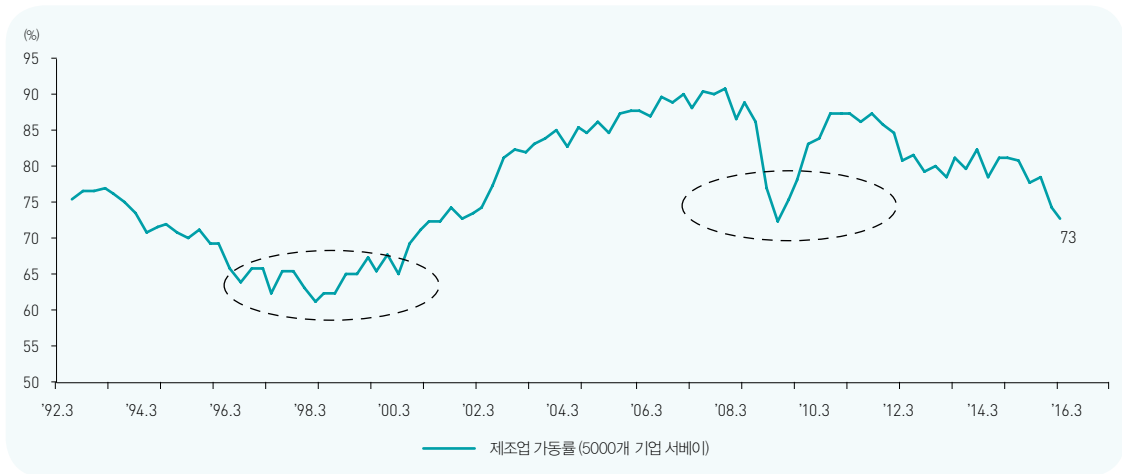
[그림 12] 새로운 성장축 부재로 성장률 둔화 가능성 존재



자료 : CEIC

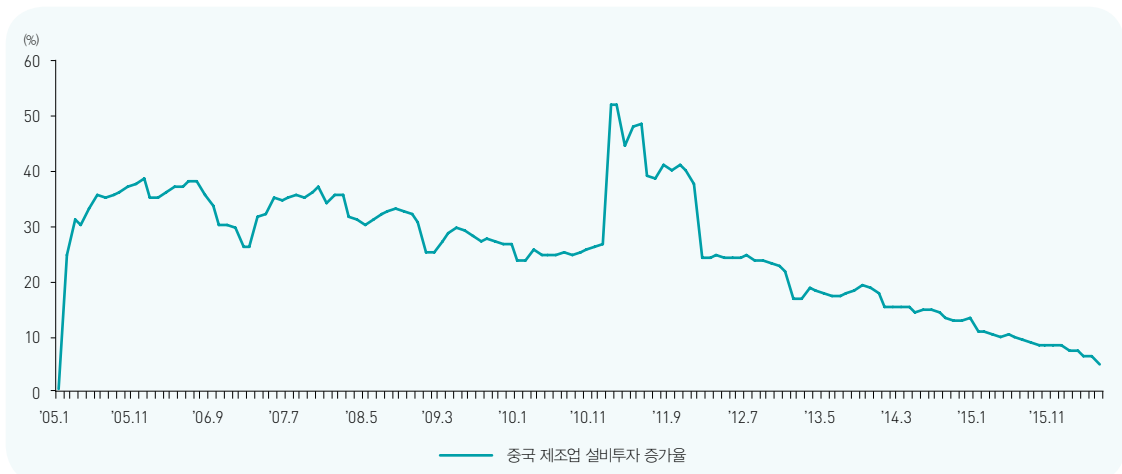
2) 2017년까지 구조조정의 속도가 점차 빨라지고 일부 업종은 초기 성과가 확인될 것이다. 중국정부의 적극적인 태도와 과잉산업의 열악한 파이낸싱 환경을 감안할 때 일부 업종의 구조조정 속도는 예상보다 빨라질 수 있다. 중국 제조업이 구조조정을 통해 2013년부터 시작된 디플레이션 압력(생산자 공급과잉)에서 탈출하려면 총 4단계(재고조정-설비조정-부채조정과 부실기업 도태-적자생존과 반등)를 거쳐야 하는데, 중국은 이제 1단계에서 2단계로 진입했다. 향후 3-4단계를 거쳐 전체 제조업이 과잉을 탈출하려면 여전히 3년 이상의 시간이 소요될 것이다. 과거 1990년 후반 중국은 대외 금융위기와 내부 국유기업 및 금융권 부실을 해결하고, 신성장 모델(WTO가입과 부동산시장)을 통해 반등하는 데까지 5년이 걸렸다. 당시 구조조정 대상은 대체

[그림 13] 제조업 가동률 지수 금융위기 저점 하회



자료 : CEIC

[그림 14] 2016년 설비투자 역성장 돌입 전망

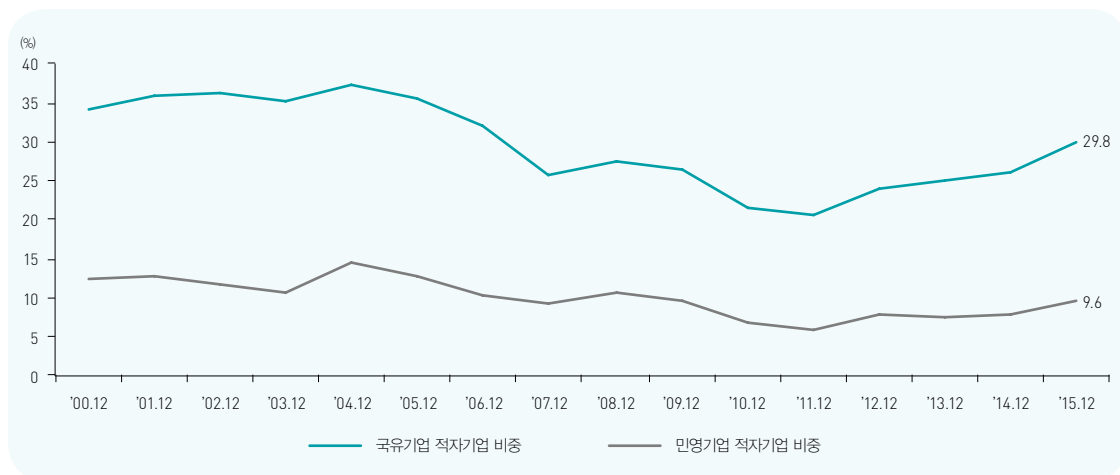


자료 : CEIC

로 섬유, 방직, 광산 등 노동집약형 산업이었다면, 이번에는 자본집약형 중후장대 산업 비중이 높아 금융시스템 충격이 더욱 클 수 있다는 점에서 중국정부의 정책은 더욱 신중해질 수밖에 없다.

향후 제조업 구조조정의 키는 결국 국유기업개혁이 쥐고 있다. 2013년 시진핑 정부 집권 직후 강력하게 제시한 개혁안은 ①중앙기업/지방국유기업 합병, ②혼합소유제(민영화), ③기업구조 개편과 효율성 제고가 핵심 내용이다. 개혁은 중앙국유기업 대상만 112개(23개 산업, 277개 상장기업)를 포함하는 거시적/미시적 행동이 포함된 광범위한 정책으로서 비단 제조업에만 국한되지 않는다. 다만, 2015년 기준 제조업 국유기업의 적자비중이 30%에 육박(민영기업은 9.6%)하고, 2013년 이후 수익성이 전체 평균을 대폭 하회하면서 역성장에 돌입했다는 점에서 구조조정의 최우선 대상으로 철강, 건설, 조선, 기계, 석탄 관련 공급과잉 기업들이 해당된다. 문제는 국유기업개혁의 속도와 방식이다. 중국정부는 향후 정치적 이해관계와 고용문제를 이유로 선진국의 시장화를 통한 구조조정 방식보다 보수적인 방식을 택할 가능성이 높다. 2016년 상반기 확정안 발표 이후 초기에는 M&A를 통한 대형화를 시도하고, 2017년부터 본격적인 인력과 사업조직에 대한 구조조정을 실시할 가능성이 높다.

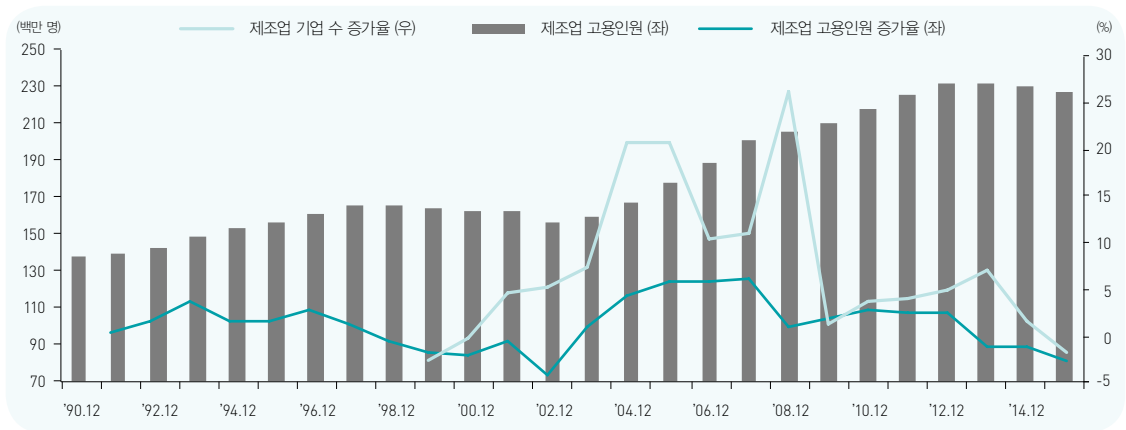
[그림 15] 적자 국유기업 비중 30%에 육박



자료 : CEIC

반면, 지지부진한 국유기업개혁과 달리 2016년에는 민영 한계기업을 중심으로 제조업의 구조조정이 가속화될 것으로 기대된다. 구조조정 압력의 척도인 3대 지표(기업수와 고용/가동률/설비투자)에서 이미 적극적인 신호가 포착되고 있기 때문이다. ①2014년 제조업 기업 수와 고용인원은 99년 금융위기 이후 최초로 역성장에 돌입했다. 민영기업을 중심으로 감원이 시작된 것이다. ②제조업 가동률 지수가 이미 2008년 금융위기 수준까지 하락했고, 일부 원자재와 산업재의 세부 업종은 역대 최저수준에 돌입했다. ③2015년 제조업 설비투자 증가율은 7~8%대를 유지하고 있지만, 선행지표를 감안할 때 2016년 하반기부터 사실상 역성장에 진입할 것이다. 이미 철강, 석탄, 비철, 화섬, 제지 업종의 투자 증가율은 2015년부터 역성장에 돌입했다.

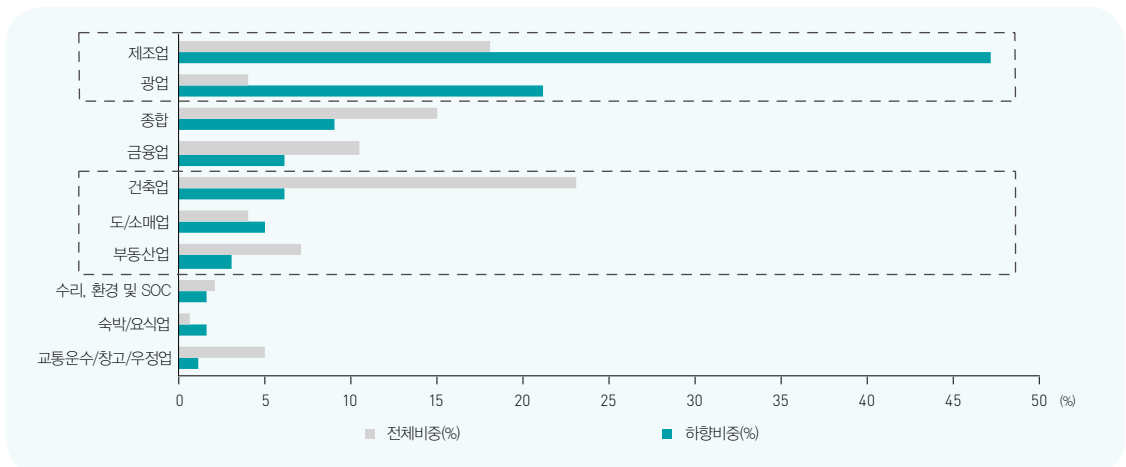
[그림 16] 고용/기업수 확장, 97년 대규모 구조조정 이후 첫 (-) 돌입



자료 : CEIC

여기에 과잉산업의 파이낸싱 환경 악화도 일부 과잉업종과 좀비기업의 퇴출을 부추길 것이다. 특히, 최근 디폴트 사례가 크게 증가하고 있는 중국 회사채 시장에 주목할 필요가 있다. 중국의 회사채시장은 전체 채권 잔액의 5~6%대 비중을 차지하는 작은 시장이지만, 은행권 대출시장에서 기피하고 있는 주요 과잉업종의 유일한 용자와 대환 수단이 되고 있는 시장이다. 2016년 1/4분기 기준 중국 금융권 전체 용자에서 회사채를 통한 용자 비중이 최대 22%에 육박하고 있다는 점에서 해당 업종 기업들의 의존도가 매우 높아진 상태다. 실제로 2015년 이후 중국정부의 용인 하에 회사채 발행과 유통시장이 크게 활성화되면서 상당수의 저신용 제조업, 부동산 기업들의 단기 채권발행이 최대 700% 이상 증가했다. 문제는 2016년 이후 해당 업종과 기업들의 신용이 계속 하향조정되고, 디폴트 발생건수가 크게 증가하면서 신용 스프레드가 확대(위험가중 금리상승)되고, 발행 취소가 크게 증가하면서 파이낸싱이 계속 어려워지고 있다는 점이다. 여기에 하반기부터 중국정부의

[그림 17] 신용평가사 주요 업종별 신용등급 하향 비중

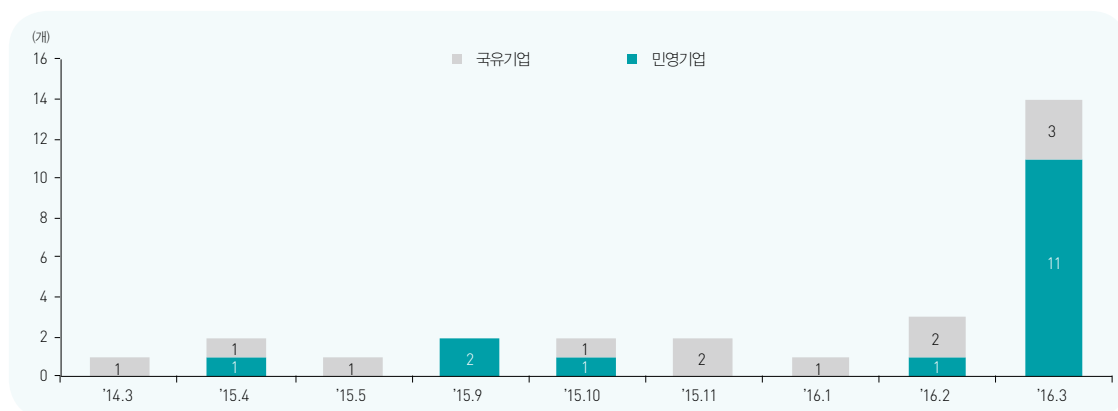


자료 : CEIC

회사채 디폴트의 용인과 발행시장 규제가 강화될 경우 유통과 발행시장이 추가적으로 냉각될 수 있다. 참고로 회사채 발행 비중이 가장 높았던 업종은 주로 석탄, 비철금속, 철강, 시멘트, 부동산, 전자재 관련 기업으로 대부분이 구조조정 대상에 해당되는 업종군으로 분류된다.

결국, 업황과 파이낸싱 환경 악화가 계속되는 대표적인 업종의 구조조정 속도가 2017년까지 가속화될 것으로 예상된다. 2016년에는 석탄, 비철금속, 철강, 시멘트, 2017년에는 부동산, 조선, 기계, 화학, 내수기업 순으로 부도위험이 증가하고 구조조정의 초기효과가 발생할 것으로 판단한다. 과잉업종의 순차적인 구조조정은 중장기적으로 긍정적인 요인이나, 단기적으로 제조업 업황의 악화와 재고투자 감소, 금융시장의 노이즈 증가 등 부작용은 피할 수 없을 것으로 판단한다.

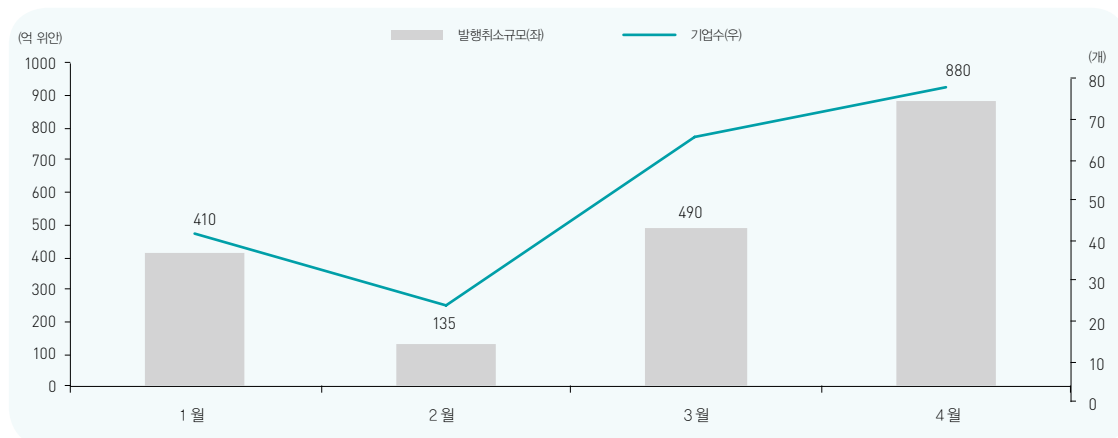
[그림 18] 회사채 시장을 중심으로 디폴트 크게 증가, 특히 국영기업 숫자 크게 증가



자료 : CEIC

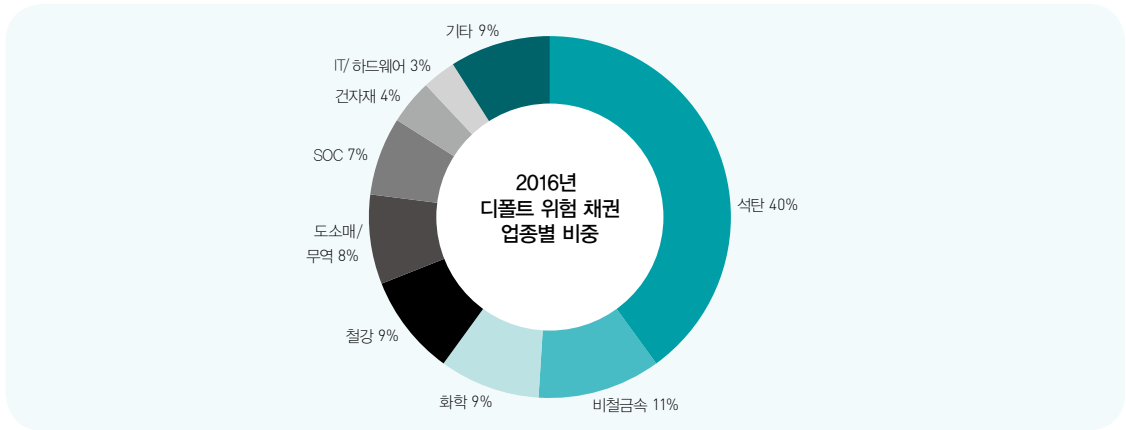
주 : 2014년 이후 월별 회사채 디폴트 발생 건수 (민영/국유기업)

[그림 19] 중국 채권시장 발행/유통시장 냉각위험



자료 : CEIC

[그림 20] 2016년 디폴트 위험 채권 업종별 비중



자료 : CEIC

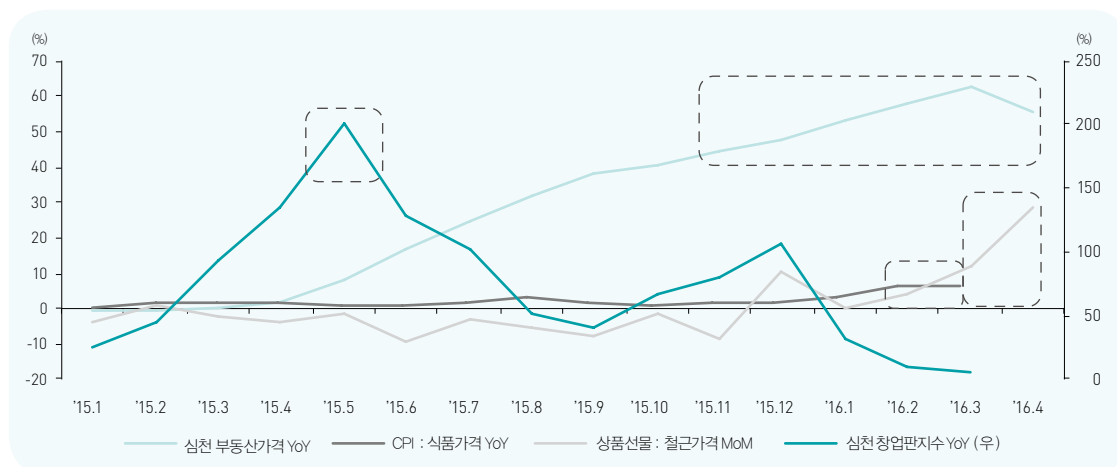
3) 구조조정과 초과유동성의 부작용으로 인해 금융시장과 자산시장의 변동성은 계속 확대될 가능성이 높다. 실물경제의 문제는 초과유동성을 발생시키고 이는 과거에 볼 수 없었던 금융시장과 자산가격의 급등락을 유도할 수 있기 때문이다. 중국경제는 부채부담이 높은 구조적인 특성상 완화적인 통화정책을 통한 저금리 유도는 필수다. 문제는 2015년 이후 유동성 공급이 통화승수가 하락한 상황에서 실물보다는 상대적으로 기대 수익률이 높은 금융자산에 집중되면서 부작용을 키우고 있다는 점이다. 실제로 초과유동성은 최근 2년간 투자대안의 실종과 함께 일부 자산가격의 급등락을 유도하고 있다. 2015년 A주 중소형주 > 회사채 > 1선 도시 부동산가격 > 상품선물시장의 급등락은 고수익을 추구하는 투기자본이 주도한 전형적인 부작용이다. 또한, 하반기 유동성에 후행하는 CPI가 상승하거나, 환율 변동성이 커질 경우 통화정책은 진퇴양난에 처할 수 있다. 인민은행의 정책혼선이 커질수록 주식과 채권시장을 포함한 금융시장의 변동성은 물론 부동산가격 등 자산가격의 변동성은 계속 확대될 수 있다는 점을 경계해야 한다.

[그림 21] 초과유동성 상황 당분간 지속될 전망



자료 : CEIC

[그림 22] 2015년 이후 초과유동성 부작용 확대: 자산가격과 물가 급등락 지속



자료 : CEIC

4) 새로운 성장대안으로 주목 받고 있는 신형 서비스업에 대한 중장기 기대와 단기 실망이 반복될 것이다. 위에서 언급한대로 중국의 서비스업은 단기적으로 완벽한 성장축이 되지는 못하지만, 성장 잠재력으로 인해 M&A와 주식시장 등 영역에서 높은 관심이 계속될 것이다. 실제로 최근 3년간 서비스업의 고성장은 중국경제 구조변화의 신호탄이다. 주목해야 하는 부분은 크게 두 가지다. ①구조적인 관점에서 서비스업 내에서 소비와 관련된 신흥 서비스업의 비중이 상승하고 있다는 점을 주목해야 한다. 중국정부가 세부 데이터를 공개하고 있는 소비영역(도소매/외식숙박/문화체육)은 물론, 기타 부분으로 분류되는 헬스케어(의료), 체육, IT서비스, 여행 등 영역의 서비스업 비중이 완만한 속도로 상승할 전망이다. 향후 생산관련 전통 서비스업의 비중은 하락하고, 소비관련 신흥 서비스업은 추세적으로 상승할 것이다. ②성장률 측면에서 중단기적으로 서비스업의 성장 기여도가 제조업 대비 상대적으로 높은 수준이 계속 유지될 것이다. 물론 여전히 금융, 부동산 등 전통 서비스업의 비중이 높지만, 제조업의 부진 속에 6%대 성장률을 사수하는 최후의 보루 역할을 담당할 것이다.

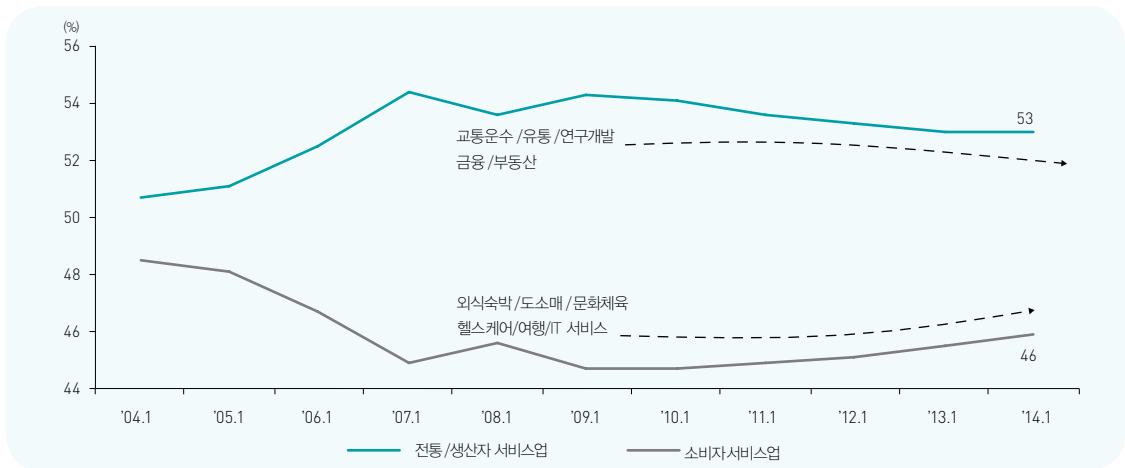
다만, 단기적으로 서비스업의 전체 비중 상승이나 높은 성장성이 얼마나 질적으로 우수한지에 대해서는 의구심이 많다. 실제로 최근 5년간 전체 성장률(5년 평균 8%)과 3차 서비스업 성장률(8.4%)을 상회한 세부 항목은 금융(9.3%)과 기타 항목(8.4%)밖에 없다. 소비와 관련된 도소매유통과 외식숙박 영역은 전통 서비스업과 마찬가지로 크게 둔화되었다. 물론, 통계상으로 온라인 채널과 해외지출이 과소평가되고, 기타부분에 체육, 엔터, 헬스케어 관련 부분이 포함된 것을 감안하더라도, 신흥서비스업이 전체적으로 전통 서비스업을 초월하는 빠른 성장성과를 보였다고 보기에는 무리가 있다.

2015년 서비스업의 고성장은 금융업의 상승이 기여한 측면이 여전히 크다. 물론, 향후 금융업이 증권 및 보험업의 발전과 금융상품의 확장, 직접금융의 육성을 반영하게 될 것이다. 다만, 과거 금융업 성장률의 급등은 주식시장의 호황과 일치했다는 점에서 실물경제에 대한 기여도(중국은 민간소비 비중이 낮아 부동산을 제외한 경제의 자산효과가 작다고 판단)를 과대평가 하는 것은 시기상조다. 최근 유동성 공급의 효과가 실물경제

보다는 금융시장 및 부동산시장에 더욱 집중되었다는 점을 상기할 필요가 있다.

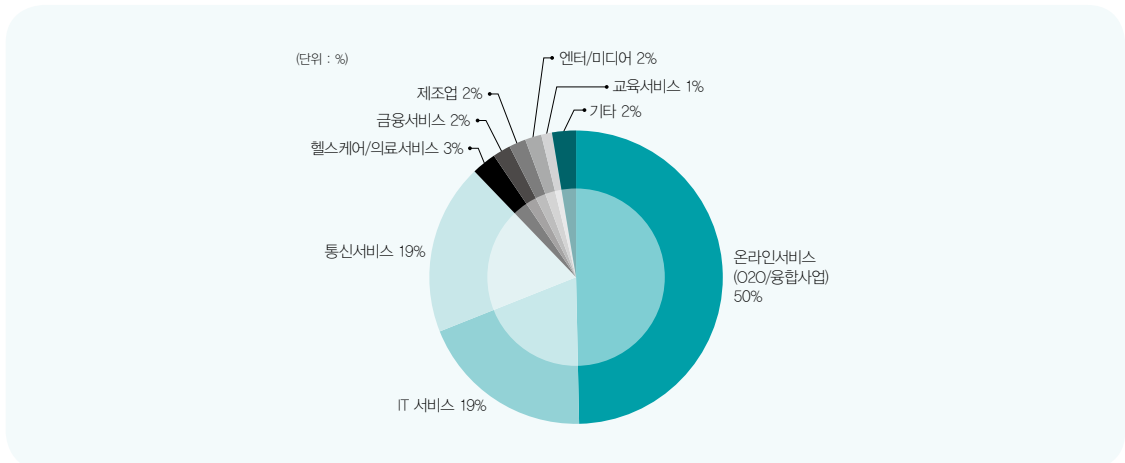
서비스업에 대한 시각은 다음과 같다. ①2016년에도 체감 성장률과 발표 성장률간의 차이는 분명히 서비스업에서 발생할 것이다. (중국 통계국의 불투명한 서비스업 통계는 논외) 전통 서비스업이 크게 일조한 부분과 제조업 비중의 급락으로 발생하는 변화를 빠른 성장 축 교체로 해석하면 무리가 있다. ②분명히 신흥 서비스업 역시 경기둔화에서 자유롭지 못하며 상대적인 우위로 봐야 한다. 2016년에는 구조적으로 높은 성장성이 확인되는 소수 영역에 관심을 집중해야 한다. ③본토 스마트 머니의 투자가 집중되고 있는 온라인(O2O), 엔터/컨텐츠, 미디어, 헬스케어 영역의 관심이 계속될 것이나 해당 업종의 버블 가능성도 계속 면밀히 체크해야 할 것이다.

[그림 23] 소비 관련 신흥 서비스업의 비중 점진적 상승



자료 : CEIC

[그림 24] 중국 스마트머니가 집중되는 신흥 서비스업 주목



자료 : CEIC, 2014년 사모펀드 업종별 투자액 기준

IV. 2016년 하반기 중국경제와 주식시장 전망

1. 중국경제, 구조조정 강화와 고정투자 사이클 반락으로 경기둔화 가능성

하반기 중국경제는 본격적인 구조조정과 고정투자 사이클의 반락 가능성으로 인해 경기 변동성이 확대될 것으로 전망한다. 상반기 누적된 3대 정책의 효과(통화/재정/부동산)를 통해 3년간 지속된 제조업과 고정투자의 극단적인 하락세가 진정되고, 디플레이 압력이 일부 완화된 점은 고무적인 부분이다. 다만, 하반기 구조조정이 강화될 가능성이 높고, 제조업의 구조적인 과잉투자와 부채, 주택재고 문제가 잔존한다는 점이 U자형 경기회복을 제한할 것이다.

1) 정책기조의 변화와 부양효과가 약화될 가능성이 높다. 사실 3월 전인대 전후에 확인된 중국 수뇌부의 정책기조는 구조조정보다는 수요촉진에 무게를 두었으며, 1/4분기부터 상응하는 통화, 재정, 부동산 완화 정책이 강하게 시행된 바 있다. 다만, 5월 이후 수뇌부의 정책입장은 재차 공급개혁과 구조조정 강화로 선회하는 모습이다. 이에 따라 2/4분기 경기회복과 함께 정책에 대한 고민도 함께 커질 수 있으며, 초과유동성과 자산 버블 문제로 인해 하반기 정책 집행력은 통화 < 부동산 < 재정 순으로 약화될 것으로 예상한 바 있다. 이러한 수요촉진형 정책의 약화와 구조조정 강화 신호는 중장기적으로 하반기 경기반등을 제한하는 핵심원인이 될 것이다.

2) 경기반등을 주도했던 고정투자는 3/4분기 이후 고점을 통과할 가능성이 높다. 2016년 경기반등과 하락은 모두 고정투자가 좌우하게 될 것이다. 3대 고정투자(부동산/제조업/인프라) 중에서 상반기 전체 고정투자의 반등을 주도하고 있는 부동산과 인프라는 3/4분기 고점 통과가 예상된다. 부동산의 경우 개발투자를 1~2개 분기 선행하는 거래량과 가격이 2/4분기부터 1선 도시 대상 규제와 부정적 기저효과로 정점을 통과할 것이라는 점에서 3/4분기 중반 이후 반락이 예상된다. 인프라투자는 3/4분기 후반까지 20%대 고성장이 예상된다. 이는 2016년 사상 최고수준의 재정적자 편성과 상반기 부동산관련 재정수입 증가 등을 반영한 것이다. 다만, 지방정부 부채의 채권차환 부담과 하반기 부동산경기의 반락 등 변수로 인해 4/4분기부터 고점을 통과할 전망이다.

2. 하반기 경기둔화 요인은 부동산, 우호적인 변수는 정부소비의 회복과 환율 안정

2016년 하반기 경기 다운사이드 요인은 '부동산', 업사이드 요인은 '정부소비의 회복'과 '환율안정'이 될 것이다. 부동산은 2016년 하반기부터 2017년까지 경기둔화의 요인을 넘어 금융시장의 안정성까지 좌우할 수 있는 문제가 될 수 있다. 반면, 2017년 하반기에 구성되는 19기 지도부(2017~2022년)의 등장을 앞두고 느슨해 질 수 있는 반부패 정책과 정부소비의 회복 가능성은 내수경기에 변수가 될 수 있다. 또한, 하반기 미국 달러강

세의 진정과 함께 단기적으로 위안화 명목환율의 안정(자본유출 완화)과 실질환율 강세의 진정(수출경쟁력 회복)은 경제와 금융시장에 우호적인 업사이드 요인이 될 것이다.

1) 부동산 문제는 향후 2~3년간 최대 숙제 : 하반기 부동산경기가 예상대로 하강사이클에 진입할 경우 경기요인을 넘어 금융시장에 불확실성으로 작용할 가능성이 높다. 현재 중국 부동산시장은 1-2선 도시(40% 비중)의 '가격버블'과 3-4선 도시(60% 비중)의 '투자(재고)버블'이 계속되고 있으며, 향후 2~3년은 순환적인 요인(정책부양/단기회복)과 구조적인 요인(인구사이클/재고문제/가격버블)이 대립하는 예민한 시기가 될 것이기 때문이다. 우선적으로 걱정하는 것은 수요가 견실한 1-2선 도시의 가격버블 보다는 3-4선 도시의 재고문제와 가격조정 가능성, 이로 인한 건설 벨류체인 및 금융기관의 안정성 문제다. 실제로 2015년 기준 연간 거래면적 대비 잠정재고(완공+시공면적)가 6배(년)에 육박하면서 사상 최고 레벨을 기록하고 있어 장기적인 해결방안이 필요하다. 구조적인 개혁(농민공/호적제도/도시화)과 행정정책을 통한 빠른 재고해소가 이뤄지지 않을 경우 2017년까지 문제가 확대될 수 있다.

2) 5년 만에 회복이 예상되는 정부소비와 환율안정은 긍정적 : 2012년 10월 시진핑 정부의 등장과 함께 강화된 반부패정책과 당쇄신 작업은 정부소비 증가율의 급락을 불러왔다. 전체 명목GDP의 15%를 차지하는 정부소비는 사회주의국가의 특성상 내수경기에 광범위한 파급력을 가진다. 2016년 하반기 민간소비는 실업률 상승과 임금 정체로 인해 점차 위축될 가능성이 높지만, 정부소비는 4~5년간의 급락세가 진정되고 반등이 예상된다. 통상적으로 5년 단위 지도부의 교체 1년 이전, 혹은 해당 년에 정부소비가 크게 반등하는 패턴을 보였다. 실제로 교체를 1년 앞둔 2016년 상반기 공산당과 관련된 소비품목과 채널의 매출증가율이 반등하는 모습을 보이며 정부소비의 회복을 암시하고 있다.

3. 중국증시, 반등 에너지 부족한 가운데 박스권 장세 예상

2016년 하반기 중국증시는 반등의 에너지가 부족한 가운데 박스권 장세가 예상된다. 여기서 상해종합지수의 하반기 예상밴드 2,650p-3,450p를 제시한다. 2015년 하반기 이후 3차례 급락을 거치면서 유동성 장세의 근간인 할인률 효과(금리하락), 거래대금(개인자금이탈), 신용 레버리지가 크게 축소된 중국증시는 강한 반등을 유도할 에너지가 부족해 보인다. 다만, 2015년 이후 시장변동성을 키웠던 환율과 자본유출이 진정되었고, 상반기 경기 바닥확인 이후 비금융 상장기업의 중심으로 실적개선에 대한 기대치가 높아졌다는 점은 지수 하단을 지지하는 요인이 될 것이다.

상반기 경기반등과 대규모 유동성 공급에도 불구하고 중국증시가 추세적인 반등을 이어가지 못한 이유는 다음과 같다. ①경기회복이 실적반등으로 확인되기까지 시차가 존재하는 가운데, 정부의 정책기조가 급변하고 있기 때문이다. 특히, 2/4분기 자산가격 버블과 기업부채에 대한 수뇌부의 우려가 증가하며 통화와 부동산 정책의 기류 변화에 더욱 민감하게 반응하고 있다. ②기업 신용위험과 시장금리 상승에 대한 불안감이 계

속되고 있다. 최근 2년간 주식시장의 벨류에이션과 위험선호도는 시장금리와 역행하는 모습을 보였다. 상반기 회사채시장의 디폴트 사례 증가와 함께 신용 스프레드가 확대되며 채권시장과 금리 변동성을 키우고 있기 때문이다. ③수급악재도 계속되고 있다. 주식시장의 자금이 부동산과 상품시장으로 상당부분 이탈한 가운데, 대주주 매도금지령 해제와 은행WMP(wealth management product)상품의 리밸런싱 이슈가 수급을 꼬이게 하고 있다.

하반기 주식시장의 가장 큰 기대요인은 자본시장 개방 이벤트의 재개와 투자심리의 회복이다. 3/4분기 선강통(심천-홍콩 교차거래)제도의 도입과 11월 위안화 SDR 정식편입이 기대된다. 3/4분기로 예상되는 선강통제도의 개설은 개인투자자의 선호도가 높은 중소형주에 대한 관심을 높일 수 있다는 점에서 역시 긍정적인 이벤트가 될 것이다.

V. 리스크요인 점검 ① 중국 부동산시장

1. 2017년까지 중국 부동산시장의 흐름이 중요한 이유

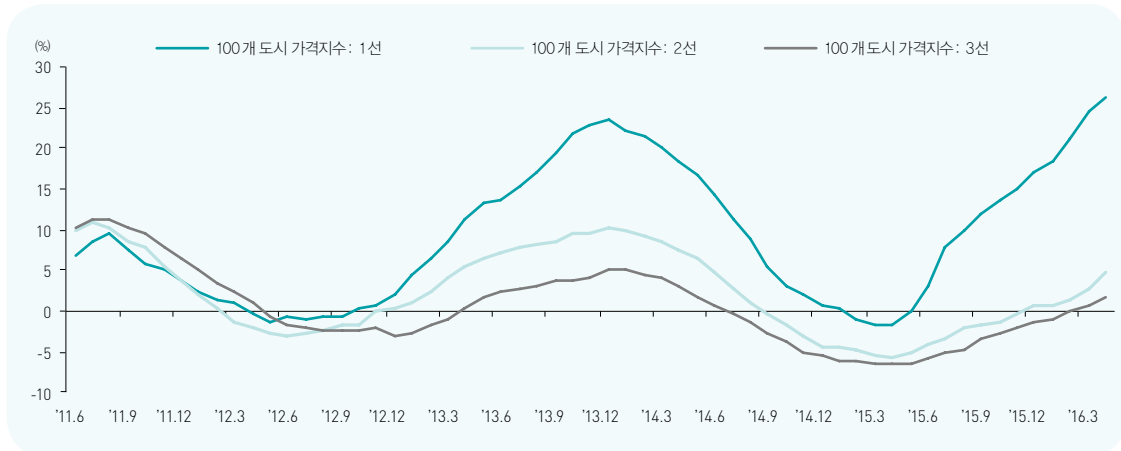
2017년 중국경제는 부동산에 따라 웃고 울게 될 것이다. 이는 지난 15년간 중국경제와 금융시장의 확장과 등락이 항상 부동산 사이클과 함께 했기 때문이며, 2016년이 순환적인 요인(정책부양/단기회복)과 구조적인 요인(인구사이클/재고문제/가격버블)이 대립하는 예민한 시기가 될 것이기 때문이다. 지난 15년간 중국의 대다수 기업, 가계, 정부는 부동산을 바탕으로 성공했으며, 최근 2년간 제조업 과잉설비와 수출부진 속에서 부동산경기는 경제를 지탱하는 최후의 보루이기도 하다.

2016년 중국정부의 부동산 정책은 3-4선 중소형 도시의 수요축진 여부에 승패가 좌우될 수 있지만, 정책의 지속성을 좌우하는 것은 1선 대형 도시의 가격버블 문제라는 점에서 가장 먼저 체크해야 할 대상이다. 2015년 중국 주식시장의 급등락을 유도했던 투기자금이 2015년 하반기 이후 1선 도시 부동산 시장으로 다시 몰리면서 가격버블을 키우고 있다. 2016년 2월 심천 주택가격은 전년 대비 52.6% 상승하며 5년 만에 가장 높은 상승세를 보였으며, 나머지 1선 도시인 북경(9.0%), 상해(15.0%)도 전국 주택가격 상승률(5.3%)을 모두 크게 상회했다. 1선 도시의 부동산 과열현상은 ①가계 주택담보대출의 편중 현상과 느슨한 규제, ②높은 기대수익률을 추구하는 투기 자금 유입이 원인인 것으로 보인다. 1월 가계 대출과 통화량 지표가 두 달 연속 시장예상을 대폭 상회하며 유동성이 확대되었고, 실물경제가 부진한 상황에서 가격 상승이 지속되고 있는 1선 도시 부동산에 유동성이 집중적으로 유입되며 1선 도시와 2-4선 도시 가격의 양극화가 더욱 심화되고 있다.

현재 중국정부의 부동산 관련 최대 임무는 3선 이하 도시의 심각한 재고문제를 해결하는 것이다. 2015년 중국정부는 재고 해소를 위해 지속적인 통화완화 정책과 부동산 부양책을 내놓았지만, 최근 1선 도시에 형성

되고 있는 가격버블은 2016년 정책 지속성에 방해가 될 수 있다. 지난 2월 춘절연휴 전후로 발표된 주택 대출한도 확대(계약금 비율 인하), 부동산 취득세/영업세 인하 등 부양책과 3월 1일 기준을 인하까지 부동산 부양책이 적극적으로 제시되었지만, 정책의 효과가 3-4선 도시가 아닌 1선 도시를 중심으로 나타날 수 있기 때문이다. 1선 도시 자산으로의 쏠림 현상 심화는 내부적으로 부동산 부양과 통화완화 정책에 대한 고민을 높일 것이다. 향후 1선 도시의 선별적인 규제강화를 통한 가격 안정 여부, 3-4선 도시 수요촉진을 위한 농민공 도시 이전 지원, 거래비용 인하 등 정책 효과에 주목해야 할 것으로 보인다.

[그림 25] 과거 사이클보다 더욱 극심해진 1선 도시 편중 현상



자료 : CEIC

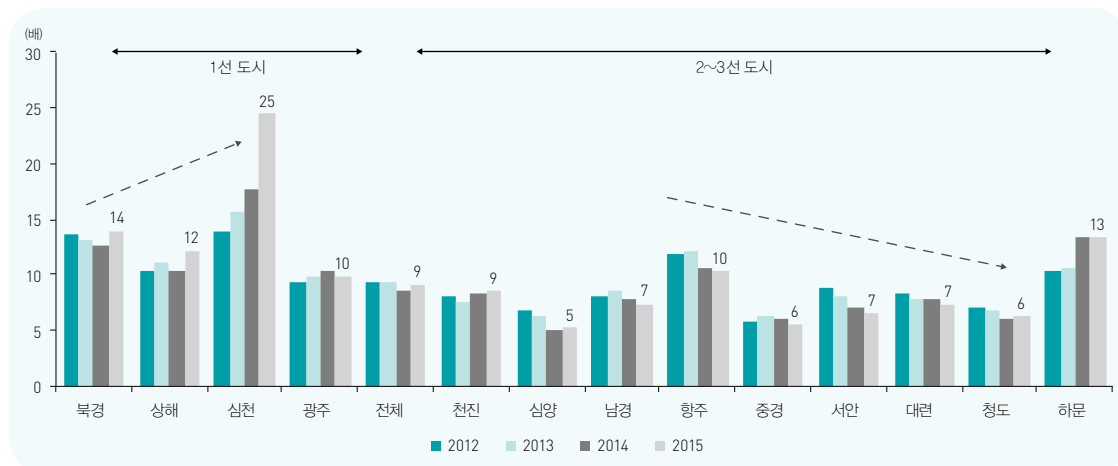
2. 중국 부동산 두 가지 버블의 딜레마

중국 부동산가격의 버블 논란은 10년째 시장의 화두이며 전혀 새로운 이야기는 아니다. 중국의 낮은 도시 화율과 가계의 레버리지 여력을 감안할 때 버블붕괴를 논하는 것은 시기상조일 수도 있다. 그럼에도 2016년 가격에 대한 판단이 중요한 이유는 ①1-2선 도시의 '가격버블'과 3-4선 도시의 '투자(재고)버블'이 심화되고 있다는 점, ②2016년 정책 1순위가 재고문제에 맞춰지면서, 느슨한 규제와 유동성 환경이 1-2선 가격버블을 더욱 키울 수 있다는 점, ③정책의 혼선이 3-4선 건설투자 밸류체인 위협과 가격하락을 야기할 수 있기 때문이다.

2012년 이후 중국 도시 별 PIR비율(소득대비 주택가격 배율)을 살펴보면 뚜렷한 양극화가 포착된다. 2015년말 기준 36개 도시의 평균 PIR은 9배이며 최근 3년간 큰 변동이 없다. 이는 최근 10년 밴드 7~9배에 위치한 것으로 7~8%대 소득성장을 감안하면 심각한 버블국면은 아니다. 그러나, 1선 4개 도시(북경/상해/심천/광주)의 평균 PIR은 15~16배로 3년간 가파르게 상승하며 버블이 커지고 있다. 반대로 2-3선 도시의 평균

PIR은 7~9배로 계속 하락하고 있는데, 해당 지역의 소득 성장률이 평균수준을 유지하고 있다는 점을 감안할 때 수요와 가격의 양극화가 심화되는 모습이다.

[그림 26] 36개 도시 PIR비율(Price Income Ratio: 소득대비 주택가격) 추이



자료 : CEIC

주: PIR 비율 = 지역별 부동산가격(90sqm기준)/지역별 소득(3인 가구기준)

결국, 2016년 중국정부는 1-2선 도시의 가격버블은 부분적인 규제와 공급확대를 통해 완화하고, 3-4선 도시의 투자(재고)버블에 대해서는 수요축진과 가격상승을 용인하는 차별화된 전략을 취하게 될 것이다. 실제로 3월 전인대 이후 일부 상해 등 1선 도시를 중심으로 규제 움직임(외지인 구매제한, 2주택 구매 시 담보비율 상향조정)이 포착되고 있으며 2/4분기에 계속 가속화되는 모습을 보일 예정이다. 같은 기간 3-4선 도시의 지방정부는 노골적인 수요축진 정책과 행정 완화정책을 시도할 것이다. 그러나, 2016년 1/4분기 6%대 성장률과 14%대 M2통화량 증가율로 초과 유동성이 의심되는 상황에서, 2015년 극심한 1-2선 쏠림 현상을 보였던 자금이 3-4선으로 분산되어 재고를 해소할 수 있을지 여부가 불확실하다. 2016년 부동산시장은 2015년 중국증시를 일부 연상케 한다. 부동산경기 바닥확인 과정에서도 체크사항은 많아졌다.

3. 부동산 건설투자의 단기안정과 중장기 한계

2016년 중국경제의 향방을 좌우하는 변수는 부동산 개발투자의 안정 여부가 될 것이다. 2011년 35%대 증가율을 고점으로 2015년 말 1%대까지 급락(99년 시장화 이후 최저)하며 경기를 끌어내리고 있기 때문이다. 부동산 개발투자는 전체 고정자산투자의 20% 비중을 차지하고 있으며, 소재와 산업재 등 제조업에 광범위한 파급력을 가지고 있다. 최근 1년간 가격과 거래량의 반등에도 불구하고 과잉재고와 수요 양극화로 인해 디커플링이 확대되는 모습이다.

과잉재고 문제는 장기적인 해결방안이 요구되는 구조적인 문제라는 점에서 상당기간 개발투자의 반등을 제한하는 요인이 될 것이다. 실제로 2015년 기준 연간 거래면적 대비 잠정재고(완공+시공면적)가 6배(년)에 육박하면서 사상 최고 레벨을 기록하고 있기 때문이다. 이는 상업용 부동산을 제외한 것으로 지속적인 부양책과 구조적인 개혁(농민공/호적제도/도시화)이 필수사항이다. 동 정책이 중장기적으로 실효성을 점검해야 한다는 점에서 개발투자의 추세적인 반등을 기대하기는 무리가 있어 보인다.

다만, 순환적인 측면에서 2016년 상반기 단기 바닥확인에는 성공했다. 통상적으로 부동산경기 선형지표는 '토지구매(개발사)-거래량(재고레벨)-가격-자금조달(개발사)-신규착공-개발투자'순으로 파악한다. 상반기 신규착공과 개발투자가 2년 만에 바닥확인 이후 완만하게 반등하고 있다. 이는 ①최근 1년간 개발사의 토지구매 증가율이 30%대 역성장을 보이고 있으나, 통상적으로 신규착공을 6~12개월을 선행하는 거래량(가격)이 1년간 회복되며 시차효과가 기대된다는 점, ②전체 재고레벨이 2015년 하반기부터 소폭 하락한 점, ③대형 개발사의 파이낸싱 환경 개선과 자금조달 지표의 개선 때문이다. 물론, 거래량과 가격의 회복이 1~2선 지역에 집중되면서 하반기 지속성에 대한 불확실성은 높지만, 상반기 바닥권 안정에는 성공한 모습이다.

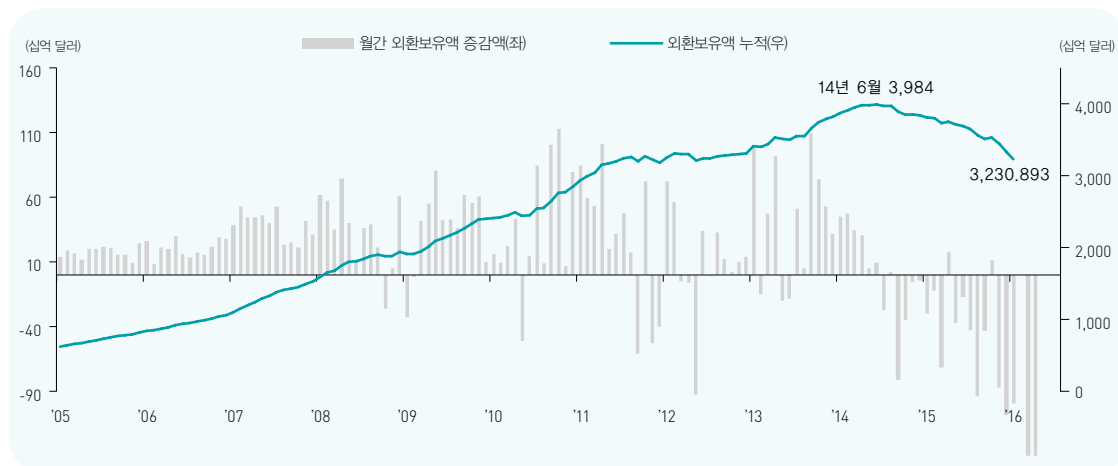
실제로 2016년 상반기 부동산 개발투자는 YoY +6.1%(2015년 YoY +1%)를 기록하며 약 2년만에 증가율이 반등했으며, 선형지표인 토지구매와 신규착공 역시 각각 YoY -5.9%(2015년 YoY -31.7%), YoY +14.9%(2015년 YoY -14%)를 기록하며 감소 폭이 축소되거나 증가 폭이 확대되는 모습을 보였다. 최근 발표된 6월 부동산 가격, 거래량, 개발투자 등 3대 지표도 2/4분기 대비 소폭 둔화되었지만, 여전히 고공행진을 지속하는 모습이었다. 개발투자의 선형지표인 토지구매와 파이낸싱 관련 지표도 2/4분기 대비 모두 개선되며 향후 부동산 개발투자의 완만한 반등 가능성을 시사했다.

V. 리스크요인 점검 ② 중국 부동산시장

1. 중국, 외환 보유액, 왜 급감하고 있는가?

중국 외환보유액이 급감하면서 중국 금융시장과 경제에 대한 우려가 확대되고 있다. 여전히 전세계 최대 규모를 자랑하고 있지만, 2015년 이후 빠른 속도로 감소하면서 중국 환율과 통화정책 및 금융시장의 건정성에 대한 우려를 키우고 있다. 외환보유액은 2014년 6월 3.9조 달러로 정점을 통과한 이후 2015년에만 15% 감소하며 3.23조 달러까지 하락했다. 외환보유액이 급감하는 원인은 복합적이다. 거시적으로 펀더멘털과 환율 절상 기대가 꺾이면서 대내외 수급이 불안정한 가운데, ①단기 핫머니성 자금 회수(홍콩경유자금), ②역내 기업의 해외부채 상환, ③역내 개인과 기업의 환전 증가와 무역대금 결제 지연, ④역내외 환율시장 개입으로 인한 기회비용, ⑤정부와 법인의 해외투자(ODI)증가와 FDI감소가 원인이다.

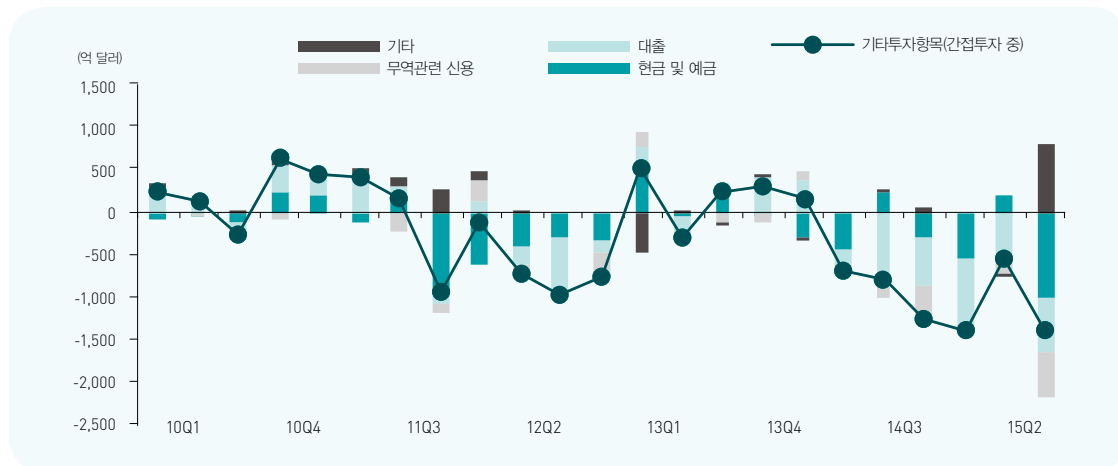
[그림 27] 중국 외환보유액, 최근 13개월간 약 15% 감소



자료 : CEIC

특히, 홍콩을 경유한 역외 투자자금의 회수와 역내 기업의 해외부채 상환(①번과 ②번)규모가 컸다. 2015년 자본/금융계정의 순유출 규모는 6,300억 달러로 추정되며, 간접투자의 기타항목(증권제외 5,000억 달러)중에서 외화대출/예금 및 무역신용에서 큰 폭의 유출이 발생했다. 이는 ①역외 저금리와 환차익을 기반으로 본토에 유입되었던 자금의 회수, ②절상기대 약화 이후 역내 기업이 역외에서 차입했던 외화부채(역외 자회사의 달러포지션 및 역내 외화예금 청산)의 상환이 자본유출로 연결된 것이다. 결국, 최근 외환보유액 감소는 비거주자의 자본유출 외에도 거주자의 기존 달러표시 부채의 청산 등 내부요인도 크게 작용했다.

[그림 28] 간접투자의 기타항목 중 외화대출/예금에서 자금유출 집중



자료 : CEIC

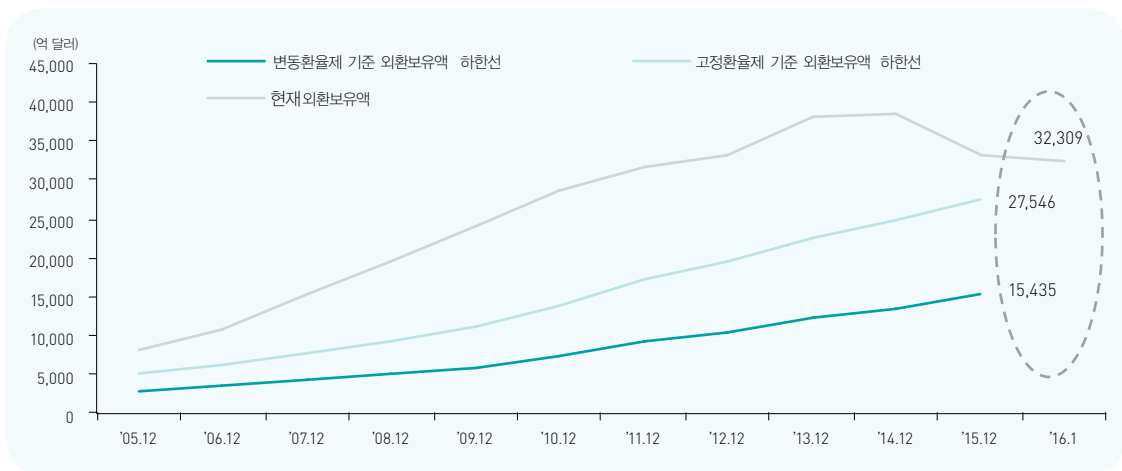
2. 적정 외환보유액에 대한 판단과 향후 예상 경로

중국의 적정 외환보유액 수준을 IMF가 제시했던 '4가지 변수'를 통한 산출방식을 통해 추정해 보았다. IMF가 제시한 4가지 변수에 가중치를 적용해서 추정하면 다음과 같다.

①고정환율제=단기외채×30%+기타외채×15%+M2×10%+수출총액×10%=27,546억 달러

②변동환율제=단기외채×30%+기타외채×10%+M2×5%+수출총액×5%=15,435억 달러

[그림 29] 중국 적정 외환보유액 수준 추정 : 2.75조 달러~1.54조 달러

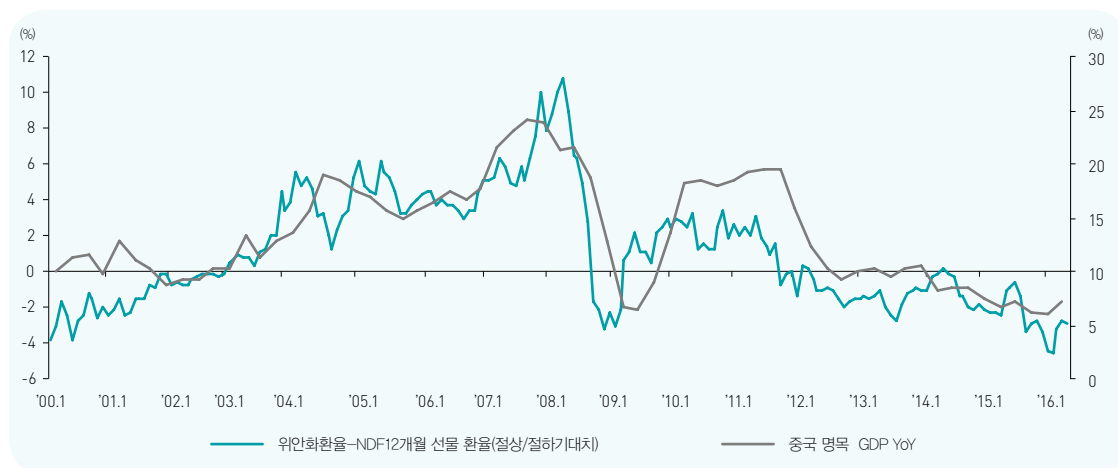


자료 : CEIC

중국의 현행 환율제도는 '관리형 변동환율제도'지만, 보수적으로 고정환율제 수치를 적용하면 하한선까지 약 17%의 여력이 존재하며, 이는 현 감소 속도로는 9~12개월 분량이다. 더욱 중요한 것은 향후 감소 속도와 추이에 대한 판단이다. ①위안화의 인위적인 평가절하가 없을 것으로 가정할 경우 단기적으로 외환보유액의 감소 폭과 속도가 진정될 것으로 판단한다. 이에 따라 즉각적인 유동성 위험은 제한될 것으로 예상된다. 상반 기 미국 FOMC의 금리인상 지연과 달러강세 진정이 대외 유출압력을 점차 완화시킬 것이다. 여기에 역내 거주자의 해외부채 상환과 환전수요가 정부의 자본통제를 통해 크게 감소할 것이기 때문이다.

그러나, ②구조적인 원인으로 인해 추세적인 감소는 계속될 것으로 판단한다. 펀더멘털 안정이 지연되면서 경제와 위안화에 배팅했던 중장기자금(FDI/부동산)이 추세적으로 감소하고 있다는 점이 우려된다. 여기에 금융당국의 환율정책 신뢰도 훼손과 역내-역외 환율시장의 구조적인 노이즈도 자본유출을 키울 수 있다. 2015년말 비거주자가 보유한 역내와 역외 위안화자산은 총 1.1조 달러 수준으로 향후 자본유출에 대한 우려는 계속될 수 있다.

[그림 30] 상반기 경기안정에 따라 위안화 절하 부담 축소



자료 : CEIC

2016년 외환보유액이 감소하는 과정에서 정책 변화와 부작용은 불가피하다. 경제 구조조정과 자본 자유화를 동시에 진행하고 있는 중국정부의 정책 역시 계속 시험 받을 것이다. 향후 발생할 수 있는 변화와 부작용으로는 ①환율안정을 위한 자본통제가 더욱 강화될 가능성, ②자본유출 확대에 인한 통화정책의 불확실성 확대와 한계기업 디폴트 위험 증가, ③역외 홍콩 금융시장과 펀더멘털의 불확실성 지속 등이 있다.

①중국정부는 2016년 트릴레마(자본자유화-통화정책 독립성-환율안정 동시달성 불가)환경 속에서 환율안정과 자본통제에 더욱 집착할 것이다. 중국정부가 자본유출에 대응하기 위한 카드는 많지 않다. 금리인상과 일회성 환율 평가절하 등은 역내외 부채문제와 제한적인 수출진작효과로 인해 선택될 수 없다는 점에서 자본통제를 통해 펀더멘털 안정까지 시간을 버는 방법을 택할 것이다. 중국정부는 2016년 역내는 행정적인 규제를 통해 자본유출입을 최대한 통제하고, 역외 시장개입과 투기세력을 계속 억제할 것이다. 이로 인해 2016년 중국 민간의 대외 투자금액 감소(채권/부동산/ODI)와 일부 해외소비 위축, 대외 자본시장 개방정책의 신뢰도 약화 등이 불가피해 보인다.

②통화정책의 불확실성 확대와 한계기업의 디폴트 위험이 증가할 것이다. 중장기적으로 중국경제는 디플레이션 압력과 과잉부채 환경 하에서 통화완화와 저금리 환경이 필수조건이다. 환율 불안정과 자본유출은 중단기 통화정책을 위협하고, 나아가 기업 부채문제와 직접금융(주식/채권시장)육성의 불확실성을 키운다는 점에서 매우 중요한 변수다. 실제로 1~2월 인민은행은 자본유출 압력과 미국 금리정책의 불확실성 하에서 공격적인 금리 혹은 지급준비율 인하보다는 공개시장조작을 통한 단기 유동성 공급에 집중했다. 이로 인해 시중 유동성과 중국증시의 유동성효과가 제한된 바 있다. 결국, 2016년 중국의 통화정책은 역내외 환율 및 자본유출 압

력의 진정 여부에 달려 있다. 향후 본토 주식시장의 유동성 효과 감소와 변동성 확대, 일부 한계기업의 디폴트 위험 증가 가능성을 계속 경계해야 한다.

③역외 홍콩 금융시장과 펀더멘털의 불확실성이 계속될 수 있다. 최근 10년간 위안화 국제화의 첨병 역할을 하며 큰 수혜를 입었던 홍콩 금융시장은 2016년에는 자본유출의 창구 역할과 이에 대한 중국정부의 자본통제로 인해 마찰음과 변동성이 계속될 수 있다. 기회비용이 적은 자본통제를 시도하면서도 대외 신뢰도를 유지시킬 수 있는 정책적 선택이 매우 중요해 보인다. 더불어 향후 역외시장 통제강화로 인한 홍콩 금융시장의 추가적인 자본유출 가능성, 밸류에이션이 급락한 홍콩 주식시장보다는 최근 불안한 조짐을 보이는 홍콩 부동산시장의 자금유출과 버블붕괴 가능성을 경계해야 한다고 판단한다.

〈참고문헌〉

- 김경환, 6월 중국 전망 : 경제는 잘해야 본전, 증시는 밀쳐야 본전, 하나금융투자, 2016. 5. 31
- 김경환, [하반기 중국경제 전망] 짧은 파티는 끝나간다, 하나금융투자, 2016. 5. 15
- 김경환, [2016년 하반기 산업별 전망] 중국 : 정책혼선 = 변동성, 하나금융투자, 2016. 5. 15
- 김경환, 4월 중국 부동산 선행지표에 대한 해석, 하나금융투자, 2016. 5. 2
- 김경환, 중국, 상품선물과 채권시장이 짝퉁하다, 하나금융투자, 2016. 4. 21
- 김경환, 중국경제 회복, 향후 지속력과 기대치에 대한 생각, 하나금융투자, 2016. 4. 18
- 김경환, [하나금융투자 매니저대학] 중국 기초 세미나 자료, 하나금융투자, 2016. 4. 1
- 김경환, 중국경제, Two-Surprises & Two-Concerns, 하나금융투자, 2016. 3. 28
- 김경환, 중국경제, 2016년 부동산에 웃고 울다, 하나금융투자, 2016. 3. 22
- 인민은행(www.pbc.gov.cn)
- 중국부동산정보망(www.realestate.ceigov.cn)
- 해관총서(www.customs.gov.cn)

수록 월	제목	필자
2004년 8월	공사 설립 취지 및 배경	종합기획부/ 한국주택금융공사
	유동화제도	유동화기획부/ 한국주택금융공사
	주택금융신용보증제도	신용보증부/ 한국주택금융공사
2004년 9월	모기지 시장의 원활한 정착을 위한 제언	고성수/ 건국대학교 부동산학과 교수
	중도금연계 모기지론 제도의 개요	유동화기획부, 신용보증부/ 한국주택금융공사
	최근 우리나라 주택시장의 변화와 주택금융제도의 발전	조사부/ 한국주택금융공사
	해외 주요 주택금융 전담기관의 업무현황 비교	장근익, 서승남/ 한국주택금융공사 종합기획부 중장기 경영전략 TF팀
2004년 10월	최근의 주택시장 상황에 대한 평가	손 욱/ 한국은행 정책기획국 차장
	우리나라 단기자금시장(Money Market)의 현황과 가격결정기능 제고방안	류창범/뱅크오브아메리카 서울지점 자금운영담당 상무
	호주의 주택금융시장	권경원/ 한국주택금융공사 리스크관리부장
2004년 11월	부동산시장의 선진화를 위한 정책방향 모색	손경환/ 국토연구원 토지주택연구실장
	2005년 부동산 시장 전망과 정책 과제	김현아/ 한국건설산업연구원 부연구위원
	모기지론 이용실태 조사결과	안홍찬/ 한국주택금융공사 유동화영업부 과장
2004년 12월	수도권 아파트 가격의 지역간 상관관계 분석	왕세종/ 한국건설산업연구원 연구위원
	한국경제 : 2004년 회고와 2005년 전망	장재철/ 삼성경제연구소 수석연구원
	미국 채권시장의 최근 동향	유석희/ 한국주택금융공사 조사부장대행
2005년 1월	2005년 이후 한국부동산 시장의 두 가지 문제	권혁부/ 대신경제연구소 책임연구원
	MBS발행확대를 위한 모기지론의 활성화 방안	김진수, 이 선/ 연세대학교 도시공학과 3년
	학자금대출 지원제도의 개선방향과 정책과제	이중희/ 한국주택금융공사 유동화개발부장
2005년 2월	최근 주택시장의 변화와 향후 전망	김영진/ 내집마련정보사 대표이사
	[주택법] 개정으로 달라지는 제도	박성재/ 한국주택금융공사 경영관리부 과장
	유럽의 주택 자가소유율 차이에 관한 비교분석	유석희/ 한국주택금융공사 조사부 조사연구1팀장
2005년 3월	MBS시장의 활성화 방안	신일용/ 한국주택금융공사 조사부 전문역
	영국 주택금융시장의 현황과 시사점	유승동/ 한국주택금융공사 혁신기획실 대리
2005년 4월	주요국의 모기지보험제도 운용현황과 시사점	홍지영/ 한국주택금융공사 조사부 전문역
	「민사집행법」 주요 개정내용	백상우/ 한국주택금융공사 경영관리부 변호사
2005년 5월	프로젝트금융보증제도의 개요	차경만/ 한국주택금융공사 신용보증부 1팀장
	미국 주택금융의 개요와 특징	홍지영/ 한국주택금융공사 조사부 전문역
2005년 6월	주택저당채권가격 평가와 위험측정	이준희/ 숭실대학교 경영학부 교수
	미국 정부지원 주택금융기관의 최근현황과 시사점	유석희/ 한국주택금융공사 조사부 조사연구1팀장
2005년 7월	주택금융신용보증기금과 은행의 경영성과	이기영/ 경기대학교 경제학부 교수
	국채시장 활성화방안과 장기채시장에 대한 전망	신일용/ 한국주택금융공사 조사부 전문역
2005년 8월	주택경매에서의 말소되지 않는 권리에 대한 고찰	윤 경/ 사법연수원 교수 · 부장판사
	새로운 학자금대출제도의 소개	정정일/ 한국주택금융공사 학자금유동화부 학자금발행팀장
2005년 9월	명의대여여신에 있어서의 법률관계	박영복/ 한국외국어대학교 법과대학 교수
	바젤 II 도입에 따른 모기지 보험의 역할	유승동/ 한국주택금융공사 혁신기획실 과장
2005년 10월	우리나라의 역모기지론 취급현황 및 활성화 방안	조태식/ 한국은행 금융안정분석국 차장
	통합도산법의 주요내용	이무홍/ 한국주택금융공사 업무지원부 법무팀장
2005년 11월	2006년 금리 전망	서철수/ 대우증권 선임연구원
	일본의 공적 역모기지제도 현황	윤정환/ 한국주택금융공사 주택신용보증부 신사업추진 T/F 팀장
2005년 12월	우리 經濟의 最近 動向 및 2006年 展望	서원석/ 한국은행 조사국 차장
	주요국의 최근 주택시장 동향	조점호/ 한국주택금융공사 조사부 과장
2006년 1월	가계의 금융자산 · 부채, 부채부담능력 및 부채조정	홍경식/ 한국은행 정책기획국 과장
	미국 모기지시장에 현존하는 위험과 시사점	유석희/ 한국주택금융공사 조사부 조사연구1팀장

수록 월	제목	필자
2006년 2월	보증기관에 의한 신용보증	박영복/ 한국외국어대학교 법과대학 교수
	정부의 부동산대책을 전후한 시장동향의 변화	홍지영/ 한국주택금융공사 조사부 전문역
2006년 3월	한국주택금융공사의 모기지보험시장 참여방안	고성수/ 건국대학교 부동산학과 교수
	선진국 부동산개발 및 자금조달 사례와 시사점	박민규 · 임효연/ 교보증권 프로젝트금융팀 과장
2006년 4월	미등기건물에 대한 대위등기신청 및 집행방법	윤 경/ 사법연수원 교수 · 부장판사
	우리나라 대출모집인 제도와 미국의 Mortgage Broker 제도 운영현황	신일용/ 한국주택금융공사 조사부 전문역
2006년 5월	미국의 주택가격 버블 붕괴 가능성과 거시경제변수	김영익/ 대신증권 리서치센터장
	공적보증 역모기지 정착을 위한 상품개발 방향	김갑태/ 한국주택금융공사 신사업추진T/F팀장
2006년 6월	후분양제도 시행과 프로젝트 금융의 활성화 방안	조성진/ 대우건설 프로젝트금융팀 부장
	공적보증 역모기지 거리모형의 이해	김갑태/ 한국주택금융공사 신사업추진T/F팀장
2006년 7월	장기 주택가격 전망에 관한 소고	손재영/ 건국대학교 부동산학과 교수
	미국 주택금융기관의 e-모기지 운영 현황	홍지영/ 한국주택금융공사 조사부 전문역
2006년 8월	한 · 미 FTA 서비스협상과 소비자 이익	신용상/ 한국금융연구원 연구위원
2006년 9월	MBS 해외발행과 국내발행 비교	김종민/ 한국주택금융공사 유통화영업부 대리
2006년 10월	보증채무의 성립 및 그 범위에 관한 판례의 태도	박영복/ 한국외국어대학교 법과대학 교수
	주택금융 및 보증자리의론의 주요형태	조사부/ 한국주택금융공사
2006년 11월	아파트 특성요인이 아파트가격에 미치는 영향	이철순/ (주)외이즈에프엔 대표이사
	미국 모기지컴퍼니의 성장발전과 운영현황	유석희/ 한국주택금융공사 조사부 조사연구팀장
2006년 12월	최근의 경제상황 및 2007년 전망	김상기/ 한국은행 조사국 차장
	유럽의 주택금융 개요	홍지영/ 한국주택금융공사 조사부 대리
2007년 1월	2007년 주택 · 부동산 경기전망	강미석/ 한국건설산업연구원 연구위원
	학자금 대출금리와 유통화에 대한 이해	임남윤/ 한국주택금융공사 유통화영업부 대리
2007년 2월	저소득층에 대한 소액주택금융 : 기회와 한계	손 욱/ KDI 국제정책대학원 조교수
	역모기지의 대출종료확률에 관한 연구	미승렬/ 한국주택금융공사 주택연금보증부 연구위원
2007년 3월	미국 서브프라임 모기지 시장의 성장과 위기, 그리고 한국의 주택담보대출시장 상황	이중희/ 한국주택금융공사 조사부장
	Excess Spread의 측정 및 활용에 관한 연구	장철영/ 한국신용정보 평가사업본부 S/F평가실 책임연구원
2007년 4월	주택담보대출 여신심사체계의 선진화	장순택/ 금융감독원 은행감독국 수석조사역
	신BIS협약 도입에 따른 주택담보대출 금융환경의 변화	김기성/ 한국주택금융공사 리스크관리부 대리
2007년 5월	부동산선물옵션의 이론과 사례	오성미/ 한국김정원 연구원
	「주택금융신용보증기금」 보증료 체계 개선에 관한 소고	권병운/ 한국주택금융공사 주택신용보증부장
2007년 6월	주택관련 세금의 이해	이삼남/ 한결세무법인 대표이사
	주택연금제도의 정착을 위한 향후 연구방향	김갑태/ 한국주택금융공사 주택연금보증부장
2007년 7월	고령화시대와 주택연금의 활용	이중희/ 한국주택금융공사 조사부장 배다희/ 한국주택금융공사 조사부 대리
	미국 학자금대출제도의 고찰을 통한 정부보증 학자금대출 발전방안	류기윤/ 한국주택금융공사 학자금신용보증부 팀장 윤준철/ 한국주택금융공사 학자금신용보증부 주임
2007년 8월	프로젝트금융보증을 활용한 주택공급자금유에 관한 연구	김용경/ 한양대학교 도시공학과 BK연구팀 박사후연구과정
	Fannie Mae와 Freddie Mac의 역할과 성과	홍지영/ 한국주택금융공사 조사부 대리
2007년 9월	초과유동성 및 자산가격간 선후행성에 대한 분석과 시사점	신용상/ 한국금융연구원 거시경제연구실장
	주택금융 및 보증자리의론 주요형태	조사부/ 한국주택금융공사
2007년 10월	보증과 소멸시효	박영복/ 한국외국어대학교 법과대학 교수
	일본의 주택저당채권 유통화 소개	김대근 CFA/ 한국주택금융공사 유통화영업부 과장
2007년 11월	은행채 발행 급증의 원인 및 전망	신동준/ 삼성투신금융 선임 Strategist
	개인신용평가시스템(CSS) 선진화 방안	김용철/ 한국주택금융공사 주택신용보증부 대리

수록 월	제목	필자
2007년 12월	2008년 채권시장 전망	최석원/ 한화증권 채권전략팀장
	KHFC 조기상환 모형에 대한 실증분석	류수복/ 한국주택금융공사 리스크관리부 차장 김동길/ 한국주택금융공사 리스크관리부 주임
2008년 1월	주택 및 주택금융시장의 동향과 전망	신일용/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 과장 홍지영/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 대리 배다희/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 대리
	부동산 개발사업 관련 PF 유통화의 현황 및 시사점	최은영/ 메리츠증권 부동산금융연구소 전임연구원
2008년 2월	금리 급등과 스왑시장간 관계 및 시사점	한재준/ 한국금융연구원 연구위원
	미국 공적보증 역모기지(HECM) 모형의 이해	김정주/ 한국주택금융공사 주택연구부 대리
2008년 3월	Covered Bond 시장 및 도입효과에 관한 연구	장철영/ 크레디트 스위스(Credit Suisse) 이사
	보증인 보호를 위한 입법 동향	김대영/ 한국주택금융공사 유통기획부 주임
2008년 4월	CR FETs의 제도운용 및 향후 전망	전광섭/ 부천대학 부동산정보학과 교수
	채권자취소권에 관한 법적 제문제	류제성/ 한국주택금융공사 경영기획부(변호사)
2008년 5월	서브프라임 사태와 미국의 가계부채	박현수/ 삼성경제연구원 수석연구원
	2007년도 보증자리론 공급실적 및 향후 운용방향	박승창/ 한국주택금융공사 유통화업무부 모기지론 마케팅파트장
2008년 6월	스태그플레이션 아래 통화정책 및 자산가격 변화	서철수/ 대우증권 연구위원
	유통화자산관리 프로세스 선진화 방안 연구	신승용/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 대리
2008년 7월	주택구입능력의 측정과 분석	이중희/ 한국주택금융공사 연구지원본부 본부장(경제학 박사), 오택균/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 통계분석파트장
	해외 모기지관리용역권 회계기준의 발전과정 및 시사점	최선아/ 한국주택금융공사 유통기획부 주임
2008년 8월	모기지보험의 시장현황과 역할	유제만/ 전원스모기지보험 이사
	변제자대위에 관한 소고	정영석/ 한국주택금융공사 영업부 대리
2008년 9월	미국 정부후원 유통화기관의 최근 동향과 평가	유석희/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 부장 최은희/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 주임
	주택연금 수요실태	평생금융연구부/ 한국주택금융공사
2008년 10월	외국인의 국내채권투자현황과 향후 전망	이대기/ 한국금융연구원 연구위원
	민간임대사업자 활성화를 통한 임대주택 공급확대에 관한 연구	강승모/ 한국주택금융공사 청주시사 과장
2008년 11월	소액주택금융의 자금조달과 대출기법	손 옥/ KDI 국제정책대학원 부교수
	주택금융 및 보증자리론 수요실태	평생금융연구부/ 한국주택금융공사
2008년 12월	2009년 채권시장 전망	최석원/ 삼성증권 채권분석파트장
	프로젝트 파이낸싱 위험관리방안 연구	정주화/ 한국주택금융공사 유통화관리부 대리
2009년 1월	2009년 부동산 전망	김현아/ 한국건설산업연구원 연구위원
	자본시장통합법 시행에 따른 주택금융시장 환경변화와 시사점	배성환/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 대리
2009년 2월	새로운 금융위기의 발현과 금융회사의 자동적 자본금확충제도	김병덕/ 한국금융연구원 선임연구원
	개인회생제도와 채권자의 지위에 관한 소고	강범석/ 한국주택금융공사 서울채권관리센터 주임
2009년 3월	해외기관의 모기지 가격결정 모형 개발사례 및 시사점	황세운/ 자본시장연구원 연구위원
	주택분양가 규제정책 효과에 관한 연구	전광섭/ 영국 버밍엄대학교 주택지역연구소 연구위원
2009년 4월	금전채권에 대한 강제집행	정영석/ 한국주택금융공사 영업부 대리
	신용위험관리측면에서 본 서브프라임모기지의 문제점	조 만/ KDI 국제정책대학원 교수
2009년 5월	모기지 스왑의 발행구조 및 효과	서승기/ 한신정평가 선임연구원 신승용/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 대리
	인구구조와 가계자산구성 변화가 주택시장에 미치는 영향	이수옥/ 국토연구원 연구위원
2009년 6월	한국주택금융공사의 금리위험 및 헤지거래	이용제/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 조사연구파트장
	2009년 하반기 경제 및 금융시장 전망	김영익/ 하나금융경영연구소 소장
2009년 6월	모기지 Pricing과 MBS 발행 활성화	원종현/ 한국신용평가(주) ABS1실 수석애널리스트 한종우/ 한국주택금융공사 유통기획부 대리

수록 월	제목	필자
2009년 7월	시례분석을 통한 해외 부동산투자의 기회와 위험분석	김형욱/ 자본시장연구원 연구위원
	미분양 대책과 건설사 P-CBO구조에 대한 고찰	정종태/ 한국주택금융공사 주택보증부 차장
2009년 8월	유치권에 관한 소고	유병일/ 법무법인 한암 변호사
	국제회계기준 도입관련 영향분석 및 대응방안	윤정환/ 한국주택금융공사 재무관리부 대리
2009년 9월	녹색금융 활성화 방안	김필규/ 자본시장연구원 연구조정실장(경영학 박사)
	미국의 공적역모기지제도의 리스크관리와 시사점	서주희/ 한국주택금융공사 주택연금부 주임
	한국의 주택 및 주택금융 시장	유승동/ 한국주택금융공사 차장
2009년 10월	미국 민간 RMBS 시장의 신뢰회복을 위한 노력	서승기/ 한신정평가 선임연구원
	주택연금 이용자 특성 분석과 향후 리스크 관리방향에 관한 제언	김정주/ 한국주택금융공사 리스크관리부 대리
	미국 주택금융위기와 패니메 · 프레디맥의 구제 방안	강승호/ 한국주택금융공사 유동화기획부 대리
2009년 11월	2009년 주택금융 및 보증자리론 수요실태	조사연구부/ 한국주택금융공사
	외환관리 정책의 재조명과 바람직한 외환정책	이대기 · 이규복/ 한국금융연구원 연구위원
2009년 12월	2010년 채권시장 전망	박종연/ 우리투자증권 연구위원
	미국 MSR(Mortgage Servicing Right) 제도에 대한 고찰 및 정책적 시사점 도출	정주화/ 한국주택금융공사 유동화자산부 대리
2010년 1월	2010년 부동산 정책 및 시장 전망	박재룡/ 삼성경제연구소 수석연구원
	국가계약법의 제문제	문은경/ 한국주택금융공사 경영기획부 변호사
2010년 2월	장기 주택담보대출의 조기상환율과 부도율의 Competing Risk에 관한 연구	조성훈/ 한국기업평가 RSM2실 팀장(경제학 박사)
	근저당권에 관한 소고	정영석/ 한국주택금융공사 서울북부지사 대리
2010년 3월	사해행위취소소송에 대한 검토	이재민/ 법률사무소 해명 변호사
	아시아 주요국 주택금융기관 개요	최은희/ 한국주택금융공사 조사연구부 대리
2010년 4월	주택과 양도소득세	김현준/ 국제청 법무과장
	누가 주택을 구입하였는가?	김형욱/ 자본시장연구원 연구위원
	보증자리론 수요의 결정요인에 관한 연구	김정주/ 한국주택금융공사 리스크관리부 대리
2010년 5월	세계 주요국의 금융시장안정 정책과 주요 이슈	박연우/ 중앙대학교 경영대학 교수 정철영/ 한국정책금융공사 구조조정국 과장
	부동산시장 환경변화에 따른 지방 주택 및 토지시장의 동향과 정책 과제	강정규/ 동의대학교 재무부동산학과 교수
	파산, 면책제도가 공사에 미치는 영향 및 시사점	강범석/ 한국주택금융공사 채권관리실 대리
2010년 6월	출구전략에 관한 논의와 금융시장에의 영향	황세운/ 자본시장연구원 연구위원
	Synthetic CDO 구조의 소개	최고운/ 한국주택금융공사 유동화증권부 대리
2010년 7월	2010년 하반기 주택, 부동산 경기 전망	허윤경/ 한국건설산업연구원 연구위원 김현아/ 한국건설산업연구원 연구위원
	한국주택금융공사의 해외 커버드본드 발행과 시사점	신일용/ 한국주택금융공사 조사연구부 차장
2010년 8월	해외 Covered Bond 발행구조와 시사점	전광섭/ 경희대학교 부동산학과 외래교수 정진옥/ 우리은행 이문동지점 부지점장
	거래빈도가 낮은 지역의 반복매매지수 적용가능성에 관한 연구	방두완/ 창원대학교 경영경제연구소 전임연구원
	2010년도 주택연금 수요실태조사	박재경/ 한국주택금융공사 조사연구부 과장
2010년 9월	추심소송과 소멸시효	문영기/ 법무법인 길상 변호사
	국내부동산 프로젝트파이낸싱과 공적보증기관의 역할	김병국/ 한국주택금융공사 주택보증부 대리
	임차보증금반환채권의 양수와 우선변제권	문은경/ 한국주택금융공사 경영기획부 변호사
2010년 10월	주택담보대출의 안정성 제고를 위한 한국주택금융공사의 역할	박창교/ 중앙대학교 경영대학 교수
	글로벌 금융위기 이후 주택금융시장의 안정성 강화 방안	차경만/ 한국주택금융공사 인재개발부 수석부부장
	국내 역모기지 연구에 대한 계량서지학적 분석	홍성현/ 한국주택금융공사 주택연금부 대리
2010년 11월	미분양 주택의 도시별 분포 특성과 결정요인 분석	김주영/ 상지대학교 법학부 부동산전공 교수
	일본 모기지대출 및 유동화 시장에 대한 이해와 시사점	정주화/ 한국주택금융공사 유동화기획부 과장

수록 월	제목	필자
2010년 12월	2011년 채권시장 전망	박종연/ 우리투자증권 연구위원
	2011년 주택시장 전망	권주안/ 주택산업연구원 선임연구위원
	주택금융 및 보증자리론 수요실태	신승용/ 한국주택금융공사 조사연구부 과장
	주택특성 실거래지수, 반복매매 실거래지수, 호가지수의 비교분석	박연우/ 중앙대학교 경영대학 교수 방두원/ 한국주택금융공사 조사연구부 연구위원
	매매가, 전세가의 그랜저인과관계 검토 및 시사점	배성환/ 한국주택금융공사 조사연구부 대리
2011년 1월	2011년 경제전망	공 철/ 한국은행 조사국 과장
	주택구입능력지수(Housing Affordability Index)의 해외 사례 분석	김다스라/ 한국주택금융공사 조사연구부 대리
2011년 2월	주택개발사업 자금조달시장의 현황과 변화 방향	강민석/ 메리츠증권증권 부동산금융연구소 수석연구위원
	KHFC MBS 발행구조 최적설계 모델 연구	김기성/ 한국주택금융공사 미래전략부 대리
2011년 3월	주택금융시장의 안정적 발전을 위한 주택담보대출구조의 발전방향	고성수/ 건국대학교 부동산학과 교수
	판례평석 "약관에 동의하십니까"	이은주/ 한국주택금융공사 기획조정부 변호사
2011년 4월	주택임대차시장의 구조적 변화와 전망	심종원/ 건국대학교 부동산, 도시연구원 연구실장
	지명채권의 양도에 관한 소고	정영석/ 한국주택금융공사 주택보증부 대리
2011년 5월	스트레스 테스트를 통한 주택금융공사 장기고정 금리 주택담보대출의 손실위험분석	박연우/ 중앙대학교 경영대학 교수 방두원/ 한국주택금융공사 조사연구부 연구위원
	모기지론 잠재수요자들의 선호 상품구조에 관한 연구	김정주/ 한국주택금융공사 리스크관리부 대리
	고령화시대의 도래에 따른 국가적 정책과제	김병덕/ 한국금융연구원 선임연구위원
2011년 6월	2011년 하반기 금리전망	신동준/ 동부증권 리서치센터 투자전략본부장
	판례평석 "소멸시효의 중단사유로서 응소행위"	이은주/ 한국주택금융공사 기획조정부 변호사
2011년 7월	주택가격과 거품 그리고 주택경기 변동에 대한 이해	김주영/ 상지대학교 법학부 부동산전공 교수
	주택담보대출 유통화 시장 현황 점검	신승용/ 한국주택금융공사 유통화증권부 과장
2011년 8월	2011년 하반기 경제전망	가 국/ 한국은행 조사국 과장
	전자증권제도 관련 법적 논점 검토	이동환/ 한국주택금융공사 조사연구부 과장
2011년 9월	공유관계에 관한 소고	김도영/ 법무법인 세종 변호사
	고령화사회 진입에 따른 주택연금 활성화 방안	황재훈/ 한국주택금융공사 인천지사 차장
	판례평석 "계약 해지 시 계약보증금의 몰취 규정"	이은주/ 한국주택금융공사 기획조정부 변호사
2011년 10월	은퇴빈곤층(Retire Poor)의 추정과 5대 특성	정 민/ 현대경제연구원 경제연구본부 연구위원
	다계층 MBS(CMO)에서 풀금지기간과 풀한도가유레이션에 미치는 영향분석	박연우/ 중앙대학교 경영대학 교수 방두원/ 한국주택금융공사 조사연구부 연구위원
2011년 11월	2012년 채권금리 전망	이정준/ HMC 투자증권 연구위원
	덴마크 주택금융시스템에 대한 고찰	조범준/ 한국주택금융공사 재무관리부 대리
2011년 12월	2012년 세계 및 한국경제 전망	신창목/ 삼성경제연구소 거시경제실 수석연구위원
	판례평석 "파산면책과 관련된 헌법재판소 판례"	이은주/ 한국주택금융공사 기획조정실 변호사
2012년 1월	2012년 부동산 시장의 주요 이슈와 중장기 전망	김현아/ 한국건설산업연구원 연구위원
	2011년도 주택금융 및 보증자리론 수요실태	이동환/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 과장
2012년 2월	안정적인 노후생활을 위한 주택연금 활성화 방안	최형석/ 홍익대학교 경영학과 교수
	주택금융시장의 안정적 발전을 위한 유통화자산관리 선진화방안연구	송인화/ 한국주택금융공사 유통화증권부 대리
2012년 3월	국내 주택시장의 바이플레이션 현상과 정책적 과제 : 수도권 가계부채발 복합불황 가능성	김동열/ 현대경제연구원 수석연구위원
2012년 4월	2011년 주택공급 55만 호의 구조적 의미	김덕례/ 주택산업연구원 연구위원
	캐나다 주택금융제도가 한국 주택금융제도 개선방향에 주는 시사점	박연우/ 중앙대학교 경영학부 교수 방두원/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
	한국주택금융공사의 3대 사업부문 성과분석 및 향후 발전전략	성영진/ 한국주택금융공사 영업1본부장
	가계부채 위험 완화를 위한 모기지 유통화 시장 환경 점검	김원중/ 하나금융경영연구소 연구위원
2012년 5월	금융위기 이후 주택 임대차시장의 구조적 변화와 정책적 시사점	함종영/ 한국감정원 부동산연구원 부동산통계센터 연구위원
	진정양도에 관한 법률의견서(True Sale Opinion) 수취에 관한 재조명	윤성훈/ 한국주택금융공사 대리
2012년 6월	2012년 하반기 금리전망 및 채권투자전략	신동준/ 동부증권 리서치센터 투자전략본부장
	공사 적격대출 출시배경과 시장유통화 발전을 위한 제언	조범준/ 한국주택금융공사 시장유통화기획단 대리
2012년 7월	커버드본드의 신용등급에 대한 이해 및 시장전망	서승기/ NICE신용평가 책임연구위원

수록 월	제목	필자
2012년 8월	미국의 주택 압류 위기로 인한 주택시장 여건 변화와 정책 현안	진미윤/ 한국토지주택공사 토지주택연구원 수석연구원
	장기고정금리 주택담보대출 유통화 관련 금리위험 헤지에 관한 소고	박연우/ 중앙대학교 경영학부 교수 방두완/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
2012년 9월	주택저당채권 유통화 관련 리스크관리의 이해	배성환/ 한국주택금융공사 리스크관리부 과장
	2012년도 주택연금 수요실태 조사	김성수/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 차장
2012년 10월	주택시장 변동과 정부의 역할	박상우/ 국토해양부 주택토지실장
	손해배상액의 예정에 관한 소고	정영석/ 한국주택금융공사 주택보증부 대리
2012년 11월	주택시장의 현황과 정책방향	최상목/ 기획재정부 경제정책국장
	전월세가구 자산구조를 고려한 [전세-자기] 전환 가능 잠재수요분석	김덕례/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
	홍공 공적보증 역모기지 제도의 이해	강현구/ 한국주택금융공사 주택연금부 주임
2012년 12월	고령화 시대의 도래와 주택연금의 역할	정은보/ 금융위원회 사무처장
	2013년 금리전망 : 순환(cyclical)기류, 저공비행 일시 이탈	윤여삼/ KDB대우증권 연구위원
	저소득층 주거안정 대안으로서의 공동체토지신탁(OLT) 소개 및 금융 관련 이슈 검토	김동길/ 한국주택금융공사 주택보증부 대리
2013년 1월	민간 주택임대업의 패러다임 변화와 발전 방안	이상영/ 명지대학교 부동산학과 교수
	새 정부의 부동산정책과 향후 시장 전망	김덕례/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
2013년 2월	2012년도 주택금융 및 보급자리론 수요실태	한국주택금융공사 주택금융연구소 금융분석팀
	주거복지 수요의 확대와 정책방향	지규현/ 한양사이버대학교 부동산학과 교수
2013년 3월	가계부채의 미시적 위험 분석 및 스트레스 테스트	변동준/ KCB연구소 책임연구원
	「민법」 주요 개정 내용	정지화/ 기획조정실 변호사
2013년 4월	부동산 PF 참여자의 리스크 분담방안	이국형/ 하나다올신탁 전문
	주택금융시장에서 소비자보호 : 잠재적 소비자보호를 중심으로	문영기/ 강원대학교 부동산학과 교수 유승동/ 상명대학교 금융경제학과 조교수
2013년 5월	우리나라 부동산정책 변화에 대한 검토 및 시사점	김대용/ 한국개발연구원(KDI)
	41 부동산대책 이후 주택시장의 동태적 변화	협력사업1팀장(실물자산연구팀 겸임) 김덕례/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
2013년 6월	보증채무에 관한 소고	정영석/ 한국주택금융공사 주택보증부 과장
	신탁부동산의 처분에 따른 부가가치세 납부에 관한 소고	최우영/ 한국주택금융공사 주택보증부 주임
2013년 7월	하반기 이후 수도권 주택시장 전망	김현아/ 한국건설산업연구원 건설경제연구실장
	글로벌 금융의 불확실성 시대	신상기/ 가천대학교 경성대학 국제통상학과 교수
2013년 8월	2013년도 하반기 채권 금리 전망	오현석/ 삼성증권 리서치 센터 FICC 분석팀 팀장
	전세시장 불안 요인 분석과 해소 방안 연구	박원갑/ 국민은행 부동산전문위원
2013년 9월	주택저당채권의 양도에 관한 소고	최승순 · 박영우/ 법무법인(유) 화우 변호사
	미국 공적 보증 역모기지의 리스크관리 기법 및 정책적 시사점	강현구/ 한국주택금융공사 주택연금부 주임
	2013년도 주택연금 수요실태 조사	황재훈/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 팀장
2013년 10월	주택가격과 모기지론 조기상환율에 관한 소고	한영하/ NICE P&I 평가사업본부 본부장
	하우스푸어(House Poor) 분석을 통한 주택시장 안정화방향 모색	윤성훈/ 한국주택금융공사 서울북부지사 대리
2013년 11월	조기상환율 요인분해 및 PSK(Prepayment Standard Korea)	김계홍/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
	한국CDS(Credit Default Swap) 프리미엄 결정요인에 관한 소고	이조은/ 한국주택금융공사 유통화자신부 과장
2013년 12월	2014년 금리전망 : 회복의 갈림길, 과속금지	윤여삼/ KDB대우증권 투자분석부 채권팀장
	주택구입기회지수(Korea Housing Opportunity Index)의 소개	황재훈/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 금융분석팀 팀장 남현석/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 금융분석팀 차장
2014년 1월	주택 미분양에 대한 해석과 대책	권주안/ 주택산업연구원 금융경제연구실장
	2013년도 주택금융 및 보급자리론 수요실태	황재훈/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 금융분석팀 팀장 남현석/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 금융분석팀 차장
2014년 2월	한국 채권 발행시장의 특징과 전망	염상훈/ SK증권 애널리스트
	캐나다 주택담보대출채권 유통화제도의 이해	서민철/ 한국주택금융공사 유통화증권부 주임
2014년 3월	비소구 주택담보대출에 대한 사례연구	이철우/ 한국주택금융공사 신탁자산부 팀장
	정비사업의 현황과 보증상품 도입방안	정영석/ 한국주택금융공사 부산지사
2014년 4월	싱가포르 주택정책의 전개와 중앙연금기금의 역할	박미선/ 국토연구원 책임연구원
	최근 정부정책 변화와 주택경기 순환변동	김덕례/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원

수록 월	제목	필자
2014년 5월	비전통적 통화정책에 대한 고찰	박성욱, 박종상/ 금융연구원 거시·국제금융연구실 연구위원
	덴마크 커버드본드 시장 및 특징	김봉민/ NICE신용평가 SF1그룹 선임연구원
2014년 6월	2014년 하반기 금리전망 및 채권투자전략	신동준/ 하나대투증권 리서치센터 자산분석 실장
	금융위기 이후 GSE 개혁방안과 시사점	황재훈/ 한국주택금융공사 채권관리센터 팀장
2014년 7월	2014년 하반기 주택·부동산 경기 전망	허윤경/ 한국건설산업연구원 연구위원
	국내 고정금리 주택담보대출 확대를 위한 정책적 제언	김종민/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 조사연구팀 차장
2014년 8월	주택담보인정비율(LTV) 규제가 거시경제에 미치는 영향	송인호/ 한국개발연구원(KDI) 거시경제연구부 연구위원
	금리기간구조와 거시경제변수 간 상관관계 분석	김계홍/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
2014년 9월	주택 임대차시장의 현황과 변화 가능성 전망	심종원/ 한국감정원 부연구위원
	2014년도 주택연금 수요실태조사	한국주택금융공사 주택금융연구소 금융분석팀
2014년 10월	미국 SFR채권의 발행현황 및 시사점	이휘정/ 하나금융경영연구소 수석연구원
	주택담보대출 표준부도모형 실증연구	방두원/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
2014년 11월	주택시장관련 지수의 현황 및 활용방안	남영우/ 나사렛대학교 부동산학과 교수
	해외 역모기지 현황과 제도 개선에 대한 비교	류수정/ 한국주택금융공사 리스크관리부 대리
2014년 12월	주요 유럽 국가들의 실질주택가격지수의 최근 추이와 시사점	빈재익/ 한국건설산업연구원 연구위원
	2014년 주택시장 결산과 전망	방송희/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
2015년 1월	해외 제로에너지주택 사업모형의 검토와 시사점	이상영/ 명지대학교 부동산학과 교수
	2014년도 주택금융 및 보증지리론 수요실태	한국주택금융공사 주택금융연구소 통계분석팀
2015년 2월	에너지효율주택의 비용과 편익, 그리고 수요	김준형/ 명지대학교 부동산학과 교수
	표준지공시지가의 과세평가 균일성에 관한 연구	유선종/ 건국대학교 부동산학과 교수 양지원/ 대화감정평가법인 감정평가사
2015년 3월	북한 금융의 현황과 주택금융의 과제	송현욱/ 연세대학교 법학연구원 연구위원
	주택연금 사전가입자 특성 분석	홍성현/ 한국주택금융공사 부산지사 과장
2015년 4월	안심전환대출의 경제학	박연우/ 중앙대학교 경영경제대학 교수
	우리는 왜 독일 주택금융시장에 주목하는가?	고재현/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
2015년 5월	고령자의 전문후견인 이용 활성화를 위한 주택금융공사의 역할	노영임/ 한국주택금융공사 주택연금부 과장
	역위기사황분석을 통한 사전적 위대응체계 수립방안에 대한 소고	김정기/ 한국리스크관리 전문·한양대학교 경영대학 겸임교수
2015년 6월	2014년 개정 '부동산 3법에 대한 검토'	윤진성/ 한국주택금융공사 기획조정실 변호사
	2015년 하반기 금리전망과 채권투자전략	신동준/ 하나대투증권 리서치센터 자산분석실장
2015년 7월	우리나라 가계부채의 현황과 안심전환대출의 역할	한재원/ 한국주택금융공사 정책모기지부 주임
	거시경제 변화와 차주 특성을 분리한 주택담보대출 스트레스테스트	최성호, 임상빈/ KCB연구소 연구원
2015년 8월	역모기지의 장수리스크 발생요인 분석과 관리 방안	강현구/ 한국주택금융공사 주택연금부 주임
	2015년 상반기 크레딧 시장 동향과 하반기 전망	최종원/ 삼성증권 애널리스트
2015년 9월	전세자금보증 공금과 주택 전세가격 간의 관계 분석	방송희/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
	한국 주택금융시장의 고유한 지표들	고재현, 방송희/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
2015년 10월	주택협동조합 성장과 주택금융신용보증기금의 역할에 관한 소고	김형주/ 한국주택금융공사 주택보증부 대리
	중국의 과제: 경제 불균형 해소와 신 성장동력 확보	한정숙/ 현대증권 리서치센터 선임연구원
2015년 11월	고령자 보유 주택의 가격 형성 요인 및 변화에 대한 미시적 연구	김동후/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 대리
	2016년 채권시장 전망 및 주요 이슈 분석	신 일/ 현대증권 리서치센터 채권전략 애널리스트
2015년 12월	인터넷 검색과 주택금융시장 및 부동산시장	안세룡/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
	주택임대차시장 구조변화에 따른 임대차법제의 개정방향에 관한 소고	오연수/ 한국주택금융공사 주택보증부 대리
2016년 1월	2015년도 주택연금 수요실태조사	한국주택금융공사 주택금융연구소 통계분석팀
	금융시장의 발전사와 주택금융시장의 형성	정재용/ 아주대학교 금융공학과 박사수료
2016년 2월	주택연금 가입자 증가 요인 분석 -부산지역을 중심으로-	변준석/ 한국주택금융공사 주택금융연구원 연구위원
	2015년 주택시장의 특징과 2016년 주택시장 전망	방송희/ 한국주택금융공사 주택금융연구원 연구위원
2016년 3월	지방 주택시장 현황 진단	김성진/ 우리은행 부동산금융사업본부 부동산연구실 차장 윤수민/ 우리은행 부동산금융사업본부 부동산연구실 대리
	2015년도 주택금융 및 보증지리론 수요실태	한국주택금융공사 주택금융연구원 통계분석팀

수록 월	제목	필자
2016년 3월	해외 발행구조 분석을 통한 커버드본드 활성화 방안 고찰	정하원/ 한국주택금융공사 정책모기지부 부장
	미국 임대주택유동화증권 사례의 국내 시사점	김형준/ 한국주택금융공사 주택금융연구원 연구위원
2016년 4월	기업 신용등급 변동 추이와 시사점	김계홍/ 한국주택금융공사 주택금융연구원 연구위원
	빅 쇼트 혹은 롱 워크	정재웅/ 아주대학교 금융공학과 박사 수료
2016년 5월	2016년 하반기 채권시장 전망 및 주요 이슈 분석	신 얼/ 현대증권 채권전략 애널리스트
	뉴스테이 활성화를 위한 고찰	이동행/ 한국채권연구원 연구위원
2016년 6월	과거 장기 경기 사이클로 바라본 향후 글로벌 경기 전망	박상현/ 하이투자증권 투자전략팀장
	주거복지적 관점에서 본 주택연금의 역할과 과제	진미윤 / 토지주택연구원 연구위원

〈본사〉

구분	우편번호	주소	전화번호	관할구역
본사	(48400)	부산광역시 남구 문현금융로 40 (문현동 1229-1) 부산국제금융센터	1688-8114	-

〈영업점 및 센터〉

구분	우편번호	주소	전화번호	관할구역
수도권본부	서울중부지사	(04512) 서울시 중구 세종대로 17(남대문로5가) 3층	1688-8114	서울시 서대문구, 종로구, 은평구, 중구, 마포구, 용산구, 경기도 고양시, 파주시
	서울남부지사	(06142) 서울시 강남구 테헤란로 223 (역삼동) 큰길타워빌딩 18층	02) 3290-6500	서울시 서초구, 강남구, 송파구, 관악구, 경기도 하남시, 성남시, 광주시, 이천시, 여주군
	서울북부지사	(01762) 서울시 노원구 노해로 464 (노원구 상계동 731) 한화생명빌딩 1, 2층	02) 3499-3300	서울시 도봉구, 노원구, 강북구, 성북구, 경기도 의정부시, 동두천시, 양주시, 연천군, 포천시
	서울서부지사	(08209) 서울시 구로구 경인로 662 (신도림동, 디큐브시티) 18층	02) 2638-1900	서울시 양천구, 구로구, 영등포구, 금천구, 동작구, 강서구, 경기도 부천시, 김포시
	서울동부지사	(04992) 서울시 광진구 천호대로 670(구의동, 썬-타워빌딩) 2층	02) 2049-1300	서울시 동대문구, 강동구, 성동구, 광진구, 종량구, 경기도 구리시, 남양주시, 가평군, 양평군
	인천지사	(21390) 인천시 부평구 부평대로 60 현대해상부평사옥 9층	032) 420-2155	인천시 전 지역
	경기남부지사	(16571) 경기도 수원시 권선구 권광로 141(권선동) 서울보증보험빌딩 9층	031) 8014-1100	경기도 수원시, 용인시, 평택시, 안성시, 오산시, 화성시
	경기중부지사	(14066) 경기도 안양시 동안구 시민대로 278(관양동) 신한은행 평촌역금융센터 16층	031) 478-7000	경기도 광명시, 시흥시, 안양시, 과천시, 안산시, 군포시, 의왕시

구분		우편번호	주소	전화번호	관할구역
수도권본부	강원지사	(11149)	강원도 춘천시 중앙로 45 (중앙로1가) 스탠다드차타드은행 춘천지점 2층	033) 259-3600	강원도 전 지역
	서울채권 관리센터	(06142)	서울시 강남구 테헤란로 223 (역삼동) 큰길타워빌딩 18층	02) 3290-6600	서울시, 인천시, 경기도, 학자금 미수채권(전국)
동남권본부	부산지사	(48400)	부산광역시 남구 문현금융로 40(문현동 1229-1) 부산국제금융센터 2층	051) 520- 3977	부산시 전 지역
	대구지사	(41936)	대구시 중구 달구벌대로 2095(덕산동) 삼성금융프라자 23층	053) 430- 2400	대구시, 경상북도(경주시, 포항시 제외)
	울산지사	(44703)	울산시 남구 삼산로197(달동) 동양증권빌딩 9층	052) 240- 5800	울산시, 경주시, 포항시
	경남지사	(51515)	경남 창원시 성산구중앙대로 107(중앙동) 한국교직원공제회 경남회관 6층	055) 278- 2900	경상남도 전 지역
	제주지사	(63099)	제주특별자치도 제주시 노형로 407(노형동) 노형타워 4층 406호	064) 798- 5160	제주도 전지역
서남권본부	광주지사	(61946)	광주광역시 서구 운천로 273(치평동) 한국토지공사 8층	062) 370- 5700	광주시, 전라남도(목포시, 나주시, 담양군, 화순군, 강진군, 해남군, 영암군, 무안군, 함평군, 영광군, 장성군, 완도군, 진도군, 신안군)
	대전지사	(35209)	대전시 서구 한밭대로 745(둔산동) 신희중앙회관 2층	042) 251- 2620	대전시, 세종시, 충청남도(공주시, 논산시, 계룡시, 금산군, 부여군, 서천군, 청양군)
	충북지사	(28594)	충북 청주시 흥덕구 사직대로 42-1(북대동) 태산빌딩 5층	043) 299- 2800	충청북도 전 지역
	천안지사	(31169)	충남 천안시 서북구 광장로 215(불당동) 충남경제종합지원센터 202호	041) 559- 5200	충청남도(천안시, 당진시, 보령시, 아산시, 서산시, 홍성군, 예산군, 태안군)
	전북지사	(54949)	전북 전주시 완산구 온고을로 29(서신동 766) KT빌딩 6층	063) 249- 2779	전라북도 전 지역
	순천지사	(57967)	전남 순천시 연향중앙상가길 9 (연향동) 순천LG빌딩 404호	061) 760- 6700	전라남도(여수시, 순천시, 광양시, 곡성군, 구례군, 고흥군, 보성군, 장흥군)

* 수도권 본부 : 서울중부지사, 서울남부지사, 서울북부지사, 서울서부지사, 서울동부지사, 인천지사, 경기남부지사, 경기중부지사, 강원지사, 서울채권관리센터

* 동남권 본부 : 부산지사, 대구지사, 울산지사, 경남지사, 제주지사

* 서남권 본부 : 광주지사, 대전지사, 충북지사, 전북지사, 천안지사, 순천지사