



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

경영학석사 학위논문

중국의 그림자 금융이 중국 경제에
미치는 영향에 관한 연구



2021년 2월

부경대학교 대학원

경영학과

Gu Ming

(고명)

경영학석사 학위논문

중국의 그림자 금융이 중국 경제에
미치는 영향에 관한 연구

지도교수 이진수

이 논문을 경영학석사 학위논문으로 제출함.

2021년 2월

부경대학교 대학원

경영학과

GU MING

(고명)

GU MING의 경영학석사 학위논문
을
인준함.



위 원 경영학박사 최태영

위 원 경영학박사 이진수

목차

제 I 장 서론	1
제1절 연구배경 및 목적	1
제2절 연구의 구성	5
제3절 그림자 금융 발생원인 및 운영형태	6
1. 그림자 금융 발생원인	6
2. 그림자 금융 운영형태	7
제 II 장 그림자 금융 개념 및 선행연구	11
제1절 그림자 금융 개념	11
제2절 선행연구	12
제 III 장 분석절차, 변수 및 기초통계량	15
제1절 분석절차	15
제2절 변수	16
제3절 분석자료 및 기초통계량	17
1. 분석자료	17
2. 기초통계량	18
제 IV 장 실증분석 결과	20
제1절 VAR모형 설정	20

제2절 도형 분석	21
제3절 단위근 검증	23
제4절 VAR 모형	24
1. 최적시차의 결정	24
2. VAR모형의 추정	25
3. Johansen 공적분 검증	27
4. VAR모형의 안정성 검증	29
5. 충격반응 분석	30
6. 분산분해	32
제 V 장 결론	34
제1절 연구 결과의 요약 및 기요도	34
1. 연구 결과의 요약	34
2. 연구의 기요도	34
제2절 연구의 한계점 및 향후 연구 방향	35
1. 연구의 한계점	35
2. 향후 연구 방향	35
참고문헌	36

표 차례

<표 1> 중국 그림자 금융 부문의 분류	9
<표 3-1> 사회 용자규모의 주요구성	16
<표 3-1> 변수 정의	17
<표 3-2-1> 기술통계량	18
<표 4-3-1> 안정성 검증	23
<표 4-4-1> 최적 시차 결정	25
<표 4-4-2> VAR모형	26
<표 4-4-3> 공적분 검증	28

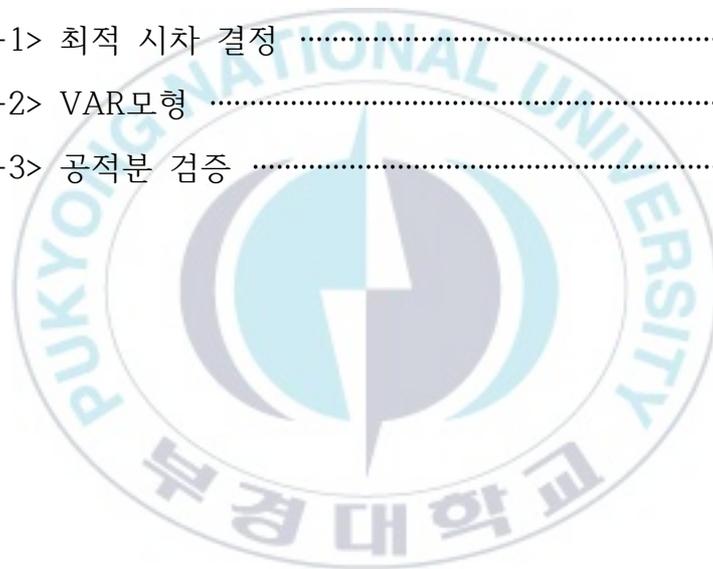


그림 차례

<그림 2> 그림자 금융의 발생원인	7
<그림 4-2-1> 로그화 데이터 접선도	22
<그림 4-4-4> AR근 검증	29
<그림 4-4-5> IRF	31
<그림 4-4-6> 분산분해	33



A study on the Impact of China's Shadow Banking on
China's Economy

Gu Ming

Department of business, Graduate School

Pukyong National University

국문 요약

2007년에 미국에서 비우량 주택담보 대출위기(Subprime mortgage crisis)가 발생하면서 금융 폭풍이 전세계를 휩쓸었다. 그림자 금융은 한때 각국 감독 당국과 국제통화 기금의 관심사가 되었고 그림자 금융이라는 단어도 널리 알려졌다. 금융이사회(FSB)는 그림자 금융을 정규직 은행 감독 시스템에서 벗어난 신용중개 기구로 정의 했다. 그림자 금융의 발전 상황은 각국의 금융 자본체계와 정책 제도와 밀접한 관계를 가진다. 선진국과 비교해 볼 때, 중국 그림자 금융은 업무의 출발이 늦어지고, 업무는 주로 전통 은행의 간접 용자 범주로서, 복개 범위가 비교적 좁으며, 서방 경제와는 뚜렷한 대비를 이루는 반면, 중국 그림자 금융은 이미 전통 산업은행의 보충품이 되

었다: 신탁 대출, 위탁 대출, 무이자 은행, 어음 등이다. 그러나 현재로서는 중국 금융시장의 지속적인 개방과 확대에 따라 그림자 금융이 중국 경제 발전에 미친 영향 정도도 계속 확대되고 있다. 일부 사람들은 그림자 금융이 끊임없는 확장이 중국의 금융 발전에 부정적인 영향을 미쳐 전통적인 금융 시스템을 파괴할 수 있다고 생각한다. 다른 사람들은 그림자 금융이 기존 금융시스템과 호혜적이라고 생각한다. 그림자 금융이 한 나라의 시장 경제를 활성화 하는 동시에 관련 체계적인 위험도 가져올 수 있다. 그러나 이 동시에 우리는 그림자 금융이 어느 나라에서든 발전하고 존재하는 것이 매우 필요하다는 것을 알아야 한다. 본 연구에서는 그림자 금융 규모는 경제(국내총생산, 통화 공급량, 물가지수, 실업률 포함)의 장기적인 영향의 균형 여부를 분석하고 VAR모형을 통해 변수 간의 동태관계를 파악한 결과, 그림자은행 규모가 GDP 즉 우리 경제와 우리나라의 실업률에 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다.

핵심주제어 : 그림자 금융, 중국경제, 중국인민은행, 금융시장

제 I 장 서론

제1절 연구배경 및 목적

그림자 금융은 2007년 비우량 주택담보 대출위기 부실 사태 이후 인정받고 있다. 금융 분야에서 그림자 금융이란 개념은 McCulley(2007) 당시 태평양투자관리공사 집행이사가 2007년 연방 준비위원회에서 제시했다. 준비위원회 연례 검토회의(2011년 11월 9일). 그림자 금융은 전통 은행업과 금융업 이와의 새로운 신용 대출 매체이다. 감독관리제도. 스위스 바젤의 금융안정위원회(2011)는 그림자 금융이 금융중개기관이자 비 중개시스템(예: Lee 등)이라고 지적했는데, 2018년에는 전통적인 은행 체계와 단절된 경제활동으로 구성되었다.

그림자 금융 시스템은 감독 관리 체계를 초월하여 감독 관리 체계는 위험을 면제해줄 뿐만 아니라 위험도 피할 수 있다. 감독 관리 당국의 영향도 있지만, 더욱 큰 위험을 가져온다. 감독 관리 기구가 여전히 은행 체계가 완벽하지 않다면 그림자 금융의 신속한 발전도 은행 체계의 발전에 영향을 줄 수 있다. 금융시스템 안정에 부정적 측면도 없지 않다. 미국에서 최초로 발생한 전 세계 비우량 주택담보 대출위기 부실의 원인은 부분적으로 그림자 금융의 높은 지렛대였다. 이 밖에 국제통화기금(International Monetary Fund : IMF)은 중국

그림자 금융의 급속한 발전으로 중국 자체의 금융시스템이 취약해지고 있음을 기금도 잘 알고 있다. 2017년 7월 4일 중국인민은행은 중국 금융시스템의 온건적 평가보고서(2017)년 본보고서는 특히 그림자 금융과 같은 시스템에 대한 감독을 강화할 것을 건의하다. 그림자 금융은 거대한 체계적 위험을 내포하고 있는데, 예를 들면 다음과 같다. 금융 감독의 비대칭성과 회피성. 이런 위험들의 제대로 관리되지 않으면 금융시장 환경의 안정을 오히려 제때 보장되지 못한다. 2007년 글로벌 금융위기는 이런 체계적 리스크가 입증된 바 있다.

선진 경제권과 달리 증권화는 결코 중국 그림자의 핵심 성격이 아니다. 은행의 신용대출 업무는 그중 신탁대출, 위탁대출과 미발한 은행의 어음 등이 가장 중요한 구성 부분이다. 이에 따라 중국 그림자 은 사업을, 그림자 금융은 데이터 수집이 더 정확하다는 분석이 나왔다. 신탁대출, 수탁대출, 미발한 채권은 모두 세부분으로 나뉘는데, 은행인수환어음의 경우 중국과 미국의 그림자 금융이 공통의 특징(예를 들어 투명성 부족, 관리차의 등)의 특징 성분에도 불구하고 금융 시스템에 따라 나라마다 차이가 있다. 예를 들어 중국의 ‘그림자 금융’은 보통 보증 등을 의미한다. 은행시스템 밖에서 신용 대출을 담당하는 회사와 신탁 기관과 달리 미국의 그림자 금융은 특정한 통화 창출 기능을 가지고 있다.

중국 그림자 금융의 성격과 업무 범위를 보면 네 가지 주요 특징이 나타난다. 우선 그림자 금융이 신용 중개 역할을 한다. 한편 그림자 은행은 신용을 창출한다. 예를 들어 저당 잡힌 서비스를 제공할 때 그림자 금융을 통해 저당물을 여러 차례 순환 제조할 수 있으며,

동시에 인터넷상에서 “할인율”을 적용할 수도 있으며, 이는 전통적인 은행의 자산 저장 과정 중의 할인율에 해당한다. 다른 한편으로 그림자 금융은 왕왕은행 체계에 위험을 가져온다. 기한을 잘못 배정하여 음영의 자산과 부채 구조를 보면 은행, 그림자 금융은 단기 자금을 흡수하여 장기 차입에 사용함으로써 자금의 유동성을 변화시킨다.

둘째, 그림자 금융과 전통은행 사이에는 밀접한 연관성이 있다. 현재 금융 시스템의 필수적인 부분으로서, 그림자 금융은 불가피할 것이다. 해당 시스템 내의 다른 기관과 관련된, 복잡성 증가 및 증대금융시스템 내 경쟁, 전통은행들의 끊임없이 확장하고 있다. 사업 범위 및 자금 운용 방법 강화(예: 자금 보유 포함) 금융 상품에 투자하거나 그림자 금융 자산을 직접 보유하다.

셋째, 그림자 금융은 전반적인 규제 시스템이 부족하다. 그림자 금융 업무는 금융시장의 발전 수요에 부합하며, 이러한 수요에 근거하여 자금으로 융통하다. 금융 도구의 다원화된 발전을 금융 도구의 구조를 날로 완전하게 한다. 금융 시스템과 시장은 더욱 조화롭게 움직이고 있다. 그러나 그림자 금융은 업무의 종류가 매우 다양하기 때문에 전통적인 감독 관리 체계는 서비스를 감독 관리하는 데 어려움을 가지고 있다.

넷째, 그림자 금융은 전체 금융 시스템의 위험을 증가시켰다. 한편, 그것들의 만기 부조화와 높은 지렛대율은 그림자 금융을 전통적인 은행보다 더 위험하고 위험 저항을 받기 쉽게 한다. 그림자 금융 시스템 내의 위험은 전체 금융 시스템으로 쉽게 확산되어 취약성을 증가시킨다. 한편, 그림자 금융의 발전은 금융 시스템의 구조를 변화시

켜 전통적인 은행의 역할을 약화시켰으며, 동시에 은행 시스템과 은행 시스템간의 연계를 증가시켰다. 그림자 금융은 건전한 규제 메커니즘이 부족하여, 시장에 어두운 그림자를 드리우고 은행의 체계적인 위험을 더욱 금융시스템 전체에서 확산 및 확대시킬 수 있다.

그림자 금융은 새로운 현상이 아니지만 최근에 와서야 널리 사용되었고 단일한 합의도 없다. 금융안정위원회(FSB)는 그림자 금융은 '정규 은행시스템 이외의 실체와 활동과 관련된 신용대출증개'라고 광범위하게 묘사했다. 중국인민은행(PBOC)은 그림자 금융의 정의를 이용하여 그들은 '중국의 그림자 은행시스템'을 정규직 은행시스템 이외의 실체와 활동과 관련된 신용증개로 정의 했다. 이는 '유동성과 신용대출 구조 전환'을 제공하는데 목적을 둔다. '이것은' 체계적 위험의 원천 또는 감독과 금리일 수 있다.

전통적인 중국의 투자, 융자 시스템은 국유은행이 국유기업에게 대출을 해주는 시스템이었다. 하지만 최근 피은행 금융 시스템의 발전이 빠르게 이루어지면서 사회융자구조에도 변화가 일어나고 있다. 특히 신탁회사, 사모투자펀드, 금융리스회사, 소액대출회사, 신행온라인 금융회사 등이 빠르게 발전하는 양상을 보이고 있으며 융자 방면에서도 은행 대출 이외의 융자 규모가 빠르게 확대되고 있다. 중국의 자본시장은 엄격한 통제를 받고 있고 아직 완벽한 대외 개방을 이루지 않는다.

Schwarcz(2017)는 금융기관이 그림자 금융에 과도하게 관여할 경우 불투명한 연계거래와 시장 공황으로 이어질 수 있어 체계적인 리스크가 발생할 수 있다는 것이다. 최근 중국 그림자 금융의 연구는

대부분 금융업에 대한 영향에 집중되어 있다. 중국 금융 시스템의 그림자 금융 제도와 그 감독 기관의 평가단은 학자들은 그들의 분석에 의하면 그림자 금융 업무는 상술한 원인에 근거한 것이라고 지적하고 있다. 중국의 전통적인 금융 중국 정부의 일대일로 정책의 핵심전략은 '5통'의 실현에 있다. 주변국과 정책 소통(政策沟通), 인프라 시스템에 불리한 영향을 준다. 어떤 학자들은 그림자 금융의 적절한 발전이 금융업의 발전을 촉진시키지만, 반대로 양호한 금융시장의 환경도 그림자 금융의 발전을 촉진시킬 수 있다.

정확한 정의가 무엇이든 그림자 금융은 비슷한 기능을 수행하고 은행과 비슷한 리스크, 즉 만기, 크레디트와 유동성 정환과 관련된 리스크를 부담 한다. 정규직 은행 부서를 제외하면 공공 담보의 예금 보험이나 중앙은행의 마지막 대출인 시설은 강력한 안전망이 부족하다는 것을 의미한다. 그들의 운영은 감독과 감독수준이 다르고 비교적 낮다. 이런 모든 특징들이 금융안정의 위험을 증가 시켰는데 이것이 그림자 금융에 관심을 주요 원인이다.

제2절 연구의 구성

본 연구는 총 5장으로 구성되어 있다. 제1장은 서론으로 연구의 배경과 목적을 제시한다. 제2장에서는 선행연구를 살펴봄으로써 기존의 연구와 본 연구의 차이점을 제시한다. 제3장에서는 본 연구를 사용되는 변수 대해 알아보고, 자료의 산정에 대해 설명한다. 제4장에서 분석의 결과를 제시한다. 마지막으로 제5장에서는 연구의 결과를 요약

하고 한계점 제시한다.

제3절 그림자 금융 발생원인 및 운영 형태

1. 그림자 금융 발생원인

(1) 자금수요측면

자금 수요는 중국 중소 민영기업이 성장을 위해 막대한 자금을 필요로 하지만 중국 산업은행은 중소기업 대출을 '양극화'시키고 있다. 실제로 은행들은 자산의 질과 위험 수익 때문에 중소 민영기업에 대한 금융지원을 조심스러워한다. 위험과 수익성 때문에 산업은행의 신용대출은 대부분 탄탄한 중대형 기업, 인프라 구축 사업으로 몰리고 있다. 또한 은행 담보 조건이 까다로워 대출 절차가 복잡하고 대출 원가가 지나치게 제한된다. 중소기업들은 대출을 못 받거나 꺼리는 곳이 많다.

(2) 자금공급분야

국제통화기금(IMF)세계은행(WBC)미국 중앙정보국(CIA)의 2015년도 '세계개황'에 따르면 중국 주민의 저축률이 세계3위를 차지하면서 중국인이 저축만 하려고 하는 것이 아니라 중국인이 투자 경로가 좁기 때문이다. 그림자 금융은 은행 예금, 주식, 부동산, 외화를 제외한 중국 주민들의 새로운 투자 수단이다. 중국 주민들이 그림자 금융에 돈을 투자하면 은행 기준 예금 금리보다 높은 수익을 올릴 수 있다. 게다가 그림자 금융의 상품은 전통적인 주식부동산 외환 등에 비해

위험이 적고, 그림자 금융의 탄생에 상당한 자금 지원을 한 것이다.

(3) 그림자 금융의 합리성과 합법성

그림자 금융은 앞의 개념과 원인을 분석해보면 구체적인 금융기관이 아니라 일종이 금융기관이나 은행상품으로 분류된다. 그림자 금융은 항상 존재해 왔으나 미국 서브프라임 모기지(비우량 주택담보대출) 사태 이후 거론되면서 주목을 받았다. 은행 재테크, 신탁대출, 위탁대출, 어음, 소액여신, 전당포, 민간융자 등 이런 금융업무를 통해 실현되는 것이 중국의 그림자 금융의 합법적 존재이기 때문이다.

<그림 1> 그림자 금융의 발생원인



출처 : 하이투자증권 • 산은만국증권.

2. 그림자 금융 운영형태

최근 중국국무원은 「그림자 금융 규제 강화와 관련한 지침(关于加

强影子银行业务若干问题的通知), 제107호 문건」 발표하여 중국 그림자 금융의 정의를 명확히 하였다. 금융안정위원회(FSB)의 정의와 107호 문건에 나와있는 정의를 규합해 볼 때 광의와 협의의 그림자 금융에 포함되는 중국의 비은행 금융기관 및 업무는 <표 1>에 정리 되어 있다.

<표 1> 중국 그림자 금융 부분의 분류

관리감독 여부	금융기관 및 업무	관련 리스크	신용중개 분류 활동특성		
”삼회(三会)”의 관리감독을 받 각 는 기관 및 업무	은행자산관리업무, 신탁자산관리업무, 증권자산관리업무, 펀드자산관리업무, 금융회사업무, 제3자지불결제회사, 팩토링업무	그림자금융 확대	넓은 의미의 신용중개활동	광 의 의 그 림 자 금 융	협 의 의 그 림 자 금 융
각 위원회 및 지방정부의 관 리감독을 받는 유사 금융 기관	전당포, 담보회사, 음자리스회사, 사모 펀드회사, 소액대출 회사, 금융자산거래 소	유동성 및 신용 리스크	만기 및 유동 성 변환, 그 레버리지 확 대		
관리감독을 받지 않는 기관제 3자 및 업무	온라인금융회사, 민간대출, 제3자 자산	유동성 및 신용 리스크	만기 및 유동 성 변환, 그 레버리지 확대		
신규 그림자 금융 업무	자산증권화, 신용거 래업무 RP, MMF	유동성 및 신용 리스크	만기 및 유동 성 변환, 그 레버리지 확대		

출처 : 阎庆民, 李建华 (2014) 로부터 저자 정리.

은행의 자산관리업무, 신탁자산관리업무, 증권자산관리업무, 펀드자산관리업무, 보험자산관리업무 및 금융회사(재무회사, 금융리스회사, 자동차금융회사, 소비금융회사) 업무는 서로 상이한 정도의 만기 및 유동성 변환, 신용리스크의 전이, 고레버리지의 특징을 지니고 있다. 하지만 관리감독기관은 자본 관리, 리스크자본 관리, 엄격한 정보공개, 발생상품의 비준등기 등 일련의 관리감독 조치들을 제정하였다.

또한 은행관리 감독위원회(銀行監督管理委員會, CBRC)는 재무회사, 자동차금융회사, 금융리스회사 및 소비금융회사에게 은행과 유사한 관리 방식을 도입하고 있으며 반드시 자본 충족 요건 요구에 부합해야 한다. 또한 신탁회사의 순자본에 대해서도 관리감독을 하고 있으며, 은행으로부터의 대출이 불가해 레버리지 경영을 할 수 없다. 상술한 업무들은 은행관리감독위원회(銀行監督管理委員會, CBRC), 증권관리감독위원회(証券監督管理委員會, CSRC), 보험관리감독위원회(保險監督管理委員會, CIRC)의 엄격한 관리감독을 받고 있으며 전체적으로 안정된 운영을 하고 있어 중국의 금융시장에 시스템적 리스크를 일으킬 가능성은 적다고 판단된다.

전당포, 담보회사, 금융리스회사, 사모펀드회사, 소액대출회사, 금융자산거래소 등 기관은 신용중개 역할을 하고 있으며 관리감독 규제가 약하거나 규제를 받지 않고 있어 협의의 그림자 금융의 특징을 보이고 있으나 관련 법규들을 완비하고 있어 이러한 기관들의 경영과 운영을 규범화하여 시스템적 리스크 발생을 예방하고 있다.

반면 정보기술의 발전에 따라 일부 온라인회사가 금융중개 업무에 종사하게 되었지만 기술 등의 문제로 인해 아직 엄격한 관리감독을

받지 않고 있다. 그 외에 민간까지는 발전 초기 단계에 머물고 있고 그 규모가 크지 않지만 주시해야 할 필요가 있으며 기타 국가의 관리 감독의 경험이나 FSB의 권고를 바탕으로 관련 법규를 제정하여 시스템적 리스크를 방지해야 한다.



제Ⅱ장 그림자 금융 개념 및 선행연구

제1절 그림자 금융 개념

2007년 미국연방준비제도(연준Fed연준) 연차회의에서 미국 태평양 투자관리공사 Paul McCulley의 집행이사는 감독관리체제 밖에서 떠도는 비은행 금융기관을 가리키며 투자은행, 헤지펀드, 통화시장펀드, 채권, 보험회사가 모두 이 개념의 범주에 속한다고 발표했다. 금융안정화이사회(FSB)가 발표한 2014 글로벌 그림자 금융 모니터링 보고서는 그림자 금융에 대해 일반적인 은행 시스템 밖에서의 신용 중개 행위와 기관을 정의하고 있다. 그러나 중국의 그림자 금융은 해외의 그림자 금융과 차이가 있다. 중국의 그림자 금융은 은행감독 체제에서 유리하지만 대출 기능을 제공하는 신용 중개 체계도 있다. 예를 들어 은행의 대차대조표외 공구, 상업 어음, 위탁 대출, 개인 언더론, 재테크 도구 등. 신탁과 증권업자는 그림자 금융의 새로운 유형이 되고 있다(沈伟, 2014). 이처럼 그림자 금융은 은행감독체계 밖에 있는 은행업무와 비은행계 금융중개기관으로 정의하고 있다.

중국 그림자 금융은 은행을 포함하되 표외 업무만 포함하고 해외 은행은 제외된 것으로 보인다. 미국에서 그림자 금융의 참여 주체는 머니마켓 뮤추얼, 투자은행, 보험회사, 구조적 투자 도구, 모기지 기관 등이다. 주요 업무는 여신자산의 증권화 또는 비증권화로 파생된 구조화 제품의 패키징과 발생(李俊霞和刘军, 2014)이다. 미국의 그림자

금융은 전통 은행과 비슷한 규모로 주로 거래 증개 역할을 하며 산업경제와 동떨어져 위험분석과 레버리지 확장을 목적으로 한다.

반면 중국 그림자 금융의 참여 주제는 은행, 신탁회사, 증권사, 펀드회사, 소액대출사, 전당포(安若, 2015)등이다. 주로 은행 재테크, 신탁대출, 위탁대출, 어음, 소액신용, 민간융자 등을 통해 그림자 금융의 기능을 하고 있으며, 이는 본질적으로 예대 업무다. 중국의 그림자 금융은 전통 있는 은행으로 주로 표외 업무를 통해 그림자 금융의 기능을 구현하는데, 이러한 표외 업무는 은행감독 관리 시스템의 감독 범위에 속하지 않는다.

제2절 선행연구

Huang and Choi(2015)는 본 세기 초 그림자 금융은 중국 경제에서의 비중도 빠르게 증가하였으며, 또한 지속적으로 증가하였다. 그림자 금융의 출현은 중국 경제의 성장을 고무시켰다고 할 수 있다. 중국 경제의 급속한 발전은 대량의 용자와 투자 수용을 자극했고, 그림자 금융은 화폐 공급 총량과 경제 성장 전망에 뚜렷한 변화가 없는 상태에서 중소기업의 자금 조달 어려움을 완화시켰다. 그림자 금융이 점점 광범위한 인정을 받게 되다.

2017년 7월 4일 중국인민은행(2017)는 2016년 중국의 금융시스템 온건도 평가 보고서를 발표했다.

Liu and Ma(2014)는 그림자 금융은 금융 발전에 긍정적인 영향을

미치지만 금융 안정에 부정적인 영향을 미친다.

Li(1990)는 VAR모형 연구를 활용하여 그림자 금융이 중국 금융체계의 안정성을 저하시킬 위험이 있다는 것을 확정하는 한편, 안정된 금융환경이 그림자 금융 체계의 발전을 가속화시킬 것이라고 지적하였다.

Hakenes and Schnabel(2010)는 치열한 은행 경쟁은 그림자 금융의 발전을 재촉한다. 외국의 그림자 금융은 주로 은행 경쟁이 심해지는 시기에 일어난다. 은행 경쟁이 치열하지 않을 때 은행의 이윤이 비교적 높고 위험 용인도가 높기 때문에 은행 대출을 표 안에 남겨두게 된다. 그러나 은행들은 경쟁도가 높아지면 대출 기준을 낮추어 고위험 대출을 하고, 은행들은 자기자본비율 등 규제 요구를 충족시키기 위해 금융파생품을 활용해 고위험 대출을 표 밖으로 옮겨야 한다.

Ahn and Breton(2014)는 경쟁 심화는 은행이 그림자 금융 활동을 하는 주요 원인이다.

Dell' Ariccia et al.(2008) and Ahn and Breton(2014)는 높은 용자 원가를 커버하기 위해서는 고수익의 고위험 대출이 필요하며 경쟁이 치열한 은행들의 경쟁 환경에서도 대출 기준을 낮추고 신용을 확대하며 고위험 대출을 할 동기가 있다.

万晓莉等(2016)는 그러나 우리 은행은 엄격한 감독규제를 받고 있다. 2010년부터 신자본협약을 시행하고, 2013년에는 더욱 엄격한 “중국판 III”를 시행하며, 특유의 예대율 관리규정은 은행들이 대차대조표 내에서 고위험 대출을 할수 없게 되자, 다른 금융기관과 합작을

통해 “종류별 대출” 전개하며, 즉 중국식 그림자 금융이다.

Lu 등(2015)은 치열한 예금 경쟁은 그림자 금융의 발전을 격화시킬 것이다.

王潞(2020)는 그림자 금융이 GDP 성장을 촉진하고 실업률을 낮출 수 있다고 생각하지만 물가 안정에는 도움이 되지 않는다.

지금까지 그림자 금융의 다른 한편으로 비은행이나 비전통적인 제품을 자금 출처로 사용했다. 그림자 금융 제품의 투자자는 주로 국내 가정이지만 회사와 금융 기관도 포함된다. 전통적으로 가정 투자의 선택은 주로 은행예금, 주식, 부동산과 외환에 국한 된다. 그림자 금융 제품은 주로 WMPS로 디자인이 좋은 흡인력을 가진 많은 투자자들에게 이런 전통 투자에 비해 강력한 자금이 각종 그림자 금융 제품에 유입되었다. 예전에 유일한 안전한 자산은 은행 저금이었지만 저금 금리는 금리상한 선으로부터 제한을 받았다. 몇 년 동안 금리는 인플레이션을 보다 낮았다. 비록 이런 흐름이 최근에 적어도 일시적인 토대에서 변화를 일으켰는데 인플레이션이 급격히 떨어졌기 때문이다. 이에 비해 은행과 신탁과 관련 그림자 금융 제품은 더욱 매력적인 수익률을 가지는 동시에 많은 예금주들에 의해 대체적으로 안전하다고 여겨진다. 그러나 대부분의 잠재적인 예금주들은 은행 예금의 명확한 안정을 선호하거나 WMPS를 방문하기 어렵다. 다른 수익률이 비교적 높은 투자 선택은 주로 주식, 부동산과 외환이고 모두 큰 위험을 가진다. 이에 비해 그림자 금융 제품은 그 기원에 참여한 은행과 신탁 회사가 보증하는 것으로 여겨진다.

제Ⅲ장 분석절차, 변수 및 데이터

제1절 분석절차

대부분의 학자들은 그림자 금융과 금융의 안정적 관계를 연구해 보았지만, 그림자 금융발전에 대한 연구는 그리 많지 않았다. 따라서 부문은 실증 분석방법을 운용하여 후자의 관점에서 그림자 금융이 금융발전에 끼치는 영향을 연구하였다.

그림자 금융업의 규모는 중국에 있으며, 학자들은 현재 그림자 금융에 대해 통일된 정의가 없기 때문에 중국에는 통일된 그림자 금융 데이터가 없다. 앞에서 서술한 바와 같이 그림자 금융은 전통적인 산업은행의 여신업무에 대한 보충인데, 그중에서도 신탁대출, 위탁대출, 미환매 은행인수어음은 가장 중요한 구성 부분이다.

소비자물가지수(CPI)는 전체 국민경제 시스템에서도 중요한 역할을 한다. 경제 분석 및 정책 결정, 가격 총 수준 모니터링 및 규정관리의 중요한 지표이다.

시계열 자료 특성을 고려하여 우리는 실증분석 변수의 로그를 이용하여 데이터의 변동성을 줄인다. 변수를 하나를 분석하기 전에 매개변수의 고정성을 먼저 테스트해야 하며, 모든 변수가 정지되어 있다면 회귀분석 결과는 거짓이 아닌지 테스트해야 한다.

고도의 복잡성과 극도의 은폐성, 업무 교차 협력 등 국내외적으로 그림자 금융의 범위가 확일화되지 않아 규모 측정이 쉽지않다는 것이

다. 강세초(姜世超, 2019)의 방법을 참고해 중국 그림자 금융의 주요 구성 및 데이터 획득 가능성을 고려해 중국인민은행(中国人民银行) 으로부터의 사회용자 규모 지표로 손대어 그림자 금융의 규모를 측정한다. 사회용자 규모는 2011년 이후 우리 금융이 지원하는 실물경제 상황을 가능하는 중요한 지표이자 통화정책과 금융 감독의 중요한 중개지표로 떠올랐다. 표 1에 표시된 사회용자 규모의 주요 구성에 따르면 은행 대출로는 전통적인 시중은행 자산사업무에 속하는 그림자 금융에 속하지 않고, 중국 그림자 금융들로 간접용자 위주로 신용중개 기능을 하기 때문에 직접 증권시장에 진출하는 일이 드물기 때문에 비금융기업 주식용자를 제외할 수 있다.

<표 3-1> 사회 용자규모의 주요구성

종류	주요 구성
은행대출	인민폐차관, 외화대출
금융기관표외업무류	신탁대출, 위탁대출, 할인은행을 위한 무더기어음
직접금융류	기업체금융, 비금융기업주식금융

출처 : 중국인민은행.

제2절 변수

주로 그림자 금융과 중국의 경제 성장을 연구한 만큼 주로 그림자 금융의 규모와 국내총자산, 화폐 공급량, 물가지수, 실업률 등을 연구 변수로 꼽았다.

<표 3-2> 변수 정의

이름	기호	설명
그림자 금융 규모	SHB	종류 추계한 그림자 금융 규모의 분기 대비 성장률
국내총자산	GDP	현재 가격: 현재 분기치, 누치
화폐 공급량	M2	화폐 공급량의 분기 대비 성장률
물가지수	CPI	분기 대비
실업률	UNE	도시 등록 실업률

제3절 분석자료 및 기초통계량

1. 분석자료

본 연구는 단위근 검증(ADF검증), 공적분 검증(Cointegration test)을 통해 장기간에 걸쳐 그림자 금융 규모(SHB)가 경제(국내총생산(GDP), 통화 공급량(M2), 물가지수(CPI) 및 실업률(UNE)포함)에 미치는 장기적인 영향의 균형 여부를 파악하고 있으며, 도시에 Granger 검증법(Granger's Test)을 통해 그림자 금융 규모SHB와 경제국내총생산GDP, 통화 공급량M2, 물가지수CPI, 실업률UNE의 인과 관계, 즉 누가 먼저 발생하는지를 파악한다.

중국의 2010년 3월부터 2020년 6월까지 분기별 시계열 통계를 시초로 하고, VAR모형을 통해 변수 간의 동적 관계를 파악하고, 동시에 VAR에 기초한 충격반응분석(impulse-response function, IRF)과 분산 분해(variance decomposition)를 통해 단기 변수 간의

상호 충격 영향을 알아냄으로써 데이터 간의 관계를 장단기적으로 각각 검증한다. 계량실증 연구소에서 사용하는 소프트웨어 Eviews 10.0이다. 자료출처 : <https://www.wind.com.cn>

2. 기초통계량

기술적인 통계는 이 연구 데이터의 기본적인 상황을 알 수 있기 때문에, 데이터의 일반적인 추세, 데이터의 변동 정도 및 최소최대한의 수치를 알 수 있으며, 데이터에 대한 일반적인 통계는 표 3-2-1과 같다.

<표 3-2-1> 기초통계량

Variables	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Skewness	Kurtosis	Jarque-Bera	Probability
LNSHB	7.8965	9.2793	10.2313	-8.7396	4.4426	-3.1763	11.6143	200.4830***	0.0000
LNGDP	12.0272	12.0327	12.5355	11.3794	0.2894	-0.2389	2.2460	1.3947	0.4979
LNМ2	15.1273	15.1630	15.6606	14.4635	0.3534	-0.2964	1.8866	2.7844	0.2485
LNCPI	0.8811	0.8410	1.8492	-0.1054	0.4272	0.4176	2.9682	1.2224	0.5427
LNUNE	1.3823	1.3987	1.4351	1.2837	0.0415	-1.2483	3.4477	11.2578***	0.0036

Notes: ***, **, *는 각각 0.01, 0.05, 0.1의 수준에서 유의함

데이터의 표준 차이는 모두 평균치보다 작으며, 데이터의 변동 정도가 모두 크지 않다는 것을 설명하며, 데이터의 로그화 처리가 비교

적 적절하다는 것을 알 수 있다. JB통계량으로 따지면 LNSHB, LNUNE모두 0.01의 유의 수준에서 서열의 정규분포의 귀무 가설을 거부하며, 서열이 정규 분포에 속하지 않는다. LNGDP, LNM2, LNCPI는 모두 정규 분포의 귀무 가설을 받아 정규 분포에 속한다.



제IV장 실증분석 결과

제1절 VAR모형 설정

VAR 모형은 상용 경제 계량 모형(Sims, 1980)로, 모든 모현에서 현재 변수를 사용하여 모든 변수의 상태빌리터 변수를 회귀시켜, 위험가치모형은 결합내생변수 간의 동적관계를 추정하는데 어떤 선형적 구속력도 사용하며, 자발적 회귀(AR)를 위한 광범위한 응용의 보급 및 데이터 통계적 특성에 기초한 모형이다. VAR모형을 구축하여 내생변수마다 모든 내생변수가 정채된 함수 시스템에서의 변수로서 단일변수 자기회귀모형을 벡터로 확장하여 복수의 시간순차변수로 구성된 자기회귀모형을 구축하였다. VAR모형은 가장 간단한 모형 조작 알고리즘의 분석과 곱셈 관련 경제 지표다. 다원 이동평균(MA)은 회귀와 미끄러짐 평균(ARMA)모형에서도 VAR 모형로 바뀔 수 있다.

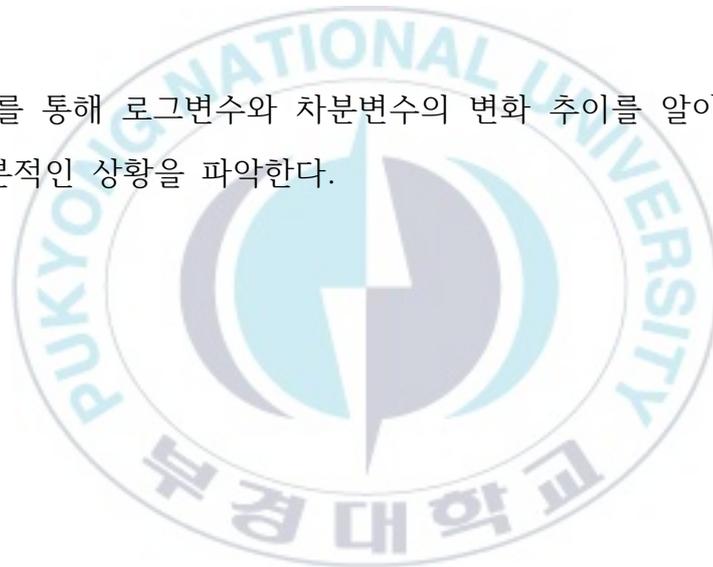
VAR모형을 설정하기 전에 먼저 각 변수의 단계수를 검증해야 하며, 오직 계단의 단정한 변수와 일치하는 변수 사이에만 조정관계가 있을 수 있으며, 변수는 모든 1단계에서 안정적이기 때문에 안정화된 데이터로 VAR모형을 만들어 VAR모형이 수립원리를 결합하여 다음과 같은 VAR모형을 작성한다.

$$Y_{i,t} = d_i + \sum_{p=1}^k A_i Y_{t-p} + \varepsilon_{i,t}$$

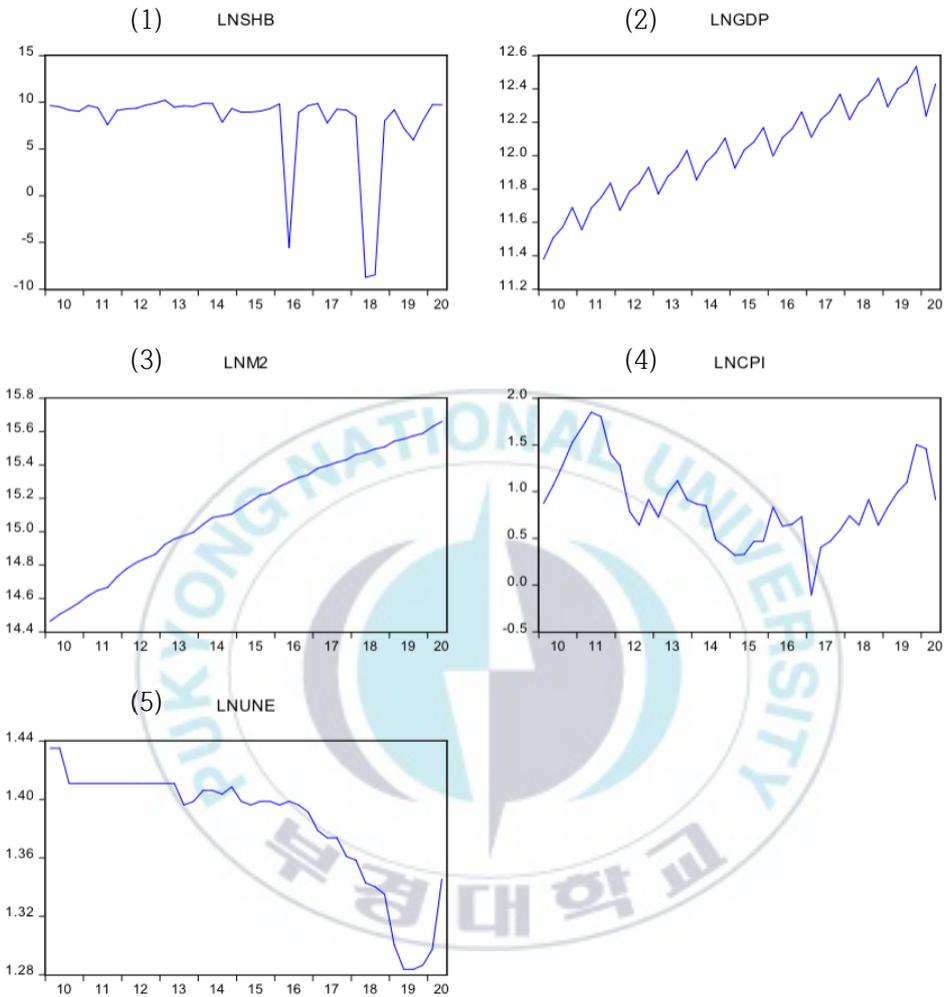
이 중 $Y_{i,t} = (D(LNSHB), D(LNGDP), D(LNM2), D(LNCPI), D(LNUNE))$, A_i 는 벡터계수, $\varepsilon_{i,t}$ 는 무작위 오차항, K 는 스테그, d_i 는 상수항, LN는 데이터의 자연대수처리, 경제데이터는 자연대수처리, 모형의 이방차성 감소, D 는 대표차분 후 데이터는 후문에서 발견할 수 있듯이 1단계 격차에서 안정적이기 때문에 VAR모형을 차분처리한다.

제2절 도형 분석

접선도를 통해 로그변수와 차분변수의 변화 추이를 알아보고, 데이터의 기본적인 상황을 파악한다.



<그림 4-2-1> 로그화 데이터 접선도



그림자 금융의 데이터가 계속 완만해 보이는 것을 제외하면 LNGDP는 파동 상승, LNM2는 상대적으로 가파른 상승, LNCPI는 줄곧 변동해 왔으며, 실업률은 LNUNE가 계속 하락하다가 19년 후 상승하는 것으로 나타났는데, 이는 바이러스 영향 때문일 수 있다.

제3절 단위근 검증(Unit root test)

ADF Stationarity Test검증을 선택하여 데이터에 대한 안정성을 검증하고, 시계열 데이터는 데이터가 동급에서 안정되지 않음에 따라 거짓으로 되돌아왔기 때문에 복귀 결과를 언더라도 신뢰할 수 없기 때문에 일반적으로 데이터가 동급 안정성, 즉 동급 단정, 동급 단정면 데이터에 대한 추가 검증가 가능하고 동급 단정 아니라면 데이터에 대한 처리가 필요하다.

<표 4-3-1> ADF 단위근 검증(Stationarity Tests)

variable	Inspection type (C,T,K)	ADF Inspection value	1% critical value	5% critical value	10% critical value	conclusion
LNSHB	(0,0,0)	-6.8555	-2.6226	-1.9491	-1.6118	no-stationarity
DLNSHB)	(0,0,1)	-6.8555	-2.6256	-1.9496	-1.6116	stationarity
LNGDP	(0,0,4)	1.7163	-2.6290	-1.9501	-1.6113	no-stationarity
D(LNGDP))	(0,0,4)	-2.0692	-2.6308	-1.9504	-1.6112	stationarity
LNМ2	(0,0,5)	0.9853	-2.6308	-1.9504	-1.6112	no-stationarity
DLNM2)	(0,0,4)	-1.9788	-2.6308	-1.9504	-1.6112	stationarity
LNCPI	(0,0,0)	-0.8472	-2.6226	-1.9491	-1.6118	no-stationarity
DLNCPI)	(0,0,0)	-6.7098	-2.6241	-1.9503	-1.6117	stationarity
LNUNE	(0,0,1)	-0.4546	-2.6241	-1.9503	-1.6117	no-stationarity
DLNUNE)	(0,0,0)	-2.7639	-2.6241	-1.9503	-1.6117	stationarity

주: C는 상수항, T는 추세항, K는 정제항, 데이터가 상수항이면 C, 데이터가

추세항이면 T , D 는 차점, D (변수, 2)는 이 변수의 2계차를 나타낸다.

ADF의 H_0 (귀무 가설)은 서열이 불안정 하고 단위근 현상이 존재 하며 대립가설 H_1 은 서열이 안정적인 것이다. 통계상 세 가지 유의 수준이 10%, 5%, 1%로 각각 몇 가지 유의 수준에서 귀무 가설 하는지를 나타내고 대립 가설을 선택한다. 만약에 ADF검증의 통계량이 10%, 5%, 1%보다 적으면 0.1, 0.05, 0.1의 수치이다, 저성된 수준에서 90%, 95%, 99%이상의 확률로 서열이 불안정 하다는 귀무 가설 이 존재한다. 즉, 검증된 서열은 안정적인 것이다. 본문은 현적인 수준을 5%로 하고 그 다음에 LNSHB를 예로들어 검증 서열의 안정성을 검증한다. LNSHB의 ADF검증 수치는 -1.8444로 5%의 임계값보다 크다. 즉, 95%이상의 확률로 불안정한 귀무 가설을 받아들인다. 즉, LNSHB 귀무 가설 서열은 단위근이 존재하는 반면에 LNSHB의 1단계 차점 서열은 안정적이고 똑같은 판단 방법에 따라 다른 변수는 1단계에서 안정적이며 서열은 1단계에서 정연한다.

제4절 VAR 모형

1. 최적시차의 결정(Determination of the optimal lag order)

차분된 데이터로 최적시차를 결정할 수 있다:

표 <4-4-1> Determination of the optimal lag order test

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	6.3966	NA	0.0000	-0.0698	0.1413	0.0065
1	209.8629	345.8926*	8.65e-11*	-8.993144*	-7.726484*	-8.535160*
2	230.0713	29.3022	0.0000	-8.7536	-6.4314	-7.9139

한 단계 뒤로 밀릴 때는 모든 준칙이 충족되기 때문에 VAR모형이 가장 좋은 하위 계단을 1단계로 선택했다는 추정을 할 수 있다.

2. VAR모형의 추정(Parameter estimation of the VAR model)

차분한 데이터로 최적시차를 결정한 후 결과, VAR모형 추정:

<표 4-4-2> VAR 모형

	D(LNSHB)	D(LNGDP)	D(LNM2)	D(LNCPI)	D(LNUNE)
D(LNSHB(-1))	-0.1622	-0.0049	0.0001	-0.0003	-0.0006
	(0.1557)	(0.0033)	(0.0004)	(0.0085)	(0.0003)
	[-1.04171]	[-1.51195]	[0.23598]	[-0.03467]	[-1.85696]
D(LNGDP(-1))	14.2801	-0.4726	0.0153	0.3539	-0.0380
	(7.8045)	(0.1634)	(0.0212)	(0.4252)	(0.0167)
	[1.82973]	[-2.89187]	[0.72169]	[0.83238]	[-2.26790]
D(LNM2(-1))	-27.7265	1.4415	0.1188	1.1365	-0.0803
	(71.1466)	(1.4898)	(0.1931)	(3.8761)	(0.1526)
	[-0.38971]	[0.96756]	[0.61517]	[0.29321]	[-0.52599]
D(LNCPI(-1))	-2.9630	0.0203	-0.0006	-0.1540	0.0027
	(3.1683)	(0.0663)	(0.0086)	(0.1726)	(0.0068)
	[-0.93521]	[0.30564]	[-0.07496]	[-0.89195]	[0.40451]
D(LNUNE(-1))	69.9141	-1.9016	0.3533	-10.1442	0.5015
	(97.1393)	(2.0341)	(0.2636)	(5.2922)	(0.2083)
	[0.71973]	[-0.93484]	[1.34017]	[-1.91683]	[2.40759]
C	0.7912	-0.0156	0.0263	-0.0771	0.0026
	(2.3938)	(0.0501)	(0.0065)	(0.1304)	(0.0051)
	[0.33053]	[-0.31161]	[4.04976]	[-0.59116]	[0.50665]
R-squared	0.1895	0.3494	0.0830	0.1227	0.2740
Adj. R-squared	0.0703	0.2537	-0.0518	-0.0063	0.1673
Sum sq. resids	849.8040	0.3726	0.0063	2.5223	0.0039
S.E. equation	4.9994	0.1047	0.0136	0.2724	0.0107
F-statistic	1.5900	3.6511	0.6157	0.9514	2.5670
Log likelihood	-117.8801	36.7635	118.4934	-1.4834	127.9140
Akaike AIC	6.1940	-1.5382	-5.6247	0.3742	-6.0957
Schwarz SC	6.4473	-1.2848	-5.3713	0.6275	-5.8424
Mean dependent	0.0054	0.0231	0.0289	-0.0037	-0.0022
S.D. dependent	5.1851	0.1212	0.0132	0.2715	0.0117

주: []는 t값, []는 기준 오류[]

VAR모형은 변수 해석의 지체와 일반적으로 여러 개의 지체가 존재하기 때문에 다중 공성성으로 인해 변수가 현저하지 않을 수 있으

므로, VAR호명을 일반적으로 그 자체의 현지성을 검증하지 않으며, 일반적으로 충격반응 분석 통해 변수의 단기 충격 관계를 알 수 있다. 본문의 최적 지연 계수는 1이다. $\theta_{LN\text{SHB}(-1)}$ 는 $D(\text{LN}\text{GDP})$, $D(\text{LNCPI})$, $D(\text{LNUNE})$ 에 미치는 영향 계수는 부(-)이고, $\theta_{LN\text{SHB}(-1)}$ 는 $D(\text{LNM2})$ 에 미치는 영향 계수는 정(+) 것을 알 수 있다.

3. Johansen 공적분 검증

데이터 간의 균형 관계를 검증하기 위하여, 본문은 Johansen의 협정리 검증을 이용하여 검증을 실시하였으며, 본문은 VAR모형의 AIC와 SC 가이드라인을 사용하여 최적의 정제 계수를 정하고, VAR의 최적 지연 계수에서1을 뺀 Johansen 협정리 검증의 최적 지연 계수를 1로 하여 최적 계수를 확인하였다.

표 <4-4-3> 공적분 검증

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.8502	189.2019	76.9728	0.0000
At most 1 *	0.7070	117.0690	54.0790	0.0000
At most 2 *	0.5455	70.4213	35.1928	0.0000
At most 3 *	0.4635	40.4569	20.2618	0.0000
At most 4 *	0.3573	16.7970	9.1645	0.0016

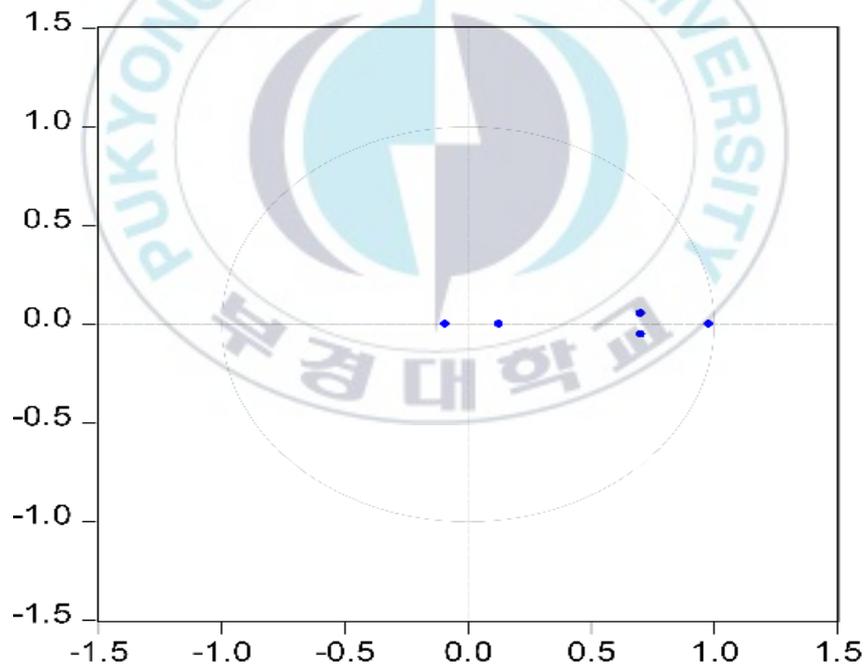
Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)				
Hypothesized		Max-Eigen	0.0500	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.8502	72.1329	34.8059	0.0000
At most 1 *	0.7070	46.6477	28.5881	0.0001
At most 2 *	0.5455	29.9644	22.2996	0.0035
At most 3 *	0.4635	23.6600	15.8921	0.0025
At most 4 *	0.3573	16.7970	9.1645	0.0016

Johansen 공적분 검증은 일반적으로 트레이스 임피던스 검증의 가장 큰 특징인 검증 두 가지 모두 동일한 검증 결과를 나타내다면 검증이 통과할 수 있다는 것을 나타낼 수 있다. 두 검정의 원래 가정은 none(협정 관계가 존재하지 않음), at most m(최소 m개의 조정 관계가 있음)이며, 이에 대한 대응하는 확률p값이 0.05보다 작다면 협정관계가 존재하지 않은 귀무 가설, 최소 1개의 협정관계가 있는 귀무 가설, 거절한 때까지 최소 4개의 협정관계가 있는 귀무 가설, 즉, 최소의 5개의 협정관계가 존재한다는 것을 의미하여, 변수의 관계는 장기적 균형이다.

4. VAR모형의 안정성 검증(Stability test of the VAR model)

충격반응 분석과 제곱차 분해는 VAR모형의 안정성을 검증해야 하기 때문에 VAR모형이 안정적이어야만 모형의 검증이 가능하다므로 AR근 검증으로 검증하고 점이 모두 단위 원 안에 있으면 모형이 안정적이라는 것을 의미한다.

<그림 4-4-4 > Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



그림에서 볼 수 있듯이 모든 점은 단위 원 안에 있으므로 VAR모형을 안정적이며 모형의 안정성 바탕으로 다음에는 충격반응 분석

(pulse response)과 제곱차 분해를 수행한다.

5. 충격반응 분석(Impulse response analysis: IRF)

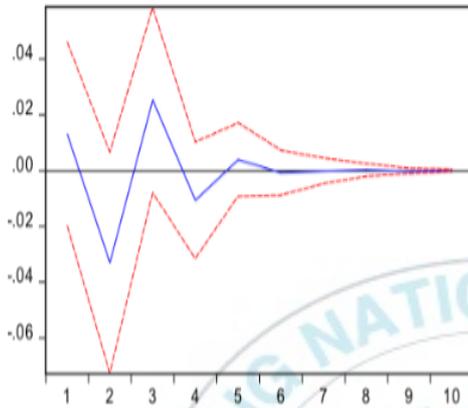
충격반응 분석은 실제로 한 변수가 다른 변수에 미치는 영향의 분포를 연구하고, 변수의 동적 영향을 반응하며, 일반적으로 충격반응 분석 그래프로 표시된다.



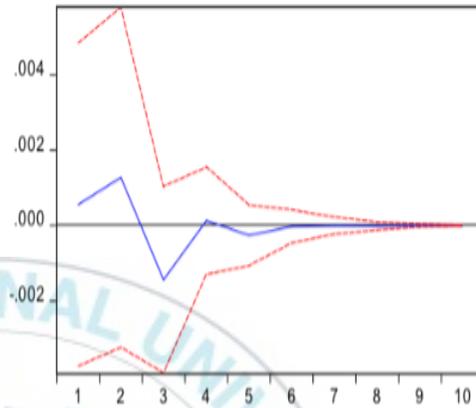
<그림 4-4-5 > 충격반응 분석

Response to Cholesky One S.D. (d.f. adjusted) Innovations ?2 S.E.

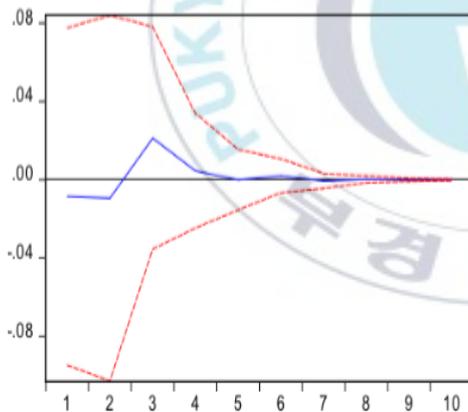
(1) Response of D(LNGDP) to D(LNSHB)



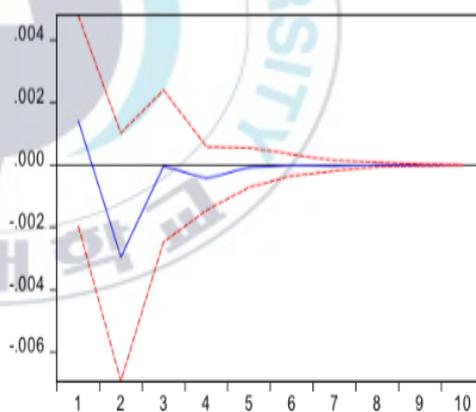
(2) Response of D(LNM2) to D(LNSHB)



(3) Response of D(LNCPI) to D(LNSHB)



(4) Response of D(LNUNE) to D(LNSHB)



D(LNSHB)와 D(LNGDP)는 한 단위의 표준차에서 정방향 충격, D(LNGDP)는 1기에서 정방향 충격, 다음 호에서 정방향 충격 반응, 5회 이후 0으로 수렴해 해석된 변수인 D(LNGDP)의 존재에 영향을 미치는 은행 규모가 플러스 마이너스로 바뀌게 된다.

D(LNSHB)는 D(LNM2)의 한 단위에 대한 기준차인 정방향 충격을, D(LNM2)는 정방향 충격으로 2기가 되면 정방향 충격 반응의 최대치를 기록한 뒤 3기가 되면 1개의 마이너스 충격 반응이 나타나면서 0이 된다.

D(LNSHB)는 D(LNCPI) 한 단위의 기준과 차이가 나는 정방향 충격을 줬고, D(LNCPI)는 마이너스 충격으로 3기에 이르러 정방향 충격 반응의 최대치를 기록한 뒤 충격 반응이 점차 줄어 0으로 차닫고 있다.

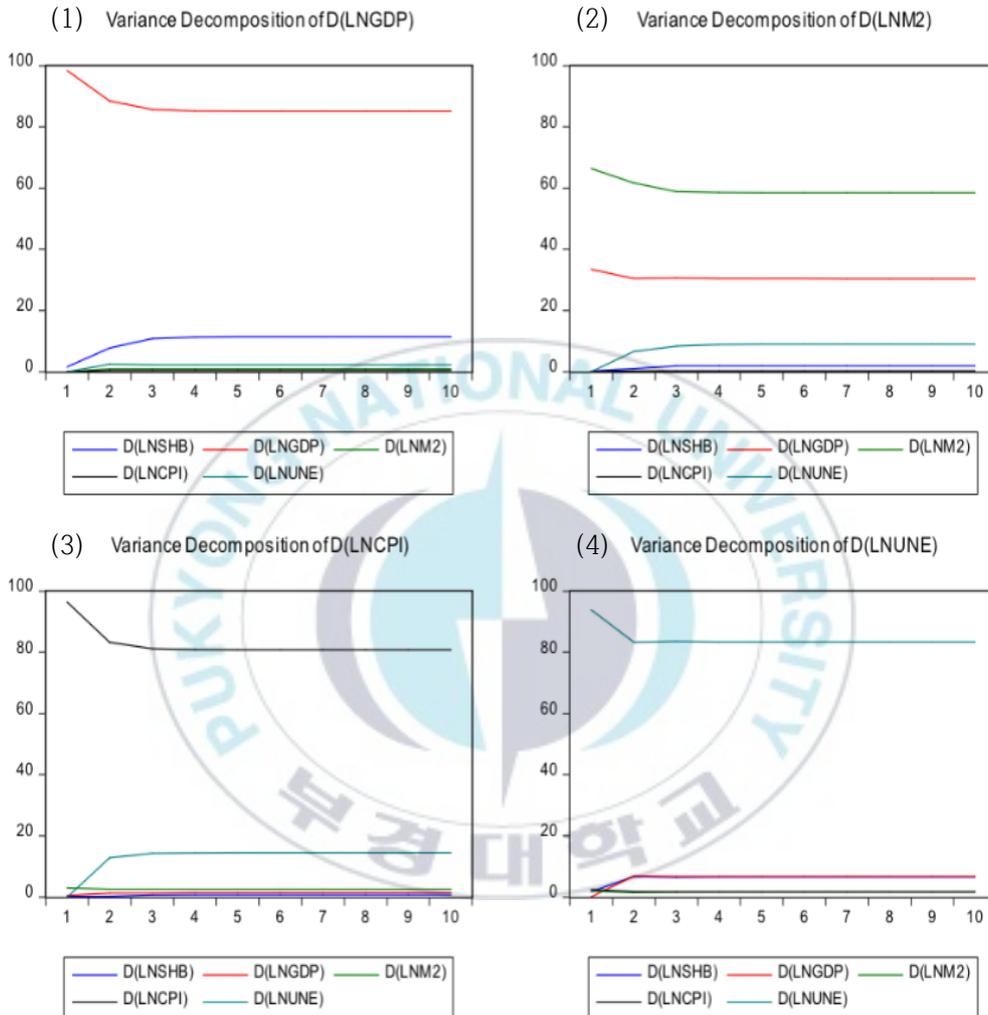
D(LNSHB)가 D(LNUNE) 한 단위의 기준과 차이가 나는 플러스 충격, D(LNGDP) 1기가 플러스 충격, 2기가 마이너스 충격으로 최대치를 기록한 뒤 마이너스 충격 반응이 점차 줄어 0으로 기울어지면 그림자 금융은 우리나라 실업률을 줄이는데 효과적이다.

6. 분산분해(Variance decomposition)

변수충격의 영향을 비교하기 위하여 변수충격의 중요도를 알 수 있으며 그림 5와 같은 결과를 얻는다.

<그림 4-4-6> Variance decomposition

Variance Decomposition using Cholesky (d.f. adjusted) Factors



D(LNSHB)는 D(LNCPI)에 가장 큰 영향을 미치고 D(LNGDP)에 대한 영향이 상대적으로 적으며 D(LNUNE)에 대한 영향도 상대적으로 크므로 D(LNM2)에 대한 영향도 적다는 것을 알 수 있다.

제 V 장 결론

제 1 절 연구 결과의 요약 및 기여도

1. 연구 결과의 요약

본 연구에서는 주로 그림자 금융과 우리나라의 경제 성장을 연구한 만큼 주로 그림자 금융의 규모와 국내총자산, 통화 공급량, 물가지수, 실업률 등을 연구변수로 분석하였다.

실증분석 결과 그림자 금융 규모는 GDP 즉, 중국 경제와 중국의 실업률에 비교적 큰 영향을 미치며, 경제에 대한 영향을 플러스 교체의 하나의 변화이다. 실업률에 대한 영향은 현저히 감소하는 효과가 있으며, 우리나라의 실업률을 감소시킬 수 있고, 통화 발행량과 CPI에 대한 영향이 상대적으로 낮으며, 화폐 발생량에 대한 플러스 영향이 나타나기 시작하고, 이어서 CPI에 대한 영향도 어느 정도 단기적으로 나타나는 것으로 판단된다.

2. 연구의 기여도

실증분석의 결과와 이론 분석을 종합하여 본 연구의 차이와 독창성은 다음과 같다.

우선, 실증분석을 통해 예금 경쟁이 중국 그림자 금융의 규모를

현저히 증가시켰다. 본문은 그림자 금융 규모는 GDP 즉, 중국경제와 중국의 실업률에 비교적 큰 영향을 미친다는 결과는 앞에 학자의 결론과 다르다.

제2절 연구의 한계점 및 향후 연구 방향

1. 연구의 한계점

본 연구는 문헌 연구, 사례 연구, 실증 연구 등 방법을 통해서 진행하였다. 그러나 연구 과정에서 다음과 같은 부족함을 발견되었다.

먼저 저자의 능력에는 한계가 있다. 그래서 문항설계의 부족으로 수집한 데이터가 일부 응답기업의 진실한 생각을 반영하지 않았다.

둘째, 수치가 수집할 때 GDP와 실업률 월별가 없어서 모두 계별로 정리하기는 좀 어렵다.

셋째, 실증분석에서 그레인저 인과 검증은 결과가 좋지 않는다. $D(LNGDP)$ 이 $D(LNSHB)$ 의 원인이고, 그 외의 그렇지 않다.

2. 향후 연구 방향

위에서 결점을 겨냥하여, 중국 그림자 금융에 관한 연구 특히 실증연구는 앞으로 다음과 같은 측면 개척할 수 있다. 좀 더 다양하고 정확한 실증 결과를 얻기 위해 더 많은 데이터를 수집하다.

참고문헌

- 곽효문 (2013). “중국 중소기업의 민간금융 문제에 관한 연구”, 건국대학교, 석사학위논문.
- 김혜림 (2015). “중국 그림자금융 현황과 잠재리스크 분석”, 韓中社會科學研究, 제13권 제2호(통권 35호).
- 안유화 (2013). “전이효과지수(Spillover Index)를 이용한 금융시장간 변동성 전이효과 분석”, pp. 19-30.
- 윤현빈 · 진탁 (2015). “중국 그림자금융이 상업은행의 안정성에 미치는 영향 -수익성과 유동성을 중심으로-”, 국제통상연구 제20권 제4호, pp. 131-153.
- 이범호 · 정원경 (2010). “우리나라 shadow banking현황과 잠재리스크 분석, BOK경제리뷰, 한국은행”.
- 이영욱 (2009). “중국의 그림자금융에 따른 위기와 기회”, 중국금융시장포커스, 자본시장연구원.
- 최은영 (2013). “중국 민간금융의 발전요인 분석과 최근 제도와 추세”, 한국동북아농촌, 66.
- 중국 WIND(WIND数据库, <https://www.wind.com.cn>, 접속일자 2020.9.20.)
- Acharya, V.V., J., Yang, Z., (2017). “In the shadow of banks: wealth management products and issuing banks’ in China”, Unpublished working paper, New York University, Fudan University, and Tsinghua University.
- Adrian, T. and Shin, H.S. (2009), “The shadow banking system: implications for financial regulation”, FRB of New York Staff Report, 382.
- Allen, F., Gu, X., Qian, Y., (2019). “Entrusted locans: a close

- look at China's shadow banking system", *J. Financ. Econ.*133, pp. 18-41.
- Ambrose, B., Deng, Y., Wu, J. (2015). "Unstanding the risk of China's local government debts and its linkage with property markets", Unpublished working paper, Pennsylvania State University, University of Wisconsin-Madison, and Tsinghua University.
- Ba, S. (2009). "Strengthening the supervision of the shadow banking system (in Chinese)", *China Finance*, pp. 24-25
- Chang, S., Peng, H., and Wang, Y. (2014). "The promotion of China's shadow bank on economic growth and its empirical test(in Chinese)", *Financial Economics*, pp. 129-131
- Claessens, Stijn and Lev Ratnovski, "What is Shadow Banking?", IMF Working Paper, 14/25.
- Du, Y. and Gu, H. (2010). "Shadow banking system and financial crisis(in Chinese)", *Audit and Economic Reasearch*, pp. 82-87.
- Ehlers, T., Kong, S., Zhu, F. (2018). "Mapping shadow banking in China: structure and dynamics", Unpublished working paper, Bank for International Settlements.
- Engle, R. F. and Granger, C. W. (1987). "Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing", *Econometrica*, 55(2), pp. 251-276.
- He, D. and Zeng, L. (2009). "Shadow bank system and financial system stability(in Chinese)", *Economic Management*, 11, pp. 20-25.
- Huang Xiaowen (2020). "A Study on Shadow Banking Scale

- and Risk in China”, Beijing Jiaotong University.
- Kun-feng, S. Y. X. (2013). “The development of shadow banking and the Chinese economic growth(in Chinese)”, Financial Forum, 3.
- LI, Y. (2019). “Shadow banking and financial development Evidence from a China”, 이화여자대학교, 석사학위논문.
- Lu, X. (2014). “Comparative analysis and enlightenment of China-U.S shadow banking system(in Chinese)”, International Financial Research, pp. 55-63.
- Noeth, B. J. and Sengupta, R. (2011). “Is shadow banking really?”, The Regional economist, 10, pp. 8-13.
- Reuters (2013). “Fitch warns on riskd from shadow bankinf in China”.
- Songwanich, S. (2014). “Shadow Banking poses problems for China”, The Nation.
- Xu, Y. (2012). “The emergence and influence of China’s “shadow banking” (in Chinese)’, Financial market, pp. 67-70.
- Zhu, Haibin, Grace Ng, and Lu Jiang (2013). “Shadow banking in China”, J.P.Morgan Chase Bank-Economic Reaearch Note.
- Zhu, Grace (2013). “Chinese Think Tank Puts Shadow Banking at 40% of GDP”, Wall Street Journal-China Real Time Blog.
- Zhuo Chen, Zhiguo He, Chun Liu (2020). “The financing of local government in China: Stimulus locan wanes and shadow banking waxes”, Journal of Financial Economics 137, pp. 42-71.

- 巴曙松 (2013). “从金融结构演进角度客观评估当前的影子银行”, 中国经济时报, 第四期.
- 方先明·谢雨菲·权威 (2017). “影子银行规模波动对金融稳定的溢出效应”, 经济学家, pp. 79-87.
- 高丹 (2020). “中国式影子银行的发展研究”, 河南大学经济学院.
- 郭晔·赵静 (2017). “存款竞争, 影子银行与银行系统风险-基于中国上市银行微观数据的实证研究”, 厦门大学经济学院.
- 姜世超 (2019). “影子银行规模与房地产价格关系的市政检验”, 统计与决策, pp. 153-156.
- 刘煜辉 (2013). “中国式影子银行”, 中国金融, 2013年04期.
- 孙思栋·谈申申 (2018). “影子银行发展与经济波动关系研究”, 中国物价, pp. 35-37+45.
- 万晓莉·郑棣·郑建华和严予若 (2016). “中国影子银行监管套利演变路径及动因研究”, 经济学家第8期, pp. 38-45.
- 王潞 (2020). “影子银行规模与经济增长的关系研究: 基于VAR模型的实证分析”, 商业经济, pp. 186-188.
- 徐书杰·夏云天·杨晴晴 (2018). “我国影子银行的界定与统计体系构建”, 金融理论与实践, pp. 106-111.
- 阎庆民·李建华 (2014). “中国影子银行监管研究”, 中国人民大学出版社, 第一版.

ABSTRACT

A Study on China's Shadow Banking

Gu Ming

Department of business, Graduate School

Pukyong National University

A financial storm hit the world in 2007 when the Subprime mortgage crisis hit the United States. Shadow banking once became a concern for regulators and the International Monetary Fund, and the word shadow banking was also widely known. The Financial Services Commission(FSB) has defined shadow banking as a credit brokerage body that deviates from the regular banking supervision system. The development of shadow banking is closely related to the financial capital system and policy system of each country. Compared with the Shenzhen Bureau, Chinese shadow banking has been delayed in starting work, mainly as the indirect loan category of traditional banks, with a relatively narrow scope of redundancy and a marked consignment

contrast with the Western economy, while Chinese shadow banking has already become a supplement to traditional industrial banks: trust loans, consignment loans, interest-free banks, promissory notes, etc. For now, however, the degree to which shadow banking has had an impact on China's economic development continues to expand. Some people think that shadow banking may have a negative impact on China's financial development and destroy the traditional gold system. Others think shadow banking is beneficial to the existing financial system. Shadow financing can boost a country's market economy while also bringing related systematic risk. But at the same time, we must know that shadow banking is very necessary to develop and exist in any country. In this study, the size of shadow banking was analyzed whether the long-term impact of the economy (including gross domestic product, money supply, price index, and unemployment rate) was balanced and the dynamic relationship between variables was determined through the VAR model, and it was found that the size of shadow banking had a significant impact on GDP, our economy and the unemployment rate in our country.

Key words: shadow banking, china economy, people's bank, financial market