



대차대조표 경기후퇴에 대한 대응방안

최 공 필 (상임자문위원, 3705-6340)

〈요 약〉

- 최근 우리나라의 민간가계부채는 일본의 경우와 흡사하게 점차 정책대응이 어려운 대차대조표 경기후퇴(balance-sheet recession)의 요인으로 부각되고 있음. GDP대비 가계부채의 규모 자체가 이미 높아져 있으며, 상환구조면에서 대내외 충격에 취약한데다, 글로벌 차원의 디레버징과 맞물려 시장차원의 조정이 어려운 심각성을 안고 있음.
- 특히 우리나라의 경우 민간 보유자산의 80%가량이 부동산으로 구성되어 소비흐름을 유지하기 위한 자산처분이 필요하지만 조정과정에서 자산가격 급락과 시스템 차원의 금융경색, 그리고 장기적 경기침체를 자초할 가능성이 높은바 자산가치 급락은 자산보유 계층에게 과중한 부담과 부의 피드백(negative feedback)을 강화시키고 전면적 내폭과정(implosion)을 초래하면서 소득 격차보다 심각한 자산 양극화의 원인이 될 수 있음.
- 대내외 여건상 대응여력이 제한된 가운데 현재 우리가 취할 수 있는 선택은 본격적 대차대조표 경기후퇴의 핵심 사안으로 부각되는 중산층의 부채-자산 갭 확대를 다양한 방식으로 억제함으로써 자산가치의 급락을 방지하는 것임.
- 따라서 정부는 정부주도로 진행된 스웨덴식의 은행 중심 민간 채무조정을 통해 내폭과정 촉발을 지연시켜야 함. 특히 부실대출매입을 위한 민관투자펀드(PPIF:private public investment fund)를 조성·운영하여 자금흐름의 장애요인을 속히 제거하는 방식을 검토할 필요가 있음. 동시에 부채상환부담의 증가로 줄어든 민간수요의 보완차원에서 재정지출의 제한적 확대를 병행해야 함.



우려되는 대차대조표 경기후퇴

우리나라의 가계부채는 단순한 부채규모의 문제가 아니라 글로벌 차원의 부채감축 노력과 맞물려 정책대응 여력이 제한적이고 대차대조표의 완만한 조정을 위해 부채를 대신할 수 있는 대응수단이 없다는 점이 심각한 문제이다.

향후 성장률의 하락세가 예상되면서 과잉부채에 대한 조정 부담의 증가와 더불어 자산가치 하락을 동반하는 전형적 대차대조표 경기후퇴(balance sheet recession)의 가능성이 높아지고 있다. 소위 대차대조표 경기후퇴는 자산가치 급락으로 인해 대차대조표상 자산과 부채의 갭이 급격히 커지면서 금융경색이 실물경제를 압박하는 조정 충격(deleveraging shock)이다. 즉, 정책효과의 전달경로가 경색되는 이례적인 상황이므로 전통적인 거시정책 수단이 무력해지기 쉽다. 특히 현재는 전세계적으로 디레버리징이 진행되고 있어 대차대조표 경기후퇴의 파장은 장기간 지속될 여지가 크다. 무엇보다도 부채과잉상태에서는 자산처분 자체가 자산과 부채의 갭을 더욱 확대시키면서 내생적 유동성(endogenous liquidity) 축소를 통해 실물과 금융의 연쇄 동반위축을 초래하게 된다. 더욱이 부채상환부담에 시달리는 민간부문이 더 이상 빚을 늘릴 수 없는 상황에서 거둬들인 양적완화(Quantitative Easing)는 유동성 함정과 맞물려 유효한 정책수단이 될 수 없다. 특히 과거와는 달리 전세계가 비슷한 여건이므로 유동성 함정에 빠질 경우 성장회복을 통한 인플레이션 수반 탈출작전(growing-out)도 무의미하다.

무엇보다도 우리나라의 가계부채는 이제 대차대조표 경기후퇴의 핵심요인으로 부각되고 있다. 전세계적으로 공공채무의 증가가 과도한 민간부문의 채무증가에서 초래된 점을 감안하면 민간부채 관리의 시급성은 명약관화하다. 그러나 불행히도 지금은 과잉부채상황을 벗어나기 위한 선택의 폭이 거의 없는 상태이다. 글로벌 차원의 부채감축 노력과 더불어 시장여건이 경색되어 있는 데다 추가적인 부채감축 노력 자체가 상황을 더욱 악화시킬 수 있기 때문에 자산·부채간의 갭을 줄이기 위한 채무조정은 매우 어렵다.

수출경쟁력과 환율안정이 중요한 신흥시장의 경우 문제는 더욱 복잡해진다. 대외 경쟁력 유지를 위해 수출의존적 경제는 환율안정에 치중하게 되므로 부채·디플레이션 국면하의 수요감소와 인플레이션 동반현상이 가계부적으로 전가되기 쉽다. 문제는 당장의 성장동력을 보호하느라 서민경제가 추가적인 조정부담의 충격(인플레이션) 그리고 이후의 디플레이션 위험에 그대로 노출된다는 점이다. 선진시장의 포트폴리오 조정여파가 자체조정여력이 더욱 제한적인 신흥시장을 강타하게 되는 것이다.

따라서 현재 취할 수 있는 선택은 단순한 증상완화노력에서 한걸음 더 나아가 민간채무조정에 초점을 맞춘 전반적 정책조율을 통해 핵심담보의 부실화를 방지하는 것이다. 채무조정이 어려울수록 부작용이 큰 거시적 차원의 조정에 의존할 수밖에



없다. 부채상환부담으로 인해 심화되는 유동성 위축을 재정지출을 통해 조절해나가면서 자산가치 하락으로 초래된 자산·부채의 갭을 관리해야 중산층 붕괴라는 파국을 막을 수 있다.

현실진단과 대응방향

이미 우리나라의 가계부채는 글로벌 차원의 디레버리징하에서 상당한 부실화 위험에 노출되어 있다. 2005년부터 2011년까지 가계부채(가계대출+판매신용)는 연 평균 9%대의 빠른 증가세(2005년 말 대비 68%증가)를 보였으며 명목GDP대비 비중이 74%(2011년 기준)까지 커지면서 대내외 충격에 취약한 특징을 가지게 되었다. 실제 우리나라의 가처분소득 대비 가계부채 비율은 150%를 상회하여(2010년 기준) OECD 주요 8개국 중에서도 매우 높은 수준을 보이고 있다.¹⁾ 그런데도 불구하고 현 시점에서 우리나라가 세계적으로 안정된 모습을 보이는 이면에는 디레버리징 자체가 지연된 측면이 우선적으로 작용하고 있다. 따라서 향후 포트폴리오 재조정에는 불가피하다. 단, 과거의 대완화기간(Great Moderation)과는 달리 조정 자체가 곧 바로 담보가치의 하락으로 이어질 수 있어 쉽게 접근하기 어렵다. 따라서 향후 부채와 자산의 갭이 커지는 것을 막기 위해서는 보다 포괄적인 다각도의 선제적 접근이 절실하다.²⁾

이미 우리경제가 심각한 국면에 진입한 이상 우리의 정책목표는 현실적이어야 한다. 현재는 조급한 문제해결보다는 조정 이후의 반등을 위한 핵심역량 보호에 초점이 맞추어져야 한다. 그 대상은 중산층과 서민층이 되어야 하는데 이는 축소지향적 균형회복과정에서 부채를 상대적으로 많이 보유하고 있는 중산층 이하의 부담이 상대적으로 가중되어 양극화가 심화될 수밖에 없기 때문이다. 신속한 정부개입을 통해 민간주체의 조정을 최대한 지원함으로써 담보가치의 급락과 부채-자산갭의 급격한 확대를 막아주어야 한다.

현 시점에서 대차대조표간의 갭을 줄일 수 있는 현실적 선택은 보다 적극적인 채무조정과 유동화 및 시장기능 회복이다. 과잉부채와 연관된 디플레이션은 시장 변동성만 키우고 이후의 완만한 조정을 방해할 수 있다. 그런데 이러한 과정에서 참고할 만한 좋은 사례가 있다. 바로 스웨덴 방식에 따른 채무재조정(debt restructuring)이다.

향후 본격화될 디레버리징 부담에도 불구하고 자산-부채간의 갭이 커지는 것을 막아야 자산가격의 폭락과 중산층의 붕괴를 방지할 수 있다.

1) OECD 주요 8개국의 2010년 기준 가처분소득대비 가계부채 비율은 캐나다 146.46%, 프랑스 93.62%, 이탈리아 85.91%, 독일 91.07%, 일본 121.33%, 영국 157.01%, 미국 122.49%로 나타나고 있다.

2) 최공필, 『현가계부채문제 진단과 Covered Bond 활용전략』, 주간금융브리프 <제21권 12호>.



스웨덴식 채무조정

이미 80년대 중반 스웨덴은 신용팽창을 경험했다. 실질주택가격지수는 85년 97.8에서 90년 136.2로 높아졌으며 인플레이션의 급등과 더불어 가계 및 기업부문의 신용공여도 크게 증가했다. 87년과 89년 사이에 가처분소득대비 가계부문의 부채가 116.9%에서 131.5%로 늘어났다. 그러나 이러한 신용팽창 이후 버블붕괴에 따른 상업은행 자산의 질적 저하와 증개기능 위축으로 GDP는 91년에서 93년까지 3년 연속 줄어들었다. 그러나 스웨덴은 위기이후 부실관리를 위한 정부의 적극적 역할로 가계부문의 건강을 되찾았다. 부채/가처분소득비율이 88~89년 130%에서 96년 90%대, 가처분소득 대비 이자지출도 90년 10%에서 97년 5%대로 줄었다. 동기간에 구제비용(bailout costs)도 GDP 대비 6%대에서 2%대로 줄었다.

스웨덴 정부는 민간부문의 부채감축을 위해 확실한 시가평가를 통한 부실자산의 분리작업 및 시장상황에 따른 채무조정 다변화 등의 방법으로 부실자산의 관리에 적극적으로 나섰다.

무엇보다도 중시되는 민간부채 감축의 첫번째 성공요인은 은행을 통한 민간채무 손실의 시장평가와 조기확정(true valuation and write-down)이다. 최대한 신속한 거래가 가능하도록 현실적인 자산가치의 평가가 이루어져서 회복을 위한 후속조치의 역할을 하였다. 이를 위해 당국의 개입이 절대적으로 필요했다. 2009년 미국의 민관공동투자프로그램(Private Public Investment Program for Legacy Assets)이나 대규모 자산구매프로그램(Large Scale Asset Purchase)도 이와 유사한 노력을 통해 민간시장 참여자를 끌어들이므로써 보다 신속한 거래가능 가격파악(price discovery)을 도모했던 예이다. 특히 민간부문 대차대조표상에서 문제를 일으키고 있는 부분을 조기 선별·분리하는 것이 중요했다. 당시 스웨덴 당국은 대손처리를 한 은행부채를 보증하면서 지분을 확보했는데 대표적인 예가 92년도의 Nordbanken지분인수이다. 그 결과 당국은 두개의 은행을 완전 국유화하였으며 전체은행의 25%에 육박하는 지분을 보유하게 되었다. 은행자산은 우량과 비우량자산으로 나뉘어졌는데 비우량자산은 자산운영기금(AMF:asset management funds)으로 이관되었다. 이와 같은 정부주도의 부실자산 분리작업이야말로 금융권의 신뢰를 지키는 가장 중요한 작업이었다. 둘째, 채무조정 방법은 최대한 다변화되었다. 대표적으로 은행지원청(Bank Support Authority)은 93년도에 문제가 되는 대출의 부실규모와 추가 대출여력을 파악하기 위해 설립되었다. 우리나라의 경우 이미 유사기능을 하는 공공기구나 정부주도로 충분히 조율하여 해당 기능을 담당할 수 있을 것이다. 셋째, 이미 어려운 시장에 일시에 과도한 조정부담이 집중되지 않도록 사전적인 배려가 있었다. 스웨덴의 경우 부실자산을 관리하는 자산운영기금은 3년 내에 인수한 부실자산을 처분해야 하는 규정적용에서 제외시켜 시장상황 악화시의 매물급증 부담을



사전에 완화하였다. 이러한 예외규정 덕분에 점차 시장기능이 회복되면서 포괄(blanket)보증은 96년 철회되었다. 단, 정부부문에 이로 인한 여파가 미쳐서 스웨덴 정부는 순차입자로 전환하였으며 공공채무는 90년대 GDP의 42.7%에서 3년 뒤 72%로 늘어났다. 정부가 부실자산의 관리에 적극적으로 나선 결과이다. 그러나 당시의 개입은 단순한 추가 유동성 공급이 아닌 채무조정을 지원하기 위한 개입이었다. 당국의 증상완화적 조치가 아닌 선제적이고 적극적인 부실관리로 이후의 도약을 위한 토대가 마련된 것이다.

스웨덴의 경험은 은행부문의 부실채권정리를 통한 민간채무조정의 구체적인 사례이다. 조기 부실처리와 이를 반영한 거래가격을 파악하고, 이에 기초한 자산분리 및 재평가작업을 통해 이전된 부실채권을 담보로 유동화하며 이를 중앙은행이나 투자기금이 사들여서 일정기간을 거친 이후 되팔아서 정상화를 하면서 과도한 조정부담의 일시 집중으로 초래된 대차대조표 경기후퇴국면의 불편한 조정과정을 완만하게 이끌어낼 수 있었던 것이다.

민간채무조정과 병행·후속조치

대차대조표 경기후퇴를 피하기 위한 가능한 정책 대응은 시장충격을 최소화하면서 자산부실화의 뇌관으로 작용할 수 있는 다양한 연결고리를 신중하게 제거하는 것이다. 대응의 관건은 부채-자산갭의 확대를 줄이면서 자산가치 급락을 방지하는 것이다. 일단 중요한 작업은 건전자산을 부실자산의 전염으로부터 격리하는 것이다. 이를 위해 우회술(by-pass surgery)이 절대적으로 필요하다. 얼마만큼을 부실로 인식하여 분리시킬 것인가에 대한 판단은 민간주체의 시장참여를 적극 유도하여 해결할 수 있다. 금융경로가 전체적으로 경색되는 것을 방지하고 악순환이 강화되는 것을 저지하려면 자산가치가 안정될 수 있는 부문으로의 자금흐름을 강화해야 한다. 분명한 사실은 은행의 부실자산을 정부가 사들여서 배드뱅크식으로 관리하면 일단 당장의 가계부문 자산가치 하락 위험과 과중한 이자부담에서 벗어날 수 있다는 것이다. 거시적으로 일시에 가치가 저평가된 자산을 격리시킴으로써 대차대조표상의 갭이 확대되는 과정을 차단하고 유동성 축소와 실물침체, 담보가치 급락의 악순환에서 벗어날 수 있다. 우리의 경우 현실적으로 은행과 자산관리공사(KAMCO)를 통해 부실자산 이전 및 유동화, 일정 한도내의 부채 화폐화(debt monetization)를 추진하는 것이 바람직하다. 일단 이전된 부실자산은 예외규정을 적용하여 장기간에 걸쳐 처리할 수 있도록 하면서 구조화된 유동화를 통해 자금회수에 나서야 한

문제는 전례없던 자산가치 하락이 금융과 실물 동반침체라는 시스템 위험을 높이는 데 비해 대응수단이 여의치 않다는 점이다. 더욱이 상황인식에 대한 공감대형성 지연으로 정부차원의 개입 자체가 여의치 않다는 점으로 인해 적시 대응이 어려운 상황이다.

정부는 한계차입자와 취약계층에 대한 현실성 있는 대책을 강화하고, 대내외 충격으로 인해 핵심 담보자산가치가 추락하지 않도록 위험을 사전에 분산시켜야 한다.



다. 또한 주택자산의 경우 시장여건에 맞는 현실적인 환매 옵션조건을 부가할 경우 도덕적 해이 없는 소유권 보호효과도 기대할 수 있다. 무엇보다도 손실실현 정도(haircut)의 파악과 환매조건의 조율노력은 시장기능을 회복하는 데에도 효과적일 수 있다.

결국 정책 대응의 기본 원칙은 시스템 차원으로 확대된 위협으로 인해 개별 민간 주체들의 위협감당 능력이 소진된 점에 대해 정부가 적극 대응함으로써 시장기능의 전면 경색을 방지하는 것이다. 개별적으로 시스템 차원의 과도한 채무부담을 감당 시키는 것보다는 위험분산과 손실분담차원에서 정부가 일정 부분 나서는 것이 효율적이고 타당하다. 이러한 일련의 조치는 가격하락의 폭을 줄이는 데 도움이 될 것이며 이를 통해 민간부문 대차대조표상의 자산·부채간의 갭이 확대되는 것을 방지하면 일정기간 후 자산시장이 점차 회복될 것이다.

미래지향적 대응방안

위와 같은 민간채무조정이 현 상황 극복의 핵심임에도 불구하고 도덕적 해이문제나 형평성 관련 논란, 책임소재파악의 어려움, 비관적 시장기대 등으로 기대효과는 제한적이 될 것이다. 그러나 엄연한 사실은 민간채무조정이 실패하면 대차대조표 경기후퇴로 진입할 수 있다는 점이다. 그러므로 채무조정카드 외에도 전향적인 우회전략을 병행구사하여 현 상황에 대처해야 한다. 무엇보다도 민간참여자에 대한 인센티브 부여 등으로 부실자산에 대해 정부와의 공동투자를 유도함으로써 사후처리차원의 대응구도에서 벗어날 수 있다(초기 부실자산이전과 유동화 이후의 자산매입포함). 따라서 향후 조정의 핵심사안은 자산가치의 변동위험을 대규모 부실내지 잠재부실 자산의 분리작업(ring-fencing)을 통해 최대한 사전적으로 줄여가는 것이다. 즉, 과거와 다른 originate-and-hold 방식의 증권화와 유동화를 통해 대차대조표 조정을 이루어내는 것이다. 이를 위해 시장유동성이 빠르게 경색되는 시장을 방지하지 말고 정부 스스로 시장메이커로서의 기능을 수행해야 한다.

민간부문의 채무관리의 핵심은 부채와 자산간의 갭이 늘어나지 않도록 하는 것이다. 관건은 부실화의 뇌관을 제거하고 우리경제의 근간인 금융기능 보호를 위한 핵심담보자산 가치를 안정시키는 것이다. 이를 위해 첫째, 부실징후가 전체로 파급되지 않도록 한계차입자들에게 포괄금융(inclusive finance)을 확대 적용해야 한다. 이 부분이 여의치 않을 경우 우리가 스스로 감내하기 어려운 레버리지 구축의 대가를 가장 취약한 부분의 조정을 통해 해소하는 결과를 경험해야 할지도 모른다. 그렇기

한계차입자의 부실징후가 전체로 파급되지 않도록 포괄금융의 적용을 확대하고 새로운 방식의 자산유동화를 통해 선순환의 자금흐름을 살려야 한다.



때문에 취약부문에 대해 사전적인 대비를 강화하는 노력이 필요한 것이다. 또한 유동화의 기초여건인 시장 안정을 위해 취약계층을 대상으로 고용연계대출 및 자산형성지원 프로그램을 적극 개발해서 시행해야 한다. 둘째로는 기초자산 가격의 안정에 필요한 부동산 금융을 활성화하기 위해 가장 안전한 형태의 담보부 유동화증권인 커버드 본드를 발행·유통시켜 부동산 시장의 장기침체를 막는 것이 필요하다. 단, 부실의 조기실현은 유동화에 필요한 안정적 시장여건 확보에 절대적으로 필요하다. 셋째, 선진시장의 조정여파가 신흥시장에 전가되는 현실을 감안하여 향후 환위험관련 충격을 극복하고 민간보유 포트폴리오의 국제화로 개방환경에 적절히 대응해야 한다. 이를 위해 인덱스표시 커버드 본드와 같은 우량준비자산(reserve asset)공급에 적극 나서야 한다. 지금은 고령화를 대비하기 위한 포트폴리오 재편에 적절한 시점이므로 만기구조를 다양화하고 환위험을 제거한 역내지수표시의 각종 채권(regional index-based bond)을 발행하고 이를 운용하는 데에 보다 적극적인 자세를 보여야 한다.

이상에서 설명한 부실차단, 유동화, 새로운 금융자산 공급이라는 세가지 노력은 현재 과도하게 위험이 편중되어 있는 민간부문 대차대조표의 조정을 위해 필수적인 사안들이다. 또한 이와 병행하여 포트폴리오 재균형작업(rebalancing)을 통해 갈 곳을 상실한 시중자금을 교육, 의료, 복지부문의 생산성 제고와 고용에 집중적으로 활용해야 한다. 즉, 유동화로 확보된 재원을 지식기반 경제의 구축과 비교역재부문의 투자에 적극 활용해야 한다. 또한 금융접근성 제고를 위한 포괄적 금융과 새로운 방식의 자산유동화를 통해 선순환의 자금흐름을 살려야 위험관리와 투자 및 고용창출도 가능해진다.

이상의 접근방법이 조기에 구체화될 경우 전면적인 대차대조표 경기후퇴상황은 피할 수 있다. 다양한 금융자산공급과 금융배제완화를 통한 부실차단을 통해 일시적으로 집중된 조정부담을 완화함으로써 수반되는 양극화의 고통도 완화할 수 있다. 결과적으로 시장소화가 가능한 상·하향위험에 대한 분담구조를 활용하여 각종 민간회사와 연기금이 참여하는 민관공동펀드를 조성하고 운영하여 민간부문 대차대조표상의 압박을 속히 완화시켜야 한다. 민관이 공동 참여하는 신속한 채무재조정과 자산재평가에 기초한 유동화는 심각한 대차대조표 경기후퇴의 가능성에 직면해 있는 상황에서 우리가 취할 수 있는 최선의 선택이다. **KIF**

시장을 통한 조정이 어려운 때에는 거래가능한 여건 조성을 통해 부실자산을 분리해서 처리하는 기능을 정부가 대신 해주어야 함. 도덕적 해이에 대한 부담보다는 자산편중이 시스템 차원에서 진행된 부분에 대한 보정차원의 개입이 강조되어야 하는 상황이다.