토론회

기업구조조정을 위한 한국판 양적완화, 실현가능성은?

| 일 시 | 2016년 4월 27일(수) 오전 10시

| 장 소 | 서울시 NPO지원센터 주다(2F)

| 주 최 | 바른사회시민회의

바른사회시민회의
바른사회
CITIZENS UNITED FOR BETTER SOCIETY

회 순

▪ 사 회

- 최 창 규 (명지대 교수)

▪ 패 널

- 양 준 모 (연세대 경제학부 교수)

- 오 정 근 (건국대 금융IT학과 특임교수)

- 조 동 근 (명지대 경제학과 교수)

▪ 질의·응답

▪ 폐 회

목 차

■ 토 론 문

한국형 양적완화에 대해
: 양 준 모 (연세대 경제학부 교수)

한국판 양적완화 통화정책 논쟁
: 오 정 근 (건국대 금융IT학과 특임교수)

나무가 아닌 숲을 보는 구조개편을 해야
: 조 동 근 (명지대 경제학과 교수)

<정책토론회> 기업구조조정을 위한
한국판 양적완화, 실현 가능성은?

패널토론

[토 론①]

한국형 양적완화에 대해

양 준 모

연세대 경제학부 교수

1. 한국형 양적완화의 내용

■ 목적

- 한국은행이 주택금융공사가 발행하는 주택담보대출증권을 인수해 대출 원리금 상환을 20년 장기분할 방식으로 바꾸고, 한국은행이 산업은행 채권을 인수함으로써 기업 구조조정의 활성화를 도모

■ 현황

- 현재 한국은행과 정부가 출자하여 한국주택금융공사를 설립하고, 자본금 증액을 통해 한국주택금융공사의 발행 채권 규모를 증가시킬 수는 있으나, 이 경우 발행 한도가 만족스럽지 못함.

- 더욱이 채권 발행이 증가함으로써 발생할 수 있는 장기채 금리 인상 등 부작용이 우려됨

- 산업은행 채권의 발행을 증가시키는 데에도 한계가 있음.

- 또한 한국은행법에 의해 한국은행은 정부가 보증한 채권만을 인수하도록 되어 있어 경제 현안을 풀 수 있도록 적극적으로 자금을 공급하는 데에는 한계가 있음.

■ 문제점과 해결방법

- 한국은행법 제 76조(정부보증채권의 직접인수)에서 한국은행의 인수 대상 채권을 정부가 원리금 상환을 보증한 채권에 국한하고 있어 문제점 발생

- 정부의 보증은 국가채무의 증가로 이어지게 되어 국가신인도 문제 등 다른 문제를 야기할 수 있기 때문에 한은법의 개정을 통해 직접 인수

■ 기대효과

- 한국형 양적완화로 구조조정 활성화 기대

  ○ 산업은행 등에서 부실채권에 대한 충당금은 이미 쌓아 놓은 상태이지만 실제 구조조정 시 자산 평가와 고용 문제로 인해 매각이나 구조조정이 어려움

  ○ 따라서 부실채권을 일정한 비율로 haircut를 하고 유동화시킴으로써 향후 발생하는 불확실성을 제거

- 가계대출의 안정화

  ○ 우리나라 가계 대출이 아직도 balloon loan의 형태로 운용되는 비율이 높아 안정성에서 취약하고 금리 인상 시 발생할 수 있는 자산시장에서의 전염효과도 매우 큰 것으로 판단됨.

  ○ 현재 가계부채는 연 가처분소득의 140% 정도로 현재의 이자율(3%)을 가정할 때, 매월 가처분 소득의 9.3%를 저축할 때, 20년 내에 갚을 수 있는 상황임.

  ○ 따라서 이를 20년 원리금 상환 대출로 전화시킴으로써 가계부채 안정성 향상을 기대

- 한국형 양적완화로 금융기관의 경영 안정에 도움을 줄 것으로 보임.

  ○ 특히 구조조정 자금은 은행들이 보유한 부실채권의 불확실성을 줄여줌으로써 금융안정에 도움

  ○ 한국은행의 설립목적이 금융시장의 안정에 유의해야한다는 점에서 이번 한국형 양적완화를 적극 검토할 필요

< 한 국 은 행 법 >

제1조(목적)
① 이 법은 한국은행을 설립하고 효율적인 통화신용정책의 수립과 집행을 통하여 물가안정을 도모함으로써 국민경제의 건전한 발전에 이바지함을 목적으로 한다.
② 한국은행은 통화신용정책을 수행할 때에는 금융안정에 유의하여야 한다.

제4조(정부 정책과의 조화 등)
① 한국은행의 통화신용정책은 물가안정을 해치지 아니하는 범위에서 정부의 경제정책과 조화를 이룰 수 있도록 하여야 한다.
② 한국은행은 통화신용정책을 수행할 때에는 시장기능을 중시하여야 한다.

제75조(대정부 여신 등)
① 한국은행은 정부에 대하여 당좌대출 또는 그 밖의 형식의 여신을 할 수 있으며, 정부로부터 국채를 직접 인수할 수 있다.
② 제1항에 따른 여신과 직접 인수한 국채의 총액은 금융기관과 일반에 대하여 정부가 부담하는 모든 채무를 합하여 국회가 의결한 기채(起債) 한도를 초과할 수 없다.
③ 제1항에 따른 여신에 대한 이율이나 그 밖의 조건은 금융통화위원회가 정한다.

제77조(정부대행기관과의 여신·수신업무)
① 한국은행은 정부대행기관의 예금을 받고, 이에 대하여 대출할 수 있다.
② 제1항에서 "정부대행기관"이란 생산·구매·판매 또는 배급에 있어서 정부를 위하여 공공의 사업 또는 기능을 수행하는 법인으로서 정부가 지정한 법인을 말한다.
③ 제1항에 따른 대출은 그 원리금 상환에 대하여 정부가 보증한 경우로 한정한다.
④ 금융통화위원회는 한국은행의 정부대행기관에 대한 대출이율이나 그 밖의 조건을 정한다.

2. 해외사례: 양적완화의 효과

가. 양적완화 통화정책

■ 개념

- 대부분의 나라의 통화정책이 금리 중시의 통화정책을 실시하고 있으나, 시장의 불확실성이 커지고 제로 금리의 상태 또는 단기명목 금리가 정책금리로서 기능하지 못할 때 일시적으로 양적지표를 기준으로 통화정책을 운영하는 것.

- 핵심요소
  - ○ 일시성
  - ○ 유동성 함정 등의 특수성
  - ○ 금리의 기간구조 변화

- 종류
  - ○ 신용 완화적 QE: 중앙은행의 자산 및 부채 규모 확대로 금융시장 전반의 신용 위험 축소

  - ○ 질적 QE: 중앙은행의 자산 및 부채 규모를 확대하지 않고 자산 구성만을 변동시켜서 금융시장에 개입

나. 일본의 사례

■ 1차 양적완화

- 도입 시기
  - ○ 2001년 3월 19일 도입 ~ 2006년 3월 9일 해제

- 도입배경
  - ○ 정책금리인 콜금리 목표를 제로수준까지 인하했으나 통화가 늘지 않는 유동성 함정에 직면

- 도입방법
  - ○ 일본은행의 당좌예금(지급준비금) 잔액 목표를 제시하고 목표 수준을 지속적으로 상향 조정
  - ○ 도입초기 4조 원에서 지속적으로 상향
  - ○ 단기자산매입확대: 1년물까지 제로금리
  - ○ 장기국채 매입 상향

- 출구전략
  - ○ QE의 해제요건을 사전에 공표함으로서 시장 충격 완화
  - ○ 해제 선언 후 유동성 흡수조치를 사전에 실시
  - ○ 금리 인상은 유동성을 상당히 흡수한 이후 실시

다. 미국의 양적완화

■ 1차 양적완화

- 2008년 11월 25일 발표
○ FRB는 1,000억 달러 규모의 정부보증모기지채권(GSE direct obligations)
○ 5,000억 달러 규모의 모기지유동화증권(MBS)
○ 2000억 달러의 TALF(term asset backed loan facility)

- 2008년 12월 16일 발표
○ 연방기금금리를 종전 1.00%에서 0~0.25%로
○ 양적완화 전환

- 2009년 1월 28일 발표
○ 장기채 매입을 통한 양적완화 정책을 본격추진

- 2009년 3월 18일 발표 향후 6개월 동안 3,000억 달러 규모의 장기국채 매입

- 1차 양적완화는 2010년 1분기에 끝났으며 총 1조 7,000억 달러가 투입

■ 2차 양적완화

- 2010년 11월 3일 발표
  - ○ 6개월간 6,000억 달러 규모의 추가양적완화(QE2)를 시행
  - ○ 2차 양적완화는 2011년 6월 30일 종료

■ 3차 양적완화

- 2012년 9월 13일 발표
  - ○ 매달 400억 달러규모의 주택담보부증권(MBS) 매입
  - ○ 초저금리 기조도 2015년 중반까지 6개월 연장.

- 2012년 12월 13일 FOMC는 매달 450억 달러규모의 미국 국채를 추가로 사들여 매달 채권매입 규모를 850억 달러로 확대

라. 기대효과

- 신호경로: 향후 지속적 시행이 신뢰될 경우 장기 채권의 이자율 하락

- 듀레이션 위험 경로: 듀레이션이 긴 자산에 더 큰 영향

- 유동성 경로: 유동성 프리미엄 감소

- 안정성 프리미엄 경로: 시장에서 안전한 채권 유통이 감소하면서 Baa 채권과 Aaa

- 채권의 스프레드 증가

- 위험 프리미엄 경로: MBS 구입 증가로 다른 채권에 비해 MBS 수익률 감소

- 신용위험 경로: 신용 위험의 가격과 규모 감소

- 인플레이션 경로

3. 우리나라 현 상황에서의 ‘한국형 양적완화’의 의미

가. 거시 경제적 통화정책의 의미

■ 현 거시 경제 상황에서 금리 인하의 가능성

- 현재의 물가 목표의 달성 가능성과 경기 상황
  ○ 경기상황은 지속적으로 불황국면에 있음.
  ○ 소비, 투자, 심리 등 거의 모든 요소가 경기 불황 신호

-	15.3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	16.1	2	3
종합경기(전망)	103.7	97.5	99.4	96.4	84.3	89.6	95.1	101.2	95.9	97.5	93.2	86.3	98.3
종합경기(실적)	101.5	101.3	95.6	79.9	88.4	86.6	96.1	97.2	95.5	95.5	92.1	87	-

<출처: 전경련>

○ 물가는 물가상승률 목표 미달

	2015							2016		
	6	7	8	9	10	11	12	01	02	.03
소비자물가상승률 (전년동월비) (%)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.9	1	1.3	0.8	1.3	1
소비자물가상승률 (전월비) (%)	0	0.2	0.2	-0.2	0	-0.1	0.3	0	0.5	-0.3
소비자물가지수 (2010=100)	109.84	110.04	110.22	110.04	110.05	109.92	110.21	110.26	110.76	110.46

<출처: 한국은행>

- 대외적 불확실성과 정책적 대응 수단
  ○ 금리를 적정수준으로 유지함으로써 하방 위험 강화 시 금리 인하로 대응할 필요성

- 교역재와 비교역재 물가

항 목 명 1	식 료 품	
단위	%	%
가중치	130	130
변환	전년동기대비증감률	전년동기대비증감률
년 \ 월	2015	2016
1	1.9	1.6
2	1.5	3.5
3	0.5	3.2
4	0.4	
5	2.2	
6	2.8	
7	2.4	
8	2.2	
9	0.9	
10	1.9	
11	1	
12	1.9	

<출처: 한국은행>

나. 한국형 양적완화와 질적 완화

■ 한국형 양적완화의 이해

- 금리가 제로금리가 아니기 때문에 양적완화는 금리의 기간구조 왜곡 가능성

- QE로 이해될 수도 있음.
  ○ 중앙은행이 위험을 안고, 금융기관의 건전성 강화 방안

■ 자산유동화 증권의 인수와 구조조정

- 금융기관의 자산 유동화에 도움

■ 자산유동화 증권의 인수와 시장 중립화

- 채권인수 만큼 양질의 채권을 발행함으로써 리스크 프리미엄의 축소 도모도 가능

다. 국채 발행과 통화화

■ 국채 발행이나 정부 보증 시에는 국가채무 증가로 국제 신인도에 영향 가능성을 검토

- 현행법 상 한국은행이 인수할 수 있는 채권은 국채와 정부 보증채에 국한돼 있음.
  - ○ 정부 보증 시 문제가 한국은행의 상기 채권의 인수에 지장이 없음.
  - ○ 만약 한은법의 개정과 함께 국회 동의로 국가채무 확대를 검토할 필요

■ 국가 채무가 선진국보다는 적은 규모이지만 최근 급증하고 있어 국가채무 관리에 유념할 필요

■ 한국형 양적완화로 국채의 통화화 현상은 제한적

- 한국형 양적완화가 일반적 국채 매입이 아니라 특정 구조조정 관련 채권으로 한정되어 있어 국채의 통화화 현상은 제한적

- 한국형 양적완화는 일시적으로 단기간에 걸쳐 실시해야 함.

- 한국형 양적완화는 현재 금리 수준을 유지하면서 오히려 질적 완화로 명명하는 것이 바람직.

[토 론②]

한국판 양적완화 통화정책 논쟁

오 정 근

건국대 금융IT학과 특임교수

한국판 양적 완화 통화정책 논쟁이 대두되고 있다. 총선과정에서 강봉균 새누리당 공동선대위원장이 경제성장률을 3% 이상으로 유지하기 위해 제기한 '한국판 양적완화(QE)' 통화정책의 내용은 두 가지다.

하나는 기업구조조정이 초미의 과제이므로 산업은행이 기업구조조정 선도 과정에서 신규 자금 공급능력을 확대할 수 있도록 한은이 산은채권을 인수해야 한다는 것이다.

둘째는 한은이 주택담보대출증권도 직접 인수해 주택담보대출 상환 기간을 20년 장기분할상환제도로 전환해야 한다는 것이다.

작년 한 해만 조선3사에서 8조원의 영업적자가 발생하고 그 여파로 산업은행도 1조 9천억 원의 영업적자가 발생하는 등 급증하고 있는 기업부실과 그에 따른 금융부실 증가추세를 고려해 볼 때 기업부실이 중요한 과제임은 두 말할 필요가 없다.

그러나 산은채권을 인수해 산은이 기업구조조정을 주도하게 하는 데는 여러 가지 문제가 적지 않다.

우선 산은이 기업구조조정을 지연시켜오면서 문제를 키워온 것은 물론 심지어 기업부실조차도 제대로 파악하지 못하면서 낙하산인사들 마저 대거 부실기업 고위직에 임명해 왔던 도덕해이 문제, 이해상충 문제 등의 과정을 보면 산은채권 인수는 기업구조조정은 안되면서 밑빠진 독에 물 붓는 격이 될 우려가 적지 않다.

산은채권을 직접 인수하기 보다는 부실기업채권 매입을 위한 부실채권정리기금의 채권이나 부실여신으로 자본건전성이 훼손된 금융기관의 자본보전을 위한 예금보험공사 채권을 매입하는 대책이 바람직해 보인다.

주택담보대출증권 인수는 미(美)연준에서 주택경기 부양을 위해 채택했던 양적 완화 통화정책으로 침체지속하고 있는 주택경기와 주택거래부진으로 주택담보대출을 갚지 못하고 있는 하우스푸어 문제를 고려할 때 전향적으로 검토할 만한 대책이다. 지금 호미로 막지 않으면 나중에 가래로도 못 막는 사태가 올 수도 있다.

미(美)연준은 자산가격폭락을 방치할 경우 대공황이 재연될 수도 있다는 판단 하에 1차 양적 완화정책(2009.3-2010.3)에서 1조 4500억 달러, 3차 양적 완화정책(2012.0-2013.12)에서 6400억 달러의 주택저당채권을 매입했다.

그 결과 미국주택가격은 글로벌 금융위기 이전 수준을 완전히 회복해 주택거래가 활성화되면서 주택대출 등 가계대출이 상환되어 글로벌 금융위기 시 135%였던 가처분 소득대비 가계부채비율이 105%로 낮아지면서 소비가 살아나 경기가 회복되었다.

글로벌 금융위기 시 143%였던 동 비율이 최근 170% 수준까지 상승해 소비를 짓누르고 있는 한국과는 대조적이다.

2008년 9월 15일 리먼브라더스가 파산하자 이의 심각성을 간파한 미(美)연준은 가장 먼저 한 달 뒤 10월에 제로금리정책을 도입하고 2009년 3월부터 국채와 주택저당채권을 매입해 돈을 푸는 양적 완화 통화정책(QE)에 돌입했다.

영국도 2009년 3월부터 제로금리와 양적 완화 통화정책에 가담했다.

유럽중앙은행도 2011년 발생한 재정위기에 대응해 11월부터 장기대출(LTRO) 규모를 확대하는 등 확장적 통화정책을 추진했지만 경기회복이 더디고 디플레이션 우려가 지속되자 시중은행의 중앙은행 예금금리를 2014년 6월 처음으로 마이너스인 -0.1%로 낮췄으며, 9월 -0.2%, 2015년 12월 -0.3%로 잇달아 인하한 데 이어 금년 3월 10일 다시 -0.4%로 내렸다.

2015년 3월에는 매월 600억 유로의 채권을 사들이는 방식으로 돈을 푸는 미국식 양적 완화정책을 도입한데 이어 금년 3월 10일 다시 월 800억 유로로 규모를 확대했다.

일본은 잃어버린 20년 장기불황을 탈출하기 위해 2010년 10월부터 국채매입프로그램을 가동하다 2012년 12월 아베 집권과 구로다 일본은행 총재 취임을 계기로 본격적인 양적 질적 완화정책(QQE)을 시작했다.

2016년 1월에는 기준금리를 -0.1%로 낮추어 마이너스 금리대열에 합류하고 연간 60조 엔의 자산을 매입해 오던 양적 완화 규모를 2015년부터는 연간 80조 엔으로 규모를 늘린데 이어 금년부터는 100조 엔으로 늘릴 것으로 전망되고 있다.

2009년 3월부터 시작된 미국 영국의 양적 완화정책과 2010년 10월, 2015년 3월부터 시작된 일본은행과 유럽중앙은행의 양적완화정책 결과 이들 국가들의 GDP대비 본원통화 공급비율이 급증했다.

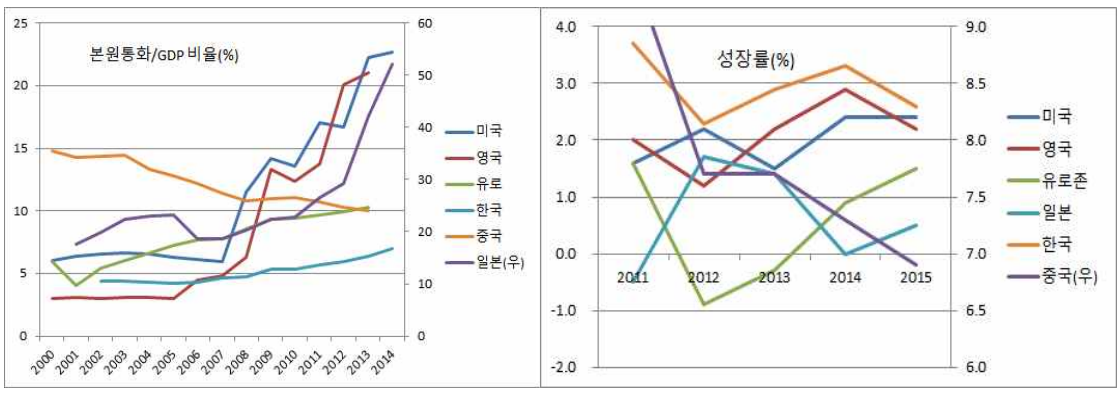
미국 영국은 22% 수준까지, 심지어 일본은 50% 수준까지 급증했다. 반면 유로존 중국은 10% 수준, 한국은 7%대에 머물렀다.

그 결과는 성장률로 나타났다. 1인당 국민소득이 5만 6천 달러대인 미국과 4만 5천 달러 대인 영국은 2015년 성장률이 각각 2.5% 2.2%를 달성하여 잠재성장률 수준인 2.5% 수준에 근접하고 있다.

일본은 양적 완화 정책을 추진했지만 GDP 245%에 달하는 국가부채를 줄이기 위해 2014년 단행한 소비세 인상의 여파로 회복되던 성장률이 다시 주저앉고 있다.

뒤늦게 양적 완화 대열에 합류한 유로존과 확장적 통화정책에 그친 중국은 여전히 성장둔화에 시달리고 있다. 한국도 잠재성장률 수준을 하회하는 성장에 그치고 있다. 이런 일은 처음이 아니다.

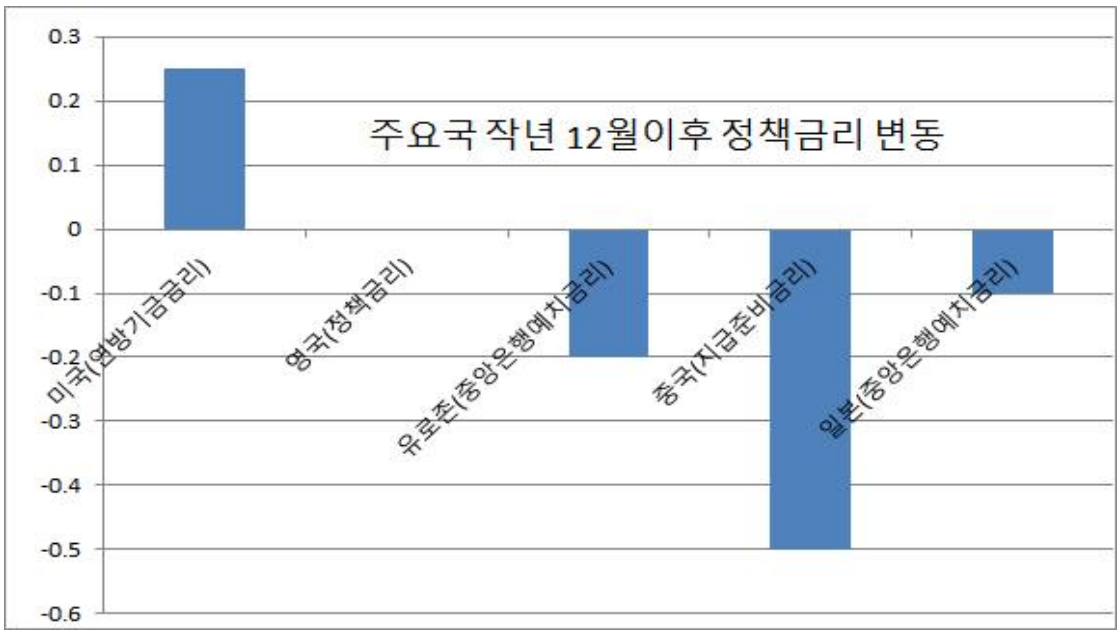
대공황기에 통화량을 엄격히 규제했던 금본위제를 먼저 폐기한 영국 일본 등이 먼저 회복되고 금본위제를 나중에 폐기한 미국 독일 등은 경기회복이 더디었다.



경기회복이 정상궤도에 들어섰다고 판단한 미국은 지난 12월 2008년 9월 이후 유지해 온 제로금리를 중단하고 연방기금금리를 0.25% 포인트 인상했다. 그 여파로 달러화 강세로 수출과 제조업생산이 둔화되자 추가금리 인상이 지연될 것으로 전망되면서 달러화 강세가 일시적으로 수그러들고 오히려 엔화가 강세를 보이는 모습이다.

그러나 실업률이 완전고용으로 간주되고 있는 5.0%보다 낮은 4.9%에 이르고 1월 근원개인소비지출물가상승률이 1.7%에 도달, 연준 목표치인 2%를 내다보게 되어 늦어도 6월에는 추가 금리인상이 가능할 것으로 전망되고 있다.

반면 일본은행 유럽중앙은행은 일제히 마이너스금리를 도입하거나 마이너스금리 폭을 확대하고 중국도 지급준비금금리를 낮추고 유동성을 확대 공급하는 등 주요국 간 통화정책의 대분기 현상이 발생하고 있다.



주요국 간의 통화정책 대분기는 자본이동과 환율 등 국제금융시장을 요동치게 하면서 글로벌 주식 채권시장의 변동성이 높아지고 환율예측을 어렵게 해 글로벌 교역까지 둔화시키고 있다.

한국은 침체하고 있는 국내 경제여건만 고려하면 한국판 양적 완화 통화정책도 고려해야 하지만 미국 금리인상이 예상되는 시기라서 자본유출 우려를 하지 않을 수 없다. 거시건전성 차원의 적절한 대비가 사전에 강구되어야 한다.

양적 완화정책과 관련해 또 하나 중요한 논쟁은 반드시 금리가 제로수준이어야 하는가 하는 점이다. 양적 완화정책은 금리를 낮추어도 기업이나 가계가 통화를 수요하지 않아서 돈이 돌지 않는 경우에 돈이 필요한 부문에 중앙은행이 직접 통화를 공급하고자 하는 정책이다.

지금 한국도 본원통화대비 통화량 비율인 통화승수가 지속적으로 하락하고 있다. 이는 대체로 위기국면에서 불확실성에 대비해 은행과 개인의 현금보유수요가 증가하거

나 금융불확실성에 대비해 MMF 등 단기성 금융자산에 돈을 넣어 두는 경향이 증가하는 시기에 발생하는 현상이다. 1997년 금융위기 시에도 같은 현상이 발생했고 미국에서도 대공황시에도 같은 현상이 발생했다.

이런 시기에는 금리인하만으로는 통화공급이 되지 않아서 경기회복이 되지 않는다. 따라서 이런 시기에는 주택부문 등 돈을 공급하면 경기회복이 될 만한 부문에 중앙은행이 직접 통화를 공급해 경기를 살리고자 하는 통화정책이 양적 완화정책이다.

따라서 반드시 제로금리일 필요는 없다. 충분히 금리를 낮추어도 통화승수가 현저히 하락하는 등 통화공급이 되지 않아 전통적인 통화정책의 효과가 나타나지 않는 경우에 양적 완화정책이 효과를 발휘할 수 있다. 그것이 주택부문 정상화를 위한 주택저당채권매입이나 특정 정부투자정책을 위한 국채매입일 수도 있다. 미국은 이 두 정책을 병행했다.

주요국 간의 통화·금리정책의 차이는 보다 근본적으로는 케인즈가 『일반이론』(1936)을 출간한 이후 지난 80년간 경제학계를 양분해 온 통화·금리 이론의 차이에 연유하고 있다.

케인즈 이전 고전학파 신고전학파 경제학에서는 저축과 투자에 의해 실질금리가 결정되는 것으로 주장되어 왔다. 지금처럼 불완전고용이나 잠재성장 수준에 못 미치는 성장 상태에서는 실질금리를 올리면 저축이 늘어나고 저축은 언제나 투자를 가져온다는 '세이의 법칙'에 따라 투자가 늘어나므로 금리를 올리는 처방이 필요하다고 주장하고 있다.

이 이론은 케인즈가 『일반이론』을 출간해 케인즈혁명이라는 경제학에 일대 전환을 가져온 후에도 신고전학파 틀로 케인즈를 재해석한 신고전학파 종합으로 이어지면서 경제학계의 주류로 자리 잡고 있다. 극단적으로 통화정책이 중요하지 않다는 통화론자 합리적기대론자 등은 크게 보면 이러한 신고전학파의 극단적인 분파로 분류될 수 있다.

반면 케인즈는 불완전고용상태에서 실질금리를 올리면 저축이 늘어나고 저축은 언제나 투자를 가져온다는 '세이의 법칙'은 유효수요가 부족해서 불완전고용이 발생하는 대공황 같은 현실에는 맞지 않다고 부정하고 화폐시장에서 명목금리가 결정되고 그 명목금리가 투자를 결정하고 그 결과 소득이 결정되므로 불완전고용상태나 잠재성장 수준 이하의 성장 상태에서는 금리를 내려 투자를 증대시켜야 한다는 '유효수요이론'을 주장했다.

화폐시장에서 명목금리가 결정되는 과정에서 중앙은행의 역할도 중시했다. 지금처럼 불완전고용상태나 잠재성장 수준보다 낮은 성장 상태에서 어떤 통화·금리정책을 채택해야 할 것인가.

주로 일본 영국 독일 등에서는 케인즈의 주장을, 미국 한국 등에서는 신고전학파나 통화론자의 주장을 따라왔다. 아마 한국에 미국 유학파들이 많은 점도 중요한 배경인 듯 싶다. 미국이라고 모두 신고전학파나 통화론자는 아니다.

지난 글로벌 금융위기 이후 과감하게 양적 완화정책을 들고 나온 벤 버냉키(Ben Bernanke)는 대공황을 연구해 온 케인즈 경제학자다. 중요한 점은 공허한 논쟁보다는 지금 한국의 현실에 맞는 이론과 정책을 찾아내서 주저앉고 있는 경제를 살리는 일이다.

한 가지 흥미 있는 점은 케인즈를 확대재정을 주장한 재정확대 내지는 큰 정부 주장론자로 잘못 이해하고 있는 점이다. 심지어 큰 정부를 주장한 사회주의자로 평가하는 경우마저 있다.

케인즈의 주저인『일반이론』의 완전한 서명은『고용 이자 및 화폐에 관한 일반이론』(1936)이다. 428페이지에 달하는 그의 주저 어디에도 재정정책 관련된 주장은 없다. 서명이 의미하는 바와 같이 통화정책이 경기에 어떻게 영향을 미치는지를 분석하면서 거시경제학의 기초를 제공한 책이다.

인구에 더 많이 회자되며 인용에 인용이 거듭되는 위대한 저서일수록 원저는 가장 적게 읽힌다는 통설이 아마도 여기에도 적용되고 있는 경우가 아닌가 싶다. 미국 양적 완화를 도입한 벤 버냉키(Ben Bernanke)는 바로 대공황을 연구한 케인즈 학자라서 바로 글로벌 금융위기가 나자마자 상황의 심각성을 인식하고 바로 양적 완화를 도입하고 이어 영국도 뒤따른 것이다.

오늘날 미국, 영국만이 회복을 앞서 가고 있다는 점은 시사하는 바가 적지 않다.

[토 론③]

나무가 아닌 숲을 보는 구조개편을 해야

- 양적완화 아닌 발권력을 통한 국책은행 자본확충을 통해 -

조 동 근

명지대 경제학과 교수

1. 프롤로그

“서산에 해는 지는데 아낙네의 갈 길은 멀다. 머리에는 천근만근 보따리가 올려져있고 등에는 어린 자식이 업혀져 있다. 그런 아낙네의 손을 잡고 걷는 녀석은 힘들다고 칭얼댄다.” 한국경제의 위기 상황을 은유한 것이다. 그 동안의 먹거리는 점차 소진되고 있는데 새로운 먹거리는 오리무중이다. 가계부채는 경기회복을 짓누르고 임계점에 도달한 청년실업은 세대갈등 조짐마저 보이고 있다. 구조조정이 지연되면서 자체 생존능력을 상실한 채 정부와 금융권의 지원에 의존하는 좀비기업은 경제 활력을 잠식하고 있다.

<표-1> 은 역대 정부의 평균경제성장률 등을 표시한 것이다. 김영삼 정부의 평균 경제성장률은 이명박 정부 들어 반토막 났다. 박근혜 정부 들어 평균성장률이 3.0% 이하로 내려갔다는 사실은 충격적이지 않을 수 없다. 3% 경제성장률은 국민소득 4만 달러에나 어울리는 성장률이다. 근래의 저(低)성장은 경기 순환적 저성장이 아니라 정책 실기(失機) 내지 정책인식이 잘못됐기 때문에 빚어진 ‘구조적 저성장’이라는 데에 문제가 있다. 국민행복론의 추상에 탐닉되고 ‘창조경제와 경제민주화’의 도식적 사고에 젖은 것도 저성장의 한 원인이 될 수 있다.

<표-1> 역대 정부별 실질경제성장률 및 실질투자증가율 추이

(단위: %)

년도	정부구분	국내 총생산	총고정 자본형성	건설투자	설비투자
1993~1997	김영삼 정부	7.82	8.48	7.48	9.20
1998~2002	김대중 정부	5.32	1.82	-0.76	5.40
2003~2007	노무현 정부	4.48	3.66	2.48	5.10
2008~2012	이명박 정부	3.20	1.04	-2.04	3.78
2013~2015	박근혜 정부	2.93	3.40	3.50	3.40
2006~2015	최근 10년간	3.55	2.40	0.25	4.72
2011~2013	경제민주화 기간	3.00	1.50	-0.20	1.10

자료: 한국은행 DB

2. 깊어진 기업부실, 무감한 정책 당국

<표-2>는 2009년 이후 우리나라 제조업의 주요 경영성과 지표를 표시한 것이다. 매출액 영업이익률이 최근 들어 급감하고 있는 것으로 나타났다. 저금리로 금융비용부담률은 낮아지고 있지만 이자보상비율은 급감하고 있다. 그만큼 기업의 수익성이 하락했다는 방증이다. 최근의 제조업 저투자를 반영해 유형자산증가율도 크게 낮아지고 있다. 근래 가장 높은 경제성장률을 실현한 2010년의 유형자산증가율이 11.2%를 기록한 것을 감안하면 2014년에는 3.2%로 1/3 토막으로 격감했다. 2014년 제조업의 매출액 증가율은 '마이너스 1.59%'이다. 이는 1961년 관련 통계 집계 이후 초유의 현상이다. 금융비용 부담률은 감소하였지만 매출액 대비 인건비 비율은 증가했다. 2014년에 매출액 증가율이 마이너스를 기록함에도 불구하고, 매출액 대비 인건비 비율은 9.9%를 기록하고 있다.

2014년 평균 이자보상비율은 400%이지만 한계기업으로 내려가면 이자보상비율은 크게 낮아지고 있다. 한국은행이 2015. 6. 30 내 놓은 '금융안정보고서'에 의하면 2014년 말 2만1700여개 외부감사 대상 기업 중 3년 연속 영업이익이 이자 비용에 못 미치는(이자보상비율이 '1' 이하) 기업이 3,295개로 밝혀졌다.(<그림-1> 참조) 이는 총 외감기업의 15.2%로, 2009년 말 12.8%(2,698개)에 비해 크게 증가한 것이다. 대기업의 한계기업 비중도 2009년 9.3%에서 2014년 14.8%로 증가해, 대기업에도 부실이 만연되었음을 알 수 있다.

구조개혁의 표류로 경쟁력을 갖지 못한 좀비 기업이 늘어난 것이다. 좀비기업은 생산성이 낮아 다른 기업과 경쟁에서 살아남을 수 없는 죽은 기업이지만, 금융 및 정책 지원을 받아 연명하는 기업이다. 'too big to fail'로 대변되는 '대마불사'가 재벌의 생존논리였다면, 좀비기업은 'too many to fail'을 자기방어 수단으로 삼고 있다. 하지만 고용유지의 관성에 이끌려 좀비기업을 끝까지 끌고 갈수는 없다. 좀비기업들이 움켜지고 있는 자원을 방출하지 않으면 경제의 신진대사는 원활할 수 없다.

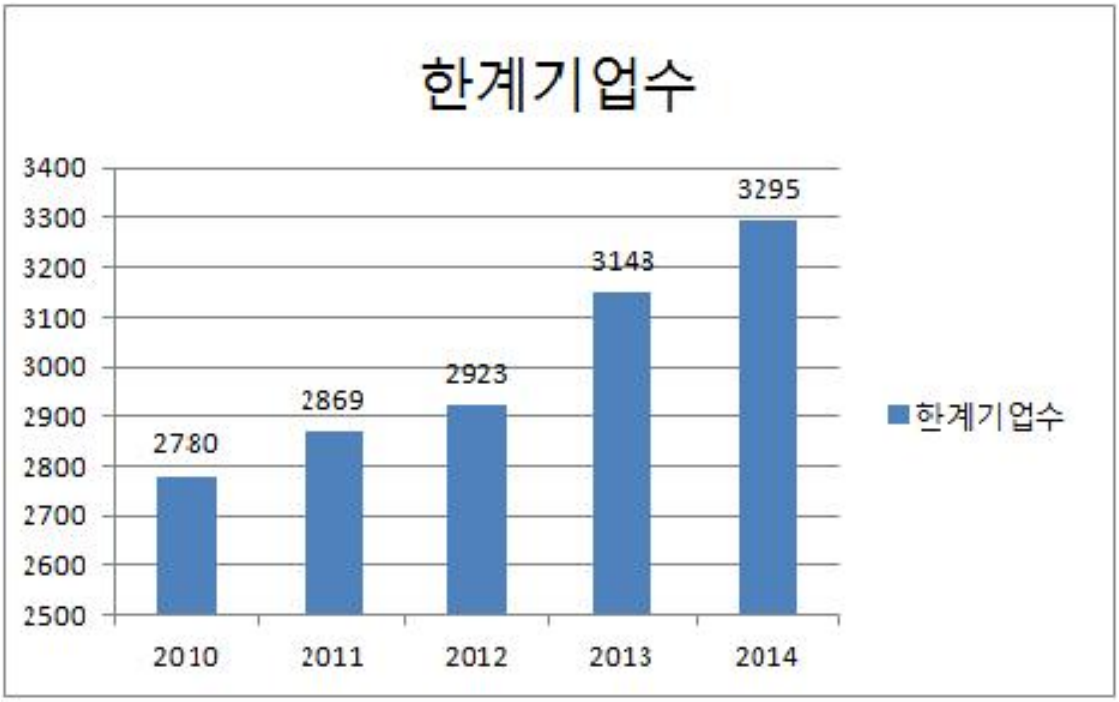
우리나라는 1997년 IMF 외환위기 이후 제대로 된 구조조정을 시행하지 않았다. 경제는 생물이다. 군살을 빼고 새살이 돋아나야 한다. 주력산업은 노쇠(老衰)해지고 신(新)성장동력은 아직도 오리무중인 데에는 그만한 이유가 있기 마련이다.

<표-2> 제조업 기업경영분석 지표

	매출액 영업이익률	이자보상 비율	금융비용 부담률	인건비대 매출액	매출액 증가율	유형자산 증가율
2009	5.83	404.05	1.44	8.84		
2010	6.72	558.04	1.20	8.53	18.49	11.22
2011	5.57	486.02	1.15	8.19	13.55	9.80
2012	5.13	455.35	1.13	8.45	4.21	6.39
2013	5.25	513.57	1.02	9.05	0.51	4.75
2014	4.21	412.21	1.02	9.91	-1.59	3.24

자료: 기업경영분석(제조업, 전수조사)

<그림-1> 한계기업수 추이



한계기업: 이자보상비율이 3년 이상 100% 이하인 기업
자료: 한국은행 금융안정보고서(2015.6)

3. 개별기업 차원을 넘은 '큰 틀'의 구조개편 부재

국내 산업재편의 필요성이 제기된 것은 2008년 글로벌 금융위기 때다. 거의 모든 업종에서 기업 경쟁력이 추락했다. 그럼에도 산업재편은 8년째 속도를 내지 못하고 있다. 대표적인 업종이 조선산업이다. 2008년 이후 국내 주력 9개 조선사 가운데 성동조선 STX조선 한진중공업 SPP조선 등 7개사가 채권단 관리를 받고 있다. 조선 '빅3' 중 한 곳인 대우조선해양도 산업은행의 관리를 받고 있다. 구조조정과정에서 부실 위기에 몰린 조선사 간 합병은 단 한 건도 없었다. 성동조선과 STX조선 간의 합병이 논의되었으나 채권은행 간의 이해의 불일치로 무산됐다. '큰 틀에서' 산업차원에서의 구조개편이 이루어지지 않았다. 개별기업을 대상으로 각개격파식의 구조조정이 이루어졌을 뿐이다. 그러면 한국에서 선제적이고 큰 구도 하에서의 구조개편이 이루어지지 않은 이유는 무엇인 가? '지휘자'가 없는 구조조정이기 때문이라는 것이 변(辨) 아닌 변인 것이다.

그러면 일본의 경우는 어떠한 가. 일본의 조선산업 재편 경험에서 배워야 한다. 한때 일본 조선산업은 세계 1위였다. 그러다 1990년대 중반부터 일본조선 산업은 한국과 중국에 밀려 경쟁력을 상실했다. 일본 정부는 기민했다. 1998년 일본 정부는 국토교통성 산하에 '조선산업 경쟁력 전략회의'를 꾸렸다. 이 회의를 통해 일본 정부는 8

개 대형 조선사를 3~4곳으로 통합한다는 계획을 수립했다. “정부가 큰 틀을 짜고 은행이 자금을 대면 업계가 이 계획을 실천”에 옮기는 구조다. 이렇게 해서 일본은 2003~2012년 10년간 조선 산업 재편을 마무리 했다. 하지만 우리나라는 산업재편의 '큰 틀' 없이 개별기업의 생존전략 차원에서 개별 조선사의 회생에만 초점을 두었다. (<그림-2> 참조) 해운업종도 예외는 아니다. 이미 2009년에 한진해운과 현대상선의 위기가 감지됐지만 선제적 산업재편은 이뤄지지 않았다. 그 결과 오늘날 해운산업은 미증유의 위기를 맞고 있다.

<그림-2> 한국과 일본 조선산업 구조조정 비교[1)]

3. 조선, 해운 산업 부실에 따른 국책은행 위험노출액 급증

산업은행과 수출입은행이 떠안은 조선·해운업종 부실기업 위험노출액(대출·보증·회사채 포함)이 4월말 21조원을 넘어설 것으로 예상된다.(<표-3>참조) 기업 구조조정을 사실상 떠맡고 있는 국책은행의 자산건전성이 계속 악화되고 있다. 2015년 말 산업은행의 고정 이하 부실여신은(NPL) 7조3269억원, 수출입은행의 부실여신은 4조374억원으로 1년 전보다 각각 138%와 88% 급증했다. 조선과 해운의 업황 악화가 직격탄을 날린 것이다.

국책은행의 경영성과는 악화되고 있다. 그 결과 '탄창'이 갈수록 비어가고 있다. 산업은행은 경기 침체 여파로 여신 기업들의 건전성이 악화돼 2015년 3조2천억 원의 대규모 충당금을 쌓았고 1998년 이후 최대인 1조8천951억 원의 당기순손실을 기록했다. 최근 3년 산업은행의 누적 적자액은 2조7천억 원이다. 수출입은행도 연결기준으로 2015년 당기순익이 411억 원에 그쳤다. 2014년의 853억 원에서 반으로 준 것이다. 수출입은행은 자기자본확충을 위해 2015년 정부로부터 1조1천300억 원을 출자받았고 현재 산업은행과 5천억 원 규모의 현물출자를 논의 중에 있다.

1) http://www.hankyung.com/news/app/newsview.php?aid=2016042513371&intype=1

이런 상황에서 국책은행에 대한 의존도가 높은 조선, 해운 등의 부실기업 구조조정이 본격화되면 추가로 대규모 자금이 필요할 수밖에 없다.

<표-3> 국책은행의 조선·해운사 위험노출액(exposer)

국책은행의 조선·해운사 여신 (단위:억원)

	산업은행	수출입은행
대우조선해양	4조	8조9903
현대상선	1조2000	0
STX조선해양	1조9000	1조3551
한진중공업	5800	1040
성동조선해양	0	2조3473
한진해운	7000	500
합계	8조3800	12조8467

※한진해운은 자율협약 신청 예정. 나머지는 자율협약 개시. 대출 및 보증, 회사채 합계

해운 및 조선사의 부실은 실제보다 '과소계상'되고 있다는 주장도 제기되고 있다. 실제로 주요은행들은 한진해운, 현대상선, 대우조선해양 등 위기나 불황에 시달리는 대기업들에 대한 신용위험도를 'B등급'으로 평가하고 있다. 이는 채권은행들이 현재 거론되고 있는 구조조정 기업들의 대출을 '정상'으로 분류해 놓고 있다는 얘기다. 은행 입장에서 C등급으로 이들 그룹을 평가하면 엄청난 충당금을 쌓아야 하기 때문이다. 국책은행이 주채권은행인 경우에는 부실이 심해도 대부분 B등급 정도로 분류하는 것으로 알려져 있다.

4. 해운업계의 경영판단 오류가 빚은 부실

해운업계의 부실은 자초한 측면이 강하다. 한진해운과 현대상선은 해운업이 호황일 때 높은 용선료를 주고 지나치게 많은 배를 빌려 영업한 것이 화근이 됐다. 현대상선은 전체 선박 116척 중 83척을 용선으로 쓰고 있다. 2015년 매출 5조7000억원 중 2

조원가량을 용선료로 지급했다. 한진해운도 2015년 매출 7조7000억원 중 약 1조원을 용선료로 사용했다.

용선계약은 대부분 2006~2011년 맺어졌다. 당시 중국 경제가 급성장하고 세계 경제도 호황을 누리던 때였다. 배만 있으면 돈을 벌던 시기다. 해운사가 선박을 발주해 건조하는 데는 2년이 걸린다. 두 회사는 시간을 아끼기 위해 선박을 발주하는 대신 용선을 선택했다.

계약조건도 문제였다. 용선계약 기간은 보통 벌크선이 1~3년, 컨테이너선은 5~10년이다. 하지만 한진해운과 현대상선은 벌크선을 빌리면서 10년 이상 장기 계약을 맺었다. 앞으로 배 값이 비싸지고 용선료도 더 오를 것으로 예측했기 때문이다. 두 선사는 단기보다 장기로 계약하면 용선료가 더 할인된다는 외국 선주들의 설득에 넘어갔다.

벌크선 시황을 보여주는 발틱운임지수(BDI)의 연평균치를 보면 글로벌 금융위기 직전인 2007년 7071, 2008년엔 7170을 기록하다 2015년엔 10분의 1 수준인 742로 떨어졌다. 용선 계약을 10년 장기로 맺는 바람에 나중에 운임이 떨어졌을 때 대규모 손실을 떠안을 수밖에 없는 구조이다. 두 회사는 뒤늦게 외국 선주들과 용선료를 20~30% 낮추는 협상을 벌이고 있지만 쉽지만은 않다.

한진해운의 경우 경영진의 '도덕적 해이'도 목도되고 있다. 금융위원회 자본시장조사단은 한진해운의 주요 주주였던 최은영 회장 일가가 미공개 정보를 이용해 한진해운 주식을 매각하고 손실회피를 했는지를 조사하기로 했다. 최 회장과 그 일가는 한진해운의 자율협약 신청 발표가 나오기 직전인 지난 4월 6일부터 20일까지 보유 중이던 한진해운 주식을 전량 매각했기 때문이다.

5. 부실여신 '눈덩이' 국책은행, 자본확충 시급

<표-4> 국책은행 자본금 및 BIS 자기자본비율

■산업은행
- 납입자본금 : 17조2354억원
- 주주 구성 : 정부(100%)
- BIS 자기자본비율 : 14.1% (2016년 3월 말 기준)
■수출입은행
- 납입자본금 : 8조8780억원
- 주주 구성 : 정부(73.89%) 한국은행(13.12%) 산업은행(12.99%)
- BIS 자기자본비율 : 9.8% (2016년 3월 말 기준)

산업은행의 자기자본비율은 14.1%, 수출입은행의 자기자본비율은 9.8%인 바, 앞으로 있을 구조조정을 감안하면 추가 출자가 필요하다.[2] 추가 출자된 자본을 토대로 부실채권을 처리할 여력을 갖게 된다. 금융위원회는 본격적인 기업 구조조정을 앞두고 국책은행 자본 확충을 추진하기로 했다.

추가 출자의 정책방향은 섰지만, 투입할 자금을 마련하는 것은 별개의 문제다. 기획재정부는 조선·해양 자금 지원으로 수출입은행의 건전성이 나빠지자 1조 원어치의 LH(한국토지주택공사) 지분을 현물출자했으며, 그것도 부족해 산업은행이 보유 중인 LH 지분 5000억 원어치를 출자한 바 있다. 따라서 한국은행이 산업은행과 수출입은행에 출자해야 한다는 주장이 제기된다.

현행법상 한국은행은 이미 수출입은행 지분 13.12%를 보유한 주주이기 때문에 수출입은행에 추가 출자할 수 있다. 그러나 한국은행이 산업은행에 출자하려면 법 개정이 필요하다.[3]

2) 산업은행의 자기자본비율은 14.1%, 수출입은행의 자기자본비율은 9.8%로 최악은 아니지만, 앞으로 있을 구조조정을 감안하면 추가 출자가 필요하다는 게 금융위원회의 판단이다.

6. 국책은행 자본확충 방안

산업은행 '산업금융채권'(산금채)이나 후순위채 발행을 통한 자금 확보 방안이 거론될 수 있다. 전자는 '한국형 양적완화'의 일환이다. 양적완화를 위해서는 한국은행이 산금채를 인수할 수 있도록 한은법을 개정해야 한다. 양적완화는 소위 '비전통적'(unconventional)인 정책이다. 금리를 더 이상 내릴 수 없는 'zero 금리' 상태에서 마지막으로 선택하는 정책이다. 하지만 우리나라는 비전통적인 통화정책을 쓸 만큼 '절박한 위기'에 처했다고는 보여지지 않는다. 따라서 양적완화는 일종의 '과잉처방'(over dose)이라 할 수 있다. 후순위채는 '보완자본'으로 인정돼 자금을 조달하면서 자기자본비율도 높일 수 있다. 산금채 인수보다는 후순위채 발행이 현실적으로 부작용이 적은 대안이라고 볼 수 있다.

'금융안정기금'을 활용해야 한다는 주장도 제기된다. 금융안정기금은 부실 판정을 받거나 부실 우려가 있어야만 투입하던 공적자금과 달리, 정상적인 금융기관에 출자·대출·채무보증 등 방법으로 자금을 지원하는 것이다. 이 기금은 2009년 6월 정책금융공사에 설치됐다가 현재 산업은행으로 이관됐다. 그러나 아직까지는 지원 실적이 없다.

금융안정기금은 '금융시스템 전반'의 자본 확충이 필요할 때를 대비한 범용 기금이기 때문에 지금같이 일반은행이 문제가 되지 않을 때는 금융안정기금을 검토할 필요가 없다고 봐야 한다.

자본확충은 기재부가 예산을 통해 현금출자 혹은 현물출자를 하는 방안이 있지만 앞서 설명한 대로 수출입은행에 이미 출자를 해 여력이 많지 않을 뿐더러 국회통과 등의 지난한 과정을 거쳐야 한다. 따라서 구조조정의 시급성을 감안할 때 금융통화위원회 의결만 거치면 되는 한은의 '발권력 동원'이 현실적인 대안이 될 수 있다.

7. 고용대책이 구조조정의 전제일 수는 없음

야권은 구조조정에 앞서 근본적 실업 및 고용대책부터 내놓을 것을 요구하고 있다. 하지만 고용대책은 구조조정의 고통을 완화시키는 대책으로 필요한 것이지 구조조정을 제약하거나 방향을 틀게 하는 요인으로 작용해서는 안 된다. 만약 고용대책이 구조조정의 전제 조건이어야 한다면 구조조정은 첫발을 뗄 수가 없다. 인력 감축 없는 구조조정은 피를 흘리지 않고 수술하라는 것과 마찬가지다. 어떤 경우에도 고용대책이 구조조정을 제약하는 변수가 돼서는 안 된다. 다만 구조조정 과정에서 실업사태가

3) 산업은행법상 산업은행은 정부로부터만 출자받을 수 있어서다. "산업은행법을 개정하고 한국은행이 금융통화위원회에서 출자를 결정하면 자본 확충이 이루어진다.

벌어지면 추가경정예산을 편성해 충격을 적극 흡수해야 한다.

8. 결어

우리나라 조선·해운 산업 위기의 본질은 세계경제 침체에 따른 '글로벌 공급과잉'이다. 한국만 생산능력을 감축한다고 해결될 문제가 아니다. 그렇다고 경쟁국이 먼저 생산능력을 감축해 주기를 바랄 수는 없다. 아니면 손 놓고 '남이 망하기'를 기다릴 수는 없다. 구조조정의 목표와 방향은 자명하다. '큰 틀'에서 저생산성 부문을 통폐합하고 부가가치를 고도화하는 구조조정 밖에 길이 없다. '나무가 아닌 숲'을 보는 구조개편이 필요하다. 따라서 과거와 같이 각개격파식의 개별기업 차원의 회생에 초점을 둔 구조조정이어서는 안 된다. 조선사의 경우 과감한 통폐합이 필요하며, 해운사도 기존 할거체제를 굳이 유지할 필요는 없다고 판단된다.

끝으로 부(富)를 소득으로 바꿔주는 주택연금, 역모기지 등의 금융상품의 출시가 활성화될 필요가 있다. 구조조정 과정에서 장년 은퇴자의 생활안정에 일조(一助)가 되기 때문이다.

바른사회시민회의
바른사회
CITIZENS UNITED FOR BETTER SOCIETY

서울시 중구 세종대로 14길 38(북창동) 단암빌딩 별관 3층
Tel : 02-741-7660~2
Fax : 02-741-7663
http://www.cubs.or.kr