

유로존과 한국 경제위기 비교 분석⁽¹⁾

김 인 준

본 연구는 유로존 경제위기를 분석하고 한국의 경제위기 가능성을 살펴본다. 유로존의 경제위기는 재정위기, 금융위기, 성장위기의 성격을 띠고 있으며 이를 극복하기 위해서는 일반 균형적인 접근 방법이 필요하고 위기 당사국들과 독일 등 북부 유럽국가들 간의 경제 협력이 필요함을 강조한다. 위기 당사국들의 재정 긴축과 함께 유로존 전체로서 경기부양책과 बैं킹 유니언이나 유로본드 도입 등 제도적 차원의 개혁도 필요함을 강조한다.

한국은 부동산 가격이 급락할 경우 금융위기, 성장위기, 재정위기에 빠질 수 있다. 부동산 가격 급락은 부의 효과를 통해 직접적으로 경기에 영향을 줄 뿐만 아니라 금융위기와 신용경색을 통해 경제를 불황에 빠뜨릴 수 있다. 여기서는 부동산 가격 급락이 금융기관의 건전성에 미칠 영향을 가능한 데이터를 사용하여 분석하고 장단기 대응책을 제시한다. 주택담보대출의 만기 장기화와 유동화 정책의 필요성 그리고 중앙은행도 정책의 초점을 금융 안정에 둘 것을 강조한다.

주제어: 유로존, 재정위기, 금융위기, 성장위기, 부동산 가격 급락

1. 서론

글로벌 금융위기가 발생한 지 어느덧 5년이 지났지만 아직도 세계경제는 침체 양상을 보이고 있고 유로존의 경제위기는 해결 기미를 보이지 않고 있다. 지금까지 한국은 다른 선진국에 비해 글로벌 금융위기를 비교적 큰 비용을 지불하지 않고 극복하여 왔지만 앞으로 대내외적 악재가 겹칠 경우 경제위기로 발전하지 않을까 우려되고 있다.

이번 유로존 경제위기가 쉽게 해결되지 못하고 있는 가장 큰 이유는 이번 위기가 금융위기, 재정위기, 성장위기가 상호작용하여 악순환을 보이고 있는 가운데 경제적 어려움을 겪고 있는 남부 유로존 국가들은 유로존 가입으로 인해 독자적인 금융과 환율정책을 사용할 수 없는 상황에서 북부 유로존 국가들과 정치·경제적 이해관계

(1) 서울대학교 금융경제연구원의 재정 지원에 감사드린다.

가 달라 효율적인 정책 협력이 제대로 이루어지지 못하고 있기 때문이다.

한국의 경우 유로존과는 다른 양상을 보이고 있지만 글로벌 금융위기가 지속되는 상황에서 부동산 가격이 급락하는 상황이 발생하면 외부 불안 요인과 상승 작용을 일으켜서 금융위기, 재정위기, 성장위기로 발전할 가능성이 있다.

본 논문에서는 금융위기, 재정위기, 성장위기라는 측면에 초점을 맞추어 유로존의 경제위기와 한국의 경제위기 가능성을 비교 분석하고 이를 해결하기 위한 정책 제안에 초점을 맞추려 한다.

먼저 유로존 국가들, 특히 남부 유럽국가들의 경제위기 원인과 현황을 살펴본 뒤 이들이 상호작용하여 발생하는 악순환 과정과 이를 해결하기 위해 제기되고 있는 여러 가지 정책 제안과 과제들을 다루고자 한다. 다음으로 한국의 경우 현 시점에서 금융, 재정, 경제성장 현황을 살펴본 뒤 부동산 가격이 급락할 경우 금융, 재정, 경제성장에 미칠 충격과 이들이 서로 상호작용하여 경제위기로 발생할 가능성을 살펴보고 이를 해결하기 위한 정책 과제들을 다루고자 한다.

유로존 문제와 한국 경제문제를 푸는 데 있어서 금융, 재정, 경제성장 위기에 대한 일반 균형적인 접근 방법이 필요하며 각각에 대한 부분 균형적인 대응은 문제를 오히려 악화시킬 수 있다는 점을 강조한다.

2. 유로존 경제위기 분석

2.1. 글로벌 금융위기와 남부 유로존 국가들의 경제위기 원인과 현황

그리스, 포르투갈, 스페인, 이태리 등 남부 유럽국가들은 현재 재정위기를 겪고 있다. 이들 국가들은 재정건전성이 크게 악화되어 국채를 발행하여 필요한 자금을 조달하는 데 어려움을 겪고 있다. 그런데 이들 국가들의 위기 진행 과정은 각기 다른 양상을 띠고 있으나 결과적으로 재정건전성이 크게 악화되었다.

유럽 27개 국가들이 금융통합을 이루고 이 중 17개국이 유로존을 형성하여 단일 통화 유로를 사용하고 있다. 유로존 국가들은 단일 유럽 중앙은행을 설립하고 단일 통화를 사용함으로써 독자적인 통화정책과 외환정책을 포기하고 이를 유럽 중앙은행에 맡겼다. 그 결과 각국이 독자적으로 사용할 수 있는 거시 정책은 재정정책에 국한되었고 모든 정책적인 부담이 결국 재정건전성의 악화로 이어졌다.

유로존을 형성하여 단일 통화를 사용하기로 결정할 당시 논란의 초점은 과연 유로

존이 최적통화지역(optimum currency area)으로서의 조건을 구비하였는가 하는 것이었다. 그 조건은 외부에서 충격이 가해졌을 경우 역내 각 국가들이 실업과 인플레이션 등의 경제 비용을 크게 지불하지 않고 불균형이 해소될 수 있는가 하는 것이다. 그런데 최적통화지역에 속한 국가들이 유사한 경제구조를 가진다면 충격이 대칭적으로 느껴지고 이는 비슷한 통화정책을 통해서 해소될 수 있을 것이다. 한편 각국의 경제가 상이하고 비대칭적인 충격에 노출된다면 독자적인 통화정책과 환율정책을 포기하는 데 따른 비용이 클 것이며 각국의 정책적인 부담을 재정정책이 모두 떠안게 될 것이다.

그렇다면 단일 통화 사용을 위해 경제가 대칭적이 되기 위해서는 각국의 거시경제 변수가 수렴되어야 할 것이다. 물가, 금리, 재정적자, 국가부채, 환율 등 각국의 거시경제 변수가 수렴되면 거시경제 차원에서 경제가 비슷한 구조를 갖게 될 것이다. 그런데 유로존의 경우 거시경제 변수들이 제대로 수렴되지 않은 상태에서 거시경제 변수들은 통합 이후 자연스럽게 수렴될 것이라는 믿음 아래 통화통합이 서둘러 이루어졌다.

먼델(R. A. Mundell)은 한 국가 내에서 단일 통화를 사용하는 데 문제가 적은 이유로 외부 충격으로 인해 지역 간 불균형이 발생할 경우 대출 확대와 재정 투입 등 금융정책과 재정정책 등을 통해 어려움을 겪는 지역의 문제를 단기적으로 해결하고 장기적으로는 생산요소 특히 노동자의 지역 간 자유로운 이동을 통해서 지역 간 불균형을 해결할 수 있다는 점을 들고 있다.

그런데 이번 유럽의 재정위기는 유로존이 최적통화지역의 여건이 구비되지 않고 각국이 독자적인 문제점을 안고 있는 상황에서 글로벌 금융위기라는 외부 충격이 발생하였다는 데 그 원인이 있다. 각국이 독자적인 금융정책과 외환정책을 사용할 수 없는 상태에서 모든 유로존 국가들의 정치·경제적 합의에 의해 경제위기를 풀어야 한다는 데 심각성이 크다.

그런데 남부 유로존 국가들의 재정위기 진행 과정을 보면 각국마다 각기 다른 경제적인 문제를 안고 있었음을 알 수 있다.

그리스의 경우 유로화 출범 이후 방만한 재정 운영, 낮은 생산성, 높은 임금 상승 등에 따른 국가경쟁력이 약화되고 경상수지 적자가 크게 확대되었다. 유로존 가입 이후 해외 자본의 유입이 크게 늘어났으나 이는 국가경쟁력 강화를 위한 투자에 쓰이지 않고 늘어난 경상수지 적자를 충당하는 데 쓰였다. 이와 함께 2008년 글로벌 금

〈표 1〉 유로존 국가들의 주요 경제지표

국가	공공부채 ¹⁾	재정적자 ¹⁾	공공부채 중 대외채무 비중 ²⁾	실질 GDP 성장률 ³⁾	주택가격 상승률 ⁴⁾
그리스	152.3	-7.4	61.5	2.1	-6
아일랜드	114.1	-10.3	59.4	3.0	-38
포르투갈	90.6	-4.9	56.7	0.8	7
이탈리아	120.3	-4.3	47.0	0.6	3
스페인	63.9	-6.4	49.6	2.2	-23
독일	80.1	-2.7	52.8	1.2	0
프랑스	87.6	-6.3	64.4	1.5	5
네덜란드	65.6	-3.9	66.4	1.6	-2
벨기에	97.3	-4.6	68.3	1.6	13
유로지역	87.3	-4.6	N/A	1.4	N/A

자료: 박양수 · 한영기(2012).

주: 1) 명목 GDP대비 비중, 2011년 전망치 기준.

2) 2010년 기준.

3) 2000~2011년 중 평균.

4) 2007년 1/4분기 대비 2011년 2/4분기 상승률.

용위기를 맞아 경기 침체가 지속됨에 따라 정부지출이 확대되고 조세 수입이 감소함으로써 재정건전성이 크게 악화되고 정부 부채가 한계점을 향해 치솟게 되었다.

스페인의 경우 정부 부채의 규모는 그다지 크지 않았으나 그동안 가계부채가 큰 폭으로 증가하고 유로존 가입으로 유입된 해외 자본이 부동산 시장의 거품을 가져왔다. 글로벌 금융위기로 부동산 시장 거품이 붕괴되면서 금융권이 부실해지고 재정건전성이 크게 악화되었다. 〈표 1〉에서 지난 4년간 스페인의 주택가격상승률이 -23%를 보이고 있는 것을 알 수 있다.

이태리의 경우 〈표 1〉에서 보듯이 정부 부채가 과도하게 큰 가운데 경기 침체가 지속됨에 따라 재정건전성이 크게 악화되었다. 지난 10여 년간 이태리의 경제성장률은 0.6%에 불과한 가운데 공공부채의 GDP비율은 120%를 상회하고 있다.

글로벌 금융위기가 발생하기 직전 10년간 독일, 그리스, 스페인, 이태리의 금리 수준을 보면 금융통합이 이루어지기 전에는 각국 경제의 위험도를 반영하여 각국 금리는 현격한 격차가 있었지만 글로벌 금융위기 직전에는 수렴하는 현상을 보여주고 있다. 그 이유는 각국 국가 위험이 다름에도 불구하고 유로라는 단일 통화로 표시된 각국 국채에 대해서 같은 위험 수준의 유가증권으로 간주되었기 때문이다.

〈표 1〉은 또한 재정위기를 겪고 있는 그리스, 아일랜드, 포르투갈, 이태리, 스페인 국가들의 공공부채 중 대외채무 비중이 높은 보여주고 있다. 이는 다른 유로존 국가들의 금융기관들이 재정위기를 겪는 이들 국가들의 공공부채를 다량 보유하고 있다는 것을 의미하는 것으로 이들 국가들이 부채를 제때에 못 갚을 경우 유로존 전체 금융권의 부실로 이어질 우려가 있다는 것을 보여준다. 이와 함께 이들 공공부채에 대해 해외 채권자들이 차환(roll-over)를 거부하거나 일시에 상환 요구를 하게 되면 이들 공공부채에 대한 프리미엄이 급속히 상승하고 이들 국가들의 도산 가능성이 커질 것이다.

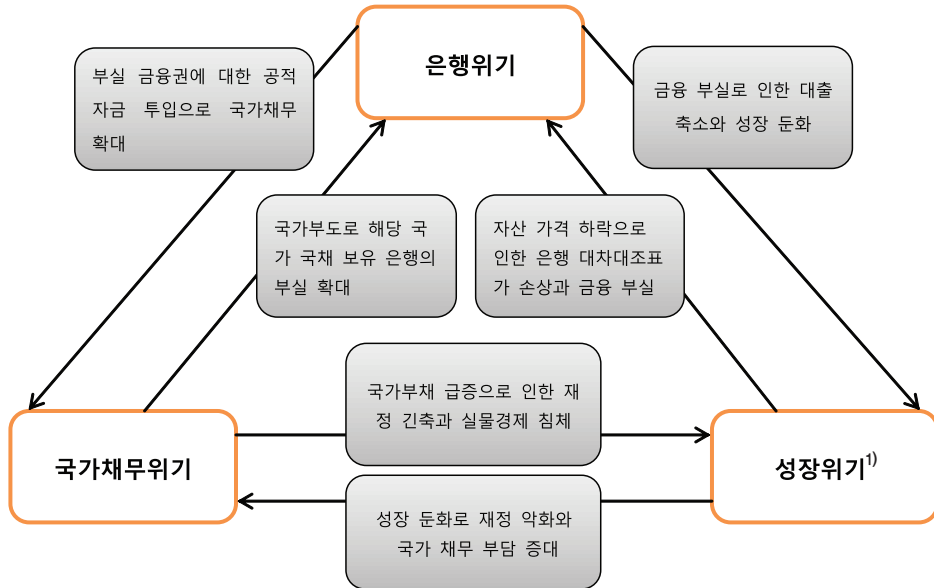
2.2. 유로존의 재정, 금융, 성장위기의 상호작용

남부 유로존 국가들은 각기 다른 경제 상황에 처해 있지만 공통적으로 은행위기, 재정위기, 그리고 성장위기를 동시에 겪고 있다. 이 경우 어느 한 가지 위기 극복을 위한 정책은 다른 위기를 오히려 심화시킬 가능성이 있다. 그렇다면 유로존 경제위기를 해결하기 위해서는 은행위기, 재정위기, 성장위기를 동시에 극복할 수 있는 정책을 모색하여야 할 것이다. 동시에 남부 유로존 국가들의 경제위기를 해결하기 위해서는 북부 유로존 국가들의 유로존 경기 회복을 위한 적극적인 정책 개입이 필요할 것이다.

Shambaugh(2012)는 유로존 내 은행위기, 재정위기, 그리고 성장위기가 서로 상호작용하며 악순환할 수 있음을 〈그림 1〉에서 보여준다. 이번 글로벌 금융위기로 인해 유로존 국가들, 특히 남부 유로존 국가들이 왜 은행위기, 재정위기, 그리고 성장위기를 동시에 겪고 있는지도 설명해 준다.

먼저 글로벌 금융위기에서와 같이 금융위기가 심화되면 유동성이 메마르고 대출이 축소되면서 경제성장을 저하하게 된다. 한편 저성장과 국가경쟁력 상실은 그만큼 금융기관의 자산 가치를 떨어뜨려 이들 대차대조표가 부실해질 것이다. 은행들이 대차대조표 건전성 회복(부채/자본비율 회복)을 위해 급매(fire sale)를 하게 되면 자산 가치가 더욱 떨어져 오히려 금융 부실과 금융위기를 더욱 심화시킬 수 있다.

국가채무 확대를 막기 위해 재정 긴축을 요구하게 되면 수요 감소로 인해 실물경제가 위축되고 저성장 늪에 빠질 수 있다. 경제가 저성장 늪에 빠지고 국가경쟁력이 떨어지면 재정지출 증대와 세수 감소로 재정위기가 더욱 심화될 수 있을 뿐만 아니라 경우에 따라 성장률 저하로 인해 국가부채/GDP 비율이 상승하면서 재정위기를



자료: Shambaugh(2012).

주: 1) 성장위기는 '저성장 및 경쟁력 위기'를 의미.

〈그림 1〉 유로존의 세 가지 위기: 위기 간 상호관계

더욱 심화시킬 수 있다.

한편 금융기관 부실이 심화되어 정부가 공적자금을 투입하게 되면 그 만큼 정부 재정이 악화되면서 국가채무 위기를 키우게 될 것이다. 국내외 금융기관들이 국가 부도가 우려되는 국가의 채권을 다량 보유할 경우 이들 국가의 금융기관들이 부실해져 금융위기가 발생할 가능성이 더욱 커지며 금융위기가 다른 나라로 전이될 것이다.

그렇다면 남부 유로존 국가들의 경제위기는 단순한 국가채무 위기가 아니며 이를 해결하기 위해서는 은행위기, 재정위기, 성장위기를 함께 고려해서 해결하는 방향으로 정책이 수립·집행되어야 할 것이다.

2.3. 유로존 경제위기 대응 방안

유럽 남부국가들의 국가부채가 왜 빠른 속도로 증가하였는지를 이해하기 위해서는 먼저 부채 다이내믹스(debt dynamics)를 이해할 필요가 있다. 정부 부채의 경우 절대적인 규모보다는 경제 규모에 비해서 국가부채가 얼마나 큰가가 문제이다. 즉 부채/

GDP 비율이 중요하다. 부채/GDP 결정 요인은 실질이자율, 실질성장률, 기초재정수지비율(이자 지급 제외)이다. 재정적자가 늘어나거나 정부 부채에 지급되는 실질이자율이 경제성장률보다 높으면 당연히 부채비율이 높아질 것이다.

정부 부채가 경제 규모보다 빠른 속도로 늘어나 더 이상 부채 관리가 힘든(unsustainable) 시점을 부채 한계점(debt Limit)이라고 한다. 부채가 그리 크지 않아서 감당할 수준이면 부채/GDP 비율을 일정 수준에서 관리하려고 노력할 것이다. 그런데 부채가 한계점을 향해 빠르게 증가하게 되면 부채에 대한 위험 가산금(risk premium)이 올라가면서 부채 금리가 상승하고 경제성장 잠재력은 떨어질 것이다. 부채/GDP 비율이 한계점을 초과하게 되면 위험 가산금은 무한히 커질 것이며 더 이상 부채 관리가 가능하지 않게 될 것이다.

그런데 그리스나 포르투갈 등의 국가 위험 가산금이나 신용부도스왑(Credit Default Swap) 수준을 보면 이들 국가들의 부채가 한계점에 이미 이르렀음을 알 수 있다. 한편 재정위기를 겪는 당사국뿐만 아니라 프랑스와 독일의 은행들도 남부 유럽 국가들의 국공채에 투자한 결과 재정위기가 유로존 금융위기로 번질 가능성이 있다.

그리스나 포르투갈과 같이 더 이상 국가부채를 관리·유지할 능력을 잃은 경우에는 우선 부채를 관리할 수 있을 수준으로 조정해주고 필요한 유동성을 공급해 주어야 할 것이다. 그리스나 포르투갈 부채에 대한 위험 가산금을 줄이기 위해서도 부채 탕감(haircut)은 필요할 것이다. 그런데 채권국가들이 부채 탕감을 해줄 경우 채무국들의 도덕적 해이를 막기 위해서도 재정적자 해소 정책을 요구할 것이다. 유로존 국가들은 그리스의 국가부채를 50% 이상 탕감해 주기로 합의를 보았다. 부채 탕감과 함께 채권 만기를 연장해 주고 이자를 조정해 줌으로써 실질적인 탕감 규모는 70%를 상회하리라고 본다.⁽²⁾

재정적자를 줄이기 위해서는 무엇보다도 이들 국가들이 재정 긴축을 통해 신뢰를 회복해야 할 것이다. 재정지출을 줄여 재정적자 규모를 줄이고 일정 시점 이후 재정을 흑자로 전환시키는 방안을 제시하여야 할 것이다. 그런데 이러한 재정 긴축정책

(2) 그리스 채무가 그리스 법에 의해서 발생한 경우와 그렇지 않은 경우가 있다. 전자의 경우 채권자들의 85% 찬성을 얻어 모든 부채에 대해서 강제적으로 일괄적인 부채 탕감을 할 수 있다. 다른 외국법에 의해서 채권 계약이 이루어진 경우는 문제가 복잡하다. 특히 채권자들이 신용부도스왑에 들어서 파산 보험을 들어둔 경우가 그러하다. 이 경우 채권자들은 부채 탕감 조치보다 그리스의 파산을 선호할 것이기 때문이다. 따라서 부채 탕감은 법률적 문제로 발전할 것이다.

은 국민 희생을 수반하므로 사회적인 저항을 불러올 수 있고 단기적으로는 경제성장에 저해 요인으로 작용하게 될 수 있다. 부채 규모를 줄이지만 단기에 긴축재정으로 인해 경제성장이 저해되면 부채/GDP 비율의 분자와 분모가 모두 줄어들면서 부채비율이 개선되지 않고 오히려 악화될 수도 있기 때문이다. 그렇다면 이러한 긴축 재정 정책을 보완하기 위해서 유로존 차원의 경기부양책이 필요할 것이다. 유로존이 하나의 국가라면 미국과 같이 팽창 수요관리 정책을 쓰고 자국 화폐 가치를 절하하는 정책을 택할 필요가 있을 것이다.

Krugman(2012)은 유럽이 긴축정책을 택하는 대신 팽창정책을 택하여야 한다고 주장한다. 스페인의 예를 들어 스페인의 재정위기는 방만한 정부 운영이 그 원인이라기보다는 글로벌 금융위기에 따른 주택시장의 붕괴와 그 결과 나타난 경기 침체로 재정위기를 겪고 있다고 본다. 그 이유로 스페인은 위기 발생 당시 정부 재정은 흑자를 기록하였고 부채 규모도 크지 않았다는 것이다. 따라서 정부의 방만한 재정 운영이 재정위기의 원인이 아니라는 것이다. 그런데도 현재 23.6% 실업률을 기록하고 청년실업률은 50%를 육박하는 상황에서 긴축재정 프로그램을 택하라는 것은 잘못된 정책이라고 본다.

유럽의 문제 중의 하나는 역내 불균형을 해소하는 것이다. 특히 국제수지 흑자를 큰 폭으로 기록하고 있는 독일이 수입확대 정책을 택해서 역내 무역 불균형을 해소하고 남부 유럽국가들의 경기회복을 도와야 할 것이다. 독일이 팽창 수요관리 정책을 택해 어느 정도 인플레이션을 용인하고 수입을 확대함으로써 역내 불균형을 줄이고 경기를 진작시키는 노력을 해야 할 것이다. 그런데 독일은 남부 유럽국가들을 신뢰하지 못한 관계로 이들에게 방만한 재정 운영에 대한 책임을 묻고 도덕적 해이를 막기 위해서 긴축정책을 요구하고 자국도 긴축 수요관리 정책을 택하고 있다.

그런데 긴축정책은 양날의 칼이다. 긴축정책의 긍정적인 측면은 재정적자 개선을 통해 국가부채가 감소하면 시장 신뢰를 회복하면서 금융시장과 실물경제가 인정되고 유로존이 재정위기로부터 탈출할 수 있다는 것이다. 반면에 부정적인 측면은 금융정책과 외환정책의 도움 없이 정부지출 최소화에 따른 총수요 감소로 경기 침체가 심화되고 긴축 반대운동 분위기가 확산되면서 정치가 불안해지면 유로존 재정위기가 오히려 확산될 수 있다는 것이다. 긴축 재정정책이 남부 유럽국가들의 경기 침체를 가속화시키는 방향으로 추진되어서는 안 될 것이며 유로존 내의 국제수지 불균형을 해소하고 유로존 수요를 늘리는 정책이 함께 채택되어야 할 것이다.

유럽 재정위기를 극복하기 위해서는 유럽 중앙은행이 팽창 금융정책을 택해서 안정적인 인플레이션(moderate inflation)을 용인할 필요가 있을 것이다. 재정정책 측면에서도 독일이 재정확대 정책을 택해서 남부 유럽국가들이 택한 긴축정책을 상쇄하도록 하여야 할 것이다. 한편 남부 유럽국가들도 긴축 재정정책 요구를 비난하기에 앞서 그동안의 도덕적 해이 문제를 해결하려는 노력을 보여야 할 것이다.

과거 2차 대전 후 많은 국가들이 국가부채 문제에서 벗어날 수 있었던 것은 실질금리를 마이너스로 가져가면서 인플레이션을 유발하여 부채의 실질 부담을 줄였기 때문이다. 다시 말하면 재정 문제를 금융정책으로 화폐화(monetize)하면서 해결한 것이다. 그런데 이자율을 낮추고 안정적 인플레이션(moderate inflation)을 용인하는 팽창 금융정책도 평균 정부 부채의 만기가 짧고(5-7년) 국제간 자본 이동이 자유로운 현상에서는 그 효과가 과거보다는 제한적이다.

과거 대공황의 경우 환율을 대폭 절하한 국가들이 먼저 대공황에서 빠져나올 수 있었다. 단일 통화를 사용하는 경우에도 평가절하 효과를 거두는 방법이 있지만 현실적으로 실행하는 데 한계가 있다. 먼저 물가와 임금상승률을 억제하여 실질환율을 절하시키는 방법이다. 또 다른 방법은 근로소득세를 소비재 부가가치세로 대체하여 국내에서 생산된 소비재의 가격은 기존 수준을 유지하고 수입 소비재의 가격을 필요한 평가절하폭만큼 올리는 것이다. 그런데 경제가 침체된 상황에서 이 두 가지 방법을 택하는 데에는 정치·사회적 한계가 있다.

제도적인 차원에서 금융기관의 부실을 우려한뱅크 런(bank run) 현상과 자금의 해외 유출을 막기 위해서는 유로존 차원의 은행통합(banking union)을 이룰 필요가 있다. 유로존의 금융 부실을 막고 안정을 도모하기 위해서 유로존 차원의 예금보험기구와 금융감독 규제기관 설립이 필요할 것이다.

한편 최근 이태리와 스페인 같이 신규 국채 발행 시 위험 가산금 급등으로 금융위기와 재정위기가 심화되는 것을 막기 위해 유로본드 발행을 진지하게 검토할 필요가 있다. 이 경우 유로본드에 대한 위험을 유로존 국가들이 공동으로 지게 되므로 금리 수준은 상대적으로 경제가 건전한 독일의 금리와 해당국가의 금리 사이에서 결정될 것이다. 유로본드 발행 시 재정 건전성 유지를 위한 노력이 전제 조건이 되어야 하므로 유로본드 발행은 재정통합의 첫 단계가 될 것이다.

유로존 국가들은 유로존에 가입함으로써 독립적인 금융정책과 외환정책을 사용할 수 없게 되었다. 그 결과 정부 정책은 재정정책에 의존할 수밖에 없게 되었다. 유로

존이 해체되지 않고 경제위기를 극복하기 위해서는 통합된 재정정책을 수행하고 금융 부실을 해결하기 위한 제도 개혁과 정책 수단을 강구할 수 있어야 할 것이다.

3. 한국 경제위기 분석

3.1. 한국 경제의 현주소

최근 외국 신용평가기관들은 한국의 경우 국가재정이 건전하고 외환보유고가 충분하며 경상수지 흑자 기조가 계속된다는 이유로 한국의 신용 등급을 올리고 있다. 그렇지만 한국의 경우도 대외경제 여건이 악화되고 부동산 가격이 급락할 경우 은행위기, 성장위기, 그리고 재정위기가 복합적으로 상호작용하여 장기적 경기 침체로 이어질 가능성이 있으며 이에 대한 대비를 하여야 할 것이다.

한국의 경우 비교적 건실하게 재정을 운영한 결과 국가 간 비교가 되는 공식적인 정부 부채/GDP 비율은 <표 2>에서 보듯이 2011년 말 현재 34%이다. 그러나 정부 부채를 광의로 해석해 각기 다른 기준에서 평가할 경우 정부 부채에 대해서 안심만을 하기는 이르다. 앞으로 발생할 연금 지급 부족분을 정부 부채에 반영할 경우 그 비율은 62.5% 수준으로 상승하고 여기에 공공기관 부채를 더할 경우 100% 수준에 이르게 된다. 또한 중앙은행의 부채인 통화안정증권을 더할 경우에는 113% 수준에 이르게 된다. 물론 연금 부족분은 미래의 부족분을 현재가치로 계산한 것이라 현재 국가 부채 관리에 문제가 되지 않으며 공공기관 부채의 경우 자산이 받쳐주고 있고 중앙은행의 부채인 통화안정증권의 경우 외화 자산이 받쳐주고 있는 것도 사실이다.

그러나 앞으로 국가부채를 관리하기 위해서는 각기 다른 기준하에서 국가부채 수준이 어떻게 움직이고 있는지를 주시하여야 할 것이다. 앞으로 공무원 연금과 군인 연금 부족분은 계속 정부예산으로 충당하여야 할 것이며 과도한 공공기관 부채에 대해서 정부가 궁극적으로 책임을 지게 된다면 이 중 일부가 언제든지 정부 부채로 전환될 가능성이 있을 것이다. 유로존의 위기가 계속되고 부동산 가격 급락에 따라 경기가 침체된다면 세수가 줄어들고 정부지출이 늘어 재정적자가 확대되면서 정부 부채 관리 문제가 정부 현안으로 제기될 수 있을 것이다.

앞으로 선진경제로 진입하면서 복지 예산에 대한 수요가 크게 확대되리라 예상되는 상황에서 건전한 재정 운영과 국가부채 관리를 위한 자금 조달과 정부예산 집행에서의 우선 순위 문제를 명확히 하여야 할 것이다. 남부 유럽국가들과 같이 과도한

〈표 2〉 국가부채 지표

(단위: 조원)

연도	구분	공식 국가부채 ¹⁾		연금 ^②	공공기관 부채(d) ²⁾	통안채(e) ³⁾	총부채 (a+b+c+d+e)
		중앙정부 (a)	지방정부 (b)				
2010	부채	374	18	319	386	164	1,261
	GDP 대비	31.9%	1.6%	27.2%	32.9%	13.9%	107.5%
2011	부채	403	18	353	463	165	1,401
	GDP 대비	32.6%	1.4%	28.5%	37.4%	13.3%	113.3%

주: 1) 공식 국가부채는 “1. 공식 국가부채(출처-기재부)”에서 인용: 기재부 보도자료 참고.

2) 2010년 공공기관 부채는 “가계부채 해소 방안(한국경제포럼, 제5권, 제2호)” 통계를 인용하였음.

3) 통안채 및 GDP자료는 한국은행 통계시스템 인용.

재정지출로 국가채무가 확대된다면 우리의 경우도 어느 한 시점에서는 이를 줄이기 위한 재정 긴축이 요구될 것이며 이러한 정책의 채택은 실물경제의 침체를 야기할 것이다.

글로벌 금융위기 상황에서 한국의 경제성장도 어려움을 겪고 있다. 다른 선진국에 비해서는 비교적 잘 극복한 편이나 〈표 3〉에서 보듯이 지난 5년간 연평균 성장률은 2.9%로 3% 수준을 하회하고 있고 이와 함께 실업률 증가와 소득의 양극화 등 경제적·사회적 문제들이 야기되고 있다. 글로벌 금융위기가 계속 진행되면서 미국의 경기침체가 계속되고 있고 2012년 유로존의 경제성장률이 마이너스를 기록할 것으로 예상되고 중국 등 BRICS 국가들의 경제성장률도 큰 폭으로 떨어지고 있다. 이러한 불리한 대외적인 경제 요인들과 함께 부동산 가격 하락과 가계부채 증가라는 대내적인 경제 요인들도 악화되면서 수출의 증가세가 둔화되고 국내소비가 위축되고 투자가 큰 폭으로 줄어들고 있다.

인구 증가가 멈추고 저출산 고령화가 빠른 속도로 진행되면서 앞으로 5년간 우리의 잠재 경제성장률도 연평균 4% 수준을 하회할 것으로 예상된다. 그런데 유로존의 경제위기, 미국의 민주당, 공화 양당 간 재정 갈등, 중국의 성장세 둔화 등이 계속 이어질 것으로 예상되고 부동산 가격 하락과 가계부채 문제가 심화됨에 따라 앞으로 5년간 우리 경제는 장기 성장 추세치에 훨씬 못 미치는 수준의 경제성장을 기록하면서 경제성장 둔화가 계속되지 않을까 우려된다.

〈표 3〉 지난 5년간 대한민국 경제성장률

(단위: %)

연도	2008	2009	2010	2011	2012(p)	평균
경제성장률	2.3	0.3	6.3	3.6	2.4	2.9

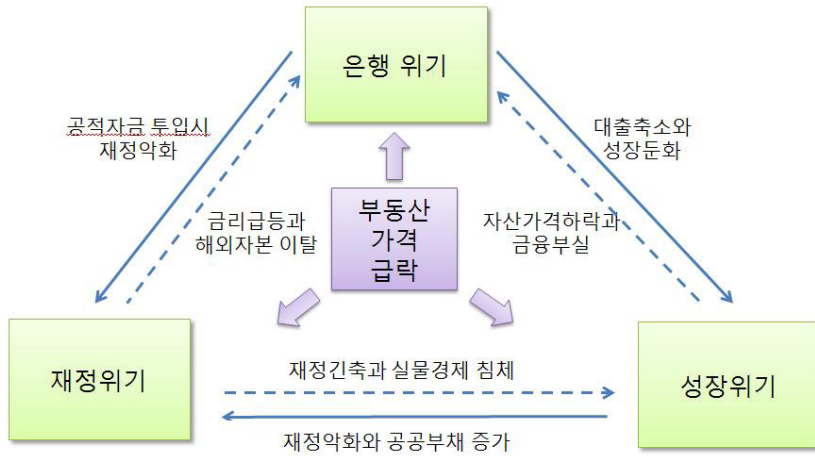
자료: 한국은행 주요경제지표[IMF(2012)].

성장 둔화는 재정지출을 늘리고 수입을 줄여 재정 악화와 공공부채를 증가시켜 그만큼 재정 압박을 가져올 것이다. 우리가 각기 다른 기준으로 국가채무를 평가하고 재정위기에 대비하여야 한다는 것은 앞으로 5년간도 저성장이 지속되고 복지 등 재정지출 수요가 빠른 속도로 증가할 것이 예상되기 때문이다.

2012년 들어 경제성장이 둔화되고 건설과 조선분야 부실이 확대되고 가계부채가 빠른 속도로 늘어나면서 금융기관의 고정이하 여신과 연체율도 빠른 속도로 늘고 있다. 경기 둔화로 기업 대출과 가계 대출의 부실이 빠른 속도로 늘어나기 때문이다. 이렇게 금융기관 자산이 부실해질 경우 건전성 유지를 위해 금융기관은 적정 수준의 자기자본비율을 유지할 것을 요구받게 되는데 이 경우 자본을 확충하거나 자산을 처분해서 자기자본비율을 유지해야 할 것이다. 그런데 경기위축으로 금융 부실이 우려되는 상황에서 새로운 자본을 조달·확충하는 것은 결코 용이하지 않다. 그렇다면 결국 자산을 처분하여 자기자본비율을 높이려고 할 것인데 만약에 금융기관들이 동시에 자산을 처분해서 자산 가격이 큰 폭으로 떨어진(fire-sale)다면 금융기관의 자기자본비율을 개선하려는 노력은 실패하게 되며 금융권 전체로 부실이 확대되면서 금융위기를 가져올 수 있다.

한편 금융기관의 부실 자산 확대가 미래의 불확실성 증대와 금융기관 간 그리고 가계의 대출 축소 등 유동성 위기로 이어지면 소비와 투자를 위축시키면서 성장위기로 발전할 수 있다. 한편 2010년 말 가계의 금융부채 수준은 937조원으로 가계 가처분소득의 1.46배에 이르러 가계의 원리금과 이자 부담으로 인해 그만큼 소비를 위축시키고 있다.⁽³⁾ 가계부채는 2005년 이후 연평균 9% 늘어 증가세가 지속되는 반면 같은 기간 중 가처분소득 증가율은 6% 내외에 그치고 있다. 최근에는 은행권보다 비은행권의 대출이 가파르게 증가하고 채무상환 능력이 낮은 자영업자와 저소득층의 부채가 더욱 빠른 속도로 늘어 이들 채무 부담이 가중되고 있다. 채무 부담 증가는 단

(3) 2011년 말 가계신용 기준 가계부채는 912조원으로 가처분소득 대비 135%이다.



〈그림 2〉 경제위기 간 상호 관계

기적으로는 민간 소비를 위축시키고 장기적으로는 필요한 자본을 축적시키지 못해 성장잠재력을 저하할 것이다.

현재 한국 주요 은행들의 대출 구조를 보면 기업 대출과 가계 대출이 각각 절반을 점유하고 있다. 2011년 말 현재 주요 은행들의 기업 대출 고정이하 자산 규모는 가계 대출에 비해서 3배 이상 크며 그 결과 기업 대출에 대한 대손충당금 규모도 가계 대출에 비해 3배 이상 크다. 이것은 아직까지는 기업 대출 부실 문제가 가계 대출 부실 문제보다 보다는 크게 받아들여지는 것을 의미한다. 앞으로 글로벌 금융 경기로 세계 경제 침체가 계속될 경우 우리 기업 부실이 계속 커질 것이 우려된다.

그런데 이보다도 앞으로 부동산 가격이 떨어져 가계 대출의 원리금 상환 압박이 가중되면서 가계 부실이 확대될 것이 우려된다. 세계경제 침체 지속과 주택가격 하락은 그 자체가 수출 감소, 소비와 투자 축소를 통해 경제성장을 저하할 뿐만 아니라 금융 부실과 유동성 위기를 야기하면서 경제성장을 저해할 것이다.⁽⁴⁾

〈그림 2〉는 주택가격 급락이 금융, 재정, 성장에 직접적인 영향을 끼칠 뿐만 아니라 이들 위기가 서로 상호작용하여 경제를 더욱 악화시킬 수 있음을 보여준다.

지금까지 우리의 재정, 금융, 성장이 어떻게 상호작용하는지를 살펴보았다. 현재까지 우리의 경제 상황은 우려 수준은 아니지만 대외 악재가 주택가격 급락으로 이어

(4) 주요 은행들의 경우 가계 대비 기업의 고정이하 자산이 3배가 넘어 기업 관련 대손충당금도 가계에 비해서 3배가 넘는다.

진다면 저출산 고령화하는 구조 변화와 함께 금융·재정·성장위기를 우려하는 상황으로 발전할 수 있을 것이다.

3.2. 부동산 가격 급락과 성장, 금융, 재정위기

여기서는 부동산 가격 급락이 우리 경제의 성장, 재정, 금융에 어떠한 영향을 끼칠지 분석해보고 대응 방향을 살펴보자.

먼저 부동산 가격 급락이 경제성장에 미칠 충격을 살펴보자. 이 경우 거시적 그리고 미시적 분석이 함께 필요할 것이다. 거시적 분석은 부동산 가격 급락이 소비와 투자에 미친 직접적인 충격과 정부재정에 미친 효과를 분석하는 데 필요하다. 미시적 분석은 부동산 가격 급락이 가계대출과 금융에 미친 효과와 함께 이것이 다시 경제 전반에 미치는 충격을 살펴보고 이에 대한 대응책을 강구하는 데 필요할 것이다. 부동산 가격 급락은 성장, 재정, 금융에 악순환을 일으켜서 과거 일본과 같은 잃어버린 20년을 가져올 수 있다는 점을 명심하고 이에 대한 대응책을 마련해야 할 것이다.

2010년 말 통계청의 국가자산 통계를 살펴보면 3,226조 원에 이른다.⁽⁵⁾ 한편 2011년 3월 말 현재 가계금융조사 결과를 보면 가구당 자산 총액은 2억 9,765만 원이며 금융자산과 실물자산은 각각 6,903만 원과 2억 2,862만 원으로 그 비율을 보면 23% 대 77%이다.⁽⁶⁾ 기타 실물자산을 뺀 부동산은 2억 1,907만 원으로 금융자산과 부동산의 비율은 24% 대 76%이다. 또한 개인당 금융부채는 5,205만 원으로 순자산은 2억 4,560만 원에 이른다.

그렇다면 2010년 말 현재 가구 수 1,733만 가구를 개인당 수치에 곱하면 전체 가구의 부동산, 금융자산, 금융부채 수준을 계산해낼 수 있다. <표 4>에서 보듯이 가계금융 자산조사 기준 가구 전체 부동산은 3,797조 원, 금융자산은 1,197조 원, 그리고 금융부채는 902조 원이다.

한편 2010년 말 한국은행의 자금순환 통계에서 살펴보면 <표 4>와 같이 개인이 소유한 금융자산, 금융부채는 각각 2,176조 원과 937조 원이라 순금융자산은 1,239조 원이다. 이 경우 가계금융조사 결과는 거시 통계에 비해서 실물자산은 574조 원 과대평가, 그리고 금융부채는 35조 원 과소평가한 것으로 나타난다.⁽⁷⁾ 그런데 금융자

(5) 통계청, 2010년 말 국가자산 통계 참조.

(6) 통계청, 금융감독원, 한국은행 조사, 2011년 가계금융자산 결과 통계 참조.

(7) 그런데 가계금융조사의 경우 금융자산에는 전월세 보증금이 그리고 금융부채에는 임대 보증

〈표 4〉 통계별 가계 전체의 자산 및 부채 현황

(단위: 조 원)

구분 \ 기준	가계금융조사 ¹⁾	자금순환표(BOK) ¹⁾	국가자산(통계청) ¹⁾
자산총액(A+B)	5,159(100%) ²⁾	- ³⁾	-
금융자산(A=a+b)	1,197(23%)	2,176 (순금융자산:1,239 ⁴⁾)	-
저축액(a)	871	-	
전월세 보증금(b)	326	-	
실물자산(B=c+d)	3,963(77%)	-	3,226
부동산(c)	3,797	-	-
기타 실물자산(d)	166	-	-
금융부채 총액(C+D)	902(100%)	-	-
금융부채(C)	624(69%)	937	-
입대 보증금(D)	279(31%)	-	-

자료: 1) 가계금융조사: 가계금융조사 결과(한국은행, 통계청) 가구별 현황 × 인구주택총조사 결과 (통계청) 총 가구 수(17,334천).

2) 자금순환표: 2010년 자금순환표(한국은행).

3) 국가자산: 2010년말 국가자산(통계청).

주: 1) 통계별 작성 기준 시점: 가계금융조사 2011년 3월, 그 외는 2010년 12월.

2) ()의 수치는 가계금융조사의 자산(부채)의 총액 대비 비중.

3) 해당 통계에서 제공되지 않는 자료임.

4) 자금순환표의 금융자산(2,176) - 금융부채(937).

산의 경우 자금순환표 기준 금융자산은 2,176조 원으로 가계금융조사 1,197조 원과 979조 원 큰 폭의 차이를 보인다.

한편 국가자산 통계상 부동산과 자금순환표 기준 순금융자산의 비율은 〈표 5〉에서 보듯이 75%대 25%로 가계금융조사 기준 부동산과 금융자산 비율 76%대 24%와 거의 비슷한 수준을 보인다.⁽⁸⁾ 그렇다면 가계 자산에서 부동산이 차지하는 비중이 절대적으로 높으므로 부동산 가격 폭락은 소비와 투자 저하로 경기에 직접 영향을 줄 뿐만 아니라 금융기관의 건전성을 악화시켜서 금융위기를 초래하며 또한 이를 통해 경기에 영향을 줄 것이다.

금이 포함되어 있으나 자금순환표상에는 이들이 포함되어 있지 않다.

(8) 가계의 부동산은 순개념이므로 순금융자산과 비교하는 것이 오히려 타당하다고 할 것이다.

〈표 5〉 금융자산과 부동산자산의 비중

(단위: 조 원)

구 분	기 준	가계금융조사		자금순환표	
			GDP 대비 ¹⁾		GDP 대비
금융자산	1,197(24%)	1.02	1,239(25%) ²⁾	1.06	
부동산자산	3,797(76%)	3.24	3,797(75%) ³⁾	3.24	
합계	4,994(100%)	4.26	5,974(100%)	4.29	

주: 1) 2010년 GDP(국내총생산): 1,173조 원(출처: 한국은행 경제통계시스템).

2) 자금순환표의 순금융자산(= 금융자산(2,176) - 금융부채(937)) 금액을 사용.

3) 자금순환표에서는 부동산 자산 통계를 제공하지 않으므로, 가계금융조사의 부동산 통계를 사용하였음.

글로벌 금융위기 발생 이후 주요 선진국의 주택가격이 고점 대비 20-30% 하락한 반면 우리나라는 아직까지도 조정폭이 크지 않아 하락 압력으로 작용할 것이다.⁽⁹⁾ 수도권 경우 아파트 가격 하락세가 지속되는 가운데 수도권 아파트 가격은 고점(2008년 9월)에 비해 평균적으로 6.9% 하락하였다고 추정한다.⁽¹⁰⁾

우리의 경우 〈표 6〉에 의하면 가계 부문의 부동산 가격의 20%는 그 규모가 개인 가처분소득을 상회할 정도이며 30%는 가계금융조사 기준 금융자산 규모이다. 부동산 시장 가격 저폭 붕괴가 소비와 투자에 미치는 충격은 쉽게 계량화할 수는 없지만 우리 부동산 가격이 20-30% 급락할 경우 그 규모로 볼 때 가계소비, 투자, 그리고 경제성장률에 미칠 충격은 보다 직접적이고 장기적일 것이다.

부동산 가격 급락은 국가재정에도 직접적인 영향을 줄 것이다. 경기가 악화되면 세금은 덜 걷히고 정부 재정지출은 늘어나면서 정부재정 적자와 정부 부채가 확대될 것이다. 경기 악화를 막기 위해서 정부가 팽창 재정정책을 채택하면 경기 활성화에는 도움이 되겠지만 그만큼 정부재정 적자와 정부 부채가 늘어날 것이다. 여기에 덧붙여 부동산 가격 급락이 금융 부실을 초래하고 정부 재정을 통한 공적자금 투입이 불가피해진다면 이 또한 재정 부실을 가져오는 원인이 될 것이다.

그런데 주택가격 폭락이 경제에 미치는 가장 큰 충격은 금융 부문을 통해서 나타날 것이며 이 점이 주택담보대출과 가계 대출에 대한 미시적 분석과 대응책 마련이

(9) 통화신용정책보고서(2012. 9, p. 32) 참조. 이 자료에 의하면 미국의 주택가격 조정폭은 -33.9%인 반면 한국은 -1.7%로 되어 있다.

(10) 금융안정보고서(2012. 10, p. 37) 참조.

〈표 6〉 금융자산과 금융부채의 가처분소득 대비 비율

(단위: 조 원)

구분	기준	가계금융조사		자금순환표	
			DI 대비 ¹⁾		DI 대비
금융자산		1,197	1.86	2,176	3.38
금융부채		902	1.40	937	1.46
부동산자산		3,797	5.90	- ²⁾	-

주: 1) 2010년 DI(개인 가처분소득): 643조 원(출처: 한국은행 경제통계시스템).

2) 해당 통계에서 제공되지 않는 자료임.

무엇보다 강조되는 이유이다.

그렇다면 먼저 주택가격 급락이 금융위기를 초래할 가능성을 분석한 몇 가지 연구 결과를 종합해보자.

먼저 금융안정보고서에 의하면 2012년 3월말 현재 LTV(담보인정비율), 규제 상환(60%)을 초과하는 대출 중 이자만 납입하고 있어 만기 연장 시 원금을 상환해야 할 가능성이 있는 고원금상환부담 대출을 35조 원으로 파악하고 있으며 주택가격이 20% 하락할 경우 고원금상환부담 대출이 93조 원으로 3배 가까이 증가한다고 분석하고 있다.⁽¹¹⁾ 이 중 만기 연장 시 실제로 상환해야 하는 규모는 현재(2012-14년 동안) 2조 원에서 11조 원(차주 연소득의 28%)으로 늘어나는 것으로 추정하고 있다. 또한 이 보고서에 의하면 전체 주택담보대출의 LTV 평균이 48%인 반면 주택담보대출이 있는 전세주택의 경우 전세보증금을 포함한 실질 LTV의 비율은 71%이며 LTV 비율이 80% 이상인 전세주택의 비중도 26%에 이르고 있다고 분석한다.

한편 한국은행의 나승호 등(2012)에 따르면 DSR(부채상환비율)을 같이 고려하여 〈표 7〉에서와 같이 DSR > 40%, LTV > 60%, 그리고 DSR > 40%와 LTV > 60%를 각각 과다채무가구, 과다차입가구, 그리고 고위험가구로 보고 외환위기 당시 수준으로 금리, 소득, 부동산 가격 등이 변할 경우 각군의 상승폭이 기준 수준에 비해 어떻게 상승할지를 측정하였다.⁽¹²⁾ 그들 연구에 의하면 기준 수준에서 부채보유가구 대비 과다채무가구와 담보대출가구 대비 과다차입가구와 고위험가구의 비중은 각각 17.6%, 14.8%, 5.2%이었으나 외환위기 시나리오를 상정하였을 경우 각각 7%, 7.6%, 5.1%

(11) 금융안정보고서(2012. 10, pp. 40-42) 참조.

(12) 연체율은 LTV 60% 내외, DSR 40% 내외에서 급격히 상승하므로 이러한 분류는 의미가 있다.

〈표 7〉 경제위기 시나리오별 DSR 및 LTV 비율 변화

(단위: %, %p)

	현 수준 (A)	외환위기 (B)	상승폭 (B-A)
DSR ¹⁾	12.9	18.4	+5.5
DSR > 40% 가구 비중 ²⁾	17.6 (9.9)	24.6 (13.8)	+7.0 (+3.9)
LTV ¹⁾	29.3	33.2	+3.9
LTV > 60% 가구 비중 ³⁾	14.8 (4.0)	22.4 (6.1)	+7.6 (+2.1)
고위험가구 비중 ³⁾ (DSR > 40% · LTV > 60%)	5.2 (1.4)	10.3 (2.8)	+5.1 (+1.4)

자료: 나승호 · 박양수 · 이동렬 · 문소상 · 손민규(2012).

- 주: 1) 부채보유가구 및 담보대출가구 중위값 기준.
- 2) 보채보유가구 대비, () 내는 전체 가구 대비.
- 3) 담보대출가구 대비, () 내는 전체 가구 대비.

상승함을 보여준다.⁽¹³⁾

금융연구원의 임진 · 김영도(2012)는 주택가격 하락과 금리 충격의 영향 분석을 통해 가계부채 위험 평가를 하였다. 이들은 주택가격이 기준 시점 대비 최대 20% 하락하는 것을 가정하고 스트레스 분석을 하였다. 이들 분석에 의하면 주택가격이 20% 하락할 경우 고위험 유형별로 주택담보대출 가구수가 14.1만-14.7만 가구 증가하고 손실 규모도 11.7-16.6조 원 증가하는 것으로 추정되었다.⁽¹⁴⁾ 그런데 이들 분석에서 고위험 유형의 정의에 금융자산 통계가 사용되는 데 금융자산 통계의 대한 신뢰도가 낮은 점이 이들 분석의 한계라고 볼 수 있다.

김영식 · 장민 · 최성호(2012)는 가계부채에 대한 스트레스 테스트를 하였다. 이들 연구에 의하면 〈표 8〉에서와 같이 2012년 6월 말 현재 1년 이내에 만기가 돌아오는 44.7% 가구 중 ‘LTV > 낙찰가율’인 고위험군은 7% 수준이다. 그런데 일본 사례를 예

(13) 외환위기 시나리오에서 금리는 4.3% 상승하고 소득은 7.3% 떨어지고 부동산 가격도 12% 떨어지는 것을 가정하였다.

(14) 임진 · 김영도(2012)는 주택가격 하락에 따른 부실 대출 규모를 고위험 주택담보대출 가구가 보유하고 있는 금융대출 전부를 가정하고 금융기관은 부실 대출에 대해 가계가 보유하고 있는 부동산을 매각하고 금융자산을 압류하여 손실 보전에 나서는 것으로 가정함.

를 들어 주택가격이 36% 하락하고 낙찰가율이 50%라고 가정할 경우 고위험군은 전체 주택담보대출의 60% 수준으로 급증한다. 이렇게 위험이 급증할 경우 고위험군의 연체율도 당연히 늘어나겠지만 기존 연체율을 적용하더라도 고위험군의 연체 금액은 8배로 늘어날 것으로 평가하였다. 그런데 미국과 같이 금융기관의 주택담보대출 담보권이 주택에 국한되어 있어서 차주들이 주택을 포기하고 빚을 안 갚는다고 가정할 경우 금융기관들의 손실률은 $\{(만기연장불가총잔액 - 낙찰가율 \times 주택가격) / 주택가격\}$ 이 될 것이다.

현재 주요 은행들의 주택담보대출에서 아파트가 차지하는 비율은 절대적이어서 아파트 실거래 매매지수가 하락할 경우 은행의 대출 손실 위험이 커질 것이다.⁽¹⁵⁾ 한 예로 아파트 실거래 매매지수가 30% 하락한다고 할 경우 $50\% < LTV < 70\%$ 인 주택담보대출이 $70\% < LTV < 100\%$ 가 되어 은행의 대출 손실 위험을 크게 높일 것이다.⁽¹⁶⁾ 그런데 2012년 금융안정보고서에서 분석한 것과 같이 주택담보대출 LTV 평균이 48%라고 할 경우 기존 $50\% < LTV < 70\%$ 군의 주택담보대출은 전체 대출의 50% 가까운 수준이 되리라 추정되며 실거래 매매지수가 30% 하락할 경우 이들 대출의 LTV가 $70\% < LTV < 100\%$ 로 상승할 것이다. 만약 낙찰가율이 70%라고 한다면 이들 대출은 경매에 부쳐질 경우 전액 원금 회수가 되지 않을 것이다. 그런데 제2금융권 대출과 전세를 포함한 LTV 비율은 은행 기준 LTV보다 더욱 높아질 것이므로 주택가격 급락 시 금융 부실의 위험은 더욱 커질 것이다.

한편 주택가격 하락으로 주택담보대출의 손실이 확대될 경우 이들 대출에 비해서 금리 수준이 높은 신용대출의 손실도 함께 커질 것이 우려된다. 또한 주요 은행들의 가계 대출은 기업 대출에 비해 고정이자 비율이 절반에도 못 미치게 잡혀 있어서 대손충당금 적립 규모도 절반에 이르지 못하는 상황에서 주택담보대출 부실 확대는 그만큼 은행들의 건전성을 저해할 것이다.

한편 가계부채 중 은행에 비해 건전성 규제가 약한 비은행 금융기관의 비중이 상승하면서 2012년 2/4 분기 현재 47%에 이르고 있다. 다중채무자 비율 또한 늘어나 2011년 말 현재 차주 수 기준 18.6% 그리고 채무금액 기준 29.8%를 차지하고 있

(15) 주요 은행들의 경우 주택담보대출 중 아파트의 비중이 80%가 넘는 것이 보통임.

(16) 실거래 매매지수의 하락폭은 수도권 아파트 매매지수의 2.5배로 추정됨. 수도권 아파트 매매지수가 -12%일 경우 실거래 매매지수는 -30%가 됨.

〈표 8〉 가구별 주택담보대출 스트레스 테스트

(단위: %)

	주택가격 변동	낙찰가율	깡통주택 비율
시나리오1 (외환위기 수준)	-14.9	70	23.4 (58만~78만 가구)
시나리오2 (금융위기 수준)	-19.0	60	36.3 (90만~122만 가구)
시나리오3 (일본식 버블 붕괴)	-36.1	50	60 (150만~201만 가구)

자료: 김영식 · 장민 · 최성호(2012).

다.⁽¹⁷⁾ 상대적으로 금리가 높은 제2금융권 비중이 높아지고 다중채무자도 늘어난다는 것은 금융 부문의 건전성이 그만큼 취약해지고 있음을 의미한다. 부동산 가격 하락과 가계부채로 인한 금융기관의 건전성 위기가 신용 위험과 유동성 위기로 발전할 경우 실물 부문을 크게 위축시키면서 경제성장을 저해할 것이다.

3.3. 부동산 급락으로 인한 금융 부실에 대한 대응 방안

주택가격 급락에 대한 금융기관들의 감당 능력을 단지 연체금액 증가와 자가자본 비율 감소 정도로 평가하는 데에는 문제가 있다. 주택가격 급락은 연체금액을 증가시킬 뿐만 아니라 주택담보대출과 신용대출의 건전성을 악화시킬 것이다. 주택담보대출이 주택가격보다 높다고 인식되는 대출 비중이 늘어나서 금융기관의 재무제표의 건전성 자체가 의심을 받게 된다면 시중 유동성이 경색되고 금융위기가 실물경제로 전이될 것이다.

부동산 시장에 거품이 존재하고 있고 인구 구조나 가구 구성이 지금과 같은 추세로 변화하며 소득에서 차지하는 주거비용이 과도하게 높다고 생각된다면 부동산 가격은 현 수준에서 유지되지 않을 것이며 유지되는 것이 바람직하지도 않을 것이다. 그러나 부동산 가격이 단기에 급락하고 가계, 금융기관, 정부가 이에 제대로 대비하지 못한다면 일본과 같은 금융위기로 빠져들어 경제가 장기 불황에 빠져들 가능성도 있다. 그렇다면 가계, 금융기관, 정부가 힘을 합쳐 장기적으로는 부동산 가격 거품이 빠지도록 하고 단기적으로는 부동산 가격 급락에 따른 부작용을 해소하는 방향으로

(17) 통화신용정책보고서(2012. 9, p. 51) 참조.

대책을 세워야 할 것이다.

부동산 가격 급락으로 금융위기가 발생할 경우 그 비용은 결국 가계, 금융권, 정부 순으로 지게 될 것이다. 가계는 먼저 저축을 늘리고 가계 대출 규모를 축소하도록 노력해야 할 것이다. 금융기관은 가계의 부채 감당 능력이 일시에 훼손되지 않도록 가계 대출의 만기를 연장하여야 할 것이다. 특히 주택담보대출의 경우 만기를 장기 국채 만기 수준으로 연장하는 것이 바람직하다. 이 경우 지금과 같은 변동금리를 고정금리로 전환하는 것은 차주의 선택에 맡기는 것이 바람직하다. 앞으로 실질금리가 장기적으로 하향 추세를 보이리라 예상되는 상황에서 현 시점에서 변동금리를 고정금리로 바꾸는 것이 가계에 유리한 것만은 아니다. 변동 금리냐 고정 금리냐 하는 선택 문제는 금리 하향 추세에서 그 변동 리스크를 가계가 지느냐 은행이 지느냐 하는 문제로 귀결될 것이다.

한편 장기 주택담보대출을 담보로 주택저당채권을 발행토록 허용하여 금융기관의 신용과 시장 리스크를 줄이고 유동성 공급을 원활히 하도록 할 필요가 있다. 정부나 한국은행은 필요한 경우 주택금융공사에 대한 출자 확대를 통해 주택저당채권 시장 확대를 위한 유동성 공급을 제공할 필요가 있다.

한편 정부는 신규 주택담보대출에 대해서는 비거치식 장기 분할 상환 방식을 택하도록 권장하고 기존 LTV를 엄격히 적용토록 하는 반면 기존 주택담보대출의 경우 주택가격 하락으로 인해 기존 LTV 한도를 초과하는 부분에 대해서는 신용대출로 전환하여 금리를 높이거나 일시 차환을 요구하지 말고 기존의 금리를 적용하고 만기를 연장해 갚도록 해야 할 것이다. 금융기관들은 부동산 가격 급락 가능성을 염두에 두고 주택담보대출에 대해 충분한 수준의 대손충당금을 쌓을 필요가 있다.

정부는 저소득 저신용층에 대한 과도한 리스크 프리미엄 부과로 인해 이들이 신용 불량자로 전락하는 것을 막도록 해야 할 것이다. “private banking for the poor”라는 개념을 도입하여 저소득층과 저신용층의 재무 설계를 도와 이들의 자립 능력을 높일 수 있도록 하고 이러한 컨설팅을 받은 가계에 대해서는 금리를 낮추는 인센티브를 제공하도록 해야 할 것이다.

현재와 같이 경기가 침체된 상황에서 중앙은행은 물가 안정을 저해하지 않는 수준에서 금융 안정에 보다 역점을 둘 필요가 있다. 금리를 낮추고 통화 공급을 늘려 단기적으로 부동산 가격의 급락을 막고 취약 가계의 채무상환 부담을 덜어줄 필요가 있다.

4. 맺는 말

OECD 세계경제 전망에 의하면 유로존은 2012년에 이어 2013년에도 마이너스 경제성장을 기록하리라 예상된다. 유로존의 경제위기는 재정위기, 금융위기, 성장위기가 함께 진행되는 복합 위기이라는 점에서 그 심각성이 크다. 유로존의 경제위기 해결을 위해서는 일반 균형적이고 복합적인 해결책이 제시되어야 할 것이며 위기 당사국과 독일 등 북부 유로존 국가 간의 경제협력이 필요할 것이다. 신뢰 회복과 도덕적 해이를 막기 위해서 채무 조정과 함께 구제금융을 받은 국가들의 긴축 재정정책은 필요하다. 그러나 동시에 북부 유럽국가들은 수요확대 정책을 택해 국가 간 무역 불균형을 완화하고 유로존 전체의 경기 부양을 도모해야 할 것이다.

한편 과도한 리스크 프리미엄을 줄이고 재정통합을 위한 첫 단계로 나아가기 위해 유로증권을 발행하는 것과 금융안정을 위해 बैं킹 유니언을 구성하는 것도 구체적으로 다루어야 할 것이다.

한국도 글로벌 금융위기가 계속 지속되고 부동산 가격이 급락할 경우 유럽과 같은 경제위기에 빠질 수 있다. 만기가 도래할 주택담보대출을 갚지 못해 주택시장에 급매물이 급증할 경우 주택가격이 급락할 것이며 이들이 다시 경매에 부쳐진다면 낙찰가에 못 미치는 주택담보대출 규모가 급증할 것이다.

그런데 많은 연구가 부동산 가격 급락 충격을 단지 부동산담보대출 연체금액이 늘어나는 문제로 인식하고 있는 데 문제가 있다. 부동산 가격 급락에 대해 낙관적인 평가를 할 뿐만 아니라 대응책도 제대로 준비하고 있지 않고 있다. 부동산 가격 급락은 이번 미국 서브 프라임(sub-prime) 모기지 사태에서 본 바와 같이 소비와 투자에 직접적으로 충격을 줄 뿐만 아니라 금융위기와 신용경색을 불러와 경제위기를 가속화시킬 가능성이 크다. 금융위기가 이로 인해 발생할 경우 그 비용을 가계, 금융기관, 그리고 정부가 나누어 부담하게 된다는 점에서 각각의 주체들은 대응 방안을 강구하여야 할 것이다. 먼저 가계는 저축을 늘리고 새로운 대출을 늘리는 것을 자제해야 할 것이다. 금융기관들은 주택담보대출의 만기를 정부 장기채권 수준으로 연장하고 저신용 저소득층에 부과하는 과도한 위험부담금을 줄여 주도록 해야 할 것이다. 한편 정부는 주택담보대출을 유동화하도록 필요한 제도적 기반을 마련하고 시장 활성화를 위한 충분한 유동성을 공급하도록 해야 할 것이다. 이와 함께 저신용 저소득층이

과도한 금리 부담으로 인해 신용불량자가 양산되지 않도록 자금 지원과 함께 금융기관에 대한 감독을 강화해야 할 것이다.

서울대학교 경제학부 교수
151-746 서울특별시 관악구 관악로 1
전화: (02) 880-6389
팩스: (02) 886-4231
E-mail: kimij@snu.ac.kr

참 고 문 헌

- 김영식 · 장민 · 최성호(2012): “가구별 주택담보대출자료를 이용한 스트레스 테스트”, 『우리나라 가계부채, 스트레스 테스트 결과는?』, 2012 서울대학교 금융경제연구원 하반기 정책심포지엄 자료집.
- 나승호 · 박양수 · 이동렬 · 문소상 · 손민규(2012): “가계부채 누증에 따른 잠재리스크 평가”, 『부채경제학과 한국의 가계 및 정부 부채』, 한국은행.
- 박양수 · 한영기(2012): “부채의 경제학”, 『부채경제학과 한국의 가계 및 정부 부채』, 한국은행.
- 임진 · 김영도(2012): “가계부채 스트레스 테스트”, 『가계부채의 미시구조 분석 및 해법』, 한국금융연구원 기자단 세미나 자료집.
- 한국은행(2010-2012): 『통화신용정책보고서』, 2010, 2011, 2012 각호.
_____(2010-2012): 『금융안정보고서』, 2010, 2011, 2012 각호.
- IMF(2012): *World Economic Outlook*, International Monetary Fund.
- Kim, In June(2009): “Paradigm Shift and the Korean Economy: Focused on Macroeconomy and Finance,” *The Korean Economic Forum*, **2**, **4**, 5-16.
- _____(2012): “The Global Financial Crisis and the Challenges of the Korean Economy,” *Seoul Journal of Economics*, **25**, **3**, 339-366.
- Kim, In June, and Y. S. Rhee(1998): “The Korean Currency Crisis and the IMF Program: An Insider’s View,” *Seoul Journal of Economics*, **11**, **4**, 351-380.
- _____(2009): “Global Financial Crisis and the Korean Economy,” *Seoul Journal of*

- Economics*, **22**, **2**, 145-179.
- Kim, Jun-il(2011): “Fiscal Space,” Economic Research Institute, Bank of Korea.
- Krugman, P.(2009): “How Did Economists Get It So Wrong?” *The New York Times*, September 2.
- _____(2012): “Europe’s Economic Suicide,” *The New York Times*, April 15.
- Mishkin, F. S.(2011): “Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis,” *Journal of Economic Perspectives*, **25**, **1**, 49-70.
- Shambaugh, J. C.(2012): “The Euro’s Three Crises,” *Brookings Papers on Economic Activity*.
- Shleifer, A., and Vishny, R.(2011): “Fire Sales in Finance and Macroeconomics,” *Journal of Economic Perspectives*, **25**, **1**, 29-48.
- Stiglitz, J. E.(2010): “Lessons from the Global Financial Crisis of 2008,” *Seoul Journal of Economics*, **23**, **3**, 321-339.

Abstract

Comparative Study on Euro-zone and the Korean Economic Crisis

In June Kim

This study is aiming at doing comparative study on the Euro-zone and the Korean economic crisis. Since the Euro-zone crisis takes the form of fiscal, monetary as well as growth crisis, general equilibrium approach should be taken to cope with those crises simultaneously. To overcome the crisis, Euro-zone as a whole should take expansionary demand management policies and also take structural reforms to move forward to banking union and fiscal integration.

Korea should take measures in advance to prevent the hard landing of real estate markets. Bursting of bubbles in real estate markets may lead Korea into monetary, growth, and fiscal crisis. Through micro data analysis on household mortgage loans, we analyze the impacts of 20-30% drops of real estate on the soundness of monetary sectors and present the necessary policy measures to avoid banking and growth crisis.

Keywords: Euro-zone crisis, Monetary crisis, Bubbles, Mortgage loans

