

MAR.2017



SK FIXED INCOME ANALYSIS

채권전략

가계부채 해결방정식 II : 금융의 변신에서 길을 묻다

채권. 김동원 | 3773-8898, dongwon.kim@sk.com

연구원. 김태홍 | 3773-8487, taehongkim@sk.com



가계부채 해결방정식 2 : 금융의 변신에서 길을 묻다

가계부채, 자금의 흐름이면 시스템 위기는 아니다

가계부채는 우리 경제의 중요한 시스템 리스크 중 하나이다. 하지만 1) 정부의 적극적인 정책 노력 하에 증가세가 둔화되고 있고 2) 시니어 세대의 주택 연금 활성화로 주택 매도 압력 역시 둔화되며 가계부채 문제가 시스템 리스크로 전이될 위험이 줄고있다. 외환위기 수준 스트레스 상황에서도 은행 건전성에는 큰 문제가 없어 보인다. 그럼에도 불구하고 가계부채 문제에는 아직 풀어야 할 숙제가 남아있다.

위기관리에서 해결의 영역으로 들어선 가계부채. Key는 금융의 변신에 있다

부채 해결의 근본 솔루션은 성장이다. 그런데 과거와 같은 수출 주도형 성장이 나타나기는 만만치 않다. 즉, 핵심은 내수 경제, 자영업과 중소기업의 성장이다. 문제는, 현재 자영업이 효율성이 높은 젊은 세대가 아닌 시니어 세대 중심이라는 점이다. 젊은이들은 능력이 있지만, 자본이 없기 때문이다. 이 같은 현상은 퇴직 세대의 노후 불확실성을 높일 뿐 아니라, 사회 전반의 자원 배분 효율성 저하를 야기한다. 결국 자원 배분의 효율화를 위해서 배분 기능을 담당하는 금융의 변신이 필요하다.

P2P 대출 확대에서 찾아보는 금융 혁신의 힌트

은퇴 세대의 잉여자본과 젊은 세대의 자본 부족은 금융이 나서서 연결해야 한다. 하지만, 기존 금융기관의 변화에는 제약 요건이 많다. 우리는 P2P 대출과 같은 새로운 형태의 금융에서 변화 가능성을 찾고 있다. 이미 해외에서는 P2P 대출 업체가 개인 신용을 넘어 중소기업 대출을 주선할 정도로 눈부시게 성장하고 있다. 나이가 ABS 등 구조화까지 진행 중이다. 가계와 중소기업의 새로운 자금 공급원이 되고 있는 것이다. 우리는 현재 금융의 진화가 자영업 뿐만 아니라, Venture 등에 대해서도 새로운 자금 지원의 수단으로서 자리잡게 될 것으로 예상하고 있다.

결론 : 완화적 통화정책 지속가능성, 금융 변신 기업 / 상품에 주목

우리는 가계부채 리스크의 확대 보다는 완만한 해결에 더 무게를 두고 있다. 더불어 하지만으로 금융 변신의 길목에 서 있는 기업 및 상품에 대한 투자에 대한 꾸준한 검토가 필요하다고 판단한다.



Fixed Income
김동원
Dongwon.kim@sk.com
02-3773-8898



R.A
김태홍
taehongkim@sk.com
02-3773-8487

가계부채 문제 해결은 금융의 변신과 내수 산업의 효율성 재고에서 시작된다



▶ 현재 금융자원, 효율성 낮은 Sector로...

▶ 사회 전체 금융자원 배분기능 ↑

Chapter I . 가계부채, 지금 흐름이라면 시스템 위기는 아니다

(1) 2016년 SK 증권이 제안한 가계부채 해결방정식

우리는 지난해 4월 ‘가계부채 해결 방정식 : 답은 노년층의 현금흐름에 있다’라는 보고서를 통해서 한국 가계부채 상황을 점검해본 바가 있다. 당시 보고서는 가계부채 문제 해결을 위해 부채 가구의 “현금흐름” 개선이 핵심이라는 논지를 담았다.

보고서의 핵심을 다시 정리해보자. 우리 가계부채는 대부분 시니어 세대를 중심으로 증가했고, 가계 부분에서 늘어난 부채는 부동산 시장으로 투입되었다. 그 결과 베이비 부머 세대들은 ‘은행 빚’이 ‘조금’ 있지만, 자산 대부분을 부동산으로 형성할 수 있었다.

사실, 이 같은 투자는 1970년대 이후 중산층의 자산 증식을 위한 성공 공식이기도 했다. 집을 사면 가격이 올랐고, 굳이 집을 사지 않고 프리미엄만 팔아도 꽤나 짭짤한 장사였다. 이 같은 소위 ‘갭투자’를 위한 레버리징 역시 유행했던 것이 사실이다.

더불어 인플레이션 환경도 한 몫 했다. 즉 대출금리는 높았으나 원금의 실질 가치가 큰 폭으로 하락한 것 역시 부동산 시장의 매력을 높여주는 요인이었다. 물론, 이 같은 흐름은 산업 고도화 과정에서 기업들의 실질 부채 부담을 낮춰주기 위한 정책적 배려와 궤를 같이 한다고 풀이된다

그러나, 문제는 부동산 열기 속에서 차익실현을 한 일부 사람들을 제외한 이들의 상황이 바뀌었다는 점이다. 먼저, 주거용 부동산 가격은 상승하고 있지만 과거만큼 강력하지는 않다. 지역별로 좋은 매물을 잡아서 투자하는 것은 여전히 유효하지만, 시장 전체가 강력하게 상승할 것이라고 기대하기는 쉽지 않다. 주식 시장을 비유하자면 ‘대세 상승장’에서 ‘종목장’으로 변화하고 있는 상황인 것이다.

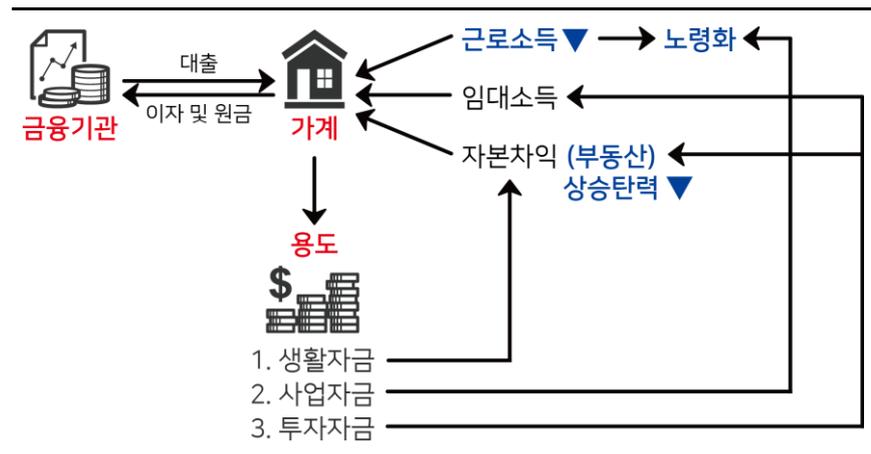
그러나 더 중요한 사실은 가계 부채의 중심인 “베이비 부머”세대들의 은퇴가 본격화된다는 점이다. 앞서 언급한 것처럼 이들 자산의 대부분은 부동산에 묶여 있다. 문제는 은퇴를 하고 나소 대부분 가계의 현금 흐름이 악화된다는 점이다. 은퇴 뒤에도 생활비는 필요하다. 그리고, 은퇴 이후에도 빚은 남는다.

빚을 모두 갚았다고 해도 문제가 있다. 은퇴 이후 생활을 위해서는 자금이 필요한데, 이들 은퇴 세대 자산의 대부분은 부동산에 묶여 있다. 이론적으로 은퇴 이후에는 축적해놓은 자산을 유동화하며 살아갈 수 밖에 없다.

그런데, 부동산은 금융자산과 비교했을 때 두 가지 차이점이 있다. 첫 번째로 금융자산은 꼭 필요한 재화는 아니지만 부동산은 생활의 거점이라는 점에서 필수 불가결하다는 점이다, 더불어, 부동산은 금융자산과 다르게 유동화가 쉽지 않다. 그리고 금융자산은 일부만 떼서 팔 수 있지만, 일반인이 보유한 부동산은 부분만 떼어다가 팔 수 없다. 빛이 없다고 해도 문제가 생기는 것이다. 결국, 일정한 현금 흐름이 없다면 이들은 부동산 매도를 통해서 대응할 수 밖에 없다. 결국 베이비 부머 세대의 은퇴와 더불어 부동산 매도 물량이 급증하게 된다면 부동산 자산가치의 하락이 커질 수 밖에 없다.

우리는 이러한 리스크에 대한 대안으로 부동산 자산의 “유동화”가 필요하다는 점을 주장했다. 그리고 대안 중 하나로 주택 연금 확대 필요성을 주장했다. 역 모기지론을 통해서 주택 매도 물량 급증에 따른 시스템 리스크를 줄이고, 은퇴세대 소비 축소에 따른 내수 충격을 막을 수 있을 것으로 생각했기 때문이다.

그림 1. 가계부채 문제 핵심은 현금흐름의 둔화에 있다

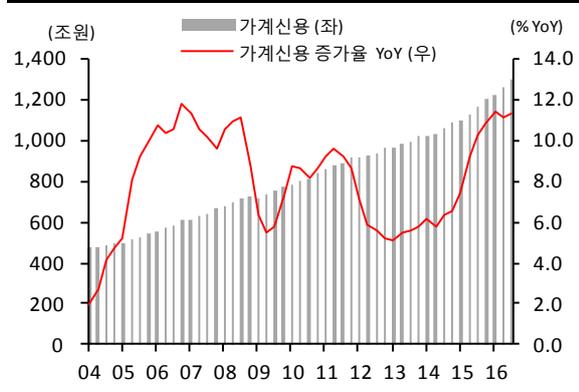


자료 SK 증권

(2) 2016년 이후 가계부채 : 빠른 증가세는 제어되는 중

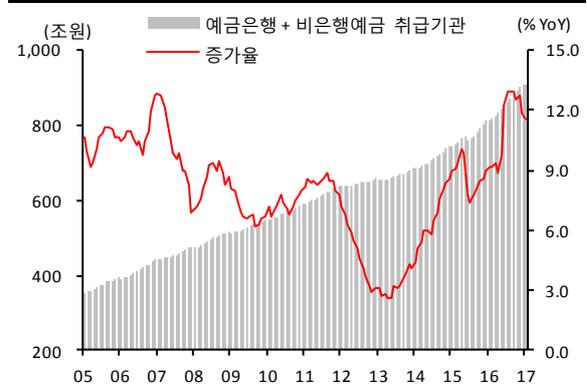
가계부채 흐름을 업데이트 해보자. 일단 한국은행에 따르면 전체 가계신용은 16년말 기준으로 1,344 조원으로 계속 상승세를 이어갔다. 그나마 다행이라고 할 수 있는 점은 정부의 금융기관에 대한 여신 규제 확대와 더불어 주요 금융 기관의 대출 증가율이 둔화되고 있다는 점이다.

그림 2. 가계부채 증가, 여전히 빠르지만



자료: 한국은행, SK 증권

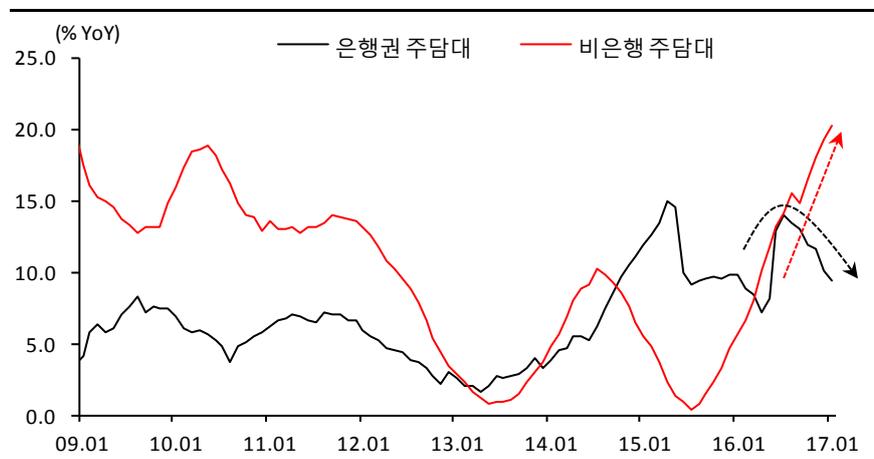
그림 3. 월별로 살펴보면 속도는 둔화되는 중



자료: 한국은행, SK 증권

우려의 핵심이었던 주택담보대출로만 살펴봐도 마찬가지이다. 은행권의 주택담보대출 증가세 역시 둔화되고 있다. 물론 비 은행권의 대출 증가세와 풍선효과 우려는 여전히 있다. 그러나 여타 금융권에 대한 당국 규제 강화와 더불어 제 2 금융권의 대출 증가 역시 어느 정도 완화될 것으로 예상되고 있다.

그림 4. 은행권 주담대 증가는 제어되는 중, 비은행 주담대 역시 꺾일 것으로 기대



자료: 한국은행, SK 증권

특히, 지난 8/25 대책 이후 가계부채 관리는 주로 대출 풍선효과 방지에 힘을 쏟는 모습이다. 상호금융권의 가이드라인 적용과 더불어 3월 20일 발표된 제 2 금융권 건전성 관리 방안은 저축은행 / 상호금융 / 여전사들의 고금리대출 관리를 통해 대출 총량을 줄이려는 고민의 일환이다. 대출 관리에 대한 정부의 의지는 강력해 보이며, 이를 반영해 비 은행권 대출 증가세 역시 관리 가능한 영역으로 줄어들 것으로 판단된다.

표 1. 2016년 이후 가계부채 관리 방안 흐름

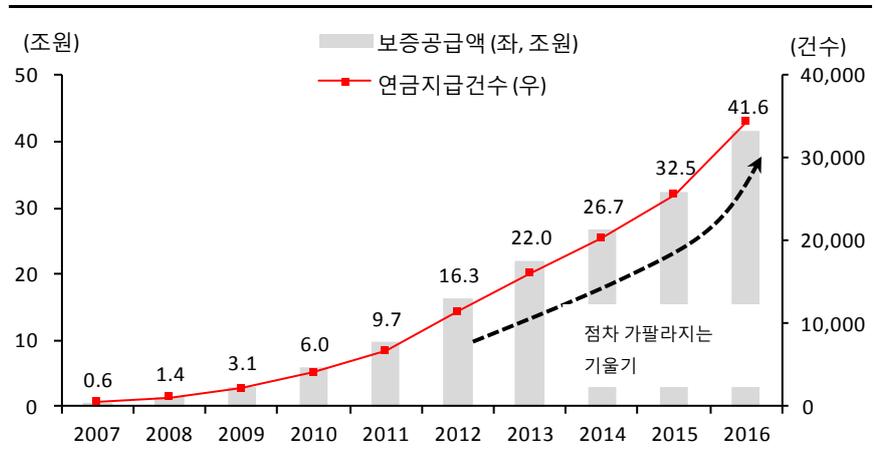
발표일	분류	주요내용
8/25 대책	주택분양시장 안정적 관리	택지매입 / 인허가 / 착공 분양단계의 안정적 공급 관리
	주택담보대출 질적 구조개선 추진	은행 및 보험 분할상환 목표치 상향 / 집단대출 관리 강화
	한계 / 취약차주 관리 강화	사잇돌 대출 취급 확대 / 채무조정 지원 강화 및 원스톱 서민금융체제 구축
11/24 대책 (8/25 대책 후속조치 및 보완계획)	집단대출 여신심사가이드라인 적용	17년 1월 이후 분양공고 사업장 잔금대출에 대해서 여신심사가이드라인 적용
	입주자전용 보증자리론	잔금대출에 대한 주공공 신상품 출시
	상호금융 맞춤형 여신심사가이드라인	상호금융 및 새마을금고 여신가이드라인 도입
	총체적 상환능력심사 도입 (DSR)	대출심사 / 사후관리 활용. 참고지표로 활용 (DSR = 주담대 이외 금융권 대출정보 합산하여 대출 상환 능력 심사)
가계부채 특별점검 연장 실시	2017년 상반기까지 금융회사 특별점검 시행	
3/13 상호금융 여신가이드라인	농협 / 신협 등 상호금융권 대상으로 여신 가이드라인 적용 (3/19일부터)	소득 증빙자료 제출 기준 강화. 대출 시 분할상환 적용
3/20 제2금융권 건전성 관리 방안	제2 금융권 추가 중당금 적립 자산건전성 분류기준 강화	저축은행 / 상호금융 / 여전사 대상 고위험 대출 추가중당금 적립 기준 강화 여전사 할부 / 리스채권 등에 대한 자산건전성 분류기준 강화

자료: 금융위원회, SK 증권

(3) 시니어 주택자산의 유동화 가속화 가속, 급한불은 꺼지고 있는 듯

가계부채 관리의 대안으로 언급했던 주택연금, 즉 역모기지론 역시 빠르게 늘어나고 있다. 지난 2016년 말 기준 전체 주택연금 보증금액은 41.6조원, 연금 지급건수는 34,444건으로 전년 동기비 34% 가량 늘어났다. 전체 노령 가구 대비 주택연금 가입비율은 0.6%로 2년 전 0.4% 대비 50% 가량 늘었다. 아직 선진국 수준(영국 1.4%, 미국 2.8%)에 미치지 못하는 수준으로 빨라진다면 수년 내에 역 모기지론 가입자 비율은 선진국 수준에 도달할 것으로 보인다.

그림 5. 빠른 속도로 늘어나는 주택연금 신청자 수



자료: 주택금융공사, SK 증권

정리하면, 가계부채의 걱정은 계속될 수 밖에 없지만 지난해 8월 이후 정부의 적극적인 관리와 더불어 양적 증가에 대한 우려는 조금 덜어질 것으로 보인다. 더불어, 가계부채 우려의 한 축인 베이비 부머 은퇴와 이들이 보유한 부동산 자산 유동화 문제 역시 주택연금 등을 통해서 완만하게나마 해소되고 있는 상황으로 판단된다.

우리가 지난 4월 보고서를 통해서 주장했던 1) 거시건전성 규제 강화를 통한 금융권의 가계대출 양적관리 2) 주택연금 활성화를 통한 은퇴 세대의 부동산 매도 압력 완화 등은 이제 진행 중인 것으로 보인다. 당장 급한 불은 꺼지고 있는 셈이다.

(5) 가계부채의 역설 : 부채증가가 둔화되면 경기 하방압력 확대

그러나 ‘가계부채’ 문제는 단기간에 모두 해결될 수 있는 이슈가 아니다. 양적 증가 억제를 통해서 급한 불은 꺾지만, 대책 이후 다양한 이슈들이 자리잡고 있다. 가장 먼저 살펴봐야 할 이슈는 경기 이슈이다. 잘 알려진 것처럼 가계대출 증가와 소매판매와는 밀접한 연관성을 보여왔다. 그런데 흥미로운 사실은 지난해 하반기부터 이 같은 상관관계가 무너졌다. 대출 증가가 정점에 도달한 이후 소매판매 증가가 빠르게 줄어들었다.

물론, 여기에는 개소세 인하 등 정책 효과 종료, 정치불확실성 확대 등에 따른 경제 주체들의 심리 악화 등 복잡한 요인이 자리잡고 있다. 그럼에도 불구하고, 대출 성장의 정점 도달과 함께 소비가 급락하고 있는 것은 기존 대출과 경기간의 관계에 변화가 나타나고 있음을 시사한다. 뿐만 아니라, 이 데이터는 대출 증가율이 급격히 꺾이기 시작한다면 소비가 추가적으로 악화될 수 있음을 보여주기도 한다.

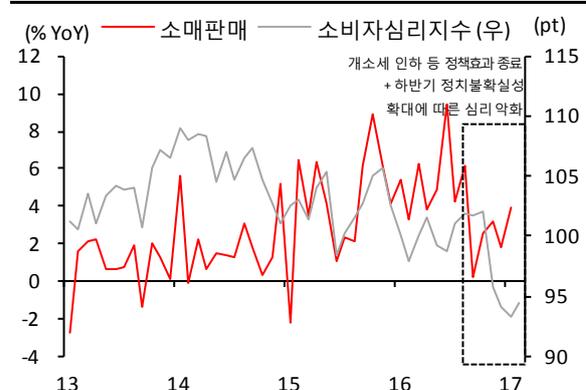
그렇다면 어떤 변화가 나타나고 있는 것일까? 이를 살펴보기 전에 진행해야 하는 작업이 있다. 가계부채가 소비와 경제 성장에 미치는 경로 및 영향을 확인해 보는 것이다.

그림 6. 가계대출의 감소는 내수 하방 압력과 동행



자료: 통계청, SK 증권

그림 7. 내수부분의 심리 역시 견조하지 못함



자료: 통계청, SK 증권

(6) 가계부채, 경기에 어떻게 영향을 미치나?

일견 당연해 보이는 질문으로 시작해 보자. “가계부채가 우리 경제에 나쁜 것인가요?” 아마도 대부분의 사람들은 가계부채가 나쁘다라는 쪽에 손을 들 것으로 생각된다. 그러나, 모든 세상일에는 양면이 있듯 가계부채가 꼭 나쁜 것만은 아니다. 가계부채는 상황에 따라서 경기에 도움이 되기도 하고, 부담을 주기도 한다. 다음과 같은 연유이다.

가계 부채가 경기에 영향을 미치는 경로는 크게 2 가지로 나눌 수 있다. 1) 유량 효과 (Flow Effect)와 2) 저장효과 (Stock Effect)다. 유량과 저량은 경제학에서 자주 활용하는 개념이기도 하다. 경제학에서는 GDP / 수출액 등 일정 기간을 명시해서 측정해야 하는 경우를 유량변수라고 정의하며, 통화량 / 외채 / 외환보유고와 같이 한 시점에 측정하는 변수를 “저량” 이라고 한다. 가계 부채에 적용되는 “유량”과 “저량” 효과에 대한 논의도 이와 유사하다.

가계부채가 갖는 유량 효과는 일정 기간 중 가계소비에 영향을 준다. 가계는 차입을 통해서 소비를 증가시키게 되고 (신용카드 등) 더불어 차입을 통해서 부동산 등의 내구재를 구입하기도 한다. 부동산 등 내구재의 구입은 당장 소비에 영향을 미치지 않지만, 부동산을 건설하는데 있어서 다양한 구매가 필요하기 때문에 경제에 긍정적인 영향을 미치기 마련이다.

반면 유량효과에 긍정적인 부분만 있는 것은 아니다. 가계부채 재원이 가계저축을 통해서 조달되면 여타 가계의 소비 감소를 기반으로 하는 것이기 때문이다. 즉, 가계 저축자보다 대출자의 소비성향이 낮다면 총소비에 미치는 영향은 작아지게 된다. 물론, 가계 대출의 재원이 가계가 아니라면 경제 주체라면 유량효과의 부정적 부분은 상쇄된다.

두 번째 효과는 저장효과이다. 간단히 개념을 설명하면 가계 부채가 일정한 상태에서 원리금 상환부담으로 발생하게 되는 효과이다. 저장 효과의 현금 흐름을 살펴보면 부채 가계는 이자지급으로 인해서 처분가능소득이 감소하고, 저축 가계는 이자수취로 인해서 가처분소득이 증가한다. 저장효과의 내용은 유량효과의 부정적인 부분과 일맥상통한다. 만약 이자를 수취하는 가계의 소비 성향이 이자를 지급하는 가계보다 높다면 전체 소비에 긍정적인 영향을 미치게 되지만, 이자를 지급하는 부채 가계의 소비성향이 더 높다면 소비에 제약이 주게 된다. 이와 더불어 은행의 마진으로 인해 대출금리보다 금금리보다 높다는 점 역시 감안해야 한다.

그렇다면, 부채가계와 저축가계의 평균 소비성향은 어떻게? 한국은행의 연구에 따르면 우리나라 부채가계의 평균 소비성향은 62.1%, 저축가계의 소비성향은 61.4% 정도로 나타났다. 부채의 저장효과로 인해서 국민 경제 전체의 소비 제약이 커진 것이다.

표 2. 저축가계보다 부채가구의 평균 소비성향이 더 높다

항목	부채가계	저축가계
소비지출 (만원)	2,674	2,273
가처분소득 (만원)	4,303	3,704
평균소비성향 (%)	62.1	61.4

자료. 한국은행 “가계부채가 소비와 경제에 미치는 영향” 인용

그렇다면 유량 효과와 저량 효과가 우리나라 경기에 미치는 영향은 어떻게? 우리나라의 경우 역사적으로 유량효과는 경기에 (+) 요인으로, 저량효과는 경기에 (-) 요인으로 작용해왔던 것으로 추정된다. 그런데, 최근 유의미한 트렌드는 유량효과의 (+) 요인이 줄어들고, 저량효과의 (-) 요인이 점차 커지고 있다는 점이다.

지금 상황은 2 가지로 설명된다. 먼저, 앞서 설명한 것처럼 유량효과의 계수는 세금납부 및 부채상환 외 순수 소비목적의 대출이 많을수록 긍정적이다. 그런데 최근의 대출은 대부분이 부동산 투자로 향했다. 경기에 대한 긍정적인 요인보다 부정적인 효과가 더 커진 것이다. 이 같은 부분은 저량효과로도 설명이 되는데, 부채의 절대량이 너무 커지게 되면서 저축 가구의 소비 성향보다 부채 가구의 소비성향이 더 큰, 저량효과의 부정적 부분이 더욱 부각되기 때문으로 판단된다.

더불어, 부동산 가격 상승에 따른 자산효과는 오히려 줄어든 것으로 보인다. 미국 경제를 설명하는 주가의 부의 효과와 형태가 다르기 때문이다. 앞서 설명한 것처럼 부동산은 꼭 필요하지만 나눠 쓸 수 없다. 그리고 부동산은 “새로운 부가가치 창출”을 통해서 새로운 현금흐름을 만들지 못하기 때문에 물가 상승률 이상으로 가치가 영원히 우상향하기도 어렵다.

그림 8. 긍정적 유량효과는 감소, 부정적 저량 효과는 확대



자료. 한국은행 “가계부채가 소비와 경제에 미치는 영향” 재인용

이 같은 현상을 어떻게 해석할 수 있을까? 일단 “가계부채가 경제에 나쁜 것인가요?” 라는 질문에 대한 답을 해보자면, 가계 부채가 경기에 꼭 나쁜 것은 아니라는 것이다. 상황에 따라서 소비와 성장에 미치는 영향은 다르다. 물론 심각한 부작용을 낳았지만, 2001 ~ 2003 년 신용카드 중심의 대출 증가구간의 유량효과가 그 예이다. 그러나 최근 상황은 가계 부채의 긍정적인 효과보다는 부정적인 효과가 더 크기 때문에 성장 경로에 제약 요인으로 작용하고 있는 것으로 해석된다.

(7) 하지만 지금의 추세라면 금융권 시스템 우려는 높지 않다

가계부채 관리의 중요성은 아무리 강조해도 지나치지 않다. 지난 금융위기에서 경험했듯 가계부채의 부실과 붕괴는 가계소비의 장기 성장 경로에 심각한 상처를 남긴다. 특히 두려운 것은 금융 기관의 시스템 리스크이다. 가계 부채의 부실화와 더불어 나타나는 금융기관의 붕괴는 지난 2008 년 미국의 Case 를 통해서 경험한 것처럼 경제 전반에 심각한 영향을 미치게 된다. 가계 붕괴 → 금융기관의 건전성 훼손은 금융 경색에 따른 금리 급등과 조달 비용 급등에 따른 정상 기업들의 도미노 도산 등으로 이어지기 때문이다.

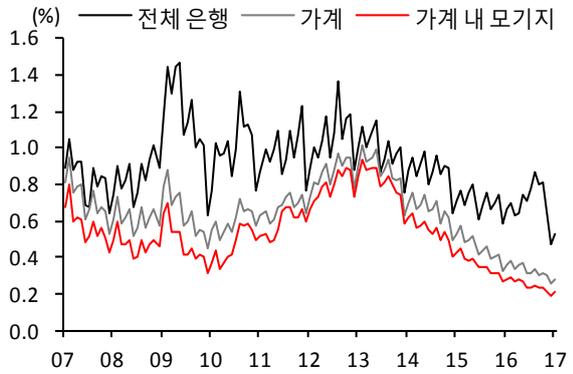
미국의 금융위기와 이유는 조금 달랐지만, 우리는 지난 1997 년 IMF 위기를 통해서 금융시장의 경색이 우리 경제에 미치는 영향을 이미 경험한 바 있다. 특히, 비 기축통화국인 우리나라 금융기관이 신뢰를 잃는다는 것은 대외 차입 여건의 극적인 악화를 의미한다. 가계부채 문제에 대해서 늘 조심스럽게 접근해야 하는 이유이다.

이 같은 파국에 대한 우려 때문에 정책 당국은 가계부채에 대해서 보수적으로 판단하고 접근할 수 밖에 없다. 하지만, 우리나라 가계부채가 금융권의 시스템 리스크로 전이될 가능성은 높아보이지 않는다.

가계 및 가계 내 모기지 연체율은 은행 전체 대출의 평균에 비해서 낮고, 계속 하락 조정 중이다. 이 같은 흐름에는 저금리 상황도 크게 기여했다. 물론 금리 상승은 잠재적 위협 요인인 한계가구와 부실가구의 비율을 높인다. 다만, 전체 대출 내에서 이들 가구의 대출 비중은 7 % 내외로 크지 않다. 한계가구 증가가 단기간 내에 은행권 전체 시스템 리스크로 전이될 것으로 예상하지 않는 이유다.

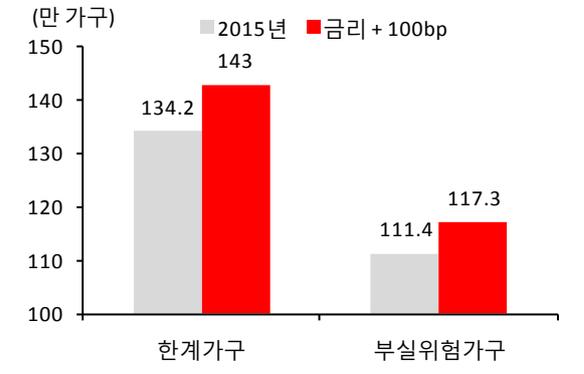
시스템 리스크에 대해서 종합적으로 판단한 여타 분석 역시 유사한 결론이다. 주요 신평사의 분석에 따르면 1997 년 외환위기 수준의 스트레스 상황에서 한계가구의 부실이 발생해도 일반은행 BIS 비율은 2017 년 바젤 3 기준 규제수준인 9.25%를 상회한다. BIS 비율은 부담이지만, 시스템 전반을 흔들 이슈로 보지는 않는 것이다.

그림 9. 가계부분의 연체율 우하향 기조 지속



자료: 한국은행, SK 증권

그림 10. 금리 100bp 상승 시 한계가구 및 부실위험가구 변동



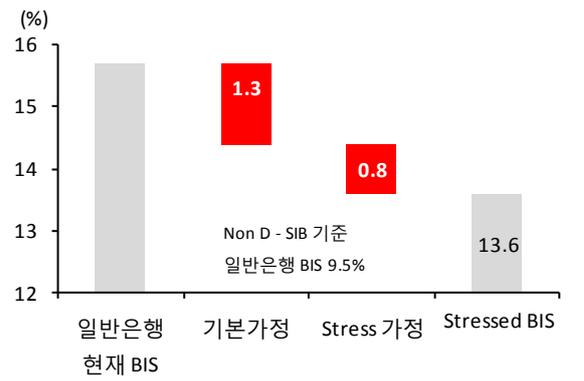
자료: 한신평 "은행권 가계대출 진단" 재인용

그림 11. 외환위기 수준의 스트레스 상황에도...

구분	비고
기본가정	한계가구의 부실발생
부동산가격 하락	수도권 14.9%, 전국 13.1% 하락
경상소득 하락	경상소득 20% 하락
금리상승	100bp 상승

자료: 한신평 "은행권 가계대출 진단" 재인용

그림 12. 시중은행의 BIS 비율은 여전히 안정적



자료: 한신평 "은행권 가계대출 진단" 재인용

결국 가계부채 문제는 경제 활동을 위축시키고 있지만 문제가 단기간에 금융시스템의 위기로 전이될 가능성은 높아보이지 않는다. “금융 시스템 리스크”가 1) 부채의 양적 증가 제어 2) 질적 개선 3) 시니어 계층의 부동산 매도 압력 둔화 등을 통해서 제어될 수 있다면 당장의 고민거리는 털어내는 셈이다. 무엇보다, “잘 알려진 리스크”는 높은 관심 속에서 꾸준히 관리받기 때문에 아무도 생각치 못하는 쇼크로 다가올 가능성은 높지 않다.

추가적인 부채 급증과 시스템 리스크에 대한 우려가 줄어들었다면 다음 스텝으로 고민해야 할 부분은 이미 늘어난 부채를 어떻게 줄일 것인가의 문제로 이어질 것이다. 우리가 가계부채 해결방정식 1에서 제시한 주택 연금이라는 해법이 부동산 매도 물량 출회에 따른 시스템 위기에 대한 제안이었다면, 이번 보고서를 통해서 주장하는 바는 부채 총량을 줄여나갈 수 있는 현금 흐름 창출에 대한 논의이다.

Chapter 2. 가계부채 문제, 위기관리에서 해결로

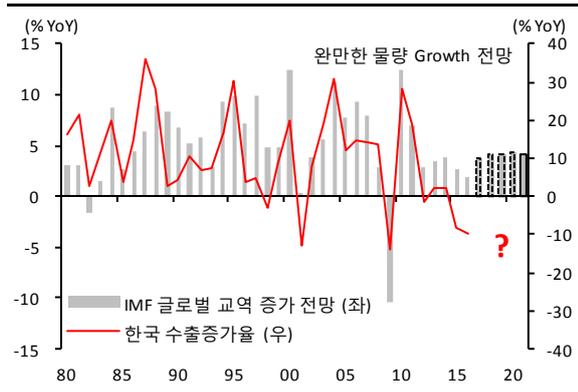
(1) 부채 해소의 근본 방안은 성장. 하지만 과거의 공식으로는 힘들다

부채는 어떻게 갚아야 할까? 간단히 설명하면 차입자가 “돈을 더 벌면” 된다. 결국 “현금 흐름의 개선”이다. 물론 가장 과격한 방법은 보유 자산의 매각이 될 것이다. 그러나, 모든 경제 주체가 매각을 통해서 디레버리징에 나선다면 시장은 충격을 받을 수 밖에 없다. 특히, 가계 보유 자산의 대다수를 차지하는 부동산의 경우는 더욱 그렇다. 우리는 이 같은 우려 속에서 가계부채 해결방정식의 1 편으로 주택 연금을 통한 시니어 계층의 현금흐름 개선을 주장한 바 있다.

결국, 빚을 낸 주체인 가계는 어디선가 돈을 벌어야 할 것이다. 가장 손쉽게 떠올릴 수 있는 방법은 수출 개선이다. 다만, 잘 알려진 것처럼 글로벌 교역 성장률은 과거와 같은 높은 성장세를 보일 것으로 생각되지 않는다.

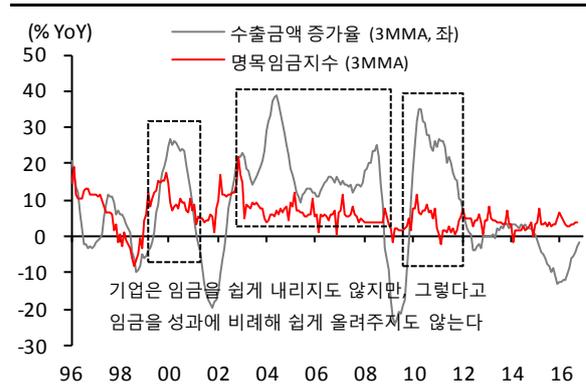
더불어 수출 개선이 가계의 임금 및 가처분 소득 증가로 이어지는 경로 역시 과거에 비해 많이 약화된 것으로 보인다. 명목임금지수 상승율과 수출금액 증가율을 비교해보면 2003년 이전까지는 유사했다. 그러나, 2004년을 기점으로 수출이 임금에 미치는 영향력이 크게 약화되었다는 점을 확인할 수 있다.

그림 13. 제한적인 글로벌 교역 성장 속 대외 부분 기대 축소



자료: IMF, SK 증권

그림 14. 04년 이후 수출이 늘어나도 임금이 크게 늘지 않았다

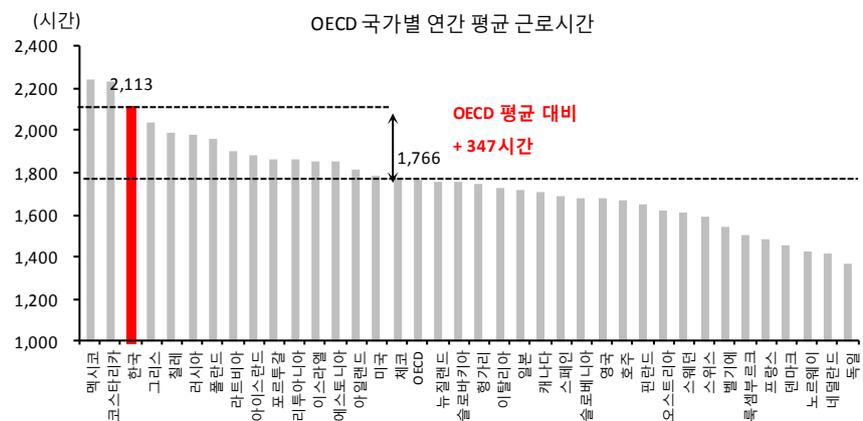


자료: CEIC, SK 증권

결국, 새로운 해법이 논의되어야 한다. 최근의 내수 중심의 경제 구조 개편에 대한 주장이 가장 대표적인 예일 것이다. 가계소득과 소비, 이를 통한 내수활성화를 새로운 성장 동력으로 삼자는 논의가 대표적이다. 많은 논란이 있지만 기본 소득에 대한 주장 역시 쓰고 싶은 사람들은 더 쓰게 만들어서 성장의 질을 개선하자는 대 명제에 대한 논의 중 하나라고 생각한다.

사실, 가계는 이미 많은 노력을 하고 있다. 가장 단적인 데이터는 OECD 국가별 연 평균 근로시간 데이터를 통해 확인할 수 있다. 2015년 기준으로 우리나라 근로자들의 연 평균 근로 시간은 2,113 시간이다. 전 세계에서 3 번째로 길고, OECD 평균 대비 347 시간이 많다. 물론 다양한 이유가 있을 것이다. 그러나, 양질의 일자리는 제한된 가운데, 시스템 내에서 나오되지 않기 위한 노력의 결과라는 점 역시 부인하기 어려워 보인다.

그림 15. 대한민국 근로자는 세계에서 3 번째로 열심히 일한다



자료: OECD, SK 증권

문제는 앞서 살펴본 것처럼 지난 수십 년간 우리 경제의 발전을 이끌었던 대외 부분의 성장성이 둔화되고 있고, 수출에 목매는 경쟁국들이 많아지고 있다는 점이다. Special 한 상품을 만들지 못하는 이상, 대외 경쟁 심화 속에서 해외 시장에서 Cost 싸움은 계속될 수 밖에 없다. 기업의 입장에서는 부가가치 창출을 하지 않는 이상 새로운 인력 채용을 할 이유가 없고, 생산성이 떨어지는 인력에 대해서는 계속 조정을 할 수 밖에 없는 구조로 변화한 것이다.

이는, 최근 젊은 세대의 취업난과 중년층의 빨라지는 은퇴라는 현상에서 쉽게 발견할 수 있다.

(2) 시니어와 영건, 생존을 위한 분투기

세대 차이, 세대 갈등은 우리 사회의 오래된 명제이기도 하다. 그러나 세대 갈등은 인류의 시작부터 있어 왔던 이슈이기도 하다. 3,000년 전 이집트 인들도 “요즘 젊은 세대는 버릇이 없다”고 얘기했었다. 다만, 우리의 세대 갈등이 유독 도드라져 보이는 이유는 빠른 근대화 과정 및 IT 기술의 발전과 더불어 은퇴 세대와 젊은 세대의 경험적 차이가 더 커졌기 때문이라고 생각한다. 자아를 형성하는데 있어서 주변의 환경이 다르다면, 세상을 받아들이는 관점 역시 다를 수 밖에 없다.

하지만 많이 달라보이는 양 세대간에도 한 가지 공통점은 있다. 2017년 지금, 생존을 위한 분투를 진행하고 있다는 것이다.

A. 젊은 세대 분투기 - 사라진 양질의 일자리, 창업으로 대응하자

아직, 젊은 세대의 부채를 걱정할 필요는 없다. 규모가 작기 때문이다. 2016년 기준 30대 미만 가구의 평균 부채 규모는 1,593만원으로 여타 세대에 비해서 매우 작다. 30대 가구의 평균 부채 역시 5,877만원으로 여타 세대에 비해서 낮다. 이유는 당연하다. 중장년층에 비해서 누적된 자산이 작고, 현금흐름 역시 마땅치 않기 때문이다.

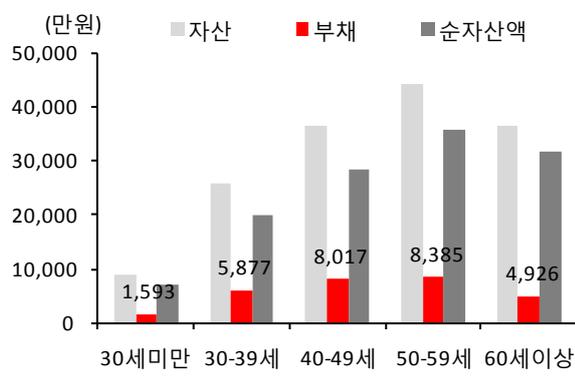
하지만 가계부채의 관점에서 큰 의미가 없을지라도, 전체 사회의 관점에서 젊은 세대는 중요하다. 이들이 수 년 후 우리 사회의 활력을 책임지는 세대이기 때문이다. 더불어, 이들이 부동산 등 주요자산의 주 매수 세력이 라는 점도 기억해야 한다. 그리고 성장률이 높아져야 전체 경제규모대비 부채비율 역시 건강하게 관리될 수 있다. 당장 부채는 많지 않지만, 중기적인 가계부채 관리라는 관점에서 젊은 세대의 역할은 매우 중요하다.

사실, 중산층을 지향하는 젊은 세대들의 꿈은 단순하다. 과거의 선배들처럼, “고등 교육”을 받고, “좋은 직장에 들어가서”, “행복한 삶”을 사는 것이다. 그러나, 일견 당연해 보였던 공식을 따라가기에는 세상이 점점 힘들어지고 있다.

우리나라 일자리 통계를 살펴보자. 대부분이 꿈꾸는 소위 “좋은 직장”은 임직원 300명 이상의 대기업을 의미할 것이다. 그런데 지난 2010년 이후 일자리 통계는 이 같은 젊은이들의 희망과는 다르다. 일자리는 많아졌지만, 질은 떨어졌다. 지난 2010년 이후 주로 늘어난 일자리는 300인 미만 사업장의 일자리이다. 300인 이상 규모의 기업들 일자리도 늘어났지만, 그 수는 중소기업 일자리 수에 1/10도 미치지 못한다.

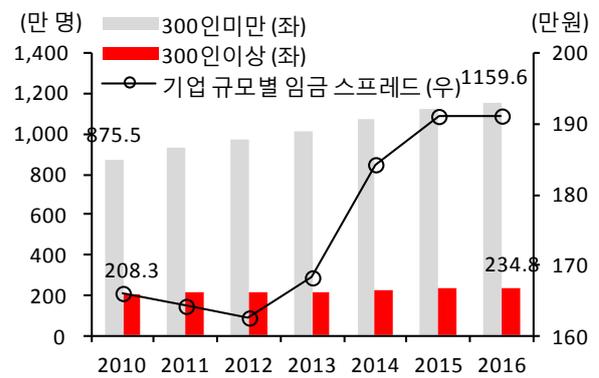
그렇다면, 중소기업과 대기업간의 처우는 개선되었을까? 임금 격차는 점차 벌어지고 있다. 2010년 기준 대기업과 중소기업의 평균 임금 격차는 166만원 내외였다. 그런데, 2016년 현재 그 격차는 190만원까지 벌어졌다. 4년제 대학 졸업을 위한 교육 기회 비용을 생각해보면 현재 접근성이 높은 일자리는 탐탁치 않을 수 밖에 없다. 그리고 그 나머지의 일자리에 대한 기회 역시 많지 않은 것이 사실이다.

그림 16. 젊은 세대의 부채는 당연히 적다



자료 통계청, SK증권

그림 17. 대기업과 중소기업 고용 환경은 더욱 차별화



자료 통계청, SK증권

이 같은 환경 속에서 우리 정부는 젊은이들의 새로운 활로를 “창업”에서 만들고자 하고 있다. 창업관련 예산은 꾸준히 늘고 있고, 이에 연간 창업기업 수 역시 꾸준히 늘어나고 있다. 특히, 기술과 혁신의 중심으로 이들 벤처기업들의 육성에 힘을 쏟고 있다. 물론 정책 당국에서 장려하는 것처럼 벤처기업이 “Facebook”과 같은 신화를 만들어 가는 것이 가장 이상적인 모습이다. 그리고 많은 젊은이들이 각자의 아이디어를 가지고 창업 전선에 뛰어 들고 있는 것 역시 사실이다. 그러나, 모두가 주커버그가 될 수는 없다.

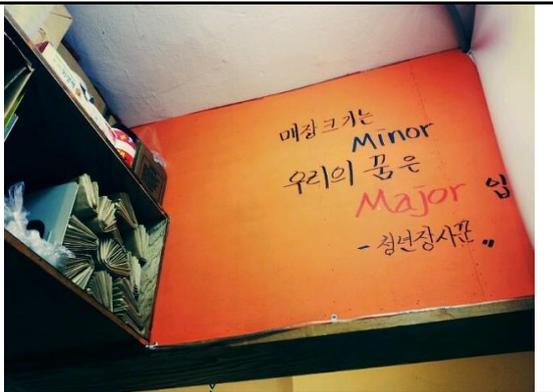
오히려 조금 더 눈에 띄는 현상은 어렵지 않은 새로운 분야에서 젊은이들의 창업이 이뤄지고 있다는 것이다. 흥미로운 사례는 감자튀김을 팔아서 연매출 30억원을 만들어내는 “청년 장사꾼”이라는 집단의 예이다. 우리에게 “열정감자”라는 브랜드로 알려져 있다. 감자튀김이라는 새롭지 않은 아이디어로 시작해, 용산의 낡은 인쇄소 거리에 진출해 “열정도 거리”라는 새로운 명소를 만드는데 까지 성공했다는 점이 눈에 띈다. 더불어, 내부 직원 교육 프로그램을 통해서 창업에 대한 노하우를 전수하고 새로운 창업자들의 실패확률을 줄인다는 점 역시 매우 흥미로운 사례이다.

이들이 진출한 비즈니스는 5 년후 생존률이 채 20%가 되지 않는 숙박 음식점업이다. 그러나, 열악한 음식료 비즈니스의 상황에서도 최근 트렌드 파악을 통해서 성공적인 비즈니스 모델을 만들어 가고 있는 것이다. 모두가 주커버그가 될 수는 없다. 그러나, 창업을 통한 경제적 안정이라는 목표를 생각한다면 대단한 성공만을 추구할 이유도 없다.

더불어 외식업에 대한 교육 프로그램을 진행하는 것 역시 매우 긍정적인 측면이라고 생각한다. 우리 영세 자영업 폐업률이 왜 높을까? 여러 가지 이유가 있을 것이다. 그러나, 중요한 이유 중 하나는 준비없이 시작하는 사람들이 많다는 것이다. 평생 다른 일을 하다가 막상 은퇴를 하며 상대적으로 간편해 보이는 편의점 / 치킨집 등을 급히 차리는 것이 일반적인 모습이다. 그러나, 이들 비즈니스의 노동 강도는 생각보다 높고, 만족할만한 수익을 거두기 위해서는 많은 노력이 필요하다. '청년 장사꾼'의 교육 프로그램은 창업의 실패 가능성을 줄여줄 수 있다는 점에서 긍정적이다.

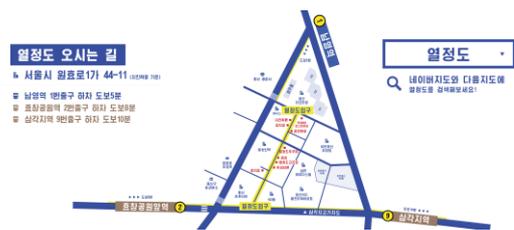
다만, 앞서 잠깐 설명한 것처럼 이 같은 형태의 비즈니스를 시작하는데 있어서 제약이 많다. 그리고 그 중 제일 큰 제약은 자본이다. 그러나, 젊은이들은 축적된 자본이 없다. 빠르게 창업전선에 뛰어들고, 창업과 관련된 교육을 전수받으면서 실패 가능성을 낮췄지만, 담보가 없는 이들의 '열정'과 '가능성'에 선뜻 투자를 단행할 금융기관은 많지 않을 것이다.

그림 18. 5 평짜리 가게에서 시작한 감자튀김집이



자료: 한국장학재단 공식 블로그

그림 19. 먹거리 Street 로 진화하다



자료: 열정도 홈페이지

B. 시니어 세대 분투기 - 임대용 부동산 Or 창업

이제 은퇴하는 세대의 문제는 익히 잘 알려져 있다. 취직은 늦어졌고, 은퇴는 빨라지지만, 남은 여명은 길어졌다는 것이다. 그런데 가진 자산은 집 한 채. 쉽게 팔 수도 없는 집에 묶여서 노후 생활에 대한 불안이 커질 수 밖에 없다.

그림 20. 취직은 늦어지고, 은퇴는 빨리지고, 은퇴 이후 우리는 무엇을 해야할까?



자료 SK 증권

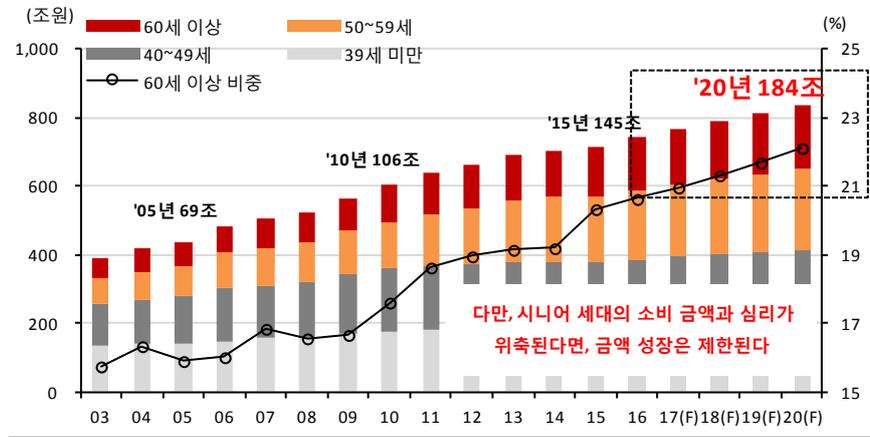
우리는 지난해 4월 가계부채 해결 방정식을 통해서 이 같은 논의를 진행했다. 우리는 주택 유동화를 1) 은퇴는 빨라졌고 2) 여생은 길어졌는데 3) 가진 것은 집밖에 없는 베이비부머 세대의 주기 변화에 대응하는 한 가지 대안으로 제시했다.

우리는 이들 세대의 미래에 대해서 너무 비관적으로만 생각하지는 않는다. 일단, 고도 성장기에 축적한 자산을 유동화 할 수 있는 주택 연금이라는 수단이 있다. 더불어, 잊지 말아야 할 것은 우리나라 역시 사회 보장제도가 시작되었다는 점이다.

1980년대부터 본격화된 국민연금 등이 본격적으로 가능하기 시작하면서 최소 생존을 위한 수단은 현재 70대 이상의 시니어 세대에 비해 훨씬 더 나올 수 있다라는 생각이 다. 지난 2015년 “육망과 능력사이 - 신 시니어세대의 부상”이라는 보고서를 통해서 주장했듯 향후 인구 구조 및 국민연금 수령 등을 감안해보면, 베이비부머는 향후에도 우리나라 소비의 주축이 될 것이라는 생각에 변함이 없다.

그런데 문제는 국민연금 등의 노후 보장 제도가 작동하는 시간까지의 절벽 기간이다. 더불어, 이들 세대는 자녀의 결혼 등에 대해서도 여전히 큰 부담을 가지고 있다. 무턱대고 돈을 쓸 수 있는 구조가 아니라는 것이다. 이들은 더 쓰기보다는 기존의 자산을 통해서 “현금 흐름”을 만들기 위해서 노력하고 있고, 그래야만 하는 상황이다.

그림 21. 시니어 세대가 향후 한국 소비의 주축이라는 점은 변화가 없다



자료 SK 증권 자체 추정

은퇴 세대가 현금흐름 확보를 위해서 할 수 있는 방법은 크게 두 가지이다. 1) 조금씩 늘어난 경우는 임대용 부동산을 취득하거나 금융자산에 투자를 하는 것이고 2) 축적한 자본이 부족한 경우에는 창업을 시작하는 것이다.

시니어 세대의 트렌드는 가계대출을 자영업자 중심으로 분석해 보아도 확인할 수 있다. 한국은행에 따르면 2016년 기준 자영업자 대출은 480.2조원이다. 흥미로운 점은 이들의 대출은 기업대출과 가계대출의 중간 영역에 있다는 것이다. 자영업자 대출 중 308.7조원은 사업자 대출로, 171.5조원은 주택 담보 대출 등으로 구성되어 있다.

그림 22. 최근 가계대출 증가는 영세 자영업과 임대업의 증가와 궤를 함께한다



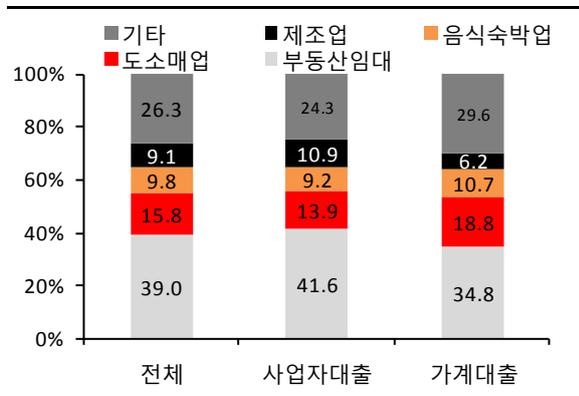
자료 한국은행, SK 증권

가계대출에 가려서 보이지 않지만, 중소기업 대출 중 절반은 자영업자 대출이다. 가계 부채와 성격이 유사하다는 의미이다. 결국 급격히 늘어난 자영업자들의 붕괴가 나타나기 시작하면, 가계부채뿐만 아니라 사업용 대출의 리스크 역시 커질 수 밖에 없다.

업종별 내용을 확인해 보자. 최근 은퇴 세대의 임대용 부동산 및 창업에 대한 관심이 더욱 커졌음을 알 수 있다. 가계부채 증가가 가속화되었던 2016년 연간 가계신용 증가율은 11.7%이다. 그런데 자영업 부문별 대출을 살펴보면, 부동산 임대업이 꾸준히 전체 신용 증가를 아웃퍼폼 했다. 이는 사업자 대출 / 가계대출을 모두 통틀어서 마찬가지로이다. 임대용 부동산 투자 열기를 짐작케 한다.

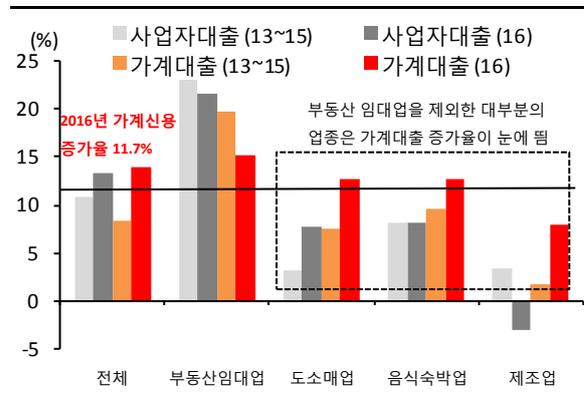
더불어 눈에 띄는 사항은 도소매업과 음식숙박업의 가계대출이다. 물론 이들 대출이 자영업 전체 대출 내에서 차지하는 비중은 크지 않다. 그러나 음식숙박업 및 도/소매업의 경우 사업자대출보다 가계대출의 비중이 높다는 점이 특징이다. 더불어 2016년 이후부터 가계대출을 중심으로 도소매업과 음식숙박업 대출이 늘어났다는 사실 역시 살펴볼 필요가 있다.

그림 23. 자영업 업종별 대출 비중



자료: 한국은행, SK 증권

그림 24. 중심은 부동산, 16년 이후 자영업 대출도 급증

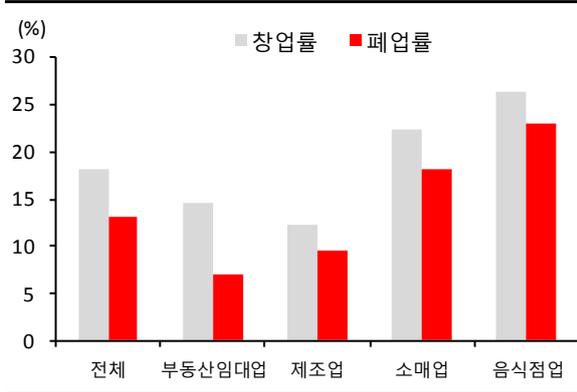


자료: 한국은행, SK 증권

우리의 해석은 크게 두 가지이다. 먼저, 인구학적 해석이다. 2015년, 58년 개띠를 시작으로 1차 베이비부머 세대의 은퇴가 본격화되었다. 이들이 은퇴와 함께 창업 시장에서 편의점 / 치킨집 등 영세 자영업을 시작하게 되면서 관련 대출이 늘어난 것으로 보인다. 두 번째로는 창업을 시작할 때 담보 물건이 충분치 않아 사업자 대출의 형태로 용자받기 쉽지 않았기 때문에, 살고 있는 주택을 담보로 창업을 시작했다는 추정이다.

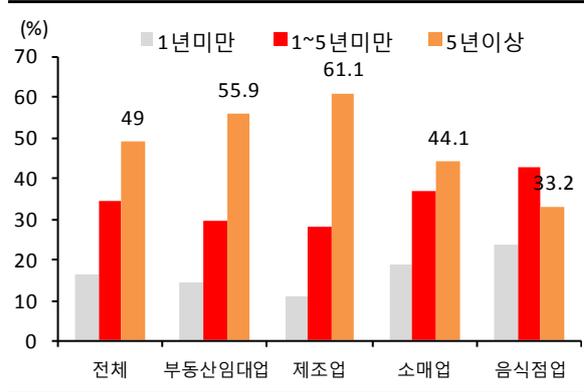
사실 진출하는 업종간 큰 차별화가 나타나진 않는다. 일단, 관련 경험이 없는 창업자의 입장에서 가장 손쉽게 접근 가능한 비즈니스가 프랜차이즈 관련 요식업 혹은 편의점일 뿐이다. 그런데, 투자자들이 체감할 수 있듯 이들 비즈니스의 경쟁강도는 매우 높고, 유행도 빠르다. 그 결과 나타나는 것이 높은 폐업률이다. 소매업과 음식점업의 경우 5년 이상 사업 지속률이 전체 업종 대비 낮은 축에 속한다

그림 25. 소매업과 음식점업의 높은 폐업률



자료: 한국은행, SK 증권

그림 26. 자영업의 5년 이상 생존률 역시 높지 않음



자료: 한국은행, SK 증권

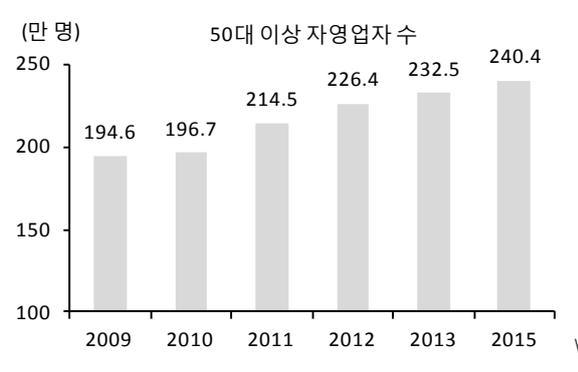
왜 그럴까? 은퇴세대가 쉽게 시작하는 창업 비즈니스 아이템의 경우 시장 경쟁강도가 높고 차별화가 없다는 점은 이미 언급했다. 덧붙여 정성적으로 생각해보면, 이들 업체는 생각보다 물리적인 노동력이 많이 필요하다. 한때 전직 대법관이 편의점을 시작한 것이 큰 뉴스가 된 사례가 있었다. 그런데 불과 수 개월 후 이 대법관은 편의점을 그만두고 로펌으로 들어가게 되었는데, 그 이유를 물으니 노동 강도가 너무 높다는 것이었다. 지금 은퇴하는 사무직은 거의 대부분 관리자로서 커리어가 마감되었다.

이 같은 상황은 자영업에 대해서 꾸준한 관심과 준비를 시작하고 있는 젊은 세대와 대조적이다. 연령과 상관없이, 경험과 준비가 없이 시작하는 비즈니스가 성공할 것이라고 기대하기는 힘들다. 오히려, 요식업 등 진입장벽이 낮은 서비스업에 대해서는 은퇴 세대보다 젊은 세대의 경쟁력이 더 높아보인다.

더 근본적 문제는 시니어 세대의 자영업 시작이 자원배분에 갖는 의미다. 최근 이들은 가진 집을 담보로 비즈니스를 시작하고 있다. 그런데 그 비즈니스의 기대 수익률과 지속 가능성은 높지 않은 것이 현실이다. 개인으로 봤을 때, 은퇴 이후의 자산을 소진하는 결과가 올 수 있는 것이다. 나이가 사회적으로는 잉여 자본이 생산성이 낮은 Sector로 재분배되는 결과를 의미한다.

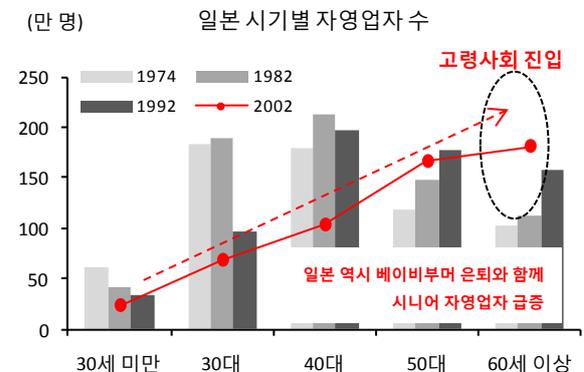
그러나 이 같은 어려움에도 불구하고 베이비부머의 은퇴와 더불어 은퇴세대 자영업 진출은 계속될 수 밖에 없다. 지난 2009년 이후 50대 이상의 자영업자 수는 꾸준히 늘고 있다. 이는 지난 1990년대부터 2000년대까지 일본에서 나타난 현상과 유사하다. 1980년대까지만 해도 일본의 자영업은 연령대에 따라서 완만한 중형을 이루는 모습이였다. 그런데 노령화가 본격화되면서 일본 역시 50~60대 자영업자의 수가 급격히 늘어나는 모습을 보였다.

그림 27. 꾸준히 늘어나는 50대 이상 자영업자



자료: 통계청, SK 증권

그림 28. 일본도 노령화와 함께 자영업자 수 증가



자료: SK 증권

이 같은 현상은 결국 은퇴 이후 연금까지 절벽 기간 동안 마땅한 현금 흐름이 없기 때문이다. 그리고 중요한 것은 앞서 언급한 것처럼 이들이 현금흐름을 만들기 위해서 투자하는 비즈니스의 기대 수익률과 지속 가능성이 그리 크지 않다는 사실이다.

또한 잊지 말아야 할 사실은 부동산 임대업과 자영업은 서로 연결되어 있다는 것이다. 임차인의 수익이 떨어지면 임대업자 수익률 역시 동반 하락할 수 밖에 없다. 결국 자영업의 빠른 팽창과 부실화에 대한 이슈는 경기 전반의 리스크 요인이다.

간단히 정리해보자. 부채 증가는 관련 대책들이 힘을 발휘하면서 점차 둔화될 것으로 보인다. 우리의 걱정은 이미 늘어난 부채를 어떻게 줄일 것인가의 문제로 귀결된다. 그러나, 수출 활성화에 따른 낙수 효과에 기대서 가계 부채가 줄어들 것이라고 보기는 힘들다. 오히려 우리가 눈을 돌려야 하는 분야는 내수 부분의 활성화이다. 특히, 가계가 빚을 갚기 위해서는 자영업 부분의 성장이 필수적이다.

내수 부분의 성장은 가장 매크로하게 접근한다면 “GDP 성장”의 가속화를 통해서 부채 비율이 떨어지게 된다는 점에서 의미가 있다. 그렇지만 조금 더 마이크로한 관점에서는 임대업 중심의 가계부채의 건전성을 위해서라도 자영업 분야 경쟁력 개선이 필요하다.

현재 상황을 짚어보면 자영업 창업에 돌입했던 은퇴세대들의 경쟁력은 그리 높아보이지 않는다. “떠 밀리듯” 창업했기 때문에 시장에 뛰어들 준비가 그리 많이 되어있지 못하고, 자영업 노동의 강도가 생각보다 높아 오랫동안 사업을 영위하는 것 역시 힘들어 보인다.

물론, 은퇴세대는 물밑듯이 자영업 창업의 행렬로 이어가고 있다. 마땅한 현금 흐름이 없기 때문이다. 만약, 이들이 투자를 통해서 제한된 리스크 속에서 더 높은 기대수익을 올릴 수 있는 수단을 발견한다면 이들의 자영업 진출 역시 제한될 것이다. 그러나 현재로서는 기대하기 어렵다.

결국 자영업 분야에서 경쟁력이 더 높아보이는 주체는 젊은 세대들이다. 젊은 세대들은 우리 경제의 고성장에 대한 기대를 내려 놓은지 오래다. 생존을 위해서라도 미리 자영업 창업의 준비하기 위해서 노하우를 배우고 있다. 그리고 신체적으로도 은퇴 세대에 비해서 더 건강하다. 준비가 되어있고, 지속할 의지가 있다. 문제는 자본이다. 이들이 새로운 창업을 하기 위해서 자본이 필요하다. 그런데 기존 금융기관 중에서 ‘준비’와 ‘의지’를 계량화해 돈을 빌려줄 수 있는 곳은 거의 없을 것이다.

이러한 상황에서 문제해결의 방법은 다음과 같다. 기술은 있지만 재원이 부족한 젊은 세대와 재원은 있지만 젊음과 노하우가 부족한 양 세대의 수요와 공급을 지금과는 다른 방식으로 연결하는 것이다. 이는 “금융의 변신”에서 시작된다

Chapter 3. 금융의 변신이 가계부채 해결의 첫 걸음

(1) '신뢰'의 관점에서 보수적일 수 밖에 없는 기존 금융기관

금융의 가장 기본적인 기능은 “돈이 남는 곳에서” “돈이 모자란 곳”으로 연결해 주는 것이다. 그런데 이 같은 기본적인 기능에는 중요한 전제가 필요하다. 신뢰이다. 금융기관은 누군가의 자금을 모아서, 누군가에게 전달해준다. 예금자 입장에서는 내가 모은 재산이 얼굴도 모르는 대출자에게 전달되는 과정을 금융기관에 위탁하는 셈이다.

그런데 신뢰에는 또 다른 중요한 부분이 있다. “자산의 건전성”이다. 예금자의 입장에서는 금융기관 위탁을 통해서 사전에 약속한 이자를 받을 수 있고, 언제든지 “원금을 회수”할 수 있다는 신뢰가 있어야만 금융기관에 돈을 맡기게 된다. 신뢰가 무너지면 예금자들은 앞다투어 돈을 찾으려고 한다. 뱅크런이 “자산의 건전성”에 대한 신뢰의 중요성을 나타내는 가장 대표적인 현상이라고 하겠다.

감독 당국의 입장에서도 금융의 건전성은 늘 신경이 쓰인다. 금융기관 신뢰의 위기는 금융 시스템의 위기로 연결되기 때문이다. 돈이 필요한 곳으로 최적화되어서 배분될 수 없기 때문이다. 그리고, 통화 정책 등 주요 정책은 금융기관이라는 수단을 통해서 작동하게 되는데, 금융기관이 시장 신뢰를 잃게 되면 정부는 중요 정책 수단이 사라진다.

이에, 금융기관은 당국의 엄격한 규제를 받게 된다. 금융기관이 영업을 시작하기 위해서는 당국의 인가가 필요하고, 당국이 요구하는 감독 기준을 준수해야 한다. 증권사의 NCR / 보험사의 RBC / 은행의 BIS 비율 등이 대표적인 예이다.

표 3. 감독당국은 신뢰 유지를 위해 업종별로 까다로운 건전성 기준을 요구한다

	보험회사	은행	금융투자회사
제도	RBC 비율	BIS 자기자본비율	순영업자본비율
산정방식	가용자본 / 요구자본	자기자본 / 위험가중자산	영업용 순자본 / 총위험액
반영 리스크	보험 / 금리 / 시장 / 신용 / 운영리스크	신용 / 시장 / 운영리스크	신용 / 시장 / 운영리스크
규제	100% 미달 시 적기시정조치	8% 미달 시 적기시정조치	15% 미달 시 적기시정조치

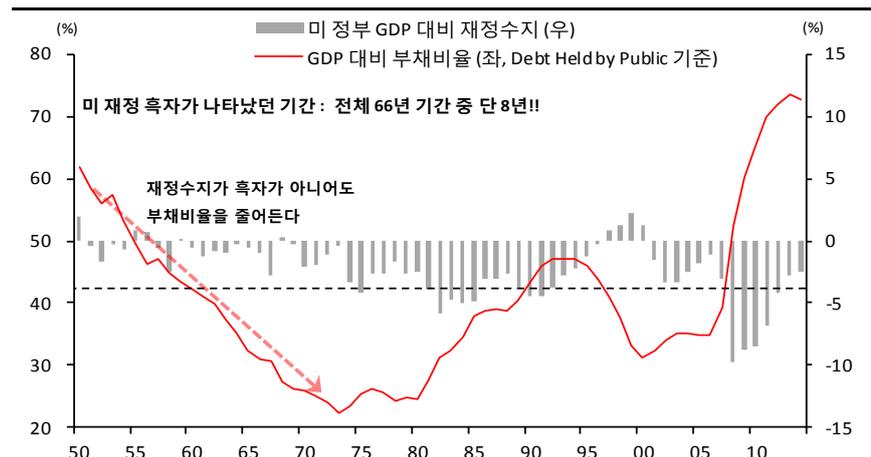
자료: 금융감독원 “보험회사 위험기준 자기자본제도 해설서”

정부가 가계부채를 중점 관리 대상으로 두고 있는 것 역시 마찬가지이다. 금융기관의 자산 건전성에 문제가 생기게 되면 시스템 전체의 위기로 이어질 수 밖에 없기 때문이다. 이에, 은행에서 시작해 보험업권, 저축은행까지 다양한 부분에 대한 대출 규제가 들어가는 것은 당연하고 또 필수적인 조치라고 생각한다.

그러나, 앞서 살펴본 것처럼 가계대출에는 ‘역기능’만 있는 것이 아니다. 순기능도 분명히 존재한다. 앞선 분석에서는 소비 중심의 대출이 GDP 성장률을 끌어올리는 측면은 강조했지만, 여기에서는 자본의 방향성에 더 주목한다. 즉, 자본이 “돈을 만들어내는 곳”으로 주입되면 된다는 것이다.

국가 경제를 통해서 예를 들어보자. 1950년 이후 미국 GDP 대비 재정수지가 흑자를 이룬 기간은 8년에 불과하다 그런데 흥미로운 사실은 재정수지가 흑자가 아니어도 부채비율이 줄어들었다는 것이다. 명목 GDP의 성장 속도가 신규부채 증분의 증가 속도보다 빨랐기 때문이다. 물가 상승 등의 영향은 있었겠지만, 결국 빛의 효율성이 높아져 성장을 이끌 수 있다면 빛이 늘어도 부채비율은 감소할 수 있다. 이는 가계부분의 부채에서도 마찬가지라고 생각한다.

그림 29. 부채를 줄이는 중요한 방법은 빛의 효율성 향상에 따른 R의 증대에 있다



자료: CIEC, SK증권

그러나 현재 시스템 내에서 자금이 성장을 자극하는 분야로 빠르게 이동할 수 있을지 의문이다, 금융기관의 입장에서 생각해보자. 기존의 금융기관들은 “자본의 건전성”에 매우 신경을 쓸 수 밖에 없다. 영업의 근본인 감독 당국의 인가와 연관이 있기 때문이다. 이에, 대출을 진행하는데 있어서 명확한 담보를 요구할 수 밖에 없다. 자영업을 시작하는 이들이 주택 담보를 통해서 대출을 진행할 수 밖에 없는 이유이다.

그런데 이렇게 담보를 잡고 시작하는 자금의 차주는 고령층이며 따라서 부가가치가 높은 사업을 시작할 것으로 보이지 않는다. 경험은 없지만, 일견 만만해 보이는 편의점 / 치킨집 등의 비즈니스로 진출할 확률이 높다. 대출이 급격히 부실화될 가능성은 낮지만 그렇다고 새로운 동력으로 작용할 가능성도 높지 않은 것이다.

금융의 힘은 새로운 창조를 위한 뒷받침에서 극대화된다. 물론 건전한 시스템은 무엇보다 중요하다. 그러나 시스템 안정에 대한 과도한 우려로 금융의 본질적 기능을 외면하게 된다면 비즈니스의 성장 및 사회적 전체 후생에 대한 금융의 기여도 역시 낮아질 가능성이 높다.

(2) 기존 제도를 넘어서 다른 방법은 없을까?

좀 더 개념적으로 접근해보자. 금융은 우리 경제 시스템에 미치는 영향이 매우 높기 때문에 정부의 강력한 규제를 받는다. 특히, 사기 / 배임 / 기망 등은 금융 소비자 및 시스템의 신뢰의 문제로 연결되기 때문에 더욱 엄격하게 관리된다. 각 금융기관별 건전성 규제 역시 '신뢰'라는 Frame 으로 바라본다면 높은 기준으로 관리되어야 한다.

그러나, 문제는 '신뢰'와 '건전성'의 문제에만 집중하게 되면서 금융기관이 지나치게 보수화될 수 있다는 점이다. 일선 직원의 입장에서는 차주의 사업성공 가능성 보다는 당연히 자금의 회수 가능성에 더 높은 관심을 보일 수 밖에 없다. 물론, 차주의 입장에서 돈을 빌리기 위해서 금융기관에 제대로 된 정보를 제공하지 않거나, 거짓 서류를 꾸며내는 경우도 많기 때문에 여신 담당자의 입장에서는 당연히 보수적으로 접근할 수 밖에 없다. 다만, 이 와중에서 진짜 가능성 있는 사업에 대한 자원 배분이 이뤄지지 않을 가능성 역시 존재한다.

사실상, 금융기관을 통한 자원배분은 국가 주도로 이뤄지고 있는 것이 역사적 경험이다. IMF 이전까지 금융권의 자금은 은행을 중심으로 기간 산업의 설비투자를 중심으로 배분되었다. 이 당시 가계에 대한 금융권의 자금 배분은 많지 않았다.

그러나 IMF 이후 가계쪽에 대한 여신 규제가 풀리게 되었고, 주택 수요와 더불어 대가계 여신이 폭발적으로 늘어나게 되었다. 지금 우리가 보고 있는 가계부채 문제는 그 결과물이다. 이 같은 흐름은 정부의 회사채 시장 활성화 방안과 더불어 기업이 직접 금융을 통해서 회사채를 발행했던 흐름과 무관하지 않다. 우리 금융업의 발전은 결국 “규제”와 “정책”의 흐름과 함께 발전해온 셈이다.

다만, 이 같은 과정 속에서 “규제”의 틀 안에 들어오지 못한 경제 주체들은 기존 금융의 영역에서 소외될 수 밖에 없었다. 특히, 소규모 자영업자 / 신용등급이 조금 떨어지는 가계 / 젊은 세대 등은 기존 금융 시스템으로부터 혜택을 받지 못했다.

이유는 다양할 것이다. 일단, 금융기관의 입장에서는 얼마 되지 않는 자금, 즉 수익성과 큰 관계가 없는 대출 수요에 대해서 일일이 대응할 여력이 크지 않았다. 더불어, 이들의 대출은 “신용”과 관련이 있는데 지금과 같이 IT 기술이 극도로 발달하지 않은 상황 속에서 개인 차주의 신용을 측정하는데 너무 많은 자원이 들어갔던 것도 사실이다.

정부의 입장에서도 성장의 중심 축이 “수출”과 “대기업”에 집중된 상황 속에서 여타 차주들에 대한 금융 지원의 필요성이 높지 않았을 것이다.

이에, 자영업자 / 저신용 개인 / 사회 초년생 같은 경우는 자금이 일시적으로 모자란 경우 사금융에 의존할 수 밖에 없었다. 그리고 주변 지인들의 자금 사정이 여의치 않다면 높은 금리를 내야하는 대부업의 문을 두드려야 했다.

이제 이 같은 흐름은 변화하고 있다. 수출 중심의 성장에는 분명한 제약이 나타나고 있고, 이에 내수 중심의 경제구조 변화가 새로운 화두로 떠오르고 있는 상황이다. 국가 전체의 성장 방향성이 변화한다면 금융의 지원 방향 역시 변화해야 한다.

물론, 기존의 금융 시스템을 빠른 시간 내에 변화시킬 수는 없을 것이다. 특히, 기존의 금융기관들은 국내 이슈뿐만 아니라 국제 규제 이슈 등이 복잡하게 얽혀있다. 기술적 부분을 제외하고서라도 대형 금융기관들의 대출은 건전하게 유지되어야 하는 것이 옳다.

해결 방법은 없을까? 우리는 좀 더 리스키한 직접 금융을 개척해야 한다고 생각한다.

지금은 누구나에게 익숙한 “주식 시장”의 역사를 살펴보자. 주식의 개념이 본격화 된 것은 17C 네덜란드에서였다. 네덜란드 동인도회사에 대한 자금 지원을 위한 것이었다.

지금은 역사적으로 너무 유명한 회사이지만, 당시 네덜란드 동인도회사는 지금의 눈으로 볼 때 믿을 것이 별로 없는 벤처 기업이었다. 미지의 동인도 지역과 독점적 권리를 가지고 무역을 하면 높은 이윤을 거둘 것으로 기대되었지만, 리스크 역시 매우 높았다. 무역을 하는 배가 암스테르담 항구로 돌아올 것이라는 보장이 없었기 때문이다. 이들 기업은 상환을 100%를 보장받아야 하는 Loan 의 형태로 자금을 융통하기 힘들었을 것이다. 이에, 회사의 설립자들이 기댈 수 있는 것은 “넌 돈만큼만” 책임지는 “유한책임”의 형태로 회사 자체를 잘게 쪼개서 매각하는 것이었을 것이다.

굳이 최초의 주식시장에 대한 언급을 한 이유는 지금은 우리에게 매우 익숙한 주식이라는 형태 역시, 기존의 금융의 형태에서는 익숙하지 않았고 리스크가 큰 형태의 자금 조달 방법이었다는 점을 강조하기 위함이다. 지금 우리 사회 역시 구조적 변화의 초입에서 금융 역시 지나친 리스크 관리보다는 새로운 관점에서의 접근이 필요하다.

그림 30. 네덜란드 동인도회사의 발전에는 위험자본의 투자가 배경에 있었다



자료: Pinterest, SK 증권

우리가 주장하는 자영업자 / 젊은이들에 대한 대출 확대 역시 같은 맥락이다. 조금 위험하기는 하지만, 대출을 다리놓는 기존 업체들이 리스크에 대해서 확실히 공지하고, 디폴트 리스크가 높지 않은 대출을 알선해 준다면 충분히 가능성이 높아진다고 생각한다. 물론, 이 과정 중에서 잡음은 불가피하다. 그러나, 불법적인 방법을 통해 대출을 주선하거나, 필터링 능력이 떨어지는 것으로 검증되는 업체들은 시장의 원리에 따라서 엄격하게 배척당하게 될 것이다.

리스크의 부분만 떼 놓고 생각해보면, 태초의 주식 시장에서도 마찬가지로 현상이 나타났을 것이다. 주식에 투자한다는 행위는 앞으로 어떻게 될 지 모르는 회사의 주인이 되어 그 실적에 연동되어 책임을 진다는 의미이다. 물론, 제도적 장치를 통해서 부정행위로 주식을 발행하거나 유통하는 행위는 엄격히 금지되어 왔다. 그러나, 주식투자자들은 기본적으로 회사가 망할 리스크를 안고 투자하는 것이다. 투자자들이 위험에 대해서 충분히 인지할 수 있다면, 새로운 형태의 자금 중개 역시 그 순기능이 더 도드라진다.

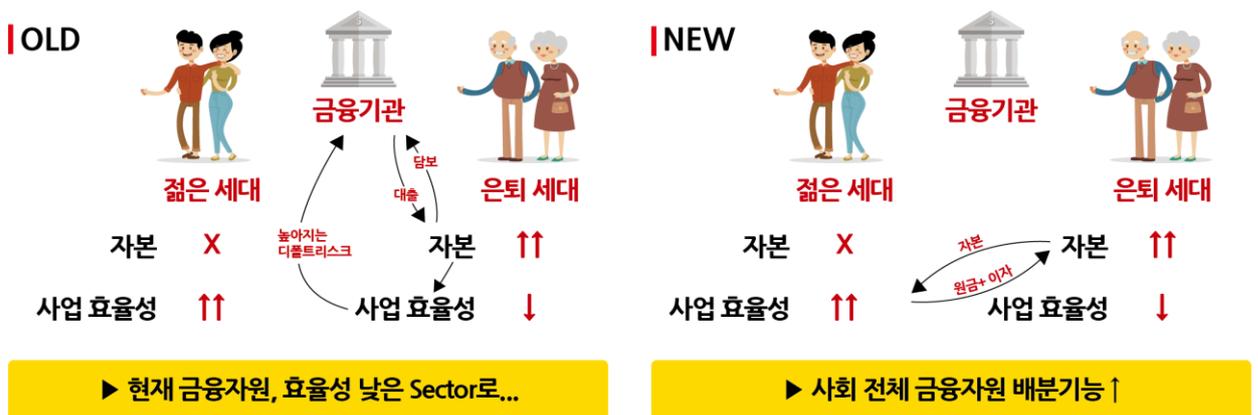
지금의 상황도 마찬가지이다. 보수적이어서 하는 은행 등 주축 금융기관들이 영업 행태를 바꿔서 담보가 미약한 자영업자 / 젊은 사회 초년생 등에게 돈을 빌려주기는 매우 어렵다. 다만, 앞으로 성장을 끌어올릴 수 있는 혁신 혹은 사업의 개화는 이 같은 영역에서 시작될 가능성이 높아 보인다.

우리가 주장하는 부분은 “자본은 있지만, 활력은 떨어지는” 기존 세대의 자본을, “자본은 없지만 활력이 높은” 젊은 세대로 Matching 을 시켜보자는 것이다. 국가 경영의 관점에서 시니어 계층의 자금이 급격히 고갈될 가능성에 대해서 우려할 수 있다. 그러나, 리스크는 관리될 수 있다는 생각이고, 어차피 이 같은 잉여자본이 기존 자영업의 형태로 도출되어도 손실의 가능성이 높은 것이 사실이다

전체 시스템에 대해서 조금 더 공격적으로 생각해보자. 과연 안전한 것이 안전한 것일까? 아닐수도 있다고 생각한다. 개별 대주 입장에서는 “담보”를 제공받는 것이 대출의 안전성을 높이는 효율적인 방법이다. 그러나 시스템 전체를 놓고 생각하면 그렇지 않을 수 있다. 부동산을 담보로 대출이 진행되면서 해당 시장의 버블 가능성은 커지고, 버블이 꺼지면 우리가 안전하다고 믿었던 “담보물”의 가치가 빠르게 하락할 리스크가 커진다. 오히려 돈이 필요한 곳에 배분이 되었을 때 시스템 전체의 안정성은 더 높아지게 될 것이다.

우리는 이 같은 관점에서 살펴봤을 때 금융 자원의 효율적인 배분이 더 리스크를 줄일 수 있다고 생각한다. 그리고 그 역할은 일부 시장이 감당할 수 있다고 판단한다. 대표적인 예가 P2P 대출과 크라우드 펀딩이다.

그림 31. 가계부채 문제 해결은 금융의 변신과 내수 산업의 효율성 재고에서 시작된다



자료 : SK 증권

Chapter 4. P2P 대출에서 찾아보는 금융 혁신의 힌트

(1) 클럽 옥타곤 채권을 아십니까

지난 달 흥미로운 채권 발행의 사례가 있었다. 클럽 옥타곤의 채권 발행이다.

클럽 옥타곤은 2011년 강남에 오픈한 클럽이다. 물론 채권이 전통적인 금융 기관을 통해서 발행된 것은 아니다. 채권 발행을 주선한 피플펀드 측에 따르면 클럽 옥타곤은 전세계 5위, 아시아 1위 클럽이다. 이 업체가 발행한 채권 금액은 총 10억 원으로 클럽 옥타곤의 카드매출을 담보로 발행됐다. 채권의 연 수익률은 12%, 상환기간은 5개월로 총 5회에 걸쳐서 원금균등상환의 형태로 진행된다.

이 같은 자금조달 형태는 소위 ‘크라우드 펀딩 (Crowd Funding)’으로 통칭할 수 있다. 크라우드 펀딩을 통한 채권 발행은 사실 전통적인 금융 영역은 아니다. 발행 업종 및 규모, 형태를 생각해보면 기존 증권사가 영위해왔던 IB와는 구조가 다르다. 기관투자자의 입장에서 발행사의 신용이나 발행 규모로 생각했을 때 이 같은 채권을 투자 대상으로 삼기는 힘들 것이다. 높은 쿠폰은 매력적이나, 발행 규모도 작고 유통 역시 쉽지 않다. 더불어, 원금 및 이자의 회수에 대한 의구심도 높을 수 밖에 없다.

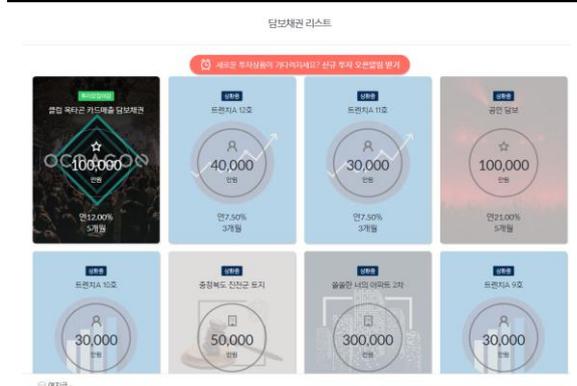
그러나 전통적인 영역이 아니라고 해서 투자자들이 외면해서는 안된다고 생각한다. 역사적으로 혁신과 변화는 “이게 되겠어?”라는 아이템에서 비롯된 경우가 많았다.

그림 32. 한국의 대표적 클럽, 옥타곤



자료. 클럽 옥타곤 홈페이지

그림 33. P2P 대출 업체를 통해 10억 원 규모의 채권 발행



자료. 피플펀드 홈페이지

(2) 한국형 P2P 대출의 현주소

논의를 본격화하기 전에 P2P 대출의 성격부터 살펴보자. 금융연구원은 크라우드 펀딩에 대해서 크게 4 가지로 분류했다. 이 중 P2P 대출은 대출형에 해당한다. 기업이나 개인이 금융 중개기관을 거치지 않고 온라인 플랫폼을 통해서 대출계약을 직접 실행하는 형태의 새로운 자금조달 유형이다.

표 4. 크라우드 펀딩 서비스의 분류

유 형		세 부 방 식	대 표 업 체
비투자형	기부형	순수한 기부방식	
	후원형	자금지원행위에 대한 비금전적 보상	Kickstarter, Indiegogo 등
투자형	대출형	인터넷 플랫폼 대출 중개 및 관련 서비스 제공	Zopa, Lendingclub, 머니옥션, 팝펀딩 등
	지분투자형	자금지원의 보상으로 지분 및 배당금 수취	Angellist, 오픈트레이드 등

자료: 금융연구원 SK 증권

‘옥타곤 채권’ 역시 마찬가지다. “크라우드 펀딩”이라고 통칭했지만, 좀 더 구체적으로 분류하면 P2P 대출로 구분할 수 있다. 잠깐 언급한 것처럼 P2P 대출은 불특정 다수로부터 투자금을 모아 대출을 원하는 사람에게 약속한 기간 동안 이자를 받는 대출서비스이다. 대출업체가 대출 신청을 받은 후 적정 금리를 결정하여 인터넷 사이트에 올리면 대출업체는 대출자로부터 매달 원금과 이자를 받아서 투자자에게 돌려준다.

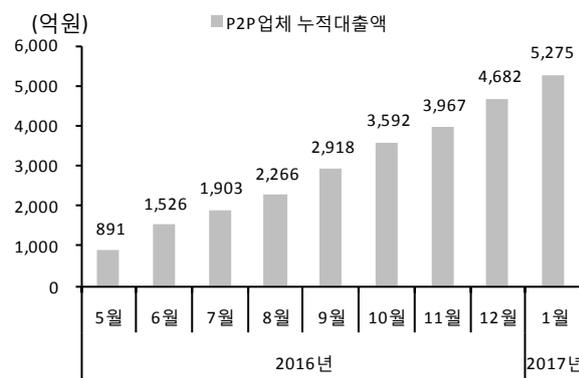
이는 작년 1월 25일부터 출범한 증권형 크라우드 펀딩과는 성격이 다르다. 증권형 크라우드펀딩과 P2P는 다수 투자자의 대상으로 자금을 모집한다는 점에서 형태가 같다. 그러나 P2P는 원금 회수 및 이자를 지급받는 채권과 유사한 현금흐름을 보이는 반면, 증권형 크라우드 펀딩은 공모 증권을 발행한다는 점에서 주식과 형태가 유사하다. 즉 위의 표에서는 지분투자형으로 구분된다. 구체적으로 제도적 측면을 살펴보면 증권형 크라우드펀딩은 15년 7월 통과된 자본시장법 개정안을 바탕으로 제도화된 반면, P2P 대출의 경우 아직 근거법이 없는 상태이며 금융위원회의 가이드 라인만 존재하고 있다.

간단히 정리해보면 ‘P2P 대출 = 채권’, ‘증권형 크라우드펀딩 = 주식’의 성격으로 치환이 가능하다. 다만, P2P 대출은 아직 관계 법령이 완전히 정리되지 않은 반면, 증권형 크라우드 펀딩에 대해서는 관련 법령을 통해 투자자 별 투자한도, 기업 발행금액 제한(연 7억원), 1년간 전매 제한 등의 투자자 보호 장치를 일부 마련해놓았다. 다만, P2P 대출 시장이 확대되면서 지난해 11월 금융위원회가 P2P 대출에 대한 가이드라인을 제정한 상황이다.

그렇다면 한국 P2P 대출 현황은 어떨까? 먼저 누적 대출액과 대출처를 확인해보자. 한국 P2P 금융협회에 따르면 2017년 1월 말 기준 P2P 대출업체들의 누적 대출액은 5,275 억원이다. 지난해 5월 대비 6 배 가량 늘어난 금액이다. 업종별 대출을 살펴보면 부동산 PF 대출이 51% 내외로 가장 비중이 높고 부동산 담보, 개인신용, 법인신용 대출 순으로 나열할 수 있다.

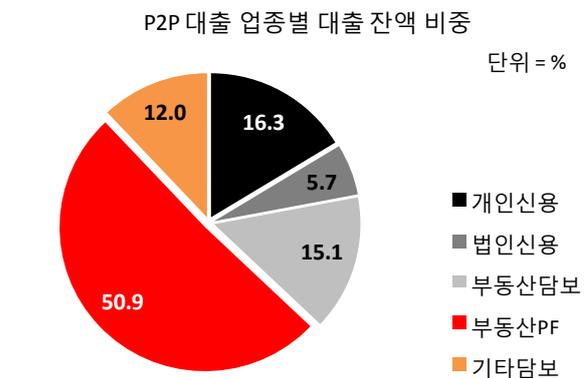
데이터를 통해서 살펴본 것처럼 P2P 대출의 성장은 눈부시다. 다만, 업종별 대출잔액내 용을 살펴보면 부동산 시장을 중심으로 이뤄졌다는 사실을 확인할 수 있다. 앞서 언급 했던 '옥타곤 본드'는 법인 신용 혹은 기타 담보형 대출에 포함될 것으로 생각되는데, 그 비중은 아직 크지 않다. 누적 대출액 기준 1 위 업체인 테라 펀딩은 대부분 지방 연립주택 혹은 오피스텔의 건설과 관련된 사업에 대출을 진행하고 있다. 여기서 얻을 수 있는 Implication 은 최근의 P2P 대출 시장의 급증이 임대형 부동산의 확장과 함께 이뤄졌다는 점이다.

그림 34. 누적 P2P 대출액



자료: 한국 P2P 금융협회, SK 증권

그림 35. P2P 대출 업종별 잔액비중



자료: 한국 P2P 금융협회, SK 증권

두 번째로 궁금한 점은 P2P 대출의 구조이다. P2P 대출의 형태는 크게 두 가지이다.

먼저, 원리금 수취권 매입형 (대부업체 연계)부터 살펴보자. P2P 업체가 대부업 자회사를 설립하는 경우 회사인 대부업자가 대출을 실행하고 플랫폼 사업자가 해당 대출의 원리금수취권을 매입하여 투자자에게 판매하게 된다. P2P 대출중개업체는 온라인 사이트의 운영비 명목으로 투자자와 차입자로부터 수수료 (2~5%)를 수취하고 원리금을 상환 받아 투자자에게 배분하는 역할을 담당한다. 대출은 경쟁입찰로 결정되며, 채무불이행 시에는 대부업체가 연체 이자 부과 및 채권추심 업무를 대행한다.

한편 P2P 대출의 급성장과 함께 투자자 보호에 대한 염려가 커지면서 금융 당국은 역시 관련 대출의 관리에 나서는 상황이다. 지난해 11월 2일 금융위원회는 P2P 대출 가이드라인 제정방안을 발표했다. (표 5 참조)

다만 업계에서는 이 같은 가이드라인이 과도하다는 입장이다. 투자한도 제한은 효과적인 투자자 보호방안이 아니며, 투자한도 조항 역시 폐지되어야 한다는 입장이다. P2P 대출업이 활성화된 미국과 영국은 플랫폼사의 직접 투자를 규제하지 않는다는 것이다.

표 6. P2P 대출 가이드라인 주요 내용

항 목	주 요 내 용
투자한도	투자자들의 과도한 투자금액 및 손실을 사전에 방지하기 위해서 개인투자자의 경우 누적 투자 한도 금액을 연간 1천만원 으로 제한. 소득요건 구비한 개인투자자는 4천 만원. 법인투자자, 전문투자자는 별도 한도 없음
투자금의 분리관리	P2P 업체가 투자금을 보관 및 예탁할 수 없음 은행 및 저축은행 등 공신력있는 기관에 예치 및 신탁 P2P업체가 파산 등으로 영업 지속할 수 없을 경우, 투자금을 투자자에게 우선지급
정보공시	투자 / 차입 판단에 필요한 최소한의 정보 공개 및 확인의무 부과 차입자 신용도 / 자산부채 현황 / 대출목적 및 상환계획 제공 차입자가 P2P 대출 이용시 부담할 전체 금액 내역 명확히 제공
기타 준수사항	P2P 업체 및 연계 금융회사는 P2P 대출에 대해서 투자자 또는 차입자로 참여하는 것을 금지 유사수신행위에 저촉되지 않도록 '원금보호' 및 '확정수익' 등 투자자들을 오인하게 할 소지가 있는 내용 금지

자료: 금융위원회

기존의 P2P 가이드라인이 예정대로 시행된 이후 P2P 대출 시장에 미칠 영향은 아직 미지수이다. 다만, 논란이 많아진다는 것은 그 만큼 사회에 미치는 영향이 커지고 있다는 것을 방증한다. 투자자들의 중 위험/중 수익 상품에 대한 갈증이 높아지는 가운데 관련 비즈니스 및 P2P 채권에 대한 관심은 높아질 수 밖에 없다.

모든 시작이 그렇듯 P2P 대출 비즈니스의 시작은 불확실성이 높고, 규제 환경도 완전히 갖춰지지 않은 것이 사실이다. 더불어 최근 하방 압력이 높아지고 있는 부동산 임대업에 대한 부담이 높은 것도 사실이다.

그러나, P2P 대출의 성장은 다른 한편으로 중위험 중수익에 목마른 투자자들의 높은 관심을 보여준다. 또한, '옥타곤' 채권 발행에서 보듯 기존 금융기관이 커버하지 못한 비즈니스에 대한 자금 지원을 시작했다는 점 역시 새로운 금융의 톨로서 활용될 수 있는 가능성을 보여주고 있다.

(3) P2P 대출 비즈니스가 커질 수 밖에 없는 세 가지 이유

앞서 언급한 것처럼 기존 금융은 시대와 제도의 개선에 따라서 국가 / 기업 / 담보 중심의 가계대출까지 확장성을 가졌다. 그러나 상대적으로 규모가 작은 자영업자 / 담보가 부족한 개인 / 청년 등에 대해서는 '정보의 비대칭성'을 극복할 마땅한 수단이 부재했고, 이에 따라서 금융기관 자신과 감독 당국은 해당 경제 주체들에 대한 자금 지원을 꺼려왔다.

그러나 이제 최근의 상황은 변화했다. 먼저, IT 기술의 발달이다. IT 기술 발달로 개인 혹은 자영업자들의 재무상태에 대해서 접근성이 높아졌다. 과거 전산이 발달하기 전에는 개인의 소득과 지출, 부채 현황 등을 파악하기 위해서 일일이 조사를 해야 했지만, 지금은 관련 정보를 전산을 통해서 획득하기 훨씬 쉬워졌다. 개인 및 자영업에 대한 신용 측정이 가능해졌다는 의미이다.

두 번째로는 풍부한 고등 인적 자원이다. 지금 주변을 살펴보면 태반이 고학력자들이다. 이들은 고등 교육을 통해서 재무에 대한 개념이 확립되어 있고, 금융기관 등에서의 사회 경험을 통해서 이들 지식을 실무에 적용할 수도 있다. 그리고 사업 및 개인의 신용을 측정하기 위한 플랫폼도 훌륭하다. 지금 개인이 사용하는 컴퓨터의 성능이 불과 십수년 전만 하더라도 기상 예측을 위해서 사용되었다는 점을 잊지 말자.

세 번째로는 성장 둔화이다. 성장에 대한 이야기는 크게 두 가지로 나눌 수 있다. 앞서 언급한 우리 사회의 구조 변화와 맞닿아 있다

먼저, 사회가 고성장을 유지할 때는 기존 금융 산업만으로도 큰 문제가 없다. 돈을 빌리려는 수요와 빌려주려는 수요가 넘쳐나기 때문이다. 그러나, 성장이 둔화되면 투자의 기대 수익률이 저하되고, 기존 산업 및 개인의 금융 수요도 줄어들게 된다. 낮은 수익률에 실망한 투자자들은 기존 상품을 외면하게 되고, 중개를 담당하는 금융기관 역시 어려워질 수 밖에 없다. 한편, 자금 수요자 역시 투자에 따른 기대 수익률이 높지 않기 때문에 조달할 이유가 많지 않다. 투자자 / 중개업자 / 수요자 모두 그리 행복하지 않은 상황인 것이다. 특히 금융 중개업자 (금융기관)들의 경우 성장을 위해서는 기존 형태의 기업 / 개인 금융 중개 외의 새로운 시장을 찾을 수 밖에 없다.

두 번째로는 개인의 입장이다. 고성장 사회에서는 인력 자체가 부족하기 때문에 취업 및 직업 안정성에 대한 고민이 많지 않다. 취업도 쉽고, 나아가 기존 직장에서 직업을 잃더라도 다른 곳에서 일을 구할 수 있기 때문이다. 그러나 성장성이 둔화되면서, 혹은 기술이 발전하면서 기업들은 사람을 잘 뽑지 않고 기존 인력들에 대해서도 상시적으로 구조조정 채비를 갖추고 있다. 지금 우리 사회가 처한 현실이다.

이 같은 구조적 상황 속에서 개인들은 소득을 얻기 위해서 소규모 창업을 진행하고 있다. 그리고 우리 경제 활력을 위한 새로운 논의 역시 내수 중심의 경제 구조 개편으로 관심이 집중되고 있다. 그런데 창업을 위해서는 자본이 필요하다. 새로운 곳에서 자본의 수요가 창출되고 있는 것이다. 2016년 자영업자 가계대출 증가가 이를 방증한다.

표 7. P2P 대출 발전의 3 가지 원동력

Reason 1. IT 기술 발전과 개인 신용 정보 접근 가능성 확대

- IT 기술의 발달로 과거 대비 개인신용정보 데이터에 대한 접근성 확대
- 큰 비용 없이도 개인 / 중소기업자들의 Credit 측정 가능

Reason 2. 풍부한 고등인적자원

- 조기 은퇴 및 고학력 젊은이 등 재무분석을 담당할 수 있는 고퀄리티 인력 확대
- 개인 PC 고성능화 등을 통해 대용량 데이터 관리 및 분석 능력 강화

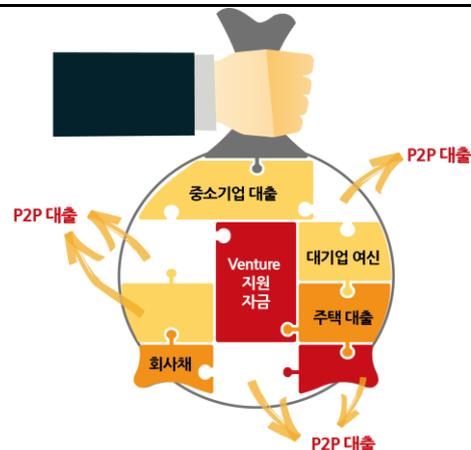
Reason 3. 구조적인 성장 둔화

- 금융기관, 자금 수요 부족으로 기존 비즈 모델로 성장하기엔 한계가 있음
- 성장 둔화와 더불어 창업 등 내수관련 중소기업 비즈니스 모델 확대

자료 SK 증권

결국 1. 성장의 둔화 2. IT 기술의 진화 3. 풍부한 고급 인적 자원 세 가지 요소를 고려하게 되면 크라우드 펀딩으로 대표되는 금융의 변화는 계속될 수 밖에 없을 것이라는 결론이 도출된다. 우리는 P2P 대출 비즈니스의 업력이 더 길어지면서 안정적인 Biz 라는 확신이 확대되고, 당국의 긍정적인 검토 속에서 해당 비즈니스에 대한 합리적 규제가 형성될 경우 이러한 세 가지 이유로 P2P 대출 비즈니스가 기존 금융의 빈자리를 메울 수 있다고 생각한다.

그림 38. 기존 금융과 금융 사이의 빈틈, P2P 대출이 메울 수 있다



자료 SK 증권

(4) 미래 음반 매출 수익을 통해 채권을 발행했던 데이빗 보위

클럽의 미래 매출 채권을 유동화해 채권을 발행한 ‘옥타곤 본드’는 매우 센세이셔널 하다. 하지만 해외에서는 ‘옥타곤 본드’ 채권과 유사하지만, 더 파격적인 채권이 발행된 바 있다. 데이빗 보위의 예상 음반 수익을 유동화했던 보위 채권 (Bowie Bond)이다.

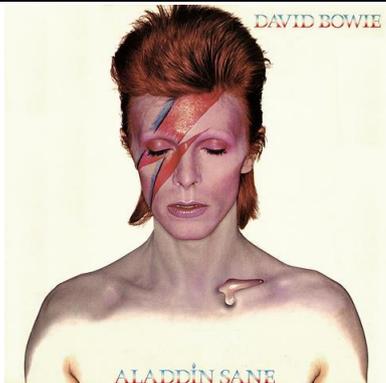
지난해 1월 10일 유명을 달리한 떠난 데이빗 보위 (David Bowie, 1947~2016)는 전 세계적인 아티스트이다. 1970년대 파격적인 시각효과와 연극적인 무대연출로 각광을 받았던 글램록의 대표주자이기도 했다.

그런데, 데이빗 보위는 음악뿐만이 아니라 금융업계에서도 전 세계적인 인물이었다. 데이빗 보위는 1997년 파격적인 계약을 체결한다. 보위는 1990년 이전에 녹음되었던 287개의 노래에 대해서 1997년 이후 발생할 로열티를 10년 동안 받지 않는 대신 미래의 현금흐름을 담보로 채권을 발행하였다. 만기 10년인 보위 채권의 이자율은 7.9%였고, 무디스로부터 AAA 등급을 부여받았다. 그리고 이렇게 발행된 5,500만 달러의 채권은 미국 푸르덴셜이 매입하면서 발행에 성공했다.

이후 음반 디지털화 등과 더불어 보위 채권은 신용등급이 강등되는 등 어려움을 겪기도 했지만, 어쨌든 해당 채권은 약속된 이자와 원금을 모두 상환하는데 성공하였다. 이 같은 형태 자산유동화 채권은 데이빗 보위의 이름을 따서 보위 채권 (Bowie Bond)라고 불렀다, 이후 마이클 잭슨 등 유명 아티스트와 스포츠 스타 역시 채권을 발행한다.

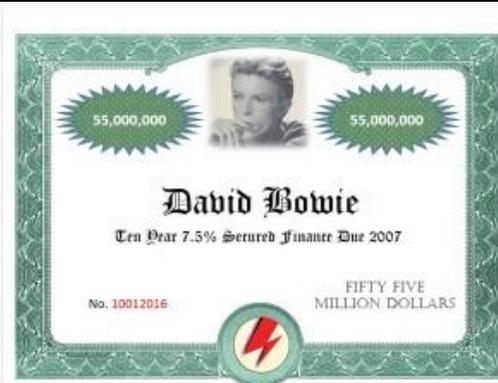
갑자기 보위 채권을 이야기한 이유는 무엇일까? 보위 채권과 옥타곤 채권 모두 센세이셔널 했고, 미래의 현금 흐름을 기반으로 했다. 이미 20여 년 전에 이 같은 채권을 발행했고, 성공적으로 소화시켰던 해외의 P2P 대출 시장은 어떤 상황일까?

그림 39. 전위적 아티스트, 데이빗 보위



자료: Legacy.davidbowie.com

그림 40. 금융의 형태에도 혁신을 만든다

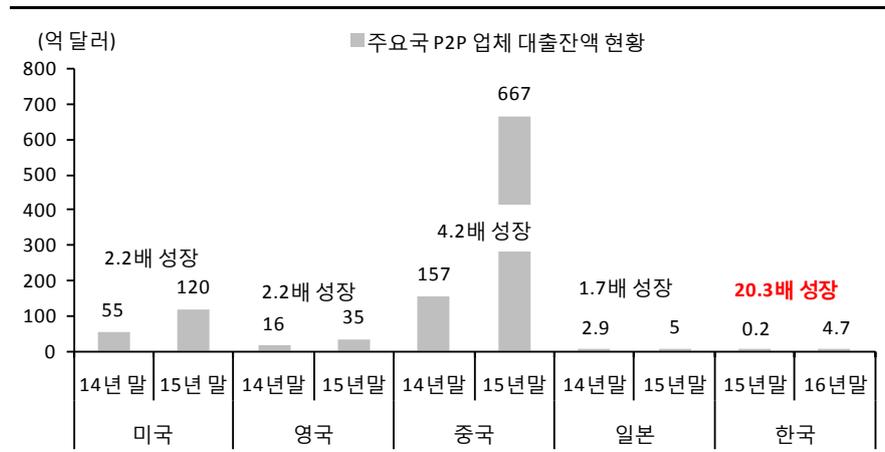


자료: MoneyQuestionerco.kr

(5) 해외 P2P 대출 산업 현황

지난 2015 년 발간된 모건스탠리 자료를 보면 글로벌 P2P 대출시장은 2020 년 3,000 억 달러에 이를 것으로 추산되고 있다. 2015 년 기준 연간 주요국의 P2P 대출잔액은 전년 대비 2 ~ 4 배 가량 성장하는 모습을 보였다.

그림 41. 글로벌 주요국 P2P 업체 대출잔액 현황



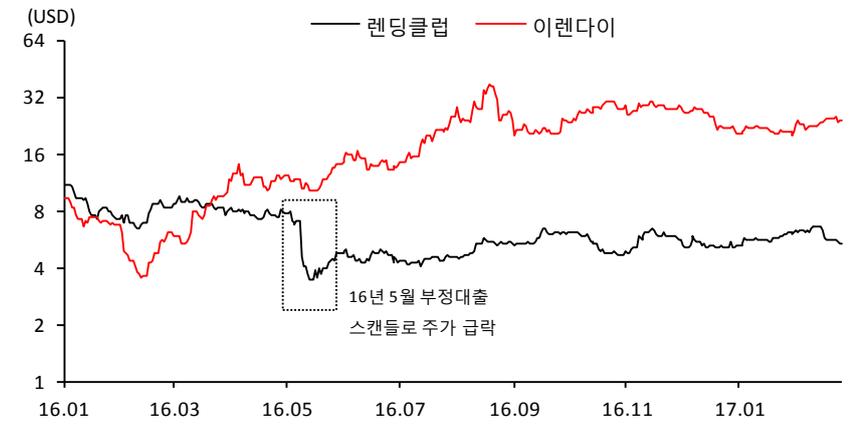
자료: 금융위원회, 한국 P2P 금융협회, SK 증권

대출 대상은 국가별로 조금씩 다른 모습이다. 미국의 P2P 대출자들은 주로 20~30 대 사회초년생들로 알려져 있으며, 영국의 경우 주택모기지 / 개인 금융 / 중소기업 등으로 다변화되어 있다. 반면, 중국의 경우 투자자의 자금을 모아 부동산 개발업자들에게 빌려주는 방식으로 운영된 것으로 알려져 있다. 우리 P2P 대출의 형태는 현재 중국 과 영미권 국가의 중간에 위치하고 있는 것으로 보인다.

중국의 Case 가 흥미롭다. 부동산 시장과의 연동성이 높기 때문이다. 대출절차가 까다롭지 않은 P2P 금융이 활성화되면서 중국 부동산 가격 상승의 동인으로 작용하고 있다는 평가이다. 2015 년 말 기준 영업중인 2,600 여 개의 P2P 플랫폼 중 700 여개가 부동산 대출에 주력하고 있으며 대부분의 업체들이 1 선 도시에서 영업하면서 부동산 가격에 영향을 미쳤다는 분석도 이어졌다.

한편, 빠른 시장 확대와 함께 관련 업체들 역시 계속 성장 중이다. 지난 2014 년 미국 최대 P2P 대출업체인 렌딩클럽은 2014 년 미국 NYSE 에 상장했다. 중국 업체인 이렌다이(Yirendai) 역시 2015 년 말 미 증시에 입성했고 2002 년도 설립된 피피다이닷컴(Ppdai.com) 역시 올해 중에 미국 증권시장 상장에 나설 것으로 알려져 있다.

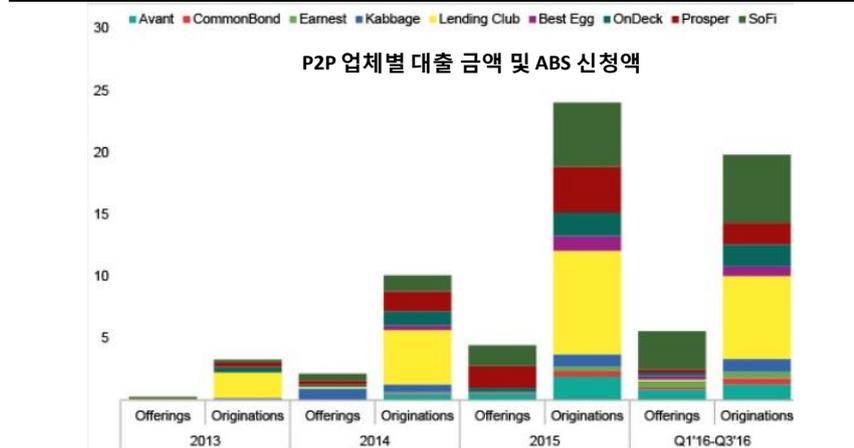
그림 42. 대표적인 P2P 대출 상장업체 렌딩클럽(美)과 이렌다이(中) 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

P2P 대출의 증가는 미국 금융시장에서도 새로운 형태의 비즈니스를 창출하고 있다. P2P 대출을 유동화하는 상품이 속속 등장하고 있는 것이다. 2016년 말 기준으로 월가의 P2P 대출규모는 76.2억 달러이다. 그리고 이 중 59.7%인 45.5억 달러는 하반기에 발행되었다. 지난 2013년 2.5억 달러에 비해서 4년 새 30배 이상 급증했다.

그림 43. P2P 대출은 ABS의 형태로 새롭게 진화하고 있다



자료: S&P Capital IQ, SK 증권

업체 중 P2P 대출 ABS 발행에 가장 적극적인 곳은 So-Fi 로 2016년 전체 발행액의 58.4%를 차지했다. 뒤이어 발행을 많이 한 곳이 Avant, Earnest, Lending Club 순이다. 흥미로운 점은 1등 업체가 아닌 So-fi 가 유동화 랭킹 1위를 했다는 점이다. So-fi는 아이비리그 학생들의 학자금대출을 기반으로 운영되는 흥미로운 P2P 대출 업체이다.

Ivy Leauger 들의 학자금에 P2P 대출을 도입한 So-Fi 이야기



미국 새로운 P2P 대출 업체 So-Fi 이야기

SoFi는 동문들에게 자금을 받아 학자금 대출을 낮은 금리로 전환하는 P2P 대출로 2011년도부터 시작되었다. 제출 서류를 스마트폰으로 찍어 보내면 15분만에 학자금 대출을 받을 수 있다.

이 같은 비즈니스 모델을 기반으로 So-Fi는 2013년 주요 IB들과 채권 협약을 맺고 대출을 증권화 시켜 신용등급을 받기 시작했다. 이후 여러 캐피탈사와 은행의 투자에 힘입어 2015년 2월부터 개인 대출을 시작했고 2015년 3월부터 미국의 20개가 넘는 주에서 주택담보대출을 진행 중이다. 2015년 9월에는 소프트뱅크로부터 10억 달러의 투자금을 유치하며 40억 달러의 기업가치를 인정받았고 2016년 무디스에서 온라인 대출 스타트업으로는 처음으로 AAA 등급을 받았다.

대출 서비스가 시작된 이래 대출 미상환액은 한 건도 없었다고 알려져 있다. 이는 대학교 동문 간의 대출이라는 구조가 책임감을 느끼게 해주기 때문으로 분석된다. 대출상환을 못하게 되는 경우 해당 학교 커뮤니티에 신상이 올라가기 때문이다. So-Fi는 학자금대출 외에 ABS 대출의 비중을 늘려나고 있으며, 현재 미국 P2P 대출 업체들 중에서 가장 높은 ABS 대출금액을 보유 중이다.

해외 P2P 성장 과정에 잡음이 없는 것은 아니다. 먼저, 중국 사례를 살펴보자. 중국 e푸바오의 경우 2015년 12월 하위정보로 500억 위안의 자금을 모집하여 유용한 사례가 있었다. WSJ 기사에 따르면 세계 최대 P2P 대출업체인 중국 루팍스(중국 평안보험 설립)의 경우 P2P 업체에서 투자 플랫폼 회사로 변신을 꾀하고 있는데, 1. 시장 자정기능 상실 2. 금융 리스크 주범으로 부상 3 경쟁사 가세에 따른 레드오션 진입 등을 이유로 꼽고있다. 앞서 언급했던 부동산 가격 상승과 P2P 업체들의 연관성 역시 언급되고 있다.

또한 P2P 업체들의 도덕적 해이가 만연해지면서, 시장 위축이 이어지고 있고 중국 당국이 P2P 대출을 그림자 금융의 한 축으로 간주, 규제 강도를 높이고 있는 것으로 알려져 있다. 더불어 스타트업 중심의 개인 투자플랫폼에서 은행 / 보험사 / 핀테크 업체 등이 P2P 시장에 진입하면서 경쟁 역시 격화되고 있다는 평가이다.

해외의 사례를 살펴보면 P2P 대출의 명과 암이 분명하다. 그러나, 영미권의 경우 서민 금융의 대안으로서 P2P 대출 관련 법안을 정리했으며 새로운 대안 중 하나로 P2P 대출이 부각되고 있는 상황은 분명해 보인다.

(6) IT Venture 가 Death valley 를 지나가는 방법 - P2P 대출

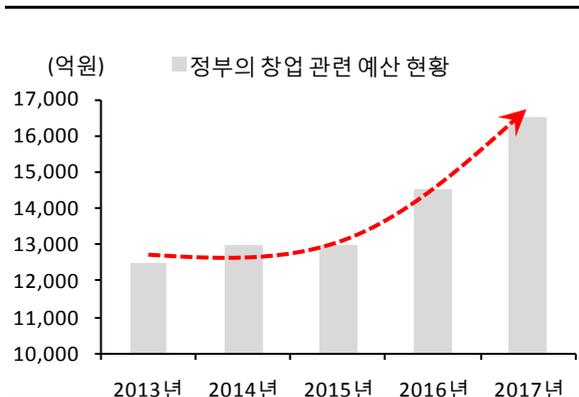
앞선 논의를 간단히 정리해보자. 가계 부채의 증가세는 정부의 여신 규제 정책 속에서 둔화되고 있는 중이다. 문제는 성장을 통해서 이 부채 비율이 꾸준히 하락해야 한다는 것이다. 수출 중심형 성장 모델이 한계에 도달한 현재 상황에서, 우리는 내수 주도형 성장에 눈을 돌리고 있다. 그러나, 내수 주도의 성장을 만들어내기 위한 금융의 기능은 아직 제한적이다. 가계 대출의 형태를 통해서 기 제공되었던 자금 역시 편의점 / 치킨 집 등 차별화되지 못하고 경쟁력이 떨어지는 사업으로 분배되었던 것이 사실이다.

앞서 P2P 대출의 사례에서 살펴봤던 것처럼 우리나라에서는 금융 자원의 배분이 새로운 형태로 빠르게 진행되고 있다는 생각이다. 물론, 최근 P2P 대출의 성장이 하강 국면에 접어들고 있는 부동산을 중심으로 이뤄졌다는 점은 우려할 사항이다. 다만, 유명 클럽과 같은 자영업, 중소기업 홈쇼핑의 매출 채권을 담보로 채권이 발행되는 등 “돈”을 벌 수 있는 실물 기업에도 자금이 유입되고 있다는 점은 긍정적이다. P2P 대출은 작지만, 혁신을 만들어내고 있는, 아니면 건설하지만 일시적 유통성 위기를 겪고있는 기업들의 숨통을 터주고 있는 모습이다.

이 같은 흐름은 100% 혁신 기업에만 해당하는 사항은 아니다. 다만, 작지만, 혁신을 만들어내고 있는 중소기업에 숨통을 트여주는 역할을 하고 있다. 그리고 이 같은 발걸음은 혁신의 토대인 IT Venture 에도 도움이 될 것으로 보인다.

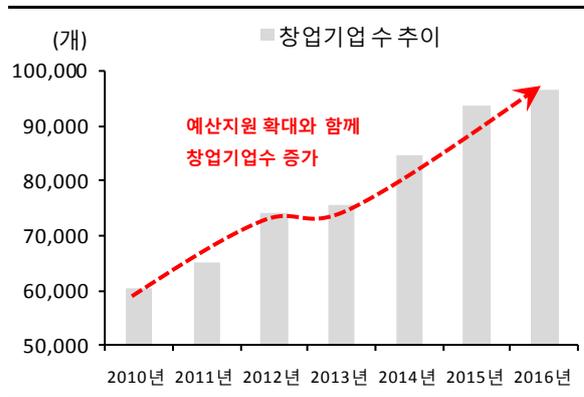
우리 정부 역시 여타 국가들과 마찬가지로 혁신과 생산성 향상을 우선 과제로 두고 있다. 우리 정부는 수 년간 창업관련 예산을 꾸준히 늘려왔고 이에 창업기업의 수 역시 빠르게 늘어나고 있다.

그림 44. 정부 중소기업 자금 지원 예산 흐름



자료: 중소기업청, SK 증권

그림 45. 늘어나는 창업 기업의 수



자료: 중소기업청, SK 증권

다만, 문제는 효율성이다. 벤처 등에 대한 자금지원이 많아지는 것은 매우 긍정적인 일이다. 그러나, 이 자금을 집행하고 관리하는데 있어서 일부 담당부서가 매우 효율적으로 담당하기는 매우 힘든 일이다. 전문성을 가진 담당 인력은 한정되어 있는데, 매년 집행해야 하는 자금만 늘어나는 것은 결국 담당 직원의 업무 효율성 저하로 이어진다.

정책 지원금이 늘어나는 것은 좋지만, 그 과정 속에서 자금을 유용하는 이들 역시 늘어난 것이 현실이다. 언론을 통해 종종 보도되는 것처럼, 중소기업 혹은 벤처 기업들 중 일부는 브로커를 동원해 지원금을 타내고 유용하는 모습을 보였다. 벤처 광풍이 불었던 지난 2000년대 초반에도 이미 있었던 일들이다. 정책의 방향성은 선의이지만, 그 결과가 좋지 않은 상황이 또 다시 벌어지고 있는 것이다.

정부의 지원이 꼭 혁신으로 이어지는 것은 아니다

"중소기업들은 정부 돈을 눈 먼 돈이라 부릅니다. 중소기업 지원금은 이미 정책적 수단이나 목표 달성을 위한 기능은 대부분 상실했다고 봐야 합니다. 그야말로 지원을 위한 지원, 아무런 효과도 없는 형식적 지원이 대다수입니다." 중소기업 지원제도 설계에 참여했던 저명한 경제학자의 고백이다. 익명을 요구하는 그는 머니투데이와 인터뷰에서 "중소기업들은 브로커를 동원해 눈 먼 돈으로 전략한 지원금을 따내고 있다"며 "지원을 타내 연명하는 이른바 '좀비' 중소기업들도 다수 있다. 정부 정책자금은 이미 보조금으로 전략한지 오래"라고 꼬집었다...

'벤처 출산율' 높여야 성장대로 다시 뚫린다, 머니투데이, 2016.07.04

이 같은 부분은 벤처 / 창업의 특성상 불가피한 측면도 없지 않다. 벤처 / 중소기업에 100% 성공을 요구하는 것은 무리가 있다. 다만, 우리는 자금 지원에 대한 검증 / 사용 내역 추적 등을 민간이 진행하게 되면 더욱 효율성이 높아질 수 있다는 점 역시 간과해서는 안 된다.

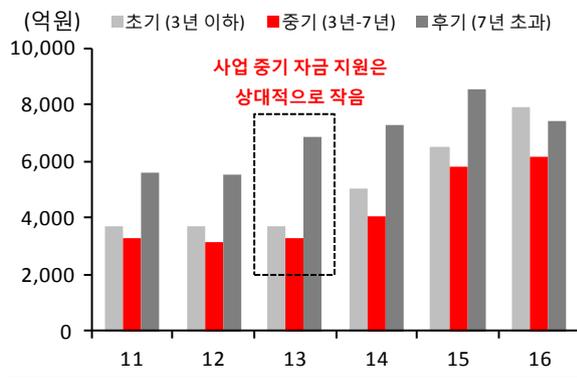
우리가 P2P 대출에 대해서 긍정적으로 생각하게 된 이유는 투자 업종에 있다. 앞서 잠깐 언급한 것처럼 대부분의 P2P 자금은 부동산을 향해 간 것도 사실이다. 그러나 일부 업체들은 실제로 돈을 벌 수 있는 중소기업들의 자금 지원에도 눈을 돌리고 있다. 기존 금융기관들의 빈틈을 노리는 것이다.

중소기업들이 왜 은행의 문 앞에서 발길을 돌릴까? 이유는 사이즈와 듀레이션이다. 담보물이 있다고 하더라도 기존 금융기관을 담보물건의 가치를 평가하는데 최소 1달 이상이 걸린다. 그리고 대출 규모도 최소한 100 억원이 넘어야 가치가 있는 것으로 평가한다. 금액이 너무 작아지면 제반 비용을 감안했을 때 수익성이 너무 떨어지기 때문이다. 그리고 6개월 이내의 짧은 부채는 기존 금융권이 매력적으로 접근하기 힘들다.

더불어 이 같은 비즈니스 모델은 기존 벤처 비즈니스의 Funding 에도 큰 기여를 할 수 있다고 생각한다. 앞서 살펴봤던 것처럼 정부의 적극적인 지원 속 창업기업은 크게 늘어났고 이는 매우 긍정적인 모습이다. 그러나, 앞서 언급했던 것처럼 이 수치 안에는 많은 허수가 많은 것도 사실이다.

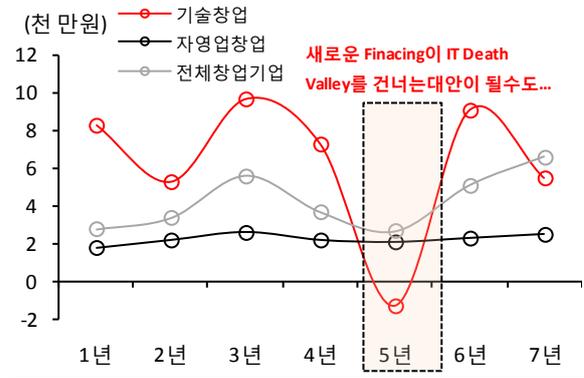
혁신의 첨단이라고 할 수 있는 IT 업체들의 Biz 사이클을 살펴보자. 우리나라 IT 기업들은 창업 초기에는 빠른 확장성을 보이지만, 창업 중기부터 매출정체 / 자금 고갈 등의 위기에 노출되는 경우가 많은 것으로 알려져 있다. 소위 이야기하는 Death Valley 이다.

그림 46. 벤처 캐피탈 투자, 초기와 후기에 집중



자료: 중소기업청, SK 증권

그림 47. 벤처 기업이 가장 어려운 시기는 5년차



자료: 중소기업청, SK 증권

게다가 이들 업체들은 담보부족으로 인해서 은행대출이 어렵고, 엔젤 / 벤처캐피탈의 상대적인 관심 저조로 자금수혈이 원활하지 못한 것으로 알려져 있다. VC의 경우 상장을 통해서 자금을 회수해야 하지만, IPO의 경우 평균 소요기간이 12년 정도에 달하기 때문에 짧은 업력의 기업들은 투자대상으로서 선호되지 않는다.

우리는 P2P 대출이 엔젤과 V/C 사이의 투자자로서 충분한 역할을 수행할 수 있다고 생각한다. 벤처 기업들의 자금 고갈의 경우 운전자금 부족 등 일시적인 경우가 많다. 위의 그림에서 보여주듯 위기에서 탈출한 기업은 6년 차부터 높은 생산성을 회복한다.

우리는 P2P 대출 업체들이 자금 공급자와 자금 수요자간의 가교 역할을 할 수 있다는 생각이다. 될만한 기업에 대해서 자금 지원을 해주게 되면, 벤처 기업들의 생각은 더 높아지게 될 것으로, 국가적 과제로 생각하고 있는 기술 중심의 창업, 내수 경제 구현에 있어서 많은 도움이 될 수 있다. 투자자들의 입장에서는 짧은 투자 기간 동안 상대적으로 높은 수익률을 얻을 수 있음은 물론이다.

Chapter 5. 투자자를 위한 두 가지 아이디어

(1) 거시적 관점 : 우려보다는 해결에 방점을 맞추자

우리는 가계부채의 문제가 대한민국이 직면하는 가장 큰 리스크 라는 측면에 대해서는 이견이 없다. 다만, 정부의 강력한 대출 억제 정책 속에서 가계부채의 리스크는 더욱 확대되기 보다는 관리의 영역으로 전환될 가능성이 높다는 생각이다. 더불어, 기존 가장 큰 리스크 요인이라고 생각했던 시니어 세대의 매도 압력 역시 주택 연금 등의 형태로 서서히 완화되고 있다.

무엇보다, 직관적으로 생각하자. 너무 많이 알려진 위험은 더 이상 위험이 아니다.

물론 그 간의 관성이 있기 때문에 가계부채 인상 흐름은 어느 정도 시간을 두고 계속 늘어날 것으로 보인다. 다만, 그 흐름을 우리가 관리하지 못할 정도는 아니다라는 것이다. 투자자의 포트폴리오 구성에 있어서 극단의 상황을 예상할 필요는 없어 보인다.

위기가 관리되었으면, 그 다음 Action 은 문제를 해결하기 위한 움직임일 것이다. 투자자의 입장에서 가계부채를 바라볼 때, 당장의 Tail Risk 보다는 향후 가계부채 해결을 위한 정책의 흐름에 귀 기울이는 것이 더욱 합리적인 선택이라는 생각이다.

다만, 그 와중에서 예상되는 상황은 내수 경기의 하강 압력이 높아질 것이라는 점이다. 대출 감소는 내수 경기와 밀접한 연관을 가지고 있고, 우리는 대외 부분의 개선 가능성 역시 제한적으로 바라보고 있다.

더불어, 이후 정책적 Action 은 가계의 소득 증가의 방향으로 이어질 수 밖에 없을 것이다. 정부 부채를 줄이기 위해서는 세수가 더 늘어나야 하고, 기업 부채를 줄이기 위해서는 매출이 늘어나야 한다. 가계 부채를 줄이기 위해서는 가계 소득이 늘어나야 한다.

매크로 관점에서 전체 포트폴리오에 대한 생각을 정리해보자. 부동산과 관련된 비즈니스의 성장 둔화는 불가피해 보인다. 그러나, 가계부채를 이유로 디폴트 리스크가 크게 부각되지 않는다면 금융 비즈니스에 대한 투자를 크게 줄일 이유는 없다. 더불어, 내수 소비의 저성장에 대비하는 포트폴리오에 대한 생각도 여전히 유효하다.

(2) 정책적 관점 : 금융 구조의 변화와 완화적 통화 기조

우리의 생각은 내수 부분의 변화를 위해서는 시간이 걸리겠지만 금융 부분의 구조 변화가 불가피하다는 것이다. 금융의 근본적 역할이 “자본이 필요한 곳”과 “자본이 남는 곳”을 연결해 주는 것이라면, 지금의 시스템에서는 대응할 수 있는 운신의 폭이 크지 않기 때문이다.

더불어, 지금의 금융 자원 배분은 “소폭의 리스크 확대”와 “작은 규모”로 정리할 수 있는데, 이 같은 영역은 자금 필요의 듀레이션 및 규모를 감안했을 때 기존 주식 시장의 영역과도 거리가 있다. 금융기관의 수익성 측면에서도 100% 부합하기 어려운 것은 물론이다. 우리는 P2P 대출의 예시에서 살펴본 것처럼 좀 더 간편하고 규모가 작은 금융의 형태가 새로운 구조에 더욱 적합하다는 생각이며, 정책의 방향성 역시 이렇게 흘러갈 것으로 생각한다.

더불어, 가계 대출 문제가 해결의 실마리를 찾기 전까지 통화정책 역시 완화적인 기조를 유지하게 될 것으로 생각한다. 구조적 문제에 기인하는 잠재 성장률 하락 등과 더불어 가계부채 문제는 차주 상환 문제뿐만 아니라 경기 하방 요인으로 작용할 것이기 때문이다. 미국 금리 인상 등 다양한 변수가 있지만, 기본적으로 가계 부채 문제의 해결 과정 속에서 한국의 통화정책이 빠르게 긴축적인 형태로 방향성을 바꾸기는 힘들 것이다. 오히려, 미국 금리 인상 속도가 생각보다 느리고, 가계부채 해결 과정과 더불어 경기 하방압력이 높아진다면 제한적이지만 추가 완화 정책을 고려할 수 있다.

이 같은 관점에서 투자자 포트폴리오에 제안 드리는 내용은 세 가지로 요약할 수 있다.

일단, P2P 대출 등에 대한 규정이 확립되고, 법적으로 투자 근거가 생긴다면 관련 대출 등에 대해서 투자를 검토할 수 있다는 것이다. 미국과 영국의 경우 P2P 대출 시장의 80%는 이미 기관투자자의 투자로 형성되어 있다.

두 번째는 New Financing의 컨셉에 부합하는 비즈니스 모델에 대한 직접적인 지분 투자이다. 해외의 예에서처럼 P2P 대출 등이 지속성장 한다면 미국 / 중국의 사례에서처럼 상장까지 가능할 수 있다는 생각이다. 발빠른 일부 국내 금융기관은 해외 업체에 이미 지분 투자를 단행한 상황이다.

세 번째는 우리의 정책 금리가 너무 빠르게 올라갈 것이라는 생각을 하지 말자는 것이다. 우리는 미국 중심의 긴축 정책 전환의 속도가 빨라질 수 없다고 생각하며, 이 같은 기조라면 우리의 정책 금리 역시 굳이 빠르게 긴축적으로 전환할 것이라고 생각하지 않는다.

별첨. People 펀드 탐방기



지난 2월 27일 보고서 ('클럽 옥타곤 본드를 아십니까') 작성 이후, 몇몇 기관투자자들과의 미팅을 통해서 실제 투자자들이 궁금해하시는 부분들을 확인해 볼 수 있었다. 투자자들께서는 P2P 대출 비즈니스의 핵심이라고 할 수 있는 차주의 Credit 측정의 문제, 실제 기관투자자들의 투자 가능성 등을 중심으로 질문을 주셨다. 당사는 화제가 되었던 '옥타곤 채권을 발행한 업체인 People Fund 이수환 부사장과'의 미팅을 통해서 투자자들께서 궁금해하시는 사항에 대해 확인해 보았다.

Q1. 현재 P2P대출 비즈니스의 현황에 대해서 간략한 현황을 설명들을 수 있을지?

P2P의 본질은 인터넷의 기능을 활용해 중개의 영역을 넓히고 참가자들의 수익을 극대화하는데 있다. 2주 전 미국의 P2P 컨퍼런스를 다녀왔다. 미국에서는 P2P가 빠르게 진화하는 모습이었다. 미국에서는 더 이상 P2P를 P2P라고 부르지 않는 모습이었다. P2P란 개인과 개인간의 대출인데, 지금 상황은 대주의 대부분이 기관이기 때문이다. 또한, 차주 역시 기존의 개인이 아닌 중소기업인 경우도 많아지고 있는 것으로 보인다. 이들은 P2P Lending 이 아닌, 마켓 플레이싱 렌딩이라는 새로운 명칭을 쓰고 있었다. 국내 비즈니스 역시 이와 다르지 않을 것으로 생각한다

Q2. 기관투자자들이 가장 궁금해하는 이슈이다. 옥타곤 채권은 그렇다해도, 개인 대출에 대한 신용 측정은 어떻게 하나?

개인 대출의 핵심은 역시 Credit 측정이다. 우리나라는 매우 운이 좋다고 생각하는 것이 과거 금융위기 경험 등을 토대로 개인 신용에 대한 Data base 구축이 잘 되어 있다는 점이다. 본인이 동의만 하면 잘 정리된 데이터를 곧바로 받아볼 수 있다. 그리고 자체적으로 개발한 자동화 모델을 통해서 신용을 측정한다. 예전 은행권 모델과 크게 다르지 않다. 더불어, 협력기관인 전북은행의 노하우도 빌리고 있다. 다만, 우리의 대출은 비대면 대출이기 때문에 더 큰 차주 리스크에 직면할 수 있다는 점은 늘 인지하고 있다. 이에, 우리의 모델을 활용한 이후 다시 전북은행의 검증을 받게 된다.

사실, 현재 개인 신용 대출 역시 문제가 없는 것은 아니다. 크게 두 가지로 요약 가능하다. 먼저, 동시대출의 문제이다. 한 차주가 동일한 신용을 바탕으로 A라는 은행과 B라는 은행에 같은 날 오전에 대출을 받으러 가는 것이다. 기존의 대출에 문제가 없다면 A와 B 은행에서 모두 돈을 빌릴 수 있다. 은행 시스템상 개인 신용의 Data가 완전히 반영되는데는 Time Lag이 있기 때문이다. 우리의 경우 동시대출 문제를 막기 위해서 돈을 송금하기 직전 동시대출 여부를 다시 확인한다.

두 번째는 통대환의 문제이다. 과중채무자들은 "통대환"업체를 통해서 한번에 채무를 갚아, 신용등급을 올린 후 다시 낮은 금리로 대출을 받아 통대환 업체들에게 상환하는 등의 문제가 있었다. 우리는 이 같은 가능성까지 동시에 고려하고 있다.

업력이 짧아 히스토리가 없다는 점은 분명하다. 다만, 우리는 빅 데이터를 통해서 검증할 수 있다. 한국의 경우 데이터가 풍부하기 때문에 빅 데이터를 이용한 신용 빅 테스트의 이미가 상당히 높다고 생각한다

별첨. People 펀드 탐방기

Q3. 현재 연체율이 매우 낮아 보이나, 이는 자산의 급격한 증가 때문으로 보인다. 향후 연체율 등에 대한 전망은?

이 같은 부분은 분명한 사실이다. 다만, 연체율과 손실율에 대한 데이터는 충분히 확보된 상황이다. 개인 신용 대출의 경우 은행의 연체율은 대략 2% 정도, 캐피탈 업체의 경우 5% 내외이다. P2P 업체들의 경우 그 중간에 있을 것으로 생각한다. 담보가 있는 대출에 대해서는 일률적으로 이야기하기 힘들다. 표준화가 불가능하기 때문이다

Q4. 클럽 옥타곤과 같은 업체들은 왜 P2P 업체를 찾았던 것인지? 어떤 특성이 있는지?

우리가 Targeting 하는 중소기업들은 기존 금융기관들이 취급하기에 매력적이지만, 접근하기 힘든 물건에 집중한다. 금융기관의 접근성이 떨어지는 이유는 크게 2 가지로 요약 가능하다. 1) 사이즈 2) 대출 듀레이션의 문제 때문이다. 금융기관은 담보물건의 가치를 측정하는데 최소한 1 달이 걸린다. 그리고 대출의 규모가 100 억은 넘어야 수익성에 맞는다. 그런데, 중소기업들의 경우 이 같은 금융기관의 니즈를 맞추지 못하는 경우가 많다. 두 번째로 대출 듀레이션의 문제이다. 중소기업 중에서는 일시적인 유동성 문제를 겪는 경우가 많다. 다만, 은행권은 규모가 크지 않은 6 개월 이내의 대출에 대해서는 큰 매력을 느끼지 못하는 것이 사실이다. 우리는 우량하지만 일시적으로 유동성이 필요한 업체를 Targeting 한다.

Q5. 현재의 규제 상황은 어떠한지?

P2P 대출 업체에 대한 가이드라인이 시작되게 됨. 개인의 입장에서 투자를 더 하고 싶지만, 규제의 문제 때문에 투자를 하지 못하는 경우가 분명히 생길 것이고 최근 업계의 성장 역시 일부 둔화될 것은 예상된다. 결론적으로 기관투자자들의 자금이 필요한 상황이다. 각 기관별로 법과 규정 내에서 이루어진다면 기관투자자들의 참여도 가능할 것이다

Q6. 기존 기관과의 협력 형태는 어떤 점을 염두해 두고 있나? 가장 고민하는 이슈는?

일단 가장 필요한 것은 P2P 랜더로서의 역할이다. 더불어 P2P 펀드를 조성해서 리테일 부분에 Sell Down 을 해주는 것 역시 매력적. 기존 P2P 대출 업체가 가지지 못하는 금융 비클 역할을 해주기를 기대하고 있다. 우리의 고민은 결국 기관 투자자의 유치이다. 기관투자자가 사업에 진입하면 자금뿐만 아니라 신뢰도가 더 높아지는 계기가 될 것이다. 개인 / 중소기업 신용 시장과 담보대출 모두 확대될 것으로 기대된다. 법률의 태두리 내에서 P2P 대출의 성장이 나타났으면 하는 바람이다.

미팅 후기

우리가 주장하는 가계부채 해결을 위한 대안이 꼭 P2P 대출일 이유는 없다. 시장의 절대 규모 성장 및 향후 규제 흐름, 성장 과정에서의 동향 등 지켜봐야 할 사항이 분명히 많다. 다만, People Fund와의 미팅을 통해서 느낀 점은 이미 일부 스타트업을 중심으로 기존 금융이 커버하지 못했던 부분을 채워주는 신 비즈니스가 등장하고 있다는 점이었다. 변화의 방향성을 정확히 각도까지 예측하기는 물론 어렵다. 다만, 투자자 입장에서 바람의 방향이 바뀐다는 흐름만은 놓쳐서는 안된다는 생각이다.