

May.2016



채권시장 영향 양적완화 보다는 구조조정

SK Fixed Income
김동원 | 3773-8898



양적완화 보다는 구조조정

한국형 양적완화에 대한 논란이 계속되고 있습니다. 논란과 별개로 투자자의 입장에서 관심은 한국형 양적완화의 본질과 시장에 미칠 수 있는 영향일 것입니다.

잘 알려진 것처럼 한국형 양적완화는 우리가 보고 들었던 양적완화가 아닙니다. 발권력을 동원한 자본 확충 / 국책은행의 코코본드 발행 등 대안으로 언급되는 방안은 구조조정 과정에서 예상되는 국책은행의 손실을 보전하기 위한 재원 마련의 형태로 보는 것이 옳습니다.

당연하게도 한국형 양적완화의 시행이 시장에 미칠 수 있는 영향 역시 기존의 양적완화와 다릅니다. 한국형 양적완화가 시장 유동성에 미칠 수 있는 영향은 제한적입니다.

기존의 양적완화와 다르게 한국형 양적완화는 본원통화의 구성 요소인 은행의 지준에 미치는 영향이 없습니다. 지급준비금은 기본적으로 고객의 예금에 대한 준비금입니다. 은행의 자본이 늘거나, 줄어든다는 것이 지준에 미치는 영향은 없으며, 이는 본원통화에도 변화가 없다는 것을 의미합니다. 자본확충의 형태로 한국형 양적완화가 진행이 되어도 통화량에 영향이 없는 이유입니다. 한 발 양보해 자본확충에 따른 대출 여력 확대를 생각할 수 있지만, 지금의 자본확충 금액은 향후 구조조정 진행 이후 나타날 손실을 흡수하기 위한 충당금의 형태로 국책은행의 금고에 쌓이게 됩니다. 한국형 양적완화로 시장에 추가적인 유동성 공급은 어렵습니다.

우리가 주목해야 할 사항은 무엇일까요? 한국형 양적완화의 내용보다는 국책은행의 준비가 완료된 이후 진행 될 구조조정이 경기와 정책에 미칠 영향일 것입니다. 더불어, 말은 많았지만 제대로 진행되지 않았던 구조조정이 정말 잘 진행될 수 있을지도 지켜봐야 합니다.

일단, 단기적인 시계에서 구조조정은 고용과 생산의 하방압력을 높입니다. 과거의 사례들과 선행 연구를 참고해 본다면 그 기간은 1년 6개월에서 2년 정도의 시간이 필요할 것으로 보입니다. 더불어, 가계 부채의 단계적 디레버리징에 돌입한 지금 구조조정까지 본격적으로 진행 된다는 점은 올해 2.8%의 성장 목표 달성이 쉽지 않음을 시사합니다. 추경과 정책금리 인하라는 정책 조합이 필요한 이유입니다.

구조조정 과정은 모두에게 괴로운 일입니다. 그렇지만, 지금 우리는 피할 수도 없습니다. 미국 GM의 사례처럼 구조조정의 아픔은 최소화되고, 효과는 극대화 될 수 있는 지혜로운 해결 방법을 찾을 수 있기를 희망합니다.

1) 한국판 양적완화의 내용과 의미

A. 한국판 양적완화의 배경

한국형 양적완화 논의는 지난 3월 29일 여당이 내놓은 경제 활성화 정책에서 시작되었다. 내용은 크게 2가지이다. 1) 산업은행의 기업구조조정 선도를 지원하기 위한 산은채 매입 2) 가계의 주택담보대출 상환을 20년 장기 분할상환구조로 전환시키기 위한 한은의 MBS 매입으로 정리 가능하다.

두 정책은 1) 향후 구조조정 과정에서 자금이 부족할 것으로 예상되는 국책 은행에 발권력을 통해 직접 자금을 지원하는 것 2) 한국은행의 MBS 매입을 통해서 가계 대출 상환기간을 늘려 가계 부채의 부담을 줄여 주는 방안이다. 결론적으로 1) 한국 은행의 발권력을 통해서 2) 국책은행의 자금 여력을 확보해 3) 산업 구조 조정을 지원하고 4) 가계부채 문제 해결을 도모한다는 것이 요점이다.

특히 최근 논의의 초점은 구조조정 과정에서 예상되는 국책은행의 손실을 매울 수 있는 재원을 마련하는 것에 모아지고 있다. 국책은행 이슈는 2 가지 단계로 나누어 생각할 수 있다.

먼저, 국책은행의 여신의 부실화 문제이다. 국책은행들은 구조조정 대상 업체들의 여신을 약 23조 가량 보유한 것으로 알려지고 있다. 문제는 이러한 대출의 대부분이 정상 여신으로 분류되어 있다는 것이다. 구조조정이 진행된다면 국책은행의 여신은 고정이하 혹은 회수 의문으로 재분류 되어야 한다. 그리고 여신이 불건전해 지면 여신 회수 불능의 가능성에 대비해 국책은행은 충당금을 쌓아야 한다. 이 같은 비용이 최소 2.5조원, 최대 6.5조원 가량으로 추산된다.

<표 1> 구조조정 업종 대상 신용공여액 및 필요 충당금 규모 단위 = 조원

	대조양	한진중공업	현대상선	한진해운	창명해운	계	
신용공여액	전체 은행	229	1.19	0.68	1.06	0.51	264
	특수 은행	206	0.73	0.46	0.84	0.41	230
특수은행	고정재분류	2.1	0.08	0.01	0.16	0.08	2.5
총당금규모	회수의문	5.5	0.26	0.15	0.40	0.20	6.5

출처. 한국기업평가

두 번째로는 국책은행 여신 재분류로 인해 은행 건전성이 악화되는 가운데, 바젤 3 도입의 영향으로 은행에 대한 건전성 기준은 더욱 높아진다는 것이다. 국내은행들은 최소준수자본 비율을 2019년까지 10.5%로 높여야 한다. 수출입은행의 경우 구조조정대상 기업 부채의 재분류하게 되면 2017년 1월 1일 이후 최소 준수 자본비율인 9.25%에 미달하는 것으로 추정되고 있다.

본격적인 구조조정 진입이 되지 않은 현재 상황만으로도 총당금 확충과 BIS 비율 충족을 위해서 산과 수 은이 마련해야 할 자원은 최대 6.3조원 내외 정도로 추정된다.

<표 2> 국내은행 최소준수자본비율 단계적 강화일정

단위 = %

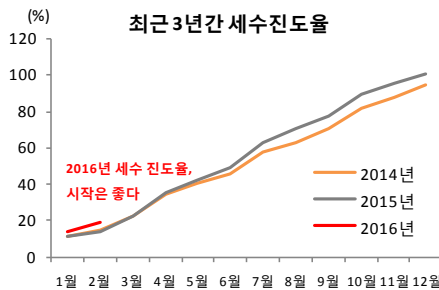
	2015	2016	2017	2018	2019
필요총자본비율	8	8.625	9.25	9.875	10.5

출처. 한국기업평가

물론, 원칙은 정부의 재정이다. 특수은행은 정책 금융을 지원하기 위해 정부의 출자로 설립되었고, 이에 최대 주주는 정부이다. 최대주주 정부는 이들 기관의 원활한 자금 지원을 위해서 재정을 활용하거나, 보유 공기업 지분의 현물 출자를 통해서 해당 은행들의 자본 확충을 단행하면 된다.

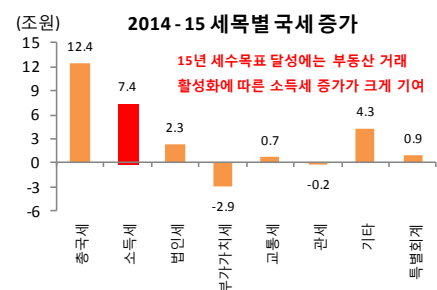
문제는 현재 재정 상황이다. 정부는 재정 조기 집행을 통해서 올해 예산의 59.5%를 상반기에 활용한다. 그런데, 올해 세수가 작년과 같이 목표를 100% 달성할 수 있을지는 불투명하다. 작년 세수 증분은 소득세, 그 중에서도 부동산 거래 활성화에 따른 양도세 부분의 기여도가 높았다. 문제는, 여신 선진화 정책으로 대표되는 타이트한 대출 환경 속에서 부동산 거래가 줄어들고 있다는 점이다. 올해 세수가 작년만큼 걷히기 힘들 것으로 예상되는 이유다.

<그림 1> 세수진도율, 시작은 좋지만 이후는 불투명



자료: SK 증권 기획재정부

<그림 2> 15년 세수 증가는 소득세 증가 덕분



자료: SK 증권 기획재정부

국책은행의 지원에 필요한 예산을 마련해 놓지 않은 상황에서 정부는 조기 재정 집행까지 진행 중이다. 하반기 필요한 자원은 늘어났는데, 쓸 수 있는 돈은 더 줄어든 것이다. 정부가 자금 마련을 위해 거론할 수 방법은 추경이다. 다만, 지난해 발표된 2015 - 2019년 국가재정운용계획을 통해 확인한 것처럼 정부의 장기 재정에 대한 고민은 크다. GDP 대비 국가채무 비율이 40%대에 진입했지만, 향후 세수 환경은 녹록치 않기 때문이다. 정부의 인식은 지금의 우리 매크로 환경이 20년 전 일본과 매우 유사하다는 것이다. 그리고 1990

년 이후 일본의 세수부진과 재정건전성 악화의 경험에 비추어보면 재정건전성에 대한 걱정은 타당하다. 정부가 재정을 활용한 자금지원에 대해서 난색을 표하는 속내이다.

이에, 정부는 한국은행이 발권력을 통해 구조조정 과정에서 예상되는 특수은행의 자원 확충에 동참해주기를 바라는 중이다.

B. 한국판 양적완화의 주요 내용

한편 최근 들어 한국형 양적완화 논의는 초기와 다소 다르게 진행되고 있다. 당초에는 산금채 직접 매입을 통해 유동성을 지원 하자는 아이디어였으나, 지금은 발권력을 동원한 특수은행 직접 출자, 보완적 자본 형태인 코코본드 발행과 매입 등이 추가적으로 언급된다

논의는 크게 3가지로 나뉘볼 수 있다.

1) 산금채 등 특수채 직접 매입

당초 제시되었던 안이다. 그러나 이 방법은 법적인 제약이 많다. 한국은행은 한은법 76 조에 따라서 원리금 상환에 대하여 정부가 보증한 채권만 직접 인수 가능하다. 산금채 및 MBS는 '정부가 보증한 채권'이 아니라, '국회의 동의를 받아, 정부가 보증할 수 있는 채권'의 성격을 가지고 있다. 법 개정없이 한은이 산은채를 인수할 수 없는 이유다. 이러한 방법은 유동성 공급의 효과가 있겠으나, 문제의 핵심이 금융시장 불안에 있지 않다는 점과 특수 은행들의 부채 비율을 높일 수 있다는 점, 법안 개정이 필요하나 합의에 어려움이 많을 것으로 예상되는 점을 감안해 보면 가능성이 그리 높지는 않다.

2) 한국은행의 산은 / 수출입은행에 대한 자본 확충

가능성이 클 것으로 예상되는 방법이다. 일단, 수출입은행에 대한 한은의 출자는 문제가 없다. 수은법에 따르면, 한국은행은 수은에 출자가 가능하고, 한국은행은 현재 수은 2대 주주이다. 실제로 2000년 한은은 수은에 2,000억원을 출자한 바 있다. 수은에 대한 출자는 금통위 의결 사항이다.

그러나 현재 산업은행 증자 참여는 관련법이 부재하다. 산은법 5 조는 정부가 51% 출자한다고 되어 있으나, 나머지 부분에 대해서 누가 출자하는지에 대한 규정이 없다. 한국은행은 산은법을 개정해 한은 출자를 받을 수 있는 법적 근거가 명확해야 한다는 입장이다.

국책은행의 입장에서는 자본 확충이 가장 바람직하다. 산금채 등을 발행하면 근본적으로 장부상 부채가 늘어나고, 이자비용 역시 추가적으로 지급돼야 하기 때문이다. 한은 출자를 통해 자본을 확충하면 바젤 3 규정도 맞추고, 추가 조달을 통한 수익성을 해치지 않으며 구조조정 진행으로 예상되는 손실을 흡수할 수 있다

3) 산업은행의 코코본드 발행

특수은행의 조건부 자본증권인 코코본드의 발행 역시 유력한 대안으로 거론되고 있다. 코코본드는 유사시 투자 원금이 주식으로 강제 전환되는 성격이 있기 때문에 바젤 3 하에서 회계상 자본으로 인정을 받는다. 또한 코코본드가 발행되고 여기에 정부 보증이 붙게 된다면 한국은행은 코코본드를 인수할 수 있게 된다. 법안 개정 없이도 실질적 자본 확충이 가능해 지는 것이다. 해당 논의가 진전되고 있는 이유다.

한국은행이 대안으로 제안한 은행자본확충펀드 역시 특수은행의 코코본드 발행과 맞물려 있다. 은행자본확충펀드는 2008년 당시 활용된 바 있는 방안으로, 한국은행 특별 용자의 한 형태이다. 한국은행은 은행자본확충펀드에 '대출'의 형태로 자금을 지원했고, 은행자본확충펀드는 부실기업들의 채권을 들고 있었던 시중 은행들의 후순위채와 신종자본증권을 매입하는 형태로 간접적으로 지원했다. 그리고 자본확충펀드를 통해서 총당된 자금은 시중 은행의 상환으로 다시 한국은행의 곳간에 돌아왔다.

이 같은 아이디어는 한국은행의 발권력을 활용하지만 이후, 투자자금을 회수할 수 있다는 점에서 장점이 많다. 펀드의 자금 지원은 결국 산은 / 수은이 발행하는 코코본드를 매입해주는 형태로 진행되게 된다. 다만, 한계점도 많다. 코코본드는 보통주가 아닌 보완적 성격의 자본이다. 반면 바젤 3 기준에 따르면 은행들은 2019년까지 매년 0.625%씩 총 2.5%의 보통주 형태의 완충자본을 쌓아야 한다. 코코본드 매입이 일시적인 해결책은 될 수 있으나, 근본적 해결책이 될 수 없는 이유이다.

4) RP 대상 증권에 산금채 등 특수채 포함

앞서 언급한 대안과 유사하다. 한은법 68조 3항에 따르면 공개시장 조작 대상 채권으로 1. 국채 2. 원리금 상환을 정부가 보증한 유가증권 3. 기타 금통위가 정한 유가증권 3가지를 매매할 수 있다고 규정되어 있다. 이 중 근거 3항이 유통시장을 통한 산금채 매입의 근거이다

공개조작대상 가능 증권 중 통안채와 MBS가 포함된 것도 3번 조항에 근거한 것이다. 당장 매입 하지는 않아도 산금채를 매입 대상으로 편입해 놓으면 가능하다. 향후 산금채 발행 증가에도 크레딧 스프레드 확대를 제한할 수 있는 수단이다.

과거 한은은 2차례에 걸쳐 MBS를 매입대상증권으로 포함했다. 2008년 10월에는 1년간 한시적이라는 조건 하에서 MBS 및 여타 크레딧 물물 매입대상 증권에 포함했고, 2014년 3월에는 가계부채 구조 개선을 위한 정부 정책수단이 제한된 상황에서 MBS를 공개시장조작 대상 증권에 편입한 바 있다.

다만 이 같은 방법은 금융시장 안정에는 기여하지만, 특수은행의 자본구조 개선에는 기여할 수 없다는 한계가 있다. 실질적 효과는 떨어지는 것이다.

정책을 예측하기는 어려우나, 결국 국책은행의 건전성 관리 등 국책은행의 실익 측면에서 채권 매입을 통한 단순 유동성 공급 보다는 자본 확충이 보다 유력한 대안으로 판단된다. 다만, 절차적인 문제에 있어서 법안 개정에 논의가 길어진다면 코코본드 발행 및 정부보증, 은행자본확충펀드를 활용한 조합이 현실적일 것으로 판단된다.

C. 한국판 양적완화는 양적완화가 아니다

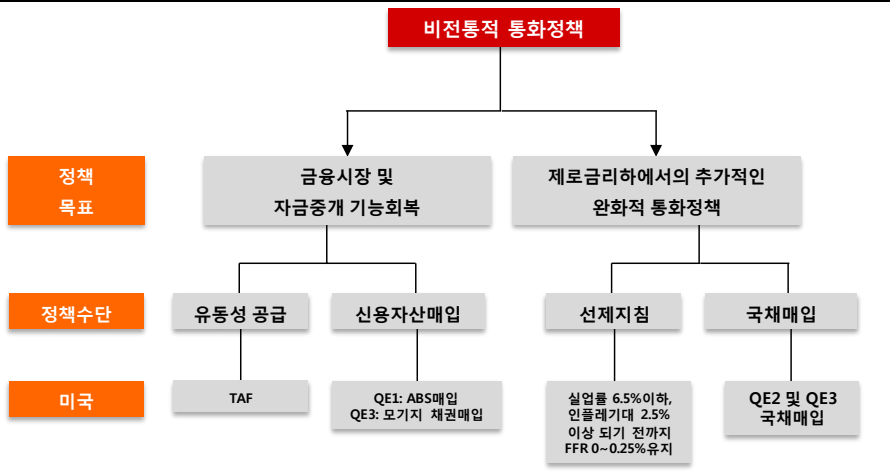
양적완화의 정의로 돌아가보자. 일반적 정의에 따르면 양적완화는 "정책 금리가 0에 가까운 초저금리 상태에서 경기 부양을 위해 중앙은행이 시중에 돈을 푸는 정책으로 정부의 국채나 여타 다양한 금융자산의 매입을 통해 시장에 유동성을 공급하는 것"이다. 중앙은행이 기준금리를 조절하여 간접적으로 유동성을 조절하는 전통적 방식과 달리, 국채나 다른 자산을 사들이는 직접적인 방법으로 시장에 통화량을 늘리는 정책이다.

한국은행은 비전통적 통화정책에 대해서 "정책금리가 제로 또는 실효하한에 도달하였거나 파급 경로가 현저히 훼손된 상황에서 금융안정 회복과 경기침체 방지를 위해 중앙은행이 단기시장금리를 실효하한 수준으로 유지하는데 필요한 규모 이상으로 통화량을 공급하거나 위험도가 평상시보다 크게 높아진 자산을 매입하는 조치"로 정의하고 있다.

정리해 본다면 우리가 알고 있는 양적완화는 1) 정책금리의 하한이 제약되고 / 파급 경로가 현저히 훼손된 상황에서 2) 중앙은행이 단기시장금리를 실효하한 수준으로 유지하는데 필요한 통화량을 공급하거나 3) 위험도가 평상시보다 크게 높아진 자산을 매입하는 조치이다.

이렇게 보면 소위 한국형 양적완화는 양적완화가 아니다. 1) 일단 우리의 정책 금리는 아직 1.5%로 하향 여지가 충분하다. 2) 시장 전반에 유동성을 공급하지도 않는다. 한국형 양적완화는 지금 논의로 진행될 경우 국책은행의 손실을 보전하는 역할에 집중하게 된다.

<그림 3> 양적완화의 개념



자료 : IMF, SK 증권

한국형 양적완화는 명칭에서 비롯된 오해이다. 핵심은 지금의 논의들이 모두 “한계기업 구조조정”의 본격화를 위한 사전 포석이라는 것이다. 앞뒤 그림을 그려보면 1) 조선 / 해운을 중심으로 구조조정이 본격적으로 들어가는데 2) 구조조정의 중심 역할을 해야 할 특수은행들의 재무 구조가 악화되었고 3) 구조조정 과정에서 예상되는 손실에 대한 대비를 하고 있는 상황인 것이다. 한국형 양적완화는 일반적 의미의 완화적 통화정책이 아니다.

D. 한국형 양적 완화를 둘러싼 논란

한국형 양적 완화에 대한 논란은 왜 확대되고 있는 것일까

찬성 측은 먼저, 재정만을 통해서 자본확충을 하기에 시점이나, 금액 측면에서 모두 부담스럽다는 것이다. 일단 재정을 통해 자본 확충을 하기 위해서는 1) 작년 재정의 잉여금을 활용하거나 2) 하반기 추경을 사용하거나 3) 내년 예산에 국책은행 자본 확충을 통해 이뤄져야 한다. 두 번째로는 한국은행의 설립 목적 중 하나가 금융 안정인데, 향후 구조조정이 본격화 되는 과정에서 금융 불안정성이 높아진다면 한은이 외면하는 것이 옳은 것인가에 대해서도 의문이 있는 상황이다.

반대 입장에서는 1) 자금 지원의 형평성 2) 중앙은행의 독립성 문제를 근거로 제시하고 있다. 일단, 특정 산업에 대한 지원을 넘어 일부 대기업 부실에 따른 손실을 보전하기 위해 발권력을 동원해서는 안된다는 것이다. 즉 지금의 한국형 양적 완화는 통화정책의 연장선에 있다가 보다는 과거 특별용자의 형태와 같다.

한국은행 특별용자, 혹은 특별 대출은 금통위의 별도 의결을 거쳐 지원하는 대출이다. 지불능력부족이나 도산위기에 처한 개별 금융기관의 심각한 경영위기가 금융시장 위기로 확산될 가능성이 있을 때 활용되는 방법이다. 흔히 한은특용이라고 불리는데, 이 같은 방법은 1985년 해외 건설사 및 해운사 지원, 1992년 투신사 경영정상화조치, 1997년 IMF 외환위기 당시 금융사 지원, 최근 언급되고 있는 2008년 은행자본확충펀드 출연에 활용되었다.

더불어, 특정 산업 지원의 부실과 관련해 발권력이 동원되기 시작해 선례가 남는다면, 이 같은 사례가 다른 섹터에도 무차별적으로 활용될 리스크가 있다는 우려도 동반된다. 결과적으로 누군가의 부채를 중앙은행의 발권력으로 커버하는 부채의 화폐화 (Debt Monetization) 에 대한 우려도 높아지게 된다

2) 한국판 양적완화의 영향

A. 한국형 양적 완화 시행이 시장에 갖는 의미. 손실 대응을 위한 자본 확충은 디레버리징 방어일 뿐

정리해 본다면, 양적완화 논의는 1) 발권력을 통한 자본확충 2) 특수은행 발행 코코본드 매입 3) 특수은행 채권 직접매입 및 RP 대상 증권 지정 등으로 정리할 수 있다. 실제 진행에 있어서는 다양한 조합이 예상되나, 앞서 설명한 것처럼 한국형 양적완화는 우리가 아는 양적완화가 아니기 때문에 경기 및 시장에 미치는 영향도 상이하다. 영향에 대해서 점검해 보자.

먼저, 손실 보전을 위한 출자가 통화량에 미치는 영향을 생각해보자. 본원통화는 (민간보유현금 + 금융기관 총 지급준비금)의 형태로 구성되어 있다. 지급준비금은 은행이 보유한 채무에 대해서 일정한 비율의 준비금을 한국은행에 예치해 놓는 것이다. 대상은 예금 / CD / 금융채무다. 즉, 특수 은행의 자본금이 늘어나도, 본원통화는 늘어나지 않는다.

물론 은행 자본이 확대되면 규정된 레버리지 비율에 따라서 은행 자산의 한도는 늘어나게 된다. 그러나 국책은행의 자본 확충 금액은 실제 시중에 풀리지는 않는다. 늘어난 자본은 구조조정 대상 지정 기업들의 대출에 대한 충당금이므로 자본확충없이 충당금 증대시 나타날 수 있는 디레버리징을 방어할 뿐이다. 이는 한국은행의 자본 확충 / 코코본드 매입 등의 경우가 모두 마찬가지이다.

가능성은 낮지만, 산금채 직접 매입의 가능성을 살펴보자. 채권 시장의 입장에서 산금채 매입은 유동성의 공급인 동시에 공급물량 급증에 대비한 금융시장 안정방안이다. 다만, 최근 공사채 공급이 줄어들며 특수 은행 채에 대한 수요는 계속되고 있고 이에, 산금채의 크레딧 스프레드는 10bp 내외로 이미 안정적이다. 금융시장 불안이 크지 않은 상황에서 얻을 수 있는 실익은 크지 않다.

B. 손실보전이라는 대응책 보다는 구조조정이 핵심

한국형 양적 완화에 대한 여러 가지 방법을 살펴보면서도, 우리가 잊지 말아야 할 것은 구조조정이라는 대명제는 훼손되지 않는다는 점이다. 그리고 당장 한국형 양적완화 논의가 조금 지연되더라도, 방향성은 바뀌지 않는다. 지금 논의는 향후 진행과정에 대한 준비 과정이기 때문이다. 오히려 이러한 준비는 앞으로 구조조정이 강하고 꾸준하게 진행될 것임을 암시하는 각론에 불과하다.

모두가 공감하는 것처럼 구조조정은 불가피하다. 그러나 제대로된 구조조정이 이뤄지지 못한다면 향후 한국 경제에 미치는 부담은 더욱 커질 수 밖에 없다. 구조조정의 사전적 의미를 찾아보자. 구조조정은 기업의 기존 사업구조나 조직구조를 보다 효과적으로 만드는 것을 의미한다. 정부와 한국은행이 제시하고 있는 자본확충 등의 문제는 결국 구조조정의 본질이 아니라, 구조조정 과정에서 나오는 부실처리의 방법론일 뿐이다. 단 이러한 토대가 마련되어야 구조조정과 금융시장 안정이 동시에 이뤄질 수 있다.

우리가 참고해야 할 사례는 2008년 미국 리먼 사태 이후 나타났던 TARP(부실자산구제프로그램) + TALF(통화정책)의 조합이다. 기억을 되짚어 보자. 2008년 이후 급격한 경기 둔화 상황에서 미 정부는 천문학적인 재정 지출 계획을 세웠다. 이에, 미 정부는 의회의 동의 속에서 2008년 10월 경제촉진구제법 (Economic Stimulus Relief Bill)을 제정하고, 동 법에 의거 7,000억 달러의 부실자산구제프로그램 (Troubled Assets Relief Program, 이하 TARP)를 마련한다. TARP 자금은 자본확충, 손실보증 및 부실자산 매입등과 같은 금융기관 구제에 절반 이상 사용하고 가계 및 중소기업 대출, 주택소유자, 자동차 산업 등 특정 산업에도 지원이 가는 구조로 설계되었고 미국의 급격한 침체를 완화시키는 정책이었다는 평가를 받는다. 다만, 유의할 사항은 이 중 자금이 유입된 원천은 '재정'이었다는 점이다.

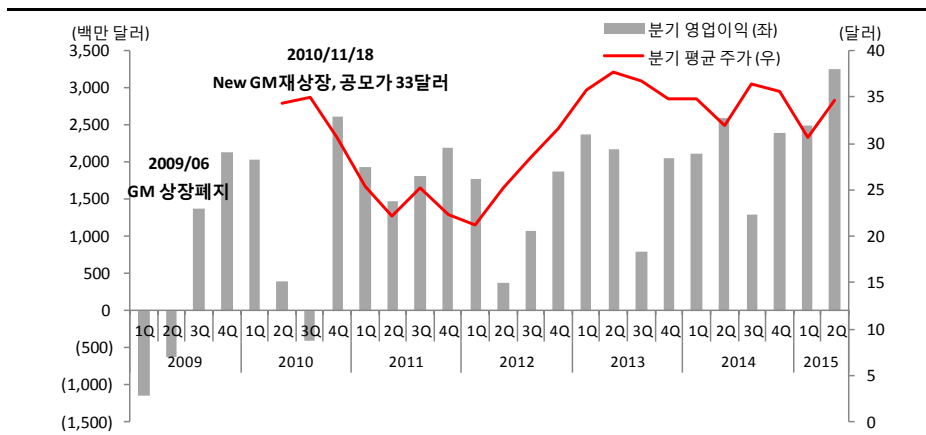
그런데 이 같은 대규모 완화 프로그램과 더불어 미 연준은 TALF(Term Asset Backed Securities Loan Facility)를 시행했다. 이는 리먼 사태 이후 나타났던 대 침체를 막기 위한 신용경색 완화 방안의 하나이다. 구체적인 내용은 2009년 3월부터 ABS 및 CMBS 투자자들에게 동 증권을 담보로 대출을 해주는 형태로 담보 자산의 범위를 확대했다는 점이다. 다만, 이 경우에도 200억 달러까지는 재무부가 제공하고, 초과분에 대해서는 연준 대출로 조달하는 형태였다. 결국 이 같은 정책들은 양적완화라기보다 금융시장 안정기조하에서 '구조조정'이라는 본질을 달성하기 위한 대응책이었던 것이다.

정부의 대규모 자금은 어떻게 됐을까? 파산 신청 이후 GM은 두 개 회사로 분리되었다. 'New GM'은 'Old GM'의 우량 자산만 골라서 인수했다. 그리고 미 정부는 495억 달러의 공적자금을 New GM에 투입했다. 부실자산 처분과 채권/채무 정리는 Old GM이 떠맡게 되었다. 2009년 상장 폐지되었던 GM은 1년 6개월 간의 구조조정을 마치고 2010년 11월 이름은 같지만, 새로운 GM으로 다시 상장하게 되었다.

미국 정부는 구조조정 과정에서 495억 달러의 공적자금 투입을 통해 New GM의 60.8%를 소유한 최대 주주가 되었다. 그러나 GM의 경영에는 일체 관여하지 않았고, 보유지분 역시 당초 예정보다 빠른 2013년에 전량 매각했다. 물론 정상화 과정에서 일부 손실은 있었으나, 청산에 따른 사회 경제적 손실을 생각해 본다면 그 비용이 크다고 언급하기는 어렵다.

미국의 사례를 살펴보면 특정 산업 / 경제 주체를 지원할 때 여러가지 논란에도 불구하고 정부의 재정이 먼저 투입되었고, 연준은 부족한 점에 대해 '금융시장'을 통해서 시장의 안정성을 제고하는 형태로 지원했다. 이는, 우리의 향후 구조조정 과정에서도 한국판 양적완화가 의도하는 것처럼 발권력을 동원한 지원 방법이 투입되기 이전에 재정 부분의 기여가 필요하다는 점을 시사한다.

<그림 4> GM 재상장 이후 주가 및 실적추이



자료 : Bloomberg, SK 증권

따라서 향후 전망도 이러한 대응책의 효과보다 구조조정이라는 핵심에 근거해야 한다. 구조조정이 경제에 도움이 될 수 있는 방향으로 진행되는지의 여부에 관심을 가져야 하는 것이다.

C. 구조조정의 본격화는 정책금리 인하를 부른다

구조조정이라는 대 수술 과정이 가야할 길은 멀다. 소위 구조조정 대상 산업 / 기업의 범위가 어디까지일지도 모르고, 본질적으로 구조조정 자체가 잘 진행될 수 있을지도 미지수이다. 그러나 한 가지 확실한 사실은 지금까지 언급된 범위와 방법만으로도 경기의 하방 압력은 커진다는 것이다.

직관적으로 와닿는 부분은 고용 부분이다. 경기민감업종으로 지정된 조선 분야는 대표적인 노동집약적 산업이다. 2013년 산업연관표에 따르면 선박 제조업에 근무하는 인원은 대략 16만 명이다. 이들은 대규모 구조

조정의 직접 영향권에 포함된다. 더불어 이들 섹터와 연관이 높은 일반목적용 기계 / 철강 1차제품 / 금속 제품 등의 섹터에 근무하는 인원은 대략 49만 명 정도로 추산된다. 해운업의 경우 고용 인원은 상대적으로 작은 3.3만명 내외이나, 이 산업과 연관이 높은 창고 및 운송보조서비스업의 고용은 대략 22.7만 명에 달한다. 이번 구조조정 과정에서 간접적인 영향을 받을 수 있는 대상 지역 서비스업 종사자는 제외하고도 큰 규모의 고용조정이 불가피한 상황이다.

<표 3> 조선업 및 연관 섹터 고용 현황

단위 = 명, %

섹 터	고 용 인 원	단위 생산 내 비중	
해당섹터	선박제조업	163,553	
연관 섹터 Top 3	일반목적용 기계	181,376	12.9
	철강1차제품	69,253	12.0
	금속제품	241,354	11.2

출처. 한국은행 SK 증권 2013 년 산업연관표 기준

<표 4> 해운업 및 연관 섹터 고용 현황

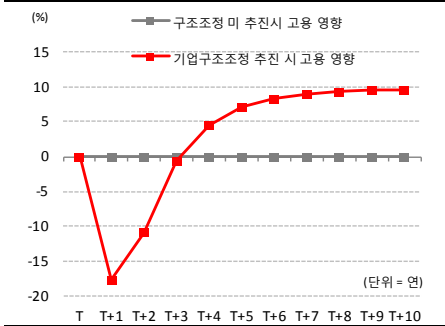
단위 = 명, %

섹 터	고 용 인 원	단위 생산 내 비중	
해당섹터	수상운송업	33,598	-
연관 섹터 Top 3	석탄 및 석유제품	12,175	29.5
	창고 및 운송보조서비스	227,796	9.6
	선박 제조업	163,553	2.0

출처. 한국은행 SK 증권 2013 년 산업연관표 기준

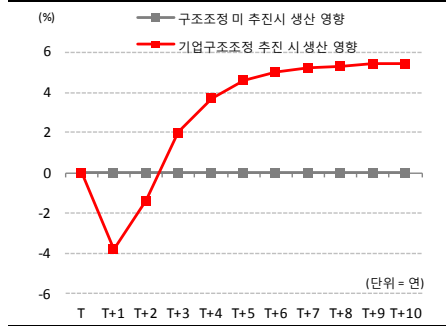
좀 더 범위를 넓혀보자. 한국은행은 2011년 '기업구조조정의 거시경제적 효과'라는 보고서를 통해서 기업구조조정이 거시경제에 미치는 영향을 시산한 바 있다. 다양한 연구에서 언급된 것처럼 중장기적으로 산업구조조정은 생산 및 고용 측면의 개선을 가져온다는 점에서 긍정적이다. 그러나 단기측면의 충격은 피할 수 없다. 보고서에 따르면 한계기업 (전체 기업의 19.3%)의 일시 구조조정을 통해 생산성이 높은 기업들에게 자원을 재분배할 경우 전체 생산은 구조조정 첫째 3.8% 감소하고, 영향은 2년간 지속된다. 고용 부문도 유사하다. 기업구조조정 이후 첫 해에는 고용이 17.8% 줄어들고 그 충격은 3년간 지속된다. 일시에 한계기업을 구조조정한다는 극단적인 가정이지만, 전체 경기에 미치는 충격 및 방향성을 확인하는 데는 부족함이 없다.

<그림 5> 구조조정과 산업 전체 생산 영향



자료: SK 증권, 한국은행

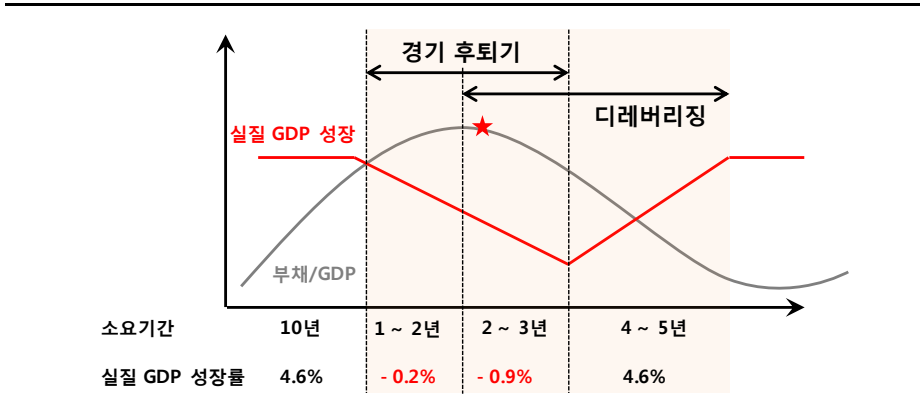
<그림 6> 구조조정과 고용 시장 영향



자료: SK 증권, 한국은행

정리해 보자. 한국형 양적완화는 완화적 통화 정책이 아니다. 구조조정에서 예상되는 손실을 보전하기 위한 수단으로서 언급되는 방안 중 하나일 뿐이다. 게다가 구조조정 뿐 아니라 가계부채 디레버리징이라는 과제 도 남아있다.

<그림 7> 2016년 한국은 경기 후퇴와 디레버리징이 동시에 진행되는 국면에 진입



자료: SK 증권, MGI

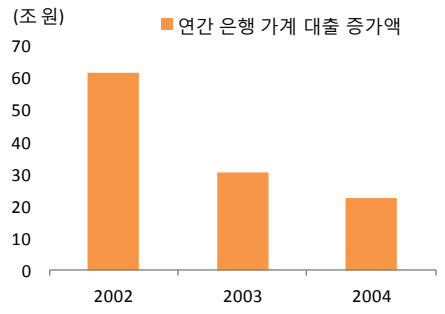
결국 가계 디레버리징과 구조조정의 과정 속에서 경기 하방 압력은 높아질 수 밖에 없다. 지금 우리의 경기 상황도 견실하지 않다. 1Q GDP 속보치와 3월 산업활동동향 결과를 되돌아 보면, 민간소비 / 투자 부문의 부진을 확인할 수 있다. 다행히도 3월 이후 민간 소비의 빠른 개선세가 나타나고 있으나, 이 역시 세제 혜택 과 신차 효과 등에 힘입은 일부 내구재 부문의 개선에 기인한다.

구조조정과 관련된 과거의 사례를 되돌아봐도 마찬가지다. 경제 전반의 체력 / 사태 추이 등 구체적인 부분에서 차이는 있지만, 1998 년의 구조조정, 2003 년 카드채 사태 이후의 내수 부진은 산업구조조정 과정이 경기에 높은 하방 압력으로 작용한다는 교훈을 남겼다.

채권 공급과 밀접한 연관을 가지고 있는 재정 부분은 어떨까? 앞서 언급한 것처럼 부동산 경기 둔화와 함께 취약해질 세입 환경, 상반기 조기재정집행에 따른 부담과 더불어 특수은행에 대한 추가 지원 등의 연유로 정부의 재정 환경은 더욱 뻑뻑해질 것이다. 그리고 추경에 대한 논의는 확대될 수 밖에 없다

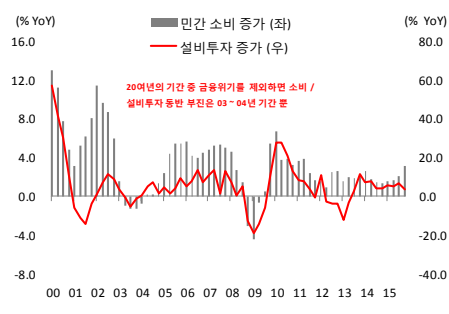
2003 년 3 월 이후 진행된 카드채 사태와 함께 이어진 민간 소비의 부진이 좋은 예이다. 민간소비는 2002 년 4Q 부터 2003 년 2Q 까지 3 분기 연속 역성장을 보였고 설비 투자 역시 부진한 모습을 보이며 경제 성장률을 끌어 내렸다. 이에 정부는 경기회복지원 및 태풍피해 복구를 명분으로 2 차례 추경을 단행했다. 마지막 허들이라고 할 수 있는 야당 역시 다양한 조건을 달고 있지만 추경에 대해서 부정적이지는 않다.

<그림 8> 03 년 대출 억제 정책 속 가계부채 둔화



자료: 한국은행 SK 증권

<그림 9> '03 - 04 년은 내수 경기 극심한 부진 기간



자료: 한국은행 SK 증권

다만, 규모는 GDP 대비 1% 안쪽일 가능성이 높다. 우리 정부는 중장기적인 시계에서 국가채무 증가를 경계하고 있다. 과거의 경우를 살펴봐도 글로벌 금융 위기를 겪었던 2009 년과 2013 년을 제외하고 추경이 GDP 대비 1%를 넘은 적은 없다. 향후 정책 흐름의 변화를 살펴봐야 하나, 추경이 진행된다고 하더라도 수급상 채권 시장에 미치는 영향은 제한적으로 판단한다. 그렇기 때문에 재정정책 뿐 아니라 통화정책의 필요성이 대두될 수 밖에 없다

<표 5> 과거 추경 사례

단위 = 억원 %

시기	규모 (억원)	배경	GDP 대비 (%)	재원	국채증가
2003년	44,775	경기회복지원	0.62	세계잉여금	
	30,000	태풍피해복구	0.42	국채발행	30,000
2004년	18,283	서민안정 및 중기지원	0.24	세계잉여금	
2005년	49,000	세수부족 및 기초생계급여부족	0.59	국채발행	35,000
2006년	21,549	재해복구 및 지방교부금 청산	0.25	세계잉여금	
2008년	45,685	고유가 민생안정	0.47	세계잉여금	
2009년	284,000	경제위기, 민생안정, 일자리	2.77	세계 잉여금, 한은 잉여금, 기금활용	88,000
2013년	173,000	세수부족, 복지재원	1.36	국채발행, 세계 잉여금, 한은 잉여금, 세출감액	158,000
2015년	120,000	메르스 사태 대응 등	0.77	세계 잉여금, 한은 잉여금, 기금활용, 국채	96,000

자료: SK 증권 기획재정부

구조조정 = 확장적 재정 정책 + 완화적 통화정책

이 같은 점을 인식하고 있기 때문에, 한국은행은 4 월 금통위를 통해 추가 정책금리 변화의 조건으로 정부 정책과의 공조를 언급한 바 있다. 더불어, 한국은행은 5 월 금통위에서 은행자본확충과 정책금리 인하는 별개의 이슈라고 선을 그었다. 정부정책은 다양한 형태로 나타날 수 있으나, 가장 가까운 대안은 추경이라고 생각한다. 작년 같이 세수 증대가 원활할 수 있을지 의문이고, 구조조정 진행 이후에 나타날 경기 하방 압력을 제어하기 위해서 재정 투입은 불가피할 것으로 보이기 때문이다.

채권 시장 입장에서 추경 물량에 대한 부담이 불가피하나, 시장에 미칠 충격은 제한적으로 예상된다. 지금 경기가 2009 년과 같이 극단적인 위기 상황이 아니고, 정부 역시 국가 부채에 대한 부담을 기지고 있는 상황에서, 추경 규모는 GDP 1% 안쪽이 될 가능성이 높기 때문이다. 작년 재정 흑자에 따른 세계 잉여금과 한은 잉여금 역시 국채 발행물량 급증을 제어하는 요인이다.

특히 한국은행이 국책은행의 손실 보전 지원과 함께 정책금리 인하를 포함한 추가적 완화 정책을 통해 화답할 것이다. 한국은행은 4 월과 5 월 금통위를 통해 추가 정책금리 변화의 조건으로 정부 정책과의 공조를 언급한 바 있다. 정부의 스탠스에 따른 정책 변화의 여지는 열어놓은 것이다.

구조조정 에 따른 손실에 대비한 재원 마련에 대한 노이즈는 계속될 수 있으나, 정부와 야당 모두 구조조정 의 필요성에 대해 공감하는 가운데 절충안을 마련할 것으로 보이며, 그 지점은 한국형 양적완화 + 추경 편성, 그리고 금리인하로 모아질 가능성이 높다고 판단한다.

구체적인 정책 인하 시기는 7월 가능성이 높다고 본다. 이유는 두 가지이다. 먼저, 완화적인 4월 FOMC 결과 발표 이후 6월 미국 기준금리 인상에 대한 우려는 줄어들었다. 한국과 미국의 엇갈리는 정책에 대한 부담이 한결 완화된 상황이다. 두 번째 이유는 20대 국회가 5월 말 개원한다는 것이다. 개원 전까지 구조조정 및 경기에 대한 다양한 논의들이 오갈 것으로 보이나, 결국 한은법 개정을 비롯한 쟁점 이슈가 해결되고 정책 공조 움직임이 탄력을 받을 수 있는 시기는 새로운 국회 개원 이후가 될 것으로 보인다. 기획재정부에서 자본확충방안 Time Line 을 6월 말로 언급하고 있고, 5월 만장일치 동결이라는 결과를 생각해 보면 정책 금리는 7월 인하의 가능성이 높다.

MEMO