

금융독서포럼 창립모임

일 시: 2013. 7. 15 (월) 19:30

장 소: 한국거래소 KRX 아트리움

주제도서: 신용천국의 몰락

발표자: 김석중 (현대인베스트먼트자산운용 대표)

만나서 반갑습니다. 김석중입니다. 오늘 이 뜻 깊은 자리에 초대해 주셔서 정말 고맙습니다. 아무쪼록 이 시간이 여러분들에게 조금이라도, 국제금융시장을 둘러싼 환경을 이해하는데 도움이 되는 그런 시간이 됐으면 좋겠습니다.

책 제목은 「신용천국의 몰락」인데, 제가 어떤 식으로 진행해야 할 지 몰라서 간단히 요약했습니다. 그래서 배포된 자료를 보면 원래 책 제목이 「The new depression, 새로운 불안, 또는 공황」 이런 식으로 되어있는데, 저자가 주장하는 것은 1968년, 그리고 1971년 달러 금본위제도가 철폐된 이후 계속 신용이 팽창되면서 2007년 글로벌금융 위기 때까지 성장을 하다가 2008년을 계기로 새로운 불황에 이미 진입을 했다는 뜻에서, 그런 주장에서 책 제목을 “The new depression” 이라고 달았습니다.

저자는 리처드 던컨이라고 하는 사람인데, 저는 개인적으로 굿모닝신한증권에 부사장으로 근무하고 있던 2004년에 이 사람이 쓴 책 「The dollar crisis: The collapse of the world」 즉 ‘달러의 위기, 부제가 세계경제의 몰락’ 이었는데, 제가 2004년 11월에 번역을 하였는데, 이 책이 상당히 반응이 좋았습니다. 금융·경제부문에서 번역서치고는 그래도 상당히 반응이 좋았습니다. 저는 인세를 받은 것은 하나도 없는데 1쇄를 6판까지 찍었습니다. 나중에 보니까 매일경제 세계지식포럼에서 매년 계속 이 사람을 초청한 것으로 알고 있습니다. 그래서 이 사람 책을 관심 있게 보다가 출판사에서 이 사람이 재작년에 작업을 한다는 얘기를 듣고 동시에 파일을 받아서 번역을 하려다가 늦어서 금년 2월에 책을 내게 되었습니다.

이 책은 제가 키워드를 제시했지만 그 핵심은 앞에서 손복조 사장님께서 핵심을 말

씀해 주셨습니다. 레버리지, 신용창출입니다. 68년, 쉽게 말하면 70년대 초반부터 2007년까지 미국경제는 신용에 의해, 여기서 신용이라는 것은 차입, 또는 부채 그런 의미로 사용되는데 그러다가 레버리지에 의해서 경제성장이 이루어지고 소위 말하는 성장이 신용의 팽창으로 이루어진 것이 아니고, 신용이 경제였던 그런 상황에서 아시다시피 2007년~2008년, 글로벌 금융위기를 겪고 나서 또 겪었지요. 그래서 현재는 레버리지에서 디레버지리로 가고 있습니다. 뒤에 보면 263~264쪽에서 역자에 달았습니다. 저는 현재의 상황을 3D 시대라고 주장하고 있는데, 3D는 3 Dimensional 이 아니고, Debt(부채), Deleverage(디레버리지), Deflation(디플레이션), 이미 그 앞에 레버리지 시대에서 3D 시대로 진입을 했다고 생각을 하고 있고, 그러한 대표적인 것이 지난 91년부터 현재까지 20년 동안 일본이 그런 걸 겪었고 그리고 미국이 그런 상황에서 굉장히 빨리 탈피하고 있고, 우리나라는 부분적으로 그 상황에 가계부채를 중심으로 이미 진입한 것이 아닌가 생각이 듭니다.

최근의 통계를 보면 가계소득은 증가하는데 가계소비지출이 감소하고 있습니다. 이것은 부분적으로 나타나고 있는 디플레이션이 아닌가 뭐 주장하기 나름이겠지만 그렇습니다. 그래서 제가 이 책의 책명을 어떤 식으로 할지 고민을 하다가 마침 이 책이 금년 2월에 발간이 되었는데, 여러분께 배포해 드린 『월스트리트 저널』의 기사에서 이 책이 주장한 대로 그대로 이야기하고 있습니다.

책의 주제를 설명하기 전에 먼저 여러분께 배포해 드린 차트를 가지고 설명하면 굉장히 이해가 빠를 것 같습니다. 2주전에 대우증권에서 똑같은 것을 다루었더라고요. 이야기의 핵심은 레버리지가 끝나고 디레버리지가 어떻게 진행되는가 하는 내용입니다. 이런 내용이 있고, 그리고 펀커라고 세계 최대 채권을 운용하고 있는 미국 펀커의 CIO인 윌리엄 그로스가 금년 2월에 리포트를 썼습니다. 초신성의 폭발처럼 결국은 신용이 폭발한다고 썼습니다. 이 내용하고 주제가 아주 똑같습니다. 이 차트가 잘 되어 있기 때문에 이것을 설명한 다음에 책 내용을 설명하면 여러분들의 이해가 빠르지 않을까 생각해서 먼저 이 그림을 설명하겠습니다. 제가 복사를 해서 나눠드린 자료를 보시면 빠를 것 같습니다. 결국 이 책의 주제는, 리처드 던컨 이 사람의 특징은 대개 하나의 토픽을 정해서 거기에 관련된 차트를 많이 이용합니다. 그래서 앞에 달러의 위기 같은 경우도 글로벌 언밸런스, 미국의 경상수지적자 그리고 세계적인 글로벌 언밸런스가 달러에 미치는 영향, 그리고 경상수지 흑자 국가에서 나타나고 있는 신용버블, 그리고 신용버블이 터진 다음에 경제충격을 다루었는데 이것도 마찬가지입니다. 여기서의 핵심은 우리가 한국은행에서 발표하는 FLOW FUND 자금순환표를 가지고, 자금순환은 국가경제에서 봤을 때 가계, 기업, 정부 그리고 금융부분, 역외국가 이 다섯 개 부분의 자금의 조달과 운용을 갖고 설명을 했는데, 통계로 보여주는 것인데, 그 부분을 기본 지식으로 한다면 여기서 보시다시피 지난 70년대 초반에서 현재까지 금융부분, 비금융부분 제조업, 정부, 가계부분의 GDP 대

비 부채를 보여주고 있습니다. 그래서 이 책에도 주장하고 있지만 기본적으로 90년대 중반까지는, 예를 들어 금융부분은 부채가 크게 늘지 않는 안정된 상황을 보다가 90년대 초반 이후, 소위 말하는 금융자유화 이후 가계부채가 빨리 늘고 있죠. 여기의 핵심은 가계부분입니다. 가계부분도 2000년 이후에 저금리 체제와 동시에 미국의 주택경기가 굉장히 좋아졌던 시기거든요. 결국은 차입을 통해서 소비지출이 이루어졌던 그런 시기입니다.

여기 보시면 2007년~2008년을 정점으로 가계부채가 굉장히 줄어들었지요. 그래서 이 책의 제목이 「신용천국의 몰락」이라고 하는 것도 저자가 신용천국인 크레토피아, 크레디트와 유토피아의 합성어로 해서 만들었는데, 결국은 각 가계, 금융부분, 제조업, 정부, 가계 각 부분이 계속 신용팽창을 통해서 소비지출, 투자를 통해서 경제가 이루어지지만 어느 한순간 이것이 정점에 도달하여 더 이상 차입을 못하면 경제는 무너질 수밖에 없습니다. 역설적으로 신용이 성장하고 부채가 늘어났을 때 부채차입을 이루는 경제성장이 이루어졌는데, 어떤 특정 상황에서 신용버블이 발생을 해서 대표적으로 가계, 기업, 금융부분이 동시에 신용팽창이 이루어지지 않을 때에는 과연 누가 신용을 공급해서, 즉, 계속 신용을 차입해서 최소한의 유효 수요를 뒷받침할 것인가가 지금 대두되고 있는데, 그 역할을 정부가 했다는 것입니다. 그래서 보시다시피 정부의 GDP 대비 부채비율이 굉장히 빨리 증가했지요. 이것은 논란의 여지가 많습니다. 우리도 지금 마찬가지입니다. 예를 들어서 오늘 신문에 보면 상반기 세수가 10조가 펑크 날 정도인데 계속 지출을 해야 되거든요. 그런데 최근 한국은행의 통계를 보면 우리가 가계소득은 느는데, 소비는 줄어들고 있습니다. 그러니까 결국은 정부지출과 민간부분의 지출은 그대로인 상태, 투자는 많이 늘지 않고, 이런 것을 보충하고 보완하여야 할 부분이 결국은 정부라는 것을 주장하고 있습니다. 그래서 책 내용에 보시면 일부 경제학들은 소비자가 다시 차입을 할 거라고 주장하고 있고, 반대로 일부에서는 지난 몇 년 동안 가계부분에서 하도 데었기 때문에, 소위 말하는 모기지론 때문에 데었기 때문에 더 이상 추가로 신용을 늘리지 않을 것이다. 이런 상황에서 만약에 가계도 이렇게 계속 디레버리지를 하고 금융부분도 디레버리지를 한다고 하면 경제성장은 이루어지기 어렵고, 지금 현재 미국의 재정절벽, 재정수지적자가 이 책에서 주장하는 것보다 빠르게 개선되고 있습니다. 그리고 국가 전체적으로 보면 재정건전성이 좋아지지만 이러한 굉장히 위급한 상황에서 정부지출까지 줄어든다고 하면 경제는 의도하지 않은 뉴 디프레션으로 갈 수 밖에 없다는 것이 이 저자의 주장입니다.

이런 배경으로 이해하시고, 이 부분은 70년대 초반부터 설명이 되어 있고, 대우증권 자료는 2000년대부터 아주 설명이 분명하게 잘 돼있습니다. 핵심을 정확하게 잘 짚었습니다. 똑같은 내용인데 이것을 보시면 2000년을 정점으로 해서 이 기업부채가 급속하게 디레버리지에 들어가 있죠. 그리고 여기 보시면 가계부분도 마찬가지입니다.

다. 이 붉은 선으로 되어 있고, 가계가 계속 조 단위로 해서 전년대비 증감을 해서 2006년은 정확하게 미국의 부동산경기 KC신뢰지수로 봤을 때 정점을 찍은 해입니다. 그래서 계속 늘다가 가계부채가 감소하지요. 그래서 2007년, 2008년, 이후 2009년까지는 마이너스 상태까지 갔습니다. 앞에서 똑같은 상황이거든요. 그래서 여기서 보면 미국의 민간 신용 사이클은 이제 더디게 회복되는 그런 국면으로 들어가 있고, 앞에서 보여준 부분을 다시 확대해서 보면 2007년 이후 정부부채가 굉장히 빨리 증가했습니다. 그래서 가계부분, 기업부분, 여기서 금융부분은 설명하지는 않았지만 이 부분에서의 디레버리지를 정부지출이 증가했기 때문에 그나마 미국 경제가 마이너스 성장까지, 한 분기만 마이너스 성장에 들어갔지만, 일부에서 우려했던 디프레션까지 안가고 현재 플러스 성장을 유지하고 있다는 것입니다. 그래서 최근의 관계를 보시면 주식시장에서도 나타나고 오늘도 계속 우리 시장을 괴롭히는 것이 지금 중국의 디레버리지잖아요. 셰도우뱅크하고. 결국 이 신용 사이클 측면에서 본다고 하면 정답은 뻔합니다. 왜냐하면, 전 세계 돈이, 이 책의 주장은 아니지만, 지금 미국으로 가고 있습니다. 달러 강세로. 이 디레버리지 사이클에서 놓고 보면 현재 디레버리지가 빨리 끝나고 다시 레버리지 사이클로 진입하려고 하는 단계에 있는 것이 미국 경제이고, 나머지 아시다시피 우리나라, 그 다음에 중국은 이 디레버리지를 아직 시작도 안 했습니다. 그리고 유럽은 이제 시작을 했지요. 이런 측면에서 이해를 하시면 됩니다. 그래서 대우증권 자료는 민간부채와 정부부채가 역전되는 시기를 금년 4분기로 보았습니다. 이것은 굉장히 중요한 예측입니다. 만약에 이 사이클이 맞는다고 하면 미국 경제는 지금보다 빨리 픽업하는 그러한 국면이 되겠습니다. 이것은 동시에 지난 5월 23일 버냉키 연준의장이 코멘트해서 전 세계가 한 차례 충격을 겪었는데 양적 완화의 출구를 어느 시점에서 시행하느냐가 바로 이것과 맞물려 있습니다. 이것은 굉장히 중요한 예측이고, 우리 시장참여자들이 고민해야 할 그런 이슈가 되겠지요. 그래서 결국 앞의 차트와 동시에 주장하는 것은 레버리지, 디레버리지 국면에서 연방정부의 재정지출이 굉장히 중요한 역할을 했고, 이 책의 결론도 마찬가지입니다.

이 책도 결국은 정부가 지금처럼 금리가 낮은 상황에서, 예를 들면 10년 국채수익률이 2% 밑에까지 떨어진 상황입니다. 이런 상황에서 과감하게 정부가 차입을 하여서 그러한 30년대 대공황에서 탈피한 것처럼 새로운 프로젝트, 투자성 프로젝트에 투자하자는 것이 이 책의 주장입니다. 그 대신 현재와 같은 소비성 위주의 재정지출을 줄이자고 하는 것이거든요. 그래서 앞의 그림하고 똑같은 맥락이고, 여기서 주장하는, 가장 중요한 것은 민간부채와 정부부채가 다시 정상적으로 되서 가계신용이 정상화되는 타이밍을 언제로 볼 것인가. 이것은 미국의 주택경기와 맞물려있고, 이것이 정상화된다고 하면 바로 그 때는 연준이, 우리가 한 달에 850억 달러씩 매입하는 채권규모를 빨리 줄일 수 있는 그런 타이밍이라고 이해하시면 될 것 같습니다. 또 하나 재미있는 보고서가 있습니다. 이것은 아시다시피 세계 최대의 채권펀드

를 운용하는 핀커의 윌리엄 그로스가 금년 2월에 발간한 보고서인데, 이 차트는 이 책에도 나와 있습니다. 금액은 약간 차이가 있지만, 미국의 총부채 Total US Credit Market Debt 라고해서 이 책에서 표현한 것과 똑같은 맥락으로 표현했습니다. 여기서 신용이라고 하는 것은 가계, 기업, 정부 모든 부분의 부채, 총부채를 나타낸 것인데, 결국 중간에 일시적인 변동이 있겠지만 계속 신용이, 실질경제가 성장한 것 보다 증가한 것 보다는, 신용이 과도하게 팽창했다는 의미를 보여주는 것이고요. 이 내용은, 나눠드린 자료에 보시면, 굉장히 중요한 의미가 있습니다. 이 사람이 보고서를 금년 2월에 내면서 이 보고서의 제목이 Explosion of Supernova, 초신성의 폭발, 별이 계속 어느 정도 진화하다가 어느 단계에 가면 대폭발을 일으키는데, 그 때의 별의 밝기는 태양의 밝기보다 더 크다고 합니다. 이 사람이 주장하는 것은 지금처럼 계속 신용이 팽창하다가 어느 순간에는 폭발할 수밖에 없다. 빌 그로스는 굉장히 비관적으로 봤습니다.

그래서 현재 이 신용에 의해서 지탱되는 미국 경제는, 여기 보시면 폰지 게임이나 다름없다 이런 식으로 얘기했거든요. 생각하기 나름이지만, 이 사람이 구체적으로 제시한 것은, 나눠드린 자료에 보시면, 우리가 한 단위의 실질 GDP를 생산하기 위해서 60년대에는 4달러의 공급이 있다고 하면 1달러의 실질 GDP를 만들어 냈는데, 이것이 지금 2006년 이후에 80년대에는 10달러, 그리고 2006년 이후에는 한 단위의 1달러 실질 GDP를 만들어내기 위해서는 무려 20달러의 신용이 필요하다고 합니다. 그래서 계속 주장하는 것은 신용이 늘어나는 것에 비해서, 한 단위의 경제성장을 이끌어내기 위해서는 더 많은 신용팽창이 이루어 질 수밖에 없다. 그래서 결과적으로 신용버블이 폭발할 수밖에 없다는 아주 비관적인 내용을 담고 있는데, 전체적인 내용은 이 책에서 주장하는 것과 똑같습니다.

그리고 또한 재미있는 것은 대우증권 뉴스센터에서 오늘 나오는 데일리 자료가 있습니다. 오늘 자료를 준비하면서 부랴부랴 참고하였습니다. 오늘 데일리에서 다른 주장이 디레버리지입니다. 오늘 저자가 여러분들한테 하고 있는 주장과 똑같은 맥락입니다. 이 설명을 보시면, 현재 미국이, 결론은 그렇습니다. 앞에서 말씀드린 바와 같이 미국 경제는 굉장히 빨리 지금 디레버리지가 되고 있다는 것입니다. 생각보가 가처분 소득대비 가계부채, 이런 비율이 떨어지고 있어서, 미국경제는 부동산 경제가 회복되고 고용창출이 이루어지면서 경제가 정상적이 궤도로 가고 있다는 것인데, 이것을 보시면 첫 번째는 가계자산입니다. 가계자산, 주식으로 봤을 때, 가계자산은 이미 전 고점을 돌파했습니다. 완전히 회복되었지요. 다만 부동산 같은 경우는 2006년도 고점에 비해서 아직도 17% 정도 부족한 부분입니다. 그러나 저점에 비해서는 굉장히 회복이 되었습니다. 이런 것을 배경으로 하여 앞에 부분과 똑같은 내용이지요. 이 가계부채를 보시면 빨리 줄어들면서 디레버리지가 되어 있습니다. 그래서 여기서 디레버지가 끝나고 다시 레버리지의 시대로 간다고 하면, 미국 경제

는 생각보다 빨리 회복되고, 이런 타이밍은 정확하게 버냉키 연준의장이 결정할 그런 타이밍과 맞물려 있다고 주장하고 있습니다.

앞에서 차트 4장을, 이 책을 설명 드리기 위해서 제시를 했습니다. 지금 4가지 차트가 사실 이 책의 모든 것을 설명 드린 것이나 다름이 없습니다. 왜냐하면 이 책이 주장하는 것은 신용팽창이 왜 이루어졌나 하는 구조적인 문제와 신용팽창의 결과, 우리가 아시다시피, 264쪽 역사 후기에서 말했지만, 30년대 대공황, 그리고 91년 이후의 일본의 대침체, 2008년의 글로벌 금융위기, 2011년의 유로존의 재정위기 같은 이런 모든 경제위기의 배경에는 공통적으로 한 가지 사실이 있습니다. 그 이전에 몇 년 동안 신용팽창이 굉장히 크게 이루어졌었고, 그에 따른 자산가격 버블이 있었다는 것입니다. 자산가격의 버블이 일어난 시기는 앞에서 말씀드린 대로 모든 경제주체가 레버리지를 일으키는 시기이죠. 그래서 앞에 손복조 사장님께서 미국의 IB가 레버리지 비율의 50배 정도 된다고 하셨는데, 여기 통계를 보시면 28배~32배, 그 당시 가장 높았던 때가 리먼 브라더스가 한 35배 정도 되었습니다. 그래서 평균 28배~30배 정도의 레버리지를 일으켰습니다. 미국의 IB들이요. 대단하지요. 지금은 그러한 디레버리지는 끝났습니다. 그런 상황을 이 사람이 주장한 것은 크레토피아, 신용과 천국으로 말을 만들어냈는데, 그 어느 상황에서 신용버블이 끝난다고 하면 다행히 경제는 위축될 수밖에 없는 그런 설명을 했습니다.

이러한 신용팽창이 이루어진 배경은 아시다시피 달러와 금태환정지가 68년에 법 개정되고 1971년 8월 15일 닉슨 대통령이 발표하면서 공식적으로 달러의 금태환정지가 되었고, 그리고 지급준비제도가 부분준비제도로 바뀌다 보니 계속 금융회사의 신용창출이 생각보다 크게 이루어지고 또한 부채증가율, 여기서 요약했지만, 과거 같은 경우는 주로 제조업 위주로, 가계 위주로 있었지만 그 후에 보면 부채구조가 변화가 있습니다. 즉 가계, 상업은행, 생계, 이런 금융부분 쪽이 계속 확대되고 있습니다. 지난 20년 동안 미국의 금융시장에서 가장 레버리지가 많이 있어났던 부분은 우리가 흔히 잘 아는 프레디맥이나 페니매 같은 소위 거버먼트 스폰서, 엔터프라이즈, 여기는 GSE라고 되어 있는데, 정부기관들입니다. 정부기관들이 저금리로 차입을 일으키고, 그것을 다시 모기지 상품을 만들어서 투자하는 선순환이 이루어졌지요. 그리고 동시에 또한 ABS 발행자들이 굉장히 자금을 조달해서 가계부분, 기업부분의 융자, 신용공여를 많이 했습니다. 이런 부분이 신용팽창이 이루어졌다는 배경을 설명하고 있고, 그래서 결국 미국 경제는 이런 제도적인 변화, 즉 달러의 금태환정지, 그리고 지급준비금제도의 변화 때문에 미국경제가 레버리지 경제로 바뀌면서 경제구조가 바뀌었다는 것을 이 사람이 주장을 하고 있고, 동시에 미국경제 뿐만 아니라 전 세계적으로도 화폐의 과잉시대에 진입했다는 것을 주장하고 있습니다. 그래서 버냉키 연준의장 같은 경우 우리가 기억을 해보면 지난 2004년 이후 미국의 금리를 보면 중앙은행이 정책금리를 계속 인상했음에도 불구하고 미국의 장기금리는

떨어졌습니다. 그래서 그 이전의 연준 의장을 했던 그리스핀의 경우는 이것이 수수께끼 같다 이런 이야기를 했지만, 그래도 결국 지내놓고 보면 정책금리의 인상에도 불구하고 장기금리가 빠질 수 있었던 것은 전 세계적으로 미국의 달러가 유입이 된 것이죠. 그리고 유입된 배경에는, 버냉키 같은 경우 저축의 과잉이라고 했는데, 여기서 주장하는 것은 저축과잉이 아니고 각국 중앙은행들이 의도적으로 통화를 찍어, 과거에는 금본위제도라든지 그러한 사회에서는 있을 수 없는 일이 발생을 했는데, 오히려 각 나라가 통화를 발행하고 그 통화를 갖고 무역업자들이 수출을 해서 벌어들이는 외화를 자기통화로 환전해 주므로 인해서 이렇게 과잉유동성이 발생하고, 그 유동성이 미국이나 다른 나라로 흘러 들어가면서 이렇게 전 세계적으로 언밸런스, 즉 불균형을 만들었다 이것을 주장하고 있습니다.

저자가 주장하는 것 중에서 2004년에 발간했던 「달러와 위기」라든지, 이 책에서 주장하는 것은 과거와 달리 중앙은행이 의도적으로 새로운 화폐를 찍어내므로 그 화폐를 갖고 자본에 유입되는 외화를 매입해서, 어떻게 보면 환율을 머니플레이션하고 동시에 수출업자들을 가격을 보조해 주는 그런 역할을 했기 때문에, 미국이 계속 경상수지 부분, 무역수지가 당연히 흑자지만, 경상수지가 악화되고 또한 제3세계, 특히 중국이라든지, 우리나라 같은 경우 외환보유고가 확대되고, 전 세계적인 화폐공급을 방해시키는 그러한 메커니즘이 되고 있다는 것을 주장하고 있습니다.

세 번째 부분에서는 결국 미국에서 신용팽창, 전 세계적으로 신용, 화폐공급이 과잉되었기 때문에 결국은 이러한 신용천국은 어느 순간에 재앙이 될 수밖에 없다는 주장을 하고 있는데, 그것은 여기서 보여준 대로 계속 어느 시점에 가서는 차입에 의존한 소비지출, 투자지출은 계속 유지될 수 없다는 것입니다. 앞에서 동시에 보여줬지만 이 가계가 현실 소비가 늘어나면서 이 시기는 동시에 미국의 부동산경기가 활황을 맞는 시기와 맞물려있는데, 그 당시에는 아시다시피 미국의 국내총생산을 지출형태로 보면 75% 정도가 소비가 차지하는 그런 상황이거든요. 그래서 결국 신용공급이 계속 이루어지고 저금리는 유지되는 상황에서 가계부분은 계속 소비를 일으키고 그리고 기업들도 차입을 하면서 투자지출이 이루어졌지요. 그래서 이러한 신용천국이 어느 순간에 가서는 더 이상 유지될 수 없고, 그것은 재앙으로 바뀔 수밖에 없다 그런 것을 말씀드리고 있고, 그 배경에 가장 큰 역할을 한 것은, 파이낸셜 코퍼레이션, 이 중에는 순수한 민간 금융회사들도 있지만 앞에서 말씀드린 정부투자 금융회사들도 많이 있습니다. 여기서 여러 가지 우리가 잘 아는 서브프라임 모기지를 풀링(pooling)하는 여러 가지 상품, 이런 부분을 만들어 놓은 것이 있고, 가계부분에서는 계속 차입을 하는 것이지요. 소비를 일으켜서. 그래서 어느 순간 폭발하기 때문에 이러한 상황에서 더 이상 지속될 수 없다는 것을 설명하고 있습니다.

갖고 계신 책의 도표 3-4를 한번 보시면, 64쪽에 있습니다, 소비자신용과 주택모기

지입니다. 2007년, 2008년 미국의 서브프라임 모기지 때에는 굉장히 전 세계적으로 금융에 충격을 겪었는데, 소비자금융에 비해서 주택모기지가 굉장히 증가하는 것을 볼 수 있고, 그 아래 부분에서도 가계부분과 금융부분의 GDP 대비 부채비율을 보면 금융부분, 가계부분 굉장히 2000년도 들어와서 팽창하는 부분이 있습니다. 이러한 것이 어느 순간에 가서는 더 이상 확대될 수 없기 때문에 경제에 충격을 주고 있다는 것을 이 책의 저자는 주장을 하고 있고, 이러한 신용팽창을 이 사람이 주장하는 것은, 원래 미국 경제는 아시다시피 제조업기반으로 성장을 해서, 물론 경제가 선진화되고 소위 말해서 어드밴스트 시스템으로 가면 서비스화 되고 하니까 경제구조가 바뀐다고 하지만 이 사람이 주장하는 것은 이 신용팽창에 의해서 너무 경제구조가 금융, 보험, 부동산 이런 비중이 과도하게 팽창했기 때문에 이것 자체가 미국 경제를 취약하게 하였다는 것을 설명하고 있고, 결국 이런 상황에서 계속 성장이, 앞에서 보여드린 것과 빌 그로스가 주장하는 것과 비슷한 것인데요, 3-18의 차트에서 보시면, 3-16, 76쪽에도 있습니다. GDP 대비 총부채가 과도하게 증가했다는 것을 보여주고 있고, 그리고 79쪽의 3-18을 보시면 총부채 대비 GDP 비율인데, 이것은 정확하게 빌 그로스가 주장하는 보고서 그대로입니다. 즉 한 단위의 실질 GDP를 만들어 내기 위해서 과거에는 4달러가 필요했지만 이제는 최근의 2006년에는 20달러가 필요하고 앞으로도 계속 한 단위의 경제성장을 이끌어가기 위해서는 더 많은 신용이 이루어질 수밖에 없다는 것이죠. 결국 어떻게 보면 경제학원론에서 말하는 신용의 한계, 수확체감의 법칙이 적용된다고 볼 수 있겠지요. 즉 한계효율성이 떨어지다 보니 이러한 사회에서 계속 신용증가에 의한 경제성장에는 한계에 도달할 수밖에 없다는 설명하고 있고, 이론적으로 봤을 때 이 사람이 주장하는 것은 기존의 경제학이론이, 경제학이나 거시경제학을 하시는 분들은 아시다시피, 지난 몇 십년 동안 전 세계 특히 미국 경제정책 입안자들의 두뇌를 지배했던 것은 월튼 프리드만을 중심으로 하는 통화주의자, 머니트러스트들이고, 그들이 가장 핵심적으로 삼는 방정식은, 소위 말하는 화폐수량설, 그런데 이 저자는 $NV=PT$ 라고 하는, 92쪽 자료를 보시면, 과거에 경제학원론, 거시경제학을 하셨던 분들은 많이 기억을 하시겠지만, 이제는 그러한 이론을 가지고, 통화주의의 설명을 갖고는 안 되기 때문에, 그래서 92쪽에 보시면 실질경제, 실질적으로 경제생산, 여기서 말하는 GDP가 되겠지요, 유통속도가 일정하다고 하면 총부채의 증가에 따라서 한 나라의 경제는 성장에 영향을 받을 수밖에 없다 이러한 이야기를 하고 있고, 2008년도가 정확하게, 여기서 보면, 신용증가가 일시적으로 수축국면에 들어갔기 때문에 새로운 불안, 이 사람의 책제목이지만 New Depression이 시작이 됐다는 것을 주장하고 있습니다.

그런데 여기서 하나 재미있는 사실은, 그러면은 많은 사람들이 그런 얘기를 하거든요. 우리가 얼마 전까지도 그런 얘기를 많이 했지요. 전 세계가 돈을 찍어대는데 이러면 인플레이션이 도래되는 것 아니냐, 사실 그런 주장이 많이 있었습니다. 물론 그 당시에 지난 몇 년 동안, 이 사람이 주장하는 것 중에 하나 잘못된 부분이 있는

데, 우리가 2차 양적완화를 발표했을 때 그런 얘기를 많이 걱정했습니다. 이렇게 돈을 찍어내면 분명히 전 세계의 유동성이 팽창되면서 원자재 가격이나 인플레이션을 유발할 가능성이 있지 않나 많이 주장을 했는데, 사실 이 사람도 중간에 그런 주장을 했습니다. 그럼에도 불구하고 그것이 나타나지 않았습니다. 왜냐하면 첫 번째는, 여기서는 설명을 하지 않고 각주를 달았지만, 유럽에 재정위기가 터졌습니다. 그러다보니 원유라든지 원자재 가격의 소비가 일시적으로 짧은 기간에, 농산물, 이런 것도 있었지만, 생각지도 않게 인플레이션, 유럽경제 재정위기 때문에 전 세계적으로 총수요가 줄어들다 보니 인플레이션을 억압하는 원인이 발생을 했고, 또 하나 가장 중요한 것은, 96쪽에도 설명이 되어 있습니다. 신용팽창이 이루어졌음에도 불구하고 소위 말하는 globalization, 세계화 현상으로 인해서, 중국이라든지 전 세계의 저임금 국가, 최근에는 더 이상 중국이 저임금 국가가 아니라는 주장이 있지만, 그래도 전 세계의 글로벌화, 세계화 때문에 물가안정에 상당히 기여를 했고, 이것이 지난 수십 년 동안 통화주의자들이 간과한 사실이다. 이러한 것을 주장하고 있습니다. 그러면 이 사람이 앞부분에서 미국의 경제에서 신용팽창이 이루어질 수밖에 없었던 제도적 배경, 혹은 부작용, 여러 가지 설명을 했는데, 그러면 앞으로 어떻게 될 것인가 얘기를 했습니다. 그래서 계속 여기서 주장하는 것은 미국이 102쪽 자료에 보시면, 나뉘드린 자료 3페이지에도 있습니다. 이 사람이 주장하는 것은 이미 2008년부터 새로운 불황이 시작되었다는 것을 주장하고 있거든요. 그러면서 그 이후에 이러한 불황이 정부가 잘못하면 새로운 대불황, 그래서 중간에 보면 The Great New Depression, 30년대의 Great Depression에 빗대어 새로운 대불황으로 접어들 가능성이 있는데, 여기서 정부가 주의하여야 할 것은 이러한 신용팽창이 중단되고 각 부분이 앞에서 보여드린 대로 디레버리지에 들어갈 때, 정부의 재정정책이 굉장히 중요하다는 것을 강조하고 있습니다. 그래서 102쪽부터 5장에는 계속 주장을 하고 있습니다. 그래서 2008년부터 시작된 경기침체, 불황이 새로운 불황으로 빠지지 않기 위해서는 연방준비은행이 양적 완화뿐만 아니고 연방정부의 재정지출을 통한 차입을 통해서 재정지출을 할 수 밖에 없고, 그리고 여기서 또 하나 나타나는 것은, 연방정부가 이미 지금 하고 있습니다만 돈을 찍어내고 정부채권을 발행하고 있지요, 소위 말하는 부채의 화폐화 현상이 이루어지고 있습니다. 이것은 미국뿐만이 아니고 전 세계적으로 동시에 나타나고 있습니다. 이런 부분이 그나마 경제와 실물경제가 지금보다 더 악화될 가능성을 상당히 막고 있다 이것을 주장하고 있습니다.

그럼 현재 미국경제는 어떤 상황인가, 미국 경제는 여기서 보여드린 그런 상황입니다. 이 사람이 작년 말부터 책을 써서 작년 말에 책이 발간되었지만 그 이후로 진행되었던 것은 상당히 보수적으로 했지만, 그래도 현재까지 진행되는 것으로 보면 상당히 미국경제는 순조롭게 잘 진행되고 있습니다. 우리가 처음에 예측하였던 것보다. 그래서 글로벌 2007~8년 금융위기가 발생하고 2010년, 11년 유럽의 재정위기가 터졌을 때에는 일부 금융당국자들 특히 지금은 공직을 떠났지만 그 당시의 금융

위원회의 김석동 위원장 같은 경우에는 30년대 대공황 이후에 최고의 공황 운운할 정도로 했지만, 이렇게 디레버리지 시대에 정부차입이 성공적으로 이루어졌기 때문에 일부에서 우려하는 새로운 불황까지는 가지 않았다는 것을 이 사람은, 결론적으로 이렇게 나타나고 있습니다.

그러면 앞으로 6장, 7장에서 미국경제의 현 위치와 2013년과 2014년의 경제전망을 하고 있는데, 예를 들면, 나뉘드린 3페이지 자료에, 본문은 168쪽이 되는데, 결국 지난 2008년 4분기부터 2011년 까지 보면, 민간부채에서 3조 4천억 달러가 감소했습니다. 정부가 민간부분에서 이렇게 디레버리지의 부채를 줄인 것이지요. 반면에 같은 기간에 정부부분에서는 약 4조 달러가 증가를 했습니다. 이러한 정부의 역할 때문에 전체적으로 미국 경제는 그나마 플러스성장을 하고 있다는 것이 이 책의 주장이고요. 마지막으로 그러면 이러한 미국 경제뿐만 아니고 만약에 세계 경제가 30년대 같은 대공황으로 갈 가능성을 일부에서 주장하고 있는데, 이사람 얘기는 4페이지 있습니다. 현재 우리가 얘기하는 화폐수량설이 아니고 신용수량설 $CV=PT$ 라고 4페이지에 나와 있는데, 이 신용공급이 이러한 가계부분, 금융, 기업부분에서 디레버리지가 진행되고 있는데, 이 정부부분도 동시에 차입이 이루어지지 않고 디레버리지가 동시에 진행된다고 하면 그 때에는 전 세계적으로 대재앙 시나리오가 발생할 수 있다는 것을 8장에서 주장하고 있습니다. 그리고 또한 그러한 상황에서는 분명히 국가별로 보호무역주의가 발생할 것이기 때문에 세계적인 교역량도 줄어들고 실물경제 침체는 더 빨리 진행될 수밖에 없다는 것을 주장하고 있습니다. 그럼 마지막으로 이런 상태에서 정부가 할 수 있는 역할, 299쪽을 보시면, 세 가지 주장을 하고 있습니다. 정부정책 시나리오가 여러 가지 제시되어 있고, 첫 번째는 현재 일부에서 주장하는 데로 과감하게 긴축을 더 해서 경제체제를 바꾸고 미국 정부의 재정수지를 개선해야 되지 않나 하는 것을 한쪽에서는 주장하고 있고, 두 번째는 현재 상태를 그대로 유지하자 하는 것입니다. 현재 상태라고 하는 것은 재정지출이, 아시다시피, 대부분의 연방정부의 재정지출이 소비성 지출로 이루어지고 있습니다. 그래서 이러한 상태를 유지하는 것이 두 번째 대안이 될 수 있고, 세 번째 대안은, 이 사람이 주장하는 것은 세 번째입니다. 정부가 현재 저금리체제에 있으니 정부가 과감하게 차입을 해서 합리적인 투자를 하자는 것을 주장하고 있습니다. 합리적 투자. 그렇다고 하면, 합리적 투자가 이루어진다고 하면 앞에서 각 부분별로 발생하는 디레버리지를 정부가 어느 정도 보충하여 실물 경제성장이 지속될 수 있다는 것을 주장하고 있고, 이 저자는 하나의 예를 드는 것이, 미국의 30년대 뉴딜정책을 빗대어 솔라 에너지 재개발안에 대해 언급하고 있습니다. 그러한 태양광 부분을 정부가 과감하게 투자해서 국가적으로 전력의 송전, 배전 이런 모든 시스템을 바꾸기 위해 투자를 한다고 하면 분명히 효과가 있기 때문에 현재와 같은 소비성 지출보다는 경제가 굉장히 생산적으로 소비지출에 투자가 이루어지기 때문에 경제를 회복시키는 데 상당히 도움을 줄 것이다 이런 주장을 하고 있습니다. 이것이 최종적인 결론입

니다.

그래서 제가 좀 두서없이 설명을 한 것 같지만 다시 처음으로 되돌아가서, 이 책의 핵심은 지난 30년, 70년부터 시작해서, 70년 동안 지속되어 왔던 레버리지에 의한 신용 사이클이 2008년을 기점으로 해서 끝났고, 지금은 이제 디레버리지 시대에 진입을 했고, 이 상황에서 가계, 민간부분 그리고 금융부분의 디레버리지 진행되는 상황에서 실물경제가 위축되고 있기 때문에 이러한 경제성장 속도를 유지하기 위해서는 정부부분의 차입과 거기에 따른 생산적인 투자성 프로젝트에 지출을 하는 것이 가장 중요하다는 것을 강조하고 있습니다. 이것이 결론이고, 이 책이 주장하는 것을 빗대서 현재 제가 모두에서 잠깐 말씀드렸습니다만 유로존이라든지 중국의 신용 사이클 그리고 우리나라의 신용 사이클을 비교해서 설명하면 유로존은 디레버리지가 상당히 진행되어 있는 과정이고, 중국과 우리나라는 아직 디레버리지가 시작하는 초기 국면에 있다. 이렇게 판단을 할 수 있을 것 같습니다. 이 정도로 설명을 마치겠습니다. 제가 표기를 잘못 했습니다. 4페이지에 299쪽이 아니고 219페이지입니다. 219, 220 여기에 보시면 미국정부가 선택할 수 있는 정부의 정책 옵션을 제시했습니다.

질문1:

신은철: 지금 미국의 부채가 실질경제에 비해서 3.4배 정도가 되는 것으로 알고 있습니다. 우리나라는 천조에 2.6배정도 되는 것으로 알고 있습니다. 그러면 저희도 신용창출을 미국의 규모, 실질경제의 규모에 비해서 우리 경제가 3.4배까지 커도 우리가 오히려 경제성장을 유인하는 쪽으로 갈 수 있는 가능성이 있다면, 한국도 적극적으로 투자를 위한 신용창출을 해 나가야 되는 것인지, 우리나라의 경우에는 어떻게 생각하시는지 궁금합니다.

김석중: 저는 당연히 해야 된다고 생각합니다. 다만, 통계는 없지만, 이 책에서는 다루지 않지만, 최근에 한국은행 통계를 보면 가계소득은 느는데 소득이 느는 것에 비해서 소비지출이 줄어들고 있습니다. 그래서 각 부분별로 소비지출을 보면, 우리나라의 소비지출 항목이 많이 바뀌었잖아요. 예를 들면, 옛날에는 없었지만 가계에 은밀히 부담을 주는 것 중에 하나가 사교육비는 당연하지만 통신비를 들 수 있습니다. 저의 경우를 보더라도 네 식구가 쓰면 40만 원 정도가 되니까요. 그런데 그 중에 최근에 눈여겨볼 것 중에 하나가 원리금상환에 대한 지출이 늘어나고 있어요. 그래서 일부에서는 지금 우리나라 소비자물가상승율이 1% 수준이잖아요. 그래서 일부에서는 일본의 90년대 초반에 대침체 초기국면에 들어간 것이 아닌가 이렇게 얘기하고 있습니다. 지금 부회장님 질문하신 것처럼 저도 역자후기에 그런 내용을 썼는데, 지금 그러면 모든 나라가 재정지출만 강조하다보면 너무 재정만능시대라는 비판의 소리가 있지만 현실적으로 유효수요를 진작을 해서 경제를 일정수준 유지하

기 위해서는 불가피하게 정부지출, 여기에서 말하는 대로 정부가 차입을 해서 지출을 할 수 밖에 없지 않나 그렇게 생각을 하고 있고, 다만 문제는 우리나라 같은 경우, 복지부분이라든지 여러 가지 소비성, 일회성 지출이 많으니 그러한 지출구조를 어떻게 합리화시키는가, 거기에 대한 국민의 공감대, 정치권의 결정, 이러한 부분이 중요하겠지요. 저는 그것이 절대적으로 중요하다고 생각합니다.

지금 부회장님께서 질문하신 내용에 대해서 답변이 완전한지 모르겠지만, 제가 2010년도에, 앞부분에 보면 노무라경제연구소의 리차드 쿠라는 사람이 「대침체의 교훈」이라는 책을 번역했습니다. 제가 번역을 했는데, 원제목은 상당히 거창합니다. 거시경제학의 선배, 일본의 대침체로부터의 교훈을 배울 필요가 있다고 최근에는 많은 사람들이 인정을 하지요. 소위 말하는 대차대조표 불황, recession, 제가 알기로는 그 용어를 리차드 쿠라는 사람이 책에 쓰면서 전 세계적으로 많이 통용된 것 같아요. 2010년인가 9년도에 그 유명한 파이낸셜 타임지에 마틴 루프가 리차드 쿠의 주장이 옳다. 지내놓고 보니까. 그 내용도 결론은 이 사람의 주장과 비슷합니다. 왜냐하면 가계가 기업이 계속 디레버리지에 들어가면 누가 소비를 할 것이냐 이거죠. 그래서 일부에서 보면 아시다시피 일본의 정부부채가 재정적자가 GDP 대비 240%, 금방 망할 것처럼 많이 비난도 하지만, 그 사람이 주장하는 것은 지내놓고 보면, 만약에 일본정부가 그렇게 과감하게 지출하지 않았으면 일본 경제는 지금보다 더 심하게 침체를 겪었을 거라고 주장하거든요. 같은 맥락인거 같습니다. 그래서 최근에 일본의 디레버리지를 얘기하면서 리차드 쿠의 인터뷰 기사도 많이 나오고, 작년에는 중앙일보 같은 데에서 여러 번 다루었습니다. 그리고 오늘 신문을 보니 9월에 이코노미스트지가 서울에서 포럼을 하는데 노무라 경제연구소의 그 사람을 초청을 했습니다. 그래서 제가 한 번 가보려고 그러니까. 그런데 재작년에 대신증권에서 그 사람을 초청을 하려고 했는데, 5천만 원을 달라고 해서 초청을 못했는데요. 답변이 길어졌는데, 지금 상황에서 정부의 재정 지출 역할이 굉장히 중요하고 다만 그 지출구조, 그 다음에 그 성격을 어떻게 하느냐가 중요한 거 같습니다.

질문2

손복조 : ~~ (녹음 사정이 좋지 않아 녹취가 불가능)

김석중: 저자가 빚나간 것은 아닌 거 같아요. 이미 이 책이 출판되고 문제점이 인식하고 본인이 쓰고 제가 이 책을 번역하는 과정에서 시차가 있어서 좀 아쉬운 부분이 있지만, 사실 2008년, 우리가 돌이켜서 생각해 보면, 글로벌 금융위기가 있었고, 그리고 2010년, 11년에 유로존에 재정위기가 있었는데 사실 그 디레버리지 상황에서 각국의 정부들이 그러한 역할을 공격적으로 하지 않았으면 이 사람이 주장하는 대로 새로운 디프레션 정도는 아니더라도 그 리세션은 시작이 된 것이죠. 그래서 리세션에서 벗어나기 위해서 지금 중국도 마찬가지입니다. 우리가 그 당시, 최근에

보면 중국도 결국은 당했다 뭐 이런 얘기를 하잖아요. 그때 2008년, 9년 글로벌 금융위기 때 중국이 막대한 재정지출을 모든 SOC 이런 부분에 투자를 했기 때문에 전 세계가 빨리 픽업하는데 기여를 했고, 중국도 성장을 했지만 지내놓고 보니 그 당시에 중국이 너무 과도하게 SOC 이런 부분에 투자를 해서 문제를 겪는 거 아니겠습니까. 물론 그림자금융 이러한 부분도 있지만 기본적으로 그 후유증으로 부동산이라든지 신용버블이 발생한 것이거든요. 그래서 이 사람이 주장하는 것은, 저는 틀렸다고 생각하지 않습니다. 진단을 정확하게 했고 다만 처방에 대해서는 논란의 여지는 있겠지만, 결국 경제를 주체하는 각 부분별로 보았을 때 모든 부분이 소비에 투자를 줄인다고 하면 결국 연방정부, 중앙정부가 그 역할을 하지 않으면 경제는 다행히 이렇게 이 사람이 주장하는 대로 새로운 불황, 침체까지 가지 않은 데에는 각 나라의 재정지출이 늘어난 것이고, 동시에 이머징 마켓이 소비여력이 있었기 때문에 생각보다 빨리 회복되지 않았나 그런 생각을 하고 있습니다. 그리고 중국은, 저는 개인적으로, 중국도 똑같다고 생각합니다. 이 디레버리지 국면에 진입했기 때문에 신용버블은, 물론 논란의 여지는 있겠지만, 신용버블이 발생한 나라가 한 번도 정상적으로 그 버블상황에서 온전하게 벗어난 사례는 한 번도 없다고 합니다. 중국도 그런 쪽으로 가고 있지 않아 그렇게 생각하고 있고, 저는 이 사람이 2003년도, 90년대 말에, 이 사람의 책 수준이 대단히 높고 그런 것은 아닌데, 방콕에서 이 사람이 90년대 후반에 있으면서, 태국의 금융위기, 태국의 바트화가 1달러당 20바트인가 그렇게 고정되었을 때, 태국의 시스템과 아시아의 금융위기도 예측을 했고, 제가 2004년도에 이 사람 책을 번역했는데, 그 때에도 이 사람이 이야기한 것이 맞았습니다. 경상수지흑자를 기록한 국가들이 들어오는 달러를 제대로 통제하기 못하고 외부에 유동성이 늘어났을 때 버블이 발생할 수밖에 없다고 생각을 했는데, 그 때에 주장한 것이 중국이었거든요. 그 이후에도 책이 나름대로 신뢰, 현상지적 뿐만 아니라 단기적으로 예측한 것이 맞았고, 이번에도 예측, 그런 것은 아니지만 이 사람이 주장하는 것이 일리가 있지 않나 그렇게 생각하고 있습니다. 중국 같은 경우 저는 개인적으로 그럴 가능성이 굉장히 높아지고 있다 이렇게 보고 있고. 그런데 차제에 저도 리서치센터 센터장으로 오래 근무하고, 운용사 입장에서 보지만 우리나라는 분석하고 신문에 기고하는 것을 보면 안타까운 생각이 듭니다. 차제에 이렇게 사장님께서 질문하셔서 하는데, 우리가 지난 몇 년 동안, 최근에 중국의 신용버블, 웨도우뱅크, 이것이 어느 날 갑자기 터진 것은 아닌데 이것이 불거지고 결국 중국의 GDP성장률이 7.5%이니 아니니 나오기 직전까지, 금년 말 새로운 정부가 들어서기 직전까지 계속 우리나라 증권업계에 일부 언론, 한국 경제를 굉장히 낙관적으로 보고, 그리고 낙관적으로 보는 배경 중에 하나가 도시화였거든요. 신도시화. 물론 말은 돼지요. 장기적으로 보면 한 나라 개도국이 선진국으로 성장하는 배경을 보면 도시화와 수출이거든요. 그런데 사실 길게 보면 맞지만 도시화 이면에 보면 신용버블이 발생하는데 우리나라 대부분 업계의 이코노미스트들, 넓게 보면 리서치센터 후배라고 볼 수 있지만 이 사람들은 너무 좋은 쪽만 중국경제를 보고 중국경

제 이면에 나타나고 있는 쉐도우 बैं킹 문제, 외국에서 예를 들면 지난 한 3주전, 한 달 전 중국경제의 부채문제를 굉장히 심각하게 다루었는데, 우리나라의 애널리스트들은 너무 좋은 쪽, 작년에 시진핑 체제 출범 이후로 계속 그 사람들의 키워드는 도시화였거든요. 이런 부분은 제가 보기에는 분석이, 금융부분에 대한 것이 근시안적, 배경이 너무 약하지 않았나 그런 생각이 듭니다. 이 책의 주제는 아니지만 업계에 종사하는 한 사람으로서 안타까운 생각이 많이 들고 있습니다. 제 주장이 틀릴지는 모르겠지만, 시간이 많이 지나서 오늘 이 정도로 마무리 하는 것이 좋을 거 같습니다. 고맙습니다.

