

“한국도 부동산거품 붕괴”는 기우

백 우 진
이코노미스트 편집장

I. 서론

일본에서 부동산 거품이 무너진 이후 국내에서는 몇 차례 ‘우리도 일본식 부동산 거품 붕괴와 장기불황이 우려된다’는 경고가 나왔다. 이 경고는 그러나 한 번도 현실이 되지 않았다. ‘거품 시나리오’는 미국 부동산 버블이 붕괴된 뒤에 다시 대두됐다. 그러나 이 또한 시나리오에 그칠 공산이 크다.

“가장 뛰어난 지성을 갖고 있는 사람이 읽거나 생각할 수 있는 것 전부보다도 훨씬 더 많은 글이 투기와 그로 인한 공포를 다뤘다. 그러나 한 가지 확실한 것은 특정한 시기에는 엄청난 수의 어리석은 사람들이 어마어마한 규모의 눈먼 돈을 갖게 된다는 점이다.”

19세기에 활동한 영국의 문예비평가이자 경제학자인 월터 배저트의 말이다. 배저트는 거품이 터지면서 파국에 이른 투기열풍이 자신의 시대 이전에도 많았고 그에 대한 방대한 분석이 이뤄졌음을 강조했다. 그는 아울러 “어마어마한 규모의 눈먼 돈”을 언급하며 이후에도 사람들은 거품에 빠져드는 것을 피하지 못하리라고 내다봤다.

배저트가 활동한 시대 이전의 버블로는 툴립 버블, 미시시피 버블, 남해회사 버블이 꼽힌다. ‘툴립 광기’는 1630년대 중반 네덜란드에서 벌어졌다가 1637년에 붕괴됐다. 터키에서 들어온 툴립이 인기를 끌면서 희귀 품종의 구근 가격이 치솟았다. 구근 하나가 숙련공 연간 소득의 10배 이상의 가격에 거래됐다. 네덜란드 주요 도시에서 툴립을 거래하는 상설시장이 운영됐다. 유럽 부자들도 툴립 투자에 가세했다. 어느 부잣집에서 아침을 얻어 먹던 한 선원이 툴립 구근을 양파로 알고 먹었다가 감옥에 갇힌 일도 있었다.

미시시피 버블과 남해회사는 18세기 초 각각 프랑스와 영국을 무대로 부풀어올랐다. 1711년에 설립된 남해회사는 무역회사였다. 남해회사는 영국의 국채를 인수하는 대신 남아메리카와의 독점무역권을 받았다. 이론적으로는 페루와 멕시코의 금은광에서 이익을 낼 수 있었지만 실제로는 그러지 못했다. 스페인이 이미 이들 무역권을 장악했기 때문이었다. 그럼에도 불구하고 50배의 이익을 돌려준다는 소문이 나면서 전국민적인 투기의 대상이 됐다. 남해회사는 새로 끌어들이 자본금으로 기존 주주에게 배당하면서 버텼다. 그러나 실적이 따르지 못한 남해회사의 주가는 1720년에 급락하고 말았다. 물리학자 아이작 뉴턴도 남해회사에 투자했다가 돈을 날렸다. 그는 “천체의 움직임과 달리 사람들의 광기는 계산할 수 없군”이란 말을 남긴 것으로 전해진다.

미시시피 회사는 1717년에 설립됐다. 미시시피 회사는 속칭이었고 정식 명칭은 서방회사였다. 서방회사는 나중에 동인도회사 등을 통합하며 인도회사가 됐다. 이 회사는 북미무역독점권을 획득했다. 특히 담배·노예 무역과 화폐주조, 조세징수, 국채상환 등에 대한 독점권을 얻으면서 투자자의 기대를 모아, 주가가 36배로 급등했다. 그러나 인도회사의 이익은 주가에 실린 기대를 받치지 못했다. 인도회사는 남해회사 거품이 터진 해인 1720년에 망했다.

II. ‘눈먼 돈’의 광기는 제어 불가능

탐욕과 성공, 시샘과 모방, 군집행동, 광기, 의심, 두려움, 공포, 탈출, 파국. 모든 버블은 이런 순환 주기를 거쳐 생겨나 절정에 이르고 사라졌다. 버블 형성의 가장 큰 에너지는 시샘과 모방, 그리고 군집행동이다. 『광기, 패닉, 붕괴-금융위기의 역사』를 쓴 경제사학자 찰스 킨들버거는 “투기로 부유해진 친구를 보는 것보다 행복과 판단을 흐트러뜨리는 것은 없다”고 강조했다. 그는 “남이 투기적인

거래로 시세차익을 챙기는 걸 본 기업이나 가게는 따라 하게 마련”이라면서 “원숭이는 본 대로 따라 한다고 하지 않나”라고 말했다.

버블로 이어지는 자산 인플레이션은 군집행동을 하는 인간이 진 숙명의 굴레 같은 게 아닐까 싶다. 배저트가 경고한 대로 사람들은 거둬서 버블을 만들고 버블에 속았다. 주지하다시피 1930년대 미국 대공황은 주식시장의 거품 붕괴와 함께 막을 올렸다. 대공황 이후 미국의 주택 버블이 붕괴되기 전까지 가장 많이 언급된 거품은 일본의 부동산 버블이다.

일본의 부동산 버블은 일본 경제를 장기 침체로 밀어넣었고, 미국의 주택 버블은 세계를 금융위기와 경기침체로 빠뜨렸다. 미국의 주택 버블의 충격은 아직도 치유되지 않았다. 일본의 부동산 버블은 여전히 반면교사의 사례로 언급되고 있다. 그러나 한국에서는 과거에도 그랬고 지금도 부동산 버블의 위험은 크지 않다.

먼저 일본의 부동산 거품과 그에 놀란 한국의 과민반응을 살펴보자. 일본은 1987년에 G7(선진7개국)이 맺은 ‘루브르 합의’에서 내수를 북돋워 미국의 대일 무역적자를 줄이는 데 협조하기로 한 뒤로, 협조 정책의 일환으로 금리를 낮게 유지한다. 저금리가 지속되리라는 전망이 굳어지면서 주식, 땅, 그림 등 자산의 가격이 치솟는다. 1987년부터 1989년까지 3년 사이에 일본의 주가와 부동산 가격은 2배 이상으로 올랐다. 이 과정에서 부동산을 담보로 한 차입이 크게 늘었다. 기업은 땅을 담보로, 그 토지가격보다 많은 돈을 빌렸다. 은행이나 기업이나 토지가격이 계속 상승하는 한 아무런 문제가 없는 대출이고 투자였다. 기업은 쉽게 빌린 돈으로 부동산 개발에 나서거나 주식을 사들였다.

일본의 중앙은행인 일본은행은 뒤늦게 과열 억제에 들어간다. 1989년 12월부터 정책금리를 올린다. 시장은 제동이 걸리느라 싫더니 벼랑 아래로 떨어졌다. 주가는 1990년 9월, 이전 고가에 비해 절반으로 폭락했다. 땅값도 하락했다. 담보 가치가 떨어지자 은행은 기업에 대출 상환을 요구했다. 부동산 매물이 쏟아지면서 값이 더 떨어졌고 땅을 팔아도 빚은 갚지 못하는 기업이 속출했다. 채무 불이행으로 부실채권을 뒤집어 쓴 은행은 대출을 줄였다. 부채를 감당하기 어려워진 기업은 투자를 줄였고, 가게는 허리띠를 졸라맸다. 일본의 잃어버린 10년은 이렇게 전개됐다.

일본의 장기침체를 목격한 한국의 언론과 연구소들은 1990년대 중반 줄기차게 “한국도 부동산

버블의 위험이 크다”고 경고했다. 한 금융회사의 경제연구소는 1997년 5월에 ‘부동산 신화의 붕괴’라는 보고서를 내고 “한국에서도 일본과 유사한 현상이 발생할 가능성이 있다”고 내다봤다. 이 경제연구소는 “우리나라도 불황이 장기화되면 부동산 값이 폭락하고 금융위기가 발생할 수 있다”고 우려했다. 다른 연구소도 비슷한 의견을 냈다.

Ⅲ. 1990년대 부동산 버블론의 허실

결과만 놓고 본다면 부동산 가격은 급락했다. 그러나 이는 부동산버블 붕괴 때문이 아니라 경기 침체와 외환위기, 그리고 IMF(국제통화기금)이 처방한 고강도 긴축정책 프로그램 탓이었다. 버블은 붕괴되면서 경기를 악화시킨다. 이와 반대로 경기가 먼저 나빠지고 자산 가격이 하락했다면 이는 버블이 아니라 경기의 의한 것이었을 공산이 크다.

그 다음번 버블 경고는 부동산 가격이 한창 오를 때 제기됐다. 대기업 산하 경제연구소는 2002년 3월에 발표한 보고서에서 “지금 우리 경제는 일본의 버블 초기 단계와 흡사하다”며 “주택시장에서는 이미 버블이 발생했고 주식에는 버블의 조짐이 있다”고 진단했다. 이어 “버블이 일본식 장기 침체로 연결될 우려가 있다”고 경고했다. 이 경제연구소는 같은 주장을 2003년 5월까지 지속적으로 제기했다. 우려와 달리 부동산 가격은 무너지지 않았다. 2003년 들어 경기가 악화됐는데도 부동산 값은 급락하지 않았다.

당시의 부동산 가격 상승은 버블 형성이 아니라, 1992년 이후 하향 안정화되다가 외환위기 때 급락한 부분을 만회하는 것이었다고 분석된다. 또한 값이 올랐지만 양상은 일본과 달랐다. 일본의 부동산 버블은 개발 붐에 따라 대규모 프로젝트를 추진한 대기업이 주도했고, 부동산 매입은 높은 비율의 담보대출을 끼고 있었다. 반면 한국의 부동산가격 상승은 가계의 주택구입 수요가 주도했다. 그 과정에서 가계대출이 증가하긴 했지만 문제가 될 정도의 속도나 규모는 아니었다.

2006년 이후에도 부동산 가격이 상승하자 버블론이 강하게 제기됐다. 그러나 그 ‘버블’은 2010년에 이르러서도 아직 터지지 않고 있다. 대공황 이후 최악이라는 경기침체를 맞고서도 하락하되 붕괴되지 않았다면 버블이 아니었다고 판단해도 무리가 아니라고 본다.

부동산버블은 요즘 들어서는 가계부채와 함께 거론된다. 가계에서 돈을 많이 빌려 집을 샀고, 이런 거래는 집값이 오를 때엔 괜찮았지만 집값이 떨어지면 가계가 부실해질 위험이 크다는 것이다.

아파트·가계 동시 붕괴 시나리오는 경기침체로 인한 부동산값 하락을 타고 더욱 힘을 얻고 있다. 올해 4월 서울지역 주택매매가격지수는 3월보다 0.1포인트 하락했다. 서울 아파트의 매매가격 지수는 0.2포인트 떨어졌다. 집값이 곧 바닥을 치고 상승세로 돌아서리라고 보는 전문가는 많지 않다. 그러나 집값이 급락하며 거품이 터지리라고 보는 전문가는 더욱 적다.

IV. 충격은 부채에 따라 달라진다

미국에서는 집값이 오르기를 멈추고 금리가 올라가면서 문제가 불거졌다. 원리금을 상환하지 못하는 가구가 늘었다. 그렇더라도 집값이 계속 상승했다면 문제가 되지 않았을 것이다. 집을 팔아 부채를 상환하면 그만이었다. 그러나 집값이 떨어지자 집을 팔아도 부채를 갚지 못하는 ‘깡통주택’이 속출했다. 은행에 부실채권이 쌓여갔다. 집이 무더기로 매물로 나오면서 가격이 속락하는 악순환이 일어났다.

한 가지 조건만 달랐더라면 미국의 비우량 주택담보대출 사태(서브프라임 모기지 론)는 이렇게 심각하게 번지지 않았을 것이다. 그 한 가지란 주택가격 대비 대출 비율이다. 미국은 주택 가격의 100%까지 빌려줬다. 서브프라임 사태가 발발했을 때 미국의 주택가격 대비 담보인정비율, 즉 LTV는 평균 75%였다. 주택 가격이 조금만 떨어져도 많은 집이 깡통주택이 된다. 반면 우리나라는 일찌감치 LTV(주택담보인정비율)를 정해서 담보대출 비율을 제한했다. 수도권은 LTV를 50%로 묶었다. 전국적으로는 47%선에 불과했다. LTV를 걸어놓은 덕분에 집값이 상당히 떨어져도 깡통주택이 덜 발생한다. 서브프라임 사태 이후 한국에서도 깡통주택이 무더기로 드러나리라는 관측이 어긋난 이유다.

미국에서도 집값이 급등했고, 한국에서도 이른바 ‘버블 세븐’을 중심으로 아파트 가격이 급등했다. 미국에서는 집값이 하락하자 금융부문과 경제에 충격을 줬다. 반면 한국에서는 과장이 제한적이었다. 부채를 많이 낀 자산 가격 급등일수록, 가격 하락의 파괴력이 더 큼을 알 수 있다.

부동산 가격이 급락하면 담보가치가 하락해 가계대출이 부실해질 가능성이 커진다는 우려가 있지만, 우리나라 가계는 외국에 비해 오히려 가계대출에서 주택담보대출이 차지하는 비율이 낮다. 이 비율은 미국이 2008년 98.9%, 일본은 2007년 64.7%였고 한국은 지난해 47.5%에 머물렀다. 게다가 주택담보대출 증가세가 둔화됐다. 주택담보대출 증가율은 2009년 1분기 3.2%에서 4분기 1.9%로 낮아졌다. 2008년엔 평균 2.0% 증가했다.

특히 빚을 많이 진 계층이 상대적으로 고소득이라는 점도 긍정적이다. 2008년 기준으로 가계소득 상위 20% 계층이 전체 부채 중 38.3%, 차상위 20% 계층이 24.9%를 지고 있다. 상위 40% 계층이 전체 부채 중 63.2%를 보유하고 있는 것이다. 고소득층일수록 상환능력이 크기 때문에 부동산 가격이 추가로 하락해도 그 충격을 흡수할 여지도 넓을 것으로 보인다.

V. 우리는 DTI라는 안전장치까지 갖춰

주택담보대출 상환능력을 가늠할 지표로 ‘주택보유 기회비용’ 비율이 있다. 이는 소득 대비 주택 가격의 비율이다. 낮을수록 주택 관련 대출을 감당하기 쉽다. 한국은행 자료를 보면 전국의 주택보유 기회비용 비율은 1995년 0.65에서 2008년 0.44로, 서울은 1.31에서 0.89로 낮아졌다.

주택담보대출 상환과 관련해 우리는 LTV 외에 안전장치가 하나 더 있다. 소득을 고려해 대출 한도를 정하는 DTI(총부채상환비율)다. DTI는 투기지역에서 40%가 적용된다. DTI 40%란, 연간 소득이 5000만 원일 때 연간 원리금 상환액이 2000만 원을 초과하지 않도록 대출규모를 제한함을 뜻한다. 그래서 우리나라는 주택담보대출 연체의 위험이 급등지역일수록 덜하다.

가계대출 연체율은 가계의 부채상환능력이 나타난 지표다. 가계대출 연체율은 1998년 말 7.9%를 기록한 이후 하락해 지난해 말에는 0.5%에 불과했다. 주택담보대출의 만기 연장률은 95%를 웃돈다.

주택담보대출의 90%가 변동금리형이라는 이유를 들어, “금리가 오르면 가계에 부담이 커져 부채를 상환하지 못하는 가구가 늘 것”이라고 주장하는 이도 있다. 그러나 금리 상승에 따른 가구당

추가 이자 부담은 1%포인트에 연 36만원, 월 3만원에 그친다.

아파트와 가계부채로 인해 한국 경제가 탈이 날 확률은 높지 않다. 그러나 심리적인 요인으로 아파트 가격이 급락하면 앞의 분석이 어긋날 수 있다. 담보 가치가 떨어지고 금융회사에서 원리금 상환을 재촉하면 매물이 더 쏟아지는 악순환이 발생할 가능성을 완전히 배제할 수 없다. 그러나 이 경우도 속수무책인 것은 아니다. 다른 나라보다 엄격히 들이댄 LTV의 잣대를 일시적으로 완화해주면 된다. 다른 안전장치도 이미 마련됐다. 주택금융공사는 주택담보대출의 만기가 돌아왔을 때 집값 하락분에 대해 최고 1억원을 지급보증한다. 갑자기 담보가치가 떨어져 어려움을 겪을 수 있는 가계를 위한 제도다.

집단적으로 미망에 빠져든 사례가 기억에 생생하게 남아 있는 동안에도 사람들은 버블에 빠져든다. 그 때마다 도는 말이 있다. “이번에는 다르다”는 말이다. 우리나라 부동산 버블 시나리오에 대해서는 이렇게 말할 수 있다. “이번에도 아니다.” ☹

