한국경제의 현안과 대응 방안

김 인 준 (서울대학교 경제학과)

미국 발 금융위기가 깊고 길게 전개되고 있다. 글로벌 금융위기로 번졌을 뿐만 아니라 세계경제가 동반 침체 현상을 겪고 있다. 1930년대 대공황 이후 처음 전개되는 현상이다. 세계경제는 어두운 터널 속에 빠져 있으며 터널 끝의 밝은 빛은 아직도 보이고 있지 않다.

그러나 새벽이 오기 직전이 가장 캄캄한 것처럼 어둠을 헤맨다는 것은 곧 밝은 빛을 볼 수 있다는 희망을 안겨주기도 한다. 세계가 힘을 합하면 합할수록 이 어두움을 극복하고 밝은 빛을 보는 시간을 앞 당길 수 있을 것이다.

그런데 모든 국가가 다 같은 속도로 어둠을 빠져나오지는 않을 것이다. 어둠 속에 빠진 이유를 정확히 분석하고 어둠 속에서 어떻게 대처하느냐에 따라 국가마다 어둠의 터널을 빠져나오는 순서와 속도가 다를 것이다. 우리가 어둠을 빨리 빠져나오면 나올수록 밝은 탄탄대로에서 다른 나라보다 앞설 수 있을 것이다.

이번 미국 발 금융위기는 아무도 사전에 그 심각성을 제대로 인식하지 못하데 문제가 있다. 그러나 사후적으로는 그 원인 분석이 다각적으로 이루어지고 있다. 이와 함께 미국 발 금융위기가 어떻게 빠른 속도로 글로벌 금융위기로 발전하게 되었는가 그리고 대공황 이후 가장 심한 경기 침체를 가져오고 아직도 세계 경제가 침체의 늪에서 벗어나지 못하고 있는 이유는 무엇인가를 따져 볼 필요가 있다.

그런데 세계적인 경기 침체를 겪으면서도 지금의 글로벌 경제위기가 1930년대와 같은 대공황으로 발전하지는 않을 것이라는 데에는 비교적 의견의 일치를 보고 있다. 대공황 당시에는 어떻게 대응할지를 몰라서 우왕좌왕한 반면 지금은 그 때와 달리 금융정책, 재정정책, 구조조정 정책 등 여러 가지 정책 수단이 개발되어 있기 때문이다. 또한 글로벌 경제위기에 대처한 글로벌 경제 협력이나 금융 감독과 규제를 위한 글로벌 기준(standard) 설정 등에 대한 논의는 글로벌 문제는 글로벌 차원에서 접근하여야 한다는 시각을 보여주고 있다.

한편 이번 글로벌 금융위기를 통해 기존의 경제모델이 현재의 경제 현상을 설명하고 앞날을 예측하는데 한계가 있음을 알 수 있다. 우선 기존의 모델은 실물 부문 중심으로 짜여 있어서 금융 쇼크가 경기를 급속히 악화시키는 이번 글로벌 금융위기를 설명하는데 한계를 보이고 있다. 각국의 경제 예측기관들이 지금의 경제위기를 예측하는데 실패하였을 뿐만 아니라 IMF와 같은 국제 금융기관들도 거의 월별로 예상 경제성장률을 조정하는 것을 보아도 기

존 모델의 한계를 알 수 있다.

한편 기존의 경제정책들이 이번 글로벌 금융위기 상황에서 더 이상 작동하지 않아서 글로벌 경기회복을 위한 새로운 접근이 필요하다는 사실도 인식하게 되었다. 선진국들이 금리를 제로 수준까지 내렸음에도 불구하고 기존의 금융정책은 더 이상 작동하지 않고 있다. 중앙은행이 돈을 풀었음에도 불구하고 금융기관들이 상대방을 신용하지 않아서 시중에는 계속 자금이 돌지 않고 있다. 미국의 경우 중앙은행은 신용 경색을 풀기 위해서 회사채나 CP 등을 직접 매입하면서 동맥 현상을 보이고 있는 특정 부문에 직접 자금을 공급하고 있다.

이번 경제위기 극복을 위해서는 결국 산업과 금융기관들의 건전성이 회복되어야 할 것이다. 신용경색을 풀기 위해서는 무엇보다도 금융기관들의 건전성이 회복되어야 할 것이며 이는 결국 이들 금융기관들의 부실자산을 털고 자본을 재확충하여야 가능할 것이다. 부실자산 정리와 자본 재확충은 동전의 양면과 같으며 구조조정을 위해 어떤 형태로든 공적 자금을 조성해야 할 것이다.

경제가 유동성 함정에 빠져 있는 경우 금융정책 위주로 이번 경제위기를 극복하는 것은 불가능하다. 경기 부양을 위한 적극적인 재정정책이 절실히 필요한 상황이다. 그렇다면 확대 재정정책을 추진하는 가운데 재정적자가 크게 늘어날 것이다. 경기 부양과 금융 및 산업구조에는 어마어마한 자금이 필요할 것이며 그 결과 정부의 부채가 대폭 늘어날 것이다.

우리나라는 이번 글로벌 금융위기의 원인 제공자가 아님에도 불구하고 위기의 진원지인 미국에 못지않은 경제위기를 겪고 있다. 우리가 가지고 있는 여러 가지 경제 현안들이 이번 글로벌 금융위기라는 외부 충격과 뒤 엉키면서 경제위기가 계속되고 있다.

1. 우리 경제의 현안

글로벌 금융위기가 우리경제에 미친 충격을 이해하고 대응 방안을 구하기 위해서는 우리 경제의 현안을 먼저 파악하여야 할 것이다. 여기서는 우리 경제의 현안으로 금융기관의 건전성 문제, 단기외채 문제, 국제수지와 환율 문제, 한미 주가 동조화 현상, 부동산 시장 문제, 글로벌 경기침체와 수출 문제 등을 중심으로 살펴 보자.

글로벌 금융위기의 충격과 함께 금융기관들의 내재적인 문제들로 인해 금융기관들의 부실이 누적되었다. 은행들의 내재적인 문제점을 대차대조표를 중심으로 살펴 보면 먼저 대출 위주의 외형 확대 경쟁으로 인해 예대율(대출/예금 비율)이 높다는 것이다. 2003년까지 예금은행의 대출은 예금보다 적어서 예대율이 100%를 하회하였으나 2004년부터는 대출 증가세가 예금 증가세를 크게 추월하면서 총 부채 대비 예수금 비중이 감소하고 시장성 수신 비중이 확대되었으며 2007년 말에는 예대율이 135%에 이르렀다. 예대율이 높다는 것은 시장성 수신 의존도가 높다는 것으로 금융경색 상황에서 자금조달 비용이 높아질 뿐만 아니라 자금조달 자체에 어려움을 겪을 수 있다는 것을 의미한다.

다음으로 국내 주가 하락으로 은행 보유주식의 가치가 떨어지면서 은행의 건전성이 악화되었다. 이와 함께 금융기관들의 외채가 지난 3년간 급격히 늘어났을 뿐만 아니라 최근 들어 환율 상승에 따라 원화 표시 부채규모는 더욱 크게 늘어나면서 은행의 건전성을 크게 악화시켰다.

한편 경기 침체로 인해 우리 기업들의 부실이 심화되면서 은행의 자본 건전성이 크게 악화되고 있다. 이미 건설, 조선, 자동차 분야 등에서 구조조정의 필요성이 대두되고 있으며 타 분야로 확산될 경우 금융기관들의 부실이 확대 될 것이다.

2008년 말 현재 연체율은 1.08%로 전년 대비 0.34% 상승하였으며 2009년 들어 급격한 상승세를 보여 1월 말 현재 1.5%에 이르고 있다. 특히 중소기업대출의 경우 그 수치가 2.67%에 이르고 있다.

2008년 말 현재 BIS 자기자본비율, 기본자기자본비율, 그리고 단순자기자본비율 (Tangible Common Equity: TCE)은 각각 12.16%, 8.78%, 그리고 6.23%로 미국 등 선진국에 비해서 양호한 편이다. 그러나 2009년에 IMF 예상과 같이 -4% 경

제성장을 하면 그 부실규모는 크게 늘어나서 자본 재확충과 부실자산 처리가 필요할 것이다.

다음으로 부동산 시장의 거품 붕괴에 따른 금융기관의 부실 우려이다. 한국 부동산시장의 거품이 붕괴된다면 금융기관의 부실을 더욱 가속화시키고 내수를 그 만큼 더 침체시킬 것이다. 주가가 반 토막 난 상황에서 부동산 시장이 경 착륙 한다면 금융기관의 부실을 더욱 가속화시킬 뿐만 아니라 소비 침체로 인한 국내 경기 또한 악화될 것이다.

앞으로 금융기관들의 부실 정도는 경기 침체가 어느 속도로 진행되고 언제 회복되느냐 그리고 부동산 시장이 연착륙하느냐 경 착륙하느냐에 달려있다고 할 것이다. 앞으로 은행자본 재확충과 부실 자산 정리를 위한 정부와 은행의 선제적 대응이 필요할 것이다.

환율이 급등하고 주기적으로 외환 위기설이 나돌았던 이유 중 하나는 단기간에 외채가 급등하였기 때문이다. 단기 외채가 급등한 가장 큰 이유는 은행들이 외화를 빌려 돈 장사를 한 것이다. 은행의 차입금 규모를 보여주는 기타투자수지가 2005년 68억 달러에서 2006년과 2007년 각각 483억 달러와 439억 달러로 크게 늘어난 것을 보면 알 수 있다. 그런데 2008년 들어 글로벌 신용 경색이 발생하면서 금융기관을 통한 자본유입과 유출을 보여주는 기타투자수지가 106억 달러 적자를 보면서 외환 확보에 비상이 걸리고 환율이 요동치게 되었다. 주식 시장에서도 해외 자본이 빠져나가는 상태에서 545억 달러에 달하는 해외 자본의 흐름변화가 금융기관 차입에서 나타난 것이다.

2005년 말 까지는 총 외채와 단기 외채의 증가세가 미미하였다. 그러나 2006년과 2007년 2년 동안에 총 외채는 1878억 달러에서 3821억 달러로 1950억 달러 가까이 급등하였고 단기 외채도 659억 달러에서 1602억 달러로 950억 달러 이상 급등하였다.

이렇게 외채가 급등한 원인은 외화 자금에 대한 비용을 과소 평가한 결과이다. 국내 금리가 해외 금리 보다 상당 수준 높은 상태에서 원화가치의 상승 추세가 계속될 것으로 믿었기 때문이다. 그러나 이것은 경제가 Boom-Bust Cycle을 보이는 과정에서 해외자본이 급격히 빠져 나갈 경우 환율이 급상승하고 환차손을 보면서 외국 자본의 실질 비용이 훨씬 높아질 수 있다는 사실을 간과한 결과였다. 이렇게 단기에 외채가 급속히 늘어나도록 방치 한데는 해당 금융기관들 뿐만 아니라 금융당국의 책임도 클 것이다.

2007년 말 까지 우리는 순 채권국이고 외환보유고를 충분히 쌓아서 외환위기와 환율 불안의 요인은 별로 없다고 믿었었다. 그러나 한 가지 간과한 점이 있다. 외국인의 국내 투자와 우리의 해외 투자를 따져 볼 때 2007년 말에도 외국인의 순 국내 투자 규모가 2295억 달러 가량 더 많았던 점이다. 외국인의 대규모 국내 주식시장 투자는 우리의 외채로 잡히지는 않지만 이번 글로벌 금융위기에서와 같이 해외로 급속히 빠져나갈 경우 주식시장과 외환시장이 크게 흔들리면서 주가가 폭락하고 환율이 폭등하게 된다.

전체적인 해외 자금의 흐름을 예의 주시하고 외환 채무와 채권의 만기 구조를 맞추는 노력을 등한시 한 것이 이번 외환위기 가능성까지 우려하게 만든 가증 큰 요인이었다.

국제수지가 악화되면서 환율은 큰 폭으로 상승하였다. 2007년의 경우 경상수지는 59.4억 달러 그리고 자본수지도 62.3억 달러 흑자를 기록하였다. 그러나 2008년 들어 경상수지는 64.1억 달러 자본 수지는 564.5억 달러 적자를 기록하면서 환율을 크게 압박하고 있다.

2008년 자본수지 중 직접투자, 증권투자, 파생금융상품, 기타투자가 각각 105억 달러, 153억 달러, 143억 달러, 106억 달러를 기록하고 있다.

2008년의 경우 외국인들은 주식시장에서 412억 달러에 해당하는 자금을 해외로 빼내갔지만 내국인도 해외 증권투자 자금을 회수하면서 증권투자 적자 규모가 153억 달러 수준으로 2006년과 2007년에 비해서 오히려 감소하였다. 그렇지만 2006년과 2007년 400억 달러 이상 흑자를 보이던 기타투자수지가 106억 달러 적자로 반전하면서 자본수지는

509억 달러라는 큰 폭의 적자를 기록하게 되었다.

2008년 자본수지의 특징은 먼저 외국인들의 채권 시장에 대한 투자가 사라진 반면 주식시장에서 자금을 더욱 큰 폭으로 빼내갔다는 것이다. 이것은 환율 불안으로 인해 채권투자에 따른 이익을 기대하기 힘들어진 점과 글로벌 금융불안으로 자금을 회수할 필요가 있었기 때문이다.

그런데 2008년 자본수지의 특이한 점의 하나는 2008년부터 분리하여 기록하기 시작한 파생금융상품 수지가 143억 달러라는 큰 폭의 적자를 기록한 것이다. 여기서 적자의 의미는 파생금융상품 거래로 발생한 손실을 의미한다.

선물환 거래 관련 손해가 발생한 이유는 선물환 매도 시 만기 시점의 현물환율이 선물 환율보다 높기 때문이다. 우리는 선물환율을 미래환율의 불편추정치(unbiased estimator)라고 보통 본다. 이 경우 선물환율과 만기 시 현물환율과는 큰 차이를 보이지 않을 것으로 예상한다. 그런데 만기 환율이 선물환율을 계약할 당시 예상보다 크게 오를 경우 선물환 매도 시 손실을 크게 본다는 것이다. 2008년 후반 들어와 환율이 년 초 예상보다 크게 치솟으면서 선물환 매도에 따른 손실을 보게 되었다. 글로벌 금융위기 이후 엔화나 위안화와 달리 우리 원화만 큰 폭으로 떨어지면서 이런 현상이 나타난 것을 보면 외환관리와 환율정책에도 문제가 있었다고 할 것이다.

또한 KIKO(Knock-In Knock-Out) 등 파생금융상품 계약에 따른 손실도 2008년에는 파생금융상품 수지 적자에 한 몫 하였다. 금융기관들이 KIKO를 환율 got지를 위한 상품으로 팔았으나 그것은 어디까지나 환율이 일정 수준에서 안정적으로 유지될 경우에 가능한 이야기이다. 환율이 일정 수준을 벗어날 경우 구매한 기업들이 손실을 크게 볼 수 있는 상품으로 그 구조를 볼 때 기업들이 보험 상품을 사기보다 금융기관에 파는 성격이다.

우리 외환보유고가 2007년 말 2622억 달러 수준이었음에도 불구하고 2008년 들어 경상수지가 적자로 반전하고 단기 외채가 2008년 3/4분기 말에 1900억 달러 수준에 이르고 자본시장에서 해외 자본이 계속 빠져나가면서 환율 안정과 충분한 외환보유고 확보가 중요 정책 이슈가 되고 있다.

환율 움직임을 살펴보면 원화는 달러에 대해서 2002년부터 2007년 까지 계속 강세를 보여 왔으나 2008년 들어와서 큰 폭의 약세로 전환하였다. 연말 환율을 기준으로 할 경우에는 2008말 환율은 2001년 수준으로 거의 되 돌아간 것이다.

2008년 들어 8월 말까지 환율은 상승추세였지만 비교적 안정세를 유지하였다. 그러나 미국 금융위기가 심화된 9월 들어와서 환율은 크게 상승하면서 한때 1500선을 육박하였으며 그 불안정성도 더욱 심화되었다. 특히 정부의 일관성 없는 외환시장 개입으로 인해 환율은 더욱 불안한 양상을 보였다.

다행히 미국과의 통화 스왑에 의해 300억 달러가 확보되면서 외환 위기 가능성에 대한 국제사회의 우려를 불식시킬 수 있었다. 그 결과 5년 물 외평채 가산금리와 CDS 프리미엄이 급격히 하락하면서 외환위기 가능성을 불식시키는 데 크게 공헌하였다.

모든 외환 관련 자산 평가가 12월 30일 당일 시장평균환율로 정해지므로 정부는 외환시장 개입을 통해 환율을 1259에서 붙들었다. 그런데 NDF 역외시장에서 환율은 1338에서 마감되어 정부의 개입이 매우 적극적이었음을 알 수 있다. 이러한 정부의 환율 개입 정책에 대한 반작용이 2009년 초에 나타나면서 환율이 상승하고 불안한 양상을 보였다. 그러나 경상수지 흑자가 수개월 계속되면 환율은 빠르게 안정세를 보일 것이다.

그 동안 적정 외환보유고에 대한 논의가 학계에서 진행되었지만 그 정답은 없다는 결론이다. 적정 외환보유고 논의 시 중요한 고려 사항은 그 규모뿐만 아니라 우리의 대외 순 투자 규모, 순 대외채권 규모, 그리고 채권과 채무의 만기 구조(maturity) 등이 될 것이다.

글로벌 금융위기는 선진국들이 주가 폭락을 가져왔을 뿐만 아니라 우리의 주가 폭락도 가져왔다. 우리의 주가 움직임은 글로벌 금융위기라는 대외적인 요인과 우리 경제가 가지고 있는 대내적인 요인을 모두 반영한다고 할 것이다.

한국의 종합주가지수(코스피: KOSPI) 추이를 보면 외국인의 주식 순매도는 2007년부터 시작되었으나 2007년 중반까지는 코스피 가격 하락을 주도하지는 않았다. 그렇지만 2008년 2/4 분기 들어오면서 외국인 주식 순매도가 본격화되면서 주가하락을 주도하게 되었다.

2007년 10월 주가 상승에 힘입어 주식 시가총액은 1029조원까지 치솟았으며 그 당시 외국인의 소유액은 333조원에 달하였다. 그런데 주가 하락에 따라 2008년 말 주식 시가총액은 576조원으로 크게 줄어 들었으며 외국인의 소유액도 167조원으로 크게 떨어졌다. 또한 주식 시장에서 외국인의 순매도로 인해 2008년 말 외국인 주식보유금액 비중이 28.9%까지 크게 하락하였다.

2008년 일년간 우리 코스피 지수는 772 포인트 떨어져서 40.7% 하락율을 기록하였으며 미국의 다우존스 공업평균지수(DJIA: Dow Jones Industrial Average)와 일본의 니케이 지수는 각각 35.1%와 42.1% 하락율을 기록하였다. 이 경우 미국 주가 지수의 하락율이 제일 낮았으며 우리와 일본이 비슷한 수준임을 알 수 있다.

주가 지수는 보통 무작위 보행(random walk)을 보인다고 알려져 있다. 그렇지만 글로벌 금융위기가 발생한 2007년 6월을 기준으로 한국과 미국의 주가지수 추이를 실증 분석해보면 동조화 현상이 더욱 또렷이 나타나고 있음을 알 수 있다.

글로벌 금융위기 이후 한 · 미간 주가지수가 함께 움직이며 미국의 주가가 한국 주가에 직접적인 영향을 끼친다는 것은 글로벌 금융위기가 해소되지 않고는 우리 주식 시장에서 국내적인 요인에 의해서 주가가 회복되는 데에는 한계가 있음을 의미한다.

일본은 부동산 시장의 거품 붕괴로 인해 잃어 버린 10년을 경험하였다. 미국 발 글로벌 금융위기 또한 미국의 부동산 시장 거품 붕괴로 촉발되었다. 지난 수년간 부동산 시장의 거품 현상은 미국뿐만 아니라 영국, 유럽, 아시아에서도 공통적으로 나타났으며 최근 들어 이들 국가에서도 두 자리수대의 주택가격 하락세가 나타나고 있다.

우리도 지난 수 년간 통화 팽창으로 인해 부동산 시장의 거품이 형성된 것이 사실이다. 주가가 40% 가량 떨어진 상태에서 부동산 가격 급락은 그 만큼 가계 소비를 떨어뜨릴 것이다. 부동산 시장의 거품이 꺼지는 과정에서 경착륙한다면 우리 경제에 미치는 충격은 그 만큼 클 것이다.

우리 금융기관들은 외국에 비해 상대적으로 부동산 대출 규모가 적고 담보인정비율(Loan to Value: LTV)이나 원리금상환부담률(Debt Service Ratio: DSR)이 낮아서 미국의 서브 프라임 모기지 대출 사태와 같은 일은 발생하지 않을 것이라고 주장한다.

그런데 은행의 LTV가 2004년 57-8% 수준에서 2008년에는 40%대에 머무르고 있어 주택가격 등의 하락에 대한 은행의 손실이 제한적일 것이라고 하나 타 금융기관의 제2 담보를 포함할 경우 그 수치는 크게 높아진다. 이와 함께 은행들 신용대출의 상당 부분도 부동산 담보 가치를 고려해서 이루어지는 경우가 많기 때문에 부동산 가격이 급락할 경우 금융기관의 부실로 직결될 가능성이 크다.

미분양 아파트의 급증은 부동산 시장의 또 하나의 불안요인으로 작용하고 있다. 2002년 2만5천호 수준이던 미분양 아파트 수는 2008년 말에 16만호 이상을 기록하였다. 미분양 아파트의 급증은 건설회사의 부실 우려와 함께 추가적 아파트 가격 하락을 야기할 것이다.

금융 시스템의 안정이 부동산 가격과 직결된 점을 고려할 때 통화신용 정책을 쓸 때 부동산 가격 변화를 직 · 간접으로 반영할 필요가 있다. 지난 수년가 중국과 인도로부터 저가 공산품이 수입됨에 따라 금융당국의 팽창적 통화신용정책에도 불구하고 물가의 안정이 유지된 것이 사실이다. 그렇지만 늘어난 통화는 결국 부동산 시장의 거품을 야기하고 그 붕괴 과정에서 금융 시스템의 안정을 헤치고 경기침체를 가져온다. 그렇다면 통화신용 정책을 수행하는 과정에서 어떠한 형태로든지 부동산 가격 움직임이 정책에 반영되어야 할 것이다.

그런데 이를 위해서는 부동산 시장과 부동산 거래에 대한 데이터가 축적되어야 할 것이다. 그 동안

통화당국이 부동산 시장 가격 움직임을 통화신용정책에 반영하지 않은 가장 큰 이유 중의 하나가 믿을 만한 데이터가 없다는 것이다. 그렇다면 지금이라도 늦지 않았으므로 한국은행이나 국책 연구기관이 중심이 되어 믿을 만한 데이터 베이스를 구축해야 할 것이다.

주가가 40%가량 급락한 상황에서 부동산 시장이 경착륙 한다면 금융기관의 부실을 더욱 가속화시킬 뿐만 아니라 소비 침체로 인한 국내 경기가 더욱 악화될 것이다.

2008년 11월 들어 수출이 급격히 둔화되면서 정부는 우리 경제의 내년도 경제성장 수치를 크게 하향조정하였다. 그것은 수출이 소규모 개방경제인 우리나라에서 차지하는 비중이 매우 크며 세계경제가 침체 일로를 걷고 있는 상황에서 그 만큼 우리의 수출이 타격을 입을 것이라고 예상하기 때문이다.

2008년 들어 환율이 크게 상승하였음에도 불구하고 수출 증가율은 4.6%에 불과하였고 경상수지는 적자를 기록하였다. 특히 하반기에 전기 대비 수출 증가율은 마이너스로 돌아섰으며 무엇보다 4/4분기 환율이 1300 선에서 형성되어 2007년 말 936에 비해 40%가량 상승하였음에도 불구하고 전기대비 수출 증가율은 -11.9%를 기록하였다. 가격경쟁력이 크게 상승하였음에도 불구하고 세계 경기 침체로 인해 수출이 크게 줄었음을 알 수 있다. 우리는 수출시장에서 소득탄력성이 가격탄력성보다 훨씬 큰 것을 알 수 있다.

한편 2008년 연간 실질 국내총생산(GDP)은 전년대비 2.5% 성장하였다. 그러나 4/4분기 실질 GDP가 전기 대비 -5.6%로 금융위기가 실물 경제에 본격적으로 영향을 끼치고 있음을 알 수 있다. 특히 4/4 분기 제조업은 반도체, 철강, 자동차 등 주요 업종의 감산으로 전기 대비 -12%를 기록하면서 마이너스 성장을 주도하였지만 앞으로 건설업과 서비스업의 경기 침체로 확산될 가능성이 크다. 4/4 분기 지출을 보면 민간 소비와 설비 투자가 각각 전기 대비 -4.8%와 -16.1%를 기록하였다. 또한 교역 조건을 반영한 4/4 분기 실질 국내 총소득(GDI) 증가율은 원유 등 원자재 가격 하락으로 GDP보다는 감소율이 낮은 -2.9%를 기록하였다. 글로벌 경기 침체로 국제 유가와 원자재 가격이 급락함에 따라 교역조건이 개선되면서 GDI 감소폭이 GDP 감소폭보다 낮아졌다.

2008년 연평균 국제유가는 배럴 당 100 달러에 이르러 우리 경제에 커다란 짐이 되었다. 올 해 국제 유가가 50 달러 선에서 유지된다면 유가에 대한 실질 부담이 240억 달러 가량 줄어들 것이다. 이는 우리 수출 급락에도 불구하고 경상수지를 개선하는데 크게 도움을 줄 것이다. 작년 원유 수입액 860억 달러 그리고 석유제품 수출액 380억 달러를 감안할 때 50% 가격 하락은 240억 달러원유 관련 지불액을 줄여줄 것이다.

우리는 글로벌 경기 침체가 글로벌 불균형(global imbalance) 상황에서 일어나고 있기 때문에 소규모 개방경제인 한국 경제에 미치는 충격이 더욱 클 것을 걱정한다.

글로벌 불균형의 해소는 미국이 생산을 초과하는 과소비를 줄임으로써 가능할 것인데 이는 미국의 해외수요 또한 줄일 것이다. 세계 경제 회복을 위해서는 미국의 소비 확대가 필요한데 글로벌 불균형의 해소를 위해서는 그 만큼 미국의 수요 감소가 요구되며 이는 우리 수출에도 마이너스 요인으로 작용할 것이다.

2. 우리의 정책 대응

글로벌 금융위기 상황에서 우리 정부의 정책 대응은 크게 유동성 공급과 신용 경색 완화, 금융과 산업의 구조조정, 금융규제 개혁 그리고 경기 부양을 위한 팽창적 재정정책 추진 등으로 나누어 볼 수 있다.

우리 정부는 먼저 금융시장의 경색을 막기 위해서 달러와 원화 공급이 원활히 이루어지도록 정책의 초점을 맞추었다. 외환 시장의 경색으로 환율이 치솟게 되자 정부는 3년간 은행간 거래에서 1000억 달러 지급보증을 약속하고 무역 신용을 중심으로 550억 달러를 시중에 공급하였다. 그렇지만 이러한

정부의 달러지급 보증도 전 세계적으로 신용 경색이 심화되고 한국의 외환위기 가능성이 우려되는 상황에서 별로 위력을 발휘하지 못하였으며 환율은 계속 상승하여 1500선을 돌파하기에 이르렀다.

그런데 이러한 환율 상승 압박은 미국과의 300억 달러 통화 스왑을 통해서 크게 완화되었다. 그 동안 미국은 국제 금융 시장에서 달러 유동성 부족 현상을 해소하기 위해서 일본, 유럽 등 선진국 들과 통화 스왑을 통해서 달러 공급을 확대하였는데 한국, 브리질, 멕시코, 그리고 싱가포르와도 통화스왑을 체결한 것이다. 또한 일본과 중국과도 각각 300억 달러 상당의 스왑 협정을 체결함으로써 환율 안정에 도움을 주었다. 2009년 2월 들어 미국은 통화스왑 협정을 6개월 연장하겠다고 발표하였는데 이는 환율 안정에 긍정적으로 작용할 것이다. 앞으로 일본, 중국과의 통화 스왑도 기간을 연장하고 금액도 확대하는 방향으로 노력해야 할 것이다.

정부는 2008년 말 환율을 1259선에서 묶는데 성공하였지만 적어도 2009년 중반까지는 외환 시장 불안이 계속될 것이다. 외화 장기 차입은 제대로 이루어지지 않고 단기 외채 규모가 아직도 1500억불 수준인 상황에서 차환(roll-over)에 어려움을 겪고 있으며 채권 시장에 자본 유입도 기대하기 힘든 상황이다.

앞으로 올 해 환율 움직임은 글로벌 금융 경색 해소, 우리의 경상수지와 경제 성장률 추이, 그리고 단기 자본이탈 규모에 달렸다고 본다. 그런데 경상수지 흑자 기조가 정착되고 글로벌 금융 경색이 풀리는 시점에 환율은 본격적으로 안정세를 찾을 것이다. 이 시점을 전후에 환차익을 노린 외국 자본의 국내 자본 시장 유입도 본격적으로 이루어지면서 환율은 장기 가격경쟁력을 유지하는 수준으로 빠르게 떨어질 것이다.

한국은행은 기준금리를 5.25%에서 2%로 크게 낮추면서 통화공급을 늘리고 있다. 중앙은행은 유동성 공급을 위해 국채와 통화안정채권 환매를 확대하였다.

그 동안 금융경색으로 인해 6% 수준을 육박하던 CD 금리는 중앙은행의 통화공급 확대 정책에 힘입어 2008년 말 이후 4% 아래로 떨어졌다. 그러나 CD 금리와 연동된 기업대출 금리와 가계대출 금리 하락 폭은 상대적으로 적었으며 은행들이 기업들과 가계의 부실을 우려하여 대출을 꺼린 관계로 시중에는 아직도 자금공급이 원활히 이루어지지 못하고 있다.

정부는 신용 경색으로 유동성 위험을 겪고 있는 중소기업들과 건설회사들의 자금 지원을 위해서 총 10조 원 규모 채권시장안정펀드를 조성할 계획인데 그 중 5조원 규모의 1차 펀드는 이미 출범한 상태이다. 산업은행, 은행, 보험사, 증권사들이 출자자인데 필요한 경우 정부는 공공자금을 투입하여 규모를 확대할 계획이다.

글로벌 위기의 전개 과정을 보면 유동성 위기에서 신용 위기로 신용 위기에서 부실 위기로 넘어가고 있다. 유동성 위기의 경우 중앙은행이 금리를 낮추고 돈을 풀면 해결이 되겠지만 신용 위기의 경우 신용 경색을 풀지 않으면 유동성 함정(liquidity trap)에 빠져 중앙은행이 돈을 풀어도 돌지 않고 다시 중앙은행으로 돌아 오게 될 것이다.

중앙은행이 돈을 풀어도 금융기관이나 기업들의 부실 위험 등으로 인해 자금이 제대로 돌지 않을 경우에는 부실 문제를 해결하여야 할 것이다. 2009년 2월 들어 우리 시중 단기 부동자금 규모가 500조원에 달한다고 한다. 한국 은행이 기준 금리를 2%로 낮추고 돈을 풀었음에도 자금이 기업이나, 주식, 채권, 부동산 등의 투자 되지 않고 단기 안정 자산에만 몰리기 때문이다.

2008년 4/4 분기 이후 글로벌 금융위기가 실물 부문으로 번지면서 우리 경제의 전망도 밝지 않으며 금융과 산업의 부실 위험도 커지고 있다. 2008년 연간 성장률은 2.5%이지만 4/4 분기 성장률은 전기에 비해서 -5.6%를 기록하고 있다. IMF는 우리의 2009년 성장률을 -4% 로 예상하고 있다. 이렇게 경기 침체가 지속되면 금융과 산업의 부실이 늘어나게 될 것이며 이러한 부실 가능성에 대해서 선제적으로 대응을 하여야 시중에 자금이 원활히 돌아갈

수 있을 것이다.

앞으로 실물 경제의 악화가 기업 부실화로 이어질 경우 잠복 중이던 은행들의 부실이 표면화되면서 또 다른 위기 상황으로 발전할 가능성이 있다. 미국의 경우 정책금리 수준이 거의 0% 수준에서 주택담보부채권, 자동차와 credit card 등 소비자대출 담보부 채권등을 직접 매입하면서 신용 경색을 풀려는 노력을 하고 있다. 우리의 경우도 신용 경색 현상이 지속되면 중앙은행이 CD나 은행채권 등을 직접 매입하면서 신용 경색을 풀어주어야 할 것이다.

또한 정부의 재정지출 확대에 따라 정부가 발행하는 재정 증권을 중앙은행이 인수해야 하는 상황으로 발전할 수도 있을 것이다. 이 경우 정부재정 지출을 화폐를 찍어서 조달하는 것과 같은 상황이므로 통화신용정책과 재정정책의 구분도 모호해질 수 밖에 없을 것이다.

1997년 금융 외환 위기 당시에는 정부가 먼저 금융기관에 대한 구조 조정을 하고 금융기관이 중심이 되어 기업의 구조 조정을 실행하였다. 그 당시에는 30대 재벌 중 거의 반 정도가 도산하여 금융기관의 부실이 이미 나타난 상황이었으므로 자본을 재투자하고 부실자산을 인수하는 방향으로 구조조정이 이루어졌다. 구조조정에 필요한 자금은 자산관리공사와 예금보험공사가 금융 채권을 발행하여서 조달하였으며 일부는 공공자금을 사용하였다.

자산관리공사채권으로 조성된 자금은 주로 부실자산 인수에 시용한 반면 예금보험공사채권으로는 조성된 자금은 자본재확충, 출연, 예금대지급 등에 사용하였다. 그런데 올 해 글로벌 금융위기 상황에서는 금융기관의 부실이 아직은 표면화되지 않은 상황이므로 우선은 은행의 자본을 확충하고 부실을 처리하면서 대출 여력을 늘리는 방향으로 정부가 계획을 세우고 있다.

금융기관의 부실 자산 정리와 관련해서 우선 눈에 띄는 건설과 주택 금융의 부실 자산 일부를 자산관리공사와 주택금융공사가 매입해주는 쪽으로 정부가 방향을 잡고 있다. 최근 주택 부동산뿐만 아니라 조선, 자동차 등으로 부실이 확산되고 있으며 특히 중소기업들의 대량 부실이 우려되는 상황이다.

그런데 부실 정리와 자본 재확충은 동전의 양면과 같다. 자본 재확충이 없는 부실 정리는 금융기관의 도산을 가져올 것이다.

정부는 2008년12월 시중은행들로 하여금 자체적으로 자기 자본을 확충할 것을 권고하였다. 시중은행들이 자체적 노력을 통해 BIS 자기자분 비율과 기본 자기자본 비율을 각각 12%와 9% 이상으로 높일 것을 요구하였다.

국책은행의 경우에는 정부예산을 출자하여 자본비율을 높이고 대출 여력을 확대할 계획이다. 이러한 신규 출자 확대는 앞으로 발생할 국채은행들의 부실에 대비하려는 것이다.

은행들의 자체적 자본 확충과 함께 2009년 3월 정부는 20조원 상당의 은행 자본확충펀드를 조성하였다. 이번에 정부가 은행 자본확충펀드를 조성한 것은 경기 침체와 이에 따른 은행 부실 확대에 대비한 자본 쌓기 성격이 강하다. 조성된 펀드는 우선주, 상환우선주, 신종자본증권, 후 순위 채권 등을 인수하는 데 사용함으로써 시중은행의 자본 확충을 도울 것이다. 현재 은행의 총 자본 규모가 82조 원임을 감안할 때 예정대로 총 20조원이 은행권에 투입되면, 일반은행 전체 BIS 자기자본 비율이 약 2.6% 증가할 것이다. 물론 이것은 은행의 부실 규모에 변화가 없다는 가정하에서 성립한다.

정부가 은행 자본확충펀드라는 준 공적 자금을 이용하여 은행들의 자본 확충을 도모하는 것은 국회의 동의 절차 없이 필요한 때 자금을 조성하여 집행하기 위해서이다. 그런데 우리 은행을 제외한 시중은행들은 자본확충펀드를 이용한 자본확충을 꺼리고 있다. 정부의 경영간섭을 우려하기 때문이다.

정부는 또한 부실자산 처리를 위해 40조원 규모의 기업구조조정펀드를 2009년 4월 조성하기로 하였다. 자산관리공사(KAMCO)가 채권을 발행하여 펀드를 조성한 뒤 이 펀드로 은행보유 부실자산을 매입하고 구조조정 기업의 자산을 인수하겠다는 것이다.

정부는 필요할 경우 금융안정펀드를 조성하여 보

통주를 매입하고 경영개입도 하겠다는 계획도 갖고 있다. 금융안정펀드의 경우 공적자금으로 간주되어 국회의 동의가 필요할 것이다. 이와 함께 정상은행에 대한 선제적 자본확충이 가능토록 법 개정도 할 계획이다.

이러한 정부의 계획은 현 시점에서 스트레스 테스트(stress test)를 할 때 부실 규모가 60조원에 이를 것이며 이를 해결하기 위해서는 자본 확충에 20조원 그리고 부실 자산 처리에 40조원이 필요함을 의미한다. 그리고 만약에 부실 규모가 이를 초과할 때는 금융안정펀드 조성이 불가피하며 이 경우 정부의 은행에 대한 경영개입도 필요하다고 보는 것이다.

한편 금융당국은 신용보증기금과 기술보증기금에 각각 9000억 원과 2000억 원을 추가 출연하여 두 기관의 보증여력을 11조 원 확대한다는 것이다. 이와 함께 정부는 주택금융공사를 통해 은행 주택담보대출 7조원을 매입하여 유동화하고 자산관리공사를 통해 은행부실채권 3조원을 매입함으로써 은행의 건전성을 높일 계획이다.

한국은행이 통화량을 늘렸음에도 불구하고 정보비대칭성(information asymmetry)으로 인해 은행들은 기업들에 대한 대출을 꺼리고 있다. 우량 기업들에 대한 충분한 자금 지원이 이루어지기 위해서는 부실 기업을 가려서 이에 대한 구조조정을 해야 할 것이다.

현 단계에서 정부의 산업 구조조정 원칙은 채권금융기관 주도로 기업의 자금지원과 구조조정을 단행한다는 것이다. 기업들간 옥석을 가려 회생 불가능한 기업은 퇴출시키고 부실징후 기업은 구조조정을 하며 건전하나 유동성위기에 직면한 기업에 대해서는 금융지원을 강화한다는 것이다.

그런데 기업이 도산할 경우 구조조정은 쉽지만 그렇지 않은 상태에서 구조조정은 쉽지 않다. 그렇지만 도산한 경우 구조조정의 비용은 그 만큼 커질 것이므로 적기에 기업의 구조조정을 어떻게 하느냐 하는 것이 정부의 가장 큰 숙제가 될 것이다.

그런데 기업구조조정은 그 동안 감춰진 금융기관들의 부실이 표면화되는 것을 의미하므로 금융기관들이 구조조정을 주도하는 데에는 한계가 있을 것이다. 그렇지만 경제 상황이 악화되면 부실이 전 산업 분야로 확대될 가능성이 크므로 1997년 외환 금융위기 당시의 선례를 따라 정부가 주도적으로 구조조정에 임 할 필요가 있을 것이다.

금융 감독과 규제는 크게 미시금융과 거시금융 차원으로 나누어 볼 수 있다. 미시금융 감독과 규제는 금융기관별 감독과 규제를 의미하며 거시 금융 감독과 규제는 금융 시스템 전반과 금융과 국민경제와의 관계에 관한 감독과 규제를 의미한다.

1997년 외환금융위기 발생 전 금융 감독과 규제는 은행, 증권, 그리고 보험등 금융기관 별로 이루어져서 미시 감독과 규제가 주를 이루었다. 외환 · 금융 위기를 계기로 감독 기능이 통합되어 금융위원회와 금융감독원이 금융기관들의 감독을 맡고 있으나 거시적 보다는 미시적 감독과 규제에 초점을 맞추어 왔다. 그러나 최근 글로벌 금융위기 발생으로 인해 금융 시스템과 경제 전반에 위기가 발생하면서 거시 금융감독의 중요성이 크게 대두되고 있다.

우리는 이번 글로벌 금융위기의 원인을 부동산 시장의 거품 발생과 붕괴 그리고 과도한 파생상품의 도입에 따른 금융 시스템의 불안정에 있다고 볼 수 있다. 그렇다면 부동산 시장에 대한 모니터링, 파생금융상품 도입, 그리고 금융시장 안정 등에 대한 분석이 뒤따라야 할 것이며 이것이 바로 거시 금융 감독과 규제의 중요성을 이야기 해준다.

한편 우리는 SIV나 SPV 등 특수목적회사 설립을 통해 자산 유동화를 도모할 경우 적절한 규제감독 없이는 경제 전반의 투명성을 떨어뜨릴 뿐만 아니라 금융 시스템 전체의 레버리지를 높이면서 경제의 불안 요인으로 작동한다는 것도 알았다. 그렇다면 특수목적회사 설립에 대한 감독과 규제가 필요할 것이며 이 또한 거시 금융 감독과 규제의 한 분야가 될 것이다.

한편 레버리지가 경기 순응적(pro-cyclical) 이라 경기 변동을 심화시킨다는 점을 감안할 때 경기와 관련된 레버리지에 대한 가이드라인 설정 등이 필요

할 것이며 이 또한 거시금융 감독에서 다루어야 할 문제일 것이다.

그런데 보다 효율적인 거시금융의 감독과 규제를 위해서는 기존의 금융감독위원회와 금융감독원의 역할을 확대하여야 할 뿐만 아니라 한국은행도 중요한 역할을 하여야 할 것이다. 앞으로 한국은행의 목표를 물가 안정과 함께 금융 안정에도 두어야 할 것이다. 중앙은행이 금융 안정을 위한 많은 정책 수단을 가지고 있을 뿐만 아니라 중립적 시각에서 부동산 시장과 파생금융상품 시장에 대한 모니터링을 하는 데도 비교우위가 있기 때문이다.

한편 정부 부처들이 이러한 경제위기에 제대로 대처할 구조를 갖추고 있는지도 다시 한번 생각해볼 때이다. 지금 우리의 금융위기는 국제적 요인과 국내적 요인이 함께 얽혀져 발생하고 있다. 그런데 국내금융과 국제금융 문제를 소관이 다른 두 부처에서 다루는 것은 금융위기를 푸는 데 혼선을 가져올 수 있을 것이다. 또한 증권화와 파생금융상품 등이 금융 위기를 심화시킨 것을 볼 때 금융정책과 감독 및 규제의 일관성은 아무리 강조하여도 지나치지 않을 것이다. 금융감독위원회와 금융감독원의 분리되어 정책과 감독 및 규제의 기능이 이원화되어 있는 점도 문제가 될 수 있다.

그런데 경제위기를 극복하기 위해서는 효율적 정부 조직뿐만 아니라 정책집행자에 대한 신뢰가 필요하며 이들에 대한 시장의 신뢰가 없다면 이들로부터의 어떤 해결책도 기대하기 힘들 것이다.

국제통화기금(IMF)은 2009년 세계경제가 마이너스 성장을 할 것을 우려하고 있다. 우리의 경우 2009년 성장률을 −4% 그리고 2010년 성장률을 4.2%로 예상하였다.

그런데 기존의 경제성장 예측 모형은 신용 경색과 금융 부실이 경제에 미친 충격을 제대로 분석할 능력이 있는 모델이 아니므로 IMF도 악화된 경제상황을 반영하여 그때 그 때 경제 성장 예측 치를 조정하고 있다.

그러나 하나 확실한 것은 신용 시장의 경색이 풀리고 금융과 산업의 부실이 해결되고 과감한 경기부양책이 채택되어야 경기가 회복될 수 있을 것이라는 점이다. 소규모 개방경제인 한국의 경우 세계 경기 침체의 충격이 더욱 클 것이므로 과감한 경기 대책이 필요할 것이다.

IMF 등 국제 기관들은 전세계적으로 재정확대를 통한 GDP의 2% 수준 부양책이 필요하다는 입장이다. 우리도 투자, 소비, 수출이 모두 위축된 상황에서 재정확대를 통한 경기 부양책이 필요할 것이다. 특히 2009년 들어 경제성장 전망이 급속히 나빠지는 상황에서는 더욱 그러하다.

확대 재정정책을 쓸 때 그 규모를 정하는 것에 못지 않게 어디에 어떻게 쓰느냐 하는 것도 중요하다. 예를 들어 정치적 뒷거래로 수요도 없는 곳에 비행장을 짓는다면 이는 앞으로 경제에 도움이 되지 않고 짐만 될 것이다.

글로벌 금융위기가 지속된다면 소득분배는 악화되고 많은 사람들이 중산층에서 저소득층으로 떨어지면서 사회불안이 커질 것이다. 정부 경제정책은 먼저 일 자리를 늘리고 사회를 통합하는 원칙 아래 추진되어야 할 것이다. 다음으로 정부 경제정책은 글로벌 금융위기가 극복된 이후를 대비하는 방향으로 추진되어야 할 것이다. 정부 경제정책은 우리 경제의 성장잠재력을 높이고 외부 충격에 강한 우리 경제를 만드는 방향으로 추진되어야 할 것이다. 이를 위해 일을 할 유인(incentive)과 노동 시장의 유연성을 높이고 불필요한 규제를 과감히 푸는 방향으로 경제정책을 펴 나가야 할 것이다.

한국이 선진국에 진입하기 위해서는 중소기업들과 서비스 부문의 생산성 확대가 필수적이다. 정부는 창의적이고 기술 중심의 중소기업을 적극적으로 지원하고 진입과 퇴출도 보다 자유롭게 이루어지도록 도와야 할 것이다.

한편 우리 서비스 부문의 생산성은 OECD 국가들에 비해서 크게 떨어져서 이 부문 생산성 향상 없이는 성장잠재력을 높이는 데 한계가 있다. 우리는 금융, 물류, 의료, 교육 등 서비스 분야의 규제를 풀고 과감히 투자하여 국제 경쟁력을 높여야 할 것이다.

글로벌 경제위기 이후 글로벌 산업 재편에 대비하여 대체 에너지와 바이오 산업에 대한 투자를 과감히 늘려야 할 것이다. 이와 함께 연구 개발(R&D)과 인재(human capital)에 대한 투자도 효율적으로 높여야 할 것이다.

1997년 외환 금융위기 당시에는 IMF에 의해서 우리의 정책 선택에 크게 제한을 받았다. IMF가 경기 침체에도 불구하고 초기에 긴축 금융정책과 재정정책을 요구하였기 때문이다. 그러나 그 당시는 경제위기를 어떻게 해서라도 극복하여 IMF의 간섭에서 벗어나겠다는 국민적 합의가 있었다.

그런데 지금은 정책선택의 폭은 넓지만 위기 극복을 위한 국민적 합의가 얼마나 이루어지고 있는지 많은 사람들이 걱정을 하고 있다. 이번 경제위기를 기회로 삼고 다른 국가들보다 앞서 나가기 위해서는 온 국민이 힘을 합하여만 한다는 사실을 우리 모두가 알아야 할 것이다.