

금융위기의 평가와 과제

박 원 암 (홍익대 교수)

1. 서

2008년 2월 이명박 정부는 “선진일류국가 진입”을 목표로 출범했다. 활기찬 시장경제, 인재 대국, 글로벌 코리아, 능동적 복지, 섬기는 정부의 5대 국정지표를 제시하고, 거시경제적으로는 향후 5년 동안 연평균 7% 성장하는 “대한민국 747”비전을 제시했다. 활기찬 시장경제를 이루기 위해 ‘투자활성화를 위한 감세’를 국정과제의 첫 머리에 놓고, 비대해진 공공부문의 역할을 줄이고 민간의 자율과 창의를 강조하는 “작은 정부, 큰 시장”의 정책 노선을 제시했다. 그러나 2008년 9월 리먼 브러더스의 파산 이후 제 2차 세계대전 이후 가장 심각하다는 글로벌 금융위기가 닥치면서 처음 제시한 정책비전과 노선에도 상당한 수정이 가해졌다.

우선 글로벌 금융위기로 2008-2009년의 연평균 성장률이 1%를 조금 넘게 되자 현 정부 임기 중 연 7% 성장과 300만 명의 일자리를 마련하겠다는 비전을 수정하게 되었다. 또한 2009년 수정 예산을 편성한 데 이어 28조원의 추경예산을 마련하면서 정부지출이 크게 확대되자 ‘투자활성화를 위한 감세’정책을 계획대로 추진하기 어렵게 되었다. 그 뿐만 아니라 글로벌 금융위기로 서민과 취약계층의 형편이 어렵게 되었으므로 ‘친서민·중도실용 정책’을 강화하게 되었다.

이렇게 글로벌 금융위기는 출범 2년이 지난 현 정부의 경제정책에도 상당한 변화를 초래하였다. 외환위기 이후 10년 간 4%대 성장과 일자리 부족으로 경제가 활력을 잃고 취업이 어려워져서 경제 활성화에 대한 국민적 여망이 매우 높았으나 이에 부응하는 임기 내 7% 성장과 일자리 300만개 창출 비전은 2007년부터 진행되고 있었던 글로벌 금융 불안을 감안할 때 달성하기 매우 어려운 과제였다. 또한 예산 10%를 절감하여 공약사업과 감세에 충당하고 균형재정을 이루어 국가채무를 현행 300조원에서 유지하겠다는 계획도 구체적인 실현 방법이 제시되지 않아 달성하기 어

려왔던 과제였다.¹⁾ 전대미문의 글로벌 금융위기를 맞아 세계경제가 마이너스 성장하는 가운데, 어떻게 위기의 충격을 줄이고 조속히 경제를 회복시킬 것인가가 더 시급한 과제가 되고 말았다.

본 고에서는 금융위기가 우리 경제에 미친 영향을 평가하고 향후 과제를 제시하고자 한다. 제 2절에서는 금융위기 이전의 경제여건과 금융위기 이후의 정책대응을 개관한다. 제 3절에서는 금융위기가 우리 경제에 미친 충격과 정책 대응을 평가한다. 제 4절에서는 세계 경제와 우리 경제가 위기에서 벗어나기 시작한 현 시점 이후의 정책 과제를 살펴본다. 마지막으로 제 5절은 맺음말을 담고 있다.

2. 금융위기와 정책대응

본 절에서는 2008년 9월 리먼 브러더스의 파산으로 세계경제가 급속하게 침체되기 이전의 경제 여건 및 이후의 정책 대응을 개관한다.

2008년 9월 리먼 브러더스가 파산을 신청하고, 메릴린치가 BOA에 인수되며, 미국 최대 보험 회사 AIG에 850억 달러의 구제 금융을 지원하는 금융 구조조정 계획이 발표된 2008년 9월 15일 이후 전 세계는 급속하게 침체국면으로 진입하였지만 그 이전부터 많은 사람들이 글로벌 경제 불안에 대하여 우려하고 있었다. 서브프라임 모기지 부실은 2007년부터 문제가 되고 있었고 미국 부동산 가격이 하락하면서 상당한 충격이 있을 것으로 예상되고 있었다. 그러나 2007년 2월 HSBC 은행이 모기지 사업 관련 손실 규모를 발표하며 미국 서브프라임 모기지 부실 문제가 불거질 때에만 해도 그 파장이 이렇게까지 커질 줄 쉽게 예측하지 못했다. 서브프라임 모기지 시장은 미국 전체 금융시장의 2%가 채 안되는 1조 3000억 달러 규모이므로 일부에서는 서브프라임 모기지 시장이 모두 부실이라고 해도 정부가 충분히 대처할 수 있을 것이라고 주장하였다.

금융위기의 원인에 관한 많은 연구들은 거시적 요인과 미시적 요인을 들고 있다. 거시적 요인으로는 위기 이전 부동산 가격이 상승하는 가운데 미국을 비롯한 많은 국가들이 채택했던 저금리 정책을 들고 있고, 미시적 요인으로는 풍부한 유동성과 위험을 관리하기 위한 새로운 혁신적 금융 수단들을 기반으로 활황을 보였던 부동산 시장이 결국 하락세로 반전하면서 금융기관의 과다 차입에 따른 부실이 광범위하게 발생했던 점을 들고 있다(Baily et al., 2008; Calomiris, 2008).

그러나 월가의 주요 금융기관들이 파산을 하거나 긴급 구제금융을 받아야 할 정도로 되기 이전에는 이들이 미국 부동산 가격 하락에 대비하지 않고 있었을 뿐만 아니라 사실상 투기에 가까운 투자활동을 하고 있었다는 사실을 모르고 있었다. 주택대출은 모기지 채권, 주택저당증권(MBS), 자산담보부증권(CDO) 등의 고도화된 파생상품으로 유동화되면서 부실을 확대하였다. 또한 채권 가격을 보증하는 CDS 시장이 급격하게 팽창하면서 투기시장화하였고, 투자은행들은 자기자본보

1) 이에 관해서는 한국경제학회가 2007년 12월에 개최한 경제정책포럼 『대통령 당선자 경제공약의 현실성 검증과 제언』중 박원암(2007) 참조.

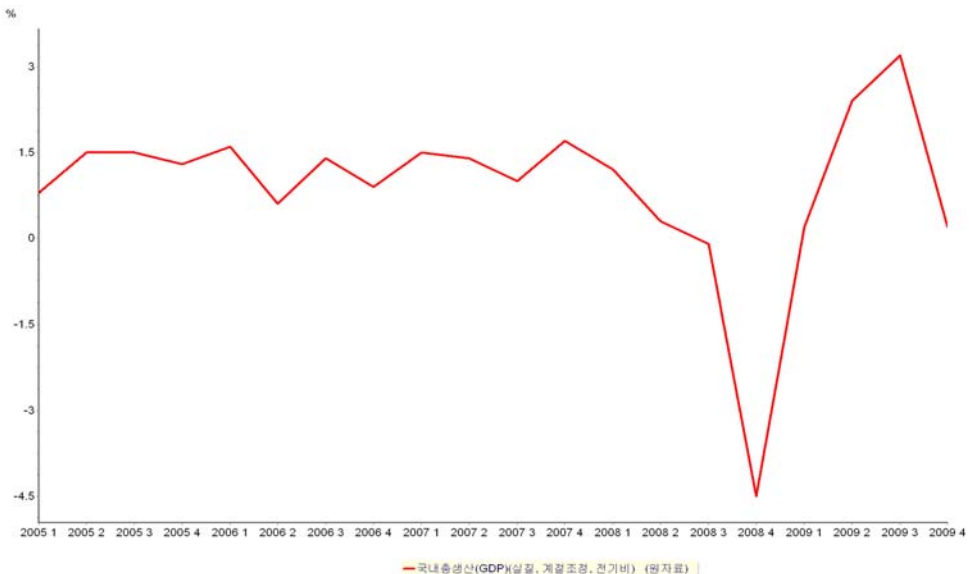
다 높이 레버리지 차입을 하고 다단계로 유동화된 신용파생상품을 판매하였다.

세계 5대 투자은행의 파산 및 구조조정은 투자은행뿐만 아니라 신용평가기관과 감독기관을 포괄하는 금융시스템의 총체적 부실을 알려주는 계기가 되었다. 1990년대부터 시작된 금융의 자율화로 투자은행 부문의 경쟁이 심화되었으며, 투자은행들은 수익률제고를 위해 파생상품의 제조와 유통(Origination and Distribution) 등의 새로운 업무를 개발하였다. 그러나 투자은행은 상업은행과 달리 자체적인 자금조달 능력이 없으므로 차입자금으로 파생상품을 제조, 유통하였다. 미국의 시장기반 금융제도는 구조화 채권 등 고수익 고위험 금융상품에 집중 투자하는 구조화투자회사(SIV)와 금융감독의 사각지대에 있는 헤지펀드 등을 통해 자금중개가 이루어지는 시스템이었다. 그러나 은행의 SIVs를 통한 거래는 부외거래이기 때문에 정확한 손실규모 산출이 어렵고, 결국 금융기관의 리스크 관리 실패와 그림자 금융(shadow banking)에 대한 위험관리 감독의 부재가 금융위기를 낳게 되었다고 하겠다.²⁾

본 고에서는 글로벌 금융위기의 원인에 대해서 자세히 논의하지 않는다. 대신 글로벌 위기의 발생으로 거대 외환보유국인 우리나라가 어떻게 다른 나라들보다 더 큰 충격을 받게 되었고, 2009년 들어서는 어떻게 다른 나라들보다 더 빠른 회복세를 보였는지 살펴보고자 한다.

1) 위기 이전 우리 경제의 취약성

〈그림 1〉 분기별 GDP 변화 (전기비, %)

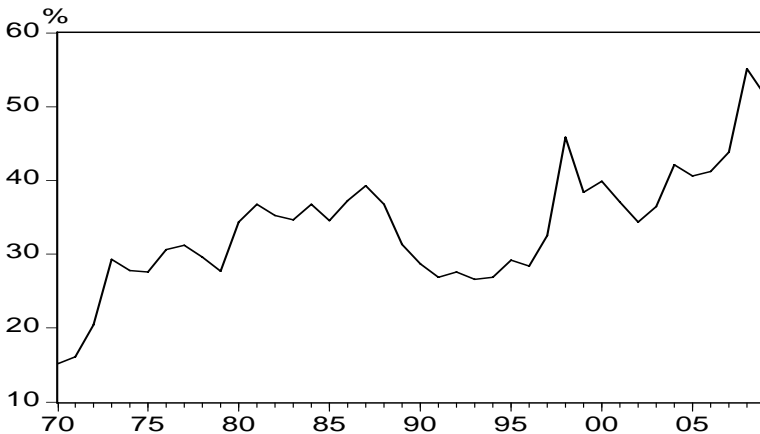


2) 박원암(2008b) 참조.

<그림 1>에서 보는 바와 같이 글로벌 위기 발생 후 미국은 2008년 4분기 중 전기대비로 연 -5.4% 성장하였으나 한국은 동 분기 중 전기대비로 분기 중 -4/5%, 연율로 -17% 성장하였다. 미국보다 무려 3배나 큰 충격을 받은 것이다. 아울러 자본이 급속도로 유출되고, 환율이 급등하기 시작하면서 은행의 단기 해외차입도 거의 중단되는 등 우리나라는 거대 외화보유국임에도 불구하고 말레이시아, 인도네시아, 태국 등 아시아의 다른 나라들보다 더 크게 유동성 부족을 겪었다. 위기 이전 우리 경제 여건이 어떠했기에 이런 상황을 맞게 되었는지 사후적으로 관찰해 보기로 하자.

글로벌 금융위기의 충격을 크게 받은 원인으로는 외환위기 이후 크게 진전된 우리 경제의 개방화와 자유화를 들지 않을 수 없다. 대형 금융위기가 있었던 80년대 후반이나 90년대 초반 하더라도 지금과 같이 세계경제의 글로벌화나 시장위주 금융제도가 진전되지 않았으므로 대형 금융위기는 그 나라와 인접지역의 금융위기로 그쳤다. 따라서 금융위기는 국지적 금융위기의 성격을 띠었으며, 우리나라로 전파되지 않았다. 우리나라가 1997년에 겪었던 금융위기도 이러한 국지적인 대형 위기에 속한다고 하겠다. 그러나 외환위기 이후 우리 경제의 개방화, 자유화가 크게 진전되어 글로벌 금융위기에 민감하게 반응하지 않을 수 없는 구조로 변모하였다. 우리나라가 이번 위기를 맞아 아시아의 다른 나라들보다 더 큰 충격을 받게 된 것도 우리나라가 이들보다 더 개방화·자유화되었으나 외환위기의 경험을 하고서도 해외충격에 대한 리스크 관리를 제대로 못했기 때문이라고 하겠다.

<그림 2> 우리나라의 수출의존도 추이



<그림 2>는 우리나라의 수출의존도 추이를 보이고 있다. 3저 호황 후 내수 확대 시책으로 1990년대 전반에는 총수출/GNI 비율이 30%에 미치지 못하였으나 외환위기 이후 다시 증가하기

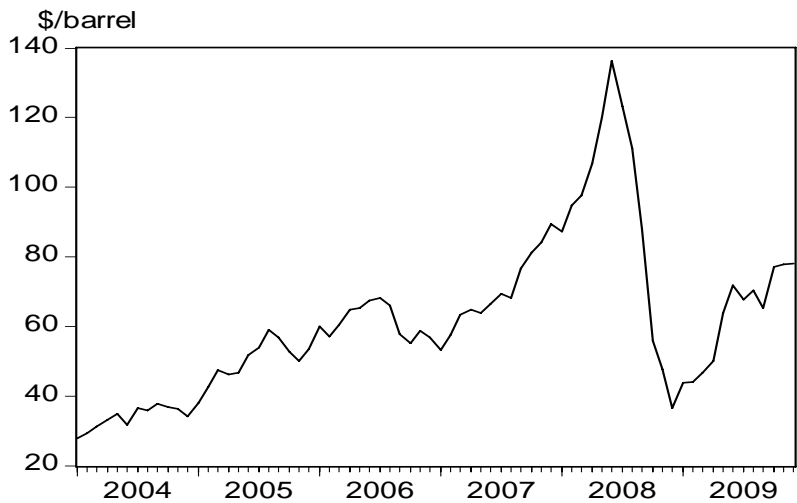
시작하여 2008년에는 사상 최대수준인 55%로 상승하였다.

〈그림 3〉 교역조건 추이



수출의존도가 높은 반면에 우리나라의 교역조건은 <그림 3>에서 보는 바와 같이 1995년 이후 2008년 이후 지속적으로 악화추세에 있었다. 교역조건 악화는 1995년 이후 중국의 등장에 따른 수출단가의 급격한 하락과 2000년대 들어 나타난 유가 상승과 밀접한 관계가 있다.

〈그림 4〉 유가 추이 (두바이)



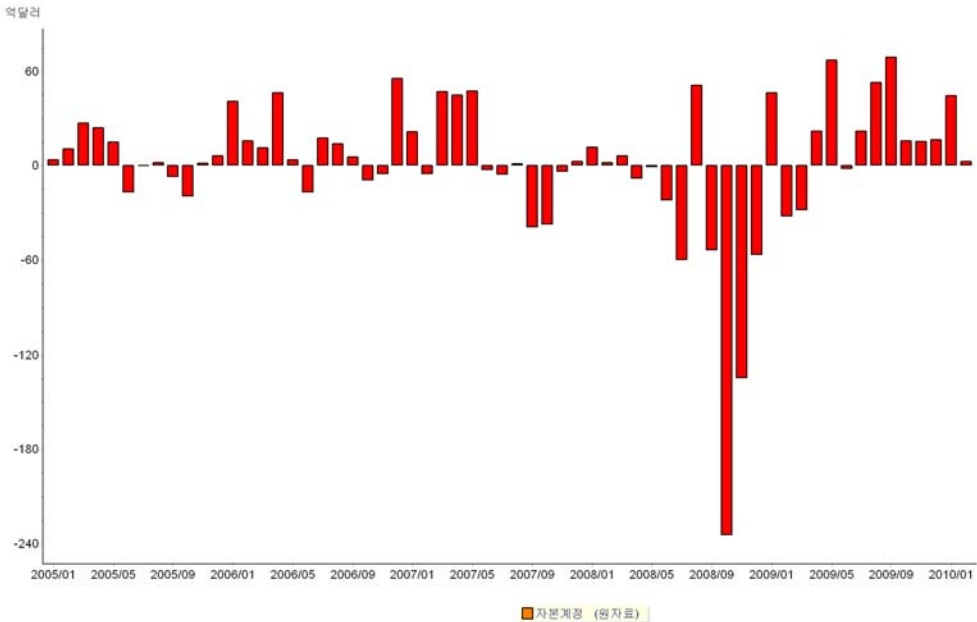
<그림 4>는 우리나라 원유 수입 비중이 높은 두바이 유가의 추이를 보이고 있다. 두바이유 현물가격은 2007년 중 약 60% 상승하였으며, 2008년 들어서도 6월까지 배럴 당 136달러로 약 50% 상승하였다. 유가뿐만 아니라 원자재 가격도 급상승하면서 2008년 우리 경제는 경제성장률이 둔화되고 물가상승률이 급격히 높아지며, 경상수지까지 적자로 반전하고 있었다. 2007년 4/4분기 이후 우리 경제의 전기비 성장률은 지속적으로 둔화되고 있었던 반면, 소비자물가상승률은 동 기간 중 지속적으로 상승하여 2008년 7월 소비자물가상승률은 연 5.9%를 기록하였다. 또한 경상수지는 2008년 상반기 중 53억 달러 적자로 반전하였다. 이렇게 위기 이전 우리 경제는 대외여건의 악화로 잠재성장률 달성이 위협받는 여건에 처해 있었다고 하겠다.

<그림 5> M2 및 금융기관 유동성 증가율 (전년동월대비, %)



물가가 불안해지자 한국은행은 2007년 중 두 차례에 걸쳐서 기준금리를 연 4.5%에서 연 5.0%로 인상하였으며, 2008년 들어서도 유가와 환율 상승이 지속되자 동년 8월에는 5.25%로 소폭 인상하였다. 그러나 통화(M2) 및 유동성 증가율은 <그림 5>에서 보는 바와 같이 2008년 5월 이후 지속적으로 낮아지고 있었다. 이는 유가상승으로 물가상승률은 높아지고 있었으나 공급충격에 따른 생산부진으로 유동성 수요는 줄어들고 있었음을 시사한다. 한국은행이 이미 경기 둔화가 시작되고 유동성 증가율도 낮아지고 있었던 2008년 8월에 공급충격에 따른 물가불안을 염려하여 기준금리를 소폭 인상하였다.

〈그림 6〉 자본수지 추이



한편, <그림 6>에서 보는 바와 같이 국제수지의 자본계정을 통해서는 자본이 꾸준히 유입되고 있었다. <그림 6>에서 2007년 하반기 들어 자본유입이 크게 줄어든 것으로 나타나나 이는 해외 주식투자를 통해서 자본이 크게 유출되었기 때문이며, <표 1>에서 보는 바와 같이 해외차입은 빠르게 증가하고 있었다. 주식시장으로의 자본유입으로 외국인 지분율이 꾸준히 증가하여 1990년대 중반 10%대에 불과하던 외국인 지분율은 2004년에 40%대로 높아졌으며, 이후 감소하기 시작하였으나 2008년 초에 30% 수준에 있었으며, 아시아 증시 평균의 두 배에 달하였다. 따라서 미국 주가 하락은 우리 주식시장에 직접적으로 영향을 미치고 있으며, 우리나라의 주가는 미국의 주가와 동조화되는 경향을 보이고 있었다.

이번 위기에도 1997년 외환위기 때와 마찬가지로 금융기관 자산/부채의 통화불일치와 만기불일치 문제가 또다시 야기되었다. <표 1>에서 우리나라의 대외채무는 2005년 이후 단기외채를 중심으로 빠르게 증가하였으며, 2008년 9월 에는 대외채무가 대외채권보다 큰 순채무국이 되고 말았다. 우리나라의 단기외채는 2005년 말 659억 달러로 총대외채무의 35%에 불과했다. 그러나 2006년 이후 저금리 자금의 캐리 트레이드가 활성화되면서 단기외채가 2008년 3/4분기까지 세 배로 증가하여 1,895억 달러에 달했으며, 총대외채무의 44%를 차지하게 되었다. 이는 외환위기 이전 1995년부터 1997년 초까지 약 2년여에 걸쳐서 단기해외채무가 2배로 늘어난 것과 마찬가지로 속도이다.

〈표 1〉 대외채무, 대외채권, 외환보유액 (억 달러)

	대외채무			순대외채권	외환보유액
		단기외채	유동외채		
2002	1,415	482	673	428	1,214
2003	1,574	508	713	727	1,554
2004	1,723	563	769	1165	1,991
2005	1,879	659	864	1292	2,104
2006	2,601	1,137	1,341	1208	2,390
2007	3,832	1,602	2,040	374	2,622
2008 3월	4,147	1,756	2,215	145	2,642
6월	4,238	1,783	2,264	14	2,581
9월	4,261	1,895	2,328	-235	2,397
12월	3,779	1,498	1,940	-300	2,012
2009 3월	3,657	1,472	1,858	-193	2,063
6월	3,785	1,474	1,876	-64	2,317

단기외채의 급증은 외환위기 때와 마찬가지로 이번 위기에서도 금융기관 자산/부채의 만기불일치 현상을 야기하였다. 은행은 단기외채에 대응하는 외화자산을 가지고 있었으나 이는 환 헤지를 위한 장기의 수출선수금이나 해외주식투자 등이어서 위기 발생 후 단기외채의 상환요구에 응할 수 없었다. 게다가 2008년 9월에는 단기외채에 장기외채 중 잔여만기가 1년 이하인 외채를 합한 유동외채가 외환보유액과 거의 같아서 우리나라는 외환보유액을 사용하여 단기외채를 상환할 여유도 없게 되었다. 바로 이러한 외환사정 때문에 우리나라는 글로벌 금융위기가 발생하자 2,500억 달러가 넘는 외환을 보유하고 있었음에도 불구하고 아시아의 다른 나라들보다 훨씬 심각한 외화유동성 부족을 겪게 되었다. 실로 아이러니가 아닐 수 없다.

외환시장이 불안해지자 우리나라 금융기관의 통화 및 만기불일치 문제뿐만 아니라 높은 예대율과 낮은 예대금리차 등 금융기관의 취약성도 부각되기 시작하였다. 2009년 2월 HSBC는 경상수지적자/GDP 비율, 단기외채/외환보유액 비율, 은행의 예대율 지표를 근거로 우리나라를 개도국 중에서 3번째로 위험한 나라로 평가하였다.³⁾ 결국 우리나라의 부도 프리미엄도 아시아의 다른 나라들보다 높아지면서 환율 급등과 주가 폭락을 경험하게 되었다.

2) 위기와 정책 대응

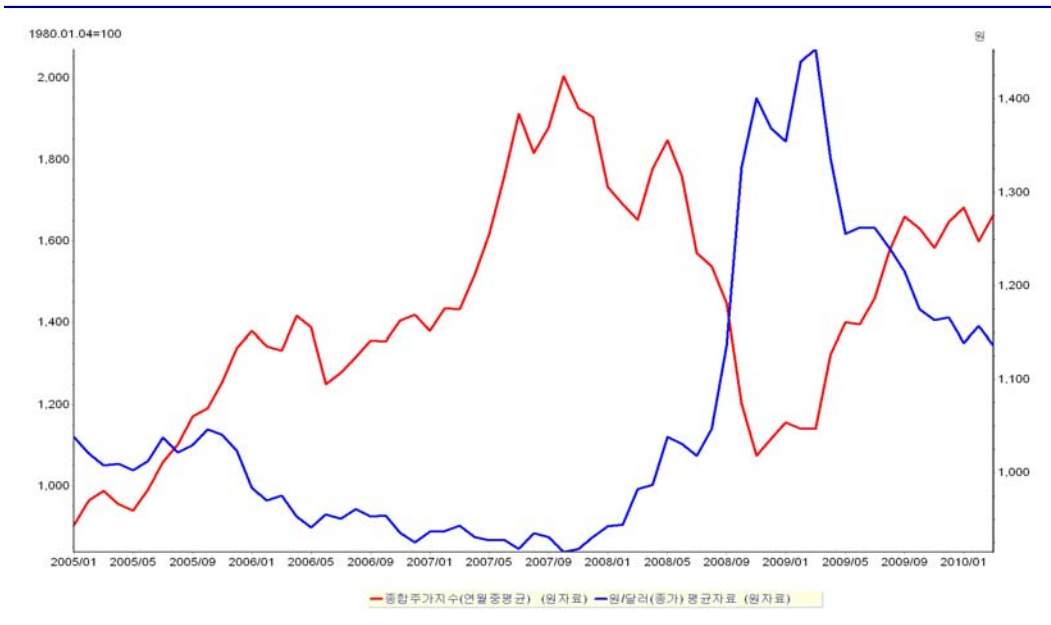
2008년 9월 리먼 브러더스 파산의 충격은 자본의 급격한 유출 및 주식 폭락과 환율 급등을 통해서 우리 경제에 바로 전달되었다. 1997년 외환위기 이후 자본수지는 2007년까지 대체로 유입

3) Economist지, 2009년 2월 15-21일 호.

초과를 보였으나 <그림 6>에서 보는 바와 같이 2008년 9-12월 중 무려 462억 달러가 초과 유출되었다. 외환위기가 발생했던 1997년 4/4분기 중 자본유출이 99억 달러에 그쳤음을 감안하면 단 기간에 대규모의 자본이 유출되었다고 하겠다. 1999-2007년의 9년간에 걸쳐서 총 684억 달러가 초과 유입되었는데, 2008년 한 해에만 500억 달러가 유출되고, 그것도 마지막 몇 달에 유출이 집중되었으니 우리나라가 얼마나 심각한 외환유동성 부족을 짐작할 수 있다. 흥미로운 점은 2008년 4/4분기 중 증권투자가 30억 달러의 유입초과를 보였는데, 이는 동 기간 중 국내 증권시장에서 149억 달러가 유출되었으나 해외 증권시장에서 179억 달러가 환수되었기 때문이다.

<그림 7>은 주가와 환율 추이를 보이고 있다. 주가와 환율은 대체로 반대 방향으로 움직였다. 리먼 브러더스 파산 이전 1,400을 넘던 종합주가지수는 10월 말 900대로 폭락했으며, 달러당 1,100원 수준이었던 원화 환율은 1,400원 대로 폭등했다. 정책당국은 외환보유액을 줄여가며 환율을 안정시키려 했지만 자본유출의 급증과 환율 불안을 막을 수 없었다. 환율과 주가의 단기간 변동은 가용 외환보유액이 거의 없었던 외환위기 때와 비교하여 큰 차이가 나지 않는다.

<그림 7> 주가와 환율 추이



한편, 실물부문도 글로벌 금융위기의 충격으로 <그림 1>에서 본 바와 같이 2008년 4/4분기 중 전기비 -4.5%, 연율로 -17% 성장하였다. 외환위기 시에는 1998년 1/4분기 중 우리 경제가 전기비로 -7% 성장하였으므로 실물부문에 대한 단기간 충격은 외환위기가 더 컸다고 하겠다.

이렇게 1997년 외환위기 시 실물부문 충격이 컸던 것은 당시에는 IMF 프로그램 하에서 통화

긴축정책을 펼쳤던 반면, 이번 위기 시에는 사뭇 다른 통화 금융정책을 펼쳤기 때문이다. 한국은행은 2008년 10월 두 차례에 걸쳐서 기준금리를 연 5.25%에서 연 4.25%로 1%포인트 낮췄으며, 이어서 2009년 2월까지 네 차례에 걸쳐서 기준금리를 연 2%로 낮췄다. 2008년 8월 이후 정책금리의 조정 폭을 다른 나라와 비교하면 <표 2>와 같다.

<표 2> 주요국의 정책금리 변화

	2008. 8월말 (%)	2010. 3월말 (%)	조정폭(bp)
미국	2.00	0.0-0.25	△175 - △200
유로지역	4.25	1.00	△325
영국	5.00	0.50	△450
일본	0.50	0.10	△40
중국	7.47	5.31	△216
한국	5.25	2.00	△325

<표 2>에서 보는 바와 같이 금융위기 이후 정책금리의 조정 폭은 다른 나라에 비하여 결코 작지 않다. 크기 면에서는 전통적으로 긴축적 통화정책기조를 선호하던 유럽 중앙은행의 조정 폭과 같으며, 중국보다 크다.

<표 3> 한국은행의 유동성 확대 공급

구 분	항 목	규 모
원화 유동성 (조원)	총액대출한도 증액	3.5
	은행자본확충펀드 지원	3.3
	채권시장안정펀드 지원	2.1
	소 계	8.9
	비정례 RP 매입	16.8
	국고채 직매입	1.0
	통안증권 중도 환매	0.7
	지급준비예금 이자지급	0.5
	신용보증기금 출연	0.1
	소 계	19.1
	총 계	28.0
외화 유동성 (억달러)	외환스왑거래	102.7
	외화대출	163.5
	수출환어음 담보대출	1.5
	소 계	267.7

환율이 급등하고 있었음에도 외환위기 때와는 달리 금리를 낮출 수 있었던 것은 금융위기의 진원지인 미국이 글로벌 불황을 막기 위한 정책 공조를 강조했기 때문이다. 미국의 금리 인하와 재정 확대에 맞추어 다른 나라들에게도 정책 공조를 요구했고, 이에 따른 환율 불안에 대해서는 미국 연준이 달러 통화스왑을 제공하여 대처하였다. 그뿐만 아니라 미국은 금융시장의 불안을 막기 위해서 중앙은행이 민간부문을 직접적으로 지원하는 비정통적이고 이례적인 통화금융정책을 시행하였으며, 우리나라도 <표 3>에서 보는 바와 같이 이례적으로 원화 및 외화유동성을 확대 공급하였다.

한편 IMF(2009)는 금융부문에 대한 지원 내역 및 정부의 지원현황을 <표 4>와 같이 정리하였다. 이에 따르면 우리나라는 금융기관에 대한 자본투입에 GDP의 2.5%를 지원하였고, 자산매입 및 재무부 대출에 GDP의 1.2%를 지원하여 <표 3>의 유동성 확대 공급과 일치한다. 그러나 이를 정부의 명시적 용자로 보고 있지 않다. 한편 <표 3>에 나타나 있지 않은 지급보증규모는 GDP의 10.6%에 이르고, 이를 포함한 금융부문 지원규모는 GDP의 14.3%이다. 기준금리 인하 폭뿐만 아니라 금융부문 지원규모 면에서 볼 때에도 우리나라의 지원규모는 중국을 비롯한 여타 개도국보다는 월등히 크고, G20 평균치인 27.9%보다는 작다.

<표 4> 금융부문 지원 내역 및 명시적 재정 투입(2009.2.18일 기준, GDP의 %)

	자본투입 (1)	자산매입 및 재무부 대출 (2)	재무부 지지 에 중앙은행 지원 (3)	중앙은행유동 성 공급과 지원 (4)	지급보증 (5)	합계 (1+2+3 +4+5)	정부의 명시적 용자 (1+2+3)
북미선진국							
캐나다	0.0	8.8	0.0	1.6	11.7	22.0	8.8
미국	4.0	6.0	1.1	31.3	31.3	73.7	6.3*
유럽선진국							
프랑스	1.2	1.3	0.0	0.0	16.4	19.0	1.5*
영국	3.5	13.8	12.9	0.0	17.4	47.5	19.8*
아태선진국							
호주	0.0	0.7	0.0	0.0	N/A	0.7	0.7
일본	2.4	6.7	0.0	0.0	3.9	12.9	0.2*
한국	2.5	1.2	0.0	0.0	10.6	14.3	0.2*
신흥개도국							
브라질	0.0	0.0	0.0	1.5	0.0	1.5	0.0
중국	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0*
인도	0.0	0.0	0.0	5.6	0.0	5.6	0.0
인도네시아	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
평균							
G20	1.9	3.3	1.0	9.3	12.4	27.9	3.3
선진국	2.9	5.2	1.3	13.9	19.7	43.1	5.2
개도국	0.2	0.1	0.3	1.6	0.1	2.3	0.1

자료: IMF, "The State of Public Finance: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis," 2009.5.6. (*: 국가마다 계산 방식의 차이가 있음).

백웅기(2009)에서 인용.

또한 정부는 경제 둔화 억제와 조속한 경제회복을 위하여 재정을 크게 확대하였다. 정부의 재정정책은 2008년 9월 금융위기가 발생하기 이전부터 시작되었는데, 2008년 6월에는 유가환급금 정책과 09년 추경예산(안)을 발표하였으며, 이어서 8월에는 세제개편안을 발표하였다. 금융위기가 발생한 후 2008년 11월에는 09년 수정 예산(안)을 발표하였고, 2009년 3월에는 28조원에 달하는 09년 추경예산(안)을 발표하였다. 구체적인 내용은 <표 5>와 같다. 이와 같은 대대적인 경기 부양의 결과 2009년 관리대상수지는 GDP의 4.1%인 43조원 적자를 기록했다. 또한 2009년 말 국가부채는 360조원으로 GDP 대비 국가부채비율은 2008년보다 3.7%포인트 증가한 33.8%에 달했다. 외환위기 시 1998년의 관리대상수지 적자규모가 GDP의 5.1%이었으므로 당시와 비교하면, 상대적으로 작은 규모라고 하겠다.

<표 5> 2008년~2009년 추경 및 수정예산의 주요 지출 내용

		2008년 추경	2009년 수정예산(증액분)	2009년 1차 추경
편성시기		2008.6월	2008.11월	2009.4월
규 모		4.6조원	10조원	28.4조원
주요 지출 내용	지방경제 활성화	SOC등 1조원	지방 SOC 확충 등 4.6조원	3.5조원
	저소득층 생활안정	유류비 환급 등 1.3조원	1.0조원	4.1조원
	중소기업·자영 업자 지원	농어민포함 유류비 지원 등 0.4조원	농어민 포함 3.4조원	4.5조원
	실업대책	—	0.3조원	2.8조원
	기타	에너지절감 및 중장기에너지확보 지원	지방재정지원 확대 1.1조원, 외국환평형기금확대 5.6조원	녹색성장 등 미래대비투자 2.3조원, 세입감소 보전 11.2조원

자료: 기획재정부.

정부는 2008~2012년 중 감세를 포함하여 위기에 대응하기 위한 재정정책규모를 67.1조원 (GDP대비 6.9%)으로 발표하였다. 2009년으로 한정할 경우 위기대응 재정정책규모는 38.8조원 (GDP대비 4.0%)으로 관리대상 재정수지 적자규모와 비슷하다. 이와 같은 재정책대규모를 다른 나라와 비교하면, 우리나라가 매우 큰 것으로 나타났다. IMF는 2009년 10월 중순까지 각국 정부가 발표한 2009~2010년 위기대응 재정정책규모를 비교했는데, 이에 따르면 우리나라의 GDP대비 재정책대 규모는 G20에서 가장 큰 8.3%이다. 사우디아라비아와 중국이 각각 2위와 3위로서 6.8%와 5.8%를 차지하며, 미국은 3.8%로 8위이다. 2009년으로 한정하면 GDP대비 3.6%로 러시아(4.1%)에 이어 2위이다.

또한, 2009년 6월의 OECD 조사에서도 우리나라의 2008~2010년 위기대응 재정정책규모는

2008년 GDP대비 6.1%로 아일랜드(8.3%), 헝가리(7.7%), 아이슬란드(7.3%)에 이어 30개 OECD 국가 중에서 4번째로 크다.

이와 같이 우리나라의 매우 적극적인 재정 및 통화정책과 글로벌 정책 공조를 통한 세계경기 회복에 힘입어 <그림 1>에서 보는 바와 같이 2009년 들어 빠르게 회복하기 시작했다. 다음 절에서는 글로벌 금융위기 과정과 정책대응을 평가해 보기로 한다.

3. 금융위기 및 정책대응에 대한 평가

앞에서는 우리나라가 제 2차 세계대전 이후 최대의 위기라고 하는 금융위기를 맞아 어떻게 심각한 마이너스 성장 국면에 빠지고, 또한 어떤 정책 대응을 통하여 조속히 경기회복 국면으로 전환하게 되었는지를 살펴보았다. 본 절에서는 금융위기의 충격과 정책당국의 정책들을 평가해 보기로 한다.

1) 금융위기의 충격

먼저 금융위기 충격의 성격과 크기를 살펴보기로 하자. 글로벌 금융위기가 발생하기 이전 유가 및 원자재 가격의 급등 현상은 전형적 공급 충격으로 간주할 수 있을 것이다. 또한 글로벌 금융위기 발생으로 세계경제 및 우리 경제가 마이너스 성장하고, 주가 폭락 및 환율 급등으로 금융시장이 일대 혼란에 빠지면서 수요와 공급에 모두 충격을 주었을 것이다. 그러나 위기에 대처하기 위한 대규모 재정·통화 확대정책은 전형적인正的 수요 충격이라고 하겠다.

이와 같이 요인에 따라 수요와 공급충격으로 나누기가 어려우므로 구조적 벡터자기회귀모형(Structural VAR Model)을 사용하여 충격을 식별하기로 한다. 수요충격은 중장기적으로 산출량 변화에 영향을 미치지 않는 충격이며, 공급충격은 중장기적으로 산출량 변화에 영향을 미치는 충격이라고 정의한다.

산출량 (Y)과 소비자물가상승률 (π)이 단위근을 가진다고 할 때 각각의 차분에 대해 다음과 같은 모형을 구성한다.

$$X(t) = D(0) \eta(t) + D(1) \eta(t-1) + \dots = \sum_{k=0}^{\infty} D(k) \eta(t-k). \quad (1)$$

$$\text{단, } X = (\Delta Y, \Delta \pi)', \quad \eta = (\eta_1, \eta_2)', \quad \text{Var}(\eta) = I.$$

위 식에서 η_1 과 η_2 는 서로 직교하는 교란항이며, 분산은 1 이라고 가정한다. 또한 η_1 은 중장기적으로 산출량에 영향을 미치지 못하는 중립적 교란항으로 가정한다.

(1) 식의 관계를 자료로부터 얻기 위하여 벡터자기회귀(VAR) 모형을 추정하며, 이를 다음과 같

이 Wold 이동평균식으로 전환한다.

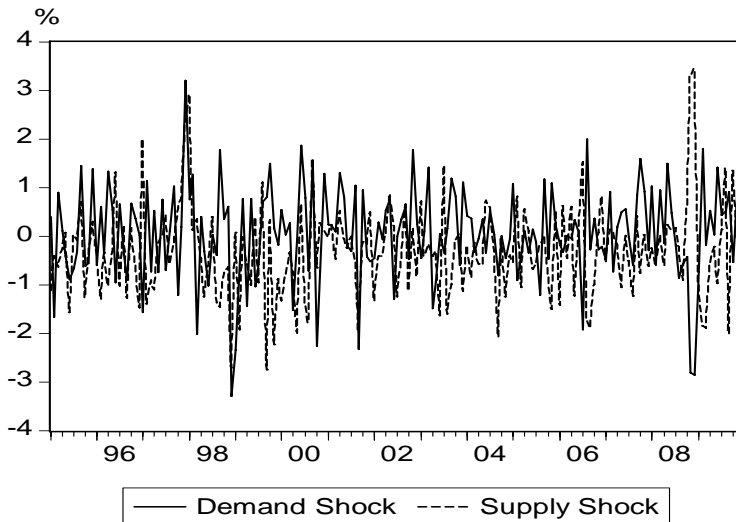
$$X(t) = e(t) + C(1)e(t-1) + \dots = \sum_{k=0}^{\infty} C(k)e(t-k). \quad (2)$$

단, $Var(e) = \Omega$.

(1) 식과 (2) 식을 비교하면 $e = D(0)\eta$, $D(k) = C(k)D(0)$ 이어서 구조적 교란항 η 는 Wold 교란항 e 의 선형결합으로 나타나며, 장기중립성 가정에서 유일하게 구조적 교란항을 복원할 수 있다.

구조적 근원인플레이션을 구하기 위하여 1990년 1월부터 2009년 12월까지의 (계절조정)산업생산지수와 소비자물가상승률 자료를 이용하여 벡터자기회귀모형을 추정하였다. 산업생산지수는 로그치에 100을 곱하였다. 또한 벡터자기회귀모형의 시차를 11기로 하고, 상수를 포함하였다.⁴⁾

<그림 8> 수요 및 공급 충격 추이

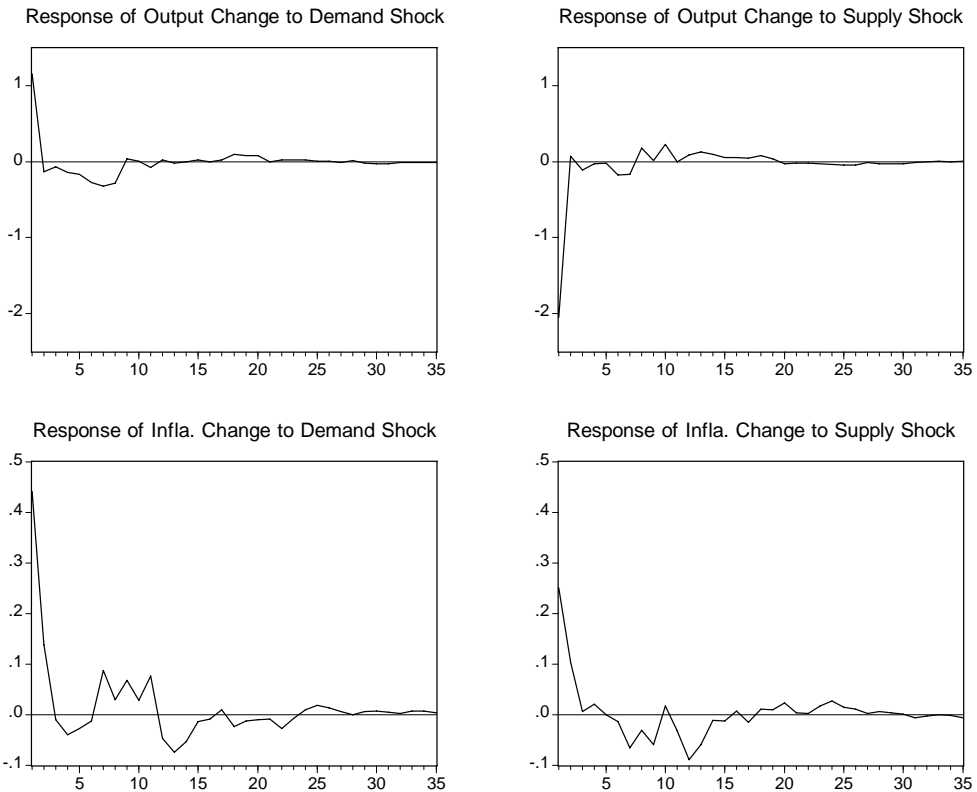


<그림 8>과 <그림 9>는 각각 수요충격과 공급충격의 추이 및 충격반응을 보이고 있다. 수요충격은 공급충격에 대한 기대된 반응은 1-2개월 만에 끝나고 이후에는 크기가 작지만 다른 방향으로 반응하나 이는 각 변수의 변화에 대한 반응이므로 산출량과 소비자물가상승률에 대해서는 영

4) 시차의 선정에는 Akaike information criteria와 Schwartz criteria를 적용하였다. 또한 전년동월대비 소비자물가상승률이 표본기간에서 단위근을 가짐을 확인하였다. 자세한 내용은 박원암(2010) 참조.

구적으로 반응한다. 이번 달의 1% 수요충격은 산출량과 소비자물가상승률을 각각 1.16%포인트와 0.44%포인트만큼 영구적으로 높인다. 또 금월의 1% 공급충격은 산출량을 2.05%포인트 영구적으로 낮추고, 소비자물가상승률을 0.24%포인트 영구적으로 높인다.

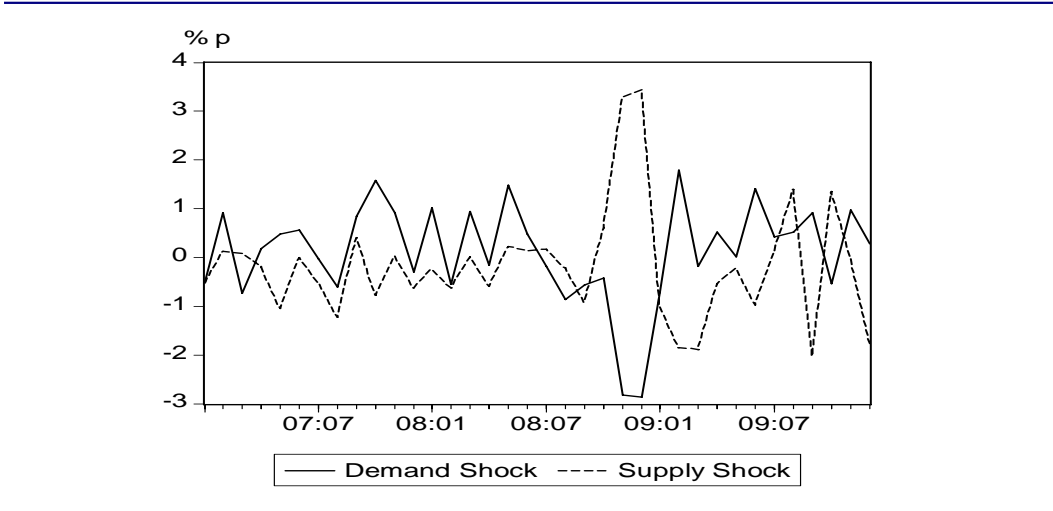
〈그림 9〉 충격 반응 (1 표준편차 충격)



월간 산출량 자료로 흔히 산업생산지수를 사용하나 이는 서비스업을 포함하는 GDP의 추이와 다를 수 있다. 앞에서 GDP의 전기비 변화 기준으로 보면 1998년 1/4분기가 2008년 4/4분기보다 더 크게 감소하였다고 했다. 그러나 이번 글로벌 금융위기에는 글로벌 경기침체로 수출이 크게 줄어들었던 반면, 1997년 외환위기는 세계경제가 침체되지 않았으므로 수출이 줄어들지 않았다. 따라서 제조업이 대부분인 산업생산지수에 대한 충격은 이번 금융위기가 훨씬 크다. 이번 금융위기의 경우 2008년 11-12월 중正的 공급충격과 負의 수요충격이 겹치면서 산업생산이 크게 줄어들었으나 97년 외환위기의 경우에는 1997년 12월의 正의 공급충격이 正의 수요충격으로 상쇄되면서 산업생산에 대한 충격을 크게 줄일 수 있다. 한편, 이번 금융위기 시에는 2009년 들어 수출

을 크게 위축시킨 正의 공급충격이 負의 공급충격으로 바뀌고, 수요충격은 강력한 경기확대정책으로 負에서 正으로 바뀌면서 경제가 빠르게 회복되었음을 알 수 있다.⁵⁾

〈그림 10〉 2007-2009년 중 수요 및 공급 충격



〈그림 10〉은 〈그림 8〉을 2007-2009년에 걸쳐 확대해서 그린 것이다. 주목할 점은 2007년부터 2008년 9월까지 유가와 원자재가격이 상승하는 공급충격이 있었으나 수요충격의 역할이 크게 나타나고 있다는 점이다. 즉 2008년 상반기 중의 물가상승이 장기적으로 산출량에 영향을 미치지 않는 수요충격에 기인하는 바가 큰 것으로 분석되고 있는데, 이는 2008년 상반기의 유가 및 원자재 가격 급등에도 불구하고 공급 측 사정은 상당히 양호했음을 의미한다.

글로벌 금융위기 발생 이후 우리 경제는 미증유의 공급충격과 수요충격을 동시에 받게 되었다. 2008년 10월 이후 우리 경제는 正의 공급충격과 負의 수요충격이라는 삼각파를 맞게 되었다. 2008년 11-12월의 공급충격과 수요충격은 각각 평균 3.3% 포인트 및 -2.8% 포인트로 추정된다. 〈그림 9〉의 충격반응에서 공급충격은 산출량에 더 큰 영향을 주고, 수요충격은 물가에 더 큰 영향을 주고 있다. 이로 인해 2008년 11-12월 중 산업생산지수는 전기비로 평균 10% 감소하고, 소비자물가상승률은 평균 0.33% 포인트 감소하게 되었다.

2009년 들어 우리 경제는 크게 호전되기 시작하였다. 이를 공급측 요인과 수요측 요인으로 나누어보면, 공급측 요인이 수요측 요인보다 더 크게 작용했음을 알 수 있다. 2008년 11-12월 중 3.3% 포인트에 달하던 공급충격은 2009년 들어 負의 공급충격으로 바뀌어 2009년 1/4분기 중

5) 한편, 허찬국(2009)은 1997년 외환위기와 금번 금융위기의 표본기간을 달리하여 VAR 모형을 구축하고 외부충격의 동태적 특성을 비교하였다.

평균 -1.6% 포인트에 달했으며, 負의 공급충격은 2009년 6월까지 지속되었다. 한편 2008년 11-12월 중 -2.8% 포인트에 달하던 負의 수요충격도 2009년 들어서는 正의 수요충격으로 반전하였다.

공급충격이 구조적으로 식별되었다고 하나 이론모형을 구축하지 않았기 때문에 어떤 요인에 의하여 구체적으로 공급측 요인이 크게 개선되었다고 밝히기 어렵다. 2009년 들어 유가가 안정된 것도 아니며, 다음 <표 6>에서 보듯 수출은 전기비로 2009년 2/4분기부터 크게 개선되고 있다. 공급측 요인의 개선은 위기 발생 후 글로벌 정책공조으로 세계경제가 빠르고 회복되고 국내 금융시장도 빠르게 안정을 찾아가면서 국내 생산에 긍정적으로 작용했던 것을 나타내는 것이라고 하겠다. 수요측 요인의 개선은 정부의 확대 재정·통화정책에 기인하는 바 크다.

<표 6>에서는 지출요인별 성장기여도를 통해 금융위기의 충격을 살펴본다. 우선 2008년 4/4분기 중 전기비 -4.5% 성장에 대한 기여도는 투자, 수출, 소비가 각각 -4.7% 포인트, -3.9% 포인트 및 -2.2% 포인트이었다. 이 중에서 충격이 상대적으로 작았던 소비가 2009년 1/4분기 중 正의 기여로 전환하였고, 2/4분기 중에는 수출, 3/4분기 중에는 투자가 正의 기여로 전환하였다. 즉 2008년 4/4분기 중 상대적으로 충격이 작았던 지출항목부터 순차적으로 경제회복에 기여하기 시작했다고 하겠다. 특히 2/4분기 중 수출의 5% 포인트 성장 기여 전환은 2009년 빠른 경제회복의 원동력이었다.

〈표 6〉 2008-2009년 지출항목별 성장기여도 (% 포인트)

	년\분기	1	2	3	4
최종소비지출	2008	0.7	0.1	0.2	-2.2
	2009	0.6	1.9	0.9	-0.2
민간	2008	0.6	-0.1	0.1	-2.4
	2009	0.1	1.8	1.0	0.2
정부	2008	0.1	0.2	0.1	0.2
	2009	0.5	0.1	0.0	-0.4
총자본형성	2008	0.2	0.2	0.1	-4.7
	2009	-2.7	-0.4	3.1	0.9
건설투자	2008	-0.7	-0.1	0.1	-0.6
	2009	1.1	0.3	-0.1	0.0
설비투자	2008	0.0	0.1	-0.1	-1.3
	2009	-1.0	0.7	0.9	0.5
총수출	2008	0.8	0.6	-0.1	-3.9
	2009	-2.0	5.0	2.3	-0.5
(공제)총수입	2008	0.4	0.7	0.1	-6.3
	2009	-4.2	4.1	3.2	0.1
GDP	2008	1.2	0.3	-0.1	-4.5
	2009	0.2	2.4	3.2	0.2

수출이 2009년 2/4분기부터 빠르게 회복한 것은 무엇보다도 중국의 견조한 증가세와 세계경제의 회복으로 세계 무역이 다시 회복추세를 보였기 때문이다. 다음으로는 원화 환율의 급등으로 수출의 가격경쟁력이 크게 개선되었기 때문이다. 앞에서 설명한 바와 같이 금융기관 자산/부채의 통화 및 만기불일치로 막대한 외환보유액에도 불구하고 환율이 급등하였으며, 이 과정에서 투기세력도 가세하였으나 환율의 신축적 변동으로 수출이 확대되는 효과를 거두었다고 하겠다.

2) 자본유입, 외환 및 환율 정책

이번 금융위기를 통하여 우리나라는 또다시 자본유입의 문제를 겪게 되었다. 외환위기 이후 우리나라의 수출의존도, 주식시장의 외국인 지분율 등이 크게 증가하면서 우리 외환시장이 훨씬 유동적인 시장으로 변모하였고, 그 과정에서 외화차입을 통한 환위험 해징도 활발하게 이루어지게 되었다. 그러나 단기외채가 많아지면 통화 및 만기불일치 문제가 발생하게 된다는 1997년 외환위기의 교훈을 망각한 채 또다시 동일한 문제로 아시아의 다른 나라들보다 더 큰 위기를 겪게 되었다는 사실을 강조해야만 한다. 과잉 단기외채와 통화 및 만기불일치 문제로 2,500억 달러가 넘는 거대 외환보유액의 자기보험(self-insurance) 기능이 전혀 작동하지 않았던 불과 1년 반 전의 경험을 쉽게 잊어서는 안 된다. 미국, 중국, 일본의 중앙은행과 통화스왑 계약을 체결함으로써 우리나라 금융·외환시장이 안정될 수 있었다.

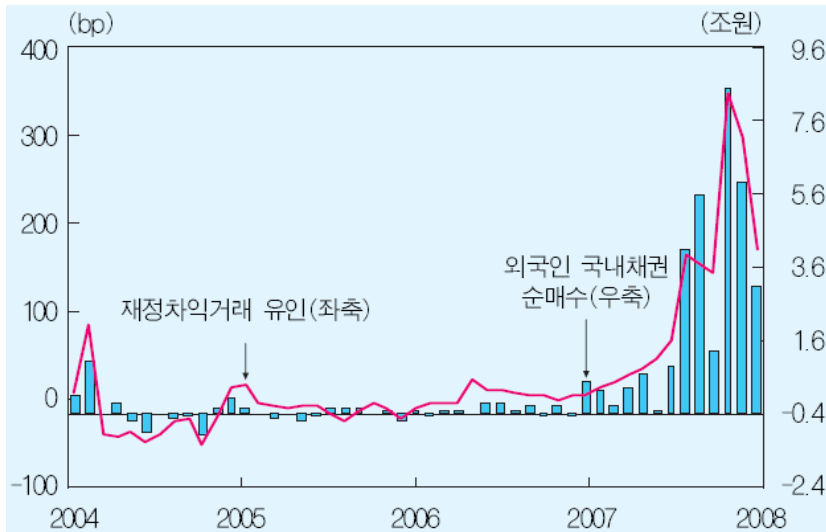
김경수(2009)는 2006-2007년을 자본유입의 문제가 잉태되는 시점으로 보았다. 2005년 4/4분기부터 시작된 외국인 주식투자자금의 회수가 2년간 422억 달러를 넘어섰고 경상수지 흑자는 112억 달러로 대폭 축소되었으나 1,749억 달러의 외화자금이 해외에서 조달되었으며, 은행부문이 무려 1,094억 달러를 차입하였다.

은행부문의 외화자금조달이 크게 증가한 것은 수출업체와 해외펀드 운용 국내 자산운용사 및 선박수출업체의 선물환 매도에 따른 국내 은행의 환 해징 외화차입이 크게 늘었기 때문이었다. 국내 은행들은 차입한 달러화를 원화로 환전하여 원화채권에 투자하였다. 물론 선물환 해징을 위한 외화차입은 만기가 되면 상환되기 때문에 문제가 되지 않는다고 주장할 수 있다. 실제로 이런 이유로 은행의 단기외채 증가가 문제시되지 않았고, 금융위기 이후 수출급감, 주가폭락, 선박수주 취소로 단기외화차입이 상황이 의문시되는데도 큰 문제가 아니라고 주장하기도 하였다.

다음으로는 신용도가 높은 외은지점이나 외국금융기관의 무위험 금리재정거래를 통한 외화차입도 단기외채 증가에 크게 기여하였다. 2007년 하반기에는 재정거래 기회가 크게 확대되었는데, 이는 2007년 하반기 들어 내외금리차가 다시 플러스로 반전하기 시작하고 선물환율이 원화절상 기대를 반영하면서 스왑레이트가 내외금리차를 밀돌기 시작하였기 때문이다. <그림 11>은 재정차익거래 유인과 외국인의 채권투자 간에 밀접한 관계가 있음을 보이고 있다.

마지막으로 은행의 외형성장 경쟁을 들 수 있다. 단기로 차입하고 장기로 운영하는 전략은 수익을 늘리고 외형을 확대하는 첩경이다.

〈그림 11〉 재정차익거래 유인과 외국인의 국내채권 순매수



주: 1) 3개월물 기준, 월평균.

2) 재정차익거래 유인=내외금리차 - 스왑레이트.

자료: 통화신용정책보고서, 한국은행, 2008. 3.

금융감독당국은 자산과 부채 간 만기불일치를 막기 위하여 3개월 이내 외화유동성 비율, 외화 자산·부채간 만기불일치 비율(갭 비율), 중장기외화대출재원 조달 비율의 세 지표를 기준으로 외화유동성을 관리하고 있었으며, 위기 이전에도 이들 기준들이 잘 지켜지고 있었다. 그러나 위기 이전 외화유동성 관리방법에는 다음과 같은 문제점이 있었다. 단기외채로 조달된 자금이 단기자산으로 운용되면 3개월 이내 외화유동성 비율을 충족시키게 되므로 단기외채규모에 관계없이 동 비율을 충족시키게 된다. 따라서 만기별 외화자산 부채의 균형을 이루었다고 하더라도 위기가 발생하여 자산의 회수가 어려워지면 부채상환도 어려워지는 위험에 빠지게 된다. 그러나 동 기준에 의한 외화유동성 관리가 외은지점에는 적용되지 않음으로써 글로벌 금융위기로 외은지점의 자금 조달이 어려워질 때 국내 금융시장도 신용경색을 겪게 된다. 2009년 9월 금융위원회는 이와 같은 문제점을 시정하고자 ‘금융회사의 외환건전성 제고 및 감독 강화 방안’을 발표하였다. 금융위기 이전 은행들이 외화유동성 관리기준을 충족시켰음에도 불구하고 외채 문제가 발생하였으므로 단기외채비율을 일정 수준 이하로 제한하고, 외화자산과 부채에 대한 질적 평가를 하는 등의 내용을 담고 있다. 그러나 외국은행의 국내지점에 대해서는 외화유동성 관리 규제를 적용하지 않았다.

이번 금융위기 과정에서 비록 단기외채가 크게 늘었다고 하나 외환보유액이 유동외채를 초과하는 Greenspun-Guidotti 준칙은 잘 지켜지고 있었다. 그럼에도 불구하고 환율 불안과 외화유동성 부족을 겪었으므로 적정 외환보유액 수준은 얼마나 되어야 할까? 이대기·이규복(2009)은 3개월

수입규모, 유동외채, 외국인포트폴리오 투자의 1/3을 합한 규모를 필요외환보유액으로 보고 이를 추산한 결과 2008년 말 필요외환보유액을 실제 외환보유액 2,012억 달러를 훨씬 상회하는 3,500억 달러 수준으로 추정하였다. 한편, 박대근(2009)은 유동외채를 기준으로 여러 가지 적정 외환보유액을 계산하였는데, 08년 말 적정외환보유액을 실제 외환보유액을 소폭 상회하는 2,200-2,500억 달러 수준으로 추정하였다.

이미 경험한 바와 같이 우리나라가 이번 글로벌 금융위기를 통해 다른 신흥경제국보다 더 크게 외환시장 혼란을 겪은 것은 외환보유액이 낮았기 때문이라기보다는 단기외채 및 외환유동성 관리가 제대로 이루어지지 않고, 금융기관 건전성도 취약했기 때문이므로 금융기관 건전성 및 외채관리가 더 중요하다. 아무리 많은 외환보유액을 가지고 있다고 하더라도 이번과 같은 글로벌 위기 충격이 닥치면 가용 외환보유액이 충분치 않게 될 것이므로 이를 대비하여 평소에 많은 외환보유액을 쌓아 두기 보다는 가능한 한 미리 위기를 예상하고 대책을 마련해야 한다. 아울러 이번 위기에 외환보유액이 작은 선진국들이 별로 외환 충격을 받지 않는 것을 거울삼아 외환시장 선진화를 추진해야 한다.

마지막으로 이번 글로벌 금융위기로 자본이 대규모로 유출되면서 환율이 급등하는 혼란을 또다시 경험하였으므로 자본자유화와 변동환율제 대신 자본 통제와 환율목표제를 대안으로 고려할 수도 있다. 그러나 외환 및 자본 자유화를 추진하면서도 국내 금융시장 정책과의 조화를 통하여 자본 유출입의 불안을 막을 수 있다면 환율은 시장수급을 반영하여 변동하도록 하는 것이 바람직하다. 우리나라는 글로벌 금융위기로 자본이 유출되며 환율이 급등하는 불안을 겪었지만 동시에 환율급등으로 수출기업의 수익성이 높아지면서 실물 경기 회복에 도움을 주었다. 또한 우리나라는 물가안정목표제 하에서 통화정책을 통하여 실질환율의 안정을 도모하고 있으므로 변동환율제 하에서도 실물경제에 미치는 영향을 최소화할 수 있다.

3) 통화 정책의 평가

앞에서 우리나라는 통화정책과 재정정책 모두 경제 회복을 위하여 신흥경제국보다 훨씬 크고 선진국과 비교해서는 중간 쏘 가는 규모의 확대 정책을 실시하였다고 하였다. 그렇다면 금융위기 이후 우리나라의 기준금리 인하와 유동성 확대 정책은 얼마나 효과가 있었을까?

우리나라는 물가안정목표제를 채택하고 있으므로 통화정책의 최종목표는 경기나 고용의 안정이 아니라 물가안정이어야 한다. 실제로 이번 글로벌 금융위기 과정에서 물가안정목표제를 채택한 국가들은 물가안정목표제를 채택하지 않았던 국가들에 비하여 양호했던 것으로 분석되고 있다. 물가안정목표제를 채택한 국가들은 2008년 8월 이후 급격한 실질질하를 경험하였음에도 시장위험이 증가하지 않은 것으로 나타났다(Carvalho Filho, 2010).

물가안정목표제 하에서 기준금리는 전형적으로 (예상)인플레이, 산출량 갭, 환율 등에 반응한다. 또한 정책당국은 정책금리 목표를 세우고, 경제에 충격을 주지 않도록 점진적으로 금리를 변경한

다. 이 경우 개방경제하에서 물가안정목표제의 콜금리 반응식은 다음과 같이 정리할 수 있다.⁶⁾

$$i_t = \delta_0 + \delta_1 \pi_{t+n} + \delta_2 x_t + \delta_3 e_t + \delta_4 e_{t-1} + \rho i_{t-1} + \epsilon_t \quad (3)$$

단, i_t ; 콜금리, π_{t+n} ; t 와 $t+n$ 기 사이의 물가상승률, x_t ; 산출량 갭, e_t 는 실질환율.

(1) 식에서 e_t 의 상승이 자국통화의 절상을 나타낸다고 할 때 이론적으로 $\delta_1, \delta_2 > 0, \delta_3 < 0$ 이고, δ_4 의 부호는 미정이다.

〈표 7〉 콜금리 반응식 추정 결과(GMM 추정)

표본기간	상수	π_{t+12}	x_t	i_{t-1}	e_t	e_{t-1}	조정된 R ²	과도식별 P값
99-06	-0.13 (-1.14)	0.048 (3.37)	0.021 (9.06)	0.88 (161.6)	-0.043 (-6.47)	0.048 (7.29)	0.96	0.96
99-08	-0.29 (-2.52)	0.020 (2.20)	0.023 (13.31)	0.88 (136.9)	-0.023 (-4.12)	0.030 (5.52)	0.96	0.93
99-09	0.03 (0.39)	-0.010 (-1.37)	-0.001 (-0.62)	0.99 (137.2)	-0.004 (-0.92)	0.004 (1.16)	0.95	0.96

주: 괄호 안은 t 값.

〈표 7〉은 콜금리 반응식을 추정한 결과이다. 추정기간을 1999년 이후로 잡았으며, 무담보콜금리, 산업생산지수, 소비자물가의 전년동월 대비 상승률, JP Morgan의 실질실효환율(상승은 절상을 의미)의 월간자료를 사용하였다. 산출량 갭은 Hodrick-Prescott 필터를 사용하여 추정하였다. (1)식의 ϵ_t 는 기준금리에 대한 외생적 충격에 인플레이, 산출량, 환율 등 목표 기준금리 결정변수 예측오차의 선형결합을 더한 것이므로 정보변수와 직교해야 한다. 이러한 직교조건을 만족시키기 위하여 GMM(Generalized Method of Moment) 방식으로 추정하였으며, 수단변수로는 콜금리, 인플레이, 산출량 갭, 실질실효환율 전기대비 변화율의 1에서 6기 전 값과 9기 및 12기 전 값을 사용하였다.

〈표 7〉은 1999-2006년 중 정책금리는 예상소비자물가상승률, 산출량 갭 및 실질환율변화에 이론적으로 예상과 일치하는 방향으로 반응하였다. 또한 표본기간을 2008년으로 연장하면 큰 차이가 없으나 2009년으로 1년 더 연장하면 그 이전 10년간에 걸쳐서 유의했던 계수들이 모두 유의하지 않게 된다.⁷⁾ 금융위기 발생 이후 기준금리를 연 5.25%에서 2009년 2월에 연 2% 수준으로 대폭 하향조정한 후 1년 이상 변경하지 않았는데, 이는 통화당국이 금융위기 이후 종래의 방식

6) 자세한 도출 과정과 추정과정은 박원암(2008a, 2010) 참조.

7) 2009년의 1년 후 예상인플레이는 작년말 한국은행의 2010년 소비자물가상승률 전망치인 상반기 2.7%, 하반기 2.9%를 적용하였다.

에 따라 기준금리를 변경한 것이 아니라 비정통적인 방법으로 대처하였음을 단적으로 보여주고 있다.

<표 7>에서 표본을 2009년까지 연장하면 평활화 계수가 1에 가까워서 산출량 갭이나 예상 인플레이션의 변화 등 경제여건의 변화에도 불구하고 기준금리를 매우 경직적으로 운용하고 있다는 결과를 얻었다. 콜금리가 인플레이 여건에 반응하지 않는 현재의 통화정책은 매우 이례적인 것이므로 향후 경제회복과 더불어 기준금리를 보다 신축적으로 운용함으로써 물가안정을 이루어야 할 것이다.

4) 재정정책의 평가

금융위기가 생산과 고용에 미치는 충격에 대처하기 위한 재정정책의 효과에 대해서는 선진국은 물론이고 우리나라에 있어서도 의견이 대립되고 있다. 미국의 오바마 행정부가 경기부양을 위한 특별 예산을 편성할 때 신용경색 하의 케인지언 모형을 사용하여 제시한 재정지출 승수는 1.57 이고, 감세 승수는 0.99 이었다. 재정지출 승수가 감세 승수보다 크기 때문에 세금을 낮추기보다 재정지출을 확대하였다. 재정정책의 승수를 계산하기 위해서는 통상적으로 경제모형을 이용하게 되는데, 이 경우 잘 알려진 루카스 비판(Lucas Critique)에 봉착하게 된다. 뿐만 아니라 베이스 라인을 어떻게 설정하는가에 따라서도 재정정책의 효과가 달라진다.⁸⁾ 우리나라의 경우에도 연구자 별로 다른 결과를 얻었다.⁹⁾

글로벌 금융위기를 맞아 재정을 확대할 때 많은 나라들은 감세보다는 정부지출 확대에 비중을 두었으며, 재정 확대도 3T(Timely, Targeted, Temporary) 원칙을 준수하려 노력하였다. 재정정책의 효과는 금리를 일정 수준에서 유지하는 순응적(accommodative) 통화정책 및 각국이 정책 공조를 통하여 같이 재정을 확대할 때 극대화된다. 특히 우리나라와 같이 수출의존도가 높은 국가에서는 정책공조를 통하여 다른 나라들도 재정확대를 할 경우와 우리나라만 재정확대를 할 경우의 효과가 크게 달라진다.

최근 Coenen et al.(2010)은 미국 연준, 유럽중앙은행, IMF, European Commission, OECD, 캐나다 중앙은행의 7개 모형을 이용하여 일시적인 재정 충격의 효과를 추정했는데, 연구결과는 다음과 같다. 우선, 정부투자, 정부보조금, 감세 등 재정정책의 승수는 모형에 따라 크지 않으며, 특히 정부지출과 특정 계층이나 부문에 대한 이전지출의 승수가 매우 큰 것으로 조사되었다. 둘째, 재정확대를 1년에 끝내기보다는 몇 년에 걸친 지속성을 가지며 순응적 통화정책과 병행할 때 효과가 가장 큰 것으로 나타났다. 마지막으로 영구적인 재정확대는 오히려 초기 재정승수를 낮추며, 장기적으로는 산출량을 감소시키는 것으로 추정되었다.

이상의 연구결과로부터 우리나라의 대규모 재정확대가 경제회복에 기여한 바가 매우 컸을 것으

8) 정부지출과 감세의 유효성에 대한 논란에 대해서는 Mankiw(2010) 참조.

9) 우리나라의 재정정책 효과에 대해서는 백웅기(2009) 참조.

로 판단된다. 백웅기(2009)는 한국은행과 일부 국내 연구결과를 인용하여 거시경제정책의 성장을 제고효과를 시산하였는데, 정부지출확대, 감세, 금리인하는 경제성장률을 각각 2.35%, 0.46% 및 1.04% 높인 것으로 나타났다. 한편, IMF는 2009년 정부지출확대와 감세 규모가 각각 GDP의 2.6% 및 1.2%에 달할 것으로 추정하고, 이러한 재정확대정책은 2009년 성장률에 1-1.5% 기여한 것으로 평가하였다(Eskesen, 2009).

두 결과를 비교하면, 백웅기는 정부지출확대와 감세의 재정확대조치의 승수가 1년 내에 1에 상당히 가까워질 것으로 보는 반면, IMF는 재정확대조치의 승수가 1/3 쯤 될 것으로 보고 있다. 보다 구체적으로 정부지출과 정부소비의 승수는 1년 내 0.8에 달하나 소득이전 지출의 승수는 대상을 잘 선택했을 경우 0.3정도일 것으로 추정했다. 이렇게 소득이전 지출의 승수가 작은 것은 소득 증가로 수입도 늘어나기 때문이다. 감세의 승수도 대체로 0.3을 밑도는 것으로 추정했다. 그러나 다른 나라들도 똑같이 재정확대 조치를 했을 때 승수는 약 1.5배가 되는데, 이는 우리나라의 수출 의존도가 높기 때문이다.

4. 향후 과제

글로벌 금융위기로 2008년 4/4분기 중 전기비 -4.5% 성장하였던 우리 경제는 작년 중 0.2% 성장하였고, 올해에는 5%대의 성장이 예상되고 있다. 이 시점에서 우리에게 주어진 과제를 살펴보기로 한다.

1) 출구전략

경제가 회복국면에 진입한 현 시점에서 가장 중요한 과제는 출구전략의 시행이다. 경기 침체를 막기 위해서 채택했던 확대 정책기조를 회복국면에서 그대로 유지하면 인플레이 압력이 높아지기 때문에 경기 회복국면에서는 경기침체기의 확대정책들을 거두어들여야 한다.

우리나라도 경제가 회복 국면에 진입하면서 출구전략을 실시하고 있다. 재정수지 적자를 작년 GDP 대비 4.1%에서 올해에는 2.7%로 축소하였으며, 위기 극복 과정에서 공급되었던 유동성을 회수하고 있다. <표 3>에서 한국은행이 공급한 19조원의 원화 유동성과 268억 달러의 외화 유동성 중 총액한도대출 증액 및 은행자본확충펀드와 채권시장안정펀드 지원을 위해 공급한 9조원을 제외하고는 모두 회수되었다. 이제 남은 주요 과제는 기준금리를 인상하는 것이다. 이와 관련하여 지난 2월 IMF는 다음과 같은 정책 권고를 하였다(IMF, 2010).

“..... 물가안정을 위하여 금리를 올리기 이전에 (위기 극복을 위한) 이례적 조치들을 모두 거둬들여야 하는 것은 아니다. 재정적 조정과정에서 중앙은행이 물가안정기조를 완화하도록 압력을 받을 위험이 있으므로 위기 시 채택했던 조치들을 거둬들이는 과정에서 중앙은행의 독립성을 유지하는 것이 매우 중요하다.”

우리나라는 위기 이전 ‘유연한’ 물가안정목표제를 채택하고 있었으므로 <표 7>에서 보인 바와 같이 기준금리가 (예상)인플레이션만 아니라 산출량 갭에도 반응하였다. 뿐만 아니라 개방경제하에서 기준금리가 환율에도 반응하였다. 그러나 금융위기 기간 중 기준금리를 이례적으로 운용하였으므로 경제가 회복국면에 진입한 이 시점에서는 다시 예상인플레이션과 산출량 갭 및 환율변화를 고려하여 기준금리를 변경할 필요가 있다. 2008년 4/4분기 중 전기비 -4.5%의 성장으로 당분간 마이너스의 산출량 갭이 유지되고, 위안화와 원화의 절상 가능성을 높게 보고 있으므로 산출량 갭과 환율 면에서 금리인상 압력은 높지 않을 것이다. 다만 경제회복국면에서 예상되는 인플레이션에 어떻게 선제적으로 대응하는가가 관건이 된다고 하겠다. 아울러 원화절상이 예상되는 가운데 금리를 올리면 <그림 11>에서 본 바와 같이 재정거래 차익유인이 생겨 자본이 유입되고 유동성이 증가할 수 있음에 유의해야 한다.

2) 가계부채

가계부채는 우리 경제의 아킬레스 건으로 남아 있다. 2009년 말 가계신용 잔액은 734조원에서 신용위기 속에서도 전년대비 6.6% 증가하였다. 가계대출잔액의 주택담보대출 비중은 54%로 전년에 비해 약 1%포인트 증가하였다. 가계부채의 문제점은 가계의 채무상환능력이 낮지 않다는 것이다. 우리나라 가계의 금융자산/금융부채 비율이나 금융부채/가처분소득 소득 비율은 선진국보다 열악하며, 지난 몇 년간 지속적으로 악화되어 왔다.¹⁰⁾

2009년 11월 현재 가계대출의 연체율은 0.6%로 매우 낮으며, 주택대출담보인정비율(LTV)도 평균 50%를 밑돌아 70-80%인 미국이나 영국보다 낮은 수준이다. 그러나 글로벌 금융위기 이후 미국과 영국 등에서는 가계부채의 디레버리징이 일어나고 있는데, 우리나라는 가계부채가 지속적으로 늘어나고 있어서 매우 걱정스럽다. 가계부채 지속적 증가의 원인이 저금리 때문이라면 향후 기준금리를 올리는 과정에서 가계의 소비가 위축되고 연체율이 상승할 수 있다. 연체율이 상승하면 가계대출의 차환이 어려워지고 결국 담보물을 처분하게 되는데, 주택이나 금융자산 담보물을 처분해야 하는 상황에 처하게 되면 주택가격 하락이나 금리 상승을 촉진하게 되어 가계부문의 과다차입에 의한 Boom-Bust Cycle 을 경험할 수 있다. 이번 금융위기 과정에서 거대 외환보유액이 단기외채의 상환을 담보하지 못한 것처럼 주택대출담보인정비율이 낮다고 해서 가계대출의 상환을 담보하지 못할 수 있다.

우리나라의 주택담보대출인정비율은 평균 50%를 밑돌고 있으므로 주택가격이 크게 떨어지지 않는 한 안전하다고 해서는 안 된다. 우리는 금융위기 이전 외환보유액이 유동외채보다 커야 한다는 Greenspun-Guidotti 준칙을 지키고 있었으므로 환헤징 과정에서 크게 늘어난 단기외채가 문제가 되지 않는다고 주장하기도 하였다. 그러나 일단 외환시장이 불안해지자 유동외채보다 큰 외

10) 개인부문의 금융자산/금융부채 비율은 작년에 소폭 상승하였다.

환을 보유했음에도 불구하고 속수무책이었다.

금융위기로 가계의 위기 이전에 비해 크게 낮아진 가운데, 가계가 저금리를 이용하여 부채를 늘려나가면 머지않아 채무상환의 문제에 봉착하게 된다. 그런데도 우리나라는 가계대출에 있어서 상환능력보다는 담보가치를 중시하고 있었다. LTV는 선진국에 비해 낮으나 DTI 규제는 특정지역에 한하여 선진국 수준의 비율을 적용하기 때문에 선진국에 비해서 완화되어 있다.¹¹⁾ 우리나라 가계의 상환능력이 선진국에 비해 낮다는 점을 고려할 때 우리나라의 LTV가 선진국에 비해 그렇게 낮은 수준이 아닐 수 있다.

우리나라의 가계부채 문제는 향후 우리 경제의 아킬레스 건이 될 수 있으므로 외국인들의 관심 사항이 되고 있다. IMF의 Karasulu(2008)는 한국노동연구원의 노동과 소득 패널 자료를 이용하여 한국의 가계부채에 대한 스트레스 테스트를 실시하였는데 금리가 1-3% 포인트 상승하면 이로 인해 가계 부실이 8.5-17%포인트 늘어날 것으로 추정하였다. 또 집값이 10-30% 하락하면 가계 부실이 4-5%포인트 정도 늘어날 것으로 추정하였다.

금융위기 극복과정에서 정부가 부채를 늘렸기 때문에 재정건전성이 강조되는 것처럼 금융위기 극복과정에서 가계가 부채를 늘려 나갔기 때문에 가계 부채의 건전성이 강조되어야 한다. 경제회복에 부담이 되더라도 지금부터 가계부채의 상환능력을 높여가지 않으면 향후 금리 인상과정에서 더 큰 부작용을 유발할 수 있다.

3) 자본수지 및 외환 정책

1997년 외환위기에 이어서 이번 글로벌 금융위기에서도 금융기관 자산·부채의 통화 및 만기 불일치 문제로 극심한 혼란을 겪었으므로 외화차입 및 유동성 관리에 더욱 만전을 기해야 할 것이다. 아울러 G-20의 의장국으로서 신국제금융질서 논의에 적극적으로 참여하여 국내 금융시장의 건전성과 투명성을 높여야 할 것이다. 우리나라의 경우 원화의 국제화가 이루어지지 않은 가운데 자본의 투기적 이동에 따른 금융시장과 환율의 불안으로 큰 고통을 겪었으므로 투기적 자본이동 방지와 금융안전망 구축에서 가시적인 성과를 얻을 수 있도록 해야 한다.

금융위기로 내수가 위축되고 경상수지가 대규모 흑자를 보이면서 지난 3월말 외환보유액이 2,723억 달러로 늘어났다. 앞서 논의한 바와 같이 이번 금융위기 중 우리나라의 외환시장이 다른 신흥경제국보다 크게 불안해졌던 것은 외환보유액이 낮았기 때문이 아니고, 단기외채 및 외환유동성 관리가 제대로 이루어지지 않고, 금융기관 건전성도 취약했기 때문이다. 따라서 평소에 많은 외환보유액을 쌓아 두기 보다는 리스크 관리를 강화하고, 이번 위기에 외환보유액이 작은 선진국들이 별로 외환 충격을 받지 않는 것을 거울삼아 외환시장 선진화를 추진해야 한다.

아울러 위기 이전 외환 리스크 관리 실패와 금융기관의 건전성 악화로 환율이 큰 폭으로 변동

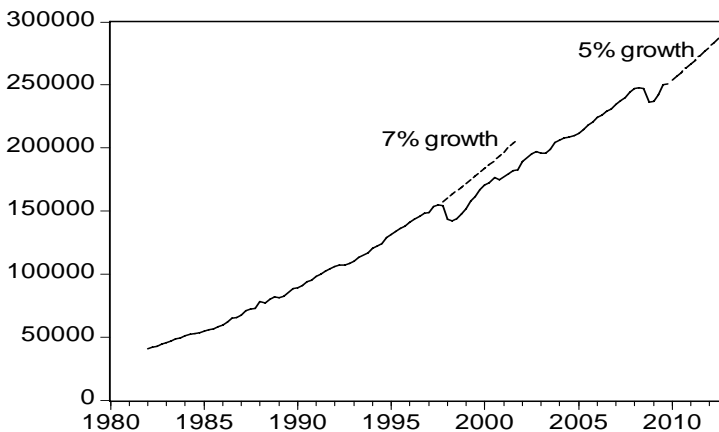
11) 우리나라는 강남구 40%, 서울 50%, 인천 경기 60%의 DTI 규제를 하고 있으나 미국의 금융기관들은 모기지 대출에 있어서 일반적으로 서브프라임 60%, 프라임 40%의 DTI 비율규제를 하고 있다.

하였지만 원화의 신축적 변동으로 수출의 가격경쟁력이 크게 개선되는 효과를 거두기도 하였다. 이번 위기를 통하여 신축적 환율변동의 부정적 측면과 긍정적 측면을 모두 보았으므로 환율안정을 위하여 직접적으로 개입하기 보다는 물가안정목표제를 통하여 실질환율의 안정을 도모함으로써 신축적 환율변동의 부작용을 최소화하여야 한다.

4) 잠재성장을 제고

<그림 12>는 지난 30여 년간 계절조정 분기별 실질 GDP 추이를 보이고 있다. 1997년 외환위기를 맞아 1998년 1/4분기에 전기비 -7% 성장하였으나 이후 경제가 빠른 속도로 회복되었다. 그러나 외환위기 이후 우리 경제의 잠재성장률은 연 7%에서 연 4%대로 추락하였으므로 외환위기 없이 연 7% 성장했을 경우에 비하여 GDP 수준이 크게 하락하였다. 즉 1997년 외환위기는 우리 경제에 영구적으로 충격을 주었다고 하겠다.

<그림 12> 금융위기 충격의 영구성



이제 제 2차 세계대전 이후 가장 큰 위기라고 하는 글로벌 금융위기가 세계경제나 우리 경제에 영구적인 충격으로 남아있을 것인가가 관심의 대상이다. 작년 10월 IMF는 세계경제가 내년에는 위기 이전의 연 4%대 성장을 회복할 것이라고 하였다. 그러나 글로벌 금융위기 이전의 성장추세로 돌아가려면 세계경제는 위기 이전보다 더 빨리 성장해야 한다. 위기 이전의 성장세를 회복했다고 해서 금융위기로부터 벗어났다고 보기 어렵다. 1930년 대공황의 경우 세계경제는 위기 이후 위기 이전보다 더 빠르게 성장함으로써 1940년대에는 대공황의 충격에서 완전히 벗어날 수 있었다.

마찬가지로 올해 이후 우리 경제가 연 5% 성장한다고 해서 위기에서 벗어나는 것은 아니다. 연

5%의 성장은 위기 이전 연 4.5%의 잠재성장과 비슷한 수준이므로 <그림 12>에서 보는 바와 같이 우리의 생활수준이 금융위기가 없었을 경우에 비하여 낮아지며, 금융위기의 충격이 우리 경제에 영구적으로 남아있게 된다. 금융위기의 충격을 일시적으로 만들려면 위기 이후 경제성장률이 위기 이전의 잠재성장률 4-5%보다 높아야 한다.

이번 금융위기의 극복 과정은 1997년 외환위기와 비교해서 크게 달랐다. 이번에는 위기극복 과정에서 환율을 안정시키기 위하여 고금리 정책을 사용하지 않았으며, 위기의 원인이 외부에 있었던 만큼 구조조정과 부실정리가 대규모로 진행되지 않았다는 것이다. 외환위기 시에는 대기업과 금융기관의 대규모 부실이 문제가 되었으나 이번에는 중소/중견기업 및 일부 대기업의 부실만 문제가 되었다. 가계대출의 부실이 저소득계층을 중심으로 발생할 것으로 예상하기도 했으나 특별히 문제가 되지 않았으며, 오히려 가계대출이 증가하였다.

금융위기를 극복하고 잠재성장률을 높이기 위해서는 거시경제안정뿐만 아니라 구조조정 및 부실정리도 필요하다. 그러나 중소기업 구조조정, 노동시장 유연화, 공공부문 개혁 등 구조조정의 순서와 완급에 대해서는 다양한 의견이 제시될 수 있으며, Stiglitz(2002)는 순서의 문제가 단순히 시행과정상의 문제가 아니라 개혁의 원칙에 관한 문제가 되어야 한다고 하였다.

현 정부가 출범할 때에만 해도 구조조정과 개혁에 관한 관심이 높았으나 금융위기를 거치면서 퇴색하고 말았다. 그러나 대형 위기를 극복하는 과정에는 어김없이 개혁의 리더십이 있었다. 대공황 시에는 루스벨트의 개혁이 있었고, 1980년대 초에 세계경제가 침체에 빠졌을 때에는 레이건과 대처의 개혁이 있었다. 레이건은 임기 초 세계경제의 침체와 물가안정을 위한 초긴축정책의 시행으로 -2%의 성장을 경험하였으나 이후 경제의 급속한 회복으로 임기 말에는 성장률을 7%까지 높일 수 있었다.

금융위기를 맞아 ‘대한민국 747’ 계획의 실현가능성은 희박해졌으나 잠재성장률을 높이려는 비전까지 포기할 필요는 없다. 세계경제가 급속하게 회복될 경우에는 2012년의 성장률을 7%까지 높일 수 있으며, 이렇게 될 때 금융위기의 충격이 일시적이 된다. 진정하게 위기를 극복했다고 평가할 수 있을 것이다.

5. 맺음말

글로벌 금융위기는 현 정부의 경제정책에도 상당한 영향을 미쳤다. “7% 성장, 300만개 일자리 창출” 비전 달성이 어려워지고, ‘친서민·중도실용 정책’을 강화하게 되었다.

2008년 9월 리먼 브러더스의 파산으로 글로벌 금융위기가 발생하기 이전 우리 경제는 상당히 취약했었다. 2007년 4/4분기부터 성장이 둔화되고 있었으며, 단기외채가 급증하는 가운데 외화유동성 관리의 실패로 1997년 외환위기 때와 마찬가지로 금융기관 자산 부채의 통화 및 만기불일치가 심화되어 있었다. 2,500억 달러가 넘는 외환을 보유하고 있었으나 글로벌 금융위기가 발생했

을 때 유동외채가 외환보유액과 거의 같고 대외채무가 대외채권부터 많아서 대규모 자본유출에 따른 극심한 외화유동성 부족 및 금융불안, 경기급랭을 경험하였다.

미증유의 충격에 대응하여 정부는 비전통적이고 이례적인 통화확대정책과 대규모의 재정확대 정책을 실시하였다. OECD나 G20 국가의 평균을 상회하는 확대정책과 중국을 비롯한 세계경제의 회복으로 수출이 늘어나면서 우리 경제가 빠르게 회복되었다.

경제회복 국면에서 우리 경제는 다음과 같은 과제를 안고 있다. 첫째, 경제회복을 위하여 실시했던 과감한 확대정책을 거두어들여야 한다. 이미 이례적인 방법으로 공급된 유동성을 많이 회수하였고, 재정적자도 감축될 예정이다. 남은 주요과제는 기준금리를 인상하는 것인데, 재정적자를 줄이는 과정에서 중앙은행이 물가안정기조를 완화하도록 압력을 받을 위험이 있으므로 출구전략 시행과정에서 중앙은행의 독립성을 유지하는 것이 매우 중요하다.

둘째, 금융위기를 맞아 가계의 상환능력이 저하된 반면, 가계부채는 지속적으로 늘어나서 가계 부채가 우리 경제의 아킬레스 건이 되고 있다. 금리 인상과 더불어 가계의 상환능력이 지속적으로 저하될 경우 평균 50%를 밑도는 주택대출담보인정비율(LTV) 규제가 가계대출의 안정성을 담보하지 못한다. 따라서 총부채상환비율(DTI) 규제 등으로 가계부채의 건전성을 높여야 한다.

셋째, 1997년 외환위기에 이어서 이번 글로벌 금융위기에서도 금융기관 자산·부채의 통화 및 만기불일치 문제로 극심한 혼란을 겪었으므로 외화차입 및 유동성 관리에 만전을 기하고, 아울러 G-20의 의장국으로서 신국제금융질서 논의에 적극적으로 참여하여 국내 금융시장의 건전성과 투명성을 높여야 한다.

마지막으로 중소기업 구조조정, 노동시장 유연화, 공공부문 개혁 등의 구조조정으로 잠재성장을 높이고 제고함으로써 이번 금융위기의 영구적 충격에서 벗어나야 한다.

■ 참고문헌

- 김경수, “소규모 개방경제의 거시경제 취약성: 자본유입의 문제와 한국경제,” 『금융위기 이후 우리나라 금융이 나아갈 방향』, 전국경제인연합회, 2009. 12.
- 박대근, “외채 및 외환보유고 관리,” 『금융위기 이후 우리나라 금융이 나아갈 방향』, 전국경제인연합회, 2009. 12.
- 박원암, “거시 및 금융,” 『대통령 당선자 경제공약의 현실성 검증과 제언』, 한국경제학회 경제정책포럼, 2007. 12. 26.
- 박원암, “우리나라 물가안정목표제와 환율운용,” 『대외경제연구』, 제12권 제1호, 대외경제정책연구원, 2008년 6월.
- 박원암, “글로벌 금융위기와 한국경제,” 한국국제경제학회 정기학술대회, 2008. 12.
- 박원암, “글로벌 금융위기와 물가안정목표제 평가: 근원인플레이션을 중심으로,” 초고, 2010. 4.
- 백웅기, “글로벌 경제위기 극복을 위한 재정·금융정책의 효과와 출구전략,” 한국재정학회 추계학술대회 정책토론회, 2009. 10. 23.
- 이대기·이규복, “외환관리 정책의 재조명과 바람직한 외환정책,” 2009.

- 허찬국, 『1997년과 2008년 두 경제위기의 비교』, 연구 09-20, 한국경제연구원, 2009.
- Bailey, M., R. Litan, and M. Johnson, “The Origins of the Financial Crisis,” Brookings Institute, Washington, D. C. Nov. 2008.
- Calomiris, C., “The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next?” presented at IMF Ninth Jacques Polak Annual Research Conference, Washington, D.C. November 13-14, 2008.
- Carvalho Filho, I., “Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment,” IMF Working Paper WP/10/45, 2010.
- Coenen, G., et al., “Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models,” IMF Working Paper WP/10/73, 2010.
- Eskesen, L., “Countering the Cycle—The Effectiveness of Fiscal Policy in Korea,” IMF Working Paper WP/09/249, 2009.
- IMF, “The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis,” 2009.3.6.
- IMF, “IMF Discusses Exiting From Crisis Intervention Policies,” Public Information Notice (PIN) No. 10/27, February 23, 2010.
- Karasulu, M., “Stress Testing Household Debt in Korea,” IMF Working Paper WP/08/255, Nov. 2008.
- Mankiw, G., “Questions about Fiscal Policy: Implications from the Financial Crisis of 2008-2009,” Federal Reserve Bank of St. Louis Review, May/June 2010, 92 (3).
- Stiglitz, J., *Globalization and Its Discontents*, Norton, 2002.