

First Draft

# 글로벌 금융위기와 한국경제의 현황과 대응방안

서울대학교 경제학부  
김 인 준

## <표 목 차>

표 1	대미달러 환율 변동률	14
표 2	국제수지 요약표	20
표 3	자본수지 주체별현황	21
표 4	증권투자 현황	22
표 5	한미일 주가지수 하락폭 비교	25
표 6	IMF 경제성장률(GDP) 전망	41

## <그 림 목 차>

그림 1	총 외채 및 단기외채 추이	15
그림 2	일별 KOSPI 추이와 외국인 주식 순매수	26
그림 3	시가총액대비 외국인주식보유금액비중 추이	26
그림 4	한/미 주가지수 추이	27
그림 5	월별 주식매매가격 종합지수 추이 및 증감률	29

# 글로벌 금융위기와 한국 경제

서울대학교 경제학부

김 인준

## 글로벌 금융위기

### 미국 금융위기는 어떻게 시작되었는가

미국 발 글로벌 금융위기는 여러 가지 요인이 복합적으로 작용한 결과이다. 먼저 정보기술(Information Technology: IT) 산업 버블 붕괴 이후 경기 부양을 노린 미국 중앙은행이 채택한 저금리 정책을 들 수 있다.

이러한 중앙은행의 통화팽창 정책은 주식시장의 거품과 부동산 시장의 거품을 가져오는데 결정적인 역할을 하였으며 그 붕괴 과정에서 지금의 글로벌 금융위기가 잉태된 것이다. 주택시장의 거품 현상은 미국 가계가 저축은 거의 하지 않고 과도한 대출로 주택을 구입한 것도 한 원인이었다.

한편 미국의 가계부문과 정부부문의 적자로 인해 결국 큰 폭의 경상수지 적자를 기록하게 되었으며 그 결과 미국의 외채는 빠른 속도로 누적되었다. 이러한 경상수지 적자는 외국 자본의 유입, 즉 자본 수지의 흑자로 충당되면서 외국의 미국 유가증권에 대한 수요가 큰 폭으로 늘어났다. 미국이 파생금융상품 등을 이용해 새로운 금융상품을 계속 만들어 낸 이유 중의 하나가 이러한 금융상품들에 대한 수요가 세계적으로 있었기 때문이다. 다시 말해 글로벌 불균형이 발생하면서 미국국제수지 적자 반대편에 오일을 수출하는 중동 국가와 중국, 일본, 한국 등 동아시아 국가들이 있었으며 금융시장의 글로벌화는 더욱 가속화되었다.

이와 더불어 이번 금융 위기가 부동산 가격 하락과 이자율 상승에 따라 모기지 대출자들이 이를 갚지 못한 데에 근본적인 원인이 있었지만 과도한 파생금융상품의 남용 등 월 스트리트의 탐욕이 금융위기를 더욱 심화시킨 것 또한 사실이다.

그런데 그 당시 미국 연방준비제도 이사회(Federal Reserve Board: FRB) 의장인 그린스펀은 파생금융상품이 위험을 감당할 수 있는 능력에 따라 위험을 분산시킨다는 입장을 취하면서 이에 대한 규제를 강력히 반대하였다.

월 스트리트의 탐욕으로 인해 대리인 문제의 대표적 전형인 지배구조의 문제가 발생하고 금융시장의 시스템 위험이 과소 평가되면서 금융기관들의 부채비율(leverage)이 과도하게 높아졌다. 미국 연방준비제도 이사회가 긴축 정책으로 선회하고 부동산 시장의 거품이 꺼지고 신용 경색 현상이 나타나자 금융기관들의 과도한 부채 의존도가 글로벌 금융위기를 촉발시키는 계기가 되었다.

한편 금융기관들의 과도한 증권화와 파생금융상품 의존도 결과적으로 서브프라임 모기지 사태로부터 야기된 금융위기 규모 파악을 어렵게 하고 금융산업과 금융시장 전반으로 확산시키고 글로벌화 하는 데 결정적으로 결정적인 역할을 하였다.

IT 산업 시장의 붕괴 후 2003년부터 정부의 팽창금융정책 결과 소득 증가율을 훨씬 초과하는 부동산 시장의 거품 현상이 본격적으로 나타나기 시작하였다. 부동산 시장의 거품 현상은 가격이 오름세가 계속 될 것이라는 자기실현적 기대(self-fulfilling expectation)와 어울리면서 계속되었다.

한편 신용도가 낮은 차입인들을 대상으로 한 서브-프라임 모기지 대출(sub-prime mortgage loan) 또한 주택시장의 거품을 가속화시켰다. 2000년 전까지 만 해도 서브-프라임 모기지 대출은 거의 일어나지 않았다. 그러나 주택가격이 계속 오르고 파생금융상품을 이용한 새로운 금융 상품들을 만들어 내면서 모기지 대출 업체들은 서브-프라임 모기지 대출을 크게 늘렸다. 주택가격이 오르는 상황에서 서브-프라임 모기지 대출도 증권화하여 팔아서 처리할 수 있기 때문이다.

모기지 대출 업체들은 서브-프라임 모기지 대출을 늘리기 위해서 최초 구입시 집값의 일부를 지불하는 선금(down-payment)도 면제해주었을 뿐만 아니라 최초 2-3년간은 저리의 변동금리로 돈을 빌려 주면서 대출을 늘렸다.

모기지 대출의 증권화란 모기지 대출들을 하나의 패키지(package) 속에 모아서 이 패키지가 보장하는 증권을 만들어 투자자들에게 파는 것을 의미한다. 이 경우 투자자들은 모기지 대출을 받은 사람들이 지불하는 원금과 이자로 보상을 받는다.

최초의 모기지 증권화는 1970년대 이후 준 공적 기관인 주택 금융회사 성격의 Fannie Mae와 Freddie Mac에 의해서 행해졌으며 이들 기관들은 시장성을 높이기 위해서 주택담보부채권(mortgage-backed securities: MBS)에 대해서 지급보증을 서왔다. 그렇지만 이들 기관들은 상대적으로 신용도가 높은 프라임 모기지 대출

(prime mortgage loan)을 대상으로 삼았으나 점차 서브-프라임 대출이 포함된 주택담보부채권을 보유하게 되었으며 금융위기가 진행되는 과정에서 프라임 모기지 대출도 일부 부실화되면서 이들 기관들의 부실 규모가 커지게 되었다.

한편 지난 10년간 투자은행들이 중심이 되어 서브 프라임 모기지 대출을 부채 담보부채권(Collateralized Debt Obligation: CDO)으로 포장(package)하고 이를 위험도에 따라 각기 달리 분할 발행하여 서로 각기 다른 위험 수준을 선호하는 투자자들에게 판매함으로써 대출의 증권화가 본격적으로 이루어졌다. 이 과정에서 신용평가회사들로부터 신용 보강을 받거나 채권보증회사(Mono-line Insurer)로부터 지급보증을 받아 신용도를 높여서 상대적으로 낮은 이자율로 채권을 발행하곤 하였다. 이 경우 신용평가회사들은 채권 발행회사로부터 수수료를 받고 금융 상품의 신용을 평가하였으며 채권보증회사들도 프리미엄(premium)을 받고 채무가 불이행 될 경우 대신 갚아준다는 보증을 썼다.

한편 최근에는 보험회사와 투자은행들이 채권보증회사의 지급보증과 유사한 신용불이행 스왑(Credit Default Swap: CDS)<sup>1</sup>을 팔았다. 그런데 문제는 CDS 시장 규모가 수십 조 달러에 이르는 데 반해서 이들 판매 기관들의 자본이 턱 없이 부족하여 신용 불 이행 시 이들 거래를 뒷받침해 줄 수가 없다는 점이다.

기관투자자들의 자금이 MBS와 CDO 시장에 흘러 들어옴에 따라 과거 신용이 낮아서 대출을 받기 힘든 사람들도 대출을 받게 되었고 이것이 주택 수요를 늘리면서 다시 주택 가격을 크게 올렸다.

금융 이노베이션은 통화당국이 저금리 정책을 쓰고 금융감독이 제대로 이루어지지 않으면서 더욱 확산되었다. 금융기관들은 낮은 금리로 자금을 빌려 모기지 관련 MBS나 CDO 증권을 다량 구입하였다. 특히 금융기관들은 구조화투자회사(Structured Investment Vehicle)를 만들어 이들 거래를 금융당국의 규제와 감독을 받지 않는 부외거래로 처리하였다. 또한 투자은행 등 일부 금융기관들은 자금 조달을 환매채와 같은 단기 담보부 차입(collateralized borrowing)에 크게 의존함으로써 그들 부채의 1/4 이상을 매일 조달해야 하는 실정이었다.

부동산 가격이 오르고 저금리 자금이 풍부한 상황에서는 이러한 단기채를 차환(rollover)하는데 큰 문제가 없었다. 그러나 부동산 시장의 거품이 꺼지고 정부의 긴축 금융정책에 따라 금리가 오르고 금융기관들의 부실이 우려되는 상황에서 채

---

<sup>1</sup> 디폴트 위험을 매매하는 장외파생금융상품으로 채권보유자가 채권발행자로부터 원리금을 받지 못할 경우 손실보전을 약속한 회사가 대신 갚아 주는 계약이다. 위험도에 따라 swap rate가 달리 부과된다.

권자들은 이들 금융기관들의 부채를 차환해주는 것을 거부하기 시작하였다. 그 결과 부채/자본 비율이 높았던 금융기관들이 자산을 급히 내다 팔면서 자산 가격이 급락하고 금융 부실이 심화되었다.

여기서 우리는 어떻게 위험에 대한 정확한 평가 없이 이런 파생금융상품을 이용한 증권화 과정이 계속되면서 금융위기로 치닫게 될 수 있는지 의문을 갖게 된다. 즉, 최초의 모기지 대출 업체, MBS 발행자, CDO 발행자, 채권보증회사, 신용평가회사, CDS 판매자들이 리스크에 대한 정확한 실사(due diligence)를 하지 않고 컴퓨터 리스크 모델(computer risk model)의 결과를 그대로 받아들여서 금융위기를 초래할 수 있었는가 하는 문제이다.

혹자는 증권화 과정 자체가 모기지 대출을 필두로 정확한 실사(due diligence)를 하지 않게 만드는 이유라고 본다. 자산 리스크를 증권화를 통해서 떠 사람에게 넘길 수 있다고 믿는 상황에서 자산 리스크를 제대로 평가할 인센티브가 줄어들 것이라는 것이다. 그렇지만 증권화 과정에서 구조화투자회사를 설립하여 부외거래로 처리하더라도 손해가 발생할 경우 모 금융기관의 대차대조표에 다시 반영되면서 손실을 다시 떠 맡게 된다는 사실을 관련 금융기관들은 알 것이기 때문에 이러한 주장은 설득력이 약하다.

또한 위의 설명은 MBS, CDO, CDS 보유자들이 왜 리스크를 제대로 평가하지 못해 큰 손실을 보게 되었는가에 대한 해답도 주지 못한다. 그렇다면 여기에 대한 대답은 무엇일까? 아마 이들도 버블 정신사태(bubble mentality)에 빠져 계속 가격이 올라서 모든 문제를 해결해 줄 수 있다고 믿은 결과일 수 있다. 또한 서브 프라임 모기지 관련 자산이 가져다 주는 높은 수익률에 현혹되었다고 볼 수도 있을 것이다. 그리고 복잡하고 불투명한 파생금융상품을 활용한 증권화 과정을 제대로 이해할 정보나 능력을 갖고 있지 못한 결과라고 볼 수 있다. 그 결과 그들이 신용평가기관의 평가, 채권보증회사의 지급보증, 그리고 결점투성인 컴퓨터 모델을 맹목적으로 믿게 되었을 것이다.

즉, 이들은 신용평가기관을 통해서 신용을 높이고 전문보증보험회사로부터 지급 보증을 받음으로써 안정성을 높일 수 있다고 믿었지만 그 밑에 깔려 있는 위험성을 감지하지 못한 결과 오히려 글로벌 금융위기의 싹을 키웠다.

미국의 금융위기는 유동성위기, 신용위기, 신뢰위기를 겪으면서 실물 부문으로 전염되었을 뿐만 아니라 금융거래가 글로벌 하게 얽혀진 관계로 글로벌 금융 위기 현상도 본격적으로 나타나고 있다.

## 미국의 정책 대응

미국의 금융위기는 실물 부문으로 전염되었을 뿐만 아니라 미국에 이어서 유럽과 신흥 경제의 금융불안과 경기침체도 심화되고 있다.

우선 신용 경색으로 인해 기업들이 투자할 엄두를 내지 못하고 있는 상황에서 주가와 부동산 가격이 큰 폭으로 떨어진 결과 소비 위축이 두드러지면서 실물 부문의 경기 침체 현상이 본격적으로 나타나고 있다. 실제로 미국의 경우 일자리 감소 폭이 대공황 이래 최대를 기록하고 있으며 제조업 지수의 하락 폭도 2001년 9월 11일 테러 사건 이후 가장 크게 나타나고 있다.

한편 서브-프라임 모기지 금융 위기가 미국에서 발생하였음에도 불구하고 금융 거래가 글로벌하게 얽혀진 관계로 유럽 금융 위기 현상도 본격적으로 나타나고 있다. 유럽에서도 부동산 거품 현상이 심화되고 있으며 최근 들어 유럽 주가 하락 폭도 미국에 못지 않다.

미국 금융위기는 신흥경제에도 커다란 충격을 주고 있다. 신흥 경제의 경우 세계 경기 둔화에 따른 수출 감소와 소규모 국내 자본시장에서 자본이 큰 폭으로 해외로 빠져나가면서 그에 따른 충격이 더욱 컸다. 자원 수출국의 경우 원자재 가격의 하락으로 어려움을 겪고 있다.

여기서는 미국이 글로벌 위기에 어떻게 대응을 하고 있는가를 살펴 보자.

## 유동성 확대와 금융구조 조정

글로벌 금융위기의 진원지인 미국의 경우 시중의 유동성과 신용 경색 해소 그리고 신뢰 회복을 위한 금융 구조 조정이 동시에 진행되고 있다. 금융 조정은 정부가 신용보증, 대출, 출자를 통해서 금융기관별로 행해지고 있으며 정부가 부실 금융기관에 대한 M&A를 측면에서 지원하는 형태로 진행되고 있다. 금융 부문의 부실이 현실화되면서 미국의 재무부와 연방준비제도 이사회(Federal Reserve Board)는 뒤에서 금융기관의 통폐합을 주선하였으며 구제 금융 자금을 투입하여 자본 재확충(recapitalization)과 부실 자산 처리를 주도하고 있다. 그렇지만 미국의 금융당국은 공적 자금을 투입하여 의결권이 있는 금융 기관들의 보통주를 매입하거나 부실 처리를 위해 국가 차원의 Bad bank를 세우거나 정부가 투자를 통해서 국유화하는 조치는 취하고 있지 않다. 금융 기관 국유화의 논란을 피하기 위해서이다.

미국의 중앙은행은 2008년 12월 16일 기준금리(Federal Funds Rates)를 0.25%까지 내리면서 기업과 가계에 대한 대출을 대폭 늘리고 있다. 이러한 정책은 앞으로 필요한 경우 통화량을 무한히 늘리겠다는 중앙은행의 의지를 반영한다고 볼 수 있는 반면 앞으로 금리 조절을 통한 통화 정책의 효과는 기대할 수 없게 되었다.

중앙은행은 유동성 확대를 위해서 은행들이 중앙은행으로 돈을 빌릴 때 적용되는 재할인율(discount rates)을 수 차례에 걸쳐서 0.5%까지 인하하였고 재할인 창구를 은행뿐만 아니라 유동성 확보에 어려움을 겪고 있는 투자은행들에게도 넓혀주었다. 이와 함께 중앙은행은 신용 경색을 풀기 위해서 CP나 은행채권 등의 매입을 통해서 해당 금융기관이나 기업에 대해서 직접 유동성을 공급하는 조치를 취하였다.

하지만 지금의 금융 위기는 금융시장의 신용 경색뿐만 아니라 금융기관의 부실을 해결해서 신뢰위기(crisis of confidence)로부터 벗어나야 해결 될 것이다. 이를 위해 정부는 부실 채권 인수뿐만 아니라 주식 출자를 통해 부족한 자본을 보충해 주어야 할 것이다. 실제로 부실 채권 인수와 부족 자본 출자는 동전의 앞뒤와 같은 것으로 은행이 국유화될 경우 출자와 부실채권 인수 비율은 부실 채권의 장부 가격 대비 인수가격에 의해서 결정될 것이다. 그 이후, 금융기관이 구조 조정을 통해 기업 가치가 높아진다면 정부는 투자한 주식을 팔아서 투자금액 이상을 회수할 수도 있을 것이다. 예를 들어 1990년대 스웨덴의 경우는 정부가 은행을 국유화하여 구조조정을 한 뒤 되팔아서 투자자금 이상을 회수하기도 하였다.

## 모기지 업체, 투자 은행, AIG에 대한 자금 지원과 구조 조정

금융 경색 현상이 심화되는 과정에서 금융기관들의 부실이 심화되자 미국의 중앙은행과 재무성은 M&A를 주선하고 구제금융을 제공하여 이들 금융기관들의 도산을 막고 구조조정을 도모하는 정책을 펴나갔다.

글로벌 금융위기 상황에서 미국의 재무성과 중앙은행은 해당 기관의 후순위 금융채권 구입 등을 통해 자본 재확충(recapitalization)을 도왔으며 부실 자산은 해당 금융기관이 중심이 되어 처리하도록 유도하였다. 처음에는 구제 금융을 부실 자산처리에 사용하려고 하였으나 자본 재확충에 활용하는 방향으로 정책이 바뀌었으며 부실 자산은 각 금융 기관들이 자율적으로 처리하는 방향으로 정리되었다. 미국의 금융 당국은 TARP 구제금융 자금 중 2500억 달러를 자금의 수요와 관계



없이 10대 은행의 자본 재확충을 위해 사용하였다.

프린스턴 대학교의 블라인더(Blinder) 교수는 금융위기 과정에서 다음의 여섯 가지 정책대응이 제대로 이루어졌다면 위기가 현재와 같이 확대되지 않았을 것으로 보고 있다. 첫째는 1998년 상품선물거래소 의장인 Born의 경고에도 불구하고 파생금융상품에 대한 감독과 규제 없이 무제한 사용되도록 놓아둔 것이다. 다음으로 투자은행 들의 부채(leverage)비율을 30이 넘도록 놓아둔 것이다. 2004년 전까지만 해도 이들 기관들의 부채 비율은 12 수준을 넘지 않았다. 셋째로 서브-프라임 모기지 대출이 그 위험성에도 불구하고 규제를 받지 않고 크게 자라도록 놓아둔 것이다. 넷째로는 부동산 시장 거품 붕괴에 따라 주택에 대한 압류가 크게 증가하면서 가격이 큰 폭으로 떨어졌음에도 불구하고 정부가 제때 이를 막는 조치를 취하지 못한 것이다. 다섯째로 Lehman Brothers를 도산하게끔 만든 것이다. 금융기관들의 도덕적 해이를 막기 위한 조치라 하겠으나 자산규모순위가 5위였던 Bear Sterns는 M&A를 통해서 구하면서도 상대적으로 경제에 미치는 충격이 큰 Lehman Brothers를 도산하게 놓아둔 것은 정책의 일관성 유지 문제뿐만 아니라 그 충격파를 제대로 평가하지 못하였다는 점에서 문제가 크다. 마지막으로 TARP(Troubled Asset Relief Program) 라고 이름 지어진 구제금융을 부실자산 처리보다 자본재확충에 사용한 것을 들고 있다. 부실자산을 사들이면서 주택 압류를 줄여야 했었다는 것이다.

## 대형 상업은행의 부실화와 제 2차 금융위기 가능성 대두

그런데 구제금융 법안 통과에도 불구하고 10월 들어 주식은 폭락하고 금융 경색이 심화되면서 금융 공황상태로 빠져 들었다. 경기가 침체 국면에 접어들면서 프라임 대출 및 상업용 부동산 대출의 부실화 징후가 나타나고 기업도 부실화 현상을 보이기 시작하였다. 미국의 금융위기가 이미 실물위기로 옮겨 붙고 위기 상황이 전 세계로 전염된 양상이 나타났다.

그 동안 미국 정부는 금융기관별로 투자, 지급 보증, 대출을 하면서 자본을 재확충하고 부실을 정리하는 정책을 채택하였으나 금융기관 부실이 대형 상업은행들로 번지면서 그 한계를 보이기 시작하였다.

앞으로 미국 정부의 선택은 공적 자금을 어느 정도로 조성할 것인가 정부 차원의 bad bank를 만들어 부실 은행들의 부실 자산을 처리하는 데 직접 개입할 것인가 아니면 부실 은행들의 주식을 매입하여 이들 은행들을 전면 국유화 혹은 일

부 국유화할 것인가를 결정하는 것이다.

그 동안 미국 정부는 경영권 간섭 이슈를 되도록 피하기 위해 우선주 매입이나 후순위채 매입을 통한 자본 재확충을 도모하거나 부실 채권에 대한 지급 보증을 서 주고 있었다.

## 국가 주도의 자본 재확충과 부실 자산 처리 필요성 대두

하지만 최근 들어 미국 대형 은행들의 부실이 심화되자 일시적으로나마 부실 은행을 정부가 국유화할 필요가 있다는 주장이 설득력있게 대두되고 있다. 기존 경영진을 대체하고 기존 주주에 대한 책임을 묻고 부실을 떠 후 새 출발을 하겠다는 것을 보이기 위해서 국유화가 필요하다는 것이다. 과거 일본은 금융 구조 개혁을 뒤로 미루었기 때문에 잃어버린 십 년을 경험하였다는 것이다.

주주와 경영진의 책임을 묻고 은행의 부실이 심화되는 것을 막기 위해서는 자본재확충과 공정한 가격으로 부실자산 정리가 동시에 이루어져야 한다.

한 예로 A 은행의 자산은 1000억 달러이고 부채는 900억 달러 그리고 자본이 100억 달러라고 하자. 그런데 이 자산 중에 300억 달러가 부실 자산이라 이를 팔 경우 150억 달러 정도 받을 수 있다고 하자. 그리고 A 은행의 주식 시가 총액이 20억 달러라고 하자.

그렇다면 A 은행의 실질 자산은 850억 달러로 부채 900억 달러에도 못 미치며 자본은 완전 잠식되고 파산된 상태이다. 이 경우 주식 시가 총액 20억 달러는 정부가 A은행을 구제할 가능성에 대한 시장 평가이다.

이 경우 국민의 세금을 가장 효율적으로 사용하는 방법은 정부가 A 은행을 인수하여 주식을 완전 감자한 뒤 부실 자산을 정부 주도의 Bad Bank에 넘기고 부족 자산을 보충한 뒤 새로운 구매자를 찾아서 A 은행을 넘기는 것이다. 그렇지 않으면 정부가 자본을 재확충하고 구조 조정을 한 뒤 제 값을 받고 새로운 구매자에게 파는 것이다.

실제로 이러한 조치는 1997년 우리가 외환 금융위기를 겪을 때 IMF가 우리에게 요구하였던 구조조정 방안이었다. 미국과 달리 IMF의 요구에 따라 우리의 금융과 산업 구조 조정은 정부 주도로 동시에 진행되었으며 자산관리공사가 bad bank역할을 하면서 부실 자산을 처리하였으며 부실은행 중 일부는 M&A를 통해서 건전한 은행에 흡수 합병되었으며 일부는 국유화되었다. 부실자산 처리에 필요한 재원은 자산관리공사가 정부의 보증을 받아 발행한 공사채로 충당하였으며

자본 재확충과 출연과 예금 대지급에 필요한 재원은 예금보험공사가 공사채를 발행하여 조달하였다.

## **금융기관과 금융 상품에 대한 규제와 감독 강화 필요성 대두**

오바마 정부는 그 동안의 미국의 금융 감독 규제 제도가 새로운 위험 출현에 대처하는데 실패하였다고 보고 금융기관과 금융상품들에 대한 규제와 감독을 강화하고자 한다. 특히 헤지 펀드, 신용평가회사, 모기지 브로커 등에 대한 연방 정부의 규제와 금융 상품 등에 대한 감독을 강화하고자 하는 것이다.

그 동안 감독이 제대로 이루어지지 않은 금융기관들과 금융 상품들을 보다 통합된 금융 감독 기관이 종합적으로 감독과 규제를 하는 것이다. 특히 신용평가기관들이 그 들이 평가하는 금융상품들에 대한 수수료를 이들을 만든 금융기관으로부터 받음으로써 발생하는 이해관계의 충돌(conflict of interests)을 막는 것이 무엇보다도 급선무라고 보고 있다.

한편 금융 부실을 심화시킨 CDS 등과 같은 파생금융상품 들의 경우 거래소를 통한 장내 거래를 하게 만들어 거래내용과 조건을 표준화 함으로써 투명성을 높이고 감독기관의 규제와 감독을 용이하게 할 수 있을 것이다. 또한 감독기관이 CDS 발행기관들에게 자본금과 담보를 요구함으로써 거래를 보다 안전하게 만들 수 있을 것이다.

또한 일부 부실 금융기관 CEO들의 탐욕과 도덕적 해이를 막기 위해서는 경영진 보수체계(executive compensation)에 대한 새로운 연구와 검토가 필요할 것이다. 그 동안 단기 수익 위주의 부적절한 유인을 제공하는 경영진에 대한 과도한 보수체계는 금융 위기를 심화시키는 데 결정적인 역할을 하였다. 특히 구제금융을 신청한 금융기관들의 경영진에 대해서는 책임 소재를 명확히 하고 보수에 대한 제한도 뒤따라야 할 것이다.

이와 함께 중앙은행의 역할이 제고 되어야 할 것이다. 일부 금융기관의 부실이 시스템 전체의 위기(system-wide crisis)로 발전하는 것을 막기 위해서는 중앙은행의 감독 기능의 강화가 필요할 것이다.

## **경제 위기를 막기 위한 확대 재정 정책의 필요성 대두**

미국의 2008년 4/4 분기 경제성장률이 -3.8%로 크게 위축됨에 따라 오바마 정

부는 경기활성화를 위한 8250억 달러에 달하는 부양 패키지를 의회에 요청하였다. 금리가 0 % 수준인 상황에서 경제는 이미 유동성 함정(liquidity trap)에 빠져 있으므로 통화 신용정책을 통해 경기를 부양하는 데에는 한계가 있으므로 과감한 재정 부양책이 필요하다는 것이다. 미국의 GDP 규모가 14조 달러 임을 감안할 때 이번 부양 패키지는 GDP의 5%를 훨씬 능가하는 수준이다.

재정정책은 크게 재정 지출 확대와 조세 감면 조치로 나눌 수 있다. 그런데 실물 경제가 하루 빠르게 악화되는 상황에서는 재정 지출 확대가 감세보다 경기를 부양하는 데 보다 효과적이다. 감세의 경우 소비자들이 미래의 불확실성으로 인해 소비보다 저축을 선호할 수 있기 때문이다.

오바마 부양 패키지 중에 1/3은 조세 감면에 나머지 2/3는 재정지출 확대에 쓰려고 하고 있다. 오바마 정부는 재정지출 확대 자금을 교육, 의료보험, 재생 에너지 활용, 전산망 구축, 그리고 고속도로, 항만 등 사회간접자본 구축 등에 사용하고자 한다.

물론 미국의 단기 정책 목표는 금융과 재정 정책을 통해 경기를 부양하고 소비 심리를 개선하는 것이다. 그러나 미국의 장기 정책과제 중의 하나는 국제수지 적자를 줄이고 글로벌 불균형을 해소하는 것이다. 이 경우 장단기 정책 목표는 양립하기가 힘들다. 앞으로 미국의 새로운 과제는 이러한 장 단기 정책 목표를 어떻게 조화롭게 운영하느냐 하는 것이다.

## 흔들리는 한국 경제

한국의 경우도 글로벌 금융위기 충격에서 예외가 아니다. 2007년 말 주가는 1900에 근접하였고 환율은 930선이었다. 그런데 2008년 말 환율은 1300선 주가는 1100선으로 환율이 주가를 오히려 앞지른 상태로 우리가 미국 금융위기의 충격이 가장 큰 나라 중의 하나가 되었다.

여기서는 글로벌 금융위기가 관련 우리 경제의 현안과 기존 대응책을 분석하고 앞으로 정책 방향을 제시하고자 한다. 논의의 편의를 위해 현 단계에서 우리 경제의 현안을 크게 금융기관들은 건전한가, 단기 외채가 급등한 이유는 무엇인가, 국제수지가 악화되고 환율이 급등한 이유는 무엇인가, 주가 폭락과 한미간 주가 동조화 어떻게 봐야 하나, 부동산 시장의 문제는 무엇인가, 세계경제의 침체가 우리 수출에 미치는 영향은 어떠한가 등 여섯 가지로 보고 이를 분석하고자 한다.

그런데 이러한 이슈 들은 서로 얽혀 있어서 이렇게 문제를 접근하는 데에는 물론 한계가 있다.

정책 방향과 관련해서는 유동성 공급 문제, 금융의 구조조정 문제, 산업의 구조 조정 문제, 경기 부양과 장기 성장 동력 확보 문제 그리고 효율적인 정책 실행을 위한 금융감독과 정부 조직 개편의 문제 등을 다루고자 한다.

## 우리 경제의 현안

### 금융 기관들은 건전한가

글로벌 금융위기의 충격과 함께 금융기관들의 내재적인 문제들로 인해 금융기관들의 부실이 누적된 결과 이를 해결하지 않고는 글로벌 금융위기로 발생한 경제위기를 극복하는 데 한계가 있을 것이다.

금융기관들의 내재적인 문제를 살펴 보면 먼저 은행들 간의 대출 위주의 외형 확대 경쟁으로 인해 원화 자금 조달 비용이 상승하였을 뿐만 아니라 시중의 유동성과 신용 경색이 풀리지 않으면 자금 조달 자체의 어려움도 겪을 수 있다.

한국은행이 발표한 예금은행의 예금 대출 통계를 보면 2003년까지 예금은행의 대출은 예금보다 적어서 예대율(대출/예금)이 100%를 하회하고 있다. 그러나 2004년부터는 대출 증가세가 예금 증가세를 크게 추월하면서 총 부채 대비 시장성 수신 비중이 확대되고 총 부채 대비 전통적 예수금 비중이 감소하면서 2007년 말에는 예대율이 135%에 이르렀다.

금융감독원이 발표한 국내은행의 원화 자금조달 추이와 운영 추이를 보면 2008년 11월 말 현재 원화자금 조달 1131조원 가운데 원화예수금이 718조원 그리고 양도성 예금증서와 은행채권과 같은 시장성 수신이 413조원으로 금융시장 여건 변화에 민감한 시장성 수신 의존도가 매우 높은 것을 알 수 있다. 또한 원화 자금 운영 추이를 보면 원화자금 운영 규모가 1170조원인 가운데 원화대출금이 929조원 그리고 원화유가증권이 250조원이며 원화대출금을 다시 세분해 보면 기업대출이 516조원 그리고 가계대출이 383조원에 이른다. 기업대출 가운데는 중소기업이 424조원으로 대기업 92조원에 비해서 그 규모가 월등히 크다.

원화유가증권의 경우 채권의 비중이 상대적으로 높지만 주식 보유분의 경우 주가 하락에 따른 손실을 정확히 파악해야 할 것이다. 한편 금융기관들의 외채가 지난 3년간 급격히 늘어남에 따라 최근 들어 환율 상승에 따른 원화 표시 부채규

모가 덩달아 크게 늘어나면서 은행의 건전성을 악화시킬 것이다. 또한 금융기관들이 단기 외채 만기 연장(roll over)에 어려움을 겪으면서 외화 조달 금리와 환율이 급상승하면서 원화 표시 외화 조달 비용을 크게 높였다.

이러한 내재적인 문제와 함께 글로벌 금융위기가 실물 분야로 번지면서 내년도 선진국들과 우리 경제가 마이너스 성장을 기록할 것이 예상되며 수출 또한 두 자리 수 감소가 예상된다. 경기 침체로 인해 우리 기업들의 부실이 심화될 경우 일부 금융기관들의 자산이 부실해지면서 은행의 자본 건전성이 크게 악화될 가능성이 크다. 한편 2008년 4/4 분기 이후 수출이 급락하면서 이미, 건설, 조선, 자동차 분야 등에서 구조조정의 필요성이 대두되고 있으며 타 분야로 확산될 경우 금융기관들의 부실로 연결될 수 있다.

경기 침체를 반영하여 2008년 18개 국내 은행의 당기 순 이익은 2007년에 비해 47.4% 감소하였다. 2008년 대손충당금 적립액이 9조9천억 원으로 전년 4조 5천억 원에 비해서 두 배 이상 늘었으며 4/4 분기는 3천억 원에 달하는 순 손실을 기록하였다. 그런데 경기 하강 속도가 빠르고 범위 또한 넓어서 이 정도의 총당금으로는 앞으로의 부실을 감당하기 힘들 것이다.

다음으로 부동산 시장의 거품 붕괴에 따른 금융기관의 부실 우려이다. 한국 부동산 시장의 거품이 붕괴된다면 금융기관의 부실을 더욱 가속화시키고 내수를 그만큼 더 침체시킬 것이다. 주가가 반 토막 난 상황에서 부동산 시장이 경착륙한다면 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 경착륙하느냐에 달려있다고 할 것이다. 앞으로 은행 자본 재확충과 부실 자산 정리를 위한 정부와 은행의 선제적 대책이 필요할 것이다.

## 단기 외채가 최근 급등한 이유는 무엇인가

환율이 급등하고 주기적으로 외환 위기설이 나돌았던 이유 중의 하나는 단기 간에 외채가 급등하였다는 점이다. 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 기타투자수지가 106억 달러 적자를 보면서 외환 확보에 비상이 걸리고 환율이 요동치게 되었다. 주식 시장에서도 해외 자본이 빠져나가는 상태에서 545억 달러에 달하는 해외 자본의 흐름 변화가 금융기관 차입에서 나타난 것이다.

그런데 이러한 현상은 1997년 외환 금융위기 당시에도 똑 같이 일어났다. 1996년 110억 달러 흑자를 보던 기타투자수지가 1997년에는 107억 달러 적자를 보면서 외환위기로 치닫게 된 것이다. 그 당시 경제 규모와 외환 보유고 규모로는 200억 달러에 달하는 해외자본 흐름의 변화는 우리 경제가 감당하기 힘든 정도의 큰 수치였다.

<그림 1>은 총 외채와 단기 외채의 변화를 보여 주는데 2005년 말까지는 그 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. 그런데 <표 1>은 2000년 대에 들어와서 2007년 까지 원화 가치가 계속해서 상승하였지만 2008년 들어 급락한 것을 보여준다.

외채 규모가 급등한 것도 1997년 외환 금융위기 직전의 상황과 매우 흡사하다. 특히 단기 외채 규모가 급속히 늘어나면 조그마한 외부 충격에도 단기 외국 자본이 빠져나가면서 환율이 요동칠 수 있다는 사실을 우리는 1997년 외환 금융위기 당시 겪고도 잊어버렸던 것이다.

그럼에도 불구하고 이렇게 단기에 외채가 급속히 늘어나도록 방치 한데는 해당 금융기관 들뿐만 아니라 금융 당국의 책임도 클 것이다.

2007년 말 까지 우리는 순 채권국이고 외환보유고를 충분히 쌓아서 외환 위기와 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 주식 시장 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 외환 위기 가능성까지 우려하게 만든 가장 큰 요인이었다.

<표 1> 대미달러 환율 변동률

단위 : %

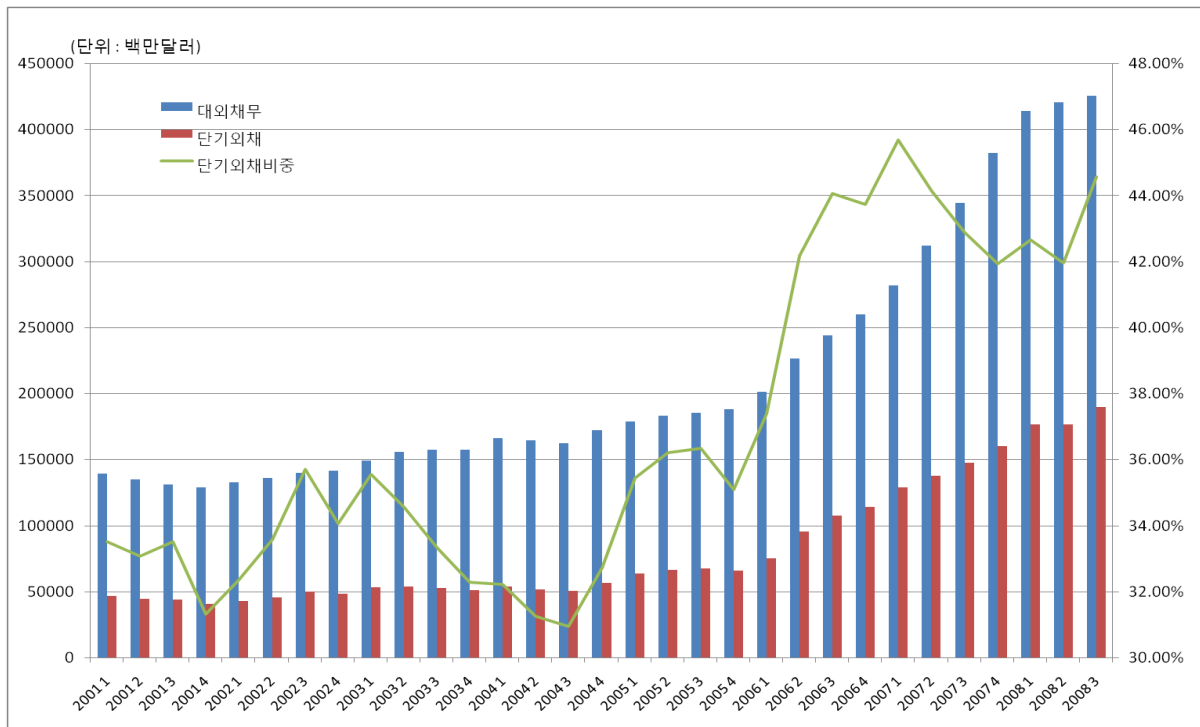
연도	일본 엔화	유로화	영국 파운드화	중국 위안화	한국 원화	
					평잔	말잔
2002	10.6	17.9	10.8	0.0	3.0	10.7
2003	11.0	19.9	10.8	0.0	4.7	-0.5
2004	4.6	7.7	7.5	0.0	3.9	15.2
2005	-13.0	-12.7	-10.3	2.6	10.5	2.3
2006	-0.8	11.5	13.9	3.3	6.7	8.8
2007	5.3	10.2	1.7	6.4	2.7	-0.9
2008	19.4	-3.5	-27.6	6.4	-18.6	-34
2002~2008	31.5	59.7	-0.3	17.4	11.8	4.3

주 : 말잔 기준으로 산출하였음

자료 : 한국은행



<그림 1> 총 외채 및 단기외채 추이



자료 : 한국은행

## 국제수지가 악화되고 환율이 급등한 이유는 무엇인가

국제수지가 악화되면서 환율은 큰 폭으로 상승하였다. 2007년의 경우 경상수지는 59.4억 달러 그리고 자본수지도 62.3억 달러 흑자를 기록하였다.

2008년 들어 경상수지는 64.1억 달러 자본 수지는 564.5억 달러 적자를 기록하면서 환율을 크게 압박하고 있다. 경상수지의 경우 서비스 수지 및 이전 수지 적자가 줄고 소득 수지 흑자는 늘었으나 상품수지가 큰 폭으로 축소됨에 따라 적자를 기록하였다.

자본수지는 크게 투자수지와 기타자본수지로 구성되는 데 기타자본수지의 수치는 상대적으로 미미하다. <표 2>는 지난 십여 년간 투자수지의 움직임을 보여 준다. 투자수지는 직접투자수지, 포트폴리오투자수지, 파생금융상품수지, 그리고 기타투자수지로 구성된다. 자본시장의 움직임은 포트폴리오투자수지로 나타나며 기타투자수지는 금융기관 등을 통한 자본이동을 나타내는 데 주로 달러 베이스로 거래되며 금리도 LIBOR나 미국의 재정증권의 금리에 가산금을 더하는 형태로 결정된다. 파생금융상품 수지는 주로 선물환 거래 때 발생하는 손익이 기록된다.

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

2006년과 2007년의 경우 증권투자 부문에서 각각 233억 달러와 246억 달러의 자본이 해외로 빠져 나갔다. 그러나 그 성격은 판이하다.

2006년의 경우 <표 3>에서 보듯이 내국인 들의 주식투자와 채권투자로 인해 각각 152억 달러와 160억 달러가 해외로 빠져나갔다. 반면에 외국인 들은 국내 채권 시장에 164억 달러를 들여온 반면 주식시장에서는 83억 달러를 빼 나갔다. 그 결과 증권 투자의 경우 232억 달러가 해외로 빠져 나갔다. 그러나 금융 기관 등을 통한 자본 유입 규모를 보여주는 기타 투자가 483억 달러 흑자를 기록하면서 자본수지는 전체로 179억 달러 흑자를 기록하면서 원화의 가치를 높이는 데 기여하였다.

2006년 자본 수지의 특징은 내국인 들의 해외 주식 투자가 본격적으로 이루어지기 시작하였으며 외국인의 경우 주식시장에서는 자금을 빼내가기 시작한 반면 채권 시장에는 투자 규모를 늘리기 시작하였다. 한편 금융기관을 통해 주로 달러 베이스로 거래가 이루어지는 외국인들의 기타투자가 본격적으로 이루어 지면서 자본수지는 큰 폭의 흑자를 기록하였다.

2007년의 경우도 자본 수지는 71억 달러 흑자를 기록하였다. 그러나 그 구성

면에서는 2006년과 큰 차이를 보이고 있다. 우선 내국인들의 해외 주식 투자가 본격적으로 이루어지면서 순 해외 주식투자가 564억 달러에 달하였다. 한편 외국인들은 국내 주식 시장에서 주식을 팔아 287억 달러를 해외로 내 보냈지만 국내 채권 시장에 591억 달러를 들여와 외국인들에 의한 순 자본 유입 규모가 303억 달러에 달해서 증권 투자의 적자 규모를 260억 달러로 줄였다. 한편 2007년 기타 투자도 439억 달러 흑자를 보여 자본 수지는 전체적으로 71억 달러 흑자를 기록하고 있다.

2007년 자본 수지의 특징은 내국인 들이 해외 투자를 겁 없이 감행한 결과 그 규모가 2006년에 비해서 3배 이상 늘어났다. 외국인들은 해외 발행 채권과 국내 채권 시장에 대한 투자를 늘렸지만 국내 주식 시장에서는 자금을 해외로 빼내갔다. 그렇지만 2006년과 마찬가지로 기타투자가 대규모 흑자를 보이면서 자본수지는 흑자 기조를 유지하였다.

2008 년의 경우 외국인들은 주식시장에서 412 억 달러에 해당하는 자금을 해외로 빼내갔지만 내국인도 해외 증권투자 자금을 회수하면서 증권투자 적자 규모가 153 억 달러 수준으로 2006 년과 2007 년에 비해서 오히려 감소하였다. 또한 2006 년과 2007 년 400 억 달러 이상 흑자를 보이던 기타투자수지가 106 억 달러 적자로 반전하면서 자본수지는 509 억 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. 한편 내국인들은 해외 주식투자 자금을 회수하면서 증권투자 적자는 2006년과 2007년에 비해서 오히려 줄어 들었다.

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 손

실을 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 수지적자에 한 몫 하였다. 금융기관들이 KIKO를 환율 해지를 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.

그런데 KIKO 상품을 만든 금융기관이 앞으로 환율 상승 가능성을 높게 보면서도 과거의 데이터를 토대로 옵션가격과 행사가격, 그리고 상 하한선을 계산하였다고 한다면 도덕적 해이 문제가 제기될 수 있다. 그것은 2008년 들어 자본시장에서 자금이 해외로 빠져나가고 기타투자수지 흑자 규모가 크게 줄어 들 것이라고 예상할 경우 2008년 환율은 2007년 보다 높아질 것이라는 예측이 가능해지기 때문이다.

한편 구조상 상품을 만든 금융기관이 아닌 수출 기업들이 위험을 파는 형태가 된 점도 문제가 있다. 다시 말하면 KIKO 가입자가 환율 급변에 책임을 지는 즉 보험을 파는 형태가 되었다는 점에서 문제가 있었으며 금융감독 당국도 이러한 문제점을 알아야 했었다.

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. 년 말 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 한 때 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 가산

금리와 CDS 프리미엄이 급격히 하락하면서 외환위기 가능성을 불식시키는 데 크게 공헌하였다.

그런데 10월과 11월 경상수지가 흑자를 기록하여 환율 안정에 도움이 될 것으로 기대되었지만 그 기간 자본이 해외로 본격적으로 빠져나가면서 환율은 계속 불안한 양상을 보였다. 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 2010년 초에 나타날 가능성이 크며 적어도 2010년 전반기까지는 환율 안정의 어려움이 계속 되리라 본다.

그 동안 적정 외환보유고에 대한 논의가 학계에서 진행되었지만 그 정답은 없다는 결론이다. IMF에서는 단기 외채와 경상수지 적자를 보완할 정도의 외환보유고가 필요하다고 본다. 이에 덧붙여 일부 학자들은 국내 주식시장에 들어온 외국 자본의 1/4 정도를 외환보유고로 추가 확보하여야 한다고 주장한다. 금융위기 시 국내주식 시장에 투자된 해외자본이 빠져나가겠지만 회수 시 주가하락과 환율 상승에 따른 손실이 예상되므로 많아야 1/4 정도가 빠져나갈 것이라는 생각이다.

이번 글로벌 금융위기의 경우 우리 주식시장에서의 해외자본 유출은 412억 달러에 이르러 투자 자본의 거의 1/4 정도가 빠져나갔다.

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.

<표 2> 국제수지 요약표

단위 : 백만달러

연도	경상수지	자본수지					준비자산 증감	외환 보유액
			직접투자	증권투자	기타투자	파생금융 상품		
1995	-8,665	16,785	-1,776	11,712	7,458	-121	-7,044	32,712
1996	-23,120	23,326	-2,344	15,101	11,084	82	-1,388	33,236
1997	-8,287	1,314	-1,605	14,384	-10,768	-88	11,921	20,405
1998	40,371	-3,196	672	-1,224	-2,162	-654	-30,975	52,040
1999	24,521	2,040	5,135	9,189	-11,382	-513	-22,982	74,054
2000	12,250	12,110	4,284	12,176	-3,556	-179	-23,771	96,198
2001	8,032	-3,390	1,107	6,706	-10,350	-122	-7,575	102,821
2002	5,393	6,251	-224	346	6,853	362	-11,799	121,412
2003	11,949	13,909	100	17,287	-2,698	619	-25,849	155,352
2004	28,173	7,598	4,588	6,599	-3,856	2,020	-38,710	199,066
2005	14,980	4,756	2,010	-3,518	6,814	1,789	-19,805	210,390
2006	5,385	17,972	-4,540	-23,230	48,384	484	-22,112	238,956
2007	5,876	7,128	-13,836	-26,058	43,965	5,445	-15,218	262,224
2008	-6,406	-50,933	-10,595	-15,368	-10,600	-14,333	56,446	201,223

자료 : 한국은행

<표 3> 자본수지 주체별 현황

단위 : 백만달러

기간	자본 수지	투자 수지										
			내 국 인					외 국 인				
			직접 투자	증권 투자	파생 금융 상품	기타 투자	계	직접 투자	증권 투자	파생 금융 상품	기타 투자	계
1995	16,785	17,273	-3,552	-2,907	623	-13,991	-19,827	1,776	14,619	-744	21,450	37,101
1996	23,326	23,924	-4,670	-6,413	414	-13,487	-24,155	2,325	21,514	-331	24,571	48,080
1997	1,314	1,922	-4,449	1,076	932	-13,568	-16,009	2,844	13,308	-1,021	2,800	17,931
1998	-3,196	-3,368	-4,740	-1,999	412	6,693	367	5,412	775	-1,066	-8,855	-3,734
1999	2,040	2,430	-4,198	1,282	401	-2,606	-5,120	9,333	7,908	-915	-8,777	7,550
2000	12,110	12,725	-4,999	-520	532	-2,400	-7,387	9,283	12,697	-711	-1,157	20,112
2001	-3,391	-2,660	-2,420	-5,521	463	6,791	-687	3,528	12,227	-586	-17,142	-1,973
2002	6,252	7,338	-2,617	-5,032	1,288	1,410	-4,950	2,392	5,378	-926	5,444	12,289
2003	13,909	15,308	-3,426	-5,403	1,813	-5,132	-12,148	3,526	22,690	-1,194	2,434	27,456
2004	7,599	9,352	-4,658	-11,776	4,380	-8,138	-20,192	9,246	18,375	-2,360	4,282	29,543
2005	4,757	7,097	-4,298	-17,632	6,957	-2,658	-17,631	6,309	14,114	-5,167	9,473	24,728
2006	17,972	21,098	-8,127	-31,286	8,933	-7,945	-38,425	3,586	8,056	-8,449	56,330	59,523
2007	7,128	9,516	-15,620	-56,436	12,109	-16,763	-76,710	1,784	30,378	-6,665	60,727	86,226
2008	-50,933	-50,895	-12,795	23,089	54,750	-13,312	51,732	2200	-38,456	-69,083	2,713	-102,626

자료 : 한국은행

<표 4> 증권투자 현황(Portfolio Investment)

단위 : 백만달러

기간	증권투자 수 지	내국인			외국인		
		투자 (자산)	지분증권	부채성 증권	투자 (부채)	지분증권	부채성 증권
1995	11,712	-2,907	-238	-2,669	14,619	4,219	10,400
1996	15,102	-6,413	-653	-5,760	21,514	5,954	15,561
1997	14,384	1,076	-320	1,395	13,308	2,525	10,783
1998	-1,224	-1,999	42	-2,041	775	3,856	-3,081
1999	9,190	1,282	-271	1,553	7,908	12,072	-4,164
2000	12,177	-520	-480	-40	12,697	13,094	-397
2001	6,706	-5,521	-492	-5,029	12,227	10,266	1,962
2002	346	-5,032	-1,460	-3,571	5,378	395	4,983
2003	17,287	-5,403	-1,993	-3,410	22,690	14,419	8,272
2004	6,599	-11,776	-3,622	-8,154	18,375	9,469	8,906
2005	-3,518	-17,632	-3,686	-13,946	14,114	3,282	10,831
2006	-23,230	-31,286	-15,262	-16,024	8,056	-8,391	16,447
2007	-26,058	-56,436	-52,550	-3,886	30,378	-28,728	59,106
2008	-15,368	23,089	6,356	16,733	-38,456	-41,247	2,791

자료 : 한국은행



## 주가 폭락과 한미 주가 동조화 어떻게 보아야 하나<sup>2</sup>

<그림 2>는 외국인 주식거래와 관련 한국의 종합주가지수(코스피: KOSPI) 추이를 보여주고 있다. 외국인의 주식 순매도는 2007 년부터 시작되었으나 2007 년 중반까지는 코스피 가격 하락을 주도하지는 않았다. 그렇지만 2008 년 2/4 분기 들어오면서 외국인 주식 순매도가 본격화되면서 주가하락을 주도하게 되었다.

<그림 3>은 시가총액 대비 외국인 주식보유금액 비중 추이를 보여준다. 먼저 2007 년 10 월 주가 상승에 힘입어 주식 시가 총액은 1029 조원까지 치솟았으며 그 당시 외국인의 소유액은 333 조원에 달하였다. 그런데 주가 하락에 따라 2008 년 말 주식 시가 총액은 576 조원으로 크게 줄어 들었으며 외국인의 소유액도 167 조원으로 크게 떨어졌다. 또한 주식 시장에서 외국인의 순매도로 인해 2008 년 말 외국인 주식보유금액 비중이 28.9%까지 크게 하락하였다.

글로벌 금융위기는 선진국들이 주가 폭락을 가져 왔을 뿐만 아니라 우리 주가 폭락도 가져왔다. 우리 주가 움직임을 글로벌 금융위기라는 대외적인 요인과 우리 경제가 가지고 있는 대내적인 요인을 모두 반영한다고 할 것이다.

< 표 5>는 2007 년 말 대비 2008 년 말 그리고 글로벌 금융위기가 본격적으로 시작되었다고 보는 2007 년 6 월 5 일 대비 2008 년 말 현재 한국 미국 일본의 주가지수 변화를 보여주고 있다. 지난 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 하락 율이 제일 낮았으며 우리와 일본이 비슷한 수준임을 알 수 있다.

그런데 달러로 환산한 하락 율을 비교해 보면 코스피 지수, 다우존스 지수, 니케이 지수가 각각 56.5%, 35.1%, 그리고 27.4% 하락하여 미국과 일본이 거의 비슷한 하락율을 보이고 있으며 원화의 가치 하락으로 우리의 하락 율이 가장 큰 것을 알 수 있다.

<그림 4>는 한미 주가 지수 추이를 보여준다. 주가 지수는 보통 무작위 보행을 보인다고 알려져 있으나 2007 년 6 월을 기준으로 한국과 미국 주가지수 간의 동조화 현상이 더욱 뚜렷이 나타나고 있음을 알 수 있다.

---

<sup>2</sup> 이 부분은 본인 감독아래 논문을 쓴 박정은 양이 정리를 하였음

여기서는 글로벌 금융위기가 본격화되면서 한미간 주가간에 동조화 현상을 보이는지 여부를 분석하였다.

분석기간은 2000 년 1 월 4 일부터 2008 년 12 월 30 일까지로 하되, 2000 년에서 2005 년까지를 제 1 기간, 2006 년에서 2007 년 6 월 4 일까지를 제 2 기간, 2007 년 6 월 5 일에서 2008 년 12 월 30 일까지를 제 3 기간으로 구분하였다.

가장 관심을 갖는 분석 기간은 3 기간으로 미국의 서브 프라임 모기지 대출 부실화와 관련 국내 주식시장에서 외국인 투자자들이 순매도를 시작한 2007 년 6 월 5 일부터 2008 년 12 월말까지이다. 한편 바로 직전의 같은 기간에도 같은 현상이 나타났는지를 비교 분석을 하기 위해서 2006 년 초에서 2007 년 6 월 4 일까지를 2 기간으로 잡고, 2000 년 들어 동조화 현상을 보기 위해서 2000 년에서 2005 년 말 까지를 1 기간으로 잡아서 분석을 하였다.

분석 결과를 보면 제 3 기간에서는 양국의 주가가 동조화 현상을 보이면서 안정적인 관계가 유지됨을 알 수 있었다. 그러나 제 1 기간과 제 2 기간에서는 주가 수준에서 양국간 동조화 현상은 나타나지 않았다.

한편 2000년~2008년 전 기간에 걸쳐 미국의 주가지수 변화율이 한국의 주가지수 변화율에 영향을 주지만 한국의 주가지수 변화율은 미국의 주가지수 변화율에 영향을 주지 않는 것으로 나타났다. 즉 미국의 주가지수 변화율이 한국의 주가지수 변화율에 선행하는 관계를 보이지만 그 역은 성립하지 않았다.

단위근을 가지는 비정상 시계열인 KOSPI, DJIA 지수 간의 선형관계는 공적분 개념을 적용해서 분석할 수 있다. 공적분 관계는 비정상 시계열 간에 존재하는 장기적인 균형관계를 의미한다. 즉, 시계열 각각은 랜덤 워크(random walk)를 따르지만 선형 회귀식의 잔차항이 단위근을 갖지 않는 정상시계열이 되어 장기적으로 선형회귀관계가 유지되는 경우, 두 시계열 간에 공적분 관계가 존재한다고 할 수 있다.

KOSPI, DJIA지수 간에 공적분 관계가 존재하는 경우, 각 개별지수의 움직임은 랜덤워크를 따르지만 지수 간 선형관계는 장기적으로 균형을 유지하게 된다.

서브프라임 모기지 부실화 발생 이전 기간에는 존재하지 않았던 양국 주가지수 간의 공적분 관계가, 부실화 이후 기간에는 존재하는 것으로 나타났다.

글로벌 금융 위기가 발생하면서 한국과 미국의 주가지수는 변화율 간 선 후행 관계뿐만 아니라 주가지수 수준 간 장기균형관계를 보임으로써 주가동조화 현상이 이전 보다 심화되었음을 확인할 수 있었다.

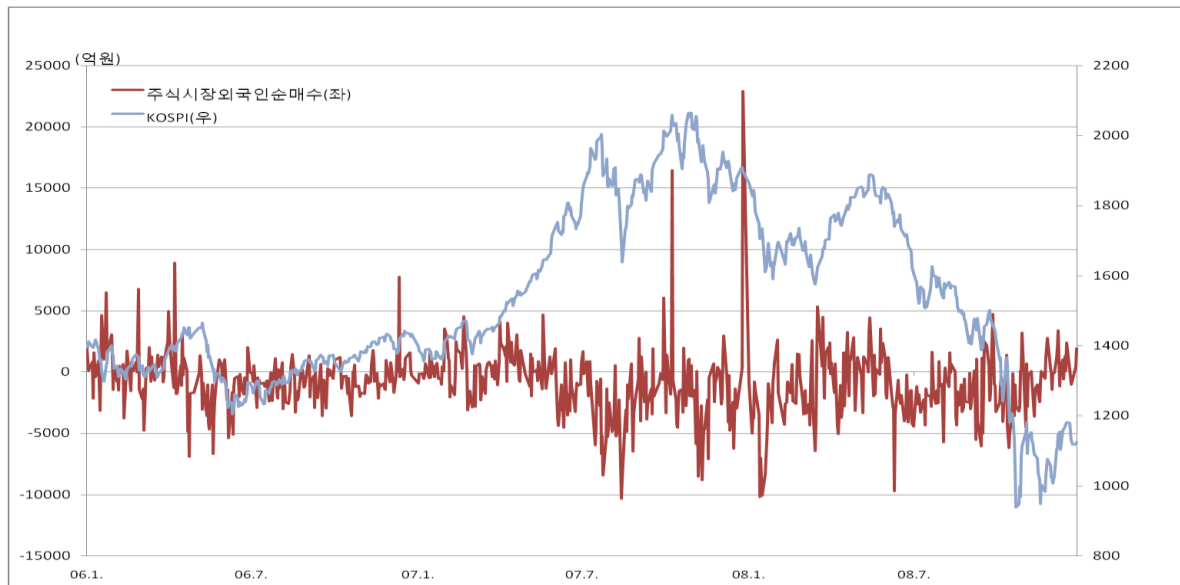
글로벌 금융위기 이후 한 미간 주가지수가 동조화 현상을 보이며 미국의 주가가 한국 주가에 직접적인 영향을 끼친다는 것은 글로벌 금융위기가 해소되지 않고는 우리 주식 시장에서 국내적인 요인에 의해서 주가가 회복되는 데에는 한계가 있음을 의미한다.

<표 5> 한미일 주가지수 하락폭 비교

	DJIA	KOSPI	KOSPI (\$환산)	NIKKEI	NIKKEI (\$환산)
2007-06-05	13595	1742	1.8788	18054	148.3834
2007-12-28	13366	1897	2.0206	15308	134.5148
2008-12-30	8668	1124	0.8772	8859	97.642
07/6/5대비 08/12/30(%)	-36.24	-35.48	-53.31	-50.93	-34.20
07말대비 08/12/30(%)	-35.15	-40.75	-56.59	-42.13	-27.41

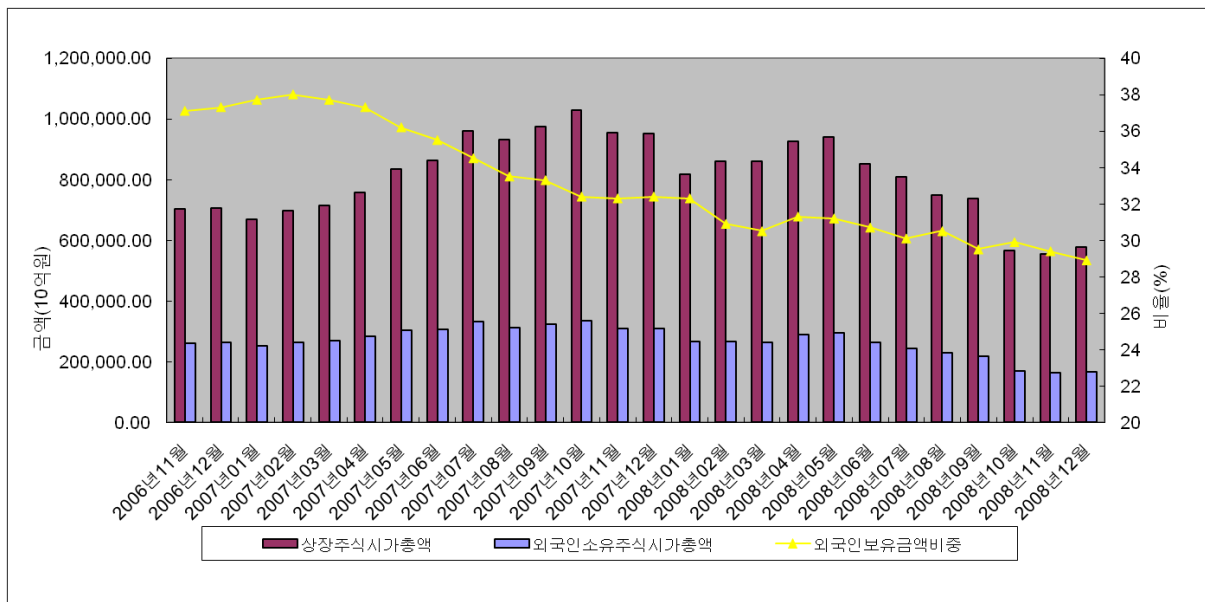
자료 : Yahoo Finance

<그림 2> 일별 KOSPI 추이와 외국인 주식순매수



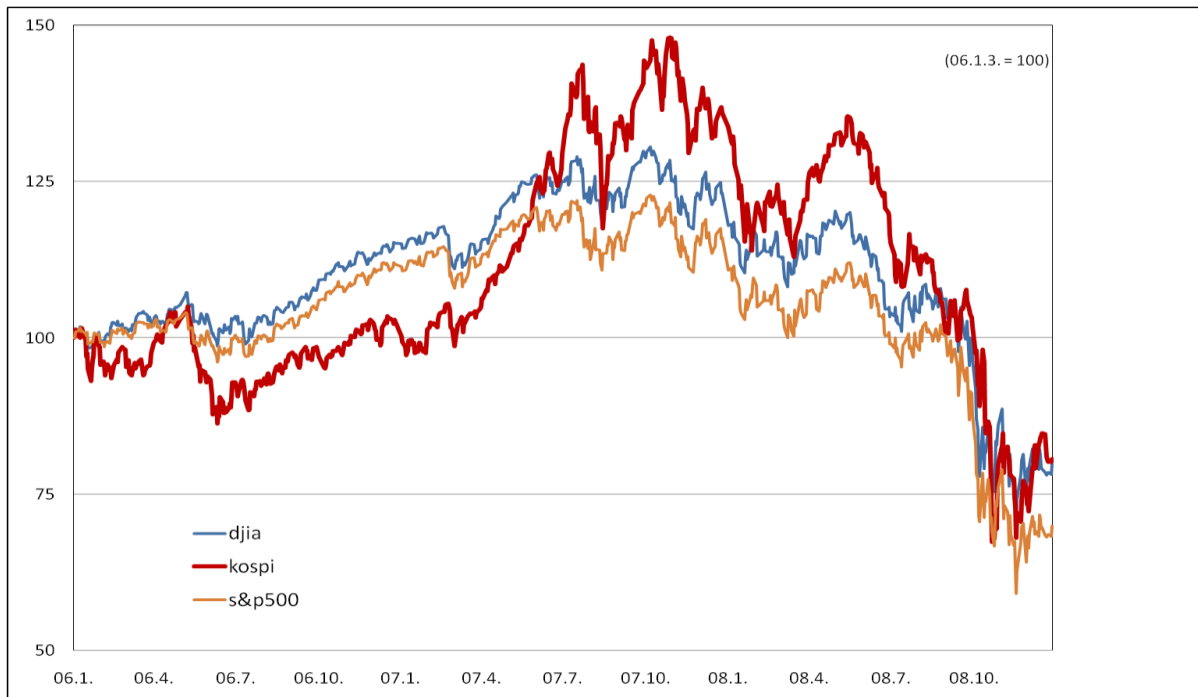
자료 : 한국은행

<그림 3> 시가총액 대비 외국인주식보유금액 비중추이



자료 : 금융감독원

<그림 4> 한미 주가지수 추이



자료 : Yahoo Finance

## 부동산 시장의 문제는 무엇인가

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 자리대의 주택가격 하락세가 나타나고 있다.

우리도 지난 수년간 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)나 원리금상환부담률(Debt Service Ratio: DSR)이 낮아서 잡아서 미국의 서브프라임 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.

한편 주택담보대출 차입가계의 DSR은 2005년 12월 15.3%에서 2007년 12월 20.2%로 높아졌다. 이렇게 DSR이 상승한 이유는 주택담보대출이 늘어난 가운데 시장금리 상승으로 이에 연동된 대출 금리도 동반 상승하였기 때문인데 소득 수준이 낮고 차입 규모가 과다한 가계의 경우 어려움을 겪을 수 있다. 이와 함께 은행들 신용대출의 상당부분도 부동산 담보 가치를 고려해서 이루어지는 경우가 많기 때문에 부동산 가격이 급락할 경우 금융기관의 부실로 직결될 가능성이 크다.

<그림 5>를 보면 지난 6-7년간 우리나라 주택 가격은 버블을 우려할 만큼 큰 폭으로 상승하였음을 알 수 있다. 2001년 말 대비 2007년 말 전국 주택매매가격 종합지수와 서울 주택매매가격 지수는 각각 44%와 72% 상승하였다. 또한 버블 세분 지역으로 지정된 지역의 아파트 가격은 2006년 일년 동안에 30-40% 상승하기도 하였다.

최근 글로벌 금융위기와 경기침체 상황에서 과거 주택가격의 급등은 급락으로 반전할 가능성이 크며 이러한 현상이 버블 세분 지역을 중심으로 일부에서 이미 나타나고 있다.

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 가격하락을 야기할 것이다.

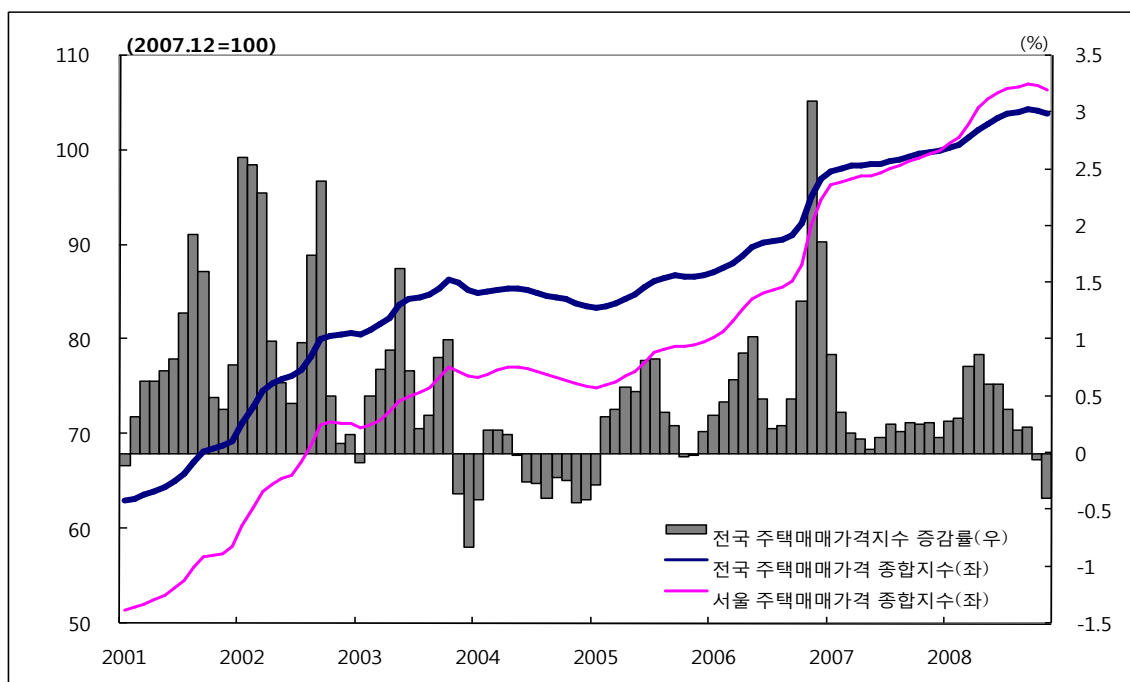
금융 시스템의 안정이 부동산 가격과 직결된 점을 고려할 때 통화신용 정책을 쓸 때 부동산 가격 변화를 직 간접으로 반영할 필요가 있다. 지난 수 년간 중국과 인도로부터 저가 공산품이 수입됨에 따라 금융당국의 팽창 통화신용정책에도 불구하고 물가 안정이 유지된 것이 사실이다. 그러나 늘어난 통화는 결국 부동산 시장의 거품을 야기하고 그 붕괴 과정에서 금융 시스템의 안정을 해치고 경기침체를 가져온 것이다. 그렇다면 통화신용 정책을 수행하는 과정에서 어떠한 형태로든지 부동산 가격 움직임이 정책에 반영되어야 할 것이다.

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. 그렇다

면 지금이라도 늦지 않았으므로 한국은행이나 국책 연구기관이 중심이 되어 믿을 만한 데이터 베이스를 구축해야 할 것이다.

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

<그림 5> 월별 주택매매가격종합지수 추이 및 증감률



출처: 국민은행

## 세계경제 침체가 우리 수출에 미치는 영향은 어떠한가

2008년 11월 들어 수출이 급격히 둔화되면서 정부는 우리 경제의 내년도 경제 성장 수치를 크게 하향조정하였다. 그것은 수출이 소규모 개방경제인 우리나라에서 차지하는 비중이 매우 크며 세계경제가 침체 일로를 걷고 있는 상황에서 그만큼 내년도 세계 경제 성장뿐만 아니라 이에 따른 우리의 수출 규모를 예측하기 힘들기 때문이다.

1998년 외환 금융위기 상황에서 우리는 400억 달러가 넘는 흑자를 기록하였다. 그 당시 세계 경제가 호황을 누리는 가운데 우리 경제가 크게 침체하면서 수입이 줄어든 것도 한 원인이었지만 환율이 외환 금융위기 발생 전 900선에서 1350선으로 50% 가량 상승하면서 그 만큼 우리의 가격 경쟁력이 커져 수출이 크게 늘어난 것이 가장 큰 이유였다.

그런데 2008년 들어 환율 상승에도 불구하고 수출 증가율은 4.6%에 불과하며 경상수지는 적자를 기록하고 있다. 특히 하반기에 전기 대비 수출 증가율은 마이너스로 돌아섰으며 무엇보다 4/4분기 환율도 1300 대선에서 움직여서 2007년 말 936에 비해 40%가량 상승하였음에도 불구하고 전기대비 수출 증가율은 -11.9%를 기록하고 있다. 가격경쟁력이 크게 상승하였음에도 불구하고 세계 경기 침체로 인해 수출이 크게 줄고 있음을 알 수 있다. 우리는 수출 시장에서 소득탄력성이 가격탄력성보다 훨씬 큰 것을 알 수 있다. 4/4 분기 수입도 국내 경기 침체를 반영하여 전기 대비 -13%를 기록하였다.

한편 2008년 연간 실질 국내총생산(GDP)은 전년 대비 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 감소로 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 조건 변화를 반영한 4/4 분기 실질 국내 총소득(GDI)을 보면 원유 등 원자재 가격 하락으로 GDP보다는 감소율이 낮은 -2.9%를 기록하였다. 세계 경제 침체에 따른 국제 유가 및 원자재 가격의 급락은 우리 경제의 실질 구매력 하락을 부분적으로 완충해주면서 GDI 감소폭을 GDP 보다 줄여주고 있다.

2008년 연평균 국제유가는 배럴 당 100 달러에 이르러 우리 경제에 커다란 짐



이 되었다. 올 해 국제 유가가 50 달러 선에서 유지되어 준다면 유가에 대한 실질 부담을 240억 달러 가량 줄여주면서 우리 수출이 급락하는 가운데 경상수지를 개선하는 데 도움을 줄 것이며 내수 급락의 완충 역할도 하리라 기대된다.<sup>3</sup>

우리는 글로벌 경기 침체가 글로벌 불균형(global imbalance) 상황에서 일어나고 있기 때문에 소규모 개방경제인 한국 경제에 미치는 충격에 대해 더욱 우려를 하고 있다.

일반적으로 경상수지 적자국이 불 균형 상태를 버티는 데 한계가 있지만 미국의 경우는 달러가 국제적으로 통용되는 기축통화(vehicle currency)이므로 예외가 된다는 것이다.

그러나 과도한 미국 경상수지 적자의 대 GDP 비율은 무한정 계속 될 수는 없을 것이다. 불균형이 해소되는 과정에서 미국의 달러는 평가절하되리라 예상되며 절하 폭은 그 시정 과정이 늦어질수록 더욱 더 커질 것이다.

글로벌 불균형의 시정은 미국의 생산을 초과하는 과소비를 줄임으로써 가능할 것인데 이는 미국의 해외수요 또한 감소시킬 것이다. 세계 경제 회복을 위해서는 미국의 소비 확대가 필요한 상황에서 글로벌 불균형의 시정은 그 만큼 세계 수요 확대에 저해 요인으로 작용할 가능성이 크며 우리 수출에도 마이너스 요인으로 작용할 것이다.

---

<sup>3</sup> 작년 원유 수입액 860억 달러 그리고 석유제품 수출액 380억 달러를 감안할 때 50% 가격 하락은 240억 달러 원유 관련 지불액을 줄여줄 것이다.

## 한국의 정책 대응

글로벌 금융위기 상황에서 지금 우리는 외화와 원화 유동성 공급을 통한 신용 경색을 해소하는 데 초점을 맞추고 있으며 금융과 산업의 본격적인 구조조정은 2009년 이후로 미룬 상태이다.

### 유동성 공급은 충분 한가

우리의 정책 대응도 크게 유동성 공급과 신용 경색 완화, 금융과 산업의 구조조정, 그리고 재정정책을 통한 경기 부양으로 나누어 볼 수 있을 것이다.

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 달러 지급 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 달러를 공급하였는데 이를 한국, 브리질, 멕시코, 그리고 싱가포르로 확대하였다. 또한 일본과 중국과도 각각 300억 달러 상당의 스왑 협정을 체결함으로써 환율 안정에 도움을 주었다. 미국과의 스왑 협정 체결이 없었더라면 작년 9월 외환 위기설이 현실로 다가올 뻔 하였다. 2009년 2월 들어 미국이 한국과의 통화 스왑 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 묶는 데 성공하였지만 적어도 올 해 중반까지는 외환 시장 불안으로 인하여 환율이 1300대 선을 유지하면서 한 때 높은 수준으로 치솟을 가능성을 배제할 수 없다. 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. 경상 수지가 흑자 기조를 유지하고 한국 경제가 예상보다 크게 경착륙하지 않는다면 추가 단기 자본이탈이 줄어들면서 환율 안정에 도움을 줄 것이다.

그런데 글로벌 금융 경색이 풀리면서 외화 장기 차입이 순조롭게 이루어지는 시기에 환율은 본격적으로 안정세를 찾을 것이다. 이 시점을 전후에 환차익을 노린 외국 자본의 국내 자본 시장 유입도 본격적으로 이루어지면서 환율은 장기 가격경쟁력을 유지하는 수준으로 빠르게 떨어 질 것이다.

한국은행은 9월 이후 기준금리를 5.25%에서 2.5%로 크게 낮추면서 통화공급을 늘리고 있다. 중앙은행은 유동성 공급을 위해 국채와 통화안정채권 환매를 확대하였다. 국제수지 적자로 자금이 573억 달러 이상 빠져나갔으므로 이를 보충하기 위한 중앙은행의 신용 공급 확대 노력도 필요하다.

한편 중앙은행은 채권시장 안정을 위해 채권시장안정펀드를 지원하고 은행권 자본확충펀드에 10조원을 대출할 계획이다. 그러나 아직은 금융시장에 참여하여 CD나 은행채권 등을 직접 매입하지는 않고 있다.

그 동안 금융경색으로 인해 6% 수준을 육박하던 CD 금리는 중앙은행의 통화공급 확대 정책에 힘입어 2008년 말 4% 아래로 떨어졌다. 그러나 CD 금리와 연동된 기업대출 금리와 가계 대출 금리 하락 폭은 상대적으로 적으며 기업들과 가계의 부실 가능성을 우려하여 은행들이 대출을 꺼리고 있는 관계로 시중에는 아직 자금공급이 원활히 이루어지지 못하고 있다.

정부는 신용 경색으로 유동성 위험을 겪고 있는 중소기업들과 건설회사 등의 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 2.5%로 낮추고 돈을 풀었음에도 자금이 기업이나, 주식, 채권, 부동산 등의 투자 시장으로 들어가지 않고 단기 안정 자산에만 투자되기 때문이다.

최근 들어 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 잡고 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 정책 금리 수준이 거의 0% 수준에서 주택담보부채권, 자동차와 credit card 등 소비자대출 담보부 채권 등을 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.

## 금융의 구조 조정의 방향은

1997년 금융 외환 위기 당시에는 정부가 먼저 금융기관에 대한 구조 조정을 하고 금융기관이 중심이 되어 기업의 구조 조정을 실행하였다. 그 당시에는 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 구성된 자금은 주로 부실자산 인수에 시용한 반면 예금보험공사채권으로는 구성된 자금은 자본 재투자, 출연, 예금대신지급에 사용하였다. 그런데 올 해 글로벌 금융위기 상황에서는 금융기관의 부실이 아직은 표면화되지 않은 상황이므로 우선은 은행의 자본을 확충하여 부실에 대비하면서 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 먼저 시중은행 자체적으로 자가 자본을 확충할 것을 요구하고 있으며 필요한 경우 은행권 자본확충펀드를 이용해 필요한 자금을 공급할 예정이다. 먼저 시중은행들은 자체적 노력을 통해 BIS 자기자본 비율과 기본 자기자본 비율을 각각 12%와 9% 이상으로 높일 계획을 세우고 있다.

국책은행의 경우에는 정부예산을 출자하여 자본 비율을 높이고 대출 여력을 확대할 계획이다. 그 계획을 보면 정부가 산업 은행에 1조4000억 원, 기업 은행에 1조 원, 수출입 은행에 9500억 원을 출자하여 40조 원 신규 대출 여력을 확보한다는 것이다. 그러나 이러한 신규 출자 확대는 앞으로 국채 은행들에 발생할 부실에 대비하는 측면이 크다.

은행들의 자체적 자본 확충과 함께 정부는 20조원 상당의 은행권 자본확충펀드를 조성하여 낮은 조달 비용으로 은행들의 자본 확충을 도울 계획이다. 이번에 정부가 자본확충펀드를 조성하는 것은 내년도 경기 침체와 이에 따른 은행 부실 확대에 대비하여 자본 쌓기 성격이 강하다.

20조 원 규모의 은행 자본확충 펀드는 2009년 1월 중 한국은행의 10조원 대출, 기관 및 일반투자자 8조원 투자(신용보증기금과 기술보증기금에서 신용보증을 한 유동화 증권 인수), 산업 은행 2조원 투자(후 순위 유동화 증권 인수)로 조성될 예정이다. 조성된 펀드는 우선주, 상환우선주, 신종자본증권, 후 순위 채권 등을 인수하는 데 사용됨으로써 시중은행의 자본 확충을 도울 것이다. 현재 은행의 총 자본 규모가 82조 원임을 감안할 때 예정대로 총 20조원을 은행권에 투입 시, 일반은행 전체 BIS 자기자본 비율은 약 2.6% 증가할 것이다. 물론 이것은 은행의 부실 규모에 변화가 없다는 가정하에서 이다.

정부가 은행권 자본확충펀드라는 준 공적 자금을 이용하여 은행들의 자본 확충을 도모하는 것은 국회의 동의 절차 필요 없이 필요한 때 자금을 조성하여 집행할 수 있기 때문이다. 과거와 같이 자산관리공사나 예금보험공사를 통해 채권을 발행하여 공적 자금을 조성할 경우에는 의회의 동의 절차가 필요할 것이다.

이번 경우 중앙은행과 연 기금 등 투자기관 중심으로 은행권 자본 확충자금을 조성하고 있지만 1997년 외환 금융 위기 당시에는 정부가 은행들로 하여금 감자(write-down)를 하게 한 후 자본을 투입하였으며 그 결과 관련 은행은 실질적으로 정부의 관리 감독하에 놓이게 되었다.

그런데 우리 은행을 제외한 시중 은행들은 자본확충펀드를 이용한 자본 확충을 꺼리고 있다. 정부의 경영간섭을 우려하기 때문이다. 정부가 양해 각서를 맺은 뒤 은행 경영에 개입할 가능성을 배제할 수 없다는 것이다.

한편 금융당국은 신용 보증 기금과 기술보증 기금을 각각 9000억 원과 2000억 원 추가 출연하여 두 기관의 보증 여력을 11조 원 확대한다는 것이다. 이와 함께 정부는 주택 금융회사를 통해 은행 주택담보대출 7조원을 매입하여 유동화하고 자산관리 공사를 통해 은행부실채권 3조원을 매입함으로써 은행의 건전성을 높이려 하고 있다.

그런데 기업과 가계의 부실이 심화될 경우 이는 금융기관의 부실로 직결될 것이다. 정부는 기업 부실 규모를 냉정히 평가하여 필요할 경우 공적 자금을 조성하여서라도 금융 기관들의 자본을 재확충하고 부실 자산을 처리해야 할 것이다.

금융구조 조정을 위해 1997년 외환 금융위기 당시 공적 자금이 어느 규모로 어떻게 조성되었으며 어떻게 사용하였는지를 다시 한번 냉정히 살펴볼 필요가 있을 것이다.

## 기업의 구조조정 방향은

한국은행이 통화량을 늘렸음에도 불구하고 은행들은 기업의 부실 가능성을 우려하여 기업들에 대한 대출을 꺼리고 있다. 시중에 자금이 돌고 우량 기업들에 대한 충분한 자금 지원이 이루어지기 위해서는 부실 기업을 가려서 이에 대한 구조조정을 해야 할 것이다.

현 단계에서 정부의 구조조정 원칙은 채권금융기관 주도로 기업의 자금지원과 구조조정을 단행한다는 것이다. 기업 들간 옥석을 가려 회생불가 기업은 퇴출시키고 부실징후 기업은 구조조정을 하며 건전하나 유동성위기에 직면한 기업에 대해서는 금융지원을 강화한다는 것이다.

기업구조조정 담당 체계를 보면 채권금융기관 조정위원회와 금융감독원 원장이 단장을 맡고 있는 기업재무개선지원단의 상호 협조를 통해 자금지원과 구조조정을 단행하게 되어 있다. 최근 문제가 되고 있는 Project Financing 관련 건설회사

들과 중소 조선업체 들을 중심으로 구조조정이 진행되고 있지만 앞으로 중소기업 들은 물론 자동차 산업과 유화 산업 등 대기업 들에 대한 구조조정도 필요한 경우 논의될 것이다. 기업의 부실은 경기 상황과 깊은 관계가 있으므로 경기 침체가 본격적으로 나타나리라고 예상되는 2009년 상반기부터 구조조정 문제가 보다 심각하게 논의될 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 큰 숙제가 될 것이다. 그런데 기업구조조정은 그 동안 감춰진 금융기관 들의 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 정부와 금융기관이 함께 주도적으로 구조조정에 임 할 필요가 있을 것이다.

## **거시적 금융감독의 중요성과 효율적 정부 조직 방향**

금융 감독과 규제는 크게 미시 금융과 거시 금융 차원으로 나누어 볼 수 있다. 미시 금융 감독과 규제는 금융기관별 감독과 규제를 의미하며 거시 금융 감독과 규제는 금융 시스템 전반과 금융과 국민 경제와의 관계에 관한 감독과 규제를 의미한다.

1997년 외환금융위기 발생 전 금융 감독과 규제는 은행, 증권, 그리고 보험 등 금융기관 별로 이루어져서 미시 감독과 규제가 주를 이루었다. 외환 금융 위기를 계기로 감독 기능이 통합되어 금융위원회와 금융감독원이 금융기관들의 감독을 맡고 있으나 거시적보다는 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 부실화에 있다고 볼 수 있다. 그렇다면 부동산 시장에 대한 모니터링과 파생금융상품 도입과 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 규제 감독 없이는 경제 전반의 투명성을 떨어뜨릴 뿐만 아니라 금융 시스템 전체의 레버리지를 높이면서 경제의 불안 요인으로 작동한다는 것을 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 가이드 라인 설정 등이 필요할 것이며 이 또한 거시 금융 감독에서 다루어야 할 문제일 것이다.

그런데 보다 효율적인 거시 금융의 감독과 규제를 위해서는 기존의 금융감독원과 금융감독위원회의 역할을 확대하여야 할 뿐만 아니라 한국은행도 중요한 역할을 하여야 할 것이다. 그것은 한국은행의 목표가 물가 안정과 금융 시스템의 안정을 도모 하는 것뿐만 아니라 중앙은행이 금융시스템 안정을 위한 정책 수단을 가지고 있기 때문이다. 앞으로 한국은행과 금융감독원과의 인사 교류 등을 통해서 금융감독 관련 정보 등을 공유할 필요가 있을 것이다.

우리는 글로벌위기 상황에서 외국 중앙은행 들이 자의 반 타의 반으로 모든 금융기관에 대한 최종 대부자 역할을 수행할 뿐만 아니라 금융기관에 대한 직접대출도 확대하고 있음을 알고 있다. 금융위기 상황에서 이러한 중앙은행의 역할이 기대된다면 중앙은행은 당연히 거시 금융 감독 기능도 함께 가져야 할 것이다.

한편 중앙은행이 중립적인 시각에서 충분한 인적 자원을 가지고 부동산 시장, 주식 시장, 파생금융상품 시장에 대한 모니터링을 하는 데도 비교우위가 있다. 앞으로 물가 안정 유지와 더불어 금융 시스템의 안정, 경기 안정을 도모하는 데에 한국은행의 보다 적극적인 역할이 필요할 것이다.

또한 정부 부처들이 이러한 경제위기에 제대로 대처할 구조를 갖추고 있는지도 다시 한번 생각해볼 때이다. 지금의 우리의 금융위기는 국제적 요인과 국내적 요인이 함께 얹혀져 발생하고 있다. 그런데 국내 금융과 국제 금융 문제를 소관이 다른 두 부처에서 다루는 것은 금융위기를 푸는 데 혼선을 가져올 수 있을 것이다. 또한 증권화와 파생금융상품이 금융위기를 심화시킨 것을 볼 때 금융 정책과 감독 및 규제의 일관성은 아무리 강조하여도 지나치지 않을 것이다. 금융감독위원회와 금융감독원의 분리되어 정책과 감독 및 규제 기능이 이원화되어 있는 점도 문제가 될 수 있다. 그런데 경제위기를 극복하기 위해서는 효율적 정부 조직 뿐만 아니라 정책집행자에 대한 신뢰가 필요하며 이들에 대한 시장의 신뢰가 없다면 이들로부터의 어떤 해결책도 기대하기 힘들 것이다.



## 경기 부양 정책의 필요성과 성장잠재력 향상을 위한 정책 방향

국제통화기금(IMF)은 2009년 1월 들어와서 세계경제성장 전망치를 기존 2.2%에서 0.5%로 대폭 하향 조정해서 발표하였다. 그렇지만 세계경제는 2010년부터 서서히 회복되기 시작해서 내년 성장률을 3%로 예상하였다.

올 해 선진국 전체와 유로 지역 전체 성장률을 -2.0%로 예상하였으며 미국, 독일, 일본, 영국의 성장치를 각각 -1.6%, -2.5%, -2.6%, -2.8%로 예측하였다. IMF는 또 한국, 대만, 홍콩, 싱가포르 등 아시아 4개국의 올해 예상 성장률을 2.1%에서 -3.9%로 2010년 전망치를 4.2%에서 3.1%로 각각 낮춰 잡아서 이들 4개국이 세계경기 침체로 큰 타격을 받을 것으로 전망하였다. 우리의 경우 2009년 성장률을 -4% 그리고 2010년 성장률을 4.2%로 예상하였다.

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

그러나 하나 확실한 것은 신용 시장의 경색이 풀리고 금융과 산업의 부실이 해결되고 과감한 경기 부양책이 채택되어야 경기가 회복될 수 있을 것이라는 점이다. 그런데(삭제) 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 입장이며 미국도 2년여에 걸쳐 GDP의 5% 수준을 넘는 8250억 달러에 달하는 경기 부양 패키지를 마련하고 있다.

우리의 경우도 투자, 소비, 수출이 모두 위축된 상황에서 재정확대를 통한 경기 부양책이 필요할 것이다. 특히 2009년 들어 경제성장 전망이 급속히 나빠지는 상황에서는 더욱 그러하다. 추경을 편성해서라도 경기 부양책을 써야 할 것이다.

이 때, 재정 확대는 장기적으로 우리 경제의 성장잠재력을 높이고 외부 충격에 강한 우리 경제를 만드는 방향으로 쓰여져야 할 것이다. 한국이 선진국에 진입하기 위해서는 중소기업들의 구조 조정과 서비스 부문의 생산성 확대가 필수적이다. 그 동안 중소 기업의 구조 조정은 대기업에 비해 미루어진 상태이며 최근 중국 등과의 경쟁에서도 어려움을 크게 겪고 있다. 기업 진입과 퇴출을 보다 자유롭게 하고 창의적이고 기술 중심의 중소기업을 적극적으로 지원해야 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. 이와 함께 연구 개발(R&D)과 인간 자본(human capital)에 대한 투자도 효율적으로 높여야 할 것이다.

에너지의 대외의존도를 줄이고 환경을 개선하기 위해서 대체 에너지에 대한 투자를 과감히 늘려야 할 것이다. 또한 불필요한 규제를 과감히 풀고 노동 시장의 유연성과 일을 할 유인(incentive)을 높이는 방향으로 경제 정책을 펴 나가야 할 것이다.

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

그런데 지금은 정책의 정책 선택의 폭은 넓지만 위기 극복을 위한 국민적 합의가 얼마나 이루어지고 있는지 많은 사람들이 걱정을 하고 있다. 이번 경제위기는 온 국민이 힘을 합하여만 가능하다는 사실을 우리 모두가 알아야 할 것이다.

<표 6> IMF 경제성장률(GDP) 전망

단위 : %

국가	2007	2008	2009(전망)	2010(전망)
전세계	5.2	3.4	0.5	3.0
선진국	2.7	1.0	-2.0	1.1
- 미국	2.0	1.1	-1.6	1.6
- 유로지역	2.6	1.0	-2.0	0.2
독일	2.5	1.3	-2.5	0.1
프랑스	2.2	0.8	-1.9	0.7
- 일본	2.4	-0.3	-2.6	0.6
- 영국	3.0	0.7	-2.8	0.2
- 기타 선진국	4.6	1.9	-2.4	2.2
신흥아시아선진 국가	5.6	2.1	-3.9	3.1
개발도상국	8.3	6.3	3.3	5.0
- 중국	13.0	9.0	6.7	8.0
- 인도	9.3	7.3	5.1	6.5

자료 : IMF World Economic Outlook(2009.1.29)