

# 글로벌 금융위기 이후 통화·재정정책의 변화와 향후 정책 방향

2016. 12.

홍범교 · 오종현



## 서 언

금융위기가 발생한 2008년 영국의 엘리자베스 여왕이 런던 정치경제대학교(London School of Economics)를 방문한 자리에서 경제학자들이 왜 금융 위기의 도래를 미리 예측하지 못하였는가에 대하여 질문하였다. 그러나 그 자리의 경제학자들은 묵묵부답이었다. 한바탕의 폭풍우가 지나가고 난 다음, 영국의 금융서비스 감독당국(Financial Services Authority)의 의장이었던 터너(Adair Turner)는 “만일 당신의 이론과 모형이 위기가 불가능하다는 가정 하에 작동한다면 당신은 위기가 오는 것을 알 수 없다”고 답하였다. 1980년대부터 시작된 장기간의 경기안정은 2000년대 들어서 거시경제학계로 하여금 경기변동에 대한 고민은 끝났다는 과도한 자신감을 갖게 하였으나, 그렇지 않다는 현실을 직시하기까지 불과 몇 년의 시간이면 충분하였다.

미국에서 시작된 금융위기는 곧 전 세계적인 경기침체로 연결되었고, 각국의 정책당국은 이에 대응하여 전통적인 경기대응정책을 사용하였으나 기존의 경제이론에 입각한 정책수단만을 가지고는 역부족이었다. 학계와 정책당국자의 고민은 여기서 시작되었으며, 양적완화라든가 마이너스 금리정책과 같은 비전통적인 정책수단들이 경기회복을 위한 총력전의 무기로써 사용되기 시작하였다.

이러한 배경하에 IMF를 비롯한 도처에서 기존의 정책수단은 무엇이 문제이고, 앞으로 어떻게 해야 할 것인가에 대한 논의가 지속되었다. 기존 경제학의 이론적 틀 안에서 논의가 이루어질 때, 과연 새로운 돌파구를 마련할 수 있을까 하는 일말의 의구심은 있지만, 그렇다고 새로운 이론과 새로운 정책수단이 갑자기 하늘에서 떨어지는 것이 아니기에 한발 한발 나아가는 수밖에 없을 것이다.

본 보고서는 이러한 맥락에서 금융위기 이후 선진국을 중심으로 이루어지

고 있는 새로운 거시정책수단의 모색을 위한 논의의 내용을 살펴보고, 이를 바탕으로 우리나라의 향후 거시정책방향에 주는 시사점을 찾아보고자 하였다. 통화정책, 재정정책과 거시건전성 정책에 대하여 제기되고 있는 정책적 이슈들 하나하나가 모두 중요하며 깊은 내용을 요구하는 있는 바, 제한된 지면으로 이를 모두 담기에는 한계가 있어서 여기서는 이들을 포괄적으로 조망하였다. 또한 금융위기 당시 선진국 최고 정책당국자들의 회고록을 통하여 실제 정책결정 과정에서의 의견 대립 등의 일화를 같이 소개함으로써 보다 현실감 있게 내용을 전달하고자 하였다.

본 보고서는 본 연구원의 홍범교 선임연구위원과 오종현 부연구위원이 함께 작성하였다. 저자들은 중간보고 단계에서 좋은 코멘트를 해주신 서울대학교 경제학부 김소영 교수, 본원의 박명호 박사에게도 감사하며, 익명의 심사자 두 분께도 감사드린다. 또한 보고서의 작성 과정에서 도움을 준 강미정 전문연구원, 권선정 연구원에게 감사하며, 중간보고단계에서 도움을 준 홍민옥 회계사와 신영효 위촉연구원에게도 감사를 표한다. 보고서 편집을 도와준 장정순 행정원과 이소민 위촉행정원에게도 감사하며, 본 과제의 전체 진행과정 및 출판단계에서 행정적 지원을 해준 강신중 선임행정원과 정혜진 연구원 그리고 출판담당 직원들에게도 감사하고 있다.

끝으로 본 연구의 내용은 전적으로 저자들의 견해이며, 한국조세재정연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝혀둔다.

2016년 12월

한국조세재정연구원

원장 박 형 수

# 요약 및 정책적 시사점

## 1. 요약

2003년 거시경제학의 대가인 미국 시카고 대학의 루카스(Robert Lucas) 교수가 전미경제학회 회장에 취임하면서 경기변동에 대한 고민은 끝났다고 선언한 지 채 5년이 지나지 않아 미국에서 금융위기가 발생하였다. 미국에서 발발한 금융위기는 유럽 등 다른 지역에도 영향을 미쳐 세계 경제는 1930년대의 대공황에 버금가는 경기침체를 겪게 되었다.

이러한 대불황(Great Recession)을 맞이하여 각국 정부는 다양한 경기 대응 정책을 시행하였으나, 기존의 거시경제이론에 입각한 정책들이 효과를 내지 못함에 따라 양적완화, 마이너스 금리정책과 같은 지금까지 사용하지 않았던 정책을 꺼내들었다. 그 과정에서 선진국의 경제학계와 정책담당자들은 기존의 이론이 현실과 벗어나게 된 원인 및 배경과 새로운 환경에서의 정책적 돌파구를 찾기 위한 논의를 지속하였다. 소규모 개방경제로서 세계 경제의 침체로부터 자유로울 수 없는 우리나라의 입장에서도 이러한 논의를 주의 깊게 살펴보는 것은 매우 중요하다. 왜냐하면 개방경제하에서 향후 거시정책을 수립·집행해 나가는 데 있어서 이러한 논의를 참고하지 않을 수 없기 때문이다.

본 보고서는 이러한 목적으로 금융위기 이후에 진행되어 온 선진국들의 경기대응 정책과 효과를 살펴보고, 기존의 경제이론과 정책에 대한 반성 및 새롭게 부각되는 이슈들에 대한 국제적 논의를 살펴보고자 한다. 또한 이러한 이슈 가운데 중요한 재정이슈인 국가채무와 경제성장 간의 관계에 대한 실증분석을 시도하고, 향후 우리나라의 거시정책 방향에 주는 시사점을 도출하고자 하였다.

먼저 제Ⅱ장에서는 금융위기 이후 미국, 유럽, 일본에서 경기에 대응하기 위하여 시행한 정책들을 살펴보고, 그 효과에 대해서도 살펴보았다. 이들 국가들이 공통으로 취한 정책의 하나이며, 가장 특징적인 정책이 양적완화정책이다. 금융위기 이전에도 이미 전 세계적으로 저금리 상황에서 금융위기를 맞아 정책금리 인하를 추가로 단행하였으나 그 효과는 미미하였다. 따라서 국채를 비롯한 채권을 시장에서 중앙은행이 직접 매입하여 유동성을 공급하는 양적완화정책을 실시하였다. 동시에 확장적 재정정책을 통하여 양적완화정책을 보조하는 방식으로 전방위적인 경기부양정책을 실시하였다. 특히 미국의 부실자산구제프로그램(TARP)은 재정자금을 동원하여 부실은행의 자본 확충, 자동차 산업의 구조조정, 주택소유자 보호 등에 사용함으로써 상당한 효과를 본 것으로 평가된다. 미국은 이러한 정책 덕분에 2009년부터 출구전략에 대한 논의가 시작되었으나, 실제 경기회복에 대한 확신을 갖기는 어려웠기 때문에 세 차례에 걸친 양적완화정책을 계속한 이후, 2014년에 와서야 양적완화를 종료하였으며, 2015년 말에는 9년 만에 처음으로 정책금리 인상을 단행하였다.

그러나 유럽에서는 2010년 그리스를 시작으로 누적된 국가채무로 인한 재정위기가 남유럽국가들과 아일랜드 등의 경제를 불안하게 만들면서 유럽 전체의 위기 극복을 지연시켰다. 급기야 유럽중앙은행(ECB)에서는 마이너스 금리정책까지 동원하여 경기침체를 벗어나기 위한 노력을 기울이고 있으나 아직 확실한 회복단계에 들어섰다고 말하기 어려운 실정이다. 유럽이 화폐통합을 이루었으나 각 회원국이 아직 독립적인 재정정책을 시행하고 있으며, 국가의 정체성에 따른 갈등도 통일적인 정책목표를 수립하고 그에 맞는 정책수단을 동원하기 어려운 환경을 조성하고 있기 때문에 유럽의 경기회복이 늦어지고 있다고 진단한다.

일본은 '잃어버린 20년'에서 보듯이 인구감소와 재정적자의 누적으로 국가채무비율이 세계에서 가장 높은 상황에서 경기회복을 위해 총력을 기울이고 있다. 양적·질적 완화정책에 이어 마이너스 금리정책까지 동원하였으나, 그 효과에 대해서는 조금 더 시간을 두고 지켜보아야 하는 상황이다.

제Ⅲ장에서는 금융위기 이후 시행된 거시정책과 그 효과를 둘러싸고 벌어지고 있는 국제적인 논쟁에 주목하여 통화정책, 재정정책, 거시건전성정책과 관련하여 현재 제기되고 있는 이슈들에 대하여 살펴보았다. 통화정책과 관련해서는 중앙은행이 인플레이션율뿐 아니라 산출이나 금융안정도 명시적인 통화정책의 목표로 삼아야 하는가 하는 문제가 중요하게 부각되고 있다. 지금까지 인플레이션율을 통화정책의 중간목표로 삼아 경기에 대응해왔는데, 금융위기를 계기로 인플레이션율과 산출 간의 안정적인 관계가 더 이상 성립하지 않는 것으로 보이기 때문이다. 뿐만 아니라 국제적인 자본이동이 빈번하게 일어나고 있는 바, 중앙은행이 외환시장에도 개입하여 인플레이션율과 환율이라는 두 가지 타깃을 정책금리와 외환수급이라는 두 가지 수단으로 달성하는 것이 가능하며, 바람직한가에 대한 논의는 아직 결론을 내리지 못하고 있다. 또한 지금까지 이론적으로 불가능하다고 생각해 왔던 마이너스 금리정책의 효과를 둘러싼 논의도 활발하게 진행되고 있다. 마이너스 금리정책이 저축을 줄이고, 소비를 촉진시킬 것이라는 예상과 달리 그 반대의 현상도 나타나고 있는 바, 향후 중앙은행의 정책수단으로서 마이너스 금리정책에 대한 연구가 더 필요한 실정이다.

재정정책에 있어서 가장 중요한 이슈는 역시 국가채무와 관련된 문제이다. 금융위기 이전에 선진국들의 GDP 대비 국가채무비율의 중앙값이 60%였는데, 금융위기 이후 100%를 넘어 계속 증가하고 있다. 이러한 숫자는 위기 이전에 가능하다고 생각했던 예상치를 훨씬 뛰어넘는 것이며, 공식적인 국가채무비율은 상당한 조건부 부채를 드러내지 않기 때문에 실제로는 더 심각하다고 본다. 따라서 국가채무가 어느 정도 수준을 넘어서면 경제성장에 부정적인 영향을 미치는가에 대하여 Reinhart and Rogoff(2010)가 선도적인 연구를 수행하였다. 본 보고서에서는 상기 연구에 기반하여 국가채무의 문턱효과가 있는지, 국가채무수준과 경제성장과의 관계는 유의하게 나오는지에 대하여 제Ⅳ장에서 실증분석을 통하여 검토하였다. 선진국들의 높은 국가채무비율을 고려할 때 정부의 입장에서는 중앙은행의 발권력을 통하여 이를 쉽게 해결하고자 하는 욕구가 있기 때문에 이러한 재정지배(fiscal dominance)

성향의 위험성을 어떻게 다룰 것인가도 중요한 이슈의 하나이다. 또한 재정  
의 자동안정화기능을 보다 효율화할 수 있는 방안을 찾는 것도 주요 재정관  
련 이슈로서 다루어지고 있다.

거시건전성 정책과 관련해서는 거시건전성 정책과 미시건전성 규제를 어  
떻게 결합해야 하는가, 통화정책과 거시건전성 정책은 어떻게 조화롭게 사  
용될 수 있는가 하는 이슈에 대하여 논의가 진행 중이다. 즉 이러한 정책  
내지 규제를 하나의 기관이 담당하는 것이 효율적인가 아니면 별도의 기관  
이 따로 담당하는 것이 효율적인가의 문제로 연결된다. 이 문제는 나아가서  
중앙은행의 독립성에도 연관되는 문제이다. 그 밖에 현재 정책당국이 가지  
고 있는 거시건전성 수단의 장단점을 재검토하고, 이를 적소에 사용할 수  
있는 방안에 대한 논의가 지속되고 있다.

제Ⅲ장 제2절에서는 금융위기의 극복과정에서 선진국의 정책결정과정  
당시 최고위 정책담당자들의 회고록에 수록된 여러 가지 일화(episodes)를  
통하여 살펴보고, 그 과정상의 의견 충돌과 결과를 상기 이슈들과 연관지어  
본다. 이러한 실례를 통하여 정책이 기반하고 있었던 기존의 경제이론이 얼  
마나 허약한 것인지 보여준다. 정책이라는 것은 각 국가의 입장, 정책 담  
당자의 소속 부처, 정책 담당자의 주관적 판단, 입안 시점 등 여러 가지 다양  
한 요인에 의하여 결정된다는 것을 현실감 있게 보여준다.

제Ⅳ장에서는 거시재정정책의 주요 이슈로서 국가채무비율이 경제성장률  
에 미치는 영향에 대한 실증분석을 실시하였다. 본 연구에서는 35개국 국가  
패널을 구축하여 고정효과 패널분석을 실시하였다. 이는 Reinhart and Rogoff  
(2010)의 결과를 지지하는 연구인 Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011)의  
데이터를 국가와 시계열 측면에서 확장하여 기존의 연구 결과를 재조명한  
것이다. 그 결과 국가채무비율이 경제성장에 부정적인 영향을 미친다는 뚜  
렷한 실증적 결과를 발견하지 못했다. 반면 Cecchetti, Mohanty and  
Zampolli(2011)에서 사용한 국가군과 동일한 국가군을 대상으로 분석한 결  
과는 상기 연구와 유사한 결과를 도출하였다. 즉 국가패널분석을 통한 국가  
채무비율이 경제성장에 부정적인 영향을 미친다는 연구 결과들은 국가의 범

위 선정에 따라 민감하게 반응하며 일반적으로는 성립하지 않는다는 것을 의미한다.

이러한 실증분석 결과가 국가채무와 경제성장 간에는 아무런 상관관계가 존재하지 않는다는 것을 의미하는 것은 아니다. 다만 두 변수 간의 관계를 확일적으로 확정할 수 없음을 의미하며, 단순히 국가채무의 규모보다는 국채 발행을 통해 조달한 자금을 어떻게 지출하였는지가 더 중요한 문제라는 해석이 가능하다. 재정건전성 또한 정부가 중요하게 관리해야 할 관리 목표 중의 하나임에는 틀림없다.

## II. 정책적 시사점

금융위기는 기존의 경제이론에 부합하지 않는 현실을 적나라하게 드러냄으로써 경제학계에 반성의 계기가 되었다고 할 수 있다. 세계는 금융위기 이후 경제이론과 정책의 부조화 속에 혼란의 시기를 보내고 있지만, 한편으로 경제학자들과 정책담당자들은 그 해법을 찾기 위한 노력을 게을리하지 않고 있다. 위에서 살펴본 바와 같이 금융위기 이후 제기된 거시정책 관련 이슈들에 대하여 아직 그 완전한 해법을 찾은 것은 아니지만, 이러한 논의가 우리에게 주는 시사점을 찾아보면 다음과 같다.

금융시장의 안정을 위한 거시건전성 정책에 대한 이슈를 보면 가장 기본적으로 지적되는 문제가 자기자본의 확충이다. 바젤Ⅲ 협약을 철저히 실행에 옮기고 대형은행(SIFI)에 대해서는 추가 자본금을 쌓도록 하는 등의 방안에 대부분 공감대를 형성하고 있다. Bair(2012)와 Kashkari(2016)는 대마불사 문제를 해결하기 위하여 대형금융기관을 100% 자본을 가진 공기업화하거나, 대형은행을 분할하는 방안도 제시하였다. 우리나라의 은행들도 국제경쟁력을 이유로 자본금을 늘리면서 자의든 타의든 은행의 규모를 키우고자 노력해 왔다. 우리나라 은행의 규모가 선진국 은행의 규모와 비교하면 상대적으로 작다고 할 수 있지만, 우리도 GDP 대비 금융과잉의 정도가 100%를 넘는 만큼 금융위기 발생 시 시스템 위협의 정도가 그만큼 크다고 할 수 있

다. 따라서 규모를 키우기보다는 은형별로 틈새시장을 발굴하여 특화된 금융서비스를 제공하는 방안이 보다 현실적인 금융산업 발전 방안의 하나가 아닐까 생각한다.

거시건전성 정책과 관련하여 하나 더 짚고 넘어갈 이슈는 자본이동과 이에 대한 대응정책수단이다. 우리나라는 소위 말하는 거시건전성 3중 세트와 외국과의 통화 스와프로 급격한 자본이동에 대비하고 있다. 그러나 자본통제를 실질적 가용수단의 하나가 될 수 있도록 준비함으로써 자본이동에 대비할 필요가 있다. 과거에는 자본통제는 언제 어디서나 사용해서는 안 될 정책수단으로 여겨졌다. 그러나 금융위기 이후 IMF에서도 급격한 자본이동에 대한 대비책으로서 자본통제의 유효성을 인정하고 있다. 홍범교·이상엽(2012)에서 제시한 ‘영세율 2단계 토빈세’와 같은 외환거래세의 도입을 심각하게 검토할 필요가 있다.

금융위기 이전에는 정책금리를 조정하여 인플레이이라는 중간목표를 통해서 경기에 대응하는 것이 전형적인 통화정책 메커니즘이었다. 그러나 금융위기 이후 금리의 정책수단으로서의 유용성에 대한 신뢰가 흔들리면서 복수의 정책수단과 복수의 정책목표를 설정하자는 주장이 대두하였다. 이는 금리조정과 경기순환 간의 관계가 미약해지고, 마이너스 금리정책이라는 비전통적인 정책이 실행됨에 따라 제기된 다양한 대안의 하나이다. 동 주제는 재정정책과 정책혼합(policy mix)이라는 관점에서 중앙은행의 독립성 이슈에까지 연결되는 광범위한 주제로서 보다 심층적인 재검토가 필요하다.

대부분 선진국의 국가채무비율이 100%를 초과하는 것과 비교한다면 우리나라의 재정은 상대적으로 견실하다고 할 수 있다. 경기불황에 처하여, 특히 유동성 함정과 같은 상황에서 통화정책의 효과가 미미한 상황이라면 적극적인 재정정책을 펴나가야 할 것이다. 그러나 경기가 회복됨에 따라 재정정책에 있어서도 재정여력의 확보가 중요하다. 또한 중장기적 시각에서 재정건전성을 소홀히 한다면 일본과 같이 장기침체에서 벗어나기 힘든 상황에 직면할 수도 있다. 우리나라도 가계, 기업, 정부의 대차대조표가 일본과 유사하게 나타나고 있으며, 저출산·고령화 사회로의 인구구조 변화 속도는 일본

보다 빠르게 진행되고 있다. 따라서 재정운용에 보다 신중을 기해야 할 것이다. 어느 정도의 국가채무비율을 감당할 수 있는지, 얼마나 빨리 국가채무를 감축해야 하는가 하는 거시재정정책의 핵심적인 문제에 대해서는 지속적인 연구가 필요하다.

금융위기가 준 가장 큰 플러스 효과는 금융과잉에 대한 조치가 필요하다는 것을 보다 많은 대중이 피부로 느끼게 해 준 점이 아닐까 싶다. 신자유주의 사조하에서 규제완화를 통하여 금융부문이 급속하게 성장하였으나, 그 결과 버블이 조성되어 커져왔고, 급기야 버블의 붕괴가 금융위기를 촉발한 것이다. 금융산업이 성장하면서 금융산업의 정치적인 영향력도 함께 커졌다. 따라서 이러한 큰 위기를 겪지 않고서는 금융에 대한 규제강화 등의 움직임은 현실화되기 어려웠던 것도 사실이다. 금융위기를 통하여 금융시스템의 오작동이 실물경제에 미치는 외부성이 얼마나 지대한가를 체험하게 된 것이 금융위기의 소득이라면 소득이다. 따라서 이러한 금융과잉의 부정적인 파급효과를 고려할 때 이에 대한 적절한 통제방안을 마련하는 것이 응당 해야 할 과제라고 할 수 있다. Romer(2014)는 금융의 외부효과에 대하여 어떠한 형태이든 교정세를 부과할 것을 제안하고 있다. 그것이 거래세가 되든 부담금이 되든 금융부문의 부정적 외부효과를 완화하고, 금융과잉을 억제할 제도적 장치의 마련과 감독 강화가 필수적이라고 하겠다.

정책은 정치의 산물이다. 특히 조세와 재정정책은 정치적인 협상의 결과라고 보는 것이 오히려 현실적이라고 할 수 있다. 금융위기 당시 미국의 재무장관을 지낸 Paulson(2013)은 경제정책을 좌지우지하는 정치적 과정의 개선이 반드시 필요하다고 주장하였다. 이는 비단 미국에만 국한된 문제는 아니며, 우리나라에서도 그대로 적용되는 문제라고 할 수 있다. 정치체제의 개편에 대한 논의는 정치학적 이슈로서 본 보고서의 범위를 벗어나는 주제이다. 그러나 정치체제를 논함에 있어서 경제정책의 효율적 수립과 시행이 최 대한 보장될 수 있는 체제를 찾으려는 노력이 절실하다.



## 목 차

I. 서론 .....	19
II. 주요국의 금융위기 대응정책과 효과 .....	23
1. 미국 .....	23
가. 금리 인하와 양적완화 .....	23
나. 재정정책 .....	25
2. 유럽 .....	27
가. 금리 인하와 신용완화 .....	27
나. 마이너스 금리정책 .....	33
3. 일본 .....	35
가. 잃어버린 20년 .....	36
나. 아베노믹스 .....	47
다. 마이너스 금리정책 .....	54
4. 정책효과 .....	58
III. 거시경제정책 이슈와 한계 .....	61
1. 금융위기 이후의 정책 이슈 .....	62
가. 정책별 관련 이슈 .....	63
나. IMF 컨퍼런스 .....	69
2. 혼돈의 시대 .....	79
가. 통화정책: 유동성 함정과 마이너스 금리 .....	80
나. 재정정책: 확장재정 vs 재정건전성 .....	88
다. 거시건전성 정책: 대마불사 .....	90
라. 정치의 문제: 유럽 통합과 유로존 .....	94

---

IV. 국가채무와 경제성장에 대한 심층 분석 .....	98
1. 이론적 연구 .....	98
가. 부정적인 영향에 대한 연구 .....	98
나. 조건부 긍정적 효과가 나타날 수 있다는 연구 .....	99
2. 실증 연구 .....	101
가. 문턱효과(threshold effects)와 비선형: 부정적인 영향에 대한 연구 ...	101
나. 상관관계가 존재하지 않는다는 연구 .....	104
3. 실증분석 .....	106
가. 자료 및 방법론 .....	106
나. 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계 .....	110
4. 시사점 .....	124
V. 우리나라의 거시정책 방향에 주는 시사점 .....	126
1. 경제학 측면에서의 교훈 .....	126
2. 정책적 측면에서의 시사점 .....	129
가. 거시건전성 정책 .....	130
나. 통화정책 .....	134
다. 재정정책 .....	137
라. 금융과잉의 해소 .....	139
마. 정치와 경제 .....	142
VI. 결 론 .....	145
참고문헌 .....	150

---

---

## 표목차

〈표 II-1〉 미 연준의 비전통적 통화정책수단 .....	24
〈표 II-2〉 유럽중앙은행의 비전통적 통화정책수단 .....	29
〈표 II-3〉 아베노믹스의 양적완화정책 .....	48
〈표 II-4〉 일본은행의 비전통적 통화정책수단 .....	50
〈표 II-5〉 일본은행의 마이너스 금리 적용구조 .....	55
〈표 IV-1〉 문턱효과를 지지하는 선행연구 .....	104
〈표 IV-2〉 분석 대상 국가의 경제성장률 및 국가채무비율 .....	107
〈표 IV-3〉 주요 통제변수 .....	110
〈표 IV-4〉 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계(전체 국가) .....	114
〈표 IV-5〉 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계(선진국) .....	117
〈표 IV-6〉 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계(소규모 개방경제) .....	120

---

그림목차

[그림 II-1] 글로벌 금융위기 기간 중 ECB의 기준금리 ..... 28

[그림 II-2] 유로존 회원국의 국채금리 변화 ..... 30

[그림 II-3] 마이너스 정책금리 도입 현황 ..... 34

[그림 II-4] 환율 추이 ..... 37

[그림 II-5] 일본의 기준금리 추이 ..... 37

[그림 II-6] 일본 주가 추이(日経평균주가) ..... 38

[그림 II-7] 부동산주택 가격지수 추이 ..... 39

[그림 II-8] 일본 기업의 도산 건수와 부실채권 총액 ..... 40

[그림 II-9] 일본의 버블경제 개념도 ..... 41

[그림 II-10] 일본의 경제성장률 추이 ..... 43

[그림 II-11] 실질 GDP 성장률(1991~2011년) ..... 45

[그림 II-12] 명목 GDP 성장률(1991~2011년) ..... 45

[그림 II-13] 물가상승률(1991~2011년) ..... 45

[그림 II-14] 일본의 소비자물가 상승률 추이 ..... 49

[그림 II-15] 환율 추이 ..... 51

[그림 II-16] 일본의 세목별 세수추이 ..... 52

[그림 II-17] 일본의 법인세 실효세율 추이 ..... 53

[그림 II-18] 마이너스 금리정책의 메커니즘 ..... 56

[그림 II-19] 마이너스 금리정책 전후 환율 추이 ..... 57

[그림 II-20] 마이너스 금리정책 전후 주가지수(니케이225) 추이 ..... 58

[그림 II-21] 주요국의 경제성장률 추이 ..... 59

[그림 II-22] 주요국의 소비자물가상승률 추이 ..... 59

[그림 II-23] 주요국의 실업률 추이 ..... 60

---

[그림 III-1] 미국의 federal fund rate 추이(1970~2015년) .....	81
[그림 III-2] 은행과 공기업의 배당 수익률 추이 .....	93
[그림 III-3] 은행과 공기업의 자기자본 이익률 추이 .....	93
[그림 III-4] 주요국의 GDP 대비 국가부채비율 .....	95
[그림 IV-1] 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계(전체 35개 국가) .....	111
[그림 IV-2] 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계 (한국과 중국을 제외한 33개 국가) .....	113
[그림 IV-3] 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계(선진국 18개 국가) .....	115
[그림 IV-4] 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계 (일본과 그리스를 제외한 선진국 16개 국가) .....	116
[그림 IV-5] 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계 (소규모 개방경제 15개 국가) .....	118
[그림 IV-6] 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계 (한국과 그리스를 제외한 소규모 개방경제 13개 국가) .....	119
[그림 IV-7] 국가채무비율의 문턱효과(선진국 18개 국가) .....	122
[그림 IV-8] 국가채무비율의 문턱효과 (일본과 그리스를 제외한 선진국 16개 국가) .....	123
[그림 IV-9] 국가채무비율의 문턱효과(일본과 그리스) .....	124

---



---

# I. 서론

---

한마디로 혼돈의 시대이다. 최근 세계 경제의 불확실성이 증가하면서 기존의 경제학 이론에 따른 정책들이 그 효과를 발휘하지 못함에 따라 각국의 정책당국들은 상당히 당혹해하는 모습을 보이고 있다.

1997년 동아시아 외환위기가 발생하였을 때, IMF 등의 국제기구를 통한 선진국의 처방은 긴축정책이었다. 통화정책의 초긴축적 운영과 재정정책의 제약을 통하여 해당국들에게 구조조정을 단행할 것을 전제로 외환을 수혈하였으며, 비록 고통스러운 과정이었으나 이러한 과정을 거치면서 우리 경제는 빠른 시일 내에 회복할 수 있었다.

위기를 극복하는 과정에서 우리나라를 비롯한 개도국들이 치러야 했던 사회적 비용이 과연 타당한 것인가? 그보다 더 나은 대응방안은 없었을 것인가에 대한 진한 아쉬움은 계속 남아 있지만<sup>1)</sup>, 당시까지 IMF의 전통적인 처방이었던 긴축정책은 결과적으로 그 쓴 약을 삼킨 국가들을 위기에서 벗어나게 했다. 적어도 경제이론에 입각한 긴축정책을 통하여 위기를 극복한 것이다.

물론 말레이시아와 같이 자본통제를 실시함으로써 위기를 벗어난 국가도 있다. 그 정책은 IMF의 처방과는 달랐지만 역시 이론적으로 충분히 타당한 정책이었다. 다만 국제 정치경제학적인 관점에서 볼 때, 시장개방과 세계화에 가치를 두고 있는 IMF의 입장에서 자본통제는 가능한 옵션이 아니었던 반면, 말레이시아는 비상상황을 이유로 이러한 제약에서 벗어난 정책적인 선택을 하였다는 차이가 있다. 어쨌든 말레이시아의 자본통제도 지금까지의 경제이론의 프레임으로 설명할 수 있는 정책이었다. 그러나 최근의 세계 경

---

1) 2010년 6월 당시 Strauss-Kahn IMF 총재는 사후적으로 외환위기 시 우리나라에 대한 IMF의 처방이 지나친 면이 있었음을 인정하였다.

제 상황을 보면 여러 가지 위기 요인이 한꺼번에 밀어닥치면서 과거의 거시 경제이론에 입각한 정책이 효과를 보지 못하고 있다.

2007년 미국의 서브 프라임 모기지 사태에서 촉발된 세계 금융위기를 맞아 미국과 유럽은 양적완화라는 비전통적 유동성 공급 정책을 통하여 이에 대응하였다. 정책금리 인하를 통한 초저금리에 더하여 양적완화정책을 취함으로써 미국에서는 다소 경제가 회복기미를 보임에 따라 2006년 이후 9년 만인 2015년 12월에 금리를 인상하는 조치를 취하기도 하였다.

그러나 유럽과 일본에서는 경제가 회복기미를 보이지 않고, 디플레이션이 선의 조짐까지 보이자 마이너스 금리정책까지 꺼내드는 상황에 이르렀다. 덴마크, 유럽중앙은행에 이어 스웨덴, 스위스가 마이너스 금리를 도입하였고, 일본과 헝가리 중앙은행도 마이너스 금리정책을 시행하였다. 그러나 정책이 목표하는 물가상승과 경기 회복을 이끌어내지 못하고 있으며, 기존의 이론과는 달리 이들 국가의 통화는 오히려 평가 절상되는 경우도 발생하였다.

뿐만 아니라 미국, 유럽, 일본 등의 선진국은 재정적자가 누적되어 확장적 재정정책을 시행하는 데도 한계를 보이고 있어서, 이들 선진국이 가지고 있는 정책적 수단은 이미 모두 소진된 상태라고 할 수 있다. '확장적 정책기조를 얼마나 지속할 수 있으며, 지금까지와 다른 엄청난 규모로 풀린 통화를 언제 어떻게 회수할 수 있겠는가?', '그 걱정 시기를 놓치게 되면 그로 인한 부작용은 얼마나 큰 영향을 미칠 것인가?' 하는 문제들이 모두 당면한 정책적 질문의 대상이다. 이러한 질문에 대하여 다양한 해법들이 쏟아지고 있으나, 서로 상반되는 견해를 제시하는 경우가 다반사이다. 국제적으로 명망 있는 학자와 정책당국자들 사이에서도 백가쟁명식의 다양한 견해와 뚜렷한 대립의견이 표출되다 보니, 오히려 혼란스러운 지경이며 어떤 방식으로든 이러한 논의를 대상으로 옥석을 가릴 필요가 있다. 현재의 상황은 경제이론과의 괴리가 발생한 채, 정책을 직접 담당하는 정책입안자들 입장에서 현실적으로 당분간은 확장 기조를 계속 유지해야 한다는 조심스러운 판단이 지속되고 있을 뿐이다.

설상가상으로 미국, 유럽, 일본 이외의 세계 경제에서의 불확실성도 커지

고 있다. 매년 10% 내외의 성장을 지속하면서 세계 경제를 견인하여 오던 중국의 경제성장률이 둔화되고, 중국 금융시스템의 부실에 대한 우려가 점차 커지고 있다. 중국은 지금까지 상대적으로 저렴한 생산비용으로 세계의 공장 역할을 하면서 물가 안정에 기여하였고, 동시에 중국의 거대한 인구는 세계 소비 및 투자 수요를 창출해 왔음은 주지의 사실이다.

또한 세계적인 경기 침체와 셰일가스 및 셰일오일 등 대체연료의 공급으로 원유 수요가 줄어든 반면, 산유국의 공급 수준은 지속되어 공급과잉으로 인한 유가의 급락은 중동, 러시아 및 남미 산유국들의 재정을 파탄으로 몰아가고 있으며, 원자재 가격의 하락도 신흥시장(emerging markets)의 국제수지를 악화시켜 경제적 어려움을 가중시키고 있다.

2016년 6월에는 영국이 국민투표를 통하여 EU 탈퇴를 선택함으로써 향후 EU와 Brexit 협상에 따른 불확실성도 증폭되었다. 바야흐로 세계 경제는 다양한 불확실성의 동시다발적 증가로 인하여 장래가 매우 불투명한 상황을 맞고 있는 셈이다. 그럼에도 불구하고 경기 회복을 위하여 정책당국이 쓸 수 있는 정책수단은 이미 소진하였고, 새로운 정책수단을 찾지도 못하고 있다. 또한 이러한 과정에서 기존의 경제이론에 맞지 않는 정책 결과들이 속속 나타나고 있다. 따라서 각국의 재정당국과 통화당국은 새로운 아이디어를 찾기 위한 노력을 경주하고 있다. 정책당국의 입장에서 악화되어가는 경제현상을 그대로 보고만 있을 수도 없겠지만, 그렇다고 현재로서는 효과를 기대할 수 있는 대안이 보이는 것 같지도 않다.

우리나라 경제는 금융위기 발발 이후 세계 경제의 혼란 속에서도 상대적으로 양호한 상황을 유지하여 왔으나, 개방된 경제시스템하에서 국내외에서 발생한 충격들로 인하여 앞으로의 경제 전망을 낙관할 수 없는 상황에 이른 것으로 보인다. 따라서 우리나라 정책당국의 입장에서도 이러한 위기를 타개할 수 있는 정책수단을 찾는 것이 매우 중요하다. 본 보고서에서는 특별히 기존의 전통적 정책수단들이 기대했던 효과를 거두지 못하는 상황에서, 금융위기 이후에 새롭게 부각되는 정책수단과 그 한계 및 시사점을 중심으로 살펴보고자 한다.

미래 어느 시점에서 오늘날을 돌이켜 본다면, 마치 1930년대 대공황 시대를 맞이하여 케인즈(Keynes)가 새로운 경제이론을 제시하였듯이 새로운 이론적 프레임이 탄생할 수 있는 경제 환경이었다고 회고할 수 있을지 모르겠다. 그런 만큼 여기서 새로운 경제정책을 위한 이론적인 프레임을 제시할 수 있다면 더 이상 바랄 것이 없을 것이다. 그러나 이러한 획기적인 이론의 제시가 말처럼 쉽지 않음을 감안하여, 본 보고서에서는 국제논의를 바탕으로 우리나라의 입장에서 주의를 기울여야 할 향후 거시정책방향에 대한 시사점을 찾고자 한다. 세계 경제의 혼란기에 쏟아지고 있는 각국 전문가들의 다양한 분석과 처방을 광범위하게 검토하여 우리 나름의 정책과제를 찾아보고자 하는 것이다.

이를 위하여 제Ⅱ장에서는 2008년의 금융위기 이후 주요국의 정책 대응과 효과에 대하여 자세히 살펴본다. 국제적으로 그 영향력이 큰 미국, 유럽, 일본이 경제 위기를 맞아 채택한 다양한 정책에 대하여 차례로 살펴보고, 그 정책 효과에 대해서도 검토한다. 제Ⅲ장에서는 금융위기의 대응과정에서 비전통적인 정책수단들이 동원됨으로써 부각되는 정책적 이슈에 대하여 살펴본다. 통화정책, 재정정책, 거시건전성정책 각각의 대표적인 이슈와 정책 효과에 대하여 제기되고 있는 상반된 논의 및 그 논리에 대하여 분석한다. 기존의 경제이론과 현재의 정책 효과 간의 괴리에 직면하여 국제적으로 제시되고 있는 정책 대안을 각종 거시 통계와 문헌을 비롯한 가능한 다양한 소스의 자료를 통하여 검토한다. 제Ⅳ장에서는 제Ⅲ장에서 제기된 여러 가지 이슈 가운데 특히 본 연구원의 주 연구분야인 재정정책, 그 중에서도 거시재정정책의 주요 이슈인 국가채무와 경제성장과의 관계에 대하여 실증분석을 통하여 시사점을 찾아본다. 제Ⅴ장에서는 제Ⅲ장의 논의와 제Ⅳ장의 분석을 바탕으로 현재와 같은 정책 혼돈의 시대에 거시경제정책의 관점에서 우리가 무엇을 어떻게 해야 하는지에 대한 시사점을 찾아본다. 제Ⅵ장은 결론으로서 논의를 정리하고 마무리한다.

---

## II. 주요국의 금융위기 대응정책과 효과

---

### 1. 미국

#### 가. 금리 인하와 양적완화

금융위기를 맞아 미국은 정책금리를 2007년 초반 5%대에서 동년 9월 4.75%로 내린 이후, 9차례 추가 인하하여 2008년 12월부터 0~0.25%의 제로 금리를 지속적으로 유지하였다. 그 후 2015년 12월에 미국 경제의 회복이 견고하다는 판단하에 9년 만에 처음으로 금리를 0.25~0.5%로 인상하였다. 미국은 그 후에도 지속적으로 금리를 인상할 예정이었으나, 2016년 6월 영국의 Brexit 국민투표 결과 국제적인 불확실성이 증대함에 따라 추가적인 인상이 유보되어 있는 상황이다.

금융위기 초반에 유동성 공급 및 정책금리 인하에도 금융시장의 불안이 계속되자 미국은 비전통적 통화정책수단인 양적완화정책을 3차례에 걸쳐 시행하였다. 1차 양적완화정책(QE1)은 2008년 11월에 6천억달러 규모의 자산 매입 계획으로 시작되었으며, 2009년 3월에는 1조 7,500억달러 규모의 채권 매입을 결정하였다. 1차 양적완화로 미국 경기회복의 기미가 보이기 시작함에 따라 양적완화정책에 대한 출구전략 관련 논의가 시작되었다. 2009년 중순 양적완화정책에 대한 출구전략을 마련해야 한다는 주장과 인플레이션이 선이 가시화되기까지 상당한 기간이 남았으므로 현재의 정책을 유지해야 한다는 주장이 대립하였다.

그러나 출구전략에 대한 논의에도 불구하고 경기가 다시 살아났다고 판정하기 어려웠기 때문에 양적완화정책은 쉽게 종료되지 않았다. 연준은 2009년 6월 연방공개시장위원회에서 양적완화정책을 유지하겠지만 자산 규모 등을 모니터링하며, 상황에 따라 유동성 공급 계획을 조정할 수 있

다고 밝혔다.<sup>2)</sup> 2010년 8월에는 현재 보유한 국채, MBS(Mortgage Backed Securities) 등의 자산 만기에 따라 회수되는 자금의 한도 내에서 자산을 다시 매입하기로 하였으며, 연준의장 버냉키(Bernanke)는 세계 중앙은행 연차 총회에서 보유자산 만기도래분 외에 추가 자산을 매입할 수도 있다고 밝힘으로써 시장 안정을 도모하였다.

〈표 II-1〉 미 연준의 비전통적 통화정책수단

	조치	도입시기	내용
유동성 공급	기존 primary credit 확대 적격담보기준 완화 만기확대(1차 및 2차)	2007. 8 2007. 8 2008. 3	주택모기지증권 추가 1일 → 30일 30일 → 90일
	TAF(Term Auction Facility)	2007. 12	예금은행에 입찰을 통해 28일 및 84일 만기자금 대출
	TSLF(Term Securities Lending Facility)	2008. 3	회사채 등을 담보로 primary dealer에 연준 보유 국채 대여
	PDCF(Primary Dealer Credit Facility)	2008. 3	primary dealer 대상 익일물 대기성여신제도 신설 * 기존 대기성여신제도의 대상은 예금은행에 국한
신용시장 지원	AMLF(ABCP MMMF Liquidity Facility)	2008. 9	ABCP 시장지원 (예금은행에 MMMF 보유 ABCP 매입자금 대출)
	CPFF(CP Funding Facility)	2008. 10	CP, ABCP시장 지원 (SPV에 CP, ABCP 매입자금 대출)
	MMIFF(Money Market Investor Funding Facility)	2008. 11	만기 90일 이내 CD, 은행채, CP시장지원 (SPV에 MMMF 보유 CD, 은행채, CP매입자금 대출)
	TALF (Term ABS Loan Facility)	2008. 11	학자금, 자동차, 신용카드, 소기업대출 ABS 및 CMBS 시장지원 (ABS, CMBS 보유자에게 동 증권을 담보로 대출)
국채 매입	GSEs 관련 채권 매입	2008. 11 2009. 3 2012. 9	MBS 시장 등 지원 (GSEs가 발행한 채권 및 보증한 MBS 매입, QE1) MBS 시장 등 지원 확대(QE1) MBS 시장 등 지원(매월 400억달러, QE3) → 2014.10 종료
	1차 매입	2009. 3	매입한도 3,000억달러(QE1)
	2차 매입	2010. 11	매입한도 6,000억달러(장기국채, QE2)
	만기연장프로그램 (Maturity Extension Program or Operation Twist)	2011. 10	단기국채 매도 및 장기국채 매입
	3차 매입	2012. 12	매월 450억달러(QE3) → 2014. 10 종료

자료: 이승호·강현주(2016), p. 28.

2) 김중만(2009), p. 3.

2010년 11월에는 연방공개시장위원회가 2011년 6월까지 8개월 동안 6천억달러 규모의 장기국채를 매입하고, 현재 연준이 보유한 자산의 만기 회수분에 대해서는 재투자를 계속하기로 결정함으로써 2차 양적완화정책(QE2)이 시작되었다.

그러나 2차 양적완화 이후에도 경기 회복이 더디게 진행됨에 따라 단기국채를 장기국채로 대체하는 만기연장프로그램(Operation Twist)을 통하여 장기금리의 인하를 시도하였다. 처음에는 4천억달러 규모의 만기 3년 미만의 단기국채를 매각하고 동 금액만큼 만기 6~30년의 장기국채를 매입하려 하였으며, 2012년 6월까지 종료할 예정이었다. 그러나 목표 달성이 여의치 않음에 따라 단기국채 매각 규모를 2,670억달러 늘리고, 종료시점도 2012년 12월 말로 연장하였다.

3차 양적완화정책(QE3)은 2012년 9월에 미국 연방준비위원회가 고용상황이 충분히 개선될 때까지 계속해서 매달 400억달러 규모의 MBS를 매입하겠다고 발표함에 따라 시작되었다. 제로금리는 2015년 중반까지 유지하기로 하고 이어 동년 12월에는 MBS 외 장기국채를 추가적으로 매달 450억달러씩 매입하기로 하였다. 미국에서 고용상황 등 경제지표가 개선됨에 따라, 연준은 2013년 12월에 양적완화 규모를 점진적으로 줄이겠다는 내용의 테이퍼링(QE tapering)을 발표하였다. 연방공개시장위원회에서 매월 850억달러의 자산매입 규모를 다음 해 1월부터 750억달러로 감소시킨다는 결정을 내린 것이다. 이어서 2014년 1월에는 연준에서 양적완화 규모를 다시 100억달러 축소하겠다고 발표함에 따라, 자산매입규모는 동년 2월부터 MBS 300억달러, 국채 350억달러로 축소되었다. 2014년 10월에 연준은 2012년 9월부터 시행한 자산매입을 마침내 중지한다고 발표함으로써 양적완화를 종료하였다.

## 나. 재정정책

양적완화정책과 더불어 미국은 재정적인 측면에서도 여러 가지 경기부양책을 실시하였다. 2008년 2월 경기부양을 위해 마련한 「경기진작법안(Economic Stimulus Act)」이 통과되어 모기지 등에 대한 대출한도를 확대하

였으며, 세금 환급 및 감면제도를 실시하였다.<sup>3)</sup> 주택저당공사(Fannie Mae, Freddie Mac 등)의 매입대상 모기지 금액이나 연방주택청(Federal Housing Administration: FHA)의 주택자금 보증 상한액은 72만 9,750달러로 확대하였다. 또한 납세액이 있으며, 연소득이 3,000달러 이상인 납세자를 대상으로 개인은 300~600달러, 결혼한 가정은 600~1,200달러까지 납세액을 기준으로 환급하며, 자녀 1인당 300달러를 추가 지급하였다. 투자금액에 대한 세금 감면제도도 실시하여 소규모 기업이 신규투자한 금액의 비용인정한도를 확대하였으며, 기업이 신규투자한 금액의 특별감가상각 한도도 확대하였다. 2008년 7월에는 「주택경기축진법(The Housing and Economic Recovery Act)」을 통해 자가소유주택 및 임대주택 관련 세액공제, 주택관련 채권 비과세, 재해지역 주택에 대한 조세지원 등을 시행하여 주택경기를 활성화시키고자 노력하였다.<sup>4)</sup>

미국 재무부는 연준과 별도로 2008년 9월 7천억달러 규모의 부실자산 구제프로그램(Troubled Asset Relief Program: TARP)을 발표하였다. 동 프로그램의 목적은 크게 부실은행의 자본 확충, 자동차산업 구조조정, 구조화 채권 시장 활성화 및 부실자산 매입, 주택소유자 보호 등으로 구분된다. TARP 자금의 상당 부분이 대형금융기관의 자본 확충에 사용되어 대마불사 논란을 촉발시키기도 하였으나,<sup>5)</sup> TARP의 시행으로 금융시장의 불안심리가 빠르게 완화되면서 금융시스템의 정상화에 크게 기여한 것으로 평가받는다.

2009년 2월에는 7,872억달러 규모의 「경기부양법(The American Recovery and Reinvestment Act)」을 제정하여 추가적인 경기부양책을 실시하였다.<sup>6)</sup> 5,754억달러는 일자리창출, 지방정부 지원, 인프라 정비 등 재정지출에 사용되었다. 사회간접자본·에너지·교육 등에 지출함으로써 일자리를 창출하고, 실업수당도 확대하며, 재정안정화펀드를 이용하여 국고보조금을 지급하였

3) 김종만(2008), pp. 1~3.

4) 성병목·김예진(2009), p. 42.

5) AIG 698억달러, Bank of America, Citi, JPMorgan, Wells Fargo가 각각 250억달러 등 당시 부실화된 대형 금융기관의 자본 확충에 총자금의 2/3 정도가 사용되었다.

6) 상계서, pp. 6~7.

다. 나머지 2,118억달러는 저소득층 지원 프로그램, 근로소득 장려세제 등으로 개인에게 지원하거나 각종 세액공제를 통해 기업을 지원하는 조세지출방식으로 사용되었다.

이 밖에도 재정건전화를 위해 Pay-go제도를 재도입하였다. Pay-go제도는 의무지출 증가, 세입 감소 등에 해당되는 새로운 입법을 추진하기 위해서는 반드시 이에 따른 재원조달 방안이 동시에 입법될 수 있도록 의무화한 것으로 미국에서는 1990년에 도입되어 2002년까지 유지되었다가 폐지된 후 2010년 2월에 재정건전화를 목적으로 재도입되었다.

## 2. 유럽

### 가. 금리 인하와 신용완화

미국에서 시작된 글로벌 금융위기가 2008년 9월 리먼 브라더스(Lehman Brothers) 파산 이후 금융 및 자본시장, 무역경로를 통해 제2차 세계대전 이래 유럽 경제에 최대의 경기침체를 야기하였다.<sup>7)</sup> 당시 미국의 모기지채권에 직간접적으로 많이 투자하고 있던 유럽 은행들은 막대한 손실을 기록하며 정부의 구제금융에 의존하게 되었고, 부동산 시장 버블의 급속한 붕괴로 잠재되어 있던 민간부문의 과도한 부채로 인한 부실대출이 급증하였다. 신흥국의 통화가치 하락과 외환보유고 부족으로 유럽 주요국의 수출 급감현상도 발생함으로써 2008년 2/4분기부터 7분기 동안 연속해서 마이너스 성장을 기록하였으며 2009년에는 -4.4% 성장하는 등 전후 최대의 경기침체를 경험하게 되었다.

금융시장 불안 초기인 서브프라임 모기지 사태가 발생한 2007년 8월부터 2008년 9월 리먼 브라더스 파산 이전까지의 기간 동안 유럽중앙은행은 금융 불안 상황에서 일시적으로 증가한 금융권의 유동성 수요를 충족시키는 것을 주요 목표로 하였다. 2008년 초에도 금융위기 징후는 존재하였으나, 리먼

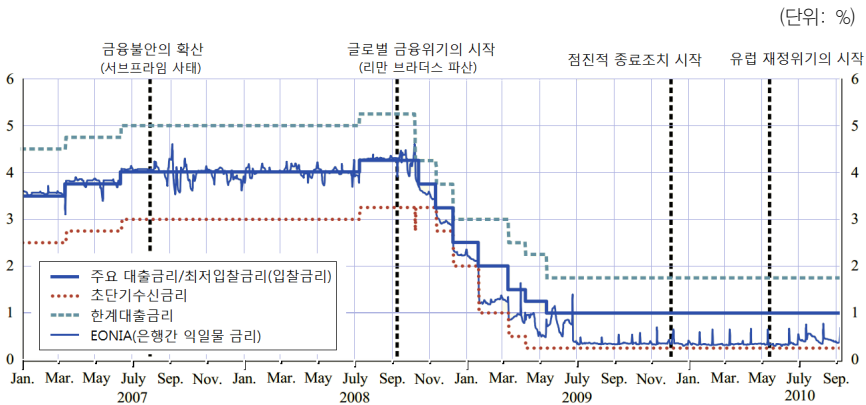
---

7) 강유덕(2014), pp. 38-39.

브라더스의 파산을 예상하지 못한 상황에서 같은 해 7월 유럽중앙은행은 기준금리를 기존 4.0%에서 4.25%로 오히려 인상하기도 하였다.

그러나 리먼 브라더스 파산으로 글로벌 금융위기가 확대되어 전 세계 금융 시장을 경색시킴에 따라 유럽중앙은행은 2008년 10월 이후 2009년 5월까지 일곱 차례에 걸쳐 총 3.25%p를 인하하여 기준 금리를 1%까지 낮추었다(그림 II-1 참조). 또한 미국에서와 마찬가지로 금리 인하만으로 위기 대응이 불충분하다는 판단 아래 다양한 비전통적 통화정책수단을 사용하였다(표 II-2) 참조).

[그림 II-1] 글로벌 금융위기 기간 중 ECB의 기준금리



- 주: 1. 초단기 수신금리는 금융기관이 여유자금을 별도의 제한 없이 ECB에 예치할 수 있는 초단기수신제도(deposit facility)에 적용되는 금리  
 2. 한계대출금리는 은행의 일시 부족자금 발생시 ECB가 1일간 대출해주는 한계대출제도(marginal lending facility)에 적용되는 금리  
 3. EONIA(Euro Overnight Index Average)는 유로존 시중은행 간 익일물 금리를 가중평균하여 생성한 지수로서 일반적인 콜금리(overnight rate)와 유사한 개념임

자료: 강유덕(2014), p. 41

원자료: ECB(2010), p. 64. 재인용.

〈표 II-2〉 유럽중앙은행의 비전통적 통화정책수단

	조치	도입시기	내용
파인언저먼트규모	적격담보기준 완화	2008. 10	채권종류 확대(은행채 포함) 신용등급조건완화(A- 이상 → BBB 이상)
		2008. 11	비유로화채권 추가
		2012. 6	상업용 모기지담보증권(CMBS)을 담보대상에 포함 ABS 신용등급 조건완화 (A- 이상 → BBB 이상)
	LTRO 최장만기 확대 (Long Term Refinancing Operations)	2008. 3	3개월 → 6개월
		2009. 5	6개월 → 12개월
	2011. 12	12개월 → 36개월 * 36개월물 LTRO는 2011년 12월과 2012년 2월 각각 시행	
TLTRO(Targeted Longer Term Refinancing Operations)	2014. 6	은행의 기업 및 가계대출 지원 * 대출규모 및 금리조건 등을 개선한 TLTRO II 프로그램은 2016년 6월부터 시행	
마이너스 금리	2014. 6	ECB에 예치되는 예금 등에 마이너스 금리 적용 * 예금금리는 수차례 인하되어 2016년 5월 현재 -0.4%	
신용시장지원	CBPP(Covered Bond Purchase Programme)	2009. 5	모기지담보 CB시장 등 지원 (우량 모기지, 공공기관 대출 등을 담보로 한 CB 매입, 600억유로 한도)
		2011. 11	CB시장 지원 재개(400억유로 한도)
		2014. 10	CB시장 지원 재개
	ABS 매입	2014. 11	ABS 시장 지원
국채매입	SMP(Securities Markets Programme)	2010. 5	그리스, 아일랜드, 포르투갈 등 구제금융수혜국의 국채(주로 10년물)를 무제한 매입
	OMT(Outright Monetary Transactions)	2012. 9	만기 1~3년 국채를 무제한 매입 * OMT 도입으로 SMP는 종료
	PSPP(Public Sector Purchase Program)	2015. 3	유로지역 회원국 등이 발행한 유로표시채권 등을 매입(월 600억유로)
2016. 3		채권 매입규모 확대 (월 600억유로 → 월 800억유로)	

자료: 이승호·강현주(2016), p. 36.

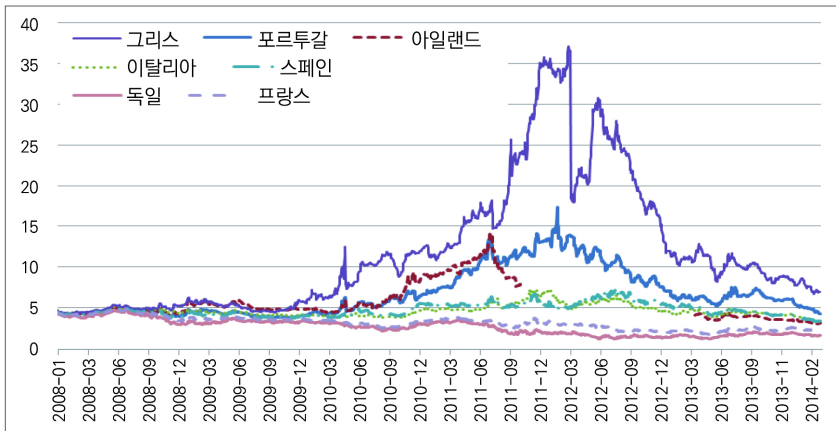
유럽중앙은행의 다양한 정책수단에 의하여 2009년부터 금융시장은 점차적으로 안정적인 국면을 보이기 시작하였다. 통화시장 스프레드(money market spreads)는 점차 감소하였으며, 주식과 채권 시장은 재활성화 조짐을 보였고, 은행 차입 이자율도 시장 이자율과 함께 하락하였다. 2009년 금융

시장 환경이 개선됨에 따라 유럽중앙은행은 불필요한 비전통적 조치들을 단계적으로 중단하기로 하였다. 그 이유는 비전통적 조치들과 낮은 금리가 과도하게 오래 지속되는 경우 은행과 가계가 지나친 위험을 감수할 수 있고, 전반적인 경제성장, 자산 가치 안전성, 그리고 나아가 물가 안정에도 역효과를 낼 수 있다고 판단하였기 때문이다.

그러나 2010년 초에 유로지역 일부 국가들의 재정악화와 지속가능성에 대한 불확실성이 커짐에 따라 국채시장에 긴장감이 조성되는 등 재정위기가 시작되었으며, 2011년 말부터는 유럽의 여러 국가들로 위기가 확산되었다.<sup>8)</sup> [그림 II-2]는 그리스, 포르투갈, 이탈리아, 스페인 등의 남유럽국가들과 아일랜드의 국채금리를 독일의 국채금리와 비교한 그림으로서 이들 나라의 재정상황을 반영하고 있다. 결국 그리스 구제금융(2010년 1~5월)에 이어 아일랜드와 포르투갈의 구제금융(2010년 11월~2011년 4월)이 실시되고, 재정상황이 불안한 이탈리아와 스페인의 국채금리가 급등하였으며(2011년 7~12월) 경기침체는 다시 확산되었다.

[그림 II-2] 유로존 회원국의 국채금리 변화

(단위: 10년 만기, 연간 %)



자료: 강유덕(2014), p. 82.

8) ECB(2010), p. 72; 강유덕(2014), pp. 47~53.

유럽의 재정위기가 대두된 가운데 유럽중앙은행은 국채매입프로그램 (Securities Markets Programme: SMP) 착수와 함께 금융위기 안정화에 따라 중단되었던 비전통적 통화정책을 재가동하였다.<sup>9)</sup> 유럽중앙은행은 SMP 이외에도 장기대출프로그램(Long Term Refinancing Operation: LTRO), 무제한 국채매입(Outright Monetary Transaction: OMT) 프로그램 등도 발표하였다.<sup>10)</sup>

SMP는 기능이 마비된 국채시장에 깊이와 유동성을 공급하는 것을 목적으로 2010년 5월에 시작하였다. 국채를 담보로 장·단기 자금을 공급하는 것은 유럽중앙은행의 통상적인 활동이나 유럽중앙은행이 직접 국채를 매입하는 것은 유럽중앙은행 출범 이후 첫 사례이며 2010년 5월 총 600억유로 상당의 유로존 국채를 매입하였다. 그리스 구제금융 이후 2011년 상반기에는 일시적으로 중단되었다가 이탈리아와 스페인의 국채금리가 급등한 2011년 7월부터 재도입하여 2011년 8~11월의 기간 동안 총 1,200억유로의 국채를 매입하였다. 2012년 2월 17일 기준 유럽중앙은행 소유의 유로존 국채는 총 2,193억유로에 이르게 되었다.

SMP 조치로 일시적으로 하락한 이탈리아와 스페인의 국채금리가 다시 급등하여 유럽 여러 국가의 금융부실 우려로 인한 자금시장 경색 기미가 보이자, 유럽중앙은행은 2011년 12월과 2012년 2월 2차례에 걸쳐 대대적인 LTRO를 실행하였다.<sup>11)</sup> 2011년 12월에 LTRO를 통해 4,890억유로를 공급하였다. 3년 만기 1% 금리 LTRO에 총 523개의 유로존 금융기관이 신청하였고, 이탈리아와 스페인은행에는 각각 1,100억유로와 800억유로가 대출되었다. 2012년 2월에는 800여개의 시중은행을 대상으로 총 5,295억유로 규모의 2차 LTRO가 실행되었다. 1, 2차 LTRO로 총 1조유로 이상의 유동성이 3년 만기와 1%의 고정금리 방식으로 제공되었다는 점이 특기할 만하다. LTRO와 함께 유럽중앙은행은 시중은행들에 대한 지급준비금 비율을 기존 2%에서 1%로 낮추어 유로 유동성 확보를 제고하였다.

9) ECB(2010), pp. 72~73.

10) 강유덕(2014), p. 54.

11) 상계서, pp. 55~60.

LTRO로 인해 유로존 국채 및 주식시장은 빠르게 회복되었으나, 여러 국가의 재정위기와 긴축으로 인해 유로존이 다시 경기침체 국면으로 접어들자 2012년 9월에 OMT를 발표하였다.<sup>12)</sup> OMT는 유로존 위기 발생 시 유럽중앙은행이 위기발생국가의 국채를 무한정 사들이는 것을 골자로 한다. 유럽중앙은행의 발표에 따르면 OMT는 SMP와 마찬가지로 통화정책의 전달경로(transmission of monetary policy) 복원과 유로존 국채시장의 단일성 유지를 목표로 한다.<sup>13)</sup> OMT가 SMP와 차별화되는 특징은 매입 대상 국채를 구제금융을 받는 국가의 국채와 잔여만기 1~3년물로 제한하고, 기간 제한 없이 무제한 매입이 가능하며, 구제금융 시 엄격한 구제금융 조건을 부과한다는 점 등에 있다. OMT는 미연준의 양적완화(QE)와 외형상 유사하나, 불태화(sterilization) 조치를 병행하여 물가상승 압력을 억제한다는 것과 매입 대상 국채를 잔여만기 1~3년물로 한정하여 재정의 화폐화 가능성을 약화시킨다는 점에서 차별화된다.

유로지역의 경기부진과 디플레이션 우려가 고조되자, 유럽중앙은행은 2% 인플레이션을 회복을 목표로 자산매입프로그램(Asset Purchase Programme)과 마이너스 금리 등의 추가조치를 순차적으로 도입하였다. 2014년 6월 11일부터 시중은행의 중앙은행 예치 자금에 대한 금리(deposit facility rate)로 -0.1%를 적용하기로 하였다.<sup>14)</sup> 2014년 10월에는 향후 2년간 자산담보증권 매입프로그램(Asset-Backed Securities Purchase Programme)과 유로표시 커버드본드 매입프로그램(Covered-Bond Purchase Programme)을 재개하였다.<sup>15)</sup> 2015년 3월에는 기존 자산매입프로그램(APP)을 확대하여 유로지역

12) 강유덕(2014), pp. 60~64.

13) ECB press release, 6 September 2014.  
([https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html)),  
접속일: 2016. 9. 28.

14) ECB press release, 5 June 2014.  
([https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605\\_3.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_3.en.html)),  
접속일: 2016. 9. 28.

15) ECB press release, 2 October 2014.  
([https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002_1.en.html)),  
접속일: 2016. 9. 28.

중앙은행과 관련 기관들이 발행한 채권을 매입 대상에 추가로 포함시키고 2016년 9월까지 매달 600억유로에 이르는 자산을 매입하기로 하였다.<sup>16)</sup> 2016년 3월에는 기존 APP에 2016년 2/4분기부터 비금융기업의 사채를 매입 대상으로 하는 추가 매입 프로그램(Corporate Sector Purchase Programme)을 도입하였고 매달 매입 자산 금액도 800억유로로 상향 조정하였다.<sup>17)</sup>

## 나. 마이너스 금리정책

덴마크, 스웨덴, 스위스 등 유로지역 주변 국가는 ECB의 양적완화정책에 따른 유로화 가치하락으로 자국통화의 평가상승 압력 및 디플레이션에 대한 우려가 존재하였다.<sup>18)</sup> 이들 유로지역 주변국들은 유로지역과 경제적으로 밀접한 관계를 가지지만 유로화를 사용하지 않기 때문에 유로화 가치 변화에 따라 자국통화 가치가 큰 영향을 받는 소규모 개방경제의 특징을 가지고 있다. 덴마크는 유로화 대비 고정환율제 특성, 스웨덴은 북유럽 경제강국 특성, 스위스는 안전자산 특성 등으로 인해 급격한 외화 유입에 따른 자국 통화 가치 상승을 경험하였다. 이들 나라는 각각 이러한 이유로 덴마크(2012년 7월)를 시작으로, 스웨덴(2014년 7월), 스위스(2014년 12월)가 순차적으로 마이너스 금리정책을 도입하였다.<sup>19)</sup> 특히 스웨덴과 스위스는 유럽중앙은행이 2014년 6월부터 마이너스 금리를 도입함에 따른 대응 성격이 강하다고 하겠다(그림 II-3 참조). 2016년 3월에는 헝가리도 경기 부양을 위하여 마이너스 금리를 도입하였다.

스웨덴은 부동산 시장이 과열되어 있고, 가처분소득 대비 가계부채비율도

---

16) ECB press release, 22 January 2015.

([https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html)),  
접속일: 2016. 9. 28.

17) ECB press release, 10 March 2016.

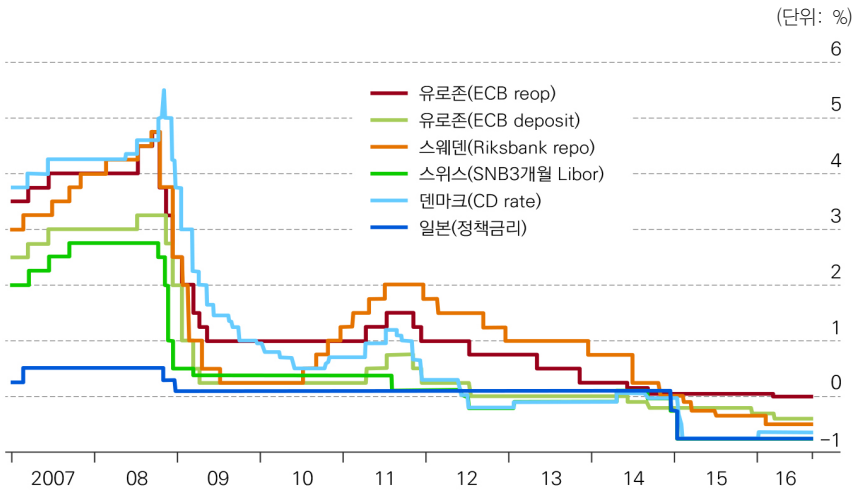
([https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310\\_2.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310_2.en.html)),  
접속일: 2016. 9. 28.

18) 임형석(2016), pp. 3~4.

19) World Bank(2015), pp. 13~14.

180%로 세계에서 가장 높은 편에 속하고 수출에 의존하는 경제라는 점에서 우리의 관심을 끈다. 스웨덴은 2016년 2사분기에 GDP 성장률이 3.4%를 기록하는 등 상대적으로 높은 성장률을 보이고 있다. 스웨덴의 성장률이 높은 것은 난민을 인구 대비 유럽 최고 수준으로 받아들여 소비와 정부지출이 증가한 결과로 보고 있다.<sup>20)</sup> 높은 성장률과 과열된 부동산 시장에도 불구하고 스웨덴이 2014년에 마이너스 금리정책을 도입한 것은 스웨덴 경제가 수출에 의존하기 때문에 유럽중앙은행의 마이너스 금리 도입에 대응하여 크로나(krona)를 평가절하시키기 위해서였다. 최근 크로나 가치가 떨어지고 있으나, 마이너스 금리정책을 시행한 이후에도 한동안 크로나는 강세를 유지하였다. 또한 인플레이션율은 2016년 9월에도 1% 내외에 머물고 있기 때문에 스웨덴 중앙은행은 당분간 마이너스 금리정책을 고수할 것을 선언하고 있다.<sup>21)</sup> 스웨덴 경제의 특성이 우리와 상당히 유사한 점을 감안한다면, 스

[그림 II-3] 마이너스 정책금리 도입 현황



자료: Thomson Reuters Datastream:

<https://www.ft.com/content/44051924-6f9f-11e6-a0c9-1365ce54b926>에서 재인용.

접속일: 2016. 9. 29.

20) 2015년에 16만명 수준의 난민을 받아들인 것으로 보도되었다(*Financial Times*, "Sweden's growth surge raises fears over negative rates policy," March 1, 2016)

21) *Financial Times*, "Riksbank chief allays negative rates fears," Oct. 18, 2016

웨덴에서의 마이너스 금리정책이 향후 어떤 효과를 달성할 수 있을지에 대하여 지속적으로 관찰할 필요가 있다.

유럽중앙은행과 유럽 국가 이외에 일본도 마이너스 금리정책을 2016년 2월부터 채택하였다. 아베노믹스는 경기부양을 목적으로 유동성 확대정책으로 다양한 양적·질적 통화완화정책을 사용하였지만, 기대한 만큼의 효과를 보지 못함에 따라 추가적으로 마이너스 금리정책을 도입하였다. 일본은행이 국채매입을 통해 신규 공급한 자금을 금융기관이 일본중앙은행에 예치하는 금액 중 초과지급준비금에 대해서 -0.1%로 인하된 금리를 적용하는 것이다. 일본의 마이너스 금리정책은 다른 금융위기 대응 정책과 함께 다음 절에서 보다 자세히 살펴보기로 하겠다.

### 3. 일본

금융위기 이후 일본의 거시정책은 아베의 '3개의 화살'로 대표된다. 낮은 금리, 확장 재정, 구조조정의 3가지 정책을 의미하는 '3개의 화살'은 사실상 일본 정부의 경기 부양을 위한 총력전이라고 할 수 있다. 그러나 한때 효과를 보는 듯 했던 동 정책은 현재 기대했던 효과를 보지 못하는 것으로 평가 받고 있다.

일본이 장기간 경기 침체에 빠진 직접적인 원인은 버블 붕괴이지만, 이러한 장기침체에서 빠져나오지 못하는 기저에는 인구감소가 차지하는 비중이 크다고 본다. 금융위기 이후의 일본 경제 상황을 이미 그 이전부터 이어져 오던 소위 '잃어버린 20년'의 연장선이라고 볼 수 있는 것은 바로 그러한 이유 때문이라고 생각한다. 여기서는 우선 1990년대 초반부터 시작된 일본의 장기침체 전개과정을 살펴보고, 아베노믹스로 표현되는 경기부양책에 대하여 살펴보기로 한다.

## 가. 잃어버린 20년

‘잃어버린 20년’에 대한 기간 설정은 연구자에 따라 다소 상이하기도 하나, 일반적으로 버블경기 이후인 1991년부터 2011년까지 일본의 극심한 장기침체기간을 말한다.<sup>22)</sup> 1980년대부터 시작된 유동성 자금의 증가는 부동산 가격의 상승을 유발하였다. 해외 투자자금이 일본으로 유입되기 시작한 것도 부동산가격 급등에 일조하였다. 이러한 자산가격 상승으로, 시중자금은 부동산과 주식투자자금으로 몰리면서 부동산과 주가의 버블이 극에 달하게 되었다. 이를 우려한 일본 정책당국은 1989년 긴축통화정책을 단행하여 버블 붕괴를 초래하였다. 이로 인한 급격한 경제성장을 저하가 ‘잃어버린 10년’의 시작이었으며, 그 이후 장기불황이 계속되면서 ‘잃어버린 20년’이 되었고 금융위기로까지 이어졌다.

### 1) 버블형성과 붕괴: 1985~1996년

1985년 플라자합의<sup>23)</sup> 이후, 환율은 [그림 II-4]와 같이, 1985년에 238.5엔에서 1989년에 138.0엔까지 하락하여 3년 동안 엔화가치가 42.1% 절상되었다. 이를 엔고불황(円高不況)이라 하며, 이 시기에는 기업이나 가계의 기대 심리가 약화되어 있었다. 일본은 이러한 엔고에 대응하기 위해 1986년 1월부터 1987년 2월까지 총 5회에 걸쳐 기준금리를 2.5%로 인하하는 등 엔화 절상에 대응하기 위한 다양한 노력을 시도하였다.

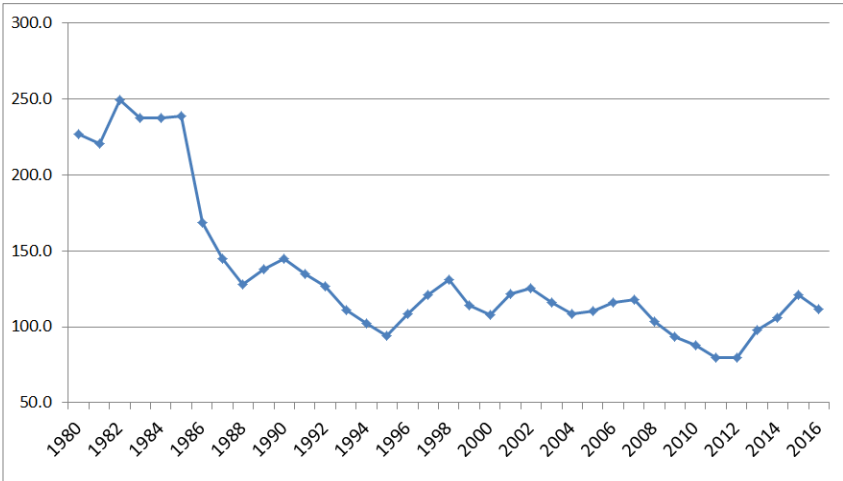
1985년 경제성장률이 6.3%에서 1986년 2.8%로 크게 하락하자, 일본 중앙은행은 저금리정책을 취함으로써 투자가 큰 폭으로 확대되고 소비가 증가하면서 1988년에는 7.2%의 성장률을 보이는 등 플라자합의 이전보다 오히려 높은 경제성장률을 기록하였다([그림 II-10] 참조).

22) [http://ci.nii.ac.jp/els/110009864062.pdf?id=ART0010382698&type=pdf&lang=jp&host=cini&order\\_no=&ppv\\_type=0&lang\\_sw=&no=1489623517&cp=](http://ci.nii.ac.jp/els/110009864062.pdf?id=ART0010382698&type=pdf&lang=jp&host=cini&order_no=&ppv_type=0&lang_sw=&no=1489623517&cp=), 접속일: 2016.7.12.

23) 1985년 9월 22일 뉴욕의 플라자호텔에서 개최된 선진5개국(미국, 영국, 일본, 독일, 프랑스) 재무장관·중앙은행 총재회의에서 미국 달러화의 가치를 내리고, 일본 엔화와 독일 마르크화의 가치를 올리기로 합의하였다.

[그림 II-4] 환율 추이

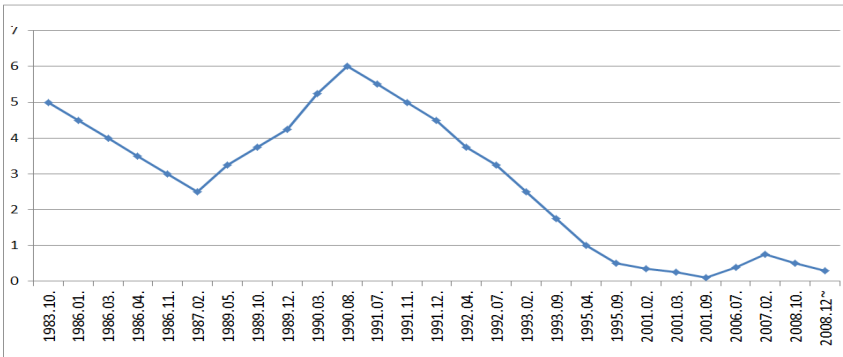
(단위: 엔/달러)



주: 연간 평균 환율임, 2016년 4월까지 수치임.  
 자료: 일본 통계청(<http://www.e-stat.go.jp>), 접속일: 2016. 7. 12.

[그림 II-5] 일본의 기준금리 추이

(단위: %)



주: 기준금리는 중앙은행 재할인율(公定歩合)임.  
 자료: 일본은행, 『金融経済統計月報』, 접속일: 2016. 10. 12.

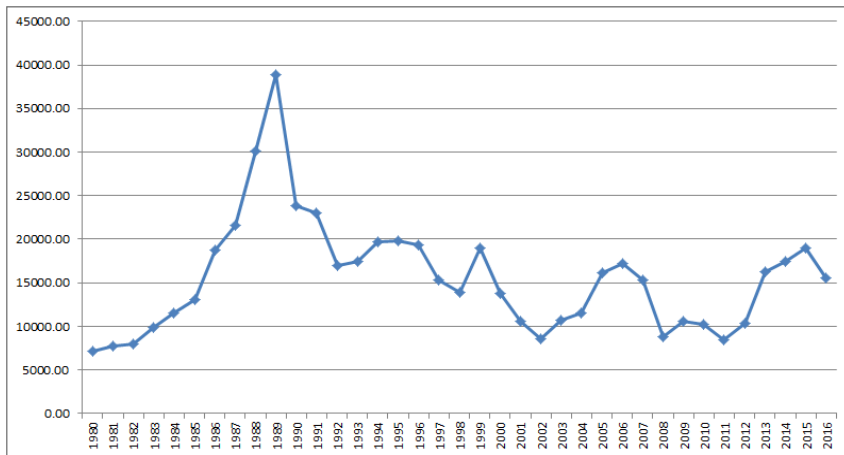
그러나 1980년대 들어 금융자유화가 시행되면서 대기업들이 은행보다 증권시장에서 자금을 조달하기 시작하자, 은행들의 수익률은 큰 폭으로 떨어졌다. 또한 저금리정책 때문에 통화량이 팽창하자, 은행 등 금융기관은 대기

업 대출에서 중소기업 및 개인 등 상대적으로 담보가 부실한 차입자에게도 대출을 확대하게 되었다. 당시 일본은 수도권 인구집중을 막고 국토균형발전을 위하여 수도 기능을 지방으로 이전하려는 정책을 시행하였는데, 이러한 정책이 대출경쟁과 맞물려 전국적으로 자산버블을 형성하는 계기가 되었다. 부동산 가격이 상승하고 주가도 오르면서 기업들의 담보가치도 함께 상승하여 대출을 통하여 자금을 쉽게 조달하고 이는 다시 부동산과 설비부문의 투자로 이어지는 연쇄반응이 지속되었다.

그러나 부동산 가격이 폭등하자 서민들의 불만이 고조되었고, 일본 정부는 부동산과 관련한 모든 대출을 일정 규모 이하로 규제하는 대출총량규제를 실시하면서 1987년 2.5%이던 기준금리는 1990년에 6.0%로 2배 이상 인상되었다. 이러한 금리인상과 부동산 관련 대출규제를 강화한 이후, 주가가 큰 폭으로 하락하고 부동산 가격이 붕괴할 조짐을 보이기 시작하였다(그림 II-6, [그림 II-7 참조]. 일본 정부는 부동산 가격이 하락하기 시작하자, 바로 기준금리를 인하하였으나 부동산 가격이 더 하락할 것으로 예측됨에 따라 시중금리는 계속 하락하였다.

[그림 II-6] 일본 주가 추이(日經평균주가)

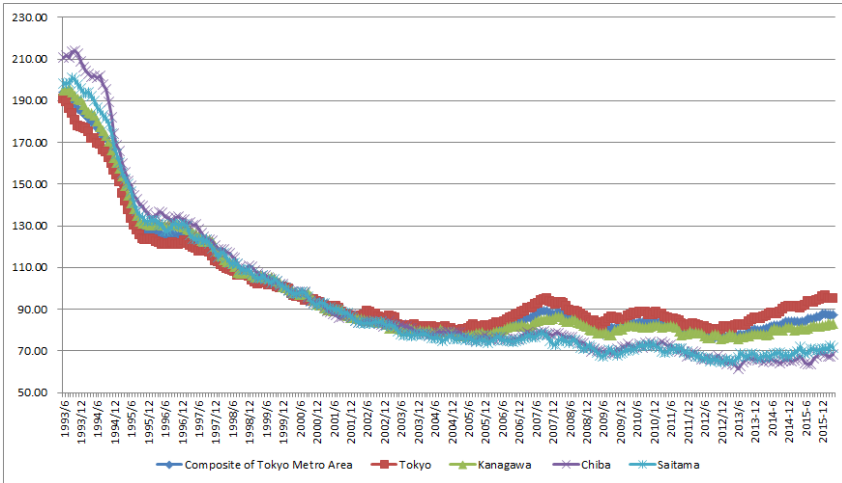
(단위: 엔)



주: 매년 12월 종가기준 자료임.

자료: 동경증권거래소(<http://www.jpx.co.jp>), 접속일: 2016. 7. 12.

[그림 II-7] 부동산주택 가격지수 추이



주: 2000년 1월 = 100.0

자료: 일본 부동산연구소(www.reinet.or.jp), 접속일: 2016. 7. 12, 관련자료 수집 후 저자 작성.

부동산 가격 하락으로 인해 담보가치가 하락함에 따라 부실채권이 발생하여 금융부실을 유발하게 되었다. 급기야 금융기관의 대출 억제와 기존 대출금 회수가 증가함에 따라 기업이 대량으로 도산하게 되는 상황에 이르게 되었다. [그림 II-8에서 보듯이, 1990년 도산기업 수가 6,500건이었던 것이 1991년 급격하게 증가하여 1만 700건에 이르렀으며, 2001년에는 1만 9천건에 달하여, 1984년의 2만건 이후 최고조에 달하였다. 또한 1990년 약 2조엔이던 부실채권 총액도 1991년에 약 8조 1천억엔으로 4배 정도 증가하였으며, 2000년에는 약 24조엔으로 최고조에 달하였다.<sup>24)</sup>

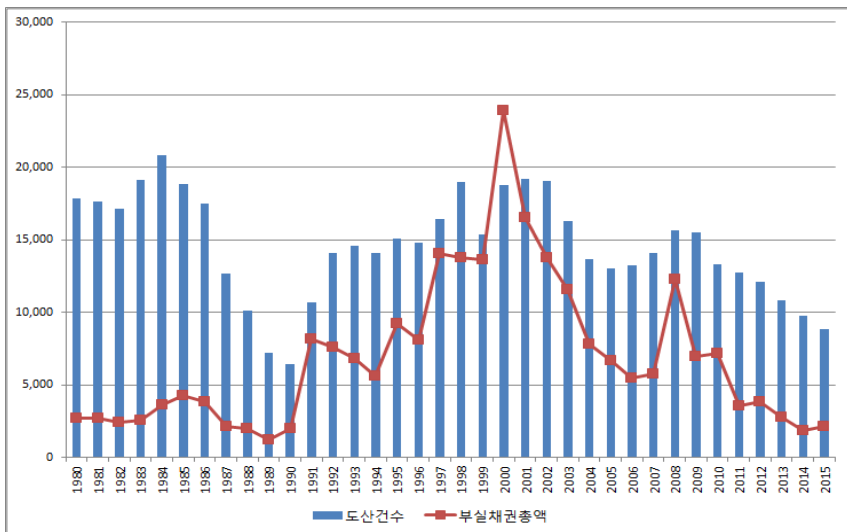
따라서 일본 정부는 확장적 재정정책을 시행하여, 1992년에서 1995년까지 4년 동안 65조 5천억엔 규모의 경기부양책을 실시하였다. 그러나 이러한 확장적 재정정책을 펼쳤음에도 불구하고 경기는 살아나지 않았고, 세수는 감소하고 재정건전성은 증가함에 따라 재정건전성이 급격히 악화되기 시작하였다.

24) 조경엽 · 허원제(2012), p. 34.

이러한 버블붕괴 이후 1993년부터 경기가 다소 회복되는 양상을 보이기도 하였으나, 일본의 무역흑자가 확대되어 발생한 4차 엔고<sup>25)</sup>로 인해 수출채산성이 크게 악화되면서 기업들이 생산거점을 해외로 이전하여 산업공동화가 발생하였을 뿐만 아니라 1995년 고베 대지진으로 인해 경기회복이 위축되었다.

[그림 II-8] 일본 기업의 도산 건수와 부실채권 총액

(단위: 건, 십억엔)



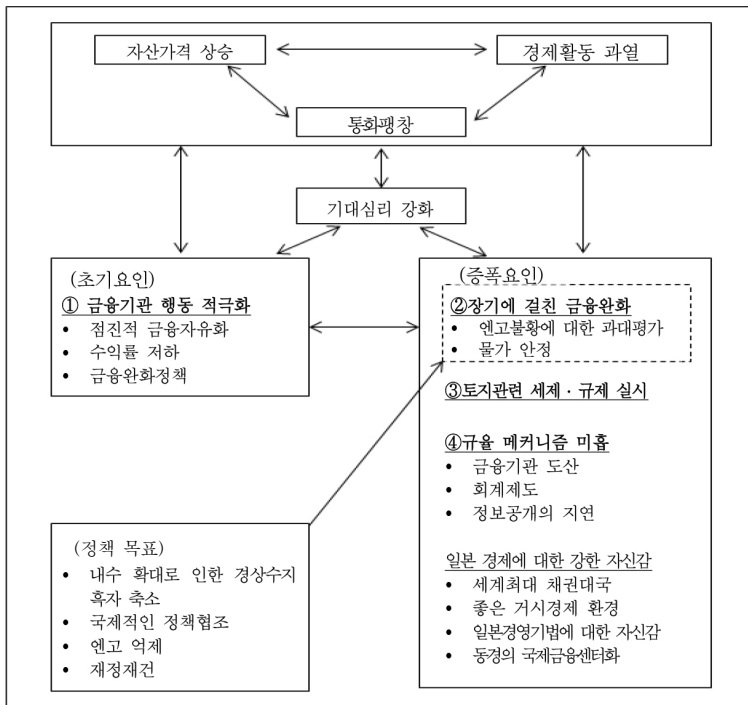
자료: 동경상공리서치(<http://www.tsr-net.co.jp/news/status/transition>), 접속일: 2016. 7. 12. 관련자료 수집 후 저자 작성.

翁邦雄·白川方明·白塚重典(2000)은 [그림 II-9]와 같이 버블 발생 원인으로 점진적인 금융자유화와 금융기관 수익률 저하, 금융기관 위험 관리의 지연, 자기자본비율 규제 도입, 장기에 걸친 금융 완화로 인한 자산가격 상승, 지가상승을 가속화시킨 세제와 부동산규제 등을 열거하고 있다. 이러한 요인들이 상호작용에 의하여 증폭작용을 일으킨 것으로 보고 있다. 따라서 급

25) 1차 엔고(1973. 2~), 2차 엔고(1978. 10~) 3차 엔고(1985. 9~), 4차 엔고(1993. 2~). 4차 엔고 당시 엔화는 1993년 2월 초 달러당 125엔에서 8월 18일 100.40엔으로 19.7% 평가절상되었다.

변하는 국내외 경제환경에 적절하게 금리조정 시점과 강도를 조절하지 못하여 자산버블의 발생과 붕괴를 초래한 일본중앙은행의 경험<sup>26)</sup>을 토대로 선도 지향적(forward-looking) 금융정책이 중요하다고 볼 수 있다. 즉 금융정책만으로 버블경제의 발생을 막을 수는 없지만, 금융정책이 사전적으로 위험을 예측하여 운영한다면 경제변동을 줄일 수 있을 것으로 보고 있다.

[그림 11-9] 일본의 버블경제 개념도



자료: 翁邦雄·白川方明·白塚重典(2000), p. 279.

26) Bermanke(2000a), Bermanke and Gertler(2000) 등은 1990년대 일본중앙은행의 디플레이션에 대한 대응이 너무 느렸다고 지적하였다.

## 2) 금융위기와 금융개혁: 1997~2007년

1992년 버블붕괴 이후, 경제성장률이 1993년 0.17%에서 1995년 1.94%로 다소 증가하는 등 1995년경에는 엔고와 버블붕괴로 인해 기업의 해외진출과 사업재편이 이루어지고 있었다. 1996년에는 1995년 1월에 발생한 고베 대지진으로 인한 재건특수 등을 누리면서 건설경기가 살아난 덕분에 경기회복 양상을 보이며 경제성장률이 2.61%까지 상승하였다. 그러자 1997년 4월에 일본 정부는 경기회복 국면에 진입하였다고 판단하고 국민들의 조세저항에도 불구하고 지진복구비 재원을 마련하기 위하여, 3%의 소비세율을 5%로 인상하였다. 그러나 이는 일본 경제를 불황 속으로 다시 밀어넣는 결과를 초래하였다.

또한 부동산 버블이 붕괴된 후에, 금융기관의 부실채권 처리가 지연되면서 문제가 점차 확산되었다. 결국 1997년 1월 산요증권, 야마이치증권, 홋카이도 다쿠쇼쿠은행, 홋카이도 도쿠시마은행 등 대형은행과 증권회사를 포함하여 2001년 3월 말까지 총 142개(은행 14개, 증권사 27개, 보험사 7개, 신용금고 및 신용조합 94개)의 금융기관이 파산하면서 금융위기에 직면하게 되었다. 이러한 금융위기로 일본 경제는 자산가격이 하락하고, 부실채권이 증가하였으며 소비와 투자가 감소하고, 고용과 임금이 감소하는 등 디플레이션의 악순환 구조가 고착되면서 [그림 II-10]에서 보듯이 경제성장률이 1998년에 -2%를 기록하였다.

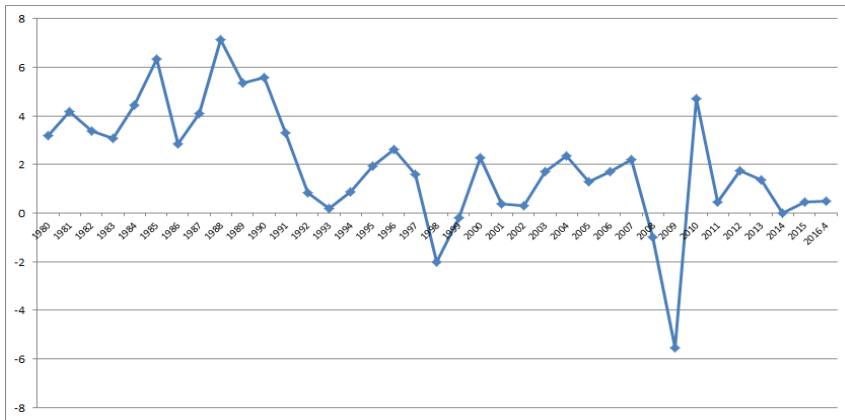
그러나 1999년부터 시작된 글로벌 IT 붐으로 신규 기업들의 활발한 투자와 수출 증가로 인해 2000년에는 경제성장률이 2.26%로 회복되었다. 그러다가 2000년 말 IT 버블이 붕괴되고 글로벌 경기침체로 인해 소비심리가 위축되고 실업률은 상승하여 내수가 둔화되면서 경제성장률은 다시 하락하여 2001년 0.36%로 급락하였다. 이 10년 동안 경기침체로 미래에 대한 불안감이 고조되어 개혁이 필요하다는 공감대가 형성되기 시작하였다.

이러한 국민적 공감대를 기반으로, 고이즈미 내각은 공급 측면에 중점을 둔 공공개혁, 금융개혁, 규제개혁 등 과감한 제도개혁을 추진하였다. 우선 경기부양에 중점을 두었던 재정정책의 방향을 재정건전화로 전환하기 위해,

국가채무상환 계획 등을 발표하였다.<sup>27)</sup> 중앙부처를 1부 22성청에서 1부 12성청으로 재편성하고 공무원 급여 삭감 및 공공투자의 70%에 달하는 지방양여금을 대폭 삭감하여 1998년 대비 2005년 공공투자비를 절반수준으로 줄였다.

[그림 II-10] 일본의 경제성장률 추이

(단위: %)



자료: 일본 통계청(<http://www.e-stat.go.jp>), 접속일: 2016. 7. 26.

부실채권을 처리하고 정책금융의 기능을 축소하기 위하여, 2008년까지 일본정채투자은행과 상공조합중앙금고의 완전 민영화를 추진하고 국민생활금융공고<sup>28)</sup>, 중소기업금융공고, 농림어업금융공고, 오키나와진흥개발금융공고, 국제협력은행 등은 통합·축소시켰다. 또한 시장 활성화를 위해 기업의 자금조달 환경을 개선하고, 노동의 유연성을 향상시키기 위하여 각종 규제를 철폐하였다. 최저자본금 규제를 철폐하고 유한책임사업조합 도입, 출자자 이익에 대한 비과세 처리를 통하여 창업을 활성화하고 수도권지역의 투자규제를 3년 동안 한시적으로 철폐하였다. 이러한 고이즈미 내각의 경제개혁과 미국과 중국 등 여러 국가의 경제가 IT 버블 붕괴의 여파에서 벗어나 회복

27) 김윤기 외(2016), p. 18.

28) 공고(公庫)란 전액 정부출자금융기관으로, 중소기업, 농업, 주택건설, 서민금융 등의 특수부문의 저리·장기융자 등을 행하는 기관이다.

되기 시작하면서 일본경제도 동반 상승하기 시작하였다.

### 3) 글로벌 금융위기: 2008~2011년

일본 경제는 2008년 글로벌 금융위기로 인해 경제성장률이 2008년 -1.1%에서 2009년 -5.5%로 급격하게 하락하였으나 미국, 유럽과의 공동대응으로 빠르게 회복하였다. 그러나 일본 경제는 2011년 동일본 대지진과 유럽의 재정위기로 다시 위기에 직면하게 되었다. 대지진으로 전력시설과 주요 기간 산업이 파괴되면서 공급망에 차질이 빚어지고, 엔고와 유럽 재정위기 및 중국의 성장세 둔화 등 해외경제의 불안 요인 증가로 수출이 둔화되고 수입이 증가하여 경상수지가 31년 만에 적자로 전환되었다.

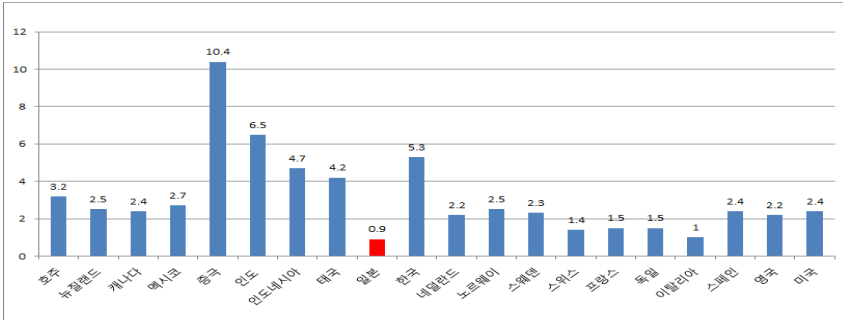
국가부채도 2011년에 GDP 대비 211.7%로 OECD 34개 회원국 중 1위를 차지할 정도로 재정위기가 심화되기에 이르렀다. 국내저축률이 하락하고 경상수지가 악화되어, 국채수익률이 상승하게 됨에 따라 재정 악순환을 우려하는 목소리가 나오기 시작하였다. 따라서 2012년 노다 내각은 재정건전성 강화를 위해 소비세율을 2014년 4월 8%에서 2015년 10%로 단계적으로 인상하는 세법개정안을 통과시켰다. 당시 일본 정부는 소비세율 인상으로 2015년 약 13조 5천억엔의 세수가 증가할 것으로 예상하였다. 그러나 소비세 인상은 재정건전화에 도움이 될 수도 있지만 내수 위축으로 경기가 후퇴할 수 있는 측면이 존재하였고, 바로 이러한 이유로 새로 집권한 아베 내각에서는 소비세율 10%로의 인상을 연기하였다.

### 4) 평가

‘잃어버린 20년’이라고 일컬어지는 1991년부터 2011년까지의 연간 실질 GDP 성장률이 0.9%, 명목 GDP 성장률은 0.2%, 물가상승률은 -0.7%로, 다른 주요국들에 비해, 일본은 장기침체가 지속되었음을 [그림 II-11]~[그림 II-13]을 통해서 알 수 있다.

[그림 II-11] 실질 GDP 성장률(1991~2011년)

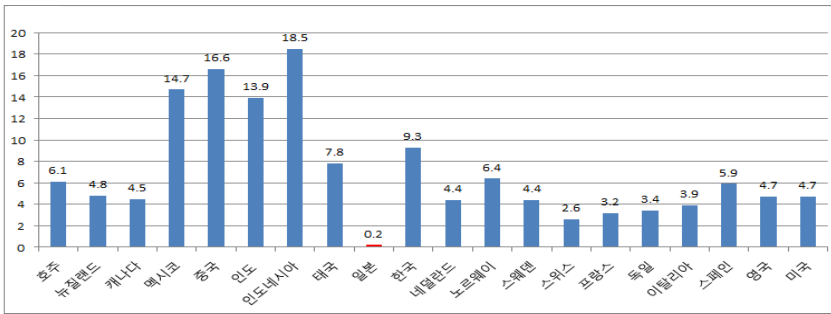
(단위: %)



자료: 岡本英男(2013), p. 219.

[그림 II-12] 명목 GDP 성장률(1991~2011년)

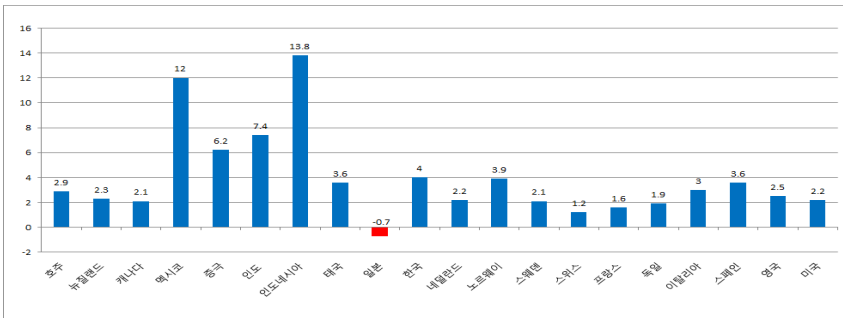
(단위: %)



자료: 岡本英男(2013), p. 219.

[그림 II-13] 물가상승률(1991~2011년)

(단위: %)



자료: 岡本英男(2013), p. 219.

이러한 일본의 장기침체 요인에 대한 다양한 분석이 있지만, 크게 세 가지로 분류하기도 한다.<sup>29)</sup> 첫째, 공급 측면의 요인을 강조하여 분석하는 생산성 하락설과 행정개혁·재정개혁 미흡설이 있다. 둘째, 수요 측면에서의 원인을 모색하는 소비포화설과 민간의 자금수요 감소설이 있다. 그 밖에 수요 측면 원인으로 버블붕괴로 인한 부실채권의 발생·잔존, 대차대조표(balance sheet) 불황을 유발한 정책 실패 및 불량채권 처리 지연설 등을 꼽을 수 있다. 셋째, 금융 측면으로는 일본중앙은행의 금융정책 실패를 원인으로 본다.

Hayashi and Prescott(2002)는 공급 측면의 요인인 생산성 하락에서 원인을 찾아, 총요소생산성의 증가율이 큰폭으로 하락하고 1988년 「근로기준법」 개정으로 근로시간이 감소하면서 노동공급이 둔화된 것을 장기침체의 요인으로 지적하고 있다. 그러나 Krugman(1998)과 Bernanke(2000b)는 경기침체의 원인을 생산성 하락에 따른 공급 측면의 요인에서 비롯되었다면 초과수요에 의해 물가수준이 상승했어야 한다는 것을 지적하였다. 그보다는 오히려 유동성 함정, 금융부실, 비효율적인 재정정책 등이 장기침체의 원인이라고 설명하고 있다. 그러나 일본은 공격적인 금리 인하뿐만 아니라 재정 확대에도 불구하고 수요가 회복되지 못하는 현상에 대해서는 명확한 설명을 하지 못하고 있다.<sup>30)</sup>

일본 국내연구에서는 일본중앙은행의 금융정책 실패와 더불어 민간의 자금수요 감소에 기인한 경기침체에 더 무게를 두고 있다.<sup>31)</sup> 민간의 자금대여 목적은 기본적으로 신규 사업이나 사업 확장을 위한 설비투자 비용을 충당하기 위함이다. 그러나 이로 인한 이익이 창출되지 않는다면, 기업은 민간 자금을 대여할 필요가 없어지게 된다. 일본 국내에서는 엔고와 저출산·고령화 때문에 이러한 상황이 발생했다고 보는 시각이 대부분이다. 저출산·고령화를 원인으로 지목하는 藻谷造介(2010)와 엔고를 주된 원인으로 꼽는 安達誠司(2007, 2012), 武者陵司(2011), 盛山和夫(2011), 竹森俊平(2013) 및 岡田靖·

29) 岡本英男(2013), p.218.

30) 김윤기 외(2016), p.29.

31) 전계서, p.219.

浜田宏一(2009) 등이 그러한 연구이다. 片岡剛士(2013)은 엔고는 결국 일본 중앙은행의 금융정책 실패에 기인한 것이라고 주장하였다.

## 나. 아베노믹스

2012년 12월에 출범한 아베정부는 디플레이션을 탈피하고 경기를 부양시키기 위해, 이른바 ‘3개의 화살’<sup>32)</sup>을 축으로 하는 경제활성화정책을 추진하였다. 일본 경제의 재생을 위해 시행된 통화정책과 재정정책 및 성장전략을 아베노믹스 ‘3개의 화살’이라 칭하며, 이를 기본방침으로 추진하는 경제정책을 아베노믹스(Abenomics)라 부른다. 그중 통화정책(제1화살)과 재정정책(제2화살)은 초기 아베정부의 경기부양정책이라고 할 수 있다.

일본정부와 일본중앙은행은 2013년 1월에 디플레이션 탈피와 경기회복을 위한 공동성명을 발표하였다. 디플레이션을 탈피하기 위하여 정부와 일본중앙은행의 연대를 강화하고, 일본중앙은행은 물가상승률 2% 목표로 금융 완화정책을 지속해 나간다는 내용이다. 2년 동안 소비자물가상승률 2%를 달성하기 위해, 콜금리를 통화정책 운용목표로 삼았던 것에서 본원통화로 바꾸고, 본원통화도 2배로 확대시키기 위해 연간 60조~70조엔을 추가로 공급하기로 하였다. 또한 경제재정자문회의에서 금융정책과 물가추이를 정기적으로 검증하기로 하였다.

일본은행은 아베정부의 정책방향에 부응하기 위해, <표 II-3>과 같이 양적완화정책을 실시하기로 하고, 2013년 4월 양적완화 실행계획을 발표하였다. 자산매입 규모를 확대하여, 장기국채 보유잔액을 연간 50조씩 늘리고, 그 평균 만기도 3년 이하였던 것을 7년 수준으로 연장시켰다. 또한 위험자산인 ETF를 연간 1조엔 매입하고 일본부동산투자신탁(J-REIT)도 매년 300억 엔씩 매입하기로 하였다. 그 후 2014년 4월에 소비세율을 8%로 인상함에 따

---

32) 3개의 화살이란 명칭은 일본에서 수백년 동안 전해 내려오는 유명한 전설에서 따온 이름이다. 1500년대 모리라는 영주가 세 아들에게 화살을 하나씩 나누어 주고 꺾어 보라고 했더니 세 명 모두 화살을 쉽게 꺾을 수 있었지만, 화살 세 개를 한꺼번에 주고 꺾어 보라고 했더니 아무도 세 개의 화살을 한꺼번에 꺾지 못하더라는 일화에서 유래되었다고 한다. (위키키워드사전, 접속일: 2016. 7. 12)

른 경기둔화현상이 나타나자, 그 해 10월에 추가계획을 발표하였다. 연간 장기국채 매입증가폭을 80조엔으로 확대하고, 보유 국채 평균 잔존기간을 3년에서 7~10년으로 늘리는 등 양적완화정책을 강화하였다. 아베노믹스의 세 가지 기본정책의 내용을 보다 자세히 살펴보면 다음과 같다.

〈표 II-3〉 아베노믹스의 양적완화정책

	제1차 양적완화 (2013. 4)	제2차 양적완화 (2014. 10)
본원통화 확대	- 2012년 말 138조엔 → 2013년 말 200조엔 → 2014년 말 270조엔	- 연간 증가폭을 약 80조엔으로 확대
장기국채 매입확대	- 매월 4조엔 → 7조엔 - 일본은행의 장기국채 보유액 : 2012년 말 89조엔 → 2014년 말 190조엔 - 일본은행의 보유국채 평균 잔존기간 : 약 3년 → 7년	- 일본은행의 장기국채보유액 : 연간 증가폭을 약 80조엔으로 확대 - 일본은행의 보유국채 평균 잔존기간 : 7~10년
상장자산 매입확대	- 일본은행의 ETF 보유액 : 2012년 말 1.5조엔 → 2014년 말 3.5조엔 - 일본은행의 J-REIT 매입 : 연간 100억엔 → 300억엔, 12년 말 1,100억엔 → 14년 말 1,700억엔	- 일본은행의 ETF 보유액 : 연간 3조엔 증가 - 일본은행의 J-REIT 매입 : 연간 약 100억엔 증가 - JPX 일경 400 연동 ETF를 신규 매입대상자산으로 편입

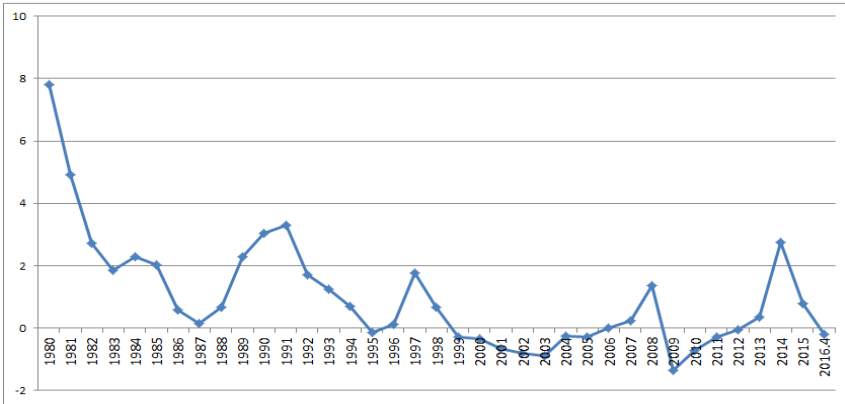
자료: 일본은행(<https://www.boj.or.jp/mopo/outline/qqe.htm/#p02>), 접속일: 2016. 7. 12., 관련자료 수집 후 저자 작성.

### 1) 금리 인하와 양적완화

일본 소비자물가상승률은 1991년 3.3%를 기록한 이후 한번도 2%를 넘어 본 적이 없었다. 1991년 이후 상당기간 동안 마이너스 증가율의 디플레이션 현상을 보이다가, 아시아 외환위기가 발발한 1997년의 1.76%, 금융위기가 발발한 2008년의 1.38%를 제외하면 소비자물가는 대부분의 기간 동안 제자리 걸음을 하고 있다고 보아야 할 것이다. 그 후 소비세율을 인상한 2014년에 2.75%로 반짝 2%를 넘었으나, 2016년에 다시 마이너스 증가율로 돌아선 것을 볼 수 있다(그림 II-14 참조).

[그림 II-14] 일본의 소비자물가 상승률 추이

(단위: %)



자료: 일본 통계청(<http://www.e-stat.go.jp>), 접속일: 2016. 7. 12.

아베노믹스 제1의 화살이라고 하는 금융 완화정책은 물가상승률 2%를 2년 내인 2014년 말까지 달성하여 디스플레이션에서 탈피하는 것을 목표로 하였다. 이러한 목표를 양적완화를 통해 달성하고자, 본원통화의 공급을 2012년 138조엔에서 2013년에 200조엔, 2014년에 270조엔으로 각각 확대하고, 매년 50조엔씩 장기국채를 매입하여 보유잔액을 늘리고자 하였다.

이는 1999년 초 콜금리를 제로수준까지 내렸음에도 불구하고 자금순환이 이루어지지 않아 실패한 경험이 있기에, 아베정부는 제로금리에 더하여 채권을 대량 매입하여 본원 통화를 확대하는 양적완화방식의 정책을 펼친 것이다.

또한 적극적인 통화팽창으로 달러당 엔화 환율도 크게 절하되었다. 금융 위기의 발발 이후 2012년까지 엔화 환율은 계속 절상되어 왔는데, 아베 정부가 들어선 2012년 이래 달러당 100엔 미만의 수준에서 계속 절하되다가 2015년부터 다시 절상되는 모습을 보여주고 있다. 아베 정부 출범 이후의 엔화 절하속도는 엔화 환율 역사상 가장 빠른 속도라고 할 수 있다. 그러나 최근 일본이 마이너스 금리를 도입한 이래 엔화가 다시 절상되는 기현상을 보이고 있다. 이는 정책의도와는 반대되는 예상치 못했던 현상으로서 전 세계적으로 금리가 낮은 상황에서 안전자산으로서의 엔화에 대한 수요가 늘었기 때문으로 보고 있다.

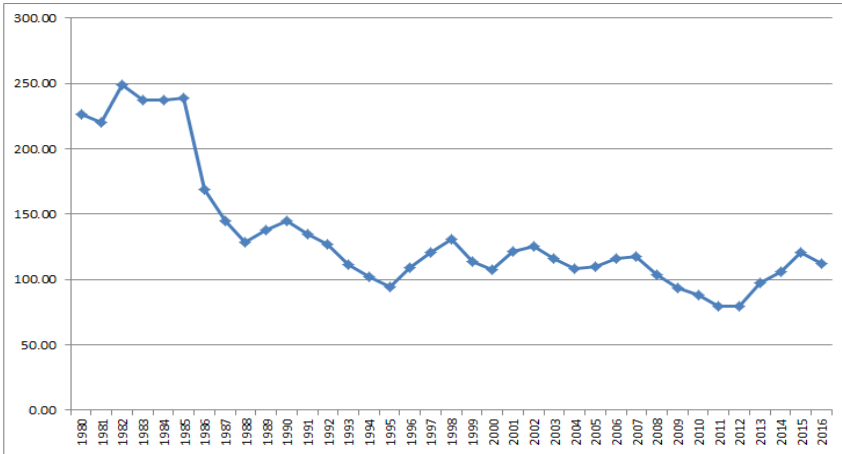
〈표 11-4〉 일본은행의 비전통적 통화정책수단

	조치	도입시기	내용
유동성 공급	적격담보기준 완화	2008. 12	총 5회에 걸쳐 신용등급 완화, 대상 증권 확대
	은행보유 주식매입제도	2009. 12	금융기관 보유 주식을 매입 * 2002~2004년에 동일한 조치를 취함
	후순위특약대출 제도	2009. 3	금융기관에 무담보로 후순위 대출
	고정금리대출제도	2009. 12	3개월 만기 고정금리 대출 * 2010년 10월 자산매입기금 신설 이후 기금 내 공통담보자금공급으로 명칭 변경 2013년 4월 자산매입기금 폐지 후 독자 프로그램 으로 존속
	대출증가 지원을 위한 자금공급	2012. 10	금융기관의 대출증가액에 대해 정책금리수준의 대출자금을 무제한 공급
		2014. 3	만기연장(1년) 및 대출자금 공급확대 * 금융기관 대출증가액의 2배까지 대출
마이너스 금리	2016. 1	당좌예금 중 정책잔고에 대해 -0.1% 금리적용	
신용 시장 지원	기업채무담보대출제도	2008. 12	금융기관 보유 기업채무를 담보로 대출
	CP 매입제도	2008. 12	금융기관 보유 CP 매입
	회사채 매입제도	2009. 1	은행보유 회사채 매입
	'자산매입기금' 제도	2010. 10	CP, 회사채, ETF, REIT 등 매입
	양적·질적 통화완화	2013. 4	ETF 및 REIT 매입 확대 (ETF 연간 1조엔, REIT 연간 300억엔)
		2014. 10	ETF 및 REIT 매입 확대 (ETF 연간 3조엔, REIT 연간 900억엔)
2016. 4		ETF 추가 매입(연간 300억엔) * 2016년 5월 현재 ETF의 매입규모는 연간 3.3조엔	
국채 매입	장기국채 매입대상 추가	2008. 12	30년 만기, 변동금리부 및 물가연동국채 포함
	'자산매입기금' 제도	2010. 10	장기국채 및 국고단기증권 매입
	양적·질적 통화완화	2013. 4	연간 국채매입 규모(50조엔) 및 보유국채의 만기(3년 이하 → 7년) 확대
2014. 10		연간 국채매입 규모(50조엔→80조엔) 및 보유국채의 만기(7년 이하 → 7년~10년) 확대	
2015. 12		보유국채의 만기 연장 (7년~10년 → 7년~12년)	

자료: 이승호·강현주(2016), p. 40.

[그림 II-15] 환율 추이

(단위: 엔/달러)



주: 연간 평균 환율임, 2016년 4월까지 수치임.

자료: 일본 통계청(<http://www.e-stat.go.jp>), 접속일: 2016.7. 12.

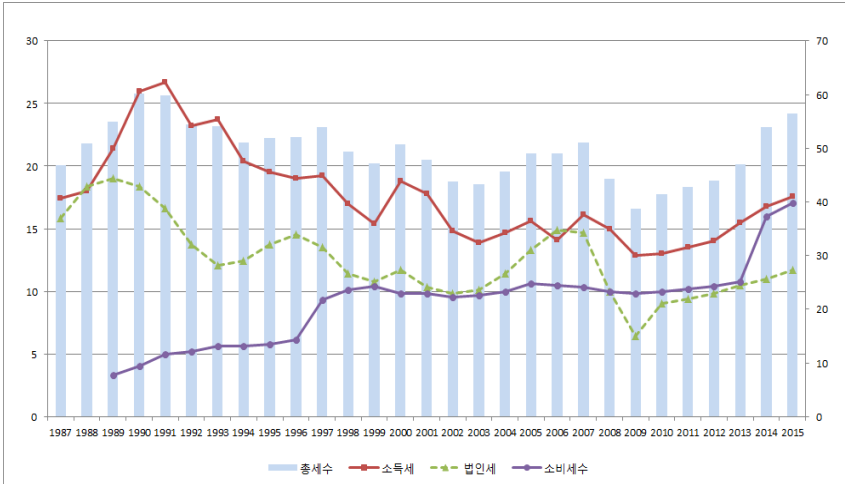
## 2) 확장적 재정정책

아베노믹스 제2의 화살은 공공사업에 중점적으로 재정을 투입해서 경기 회복을 도모하겠다는 전략이다. 아베 정부는 출범과 동시에 경기회복을 위해, 2013년 1월에 ‘일본경제재생을 위한 긴급경제대책’을 발표하고 이를 위해 10조 3천억엔에 달하는 추경을 편성하여 2013년 재정적자 규모를 GDP의 11.5%로 확대시켰다. 2013년에 10조 3천억엔의 추경예산 중 약 5조 2천억엔을 공공사업에 편성한 점을 감안하면, 2013년 한 해 동안 공공사업에 투입된 예산이 20조엔을 상회한다. 아베 정부는 2014년 4월부터 소비세율을 5%에서 8%로 인상하고, 이를 통해 증가하는 세수로 재정건전화를 이루고자 하였다.<sup>33)</sup>

33) 조경엽 · 허원제(2014), p. 12.

[그림 II-16] 일본의 세목별 세수추이

(단위: 조엔)



자료: 일본 국세청(<http://www.nta.go.jp>), 접속일: 2016. 9. 28.

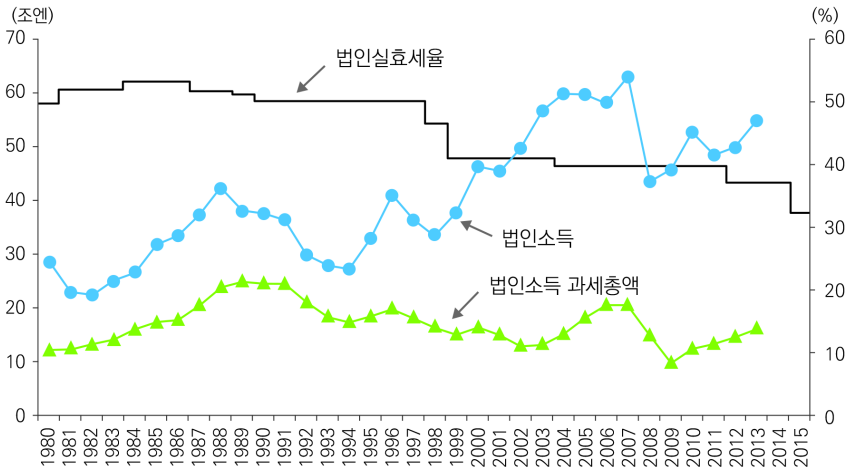
### 3) 성장전략

2012년 12월 아베 정부의 출범과 함께 시행되어 오던 양적완화와 재정지출 확대 정책만으로는 일본 경제의 체질을 개선하기 어렵다는 우려가 팽배해지기 시작하였다. 이에 일본 정부는 2014년 6월 23일 아베노믹스 제3의 화살이라고 불리는 ‘성장 전략’을 발표하였다. 이는 규제 완화 등에 의해서, 민간기업이나 개인이 최대한의 성과를 내도록 하기 위한 방안을 마련한 것으로서 2020년 말 명목 GDP 성장률 3%, 실질 GDP 성장률 2%, 1인당 GNI 증가 150만엔 등의 경제성장을 목표로 하였다.

우선 아베 정부는 일본의 경기부양과 잠재성장률을 저해하는 요인으로 높은 법인세율, 무역자유화 지연, 노동 규제 및 과도한 엔화 강세 등을 지목하였다. 따라서 일본 기업의 경쟁력을 강화시키고 외국기업의 유치를 활성화하기 위해서 법인세 실효세율을 단계적으로 20%대로 인하하고, 투자와 고용을 확대하여 경기후퇴를 막고자 하였다. 또한 청년, 여성 및 고령자 등 민간역량을 경제성장의 원천으로 보고 이를 최대한 활용할 수 있도록 각종 산업

규제를 완화하여 경제를 재건시키고자 하였다. 1998년 약 52%에 달하던 법인세 실효세율은 2014년 이후 35.64%이지만, 여전히 주요 7개국(G7)중에서 가장 높은 것으로 나타났다.

[그림 II-17] 일본의 법인세 실효세율 추이



자료: 일본내각부(<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html>), 접속일: 2016. 7. 13.

#### 4) 평가

아베노믹스에 대하여 Eichengreen(2013)은 일본중앙은행이 2%의 물가상승률을 목표로 하는 금융완화정책으로 완만한 인플레이션이 실현된다면 상황은 크게 개선될 것으로 보았다. 그러나 재정정책에 대해서는 회의적으로 평가하였는데, 그것은 경기부양정책이 지금과 같은 상황을 초래하였다고 보았기 때문이다.

岡本英男(2013)는 GDP 대비 순부채비율은 높고 고령화시대이면서 성장률은 하락하고 있는 일본경제에서는 장기금리의 상승 위험이 있기 때문에 금융정책이 우선적 진행되어야 한다고 보았다. 외환당국에 의한 환율 안정화 정책에 대해서는 비판적이지만, 아베노믹스의 궁극적 목적은 디플레이션 해소이지 환율 안정화가 아니라고 보았다.<sup>34)</sup>

반면 Krugman(2009a)은 일본 버블 붕괴 이후 대응이 늦어져서, 이것이 물가 하락으로 이어졌다는 견해이다. 실물경제의 문제는 인구고령화 등 다른 요인에 의한 것이지만 반드시 디플레이션에 기인한 것으로 볼 수 없다. 다만 디플레이션 해소를 위해서 필요한 것은 미국식 양적완화조치이며, 구조 개혁은 바람직하지만 단기 수요를 창출하는 효과는 적다고 보았다. 따라서 Krugman(2009a)은 이러한 점에서 재정정책이 효과적이라고 보았다.<sup>35)</sup>

그러나 IMF 등 국제기관에서는 이러한 양적·질적 금융 완화화에 대해서 디플레이션이 지속되는 일본에서의 적절한 조치라고 평가하였다.<sup>36)</sup> 또한 버냉키 연준 의장도 디플레이션 해소를 위한 일본의 금융정책을 지지한 바 있다.<sup>37)</sup>

原田泰(2008)은 양적·질적 완화정책이 일본 경제에 미치는 효과를 Honda(2007)의 VAR 모형으로 분석한 결과, 양적완화정책은 생산을 증대시키는 효과가 있다고 보았다. 양적완화는 장기적으로 금리인상효과가 있으나 시그널 효과는 존재하지 않는다고 보았다.<sup>38)</sup>

위에서 살펴본 바와 같이 아베노믹스에 대한 평가는 다양하며 서로 상반되는 결론을 보여주기도 한다. 그러나 현재 전반적인 일본 경제의 지표를 볼 때, 아베노믹스의 효과가 있다고 보기는 어려운 실정이며, 아베노믹스에 대한 긍정적인 평가를 위해서는 좀 더 시간이 필요할 것으로 보인다.

#### 다. 마이너스 금리정책

일본은 디플레이션의 완전 탈피를 위하여, 2013년 4월부터 대규모 금융 완화정책을 시행하였다. 그러나 그러한 양적·질적 금융 완화정책에도 불구하고, 경기회복은 달성하지 못하고 국가부채만 늘어나는 상황에 이르게 되었다. 일본은 공격적인 국채매입을 통한 유동성 확대정책 도입 초기인 2013년 4

---

34) 岡本英男(2013), p. 233.

35) 상계서, p. 233.

36) 桂畑誠治(2013), p. 32.

37) 상계서, p. 33.

38) 内閣府(2008).

월 소비자물가지수 상승률이 -0.4%에서 2014년 4월 1.5%에 이르렀으나, 이후 하락세를 보이기 시작하여 2015년 12월 기준 0.1%까지 하락하였다.

따라서 일본은 기존 양적완화정책만으로는 물가상승률 목표치인 2%를 달성하기 어렵다는 판단하에 2016년 2월 16일부터 마이너스 금리정책을 도입한다고 발표하였다. 그동안 양적·질적 완화정책을 도입했음에도 불구하고 목표 물가수준을 달성하지 못하였으며, 고령화에 따른 소비정체가 지속되고 기업투자도 개선되지 않는 등 정책효과가 미약하였다고 판단한 것이다.

일본은행이 도입한 마이너스 금리는 <표 II-5>와 같이 3단계 계층구조로 이루어져 있다. 기초잔고(기존의 일본은행 당좌예금)에 0.1%, 매크로 가산잔고(법정지급준비금+대출지원기금 등)에 0%, 정책금리 잔고(시중은행들이 새로 일본은행 당좌예금으로 적립하는 금액)에 -0.1%를 적용하는 것이다.

<표 II-5> 일본은행의 마이너스 금리 적용구조

계층구분	적용금리	산출 방법
기초잔고 (Basic Balance)	0.1%	기존 당좌예금: 금융기관이 보유한 일본은행 당좌예금 평균 잔액(2015년 1~12월)으로 산출
매크로 가산 잔고 (Macro Add-on Balance)	0%	① 필요지급준비금에 해당하는 금액 ② 금융기관이 대출지원기금 및 재난피해지역 금융기관 자금 공급 오퍼레이션을 통해 지원받은 금액: 경기부양이나 재해지원 등의 당좌예금 ③ 일본은행 당좌예금 잔고가 자산매입 확대 등으로 증가하고 있는 점을 감안하여 적기에 매크로 잔고 금액을 추가로 가산
정책금리 잔고 (Policy Rate Balance)	-0.1%	각 금융기관의 당좌예금 중 기초잔고 및 매크로 가산 잔고에 해당하지 않는 금액(2016년 2월 16일 이후 예치하는 금액)

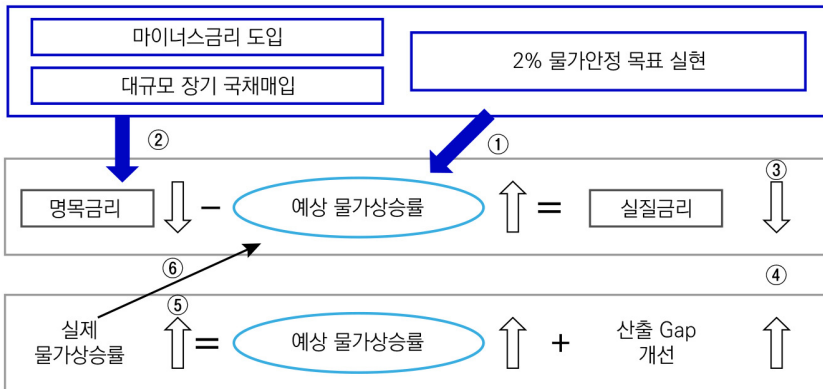
자료: 일본은행(2016), 접속일: 2016. 9. 29.

일본은 마이너스 기준금리 도입을 통해, 디플레이션 위험 축소 및 엔화가치 평가절하를 유도하여 수출 경쟁력을 제고하고 소비·투자를 증가시킴으로써 경기부양 및 성장률 제고를 도모하였다. 즉 마이너스 금리정책의 목표는 금리를 인하하여 기업과 소비자가 쉽게 대출받을 수 있도록 유도하여 실물경기를 활성화시키고, 자국 통화가치 절하를 유도하여 주가 상승, 기업 실적 향상, 고용

증대 및 임금 상승 등 물가 상승효과를 기대하는 것이다.

[그림 II-18]은 마이너스 금리와 양적·질적 금융 완화정책의 파급 경로를 도식화한 것이다. 구체적으로 ① 일본중앙은행이 2% 물가안정 목표하에서 대규모 금융 완화를 실시함으로써, 소비자들의 예상 물가상승률을 끌어올린다. 동시에 ② 일본중앙은행의 장기 국채매입에 의해서 수익률곡선(yield curve) 전체에 걸쳐서 명목금리를 낮춘다. ③ 이에 따라서 실질금리가 내려간다. ④ 실질금리가 하락하면 산출갭이 줄어든다. ⑤ 산출갭의 개선은 예상 물가상승률 상승과 맞물리면서 실제 물가상승률을 끌어올린다. ⑥ 실제 물가상승률이 상승하면 기대 형성 메커니즘을 통해서, 예상 물가상승률이 더 오르게 된다. 그 결과, 주가나 환율 등의 자산가격이 경제와 물가의 움직임을 반영하거나 선점하는 형태로 형성되는 것을 통하여, 금융환경이 개선되고 경제·물가 측면에도 좋은 영향을 주게 된다. 또한 투자자의 위험성 자산에 대한 선호도가 높아져 위험성 자산의 가격에 대한 긍정적 영향을 주는 것 이외에 대출 증대를 기대할 수 있게 된다.

[그림 II-18] 마이너스 금리정책의 메커니즘



자료: 三菱東京UFJ銀行(2016), p. 4.

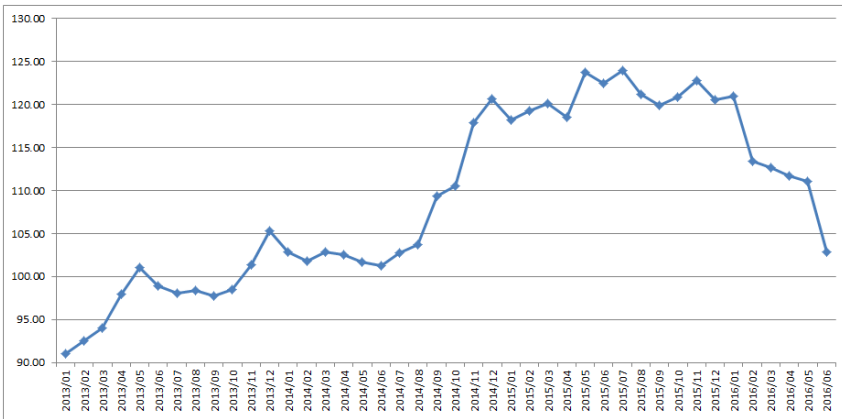
그러나 이러한 메커니즘을 가진 마이너스 금리정책에 대한 부정적 견해도 많다. 리먼 브라더스 사태 이후 세계 금융위기 영향으로, 금융기관은 위험을

기피하고 위험자산 구입이나 대출을 늘리지 않고 있다. 금융기관은 마이너스 금리를 일반 개인거래자들에게 전가할 수 없기 때문에, 금융기관에 대한 부담이 커지고 금융시스템의 불안만 커질 가능성이 높다는 지적도 있다.<sup>39)</sup> 또한 일본 내 기업들을 대상으로 한 설문조사에서도 기업 전체의 62%가 마이너스 금리에 대하여 부정적 견해를 보였다.<sup>40)</sup>

일본이 마이너스 금리정책을 시행한 지 얼마 되지 않았기 때문에 효과를 확인할 수 있는 유의미한 자료는 아직 부족하다. 그러나 마이너스 금리정책을 발표할 당시, 엔화가치는 하락하는 듯 하였으나 그 후 오히려 강세를 보이는 등 외환시장과 주식시장 등의 금융시장은 경기부양에 대한 기대와 정반대로 반응하고 있다(그림 II-19), [그림 II-20] 참조). 또한 일본은 연금이나 이자소득에 의존하는 고령자의 비중이 많아 마이너스 금리정책으로 인해 오히려 소비를 위축시킬 수도 있다.

[그림 II-19] 마이너스 금리정책 전후 환율 추이

(단위: 엔/달러)

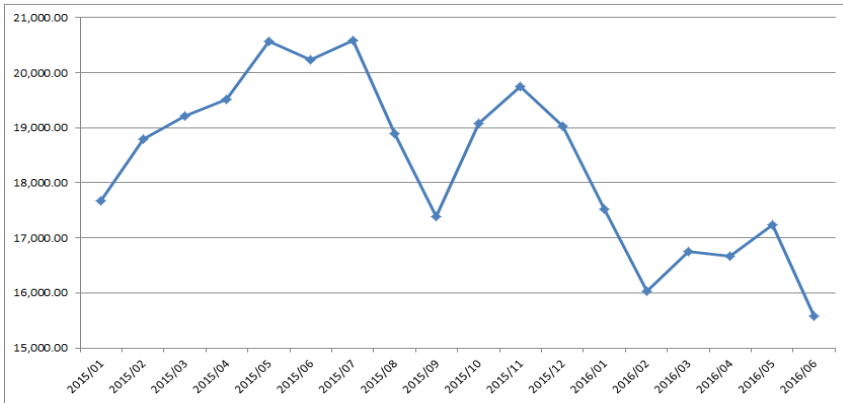


자료: IMF(www.imf.org), 접속일: 2016. 9. 28.

39) 南武志(2016), p. 9.

40) <http://jp.reuters.com/article/reuters-poll-negative-rate-idJPKCN0WP2WN>, 접속일: 2016. 9. 28.

[그림 II-20] 마이너스 금리정책 전후 주가지수(니케이225) 추이



자료: 동경증권거래소(<http://www.jpx.co.jp>), 접속일: 2016. 8. 30.

#### 4. 정책효과

금융위기 발발 이후 양적완화와 같은 비전통적 정책을 포함한 주요국들의 대응정책은 경기회복을 궁극적 목표로 하고 있으며, 인플레이션 타킷팅을 통하여 2% 인플레이션을 달성과 고용 증대 등을 구체적 목표로 하고 있다.

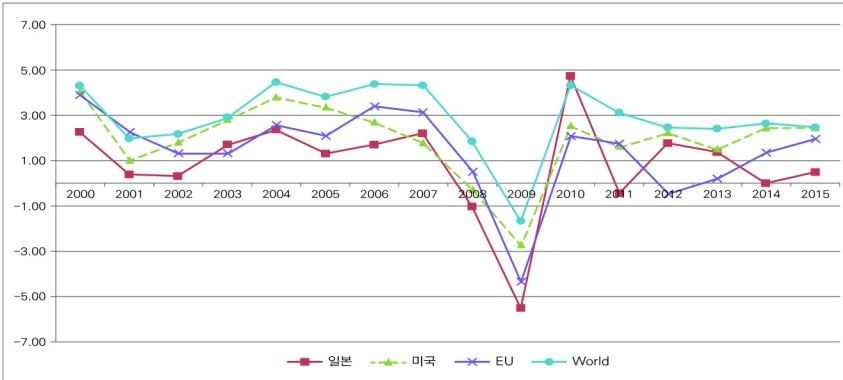
미국의 GDP 성장률은 2008년에 발생한 금융위기에 따라 2009년에는 -2.78% 까지 하락했으나 금리 인하 및 양적완화정책 등의 경기부양책에 따라 2010년 2.53% 성장으로 회복하고 최근에는 2%대에서 등락을 거듭하고 있다.

유럽연합(EU)은 2008년 이전에는 2~3%대 성장률에서 등락을 거듭하였으나 2008년 이후 급격히 하락하여 2009년에 -4.39%까지 떨어졌다. 이후 반등에 성공했으나 2012년에 다시 한 번 마이너스 성장이 되풀이되는 이중 침체(double dip)에 빠졌었고 최근 회복세에 있는 것으로 보인다.

일본의 경우 금융위기로 인한 성장률 하락의 골이 가장 깊었고 2010년에 빠르게 회복하였다. 그러나 2011년 동일본 대지진으로 인하여 다시 마이너스 성장을 기록한 이래 반등하고 있으나 주요국 가운데 가장 지지부진한 성장세를 보이고 있다(그림 II-21 참조).

[그림 II-21] 주요국의 경제성장률 추이

(단위: %)

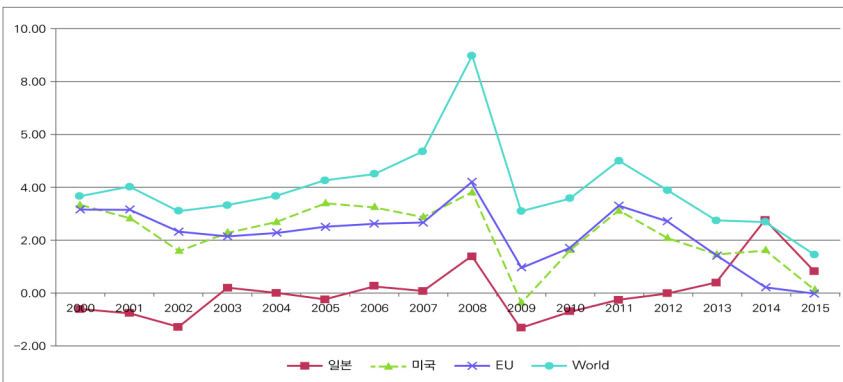


자료: World Bank(<http://databank.worldbank.org/data/>), 접속일: 2016. 9. 28.

금융위기 이래 각국은 디플레이션에서 벗어나기 위하여 물가상승률 2%라는 목표를 세우고 양적완화를 비롯한 경기 부양책을 사용하고 있다. 금융위기 이래, 미국과 유럽은 2%를 상회하는 물가상승률 목표를 잠시 달성하였으나 최근 다시 물가상승률이 감소하고 있다. 2015년도에는 오히려 일본의 물가상승률이 다소 높은 것으로 나타나기도 하였으나, 2016년 들어 다시 마이너스로 떨어졌다(그림 II-22와 그림 II-14 참조).

[그림 II-22] 주요국의 소비자물가상승률 추이

(단위: %)

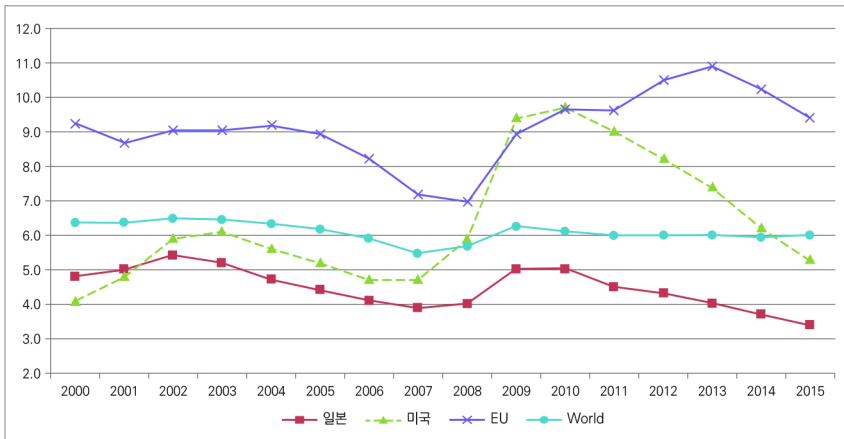


자료: World Bank(<http://databank.worldbank.org/data/>), 접속일: 2016. 9. 28.

실업률 변화 추이를 살펴보면, 전 세계 평균은 6%대에서 큰 변동 없는 수준을 보이고 있으나 조사대상국에 따라 많은 편차를 보이고 있다. 미국은 금융위기 이후 9.7%까지 높아졌으나 경기부양정책 등에 힘입어 2015년 기준 5.3%까지 실업률이 하락하였다. EU 전체 평균 실업률을 살펴보면 2000년대 들어 대략 9%대의 실업률을 보였으나 2008년 6.97%까지 낮아진 이후 최근까지 계속해서 높아져 2013년에는 실업률이 11%에 육박하였다. 그 후에 하락세를 보여 2015년에 9.4%를 기록하였다. 일본은 금융위기 이전부터도 상대적으로 낮은 실업률을 보여왔는데, 2015년 말 기준 실업률은 3.4% 수준으로 나타났다(그림 II-23 참조).

[그림 II-23] 주요국의 실업률 추이

(단위: %)



자료: World Bank(<http://databank.worldbank.org/data/>), 접속일: 2016. 9. 28.

요약하면, 금융위기 이후의 정책 대응 결과 미국의 정책이 상대적으로 가장 효과적이었다고 볼 수 있으며, 실업률은 낮지만 다른 지표들을 볼 때 일본의 정책이 가장 효과를 보지 못하고 있다.

---

### Ⅲ. 거시경제정책 이슈와 한계

---

제Ⅱ장에서 금융위기에 대처하기 위한 주요국의 정책 대응에 대하여 살펴 보았다. 정책 시행의 결과, 미국의 경우에는 금융위기를 넘기고 경기가 다시 살아나는 조짐을 보이고 있다. 따라서 2015년 말에 미국 연방은행이 기준금리를 9년 만에 인상한 바 있고, 점진적으로 추가 인상할 계획이었으나 2016년 6월 영국이 국민투표를 통하여 EU 탈퇴를 선택함으로써 유럽 경제의 불확실성이 증가함에 따라 후속적인 금리 인상을 유보하고 있다. 유럽의 경우에는 마리오 드라기(Mario Draghi) 유럽중앙은행 총재가 적극적인 통화 완화정책을 펴고 있음에도 불구하고 경기 회복이 지지부진한 상태라고 할 수 있다. 유럽의 중심국이라고 할 수 있는 독일, 영국 등이 균형재정을 고집하면서 유럽은 통화정책에만 의존하여 경기회복을 꾀하고 있는 것도 한 가지 이유가 될 수 있을 것이다. 일본은 아베 총리가 제시한 '3개의 화살' 정책이 반짝 효과가 있는 듯 했으나, 최근에는 다시 디플레이션 현상이 나타나고 있는 상황이다. 전반적으로 세계 경제는 금융위기 이후의 경기 침체와 불확실성에서 벗어나지 못했다고 평가할 수 있다.

여기서 우리가 주목하고자 하는 것은 주요국의 정책 시행의 결과가 의도한 바 대로 나타나지 않음으로써 수많은 정책적 논쟁이 이어지고 있다는 점이다. 기존의 경제이론에 입각한 거시정책을 시행하였음에도 불구하고 예상했던 기대효과가 나타나지 않을 뿐 아니라, 경우에 따라서는 반대의 결과를 가져오기도 한다. 예를 들면, 일본이 적극적인 금리 인하정책을 통하여 엔화 가치를 떨어뜨리고자 하였음에도 불구하고 엔화의 가치는 오히려 상승하는 현상을 볼 수 있다. 물론 세계 경제의 불확실성이 증가함에 따라 상대적으로 안전자산이라고 할 수 있는 엔화의 수요가 늘었기 때문이라는 사후적 설명이 뒤따르기는 하지만, 정책당국이 사전적으로 그러한 결과를 예측한 것

은 아니며, 인화 가치의 하락이 정책의 목표였던 점은 분명하다. 이미 주요 국들의 기준금리는 제로금리에 근접하고 있으며, 일부 국가에서는 마이너스 금리정책을 채택하고 있는 실정에서 추가적인 금리 인하의 효과에 대한 의견도 분분하여 논쟁이 이어지고 있다.

따라서 이 장에서는 금융위기 이후에 시행된 거시정책과 그 효과를 둘러싸고 벌어지고 있는 논쟁에 주목하여, 우선 금융위기 이후에 제기되고 있는 이슈들에 대하여 살펴본다. 제2절에서는 각각 통화정책, 재정정책, 거시건전성 정책 및 정치와 관련된 이슈를 선별하여 금융위기 이후 발생하였거나, 현재 진행되고 있는 국제적인 논쟁을 둘러싼 논리들을 살펴보고자 한다.

## 1. 금융위기 이후의 정책 이슈

위기라는 것은 어떤 사건이 발생할 것을 예측하지 못하였거나 또는 알면서도 이에 대비하지 못한 경우에 발생한다. 만일 사전적으로 어떠한 사건을 정확하게 예측하고 그에 대비함으로써 피할 수 있었다면, 사후적으로 위기라고 불리지 않을 것이다. 1980년대 이후 Great Moderation으로 불리는 시기를 지나면서 경기 변동에 대한 정책당국과 학계의 안이한 자신감<sup>41)</sup>은 금융위기를 미리 예측하지 못하게 한 원인의 하나일 것이다.<sup>42)</sup>

금융위기 초반의 위기감과 연이은 유럽의 재정위기 등으로 선진국의 정책당국은 가용한 정책수단을 모두 동원하였다. 그러나 그 효과에 대해서는 이

---

41) 노벨경제학상 수상자인 시카고 대학의 Robert Lucas는 2003년 미국경제학회 회장 취임 연설에서 경기변동에 대한 고민은 끝났다고 선언하였고, IMF는 2006년에 금융혁신이 금융시스템의 복원성을 증대시킴으로써 상업은행의 파산 가능성을 낮추었다고 확인하였다. (Turner(2016), p. 242)

42) 영국 여왕이 금융위기 발발 후 2008년에 런던 정치경제대학교(LSE)를 방문한 자리에서 왜 경제학자들이 금융위기를 사전에 예측하지 못했느냐는 질문에 대하여 Turner(2016)는 현행 거시모형이 기반하고 있는 기본적 가정과 모형구축 과정 등을 통하여 설명하고 있다. Turner의 다음 문장은 이를 압축적으로 표현하고 있다.(You cannot see a crisis coming if you have theories and models that assume that the crisis is impossible, p. 246). 물론 Rajan(2005), Roubini(2006)와 같이 금융위기의 가능성을 미리 경고한 학자도 있으나, 당시에는 주목받지 못하였다.

론이 분분한 실정이다. 학계와 정책당국은 금융위기를 미리 예측하지 못한 것을 계기로 전반적으로 이론적인 측면과 현실 정책의 양면에서 거시경제학에 대한 반성과 나아갈 방향에 대한 논의를 활발하게 진행하고 있다.<sup>43)44)</sup>

IMF에서는 이러한 논의의 장으로 2011년부터 격년으로 컨퍼런스를 진행하고 있다. 국제적으로 다양한 논의가 진행되고 있으나 그 내용에 있어서 큰 차이는 없을 것이기 때문에, 동 주제에 대한 대표적 국제기관인 IMF 주관 컨퍼런스를 통하여 금융위기 이후에 제기된 이슈들에 대하여 정리해 보기로 한다.

## 가. 정책별 관련 이슈

여기서는 Blanchard(2012a)가 정리한 금융위기 이전의 통화정책 관련 공통견해(consensus)와 위기 이후의 이슈를 비교하고, 재정정책과 거시건전성 감독과 관련하여 제기된 이슈들도 함께 옮겨본다.

### 1) 통화정책 관련 이슈

Blanchard(2012a)에 의하면 금융위기 이전에 다음과 같은 통화정책에 대한 대다수의 공통적인 견해(consensus)가 있었다.

- ① 유연한 인플레이션 타깃팅은 통화정책의 건전한 프레임워크를 제공한다.
- ② 통화정책의 감독과 거시경제적 측면은 분리 가능하다.
- ③ 근본원인에 의한 자산가격의 하락은 실시간으로 예측하기 힘들지만, 통화정책을 통하여 그 영향을 완화시킬 수 있다.
- ④ 명목 이자율 하한선(0)은 중요한 이슈가 아니다. 실제 발생할 일도 별로

---

43) 한 예로 Romer(2012)는 거시경제 모델의 최신 경향이라고 할 수 있는 DSGE 모델에 대해서도 다음과 같은 언급을 하고 있다("The workforce new Keynesian dynamic stochastic general equilibrium(DSGE) models on which we were concentrating so much of our attention have been of minimal value in addressing the greatest macroeconomic crisis in three-quarters of a century," p.57).

44) Blanchard(2014)는 현재의 거시모델이 금융부문을 충분히 담아내지 못하고 있음을 지적하고 있다(p. 322).

없고, 발생해도 큰 문제가 아니며, 장기이자율 타깃팅과 일시적 인플레이션 타깃 상향조정 등을 통하여 대응할 수 있다.

- ⑤ 통화정책과 재정정책은 장기적으로는 예산제약에 의하여 연계되어 있다. 그러나 중기적으로는 별도로 운영될 수 있으며, 또한 그렇게 되어야 한다.

그러나 금융위기 이후 이러한 공통견해에 대한 의문이 발생하였고, 이러한 의문은 다음과 같은 통화정책 관련 이슈로 귀결되었다.

- ① 인플레이션 타깃팅이 올바른 프레임인가? 인플레이션을 안정적으로 관리하게 되면 산출갭(output gap)도 안정적인 관리가 가능하다는 추정하에 인플레이션 타깃팅을 해왔는데, 이러한 추정이 옳은가, 그렇지 않다면 중앙은행이 보다 적극적으로 산출갭을 관리해야 하는가?
- ② 중앙은행이 금융감독에 있어 중요한 역할을 하는 것이 필요한가? 거시건전성 정책수단들이 금리정책과 보조를 맞추어야 하는가? 시스템 위험의 관리와 개별 위험의 감독은 분리될 수 있는가? 만일 중앙은행이 정책금리 이외에 보다 넓은 범위의 정책수단을 사용한다면 중앙은행의 독립이 유지될 수 있는가, 아니면 새로 정의되어야 하는가?
- ③ 금리정책이 자산가격에 반응해야 하는가? 만일 그렇다면 어떤 자산가격과 그 가격의 어떤 종류의 움직임이 정책에 반영되어야 하는가? 중앙은행이 통화정책을 시행함에 있어 금리 외에 더 많은 변수를 고려해야 하는가? 즉 정책금리뿐 아니라 마진, 준비금, 주택계약금, 필요 자본 등을 거시경제정책과 금융안정정책의 수단으로 동시에 고려해야 하는가?
- ④ 이자율이 위기 시에 중요한 제약이었는가? 중앙은행이 영(0)의 이자율 하한선을 자신있게 다루지 못한 것은 위기 이전의 자신감<sup>45)</sup>에 문제가 있기 때문인가, 아니면 정책담당자들의 지나친 조심성 또는 실업문제에 대한 경시를 반영하는가? 그러한 아이디어는 지금이라도 채택되어

---

45) 영(0)의 이자율이 심각한 제약이 된다면, 장기이자율을 정책목표로 하거나 일시적으로 인플레이션 목표를 높게 잡음으로써 대응할 수 있다는 공통된 의견.

야 하는가? 금융위기가 지나고 나면 중앙은행들은 지금보다 높은 인플레이션 목표를 설정해야 하는가? 가격수준경로를 타깃으로 해야 하는가 아니면 명목 GDP 경로를 타깃으로 해야 하는가?

- ⑤ 특별대출기구(special lending facilities), 특정 금융기관의 무질서한 파산을 막기 위한 조치들, 정부채무를 책임지기 위한 조치들과 같은 위기시의 정책이 어느 정도까지 통화정책과 재정정책의 경계를 모호하게 만들었는가? 그러한 정책들은 실택인가? 아니면 극단적인 상황에서는 필요한 것인가? 그러한 정책들이 통화정책수단의 표준적인 부분으로 편입되어야 하는가?

## 2) 재정정책 관련 이슈

금융위기 이전에는 통화정책이 안정화 정책의 주요 수단이고, 재정정책은 자동안정화장치의 역할 이외에는 경기조절용으로 바람직하지 않다는 공통된 견해가 있었다. 그러나 금융위기를 맞이하여 각국 정부는 확장적 재정정책을 통하여 경기회복을 꾀함으로써 재정정책을 단기적인 안정화 정책으로 쓰는 것이 적절한가에 대한 논의가 다시 관심을 끌게 되었다. Blanchard(2012b)는 재정정책 관련 이슈를 아래와 같이 정리하고 있다.

- ① 재량적 재정정책을 쓰는 것이 옳은 선택이었는가? 그렇다면 예외적인 상황에서 이러한 사용이 정당화되는가 아니면 재량적 재정정책이 안정화 정책의 정규적인 부분이 된 것인가?
- ② 자동안정화장치는 강화되어야 하는가? 만일 그렇다면 어떻게? 재량적 재정정책의 유연성을 높이기 위하여 제도적인 변화를 주어야 하는가? 그렇다면 어떤 변화가 필요한가?
- ③ 재정정책의 효과는 그것을 사용하게 되는 환경에 얼마나 영향을 받는가? 예를 들면 그 효과는 통화정책이 영(0)의 이자율 하한선에 의해 제약받는가, 금융시스템이 잘 작동하는가, 정부의 장기 재정상황이 건전한가, 경기 상황은 어떤가 등의 조건에 따라 달리 나타나는가? 재정 부양책이 경계를 소생(jump-start)시킬 수 있는 환경은 어떤 것인가? 즉

재정정책이 경제를 견고한 성장가도로 움직이게 할 수 있는가, 아니면 부양책을 단순히 민간 수요가 모자라는 갭을 채우는 역할을 하는 것으로 볼 것인가?

- ④ 다양한 종류의 재정부양책의 효과는 얼마나 큰 것인가? 금융위기가 이러한 효과에 대하여 의미있는 새로운 근거를 제시하였는가? 재량적 재정 부양책은 시차유인(intertemporal incentives)에 영향을 미치는 수단<sup>46)</sup>에 보다 의존하고, 조세감면이나 이전지출 또는 정부구매와 같은 수단에는 의존도를 줄여야 하는가?
- ⑤ 재정안정화정책의 정치경제학적인 측면에서의 교훈은 무엇인가? 정치적 반발은 부양책을 입안할 때 압도적인 힘(overwhelming force)이 필요하다는 것을 의미하는가?
- ⑥ 재량적 재정정책의 국제적 공조를 증진하고, 재정부양책을 설계함에 있어 국제적인 전이(spillovers)를 확보하기 위한 메커니즘이 필요한가?
- ⑦ 경기침체에 재정부양책을 위한 예산상의 비용은 얼마나 큰가? 이력 현상(hysteresis)이 있다면, 재정부양책은 실질적으로 재정부담이 되지 않는다는 주장은 맞는가?<sup>47)</sup>
- ⑧ 아직도 경기는 미약한 반면 장기적으로는 국가채무의 문제가 대두되고 있는 가운데, 확장적 재정정책을 재정긴축정책으로 전환할 적절한 타이밍은 언제인가? 무엇이 그 타이밍과 속도를 결정해야 하는가?

46) 예를 들면 일시적 판매세 감면, 투자유인제도, VAT의 단계적 인상 등.

47) DeLong and Summers(2012)의 주장으로서 이력현상이란 실업의 일시적 변화가 영구적 변화가 될 수 있는 경향을 말한다. 제2차 세계대전 시 노동력의 부족으로 여성인력에 대한 수요가 일시적으로 증가한 것이 전쟁이 끝난 이후에도 영구적으로 계속된 현상이 하나의 예이다. DeLong and Summers는 완전고용에 가까울 때는 정부지출이 민간수요를 구축하고 중앙은행도 경기 과열을 염려하여 금리를 인상함으로써 재정승수가 0에 가까운 반면, 현재와 같은 불황기에 중앙은행이 0에 가까운 금리를 인상할 가능성도 적다면 재정승수가 훨씬 크게 되기 때문에 적극적인 적자재정으로 경제를 살리게 되면 장기적으로 부채도 줄어 들 수 있다고 주장한다(*The Economist*, "A Theory of fiscal policy: Self-sustaining stimulus," Mar. 24, 2012).

### 3) 지속가능한 장기적 재정정책

특히 지속가능한 장기적인 재정정책과 관련된 이슈로서 Blanchard(2012b)는 다음과 같은 이슈들을 정리하였다.

- ① 장기적인 재정의 비관적인 상황이 어느 정도까지 단기적인 경기대응에 영향을 미치는가?
- ② 금융위기는 장기적으로 우리가 목표로 삼아야 하는 국가채무/GDP 비율에 대한 견해를 어떻게 바꾸었는가?
- ③ 즉각적인 재정절감(fiscal consolidation)은 단기에 확장적일 수 있는가?<sup>48)</sup> 생애 저축을 줄일 것으로 예상되는 미래 은퇴연령의 상향 조정에 대한 공포, 즉각적인 소비 유인을 제공하는 VAT의 단계적 인상과 같은 이연(back-loaded) 재정절감의 잠재적 확장효과는 얼마나 큰가?
- ④ 각국은 장기적인 재정문제를 해결하기 위하여 얼마나 빠른 시일 내에 조치를 취해야 하는가? 과거의 어떤 재정준칙이 재정적자와 부채를 줄이는 데 유용했는가?
- ⑤ 각국 정부와 IMF, ECB 등의 국제기구는 정부부채에 대한 높은 이자지불로 인한 스트레스에 어떻게 대응해야 하는가? 그들은 최고조(full-blown)의 국가채무위기에 어떻게 대응해야 하는가?
- ⑥ 광범위한 소득세 또는 소비세의 인상, 세원의 확대, 재량적 지출의 상한 설정, 퇴직연령의 상향 조정, 연금 및 건강보험제도의 개혁 등 장기적인 재정 개혁을 시행함에 있어서 각국이 쓸 수 있는 여러 옵션의 혼합에 적용할 수 있는 일반적 지침은 무엇인가?
- ⑦ 재정정책에 근본적인 제도적 개혁을 가할 필요가 있는가? 유로존과 같은 공동통화구역에 적용할 수 있는 재정준칙은 무엇인가?

---

48) 재정절감으로 인하여 장래 세금이 줄어드는 등의 확신효과(confidence effect) 때문에 현재 소비를 늘릴 수 있다는 가설.

#### 4) 거시건전성 감독

금융위기 이전에는 금융산업이야말로 혁신의 중심이고 경제성장의 엔진으로 간주되었다. 그러나 금융위기 이후 모든 것이 바뀌었다. 금융산업에 대한 거시건전성 감독과 관련하여 Blanchard(2012c)는 다음과 같이 이슈들을 정리하고 있다.<sup>49)</sup>

- ① 금융위기를 초래한 시장의 실패는 누구의 책임이 더 큰가? 규제완화를 통하여 모든 것을 시장에 맡긴 탓인가 아니면 정부의 개입 때문인가? 예금보험이나 구제금융이 유인구조를 왜곡시킨 것은 아닌가?
- ② 금융부문의 사회적 가치는 어느 정도인가? 일부에서는 저축을 생산적 투자로 연결시키고 위험을 분산시키는 중요한 기능을 하고 있다고 보는 반면, 한편에서는 단지 지대추구행위에 지나지 않는다고 본다. 그 견해에 따라 금융부문에 대한 규제의 강도가 달라질 것이다.
- ③ 금융기관에 대한 관리 감독은 어느 정도가 적절한가? 예를 들어 자본금 요건을 100%로 하면 안전할 것이지만, 이런 과도한 자본금 요건은 사회적 비용을 수반한다. 상대적으로 능동적인 감독과 수동적인 감독 간의 균형점은 어디인가?
- ④ 자본시장의 유인체계를 바꾸기 위한 제도적 개선으로는 어떤 것이 있는가? 장기적인 보상 체계, 주주와 이사회 역할 강화, 거래세의 부과, 차입에 대한 세금 부과 등의 예를 들 수 있으며, 제도 변화에 따른 혜택과 비용을 저울질해야 할 것이다.
- ⑤ 위기 도래의 위험을 감소시키는 방법보다 위기 도래 시 그 영향을 완화시키는 개선책을 찾는 것도 방법이다. 기존의 파산 절차에 부합하지 않는 기관을 대상으로 하는 파산금융회사 정리기관 설립, 파산금융기관 발행 채무의 일부 또는 전부를 지분으로 강제 전환하는 규정 등이 그러한 예가 될 수 있다. 위기 시 이러한 제도의 영향 및 평시에 이러한 제도가 금융시스템에 미치게 될 영향은 무엇인지?

---

49) Blanchard(2012c) 참조

⑥ 금융시스템을 어떻게 설계해야 하는지에 대한 합의된 적정 프레임이 없다. 예를 들어 환경오염의 경우에는 세부 사항에 대해서는 서로 다른 의견이 있을 수 있으나, 전체적으로는 외부 불경제가 있기 때문에 정부가 개입하여 피구세(Pigouvian tax)를 부과하든지, 거래권을 경매로 판매하든지 하는 프레임이 필요하다는 공감대가 형성되어 있다. 그러나 금융시스템에 대해서는 정부 개입을 필요로 하는 시장실패에 대하여 이러한 공감대가 형성되어 있지 않기 때문에, 향후에도 금융개혁을 위한 이해 증진과 공감대 형성을 위한 노력이 필요하다.

## 나. IMF 컨퍼런스

위의 이슈들을 제기한 지 2년 후에 Blanchard et al.(2014)는 그동안의 논의를 반영하고, IMF의 후속 세미나에서 나온 이슈들을 종합하여 통화정책, 재정정책, 거시건전성 정책에 대하여 각각 다음과 같이 정리하고 있다.

### 1) 통화정책

① 중앙은행은 인플레이션이 아니라 산출을 직접적인 타깃으로 삼아야 하는가?

지금까지는 인플레이션과 국민생산 간의 안정적 관계에 의하여, 중앙은행이 인플레이션을 안정적으로 유지하면 국민생산을 잠재적 생산에 근접하게 할 수 있었다. 그러나 금융위기 이후 산출이 큰 폭으로 감소하고 실업률이 크게 증가하였음에도 인플레이션율은 감소하지 않고 별로 변화가 없었다. 이것은 잠재적 산출도 크게 감소하여 산출갭에는 변화가 없기 때문에 인플레이션율에 변화가 없든지, 아니면 두 변수 간의 관계가 크게 변했기 때문으로 해석할 수밖에 없다.

전자는 실증적인 지원을 받지 못하는 것 같고, 후자가 보다 설득력을 얻고 있는데, 그것은 두 가지 요인으로 설명한다. 첫째는, 과거 20~30년간 통화정책의 신뢰성을 반영한 기대 인플레이션율이 안정적이기 때문에 커다란 산출갭이 인플레이션율의 감소가 아니라 안정적인 인플레이션율로 연결된다

는 것이다. 둘째는, 주어진 기대 인플레이션율하에서 산출갭과 인플레이션율 사이의 관계가 약해졌기 때문이다. 그러나 약해진 관계는 상당히 안정적인 인플레이션율이 산출갭의 바람직하지 않은 커다란 변동과 연계될 수 있다는 점에서 우려스럽다고 할 수 있다.

문제는 이러한 약해진 관계가 일시적인 것이어서 위기가 수습되면 다시 과거와 같은 관계로 돌아갈지, 아니면 장기적으로 관계가 변하는 것인지 모른다는 것이다. 만일 이러한 관계가 약한 상태로 머무르게 된다면 중앙은행은 현재와는 달리 산출을 보다 직접적인 통화정책의 타깃으로 삼아야 할 것이다.

### ② 중앙은행은 금융안정을 타깃으로 삼아야 하는가?

금융위기는 인플레이션과 산출 간의 안정성이 지속적인 거시 안정성을 보장하지 않는다는 것을 보여주었다. 따라서 통화정책이 금융안정<sup>50)</sup>을 타깃으로 삼아야 하는가 하는 문제가 제기되었다.

정책금리는 수단으로서 너무 광범위하기 때문에 보다 구체적인 거시건전성 수단이 사용되어야 한다는 주장이 있다. 그러나 한편으로는 거시건전성 수단은 새로운 수단으로서 얼마나 효과적인지 검증되지 않았다. 따라서 정책금리를 버블에 대한 대비 수단으로 삼아야 하는 문제가 부각된다. 이 경우에도 현실적으로 버블 여부에 대한 사전적인 판단이 어렵다는 문제가 남아있다.

### ③ 중앙은행은 환율에 대하여 관여해야 하는가?

금융위기는 국제적 자본이동이 대단히 변동적일 수 있다는 것을 다시 보여주었다. 금융시장의 깊이가 얇고, 개방의 정도가 높은 신흥국일수록 자본이동에 취약하기 마련이다. 따라서 신흥국에 미치는 급격한 자본이동의 문제점이 자본통제의 잠재적 역할에 대한 관심을 집중시켰다. 그러나 자본통제가 충분히 효과적이지 못하다면, 통화정책에 또 하나의 목표를 부과해야

---

50) 차입(leverage), 신용 총량, 자산가격 등으로 측정

하는가에 대한 의문이 대두하였다.

중앙은행이 인플레이션율과 환율이라는 두 가지 타깃과 정책금리와 외환 시장 개입이라는 두 가지 수단을 가지는 것이 가능하며 바람직한가? 소규모 개방경제의 경우에는 일단 가능하지 않다고 본다. 왜냐하면 외국과의 이자율 차이에 대하여 자본이 바로 반응할 것이기 때문에 불태화 개입이 효과적이지 않을 것이기 때문이다. 그러나 금융마찰(financial friction)이 크고, 분리된 시장(segmented market)을 가진 경제에서는 가능할 것으로 보인다. 바람직한가의 여부에 대해서는 일반적으로 일시적이 아닌 추세로서의 자본이동에 대하여 개입하는 것은 바람직하지 않다는 의견이다.

#### ④ 중앙은행은 금리의 0의 하한선을 어떻게 다루어야 하는가?

양적완화나 마이너스 금리와 같은 비전통적인 정책수단은 표준적인 정책수단의 하나로 편입되는 것인가, 아니면 이번 금융위기에만 일시적으로 사용되는 것인가? 이에 대한 해답을 구하기 위해서는 유동성 함정과 금융시장 또는 금융기관의 분리(segmentation)라는 이번 위기의 두 가지 특징을 구분할 필요가 있다. 즉 충분히 크지만 비금융적인 충격에 대하여 중앙은행이 정책금리를 더 인하하고 싶지만 영(0)의 이자율 하한<sup>51)</sup>에 제약을 받는 경우와 정책금리는 아직 양(+의 영역)에 있으나 특정 금융시장의 분리가 가져오는 금융충격의 경우를 구분할 수 있다.

금융위기는 과거에 우리가 생각했던 것보다 훨씬 높은 확률로 명목이자율이 영(0)의 제약에 처하게 될 수 있다는 것을 보여주었다. 이러한 현상은 두 가지 질문을 던진다. 첫째는, 어떻게 하면 유동성 함정에 빠질 확률을 낮출 수 있는가? 둘째는, 유동성 함정에서 어떻게 할 것인가?

첫 번째 질문과 관련하여 적정 인플레이션 타깃을 어느 수준으로 잡을 것인가 하는 문제를 생각할 수 있는데, 여기에 대해서는 아직 논의가 분분한 상태로 결론을 내리기 어렵다. 두 번째 질문과 관련하여, 유동성 함정으로 금리 인하가 효과가 없을 경우 신용완화(credit easing or targeted easing)와

51) 편의상 이하에서는 '영의 제약(zero bound)'으로 부르기로 한다.

양적완화를 생각할 수 있다.<sup>52)</sup> 현재까지의 실증연구들은 신용완화 정책이 중앙은행이 매입한 자산의 가격에 상당한 영향을 미친 것으로 나타났다. 그러나 그 영향의 대부분은 금융위기와 관련된 금융시장의 비정상적인 분리에서 나오는 것으로 보인다.<sup>53)</sup>

양적완화는 신용완화와 통상적인 통화팽창의 결합으로 볼 수 있다. 문제는 영의 제약하에서 통화팽창이 그 자체로서 효과를 가지는가 하는 점이다. 이에 대한 실증적 뒷받침은 혼재되어 있는데, 통화팽창보다는 선도지침(forward guidance)의 효과가 더 나은 것으로 보인다.

또한 과거에 논의되었던 가격 수준 타겟팅과 명목 GDP 타겟팅에 대한 논의가 다시 이루어졌다. 변화율보다 수준을 목표로 하는 정책은 중앙은행의 신뢰에 영향을 주지 않으면서 높은 인플레이션율을 용인할 수 있다는 장점이 있다. 반면 일시적인 가격충격이 있을 경우, 이를 일시적으로 취급하는 것이 아니라 인플레이션나 디플레이션로 흡수해야 하는 단점이 있다.

#### ⑤ 중앙은행은 누구에게 유동성을 제공하여야 하는가?

금융위기를 맞이하여 중앙은행은 은행뿐 아니라 비은행 금융기관과 정부에까지 유동성을 제공하여 유동성 위기가 파산으로 이어지지 않도록 하였다. 그러나 비은행이나 정부에 유동성을 제공하는 것은 몇 가지 문제를 야기한다. 첫 번째는 은행의 경우와 마찬가지로 유동성 위기와 파산위기를 사전에 구분하기 힘들다는 점이다. 은행의 경우에는 중앙은행의 감독을 받지만 나머지 경우는 그렇지 않기 때문에 중앙은행이 가지고 있는 정보가 한계가 있다. 두 번째는 은행과 마찬가지로 도덕적 해이 문제이다. 유동성 공급에 대한 보장은 도덕적 해이를 유발할 수 있다.

52) 여기서 신용완화 정책은 불테화정책이 수반되어 통화공급에 영향을 미치지 않는 반면, 양적완화정책은 불테화정책을 수반하지 않아서 통화량을 증가시키는 점에서 차이가 난다.

53) 2008~2009년 미국의 MBS 시장이 한 예이다.

## 2) 재정정책

2011년의 IMF conference에서 위기 이전에 안전하다고 생각했던 국가채무수준이 그렇지 않았다는 것과 재정정책이 경기변동에서 보다 적극적인 역할을 할 수 있지 않겠는가를 검토할 필요성이 있다는 두 가지 점에서 공감대가 형성되었다.

### ① 높은 국가채무의 위험성은 무엇인가?

금융위기 이전에 선진국의 GDP 대비 국가채무비율의 중앙값이 약 60%였는데, 금융위기 이후 100%를 넘어 계속 증가하고 있다. 이러한 증가는 불황 탈출을 위한 재정지출 증가에도 기인하지만, 그 보다는 불황에 따른 세수 감소의 영향이 더 컸다.

이러한 숫자는 위기 이전에 가능하다고 생각했던 예상치를 훨씬 뛰어넘는 것이며, 공식적인 국가채무비율은 상당한 조건부 부채를 드러내지 않고 있다. 따라서 국가채무를 측정할 수 있는 보다 종합적인 방식이 필요하고, 보다 안정적인 국가채무비율에 이르도록 현재의 비율을 낮출 필요가 있다. 높은 국가채무비율은 이자율을 높이고, 채무변제를 위하여 세금 인상이라는 비용을 치르게 한다.

이번 금융위기는 그 외에도 다중균형(multiple equilibria)의 위험이라는 새로운 비용에 주목하게 만들었다. 파산위험이 증가할수록 투자자들은 높은 이자율을 요구할 것이며, 따라서 정부로서는 채무상환이 더 힘들어진다. 결과적으로 파산위험은 더 크게 되는 것이다. 낮은 채무수준에서도 이자율이 높으면 파산위험이 있지만, 채무수준이 높으면 조그만 이자율의 변동에도 파산 위험이 높아진다.<sup>54)</sup> 채무의 만기가 단기일수록, 차환(rollover)의 필요성이 클수록 높은 수준의 채무상태에서는 파산위험이 커진다. 중앙은행의 개입은 이러한 위험을 감소시킬 수 있지만, 일시적 유동성 부족과 파산 위험을 구분하는 것이 현실적으로 쉬운 문제는 아니다.

54) 채무수준이 높은 상황에서 파산에 이르게 되는 것이 악성 균형(bad equilibrium)이다. 그 반대는 양성 균형(good equilibrium)으로 채무수준이 낮은 상황에서 파산을 피하게 되는 균형점이다.

## ② 재정지배(Fiscal Dominance)의 위험은 어떻게 다루어야 하는가?

선진국들의 높은 국가채무비율을 고려할 때 채무의 실질가치를 채무재조정(restructuring)을 통하여 조절할 것인가, 인플레이션을 통하여 조절할 것인가 하는 문제에 봉착하게 된다. 그러나 채권·채무 관계의 조정이 현실적으로 쉬운 문제가 아님을 감안한다면 중앙은행을 통하여 재정문제를 해결하려고 하는 재정지배문제에 도달하게 된다. 즉 중앙은행은 양적완화의 출구 전략을 지연시키고 국채를 보다 오래 보유하고 있거나 금리인상을 늦춤으로써 인플레이션을 유발하여 국가채무의 실질가치를 감소시킬 수 있다. IMF 시뮬레이션에 따르면 G7 국가의 경우, 인플레이션율을 현재의 2% 미만에서 6%까지 올릴 경우, 5년 후 국가부채비율은 평균적으로 GDP의 10%가 감소하는 것으로 나타났다.<sup>55)</sup> 그 부담은 물론 납세자로부터 채권자로 넘어가게 된다. 이 문제는 또한 중앙은행의 독립성과도 연관된 문제이다.<sup>56)</sup>

## ③ 국가채무는 얼마나 빨리 감축해야 하는가?

국가채무비율을 낮출 필요성 때문에, 국가채무의 감축속도와 양태(modalities)가 중요한 이슈의 하나이다. 재정정책이 산출에 미치는 동태적 효과는 경제 상황, 재정절감의 방식,<sup>57)</sup> 수단의 항구성 또는 일시성 여부, 통화정책의 반응 등에 따라 달리 나타난다. 따라서 실증적으로 추정된 재정승수는 다양한 값을 나타낸다. 확신효과(confidence effect) 때문에 지출삭감이나 세수증대에도 불구하고 재정절감이 확장적일 수 있다는 주장이 있는 반면, 금융중개기능의 손상, 이로 인한 대출 제한과 유동성 함정에 빠진 통화정책 등으로 인하여 평상시보다 재정승수가 크다는 주장도 있다. Blanchard and Leigh (2013)는 위기 시에, 특히 위기 초반에, 재정승수가 평시보다 크다는 것을 보였고 Perotti(2011)는 확신효과는 없다는 연구결과를 보였다. 그러나 다양한 상황에서의 재정승수의 값에 대한 의견은 여전히 분분한 상태이며, 특히 지

55) Blanchard et al.(2014), p. 14.

56) 이 문제는 유럽에서는 비교적 제한적인 문제이다. 왜냐하면 한 국가가 ECB의 통화정책 변화를 강요할 수 없기 때문이다.

57) 지출감축과 세수증대의 상대적 비중

출삭감에 의한 재정절감의 효과에 대해서는 많은 의문점이 남아 있다.

국가채무가 많은 국가의 경우, 조절속도의 선택 여지는 별로 없으며 실제로 시장압력에 의하여 조절에 나서지 않을 수 없다. 그것은 국제 가격을 한없이 떨어지게 만들 수는 없기 때문이다. 급격한 채무조절이 경제에 미칠 단기적인 부정적 효과와 부채감소가 가져올 장기적인 긍정적 효과 사이에 적절한 선에 대한 정답도 아직 없다. 현재로서는 국민들에게 신뢰를 줄 수 있는 중기적인 계획하에 재정절감을 실행해야 한다는 것이 다수 의견이다.<sup>58)</sup> 정년 연장의 점진적 로드맵을 미리 발표함으로써 노년인구에 대한 복지지출을 줄이면서 단기적으로는 총수요를 유지하는 정책을 예로 들 수 있다.

채무관리에 대한 필요성은 재정준칙(fiscal rules)에 대한 관심을 다시 고조시켰다. 독일, 이탈리아, 스페인 등은 헌법을 개정하여 구조적 적자를 수년 내에 없애는 내용을 포함하였고, 신흥국도 포함하는 많은 나라들이 재정준칙을 강화하였다. 그러나 동시에 다양한 충격에 의하여 이러한 재정준칙이 제대로 실행되지 못할 가능성이 있음도 지적되었다. 이러한 위험성 때문에 중기적으로 재정절감 목표를 수립하여 실행해 나가되 외부 충격이 있을 경우, 단기적으로는 그 안에서 재정을 유연하게 운용할 수 있는 메커니즘의 중요성이 강조되었다.<sup>59)</sup>

#### ④ 자동안정화장치를 보다 효율적으로 만들 수 있는가?

재정의 자동안정화장치가 작동하게 하는 것이 안 하는 것보다 낫지만 자동안정화장치가 적정(optimal) 반응을 하기는 어렵다. 보통 채무에 대한 자동안정화장치의 영향이 장기적으로는 상쇄된다는 주장은 산출의 변동이 일시적일 때만 적용된다고 하지만, 경기 하강 국면에서 어느 정도가 일시적인 하락이고, 어느 정도가 장기적인 하락인지는 알기 어렵다. 또한 자동안정화장치는 정부의 크기, 세제 및 예산 구조에 따라 다르기 때문에 그 효과가

58) Blanchard et al.(2014), p. 16.

59) 이러한 메커니즘의 예로서 다음과 같은 것들을 들고 있다. 다년단위(multiyear) 지출 제한, 경기순환적 비용(예: 실업급여) 또는 비재량적 비용(예: 이자지급) 등의 제외, 자동안정화장치가 작동하도록 경기에 따른 조정 목표(cyclically adjusted targets)의 운용 등

때로는 불충분하고 때로는 지나칠 수 있다.

그렇다면 자동안정화장치를 보다 효율적으로 만들 수는 없는가? 예를 들면 신규 일자리 창출이 일정 기준을 몇 분기 연속으로 하회할 경우 작동하는 투자세액공제제도와 세금감면 제도 등은 자동안정화장치를 보다 효과적으로 만들 수 있다. 지금까지 정책의 초점은 주로 재정절감에 맞추어져 있었기 때문에 이러한 질문에 대한 연구는 많이 진행되지 않았다.

### 3) 거시건전성 정책

통화정책은 부분적인 과열이나 금융위험을 다루기에는 범위가 광범위하고, 재정정책은 보다 집중적(targeted)이지만 시차와 정치경제학적 문제가 효용성을 저해할 수 있다. 따라서 거시건전성 정책이 이러한 공백을 메울 정책으로 관심을 증가시켰으나, 그 효과와 한계에 대해서는 아직도 밝혀야 할 것이 많다.

#### ① 거시건전성 정책과 미시건전성 규제를 어떻게 결합해야 하는가?

전통적인 미시건전성 규제는 성질상 부분균형에 기반하고 있다. 따라서 금융기관이나 부문(sector) 또는 실물경제와의 상호작용에 대하여 충분히 고려하고 있지 못하다. 따라서 상호작용을 고려하는 거시건전성 규제와 함께 하나의 기관이 감독을 할 필요가 있다.

그러나 정치경제학적인 이유로 이 두 가지 규제수단은 서로 다른 기관에 의하여 수행되는 경우가 다반사이다. 일부 규제의 경우<sup>60)</sup>에는 하나의 기관에 결정을 맡기기에는 정치적으로 너무 어려운 경우도 있고, 거시건전성 정책이 통화정책과 관련이 있으므로 호황기에 이를 억제하는 인기 없는 정책은 독립기관에 의하여 수행되는 것이 나은 측면도 있다. 거시건전성 규제당국은 특정 건전성 수단의 경기 대응적인 사용을 담당하고, 나머지는 미시건전성 규제당국에 맡기는 것도 현실적인 방안이 될 수 있다.

60) 은행 간 경쟁의 정도, 신용 공여 정책, 외국은행에 대한 허가 등

② 우리는 어떠한 거시건전성 정책수단을 가지고 있고, 그것들은 어떻게 작동하는가?

거시건전성 정책수단으로서 크게 세 가지를 들 수 있다.

- i) 경기대응 자본비율과 동태적 대손충당금 제도(cyclical capital ratios and dynamic provisioning): 은행으로 하여금 호황기에 자본금이나 대손충당금을 더 쌓게 하여 신용 증가를 억제하고, 불황기에 대비하도록 하는 제도
  - 그러나 현실적으로는 집행의 어려움이 있다. 은행에만 이러한 제도를 적용할 경우, 비은행금융기관, 외국은행, 부외거래 등을 통하여 이를 회피할 수 있다.
  - 경기대응의 기준을 무엇으로 할 것인가? 통상적 경기순환, 신용증가율, 자산가격 변화 등
  - 은행들이 호황기에 이미 최저기준 이상으로 자본이나 충당금을 쌓을 경우에는 제도의 효과를 기대하기 어렵다.
  - 정치적으로 불황기에 위협이 커지는 마당에 은행으로 하여금 자본이나 충당금을 덜 쌓게 하기 어렵다.
- ii) LTV와 DTI: 동 제약을 통한 대출 억제로 부실이 쌓여가는 것을 사전에 방지할 수 있다.
  - 동 제도는 집행 시 가계 이외에는 적용이 어렵다.
  - 규제를 피하려고 다른 채무구조를 만들 경우, 불황기 채무 정리를 더 어렵게 만든다.<sup>61)</sup>
- iii) 자본통제: 변동스러운 자본흐름의 부작용을 막고자 하는 정책으로서 최근 IMF에서는 급격한 자본이동이 금융시장과 거시경제의 안정성을 해칠 경우 자본통제가 유효한 수단이 될 수 있다고 보았다.<sup>62)</sup>
  - 자본통제는 상대적 이자율 차이에 대한 자본이동의 탄력성을 낮춤으로써 외환시장 개입의 효과를 높일 수 있는 보완적인 관계인 반면,

61) LTV 제약이 2차 모기지(second lien mortgage)의 사용을 부추길 것이며, 그 경우 파산 상황에서 채무 재조정을 어렵게 만든다.

62) Blanchard et al.(2014), p. 21.

- 자본통제와 외환시장개입은 둘 다 환율에 영향을 미칠 수 있다는 점에서 대체적인 수단이기도 하다.
- 자본통제는 특정 흐름을 타깃으로 할 수 있다는 점이 외환시장 개입보다 장점인 반면, 특정 흐름을 타깃으로 하기 때문에 이를 회피하기 수월하다는 점이 단점이기도 하다.

### ③ 통화정책과 거시건전성 정책을 어떻게 결합해야 하는가?

거시건전성 정책이 미래에 효과를 발휘하기 위해서는 통화정책과의 상호조화가 중요하다. 통화정책은 낮은 정책금리를 통하여 과도한 위험감수행위를 초래할 수 있으며, 거시건전성 정책은 신용비용에 영향을 미침으로써 총수요에 영향을 미칠 수 있다. 만일 이론적으로 두 정책이 완전하게 작동한다면 거시안정은 통화당국이, 금융시장안정은 감독당국이 맡는 것이 타당하다. 그러나 실제로는 완전하게 작동하지 않기 때문에 상호보완적인 역할을 해야 한다. 그럼에도 불구하고 양 정책의 담당기관이 다를 경우 서로 자기가 맡은 정책목표 달성에 더 치중하게 된다. 예를 들어, 중앙은행은 불황기에 총수요 진작을 위해서 정책금리를 적극적으로 인하할 수 있다. 금리인하로 인한 과도한 위험감수행위를 염려하는 금융감독당국은 거시건전성 규제를 더욱 강화할 수 있다. 또는 중앙은행이 금융감독당국의 규제 강화를 미리 예상하고, 처음부터 금리를 필요 이상으로 인하할 수도 있다.

이를 감안한다면 통화정책과 금융감독을 한 기관이 맡는 것이 바람직하다고 볼 수도 있지만, 이 경우에는 다음과 같은 단점이 있다. 첫째, 거시건전성 정책이 효과적으로 작동하지 않으면 단일 정책기관으로서 중앙은행의 입장이 난처해진다. 두 가지 목표를 달성해야 하는 중앙은행의 입장에서 인플레이션 목표 달성이 다른 목표와 충돌할 경우, 인플레이션 목표 달성의 진정성을 보이기 어렵다. 둘째, 인플레이션 타깃과 정책금리는 단일 목표와 단일 수단으로서 명확한 성과의 달성을 통하여 중앙은행의 독립성을 정치적으로 용인받을 수 있지만, 거시건전성 정책은 그 목표와 수단 간의 관계 및 효과가 명확하지 않을 수 있기 때문에 중앙은행의 입장에서는 독립성에 대한 공격을 받기 쉽다.

## 2. 혼돈의 시대

금융위기로 인하여 제기된 정책 관련 이슈들을 살펴보면, 이미 오래전부터 다루어왔던 이슈들도 있으나 전통적인 정책수단이 더 이상 작동하지 않은 상황에 처하게 되어 발생한 문제들이 많다. 따라서 이러한 전통적인 정책수단의 이론적 토대에 대해서도 의문이 제기됨에 따라 정책담당자들은 상당히 어려운 국면에 처하게 되었다. 이러한 어려움을 헤쳐나가기 위하여 제기된 이슈들에 대한 국제적 논의가 활발하게 진행되고 있으나, 최소한 일관된 견해를 확립하거나 대다수가 동의하는 정책을 이끌어 내기에는 아직도 많은 시간이 더 필요한 것으로 보인다.

또한 이러한 이슈들은 서로 긴밀하게 연관되어 있는 문제들이 대부분이다. 예를 들어 마이너스 금리에 대한 이슈는 통화정책 이슈이면서 동시에 이로 인한 금융기관의 부실 가능성이 문제시되기 때문에 거시건전성 정책 이슈로 연결된다. 그렇게 되면 정책의 집행을 하나의 기관이 할 것인가, 두 개의 기관으로 나누어 할 것인가와 연계되면서 중앙은행의 독립성 이슈와도 연관되게 된다. 이러한 시각에서 본다면 금융위기라는 특수한 상황이 아니라도 각 이슈에 대한 결론이 쉽게 도출되기는 어려운 형편이다.

따라서 본 보고서에서는 통화정책, 재정정책, 거시건전성정책에 있어서 각각 대표적인 이슈에 국한하여 학계와 정책담당자를 비롯한 ‘소위’ 전문가(집단) 사이에 보이는 이론적·정책적 이견에 대하여 짚어보고 그 시사점을 찾아보고자 한다. 특별히 금융위기의 진원지이며 세계 경제에서 주도적인 역할을 하고 있는 미국과 재정위기를 동시에 겪고 있는 유럽에서의 논의를 중심으로 살펴보고자 한다. 지금까지 구미 경제학계의 집단 지성에 의하여 주류 경제학의 가르침이 이어져 내려왔다. 그러나 금융위기는 이러한 주류 경제학의 이론이 틀릴 수 있으며, 특히 현실에서는 지금까지의 이론으로는 설명하기 어려운 결과가 나올 수 있다는 것을 보여주었다. 역설적인 것은 그 위기를 수습하는 과정에서도 여전히 주도적인 역할을 하는 것은 주류 경제학자로 분류되는 명망 있는 학자들이며, 또한 주류 경제학의 프레임 안에서 이러한 논의가 진행된다는 점이다. 그러나 달리 보면 어떤 혁신적인 새

로운 프레임이 제시되지 않는 한 당연한 일이기도 하다. 우리가 할 수 있는 일은 이러한 논의 결과로 도출되는 정책논리<sup>63)</sup>를 분별있게 가려서 정책에 반영하는 것이다. 일단 본 절에서는 앞서 소개한 새로운 이슈들을 금융위기 극복을 위한 주요국의 최고 정책수립 과정에서의 일화와 함께 소개하여 좀 더 현실감 있게 이슈를 검토하고자 한다.

## 가. 통화정책: 유동성 함정과 마이너스 금리

### 1) 정책금리의 결정

미국 중앙은행(Fed)의 통화정책은 세계 중앙은행 통화정책의 전범이라고 할 수 있다. 미국이 세계 경제에서 차지하는 영향력이 지대할 뿐 아니라, 통화정책의 수단에 대한 학술적이며 이론적인 뒷받침도 주로 미국에서 나온 것이기 때문이다. 1970~1980년대 초반까지 폴 볼커(Paul Volcker)가 연방준비제도 이사회 의장일 때는 통화량조절을 통화정책의 목표 달성을 위한 직접적인 수단으로 삼았다. 그러나 1980년대 중반 이후로는 금리(federal fund rate)를 목표 달성을 위한 직접적인 수단으로 변경하였다. 따라서 경기 순환에 대비 또는 대응하여 금리를 인상하거나 인하함으로써 정책목표를 달성하는 것이 전형적인 통화정책의 메커니즘이다. 여기서 정책목표는 미리 설정한 인플레이션율이고, 인플레이션과 산출갭 간에 안정적인 관계가 유지된다고 보았기 때문에 목표 인플레이션율의 달성을 통하여 경기변동에 대응하는 것이었다.

알렌 그린스펀(Alan Greenspan)이 연방준비제도 이사회 의장으로 재직하던 1987년부터 2006년까지는 대체적으로 낮은 금리 수준을 유지함으로써 Great Moderation이라고 부르는 ‘안정기’를 구가할 수 있었다. 이 기간에도 1987년의 미국 주식시장 붕괴와 같은 사건들이 종종 있었으나, 그린스펀이 저금리와 통화공급을 통하여 적절히 대응함으로써 안정적인 성장을 지속할

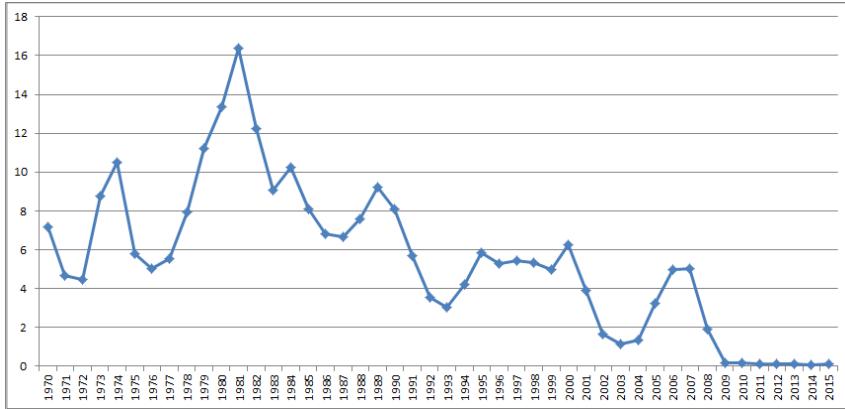
---

63) 새로운 논리란, 아직 제기된 이슈들에 대한 결론 도출이나 공감대가 형성되지 않은 것이 대부분이기는 하지만, 이러한 결론이나 공감대를 지칭한다.

수 있었다. 그러나 2008년 금융위기가 터지고 난 이후에는 이러한 저금리 환경과 금융규제완화 등의 조치가 버블을 오랫동안 잠복하게 만드는 데 원인이 되었다는 평가도 있다.

[그림 III-1] 미국의 federal fund rate 추이(1970~2015년)

(단위: %)



자료: Boards of Governors(<https://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>), 검색일자: 2016. 9. 29.

그린스펀에 이어 연방준비제도 이사회 의장이 된 벤 버냉키(Ben Bemanke)는 금융위기를 맞아 당시 재무장관이던 폴슨(Hank Paulson), Fed 뉴욕연방은행장 가이트너(Timothy Geithner), 연방예금보험공사(Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC) 의장 베어(Sheila Bair) 등과 금융위기의 수습을 위한 전면에 나선다. 종합적인 거시정책의 수행은 재무장관의 몫이지만, 중앙은행의 독립성이 어느 나라보다 보장되어 있는 미국의 통화당국은 연방준비제도 이사회(Board of Governors of Federal Reserve System)이다. 미국의 금리는 Great Moderation을 지나오면서 이미 낮은 수준이었기 때문에 금융위기를 맞아 금리 인하의 하방 여유가 많지 않았다. 따라서 버냉키는 중앙은행이 국채매입을 통하여 직접 통화를 공급하는 대규모의 양적완화정책(Quantitative Easing)을 병행하였다. 기존의 통화이론에 따르면 이러한 규모의 양적완화는 결과적으로 인플레이션을 가져오게 되어 있다. 그러나 현실

적으로는 대규모의 통화증발에도 불구하고, 미국, 유럽, 일본 등의 선진국을 비롯하여 세계 경제는 오히려 디플레이션을 우려하는 특이한 상황을 맞이하고 있다. 그나마 미국의 경우에는 금융위기의 충격에서 벗어났다고 판단하여 양적완화의 종료와 함께 출구전략을 모색하고 있다.

Bernanke(2015)는 2014년 초 연방준비제도 이사회 의장에서 물러난 후 회고록을 통하여 금융위기 시의 통화정책 결정과정에 대하여 자세히 서술하고 있다. 잘 알려진 바와 같이 연방공개시장위원회(Federal Open Market Committee: FOMC)의 멤버는 연방준비제도 이사(Governors)와 순번제로 연방공개시장위원회의 투표권을 갖는 지역연방은행장들로 구성된다.<sup>64)</sup> 미국 중앙은행은 물가안정과 고용 증대라는 두 가지 정책목표를 달성하기 위하여 정책금리를 조절한다. 그런데 동 금리의 인상 또는 인하를 결정함에 있어서 FOMC 멤버들 간의 의견이 항상 같을 수는 없을 것이다.

회니히(Thomas Hoenig)는 미국 캔사스시티 연방은행장(1991~2011)으로서 연방공개시장위원회의 멤버였다. 금융위기 발생 이후, 연준이 지속적으로 정책금리인 federal fund rate를 인하하기로 결정하는 과정에서 회니히는 일관성 있게 금리 인하에 반대하는 투표를 해 왔다. 그는 Great Moderation 시대 이래로 저금리가 너무 오랜 기간 지속되어 이러한 기조가 경제 상황 변화에 따른 급격한 금리 인상을 가져올 가능성에 대하여 염려하였다.<sup>65)</sup> 또한 정책적 불확실성이 투자를 가로막는 것이지, 이자율이 높거나 유동성이 부족하여 투자가 이루어지지 않는 것이 아닌 만큼 금리를 인하할 필요는 없다고 본 것이다. 이러한 염려는 현재에도 일부 FOMC 위원들과 전문가들에 의하여 계승되고 있다.

버냉키는 금리 인하만으로는 경기 회복이 불가능하다고 보아 비전통적 특단의 정책수단인 양적완화를 시행하기도 한 반면, 회니히로 대표되는 매파(hawks)는 금리 인하 자체에 대하여 반대함으로써 통화정책 결정과정에서

64) 7명의 이사(Governors)과 New York Fed 은행장은 고정멤버이고 나머지 11명의 지역연방은행장 가운데 4명씩 순번제로 참여하여 투표권을 가진 멤버는 12명으로 이루어진다.

65) *The Kansas City Star*, "KC Fed President Tom Hoenig: 'I hope I'm wrong,'" Jan. 23, 2011.

의 대표적인 대립상을 보여준다. 물론 동일한 경제분석 자료에 기초해서도 위원 개인별로 경제를 전망하는 판단이 다를 수 있겠지만, 위기 시에도 이렇게 상반되는 의견이 나온다는 것은 개별 위원들의 판단이 얼마나 중요한가를 보여주는 실례라고 할 수 있다. 동시에 매과 위원들이라고 개인적으로 무분별한 완고함에서 반대하는 것이 아니라는 점을 감안한다면, 과연 정책 결정이 기반하는 이론적 근거가 있는가 하는 의구심을 자아내기 충분하다.<sup>66)</sup>

알랜 그린스핀(Alan Greenspan)이 연준 의장(1987~2006)이던 20년간 연준은 금융 완화정책을 통하여 간헐적인 하강기에도 불구하고 전반적인 경기 호황을 지속시킴으로써 경기변동에 대한 자신감을 갖게 되었다. 그러나 막상 2008년 금융위기가 발생하고 나자, 그동안 지나치게 오랜 기간 동안 금융 완화정책을 시행한 결과 그 부작용이 축적되어 버블이 붕괴한 것이 2008년의 금융위기라는 해석이 우세하였다. 이러한 경험에 비추어 볼 때, 금융위기 이후 Great Moderation 시대보다 훨씬 규모가 큰 다양한 금융 완화정책에 대한 우려가 금리 인하정책에 대한 반대 의견으로 나타났을 것으로 짐작할 수 있다.

1930년대의 대공황 극복을 위한 경제적 이론을 제시한 것은 유효수요를 강조한 케인즈(Keynes)였다. 1929년 주식시장 폭락 당시의 후버 대통령은 균형재정을 강조하여 줄어든 정부 수입을 증대하고자 각종 세금을 인상하였으며, 보호무역주의를 강화하였다. 결과적으로 경제는 더욱 위축되었고, 통화정책에 있어서도 금리를 인상함으로써 경제 상황은 악화일로로 걷게 되었다.<sup>67)</sup> 1932년 후버를 누르고 당선된 루즈벨트 대통령은 케인즈의 이론에 근

66) 중앙은행의 금리조정은 일반적으로 인플레이션갭과 산출갭에 따라 일정한 비율로 명목금리를 조정한다는 테일러 준칙(Taylor rule)을 따른다는 점을 감안한다면 더욱 그러하다.

67) Friedman and Schwartz(1963)는 미국 연준이 불필요하게 금리를 인상하여 경제활동을 위축시킨 대표적인 예로서 1920년 1월-6월, 1931년 10월, 1936년 7월-1937년 1월의 세 시기를 들고 있다. 대공황의 시작기인 1931년 10월에 연준이 재할인율을 1.5%에서 3.5%로 인상함에 따라 통화량이 급격히 줄어들고, 산업생산이 24%나 줄어들었다(pp. 688-689). 오늘날 금리 인상의 시기를 서둘지 말아야 한다는 대다수의 의견은 Friedman and Schwartz의 영향으로 보인다.

거하여 유효수요를 증가시키는 다양한 부양책을 시행하였다. 그러나 실제로 유효수요가 증가함으로써 대공황을 극복하게 된 결정적인 계기는 제2차 세계대전의 발발이라고 보기도 한다. 1930년대의 대공황에 버금가는 금융위기를 맞이한 정책당국은 당시의 정책 실패를 되풀이하지 않기 위하여 가용한 모든 수요 진작책을 동원해야 한다는 것이 비둘기파의 논리일 것이다.

통화정책과 관련하여 인플레이션과 산출갭과의 안정적인 관계는 더 이상 기대할 수 없다는 것과 금융시장의 안정을 정책금리를 통하여 달성하는 것은 불가능하다는 Svensson(2009)의 지적은 금융위기 이후 상당히 이른 시기에 내린 결론이지만 여전히 유효한 것으로 보인다.

## 2) 유동성 함정과 마이너스 금리정책

극단적인 저금리 환경하에서 유동성 함정에 빠져 금리 인하정책이 더 이상 경기 진작에 도움이 안 된다는 견해에 따라, 일부 국가에서는 양적완화에 이어 마이너스 금리정책까지 도입하고 있다. 마이너스 금리는 환율 조정을 통한 수출 확대, 대출 확대를 통한 소비 진작 등의 경로를 통하여 궁극적으로 경기를 활성화시키기 위한 목적을 가지고 있다. 그러나 현실적으로는 마이너스 금리정책이 오히려 미래에 대한 불안감을 증폭시켜 저축을 증가시키는 이상 현상이 발생하고 있다.<sup>68)</sup>

현재 제로금리 내지 마이너스 금리로 이미 금리가 충분히 낮은 상황에서 더 이상 통화정책의 효과가 있겠는가 하는 회의적인 시각이 우세한 것으로 보이지만, Ball et al.(2016)은 현재와 같은 극단적인 저금리 환경하에서도 이자율을 더 인하해야 하며, 자산매입 프로그램도 더 확대해야 한다고 주장한다. 금리 하한선이 정책수행의 제약조건이 되는 만큼, 중앙은행이 인플레이션 타깃을 현재보다 1~2% 정도만 높게 잡아도 금리가 하한선을 접하게 되는 확률이 훨씬 줄어들기 때문에 현재와 같은 극단적인 저금리 상황에서도

---

68) 덴마크의 일부 주택(예: 코펜하겐에 있는 Horseshoe라는 아파트) 소유자는 모기지에 대해 이자를 지불하는 대신 매달 이자를 받는 기현상도 발생하고 있다. (*Financial Times*, "One size does not fit all with negative rates," Sep.6 2016)

전통적인 금리정책의 한계를 극복할 수 있다고 주장한다. 그러나 이러한 정책이야말로 일본은행이 취해온 정책임을 강조하면서 초기에는 나름대로 성과가 있었으나 그것은 통화 완화정책이 엔화의 절하를 가져왔기 때문은 아니라는 견해도 있다.<sup>69)</sup> 아베 총리가 취임한 지 3년 반이 지난 시점에서 2% 인플레이션 목표 달성은 아직 요원하고 경제규모는 축소되고, 소비도 살아나지 않고 있다. 정부채무는 GDP의 238%에서 248%로 증가하였다. 일본은행의 구로다 총재는 2015년 12월에 마이너스 금리는 없다고 했다가 한달 만에 마이너스 금리를 도입하였다. 처음에는 약세로 돌아선 듯한 엔화는 2016년 상반기를 거치면서 계속 절상되는 움직임을 보여주고 있다. 시장에서는 더 이상의 완화정책을 긴박함의 징표로 보고 있다. 비전통적인 정책을 시행함에 있어서는 타이밍과 소통이 중요하다는 것을 일본은행의 사례에서 알 수 있다. 정책당국이 전심전력을 기울이지 않거나, 정책이 서로 모순적일 때 정부정책은 신뢰를 잃게 되고, 정책수단을 찾지 못하게 된다.

마이너스 금리정책의 효과가 불확실함에도 불구하고 정책당국이 마이너스 금리정책을 고수하는 것은 크게 두 가지 이유라고 본다. 하나는 심리적인 요인이다. 정부가 양적완화와 마이너스 금리를 통하여 경기진작을 위한 환경을 계속 유지할 것이라는 의지를 시장에 전달하고자 하는 것이다. 둘째는 Friedman and Schwartz(1963)가 지적한 바, 대공황의 경험에서 선불리 금리를 조기에 인상함으로써 경기회복에 타격을 가할 가능성에 대하여 정책당국이 극도로 조심하는 것이라 볼 수 있다. Friedman and Schwartz(1963)는 여전히 미국 경제학계에 절대적인 영향을 미치고 있는 것으로 보인다. 서머즈(Lawrence Summers)는 제2차 세계대전 이후 연방은행 등에서 한 번도 불황을 제대로 예측한 적이 없다고 지적하면서 확실한 경기회복의 징후가 보이지 않는 이상 성급히 금리를 인상해서는 안 된다고 주장하였다.<sup>70)</sup> 현재와 같이 경기회복에 대한 불확실성이 남아있는 상황에서 Yellen(2014),

69) *Financial Times*, "Central banks must learn from the BoJ's credibility deficit," Sep. 7, 2016.

70) 2016 Homer Jones Memorial Lecture, "Secular Stagnation and Monetary Policy," YouTube, 접속일: 2016. 8. 5.

Woodford(2014) 등 대부분의 경제학자들이 금리를 조기 인상해서는 안 된다는 판단을 내리고 있다. 금리 인상과 경기와의 관계에서 금리 인상이 적기보다 다소 늦어지는 지연 인상 오차의 편이 반대의 경우인 조기 인상 오차보다 정책적인 그리고 정치적인 측면에서 훨씬 안전하다는 견해이다. 물론 조기 인상을 지지하는 사람들은 지연 인상으로 인하여 발생할 과도한 인플레이션과 이에 대응한 급격한 금리 인상이 더 위험하다고 본다.

마이너스 금리정책의 효과는 각국의 경제상황에 따라 다른데 은행이 자금을 조달하는 방식, 사적연금에 대한 의존도, 자국 통화의 가치, 현금 대응수단의 사용이라는 네 가지 요소가 중요한 것으로 보인다. 주로 소매예금에 의존하여 자금을 조달하는 경우, 은행이 마이너스 금리를 고객에게 전가하기 어렵다. 따라서 기업예금의 비중이 클수록 마이너스 금리 도입에 유리하다. 사적연금에 대한 의존도가 높으면 마이너스 금리에 의하여 경제가 활성화될 경우 이러한 종류의 연금을 유지하기 쉽기 때문에 저축이 늘어날 가능성이 높다. 또한 마이너스 금리를 통하여 자국 통화가 예상대로 평가절하된다면 그만큼 효과를 보는 것이다. 최근 일본은 그 반대의 경험을 한 바 있다. 마지막으로 현금사용이 가능한 경우에는 금리의 하방 경계선이 영(0)으로 고정된다. 따라서 현금사용을 중지하면 이자 하한의 제약이 사라지기 때문에 그만큼 마이너스 금리정책의 효과를 제고시킬 수 있는 것이다.<sup>71)</sup>

이와 관련하여 최근 ‘현금없는 경제(cashless society)’에 대한 주장이 많이 전개되고 있다. Rogoff(2014)는 현금이 지하경제를 지탱하는 수단이 되기 때문에 현금을 없애으로써 지하경제를 축소할 수 있다고 보았다. 또한 현재와 같은 저금리 시대에 통화정책의 한계를 현금 없는 경제를 통하여 극복할 수 있다고 보았다. 즉 현금 사용이 금지되면 마이너스 금리정책도 보다 효과적으로 시행될 수 있을 것으로 예상한다. 다만 모든 화폐를 당장 없애기에는 불편한 점이 많기 때문에 일단 고액권을 먼저 없애고, 소액권과 동전은 그대로 사용하는 방안을 제시하였다. 김성훈(2016)도 현금 사용이 없어지면 현금 사용에 따른 비용만큼 사회적 비용이 절감될 수 있으며, 저성장·저물가·저금리

71) *Financial Times*, “One size does not fit all with negative rates,” Sep. 6 2016 참조.

시대에 효과적인 거시정책의 수립이 가능할 것으로 보았다. 특히 마이너스 금리정책이 지금보다는 훨씬 두드러진 효과를 볼 수 있을 것으로 기대하는 점은 Rogoff(2014)의 주장과 같다. 또한 핀테크 산업을 자극하여 미래 신성장 동력으로서의 발돋움도 가능하다고 보았다. 그러나 현금없는 경제를 국가권력과 자유라는 새로운 시각에서 보는 견해도 있다.<sup>72)</sup> 개인의 자유라는 측면에서 현금이 전혀 없는 경제가 가져올 부작용을 예상할 수 있으나, 일단 고액권을 없애는 방안에 대해서는 보다 광범위한 지지를 얻을 수 있을 것으로 본다. 영(0)의 제약이 사라지면 마이너스 금리정책의 한계도 완화되고, 중앙은행의 정책수단의 하나로서 양적완화나 선도적 지침(forward guidance)과 같은 강력한 정책수단이 될 수 있을 것이라고 보는 견해도 있다.<sup>73)</sup> 스웨덴의 경우에는 거의 현금이 사용되지 않기 때문에 마이너스 금리정책이 상대적으로 보다 효과적이었다고 평가한다.

### 3) 금리정책과 자본통제

금리정책에 대한 시각을 선진국 vs 신흥국의 프레임에서 보는 이견도 존재한다. 시카고대학 교수 출신으로 인도 중앙은행 총재를 역임한 라잔(Raghuram Rajan)은 선진국의 중앙은행이 단기적인 경기 진작에만 몰두하는 것을 비판하였다.<sup>74)</sup> 세계경제의 회복을 돕기 위해서는 선진국 중앙은행들이 금리를 인상하기 시작하는 것이 중요하다고 강조하였다. 당장은 자국 경기회복에 지장을 받을지 모르지만 점진적인 금리 인상을 통하여 신흥국들이 안정적으로 적응할 시간을 줌으로써 신흥국의 수요가 살아나고 세계 경제가 회복되면 선진국들도 궁극적으로 혜택을 받게 된다는 논리이다. 선진국들이 금리 인상을 늦추다가 갑자기 올리게 되면 급격한 자본이동을 초래하여 신흥국의 위기를 불러올 수 있다. Rey(2014)는 자유로운 자본이동의 장점에 대한 실증적인 근거는 예상 외로 약하다는 점을 밝혔고, 피셔(Fischer)는 단기적인

72) 민경국, 「현금없는 경제?」, 한국경제신문 다산칼럼, 2016. 9. 28.

73) *Financial Times*, "Negative rates are a handy weapon to keep in the arsenal," Oct. 11, 2016.

74) *Financial Times*, "India's central bank has 'momentum'," Sep. 5, 2016.

자본이동이 필요한가에 대한 근본적 의문을 제기하였다.<sup>75)</sup> 1997년의 아시아 외환위기 당시 말레이시아가 자본통제를 외환위기 극복의 수단으로 삼았으며, 2008년 금융위기 이후에는 아이슬란드가 최초로 자본통제를 실시하는 등 실제로 자본통제를 정책으로 채택한 사례는 심심치 않게 찾을 수 있다. 우리나라의 OECD 가입 당시 자유로운 자본이동을 보장해야 하는 가입조건 때문에 자유화 규약에 대하여 많은 유보조항을 달아야 했던 기억과 1997년의 외환위기를 생각한다면 이러한 선진국의 입장 선회는 다소 허탈한 느낌을 주기도 한다.

#### 나. 재정정책: 확장재정 vs 재정건전성

재정정책상의 논쟁은 비전통적인 정책수단에 대한 것이라기보다는 기존 논쟁의 연장선이라고 하겠다. 단기적인 경기대응 수단으로서는 통화정책이 재정정책보다 우위에 있다는 것이 기존의 학설이지만, 대형 금융위기를 맞이하여 두 가지 정책을 가릴 여유가 없었다. 그러나 일단 위기가 어느 정도 진정되고 난 후 정책당국은 아직도 미진한 경기회복과 재정건전성 사이의 선택지를 앞에 두고 있다. 단기적으로 경기침체를 벗어나기 위해 적자재정을 편성할 수는 있다. 일본은 국가채무가 GDP의 200%를 넘지만 아베의 3개의 화살에서 확장적 재정정책을 고수하고 있다.<sup>76)</sup> 미국도 금융위기 이후 양적완화뿐 아니라 확장적 재정정책 등 모든 정책수단을 총동원하여 위기를 극복하였다. 그러나 적자재정을 무한정으로 유지해 나갈 수는 없기 때문에 앞서 지적한 바와 같이 확장적 재정정책을 긴축재정정책으로 전환할 적절한 타이밍과 속도에 대한 논의가 진행되고 있다.

이 문제는 Reinhart and Rogoff(2010)의 명제와도 연결하여 생각해 볼 수 있다. Reinhart and Rogoff(2010)는 800년에 걸친 66개 국가의 자료를 검토하여 국가채무가 GDP의 90%를 넘게 되면 경제성장에 부정적인 영향을 미

---

75) Blanchard(2014), p. 322.

76) 일본이 과도한 국가채무에도 불구하고 확장 재정정책을 펴는 배경에는 국가채무의 대부분을 국내에서 조달했기 때문이라는 의견이 지배적이다.

침을 밝힘으로써 재정건전성을 강조하였다.<sup>77)</sup> 그들은 서문 첫 페이지에서 역사적으로 수많은 국가의 수세기에 걸친 위기에서 끄집어 낼 수 있는 하나의 교훈은 과도한 부채의 축적이 모든 위기의 근원이라는 것이다. 부채의 주체가 정부, 은행, 기업, 소비자를 불문하고 호황기에는 별 문제 없는 듯 보일지라도 과도한 부채는 반복되는 위기의 공통점임을 지적하고 있다. Reinhart and Rogoff(2010)의 결과는 현실 정치에도 영향을 미쳐서 영국 캐머런(David Cameron) 내각의 재무장관 오스본(George Osborne)은 동 연구 결과를 직접 인용하면서 긴축재정을 정책기조로 삼았다.<sup>78)</sup> ‘위기 시에는 일단 전력을 다해서 쏟아붓는 것이 중요한가?’ ‘아니면 후일을 감안하여 어느 정도 위기를 감내해야 하는가?’ ‘어느 정도의 기준은?’ 이 문제는 현 세대와 미래 세대 간의 세부담 문제로도 귀착될 수 있으며, 지금까지도 재정학에서 수없이 다룬 명제이기도 하다.

그러나 2008년 이후의 위기 상황은 1930년대의 대공황에 버금가는 위기 상황이라고 평가되고 있다. 서머즈(Lawrence Summers)는 지금과 같은 저금리시대에 통화정책의 효과를 더 이상 기대하기 어려운 만큼, 확대 재정정책을 통하여 경기회복에 나서야 한다고 주장한다.<sup>79)</sup> Roubini(2014)도 제로금리정책하에서는 재정승수가 더 커진다는 연구결과가 늘어나고 있음을 지적함으로써 간접적으로 재정정책을 통한 경기회복을 주장한다. 확장재정과 재정건전성을 둘러싼 논의에 대해서는 제Ⅳ장에서 실증분석을 통하여 별도로 자세히 살펴보기로 하겠다.

77) University of Massachusetts Amherst 대학원생이 Reinhart and Rogoff가 사용한 데이터의 문제점을 발견하고, 재검증한 결과는 국가채무비율이 90%를 넘는 국가의 GDP 성장률이 -0.1%가 아니라 2.2%로 나왔다. 이에 대하여 Reinhart and Rogoff는 데이터상의 문제점을 시인하였으나 전체적인 결론에는 지장이 없다고 주장하였다.

78) *The Guardian*, “The error that could subvert George Osborne’s austerity programme,” Apr 18, 2013

79) 2016 Homer Jones Memorial Lecture, “Secular Stagnation and Monetary Policy,” Federal Reserve Bank of St. Louis, YouTube, 접속일: 2016. 8. 5.

## 다. 거시건전성 정책: 대마불사

금융위기가 닥치면 필연적으로 구조조정에서 해법을 찾는다. 금융기관의 퇴출과 합병이라는 구조조정을 통하여 위기를 수습하고 새로운 판을 짜는 것이다. 그러나 그 과정에서 시스템 안정과 도덕적 해이라는 상충된 목표를 절충해야 하는 문제가 발생한다. 금융위기의 수습과정에서 가이트너(Timothy Geithner)와 베어(Sheila Bair)의 첨예한 대립은 대마불사 문제를 다시 한번 돌아보게 한다. 가이트너는 부시행정부 말기에 미국 뉴욕연방은행장을 지냈고, 오바마행정부가 들어서면서 40대의 나이에 1기 내각 재무장관을 지냈다. 베어는 부시정부로부터 미국 연방예금보험공사(FDIC) 의장을 맡고 있었다. 두 사람은 금융위기의 수습과정에서 미국 경제정책을 지휘했던 최상위 정책결정자 그룹의 일원임에도 불구하고, 시스템 안정 vs 도덕적 해이 문제로 대립하였다.<sup>80)</sup>

가이트너는 비록 문제의 금융기관들이 금융위기를 촉발시켰지만 시스템 위험을 감안한다면 퇴출보다는 합병이나 공적자금의 투입을 통하여 시스템 안정을 꾀하는 것이 중요하다는 입장이었다. 가이트너는 4성 장군 출신으로 부시정부에서 외무장관을 지냈던 파웰(Colin Powell)의 말을 인용하여 “전쟁에서는 압도적인 화력을 동원하여 적을 평정해야 한다”는 식으로 금융위기를 맞이하여 충분한 공적자금의 확보와 이를 통한 위기의 수습을 강조하였다.<sup>81)</sup> 이에 비하여 베어는 예금보험기금의 안정적인 운영과 도덕적 해이를 막기 위해서 문제의 금융기관에 공적자금을 투입하지 말고 가급적 퇴출

---

80) Geithner(2014)는 금융위기 극복과정을 복기한 *Stress Test*라는 자서전을 썼고, Bair(2012)는 유사한 성격의 *Bull by the Horns*라는 자서전을 썼다. 특히 Bair는 이 책에서 금융위기에 대응하는 정책 결정과정에서 Geithner와의 의견 충돌에 대하여 솔직하게 언급하고 있다.

81) “It has to be big if you want it to be decisive” Geithner(2014), p. 193.

당시 재무장관 Paulson(2013)도 Fannie Mae와 Freddie Mac의 파산 위험을 맞아 의회에 구제금융에 대한 전권을 줄 것을 요청하면서 재미있는 비유를 하였다. “만일 당신이 주머니에 물총을 가지고 있다면, 그 물총을 꺼내야 할지도 모르지만, 만일 바주카포를 가지고 있고, 사람들이 그것을 알고 있다면 굳이 바주카포를 꺼내지 않아도 될지 모른다.”(“If you’ve got a squirt gun in your pocket, you may have to take it out. If you’ve got a bazooka, and people know you’ve got it, you may not have to take it out.”(p.17))

시키자는 입장이었다. 그러나 Citi Group, AIG 등 대형금융기관의 부실이 순차적으로 드러남에 따라 부시행정부 마지막 재무장관인 폴슨(Hank Paulson)과 연준 의장 버냉키(Ben Bernanke)도 거시적인 관점에서 가이트너의 입장에 동조하면서 구제금융이 실시되고, 금융기관에 대한 감독 강화가 이루어졌다.<sup>82)</sup> 결과적으로 대마불사의 신화는 이어지고 있다.

대마불사의 문제는 금융위기 이전부터 문제시되었으나 금융위기 이후 정책 담당자들에 의하여 가장 해결이 필요한 문제의 하나로 대두하였다. 금융위기 당시 재무장관이었던 Paulson(2013)은 문제점을 지적하였고, Bair(2012)는 구체적으로 대형 금융기관을 분할함으로써 대마불사의 문제를 사전에 방지해야 한다고 주장하였다. 그는 금융기관의 크기를 제한하거나, 클린턴정부 시절에 폐지된 Glass-Steagall Act를 부활시켜 엄격한 업무 제한을 두거나 또는 상업은행에게 일부 투자은행 업무를 허용하되 중개업무(brokerage)나 시장조성 업무(market making)는 금지하는 방안을 제시하였다.<sup>83)</sup> Johnson and Kwak(2010)도 의회가 대형금융기관을 분할하여 소형화할 필요가 있다고 주장하였다.<sup>84)</sup> 2016년 미국 민주당의 대통령 후보 경선에 나섰던 샌더스(Bernie Sanders)도 비록 구체적인 방안을 제시하지는 않았으나, 대형금융기관의 분할을 대신 공약으로 제시한 바 있다.

대마불사에 대한 대응책으로 대형금융기관(SIFI)의 분할 이외에 최근 Minneapolis 연방은행장 Kashkari(2016)가 제안한 공기업화도 들 수 있다.<sup>85)</sup> 캐시카리의 제안은 폴슨의 아이디어를 한 걸음 더 강화하는 쪽으로 움직인 것으로 보인다. Paulson(2013)은 규모가 클수록 자본과 유동성에 대한 규정을 보다 강화함으로써 금융기관의 규모가 갖는 이점을 줄이자는 주장하였는

---

82) 금융기관의 감독 강화를 위한 대표적인 법안이 2010년에 성안된 Dodd-Frank Act이다. 대형금융기관(Systemically Important Financial Institution)의 자본금 확충과 다양한 위기 시나리오에 따른 은행의 파산 가능성을 예측하여 보강조치를 취하게 하는 stress test제도 등이 도입되었다.

83) Bair(2012), pp. 328-331 참조

84) *ibid.*, p. 327.

85) President's speech at the Brookings Institution, *Lessons from the Crisis: Ending Too Big To Fail*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Feb. 16, 2016.

데,<sup>86)</sup> 캐시카리는 대형은행으로 하여금 공기업(utility)과 같이 자본금을 100%로 하고<sup>87)</sup>, 원자력 발전소 수준으로 규제를 동시에 강화하여 아예 파산할 수 없도록 만들자는 제안이다. [그림 Ⅲ-2]와 [그림 Ⅲ-3]은 각각 은행과 공기업의 배당 수익률과 자기자본 이익률을 나타내는 바, 최근 그 추세가 서로 접근하는 경향을 보이고 있다. 규제수준, 주식가치, 수익성, 배당금 등에 있어서 은행과 공기업의 지표들을 보면 이러한 주장이 그렇게 무리한 제안은 아닐 수 있다는 것을 보여준다.<sup>88)</sup> 물론 이러한 제안은 아직 초기 단계로서 앞으로 보다 많은 논의가 필요할 것으로 보이지만, 그동안 시스템 안정을 위하여 불가피한 것으로 간주되어 왔던 대마불사 문제 해결을 위한 흥미로운 제안의 하나임에는 틀림없다.<sup>89)</sup> Bair(2014)는 2012년의 주장에서 한 걸음 더 나아가 현실적으로 대마불사 문제를 풀 수 있겠느냐는 IMF의 질문에 대하여 반드시 풀어야 하며, 그렇지 못하다면 대형은행을 국유화시켜야 한다는 견해도 제시하였다.<sup>90)</sup>

86) Paulson(2013), p. 29.

87) 금융기관의 자기자본 대폭 확대에 대해서는 Romer(2014)도 같은 의견이다.

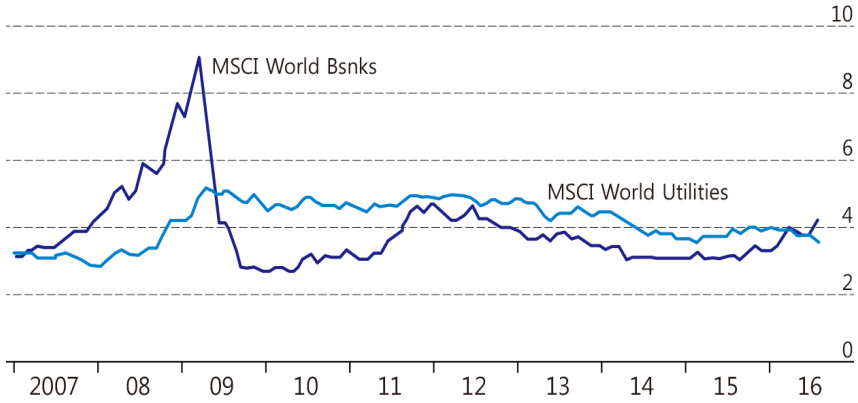
88) *Financial Times*, "Banks: Too dull to fail?," Sep. 6, 2016

89) 이익을 추구하는 은행의 입장에서는 이러한 주장은 터무니 없는 것으로 치부한다. JPMorgan의 Jamie Dimon 행장은 은행은 위험에 대하여 상시적으로 판단하고 가격을 결정해야 하며, 동시에 고객 유치를 위하여 경쟁해야 하기 때문에 공기업과는 성격이 판이하다고 주장한다(*Financial Times*, "Banks: Too dull to fail?," Sep. 6, 2016).

90) Bair(2014), p. 132.

[그림 III-2] 은행과 공기업의 배당 수익률 추이

(단위: %)

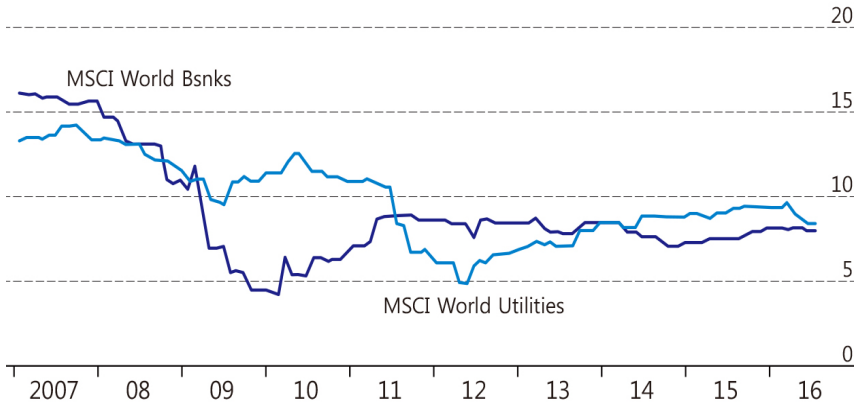


Source: Thomson Reuters Datastream

자료: *Financial Times*, "Banks: Too dull to fail?," Sep. 6, 2016.

[그림 III-3] 은행과 공기업의 자기자본 이익률 추이

(단위: %)



Source: Thomson Reuters Datastream

자료: *Financial Times*, "Banks: Too dull to fail?," Sep. 6, 2016.

## 라. 정치의 문제: 유럽 통합과 유로존

정책은 정치의 산물이기 때문에 정치적인 영향을 떠난 순수 경제정책은 생각하기 힘들다. 미국이든 우리나라든 경제정책을 결정함에 있어 정치적인 영향을 배제하기 힘들지만, 유럽의 경우에는 특히 그러하다. 그것은 유럽연합과 유로존이라는 지역 내 국가 간의 결합체 및 공동화폐지역이 존재하고, 그러한 결합체가 하나의 국가만큼의 결속력을 가진 것이 아니라 소속 국가의 주권을 그대로 인정하면서 공통적인 정책을 시행하려고 하기 때문이다. 따라서 유로존 내의 통화정책은 유럽중앙은행<sup>91)</sup>이 담당하는 반면에, 재정정책은 각 회원국이 주도적으로 집행하고 있다. 엄연히 국가가 존재하면서 국별 경제 상황이 다름에도 불구하고 공통적인 통화정책을 적용해야 한다는 것도 문제이고, 동시에 각기 다른 국가별 재정정책 간에 상호 조화를 이루기 어려운 측면이 있는 것도 문제이다. 이렇듯 서로 다른 처지에서 공동의 목표를 추구하려다 보니 정치적인 갈등이 유발되기 마련이고, 유럽이 미국보다 금융위기 이후에 회복 속도가 늦은 것은 이러한 영향에 기인하는 바가 크다고 본다.

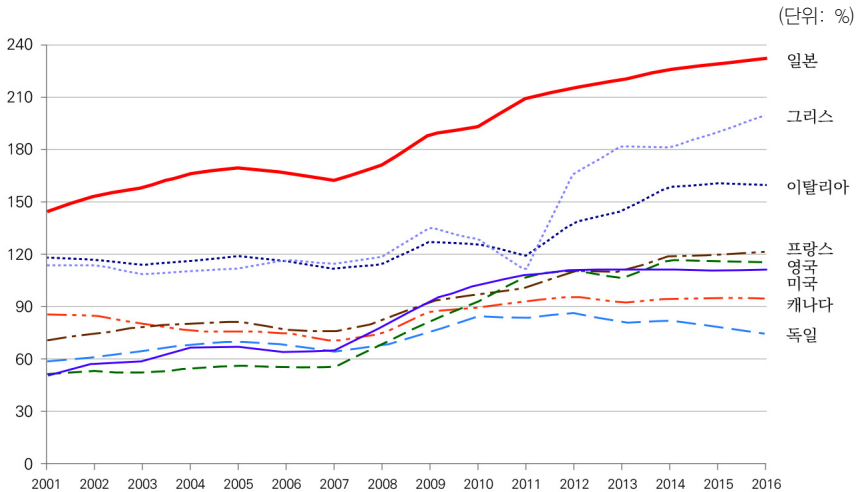
드라기(Mario Draghi)는 이탈리아 중앙은행장을 지낸 유럽중앙은행의 총재(2011~현재)이고, 쇼이블레(Wolfgang Schäuble)는 EU의 '최대주주'라고 할 수 있는 독일의 재무장관(2009~현재)이다. 유럽의 재정위기를 수습하는 과정에서 드라기는 무제한적인 양적완화정책을 선언하였고, 쇼이블레는 이에 반대하였다.<sup>92)</sup> 독일은 제1차 세계대전이 끝난 후 전쟁에 대한 책임을 배상하는 과정에서 하이퍼인플레이션을 직접 경험하였다. 이러한 경험은 독일 국민들에게 깊이 각인되어, 독일 중앙은행(Bundesbank)은 세계 어느 나라의 중앙은행보다 인플레이션에 대한 강한 경계심을 드러내고 있다. 또한 독일은 유럽의 주요 국가 가운데 가장 양호한 국가부채비율을 보이고 있음에도 불구하고 재정

91) 물론 각 회원국의 중앙은행이 유럽중앙은행과 함께 The Eurosystem을 구성하여 정책결정과정에 참여하기는 하지만, 유로존 내의 통화정책당국은 유럽중앙은행(ECB)이다.

92) 실제로 유럽중앙은행 이사회에서 양적완화 결정에 반대표를 던진 사람은 유럽중앙은행 이사회 멤버이자 독일연방은행(Bundesbank) 총재인 Jens Weidmann이다. 그러나 여기서는 독일과 EU의 대립 구도에서 독일을 대표하는 경제 수장으로서 Schäuble라고 적었다.

측면에서도 지나친 확장정책에 대하여 반대하는 입장을 견지하고 있다.

[그림 III-4] 주요국의 GDP 대비 국가부채비율



자료: 일본 재무성([http://www.mof.go.jp/tax\\_policy/summary/condition/007.htm](http://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/condition/007.htm)), 접속일: 2016. 10. 18.

독일의 메르켈(Merkel) 총리가 정치적인 책임을 지는 것은 선거를 통하여 독일국민에게 지는 것이지, 유럽연합 내의 다른 나라에 책임을 지는 것이 아니다. 따라서 유럽 내 국가 간 경제력의 차이에 따른 정책 효과의 불일치는 이러한 시스템이 가지고 있는 피할 수 없는 약점이라고 하겠다. 지역 내의 재정정책을 총괄할 수 있는 유럽 재무부의 설립이 이루어지기까지는 유럽 전역을 아우르는 일관성 있는 정책을 기대하기 어려울 것이다.<sup>93)</sup>

유로존 국가들의 경제력 차이에서 오는 정책적인 갈등, 말하자면 경제상황이 제일 양호한 국가와 제일 열악한 국가와의 갈등의 예는 그리스 재정위기에서도 찾아볼 수 있다.<sup>94)</sup> 바루파키스(Yanis Varoufakis)는 그리스 재무장

93) 중세 프랑크 왕국의 전성기였던 카롤루스 대제(Carolus Magnus) 사후, 프랑크 왕국은 독일, 프랑스, 이탈리아로 나누어졌다. 유럽인들은 유럽통합의 기원을 하나의 문화와 하나의 종교를 통한 유럽 제국에 두었던 카롤루스 대제의 프랑크 왕국에서 찾고 있다. 1978년의 European Monetary System의 탄생, 1992년의 Maastricht 조약, 1999년의 유로화 도입은 유럽통합중국어로 가기 위한 과정이라고 볼 수 있다.

관(2015. 1~ 2015. 7)으로서 트로이카(Troika)<sup>95)</sup>와 그리스 구제금융 협상을 주도하였다. 2010년부터 시작된 그리스의 재정위기로 그리스는 EU의 조건부 구제금융을 받았으나, 근본적인 해결책이 될 수 없었다. 또한 부수 조건은 그리스 경제를 더욱 어렵게 만드는 측면이 있었기에 그리스의 채무 재조정을 위한 협상이 진행되었다. 그러나 협상이 타결되지 못하고 시간을 끌게 되자 트로이카는 2015년 6월에 최종적인 협상안을 제시하였다. 그리스 국민들은 국민투표를 통하여 동 협상안에 반대하였으나, 치프라스(Tsipras) 수상 이 국민투표의 결과에 반하여 최종 협상안을 수용하기로 함에 따라 그는 재무장관직을 사임하였다.

트로이카의 논리는 1997년의 아시아 외환위기 당시와 유사하게 위기에 빠진 국가에 대하여 구제금융을 제공하면서 긴축재정 등의 조건을 부과하는 것이었다. 그러나 두 차례의 세계대전을 통하여 전쟁 배상금의 부담을 짚어 진 독일에 대하여 연합국이 부채를 탕감하여준 사례에서 보듯이 취약한 상태의 국가가 막대한 규모의 배상금이나 대출을 갚을 능력은 여건상 희박한 것이 일반적이다.<sup>96)</sup> 바루파키스는 구제금융이 결국 유럽 대형은행의 부실채권을 털어내는 데 쓰이게 되어 그리스 국민 입장에서는 채무만 늘어나게 되는 셈이라고 주장하였다.<sup>97)</sup>

최근 유럽은 재정위기와 더불어 중동으로부터의 대규모 난민 유입으로 고심하고 있다. 각국은 전쟁을 피해서 들어오는 대규모 난민들을 서로 받아들이기 꺼려하고 있다. 기본적으로는 자국민의 일자리 감소에 대한 우려와, 난민들이 정착할 경우 사회보장지출이 더 증가할 것을 염려하기 때문이다.

94) Varoufakis(2016) 참조

95) 그리스 구제금융의 주도적인 역할을 담당한 EU, ECB, IMF를 통칭

96) Reinhart and Rogoff(2010)는 근대국가(nation-state)가 성립된 이래 수많은 국가 부도가 일어났음을 보여주고 있다. 프랑스는 대외채무에 대하여 8번 부도를 냈으며, 스페인은 1800년 이전에 6번, 이후에 7번의 부도를 낸 바 있음을 지적하고 있다.

97) IMF 출신의 그리스의 전임 통계청장 Andreas Georgiou는 2009년에 정부부채 규모를 과대계상하여 구제금융을 받게 함으로써 국익을 해쳤다는 이유로 기소되어 재판을 받고 있다(*Financial Times*, "Greece to press ahead with criminal trial for ex-statistics chief," Aug. 3, 2016).

브릭시트(Brexit)가 영국에서 국민투표를 통과한 것도 경제가 안 좋은 상황에서 난민과 다른 EU 회원국 국민들에게 영국의 일자리를 빼앗긴다는 피해의식 때문이라고 볼 수 있다. 스위스도 지난 2월 국민투표를 통하여 스위스 내에서 일을 할 수 있는 외국인의 수를 제한하도록 함으로써 지금까지 EU 회원국 국민들이 EU 내에서 자유롭게 이동하고 일을 할 수 있게 허용되어 있는 EU협약에 위배되는 정치적 결정이 내려졌다. 스위스는 EU 회원국이 아니지만 별도의 협약을 통하여 자유로운 이동을 보장하여 왔다. 국민투표의 결과를 실행해야 할 스위스 정부는 EU협약을 완화하기 위한 협상을 벌이고 있지만, EU는 이것이 선례가 될 수 있기 때문에 이를 승인하지 않고 있다.<sup>98)</sup>

EU는 집행부(Commission), 의회(Parliament), 사법부(Court of Justice of the EU) 등 형식에 있어서 정치적 기구들을 두고 있으나, 회원국들은 정치적 주권을 여전히 가지고 있다. 따라서 실질적인 정치적 통합에 앞서서 화폐 통합을 먼저 이룬 EU의 시스템이 이번 금융위기와 난민위기의 여파를 어떻게 극복할 수 있을지에 따라서 향후 유럽의 진로가 결정될 것이다.

---

98) *Financial Times*, "Switzerland: An immigration model for Brexit or a cautionary tale?," Sep. 19, 2016.

---

## IV. 국가채무와 경제성장에 대한 심층 분석

---

앞 장에서 금융위기 이후에 부각된 통화정책, 재정정책, 거시건전성정책 등 정책적 이슈에 대하여 살펴보았다. 상당히 많은 다양한 이슈들이 제기된 바, 본 장에서는 여러 가지 이슈 가운데 본원의 주 연구 분야인 재정정책과 관련한 이슈에 대하여 실증분석을 통한 시사점을 도출해 보고자 한다. 구체적으로 거시재정정책 이슈인 국가채무와 경제성장률 간의 관계에 대하여 선행연구들을 검토해 보고, 총 35개 국가의 자료를 토대로 심층적인 분석을 시도해 본다.<sup>99)</sup>

### 1. 이론적 연구

#### 가. 부정적인 영향에 대한 연구

Elmendorf and Mankiw(1999)는 적자 재정정책이 경제성장에 미치는 영향에 대한 전통적인 견해를 소개한다. 이에 따르면 국가채무의 증가는 단기적으로 가계의 가처분소득 증가를 통해 총수요를 유발하여 긍정적인 효과가 존재한다. 하지만 장기적으로는 국내투자의 감소로 자본이 감소하여 경제성장에 부정적인 영향을 미치게 된다. 국내투자가 감소하는 이유는 아래 수식 (IV-1)을 통해 설명할 수 있다.<sup>100)</sup>

$$S + (T - G) = I + NFI \quad \text{식 (IV-1)}$$

---

99) 국가채무비율과 경제성장률의 관계에 대한 선행연구의 보다 자세한 정리는 Panizza and Presbitero(2013)를 참고하길 바란다.

100) 순수출과 해외순투자(NFI)가 같다고 가정한다.

식 (IV-1)에서 좌변은 총저축으로 민간저축( $S$ )과 정부저축( $T - G$ )으로 나누어진다. 우변은 총투자로 국내투자( $I$ )와 해외순투자( $NFI$ )로 구성된다. 만약 정부가 정부지출은 그대로 유지한 채 감세정책을 시행한다면 정부저축이 감소하게 된다. 이 경우 위 수식을 충족시키기 위해서는 민간저축이 증가하거나 국내투자 혹은 해외투자가 감소해야 한다. 만약 리카르도의 대등정리(Ricardian equivalence theorem)가 성립하지 않는다면 민간저축의 증가폭이 정부저축의 감소폭을 상쇄시킬 수 없어 국내와 해외투자가 감소하고 결국 경제의 자본이 감소하게 된다.

국내자본의 감소는 자본의 한계생산성을 증가시켜 이자율을 상승시킨다. 반면 노동의 한계생산성은 감소하여 임금이 하락하고 가계의 근로소득이 감소한다. 해외자본의 감소는 내국인이 해외자본으로부터 얻는 소득이 줄어드는 것을 의미한다. 해외투자의 감소는 한편 무역수지의 감소와 연결된다. 즉 채권발행을 통한 적자 재정정책은 장기적으로 경제성장에 부정적인 영향을 미친다.

#### 나. 조건부 긍정적 효과가 나타날 수 있다는 연구

Delong and Summers(2012)는 심각한 경제위기 시기에 이자율이 매우 낮은 상황에는 정부가 채권발행을 통해 확장적 재정정책을 사용할 경우 단기 뿐만 아니라 장기적으로도 경제에 긍정적인 영향을 미친다고 주장한다. 이는 심각한 경제위기가 지속될 경우 확장적 재정정책을 시행하지 않는다면 잠재 GDP가 감소하기 때문이다.

Delong and Summers(2012)는 잠재 GDP가 감소하는 이유를 다음과 같이 설명한다. 경기침체가 지속되면 많은 사람들이 실업 상태를 오랫동안 유지하면서 기술력이 하락하고, 노동시장에서 새로운 일자리를 찾기 위한 네트워크도 줄어들며, 이로 인해 사기도 저하되어 결국 잠재 GDP에 부정적인 영향을 미친다. 또한 장기 침체기에는 낮은 투자 수준이 지속되어 자본 축적이 지체되고, 기업가의 탐험정신(entrepreneurial exploration)이 저하되는데 이러한 것들은 빠르게 회복될 수 없다. 따라서 심각한 경제위기 시기에

는 잠재 GDP가 하락하지 않도록 재정확장정책을 시행한다면 오히려 장기적으로도 경제에 긍정적인 영향을 미치게 된다.

Delong and Summers(2012)는 또한 특정 조건하에서 채권 발행을 통한 재정확장정책이 재정에 부담으로 작용하지 않고 자가자금조달(self-financing) 기능이 있다고 주장한다. 여기서 특정 조건은 아래 식 (IV-2)를 의미하는데,  $r$ 은 정부채권의 실질이자율,  $g$ 는 잠재 GDP의 성장률,  $\eta$ 는 이력계수(hysteresis coefficient),  $\mu$ 는 단기재정승수,  $\tau$ 는 세율을 나타낸다. 식 (IV-2)에서  $(1 - \mu\tau)$ 는 정부가 지출 1단위를 증가시키기 위해 필요한 채권발행 규모이다. 이는 정부가 지출을 1단위 증가시키더라도 당기의 GDP가 재정승수인  $\mu$ 만큼 증가하여 추가적인 세수입  $\mu\tau$ 가 발생하기 때문에 채권발행은 1보다 작다는 것을 의미한다. 이에 좌변은 GDP 대비 기초재정수지 비율을 유지할 경우 이자지출로 인한 국가채무비율을 상승시키지 않기 위해 추가적으로 필요한 재정을 의미한다.

$$(r - g)(1 - \mu\tau) \leq \eta\mu\tau \quad \text{식 (IV-2)}$$

Delong and Summers(2012)의 채권발행을 통한 재정확장정책의 자가자금 조달기능은 식 (IV-2)의 우변에 의해 설명된다. 식 (IV-2)의 우변에서 가장 중요한 역할을 하는 모수는  $\eta$ 이다. 이력계수인  $\eta$ 는 현재의 GDP 1단위 증가에 대한 잠재 GDP의 증가분을 의미한다. 즉 우변은 정부가 지출을 1단위 증가시킬 때 증가하는 잠재 GDP로 인한 추가적인 세수입을 의미한다.<sup>101)</sup> Elmendorf and Mankiw(1999)가 소개한 전통적인 관점에 따르면 정부의 단기적인 재정확장정책이 잠재 GDP에는 영향을 미치지 않는다. 이는 식 (IV-2)에서  $\eta$ 가 0임을 의미한다. 이 경우 기존의 GDP 대비 기초재정수지 비율을 유지한 채 국가채무비율이 상승하지 않기 위해서는 이자율이 경제성장률보다 작아야 한다. 반면 Delong and Summers(2012)는  $\eta$ 가 양(+)의 값을 갖기 때문에 이자율이 경제성장률보다 높더라도 정부의 재정건전성이 반드

101) 장기에는 잠재 GDP와 실제 GDP가 같다고 가정한다.

시 악화되는 것은 아니라고 주장한다.

Ramey(2012)는 Delong and Summers(2012)의 주장의 핵심인 이력효과에 대해 비판한다. 장기적인 경기침체에 정부지출을 확장한다고 해서 노동자들의 기술수준을 유지시킬 수 있는 일자리가 창출되거나 투자가 증가한다는 근거가 없기 때문이다. 특히 Ramey(2012)는 정부지출의 증가는 투자를 증가시키는 것이 아닌 구축한다는 실증분석 결과를 제시한다.

## 2. 실증 연구

### 가. 문턱효과(threshold effects)와 비선형: 부정적인 영향에 대한 연구

Reinhart and Rogoff(2010)는 기초통계량을 이용한 단순 상관관계 분석을 통해 선진국의 경우 국가채무비율이 90%를 넘으면 그렇지 않은 국가들보다 경제성장률이 상당히 낮다는 결과를 보여준다. 또한 신흥국의 경우에는 국가채무비율이 60%를 넘어가면 경제성장률이 하락하기 시작한다는 결과를 제시한다. 또한 Reinhart et al.(2012)은 1800년 이후 미국, 일본, 유럽 등의 선진국에서 90% 이상의 국가채무비율이 5년 이상 지속된 26개의 사건에 대해 분석한 결과 장기간의 높은 국가채무비율이 경제성장률에 부정적인 영향을 미쳤다는 연구 결과도 제시한다. Reinhart and Rogoff(2010)의 결과는 Herndon, Ash, and Pollin(2014)에 의해 데이터의 선별 과정과 코딩(coding)에서의 실수, 그리고 부적절한 가중치로 인한 결과라는 비판을 받았지만, 이후 국가채무비율이 특정 임계치를 넘어가면 경제성장률이 유의미하게 낮아지는 문턱효과(threshold effects)의 존재 여부에 대한 연구를 촉발시켰다.

국가채무가 경제성장에 부정적인 영향을 미친다는 최근의 연구로는 Kumar and Woo(2010), Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011), Checherita-Westphal and Rother(2012), Baum, Checherita-Westphal and Rother(2013), Afonso and Jalles(2013), Afonso and Alves(2014) 등이 있으며, 국내문헌 중에는 문광민(2013), 김성순(2014) 등이 존재한다. Kumar and Woo(2010)는 선진국 또는

신흥국에 해당하는 38개국을 대상으로 국가채무비율과 경제성장 간의 관계에 대해 분석하였다. 문턱효과를 고려하지 않은 분석에서 국가채무비율이 10%p 상승할 경우 향후 5년간의 연평균 1인당 GDP 성장률이 0.2%p 하락한다는 결과를 제시한다. 또한 국가채무비율이 낮은 국가(30% 미만)와 중간 국가(30~90%), 그리고 높은 국가(90% 초과)로 나누어 각 국가에 대한 더미변수를 활용한 분석에서 부채비율이 90%보다 낮은 국가에서는 국가채무비율과 경제성장 간에 유의미한 상관관계가 나타나지 않지만, 90%를 초과하는 높은 국가에서는 국가채무비율이 경제성장을 저해한다는 비선형성을 발견한다. 하지만 Panizza and Presbitero(2013)이 지적하듯이 Kumar and Woo(2010)의 비선형성에 대한 결과는 추정방법이 강건하지 않다는 문제점이 있다.

Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011)는 OECD의 18개국을 대상으로 분석하였는데, Kumar and Woo(2010)와 유사한 결론을 도출한다. 문턱효과를 고려하지 않은 모형에서 국가채무비율이 10%p 상승할 경우 1인당 GDP는 0.18%p 하락하며, 문턱효과를 고려할 경우에는 문턱보다 높은 경우에만 국가채무비율이 경제성장을 유의미하게 저해하는 것으로 분석되어 비선형성이 존재함을 보여준다. Kumar and Woo(2010)와의 차이점은 Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011)는 국가채무비율의 기준을 임의로 나눈 것이 아닌 문턱에 해당하는 국가채무비율을 추정하였는데 이 비율로 통제변수에 따라 84% 혹은 96%를 제시한다.

Checherita-Westphal and Rother(2012)는 유로존 12개국을 대상으로 한 분석에서 국가채무비율과 경제성장 간에 역U자형의 관계가 나타난다는 결과를 제시한다. 특히 국가채무비율이 90~100%를 초과할 경우 경제성장률에 부정적인 영향을 미치는 것으로 분석한다. 이러한 역U자형 관계는 국가채무비율이 민간저축, 정부투자, 총요소생산성과의 관계에서도 발견되어, Checherita-Westphal and Rother(2012)는 앞의 세 가지 요인이 국가채무비율이 경제성장에 영향을 미치는 주요 경로임을 주장한다.

Baum, Checherita-Westphal and Rother(2013) 또한 유로존의 12개국을 대상으로 분석하였다. Baum, Checherita-Westphal and Rother(2013)는 앞의

연구들과 달리 두 개의 문턱이 존재하여 국가채무비율이 67%보다 낮은 경우에는 국가채무가 경제를 성장시키지만, 67~95% 구간에서는 국가채무와 경제성장 간에 유의미한 관계가 사라지고, 95% 이상의 구간에서는 앞의 연구들과 유사하게 국가채무비율이 경제성장에 부정적인 영향을 미치는 것으로 분석된다.

두 개의 문턱이 존재한다는 연구 결과는 Afonso and Jalles(2013)에서도 발견된다. Afonso and Jalles(2013)는 155개국을 대상으로 분석한 결과 30% 이하의 구간에서는 경제성장률에 긍정적인 영향을 미치며, 90% 이상의 구간에서는 부정적인 영향을 미친다는 분석 결과를 제시한다. 한편 Afonso and Jalles(2013)는 문턱에 해당되는 국가채무비율을 내생적으로 추정하였는데, 이는 약 59%로 분석된다.

Afonso and Alves(2014)는 유럽의 14개국을 대상으로 국가채무비율이 경제성장에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 그 결과 국가채무비율이 10%p 상승할 경우 경제성장률은 0.1%p 낮아지며, 문턱에 해당하는 국가채무비율은 75%라는 결과를 제시한다.

국내연구 중 문광민(2013)은 OECD 34개국에 대한 분석에서 문턱효과가 존재하는 것으로 분석하였으나, 문턱에 해당하는 국가채무비율이 43%로 추정되어 앞에서 소개한 해외문헌들의 85~95%와는 많은 차이가 존재한다. 김성순(2014) 또한 OECD 20개국에 대한 분석에서 국가채무비율과 경제성장 간에 비선형성이 존재함을 보여준다. 김성순(2014)은 앞의 연구들과는 달리 국가채무비율의 제곱항을 회귀식에 추가하여 그 계수가 음(-)의 값을 유의미하게 가진다는 것을 제시하여 국가채무와 경제성장 간에 역U자형의 관계가 있음을 보여준다.

〈표 IV-1〉 문턱효과를 지지하는 선행연구

구분	자료	추정방법	문턱 비율
Reinhart and Rogoff(2010)	선진국 20개국	기초통계량 비교	90%
	신흥국 20개국	기초통계량 비교	60%
Kumar and Woo(2010)	선진국 및 신흥국 38개국	pooled OLS, robust regression, between estimator, fixed effects panel regression, system GMM	90%
Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011)	OECD 18개국 (1980~2010)	패널회귀분석	84% or 96%
Reinhart et al.(2012)	선진국 26개 에피소드	기초통계량 비교	90%
Checherita-Westphal and Rother(2012)	유로존 12개국 (1970~2008)	FE, IV	90%~100%
Baum, Checherita-Westphal and Rother(2013)	유로존 12개국 (1990~2010)	동태 패널문턱 모형	95.6%
Afonso and Jalles (2013)	155개국 (1970~2008)	pooled OLS, fixed effects panel regression, system GMM	90% or 59%
Afonso and Alves(2014)	유럽 14개국 (1970~2012)	FE, 2SLS, GLS	75%
문광민(2013)	OECD 34개국 (1980~2010)	동태 패널문턱 모형	43%
김성순(2014)	OECD 20개국 (1985~2012)	패널회귀분석	역U자형

자료: 저자 작성

#### 나. 상관관계가 존재하지 않는다는 연구

앞에서 살펴본 실증연구와는 달리 문턱효과가 존재하지 않고 국가채무비율이 경제성장에 부정적인 영향을 미친다는 뚜렷한 증거를 찾을 수 없다는 연구도 존재한다. Panizza and Presbitero(2014)는 내생성을 통제할 경우 국가채무가 경제성장을 저해한다는 증거를 발견할 수 없다는 결과를 제시한다. Reinhart and Rogoff(2010)를 비롯한 문턱효과가 존재한다는 연구들은 국가채무와 경제성장 간의 상관관계에 증거를 제시하고 있지만 인과관계까지 설명하지는 못한다. 즉, 국가채무비율이 높아서 경제성장률이 낮아지는 것인지, 아니면 경제성장률이 낮아서 국가채무비율이 높아지는지는 상관관

계와 또 다른 문제이다. 이에 Panizza and Presbitero(2014)는 내생성을 통제해 인과관계에 초점을 맞출 경우 국가채무가 경제성장에 유의미한 영향을 미치지 않음을 보여준다.

Pescatori, Sandri and Simon(2014) 또한 내생성의 문제를 완화할 경우 문턱효과에 대한 증거는 발견되지 않는다고 보고한다. 대신 국가채무비율이 어떠한 추세에 있느냐가 경제성장에 중요한 영향을 미친다는 결과를 제시한다. 국가채무비율이 높더라도 감소추세에 있다면 경제성장에 긍정적인 영향을 미친다는 것이다.

한편 Pescatori, Sandri and Simon(2014)은 OECD 국가들과 같이 선진국들로 구성된 자료를 분석할 경우 국가채무가 경제성장에 영향을 미친다는 증거를 발견하기 힘들지만 국가 범위를 더 포괄하면 다른 결과를 얻을 수도 있음을 지적한다. 특히, Kourtellos, Stengos and Tan(2013)은 개발도상국까지 포함하여 분석하였는데, 국가채무가 경제성장에 미치는 영향이 각 국가의 민주주의의 발달 정도에 따라 다를 수 있다는 연구결과를 제시한다. 즉 민주주의가 발달한 선진국의 경우 국가채무가 경제성장에 유의미한 영향을 미치지 않지만, 민주주의가 발달하지 못한 국가에서는 높은 수준의 국가채무가 경제성장을 저해한다는 것이다.

Egert(2015a, 2015b)는 국가채무와 경제성장 간의 관계의 비선형성에 대한 추정결과가 자료의 범위나 분석 방법에 따라 매우 민감하게 반응한다고 지적한다. 또한 아주 드문 경우에 문턱효과를 발견할 수 있는데, 이 경우 문턱에 해당하는 국가채무비율이 20~60% 정도로 Reinhart and Rogoff(2010)가 제시한 90%보다는 상당히 낮다는 결과도 제시한다.

Eberhardt and Presbitero(2013)는 국가채무비율이 높은 국가일수록 경제성장률이 낮은 경향이 나타나기는 하지만 국가들마다 국가채무가 경제성장에 미치는 영향이 다르다는 결과를 제시한다. 또한 모든 국가에 공통적으로 적용할 수 있는 특정 비율의 문턱효과는 발견되지 않고 이는 국가나 시기마다 다를 수 있음을 주장한다.

Eberhardt(2016)은 영국, 일본, 스웨덴, 미국 등 4개국에 대해 지난 2세기

가량의 국가채무비율과 경제성장률의 상관관계를 분석하였다. 그 결과 일부 기간에서는 두 변수 간의 상관관계가 나타나지만, 전체적으로 문턱효과에 대한 뚜렷한 증거가 발견되지 않는다는 결과를 제시한다.

### 3. 실증분석

본 연구에서는 국가채무비율이 경제성장에 미치는 영향을 실증적으로 분석한다. 이를 위해 먼저 다른 변수들을 통제하지 않은 상태에서 국가채무비율과 경제성장률 간의 단순 상관관계를 살펴본다. 이러한 상관관계 분석은 두 변수 간의 대략적인 관계를 쉽게 파악할 수 있다는 장점이 존재하지만, 경제성장률에 영향을 미칠 수 있는 다른 변수들을 통제하지 않은 상태의 분석이기 때문에 잘못된 결론에 도달할 수 있는 문제점이 존재한다. 이에 경제성장률에 영향을 미칠 수 있는 다른 변수들도 고려하여 실증분석을 실시한다.

#### 가. 자료 및 방법론

실증분석은 <표 IV-2>에 열거된 35개 국가를 대상으로 분석한다. 동 국가들은 Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011)와 Kumar and Woo(2010)에 포함된 국가들 중 뒤에서 분석할 실증분석의 통제변수들을 구축할 수 있는 국가들로 선정하였다.<sup>102)</sup> 한편 총 35개 국가 중 부분표본에 대한 분석을 위해 두 가지의 국가군을 구성하였다. 첫 번째는 18개의 선진국들로 이는 Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011)가 분석에 포함한 국가들과 동일하다. 선진국으로 Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011)와 동일한 국가들을 선택한 이유는 연구 결과 간의 비교 가능성을 위해서이다. Cecchetti, Mohanty

---

102) Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011)는 총 18개의 선진국을 대상으로 분석하였으며, Kumar and Woo(2010)는 총 38개의 선진국 및 신흥국을 대상으로 분석하였다. Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011) 또는 Kumar and Woo(2010)에 포함된 국가는 총 40개국이나, 이 중 홍콩, 페루, 파키스탄, 체코, 슬로바키아 등 5개국이 제외되었다.

〈표 IV-2〉 분석 대상 국가의 경제성장률 및 국가채무비율

국가명	국가		경제성장률			국가채무비율		
	ADV	SOE	관측치	평균	표준편차	관측치	평균	표준편차
호주	•	•	30	0.018	0.008	30	0.201	0.063
오스트리아	•		30	0.018	0.008	30	0.586	0.112
벨기에	•	•	30	0.016	0.008	30	1.127	0.170
브라질			30	0.013	0.014	30	0.601	0.176
캐나다	•	•	30	0.014	0.011	30	0.758	0.150
스위스			30	0.010	0.008	30	0.460	0.106
칠레		•	30	0.035	0.022	30	0.424	0.495
중국			30	0.063	0.020	26	0.164	0.104
콜롬비아			30	0.019	0.014	30	0.321	0.086
독일	•	•	30	0.017	0.008	30	0.511	0.117
덴마크	•		30	0.014	0.013	30	0.536	0.141
이집트			30	0.030	0.012	30	0.984	0.227
스페인	•	•	30	0.018	0.017	30	0.458	0.131
핀란드	•		30	0.018	0.020	30	0.328	0.155
프랑스	•	•	30	0.013	0.008	30	0.481	0.168
영국	•	•	30	0.019	0.013	30	0.534	0.104
그리스	•	•	30	0.008	0.027	30	0.803	0.304
헝가리			30	0.013	0.025	26	0.806	0.231
인도			30	0.035	0.021	30	0.418	0.199
인도네시아			30	0.043	0.013	28	0.644	0.165
이탈리아	•	•	30	0.011	0.014	30	0.954	0.171
일본	•		30	0.017	0.016	30	1.115	0.517
한국		•	30	0.056	0.022	30	0.179	0.064
멕시코			30	0.007	0.013	29	0.474	0.125
말레이시아		•	30	0.033	0.018	30	0.557	0.227
네덜란드	•	•	30	0.017	0.011	30	0.614	0.121
노르웨이	•		30	0.019	0.013	30	0.377	0.087
필리핀			30	0.011	0.023	27	0.554	0.141
폴란드		•	30	0.027	0.027	24	0.509	0.107
포르투갈	•	•	30	0.018	0.019	30	0.545	0.099
러시아			20	0.018	0.053	18	0.463	0.326
스웨덴	•		30	0.017	0.013	30	0.574	0.114
터키			30	0.026	0.013	30	0.419	0.136
미국	•		30	0.018	0.010	30	0.404	0.066
남아프리카공화국			30	0.004	0.016	30	0.352	0.069

주: 1. ADV는 선진국을 의미함

2. SOE는 소규모 개방경제를 의미함

자료: 1. 경제성장률: Penn World Table 9.0의 각 국가별 실질 GDP와 인구 수를 이용하여 저자 작성

2. 국가채무비율: Government Finance Statistics, IMF

and Zampolli(2011)는 문턱효과를 지지하는 연구 중 비교적 많은 선진국을 포함하고 있다. 또한 Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011)는 분석에 사용한 자료를 공개하였다. 이에 동 자료를 국가와 시계열 측면으로 확장하여 동일한 방법론으로 분석함으로써 Cecchetti, Mohanty, and Zampolli(2011)의 결과에 대한 강건성을 살펴볼 수 있다. 두 번째 국가군은 우리나라와 유사한 소규모 개방경제 국가들이다. 소규모 개방경제를 구분하기 위해서는 인구수와 개방도의 두 가지 기준을 사용하였다. 동 국가의 인구수는 2010년부터 2014년까지 5년 평균 1천만명 이상 1억명 이하인 국가들이다. 개방도는 수출입의 합이 GDP에서 50% 이상 차지하는 국가들로 구성하였다. 이 기준에 부합하는 국가는 우리나라를 비롯해 호주, 벨기에, 캐나다 등 15개 국가이다.

대부분 국가의 분석기간은 1980년부터 2014년으로 35년간이다. 다만 경제성장률에 대한 데이터를 Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011)와 같이 5년 중첩패널로 구축하여 마지막 5개년도 정보는 소실된다. 이에 총관측치수는 국가별로 최대 30개이다. 경제성장률 자료를 5년 중첩패널로 구축하였다는 것은 현재의 국가채무비율 등 경제 상황이 향후 5년간의 경제성장률에 영향을 미친다는 가정하에 식 (IV-3)과 같이 경제성장률 변수를 도출한 것을 의미한다. 아래에서  $\bar{g}_{i,t+5}$ 는 향후 5년간의 평균 경제성장률이며,  $y_t$ 는 1인당 실질 GDP를 의미한다. 예컨대, 2010년의 국가채무비율은 2010년부터 2015년까지의 평균 경제성장률에 영향을 미친다는 가정이다.

$$\bar{g}_{i,t+5} = \frac{1}{5} [\log(y_{t+5}) - \log(y_t)] \quad \text{식 (IV-3)}$$

회귀분석 모형으로 식 (IV-4)의 각 국가의 관측되지 않는 고유한 특성들을 고려할 수 있는 고정효과 패널분석 모형을 이용한다. 식 (IV-4)에서  $d_{i,t}$ 는 본 연구의 주요 관심 변수인 국가채무비율을 의미한다.  $y_{i,t}$ 는 1인당 실질 GDP이며,  $X_{i,t}$ 는 경제성장률에 영향을 미칠 수 있는 기타 통제변수들이다.  $\mu_i$ 는 국가별 특성변수, 그리고  $\lambda_t$ 는 각 연도에 대한 터미변수이다. 시간

에 따라 변하지 않으며 관측되지 않는 국가별 특성변수  $\mu_i$ 는 각 변수들의 평균을 차감하는 방식으로 제거하였다.

$$\bar{g}_{i,t,t+5} = \beta d_{i,t} + \gamma \log(y_{i,t}) + \delta' X_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t,t+5} \quad \text{식 (IV-4)}$$

경제성장률에 영향을 미칠 수 있는 기타 통제변수로는 <표 IV-3>의 변수들을 고려하였다. 이는 Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011) 등 경제성장률과 국가채무에 관한 연구에서 주로 사용되는 통제변수들이다. 일부 국가들은 과거 자료가 존재하지 않아 본 연구에서는 불균형 패널자료를 이용하여 분석한다. 금융위기 기간을 제외한 대부분의 통제변수들은 2014년까지의 자료가 존재한다. 다만 경제성장률 변수의 구축 방법상 회귀분석 시 2009년까지의 자료가 이용된다.

금융위기 기간의 경우 Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011)의 방법을 따라 종속변수인 경제성장률 산출에 반영된 향후 5년 중 금융위기 기간을 의미한다. 예를 들어, Reinhart의 자료에서 우리나라의 경우 외환위기 기간인 1997년부터 2002년이 금융위기 기간으로 처리되었다. 이 경우 본 연구에서 우리나라의 1996년 금융위기 변수는 향후 5년인 1997년부터 2001까지 모두 금융위기 기간에 포함되어 5의 값을 갖는다. 한편 2000년에는 향후 5년인 2001년부터 2005년까지의 기간 중 2001년과 2002년만 금융위기 기간에 포함되어 2의 값을 갖는다.

본 연구에서 이용한 Reinhart의 국가별 금융위기 자료는 2010년까지만 존재한다. 이에 금융위기 기간 변수를 위와 같이 구성할 경우 국가별로 4개의 관측치가 추가적으로 소실되는 단점이 있다. 이에 회귀분석에서는 금융위기 기간을 고려하지 않은 경우와 고려한 경우로 나누어 분석한다.

〈표 IV-3〉 주요 통제변수

변수	자료기간	평균	표준편차	국가채무비율과의 상관관계	자료출처
총저축/GDP	1980~2009	0.2344	0.0655	-0.2202	PWT
평균교육기간	1980~2009	8.8426	2.8387	0.0140	PWT
물가상승률	1980~2009	0.2220	1.4448	0.0406	PWT, OECD.Stat
개방도	1980~2009	0.5334	0.4083	0.1755	PWT
인구증가율	1980~2009	0.0094	0.0079	-0.1353	PWT
유동부채/GDP	1980~2009	0.7140	0.4546	0.0660	WDI
부양인구비율	1980~2009	0.5474	0.1034	0.0259	WDI
금융위기 기간	1980~2005	0.9752	1.4689	-0.0520	Carmen M. Reinhart

주: 1. 금융위기 기간을 제외한 다른 변수들은 2014년까지의 자료가 존재하나 회귀분석에서의 경제성장률 변수 구축 방법상 최근 5년 치의 정보가 손실되어 2009년까지의 정보만 반영됨

2. 금융위기 기간 변수는 2010년까지의 정보를 바탕으로 2005년까지의 자료를 구축함

자료: 1. PWT: Penn World Table 9.0

2. WDI: World Development Indicator, World Bank

3. OECD. Stat: <http://stats.oecd.org/>, 접속일: 2016. 10. 13.

4. Carmen M. Reinhart: <http://www.carmenreinhardt.com/data/browse-by-topic/topics/7/>, 접속일: 2016. 10. 13.

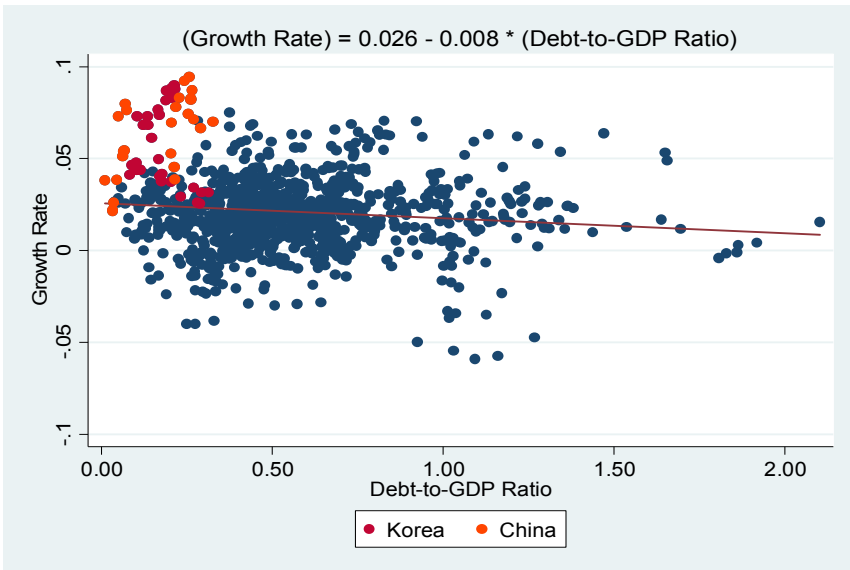
〈표 IV-3〉의 통제변수 중 부양인구비율은 국가채무와 밀접한 관련이 있을 수 있다. 부양인구비율이 높아질수록 복지지출에 대한 수요가 증가하고 정부가 이를 조세수입을 통해 조달할 수 없다면 채권 발행을 통해 조달할 가능성도 크기 때문이다. 만약 부양인구비율과 국가채무 간의 상관관계가 크다면 통제변수로 부양인구비율의 포함 여부가 본 연구의 결과에 중요한 영향을 미칠 수 있다. 하지만 두 변수 간의 상관관계가 0.0259로 크지 않은 것으로 나타난다. 다만 민감도 분석 차원에서 부양인구비율이 통제변수에 포함된 경우와 그렇지 않은 경우로 나누어 분석한다. 또한 다른 통제변수들도 본 연구의 주요 관심 변수인 국가채무비율과의 상관관계가 크지 않은 것으로 나타난다.

#### 나. 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계

우선적으로 다른 변수들을 고려하지 않은 상태에서 경제성장률과 국가채무비율의 상관관계를 살펴본다. 이를 통해 두 변수 간의 관계를 대략적으로

파악할 수 있으며, 특히 상관관계의 결과에 중요한 영향을 미치는 국가들을 선별하는 데 유용하다. [그림 IV-1]은 분석 대상 전체 35개국에 대한 두 변수의 산포도와 경제성장률에 영향을 미칠 수 있는 다른 변수들을 통제하지 않은 상태의 선형회귀식을 보여준다. 이 경우 국가채무비율과 경제성장률은 유의미한 음(-)의 상관관계가 나타난다. 특히 국가채무비율이 10%p 증가할 경우 경제성장률은 0.08%p 감소하는 것으로 분석된다. 2011년 이후 우리나라의 평균 경제성장률은 약 2.96%로 3%대의 성장률도 장담하지 못하는 상황이다. 반면 우리나라의 2015년 국가채무비율은 38%로 다른 국가들에 비해 양호한 편이다. 하지만 저출산·고령화로 인한 복지지출의 증가로 재정건전성이 악화되어 향후 국가채무비율이 100%p가량 증가한 138%가 된다면 우리나라의 경제성장률은 약 0.8%p 감소하여 2%대의 경제성장률도 위협받을 수 있다는 해석이 가능하다.

[그림 IV-1] 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계  
(전체 35개 국가)



주: 기율기 추정치의 표준편차는 0.0022로 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

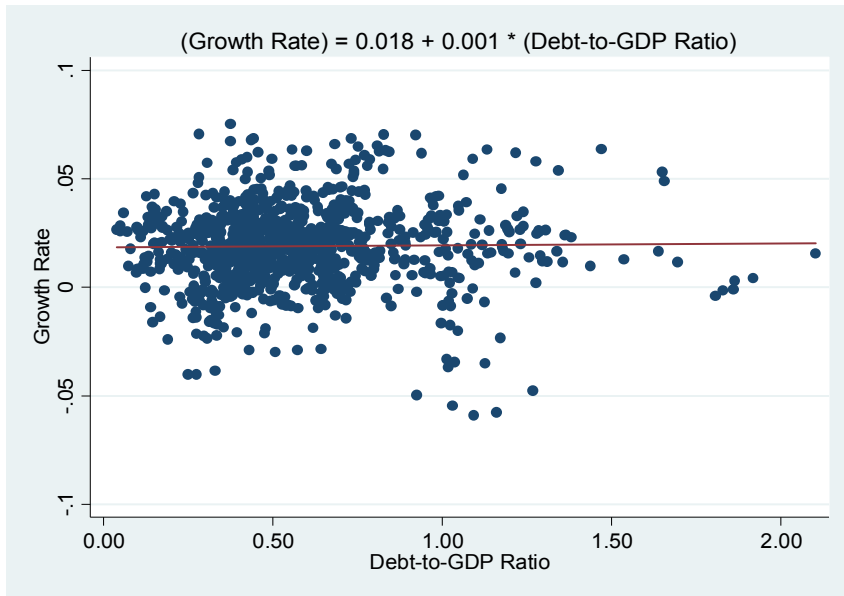
앞에서 살펴본 상관관계 분석에는 한 가지 문제점이 존재한다. 분석대상 국가의 범위를 어떻게 설정하느냐에 따라 그 결과가 달라질 수 있다는 점이다. [그림 IV-1]이 보여주듯이 우리나라와 중국은 과거 전 세계적으로도 손에 꼽힐 정도로 경제성장률이 높은 동시에 정부의 재정은 상당히 양호한 국가로 나타난다. 두 국가가 높은 경제성장률을 기록한 것이 국가채무비율이 낮았기 때문이라면 우리나라와 중국이 분석 대상에 포함되어야만 한다. 하지만 두 국가의 빠른 성장은 낮은 국가채무비율뿐만 아니라 생산자본이 빠르게 축적된 것에 기인할 가능성도 존재한다. 즉 우리나라와 중국의 국가채무비율이 위와 유사하게 유지되었지만 생산자본의 축적이 빠르게 이루어지지 않아 경제성장률이 위와 같이 높지 않았다면 [그림 IV-1]에서 우리나라와 중국의 데이터는 위의 자료보다 아래 방향에 위치하여 국가채무비율과 경제성장률의 관계가 약해졌을 것이다. 이를 통제하지 못한 상황에서는 위와 같은 두 변수의 단순 상관관계 분석은 잘못된 결론을 도출할 수 있다.

이에 전체 35개 국가에서 우리나라와 중국을 제외한 33개국을 대상으로 동일한 분석을 수행하였다. 그 결과 [그림 IV-2]에서와 같이 국가채무비율과 경제성장률 간의 유의미한 상관관계는 사라지는 것으로 나타난다. 이처럼 분석 대상 국가의 범위에 따라 국가채무비율이 경제성장률에 미치는 영향은 상이하게 나타날 수 있다.

[그림 IV-1]과 [그림 IV-2]는 국가채무비율과 경제성장률 간의 상관관계를 나타내지만 경제성장에 미칠 수 있는 다른 변수들을 통제하지 않은 문제점이 있다. <표 IV-4>는 이러한 문제점을 보완하기 위하여 통제변수들을 고려한 회귀분석 결과를 제시한다. 회귀분석은 각 국가별로 관측되지 않는 고유한 특성들을 통제할 수 있는 고정효과 패널분석을 시행하였으며, 연도별 더미도 포함하였다. 전체 35개 국가에 대한 분석 결과 국가채무비율과 경제성장률 간의 뚜렷한 상관관계는 발견되지 않았다. 즉 35개 전체 국가에 대한 자료에서 다른 통제변수들을 고려하지 않을 경우 국가채무비율과 경제성장률 간에는 음의 상관관계가 존재하는 것처럼 보이지만 통제변수들로 인한 효과를 제거할 경우 국가채무비율로 인한 효과는 사라진다. 앞의 분석과 마

찬가지로 한국과 중국을 제외할 경우 또한 국가채무비율에 대한 상관계수가 유의하지 않다. 즉 전체 국가를 대상으로 한 분석에서는 국가채무가 경제 성장률에 유의미한 영향을 미친다는 결과는 발견되지 않는다.

[그림 IV-2] 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계  
(한국과 중국을 제외한 33개 국가)



주: 기율기 추정치의 표준편차는 0.0021로 10% 수준에서도 유의하지 않음  
자료: 저자 작성

〈표 IV-4〉 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계(전체 국가)

	전체 35개 국가				한국, 중국 제외 33개 국가			
	모형 (ALL-1)	모형 (ALL-2)	모형 (ALL-3)	모형 (ALL-4)	모형 (ALL-5)	모형 (ALL-6)	모형 (ALL-7)	모형 (ALL-8)
국가채무비율	0.0047 (0.0079)	0.0103 (0.0071)	0.0065 (0.0080)	0.0082 (0.0078)	-0.0023 (0.0075)	0.0029 (0.0072)	0.0008 (0.0072)	0.0021 (0.0072)
일인당 실질 GDP	-0.0569*** (0.0177)	-0.0548*** (0.0160)	-0.0750*** (0.0166)	-0.0728*** (0.0170)	-0.0814*** (0.0188)	-0.0773*** (0.0183)	-0.0966*** (0.0165)	-0.0943*** (0.0173)
총저축/GDP	0.0900** (0.0342)	0.0945*** (0.0307)	0.0601* (0.0315)	0.0646** (0.0310)	0.0880** (0.0371)	0.0933** (0.0341)	0.0646* (0.0328)	0.0680** (0.0332)
평균교육기간	0.0036 (0.0043)	-0.0013 (0.0046)	0.0093* (0.0046)	0.0069 (0.0056)	0.0061 (0.0043)	0.0017 (0.0049)	0.0110** (0.0047)	0.0092 (0.0058)
물가상승률	-0.0007 (0.0008)	-0.0007 (0.0008)	-0.0004 (0.0007)	-0.0004 (0.0007)	-0.0004 (0.0007)	-0.0005 (0.0007)	-0.0002 (0.0006)	-0.0002 (0.0006)
개방도	-0.0082 (0.0067)	-0.0021 (0.0072)	0.0038 (0.0096)	0.0052 (0.0098)	-0.0111 (0.0070)	-0.0061 (0.0072)	0.0006 (0.0097)	0.0016 (0.0098)
인구증가율	-1.2132** (0.4742)	-0.6968* (0.3844)	-0.9603* (0.5175)	-0.7257 (0.4507)	-0.7724* (0.3846)	-0.3628 (0.3060)	-0.4679 (0.3834)	-0.3036 (0.3201)
유동부채/GDP	-0.0124*** (0.0034)	-0.0092** (0.0034)	-0.0051 (0.0039)	-0.0037 (0.0038)	-0.0150*** (0.0035)	-0.0125*** (0.0033)	-0.0072* (0.0037)	-0.0062* (0.0034)
부양인구비율		-0.1024*** (0.0326)		-0.0440 (0.0319)		-0.0846** (0.0327)		-0.037 (0.0314)
금융위기 기간			-0.0028*** (0.0006)	-0.0028*** (0.0006)			-0.0027*** (0.0006)	-0.0027*** (0.0006)
상수	0.5301*** (0.1483)	0.5966*** (0.1287)	0.6587*** (0.1332)	0.6771*** (0.1268)	0.7464*** (0.1699)	0.7824*** (0.1611)	0.8515*** (0.1399)	0.8587*** (0.1363)
관측치	971	971	835	835	916	916	788	788
R2	0.3903	0.4267	0.4302	0.4363	0.4394	0.4658	0.4874	0.4908

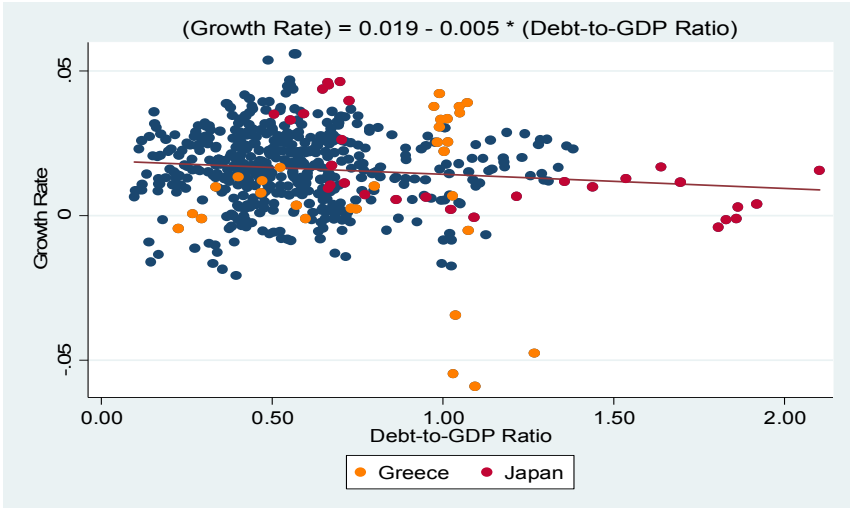
주: 1. 종속변수는 경제성장률

2. 괄호 안은 강건한 표준오차(cluster robust standard errors)이며, \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의

자료: 저자 작성

부분표본에 대한 분석으로 Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011)가 분석한 선진국 18개국에 한정하여 분석한다. Cecchetti, Mohanty and Zampolli (2011)는 본 연구와 동일한 고정효과 패널분석을 통해 국가채무비율이 높을 수록 경제성장에 부정적인 영향을 미친다는 결론을 제시한다. 이러한 부정적인 관계는 두 변수 간의 단순 상관관계를 보여주는 [그림 IV-3]에서도 관찰된다. [그림 IV-3]에서 국가채무비율이 10%p 증가할 경우에 경제성장률은 0.05%p 감소하며, 이는 통계적으로 5% 수준에서 유의한 것으로 분석된다.

[그림 IV-3] 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계  
(선진국 18개 국가)

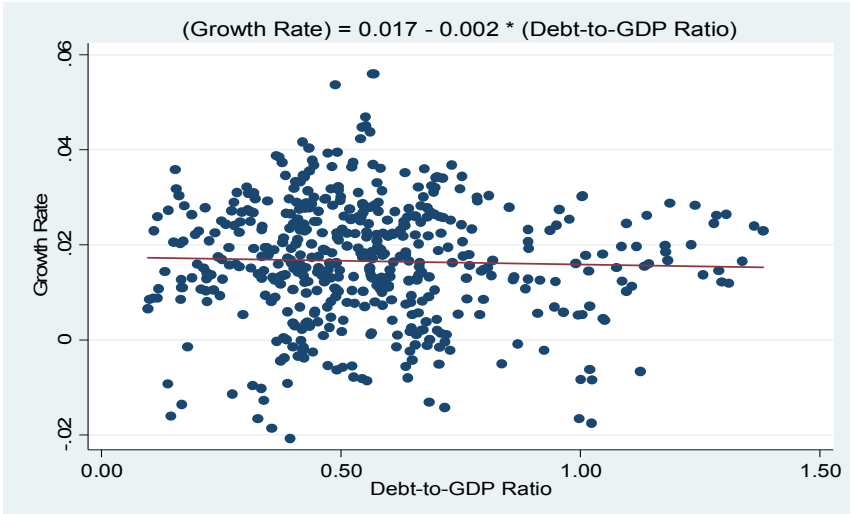


주: 기율기 추정치의 표준편차는 0.0020으로 5% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

하지만 [그림 IV-3]에서도 알 수 있듯이, 선진국의 경우에도 앞에서 35개 전체 국가에 대해 분석한 경우와 같이 몇몇 국가들에 의해 유의미한 상관관계가 도출되었을 가능성이 있다. 위의 표본에는 다른 국가들에 비해 상대적으로 극단적인 값을 갖는 두 개의 국가가 존재한다. 그리스의 경우 다른 국가들에 비해 매우 낮은 경제성장률을 기록하였다. 한편 일본의 경우 다른 국가들에 비해 상당히 많은 국가채무를 보유하고 있다. 이에 위 두 국가의 포함 여부는 분석 결과에 상당한 영향을 미칠 가능성이 존재한다.

일본과 그리스가 선진국에 대한 표본 분석 시 중요한 역할을 하고 있다는 것은 [그림 IV-3]과 [그림 IV-4]의 비교를 통해 확인할 수 있다. 두 국가를 표본에서 제외한 16개국의 분석에서는 국가채무비율이 경제성장률에 부정적인 영향을 미친다는 결과가 사라진다. 전체 국가를 분석하는 경우와 마찬가지로 선진국에 한정된 분석에서도 국가 범위의 설정이 분석 결과에 민감하게 작용할 수 있음을 의미한다.

[그림 IV-4] 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계  
(일본과 그리스를 제외한 선진국 16개 국가)



주: 기율기 추정치의 표준편차는 0.0023으로 10% 수준에서도 유의하지 않음  
자료: 저자 작성

경제성장률에 영향을 미칠 수 있는 다른 변수들을 통제한 분석에서는 Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011)와 마찬가지로 18개 선진국을 모두 포함한 표본에서 부양인구비율을 통제변수로 포함한 모형(ADV-2)와 (ADV-4)서만 국가채무비율이 경제성장률에 유의미한 영향을 미친다는 결과를 제시한다. 모형 (ADV-2)와 (ADV-4)는 국가채무비율이 10%p 증가할 경우 경제성장률은 각각 0.07%p와 0.14%p가량 감소하는 것으로 분석되며, 이는 통계적으로 각각 10%와 5% 수준에서 유의하다. Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011)는 아래의 회귀분석모형 중 (ADV-4)처럼 모든 통제변수를 사용하였으며, 본 연구의 결과는 Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011)의 결과와 유사하다 할 수 있다.

하지만 <표 IV-5>에 제시된 결과 중 모형 (ADV-2)와 (ADV-4)를 제외한 다른 회귀분석 모형들에서는 국가채무비율이 경제성장률에 부정적인 영향을 미친다는 유의미한 결과를 도출하지 못한다. 특히 앞의 단순 상관관계 분석

과 마찬가지로 일본과 그리스를 제외한 16개국 표본에서는 모든 분석결과에서 국가채무비율과 경제성장률 간의 유의적인 상관관계가 사라진다. 즉 Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011)의 결과는 변수의 설정 및 분석 대상 국가의 설정에 따라 민감하게 반응한다는 것을 알 수 있다.

〈표 IV-5〉 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계  
(선진국)

	선진국 18개 국가				일본, 그리스 제외 16개 국가			
	모형 (ADV-1)	모형 (ADV-2)	모형 (ADV-3)	모형 (ADV-4)	모형 (ADV-5)	모형 (ADV-6)	모형 (ADV-7)	모형 (ADV-8)
국가채무비율	-0.0069 (0.0062)	-0.0071* (0.0040)	-0.0124 (0.0079)	-0.0144** (0.0054)	0.0025 (0.0079)	-0.0033 (0.0075)	-0.0039 (0.0080)	-0.0109 (0.0077)
일인당 실질 GDP	-0.1311*** (0.0216)	-0.1537*** (0.0151)	-0.1298*** (0.0185)	-0.1521*** (0.0177)	-0.1019*** (0.0200)	-0.1382*** (0.0216)	-0.1153*** (0.0219)	-0.1541*** (0.0222)
총저축/GDP	0.0465 (0.0389)	0.0427 (0.0359)	0.0100 (0.0305)	0.0071 (0.0311)	0.0105 (0.0277)	0.0134 (0.0283)	-0.0137 (0.0279)	-0.0057 (0.0283)
평균교육기간	-0.0092 (0.0068)	-0.0077 (0.0062)	-0.0006 (0.0074)	0.0006 (0.0067)	-0.0098 (0.0058)	-0.0075 (0.0053)	-0.0035 (0.0073)	-0.0014 (0.0065)
물가상승률	-0.0714* (0.0356)	-0.0236 (0.0359)	-0.0680 (0.0438)	-0.0233 (0.0415)	-0.0293 (0.0318)	0.0147 (0.0327)	-0.0206 (0.0279)	0.0177 (0.0273)
개방도	0.0098 (0.0082)	0.0114 (0.0073)	0.0170 (0.0110)	0.0181* (0.0102)	0.0119 (0.0074)	0.0128* (0.0066)	0.0207* (0.0101)	0.0195* (0.0093)
인구증가율	-0.1926 (0.2907)	-0.4929 (0.2872)	-0.7454* (0.4257)	-0.9582** (0.3813)	-0.3810 (0.3043)	-0.6432** (0.2851)	-0.6723 (0.4793)	-0.8357* (0.4126)
유동부채/GDP	-0.0066 (0.0049)	-0.0079 (0.0046)	-0.0067* (0.0034)	-0.0070* (0.0037)	-0.0040 (0.0042)	-0.0059 (0.0042)	-0.0051 (0.0036)	-0.0064 (0.0042)
부양인구비율		-0.1365*** (0.0373)		-0.1356*** (0.0278)		-0.1502*** (0.0434)		-0.1477*** (0.0421)
금융위기 기간			-0.0016*** (0.0005)	-0.0018*** (0.0005)			-0.0015** (0.0007)	-0.0014** (0.0006)
상수	1.4208*** (0.2022)	1.7053*** (0.1536)	1.3406*** (0.1393)	1.6241*** (0.1616)	1.1327*** (0.1828)	1.5569*** (0.2303)	1.2157*** (0.1746)	1.6660*** (0.2205)
관측치	514	514	446	446	454	454	394	394
R2	0.7533	0.7764	0.7195	0.7507	0.7781	0.8061	0.7241	0.7594

주: 1. 종속변수는 경제성장률

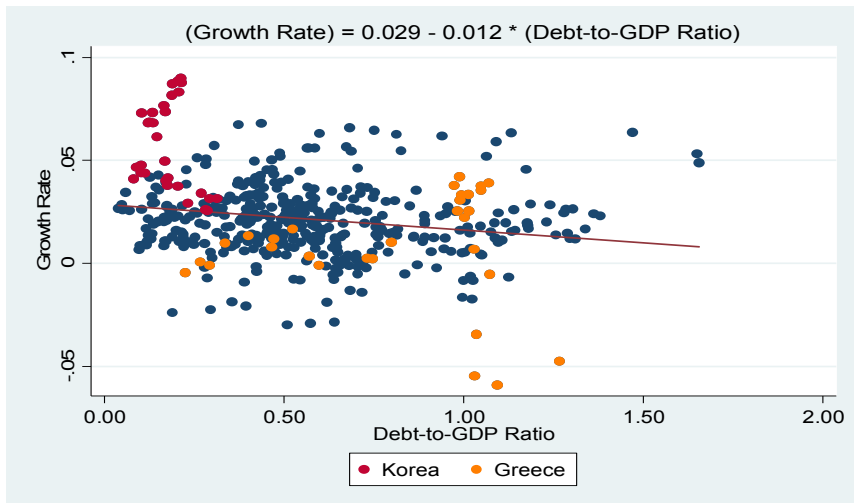
2. 괄호 안은 강건한 표준오차(cluster robust standard errors)이며, \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의

자료: 저자 작성

우리나라는 대외 경제 환경의 변화에 영향을 많이 받는 소규모 개방경제로 분류된다. 미국이나 일본과 같이 경제규모와 내수시장의 비중이 큰 국가들과 달리 소규모 개방경제 국가들의 경우 높은 국가채무비율은 대외신뢰도 등을 통해 경제에 더 민감하게 작용할 수 있다. 이에 우리나라와 같이 소규모 개방경제로 분류되는 15개 국가들에 대한 부분표본 분석을 실시한다.

먼저 앞의 전체 표본과 선진국 표본에 대한 분석과 마찬가지로 [그림 IV-5]를 통해 국가채무비율과 경제성장률 간의 상관관계를 먼저 살펴본다. 이에 따르면 소규모 개방경제의 경우 국가채무비율이 10%p 상승할 경우 경제성장률은 0.12%p 하락하는 것으로 나타나며, 이는 통계적으로도 1% 수준에서 유의한 것으로 분석된다. 다른 변수를 통제하지 않은 단순 상관관계 분석만을 고려할 경우 이는 앞에서 분석한 전체 표본과 선진국 표본에서 국가채무비율이 10%p 상승할 경우 경제성장률이 각각 0.08%p, 0.05%p 하락하는 것에 비해 높은 수치이다.

[그림 IV-5] 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계  
(소규모 개방경제 15개 국가)

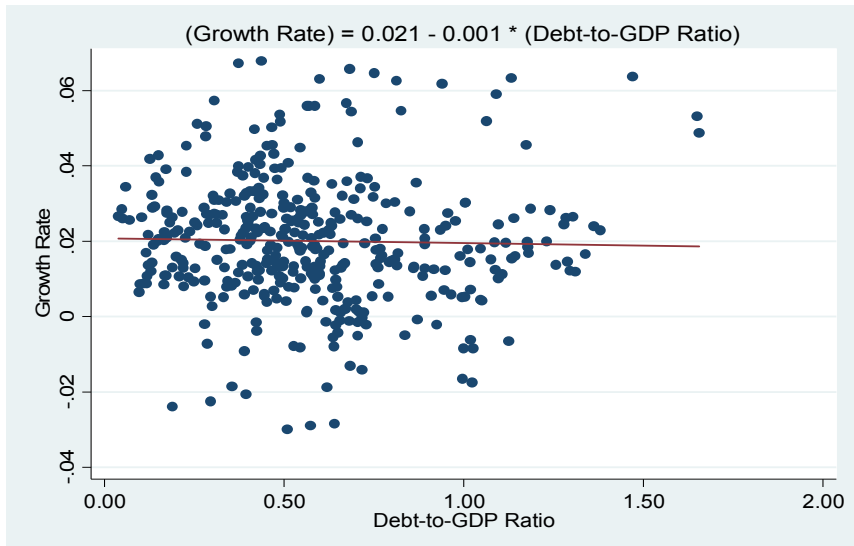


주: 기율기 추정치의 표준편차는 0.0029로 1% 수준에서 유의함  
자료: 저자 작성

소규모 개방경제의 경우에도 분석 대상에 특정 국가의 포함 여부에 따라 다른 결과를 도출할 가능성이 있다. 소규모 개방경제 중 우리나라와 그리스는 각각 앞의 전체 표본 분석과 선진국 표본 분석에서 결과에 민감하게 영향을 주는 국가로 나타났다. [그림 IV-5]에 나타나듯이 소규모 개방경제에 대한 분석에서도 우리나라와 그리스만 고려할 경우 국가채무비율과 경제성장률은 강한 음(-)의 상관관계가 나타나는 것이 쉽게 확인된다. 즉 두 국가가 결과에 상당히 중요한 역할을 한 것으로 예측할 수 있다.

이에 [그림 IV-6]은 소규모 개방경제에 대한 분석에서도 위 두 국가를 제외한 13개 국가들에 대한 분석 결과를 제시한다. 두 국가가 포함된 표본의 경우 국가채무비율이 높을수록 경제성장에 부정적인 영향이 나타나는 것으로 분석되지만, 두 국가가 포함되지 않은 표본에서는 이러한 상관관계가 사라져 표본 설정에 결과가 민감하게 반응한다.

[그림 IV-6] 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계  
(한국과 그리스를 제외한 소규모 개방경제 13개 국가)



주: 기율기 추정치의 표준편차는 0.0027로 10% 수준에서도 유의하지 않음  
자료: 저자 작성

앞의 분석과 마찬가지로 경제성장률에 영향을 미칠 수 있는 다른 요소들도 함께 고려하기 위하여 회귀분석을 시행한 결과 국가채무비율이 경제성장률에 부정적인 영향을 미친다는 뚜렷한 증거는 발견되지 않는다. 다만 한국과 그리스를 제외한 13개국 표본에 대한 분석에서 통제변수로 부양인구비율과 금융위기 기간을 포함한 모형 (SOE-8)의 경우 음(-)의 상관관계가 나타나는 것으로 보이거나 통계적인 유의수준이 높지 않다.

〈표 IV-6〉 경제성장률과 국가채무비율 간의 상관관계  
(소규모 개방경제)

	소규모 개방경제 15개 국가				한국, 그리스 제외 13개 국가			
	모형 (SOE-1)	모형 (SOE-2)	모형 (SOE-3)	모형 (SOE-4)	모형 (SOE-5)	모형 (SOE-6)	모형 (SOE-7)	모형 (SOE-8)
국가채무비율	0.0065 (0.0056)	0.0080 (0.0047)	0.0017 (0.0044)	0.0013 (0.0037)	0.0068 (0.0083)	-0.0007 (0.0064)	-0.0031 (0.0079)	-0.0107* (0.0056)
일인당 실질 GDP	-0.0610*** (0.0181)	-0.0844*** (0.0134)	-0.0887*** (0.0191)	-0.1036*** (0.0165)	-0.0458 (0.0307)	-0.1091*** (0.0242)	-0.0933** (0.0336)	-0.1481*** (0.0239)
총저축/GDP	0.1259** (0.0577)	0.1183** (0.0549)	0.0802 (0.0592)	0.0806 (0.0602)	0.0974 (0.0590)	0.0942 (0.0588)	0.0855 (0.0725)	0.0893 (0.0714)
평균교육기간	0.0039 (0.0071)	-0.0012 (0.0049)	0.0102 (0.0070)	0.0070 (0.0072)	0.0032 (0.0067)	-0.0011 (0.0055)	0.0088 (0.0079)	0.0057 (0.0081)
물가상승률	-0.0082*** (0.0017)	-0.0061*** (0.0009)	-0.0041** (0.0017)	-0.0032*** (0.0010)	-0.0072*** (0.0018)	-0.0058*** (0.0012)	-0.0040* (0.0021)	-0.0031** (0.0014)
개방도	-0.0060 (0.0113)	0.0028 (0.0098)	-0.0121 (0.0143)	-0.0093 (0.0146)	-0.0080 (0.0117)	0.0007 (0.0106)	-0.0081 (0.0171)	-0.0037 (0.0174)
인구증가율	-0.6471* (0.3047)	-0.6446* (0.3573)	-0.7637* (0.3939)	-0.6991* (0.3548)	-0.9360*** (0.2118)	-0.7776** (0.2709)	-0.8041 (0.4722)	-0.6094 (0.3723)
유동부채/GDP	-0.0080 (0.0069)	-0.0042 (0.0062)	-0.0081 (0.0057)	-0.0049 (0.0059)	-0.0078 (0.0066)	-0.0072 (0.0051)	-0.0063 (0.0066)	-0.0057 (0.0064)
부양인구비율		-0.1797** (0.0621)		-0.1193 (0.0727)		-0.1969** (0.0649)		-0.1745* (0.0849)
금융위기 기간			-0.0026** (0.0012)	-0.0025* (0.0012)			-0.0028 (0.0016)	-0.0024 (0.0016)
상수	0.5583*** (0.1306)	0.9232*** (0.1499)	0.7942*** (0.1369)	1.0293*** (0.1623)	0.4253 (0.2623)	1.1896*** (0.2474)	0.8510*** (0.2761)	1.5097*** (0.2463)
관측치	422	422	363	363	362	362	311	311
R2	0.5834	0.6345	0.6049	0.6278	0.5439	0.5970	0.5405	0.5809

주: 1. 종속변수는 경제성장률

2. 괄호 안은 강건한 표준오차(cluster robust standard errors)이며, \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의

자료: 저자 작성

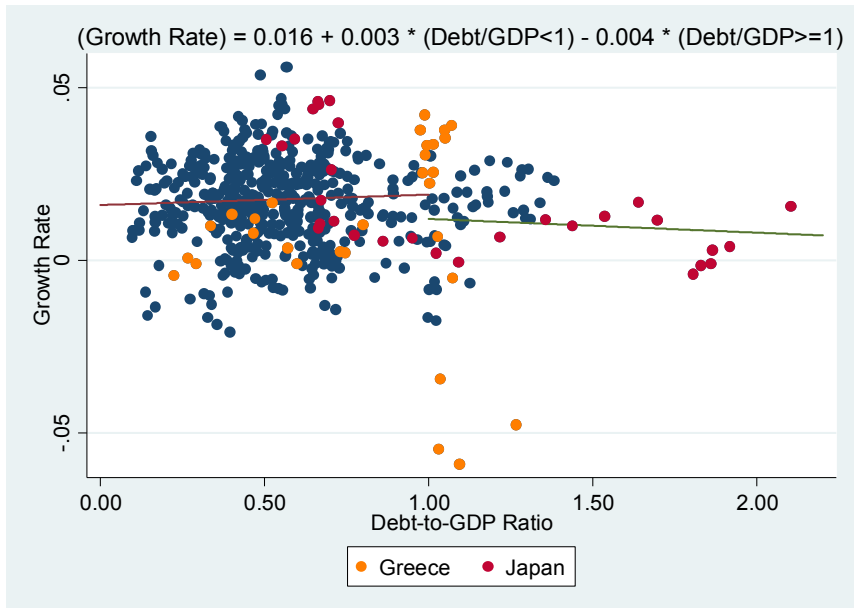
이상에서는 전체 국가, 선진국, 그리고 소규모 개방경제에 대하여 국가채무비율과 경제성장률 간의 상관관계에 대해 분석하였다. 다른 변수들에 대한 고려 없이 단순 상관관계만을 분석할 경우 두 변수 간에는 유의미한 음(-)의 상관관계가 나타나는 것으로 해석할 수 있다. 하지만 이러한 결과는 각 표본에서 특정 국가들의 포함 여부에 매우 민감하게 반응한다. 특히 과거 경제성장률이 상대적으로 높으면서도 재정이 건전한 우리나라와 중국, 그리고 경제성장률이 낮으면서 국가채무비율이 높은 일본과 그리스가 분석 결과에 중요한 영향을 미치는 것으로 판단된다. 또한 단순 상관관계에서 고려하지 못하는 경제성장률에 영향을 미치는 다른 변수들과 국가들의 관측되지 않는 특성을 고려하여 회귀분석을 시행할 경우 국가채무비율이 경제성장률에 유의미한 영향을 미친다는 뚜렷한 근거는 발견하기 어렵다.

국가채무비율이 경제성장률에 미치는 영향에 대한 분석은 Reinhart and Rogoff(2010)가 국가부채비율이 90%가 넘는 국가들이 그렇지 않은 국가들보다 낮다는 주장으로 인해 많은 관심을 받게 되었다. Reinhart and Rogoff(2010)는 기초통계량을 이용한 단순 상관관계 분석으로 위와 같은 결론을 제시한다. 하지만 앞의 분석에서 보여주듯이 Reinhart and Rogoff(2010)의 분석은 표본의 구성에 따라 결과가 민감하게 반응할 가능성이 높다.

Reinhart and Rogoff(2010)가 주장한 문턱효과의 존재 여부 또한 표본의 구성에 민감하게 반응할 수 있다. [그림 IV-7]은 선진국 18개국에 대한 표본에서 문턱효과에 대한 가능성을 단순 상관관계 분석을 통해 살펴본다. 선진국 표본에서 마치 국가채무비율 100% 부근에서 국가채무비율과 경제성장률 간의 상관관계에 구조적 변화가 있는 것처럼 보인다. 국가채무비율이 100% 미만인 경우 국가채무비율과 경제성장률 간에는 유의미한 상관관계가 나타나지 않지만 100% 이상의 구간에서는 국가채무비율이 10%p 상승할 경우 경제성장률은 0.04%p 하락하며 이는 통계적으로도 5% 수준에서 유의한 것으로 분석된다. 이러한 결과는 Cecchetti, Mohanty and Zampolli(2011)가 동일한 18개 선진국을 대상으로 한 분석에서 문턱에 해당하는 국가채무비율 96%를 도출한 것과 유사하다.

하지만 일본과 그리스를 표본에서 제거할 경우 이러한 문턱효과는 사라진다. [그림 IV-8]이 보여주듯이 국가채무비율 100% 미만과 이상 구간에서 국가채무비율과 경제성장률 간의 상관관계가 변한다는 뚜렷한 근거는 발견되지 않는다. 즉 문턱효과에 대한 분석 또한 국가채무비율과 경제성장 간의 상관관계 분석과 마찬가지로 표본에 따라 그 결과가 민감하게 반응할 가능성이 높다.

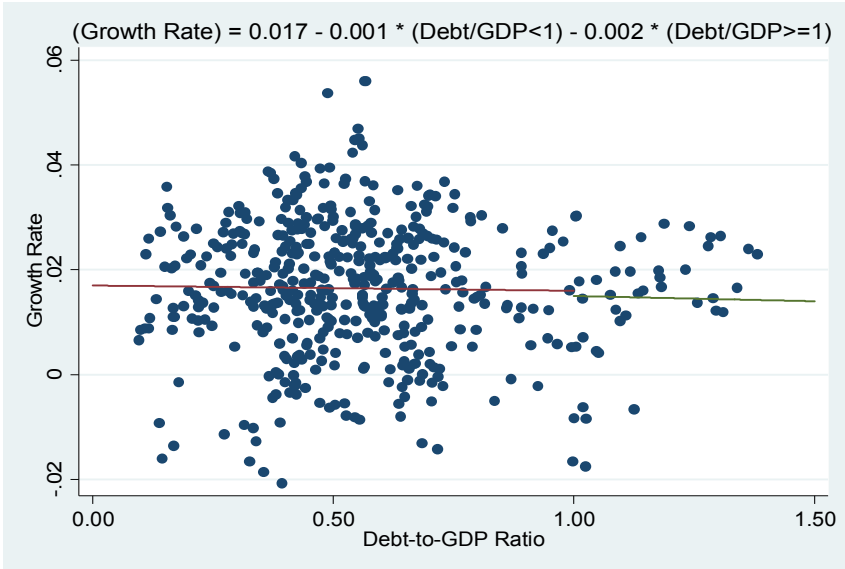
[그림 IV-7] 국가채무비율의 문턱효과  
(선진국 18개 국가)



- 주: 1. 국가채무비율이 낮은 경우 기울기의 표준편차는 0.0032로 10% 수준에서도 유의하지 않음  
2. 국가채무비율이 높은 경우 기울기의 표준편차는 0.0020으로 5% 수준에서 유의함

자료: 저자 작성

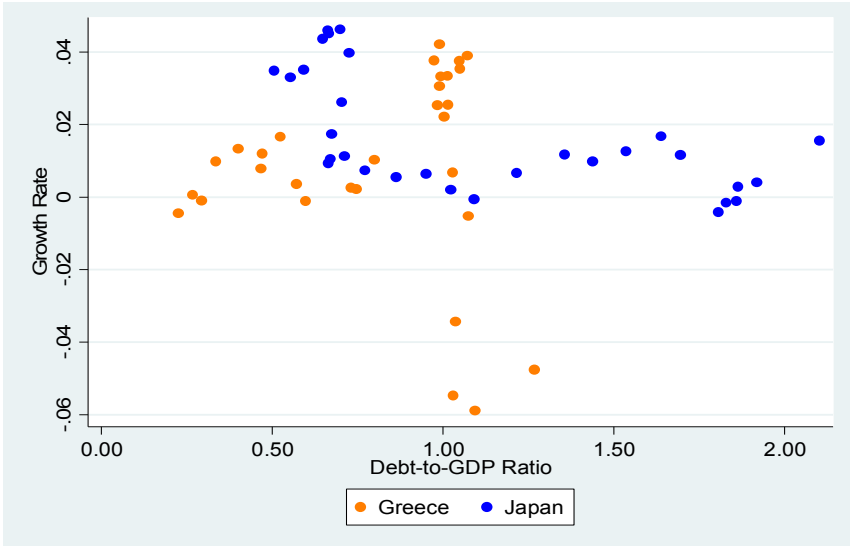
[그림 IV-8] 국가채무비율의 문턱효과  
(일본과 그리스를 제외한 선진국 16개 국가)



주: 1. 국가채무비율이 낮은 경우 기울기의 표준편차는 0.0032로 10% 수준에서도 유의하지 않음  
2. 국가채무비율이 높은 경우 기울기의 표준편차는 0.0023으로 10% 수준에서도 유의하지 않음  
자료: 저자 작성

국가 패널 데이터를 이용한 분석에서 문턱으로 분석 대상 국가에 공통적으로 적용할 수 있는 국가채무비율이 존재한다고 가정한다. 하지만 각 국가들의 고유한 특성들로 인해 문턱에 해당하는 국가채무비율이 국가마다 다를 경우 잘못된 결과를 도출할 가능성이 높다. [그림 IV-9]는 일본과 그리스의 국가채무비율과 경제성장률에 대한 상관관계를 보여준다. 일본의 경우 국가채무비율 70% 부근에서, 그리고 그리스의 경우 100% 부근에서 국가채무비율과 경제성장률 간의 관계에 구조적 변화가 나타나는 것으로 보인다. 즉 만약 국가채무비율에 문턱이 존재한다면 이는 국가마다 상이할 가능성이 높다. 이에 여러 국가들로 패널 데이터를 구축해 공통된 문턱 국가채무비율을 도출하는 것은 결과의 신뢰성이 약할 뿐만 아니라 개별 국가에 적용하기 어려운 점도 존재한다.

[그림 IV-9] 국가채무비율의 문턱효과  
(일본과 그리스)



자료: 저자 작성

#### 4. 시사점

Reinhart and Rogoff(2010) 이후 국가채무가 경제성장에 미치는 영향에 대한 연구는 문턱효과 또는 비선형성에 대한 연구로 주로 두 변수 간의 상관관계에 초점이 맞추어져 있었다. 하지만 최근의 연구는 두 변수의 인과관계를 고려한 연구로 발전되었으며, 이 경우 국가채무가 경제성장에 부정적인 영향을 미친다는 뚜렷한 증거가 발견되지 않는다는 연구가 증가하는 추세인 것으로 보인다. 하지만 특정 표본들에서는 부정적인 영향이 발견되기도 하는데, 이는 각 국가들의 특성에 따라 국가채무가 경제성장에 미치는 영향은 매우 상이하기 때문인 것으로 해석된다. 이에 국가별 특성 중 어떤 요인들이 경제성장이 국가채무의 비율에 민감하게 반응하도록 하는지에 대해 추가적인 연구가 필요하다.

물론 국가채무비율과 경제성장률 간의 뚜렷한 상관관계가 발견되지 않는다고 해서 우리 정부가 재정을 건전하게 관리하지 않아도 된다는 것을 의미하는 것은 아니다. 사실 국가채무비율과 경제성장률 간의 관계는 정부가 채권 발행을 통해 조달한 자금을 어떠한 방식으로 지출하였느냐에 따라 경제 성장에 미치는 영향이 다를 수 있다. 이에 두 변수 간의 상관관계를 확실히 으로 확정하기는 쉽지 않다.

우리나라에 대한 시사점을 고려할 때 Delong and Summers(2012)가 주장하듯이 적자재정정책을 통해 잠재 성장률을 증가시킬 수 있느냐가 중요한 고려사항일 것으로 판단된다. Checherita-Westphal et al.(2012)이 경제성장률을 극대화하는 최적 국가채무비율을 추정하기 위해 가정한 것처럼 정부가 조달한 자금을 공공자본 축적을 위한 투자로 지출한다면 공공자본의 한계생산성이 높은 경우 국가채무비율의 증가가 오히려 경제 성장에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 하지만 우리나라의 경우 저출산·고령화로 인한 복지지출에 대한 수요의 지속적인 확대가 국가채무비율을 상승시키는 주요 요인으로 꼽힌다. 복지지출이 직접적으로 잠재 성장률을 상승시키지 못할 경우 높은 국가채무비율은 향후 재정정책에 상당한 부담으로 작용할 것이다. 따라서 재정을 건전하게 관리하고 적자재정정책에 대해서는 신중해야 할 것으로 판단된다.

---

## V. 우리나라의 거시정책 방향에 주는 시사점

---

### 1. 경제학 측면에서의 교훈

Reinhart and Rogoff(2010)는 경제위기를 세분화하여 정부 채무위기, 은행 위기, 인플레이션위기, 외환위기 등으로 구분하였다. 이러한 위기는 그 규모와 경제에 미치는 영향에 있어 차이가 있겠지만, 예외적이라기보다는 오히려 주기적으로 발생하는 것이 일반적이라는 것을 발견했다. Kindleberger(1978)도 이러한 면에서 같은 결론을 내리고 있으며, Romer(2014)도 과거 역사를 보면 미국은 지난 30년만을 보아도 6번의 금융위기가 있을 정도로 금융위기는 예외적인 것이 아니라 일상적인 것이었음을 지적하고 있다.

Akerlof(2014)는 1870년부터 2008년까지 14개 선진국의 경기변동을 조사한 Jorda et al.(2011)을 인용하여 불황을 금융형 불황(financial recession)과 일반 불황(normal recession)으로 분류할 때 금융형 불황이 상대적으로 불황의 정도가 더 심하고 길었을 뿐 아니라, 불황 직전의 신용/GDP 비율이 클수록 회복의 속도가 느리다는 것을 지적하였다.<sup>103)</sup> 이것은 터지기 전 버블이 클수록 그 충격도 크다는 것을 의미한다.

선행연구들이 시사하는 바는 경제위기가 주기적으로 발생하며, 특히 금융 부문에서 발생한 위기가 그 정도에 있어서 더 심하다는 것이다. 이번 금융 위기 발생 당시 미국의 재무장관으로서 이를 수습하였던 폴슨(Hank Paulson)도 금융위기는 다시 올 것이라고 단언하였다.<sup>104)</sup> 2003년 루카스

---

103) Jorda et al.(2011)은 신용(credit)을 어떻게 측정할 것인가에 따라 다른 결과가 나타남을 지적하고 있다. 신용을 민간부문에 대한 은행 대출로 정의하면 최근 금융위기 이후 미국의 경기 회복은 평균적인 회복보다 GDP의 1% 정도 나으며, 만일 그립자 금융 시스템으로부터의 대출까지 신용에 포함한다면 회복의 중앙값(median)보다 4% 정도 나은 결과를 도출하였다(Akerlof(2014), p. 318).

(Lucas)가 미국경제학회 회장에 취임하면서 더 이상 경기변동에 대한 염려를 할 필요는 없다고 주장하였음을 상기한다면, 이것을 한 개인의 지나친 자신감이라고 보아야 할 것인가 아니면 경제학 분석 수준 또는 방법론의 한계라고 보아야 할 것인가?

1930년대 대공황을 맞아 케인즈(Keynes)가 시장 실패에 따른 정부 개입을 주장한 이후, 제2차 세계대전을 지나면서 미국 경제의 전성기를 맞아 모든 것은 시장에서 해결된다는 프리드먼(Friedman)의 통화주의가 대두한다. 통화주의자들은 정부의 개입을 최소화하고 시장에 모든 것을 맡겨야 한다고 주장함으로써 케인지언(Keynesian)들과는 대립적인 시각을 유지하였다. 이후 뉴케인지언(New Keynesian)과 신고전학파의 등장은 경제 개체의 합리성(rationality)과 시장의 효율성(market efficiency)을 기본적인 전제로 깔고 있다는 점에서 일부 이론의 수렴을 보였고, 이러한 기조는 신자유주의로 연결되었다. 신자유주의는 경제학을 포괄하는 더 넓은 의미의 사조이지만, 시장에 대한 절대적 신뢰를 바탕으로 규제완화, 시장개방 정책의 이론적인 기반이 되었고, 결과적으로 과도한 신자유주의적 정책 흐름이 금융위기를 가져왔다.

또한 방법론에 있어서도 케인즈 이후의 현대 거시경제학에서 서로 다른 학설 간에 경제 상황에 따른 부침이 있어 왔지만, 공통적으로 수학에 대한 의존도를 높여옴으로써 보다 간결하면서 명확한 결론을 도출하는 방식에 익숙해져 왔다. 케인즈는 『일반이론(General Theory)』에서 “미래에 영향을 미치는 인간의 결정은, 그것이 개인적이든 정치적이든 경제적이든 간에 엄격한 수학적 기대에 의존할 수 없다. 왜냐하면 그러한 계산을 할 근거가 없기 때문”이라고 설파하였다.<sup>104)</sup> 그러나 원조의 생각이 어떠하든 그 이후 후학들은 경제 현상을 보다 ‘과학적’으로 설명하기 위한 노력을 꾸준히 지속해 왔고, 비록 학파는 다르지만 2003년의 루카스의 연설은 그러한 노력의 정점이 아닌가 싶다. Turner(2016)는 경제학은 뉴턴(Newton) 물리학의 수학적 엄밀함의 기준을 따라갈 수 없음에도 불구하고, ‘물리학에 대한 부러움

104) Paulson(2013), p. 35.

105) Turner(2016), p. 250.

(physics envy)'에 기인한 경제학계의 '물리학 따라하기'는 결론의 확실성에 대하여 위협하고 정당화될 수 없는 자신감으로 이어진다고 보았다.<sup>106)</sup> Krugman(2009b)도 집단으로서의 경제학자들이 인상적으로 보이는 수학을 사용함으로써 나타나는 수려함을 진리로 착각하는 오류를 범하고 있다고 지적한다.

Friedman(1953)이 이론적인 경제모델을 구성함에 있어서 가정의 현실성은 중요하지 않으며, 모델의 단순성과 예측의 정확성이 중요하다고 한 이래, 수학적 모델은 발전의 속도를 더해 왔다. 그러나 일단 이론적 모델을 구성하기 위해서는 현실의 제도를 상당히 단순화시켜야 한다. 더욱이 모델을 풀어서 수학적 해법(solution)을 도출하는 기술적인 완성을 위하여 추가적인 여러 가지 가정을 덧붙이게 된다. 이러한 내용들이 논문이나 보고서에서는 모두 기술되지만, 정책 수립단계에서 정책담당자들은 이러한 복잡한 제약조건은 무시하고, 결론이 주는 예측의 방향에만 집중하게 되는 경향이 있다. 그 결과 현실적으로 효과적이지 못한 정책이 수립되기도 한다.

이러한 지적들은 지금까지의 경제학을 단순히 비판하기 위한 것이 아니라, 금융위기를 맞아 과거의 이론과 정책상의 문제점을 발견하고 새로운 방향을 모색하기 위한 시도이다. 하물며 다른 금속을 금으로 바꾸려는 연금술사들의 노력도 과거 과학 발전에 기여한 바가 있는데, 금융위기를 맞았다고 해서 경제학계의 지난 노력을 폄하할 수는 없다. 금융위기 이후 거시경제학 자체에 대한 수많은 논의와 비판이 있었는데, 이론적인 측면에서 가장 공통적으로 지적되고 있는 문제점은 대다수의 이론이 인간의 합리성과 시장의 효율성을 기본 가정으로 하고 있다는 점이다. 그러나 인간의 합리성은 시간과 장소에 따라 달리 나타날 수 있다. 예를 들자면 위기 시에 인간행동에서 나타나는 군집행태(herd behavior)는 평시에는 합리적이지 않을지 모르지만, 위기 시에는 다른 사람의 행동을 집단으로 따라하는 것이 개인의 위험을 줄일 확률을 높인다는 점에서 합리적인 행동일 수 있다. 인간의 비합리성이 아니라 합리성에 대해서도 조건에 따라 정의가 달라질 수 있으며, 시장실패

---

106) *ibid.*, p. 250.

가 일어날 수 있음을 감안한다면 인간을 대상으로 하는 학문의 특성상, 우리가 도출하는 결론에 대하여 보다 겸손한 자세로 임해야 한다는 것이 금융 위기가 거시경제학과 경제학자에게 주는 큰 교훈이라고 생각한다. 경험적으로 볼 때 경제 위기가 주기적으로 찾아온다면, 위기는 예외적인 현상이 아니라 경기변동의 일부로서 이를 설명하는 새로운 경제학적 프레임을 찾는 것이 경제이론에 있어서의 향후 과제일 것이다. 물론 지금과 같은 수학적 모델의 프레임에서 이러한 것이 가능할지는 더 지켜보아야 할 것이다.

## 2. 정책적 측면에서의 시사점

1997년 외환위기를 겪은 우리나라는 2008년 미국발 금융위기의 충격을 급격하게 받지는 않았다. 그러나 소규모 개방경제로서 그 영향을 지속적으로 받고 있다고 할 수 있다. 금융위기 발생 이후 이를 극복하기 위하여 미국과 유럽의 정책 당국은 지금까지의 정책수단과는 다른 비전통적 정책수단들을 동원하였다. 그것은 과거의 정책수단을 가지고 기대했던 정책 효과를 달성하기 어려웠기 때문인데, 결과적으로 과거 거시정책수단들의 이론적·정책적 근거를 재검토하는 계기가 되었다.

제Ⅲ장 제1절에서 살펴본 바와 같이 재정정책 관련 이슈는 이번 금융위기를 통하여 새롭게 제기되었다기보다는 이미 이전부터 제기되어 오던 이슈들이 여전히 해결되지 않은 채, 이번 금융위기를 계기로 다시 부각된 이슈들이다. 반면에 통화정책 관련 이슈는 과거에는 정책으로 시행하지 않았던 양적완화나 마이너스 금리정책과 같은 비전통적 정책과 관련하여 새롭게 부각된 이슈라고 할 수 있다. 그리고 거시건전성 정책은 금융위기의 발생이 금융시장에서 시작된 만큼, 보다 구체적으로 논의되어 왔다. 그러나 이들 이슈에 대한 국제적인 논의가 여전히 지속되고 있는 가운데, 아직은 새로운 결론을 도출하기에는 이른 것으로 판단된다.

금융위기 이후 각국이 처한 경제상황은, 항상 그러하듯이, 나라별 특성에 따라 차이가 있으며 나라별 정책과제의 우선순위도 각기 상이한 것이 일반

적이다. 본 연구는 금융위기 이후 기존의 상식과는 커다란 차이를 보이는 경제상황에 직면하여, 초유의 비전통적 정책 시행에 따른 효과 여부, 기존의 거시경제이론 및 정책의 문제점 그리고 금융위기 전후의 차이점 등에 대한 국제적인 논의의 흐름을 모니터링하는 데서 출발하였다. 따라서 우리나라에 서만 특별히 부각되는 문제보다는 거시경제이론과 정책에 있어서 전 세계 공통으로 부상하는 이슈를 중심으로 우리 경제에 주는 시사점을 찾아보았다.

각각의 이슈들에 대한 국제 논의에 있어서 갑론을박이 아직 결론으로 정리되지 않은 상황이고, 또한 자세히 살펴보면 각 이슈 하나하나가 한 권의 보고서를 쓸 정도로 많은 논의가 이루어지고 있다. 따라서 본 보고서에서는 이러한 이슈들을 크게 조망하는 차원에서 제시하고 우리의 정책방향에 대한 시사점을 살펴본다. 이러한 시사점은 향후 우리의 거시정책을 시행함에 있어 해결해야 할 정책과제라고 할 수 있겠다.

우선 다른 정책에 비하여 금융위기 이후 가장 구체적인 대안들이 제시되어 온 거시건전성 정책에 대한 시사점을 살펴보고, 아직 논의가 진행되고 있는 통화정책, 재정정책과 여타 이슈에 대한 시사점을 차례로 살펴보기로 하자.

## 가. 거시건전성 정책

미국이 금융위기의 발상지였던 만큼 미국을 중심으로 금융시장의 안정을 위한 거시건전성정책에 대한 논의가 많이 이루어졌다. 여러 가지 논의가 진행되었으나, 가장 중요하고 많이 언급되는 것이 금융기관의 자기자본 확충이다. Paulson(2013)은 금융위기의 재발을 막기 위해서는 자본확충이 절대적으로 필요하며, 유사시를 대비한 유동성 확충도 필수적이라고 보는데,<sup>107)</sup> Bair(2012)는 보다 구체적인 제안을 하고 있다. 베어는 바젤Ⅲ 협약을 철저히 실행에 옮기고 대형은행(SIFI)의 경우, 자본금 요건을 충족시키는 자본금 이외에 추가 자본금(extra capital)을 쌓도록 해야 할 것을 제안하였다. 업계에서는 추가 자본금이 신용을 지나치게 축소시킬 위험이 있다고 주장하지만, 항상 자본이 충분한 은행이 어려운 시기에도 대출을 계속함으로써 신

107) Paulson(2013), p. 440.

용을 공급해 왔다고 반론을 제기한다.<sup>108)</sup>

한편 금융위기의 여파 속에서 금융감독 강화를 위하여 제정된 「Dodd-Frank Act」에서 법 자체에 자본확충을 요구하지는 않고, 규제당국이 정하도록 하고 있다. 베어는 규제당국이 업계 로비에 밀려서 이러한 기준을 낮추는 일이 있어서는 절대 안 된다고 강조하였다. 또한 의회가 500억달러 이상의 자산을 가진 모든 금융기관<sup>109)</sup>에 일률적으로 8%의 자기자본 비율을 유지하도록 의무화할 것을 제안하였다.<sup>110)</sup>

베어의 이러한 주장은 앞서 살펴본 바와 같이 Minneapolis 연방은행장 캐시카리(Kashkari)의 100% 자본을 가진 공기업화의 주장과 연결된다. 캐시카리의 주장은 가장 난해한 문제의 하나인 대마불사 문제의 해결책이기도 하다. 「Dodd-Frank Act」는 대마불사에 대한 우려에서 금융회사에 대한 강제 청산절차(Orderly Liquidation Authority)를 규정하고 있다. 일정 조건을 충족하는 경우<sup>111)</sup>, 부실금융회사에 대하여 강제청산절차를 받도록 하고, 그 주체는 연방예금보험공사(FDIC)가 되도록 규정한 것이다. 그러나 그 대상은 FDIC의 부보 예금금융기관과 증권투자자보호공사(SIPC)의 멤버를 제외하고 있는데, 그 이유는 금융위기 이전에도 FDIC 부보기관이나 SIPC 부보기관은 일정한 절차에 따라 청산하도록 하는 관련 법규가 있었기 때문이다. 따라서 일정 조건을 충족해야 하고, FDIC나 SIPC 부보기관은 예전과 마찬가지로 규정에 따르기 때문에 대마불사 문제의 해결방안으로 충분한가에 대해서는 여전히 의문이 남아 있다.

108) Bair(2012), p. 325.

109) 은행과 은행지주회사 이외에 보험회사, 헤지펀드, 투자은행, 사모펀드 등도 포함

110) Bair(2012), p. 326.

111) 강제청산기준: (i) 해당 금융회사가 채무불이행 또는 그 위험에 처하고 있을 것 (ii) 해당 금융회사의 실패와 그로 인한 파산법상의 조치가 미국의 금융안정성에 심각하게 부정적인 영향을 미칠 것 (iii) 해당 회사의 채무불이행을 방지하기 위한 실행 가능한 다른 선택이 없을 것 (iv) 강제청산절차가 채권자, 거래상대방, 주주의 이익과 적절히 조화될 것 (v) 강제청산절차가 파산법상 해당 금융회사의 청산으로부터 야기되는 부정적인 결과를 피하거나 완화시킬 수 있을 것 (vi) 감독기관이 해당 금융회사가 보유하는 모든 전환채무 상품(convertible debt instruments)의 전환을 명하였을 것 (vii) 해당 회사가 동법상 금융회사의 정의에 해당하는지 등이 고려할 사항이다(§203(b)).

베어는 대마불사의 문제와 관련하여 대형은행(megabanks)을 분할하는 방안도 제시한다. 상업은행부문은 부모은행이 운영하고, 증권, 파생상품, 보험은 별도로 독립된 자회사가 운용하도록 한다는 것이다. 이에 대하여 대형은행들은 이러한 분할이 다국적기업을 지원하기에 불리하다고 주장한다. 그러나 다국적기업의 입장에서도 특화된 은행을 통하여 특화된 서비스를 받을 수 있으며, 이해 충돌의 가능성도 적다는 장점이 있다. 또한 대형은행들이 다국적기업의 위험을 혼자서 감당하기를 원하지 않기 때문에 대부분 신디케이션의 형태로 참여하는 것이 현실임을 감안할 필요가 있다. 대형은행은 비용에 있어서 규모의 경제를 달성할 수 있다고 주장하지만, 복합적인 사업체를 경영하는 비용도 만만치 않아서 평균 비용이 낮아진다고 하여도 평균적인 수입 또한 더 낮아지기 때문에 수익성 측면에서 나올 것이 없다는 것이 베어의 주장이다.<sup>112)</sup>

우리나라의 은행들도 국제경쟁력을 이유로 자본금을 늘리면서 자의든 타의든 은행의 규모를 키우는 데 주력해 왔다. 그러나 금융위기의 경험에서 볼 때 은행의 입장에서는 구제금융을 받을 확률을 높일 수 있겠지만, 정리기관의 입장에서 본다면 그만큼 손조롭게 정리하기 어려워진다. 현실적으로 우리나라 은행이 국제적으로 초대형은행(Mega Bank)이 될 가능성은 적다고 보는 만큼, 규모를 키우는데 힘을 쏟을 것이 아니라 은행별로 틈새시장을 발굴하여 특화된 금융서비스를 제공하는 방안이 보다 현실적인 발전 방안이 아닌가 생각한다.

Paulson(2013)도 대마불사의 문제는 꼭 해결해야 할 문제로 보고 있다. 현재 미국의 상위 10개 금융기관이 전체 금융자산의 60%를 차지하고 있을 정도로 집중의 정도가 심하다. 이러한 대형은행은 은행업무 이외에 투자은행, 증권, 보험 등 다양한 금융업무를 수행하면서 복잡한 거래로 서로 얽혀있다. 따라서 금융위기가 다시 닥친다면 대형은행이 주는 충격파는 매우 클 수 밖에 없다. 폴슨은 감독에만 의지할 것이 아니라 시장 규율(discipline)을 강화하여 상황이 악화되기 전에 스스로 문제해결에 나서게 해야 한다는 점

112) Bair(2012), p. 331.

도 강조한다. 대형금융기관(SIFI)에 대해서는 감독당국이 자본을 강제로 투입하고 비상대출을 해줄 수 있는 권한을 줄 것, 그 비용은 신용공여자, 투자자, 금융 프랜차이즈(financial franchises)가 부담하도록 할 것, 비은행 금융기관에 대한 감독을 강화할 것 등도 금융시장의 안정성을 위하여 그가 제안하고 있는 내용들로서 우리가 참고할 만한 제안들이라고 본다.<sup>113)</sup>

거시건전성 정책과 관련하여 하나 더 짚고 갈 주제는 자본이동에 관한 것이다. 자본시장을 완전히 개방한 소규모 개방경제로서 우리나라는 급격한 외화자본의 이동으로 금융시장이 큰 영향을 받을 수 있다. 과거 자본유입에 대한 대비책으로서 외환건전성 부담금 부과, 선물환 포지션 규제, 외국인 채권투자 과세를 통하여 단기차입을 억제하고자 거시건전성 3종 세트를 도입한 바 있다. 정부는 최근에 미국의 금리 인상에 대비하여 유입보다는 유출의 가능성이 높아짐에 따라 이에 대비한 제도개편방안을 마련하고 있다.<sup>114)</sup> 선물환포지션 한도를 소폭 상향 조정하고, 외환건전성 부담금 요율을 하향 조정할 수 있는 근거를 마련하기로 한 것이다. 또한 다른 나라와의 통화스와프트를 통하여 급격한 자본이동에 대비하고 있기도 하다.

그러나 이와 더불어 급격한 자본이동에 대한 대비수단으로 자본통제(capital control) 방식을 추가하는 것에 대한 본격적인 준비도 필요하다고 본다. 과거에는 자본통제는 언제 어디서도 사용해서는 안 될 수단으로 여겨졌다. 그러나 금융위기 이후 자본통제에 대한 인식이 완전히 달라졌다고 할 수 있다. IMF에서도 급격한 자본이동에 대한 대비책으로서 자본통제의 유효성을 인정하고 있다. 그러나 자본통제를 실제 정책수단으로 사용하기 위해서는 가격을 통한 통제와 수량을 직접 통제하는 방식의 장단점, 건전성 정책과의 대체 가능성 등에 대한 구체적인 연구가 필요할 것으로 보인다. 또한 단기자본을 장기자본으로 가장하여 통제를 피할 가능성에 대한 대책 등도 종합적으로 고려하여 사전적인 대비책을 마련할 필요가 있다. 홍범교·이

113) Paulson(2013), p. 441.

114) 기획재정부 보도자료, 「제38차 거시경제금융회의 개최: 대내외 위험요인 점검 및 외환건전성제도 개편 방안 발표」, 2016. 6. 16

상업(2012)에서 제시한 ‘영세율 2단계 토빈세’와 같은 외환거래세의 도입도 가격을 통한 자본통제 방안으로 고려할 수 있을 것이다.<sup>115)</sup>

## 나. 통화정책

현재 우리나라도 금리가 이미 상당히 낮은 수준이므로, 향후 금리정책 방향을 어떻게 가져갈 것인가에 대한 고민이 깊다. 경기 부양을 위하여 추가적인 금리 인하가 필요하다는 주장이 있으나, 금리가 충분히 낮은 상황에서 추가적으로 금리를 인하한다고 기업의 투자가 더 늘어나지 않을 것이라는 의견이 우세하다. 경기가 살아나지 않는 것은 투자환경상의 불확실성 때문이지 투자비용이 높아서 그런 것은 아니라는 주장이다. 대기업들의 현금성 자산 보유가 늘어나고 있는 것도 이와 무관하지 않을 것이다.<sup>116)</sup> 반면 미국의 금리 인상이 예견되는 가운데 우리도 선제적으로 금리를 인상해야 한다는 주장도 있다. 그러나 이러한 주장도 2016년 6월 말 현재 1,257조 3천억 원에 이르는 가계부채에 미치는 영향 때문에 쉽게 실행에 옮기지 못하는 상황이다.

현재 우리나라는 양적완화정책이나 마이너스 금리정책을 도입할 단계는 아니라고 판단되기 때문에, 일부 시행국가들의 사례에서 직접적인 시사점을 얻기는 어렵다. 다만 마이너스 금리정책은 당초 의도한 바대로 결과가 나타나지 않을 수 있다는 점을 참고할 만하다. 특히 일본과 같이 고령화된 인구 구조를 가지고 있는 국가의 경우, 마이너스 금리의 도입은 소비를 증가시키는 것이 아니라 미래에 대한 불안감을 확산시켜 오히려 저축을 증가시키는 현상은 우리에게도 시사점을 준다.<sup>117)</sup> 최근 일본은행의 행보를 보면 양적·

---

115) ‘영세율 2단계 토빈세’는 평상시에는 외환거래에 대하여 낮은 세율로 과세하고, 자본의 급격한 유출입으로 인하여 환율이 급격하게 변하는 비상시에는 세율을 높이는 탄력세율 구조의 외환거래세를 말한다. 여기서 낮은 세율을 0으로 하자는 것이 영세율 2단계 토빈세이다. 영세율 2단계 토빈세의 보다 자세한 구조에 대해서는 홍범교·이상엽(2012)을 참조하기 바란다.

116) *The Economist*, “A \$2,5 trillion problem,” Sep. 27, 2014.

117) 일본뿐 아니라 마이너스 금리의 적용을 받는 독일, 덴마크, 스웨덴, 스위스 등의 국가에서 저축률이 1995년 이래 가장 높아진 것으로 나타났다. (*The Wall Street Journal*,

질적완화정책과 마이너스 금리정책을 통해서도 2% 인플레이션을 달성이라는 목표에 여전히 미달하고 있는 상황에서 이러한 정책을 계속 밀고 나갈 것인지, 아니면 후퇴할 것인지에 대하여 시장에서 갖가지 예상이 난무하고 있으나, 정작 일본은행은 명확한 메시지를 전달하지 않고 있다.<sup>118)</sup> 중앙은행으로서도 이러한 정책이 정말 효과가 없는 것인지, 아니면 좀 더 시간이 필요한 것인지에 대하여 아직 정확한 판단을 내리기 어려울 것으로 예상되나, 시장에서 중앙은행에 대한 신뢰도에 손상이 가는 것만은 확실한 것으로 보인다. 미국의 경우에는 마이너스 금리정책을 쓰지 않고 양적완화정책만으로도 어느 정도 디플레이션 탈출에 성공한 반면, 일본의 경우는 그렇지 않다는 점에서 유사한 정책이 나라에 따라 다른 성과를 내는 원인은 무엇인지에 대한 연구도 필요한 것으로 보인다.

현 단계에서 통화정책과 관련된 시사점을 살펴본다면 원론적으로 재정정책뿐 아니라 통화정책 측면에서도 정책금리 조정의 여력을 확보하는 것이 중요하다는 점이다. 경기가 회복됨에 따라 적절한 시점에 금리를 인상하여 다음 불황기에 대비한 정책 여력을 가지고 있을 필요가 있는데, 이를 실행하기 위해서는 경기에 대한 판단과 예측이 정확해야 한다. 그러나 현재의 거시경제모델에는 금융부문의 메커니즘이 충분히 녹아들어 있지 못한 상황이기 때문에 이론상의 돌파구가 마련되기까지 위기를 사전에 예측하기는 어려울 것으로 예상된다.<sup>119)</sup> 정책적 경험을 바탕으로 원칙에 충실하고자 하는 노력이 필요할 것으로 보인다.

우리나라와 같은 소규모 개방경제의 경우에는 금리 조정 시 국내 경제상황뿐 아니라 미국이나 유럽 같은 대규모 경제권의 금리 움직임도 고려해야 한다는 제약조건이 있다. 따라서 미국의 FOMC보다 고려해야 하는 변수가

---

“Are Negative Rates Backfiring? Here’s Some Early Evidence,” Aug. 8, 2016).

118) *Financial Times*, “BoJ’s muddled messages leave markets puzzled,” Sep. 12, 2016.

119) Blanchard(2014)는 거시모형에 금융부문을 융합하려는 노력이 진행되고 있으나 아직 성공적이지 못함을 지적하고 있다(p.322). Turner(2016)는 거시모형에서 금융부문을 충분히 다루지 않는 것은 그렇게 함으로써 수학적으로 매끈한 결과를 얻을 수 있기 때문이라고 본다. 금융부문을 무시함으로써 동태확률 일반균형(DSGE) 모형에서 대표가계와 대표기업의 상호작용과 외부 충격효과를 설명할 수 있다(p. 246).

더 많은 셈이다. 그러나 앞서 미국의 경우를 보더라도 금리 인상 여부를 결정함에 있어 각종 통계와 분석 그 자체보다 개별 금융통화위원회 위원들의 경기 상황에 대한 주관적 판단이 절대적으로 중요하다는 것을 보았다. 그만큼 금통위원 개개인의 자질이 중요하기 때문에 금통위원 선정 시 국회 청문회를 거치게 하는 방안도 생각해 볼 수 있다. 한국은행에서는 현행의 기관 추천제도에 대한 문제점을 제시하고 제도 개편의 필요성을 주장하고 있는 것으로 알고 있다. 정부로부터의 독립성과 한국은행 집행부로부터도 독립적인 판단을 내릴 여건을 조성하는 것도 중요하다고 본다. 현행과 같은 금리 결정방식을 유지하는 한, 금통위원 개개인의 판단이 절대적으로 중요한 만큼 현행 우리나라의 금통위원 선임방식을 개선할 여지는 많다고 본다.

통화정책을 수행함에 있어서 중앙은행은 정책금리를 직접적인 타깃으로 하여 물가안정이라는 정책목표를 달성하고자 한다. 우리나라를 비롯한 대부분 나라들의 중앙은행은 한 가지 정책목표와 한 가지 정책수단을 가지고 있는 셈이다.<sup>120)</sup> 그러나 미국의 경우에는 물가안정 이외에 고용 증대라는 두 가지 정책목표를 고려하면서 한 가지 정책수단을 가지고 있다. 금융위기 이후에 인플레이션율과 경제성장과의 안정적인 관계가 더 이상 유효하지 않은 것으로 판명됨에 따라 통화정책의 목표와 수단 간의 관계 재정립에 대한 논의가 한층 진행되고 있다.

현재 우리나라에서 낮은 금리하에서 통화 완화정책의 효과가 없는 것이 유동성 함정 때문인지, 아니면 우리나라에서도 인플레이션율과 경제성장 간의 안정적인 관계가 무너진 것인지, 정책목표는 물가안정 하나로 계속 유지하는 것이 바람직한지, 아니면 다른 거시변수들도 명시적으로 정책목표에 포함하는 것이 바람직한지에 대한 검토가 필요할 것으로 본다.

#### 다. 재정정책

120) 2011년 「한국은행법」 개정에 의하여 금융안정에 유의해야 한다는 조항이 제1조 제2항으로 추가되었으며, 금융위기 이후 대부분의 나라에서 중앙은행의 책무에 금융안정에 관한 조항을 추가하였다. 그러나 물가안정과 금융안정의 동시 달성을 위해서는 서로 모순되는 측면이 있을 수도 있기 때문에 여전히 제1의 목표는 물가안정이다.

재정건전성의 중요함에 대해서는 모든 전문가들이 강조하고 있다. 동시에 경기회복을 위해서는 재정의 자동안정화 기능 외에 추가적인 재량적 재정정책을 사용하는 것이 불가피하다는 의견도 많다. 더욱이 요즘과 같이 장기간 저금리 기조하에 통화정책이 경기 부양의 효과를 내지 못하는 상황에서는 재정정책이 주도적인 역할을 맡아야 한다는 주장이 국내외에서 힘을 얻고 있다. 한편, 이론적으로 재정정책은 의회 통과라는 정치적 과정을 밟아야 하기 때문에 단기적인 부양책으로서는 부적절하다는 지적도 있다. 종합하면, 재정정책으로 단기적이며 즉각적인 경기대응을 하기는 적합하지 않지만 일정 기간 경기부양을 위한 재정정책의 사용은 불가피하며, 특히 통화정책이 유동성 함정에 빠져 효과를 보지 못하는 경제위기 시에는 보다 적극적인 재정정책을 활용해야 한다. 다만 장기간에 걸친 확장재정정책으로 재정건전성을 크게 훼손하게 되면 일본과 같은 장기 불황에 빠질 염려가 있으므로, 재정정책이 경기 회복에 일정 역할을 다하면 적절한 시점에 긴축으로 돌아서서 다음 불황기에 대비한 재정 여력을 확보할 필요가 있다. 즉 중장기적으로는 항상 재정건전성을 염두에 두고 재정운용을 하여야 한다는 것이다.

문제는 경기침체 또는 위기를 벗어났는가 하는 판단의 기준을 무엇으로 할 것이며, 그 경우 재정적자 및 국가채무를 얼마나 빠른 속도로 줄여야 할 것인지에 대해서는 아직 명확한 해답을 제시하지 못한다는 점이다. Reinhart and Rogoff(2010)가 국가채무가 GDP의 90%를 넘게 되면 경제성장을 저해한다는 연구결과를 발표하였으나, 데이터상의 오류를 범한 것으로 드러나서 그 숫자에 대한 신뢰를 확보하지는 못하였다. 본 연구의 제Ⅳ장에서 국가채무와 경제성장 간의 관계에 대한 실증분석 결과에 따르면 Reinhart and Rogoff의 90% 같은 문턱효과는 확인할 수 없는 것으로 나타났다. 또한 국가채무와 경제성장의 관계는 각 국가의 특성에 따라 상이하게 나타난다. 다만 국가별 특성 중 어떤 요인이 국가채무와 경제성장 간의 관계에 영향을 미치는가에 대해서는 추가적인 연구가 필요하다.

국가의 경제를 책임지고 있는 정책당국의 입장에서는 통화정책이 제대로 작동하지 않을 때, 단기적이라도 재정정책에 의존할 수밖에 없을 것이다. 재

정건전성의 중요함을 모르는 것은 아니되, 당장 경제의 활력을 살리지 못하게 되면 불황의 깊이와 기간이 얼마가 될지 모르는 상황에서 시장에만 맡겨 놓을 수는 없기 때문이다. 영국 금융서비스 감독당국(Financial Services Authority)의 의장이었던 Turner(2016)는 정책수단들이 무력한 상황에서 중앙은행의 발권력을 동원하여 국채를 직접 매입함으로써 재정적자를 지원하는 monetary finance 방식을 사용할 것을 제안하였다. 이 방식은 인플레이션을 초래할 위험이 크기 때문에 현재 중앙은행의 운영에 있어서는 금기시되고 있다. 터너도 이 방식의 위험성을 인지하고 있기 때문에 발권력이 과도하게 사용되지 않도록 적절한 제약을 두자는 조건을 제시하기는 하였으나, 일단 한번 시행하여 선례가 만들어지면 정치적으로 반복되는 것을 막기 어려울 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고 금융위기의 그늘이 깊은 상황에서 통화정책의 한계가 드러났기 때문에 재정을 동원하는 수단으로서 Bernanke(2003)의 ‘헬리콥터 머니’와 같은 맥락에서 제시된 것으로 보인다.

Eiji(2016)에 따르면 일본의 ‘잃어버린 20년’의 시작은 버블의 붕괴로 인한 임금삭감과 수요 부족이었고, 그 이후 이러한 요인에 의한 디플레이션의 악순환이 지속되면서 불황을 벗어나지 못하고 있다고 진단한다. 디플레이션이 지속되면서 정부는 재정지출의 확대를 통하여 SOC에 투자하였으나, 저출산·고령화로 표현되는 인구구조의 변화는 수요를 확대시키지 못하였다. 뿐만 아니라 고령화와 실업 증가에 따른 복지비용의 증가가 정부지출의 큰 부분을 차지하게 되면서 국가채무/GDP 비율이 200%를 상회하게 되어 세계에서 국가채무/GDP 비율이 가장 높은 나라가 되었다. 이러한 과정에서 가계<sup>121)</sup>와 정부의 부채는 악화되는 반면, 기업의 총저축<sup>122)</sup>은 늘어나는 현상이 나타났다.

우리나라도 가계, 기업, 정부의 대차대조표가 일본과 유사하게 나타나고 있으며, 저출산·고령화로 나타나는 인구구조의 변화는 오히려 일본보다 빠

121) 가계저축률은 2013년에는 -1.3%를 기록하기도 하였다.

122) 기업 총저축(corporate gross savings)의 GDP 대비 비율을 보면 일본의 경우 2014년 기준으로 20%를 상회하여 다른 구미 국가들에 비하여 거의 2배에 달하는 것으로 나타났다.

른 속도로 진행되고 있음을 감안할 때, 재정운용에 보다 신중을 기해야 할 것으로 판단된다. 다른 나라의 경험에서 보더라도 장기적으로 적자재정에 계속 의존할 수는 없기 때문이다. 2016년말 정부는 「재정건전화법」을 의결하고 이를 국회에 제출하였다. 동법은 국가채무를 GDP의 45%, 관리재정수지 적자를 GDP의 3%로 한정하고, 재정부담을 수반하는 법률안을 제출할 경우에는 비용추계서와 재원조달방안을 첨부하게 하는 Pay-go제도의 도입 등의 내용을 담고 있다. 그러나 한편으로는 경기침체 및 대량실업 등 발생 시 준칙 적용을 배제하는 예외조항도 두고 있다. 현재와 같은 5년 단임제 정부하에서는 단기적인 성과가 중장기적인 성과보다 중요시될 수밖에 없기 때문에 이러한 예외조항의 남용 방지 등 법을 집행하는 과정에서 법 제정의 목적과 현실을 어떻게 조화시키는가가 매우 중요한 이슈로 부각될 것으로 예상된다. 어느 정도의 국가채무비율을 감당할 수 있는가, 얼마나 빨리 국가채무를 감축해야 하는가 하는 거시재정정책의 핵심적인 문제는 이러한 법률의 기초를 구성하는 동시에 현실적으로 매우 긴요한 문제인 만큼 지속적인 연구가 요구된다.

## 라. 금융과잉의 해소

금융위기가 준 가장 큰 플러스 효과는 금융과잉(excess)에 대한 조치가 필요하다는 것을 보다 많은 사람이 피부로 느끼게 해주었다는 점이 아닐까 싶다. 1980년대 영국의 Big Bang으로 상징되는 금융 규제완화의 움직임은 신자유주의의 물결하에 1999년에 미국 「Glass-Steagall Act」의 폐지를 가져왔고, 시장 만능주의가 득세하였다. 제조업에서 경쟁력을 잃어가던 영국은 전통적으로 강한 면모를 가지고 있던 금융산업을 규제완화를 통하여 육성함으로써 경제성장의 동력을 이어가고자 했던 것이다. 영국은 세계 경제의 리더인 미국과 더불어 규제완화와 세계화의 움직임을 주도하였고, 신흥국들에는 동일한 경쟁조건(level playing field)을 내세워 국제적 금융거래를 주도하였다. Great Moderation으로 불리는 시기를 거치면서 금융산업은 눈부시게 발전하였고, 실물경제에 비하여 엄청난 규모로 성장함으로써 더 이상 실물경

제를 뒷받침하는 역할에 머물지 않고 독자적인 산업으로서 선진국에서는 가장 중요한 산업으로서의 위치를 차지하게 되었다.

이러한 과정에서 금융의 과잉은 버블로 연결되어 급기야 금융위기가 발생하였다. 이러한 금융위기는 자본자유화를 통하여 서로 긴밀하게 연결되어 있는 다른 나라로 쉽게 전이된다. 월 스트리트(Wall Street)로 대표되는 금융산업은 성장과 함께 정치적인 영향력도 키워왔다. 따라서 이러한 큰 위기를 실제 경험하지 않고는 금융산업에 대한 규제 강화 등의 움직임은 현실화되기 매우 어려웠던 것도 사실이다. 금융위기를 통하여 금융부문의 오작동이 실물경제에 미치는 외부성이 얼마나 지대한가를 체험하게 된 것이 금융위기의 소득이라면 소득이라고 할 수 있다. 따라서 이에 대한 적절한 대응책을 마련하는 것이 필수적이다. 2011년부터 미국에서 시작된 Occupy Wall Street (OWS) 운동이라든가, 미국을 비롯한 세계 각국의 정치 보수화 경향은 위기로 인한 소득 양극화의 결과 고립주의로 회귀하려는 움직임과 무관치 않은 것으로 보인다.

Big Bang이 시작되기 이전부터 이미 금융과잉을 걱정하는 소리는 있었다. Tobin(1984)은 상품과 서비스의 생산과는 관계없으며, 사회적 생산성에 비하여 사적인 이득이 비정상적으로 높은 금융활동에 점점 더 많은 자원과 젊은이들이 쏠리고 있다고 일갈하였다.<sup>123)</sup> 지난 30년간 미국의 금융부문은 GDP 성장률보다 6배 이상 빠르게 증가하였으며 금융이 경제의 주도권을 지니게 되었다.<sup>124)</sup> Romer(2014)는 금융부문이 역사적으로 볼 때 지속적으로 충격을 가져오는 원천이며, 금융이 실물경제에 부과하는 비용에 비하여 금융혁신의 혜택은 크지 않다는 것을 지적하였다. 볼커(Volcker)는 지난 40년간 최대의 금융혁신은 현금자동인출기(ATM)뿐이라고 일갈한 바 있다.

Archand et al.(2012)은 사적부문에 대한 신용의 GDP 대비 비율로 측정된 금융의 심도(depth)를 금융과잉의 대리변수로 보고, 금융과잉과 경제성

---

123) Tobin(1984), p. 14.

124) *Financial Times*, "Why dealing with the huge debt overhang is so hard," Jan. 27, 2009.

장과의 실증적 관계를 분석한 결과 그 비율이 GDP의 80~100%를 넘게 되면 성장에 미치는 효과가 마이너스가 된다는 것을 보였으며, 우리나라도 금융과잉이 100%를 넘어서는 국가의 하나로 지목하였다.<sup>125)</sup> 그렇기 때문에 금융과잉의 문제는 결코 선진국에만 국한되는 얘기가 아니다.

과거에 우리나라 금융산업 발전 방안의 하나로 금융기관의 대형화 방안이 제시된 바 있으며, 금융기관들도 스스로 경쟁전략의 하나로서 자본금을 늘리고 인수합병을 통하여 규모를 키움으로써 국제적인 경쟁력을 강화하고자 노력하였다. 이번 금융위기를 겪으면서 자본금이 큰 대형금융기관이라고 해서 부도위기로부터 자유롭지 않다는 사실을 확인하였으며, 대형금융기관이 가져오는 시스템 위협 때문에 이를 수습하기 위해서는 엄청난 규모의 구제금융이 필요하다는 것도 다시 확인하였다. 선진국에서는 앞으로 이러한 사태를 방지하기 위하여 대형금융기관의 분할, 공기업화 등의 대안이 제시되고 있는 만큼, 우리나라도 금융기관의 대형화 방안에 대해서는 재고할 필요가 있다고 본다. 국제금융시장에서 초대형은행으로 경쟁하기 위해서는 자본금뿐 아니라, 국제금융의 인적 네트워크 강화, 금융 테크닉에 대한 숙련도 및 독창성 발휘를 위한 인적 자원의 육성 등 다양한 조건이 필요하다. 이러한 금융 전문성을 위한 투자를 지속하되, 규모면에서는 대형화보다는 틈새시장의 발굴을 통하여 각 금융기관별로 서비스를 특화하는 방안을 찾아보는 것이 보다 합리적이라고 생각된다.

이번 금융위기 발생 시 파생금융상품을 통한 거래의 복잡성으로 인하여 전체적인 부실 규모를 파악하는 데도 어려움을 겪었다. 파생금융상품은 위험의 전가라는 본연의 순기능이 있기는 하지만, 금융산업의 발전과 더불어 지나치게 복잡화되고 투기화되는 부작용을 노정하였다. 파생상품거래에 따른 손실로 세계의 대형금융기관들이 파산위기를 줄줄이 맞이하였는 바<sup>126)</sup>, 가장 최근에는 유럽최대은행인 Deutsche Bank가 파생상품거래에 따른 손실

125) 금융과잉의 정도와 성장과의 관계를 연구한 다양한 선행연구들에 대해서는 Archand et al.(2012)를 참고하기 바란다.

126) 최근 Deutch Bank 위기 발생 이전에 발생하였던 파생상품거래로 인한 굵직한 대형금융기관들의 파산 사례에 대해서는 홍범교·이상엽(2012) P.162를 참고하기 바란다.

로 파산위기에 직면하고 있다. 만일 Deutsche Bank가 실제로 파산한다면 거래하고 있는 다른 대형은행에 미치는 영향을 통하여 궁극적으로 실물경제에 미치는 부정적 파급효과가 어마어마할 것으로 예상된다.<sup>127)</sup> Romer(2014)는 금융 충격이 실물경제에 부과하는 비용을 고려할 때, 금융활동이나 금융구조의 부정적 외부효과에 대하여 어떠한 형태이든 교정세(Pigouvian Tax)를 부과할 것을 제안하고 있다. 금융산업에 대한 교정세의 형식이 거래세(transaction tax)가 되든 부담금(surcharge)이 되든 금융부문의 부정적 외부효과를 교정하고, 금융과잉을 억제할 제도적 장치의 마련과 감독 강화가 시급하다. 왜냐하면 금융의 본질은 ‘돈’을 쫓는 것이기 때문에 인간의 본성을 감안할 때 적절한 절제가 필요하다. 금융시장에서의 자유가 많을수록 버블은 커지고, 버블이 꺼졌을 때의 충격과도 이에 비례하여 크고, 그 고통이 오랜 기간 지속되기 때문이다.

#### 마. 정치와 경제

정책은 정치의 산물이다. 특히 조세와 재정정책은 정치적인 협상의 결과라고 보는 것이 오히려 현실적이라고 할 수 있다. 금융위기의 와중에서 당시 미국 재무장관 폴슨(Paulson)은 의회를 상대하면서 정부가 적시에 충분하게 대응할 수 있도록 지원을 요청하였으나 정치적인 이해관계 때문에 지원이 지연되고, 지원금도 일시에 충분하게 확보되지 못하는 상황에 대하여 좌절감을 느끼곤 했다. 물론 의회는 행정부를 견제하는 것이 본연의 임무이기도 하다. 그러나 금융시장에서 대형은행의 파산 위험으로 금융시스템 전체가 위급을 다투는 상황에서 지원수단을 확보하지 못하는 정책 담당자의 입장에서는 이러한 정치적 과정에 대한 불만을 충분히 느낄 수도 있을 것이다.<sup>128)</sup> 특히 미국 정치에서도 양당 간의 타협이 점차 실종되어 가는 분위기

127) Deutsch Bank의 장부에는 2015년 말 기준으로 46조달러 상당의 파생상품계약이 체결되어 있는데, BIS에 따르면 이는 전 세계 파생상품 명목계약금액(384조달러)의 12%에 달한다. (*The Fortune Magazine*, “5 Things You Should Know About the Duetsche Bank Train Wreck,” 2016, 9. 27.)

128) Barney Frank 당시 하원 금융서비스 위원회(House Financial Services Committee) 위원장

에서 Paulson(2013)은 경제정책을 좌지우지하는 정치적 과정의 개선이 반드시 필요하다고 주장하고 있다.<sup>129)</sup> 이는 비단 미국에 국한된 문제가 아니며, 우리나라에서도 정치적 과정이 그만큼 중요한 영향을 미치기 때문에 보다 효율적인 정책결정과정을 만들기 위한 노력이 필수적이라고 하겠다.

앞서 제Ⅲ장 제2절에서 유럽연합의 경우를 살펴본 바, 개별 회원국의 주권을 인정하는 상태로 유로존 국가들은 화폐 통일을 이루었다. 그러나 독일과 같이 유럽경제를 견인하는 국가와 PIIGS<sup>130)</sup>로 대표되는 남유럽국가와 같이 재정위기를 겪은 국가 등 경제 상황이 서로 다른 국가들에게 공통적인 통화정책을 적용함으로써 정책의 엇박자가 발생하게 된다. 유럽 국가들이 대부분 국가채무가 높은 상황에서 재정정책의 여력은 크지 않기 때문에 정책적인 수단이라는 측면에서도 매우 제한적인 상황에 처해 있는 것이다. 유럽연합은 국민의 선출에 의해 구성된 정부와 정책을 결정하는 주체가 다르고, 국가 간의 경제력 차이가 반영되지 않은 정책 등에 의하여 경제정책의 효율성을 극대화하기 어려운 구조이다. 유럽 이외 지역의 국가들도 정치적인 목적에 의하여 경제정책이 변질되는 경우가 다반사이지만, 유럽연합은 이러한 문제점에 회원국 간의 갈등이라는 추가적인 정치적 동기가 존재한다. 결국 정치적 통합을 통하여 미국식의 완전한 연방국가로 가든지 아니면 다시 과거로 돌아가는 수밖에 없을 것으로 조심스럽게 전망해 본다. 정치적 통합이 없이는 효율적인 경제정책을 기대하기 어렵다는 것이 현재의 유럽 상황이 주는 교훈이라고 할 수 있다.

정치가 경제의 근본이 되는 양자 간의 관계는 이미 고대 국가부터 이어져 오고 있는 상식적인 관계임에도 불구하고, 어떠한 정치제도가 경제정책의

---

이 민주당 의원으로서 공화당 정부의 고위 인사였던 Paulson(2013)의 회고록 서문을 기꺼이 써 준 것은 양당 정치사에서 상당히 예외적인 경우라고 스스로 밝히고 있다. 그것은 금융위기 대응 당시 두 사람 사이에 쌓인 개인적인 신뢰감 때문이라고 설명하고 있다.

129) "I am not sure what the solutions for this ever more troubling political dysfunction, but it is certain that we must find a way to improve the collective decision-making process in Washington. The stakes are simply too high not to."(p. 439)

130) 포르투갈, 아일랜드, 이탈리아, 그리스, 스페인을 지칭한다. 물론 아일랜드는 지리적으로 남유럽국가는 아니다.

효율성을 극대화할 수 있을지에 대해서는 아직 묘안을 찾기 힘들다.<sup>131)</sup> 동 주제는 본질적으로 정치제도 전반에 걸친 개혁과도 연관되기 때문에 본 보고서에서 같이 다루기에는 너무 광범위한 주제이다. 다만 역사적인 경험에 비추어 현재로서는 국민이 주권을 가지고 있는 민주주의보다 더 나은 정치체제를 찾기 어렵다고 본다. 민주주의라는 커다란 전제 조건하에서 경제정책이 적시에 효과적으로 수립되고 시행될 수 있도록 그 안에서의 정치적 과정을 보다 효율적으로 개선하려는 종합적이면서도 다각적인 노력이 절실하다.

---

131) 정치학은 저자의 전공분야가 아니기 때문에 선행연구에 대하여 심도있게 살펴보지 못하였으나, 최근 Bell(2015)은 중국의 높은 경제성장률에서 볼 수 있듯이 중국식의 능력주의(meritocracy)가 정치체제로서 민주주의보다 우수할 수 있다는 중국모형(china model)을 제시하는 등 이 분야에서도 상당히 다양한 연구가 진행되고 있음을 알 수 있다.

---

## VI. 결론

---

Romer(2012)는 ‘위기의 여파 속에서(In the Wake of the Crisis)’라는 IMF conference에 참여하면서 마치 ‘1934년 대공황의 교훈’에 대한 컨퍼런스를 갖는 느낌이었다고 고백한다.<sup>132)</sup> 그만큼 2007년에 미국 서브 프라임 모기지 사태로 시작된 금융위기가 리먼 브라더스의 파산으로 이어지면서 고조된 위기감은 1930년대 대공황의 재현이 아닌가 할 만큼 커다란 것이었다. 구미 선진국에서는 2008년 금융위기 이후의 경기침체를 대불황(Great Recession)이라고 부를 만큼 대공황(Great Depression)에 버금가는 사건으로 본다.<sup>133)</sup>

미국에서 시작된 금융위기는 곧 유럽에도 영향을 미쳤다. 자산시장의 붕괴가 유럽 금융기관의 부실채권을 증가시켰고, 이들 부실 금융기관에 대한 구제금융은 정부의 부채를 증가시켜 재정위기를 더욱 심화시켰다. 그리스의 재무장관을 지낸 Varoufakis(2016)가 경제위기에 대응하는 유럽연합의 태생적 한계를 지적하면서 선진국 금융기관의 구제를 위하여 후진국 정부가 채무를 떠안아야 하는 불합리성에 대하여 항변한 것은 이미 앞에서 살펴본 바와 같다.

미국, 유럽 그리고 일본 등 선진국에서 진행된 총체적 경제위기 상황에서 선진국 정부와 IMF, ECB 등의 국제기구는 통화팽창과 재정확대 정책을 통하여 이에 대응하였다. 그러나 금리 인하라는 전통적인 수단을 통한 금융 완화정책의 효과가 기대에 못 미치자, 양적완화(QE)와 마이너스 금리정책(NIRP)이라는 비전통적인 정책수단을 동원하기에 이르렀다. 재정정책 측면에서는 위기를 맞이하여 단기적으로 확장적 재정정책을 취하였으나, 재정위

---

132) Romer(2012), p. 64.

133) Paulson(2013)은 적절한 정책 대응이 아니었다면 금융위기는 1930년대의 대공황보다 더 큰 피해를 주었을 것이라고 평가한다(p. 436).

기를 겪고 있는 그리스를 비롯한 남유럽국가들에게는 재정긴축을 요구하고 있기도 하다. 미국을 비롯한 많은 나라들의 국가채무가 이미 GDP의 100%를 초과하고 있는 상황에서 각국 정부는 재정 건전성의 회복과 경기 회복이라는 선택지 앞에서 고민하고 있다. 특히 유로존에서는 단일 통화의 사용으로 인하여 국가별 고유 정책수단 하나를 상실한 가운데, 중앙집권적인 재정정책의 실시를 위한 인프라 구축의 필요성이 다시 대두되고 있다. 그러나 엄연히 국가와 민족이 존재하고 있는 현실에서 유럽합중국이라는 이상을 실현하기 위해서는 아직 넘어야 할 산이 너무 많은 실정이다.

본 보고서에서는 2008년의 금융위기 이후 위기의 수습 과정에서 나타난 기존의 거시경제이론에 입각한 정책의 한계와 새롭게 사용된 비전통적인 경제정책수단들의 효과에 대하여 살펴보았다. 한마디로 정책적인 측면에서 매우 혼란스러운 상황을 맞이하고 있다고 하겠다. 1930년대 미국 대공황을 극복하는 과정에서 케인즈가 새로운 거시정책이론을 제시한 이래 다양한 경제이론들이 전개되었고, 1980년대 이후 Great Moderation 시대를 거치면서 극심한 경기변동은 이제 지나간 일이라는 자신감이 풍미하던 시대도 있었다. 그러나 2008년의 금융위기 이후, 시장 안정화와 경기 회복을 위한 거시경제정책수단, 특히 통화정책에서 사용되어 오던 전통적인 정책수단들이 그 효과를 제대로 발휘하지 못함으로써, 그 바탕이 되는 경제이론에 대해서도 대대적인 반성과 토론이 국제적으로 진행 중이다. 이론적으로 무엇이 잘못되었고, 이제 정책적으로 어떻게 해야 하는지에 대한 해답을 찾고자 한다면 아직도 더 많은 시간이 필요할 것으로 보인다.

그러나 현재까지의 논의를 바탕으로 우리에게 주어진 정책과제를 살펴보면 다음과 같다. 거시건전성 정책 측면을 먼저 본다면 첫째, 금융기관의 자기자본 확충의 엄격한 집행과 감독이다. 위기 시에 아무리 대규모 자본을 가진 금융기관이라고 하더라도 연쇄효과를 감당할 수는 없는 반면, 대형금융기관의 파산은 엄청난 사회적 비용을 초래한다. 따라서 자기자본의 확충은 금융위기를 방지하기 위하여 충분한 조건은 아니지만 반드시 필요한 조건이다. 두 번째는, 대마불사 방지를 위한 보다 나은 대안에 대한 지속적인

연구의 필요성이다. 현재 대형금융기관의 분할이나 이들 기관의 공기업화에 대한 제안들이 제시되고 있다. 이러한 방식의 실행 가능성에 대한 분석 및 새로운 대안 제시가 절실하다. 셋째, 미국의 금리 인상을 앞두고 자본이동에 대한 대비가 필요하다. 특히 자본이동에 대한 대비책으로서의 자본통제는 과거 금기시되던 딱지를 이번 금융위기를 통하여 떼어냈다고 할 수 있다. 기존의 3중 세트와 통화스와프 이외에 '영세율 2단계 토빈세'와 같은 대비책에 대한 검토도 필요하다.

통화정책의 측면에서 살펴본다면 금융위기 이후 양적완화와 마이너스 금리정책이 지금까지 사용하지 않았던 비전통적 정책수단이었기 때문에 가장 관심을 끌었다. 그러나 우리나라의 경우에는 금융위기 발발 당시 그 영향을 직접적으로 받지 않았고, 상대적으로 양호한 상태였기 때문에 이 두 가지 비전통적인 정책수단을 도입할 단계는 아니라고 본다. 다만 소규모 개방경제로서 세계경제 침체의 영향을 점진적으로 받아왔고 향후 세계경제에 대한 불확실성이 커져 가는 가운데, 우리의 통화정책 선택의 폭도 매우 제한적이다. 이미 상당히 낮은 저금리 상황에서 추가적인 금리 인하의 효과가 있을 것으로 기대되지 않으며, 미국의 금리 인상을 앞두고 선제적인 금리 인상도 국내 가계부채문제를 고려하면 쉽게 선택할 수 없는 실정이다. 중앙은행의 정책 목표를 앞으로 계속 물가안정에 국한할 것인지 보다 광범위한 다른 거시변수를 명시적 목표에 포함시킬 것인지를 고민해야 한다. 또한 미국 FOMC의 의사 결정과정에서도 드러났듯이 금리 결정에 있어서 금통위원의 개인적 판단이 얼마나 중요한가를 절감할 수 있는 만큼, 현재 우리나라의 금통위원 선정 방식도 책임성, 독립성, 대표성 측면에서 개선에 대한 검토가 필요하다고 본다.

재정정책 측면에서는 단기적 경기 부양을 위한 재량적 정책과 재정건전성간의 균형을 어떻게 잡느냐 하는 문제가 가장 중요한 정책과제이다. 이 문제는 사실 금융위기 이전부터 중요한 문제였으나, 우리나라는 다른 선진국에 비하여 상대적으로 재정이 양호한 편이기 때문에 크게 주목을 받지 못하였다고 할 수 있다. 또한 유동성 함정으로 인하여 통화정책의 효과를 기대

하기 어려운 상황에서 재정정책의 중요성은 더욱 부각되고, IMF에서도 독일과 우리나라를 재정여력이 있는 대표적인 국가로 지목하고 있다.<sup>134)</sup> 그러나 재정지배(fiscal dominance) 문제에서 보듯이 5년 단임 정부가 단기적인 경기 부양에 집중하게 된다면 중장기적인 재정건전성의 문제는 항상 뒷전으로 치질 수밖에 없는 구조를 가지고 있음에 유의해야 할 것이다. 더욱이 우리나라는 일본보다 더 빠르게 고령화가 진행되고 있음을 감안한다면 재정측면에서 이 문제의 중요성은 아무리 강조해도 지나치지 않을 것이다. 최근 정부는 재정준칙, Pay-go 제도 도입 등을 내용으로 하는 「재정건전화법」을 국회에 제출하였다. 동 법안에는 경기침체 및 대량실업 등 발생 시 예외 조항이 있는 만큼, 단기적인 경제상황이 항상 중장기적인 경제상황 보다 중요시 되는 정치 관행에서 법 제정의 목적과 현실을 어떻게 조화시킬 수 있을지, 제도의 문제 못지않게 운영의 문제가 중요할 것으로 예상된다.

금융과잉의 해소 필요성을 일깨운 것은 금융위기가 전 세계에 주는 교훈이자 위안이라고 할 수 있다. 신자유주의 사조하에서 규제완화와 세계화를 통하여 금융산업이 급속히 발전하고 많은 일자리를 창출한 것은 사실이다. 그렇기 때문에 금융과잉에 대한 얘기를 꺼내기는 쉽지 않았다. 새로운 일자리가 생겨나고, 금융 회사 CEO들의 연봉이 천문학적인 숫자로 늘어나고, 금융업계의 화려함이 그 그늘을 덮고도 남는 상황에서 점차 심해져가는 금융과잉에 대한 관심은 크지 않았다. 그러나 금융위기의 도래는 금융과잉의 위험성을 적나라하게 보여준 사건이 되었다. 금융위기 발생 이전에 금융위기의 가능성을 지적한 얼마 안 되는 학자 중의 한명인 Rajan(2005)은 새로운 금융기법의 발달은 위험분산을 보다 쉽게 만들었지만, 동시에 금융 중개규모와 위험선호가 커짐에 따라 실물경제가 금융부문에서 시작된 위기에 노출될 가능성도 커짐을 지적하였다. 금융위기는 라잔의 예언이 그대로 적중한 셈이다. 실물경제와는 동떨어진 과도한 규모의 금융거래가 가져오는 시스템

134) IMF의 Christine Lagarde 총재는 재정여력이 있는 나라들이 보다 적극적인 재정지출을 통하여 성장을 주도해야 한다고 주장하면서 우리나라, 독일, 캐나다를 대표적인 국가로 언급하였다(*Financial Times*, "Christine Lagarde warns of global 'economic malpractice,'" Sep. 29, 2016).

위험을 경험한 지금이야말로 적절한 규제와 감독을 통하여 금융과잉의 문제를 해결할 적기라고 본다. 물론 금융위기의 진원지인 미국에서는 「Dodd-Frank Act」를 통하여 규제와 감독을 강화하였지만 트럼프(Donald Trump)가 대통령에 당선된 직후 벌써 「Dodd-Frank Act」를 폐지할 것이라는 전망이 나오고 있다.<sup>135)</sup> 금융업계의 입장에서는 규제완화를 위한 로비가 일면 당연한 일이지만, 사회 전체의 입장에서 본다면, 금융 충격이 실물경제에 부과하는 비용을 고려할 때 그 부정적 외부효과를 줄이기 위한 규제와 감독의 강화 및 교정세의 부과 등 일련의 조정이 반드시 필요하다고 본다.

마지막으로 정치의 문제는 경제정책에 절대적인 영향을 미치기 때문에 정책을 논함에 있어 반드시 함께 고려해야 할 요소이지만, 동시에 매우 어려운 문제이다. 특히 재정정책의 경우에는 국회를 통과하여야 한다는 측면에서 정치의 영향이 절대적이라고 할 수 있다. 국민의 뜻을 대변한다는 측면에서 현재와 같은 대의민주주의를 대체할 만한 더 나은 정치체제를 찾기는 어렵다는 것을 지금까지의 역사를 통하여 배워왔다. 그러나 민주주의하에서 권력을 추구하는 정당들은 서로 다른 지지 기반을 대표하고 있기 때문에 항상 충돌이 있기 마련이다. 이러한 불가피한 충돌 속에서도 타협을 통하여 조화로운 정책을 효율적으로 찾아갈 수 있으면 좋겠으나, 현실은 그렇지 못한 것이 비단 우리나라만의 얘기는 아니다. 국민의 안녕과 복지를 증진시키고 경제정책을 효율적으로 집행하기 위한 정치적 프로세스의 개선은 비록 지난한 과제이기는 하나 우리가 반드시 풀어야 할 과제이기도 하다.

---

135) *Financial Times*, “Trump presidential transition site pledges border wall,” “End of Dodd-Frank Act & Trump’s deregulatory stance expected to dilute financial reforms,” 두 기사 모두 Nov 10, 2016

---

## 참고문헌

---

- 강유덕, 「유럽 재정위기에 대한 유럽중앙은행의 대응과 역할변화」, 대외경제정책연구원 지역경제시리즈, 14-01, 2014. 12. 22.
- 김성순, 「공공 부채가 경제성장에 미치는 효과 분석」, 『재정정책논집』, 제16권 제4호, 2014, pp. 207~233.
- 김성훈, 「현금없는 경제: 의미와 가능성」, KERI Brief 16-28, 한국경제연구원, 2016. 9. 12.
- 김윤기·유승선·황종률·오현희, 『일본의 장기침체기 특성과 정책대응에 관한 연구』, 국회예산정책처, 2016. 4.
- 김종만, 「미국 2008년 경기진작책 확정」, 국제금융센터, 2008.
- \_\_\_\_\_, 「미연준의 출구전략 논의와 향후 진행방향」, 국제금융센터, 2009.
- 문광민, 「정부부채가 경제성장에 미치는 영향—동태적 패널문턱 모형을 이용한 비선형적 접근」, 『사회과학연구』, 제24권 제2호, 2013, pp. 163~186.
- 성병목·김예진, 『글로벌 금융위기에 대응한 주요국 재정정책 운용과 향후과제』, 한국은행, 2009. 8.
- 이승호·강현주, 『양적완화정책에 대한 고찰 및 시사점』, 자본시장연구원, 2016. 1.
- 임형석, 「중앙은행 마이너스 금리정책 평가와 전망」, 한국금융연구원, 2016. 4.
- 조경엽·허원제, 『일본의 “잃어버린 20년”과 한국에의 시사점』, 한국경제연구원, 2012.
- \_\_\_\_\_, 『아베노믹스 평가와 시사점』, 한국경제연구원, 2014.
- 홍범교·이상엽, 『금융거래세 도입방안 연구』, 연구보고서 12-03, 한국조세연구원, 2012. 11.

- 安達誠司, 『円の足枷』, 東洋経済新報社, 2007.
- \_\_\_\_\_, 『円高の正体』, 光文社, 2012.
- 岡本英男, 「失われた20年と財政金融政策」, 『東京経済学会誌』 第279号, 2013.
- 岡田靖・浜田宏一, 「実質為替レートと失われた10年」, 『季刊 政策分析』, 第4巻 1・2合併号, 2009.
- 翁邦雄・白川方明・白塚重典, 「資産価格のバブルや金融政策:1980年代後半の日本の経験とその教訓」, 『金融研究』, 日本銀行金融研究所, 2000. 12.
- 桂畑誠治, 「QE3の評価と米国・世界からみた黒田日銀: 日本銀行の質・量的な金融緩和策の評価」, 海外中銀からの見方」, 『月刊 資本市場』, No. 335, レポートの発表元資本市場研究会, 2013. 7.
- 片岡剛士, 『アベノミクスのゆくえ』, 光文社, 2013.
- 竹森俊平, 「通貨「円」の謎」, 『文芸春秋』, 2013.
- 日本銀行, 『金融経済統計月報』, 각 연도.
- 原田泰, 「金融の量的緩和はどのような経路で経済を改善するのか」, 『バブルの発生の崩壊からデフレ脱却までの日本経済やマクロ経済政策に関する研究会』, 内閣府経済社会総合研究所(ESRI), 2008. 2. 27.
- 南武志, 「マイナス金利政策の評価と展望」, 『農中総研 調査と情報』 第55号, 2016. 7.
- 三菱東京UFJ銀行, 「日銀が導入した「マイナス金利」の量的・質的金融緩和の効果波及経路の検証」, 『経済 monthly』, 2016. 2. 4.
- 盛山和夫, 『経済成長は不可能なのか』, 中央公論新社, 2011.
- 武者陵司, 『「失われた20年」の終わり』, 東洋経済新報社, 2011.
- 藻谷造介, 『デフレの正体』, 角川書店, 2010.
- OECD, 『OECD対日の審査報告書 2013年版』, 2013. 4.

Afonso, António, and José Ricardo Alves, "The Role of Government Debt in Economic Growth," ISEG-UTL Economics Department Working Paper 16, 2014.

Afonso, António, and João Tovar Jalles, "Growth and Productivity: The

- Role of Government Debt,” *International Review of Economics & Finance* 25, 2013, pp. 384~407.
- Akerlof, George A., “The Cat in the Tree and Further Observations: Rethinking Macroeconomic Policy II,” in *What Have We Learned?: Macroeconomic Policy after the Crisis*, ed. by Akerlof, George et al., Cambridge: The MIT Press, 2014, pp. 317~326.
- Archand, Jean-Louis, Enrico Berkes and Ugo Panizza, “Too Much Finance?,” IMF Working Paper, WP/12/161, June 2012.
- Bair, Sheila, *Bull by the Horns: Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself*, New York: Simon & Schuster, 2012.
- \_\_\_\_\_, “Everything the IMF Wanted to Know about Financial Regulation and Wasn’t Afraid to Ask,” in *What Have We Learned?: Macroeconomic Policy after the Crisis*, ed. by Akerlof, George et al., Cambridge: The MIT Press, 2014, pp. 129~134.
- Ball, Lurance, Joseph Gagnon, Patrick Honohan and Signe Krogstrup, “What Else Can Central Banks Do?,” Geneva Report 18, International Centre for Monetary and Banking Studies and the Centre for Economic Policy Research, Sep. 2, 2016.
- Baum, Anja, Cristina Checherita-Westphal, and Philipp Rother, “Debt and Growth: New Evidence for the Euro Area,” *Journal of International Money and Finance*, 32, 2013, pp. 809~821.
- Bell, Daniel, *The China Model: Political Meritocracy and the Limits of Democracy*, Princeton: Princeton University Press, 2015.
- Bernanke, Ben, “Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?,” *mimeo*, presented at the ASSA meetings, Boston MA, January 9, 2000a.
- \_\_\_\_\_, *Essays on the Great Depression*, Princeton: Princeton University Press, 2000b.
- \_\_\_\_\_, “Some Thoughts on Monetary Policy in Japan,” presented before

- the Japan Society of Monetary Economics, Tokyo, Japan, May, 2003.
- \_\_\_\_\_, *The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*, New York: W. W. Norton, 2015.
- Bernanke, Ben and Mark Gertler, “Monetary Policy and Asset Price Volatility,” Working Paper 7559, National Bureau of Economic Research, February 2000.
- Blanchard, Oliver, “Questions: How Should the Crisis Affect Our Views of Monetary Policy?,” in *In the Wake of the Crisis*, ed. by Blanchard, Oliver et al., Cambridge: The MIT Press, 2012a, pp. 3~5.
- \_\_\_\_\_, “Questions: How Should the Crisis Affect Our Views of Fiscal Policy?,” in *In the Wake of the Crisis*, ed. by Blanchard, Oliver et al., Cambridge: The MIT Press, 2012b, pp. 45~47.
- \_\_\_\_\_, “Questions: How Should the Crisis Affect Our Views about Financial Intermediation and Regulation?,” in *In the Wake of the Crisis*, ed. by Blanchard, Oliver et al., Cambridge: The MIT Press, 2012c, pp. 79~82.
- \_\_\_\_\_, “Rethinking Macroeconomic Policy,” in *What Have We Learned?: Macroeconomic Policy after the Crisis*, ed. by Akerlof, George et al., Cambridge: The MIT Press, 2014, pp. 321~333.
- Blanchard, Oliver, Giovanni Dell’Ariccia and Paolo Mauro, “Introduction: Rethinking Macro Policy II – Getting Granular,” in *What Have We Learned?: Macroeconomic Policy after the Crisis*, ed. by Akerlof, George et al., Cambridge: The MIT Press, 2014, pp. 1~28.
- Blanchard, Oliver and Daniel Leigh, “Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers,” IMF Working Paper 13/1, 2013.
- Cecchetti, Stephen, Madhusudan Mohanty and Fabrizio Zampolli, “Achieving Growth amid Fiscal Imbalances: The Real Effects of Debt,” *Economic*

- Symposium Conference Proceedings*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2011, pp. 145~196.
- Checherita-Westphal, Cristina, and Philipp Rother, "The Impact of High Government Debt on Economic Growth and Its Channels: An Empirical Investigation for the Euro Area," *European Economic Review*, 56 (7), 2012, pp. 1392~1405.
- Checherita-Westphal, Cristina D., Andrew J. Hughes Hallett and Philipp Rother, "Fiscal Sustainability Using Growth-maximising Debt Targets," ECB Working Paper Series No. 1472, European Central Bank, 2012.
- DeLong, J. Bradford and Lawrence H. Summers, "Fiscal Policy in a Depressed Economy," *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2012, pp. 233~274.
- Eberhardt, Markus, "Nonlinearities in the Relationship between Debt and Growth: (no) Evidence from over Two Centuries," Mimeo, 2016.
- Eberhardt, Markus, and Andrea F. Presbitero, "This Time They're Different: Heterogeneity and Nonlinearity in the Relationship between Debt and Growth," MOFiR Working Paper No. 92, 2013.
- ECB, *Monthly Bulletin*, 2010.
- Égert, Balázs, "Public Debt, Economic Growth and Nonlinear Effects: Myth or Reality?," *Journal of Macroeconomics*, 43, 2015a, pp. 226~238.
- Égert, Balázs, "The 90% Public Debt Threshold: The Rise and Fall of a Stylized Fact," *Applied Economics*, 47(34-35), 2015b, pp. 3756~3770.
- Eichengreen, Barry, "Currency War or International Policy Coordination?," *Journal of Policy Modeling*, 35(3), 2013 pp. 425~433.
- Eiji Tajika, "Japanese economy and Public Finance: What is the Root Cause of the Mounting Public Debt and What to Do about It?," 제11회 세종 열린대화 발표자료, June 2016.
- Elmendorf, Douglas W., and N. Gregory Mankiw, "Government Debt," in J. B. Taylor and M. Woodford (eds), *Handbook of Macroeconomics* 1, 1999,

- pp. 1615~1669.
- Friedman, Milton, "The Methodology of Positive Economics," in *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press, 1953, pp. 3~43
- Friedman, Milton and Anna Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1857~1960*, Princeton: Princeton University Press, 1963.
- Geithner, Timothy, *Stress Test: Reflections on Financial Crises*, New York: Broadway Books, 2014.
- Hayashi, Fumio and Edward Prescott, "The 1990s in Japan: A Lost Decade," *Review of Economic Dynamics*, 5, 2002, pp. 206~235.
- Herndon, Thomas, Michael Ash and Robert Pollin, "Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff," *Cambridge Journal of Economics*, 38 (2), 2014, pp. 257~279.
- Honda, Yuzo, Yoshihiro Kuroki and Minoru Tachibana, "An Injection of Base Money at Zero Interest Rates: Empirical Evidence from the Japanese Experience 2001~2006," Discussion Paper 07~08, Discussion Papers in Economics and Osaka School of International Public Policy, Osaka University, 2007.
- Johnson, Simon and James Kwak, *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, New York: Pantheon Books, 2010.
- Jorda, Oscar, Moritz Schularick and Alan Taylor, "When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles and Crises," NBER Working Paper No. 17621, November 2011.
- Kashkari, Neel, "Lessons from the Crisis: Ending Too Big To Fail," President's speech at the Brookings Institution, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Feb. 16, 2016.
- Kindleberger, Charles, *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, New York: Basic Books, 1978.

- Kourtellos, Andros, Thanasis Stengos and Chih Ming Tan, "The Effect of Public Debt on Growth in Multiple Regimes," *Journal of Macroeconomics*, 38, 2013, pp. 35~43.
- Krugman, Paul, "It's Baaack: Japan' Slump and the Return of the Liquidity Trap," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1998, pp. 137~205.
- \_\_\_\_\_, *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, New York: W. W. Norton & Co., 2009a.
- \_\_\_\_\_, "How Did Economists Get It So Wrong?," *The New York Times Magazine*, Sep. 2, 2009b.
- Kumar, Manmohan and Jaejoon Woo, "Public Debt and Growth," IMF Working Papers No. 10-174, 2010.
- Lucas, Robert, "Macroeconomic Priorities," *American Economic Review*, 93(1), March 2003, pp. 1~14.
- Panizza, Ugo and Andrea Filippo Presbitero, "Public Debt and Economic Growth in Advanced Economies: A Survey," *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 149(2), 2013, pp. 175~204.
- \_\_\_\_\_, "Public Debt and Economic Growth: Is There a Causal Effect?," *Journal of Macroeconomics*, 41, 2014, pp. 21~41.
- Paulson, Henry, *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*, New York: Business Plus, 2013.
- Perotti, Roberto, "The 'Austerity Myth': Gain without Pain?," NBER Working Paper 17571, 2011.
- Pescatori, Andrea, Damiano Sandri and John Simon, "Debt and Growth: Is There a Magic Threshold?," IMF Working Paper No. 14-34, International Monetary Fund, 2014.
- Rajan, Raghuram, "Has Financial Development Made the World Riskier?," NBER Working Paper 11728, Nov. 2005.

- Ramey, Valerie, "Discussion of Fiscal Policy in a Depressed Economy by Bradford DeLong and Lawrence Summers," *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2012, pp. 279~290.
- Reinhart, Carmen and Kenneth Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press, 2010.
- \_\_\_\_\_, "Growth in a Time of Debt," *American Economic Review*, 100(2), 2010, pp. 573~578.
- Reinhart, Carmen, Vincent Reinhart and Kenneth Rogoff, "Public Debt Overhangs: Advanced Economy Episodes Since 1800," *The Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 2012, pp. 69~86.
- Rey, Helene, "Capital Account Management," in *What Have We Learned?: Macroeconomic Policy after the Crisis*, ed. by Akerlof, George et al., Cambridge: The MIT Press, 2014, pp. 307~313.
- Rogoff, Kenneth, "Costs and Benefits to Phasing Out Paper Currency," NBER Working Paper No. 20126, 2014.
- Romer, David, "What Have We Learned about Fiscal Policy from the Crisis," in *In the Wake of the Crisis*, ed. by Blanchard, Oliver et al., Cambridge: The MIT Press, 2012, pp. 57~66.
- \_\_\_\_\_, "Preventing the Next Catastrophe: Where Do We Stand?," in *What Have We Learned?: Macroeconomic Policy after the Crisis*, ed. by Akerlof, George et al., Cambridge: The MIT Press, 2014, pp. 327~333.
- Roubini, Nouriel, "A Coming Recession in the U.S. Economy?," RGE Monitor, 17 July 2006.
- \_\_\_\_\_, "Fiscal Policy," in *What Have We Learned?: Macroeconomic Policy after the Crisis*, ed. by Akerlof, George et al., Cambridge: The MIT Press, 2014, pp. 209~222.
- Svensson, Lars, "Flexible Inflation Targeting-Lessons from the Financial Crisis," Speech at the Workshop "Towards a New Framework for Monetary

- Policy? Lessons from the Crisis,” organized by the Netherlands Bank, Amsterdam, Sep. 21, 2009.
- Tobin, James, “On the Efficiency of the Financial System,” *Lloyds Bank Review*, 153, 1984, pp. 1~15.
- Turner, Adair, *Between Debt and the Devil*, Princeton: Princeton University Press, 2016.
- Varoufakis, Yanis, *And the Weak Suffer What They Must*, New York: Nation Books, 2016.
- Woodford, Michael, “Moneraty Policy Targets after the Crisis,” in *What Have We Learned?: Macroeconomic Policy after the Crisis*, ed. by Akerlof, George et al., Cambridge: The MIT Press, 2014, pp. 55~62.
- World Bank, *Global Economic Prospects*, June 2015.
- Yellen, Janet, “Many Targets, Many Instruments: Where Do We Stand?,” in *What Have We Learned?: Macroeconomic Policy after the Crisis*, ed. by Akerlof, George et al., Cambridge: The MIT Press, 2014, pp. 31~35.

〈웹사이트〉

- 한국은행 경제통계시스템(<http://ecos.bok.or.kr>), 접속일: 2016.7.12
- 내각부(<http://www.esri.cao.go.jp/jp/sna/menu.html>), 접속일: 2016.7.13
- 동경상공리서치(<http://www.tsr-net.co.jp/news/status/transition>), 접속일: 2016.7.12
- 동경증권거래소(<http://www.jpx.co.jp>), 접속일: 2016.7.12
- 일본 국세청(<http://www.nta.go.jp>), 접속일: 2016.9.28
- 일본 통계청(<http://www.e-stat.go.jp>), 접속일: 2016.7.12
- 일본부동산연구소([www.reinet.or.jp](http://www.reinet.or.jp)), 접속일: 2016.7.12
- 일본은행(<https://www.boj.or.jp/mopo/outline/qqe.htm/#p02>), 접속일: 2016.7.12
- 일본 재무성([http://www.mof.go.jp/tax\\_policy/summary/condition/007.htm](http://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/condition/007.htm)),

접속일: 2016. 10. 18  
[http://ci.nii.ac.jp/els/110009864062.pdf?id=ART0010382698&type=pdf&lang=jp&host=cinii&order\\_no=&ppv\\_type=0&lang\\_sw=&no=1489623517&cp=](http://ci.nii.ac.jp/els/110009864062.pdf?id=ART0010382698&type=pdf&lang=jp&host=cinii&order_no=&ppv_type=0&lang_sw=&no=1489623517&cp=), 접속일: 2016.7.12.  
<http://www.e-stat.go.jp>, 접속일: 2016.7.12.  
[https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr141002_1.en.html),  
접속일: 2016.9.28  
[https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310\\_2.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310_2.en.html),  
접속일: 2016.9.28  
[https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html),  
접속일: 2016.9.28  
[https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605\\_3.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_3.en.html),  
접속일: 2016.9.28  
[https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html),  
접속일: 2016.9.28  
IMF(<http://www.imf.org>), 접속일: 2016.9.28  
World Bank(<http://databank.worldbank.org/data/>), 접속일: 2016.9.28  
<http://jp.reuters.com/article/reuters-poll-negative-rate-id>, 접속일: 2016.9.28  
Boards of Governors(<https://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>),  
접속일: 2016.9.29  
Carmen M. Reinhart(<http://www.carmenreinhart.com/data/browse-by-topic/topics/7/>), 접속일: 2016.10.13  
OECD. Stat(<http://status.oecd.org/>), 접속일: 2016.10.13

## 글로벌 금융위기 이후 통화·재정정책의 변화와 향후 정책 방향

---

홍범교 · 오종현

2007년 미국의 서브 프라임 모기지 사태로 시작된 미국의 금융위기는 전 세계적인 경기침체를 가져왔다. 유럽에서는 2010년 그리스의 재정위기에 이어 남유럽국가들도 재정위기를 겪으면서 더욱 어려운 침체국면을 맞이하게 되었고, 일본도 잃어버린 20년의 연장선상에서 금융위기를 맞아 경기침체가 지속되었다.

대공황(Great Depression)에 버금간다는 의미에서 대불황(Great Recession)으로 불리는 경제위기를 맞이하여 선진국 정부는 금융 완화정책과 확장적 재정정책을 사용하여 전방위적인 경기부양에 나섰다. 그러나 전통적인 정책수단이 그 효과를 보지 못함에 따라 정책적인 측면에서 혼돈의 시대를 맞게 되었다. 즉 기존의 경제이론에 입각한 거시경제정책들이 효과를 내지 못함에 따라 그동안 사용하지 않았던 양적완화라든가, 마이너스 금리정책과 같은 비전통적 정책수단을 사용하기에 이르렀다. 그러나 국가에 따라서는 이러한 정책들도 의도한 효과를 발휘하지 못하고 있으며, 특히 마이너스 금리정책은 예상과 달리 저축을 증대시키고 소비를 감소시키는 역효과가 발생하기도 하였다. 이에 경제학자들과 정책당국자들은 이러한 현상에 주목하여 기존 경제이론의 문제점을 찾고, 새로운 정책수단을 찾고자 하는 목적의 국제적 논의를 지속하고 있다.

이러한 논의 과정에서 부각된 통화정책 이슈로는 중앙은행의 중간목표로 인플레이션을 이외에 산출이나 환율도 포함할 것인가, 복수의 중간목표와 복수의 정책수단으로 통화정책을 운영하는 것이 맞는가, 마이너스 금리정책을 어떻게 운영할 것인가 등을 들 수 있다. 재정정책 이슈로는 국가채무와 경제 성장과의 관계 속에서 높은 국가채무의 위험성은 얼마나 되며, 얼마나 빨리 국가채무수준을 줄여야 하는가, 재정지배 성향의 위험성은 어떻게 다룰 것인가, 자동안정화기능을 보다 효율화할 수 있는 방안은 없는가 하는 문제가 제기되었다. 거시건전성 정책 이슈로는 통화당국과 금융규제당국을 하나의 기관으로 할 것인가 별개의 기관으로 하는 것이 보다 효율적인가 하는 문제와 다양한 거시건전성 정책수단의 장단점을 재검토하는 문제가 있다.

이러한 이슈들에 대한 국제적 논의와 금융위기 수습과정에서 선진국의 정책 결정과정을 검토하여 우리나라의 향후 거시정책에 주는 시사점을 다음과 같이 추려보았다. 첫째, 금융기관의 자본확충은 매우 중요한 문제이나, 우리나라의 경우에는 금융기관의 크기를 키우기보다는 틈새시장을 발굴하는 것이 대마불사 문제의 해결 및 은행 전략측면에서 현실적이라고 본다. 둘째, 급격한 자본이동에 대응할 수 있는 거시건전성 수단으로서 자본통제의 중요성을 다시 인식할 필요가 있으며, 영세율 2단계 토빈세와 같은 외환거래세의 도입도 이러한 수단의 하나로 검토할 필요가 있다. 셋째, 통화정책의 메커니즘에 대한 재검토가 필요하다. 금리와 산출간의 관계가 미약해진 상황에서 복수의 정책 수단과 복수의 정책 목표설정이 필요하며 동시에 가능한가를 검토해야 한다. 아울러 정책금리조정의 여력을 확보하기 위해서는 현실적으로 금통위원들의 정확한 판단과 소신이 매우 중요하다. 금통위원들의 대표성을 다양화하고 보다 독립적인 의사 결정을 할 수 있는 제도적 여건을 만들어주는 것이 중요하다. 넷째, 재정정책에 있어서도 재정 여력의 확보가 중요하다. 일본과 같은 전철을 밟지 않기 위해서는 중장기적인 시각에서 재정 운용에 신중을 기해야 할 것이다. 다섯째, 금융과잉을 해소하기 위한 조치가 필요하다. 금융이 실물경제에 미치는 지대한 부정적 외부효과를 완화하기 위하여 거래세든 부담금이든 교정세의 부과를 고려할 만하다. 여

셋째, 정책은 정치의 산물인 만큼, 올바른 정치의 중요성은 말할 것도 없으며 효율적인 경제정책의 수립과 집행이 가능한 정치적 과정을 만들기 위한 부단한 노력이 필요하다.

## Macroeconomic Policies after the Global Financial Crisis

---

Beom-Gyo Hong · Jonghyeon Oh

Global Financial crisis has brought many changes in national and world economic conditions. The collapse of Lehman Brothers in 2008 has hit hard the financial sectors and then the real economies around the world. Policymakers of major countries were busy coping with the crisis. But the policies did not go along the way they should be. That has raised some doubts whether macroeconomic policies are based on sound economic theories or the theories themselves are correct.

Many non-conventional policy tools such as quantitative easing and negative interest rate policy have been used in many countries hit hard by the crisis such as the United States, European Union and Japan. But even those policies showed limited effects depending on the conditions of each country. So far the United States is better than the others in recovering from the Great Recession, even though she did not adopt negative interest rate policy that the others adopted.

Since the outbreak of the crisis, prominent economists, central bankers, and top treasury officials have gathered to discuss what went wrong and what we can learn from the crisis. Many issues in monetary policy, fiscal

policy and prudential macro policy have been raised and discussed in many different fora, notably in the IMF conferences.

Though those discussions have not reached conclusions in many issues yet, we can derive some implications on the directions of macro policies for the Korean government. The memoirs of prominent policymakers who took charge in coping with the crisis such as Hank Paulson, Ben Bernanke, Tim Geithner, Sheila Bair, Adair Turner, Mervin King were also valuable in deriving useful policy lessons. First, we have to impose enhanced capital requirements on the financial institutions for financial stability. We also had better emphasize niche operations of Korean banks rather than bigger size of the banks. Second, we had better set up operational processes so that we can use capital control as a prepared policy tool to prevent sudden capital movements. Capital control is now recognized as a legitimate policy tool worldwide. Third, We have to review the mechanism of monetary policy whether a two-tool two-target mechanism is better than current one. Also personal judgement of the members of the Monetary Policy Board is very important as we have seen in those cases of the United States FOMC decision making processes. It is important to make reforms in the selection process of the members and the operating system of the Board so that they can make independent and best possible decisions in monetary policy. Fourth, Korean fiscal conditions are better than most advanced countries. But we still have to pay attention to maintaining fiscal soundness in mid and long-term basis. We had better learn from the Japanese fiscal experiences. Fifth, we should take some actions to reduce financial excess. Financial crisis broke out due to financial excesses. Though the absolute size of Korean financial sector is small compared to those of advanced countries, it is not small when we compare them in terms of the ratio to GDP. Considering

the negative external effects of finance, we had better impose certain kinds of Pigouvian tax on finance. Lastly, policy is the output of politics. For efficient macro policies, as Hank Paulson has said, we have to find a way to improve the collective decision-making process in politics.



## ■ 저자약력

### 홍범교

서울대학교 경제학과 졸업  
미국 Brown University 경제학 박사  
미국 New York 시립대학교 Queens College 경제학과 조교수  
현, 한국조세재정연구원 선임연구위원

### 오종현

한양대학교 경제금융학부 졸업  
미국 The Ohio State University 경제학 박사  
현, 한국조세재정연구원 부연구위원

### 자료 수집 및 정리

강미정 한국조세재정연구원 전문연구위원  
권선정 한국조세재정연구원 연구원

연구보고서 16-07

## 글로벌 금융위기 이후 통화·재정정책의 변화와 향후 정책 방향

---

발행	2016년 12월 30일
저자	홍범교·오종현
발행인	박형수
발행처	한국조세재정연구원
주소	30147 세종특별자치시 시청대로 336
전화	(044)414-2114(대)
홈페이지	www.kipt.re.kr
등록	1993. 7. 15. 제2014-24호
정가	8,000원
조판 및 인쇄	고려씨엔피
I S B N	978-89-8191-844-6 93320

---

© 한국조세재정연구원 2016 \* 잘못 만들어진 책은 바꾸어 드립니다.