

## 第 4 章 外換危機 以後 資金循環構造의 變化와 政策的 示唆點

姜 京 勳

### 1. 문제 제기

우리나라의 자금순환은 일반적으로 개인부문의 자금잉여가 자금부족 부문인 기업으로 흘러가는 모습을 보여 왔다. 그러나 외환위기 이후 기업부문의 자금부족 및 개인부문의 자금잉여 규모가 큰 폭으로 줄어드는 등 자금순환구조가 크게 변화하고 있다. 또한 금융기관의 단기성수신 비중이 지속적으로 상승하는 가운데 은행의 기업대출 평균만기가 단기화된 것도 외환위기 이후 발견되는 특징이다. 시중유동성이 줄곧 풍부한 상태를 유지하여 부동산시장 등에는 자금이 넘쳐나지만 중소기업이나 구조조정기업 매각 등에는 자금이 유입되지 않는 등의 자금편재 현상도 자주 나타난다.

이러한 자금순환 구조의 변화를 한두 가지 요인으로 설명하기는 어렵다. 자금순환구조는 실물경제 및 금융부문의 다양한 요인들 간의 복잡한 상호작용에 따라 결정되기 때문에 이러한 요인들에 대한 다각도의 분석·연구가 필요하다. 여기에서는 외환위기 이후 자금순환구조의 변화 및 그 원인과 정책적 시사점에 관하여 검토하고자 한다. 특히 자금순환구조의 변화가 경제구조 변화에 따른 자연스러운 현상인지 아니면 금융부문에 경제의 원활한 흐름을 방해하는 문제점이 있는지를 따져보는 것은 앞으로 우리 경제의 진로와 관련하여 중요한 시사점을 줄 수 있을 것이다.

### 2. 자금순환구조의 변화 상황

자금순환구조의 변화를 보다 자세하게 살펴보자. 외환위기 이후 기업의 자금부족 및 개인의 자금잉여 규모가 크게 축소되었는데 기업의 자금부족규모 대비 명목GNI 비율은 1997년까지 10%를 크게 상회하였으나 1998~2000년중 5~6%대로, 2001년 이후에는 3~

4%대로 크게 하락하였다. 개인의 자금잉여규모 대비 명목GNI 비율도 1997년까지 10% 안팎의 수준을 유지하다가 외환위기 직후 17.7%까지 치솟은 이래 줄곧 하락하다가 2002년에는 負(-)를 기록하기도 하였다. 한편 외환위기 이후 계속된 경상수지 흑자에 따라 국외부문의 자금과부족은 負(-)의 상태를 지속하고 있다.

〈표 III-10〉 부문별 자금과부족 추이

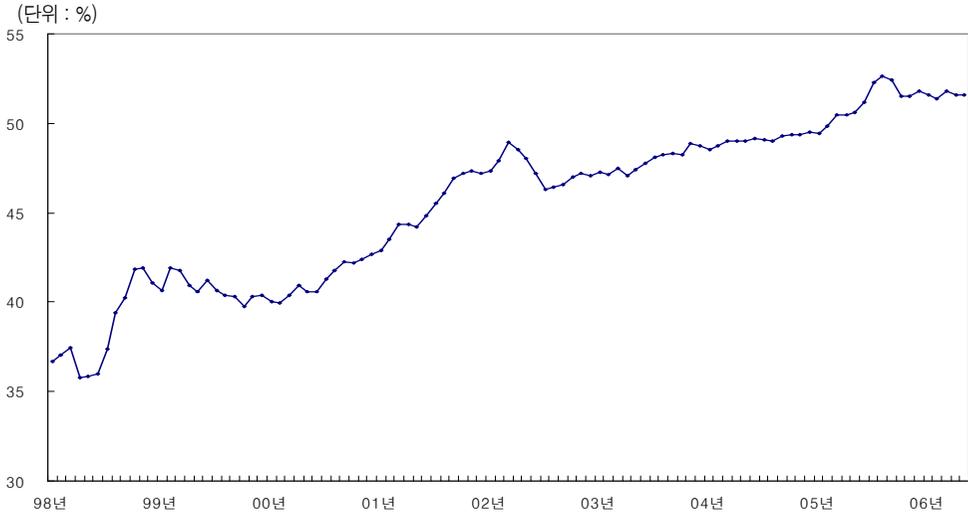
(단위 : %)

	1990	1995	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
기업부족/명목GNI <sup>1)</sup>	16.5	14.9	13.1	6.1	5.5	6.6	3.2	4.8	4.6	3.4	4.6
개인잉여/명목GNI	11.0	9.9	8.1	17.7	8.2	5.6	2.2	-0.7	2.8	3.4	3.0
정부잉여/명목GNI	3.8	3.7	3.4	1.4	2.6	5.2	4.6	4.8	-0.1	2.4	2.0
국외과부족/명목GNI	1.6	2.0	2.5	-10.3	-4.7	-2.2	-2.1	-0.8	-1.7	-4.3	-2.2

주 : 1) 기업부족/명목GNI계수는 절대치임.

또한 자금의 만기구조가 단기화된 것도 외환위기 이후의 현상이다. 주요 금융기관 총수신에서 단기수신이 차지하는 비중은 1998년 1월 36.7%에서 2006년 5월에는 51.6%로 상승하였다. 또한 일반은행의 기업대출 평균만기는 시설자금대출 비중 하락 및 운전자금대출 비중 상승 등을 반영하여 1998년말 19개월에서 2004년말 14개월까지 단축되었다가 2005년 들어 소폭 늘어나는 데 그쳤다. 한편 저금리 정책 및 기업자금수요 부진 등을 반영하여 2001년 이래 유동성 과잉상태가 지속되고 있다. EC방식의 화폐방정식이나 통화팽창지수(MTI) 등의 추이는 통화정책이 팽창적임을 시사하고 있다.

〈그림 III-6〉 주요 금융기관<sup>1)</sup>의 단기수신<sup>2)</sup> 비중 추이



주 : 1) 은행, 자산운용사, 증권사, 은행신탁의 수신 평균잔액 기준  
 2) 단기수신은 요구불예금, 수시입출식 예금, 6개월 미만 정기예금, CD, MMF 등  
 자료 : 한국은행

### 3. 자금순환구조 변화의 원인

이상에서 살펴본 자금순환구조 변화의 배후에 있는 다양한 원인 가운데 우선 외환위기 이후 실물부문의 주된 특징이었던 설비투자 부진, 고용증가 축소와 금융부문의 주된 특징인 저금리 기조, 위험기피성향의 변화 및 자본시장의 미성숙 등에 관하여 검토해 보자.

먼저 외환위기 이후 기업의 설비투자와 고용증가가 전반적으로 부진했던 것이 기업 자금부족 및 개인 자금잉여 규모 축소, 기업대출 만기 단기화 및 시중유동성 과잉의 일차적인 원인으로 작용하였다고 할 수 있다. 설비투자는 2001년과 2003년에 負(-)의 증가율을 시현한 바 있으며 2004년부터 증가세로 반전되었으나 여전히 미흡한 수준이다.

<표 III-11> GDP 및 설비투자 증가율 추이

(단위 : 전년동기대비 %, 실질기준)

	1981-90	1991-97	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
G D P 성 장 른	8.7	7.3	-6.9	9.5	8.5	3.8	7.0	3.1	4.7	4.0
설비투자증가율	12.3	8.4	-42.3	36.8	33.6	-9.0	7.5	-1.2	3.8	5.1

자료 : 한국은행, 『국민계정』

<표 III-12> 제조업의 유형자산증가율 추이

(단위 : %)

71~79평균	80~89평균	90~99평균	00~04평균
29.8	18.9	14.5	1.0

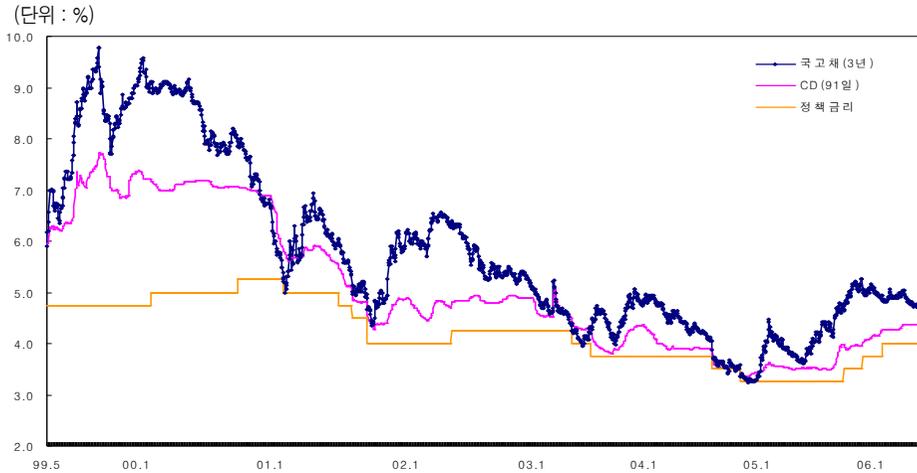
자료 : 한국은행, 『기업경영분석』

더욱이 기업들이 임시·일용직 근로자의 고용비중을 늘림에 따라 총근로시간 기준으로 본 고용증가율은 더욱 낮은 수준이다. 이에 따라 수출호조 및 저금리 등으로 크게 늘어난 기업 이익이 가계부문으로 환류되지 못함으로써 개인소득과 기업소득 증가율 간의 차이가 커지는, 가계와 기업의 소득양극화 현상이 발생하였다.

저금리 정책은 주택담보대출을 이용한 부동산투자 증가 및 부동산시장 과열로 개인부문의 자금잉여 축소와 단기성수신 비중의 상승을 초래하였다. 주택담보대출에 대한 원리금 상환 등으로 가계의 자금잉여 규모가 크게 줄어든 것이다. 또한 금융상품의 수익률이 부동산시장의 수익률을 크게 하회하는 가운데 부동산 투자자금이 금융권에 일시적으로만 머무르는 경우 금융기관 단기성수신의 비중이 상승하게 된다. 기업대출의 경우 장기간 지속된 저금리 기조는 대출만기의 단기화를 초래하게 된다. 이는 기업대출이 가계대출에 비해 고정금리 적용비중이 높고 금리변동주기가 길기 때문에 금리 하향 안정기조 하에서 기업들은 단기대출을 선호하기 때문이다.

〈그림 III-7〉

## 정책금리 및 장단기 시장금리 추이



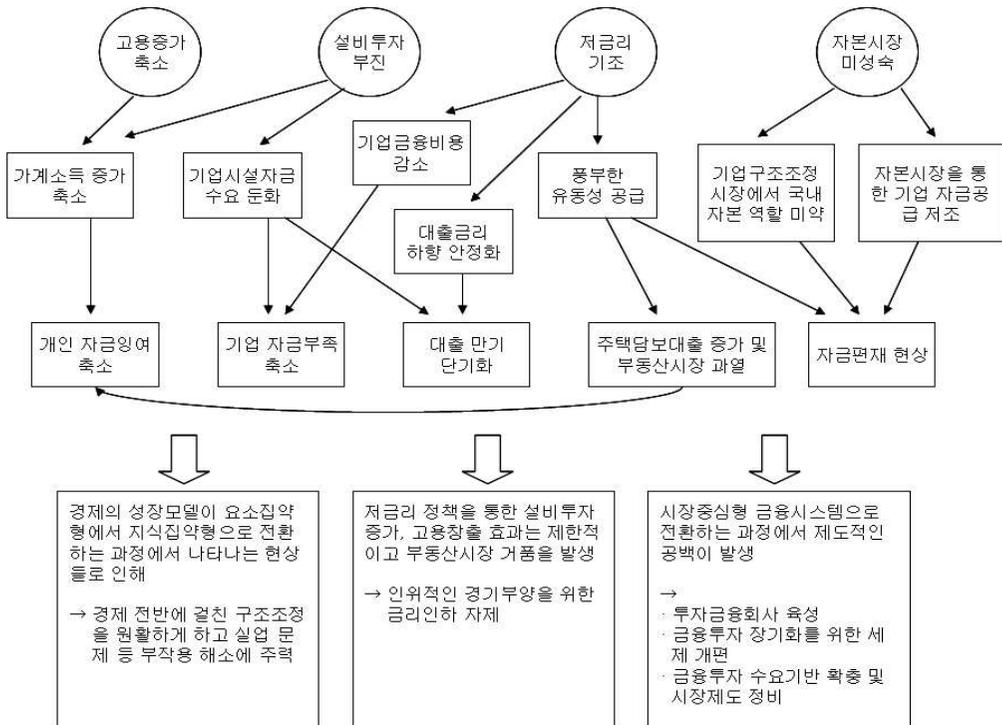
한편 외환위기 이후 금융기관 및 투자가 등의 위험기피성향이 강화됨에 따라 금융중개 기능이 위축되었다는 지적이 있으나, 그 근거가 명확하지 않은 데다 오히려 이를 반증하는 사례도 많다. 즉, 2002~2003년중 은행의 중소기업대출 확대, 특히 2003년의 소호 등 개인사업자에 대한 대출 확대는 은행의 위험기피성향이 커졌다고 보기 어려운 사례이다. 물론 위험투자가 제대로 이루어지지 못하는 사례도 자주 발견할 수 있으나 이는 금융권 전반의 위험기피성향 증가 때문이라기보다는 적극적으로 위험을 인수·중개하는 금융기관이 제대로 형성되지 못하고 위험금융투자 수요기반 및 관련 시장제도도 미숙한 실정을 반영하는 것으로 보인다.

우선 금융시장에서 적극적인 자금중개 역할을 수행하는 금융기관이 부재한 문제를 들 수 있다. 외환위기 이후 종합금융회사들이 사라진 뒤 달러 기능을 바탕으로 회사채 및 기업어음시장 등에서 적극적인 자금중개 역할을 수행하는 금융기관이 거의 전무한 실정이다. 또한 기업구조조정시장이나 벤처캐피탈시장 등 외환위기 이후에 본격적으로 성장한 금융시장에 적합한 국내 금융기관이 미성숙하여 기업구조조정시장 등은 해외 투자은행 및 PEF들의 독무대이다. 위험투자가 이루어지는 금융시장의 투명성, 신뢰성을 확보할 수 있는 공시, 감독 등 관련제도가 충분히 정비되지 못한 것도 자금의 효율적 배분을 저해하고 있는 원인의 하나로 지적될 수 있다.

#### 4. 종합평가 및 정책적 시사점

이상의 분석을 종합하면 기업의 자금부족 및 개인의 자금잉여 규모의 축소와 기업대출의 만기구조 단기화 등은 설비투자 부진, 고용 없는 성장 등 실물경제의 요인과 저금리 구조에 주로 기인하며 시중유동성이 풍부함에도 불구하고 기업구조조정시장 등에 자금이 흐르지 않는 자금편재 현상은 주로 자본시장의 미성숙에 기인한다고 하겠다.

<그림 Ⅲ-8> 자금순환구조 변화 요인 및 정책과제



그런데 설비투자의 부진 및 고용증가 축소 등은 우리 경제가 요소집약형 성장모델에서 혁신주도형 성장모델로 전환하는 과정에서 겪는 과도기적인 현상으로 이해될 수 있다. 과거와는 달리 단순히 생산설비를 확대하는 것은 충분한 수익률을 얻기 어려우며 인적자본

및 R&D 투자에 따른 성과가 실현되는 데는 오랜 기간이 소요된다. 또한 성장모델의 전환 과정에서는 대규모의 인력 재교육 및 재배치 등이 필요하기 때문에 고용증가가 과거보다 늦게 나타날 수 있다.

이와 같은 경제구조의 변화를 충분히 감안하지 않은 금융정책은 소기의 성과를 거두기 어려울 뿐 아니라 오히려 부작용을 초래하게 된다. 설비투자 및 고용 증가를 위해 수년간 유지되었던 저금리 정책이 기대했던 효과보다 부동산시장 과열 등의 부작용을 초래했던 것이 대표적인 사례이다. 또한 최근의 자금순환구조 변화를 금융부문의 금융증개기능 약화로 해석하여 기업으로의 자금공급을 무리하게 촉진하는 정책을 사용할 경우 금융시장에 왜곡이 발생할 우려가 있다.

향후 금융정책은 우리 경제가 혁신주도형 성장모델로 원활히 전환할 수 있도록 시장형 금융시스템을 활성화하는 데 주안점이 두어질 필요가 있으며 이 과정에서 자금편제 현상도 자연스럽게 시정될 것이다. 시장형 금융시스템을 활성화하기 위한 전제조건 가운데 하나는 자본시장에서 적극적으로 위험을 인수·중개하는 금융기관을 육성하는 것이다. 외환위기 이전의 종합금융회사는 딜리기능을 바탕으로 활발한 자산변환 기능을 수행하였으나 지나친 위험투자로 개별 종금사뿐 아니라 금융시스템의 안정성까지 위협한 바 있으며, 외환위기 이후 우리나라 금융시장에서 비중이 커진 은행의 경우 통화성·결제성 예금을 취급함에 따라 위험자산 보유에 일정한 한계가 있을 수밖에 없다.

최근 정부가 '자본시장과 금융투자업에 관한 법률(안)'을 발표하면서 중점적으로 육성하겠다는 의지를 밝힌 '금융투자회사'는 이러한 자본시장형 금융기관의 대표라고 할 수 있다. 금융투자회사는 좁은 의미의 은행업 및 보험업을 제외한 거의 대부분의 금융업무를 취급할 수 있는 데다 규제방식도 포괄주의로 변경됨으로써 향후 적극적인 자금 및 금융증개기능이 기대된다. 그러나 대형 증권사의 투자은행화 전략은 자본규모나 업무능력을 감안할 때 장기간이 소요될 것으로 보인다. 따라서 능력있는 금융투자회사를 조속히 육성할 수 있는 방안이 시급한 실정이다.

한편 자본시장으로 장기투자자금이 유입될 수 있도록 자본시장 관련 세제의 정비를 적극적으로 검토할 필요가 있다. 적립형투자상품 및 중소기업투자 PEF 등 자본시장 연계 상품이나 장기증권저축에 대해서는 세제혜택을 도입·확대하는 한편 주식 양도소득세를 도입하여 현재 지나치게 단기화되어 있는 주식투자의 장기화도 유도하는 것이 바람직하

다. 이 때 주식투자의 장기화를 유도하기 위해 선진국에서와 같이 장단기 차등세율을 적용하는 주식 양도소득세를 도입하는 방안을 검토할 필요가 있다. 주식 양도소득세 도입에 따른 주식자금의 일시적 이탈은 기관투자가 세금 면제, tax credit 등으로 어느 정도 보완 될 수 있을 것이다. 주식시장, 회사채시장, 자산운용시장 등 위험이 거래되는 금융시장의 인프라를 지속적으로 개선하는 것도 자금의 선순환구조를 정착하는 데 필요하다. 이는 두말할 필요도 없다.