



우리 경제의 중장기 불안요인과 해법*

金 東 煥 (先任研究委員, 3705-6360)

우리 경제는 몇 가지 불안요인을 지니고 있으나 그 해법도 상당 부분 마련되고 있다. 우리 경제가 안고 있는 불안요인을 해소하기 위해서는 고물가-저고용의 딜레마를 치유하고, 유동성퇴장의 쓸림에 따르는 부작용을 방지하며, 디플레이션 압력을 완화하면서 거품구조를 근본적으로 개혁할 필요가 있다. 또한 금융규제의 불확실성이 금융시장의 불안으로 이어지지 않도록 규제체계를 재정비할 필요도 있다.

지금 우리 경제는 성장-물가, 성장-고용의 이중 딜레마 국면에 봉착해 있는 가운데 금융시장의 불확실성이 더해지면서 일종의 위기의식을 느끼고 있다. 한편 이와 같은 위기론은 근거가 없는 것이니 만큼 근거 없는 위기론에 입각한 자기충족적 기대(self-fulfilling expectation)가 실현되지 않도록 단속을 강화해야 한다는 견해도 힘이 실리고 있다. 본고에서는 중장기적 관점에서 우리 경제가 안고 있는 불안요인이 무엇인지 살펴보고 해법을 찾아본다.

우리 경제는 성장을 추구하면 물가가 오르고 고용은 늘지 않는 이중의 딜레마 국면에 처해 있다.

이중의 딜레마와 해법

주지하는 바와 같이 우리 경제는 소비와 투자가 부진을 면치 못하는 가운데 고물가, 저고용 문제에 시달리고 있다. 특히 고물가 현상은 글로벌 달러 약세

*본고의 내용은 집필자의 개인의견으로서 한국금융연구원의 공식견해와는 무관함을 밝혀둡니다.



성장-물가, 성장-고용의 이중 딜레마를 근본적으로 치유하기 위해서는 공급측면의 애로요인을 제거해야 한다.

로 인해 달러표시 자산에 대한 투자가 감소하는 대신 원유 등 1차 상품에 대한 투기적 수요가 늘어 수입물가가 폭등한 데에 크게 기인한다. 이 경우 경제의 총공급곡선이 왼쪽으로 이동하게 되므로 총수요곡선이 불변이라 가정하면 국민총생산이 감소하면서 물가가 상승하는 스태그플레이션이 발생할 수 있다. 만약 이와 같은 상황에서 경제성장을 견인하기 위해 총수요 확대정책을 실시한다면 국민총생산은 증가할 수 있지만 물가가 더욱 폭등하여 서민들이 성장의 혜택을 향유할 수 없는 성장-물가의 딜레마 국면이 심화될 수도 있다. 한편 저고용 현상은 외환위기 이후 국내 산업구조가 구조적으로 변화한 데에 크게 기인한다. 즉, 수출주도의 제조업은 기존의 고용유발형 굴뚝산업에서 노동절약적 첨단산업 위주로 내용이 크게 변했지만, 내수위주의 서비스 산업은 여전히 생산성이 낮은 가운데 노동집약적 성격에서 벗어나지 못하고 있는바, 이러한 상황에서 수출주도 제조업을 중심으로 성장의 드라이브를 걸 경우 국민총생산은 어느 정도 늘 수 있으나 고용사정은 개선되기 어려운 성장-고용의 딜레마 국면이 지속될 수 있다.

다행히 최근에는 글로벌 달러약세가 진정되면서 성장-물가의 딜레마 상황이 개선되고 있고, 정부도 이와 같은 이중의 딜레마를 근본적으로 치유할 구체적인 방안을 모색하기 시작한 듯하다. 이는 기본적으로 총공급곡선의 우향이동을 통해 물가를 하향 안정화하고 국민총생산을 늘리되, 국민총생산의 증가가 고용증가로 이어질 수 있도록 공급측면의 애로요인을 제거하는 것을 말한다. 보다 구체적으로는 대체에너지원 등을 개발하여 경제의 대외의존도를 낮추고, 중소·중견기업을 중심으로 고용유발형 첨단산업을 육성하고 서비스 산업의 생산성을 제고하며 과잉취업 인구의 전직(outplacement) 등을 통해 경제의 내수기반을 강화하는 것으로 요약된다.

거시경제 불안요인과 해법

외환위기 이후 급격히 증가한 단기성 수신자금은 금융권간 또는 부동산시



장으로 빈번하게 이동하면서 은행의 안정적 수신기반 및 자금중개 기능을 저해할 뿐만 아니라 시중자금을 투기자금화하여 거시경제의 불안정성을 증폭시켜 왔다. 특히 '02년 이후 확대된 주택담보대출은 부동산발 금융위기를 야기할 수 있는 잠재요인이 되었고, 금융자산 및 가처분소득보다 빠른 속도로 증가하는 금융부채는 가계의 부담을 늘려 경제성장의 발목을 붙잡는 새로운 요인으로 등장하고 있다. 게다가 자본시장은 기업들의 장기자금 조달의 장(場)이기보다는 기업간 인수·합병 및 단기 매매차익 실현의 무대로 자리매김하면서 외국 투자자들에 의해 좌지우지되는 상황이 지속되고 있다. 이와 같은 시중자금의 단기부동화 및 투기자금화 현상은 저금리기조와 경상수지 흑자기조 속에서 확대된 초과유동성의 쓸림(herd behavior)에 의해 잘 설명될 수 있다. 초과유동성은 금융자산의 기대수익률을 실물자산의 기대수익률보다 낮추고 부채보유 비용도 감소시키는 대신 투기적 화폐수요를 증가시켜 자산시장과 외환시장 등으로 쏠리는 경향이 있기 때문이다.

하지만 최근에는 인플레이션의 진전과 미국, 중국 등 수출국 경제의 혼미로 저금리기조와 경상수지 흑자기조가 퇴조하고 있는 가운데 서브프라임 사태의 여파로 글로벌 신용경색 현상이 지속되고 있어 과거와 달리 초과유동성 문제를 염려할 필요는 없어 보인다. 오히려 현 단계에서는 유동성퇴장의 쓸림에 따르는 부작용을 방지하는 것이 시급한 과제로 등장한다. 여기서 유동성퇴장의 쓸림이란 원화 및 외화유동성이 국내 부동산 및 주식시장, 가계 및 중소기업으로부터 해외부문 등으로 급격히 빠져나가는 현상을 의미한다. 공급측면의 애로요인이 해소되지 않은 상태에서 설상가상으로 이와 같은 현상까지 나타날 경우 자산가격의 거품이 붕괴되고 신용경색 및 양극화가 심화되어 경제 전체의 총수요를 위축시킬 수 있는데, 이 때 경기는 스태그플레이션 국면을 거쳐 디플레이션 국면으로 급격히 전환될 가능성도 배제할 수 없다. 다행히 최근 정부와 중앙은행은 유동성퇴장의 쓸림현상에 대한 모니터를 강화하는 동시에 대응책을 모색하고 있다.

저금리 및 경상수지흑자기조 속에서 확대된 초과유동성의 쓸림은 시중자금의 단기부동화와 투기자금화 현상을 초래하였다.

하지만 최근에는 초과유동성 문제 대신 유동성퇴장의 쓸림에 따르는 부작용을 방지하는 것이 시급한 과제로 등장한다.



금융시장 불안요인과 해법

초과유동성이나 유동성퇴장의 쓸림과 같은 현상은 비록 경제주체들의 단기적 성향을 반영하는 것이기는 하지만 나름대로의 합리성을 갖춘 근시안적 최적화(myopic optimization) 행위의 결과로 나타나는 것이기 때문에 그 자체를 예방이나 근절의 대상으로 삼을 수는 없다. 좌측통행의 원칙이 존재한다 하더라도 현재 지나가는 거리에서 많은 사람들이 우측통행을 하고 있다면 자신도 우측통행을 하는 것이 당장에는 합리적인 만큼, 이를 두고 원칙을 지키지 않는다고 나무랄 수는 없는 법이기 때문이다. 문제는 유동성퇴장의 쓸림 현상 자체를 금융시장 불안정 요인이라고 인식하는 데 있는바, 예컨대 해외 부문이나 대기업 등으로 빠져나간 유동성이 인수·합병 자금으로 이용되어 관련 기업이나 금융회사의 주가가 요동치거나 환율이 급변동한다고 하여 국내 금융시장이 불안해진다고 질타할 수는 없는 것이다. 따라서 유동성퇴장의 쓸림현상에 대한 대응책은 유동성의 급격한 유출 자체를 막는 것이 아니라, 동 현상의 부작용에 해당하는 자산가격 거품의 붕괴, 신용경색 및 양극화의 확산을 방지하는 데 초점이 맞춰져야 한다.

국내외 금융시장은 상기 대응책의 방향과 강도에 대해 비상한 관심을 가지고 있다. 만약 정부가 현재의 불황국면을 타개하기 위한 목적으로 부동산이나 주식시장을 부양하고 가계와 중소기업의 부채를 경감해 주는 방식의 대책을 강구한다면, 유동성퇴장의 쓸림현상은 단기적으로는 진정될 수 있으나 중장기적으로는 더욱 악화될 가능성이 있다. 왜냐하면 이와 같은 총수요 확대 정책은 성장-물가, 성장-고용의 이중 딜레마 국면을 타개하는 데 도움이 되지 않을 뿐만 아니라, 경제의 기초여건(fundamentals)에 비해 자산가격이 고공비행하고 가계와 중소기업이 과도한 채무를 안고 있는 우리 경제의 거품 구조를 근본적으로 개혁하려는 의지도 결여하고 있기 때문이다. 따라서 정부는 새로운 거품을 만들기보다는 거품붕괴의 피해를 최소화하여 금융시장과 실물경제를 연착륙(soft-landing) 시키는 데에 정책의 초점을 맞추되, 경기

유동성퇴장의 쓸림에 대한 대응책은 자산가격 거품의 붕괴, 신용경색 및 양극화의 확산을 방지하는 데 초점이 맞춰져야 한다.

또한 정부는 거품구조를 개혁하여 경제를 연착륙 시키되, 디플레이션 압력을 해소하는 정도의 경기 부양책을 사용해야 한다.



부양책은 거품구조의 개혁과정에서 발생할 수 있는 디플레이션 압력을 해소하는 정도에 그치도록 유의할 필요가 있다. 이 때 연착륙이 중요한 까닭은 투자, 소비 등의 기초여건이 취약한 불황국면에서 거품이 붕괴될 경우 회복의 모멘텀 역시 작을 수 있기 때문이다.

규제의 불확실성과 해법

금융시장을 불안하게 할 수 있는 또 다른 요소로서 금융규제의 불확실성을 들 수 있다. 예컨대 자본시장통합법 제정을 계기로 확산되고 있는 원칙자유-예외금지의 포괄주의 원칙에 입각한 규제완화 추세는 금융시장의 효율성을 제고하는 전기를 마련해 준다는 측면에서 긍정적으로 평가될 수 있으나, 금융권간 단기자금의 유출입 규모와 변동성을 높여 지급결제시스템의 안정성은 물론 금융회사의 자산건전성과 자본적정성을 저해할 수 있다는 점에서 문제의 소지를 안고 있다. 또한 분업주의 전통이 허물어지면서 금융권간 고유업무 확보를 위한 경쟁이 과도하게 진행되고, 그 과정에서 기존에 영위하던 업무나 상품을 취급하지 못하거나 제약을 받게 되는 사태도 발생할 가능성이 있다.

이와 같은 규제의 불확실성을 해소하기 위해서는 포괄주의 규제의 적용 대상과 범위를 가능한 좁히고, 열거주의 규제방식을 취하는 경우에는 취급가능한 업무와 상품을 확대하되, 규제차익(regulatory arbitrage)과 이중규제의 문제가 발생하지 않도록 규제창구를 일원화하는 방안을 강구할 필요가 있다. 예컨대 포괄주의 규제방식을 채택하고 있는 자본시장통합법은 금융투자회사가 금융투자상품을 금융투자업으로 영위하는 경우에 한해 적용하고, 금융투자회사가 은행이나 보험회사의 업무나 상품을 취급하는 경우에는 각각 열거주의 규제방식을 채택하고 있는 은행법과 보험업법을 적용받도록 하되, 은행법과 보험업법은 해당 금융회사가 자본시장통합법을 적용받지 않고 영위할 수 있는 금융투자상품과 금융투자업무를 열거하는 방식으로 개정하는 방안을 검토해 볼 만하다. **KIF**

정부는 금융규제의 불확실성이 금융시장 불안요인으로 작용하지 않도록 규제체계를 재정비할 필요가 있다.