

출구전략의 배경 및 파급효과

안순권

출구전략의 배경 및 파급효과

1판1쇄 인쇄 / 2010년 7월 10일

1판1쇄 발행 / 2010년 7월 15일

발행처 한국경제연구원

발행인 김영용

편집인 김영용

등록번호 제318-1982-000003호

(150-705) 서울특별시 영등포구 여의도동 27-3

하나대투증권빌딩 8층

전화(대표) 3771-0001 (직통) 3771-0057 팩스 785-0270~1

<http://www.keri.org/>

© 한국경제연구원, 2010

한국경제연구원에서 발간한 간행물은
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.

(구입문의) 02-3771-0057

ISBN 978-89-8031-583-3

값 7,000원

요 약 · 5

제 1 장 출구전략의 개념 및 시행 배경 · 21

제 2 장 출구전략 필요성의 이론적 배경 · 24

1. 글로벌 금융위기의 원인과 대책 · 24
2. 시장자율조정을 위한 출구전략의 필요성 · 29

제 3 장 출구전략 이행 현황과 여건 점검 · 40

1. 출구전략 이행 현황 · 40
2. 출구전략 여건 점검 · 50

제 4 장 출구전략 시행의 파급효과 · 67

1. 금리인상이 실물경제에 미치는 영향 · 67
2. 금리인상이 가계에 미치는 영향 · 72
3. 금리인상이 기업에 미치는 영향 · 76

제 5 장 출구전략의 방향과 대응방안 · 85

참고문헌 · 91

표 목 차

- <표 1> 리먼사태 이후 유동성 공급 및 회수 현황 · 42
- <표 2> 외화유동성 공급 및 회수 현황 · 43
- <표 3> 중소기업 및 서민생활안정 대책과 출구계획 · 44
- <표 4> 재정수지 · 46
- <표 5> 2010년 국내경제전망 · 51
- <표 6> 정부 · 민간 부문 성장기여도 · 52
- <표 7> 은행의 기업대출(증감액 기준) · 56
- <표 8> 기업의 직접금융을 통한 자금조달(증감액 기준) · 57
- <표 9> 국내은행 원화대출 부문별 연체율 추이 · 58
- <표 10> 국내은행 외환건전성 비율 · 58
- <표 11> 국내은행의 BIS비율 및 기본자본(Tier1) 비율 추이 · 59
- <표 12> 국내은행 수익구조 현황 · 60
- <표 13> 통화정책방정식 추정식 · 62
- <표 14> 금리상승에 따른 가계대출 순이자 부담 · 72
- <표 15> 대기업 · 중소기업 채산성 및 자금사정 결정요인 · 78
- <표 16> 리먼사태 이후 대기업 · 중소기업 채산성 및 자금사정 결정요인 · 79
- <표 17> 이자보상비율 추이 · 84
- <표 18> 이자보상비율 구간별 업체 수 비중 · 84

그 림 목 차

- <그림 1> 기준금리 운용 추이 · 41
- <그림 2> 소비자물가 상승률, 콜금리 및 경제성장률 추이 · 54
- <그림 3> 통화량 증가율 · 56
- <그림 4> 2008년 9월 이후 원화대출 연체율 추이 · 57
- <그림 5> 한국의 버블 형성 경험 · 68
- <그림 6> 콜금리의 충격반응 · 70
- <그림 7> 은행가계대출 및 주택담보대출 잔액 추이 · 74
- <그림 8> 가계의 금융기관 예금 및 차입금 규모 추이 · 75
- <그림 9> 예금은행 수신 및 대출금리 추이 · 75
- <그림 10> 금융자산/금융부채비율(개인) · 76
- <그림 11> 기업규모별 자금사정 · 80
- <그림 12> 기업규모별 채산성 · 80
- <그림 13> 콜금리 인상의 충격반응분석 · 82

요 약

I. 출구전략의 개념 및 시행 배경

- 출구전략이란 글로벌 금융위기에 대응한 비상조치로서 경기부양 및 금융안정을 위해 취한 재정지출 및 유동성 공급 확대 조치를 거둬들이는 것을 의미
 - 2008년 9월 리먼브라더스 파산 사태가 발생하자 각국 정부와 중앙은행은 전례 없는 대규모 재정지출 확대정책, 초금리정책 및 금융시스템 안정대책을 시행
 - 긴급피난적 각종 정책의 부작용이 우려됨에 따라 출구전략에 대한 관심이 집중
 - 한국은행은 2010년 7월에 17개월 만에 기준금리를 인상, 본격적인 출구전략에 착수
 - 기준금리 인상으로 거시경제 및 가계·기업 등에 적지 않은 영향을 미칠 것으로 예상

- 본 연구는 출구전략의 이론적 배경을 분석하고 우리나라의 출구전략 이행 현황을 살펴본 후 출구전략이 한국경제에 미칠 영향을 분석하며 출구전략의 방향과 대응 방안을 고찰함.

II. 출구전략 필요성의 이론적 배경

1. 글로벌 금융위기 원인과 대책

- 글로벌 금융위기는 저물가·저금리에 기반을 둔 유동성 버블이 붕괴되는 과정
 - 금융위기의 직접적인 원인은 주택가격의 버블이며 주택가격의 버블은 저금리정책의 장기화가 근본적인 요인으로 작용

- 글로벌 금융위기와 그로 인한 경기침체 극복에 대한 원인 분석과 처방에 대해 케인스학과와 고전학과 계열은 상반된 입장
 - 케인스학과는 현재 경제위기가 글로벌 금융위기의 실물경제 전이로 인한 총수요 부족 때문에 발생했다고 분석하고 과감한 재정지출로 총수요를 확대해야 한다고 주장
 - 고전학과는 경기변동이 자연스런 경제의 흐름이므로 정부의 인위적 안정화 정책에 반대한다는 입장
 - 고전학과 계열의 통화주의학과(시카고학과)는 통화공급 감축 및 둔화(화폐충격)가 경기침체의 주요인이라고 보고 화폐충격이 불황으로 확산되는 것을 막기 위해 통화정책 변화에 의하여 발생하는 인플레이션율의 증가를 의미하는 리인플레이션(reinflation)정책이 유효하다고 주장
 - 고전학과 계열의 오스트리아학과는 자유시장경제를 강조하며 정부의 인위적 개입은 실패로 끝날 것이라는 시각

- 이번 글로벌 금융위기에서 각국의 정책대응은 재정정책에서는 케인스학파의 유효수요창출이론과 비전통적 통화정책, 통화신용정책에서는 고전학과 계열의 통화주의학과와 유동성공급이론이 각각 채택된 것으로 볼 수 있음.

- 미연방준비제도이사회(FRB)는 통화주의자 밀턴 프리드먼의 대공황 원인 분석에 공감하여 이번 위기에 대응, 대폭적인 금리인하 및 비전통적금융정책에 의해 유동성을 충분히 공급
- 폴 크루그먼 등 케인스학파는 세계 교역량이 격감하는 글로벌 동반 불황으로 인한 민간수요의 부족을 매우기 위해 재정지출의 대폭 확대가 불가피하다고 주장

2. 시장자율조정을 위한 출구전략의 필요성

□ 세계경제는 2009년 이후 글로벌 금융위기에 대처한 각국의 확장적 재정 및 통화정책의 효과가 어느 정도 나타나고 있으나 저성장과 고용부진 및 재정적자 문제 등으로 케인스학파와 통화주의학파 처방이 한계를 드러내고 있음.

- 대규모 경기부양책이 재정적자 누적과 국가채무 증가를 초래하여 남유럽 재정위기와 같은 재정파탄을 일으킨 정부 실패로 인해 새로운 위기가 발생, 세계경제 회복세에 걸림돌로 작용

□ 오스트리아학파의 경기변동론은 중앙은행의 인위적 저금리정책에 의한 거품형성과 지속불가능한 호황의 붕괴 과정을 설명

- 오스트리아학파는 경기침체와 불황은 인위적 경기부양에 따라 소비자 선호와 맞지 않은 생산구조의 시제 간(時際間) 배분을 교정하는 과정으로 파악
 - 불황은 중앙은행을 비롯한 은행권에 의해 인위적으로 낮게 유지된 이자율 때문에 그동안 잘못되었던 자원배분, 특히 소비자 선호와 맞지 않은 자본의 배분을 교정하는 과정

□ 일본의 기준금리 인하와 공공투자 확대는 케인스학파의 경기부양이론에 근거한 것이나 일본경제의 불황탈출에는 실패함.

- 케인스학파는 일본경제가 유동성함정에 빠져 있다고 보고 재정정책이 더 유효하다고 주장했으나 대규모 공공지출은 불황탈출에 도움을 주지 못한 채 재정수지 악화를 초래

□ 통화주의학파의 이론에 따라 사용된 통화확장정책도 일본경제의 희생에는 실패함.

- 초저금리정책에도 경기부양은 한계를 드러냈으며 이는 통화이론의 실패라기보다는 금융기관의 구조조정이 제대로 되지 않아 자금순환에 장애가 발생한 탓임.

□ 오스트리아학파 이론에서 볼 때 일본의 경기대책은 일본경제의 자율적인 시장교정을 저해하여 불황탈출을 어렵게 하고 저성장 체질을 고착화시키는 부작용을 초래함.

- 케인스학파의 재정지출 확대정책은 시장을 소비자 수요에 맞게 조정하는 대신 생산구조를 일본정부의 수요에 맞추게 하여 일본경제의 생산성을 약화시킴.

□ 금융위기 및 경기침체 극복을 위한 케인스학파와 통화주의 이론의 한계는 통화신용정책과 재정정책의 정상화를 의미하는 출구전략의 시행이 필요함을 시사한 것임.

- 위기 전반에는 금융시스템 붕괴와 실물경기의 급랭을 막기 위한 응급처방으로 확장적 통화·재정정책이 필요했다고 하더라도 일단 고비를 넘긴 상황에서는 시장자율조정에 의해 생산구조(투자)를 소비자 수요에 맞게 교정하는 과정이 필요함.

Ⅲ. 출구전략 이행 현황과 여건 점검

1. 출구전략 이행 현황

□ 원화·외화 유동성회수 등 미시정책은 대부분 정상화한 후 기준금리를 전격 인상

- 장기·비정례 RP매입을 통해 공급된 16조8000억 원은 신용경색 완화, 시장금리 안정 등으로 2009년 2월 만기가 도래하자 전액 회수
- RP 매매 대상기관 확대는 2009년 7월 말 만기일 도래로 향후 1년간 한은과 거래할 기관이 신규 선정되면서 자동조정
- 공개시장조작 대상 증권에 국채, 정부보증채, 통안채에 은행채, 토지공사채, 주택공사채 등을 추가했던 조치는 2009년 12월 7일에 종료
- 채권시장안정펀드의 경우 장기채 투자로 공급자금 회수에 상당한 시일이 소요될 것으로 예상
- 한국은행 금융통화위원회는 7월 9일 기준금리를 기존 2.0%에서 2.25%로 0.25%포인트 전격 인상

□ 외환시장 안정을 위해 공급되었던 외환유동성은 대부분 회수

- 한은은 2009년 10월 말에 자체자금을 통해 경쟁입찰 방식으로 실시하였던 외화대출자금 102억7천만 달러를 전액 회수
- 한은이 한미 통화스와프 자금을 이용하여 공급하였던 외화유동성 163억5천만 달러도 2009년 12월 말에 전액 회수하고 한미 통화스와프 협정은 2010년 2월에 만료
- 정부의 은행권 외화차입 지급보증제도는 2009년 12월 말에 종료

□ 중소기업 금융지원대책은 점진적으로 축소

- 총액한도대출을 단계적으로 감축

- 한은은 총액한도대출을 2009년 3월에 10조 원으로 증액한 후 2010년 7월부터 8조5000억 원으로 1조5000억 원 감축

- 패스트트랙과 신용보증 확대 등의 조치를 올해 6월까지 연장한 후 올해 12월 말로 다시 연장

□ 한시적으로 확대된 공공일자리는 민간부문의 고용회복이 더딘 점을 고려하여 점진적으로 축소

- 희망근로 프로젝트로 2009년에 취약계층에 25만 개의 일자리가 제공되었으며 2010년에는 10만 명으로 축소 시행

- 청년인턴제는 2009년에 9만9천 명을 채용하였으며 2010년에는 2만 명으로 축소 시행

□ 글로벌 경기침체를 극복하는 과정에서 재정수지 적자가 큰 폭으로 증가하여 국가채무 증가속도가 빠르게 상승하고 있어 재건전전성 확보가 시급한 과제로 대두

- 한국의 2009년 국가채무 증가율(18.7%)은 OECD 평균(16.4%)뿐만 아니라 유로지역의 평균 증가율(12.4%)을 상회하고 있음.

2. 출구전략 여건 점검

□ 경기지표가 개선되고 있으나 체감경기와는 온도차

- 건설경기 외 대부분의 경기지표가 개선

- 2009년에 이어 2010년에도 소비자물가의 안정세가 지속되나 하반기에는 물가 상승 압력이 높아질 전망

□ 금융시장 지표는 위기 이전 수준을 회복

- 최근 유럽발 재정위기 등 글로벌 금융시장 불안이 완화되면서 금융 및 외환시장 지표들은 안정세를 유지

- 자산가격은 최근 안정되고 있으나 국내 부동산가격은 2008년 9월 리먼사태 이전 수준보다 높게 회복된 점을 감안할 필요

□ 금융시장 자금중개기능은 개선되고 있으나 시중 자금의 단기화 문제가 심화

- 은행의 신용공급은 은행 대출의 경우 금년 1분기에 증가세로 반전

- 기업의 주식 및 회사채 발행 규모도 금년 1분기에 회복세를 나타냄.

- 금융위기 후 금융시장 안정 및 경기회복을 위해 풀린 돈이 기업 투자로 연결되지 못하고 부동자금화되고 있음.

□ 금융시스템 안정성은 대폭 개선

- 금년 3월 말 현재 국내은행의 원화대출 연체율은 1.07%로 전월 말(1.14%) 대비 0.07%p 하락

- 은행산업의 건전성과 수익성이 개선

□ 남유럽 재정위기, 미국과 중국의 경기 둔화 우려 등 대외 불안 요인은 기준금리 인상의 유인과 명분을 일부 약화시키고 있음.

- 대외 불안 요인이 있지만 세계 경제의 더블딥 가능성은 적다고 판단, 7월 기준 금리 인상에 부담을 주지 않았던 것으로 보임.

□ 테일러 준칙(Taylor rule)에 의한 국내 통화정책 방정식을 추정하여 향후 정책금리 인상 시점을 전망

- Clarida, Gali & Gertler(1998) 및 Eichengreen(2004)에서 사용된 테일러 준칙과 유사한 형태의 통화정책 함수식을 추정

- 추정결과에 따르면 통화당국의 정책금리 운용은 생산갭 및 환율변화에는 반응하나 인플레이션에 대해서는 유의적인 반응을 하지 않는 것으로 나타남.

- 통화정책 방정식 추정결과에 따르면 금년 들어 실질성장률이 잠재성장률을 초과할 경우 정책금리 인상 압력이 높아지고 있는 것으로 판단

- 금년 2/4분기 이후 잠재성장률 이상의 성장세가 예상되는 만큼 기준금리 인상 압력이 높아질 것으로 예상

□ 2011년 예산안 편성에서 재정정책의 출구전략을 본격적으로 추진할 전망

- 글로벌 금융위기 극복 과정에서 약화된 재정건전성이 조기에 회복될 수 있도록 재정수지, 국가부채 등 재정총량을 철저히 관리

- 미과세·감면을 축소하고 기금·특별회계 여유자금 활용 등 세입기반을 확충

IV. 출구전략 시행의 파급효과

1. 금리인상이 실물경제에 미치는 영향

□ 한국의 금리 변동이 국내 실물경제에 미치는 영향을 분석하기 위해 충격반응 분석을 함.

- 1999년 1분기부터 2009년 4분기까지 분기별 자료를 이용하여 콜금리 변동이 국내 실질경제성장률, 소비자물가, 서울지역 아파트가격, 주가, 환율에 미치는 영향을 벡터자기회귀(VAR)모형을 구성하여 분석

- 금리인상 충격에 의한 경제성장률 반응은 2분기부터 5분기까지 음(-)의 반응을 보이는 것으로 분석되었으며 그 이후부터 점차 영향력이 약화되어 소멸
- 서울 아파트가격의 경우 콜금리 변동에 의한 충격 반응은 2분기부터 6분기까지 음(-)의 반응을 보이는 것으로 분석되었으며 그 이후부터 점차 영향력이 약화되어 소멸
- 금리 충격에 의한 소비자물가의 경우 2분기부터 음(-)의 반응이 나타난 후 6분기 이후 다시 음(-)의 반응이 나타남.
- 금리 충격에 대한 주가의 반응은 예상한대로 2분기부터 5분기까지 음(-)의 반응을 보이는 것으로 분석되었으며 그 이후부터 점차 영향력이 약화되어 소멸되어 가는 것으로 나타남.
- 금리 충격에 의한 환율의 반응은 1분기에 음(-)의 반응을 보인 후 2분기부터 5분기까지 양(+)의 반응을 보였으며, 6분기부터 8분기까지 다시 음(-)의 반응을 보이다가 다시 9분기 양(+)의 반응을 보였으며 점차 영향력이 약화됨.

2. 금리인상이 가계에 미치는 영향

□ 저금리 지속으로 전체 경제가 얻게 되는 실제 이익이 기대한 만큼 크지 않은 것으로 분석됨.

- 금리의 영향을 받는 가계의 금융기관 예금이 금융기관 차입금보다 더 많아 금리 하락에 따른 이자소득 감소효과가 이자 부담 축소효과보다 클 것으로 보임.

- 금융부채 대비 금융자산의 비율이 상승하는 등 가계부채의 건전성이 높아져 금리 인상이 가계의 소비위축에 미치는 영향은 제한적임.

3. 금리인상이 기업에 미치는 영향

□ 금리인상은 기업의 채산성과 자금사정에 부정적인 영향을 미치게 됨.

- 대기업 및 중소기업의 대출금리 변동이 대기업 및 중소기업의 채산성 및 자금사정에 각각 미치는 영향을 분석하기 위해 대기업 및 중소기업의 채산성 및 자금사정 결정 함수식을 각각 추정

- 회귀분석 결과 리먼브라더스 사태로 인한 신용경색상황에서 금리 변동과 신용스프레드는 중소기업에 더 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타남.

□ 금리인상은 기업의 대출금리 인상을 통해 기업의 생산에 부정적인 영향을 미치게 되며 대기업보다 중소기업에 더 부정적인 영향을 미침.

- 2000년 1월부터 2010년 1월까지 월별 자료를 이용하여 콜금리 변동이 대기업 및 중소기업 대출금리와 생산에 미치는 영향을 벡터자기회귀(VAR)모형을 구성하여 분석

- 콜금리 인상에 따른 평균대출금리의 인상은 대기업과 중소기업의 생산에 시차를 두고 영향을 미치며 대기업보다 중소기업의 생산에 더 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타남.

□ 금리인상 시 대기업보다 중소기업의 채산성, 자금사정 및 생산에 더 부정적인 영향을 미치는 것은 구조조정 촉진을 위한 출구전략의 필요성과 출구전략의 시행 시 중소기업에 미칠 영향을 최소화하는 방안의 중요성을 의미함.

- 금리인상이 대기업보다 중소기업의 생산 감소에 미치는 효과가 더 큰 것은 중소기업의 경쟁력이 대기업보다 자금사정과 경쟁력이 취약한 측면 탓도 있지만 한계기업이 저금리 기조하에 연명하고 있을 가능성을 시사한다고 볼 수 있음.

V. 출구전략의 방향과 대응방안

□ 7월 금통위에서 기준금리를 전격 인상한 것은 지나치게 낮은 금리의 정상화 차원에서 적절한 결정으로 판단됨.

- 경제를 안정적인 회복세로 유도하기 위해서는 금리의 자원배분 조절기능을 정상화해야 하며, 인위적 저금리 기조를 시정하는 것이 필요함.

- 국내경제여건이 호조를 보일 때 기준금리를 인상해 놓는 것이 향후 경기 하강 시 정책대응능력을 높이는 데 도움이 됨.

- 저금리 장기화로 부실기업정리와 구조조정이 제대로 안 될 경우 우리 경제의 생산성 저하와 기초체력 약화를 초래하여 저성장과 성장잠재력을 훼손할 수 있으므로 금리를 정상화해야 할 시점임.

- 물가는 당분간 안정세를 이어갈 것으로 예상되나 총수요 회복 및 통화량 증가에 따른 인플레이션 압력 증대에 대비할 시점임.
 - 금리정상화는 소비자 수요에 맞는 생산구조 조정을 촉진, 거품이 생기지 않는 건실한 성장을 유도하는 데 도움을 줄 수 있음.
- 세계경제 경기 둔화가능성과 부동산 등 자산시장의 불안정을 감안할 때 금리인상은 점진적으로 추진할 필요가 있음.
- 7월에 금리인상이 시작되었으나 부동산 등 자산시장의 불안요소가 있고 글로벌 경제의 하방리스크도 높아 추가 금리인상을 단행하기는 쉽지 않을 것으로 예상
 - 기준금리 수준이 여전히 낮기 때문에 대외경제 불확실성이 완화되고 물가불안이 현실화된다면 연내 0.5%포인트 정도 금리를 인상할 수 있을 것으로 예상
 - 기준금리 수준은 내년 상반기에 3.0%, 하반기에 3.5~4.0%가 될 것으로 예상
- 안정적 경기회복과 성장잠재력 회복은 저금리 정책에 의존하기보다는 구조조정 촉진과 무역활성화 등 민간경제의 활성화 방안에서 찾는 것이 바람직함.
- 비상조치로 시행한 확장적 통화·재정정책은 금융시스템 붕괴와 실물경기의 급랭을 막는 상당한 응급처방적 효과를 발휘하였으나 경기회복세의 안정적 유도과 성장잠재력 회복에는 한계를 보임.
 - 금리의 정상화로 생산구조를 소비자 수요에 맞추는 시장조정이 이루어질 경우 소비 및 투자활성화를 통한 민간부문의 자생적 성장력이 회복되어 경기회복세에 탄력이 붙을 수 있음.
 - 글로벌 금융위기가 우리 경제가 가장 빠른 회복세를 보인 것은 외환위기 이후

추진된 과감한 구조조정이 실행되어 통화·재정정책의 효과가 상대적으로 높았던 점이 한몫을 함.

- 금융위기 기간 중에는 외부충격의 피해를 최소화하는 차원에서 저금리와 유동성 공급 및 신용보증 등으로 기업 및 금융기관을 보호하였으나 위기를 수습한 상황에서는 부실을 정리하는 구조조정을 적극 추진해야 함.

- 서비스산업의 규제완화와 노동시장의 유연화 등을 통해 국내외 기업들이 활발히 투자할 수 있는 환경을 조성하고 무역장벽을 제거하여 무역활성화를 도모함.

□ 기준금리를 점진적으로 인상하는 가운데 이에 따른 부작용을 최소화하는 방안을 추진

- 기준금리 인상으로 국내외 금리차가 확대됨에 따른 외국인자금 유입 확대와 그로 인한 환율하락의 부작용은 단기간으로 그칠 가능성이 높으나 대책마련이 필요

- 은행의 자기자본 대비 선물환 포지션 규제에 이어 해외자본 유출입에 대한 규제 방안을 검토

- 가계부채 부담 증가, 소비둔화, 기업매출 감소, 투자 감소, 은행부실 등 금리인상에 따른 부정적 효과 최소화 방안 마련

□ 위기 극복 과정에서 재정수지 적자가 급증하여 국가채무가 빠른 속도로 증가하고 있어 재정건전성 개선을 위한 출구전략을 추진해야 함.

- 경제위기 대응 시 경기부양을 위한 재정의 역할을 효과적으로 수행할 수 있도록 재정건전성을 개선할 필요

- 지속적 감세정책과 재정지출 구조조정을 통해 재정건전성을 개선하고 성장동력을 확충하는 방안을 실행

출구전략의 배경 및 파급효과



-
- 제1장 출구전략의 개념 및 시행 배경
 - 제2장 출구전략 필요성의 이론적 배경
 - 제3장 출구전략 이행 현황과 여건 점검
 - 제4장 출구전략 시행의 파급효과
 - 제5장 출구전략의 방향과 대응방안

제 1 장

출구전략의 개념 및 시행 배경

- 출구전략이란 글로벌 금융위기에 대응한 비상조치로서 경기부양 및 금융안정을 위해 취한 재정지출 및 유동성 공급 확대 조치를 거둬들이는 것을 의미
 - 본격적인 출구전략은 통화정책의 긴축 기조 전환을 의미하는 기준금리 인상이 핵심
 - 넓은 의미로는 중앙은행의 국채매입과 기준금리 인하 등 유동성 공급을 확대하기 위해 사용된 전통적·비전통적 통화정책과 신용경색 해소를 위한 금융시장 안정대책 등의 정상화를 의미
 - 더 넓은 의미로는 세출 구조조정 및 세수증대 방안 마련 등 재정정책의 정상화를 포함

- 2008년 9월 리먼브라더스 파산 사태가 발생하자 각국 정부와 중앙은행은 전례 없는 대규모 재정지출 확대정책, 초금리정책 및 금융시스템 안정대책을 시행
 - 금융시스템 안정회복을 위해 금융기관에 대한 채무보증 및 자본확충을 추진

- `질물경제의 급속한 침체에 대응, 우리나라와 미국 등 주요국 중앙은행들은 정책 금리를 사상 최저 수준으로 인하하고 국채, CP 등 매입채권 범위 확대나 자금 대여와 같은 비전통적 금융정책을 시행

- `각국 정부는 금융위기로 인한 경기침체를 해결하기 위해 공공투자, 감세 등 대 규모 재정지출 확대정책을 시행

- `이 같은 비상적 대책의 효과로 인해 위기 발생 1년을 지나 세계경제는 회복세를 보임.

□ 세계경제가 회복되고 긴급피난적 정책의 부작용이 우려됨에 따라 출구전략에 대한 관심이 집중

- `금융위기가 해소되고 경기가 회복된 후에도 지속되면 시장의 자원배분기능이 왜곡되어 경제의 효율성이 저하되고 인플레이션 압력고조 및 재정수지 악화에 의한 장기금리 상승의 폐해가 나타남.

- `한편 비상조치를 성급하게 거둘 경우 경기회복에 찬물을 끼얹어 금융시스템의 불안이 재발할 가능성

- `따라서 비상조치를 해제하고 정상시의 정책운영으로 되돌아가는 출구전략의 시기와 방안의 중요성이 높아짐.

□ 한국은행은 금년 7월에 기준금리를 인상, 본격적인 출구전략에 착수

- `한국은행 금융통화위원회는 7월 9일 기준금리를 기존 2.0%에서 2.25%로 0.25% 포인트 전격 인상함으로써 기준금리는 지난해 2월 이후 17개월 만에 인상됨.

-미국, 중국 등은 금리인상을 제외한 광의의 출구전략을 진행 중임.

- 미국은 저금리 기조를 유지하고 있으나 긴급유동성 공급을 위한 비상조치들은 대부분 종료함.
- 주요국 정부는 비상조치로 늘어난 재정적자를 보전하는 대책을 강구중임.

□ 기준금리 인상으로 거시경제 및 가계·기업 등에 적지 않은 영향을 미칠 것으로 예상

-정책금리의 인상은 가계, 기업 및 거시경제에 상당한 영향을 미치게 됨.

- 한국의 금리 변동이 국내 실물경제에 미치는 영향을 분석하기 위해 충격반응분석을 함.
- 금리인상은 730조 원 규모의 부채를 안고 있는 가계의 가계 이자 부담을 가중시켜 소비지출을 구축하는 등 민간소비 회복을 제한하는 요인으로 작용
- 금리인상은 기업의 채산성과 자금사정에 부정적인 영향을 미치게 됨.
- 대기업 및 중소기업의 대출금리 변동이 대기업 및 중소기업의 채산성 및 자금사정에 각각 미치는 영향을 분석하기 위해 대기업 및 중소기업의 채산성 및 자금사정 결정 함수식을 각각 추정

□ 본 연구는 출구전략의 이론적 배경을 분석하고 우리나라의 출구전략 이행 현황을 살펴본 후 출구전략이 한국경제에 미칠 영향을 분석하며 출구전략의 방향과 대응방안을 고찰함.

제 2 장

출구전략 필요성의 이론적 배경

1 글로벌 금융위기의 원인과 대책

(1) 글로벌 금융위기의 원인

□ 글로벌 금융위기는 저물가·저금리에 기반을 둔 유동성 버블이 붕괴되는 과정

-저브프라임 파생상품의 팽창의 결과로 나타난 미국발 금융위기가 전 세계로 확산되며 글로벌 금융시스템이 혼란에 빠짐

- 금융부실 확산→대형투자은행 파산→신용경색 심화→금융시장 신뢰붕괴로 이어지는 악순환으로 전 세계 금융 혼란이 가중
- 금융시스템 위기가 실물경제로 전이되어 대공황 이후 최악의 금융 및 실물 복합위기로 발전

□ 금융위기의 직접적인 원인은 주택가격의 버블이며 주택가격의 버블은 저금리정책의 장기화가 근본적인 요인으로 작용

-미국의 주택가격은 2002년부터 2006년까지 상승하여 S&P/Case-Shiller 전국주택가격지수는 최고점인 2006년 2/4분기에 189.9로 2000년 초 대비 89.9% 상승

- 2006년 2/4분기 이후 하락세로 반전하여 2009년 1/4분기 전국주택가격은 고점대비 32.2% 하락

- IT버블 붕괴 이후 FRB는 경기부양을 위해 저금리 기조를 장기간 유지

- 2001년 5~6%를 유지하고 있던 연방기금 금리를 1%대로 인하한 후 2001년 11월부터 2004년 11월까지 3년간 유지
- 금리하락은 통화량 공급 증가를 유발하여 이로 인한 과잉유동성이 주택 거품을 팽창시켰으며 2005년 이후 금리인상과 함께 거품이 꺼지면서 금융위기가 촉발됨.

□ 주택가격의 버블형성에는 미 정부의 주택소유증진정책과 모기지론 유통화의 확대에 의한 파생금융상품의 급증도 한몫을 함.

- 클린턴 행정부는 지역재투자법(Community Reinvestment Act)을 개정해 금융사로 하여금 서브프라임 모기지 대출을 늘리도록 유도

- 이로 인해 FRB의 저금리 정책으로 풀린 막대한 유동성이 주택시장으로 대거 유입

- 모기지 대출회사들은 모기지론을 이용한 자산유동화를 통해 모기지 대출자금 조달이 용이해짐에 모기지론대출이 급증, 부동산 거품이 확대됨.

- 미국·유럽의 대형투자은행들은 고수익을 위해 모기지 관련 구조화채권 및 파생금융상품 투자에 집중함에 따라 신용위험이 증폭되고 파생상품의 과도한 유통으로 거품 형성에 기여

□ 미 모기지 대출기관의 부실한 심사와 파생금융상품에 대한 감독의 공백이 금융위기의 또 다른 요인이 됨.

- "모기지 대출회사들이 유동화를 통해 신용위험을 투자자들에게 전가할 수 있어 엄격하게 대출심사를 할 유인이 약화됨.

- "새로운 파생상품이 등장하여 금융감독체계가 금융혁신속도를 따라가지 못하는 상황이 발생

(2) 글로벌 금융위기 대책의 이론적 배경

□ 글로벌 금융위기와 그로 인한 경기침체 극복에 대한 원인 분석과 처방에 대해 케인스학과와 고전학과 계열은 상반된 입장

- "케인스학파는 현재 경제위기가 글로벌 금융위기의 실물경제 전이로 인한 총수요 부족 때문에 발생했다고 분석하고 과감한 재정지출로 총수요를 확대해야 한다고 주장

- 경기변동은 시장실패의 증상이며 정부의 재량적인 안정화 정책으로 경기변동 현상을 해결할 수 있다고 주장¹⁾
- 폴 크루그먼은 "인플레이션 위협은 없으며 디플레이션이 더 걱정"이라며 확대 정책을 더 유지하는 것이 중요하다고 강조함.
- 영국의 파이낸셜타임스의 간판 칼럼니스트 마틴 울프는 2008년 12월 23일에 쓴 칼럼에서 "케인스가 금융위기해법을 찾는 최선의 길을 제시한다"고 주장

1) 케인스이론은 가격은 하방경직성을 가져 가격조정에 의해 궁극적으로 균형이 회복되더라도 상당한 시간이 걸린다고 보며, 따라서 경기침체에서 벗어나기 위해서는 정부가 세금인하 및 재정지출확대에 의한 적극적 재정정책을 시행, 총수요를 확대하고 투자의 감소를 상쇄시켜야 한다고 보았다. 케인스학파는 1920년대 대공황과 같은 특수한 상황에서는 통화정책의 무용성을 주장하였다. 경제가 유동성함정에 빠져 있을 경우 LM곡선이 수평에 가깝기 때문에 통화정책이 무력화되어 재정정책을 시행하여야 효과를 거둘 수 있다는 것이다. IS-LM공식을 통한 총수요곡선 분석에서 IS를 구성하는 한 항목인 기업 투자의 이자율 탄력도가 거의 '0'에 가까워 비탄력적이라는 것을 근거로 한 것이 유동성함정이론이다. 이러한 상황에서 통화정책은 무력화될 수밖에 없다.

자산시장 통로를 통해 이자율을 낮추지만 이것이 기업의 차입비용을 줄여 투자로 연결되는 메커니즘이 작용하지 않는 상황에서 통화정책은 효용성이 크게 떨어진다.

- 케인스학파는 유동성합정에 빠진 경제에 대한 처방으로 금융기관에 의한 통화 창출 대신 실물부문에 대한 직접적인 통화 공급을 의미하는 비전통적방식의 통화신용정책을 해법으로 제시
- 폴 크루그먼은 1990년대 유동성합정에 빠진 일본경제 회생의 해법으로 일본 은행의 국채매입을 통한 양적완화정책을 제시
- 그러나 이번 위기의 원인을 총수요 부족이라고 하기는 어려우며, 이는 오랜 기간 동안 미국을 비롯한 전 세계에서 원자재와 소비재에 대한 수요가 매우 높았기 때문임(Woods, 2009).

- 고전학파는 경기변동이 자연스런 경제의 흐름이므로 정부의 인위적 안정화 정책에 반대한다는 입장을 보임.

- 고전학과 계열의 통화주의학파(시카고학파)는 정부의 적극적 시장개입정책은 바람직하지 않으며 시장의 자율적인 기능을 신봉
- 정부의 개입은 효율적인 시장의 기능을 저해한다는 시각에서 정부의 재정 정책 대신에 화폐의 자유로운 유통을 통해 시장 문제를 해결하려고 함.
- 경기변동의 직접적 요인은 통화량 변동이라며 정부의 자의적 통화량 정책에 반대하나 총수요관리가 필요하다는 데는 케인스학파와 공감
- 밀턴 프리드먼은 정부가 준칙에 입각한 통화정책을 실시할 것을 요구²⁾
- 통화주의자는 통화공급 감축 및 둔화(화폐충격)가 경기침체의 주요인이라고 보고 화폐충격이 불황으로 확산되는 것을 막기 위해 통화정책 변화에 의하여 발생하는 인플레이션율의 증가를 의미하는 리인플레이션(reinflation)정책이 유효하다고 주장³⁾

-
- 2) 프리드먼 교수는 “일정한 비율로 통화량을 증가시켜 나가는 일은 이 지상을 경제활동의 불규칙한 변화가 전혀 없는 천국으로 변모시키지는 못하지만, 물가안정과 경제성장을 동시에 달성할 수 있게 함으로써 평화롭고도 풍요한 사회를 건설하는 데는 크게 이바지한다”고 주장했다. 정부나 중앙은행 임의로 통화를 대폭 늘리거나 줄이지 말고 경제상황에 관계없이 일정하게 통화량을 늘리라는 것이다.
- 3) 통화주의자들은 LM곡선의 이자율에 대한 화폐수요 탄력성은 매우 낮으나 IS곡선의 이자율에 대한 투자탄력성은 매우 높아 통화공급증가로 LM곡선이 우측으로 이동할 경우 이자율 하락에 의한 투자증가 및 소득증가효과가 커 통화정책의 효과가 크다고 보았다.

- 그러나 이번 위기의 원인을 통화량 변동에서 찾기는 어려우며, 이는 소비자 물가 상승률이 장기간 2~3%에 불과할 정도로 인플레이션이 잘 통제되었기 때문임(Woods, 2009).
- 고전학과 계열의 오스트리아학파는 자유시장경제를 강조하며 정부의 인위적 개입은 실패로 끝날 것이라는 시각
- 인플레이션에 대해 상당한 반감을 보이며, 인플레이션의 원인인 통화량 증가를 매우 부정적으로 봄.
- 오스트리아학파 계열의 연구소인 루드비히 폰 미제스 연구소 등 고전학과 계열의 시장주의자들은 재정지출보다는 민간지출이 더 효과적이며 재정지출은 자금의 출구를 민간에서 정부로 이전한 것에 불과하다며 부정적 입장

□ 이번 글로벌 금융위기에서 각국의 정책대응은 재정정책에서는 케인스학파의 유효수요창출이론과 비전통적 통화정책, 통화신용정책에서는 고전학과 계열의 통화주의학파의 유동성공급이론이 각각 채택된 것으로 볼 수 있음.

-대공황 이후 최악의 금융 및 실물 복합위기 양상을 보인 이번 위기의 특성상 신용경색은 통화주의 학파의 충분한 유동성공급이론과 케인스학파의 비전통적 통화신용정책을 근거로 해결하려 했고, 극심한 경기침체는 케인스학파의 재정지출확대에 의한 유효수요 창출이론으로 각각 해결하려 함.

- 시카고학파의 프리드먼은 1929년 대공황은 FRB의 실책에 의한 통화긴축에 기인한 통화량 부족이 주요 원인⁴⁾이라며 대공황과 같은 상황에서는 충분한 통화 공급이 필요하다는 견해

4) FRB는 1921년 중반에서 1929년 중반까지 통화팽창정책을 썼으나 인플레이션을 우려하여 1929년 후반 들어서 통화량을 갑자기 줄이기 시작하였다. 그러자 주가가 폭락하고 많은 금융기관들이 문을 닫았고 경기가 침체되었다. 밀턴 프리드먼 교수는 세계 경제가 대공황에 빠지게 된 것은 경제활동이 위축되기 시작했을 때 중앙은행이 통화공급량을 늘리기는커녕 오히려 이를 대폭 감소시킴으로써 금융경색을 야기했기 때문임을 밝혔다. 금융경색은 주가와 부동산 가격 폭락을 가져왔고 이는 다시 은행과 기업의 도산으로 이어져 대공황이 도래했다는 것이다. 전 세계 중앙은행들이 그의 가르침을 받아 “통화타킷팅”을 통화정책의 목표로 삼았으나 1980년대 이후부터 사실상 폐기되었다.

- FRB는 프리드먼의 대공황 원인 분석에 공감하여 이번 위기에 사상 최저 수준으로의 금리인하 및 비전통적금융정책에 의해 유동성을 충분히 공급
- 리먼사태 이후 금융시스템위기로 신용경색이 심화되자 미국·영국·일본 등 선진국 중앙은행은 회사채와 CP를 직접매입하고 장기국채를 매입하는 양적완화 등의 비전통적 통화신용정책⁵⁾을 시행
- 폴 크루그먼 등 케인스학파는 세계 교역량이 격감하는 글로벌 동반 불황으로 인한 민간수요의 부족을 메우기 위해 재정지출의 대폭 확대가 불가피함을 주장
- G20국가들은 2009년 GDP 대비 2%, 2010년에는 1.5% 규모의 재정지출 확대에 의한 경기부양을 시행

2. 시장자율조정을 위한 출구전략의 필요성

(1) 케인스학파와 통화주의학파 처방의 한계

□ 세계경제는 2009년 이후 글로벌 금융위기에 대처한 각국의 확장적 재정 및 통화정책의 효과가 어느 정도 나타나고 있으나 저성장과 고용부진 및 재정적자 문제 등으로 케인스학파와 통화주의학파 처방이 한계를 드러내고 있음.

- 케인스학파와 통화주의 학파의 이론에 의한 경기부양 및 금융시장 안정대책이 실물경기의 급랭과 금융시스템 위기를 막는 데는 기여했으나 경기부양효과 및 신용경색 해소에는 역부족을 드러냄.

- 비상대책이 시행된 지 2년이 가까워지고 있으나 미국 금융시장의 자금중개 기능은 아직 위기 이전 수준을 회복하지 못하고 있음.
- 미국 상업은행 대출 증가율과 미국 기업의 직접금융시장 내 자금 조달 규모는 위기 이전 수준과 상당한 격차

5) 중앙은행이 가격변동리스크가 큰 자산을 담보로 유동성을 공급하는 경우를 지칭함.

- 신용경색이 여전히 심각하여 대출 감소와 기업 투자위축이 나타나고 있으며 이는 고용개선 및 소비회복에 걸림돌로 작용
- 금융위기 이후 대규모 부양책에도 불구하고 미국의 고용과 민간소비 개선이 아직까지 미미한 수준⁶⁾
 - 케인스학파는 정부가 개입하여 과감한 재정지출로 수요를 확대할 경우 일자리 창출이 가능하다고 주장
 - 대규모 경기부양책에도 불구하고 일자리가 늘지 않는 현상은 케인스학파 이론이 현실에 들어맞지 않고 있다는 점을 방증
 - 미국의 실업률은 9% 수준에 머물고 있으며 5월 비농업 부문 고용은 공공 부문 고용을 제외할 경우 4만1000명 증가하는 데 그쳐 재정확장에 의한 고용창출이 매우 제한적이었음을 보여줌.
 - 5월 소매판매는 전월대비 1.2% 줄어들어 2009년 9월 이후 가장 큰 감소 폭을 기록
 - 4월 소비자물가지수가 전월 대비 -0.1%를 기록, 지난해 3월 이후 처음으로 마이너스권에 진입, 소비자물가지수도 둔화 추세를 이어가며 소비시장 회복의 부진을 보여줌.

- 소매판매와 소비자물가지수의 부진은 고용시장 둔화와 함께 나타나고 있어 금융 위기 이후 실시된 대규모 경기부양의 효과가 실물경기로 연결되지 않고 있다는 우려가 확산

- 지지부진한 소비시장 회복은 미 경제의 저성장을 고착화시킬 가능성이 상존
 - 최근 월스트리트저널(WSJ)이 월가 이코노미스트를 상대로 실시한 설문조사에서 대부분은 미국은 2011년까지 3% 수준의 성장률과 8.6% 정도의 실업률을 유지할 것이라고 답함.
 - 이는 금융위기 후 3년 후에도 경제가 위기 전 수준을 회복하지 못할 것이라는 것을 의미

6) 머니투데이, 「美 소비시장, '유럽위기' 넘겨도 '저성장' 우려., 2010년 6월 12일자 기사 인용

□ 대규모 경기부양책이 재정적자 누적과 국가채무 증가를 초래하여, 남유럽 재정위기와 같은 재정과탄을 일으킨 정부 실패로 인해 새로운 위기가 발생, 세계경제 회복세에 걸림돌로 작용

- 유럽재정위기로 인해 남유럽국가와 독일·프랑스 등이 재정긴축을 추진함에 따라 재정지출 확대정책의 역효과가 나타날 것으로 전망됨.

- 그리스를 비롯하여 포르투갈, 스페인 등 금융위기 당시 경기부양을 위해 재정지출을 급격히 늘린 남유럽 악성 채무국가들이 재정수지 및 국가채무 감축을 위해 강도 높은 재정긴축방안을 추진
- 유럽 국가들이 재정긴축을 실행하여 유럽경제가 디플레이션 혹은 경기침체에 빠질 경우 케인스학파의 재정지출확대에 의한 경기부양 경로와는 상반되는 효과가 나타나는 것임.
- 이는 경기부양을 통해 경기가 회복될 경우 재정적자와 국가채무는 중장기적으로 개선될 수 있다는 케인스학파의 이론과 배치되는 것임.

□ 금융위기 극복을 위한 확장적 재정·통화정책 시행에 따라 민간의 부실을 정부의 부실로 이전시킴으로써 경제 전체의 부채조정은 이루어지지 못한 채 경기부양에 부담으로 작용

- 누적되는 재정적자 문제는 미 경제의 저성장 우려를 가중하고 있는 요인으로 작용

- 경기부양에 따른 확실한 경기개선 효과가 나타나지 않고 있는 가운데 재정지출확대에 따른 재정적자가 경기부양의 장애요인으로 작용하며 케인스학파 주장의 설득력을 약화시킴.
- 벤 버냉키 FRB 의장은 “건전한 재정 상태가 담보되지 못할 경우 미 경제는 향후 금융 안정화는 물론 경제의 견조한 성장도 이루지 못할 것”이라고 발언

(2) 오스트리아학파의 경기변동이론

□ 글로벌 금융위기 대응과정에서 추진된 재정·통화 확대정책의 부작용과 한계가 드러나면서 불황을 인위적 경기부양에 따른 자원배분의 왜곡을 시장에서 자율 조정하는 과정으로 설명한 오스트리아학파 이론의 설득력이 높아짐.

- 케인스학과와 통화주의학과 등이 이번 글로벌 금융위기를 예측치 못했던 점도 오스트리아학파의 경기변동 원인 분석에 대한 관심이 높아지고 있는 이유 중 하나

- 오스트리아학파는 인위적 금리인하에 의한 거품경제 발생과 붕괴를 우려해 왔음.
 - 2001~2004년 기간 중 FRB의 지나치게 오랜 금융완화 정책에 의한 통화 팽창이 글로벌 금융위기의 주요 원인 중 하나가 됨.
- 오스트리아학파는 지난 수년간 미국의 쌍둥이적자가 위기를 초래할 것이라고 경고
 - 미국의 과도한 경상수지 적자와 대미 경상수지 흑자국의 미국 국채 매입에 의한 미국 내 거품 발생이 글로벌 금융위기의 주요 원인 중 하나가 됨.

□ 오스트리아학파의 경기변동론은 중앙은행의 인위적 저금리정책에 의한 거품형성과 지속불가능한 호황의 붕괴 과정을 설명

- 오스트리아학파는 경기침체와 불황은 인위적 경기부양에 따라 소비자 선호와 맞지 않은 생산구조의 시제 간(時際間, intertemporal) 배분을 교정하는 과정으로 파악(Powell, 2002, p.41; 김영용, 2009)

- 중앙은행을 비롯한 은행권에 의해 인위적으로 낮게 유지된 이자율 때문에 그동안 잘못됐던 자원배분, 특히 소비자 선호와 맞지 않은 자본의 배분을 교정하는 과정

- 이자율이란 현재와 미래의 자원에 대한 사람들의 시간 선호율이며 현재보다 미래의 자원을 더 선호하게 되면 시간 선호율인 이자율은 낮아지고 반대의 경우에는 높아짐.
- 시간 선호율인 이자율 하락→저축 증가→금융시장 내 대부자금 증가→이자율 하락→투자비용 감소→투자 증가
- 사람들의 시간 선호 변화에 바탕을 둔 이자율 하락에 따라 투자가 증가하면 미래의 소비자 요구에 부응하기 위한 것이므로 지속 가능하며 거품이 생기지 않고 건실한 경제성장이 이루어짐.
- 중앙은행이 통화공급 증가를 통해 인위적으로 이자율을 낮추면, 오늘 가용하지 않은 자원의 사용 기회가 확대되어 역시 투자가 증가하고 경기를 자극
- 금융위기를 촉발한 미국의 주택시장 등이 호황을 이룬 이유는 사람들의 시간 선호율 변화에 따른 저축 증가를 바탕으로 하고 있지 않는 투자 증가 탓임.
- 현재와 미래의 소비에 대한 사람들의 선호가 변하지 않았는데, 이를 뒷받침할 생산에만 변화가 일어나기 때문에 소비와 생산 간의 시제 간 자원배분이 왜곡
- 소비와 투자(생산)는 단기적으로 대체관계이며 양쪽이 모두 증가하기 위해서는 중앙은행이 화폐공급을 지속적으로 증가시켜야 함.
- 중앙은행이 통화팽창을 둔화 혹은 감축할 경우 호황은 갑자기 중단되고 경기침체가 시작됨.
- 저축과 투자 간의 불균형이 오래 지속되지 못하고 투자가 저축 수준으로 복귀하고 거품이 꺼지면서 봄은 끝나고 불황국면에 진입

- 오스트리아학파는 통화긴축이 불황의 원인이 된다는 데는 통화주의자와 같은 입장이나 통화긴축의 필요성에 대해서는 다른 입장임.

- 통화긴축은 실물경제의 균형회복을 위해 필요한 조치라는 입장이며 이는 안정적 성장세가 지속될 수 있도록 통화긴축은 피해야 한다는 통화주의자의 견해와 대조적임.

- 거품이 꺼진다는 것은 인위적인 붐은 지속될 수 없다는 시장의 인식이며 자본의 시제 간 재배분을 요구하는 표현
 - 불황은 소비와 생산 간의 시제 간 괴리 현상을 자율적으로 교정하는 시장 과정
 - 그동안 자원배분의 왜곡이 심해진 만큼 조정에 필요한 불황의 기간도 길어질 것임.

(3) 일본의 정책실패 사례

□ 일본정부는 일본경제가 자율적으로 교정되도록 하는 것을 제외한 모든 정책수단을 동원했으나 경제를 회생시키는 데는 한계를 드러냄(Powell, 2002).

- 일본정부는 1990년대 거품경제 붕괴에 따른 경기침체에 대응하여 대규모 재정 확대정책을 시행하고 일본은행은 초저금리정책 및 양적 완화정책을 시행함.⁷⁾

- 일본은행은 1990년 8월부터 2001년 9월까지 총 12차례에 걸쳐 기준금리를 5.9%포인트 인하(6%→0.1%)
- 일본은행은 부실 금융기관 구제와 금융시스템 안정을 위해 비전통적 금융정책을 병행 실시
 - 1997년 야마이치증권, 홋카이도 타구쇼쿠은행 도산 위기 시 특별융자를 실시
 - 2001년 국채, CP 등을 대량 매입하여 금융기관에 거액의 유동성을 공급
 - 2002년 10월에는 금융기관 보유주식을 매입하고 2003년 7월에는 중소기업 금융의 원활화를 위해 자산담보증권(ABS)을 각각 매입하여 유동성을 지원
- 일본정부는 버블붕괴 후 총 12회에 걸쳐 경기부양을 위한 종합경제대책을 추진
 - 총 12회 중 8회의 경우 공공투자 규모가 GDP의 2%를 초과하였으며 금융 위기가 현재화한 1998년 11월에는 GDP의 4.7% 수준에 이르렀음.

7) 정후식(2008), pp.9-11.

- 일본경제 살리기에 사용된 케인스학과와 통화주의자 이론은 모두 일본경제를 회생시키지 못하고 경제를 더 왜곡시키는 문제를 드러냄.

□ 일본의 기준금리 인하와 공공투자 확대는 케인스학파의 경기부양이론에 근거한 것이나 일본경제의 불황탈출에는 실패함(Powell, 2002).

- 케인스학파는 일본경제가 유동성함정에 빠져 있다고 보고 재정정책이 더 유효하다고 주장했으나 대규모 공공지출은 불황탈출에 도움을 주지 못한 채 재정수지 악화를 초래

- 재정책장에 의한 경기부양책은 소비자 선호에 맞지 않는 생산구조를 유지하는데 기여

- 일본은행의 초저금리정책은 기업에 대한 금리의 신호체계를 왜곡시켜 결국 청산되어야 할 과잉투자를 초래

- 폴 크루그먼은 상당 수준의 인플레이션을 장기간 유지한다는 데 대한 시장의 신뢰를 얻으면 총수요가 늘어나 경기가 회복될 수 있다고 주장했으나 소비자 선호와 자본간 배분을 왜곡 현상을 초래

- 케인스학파는 유동성함정에 빠져 있는 상황에서 통화창출보다는 실물부문에 대한 직접적인 여신공급을 해법으로 제시했으나 경제회복에 무기력했음.

- 예산외(off-budget)로 운용되는 기금의 하나인 재정투자여신기금(FILP)이 시장 원리에 기반한 소비자 선호에 따라 배분되지 않고 건설회사 등 자민당 지지 기반인 업계에 비효율적으로 지출됨.
- 재정투자여신기금의 자금이 비효율적으로 지출됨에 따라 민간자금의 차입 비용을 높여 자금흐름과 실물경제를 왜곡시킴.
- 기금에서 나간 대출의 리스크가 높고 기금의 회수율이 낮아 재정여건을 악화 시킴.

- 케인스학파 이론은 총수요 확대에 치중한 나머지 기존의 생산구조와 소비자 수요 간의 불일치라는 일본경제의 문제점을 제대로 파악치 못함.

□ 통화주의학파의 이론에 따라 사용된 통화확장정책도 일본경제의 회생에는 실패함(Powell, 2002).

- 초저금리정책에도 경기부양은 한계를 드러냈으며 이는 통화이론의 실패라기보다는 금융기관의 구조조정이 제대로 되지 않아 자금순환에 장애가 발생한 탓임.

- 1997년 중반에서 1998년 중반까지 본원통화가 10% 증가했으나 광의통화는 3.5% 증가에 그치는 등 유동성합정을 드러냄.
- 본원통화 확대에도 여신확대가 잘되지 않는 것은 향후 금리가 오를 것, 즉 채권가격이 하락할 것으로 기대하고 투자자들이 현금을 보유한 탓이 아니라 금융기관의 부실채권이 과도하게 많아 은행들이 대출에 소극적이었기 때문임.

□ 오스트리아학파 이론에서 볼 때 일본의 경기대책은 일본경제의 자율적인 시장교정을 저해하여 불황탈출을 어렵게 하고 저성장 체질을 고착화시키는 부작용을 초래함(Powell, 2002).

- 케인스학파의 재정지출 확대정책은 시장을 소비자 수요에 맞게 조정하는 대신 생산구조를 일본정부의 수요에 맞추게 하여 일본경제의 생산성을 약화시킴.

- 대규모 공공건설, 농업보조금 등에 대한 과도한 재정지출은 상당수 한계 건설기업을 연명시킴.
- 시장원리가 작동되었다면 자본과 노동이 소비자의 선호에 따라 건설업에서 다른 산업으로 재분배되었을 것임.
- 수입쿼터, 가격지지정책 등 농업 보호정책은 소비자의 수요에 맞추어 조정하고 불황에서 탈출하는 자율적인 시장의 조정능력을 약화시킴.

-일본은행의 리인플레이션 정책은 금리의 가격신호기능을 왜곡시켜 시장에 의한 자율조정능력을 약화시킴.

- 초저금리정책 시행에도 광의통화는 금융기관의 부실로 인해 별로 늘어나지 못함.
- 일본정부의 금융산업 회생대책인 구제금융 및 국유화 등은 상당수의 부실 금융기관을 연명시켜 구조조정을 지연시킴으로써 금융중개기능 회복에 걸림돌로 작용

-일본정부의 기업에 대한 여신공급 확대에 따라 공급된 상당수의 자금이 한계기업에 지원되어 호황기의 잘못된 투자를 청산하는 데 지장을 초래

- 경제가 회복하려면 한계기업 및 부실기업은 정리되는 것이 바람직함.

-일본정부가 소득세 및 법인세 등에 대한 감세정책을 시행하면서 방만한 재정지출을 유지한 것도 경제회생을 지연시킴.

- 감세정책의 효과는 재정지출 감축이 병행될 때 가장 잘 나타남.
 - 감세로 민간부문에 더 많은 자금이 남을 때 일부는 저축이 되어 생산능력 확대에 사용될 수 있는 반면 정부지출은 모두 소비되기 때문임.
- 정부지출은 소비자 수요에 맞지 않는 기존의 생산구조를 청산하거나 구조조정하지 않고 유지하는 것을 추구함.

(4) 출구전략에 대한 시사점

□ 글로벌 금융위기는 미국의 방만한 통화정책과 재정적자 확대 등 시장에 대한 정부의 실패로 발생한 유동성 버블이 붕괴되는 과정임.

-FRB에 의해 인위적으로 낮아진 금리가 소비자들과 금융회사에 잘못된 신호를 보냄으로써 주택부문으로 엄청난 자원배분을 왜곡시킨 결과 거품이 생겨나고, 그 거품이 터지는 과정임.

- 불황은 왜곡된 자원배분이 교정되어 배분되는 과정이며 자원배분의 왜곡정도가 심하면 그만큼 불황의 골은 깊게 됨.
 - 시장의 치유과정을 믿지 못하고 시장정상화를 위한다는 명목으로 인위적 부양책을 시행하면 시장의 조정과정을 방해하여 불황을 더 심화시키거나 회복되더라도 저성장 기조가 정착될 수 있음.
- 확장적 통화·재정정책 중심의 글로벌 금융위기 대책은 신용팽창에 의해 불행을 초래했던 원인으로 다시 불행을 치유하려는 것으로 근본적인 처방이 될 수 없음.
- 신용팽창의 거품이 붕괴해서 발생한 불황을 극복하기 위해 중앙은행이 다시 금리를 인하할 경우 시장수요에 맞지 않는 투자의 낭비를 조장하고 건전하고 수익을 창출할 수 있는 기업들로 가야 할 노동력과 자원을 줄이는 부작용을 초래함.
 - 금리는 소비자의 시간선호에 의한 수요와 투자가 서로 조화를 이루도록 하는 자율조정기능이 있으나 중앙은행의 저금리정책에 의한 통화팽창은 시간선호에 의해 결정된 자연이자율과 은행대출이자율 간의 괴리를 일으켜 시장수요와 투자 간의 왜곡을 초래함.
 - 재정수단에 의한 경기부양은 자원을 수익을 창출할 수 있는 부분에서 정부가 자의적으로 선택한, 돈을 낭비하는 기업으로 이전시켜 국민경제의 생산성을 약화시킴.
 - 경기부양을 위한 정부지출확대는 시장수요에 맞지 않는 과열기업 혹은 한계기업을 시장에 계속 머물게 함.
- 금융위기 및 경기침체 극복을 위한 케인스학과와 통화주의 이론의 한계는 통화신용정책과 재정정책의 정상화를 의미하는 출구전략의 시행이 필요함을 시사함.

- 각국 정부가 신용경색 해소와 경기부양을 위해 시행하는 저금리 정책과 재정지출 확대는 시제 간 자본을 재배분하는 시장의 조정 과정을 또 다시 방해하여 경제의 회복속도를 지연시킬 가능성이 높음.

- 소비자의 요구에 부응하지 못한 그동안의 투자는 대규모 구조조정을 통해 정리

- 위기 전반에는 금융시스템 붕괴와 실물경기의 급랭을 막기 위한 응급처방으로 확장적 통화·재정정책이 필요했다고 하더라도 일단 고비를 넘긴 상황에서는 시장자율조정에 의해 생산구조(투자)를 소비자 수요에 맞게 교정하는 과정이 필요함.

- 정부의 재정지출이 감소할 경우 인위적 경기부양은 한계를 맞게 되며 생산구조를 소비자 수요에 맞추는 시장조정이 이루어질 경우 소비 및 투자활성화를 통한 고용확대로 연결되는 민간부문의 자생적 성장력이 회복되어 경기회복세에 탄력이 붙을 수 있음.

- 시장조정에 의해 호황기의 잘못된 투자를 교정하는 과정인 구조조정 없이 저금리 기조와 재정지출확대에 의존할 경우 일본식 저금리 체제로 빠져들어 성장잠재력이 약화될 가능성이 높음.

- 시장조정에 의해 생산구조를 소비자의 수요에 맞추는 자율적 구조조정은 일시적 경기침체를 낳을 수 있으나 신용경색과 미래의 불확실성을 해소할 수 있음.

제 3 장

출구전략 이행 현황과 여건 점검

1 출구전략 이행 현황

□ 2008년 9월 글로벌 금융위기 이후 금융시장 불안에 대응하여 자금시장 안정을 도모하고 실물경제 조기 회복을 지원하기 위해 신속하고 선제적인 대응 추진

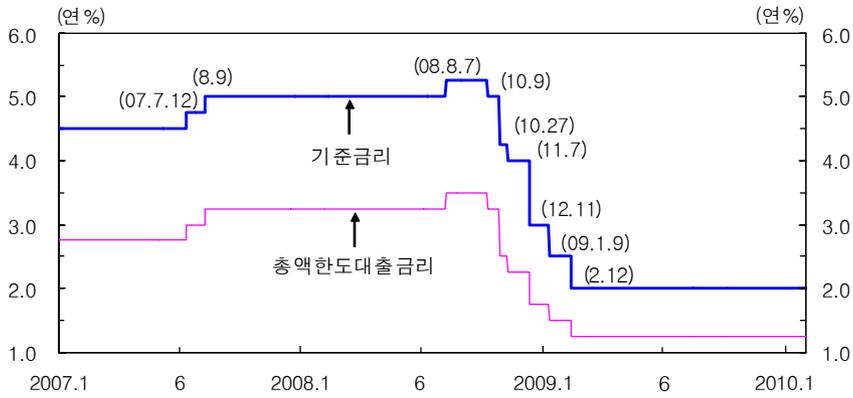
- 한국은행의 신속한 기준금리 인하, 유동성 공급 확대 등 통화의 양적공급을 확대하여 자금시장 안정 도모

- 리먼사태 이후 기준금리를 5.25%에서 2.0%로 325bp 인하
- 27조9000억 원 규모의 유동성을 공급
 - RP매입 등 공개시장조작 18조5000억 원, 총액한도대출 3조5000억 원 확대, 지준부리 5000억 원, 채권시장안정펀드 2조1000억 원, 은행자본확충펀드 3조3000억 원 지원

- 패스트 트랙 프로그램(2008년 10월), 중소기업 신용보증 확대(2009년 2월) 등을 통해 실물경제의 조기 회복을 지원

- 패스트 트랙 유동성 공급 24조3000억 원(2009년 말까지), 신용보증 공급 70조 9000억 원(2009년)

<그림 1> 기준금리 운용 추이



주: 기준금리는 2008년 2월까지의 콜금리 목표

자료: 한국은행

-채권시장 안정펀드(2008년 12월 출범~2009년 말, 4조1000억 원 지원), 은행자본확충
펀드(2009년 2월~12월 말, 4조 원 지원)를 통해 자금 중개기능 지원

-금융기관, 기업 등이 외화유동성 애로를 겪지 않고 외화자금시장을 안정시키기
위하여 외화유동성을 공급

- 정부·한은은 550억 달러 한도, 한미 통화스와프 300억 달러 한도로 2009년
1월 22일 기준 최대 433억 달러까지 공급

□ 원화·외화 유동성회수 등 미시정책은 대부분 정상화한 후 기준금리를 전격 인상

-장기·비정례 RP매입을 통해 공급된 16조8000억 원은 신용경색 완화, 시장금리
안정 등으로 2009년 2월 만기가 도래하자 전액 회수

-RP 매매 대상기관 확대는 2009년 7월 말 만기일 도래로 향후 1년간 한은과
거래할 기관이 신규 선정되면서 자동조정

-공개시장조작 대상 증권에 국채, 정부보증채, 통안채에 은행채, 토지공사채, 주택
공사채 등을 추가했던 조치는 2009년 12월 7일에 종료

-채권시장안정펀드의 경우 장기채 투자로 공급자금 회수에 상당한 시일이 소요 될 것으로 예상

-한국은행 금융통화위원회는 금년 7월 9일 기준금리를 기존 2.0%에서 2.25%로 0.25%포인트 전격 인상

- 기준금리는 지난해 2월 이후 17개월 만에 인상됨.

<표 1> 리먼사태 이후 유동성 공급 및 회수 현황

구 분	시행일	집행실적	회수규모 (2010년 3월 말 기준)	비고	
공 개 시 장 조 작	장기·비정례 RP매입	2008. 9 ~2009. 2	16.8조 원	△16.8조 원	만기도래로 자동 회수
	국고채 단순매입/ 통안증권 중도환매	2008. 10 ~2008. 11	1.7조 원	-	-
	대상증권 확대	2008. 10. 27, 2008. 12. 3.	은행채 등 포함	-	2009. 12. 7 종료
	대상기관 확대	2008. 12. 12	12개 증권사	신규 선정	기간 만료 (2009. 7. 31)로 RP매매 대상기관 신규 선정
채권시장 안정펀드 조성	2008. 11. 24~	5조 원 (韓銀 3조 원 지원)	△1,000억 원	만기도래로 자동 회수 예정	

자료: 한국은행, 기획재정부

□ 외환시장 안정을 위해 공급되었던 외환유동성은 전액 회수

-한은은 자체자금을 통해 경쟁입찰 방식으로 실시하였던 외화대출자금 102억 7000만 달러를 2009년 중 점진적으로 공급을 줄여 나가 8월 4일에 전액 회수

-한은이 한미 통화스와프 자금을 이용하여 공급하였던 외화유동성 163억5000만 달러도 2009년 12월 말에 전액 회수하고 한미 통화스와프 협정은 2010년 2월에 만료

- 평상시용 원/엔 통화스와프계약 규모 확대 조치는 만료시기를 2010년 2월 1일에서 4월 30일까지 연장

- 정부의 은행권 외화차입 지급보증제도는 2009년 12월 말에 종료
실제 보증 실적은 하나은행에 대한 2건, 12억8,000만 달러가 전부

<표 2> 외화유동성 공급 및 회수 현황

구 분		기간	공급	잔액	비고
한국은행	자체자금에 의한 경쟁입찰방식 스와프 거래	2008. 10. 21~ 2008. 12. 16	102.7억 달러	0	잔액 환수
	통화스와프 자금을 활용한 경쟁입찰방식 외화대출	2008. 12. 2~ 2009. 1. 20	163.5억 달러	0	
	수출환어음 담보대출	2008. 12. 10~ 2009. 7	1.5억 달러	0	
정부	외국환평행기금 스와프 경쟁입찰 방식 대출 수출입금융 지원	2008. 10~ 2009. 12	200억 달러	0	2009년 12월 말 종료
	은행 해외차입 지급보증	2008. 10. 19	-	-	

자료: 한국은행, 기획재정부

□ 중소기업 금융지원대책은 점진적으로 축소

- 총액한도대출을 단계적으로 감축

- 한은은 6조5000억 원이던 총액한도대출을 2008년 10월 9조 원으로 확대하고 2009년 3월에 10조 원으로 증액한 후 2010년 7월부터 8조5000억 원으로 1조5000억 원 감축

- 중소기업 보증만기 연장조치를 금년 상반기까지 지속

- 지난해 12월 만기 예정이던 중기 유동성 지원 프로그램인 패스트트랙⁸⁾과

8) 패스트트랙 제도는 은행들이 중소기업의 신청을 받아 A등급(정상), B등급(일시적 유동성 부족), C등급(부실 징후), D등급(부실) 등으로 구분해 A와 B등급에는 보증기관의 특별 보증을 통해 신규 대출을 해주거나 기존 대출의 만기를 연장해 주는 것을 말한다.

- 신용보증 확대 등 조치를 올해 6월까지 연장한 후 올해 12월 말로 다시 연장
- 자생력 취약기업에 대해서는 선별적·제한적 만기연장을 통해 구조조정을 유도
- 2009년에 상향된 보증비율(일반기업 95%, 핵심분야 100%)은 금년 초부터 점차 하향조정하여 2010년 7월부터 위기 이전 수준으로 환원
 - 기존보증은 2009년 95%, 2010년 1월부터 90%, 2010년 7월부터 85%로 단계적으로 하향 조정
 - 신규보증은 2010년 1월부터 신용등급별 50~85%로 차등 적용하여 위기 이전 수준으로 환원
 - 신용보증기금의 일반보증 잔액 목표는 2009년 말 38조4000억 원에서 2010년 말 37조 원으로 1조4000억 원 감소하며 기술보증기금도 같은 기간 17조1000억 원에서 16조5000억 원으로 줄일 방침

<표 3> 중소기업 및 서민생활안정 대책과 출구계획

비상대책	내 용	현 황	출구계획안
중소기업 금융지원	▪ 총액대출한도 증액	한도 유지	단계적 축소
	▪ 신용보증한도 확대	단계적으로 정상화	2010년 7월부터 위기 이전 수준으로 환원
	- 보증만기연장	2010년 6월까지 연장	
	- 보증비율상향조정	보증비율 정상화(%) *(2009년) 95 → (2010년 상) 90 → (2010년 하) 85	
	- 장기·고액 보증 감축 중단	가산보증료 부과 등 보증감축 재개	
	▪ Fast Track 프로그램	2010년 12월까지 연장	선별적 제한적 만기연장으로 구조조정 유도
일자리 창출 및 서민생활안정	고용유지 지원금 확대	휴업 수당의 2/3~3/4 → 1/2~2/3	2010년 4월부터 위기 이전 수준으로 환원
	청년 인턴제	축소 시행(2009년 9만9천 명 → 2010년 3만7천 명)	2010년 말까지 시행
	희망근로 프로젝트	축소 시행(2009년 25만 명 → 2010년 10만 명)	2010년 6월까지 시행

자료: 기획재정부, 금융위원회

□ 한시적으로 확대된 공공일자리는 민간부문의 고용회복이 더딘 점을 고려하여 점진적으로 축소

- 희망근로 프로젝트로 2009년에 취약계층에 25만 개의 일자리가 제공되었으며 2010년에는 10만 명으로 축소 시행

- 다만 잔여재원 소진 시까지 시행

- 청년인턴제는 2009년에 9만9천 명을 채용하였으며 2010년에는 2만 명으로 축소 시행

- 지난해 3월 상향조정된 고용유지지원금 지원수준을 경기회복에 따라 금년 4월부터 위기 이전 수준으로 환원

- 중소기업의 경우 휴업·휴직 수당의 4분의 3, 대기업은 3분의 2를 지급하던 것에서 각각 3분의 2와 2분의 1로 축소

□ 글로벌 경기침체를 극복하는 과정에서 재정수지 적자가 큰 폭으로 증가하여 국가채무 증가속도가 빠르게 상승하고 있어 재건전성 확보가 시급한 과제로 대두⁹⁾

- 2010년 예산이 2009년 본예산 대비 2.9% 증가한 292조8000억 원으로 편성됨에 따라 GDP 대비 통합재정수지 적자 비중은 2009년에 5%에 비해 크게 줄어든 2%에 달할 전망

- 2005~2009년 동안 한국의 GDP 대비 국가채무 비중은 6.9%p(28.7%→35.6%) 증가하여 유로지역(77%→82.5%) 5.5%p 증가를 상회하고 있음.

- 호주(16.9%→16.4%) -0.5%p, 캐나다(71%→77.7%) 6.7%p, 핀란드(48.5→48%) -0.5%p, 독일(71.1%→78.2%) 7.1%p, 미국(62.3%→87.4%) 25.1%p 증가

9) 조정엽·김창배, 『Keri 경제전망과 정책과제』, 한국경제연구원, 2010, pp.48-49.

- 한국의 2009년 국가채무 증가율(18.7%)은 OECD 평균(16.4%)뿐만 아니라 유로 지역의 평균 증가율(12.4%)을 상회하고 있음.

- 2010년 국가채무는 증가율이 둔화되기는 하지만 2009년 대비 11.3% 증가한 407조 원에 달할 전망

- 경기회복을 위해 재정지출이 크게 늘어남에 따라 2009년의 전년대비 18.4%에 달했음.

- 우리나라 통계기준 상 국가채무로 잡히지 않는 공기업의 채무를 국가채무에 포함할 경우 우리나라의 국가채무는 GDP의 70%인 700조 원에 달하고 있음.

- 공기업부채는 2009년 9월 말 기준 258조3199억 원에 달함.

<표 4> 재정수지

구 분	2009년 추경	2010년 예산안	2010년 본예산
총수입(A)	279.8	287.8	290.8
총지출(B)	301.8	291.8	292.8
통합재정수지(C=A-B)	-22.0	-4.0	-2.0
사회보장성수지(D)	29.0	28.0	28.1
관리대상수지(C-D)	-51.0	-32.0	-30.1
(GDP 대비 %)	(5.0)	(-2.9)	(-2.7)
국가채무	366.0	407.1	407.2
(GDP 대비 %)	(35.6)	(36.9)	(36.1)

주: 1) 통합재정수지는 IMF의 GFS 기준에 의해 작성되며 통합재정지출에서 통합재정수입을 차감하여 추정됨.

2) 관리대상수지는 통합재정수지에서 사회보장성기금(국민연금기금, 사립학교교직원연금기금, 고용보험기금, 사업재해보상보험 및 예방기금)을 제외한 재정수지를 의미함.

- 제수증대를 위한 2009년 세제개편이 적용되고, 재정적자 규모가 줄어들고 있지만 2010년 예산이 4조 원에 달하는 적자예산이 편성되었다는 점에서 본격적인 재정 부문의 출구전략은 올해 시행되기 어려울 전망

※ 주요국 출구전략의 현황과 전망

□ 주요국 통화정책의 출구전략

- 금융기관유동성 공급은 FRB와 영란은행이 대폭 축소하고 유럽중앙은행(ECB)과 일본은행은 소폭 축소
 - 단기금융시장 지원(CP, 은행채 등 매입): 금년 2월 말 현재 지난해 고점 대비 FRB와 영란은행 및 일본은행이 거의 대부분 회수
 - 장기금융시장 지원(회사채, 주택저당증권(MBS) 등 매입): FRB, ECB 및 영란은행은 금년 3월까지 확대. 일본은행은 지난해 7월 이후 소폭 축소
 - ECB를 제외한 주요 선진국 중앙은행은 지난해 국채 직매입 규모가 급증한 후 올 들어 증가세가 둔화

□ 주요국 통화정책의 출구전략 이행 일정

① 미국

- 금융기관들에 유동성 공급을 위해 동원했던 ACPM, CPFF, PDCF, TSLF 등과 외국 중앙은행들과의 통화스와프 계약은 금년 2월 1일 종료
- 재할인 창구 정상화, 대출 만기 90일에서 28일로 축소. 향후 추가 축소 계획. 재할인률 인상을 통해 Fed Funds 금리와의 격차 확대
- 유동성 공급 조치 중 남아 있는 부분인 TAF(3월 8일), TALF(상업용 모기지 담보 6월 30일, 기타 자산 담보 3월 31일)의 종료
- 국채 및 정부기관채 등 자산 매입 종료

② EU 및 영국

- ECB와 영란은행은 위기 이후 취했던 유동성확대 조치를 단계적으로 철회하였으나 ECB는 유럽발 재정위기로 양적완화를 재개

③ 일본

- 일본은행은 회사채 및 CP 매입은 2009년 12월 말, 기업채무담보대출과 후순위 특약대출 등 기업금융을 위한 특별자금지원조치는 2010년 3월로 각각 종료

④ 중국

- 중국인민은행, 중앙은행 채권발행 금리의 인상에 연이어 지급준비율 인상을 단행
- 중국인민은행, 5월 2일 금년 들어 세 번째 기준율 인상을 단행

□ 주요국 금융정책의 출구전략

- 금융기관 자본확충, 채무보증, 자산매입 등 금융시장 안정대책은 금융시장이 안정됨에 따라 점차 감소
 - 은행부채에 대한 채무보증은 금융위기 초기단계에서 거래상대방 위험을 줄이고 시장자금조달을 쉽게 하기 위해 시행되었으나 신용경색이 개선됨에 따라 감소세
 - 예금보장은 위기 초기에 확대된 후 큰 틀에서 수정 없이 시행 중이며 약 3년 정도 지속될 것으로 예상
 - 정부의 부실자산 매입과 공적자금을 통한 금융기관 자본확충지원은 광범위하게 진행되었으나 점차 감소세
- 미국의 금융시장 안정대책인 부실자산구제프로그램(Troubled Asset Relief Program: TARP)은 2010년 10월 3일로 연장되었으나 상당수 프로그램이 이미 종료
 - TARP가 창설된 2008년 10월부터 2009년 12월까지 누계로 5,001억 달러의 지출이 계획(실제 지출액은 3,746억 달러)되어 1,702억 달러가 상환됨.

□ 주요국 재정정책의 출구전략 논의 배경

- 확장적 재정정책으로 인해 각국의 재정적자 및 국가부채 규모가 급증할 전망
 - IMF에 따르면 G20국가의 2009년 재정적자 규모는 GDP 대비 7.9%, 2010년에는 6.9%로 전망
- 미국은 경기후퇴에 의한 세수감소와 확장적 재정정책에 따른 세출확대 및 감세로 연방정부의 재정적자가 급증
 - 2009년 누적 재정적자는 1조4,171억 달러(GDP 10%)에 달해 과거 최대 적자였던 2008년 4,548억 달러의 약 3배

- 2009년 연방정부 차입액은 1조7,434억 달러, 연방정부 채무 잔액은 7조 5,464억 달러(GDP 53.0%)로 금융위기 전 수준 GDP 약 40%에서 크게 증가
- 유럽 각국은 2009년 이후 재정수지가 급격히 악화되며 일부국의 경우 재정위기 상황에 직면
 - EU 27개국의 GDP 대비 재정적자는 08년 2.3%에서 09년 6.9%, 2010년 7.5%까지 확대될 것으로 추정
 - 국별로 볼 경우 특히 아일랜드, 영국, 그리스, 스페인 등이 2009년 이후 급격한 재정 악화에 시달리고 있음. 적자 감축을 위해 재정지출의 급격한 감축이 불가피한 상황
- 일본은 당장의 재정위기 가능성 낮으나, 고령화 등 구조적 요인으로 재정위기 우려 고조
 - 일본의 정부채무비율은 2008년 172%로 세계 최고 수준이며, 2011년에 204%로 상승 전망
 - GDP 대비 재정적자비율은 2008년 2.7%에서 2009년 7.4%로 급증하였으며, 2010년 8.2%, 2011년 9.5%로 상승할 전망
- 중국은 대규모 경기부양책의 여파로 재정수지와 국가부채가 급증하고 있음.
 - 2009년 정부의 총부채는 GDP의 26%를 차지하고 있으나, 지방정부의 부채를 포함할 경우 정부부채는 50% 수준에 접근

□ 주요국 출구전략 전망

- 미국의 경우 경기지표의 호조 추세에도 불구하고 정책 금리인상은 내년 상반기 이후에 단행할 것으로 예상
 - 금년 3분기를 실업률 고점 시기로 본다면 내년 초에 금리인상을 단행할 수 있을 것으로 예상
 - 재정적자를 축소하기 위한 본격적인 출구전략은 내년 상반기 이후 시행 전망
- EU는 금융부문의 출구전략은 금년 5월 ECB의 양적완화 정책 재개로 지연되어 내년 상반기 이후 정책금리 인상 수순으로 갈 전망

- 재정정책의 출구전략은 대다수 국가에서는 2011년에 시행이 본격화될 예정이지만 일부 재정수지악화 국가에서 사실상 시행된 상태
- 일본은 다른 국가와 달리 금융완화조치가 시행될 전망이며, 일본정부의 재정 위기에 대한 해외의 우려가 고조되고 있으나 일본정부는 재정건전화 의지가 약해 재정부문의 출구전략 시기가 늦어질 가능성도 배제할 수 없음.
- 중국은 유동성 흡수조치에 이어 금융부문의 출구전략은 점진적으로 추진될 전망
 - 금리인상은 소비자물가 상승 정도에 따라 이르면 금년 하반기에 단행될 전망
 - 금년 1분기 성장률이 11%를 넘어서는 등 경기과열 우려가 커짐에 따라 재정정책의 출구전략을 검토 중

2. 출구전략 여건 점검

- 정책금리 인상 시점과 폭은 경기, 물가, 금융시장, 대외 여건 등을 종합적으로 고려하여 결정해야 한다는 것을 전제로 함.
 - 금융시장이 안정되고 경기지표가 개선되어 민간부문의 자생력 회복이 가시화된 후 실시
 - 저금리 장기화의 폐해 시정, 경기회복에 따른 자산가격 상승압력과 인플레이 기대 심리 확산 등은 기준금리 인상의 주요인
 - 개방경제의 특성상 세계경제의 회복속도, 국제금융시장 안정성 등 대외경제의 여건을 고려할 필요
 - 주요 수출대상국들의 내수경기 회복이 더딜 경우 대외의존도가 높은 소규모 개방경제 국가들의 수출여건 개선이 지연되어 출구전략 시행에 부담
 - 소규모 개방경제 국가가 독자적인 출구전략 시행으로 자국 금리가 상승하면 내외금리차 확대로 해외 자금 유입이 증가하여 통화 가치가 상승하고 수출경쟁력이 악화

- 국제금융시장의 안정성이 유지되지 않을 경우 자국 금융시장 안정 확보를 위한 통화정책 완화 기조를 유지

(1) 출구전략 시행의 전제 조건

□ 경기지표가 개선되나 체감경기와는 온도차

- "우리 경제는 금년 5.3%의 성장률을 기록할 것으로 전망¹⁰⁾

- 2010년에는 세계경제 회복세, 기저효과 등으로 회복 기조가 이어지겠으나 회복세는 점차 약화될 것으로 전망
- 반기별로는 상반기(전기비 2.1%)와 하반기(전기비 2.0%)의 회복속도가 유사할 것으로 예상
- 전년동기비는 기저효과의 영향으로 상고하저의 성장률이 예상됨.

<표 5> 2010년 국내경제전망

(단위: 전년동기비, %)

구 분	2009년	2010년						
	연간	1Q	2Q	3Q	4Q	상반기	하반기	연간
GDP	0.2	7.8	5.6	3.8	4.5	6.6	4.2	5.3
(SA, 전기비%)		1.8	0.3	1.4	0.8	2.1	2.0	
민간소비	0.2	6.2	4.2	3.4	3.9	5.2	3.7	4.4
건설투자	4.4	1.9	-0.9	0.5	1.0	0.3	0.8	0.5
설비투자	-9.1	28.8	17.2	7.4	4.5	22.6	5.9	13.4
수출	-13.7	32.6	19.8	12.8	7.1	25.8	9.8	17.0
수입	-25.7	37.9	32.5	20.1	14.9	35.2	17.4	25.3
소비자물가	2.8	2.7	2.9	3.2	3.8	2.8	3.5	3.1
실업률	3.6	4.5	3.8	3.7	3.5	4.2	3.6	3.9

자료: 조경엽 · 김창배, 『Keri 경제전망과 정책과제』, 한국경제연구원, 2010.

10) 올해 연간 성장률을 정부는 5.8%, 한국은행은 5.9%로 각각 전망하고 있다.

- 민간부문의 자생력이 회복이 지속

- 금년 전년동기비 성장기여도를 보면, 민간소비·투자의 회복세 견지, 2009년 1/4분기 부진에 따른 기저효과 등으로 민간부문의 성장기여도가 크게 증가¹¹⁾
- 2010년 민간소비는 고용 및 임금개선, 환율 하락 등으로 회복세가 이어지겠으나 가계부채 부담, 자동차 선(先)구매효과 소멸, 자산가격 상승세 조정 등이 제약요인으로 작용하면서 성장률보다는 낮은 증가율을 보일 전망
- 2010년 설비투자는 그동안 투자부진으로 인한 투자압력이 상승하는 가운데 지난해 기업들의 실적 개선 및 환율하락 등을 바탕으로 비교적 높은 회복세를 보일 전망
- 건설투자 회복이 부진한 것은 기준금리 인상 지연의 요인 중 하나로 작용
- 5월 취업자 수는 전년 같은 기간보다 58만6000명이 늘어 8년1개월 만에 최대 증가폭을 기록하였는데, 이는 고용여건도 민간 주도로 개선되는 모습
- 민간부문의 고용이 7개월 연속 전월대비 증가세를 지속

<표 6> 정부·민간 부문 성장기여도

구 분	2008년	2009년					2010년
	연간	연간	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4
GDP 성장률	2.3	0.2	△4.3	△2.2	1.0	6.0	7.8
- 정부 기여도	0.5	1.5	1.9	1.9	1.5	0.8	0.8
- 민간 기여도	1.8	△1.3	△6.2	△4.1	△0.5	5.2	7.0

자료: 기획재정부

- 수출은 세계경제 개선 등의 영향으로 개선흐름을 지속
 - 수출은 유럽의 재정건전성 확보를 위한 긴축, 선진국의 가계부채 조정 등에 따른 소비회복의 불확실성, 환율하락 등에도 불구하고 전반적인 세계경기 회복세, 기저효과에 힘입어 약 17% 내외의 증가율을 보일 전망
 - 유럽의 재정긴축에 따라 유럽경기 회복세가 저하될 우려가 있으나 유럽에

11) 전기비로는 금년 1/4분기 정부부문 기여도가 1.2%p로 2009년 1/4분기(1.3%p)와 비슷한 수준임.

대한 수출비중이 높지 그 효과는 제한적일 것으로 전망됨.

- 5월 주요 지표는 향후에도 내수 위주의 긍정적 경기흐름이 이어질 것으로 예상
 - 광공업생산은 전월대비 2.6%, 전년동월 대비 21.5% 각각 증가하면서 양호한 흐름을 지속
 - 제조업 평균가동률도 상승해 14년11개월 만에 가장 높은 수준인 82.8%를 기록
 - 소매판매와 설비투자가 다시 전월대비 증가하면서 양호한 흐름을 이어감.
 - 경기선행지수는 전월동월비 8.0%로 5개월 연속 하락했으나 전월에 비해 하락폭이 축소

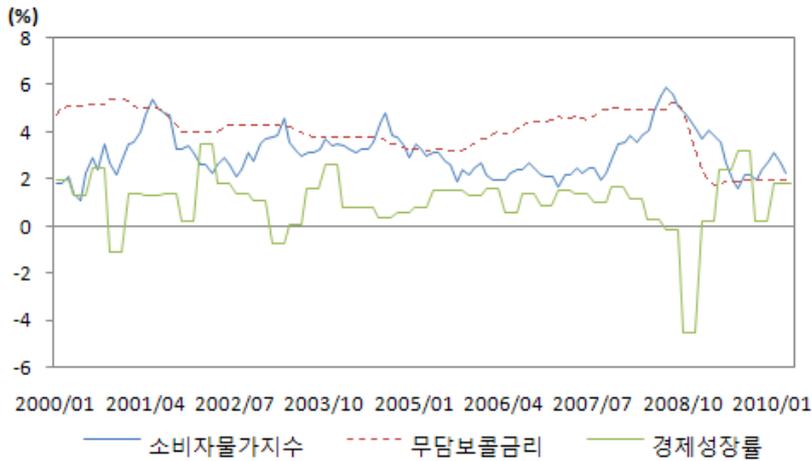
- 경기지표와 체감경기 간의 온도차는 기저효과, 고용회복부진 등이 주요인

- 최근 발표되는 지표들은 미국발 글로벌 금융위기 이후 우리 경제가 곤두박질쳤던 때와 비교한 것이어서 실제 상황에 비해 경기가 훨씬 좋은 것처럼 비춰지는 착시현상이 발생
- 신규 취업자 수가 개선되고 있으나 건설업 불황 및 서비스업 구조조정 등으로 번듯한 일용직을 구하기가 힘든 상황

- 2009년에 이어 2010년에도 소비자물가의 안정세가 지속되나 하반기에는 물가 상승 압력이 높아질 전망

- 소비자물가 상승률은 공공요금 및 임금 인상, 원자재가격 상승 및 경제회복에 따른 생산갭 확대 등으로 하반기에는 3.5%를 기록할 전망
 - 4분기에는 한은의 물가안정 목표 상한선(4%)에 접근(3.8%)할 것으로 예상됨에 따라 기준금리의 선제적 인상 필요성을 점검
 - 통화유통 속도가 올 1분기 0.713을 기록해 2008년 3분기(0.748) 이후 1년 6개월 만에 가장 높은 수준을 기록한 것은 과도한 통화량에 의한 인플레이션 압력이 점증함을 보여줌.

<그림 2> 소비자물가 상승률, 콜금리 및 경제성장률 추이



자료: 한국은행

□ 금융시장 지표는 유럽발 재정위기 및 대북리스크로 일시 변동폭이 커졌으나 점차 안정되고 있음.

- 최근 유럽발 재정위기 및 대북리스크로 금융시장의 불안이 고조되었으나 금융 및 외환시장 지표들은 점차 안정세를 회복

- 원/달러 환율은 2009년 3월 이후 하락세를 보여 금년 4월 중 1,100원대로 하락, 리먼사태 이전 수준으로 회복
 - 유럽발 재정위기 및 대북리스크의 영향으로 1,253원(5월 26일)으로 급등한 후 1,201원(6월 4일)으로 하락
- 경기회복과 외국인투자자금의 유입에 힘입어 국내주가는 1,600대를 회복
 - 유럽발 재정위기 및 대북리스크의 영향으로 1,550(5월 25일)으로 하락한 후 1,664(6월 4일)로 상승
- 우리나라의 CDS프리미엄은 글로벌 금융위기 이전 수준인 130으로 하락
 - 리먼사태 이후 699(2008년 10월 27일)까지 급등한 후 73(2010년 3월 17일)으로 하락
 - 유럽발 재정위기 및 대북리스크의 영향으로 170(5월 25일)까지 상승한 후 130(6월 3일)으로 하락

- 국내 신용경색이 완화되었으나 비우량기업의 신용경색은 지속

- 신용스프레드(3년 만기 AA-회사채수익률-국채)는 금융위기 이전 수준으로 축소
 - 3년 만기 AA-회사채수익률-국채: 2008년 8월(1.34)→2010년 3월(1.08)
- 다만 비우량기업의 신용스프레드(3년 만기 BB-회사채수익률-국채)는 금융위기 직전 수준보다 여전히 높아 일부 중소기업을 중심으로 신용경색이 지속
 - 3년 만기 BB-회사채수익률-국채: 2008년 8월(4.23)→2010년 3월(7.14)

- 자산가격은 최근 안정되고 있으나 국내 부동산가격은 2008년 9월 리먼사태 이전 수준보다 높게 회복된 점을 감안할 필요

- 전국 아파트 매매가격지수: 2008년 9월(100.6)→2010년 4월(102.7)

□ 금융시장 자금중개기능은 회복되고 있으나 시중 자금의 단기화 문제가 심화

- 은행의 신용공급은 은행 대출의 경우 금년 1분기에 증가세로 반전

- M2 Lf(평잔)의 전년동기 대비 증가율은 위기 이전 수준을 회복하지 못하였으나 경기회복과 함께 증가할 것으로 예상

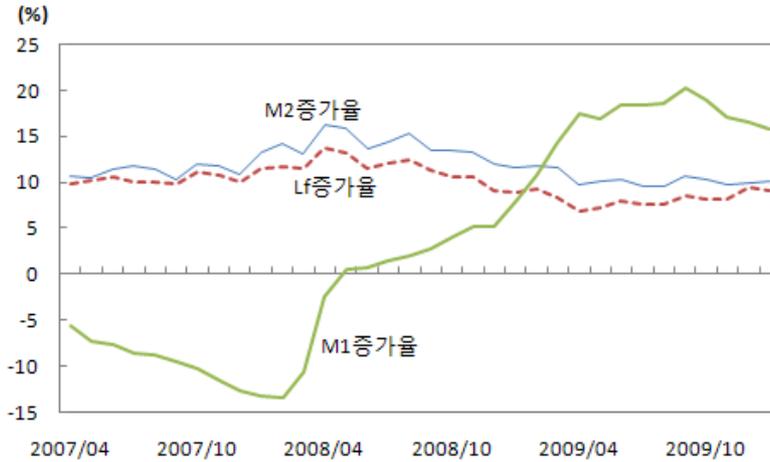
- 시중 자금의 단기화 문제가 심화

- 금융위기 후 금융시장 안정 및 경기회복을 위해 풀린 돈이 기업 투자로 연결되지 못하고 갈 곳을 잃은 채 부동자금화 되고 있음.
 - 금년 2월 말 기준 시중 단기자금 비율(M1/M2)은 24.3%로 2007년 9월 24.5%를 기록한 후 29개월 만에 최고 수준을 기록한 데 이어 3월에도 24.0%로 지난해 12월 이후 4개월 연속 24%대를 유지
- 시중유동성 증가 속도에 비해 단기자금 증가 속도가 더 빠름.
 - 3월 말 기준 M1 잔액은 386조154억 원으로 금융위기 극복을 위해 한은이 기준금리를 2%까지 낮춘 지난해 2월(334조5217억 원)에 비해 51조4937억 원 (15.3%) 증가

- 같은 기간 M2 잔액은 1457조9313억 원에서 1607조8961억 원으로 149조 9648억 원(10.2%)이 증가
- 10%를 밑돌던 M1 증가율(전년 동기대비)은 지난해 2월 이후 14.3~19.6% 사이에서 움직이며 증가속도가 확대

-기업의 주식 및 회사채 발행 규모도 금년 1분기에 회복세를 나타냄.

<그림 3> 통화량 증가율



자료: 한국은행

<표 7> 은행의 기업대출(증감액 기준)

(단위: 조 원)

2008년		2009년					2010년
		연간	I	II	III	IV	I
대기업	30.3	-5.2	1.6	-4.6	2.0	-4.2	4.5
중소기업	48.0	19.7	9.3	7.2	6.3	-3.2	3.3
계	78.3	14.5	10.9	2.6	8.3	-7.4	8.1

자료: 한국은행

<표 8> 기업의 직접금융을 통한 자금조달(증감액 기준)

(단위: 조 원)

2008년		2009년					2010년
		연간	I	II	III	IV	I
회사채순발행	8.4	32.6	16.0	10.3	3.7	2.7	3.6
CP순발행	13.4	-9.9	5.6	-6.5	-3.8	-5.2	1.5
주식발행	4.1	9.1	0.6	2.5	2.1	3.8	1.3
직접금융합계	25.9	31.7	22.2	6.3	2.0	1.2	6.4

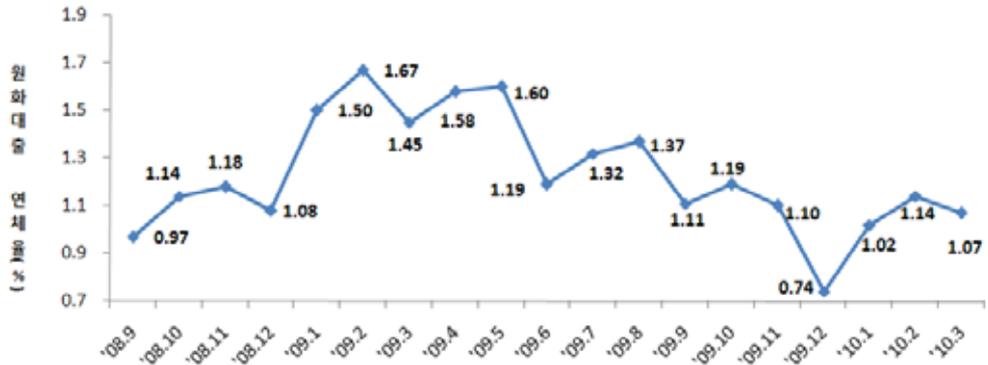
자료: 한국은행

□ 금융시스템 안정성은 대폭 개선

- 금년 3월 말 현재 국내은행의 원화대출 연체율은 1.07%로 전월 말(1.14%) 대비 0.07%p 하락

- 기업대출 연체율은 1.52%로서 전월 말(1.56%) 대비 0.04%p 하락
- 가계대출 연체율(0.54%)은 전월 말(0.63%) 대비 비교적 큰 폭(↓0.09%p) 하락

<그림 4> 2008년 9월 이후 원화대출 연체율 추이



자료: 금융감독원

<표 9> 국내은행 원화대출* 부문별 연체율 추이

(단위: %, %p)

구 분	2007년		2008년		2009년		2010년	
	3월 말	12월 말	3월 말	12월 말	3월 말	12월 말	2월 말	3월 말 ^o
기업대출	1.20 (△0.29)	0.92 (△0.08)	1.16 (△0.04)	1.47 (+0.55)	2.04 (+0.88)	0.97 (△0.50)	1.56 (△0.75)	1.52 (△0.52)
대기업	0.64 (+0.57)	0.37 (△0.12)	0.36 (△0.28)	0.34 (△0.03)	0.70 (+0.34)	0.35 (+0.01)	1.13 (+0.51)	1.12 (+0.42)
중소기업	1.27 (△0.45)	1.00 (△0.07)	1.29 (+0.02)	1.70 (+0.70)	2.33 (+1.04)	1.09 (△0.61)	1.65 (+1.02)	1.60 (△0.73)
가계대출	0.79 (△0.40)	0.55 (△0.15)	0.63 (△0.16)	0.60 (+0.05)	0.73 (+0.10)	0.48 (△0.12)	0.63 (△0.26)	0.54 (△0.19)
주택담보대출	0.62 (△0.51)	0.43 (△0.15)	0.49 (△0.13)	0.47 (+0.04)	0.56 (+0.07)	0.33 (△0.14)	0.44 (△0.26)	0.36 (△0.20)
원화대출 계	0.99 (△0.33)	0.74 (△0.10)	0.91 (△0.08)	1.08 (+0.34)	1.45 (+0.54)	0.74 (△0.31)	1.14 (△0.51)	1.07 (△0.38)

주: 1) * 은행계정 원화대출금 및 신탁대출금 기준

2) () 안은 전년동월 말 대비 증감(%p)

3) 1일 이상 원금 연체 기준

자료: 금융감독원

<표 10> 국내은행 외환건전성 비율

(단위: %, %p)

구 분	2009년 3월 말	6월 말	9월 말	12월 말	2010년 1월 말	2월 말	3월 말	전월 말 대비
외화유동성비율(≥85%)	105.2	104.6	104.9	104.2	105.4	106.0	105.5	△0.5
7일 갭비율(≥△3%)	2.8	2.7	3.1	2.8	2.6	2.7	2.2	△0.5
1개월 갭비율(≥△10%)	1.6	1.4	1.6	0.9	2.1	2.6	1.7	△0.9

자료: 금융감독원

-은행산업의 건전성과 수익성이 개선

- 국제금융환경 등이 개선되면서 국내 금융회사의 외환건전성비율도 양호한 수준을 유지

- 금년 3월 말 현재 국내은행의 3개월 외화유동성 비율, 7일, 1개월 갭비율 모두 지도비율을 상회
- 국내은행의 자본건전성이 크게 개선됨.
 - 2009년 12월 말 국내은행의 BIS자기자본비율(바젤II 기준)은 14.36% (Tier1 10.93%)로 전 분기말(14.21%, Tier1 10.80%) 대비 0.15%p(Tier1 0.13%p) 상승

<표 11> 국내은행의 BIS비율 및 기본자본(Tier1) 비율 추이

(단위: %, %p)

구 분	2007년 말	2008년 말	2009년	
			9월 말	12월 말
BIS비율	12.31	12.31	14.21	14.36
기본자본비율	8.97	8.84	10.80	10.93

주: 2007년은 바젤 I, 2008년 이후는 바젤II 기준

자료: 금융감독원

- 금년 1/4분기 중 국내은행의 수익성은 국내경기 회복세 지속 및 자산건전성 개선에 힘입어 대손비용이 점차 축소되고 순이자마진이 회복됨에 따라 빠르게 개선되는 모습

- 다만, 국내은행의 수익성은 위기 이전인 2007년 수준에는 크게 미치지 못한 상태이며, 향후 기업구조조정 및 부실채권 정리를 상시적으로 추진함에 따라 대손비용 부담도 지속될 것으로 예상
- 아울러 일부 유럽국가의 재정위기 등으로 국제 금융불안 재연 가능성과 함께 출구전략 논의와 관련 한계기업 및 영세가계의 채무상환 부담에 대한 우려도 잔존

<표 12> 국내은행 수익구조 현황

(단위: 조 원, %, %p)

구 분	2007년		2008년		2009년		2010년 1분기(B)	증 감 (C=B-A)	
		1분기		1분기	1분기(A)	4분기			
이자이익	31.2	7.4	32.2	8.2	32.2	7.8	9.3	9.4	1.5
비이자이익	10.8	6.1	5.3	1.9	5.3	1.9	0.6	2.0	0.2
대손비용	4.7	1.0	10.5	1.6	13.0	4.5	3.5	2.6	△1.9
순이자마진(%)	2.44	2.46	2.30	2.38	1.98	1.91	2.34	2.36	0.45
당기순이익	15.0	6.5	7.6	3.3	7.0	0.1	1.5	3.5	3.0

자료: 금융감독원

□ 남유럽 재정위기, 미국과 중국의 경기 둔화 우려 등 대외 불안 요인은 기준금리 인상의 유인과 명분을 일부 약화시키고 있음.

- 대외 불안 요인이 있지만 세계 경제의 더블딥 가능성은 적다고 판단, 7월 기준 금리 인상에 부담을 주지 않았던 것으로 보임.

- 금통위는 5월 금통위 이후 대외경기 불확실성에도 불구하고, 미국 유럽경기의 더블딥이 아니라는 평가하에서 시장에 금리인상 신호를 보내 왔음.
- 7월 기준금리 인상 이후 미국 및 중국, 그리고 유로지역 경제여건이 악화되는 쪽으로 진전된다면 향후 추가 기준금리 인상 시점과 폭에 부담으로 작용할 것으로 예상

(2) 테일러 준칙에 의한 국내 통화정책 방정식 추정

□ 테일러 준칙(Taylor rule)에 의한 국내 통화정책 방정식을 추정하여 향후 정책금리 인상 시점을 전망

- 테일러 준칙은 각국 중앙은행들이 적정금리를 추정하거나 현재 통화정책이 적절한지를 검증하는 지표로 사용

- 테일러 준칙에 따르면 적정금리는 장기 실질금리에 기대 인플레이션율을 더하고 여기에 가중치를 고려한 물가갭과 생산갭을 더한 수준임.
 - 적정금리=장기 실질기준금리+기대 인플레이션+가중치(실제 인플레이션-목표 인플레이션)+가중치(실제 경제성장률-잠재 경제성장률)
- 이 공식에 따르면 중앙은행은 실제 인플레이가 목표 인플레이보다 높으면 금리를 인상하고 실제성장률이 잠재성장률을 웃돌면 금리를 올리게 되며 반대의 경우에는 금리를 인하

□ 테일러 준칙에 입각한 추정모형

- Clarida, Gali & Gertler(1998) 및 Eichengreen(2004)에서 사용된 테일러 준칙과 유사한 형태의 통화정책 함수식을 추정

$$r_t = \rho \times r_{t-1} + (1 - \rho) \times (\alpha + \beta \times output\ gap_t + \gamma \times \infty\ gap_t + \delta \times er_t) + \epsilon_t$$

r : 무담보 1일물 금리, ρ : 금리평활화 계수, er : 환율

- 생산갭(output gap)은 실질GDP 및 잠재GDP 간의 차이
- 인플레이갭(inflation gap)은 실제 인플레이션 및 목표 인플레이션의 중간값 간의 차
- 소규모 개방경제하에서 환율의 변동이 성장, 경상수지, 물가 등에 영향을 주는 점을 감안하여 환율 변수를 통화정책 함수식에 포함¹²⁾
- 자료는 2000년 1월부터 2008년 8월까지 월별 자료¹³⁾를 이용하였으며 리먼 사태가 발생한 2008년 9월 이후 자료는 금융위기로 인한 시계열자료의 구조적 변화가능성을 고려하여 제외

12) Clarida, Gali & Gertler(1998) 및 Eichengreen(2004) 참조

13) 김완중 · 이승훈 · 이승준(2009)이 2000년 1/4분기부터 2008년 2/4분기까지 분기별 자료를 이용하였으나 본 연구는 Clarida, Gali & Gertler(1998) 및 Eichengreen(2004)과 같이 월별 자료를 사용하였다.

<표 13> 통화정책방정식 추정식

구 분	금리평활화(ρ)	상수(α)	생산갭(β)	인플레이갭(γ)	실질실효 환율(δ)
계수값	0.95***	46**	0.70**	0.19	0.02**
t 값	(37.86)	(2.04)	(2.14)	(0.43)	(2.29)
R^2	0.91		DW	1.80	

주: 1) ***와 **는 1%, 5% 수준에서 통계적으로 유의미함을 뜻함.

2) 추정에 사용된 도구변수는 설명변수들의 1기 시차변수들을 사용

□ 추정결과에 따르면 통화당국의 정책금리 운용은 생산갭 및 환율변화에는 반응하나 인플레이갭에 대해서는 유의적인 반응을 하지 않는 것으로 나타남.

- 생산갭에 대한 계수값(β)은 0.70으로 통계적으로 매우 유의미하게 나타나 한국은행이 경기변동에서 상당히 민감하게 반응하는 것을 시사

- 다른 변수가 일정할 때 생산갭이 1%포인트 상승하면 콜금리가 약 0.7%포인트 상승

- 환율에 대한 계수값(δ)은 0.02로 통계적으로 매우 유의하나 부호가 (+)로 나타난 것은 이론상으로 부합되거나 일치하지 않는 점이 혼재

- 실질실효환율의 하락은 환율의 상승을 의미하는데 환율이 상승할 경우 성장률에 미치는 영향에 대해 긍정론과 부정론이 엇갈리고 있으나 부정적 영향을 미친다는 실증분석이 우세하며,¹⁴⁾ 물가에는 상승요인으로 작용한다는

14) 환율의 변동이 경제성장(총국민소득 증가)에 미치는 효과는 불확실하다. 환율의 변동이 순수출뿐만 아니라 투자 등 내수에도 적지 않은 영향을 미치는데 두 효과가 상반될 수 있기 때문이다. 환율의 상승은 가격경쟁력 향상을 통해 수출을 증대시키며 이는 생산을 증가시키는 요인으로 작용한다. 반면 환율상승이 투자에 미치는 효과는 긍정적 요소와 부정적 요소가 혼재한다. 환율상승은 한편으로는 수출증대를 통해 투자를 촉진시키지만 다른 한편으로는 수입비용과 외자조달비용(외채원리금 상환부담 등) 증대를 통해 투자를 위축시키게 된다. 따라서 두 상반된 효과 중에서 어느 것이 더 클지는 수출의 환율탄력성과 수출증가에 따른 국내산업 간 수요과급효과 등 경제의 구조에 따라 다르다. 실증분석에서 최창규(1997), 김희식·장동구(2003), 김의식(2004), 최봉호(2008) 등은 우리나라의 환율과 국민총생산의 관계를 분석한 결과 환율상승이 총생산을 감소시킨다고 주장하였다. 환율상승에 따른 수출증대효과보다 자본재수입, 원리금상환비용 등 비용 증가효과가 상대적으로 크기 때문이라는 것이다. 반면 김용복·박범준(2009)은 환율상승이 상품수지 개선 및 성장률 제고효과를 가져오나 그 크기는 과거보다 작을 가능성이 있다고 분석하였다. 외환위기 이후 환율상승이 수출 및 투자에 미치는 긍정적 효과가 약화됨에 따라 총생산에 미치는 영향도 감소하고 있다는 것이다.

것이 일치된 견해¹⁵⁾

- 환율의 상승으로 성장률이 둔화될 경우 금리인하 요인이 발생하게 되나 동시에 물가상승 압력이 높아질 경우 금리인상 요인도 발생
- 반대로 환율의 하락으로 성장률이 호전될 경우 금리인상 요인이 발생하는 반면 물가하락압력이 발생할 경우 금리인하 요인이 발생
- 한편 환율의 하락은 외국인의 국내주식 및 채권투자 확대 등 글로벌 유동성 공급에 의해 큰 영향을 받고 있으며 글로벌 유동성 공급 확대는 동시에 국내 물가상승압력을 높이는 요인으로 작용
- 따라서 환율하락에 의해 발생하는 금리인상 및 인하 요인의 역학관계에 따라 금리 변동의 방향과 폭이 결정됨.
- 추정결과에 따르면 실질실효환율이 전월대비 1% 상승할 경우, 즉 환율이 전월 대비 1% 하락할 경우 콜금리는 0.02~0.03%포인트 상승하는 것으로 나타남.
 - 환율이 하락할 경우 발생하는 물가하락효과보다 성장률 개선 및 글로벌 유동성 개선에 따른 물가상승 압력이 조금 앞서 전체적으로 콜금리가 소폭 오를 수 있는 것으로 분석됨.
 - 환율이 하락세를 나타낼 경우 한국경제의 펀드멘털 개선 신호로 받아들이고 환차익을 노리는 외국인의 주식 및 채권투자 확대가 나타남.

- 그러나 인플레이션 겐에 대한 추정치는 이론과는 일치하나 통계적으로는 유의하지 않은 것으로 나타남.

- 추정기간(2000년 1월~2008년 8월) 중 소비자물가가 대부분 한은은 인플레이션 목표구간에 들어와 물가가 안정되었기 때문으로 분석

15) 환율변동이 물가에 미치는 영향을 보면 환율이 하락하면 원화표시 수입원자재 및 상품 가격이 하락하게 되고 이로 인해 국내의 도매 및 소비자물가가 하락하여 물가가 하락한다. 환율이 상승하면 같은 경로로 반대효과가 나타나 물가가 상승한다. 한국은행 2007년 산업연관표에 의한 한국은행(2009)의 계량 분석에 따르면 환율이 10% 상승할 경우 2.82%의 물가상승 압력을 보인다.

- 통화당국의 정책금리 운용이 생산갭 및 환율변화에는 반응하나 인플레이션에 대해서는 유의적인 반응을 하지 않는 것으로 나타난 것은 함정호 외(2000)의 추정 결과와는 다른 결과임.

- 함정호 외(2000)은 실질경제성장률이 상승할 때보다 물가상승이 본격화되었을 때 금리인상의 필요성이 높은 것으로 나타남.
- 테일러 준칙에 따른 기준금리 결정식 추정결과 인플레이션갭 추정치는 1.14, GDP갭의 추정계수는 0.45로 나타남.
- 그러나 함정호 외(2000)는 기준금리 결정식 추정 시 환율변수를 고려치 않은 데다 한은이 인플레이션 타깃팅을 도입하기 이전 기간의 자료를 이용한 연구인 점을 감안한 필요가 있음.

□ 통화정책 방정식 추정결과에 따르면 금년 들어 실질성장률이 잠재성장률을 초과하고 있어 정책금리 인상 압력이 높아지고 있는 것으로 판단

- 지난해 하반기 이후 음(-)의 생산갭이 축소되면서 금리상승 요인으로 작용

- 금년 2/4분기 이후 잠재성장률 이상의 성장세가 예상되는 만큼 기준금리 인상 압력이 높아질 것으로 예상

- 올 하반기 이후 생산갭 축소와 원/달러 환율이 소폭 하락할 경우 금리인상 압력이 지속될 전망

□ 테일러 준칙에 의한 2010년의 적정금리 추정치는 3.5~3.7% 수준

- 테일러 준칙에 의해 금년의 적정금리 = 장기균형 실질기준금리 + 전년 소비자물가 상승률 + 0.5(소비자물가 상승률 - 소비자물가 상승률 목표치) + 0.5(GDP성장률 - 잠재GDP성장률)를 구할 경우 적정기준금리는 3.5~3.7%

- 장기균형 실질기준금리는 0.7%(2001~2009년 평균), 전년 소비자물가 상승률은

2.8%, 금년 소비자물가 상승률 예상치 3.1%, 물가상승률 목표치 상한선 4.0%, 금년GDP성장률 예상치 5.3%, 잠재성장률 추정치(OECD 한국의 2010~2011년 잠재성장률 추정치) 4.0%를 각각 적용할 경우 적정 기준금리는 3.7%임.

- 금년 2분기 중 생산갭의 플러스 전환 및 하반기의 물가갭이 제로(0) 수준에 수렴하는 것을 가정할 경우 적정 기준금리는 3.5% 수준임.

-경기회복세가 지속되고 물가상승 압력이 증대하고 있어 실제기준금리와 적정금리의 차이가 갈수록 커지면서 저금리 문제가 더 심화될 가능성

(3) 재정부문의 출구전략

□ 2011년 예산안 편성에서 재정정책의 출구전략을 본격적으로 추진할 전망¹⁶⁾

-글로벌 금융위기 극복 과정에서 약화된 재정건전성이 조기에 회복될 수 있도록 재정수지, 국가부채 등 재정총량을 철저히 관리

- GDP 대비 관리대상수지를 2009년 $\Delta 5\%$ 에서 2010년 $\Delta 2.7\%$ 로 축소

-미과세·감면을 축소하고 기금·특별회계 여유자금 활용 등 세입기반을 확충

-위기 이후 재도약을 적극 뒷받침하기 위해 자원배분의 우선순위를 일자리 창출과 신성장동력 창출에 집중

- 재정운용방식을 고용 친화적으로 개편하고 취업 취약계층을 중심으로 맞춤형 고용지원을 강화
- R&D투자, 녹색성장 기반구축, 서비스산업 선진화 등을 통해 산업 전반의 고부가가치화와 고용창출 능력을 높여 나감.

16) 기획재정부, 「재정건전성의 조기회복을 위한 기반을 마련하는 동시에 위기 이후 재도약을 뒷받침: 2011년도 예산안 편성지침.」, 보도자료, 2010년 4월 27일자

- 향후 경제여건 변화에 탄력적으로 대응할 수 있도록 일시적으로 악화된 재정건전성을 조기에 회복할 계획

- 2014년 균형재정, GDP 대비 국가채무 33% 미만을 목표로 지출증가율을 수입 증가율보다 2~3%포인트 낮게 관리

- 이를 위해 보조금 등 재량적 지출을 10% 축소하고 신규 재정사업에 대한 세원 확보준칙(pay-as-you-go-rule)을 도입

제 4 장

출구전략 시행의 파급효과

1. 금리인상이 실물경제에 미치는 영향

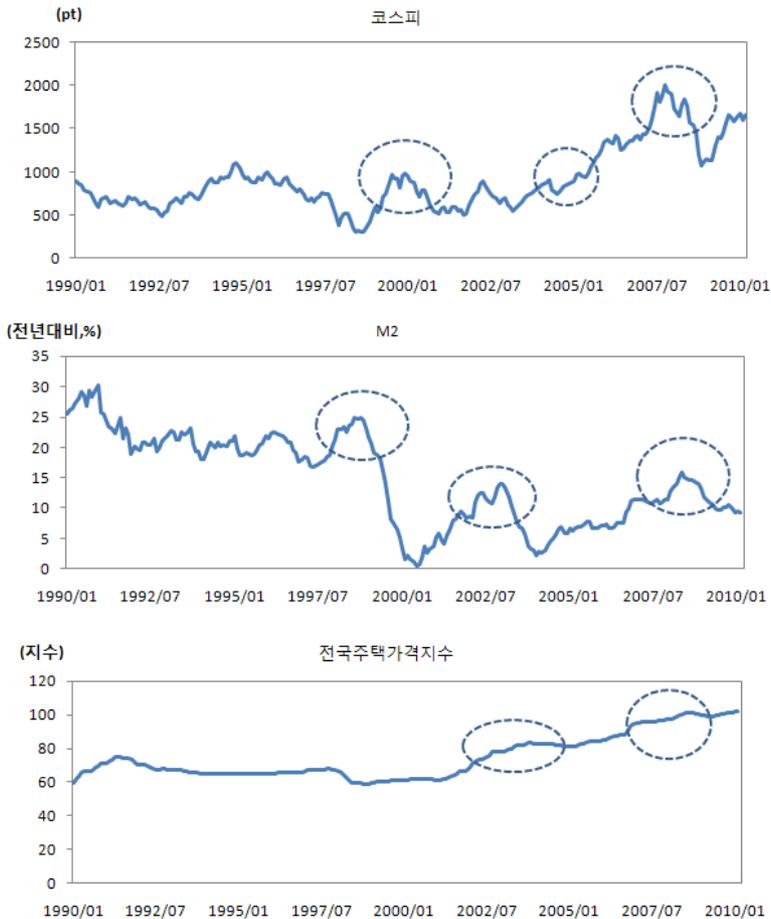
□ 한국의 금리 변동이 국내 실물경제에 미치는 영향을 분석하기 위해 충격반응분석을 함.

- 1999년 1분기부터 2009년 4분기까지 분기별 자료를 이용하여 콜금리 변동이 국내 실질경제성장률, 소비자물가, 서울지역 아파트가격, 주가, 환율에 미치는 영향을 벡터자기회귀(VAR)모형을 구성하여 분석

- 금리인상 충격에 의한 경제성장률 반응은 예상대로 2분기부터 5분기까지 음(-)의 반응을 보이는 것으로 분석되었으며 그 이후부터 점차 영향력이 약화되어 소멸되어 가는 것으로 나타남.
 - 이는 경제성장이 가계의 소비와 기업의 투자에 의한 소득창출에 좌우되므로 기준금리의 상승은 기준금리 인상은 대출금리 인상을 유발하여 가계와 기업의 금융비용을 상승시킴으로써 소비와 투자에 부담을 주어 경기를 위축시킬 수 있음을 시사
 - 중장기적으로 금융정책인 금리를 통한 경기부양효과는 약화되는 것으로 나타나므로 기업은 R&D투자 확대, 신제품 개발 등으로 새로운 성장동력을 확보하는 것이 중요함을 보여줌.

- 서울 아파트가격의 경우 콜금리 변동에 의한 충격 반응은 2분기부터 6분기까지 음(-)의 반응을 보이는 것으로 분석되었으며 그 이후부터 점차 영향력이 약화되어 소멸되어 가는 것으로 나타남.
- 우리나라의 주택가격이 2000년대 이후 두 차례(2002~2004년, 2006~2008년) 급등하였는데 모두 저금리 기조가 지속됨으로써 유동성(M2)이 급증한 것이 주요인으로 작용

<그림 5> 한국의 버블 형성 경험



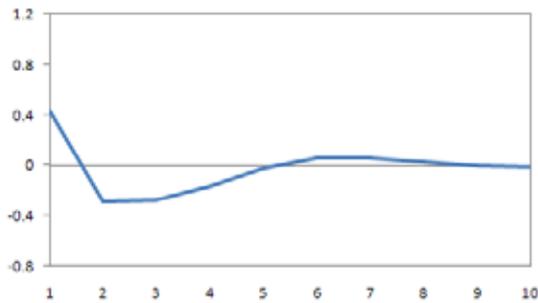
자료: 한국은행, 국민은행

- 사상 최저의 저금리 수준이 지속됨으로 인해 금융기관의 저비용 차입을 통한 자금조달이 쉽고 금융자산 투자에 대한 기대수익률이 상대적으로 감소함에 따라 주택담보대출 경로를 통한 부동산 투자가 증가하게 되어 주택가격이 상승한 것으로 보임.
- 따라서 금리가 인상될 경우 주택담보대출 이자 부담이 증가하여 주택수요가 줄어들어 주택가격이 하락하는 효과가 있는 것으로 판단
- 금리 충격에 의한 소비자물가의 경우 2분기부터 음(-)의 반응이 나타난 후 6분기 이후 다시 음(-)의 반응이 나타나는 것으로 나타남.
 - 이는 금리의 상승은 단기적으로 소비자물가의 상승을 억제하는 역할을 하며 금리상승이 물가안정에 미치는 효과가 6분기 정도의 시차가 있는 것을 시사함.
 - 따라서 향후 물가불안에 대해 선제적 대응책으로 6분기 정도에 앞서 금리를 인상하는 것이 바람직하다는 추론이 가능
- 금리 충격에 대한 주가의 반응은 예상한대로 2분기부터 5분기까지 음(-)의 반응을 보이는 것으로 분석되었으며 그 이후부터 점차 영향력이 약화되어 소멸되어 가는 것으로 나타남.
 - 이는 금리가 떨어지면 주가가 상승하고 반대로 금리가 상승하면 주가는 하락하는 요인으로 파악됨.
 - 사상 최저 금리 수준이 지속됨에 따라 은행의 예금이 증권사의 CMA(자산관리계좌)와 펀드로 이탈한 것이 주가상승의 주요인으로 작용
- 금리 충격에 의한 환율의 반응은 1분기에 음(-)의 반응을 보인 후 2분기부터 5분기까지 양(+)의 반응을 보였으며, 6분기부터 8분기까지 다시 음(-)의 반응을 보이다가 다시 9분기 양(+)의 반응을 보였으며 점차 영향력이 약화됨.
 - 원/달러 환율은 한미 간 금리차의 영향을 많은 받는데 미국의 금리 수준이 유지되는 상황에서 한국이 금리인상을 단행할 경우 일시적으로 원/달러 환율이 하락한 후 다시 상승-하락-상승을 반복하는 등 뚜렷한 추세가 나타나지 않은 것으로 나타남.

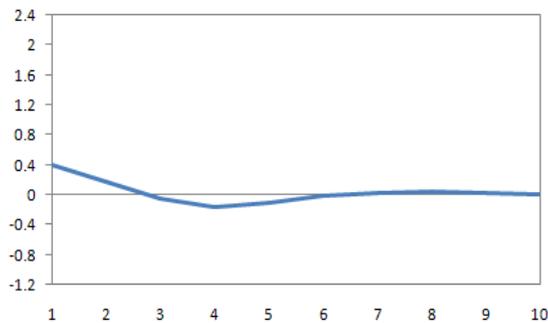
- 이는 금리인상이 일시적으로 원화강세 요인이 될 수는 있으나 중장기적인 요인은 되지 못함을 의미
- 기축통화국의 통화 가치는 주로 금리 변동의 영향을 많이 받으나 원화와 같은 비기축통화의 경우 금리 변동이 일시적으로는 영향을 미칠 수 있지만 경상수지, 경제펀더멘털, 글로벌 달러시세 등의 영향을 더 많이 받는다는 이론을 뒷받침한다고 볼 수 있음.

<그림 6> 콜금리의 충격반응

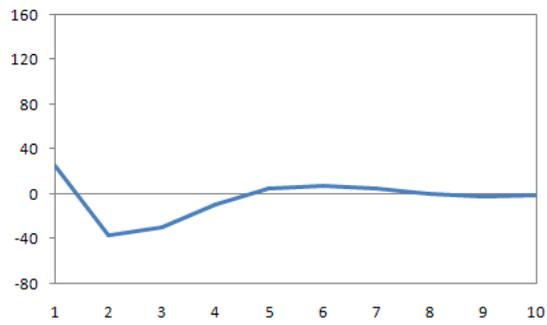
실질경제성장률



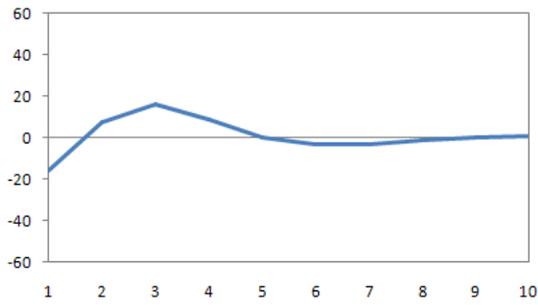
서울지역 아파트가격



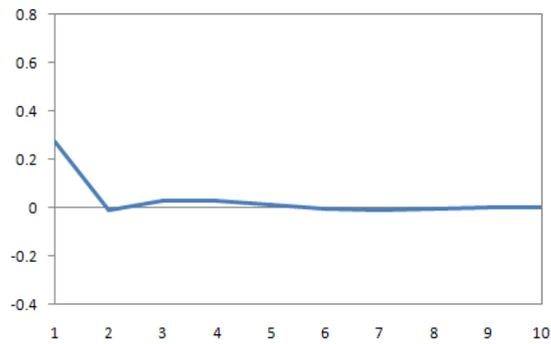
코스피지수



원/달러 환율



소비자물가지수



2. 금리인상이 가계에 미치는 영향

□ 금리인상은 가계 이자 부담을 가중시켜 소비지출을 구축하는 등 민간소비 회복을 제한하는 요인으로 작용

- 리먼사태 이전 가계에 대한 은행의 여수신 금리차가 1.28%p에서 2.81%p였던 점을 고려하면 향후 가계에 대한 은행의 여수신금리차는 확대될 가능성이 높음.

- 가계에 대한 은행의 여수신금리차(가계대출금리-순수저축성예금금리)는 금년 3월 현재 2.2%p

- 가계에 대한 은행의 여수신금리차가 확대된다면 은행의 가계대출과 저축성예금 규모를 볼 때 가계가 부담하는 순이자 부담액은 11조2천억~15조2천억 원으로 확대됨.

- 순이자 부담액 증가분은 2009년 민간소비(518조 원)의 2.1~2.9%에 달함.

<표 14> 금리상승에 따른 가계대출 순이자 부담

(단위: 조 원, %, %p)

예금기관 가계대출		가계 저축성예금		여수신금리차	순이자 부담
여신금리	이자비용	수신금리	이자수입		
5.5	22.4	3.3	11.2	2.2	11.2
6.5	26.5	4.0	13.6	2.4	12.8
7.5	30.6	4.9	16.7	2.6	13.9
8.5	34.7	5.7	19.4	2.8	15.2

주: 은행의 가계대출과 가계저축성예금은 2010년 2월 현재 408조3천억 원, 341조1천억 원
자료: 한국은행

- 금리상승 시 금융자산에 비해 금융부채가 많은 1~3분위 계층의 원리금 상환부담이 증가하여 저소득층 가계의 채무상환능력이 약화될 우려

- 기준금리 인상이 본격화되면 가계 이자상환부담이 증가하여 민간소비 회복을 저해하는 요인으로 작용할 것임.

-추세적 정책금리 인상이 진행될 경우 금리상승에 따른 가계부채 상환부담이 점차 커질 것으로 예상

□ 향후 큰 폭의 금리조정에 따른 가계부채위기 심화를 막기 위해 경기회복속도에 맞춰 금리를 점진적으로 인상하여 가계대출 증가를 억제할 필요성이 대두

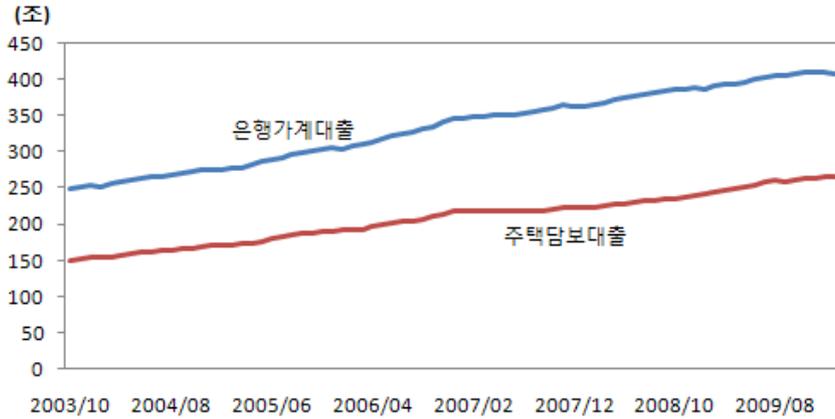
-가계부채의 현 증가 추세가 앞으로도 지속될 경우 향후 수년 내 큰 재앙으로 다가올 수 있다는 우려가 고조

- 가계부채(가계대출+판매신용)는 2009년 말 현재 약 734조 원으로 금리상승 시 가계부실화¹⁷⁾의 잠재적인 위험요인이 될 수 있음.
- 금년 2월 말 기준 예금은행의 가계대출 잔액은 408조2,828억 원으로 전년 동월 대비 18조 원 가까이 증가하였고 가계대출 잔액은 265조5,343억 원으로 전년 동월 대비 21조 원 가까이 증가
- 2009년의 경우 정부의 부동산 규제책이 대폭 강화됐음에도 불구하고 가계대출 증가폭이 거의 줄지 않음.
- 변동금리부 대출비중이 은행권 기준으로 92%(¹⁸⁾)를 기록, 시장금리가 상승하면 가계에 미치는 영향이 클 것으로 예상
- 금리인상이 가계의 이자상환부담 급증을 우려하여 저금리 기조를 필요 이상으로 유지할 경우 차입비용의 감소로 인해 주택담보대출은 계속 증가할 수 밖에 없음.

17) 명목GDP에서 가계부채가 차지하는 비율은 2007년 64.7%에서 2008년 67.2% 2009년 69.2%로 높아져 가계의 부채상환능력이 약화되고 있다. 금융위원회와 금융감독원이 지난 4월 국회 정부위원회에 보고한 업무현황에 따르면 2009년 9월 말 기준 우리나라의 GDP 대비 가계부채비율은 80.9%로 OECD 평균인 70%(2007년 말 기준)를 상회했다. 가처분소득 대비 금융부채비율도 2009년 9월 말 현재 145%로 미국(126%)이나 일본(110%)보다 높은 수준이다.

18) 금융위원회와 금융감독원이 지난 4월 국회 정부위원회에 보고한 업무현황 참조

<그림 7> 은행가계대출 및 주택담보대출 잔액 추이



자료: 한국은행

- 경기회복속도에 맞춰 금리를 점진적으로 인상할 경우 가계대출 증가를 억제하는 효과가 나타나 기준금리 인상 지연으로 인한 향후 큰 폭의 금리조정에 따른 부작용을 선제적으로 막을 수 있음.

□ 저금리 지속으로 전체 경제가 얻게 되는 실제 이익이 기대한 만큼 크지 않은 것으로 분석됨.

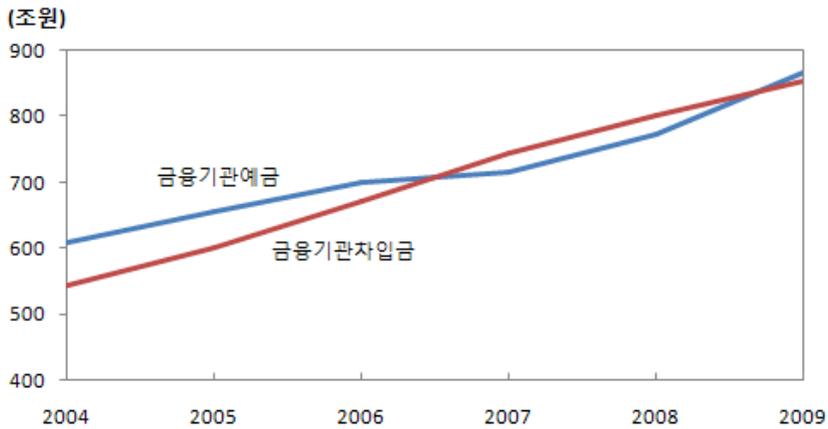
- 금리의 영향을 받는 가계의 금융기관 예금이 금융기관 차입금보다 더 많아 금리하락에 따른 이자소득 감소효과가 이자 부담 축소효과보다 클 것으로 보임.

- 2009년 가계의 금융기관 예금은 866조9000억 원으로 가계의 금융기관 차입금 853조 원을 상회

- 예금은행의 대출금리보다 수신금리 하락 폭이 더 커 가계의 대출이자 부담 축소 효과가 이자소득 축소 효과를 상회

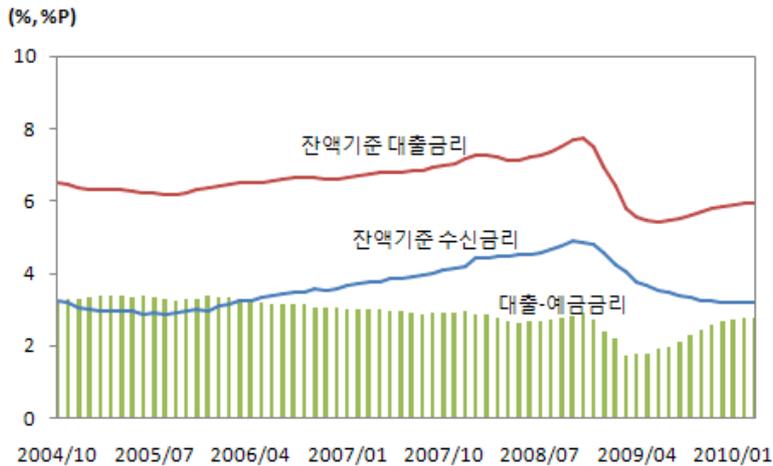
- 저금리 기조 지속으로 가계의 부채위기를 완화하는 효과는 있으나 가계가 얻는 실질적인 이익은 크지 않은 것을 의미

<그림 8> 가계의 금융기관 예금 및 차입금 규모 추이



자료: 한국은행

<그림 9> 예금은행 수신 및 대출금리 추이



자료: 한국은행

□ 금융부채 대비 금융자산의 비율이 상승하는 등 가계부채의 건전성이 높아져 금리인상이 가계의 소비위축에 미치는 영향은 제한적임.¹⁹⁾

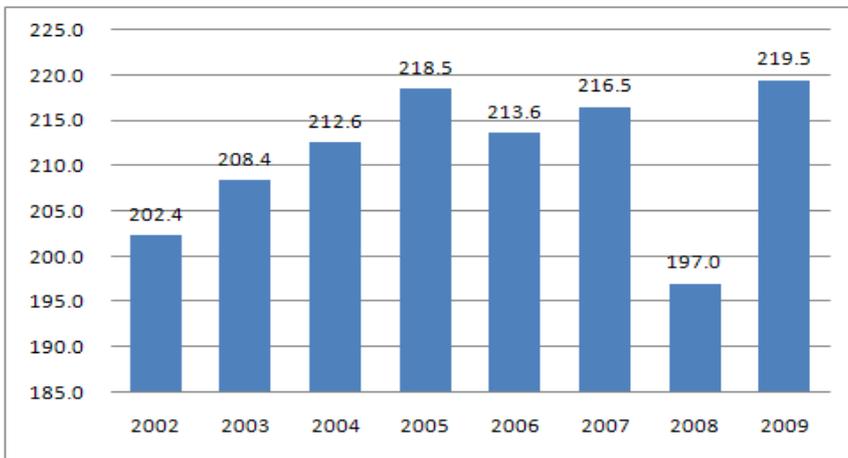
19) 조경엽·김창배, 『Keri 경제전망과 정책과제』, 한국경제연구원, 2010, pp.46-47.

- GDP 대비 가계신용은 2009년 65.1%로 2008년(63.2%)에 비해 1.9%p 높아졌으나 이는 경제성장 및 금융시장의 자금중개기능 제고 등을 감안할 때 자연스러운 현상으로 보아야 함.

- 질물자산의 처분 없이 금융부채를 상환할 수 있는 능력을 나타내는 금융부채 대비 금융자산의 비율이 2009년 219.5%로 전년(197%)보다 높아짐에 따라 가계의 부채 건전성은 제고된 것으로 평가

- 가계부채의 증가(6.3%)에도 불구하고 추가회복 등에 힘입어 가계의 금융자산(18.4%)이 증가한 데 기인

<그림 10> 금융자산/금융부채비율(개인)



자료: 한국은행

3. 금리인상이 기업에 미치는 영향

□ 금리인상은 기업의 채산성과 자금사정에 부정적인 영향을 미치게 됨.

- 대기업 및 중소기업의 대출금리 변동이 대기업 및 중소기업의 채산성 및 자금사정에 각각 미치는 영향을 분석하기 위해 대기업 및 중소기업의 채산성 및 자금사정 결정 함수식을 각각 추정

$$\begin{aligned} \Pi_t = & \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln INT_t + \beta_2 \Delta \ln SALE_t + \beta_3 \Delta \ln RMC_t \\ & + \beta_4 \Delta \ln WUS_t + \beta_5 \Delta \ln BS_t + \beta_6 DUM + \mu_t \end{aligned}$$

단, Π : 채산성 혹은 자금사정, $SALE$: 매출실적, INT : 평균대출금리
 RMC : 원자재가격, WUS : 원/달러 환율, BS : 업황, DUM : 미국발 금융위기
 더미, 2008년 9월 리먼브라더스 사태 이전까지는 1 이며 리먼브라더스 사태
 이후는 0, μ : 잔차항

- 2003년 1월부터 2010년 3월까지 한국은행의 월별 자료를 이용
 - 대기업과 중소기업의 업황, 채산성, 자금사정, 매출실적, 원자재 구입가격
실적 등은 한국은행의 기업경기조사 통계자료를 이용
 - 한국은행 기업경기조사는 2010년의 경우 2,774개 표본업체(2,310개 업체
응답)를 대상으로 조사
- 미국발 금융위기 기간 중 대출금리 변동이 대기업 및 중소기업의 채산성 및
자금사정에 미치는 영향을 분석하기 위해 미국발 금융위기 더미를 사용함.

- 회귀분석 결과 2003년 1월부터 2010년 3월까지의 기간 중 기업의 자금사정의
 경우 대출금리 계수가 모두 음(-)으로 나타나 대출금리 인상은 대기업과 중소기업
 모두의 자금사정을 악화시키는 것으로 나타나는 반면 채산성에는 유의적인 영
 향을 미치지 않는 것으로 나타남.²⁰⁾

- 이는 대출금리가 상승할 경우 기업의 이자상환부담을 늘려 자금사정을 악화
 시킬 수 있으나 채산성을 심각하게 위협할 정도는 아니라는 추론이 가능

20) 매출실적은 대기업의 채산성과 자금사정에 모두 유의적인 양(+)의 영향을 미치나 중소기업의
 경우는 통계적 유의성은 없으나 계수가 양(+)이라는 점에서 매출증가가 중소기업의 채산성과
 자금사정에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 추정된다. 원자재가격은 대기업과 중소기업의 채산성,
 중소기업의 자금사정에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 중소기업이 원자재가격
 변동에 더 민감한 반면 재무구조가 상대적으로 나은 대기업의 자금사정은 원자재가격 변동에
 영향을 덜 받은 것으로 보인다. 원/달러 환율은 대기업과 중소기업의 채산성과 자금사정에 유
 의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 업황실적은 예상대로 대기업과 중소기업의 채
 산성과 자금사정에 모두 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 미국발 금융위기 더미는
 대기업과 중소기업의 채산성과 자금사정에 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

□ 리먼브라더스 사태로 인한 신용경색상황에서 금리 변동과 신용스프레드는 중소기업에 더 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타남.

-리먼브라더스 사태로 인한 신용경색상황(2008년 8월부터 2010년 3월까지)²¹⁾에서 대출 금리 변동과 신용스프레드는 대기업의 채산성과 자금사정에 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타남.

<표 15> 대기업 · 중소기업 채산성 및 자금사정 결정요인

구 분	채산성(1)		자금사정(1)	
	대기업	중소기업	대기업	중소기업
	(1)	(2)	(3)	(4)
상수	0.0065 (0.39)	-0.0092 (-0.72)	-0.0022 (-0.15)	-0.0077 (-0.85)
대출금리	-0.0055 (-0.25)	-0.0369 (-1.62)	-0.0349** (-1.86)	-0.0399*** (-2.46)
매출실적	0.1969*** (2.10)	0.0828 (0.78)	0.1508** (1.87)	0.0824 (1.09)
원자재가격	-0.3018*** (-4.17)	-0.3531*** (-4.66)	-0.0253 (-0.41)	-0.1501*** (-2.78)
원/달러 환율	0.0993 (0.56)	0.0557 (0.40)	-0.0745 (-0.48)	-0.1346 (-1.37)
업황실적	0.3474*** (3.25)	0.4552*** (4.79)	0.1794** (1.95)	0.3825*** (5.65)
금융위기 더미	-0.0070 (-0.41)	0.0099 (0.75)	0.0015 (0.10)	0.0069 (0.73)
R ²	0.6547	0.4605	0.3026	0.6547
관측수	85			

주: 1) () 안은 t값을 나타냄.

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것을 나타냄.

21) 비우량기업의 신용스프레드(3년 만기 BB-회사채수익률-국채)는 금년 3월에 7.14로 금융위기 직전인 2008년 8월의 4.23보다 여전히 높아 중소기업을 중심으로 신용경색이 지속되고 있다.

- 한편 대출금리 변동은 중소기업의 채산성과 자금사정에는 유의적으로 음(-)의 영향을 미치며 신용스프레드*는 중소기업의 채산성에 유의적으로 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타남.

* 신용경색을 나타내는 주요 지표인 신용스프레드=3년 만기 회사채 수익률-국고채3년물 수익률(대기업의 경우 회사채 장외3년 AA-등급, 중소기업의 경우 회사채 장외3년 BBB-등급을 적용)

<표 16> 리먼사태 이후 대기업·중소기업 채산성 및 자금사정 결정요인

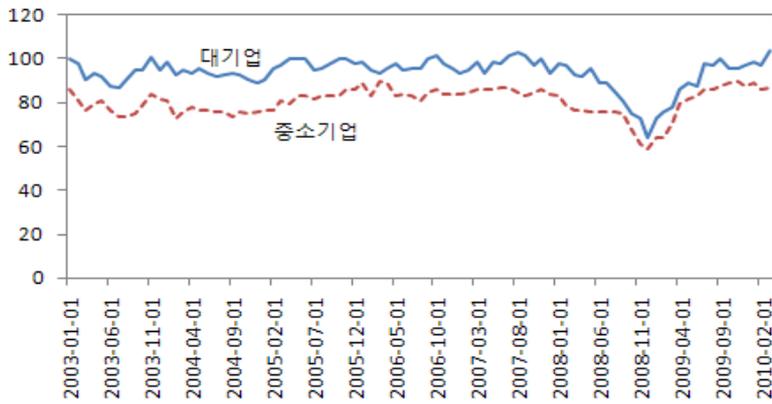
종속변수→	채산성		자금사정	
	대기업	중소기업	대기업	중소기업
	(1)	(2)	(3)	(4)
상수	0.0096 (-0.19)	0.2165* (1.96)	-0.0028 (-0.06)	0.0314 (0.42)
대출금리	-0.0118 (-0.10)	-0.1283*** (-3.17)	-0.0490 (-0.50)	-0.0907*** (-3.35)
스프레드	0.0095 (0.31)	0.0300 (-1.99)	0.0046 (0.17)	-0.0049 (-0.48)
대출액	0.3570 (1.28)	0.1464 (0.75)	0.1680 (0.70)	0.1565 (1.19)
원자재가격	-0.3312 (-0.92)	-0.1037 (-0.50)	0.1166 (0.38)	0.0957 (0.69)
원/달러 환율	-0.2040 (-0.30)	-0.3273 (-1.40)	-0.2550 (-0.43)	-0.2407 (-1.53)
업황	0.0924 (0.22)	0.3735** (2.34)	0.0902 (0.25)	0.3083*** (2.88)
R ²	0.4471	0.8120	0.3909	0.9055
관측수	19			

주: 1) () 안은 t값을 나타냄.

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것을 나타냄.

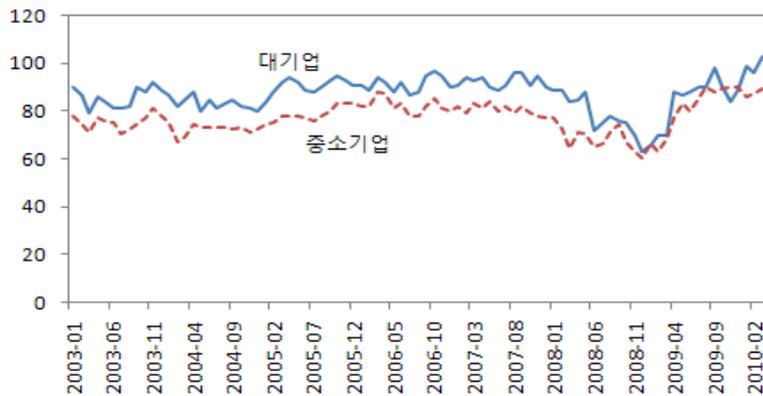
- 이는 리먼사태 이후 신용경색상황에서 대출금리가 상승할 경우 중소기업의 자금사정과 채산성을 악화시킬 수 있을 뿐 아니라 신용경색이 심할수록 중소기업의 채산성에 더 나쁜 영향을 미칠 수 있다는 것을 의미함.
- 이는 출구전략의 시행 시 중소기업에 미칠 영향을 최소화하는 방안 마련이 중요하며 중소기업 신용경색의 주요 원인이 되고 있는 한계기업의 존재에 대한 근본적인 대책이 필요함을 시사함.

<그림 11> 기업규모별 자금사정



자료: 한국은행 기업경기조사

<그림 12> 기업규모별 채산성



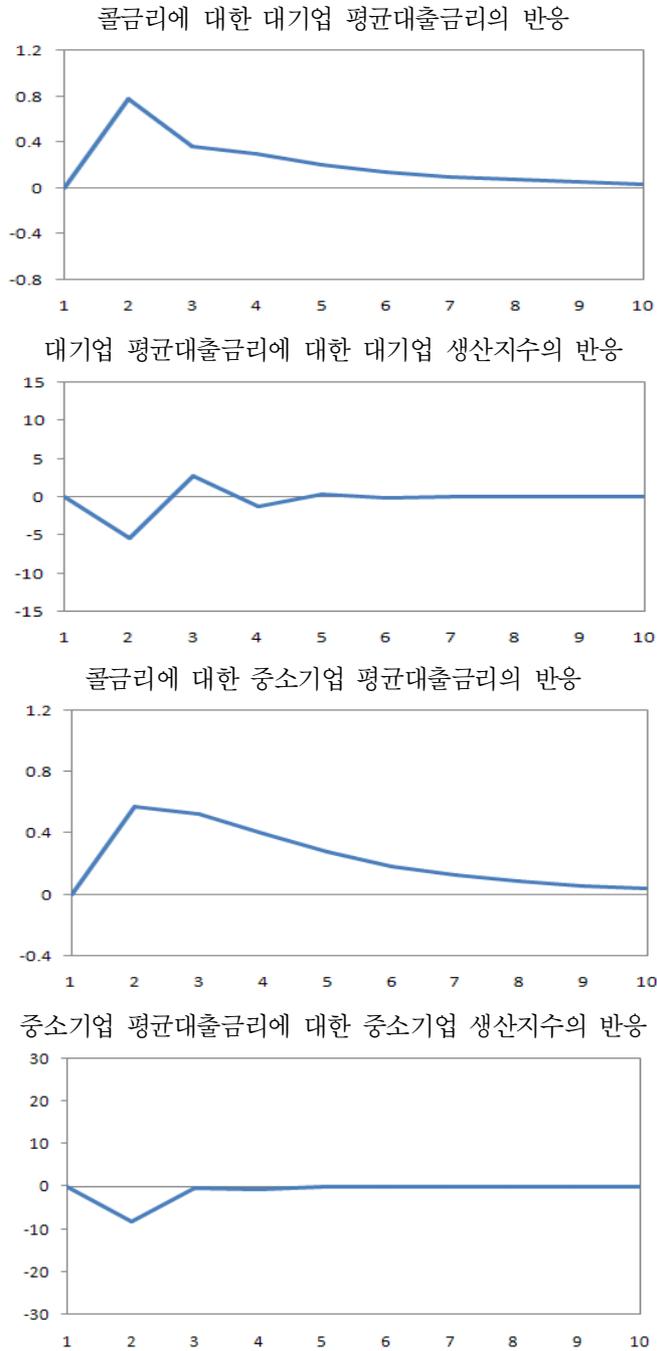
자료: 한국은행 기업경기조사

□ 금리인상은 기업의 대출금리 인상을 통해 기업의 생산에 부정적인 영향을 미치게 되며 대기업보다 중소기업에 더 부정적인 영향을 미침.

- 2000년 1월부터 2010년 1월까지 월별 자료를 이용하여 콜금리 변동이 대기업 및 중소기업 대출금리와 생산에 미치는 영향을 VAR모형을 구성하여 분석

- 충격반응분석 결과 콜금리 인상은 대기업과 중소기업의 대출금리에 시차를 두고 영향을 미치며 대기업 대출금리가 더 많이 상승하는 것으로 나타남.
 - 콜금리 1%포인트 인상 시 2개월 후 평균대출금리가 대기업의 경우 0.77%포인트 상승한 후 점차 하락하지만, 중소기업의 경우 0.59%포인트 상승한 후 점차 하락
 - 콜금리 인상에 따른 평균대출금리 인상폭이 대기업보다 중소기업이 작은 것은 중소기업에 대한 대출금리 수준이 대기업 수준보다 상대적으로 높은 데다 정부의 각종 중소기업 지원 금융 혜택으로 금리인상기에 상승폭이 적은 것으로 분석됨.
- 콜금리 인상에 따른 평균대출금리의 인상은 대기업과 중소기업의 생산에 시차를 두고 영향을 미치며 대기업보다 중소기업의 생산에 더 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타남.
 - 대기업 평균대출금리 1%포인트 인상 시 대기업 생산은 2개월 후 마이너스 5.5%포인트의 생산충격을 준 후 3~7개월 후 기간 중 증가와 감소를 반복한 후 8개월 이후 감소세가 지속되면서 감소폭은 축소
 - 중소기업 평균대출금리 1%포인트 인상 시 중소기업 생산은 2개월 후 마이너스 8.1%포인트의 생산충격을 준 후 3개월 이후 감소세가 지속되면서 감소폭은 축소
 - 평균대출금리 1%포인트 인상 시 생산감소 효과가 중소기업이 대기업에서 더 큰 것은 중소기업의 자금사정과 경쟁력이 상대적으로 취약한 것을 반영하며 이는 출구전략 수립 시 고려할 사항 중 하나임.

<그림 13> 콜금리 인상의 충격반응분석



□ 금리인상 시 대기업보다 중소기업의 채산성, 자금사정 및 생산에 더 부정적인 영향을 미치는 것은 구조조정 촉진을 위한 출구전략의 필요성과 출구전략의 시행 시 중소기업에 미칠 영향을 최소화하는 방안의 중요성을 동시에 의미함.

- 금리인상이 대기업보다 중소기업의 생산 감소에 미치는 효과가 더 큰 것은 중소기업의 경쟁력이 대기업보다 자금사정과 경쟁력이 취약한 측면 탓도 있지만 한계기업이 저금리 기조하에 연명하고 있을 가능성을 시사한다고 볼 수 있음.

- 이는 중소기업의 신용경색이 해소되지 않는 상황에서 정책금리 인상은 중소기업의 자금난 해소를 위한 대책을 수반해야 한다는 것을 의미함.
- 또한 중소기업 자금난 해소와 채산성 유지를 위해서는 저금리의 지속만이 능사가 아니며 중소기업 신용경색의 주요인인 한계기업의 정리가 필요한 것을 시사함.
 - 저금리의 장기화로 인해 퇴출되어야 할 기업들이 시장에 머물 경우 신용경색 해소가 어려워 건전한 중소기업의 자금조달에도 피해를 줄 수 있기 때문임.

- 저금리와 경기부양 정책이 유지될 경우 퇴출되어야 할 기업들이 시장에 머물게 되고, 이에 따라 과거에 잘못된 투자를 교정할 수 있는 불황기를 장기화시키는 결과를 초래할 뿐만 아니라 잠재성장률의 둔화를 초래

- 중소기업의 대출연체율은 2009년 1분기에 2.4%까지 상승하였으나 정부의 중소기업 대출에 대한 보증 등 정부의 지원으로 연체율이 급속히 하락하는 모습을 보이고 있음.
- 경기회복이 본격화되지 않은 2009년 8월에 부도업체 수가 사상 최저치를 기록한 데 이어 금년 2월 중 전국 어음부도율이 안정세를 보이고 부도업체 수가 사상 최저치에 근접하고 있는 것도 중소기업에 대한 금융지원의 영향으로 분석됨.
- 한국은행이 발표한 2009년 상장기업의 이자보상비율(영업이익/이자비용)은 전년(454.0%)에 비해 영업이익이 정체되고 및 이자비용의 증가하여 377.7%로 크게 하락

<표 17> 이자보상비율 추이

(단위: %)

구 분	2007년	2008년	2009년
이자보상비율	534.6	454.0	377.7
매출액영업이익률	6.7	5.7	5.8
금융비용부담률	1.3	1.3	1.6

주: () 안은 제조업체 기준

자료: 한국은행, 2009년 기업경영분석 결과

- 이자보상비율이 500%를 초과하는 업체의 비중(39.6%)은 전년대비 2.1%포인트 감소한 반면 100% 미만인 업체의 비중(32.3%)은 전년보다 1.4%포인트 증가
- 특히 이자보상비율이 0% 미만이어서 영업이익이 적자인 업체의 비중(22.5%)이 전년과 같은 것은 금융위기의 충격이 본격화된 가운데 금융시장 안정대책의 지원으로 한계기업이 연명하고 있는 것으로 볼 수 있음.

<표 18> 이자보상비율 구간별 업체 수 비중

(단위: %)

구 분	100% 미만	0% 미만	100~300%	300~500%	500% 초과	무차입기업
	2007년	36.9	28.0	16.1	8.6	
2008년	30.9	22.5	17.5	9.9	41.7	6.8
2009년	32.3	22.5	18.4	9.7	39.6	6.9

제 5 장

출구전략의 방향과 대응방안

- 저금리정책과 재정확장정책은 글로벌 금융위기 이후 금융시장을 안정시키는 데 기여를 했으나 금융시장이 상당히 안정된 상황에서 경기회복을 위한 저금리 정책의 장기화는 경제의 자생력 회복에 지장을 초래
 - 진용팽창에 의한 시장수요와 투자 간의 괴리를 시장의 힘으로 교정될 경우 불황은 회복으로 이어지며 이는 불황기에 사용되지 않는 자원이 생산적인 곳으로 재흡수 되기 때문임.
 - 저금리정책이 기업의 구조조정을 지연시키고 재정재출확대에 의한 경기부양정책이 시장의 교정작용을 저해하게 되면 민간의 자생력회복은 더디게 됨.
- 7월 금통위에서 기준금리를 전격 인상한 것은 지나치게 낮은 금리의 정상화 차원에서 적절한 결정으로 판단됨.
 - 경제를 안정적인 회복세로 유도하기 위해서는 금리의 자원배분 조절기능을 정상화시켜야 하며, 인위적 저금리 기조를 시정하는 것이 필요함.
 - 인위적인 저금리 기조가 저축자와 투자자에게 잘못된 신호를 보내게 되며, 그로 인해 소비와 저축의 왜곡, 잘못된 투자, 자산가격의 버블과 붕괴로 이어지는 악순환의 고리를 차단

- 신용경색 해소와 경기부양을 위해 시행하는 저금리 정책과 재정지출확대는 장기화될 경우 시제 간 자본을 재배분하는 시장의 조정 과정을 방해하여 경제의 회복속도를 지연시킬 가능성이 높음.
- 국내경제여건이 호조를 보일 때 기준금리를 인상해 놓는 것이 향후 경기 하강 시 정책대응능력을 높이는 데 도움이 됨.
- 재정여건의 악화로 재정정책을 다시 동원하기 어려운 상황에서 글로벌 경기가 하강할 경우 재정정책보다는 금리를 다시 인하하는 방안을 선택할 수 있음.
- 저금리 장기화로 부실기업정리와 구조조정이 제대로 안 될 경우 우리 경제의 생산성 저하와 기초체력 약화를 초래하여 저성장과 성장잠재력을 훼손할 수 있으므로 금리를 정상화해야 할 시점임.
- 금융시스템의 위기와 실물경제의 급격한 침체로 인한 위기상황에서는 기업에 대한 응급처방 적인 자금지원이 필요하나 경제가 나아진 상황에서는 구조조정 촉진을 위해 금리의 가격기능을 회복시켜야 함.
 - 저금리와 경기부양 정책이 유지될 경우 퇴출되어야 할 한계기업들이 시장에 머물게 되고, 이에 따라 과거에 잘못된 투자를 교정할 수 있는 불황기를 장기화 시키는 결과를 초래하여 성장잠재력의 약화를 초래
 - 금리의 가격기능을 정상화하여 부실기업의 퇴출 및 새로운 기업의 진입과 성장을 유도하기 위해 기준금리의 인상을 단행할 필요성이 높아짐.
- 물가는 당분간 안정세를 이어갈 것으로 예상되나 총수요 회복 및 통화량 증가에 따른 인플레이션 압력 증대에 대비할 시점임.
- 소비자물가의 안정세가 지속되나 하반기에는 총수요 확대, 통화유통속도 증가 등으로 물가상승 압력이 높아질 전망
- 금리정상화는 소비자 수요에 맞는 생산구조 조정을 촉진, 거품이 생기지 않는

건실한 성장을 유도하는 데 도움을 줄 수 있음.

- 자산 가격은 최근 안정되고 있으나 국내부동산가격은 2008년 9월 리먼사태 이전 수준보다 높게 회복된 점을 감안할 필요
- 대기성 단기자금이 주식이나 채권 등의 증권 또는 부동산 시장으로 쏠릴 경우 자산 버블을 키울 가능성이 높음.
- 저금리가 장기화되면서 주식과 채권에 투자되는 단기자금이 늘고 있는 상황에서 경제회복세가 본격화할 경우 통화당국이 통화량을 통제하기가 더 어려워지기 때문에 금리인상이 필요함.

□ 세계경제 경기 둔화가능성과 부동산 등 자산시장의 불안정을 감안할 때 금리인상은 점진적으로 추진할 필요가 있음.

-7월에 금리인상이 시작되었으나 부동산 등 자산시장의 불안요소가 있고 글로벌 경제의 하방리스크도 높아 추가 금리인상을 단행하기는 쉽지 않을 것으로 예상

- 테일러 준칙에 의한 적정금리 추정치는 3.5~3.7%이나 대내외 여건이 통화정책 결정자의 주의 깊은 분별력(Careful discretion)이 중요한 시점인 점을 감안하면 연내 적정금리 수준은 2.50%가 될 것으로 추정
- 미국, 중국, 그리고 유로지역 경제여건이 악화되는 쪽으로 진전된다면 향후 추가 기준금리 인상은 어렵고 상황에 따라 다시 인하할 가능성도 있음.

-기준금리 수준이 여전히 낮기 때문에 대외경제 불확실성이 완화되고 물가불안이 현실화된다면 연내 0.5%포인트 정도 금리를 인상할 수 있을 것으로 예상

- 기준금리 수준은 내년 상반기에 3.0%, 하반기에 3.5~4.0%가 될 것으로 예상

□ 안정적 경기회복과 성장잠재력 회복은 저금리 정책에 의존하기보다는 구조조정 촉진과 무역활성화 등 민간경제의 활성화 방안에서 찾는 것이 바람직함.

- 미상조치로 시행한 확장적 통화·재정정책은 금융시스템 붕괴와 실물경기의 급랭을 막는 상당한 응급처방적 효과를 발휘하였으나 경기회복세의 안정적 유도와 성장잠재력 회복에는 한계를 보임.
 - 재정지출이 축소될 경우 경기확장세가 약화될 가능성을 배제할 수 없음.

- 금리의 정상화로 생산구조를 소비자 수요에 맞추는 시장조정이 이루어질 경우 소비 및 투자활성화를 통한 민간부문의 자생적 성장력이 회복되어 경기회복세에 탄력이 붙을 수 있음.

- 글로벌 금융위기가 우리 경제가 가장 빠른 회복세를 보인 것은 외환위기 이후 추진된 과감한 구조조정이 실행되어 통화·재정정책의 효과가 상대적으로 높았던 점이 한몫을 함.
 - 미국 유럽 일본 등은 금융위기와 함께 구조조정의 충격에 휩싸여 경제의 조정기간이 길어짐.

- 금융위기 기간 중에는 외부충격의 피해를 최소화하는 차원에서 저금리와 유동성 공급 및 신용보증 등으로 기업 및 금융기관을 보호하였으나 위기를 수습한 상황에서는 부실을 정리하는 구조조정을 적극 추진해야 함.
 - 이번 위기에서 구조조정을 제대로 하지 않을 경우 구조조정을 과감히 추진한 미국·유럽·일본 기업들의 경쟁력 강화로 글로벌 시장에서 고전할 가능성을 배제할 수 없음.

- 서비스산업의 규제완화와 노동시장의 유연화 등을 통해 국내외 기업들이 활발히 투자할 수 있는 환경을 조성하고 무역장벽을 제거하여 무역활성화를 도모함.
 - 교착상태의 한·미 FTA의 조속한 비준을 추진하고, 중국·일본 등 다른 국가들과의 FTA를 적극적으로 추진

□ 기준금리를 점진적으로 인상하는 가운데 이에 따른 부작용을 최소화하는 방안 추진

- 기준금리 인상으로 국내외 금리차가 확대됨에 따른 외국인자금 유입 확대와 그로 인한 환율하락의 부작용은 단기적으로 그칠 가능성이 높으나 대책마련이 필요

- 독자적인 기준금리 인상으로 미국과 금리차가 확대될 경우 일시적으로 원/달러 환율이 하락한 후 뚜렷한 추세가 나타나지 않은 것으로 나타남.
- 원화와 같이 비기축통화의 경우 금리 변동이 일시적으로는 영향을 미칠 수 있으나 경상수지, 경제펀더멘털, 글로벌 달러시세 등의 영향을 더 많이 받음.
- 금리인상으로 발생할 수 있는 해외자본 유입과 원화가치 상승, 이에 따른 수출둔화를 방지하기 위한 방안 모색
 - 시장과 호흡하는 환율정책 기조하에 미세조정에 의한 시장개입으로 환율의 변동 폭을 축소
 - 외국은행 국내지점의 선물환 포지션 규제 수준을 점진적으로 국내은행과 같은 수준으로 조정하여 해외자본 유출입 변동성을 완화하는 방안을 추진
 - 은행세를 단기외채의 규제의 수단으로 한정하여 시행하는 방안을 검토

- 가계부채 부담 증가, 소비둔화, 기업매출 감소, 투자 감소, 은행부실 등 금리인상에 따른 부정적 효과 최소화 방안 마련

- 가계의 이자상환부담증가는 경기회복에 따른 소득향상이 아랫목까지 연결되도록 일자리 창출을 위한 정책적 노력을 강화
- 기준금리 인상이 건실한 기업의 경영환경을 악화시킬 가능성이 있는 만큼 신용보증, 패스트 트랙 등 다양한 중소기업 금융지원은 점진적으로 축소 폐지하는 것이 바람직함.
- 가계와 기업은 금리상승에 대비하여 부채비중 축소 등을 추진하여 이자비용을 절감

- 기업은 기준금리 인상에 따른 비용부담을 줄이기 위해 부실정리와 구조조정을 적극 실행
- 가계는 금리상승 시 주택가격 하락가능성이 있으므로 주택담보대출 사용을 자제하고 기존 대출금도 상환을 통해 축소하는 것이 바람직함.

□ 위기 극복 과정에서 재정수지 적자가 급증하여 국가채무가 빠른 속도로 증가하고 있어 재정건전성 개선을 위한 출구전략을 추진해야 함.

- 경제위기 대응 시 경기부양을 위한 재정의 역할을 효과적으로 수행할 수 있도록 재정건전성을 개선할 필요

- 지속적 감세정책과 재정지출 구조조정을 통해 재정건전성을 개선하고 성장동력을 확충하는 방안을 실행

- 국가채무 등 재정지표에 대한 구체적 수치를 재정준칙으로 설정
- 경기회복이 지속될 경우 유보되어 있는 세율인하를 시행해도 세수확보에 지장이 없을 것으로 예상
- 낭비성이 있거나 중복된 예산지출을 줄이고 사회복지지출 등 의무적 지출에 대한 수요 증가에 대응하는 전략을 마련

참고문헌

- 강영숙·이정화, 「신흥아시아 국가들, 금리인상 지연으로 자산가격 버블위험 증대
의 2건」, Global View, 국제금융센터 2010. 4. 9.
- 관계부처 합동, 「2010년 경제정책방향과 과제」, 2009. 12. 10.
- _____, 「비상경제정부 1년 주요정책 추진성과」, 2010. 1. 7.
- 구본관, 「세계경제 출구전략 논의 및 전망」, 삼성경제연구소, 2009. 10. 21.
- 금융감독원, 「2010 금융리스크 분석」, 2010. 1.
- 금융연구원, 「우리나라 기업부문 부실에 대한 분석」, 『주간금융브리프』, 2009. 8.
8~8. 14.
- 금융위원회, 「경제활성화와 금융선진화를 위한 2010년 금융정책 방향과 과제」,
2009. 12.
- 기획재정부, 「거시경제안정보고서」, 2009. 9.
- _____, 「이명박 정부 2년의 경제적 성과」, 2010. 2. 24.
- 김기정·성병목, 「주요 선진국의 경기회복 패턴 전망: IT버블 붕괴 이후와의 비교를
중심으로」, 『한은조사연구』~2009-11, 2009. 11.
- 김영용, 「시장은 언제나 작동하고 있다」, 전문가칼럼, 한국경제연구원 홈페이지
(<http://www.keri.org>), 2009. 4. 1.
- 김완중·이승훈·이승준, 「출구전략 논쟁: 과유불급」, 『하나금융정보』, 하나금융경영
연구소, 2009. 8. 12.
- 김진웅, 「한미 경제의 동조화 추이와 시사점」, 『e-Kiet산업경제정보』~제338호,
2007. 4. 17.
- 김효명, 『경제정책의 이해』, 박영사, 2007. 2. 10.
- 대한무역투자진흥공사, 「주요국 경기부양책 및 시사점」, 『Global Issue Report』,
2009. 2. 23.
- 대한투자신탁증권, 「한미 금리 동조화 요인과 시사점」, 이슈분석, 2002. 4. 15.

- 문용필·강영숙, 「주요 선진국, 출구전략이 아닌 추가적 경기부양책 필요 외 2건」, Global View, 국제금융센터 2009. 12. 11.
- 박상수·최문박, 「금융위기 이후 드러난 국내기업의 취약점」, 『LGERI리포트』, LG경제연구소, 2009. 12. 30.
- 삼성경제연구소, 「2010년 세계경제 및 한국경제 전망」, 2010. 3. 3.
- 성병목·김예진, 「글로벌 금융위기에 대응한 주요국 재정정책 운용과 향후 과제」, 한국은행 조사국 해외조사실, 2009. 8. 11.
- 신동진, 「금융안정화대책의 정책효과와 출구전략의 방향」, 『경제현안분석』 제42호, 국회예산정책처, 2009. 11.
- 안순권, 『세계 경제회복세 점검 및 전망』, 정책보고서, 한국경제연구원, 2009. 7.
- _____, 『글로벌 과잉유동성 현황 분석 및 대응방안』, 정책보고서, 한국경제연구원, 2009. 8.
- 안재욱, 「금리, 올리지 않는다고 오르지 않나?」, 한국경제연구원 홈페이지(<http://www.keri.org>), 2009. 12. 31.
- LG경제연구소, 「2010 국내의 금융리스크」, 『LGERI리포트』, 2009. 12. 30.
- Woods Jr, E. Thomas, Meltdown, 안재욱 해제, 이건설 옮김, 『케인스가 죽어야 경제가 산다』, 리더스북, 2009. 7.
- 유정석, 「한국경제의 바람직한 출구전략」, 삼성경제연구소, 2009. 10. 21.
- 유정석·전효찬·이은미·장재철, 「한국 통화금융정책의 출구전략」, 삼성경제연구소, 2009. 11. 12.
- 이은미, 「유동성 지표로 살펴본 물가상승압력 평가」, 『SERI경제포커스』, 삼성경제연구소, 2010. 3. 9.
- 이창민, 「출구전략의 파급효과와 정책적 시사점」, 『KOSBI 중소기업 포커스』 제2호, 중소기업연구원, 2010. 1. 4.
- 이태환, 「신3고와 한국경제: 대외거래에 미치는 영향을 중심으로」, 『SERI경제포커스』, 삼성경제연구소, 2010. 2. 16.

- 임대봉, 「금리변동의 경제적 효과분석」, 『산업경제연구』 제21권 제2호, 2008. 4, pp.587-603.
- 임정명 외, 「중국의 출구전략과 시사점」, 『CEO Information』, 삼성경제연구소, 2010. 3. 10
- 정영식, 「미국의 금리인상과 달러화 방향」, Issue Paper, 삼성경제연구소, 2004. 6. 15.
- 정후식, 「미국 서브프라임 모기지사태와 일본 장기불황과의 비교」, 『한은조사연구』 2008-23, 한국은행 조사국, 2008. 8.
- _____, 「대공황 이후 주요 금융위기 비교」, 『한은조사연구』 2009-8, 한국은행 조사국, 2009. 7.
- 조경엽·김창배, 『KERI 경제전망과 정책과제』, 한국경제연구원, 2010. 4.
- 조성원, 「출구전략의 전제조건과 시행여건 평가」, 『자본시장 Weekly』 2010-03호, 자본시장연구원, 2010. 1. 12.
- 하나대투증권, 「연준의 MBS 매입종료에 따른 영향」, Spot Comment, 2010. 3. 18.
- 한국금융연구원, 『출구전략의 시기 및 조건』, 금융VIP시리즈 2009-3, 2009. 12.
- 한국은행(2009a), 『통화신용정책보고서』, 2009. 9.
- _____(2009b), 「주요국의 Sudden Stop 및 정책대응 사례분석과 시사점」, 업무참고자료 2009-4, 국제국 국제연구팀, 2009. 9.
- _____(2009c), 「주요국의 통화정책 출구전략 이행현황」, 『해외경제정보』 2009-73, 해외조사실 종합분석팀, 2009. 12. 10.
- 한화증권, 「2010 국내외 경제전망」, 2010 매크로 전략시리즈-3, 한화증권 리서치센터, 2009. 12.
- 함정호, 「신용사이클 증폭현상의 구조적 원인과 정책과제」, 한국경제연구원 세미나 자료, 2010. 4. 13.
- 內閣府(2009a), 『世界經濟の潮流2009年I—世界金融・經濟危機の現況』, 政策統括官室(經濟財政分析担当), 2009. 6.

- _____(2009b), 『世界經濟の潮流 2009年 II—雇用危機下の出口戦略: 景氣回復はいつ? どのように?』, 政策統括官室(經濟財政分析担当), 2009. 11.
- 内閣府經濟社會總合研究所, 『日本經濟の主要な對外リスクに関する研究報告書』, 研究會報告書等 No.46, 2010. 3.
- The Japan Research Institute, 『海外經濟展望』, 2009. 11.
- みずほ總合研究所, 『米國の金融危機對應の成果と課題: オバマ政權1年間の總決算』, みずほ米州インサイト, 2010. 2. 23.
- 日本貿易振興機構(ジェトロ), 『米國發金融危機の經濟とビジネスへの影響各國・地域編』, 海外調査部, 改訂版, 2010. 3. 30.
- Ait-Sahalia, Y and J. Andritzky, A. Jobst, S. Nowak, N. Tamirisa, “Market Response To Policy Initiatives During the Global Financial Crisis,” <http://www.nber.org/papers/w15809>, 2010. 3.
- Bénassy-Quéré, Agnès, Benoît Coeuré, Pierre Jacquet and Jean Pisani-Ferry, “The Crisis: Policy Lessons and Policy Challenges,” CEPPI, Working Paper No.2009-28, November, 2009.
- Blanchard O, G. Dell’Ariccia, and P. Mauro, “Rethinking Macroeconomic Policy,” IMF staff position note SPN/10/03, IMF, 2010. 2. 12.
- Bordo, Michael D. John Landon-Lane, Exits from Recessions: The U.S. Experience 1920-2007 NBER Working Paper No.15731, 2010. 2.
- Eichengreen, Barry, “Monetary and Exchange Rate Policy in Korea: Assessments and Policy Issues,” CEPR Discussion Paper No.4676, 2004. 10.
- Federal Deposit Insurance Corporation, *Quarterly Banking Profile Fourth Quarter 2009* Vol.4 No.1, 2010.
- International Monetary Fund(2009a), *Global Economic Policies and Prospects, Group of Twenty Meeting of the Ministers and Central Bank Governors*, 2009. 3, pp.13-14.

- _____(2009b), *2009 Global Financial Stability Report*, 2009. 4.
- _____(2009c), *World Economic Outlook: Crisis and Recovery*, 2009. 4.
- _____(2009d), *World Economic Outlook: Sustaining the Recovery*, 2009. 10.
- _____(2009e), “Global Economic Prospects and Principles for Policy Exit,” G-20 note Prepared by Staff of the International Monetary Fund for the Meetings of G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors; November 6 - 7, 2009 St. Andrews, United Kingdom, 2009. 11. 7.
- _____(2010a), “Strategies for Fiscal Consolidation in the Post-Crisis World,” Fiscal Affairs Departments, IMF, 2010. 1. 28.
- _____(2010b), “Exiting from Crisis Intervention Policies,” Fiscal Affairs, Monetary and Capital Markets and Research Departments, IMF, 2010. 2. 4.
- _____(2010c), “The Role of Indicators in Guiding the Exit from Monetary and Financial Crisis Intervention Measures - Background Paper,” Monetary and Capital Markets Departments, IMF, 2010. 2. 4.
- Jerry Tempelman, “Austrian Business Cycle Theory and the Global Financial Crisis: Confessions of a Mainstream Economist,” *The Quarterly Journal of Austrian Economics* Vol.13 No.1, 2010.
- Kwon, Young Sun, “South Korea: Reminiscent of Late-1980s Japan,” *Global Weekly Economic Monitor*, Nomura Global Economics, 2010. 4. 9.
- Minegishi M and B. Cournede, “Monetary policy responses to the crisis and exit strategies,” *Economics Department Working Paper No.753*, OECD, 2010. 2. 18.
- Office of Management and Budget(2009a) “Analytical Perspective of the FY 2010 Budget,” 2009.
- _____(2009b) “Mid-Session Review Budget of the U.S. Government Fiscal Year 2010,” 2009. 8. 25.

- Organization for Economic Cooperation and Development(2009a), *Interim Report of the OECD Economic Outlook*, Paris 2009. 4.
- _____(2009b), *OECD Economic Outlook* No.86, 2009. 11.
- Portugal M, “Recovering from the Global Crisis: Exit Policies and Challenges Ahead,” IMF at The Australian School of Business, Sydney, 2010. 3. 3.
- Posner, Richard A., “Financial Regulatory Reform: The Politics of Denial,” *The Economists’ Voice* Vol.6, Issue. 11, Article 1, 2009.
- Powell, Benjamin, “Explaining Japan’s Recession,” *The Quarterly Journal Of Austrian Economics* Vol.5 No.2 (Summer 2002), 2002, pp.35-50.
- Roger, Scott, “Inflation Targeting Turns 20,” *Finance & Development*, IMF, 2010. 3.
- Viñals Jose and Paolo Mauro, “A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies,” KDI/IMF Conference on Reconstructing the World Economy, Seoul, Korea, 2010. 2. 25.
- Zeza, gennaro, “GETTING OUT OF THE RECESSION?,” *Strategic Analysis*, Levy Economics Institute of Bard College, 2010. 3.