

한국경제학회 · 한국금융연구원 정책세미나

# 미국의 양적완화 축소와 한국 통화정책의 방향

- 일 시  
2014년 4월 28일(월), 13:30~18:00
- 장 소  
은행회관 2층 국제회의실
- 주 최  
한국경제학회 · 한국금융연구원

**KEA** 한국경제학회  
The Korean Economic Association

**kif**  
Korea Institute  
of Finance  
한국금융연구원



---

## 초청의 말씀

---

최근 한국의 통화정책 환경은 급변하고 있습니다. 미국은 그동안 실시해 오던 양적완화를 축소하고 있으며 일본은 아베노믹스로 대응하여 확대통화정책을 사용하고 있습니다. 중국 역시 그림자 금융을 규제하다가 최근 통화정책기조를 변경하려는 움직임을 보이고 있습니다.

통화정책 방향에 중요한 영향을 주는 경기 또한 논란이 되고 있습니다. 국내 경기의 회복세가 가속화 될 것으로 보는 견해가 있는가하면 미국이 금리를 높이는 내년부터 경기의 하방위험 가능성이 크다고 보는 전망도 있습니다.

경기침체가 지속되면서 많은 중소기업과 서민들이 고통받고 있는 지금 경기를 회복시키고 동시에 물가를 안정시키기 위해서는 선제적인 통화정책이 그 어느 때보다 중요한 시기입니다. 그리고 미국과 일본 그리고 중국의 통화정책의 변화에 대응하는 정책 역시 필요합니다.

본 학회는 한국금융연구원과 공동으로 이 분야의 전문가들을 모시고 “미국의 양적완화 축소와 한국 통화정책의 방향”이라는 주제로 정책세미나를 마련하였습니다. 최근 미국경제와 한국경제의 회복가능성을 전망하고 일본과 중국의 통화정책 방향을 분석하여 바람직한 한국 통화정책의 방향을 제시하려고 합니다.

바쁘신 중에도 부디 참석하셔서 좋은 의견을 개진해 주시면 고맙겠습니다.

2014년 4월

한국경제학회 회장 김 정 식

한국금융연구원 원장 윤 창 현

---





# 프 로 그 램

시 간	세 부 일 정
13:00~13:30	<b>등 록</b> (전체사회 : 한순구 한국경제학회 사무국장, 연세대 교수)
13:30~13:35	<b>개회사 및 환영사</b> 개회사: 김정식 (한국경제학회 회장, 연세대 교수) 환영사: 윤창현 (한국금융연구원 원장)
13:35~13:45	<b>축 사</b> 축 사: 이주열 (한국은행 총재)
13:45~14:35	<b>세 선 1 : 미국 및 일본경제 동향과 통화정책 전망</b> 사 회: 김인철 (한국경제학회 명예회장) 주제발표1: 미국 경제동향과 양적완화 테이퍼링 전망 윤덕용 (대외경제정책연구원 선임연구위원), 이동은 (대외경제정책연구원 국제거시팀장) 주제발표2: 일본 소비세 인상과 아베노믹스 전망 이지평 (LG경제연구원 수석연구위원) 토 론1: 한상춘 (한국경제신문 논설위원) 토 론2: 김규판 (대외경제정책연구원 일본팀장)
14:35~15:25	<b>세 선 2 : 중국 및 한국경제 동향과 전망</b> 사 회: 이지순 (서울대 교수) 주제발표1: 점증하는 중국경제 리스크와 연착륙 전망 김기수 (세종연구소 수석연구위원) 주제발표2: 2014년 경제동향 및 전망 -한국경제는 회복하고 있는가?- 변양규 (한국경제연구원 거시정책연구실장) 토 론1: 박상현 (하이투자증권 투자전략팀장) 토 론2: 신관호 (고려대 교수)
15:25~15:40	<b>휴 식</b>
15:40~16:40	<b>세 선 3 : 한국의 통화정책 방향</b> 사 회: 백승관 (홍익대 교수) 주제발표1: 최근 경제동향과 통화정책 방향 오정근 (한국경제연구원 초빙연구위원) 주제발표2: “금리 정상화 시대”의 한국은행의 역할 박종규 (한국금융연구원 선임연구위원) 토 론1: 남광희 (국민대 교수) 토 론2: 김창배 (한국경제연구원 선임연구위원)
16:40~18:00	<b>종합토론 : 대내외 경제전망과 한국 통화정책의 방향</b> 사 회: 김정식 (한국경제학회 회장) 토 론: 추경호 (기획재정부 차관), 하성근 (한국은행 금융통화위원), 윤창현 (한국금융연구원 원장), 이일형 (대외경제정책연구원 원장), 권태신 (한국경제연구원 원장), 김인철 (한국경제학회 명예회장), 이지순 (서울대 교수)



---

## 목 차

---

### 세션 1 : 미국 및 일본경제 동향과 통화정책 전망

- 주제발표 1: 미국 경제동향과 양적완화 테이퍼링 전망 ..... 3  
윤덕용 (대외경제정책연구원 선임연구위원),  
이동은 (대외경제정책연구원 국제거시팀장)
- 주제발표 2: 일본 소비세 인상과 아베노믹스 전망 ..... 19  
이지평 (LG경제연구원 수석연구위원)

### 세션 2 : 중국 및 한국경제 동향과 전망

- 주제발표 1: 점증하는 중국경제 리스크와 연착륙 전망 ..... 39  
김기수 (세종연구소 수석연구위원)
- 주제발표 2: 2014년 경제동향 및 전망  
-한국경제는 회복하고 있는가?- ..... 53  
변양규 (한국경제연구원 거시정책연구실장)

### 세션 3 : 한국의 통화정책 방향

- 주제발표 1: 최근 경제동향과 통화정책 방향 ..... 75  
오정근 (한국경제연구원 초빙연구위원)
- 주제발표 2: “금리 정상화 시대”의 한국은행의 역할 ..... 89  
박종규 (한국금융연구원 선임연구위원)
-



[세션 1]

미국 및 일본경제 동향과  
통화정책 전망



[주제발표 1]

미국 경제동향과 양적완화  
테이퍼링 전망

2014. 4. 28

윤 덕 룡

(대외경제정책연구원 선임연구위원)

이 동 은

(대외경제정책연구원 국제거시팀장)





# 미국의 경제동향과 양적완화 테이퍼링 전망

## (요약문)

윤덕룡(대외경제정책연구원, 선임연구위원),  
이동은(대외경제정책연구원, 국제거시팀장)

### 1. 미국 경제 동향

- ☐ 미국 경제지표들은 일부 교란요인이 없는 것은 아니지만 안정적인 회복세를 시현하고 있음.
- 실업률의 하락세가 지속되고, 주택가격은 상승세를 유지하고 있어서 경제성장 추세가 이어질 것을 시사
- 가계부채가 증가하고 재정수지 및 경상수지는 축소되고 있어서 국내적 리스크 요인도 감소.
- 정부지출보다 민간소비, 투자, 순수출이 경제성장을 견인하고 있어서 성장기반이 안정화추세를 나타냄.

### 2. 테이퍼링 전망

- ☐ 미국 연준은 금년에는 테이퍼링, 2015년에는 금융긴축(tightening)을 통해 금융정상화를 추진할 것으로 예상됨.
- 테이퍼링은 금년하반기 까지 종료하고, 내년에는 금리인상과 보유자산(채권)을 매각하여 그동안 시중에 공급된 통화량을 회수하게 될 것.
- ☐ 테이퍼링 시작이후에도 GDP성장, 실업감소, 주택가격 상승, 산업생산 추이 등에는 두드러진 변동이 나타나지 않았으나 장기금리는 이미 3차 양적완화 이전보다 높은 수준으로 상승
- '13년 12월 테이퍼링이 시작된 이후에도 축소된 규모이긴 하지만 양적완화는 지속되어 연주의 자산규모는 증가하였으며 GDP 추세에도 별다른 영향을 미치지 않음.
- 경제회복을 나타내는 주요지표들, 즉, 성장률, 산업생산, 실업률, 주택가격 등은 경제회복을 나타내는 방향으로 유지되고 있음.
- 그러나 장기채 금리는 이미 테이퍼링 논의시기부터 상승하여 3차 양적완화 이전보다 높은 수준이 되었고 테이퍼링 시작이후에는 오히려 안정세를 유지하고 있어서 테이퍼링을 중단할 실익이 없음.
- 현재의 경제지표들을 고려할 때, 연준의 테이퍼링 계획과 금융정상화정책은 예정대로 추진될 것으로 전망됨

### 3. 결론 및 시사점

- ☐ 미국의 테이퍼링과 금융정상화정책은 국제유동성의 축소, 이자율 상승, 신흥국으로부터의 자금이탈, 선진권의 경기회복세 둔화 등의 문제를 초래할 가능성 야기
- 한국에서 유의해야할 대표적인 영향은 아래와 같음:
  - 외환시장에서의 자금유출 혹은 유출입 급변동에 따른 금융불안및외환시장불안
  - 이자율 상승에 따른 투자위축, 가계부채의 부담증가에 따른 위기가능성, 정부 및 공공분야 부채부담증가
  - 신흥국 경제불안 및 선진권 경제회복둔화에 따른 수출감소와 실물분야 수요감소,
- ☐ 미국의 테이퍼링과 금융정상화는 이미 예상된 정책으로 시간의 문제에 불과하므로 예상되는 부정적 영향에 사전적으로 대비하여야 함.
- 정책적인 대책수립 외에도 경제주체들이 선제적으로 대응할 수 있도록 통화 및 금융당국이나 관련 정책부서에서 사전적 정보제공 등으로 충격을 완화하는 노력도 병행되어야 할 필요가 있음.





# 미국 경제동향과 양적완화 테이퍼링 전망

2014. 4

윤 덕 룡, 이동은

**KIEP** Korea Institute for International  
Economic Policy



## 목 차

1. 문제제기
2. 미국 경제 동향
3. 테이퍼링 전망
4. 결론 및 시사점



## I. 문제제기

- 미국은 경제회복을 위해 시행해온 양적완화(QE: quantitative easing)를 축소하는 테이퍼링을 시작하기로 2013년 12월 18일 FOMC 회의에서 결정.
- 매월 850억 달러치의 채권을 매입하던 정책에서 100억 달러씩을 감소하기로 결정하여 현재 550억 달러로 축소되었고 이달 29~30일 FOMC에서 채권 매입규모를 100억 달러 추가 축소하는 결정이 내려질 것으로 예상됨. (WSJ, FT)
- OECD는 4월11일 경제전망 보고서에서 "연준의 테이퍼링이 신흥국 금융시장 변동성과 자금 이탈을 유발하여 글로벌 경기 회복을 가로막을 수 있으며 이는 선진경제의 회복에도 부담이 될 것"으로 경고.
- 연준의장 윌런은 지난달 27일 상원 청문회에서 양적완화 조치를 금년 가을께 전면 중단할 예정이라고 밝혀 미국의 경제회복세에 큰 변동이 발생하지 않는 한 테이퍼링이 예정대로 진행될 것임을 시사.
- 미국의 양적완화 중단과 금융정상화는 세계경제의 새로운 리스크 요인이 될 수 있어서 한국에서도 현재 미국경제 동향과 테이퍼링의 진행에 대한 분석이 요구됨.



## II. 미국 경제 동향

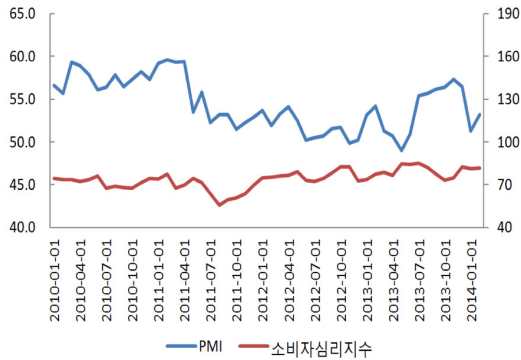
- 미국은 QE 테이퍼링과 선제적안내(forward guidance)의 병행을 통해 시장의 사전적 적응을 위한 환경 제공
- 가계의 디레버리징과 주택시장의 조정은 이미 완료된 것으로 나타나 미국경제가 본격적 경기회복기에 들어선 것으로 평가
- 소비자 신뢰지수와 제조업지수도 지속적인 개선추세를 보이고 있으며, 민간부문이 성장을 이끄는 주체가 되고 있음
- 선제적안내(forward guidance)의 기준인 실업률 목표치는 6.5%에서 6.0%로 하향조정하였다가 공식적으로는 "완전고용수준"으로 목표를 대체하였으나 실업률의 기초적 하락은 유지되고 있음
- 재정긴축을 둘러싼 정치적 갈등의 재연가능성이 존재하나 적자범위가 급속히 감소하여 경제전반에 큰 위기를 초래할 가능성은 낮음



## II. 미국 경제 동향

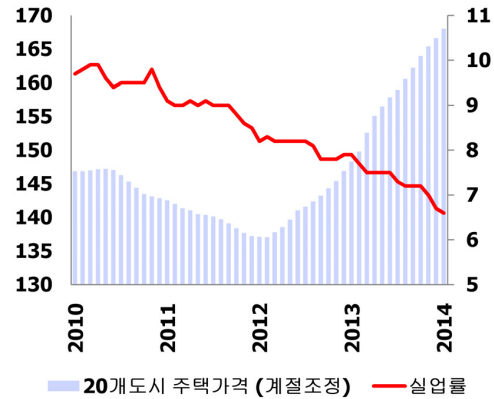
- ▶제조업지수(PMI)와 소비자 심리지수가 점진적으로 개선되는 경향을 보이고 있음.
- ▶실업률은 추세적인 하락을 이어가고 있으며 주택가격도 상승세 유지

PMI와 소비자심리지수



자료: Federal Reserve, 미시건대학 톰슨로이터.  
PMI(제조업 지수 기준=50, 좌), 소비자심리지수( 1985=100, 우)

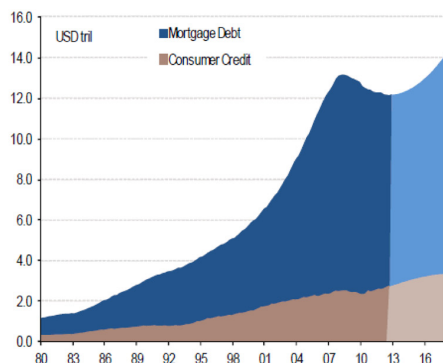
실업률과 주택가격



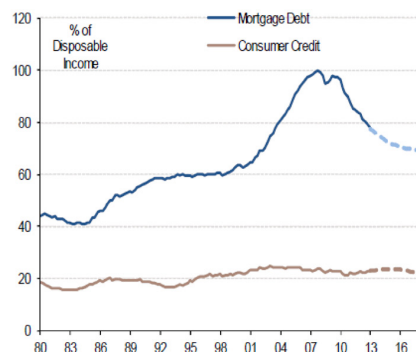
## II. 미국 경제 동향

- ▶가계부채는 다시 상승추세로 전환되어 디레버리징이 완료되었음을 시사

가계 부채는 2012년 3분기부터 반등



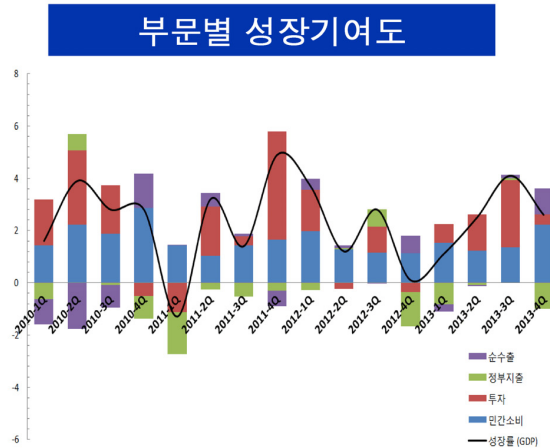
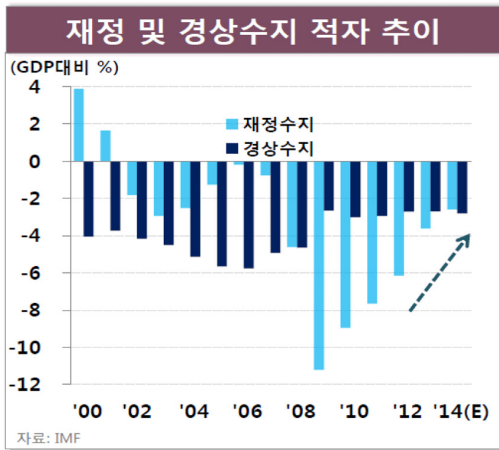
그러나 소득 대비 부채 비율은 계속 하락





## II. 미국 경제 동향

- ▶재정과 경상수지는 대폭 감소하여 관리가능한 수준으로 축소되고 있음을 보여줌
- ▶최근 미국경제의 회복은 민간소비, 투자, 순수출 등 민간부문이 주도



## III. 테이퍼링 전망

- ❖미국 연준은 금년하반기까지 QE 종료, 이어 금융정책의 정상화 추진을 시사
  - 연준의 양적 완화 축소(tapering)은 금융정상화의 첫 단계로, 이후 'tightening' 단계에서는 금리인상과 보유자산 매각을 추진할 것으로 예상
  - 금융정상화의 기준은 "완전고용, 물가상승률 2%"로 제시

### 미국 연준의 테이퍼링 및 금융정상화 예상시기

단계	방법	비고
1단계	양적완화정책 축소 및 종료	2013년 12월~2014년 하반기
2단계	정책금리(현 0~0.25%) 인상	2015년 중반(2~3분기)
3단계	보유자산 매각	2015년 중반 이후

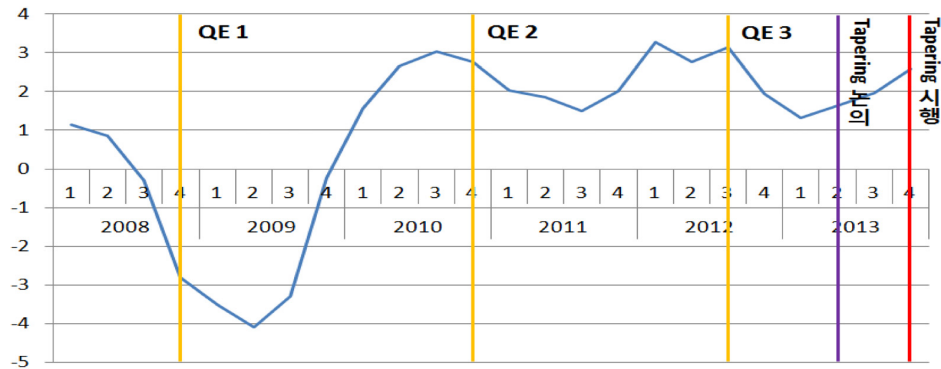


### III. 테이퍼링 전망

➢ 2013년 1분기 1.3% 실질 GDP 성장을 기록하였던 미국 경제는 테이퍼링 논의에도 상승국면을 이어나가 2013년 4분기 2.6% 성장을 기록

< 그림 > 미국 GDP 추이

(단위: %)



자료: FRB



9

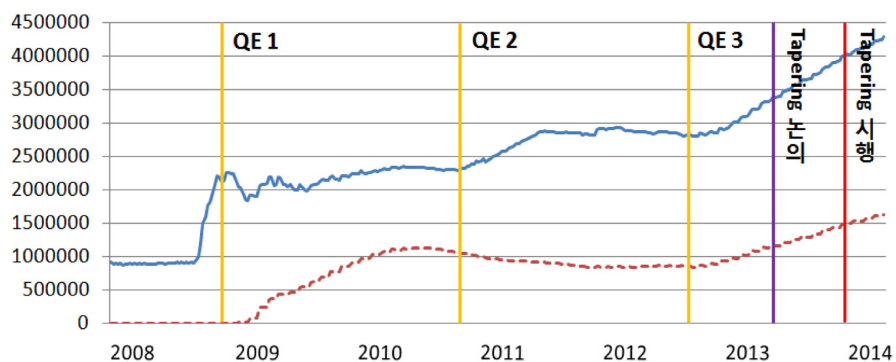


### III. 테이퍼링 전망

➢ 미 연준의 자산 규모는 제 3차 양적완화 시행 시점에서 2조 8천억 달러, 2014년 4월 현재 4조 2천억 달러이며, 테이퍼링 시행으로 자산의 증가 속도는 감소하였으나 여전히 증가 중.  
➢ 미 연준의 MBS 자산 규모도 2012년 9월 8,400억 달러 수준에서 2014년 4월 1조 6,300억 달러로 증가.

< 그림 > 미 연준 보유자산 규모

(단위: 백만 달러)



자료: FRB

— Total Reserve

- - - MBS



10



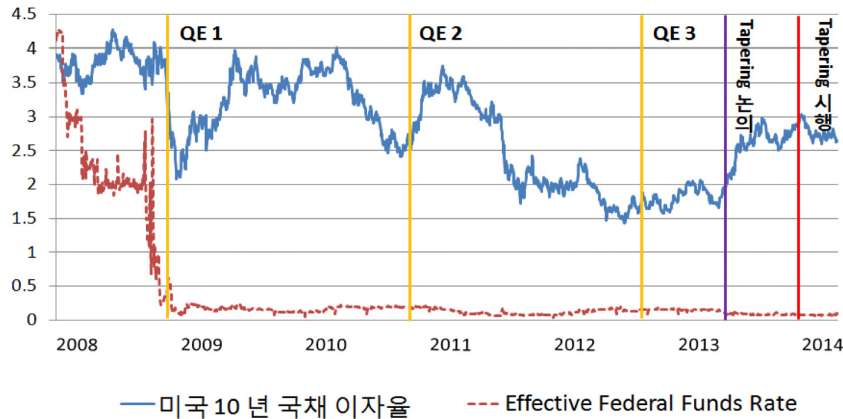


### III. 테이퍼링 전망

- 미국의 정책이자율(Federal Funds Rate)은 2008년 12월 0~0.25%의 밴드로 결정된 이후 실질적인 제로금리상태로 유지중
- 3차 양적완화를 통해 10년 만기 국채 이자율은 2% 이하까지 하락, 2013년 5월 tapering 논의 시작으로 2.5~3% 수준까지 상승
- 2013년 12월 테이퍼링 시행이후에는 정책적 불확실성이 사라지면서 금리 변동성도 안정세 유지

< 그림 > 미국 장단기 이자율 추이

(단위: %)



11

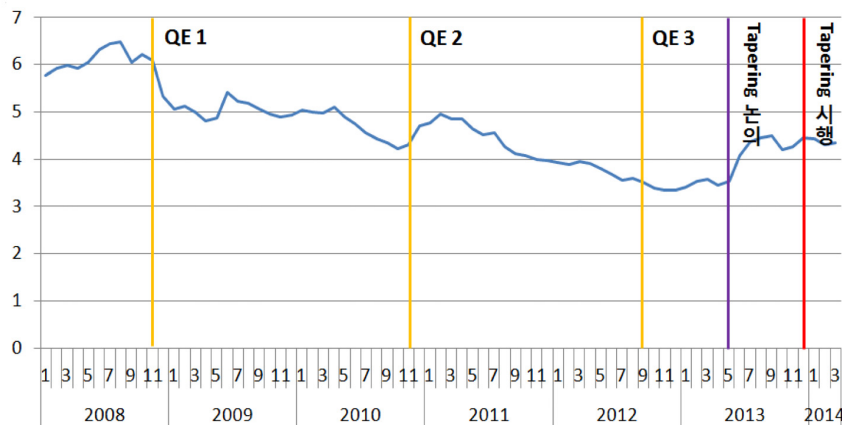


### III. 테이퍼링 전망

- 매달 400억달러의 모기지 증권(MBS) 매입을 통해 MBS 금리를 3.5% 이하 수준에서 유지하고 있었으나, 테이퍼링 논의 이후 4% 이상 수준으로 상승하였고, 2014년 3월 현재 4.34% 수준
- 테이퍼링의 충격은 이미 2013년 5월 논의가 시작되던 시점에 대부분 반영되어 12월의 테이퍼링 시행 시점에서는 오히려 변동성이 완화되는 모습 시현

< 그림 > 미국 장기 MBS 금리 추이

(단위: %)



12





### III. 테이퍼링 전망

➢ '13년12월 테이퍼링 시작후 시장의 불확실성이 제거되면서 상승하여 연초 13,000 수준에서 시작 하였던 다우존스 지수는 연말 16,000 수준에 이르렀으며, 2014년 4월 현재 16,400 수준까지 상승

< 그림 > 다우존스 산업평균 지수



KIEP

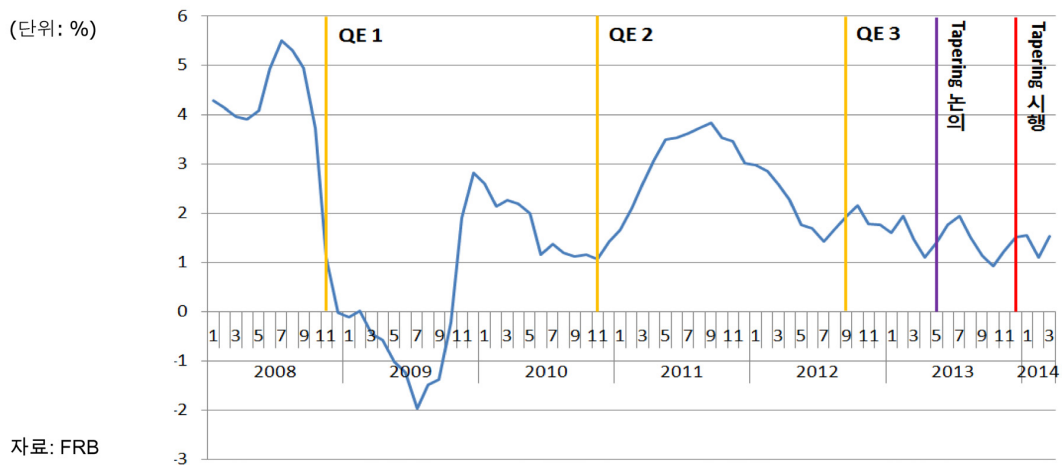
13



### III. 테이퍼링 전망

➢ 인플레이션은 2012년 하반기 이후 2% 이하 수준에서 하향 안정세이며, 특히 2013년 하반기 이후에는 1.5% 이하로 유지되고 있어 저인플레이션 기조에 대한 우려가 지속

< 그림 > 미국 CPI 인플레이션 추이



KIEP

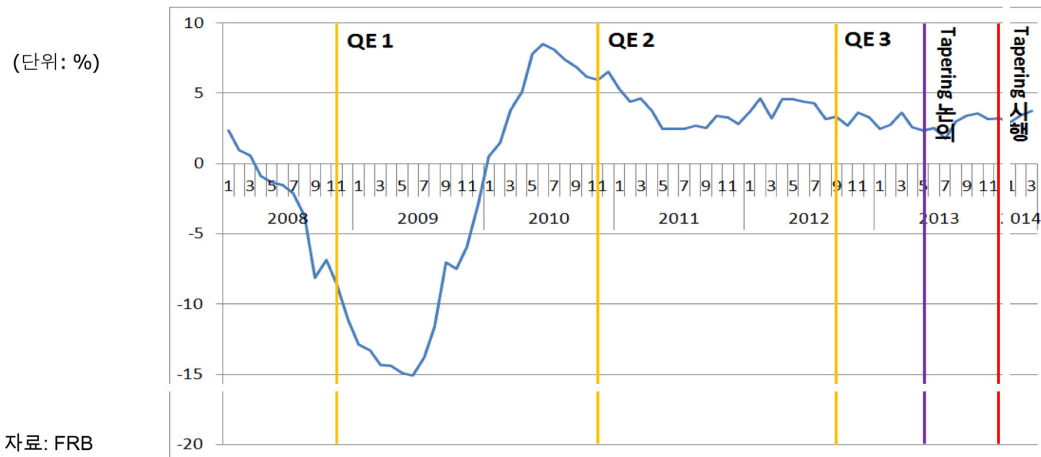
14



### III. 테이퍼링 전망

➢ 산업생산도 2012년 하반기 이후 2.5~3.5% 수준에서 정체를 보이고 있음.

< 그림 > 미국 산업생산 추이



KIEP

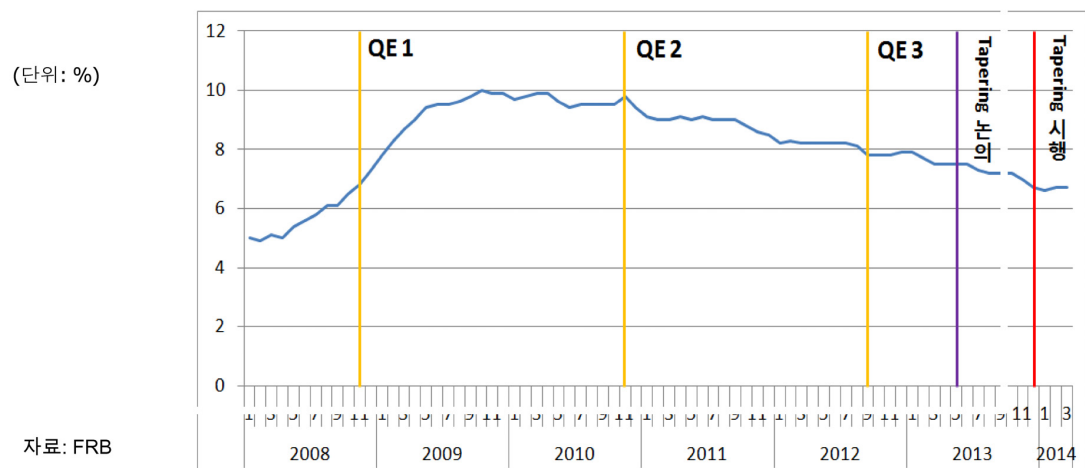
15



### III. 테이퍼링 전망

➢ 금융위기 초기 10%대에 이르던 실업률도 제 2차 양적완화 이후 지속적으로 하락하여, 2014년 3월 현재 6.7%로 양적완화 중단의 지표로 거론되는 6.5%에 매우 근접.

< 그림 > 미국 실업률 추이



KIEP

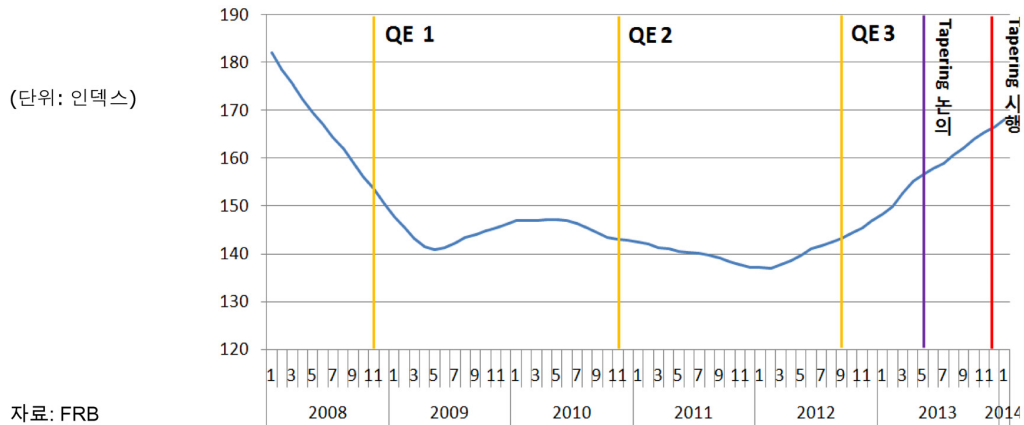
16



### III. 테이퍼링 전망

➢ 주택가격은 2012년 하반기부터 상승하기 시작하여, 테이퍼링 논의와 시행에 관계 없이 지속적으로 상승하는 중

< 그림 > Case-Shiller 미국 20개 도시 주택가격 추이



KIEP

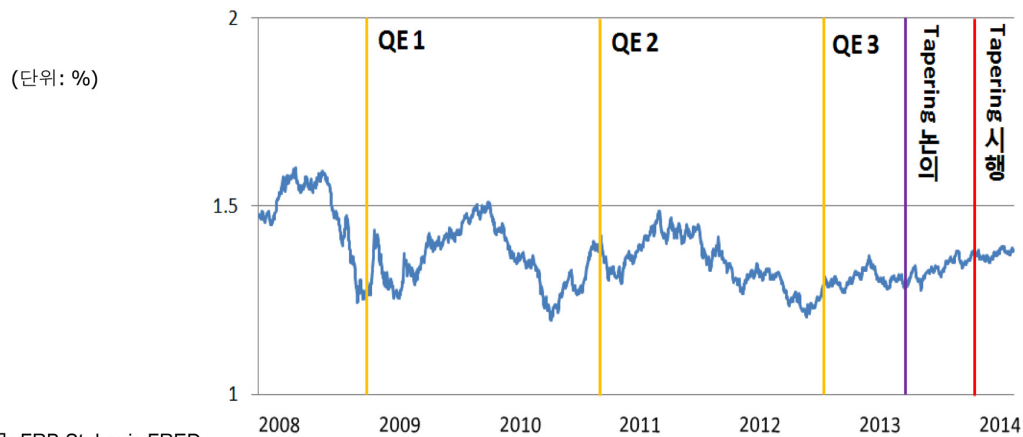
17



### III. 테이퍼링 전망

➢ 제 3차 양적완화 시행 이후 달러/유로 환율은 지속적으로 평가절하 되고 있으며, 테이퍼링 논의와 시행에도 절하 속도는 지속되고 있음

< 그림 > 미 달러/유로 환율 추이



KIEP

18

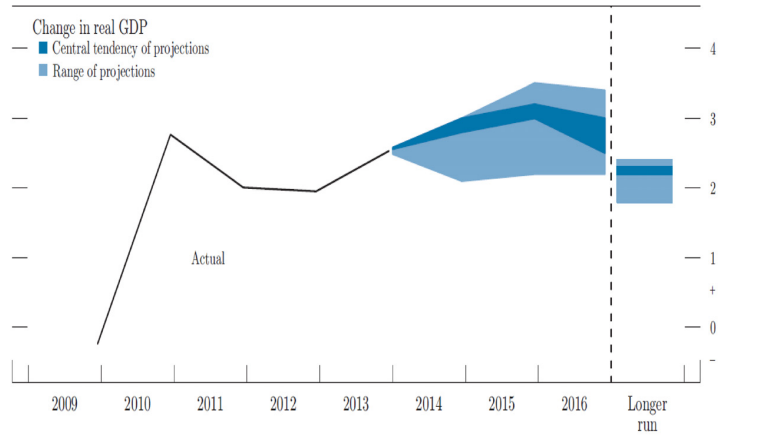


### III. 테이퍼링 전망

➤ 최근 미 연준의 GDP 전망에 따르면 2015년까지는 성장추세가 유지될 것으로 추정되며 2016년부터 약화될 것으로 보고 있어 테이퍼링의 정책방향이 그대로 지속될 것으로 전망됨

< 그림 > 미 연준의 GDP 전망

(단위: %)



자료: Economic Projections of  
Federal Reserve Board  
Members and Federal  
Reserve Bank Presidents  
(2014.3.19)



19



### IV. 결론 및 시사점

- 미국의 경제지표들은 일부 교란요인이 없는 것은 아니지만 안정적인 회복세를 시현하고 있음.
- 현재의 경제지표들을 고려할 때, 연준의 테이퍼링 계획과 금융정상화 정책은 예정대로 추진 될 것으로 전망됨.
- 미국의 양적완화에 대한 테이퍼링과 금융정상화 정책은 향후 국제유동성의 축소, 이자율 상승, 신흥국으로부터의 자금이탈, 선진권의 경기회복세 둔화 등의 문제를 초래할 가능성 제기.
- 한국에서 유의해야할 대표적인 영향은 아래와 같음.
  - 외환시장에서의 자금유출 혹은 유출입 급변동에 따른 금융불안 및 외환시장 불안
  - 이자율 상승에 따른 투자위축, 가계부채의 부담증가에 따른 위기가능성, 정부 및 공공분야 부채부담 증가
  - 신흥국 경제불안 및 선진권의 경제회복 둔화에 따른 수출감소 및 실물분야 수요 감소
- 미국의 테이퍼링과 금융정상화에 대한 정책방향을 예상되어왔으며 시간의 문제일 뿐이므로 이로부터 파급될 수 있는 부정적 영향에 충분히 대비하는 것이 정책당국과 경제주체들의 과제임
- 경제주체들이 선제적으로 대응할 수 있도록 통화 및 금융당국이나 관련 정책부서에서 사전적 정보제공 등으로 충격을 완화하는 노력도 병행되어야 할 필요.



20



# 감사합니다

**KIEP** Korea Institute for International  
Economic Policy



[주제발표 2]

## 일본 소비세 인상과 아베노믹스 전망

2014. 4. 28

이 지 평

(LG경제연구원 수석연구위원)





# 일본 소비세 인상과 아베노믹스 전망 (요약문)

LG경제연구원  
이지평 수석연구위원

아베노믹스의 대폭적인 금융완화, 재정확대정책 등 2가지 화살의 정책적인 효과가 감퇴되고 있는 가운데 4월 1일부터 소비세가 5%에서 8%로 예정대로 인상됨에 따라 향후 일본경제의 향방이 주목되고 있다. 사실, IMF(국제통화기금)은 4월의 경제전망보고서에서 일본경제의 2014년 성장률에 대한 전망치를 1.4%로 지난 1월의 예상치에서 0.3% 포인트 낮추었다.

일본경제는 대폭적인 금융완화와 재정확대, 소비세 인상을 앞둔 소비수요 확대 등 내수에 힘입어 성장세를 유지해 왔으나 작년 하반기 이후 수출부진이 부담으로 작용하고 있다. 엔저가 지속되는 가운데에서도 일본의 수출물량은 작년에 1.5% 감소하고 무역수지 적자는 1,199억 달러로 사상최대치를 기록했다. 순수출의 전분기대비 성장기여율(연률)이 작년 3분기, 4분기 연속으로 -2%p대에 그쳐, 하반기 일본경제의 성장세를 둔화시켰다.

금융완화 - 엔저 - 수출 확대의 선순환이 미약한 가운데 재정확대 정책의 효과가 점차 감쇄되고 있다. 소비세 인상 충격을 극복하기 위해 5.5조엔의 추경 예산을 책정 해 일본경제의 급락을 막을 것으로 보이나 이는 작년의 10조엔을 넘는 규모보다는 적은 것이다. 물론, 일본정부는 공공사업 예산을 상반기에 조기 집행하려고 주력하고 있으나 계속되는 공공사업의 추가로 건설 현장에서는 인력, 기자재 확보에 어려움을 겪고 있어서 공공사업의 경기부양 효과도 한계를 보이고 있다.

이러한 가운데 실시된 소비세 인상으로 일본경제는 금년 2분기에 큰 폭의 마이너스 성장을 기록할 것으로 보이지만 이는 예견된 수준일 것으로 보인다. 재고조정 압력을 보면 지난 1998년의 소비세 인상 때에 비해 양호한 실정이다. 소비세 인상 이후 수 주 동안의 소비감소세도 예상된 수준을 크게 벗어나고 있지는 않으며, 주가 상승세의 한계, 엔저 현상 주춤 등에도 불구하고 일본 기업이나 소비자의 마인드는 전반적으로 크게 악화되고 있지는 않다.

이는 아베노믹스의 2가지 화살이 한계를 보이고는 있으나 3번째 화살인 성장전략에 대한 기대가 유지되고 있는데다 디플레이션 탈출이 점차 확실해지고 있기 때문인 것으로 보인다. 지속적으로 물가가 소폭 하락하는 속에서 일본기업이나 소비자의 마인드가 위축되었던 것이 1%를 넘는 물가상승세로 바뀌고 일본경제에 긍정적인 영향을 주고 있다. 또한 성장전략을 위한 산업경쟁력강화 법안, 국가전략특구 법안 등이 구체화되고 있는 한편, 주목되고 있는 법인세 인하, TPP(환태평양동반자협정) 등이 성사될 경우 규제완화 산업의 구조조정을 통한 일본경제의 활력 제고, 기업투자 활성화 효과가 나타날 가능성이 있다.

일본경제는 아베노믹스가 기대하는 방향으로 큰 폭의 성장세 회복은 어렵겠지만 디플레이션 탈출과 투자 친화적인 성장전략 등에도 힘입어서 3분기 이후 플러스 성장세를 회복할 것으로 보인다. 디플레이션 탈출과 완만한 성장세의 유지로 인해 금융시장이 기대하는 바와 같이 대폭적인 금융완화 정책의 추가는 통화관리 부담도 있어서 어려울 것으로 보인다. 금년 여름경에 일본은행의 추가 금융완화 조치가 금융시장의 예상대로 이루어지더라도 이는 소폭에 그칠 가능성이 보다 높다고 할 수 있으며, 추가 엔저 압력도 미미할 것으로 보인다.



## 일본 소비세 인상과 아베노믹스 전망

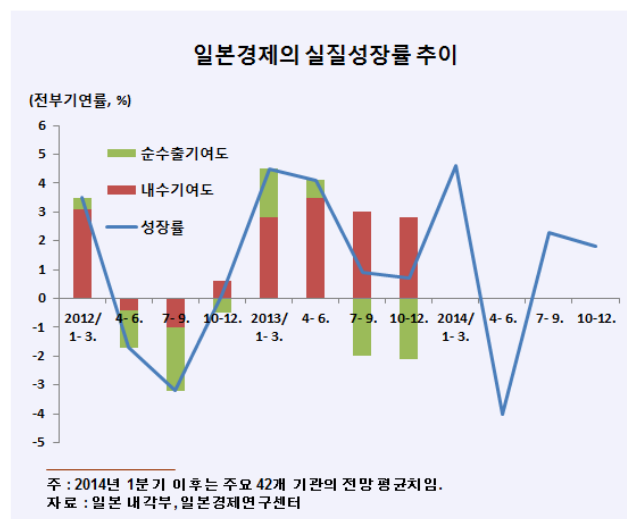
### < 목 차 >

- I. 일본경기 흐름과 소비세 인상
- II. 추가 경기부양책의 가능성과 한계
- III. 일본경제의 향방
- VI. 시사점

#### I. 일본경기 흐름과 소비세 인상

아베노믹스의 대폭적인 금융완화, 재정확대정책 등 2가지 화살의 정책적인 효과가 감퇴되고 있는 가운데 4월 1일부터 소비세가 5%에서 8%로 예정대로 인상됨에 따라 향후 일본경제의 향방이 주목되고 있다. 사실, IMF(국제통화기금)은 4월의 경제전망보고서에서 일본경제의 2014년 성장률에 대한 전망치를 1.4%로 지난 1월의 예상치에서 0.3% 포인트 낮추었다.

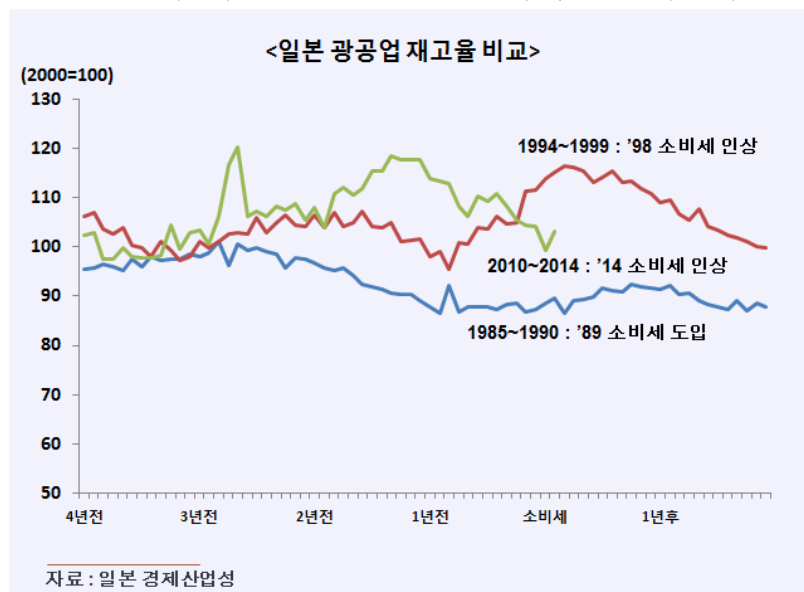
#### <내수에 비해 순수출이 부진한 일본경제의 성장세 추이>



일본경제는 대폭적인 금융완화와 재정확대, 소비세 인상을 앞둔 소비수요 확대 등 내수에 힘입어 성장세를 유지해 왔으나 작년 하반기 이후 수출부진이 부담으로 작용하고 있다. 엔저가 지속되는 가운데에서도 일본의 수출물량은 작년에 1.5% 감소하고 무역수지 적자는 1,199억 달러로 사상최대치를 기록했다. 순수출의 전분기대비 성장기여율(연률)이 작년 3분기, 4분기 연속으로 -2%p대에 그쳐, 하반기 일본경제의 성장세를 둔화시켰다.

금융완화 - 엔저 - 수출 확대의 선순환이 미약한 가운데 재정확대 정책의 효과가 점차 감쇄되고 있다. 소비세 인상 충격을 극복하기 위해 5.5조엔의 추정 예산을 책정 해 일본경기의 급락을 막을 것으로 보이나 이는 작년의 10조엔을 넘는 규모보다는 적은 것이다. 물론, 일본정부는 공공사업 예산을 상반기에 조기 집행하려고 주력하고 있으나 계속되는 공공사업의 추가로 건설 현장에서는 인력, 기자재 확보에 어려움을 겪고 있어서 공공사업의 경기 부양 효과도 한계를 보이고 있다.

<2014년의 재고율은 1998년 소비세 인상기보다 양호>



이러한 가운데 실시된 소비세 인상으로 일본경제는 금년 2분기에 큰 폭의 마이너스 성장을 기록할 것으로 보이지만 이는 예견된 수준일 것으로 보인다. 재고조정 압력을 보면 지난 1998년의 소비세 인상 때에 비해 양호한 실정이다.

그림에서 볼 수 있는 바와 같이 1989년에 3%의 소비세를 처음으로 도입한 당시에는 일본경제의 호황이 지속되고 재고율도 낮았다. 소비세 인상 다

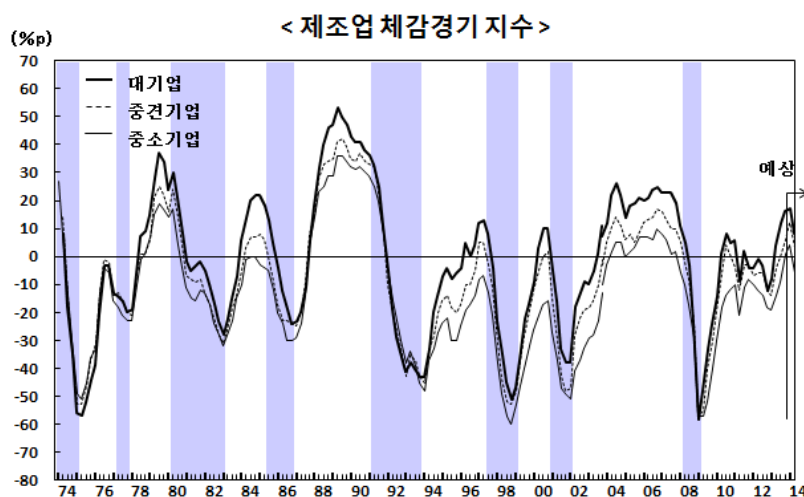
음 해인 1990년에 일본경제는 5%를 넘는 성장세를 기록했으며, 소비세 인상은 일본경제에 큰 충격을 주지 않았다고 할 수 있다. 반면, 1998년의 경우 동아시아 위기도 겹쳐 1999년 일본경제는 금융불안과 함께 마이너스 성장을 기록했다. 당시 재고율이 상대적으로 높은 수준을 기록했다. 소비세 인상 직전의 일시적인 소비확대에 따라 일본기업이 생산량을 확대하고 재고조정 압력이 커진 것으로 보인다.

이번 경우 1998년과 비교해서 소비세 직전의 재고 누적 현상이 나타나고 있지 않다. 일본기업들이 1998년의 학습 효과도 작용해서 소비세 인상 직전의 소비 확대에 대해 신중하게 대응했던 것으로 보인다. 소비세 인상으로 1998년과 같은 재고조정이 발생할 가능성은 낮은 것으로 보인다.

소비세 인상 이후 수 주 동안의 소비 감소세도 예상된 수준을 크게 벗어나고 있지는 않으며, 주가 상승세의 한계, 엔저 현상 주춤 등에도 불구하고 일본 기업이나 소비자의 마인드는 전반적으로 크게 악화되고 있지는 않다.

지난 4월 17일에 개최된 일본은행 지점장회의에서는 각 지역의 소비 동향이 양호한 것으로 나타났다. 고급 가전제품이 예상 외로 호조를 보이는 경향 등이 지적되었다. 유효구인배율(구인자수/구직자수)이 1을 넘는 등 고용 상황이 호조를 보이고 있는 것이 소비를 뒷받침하고 있는 것으로 보인다.

#### <기업 체감경기 호조 유지>



자료 : 일본은행, 단기경제관측조사, 2014.3

기업의 체감경기도 호조세를 유지하고 있다. 대기업 제조업의 체감 경기는 금년 1분기 17%p로 5분기 연속 개선했다. 이는 리먼 쇼크 이전인 2007년

12월 수준을 상회하는 수준이다. 물론, 소비세 인상으로 인해 향후 전망으로는 체감 경기의 악화가 예상되고 있으며, 그동안 소비세 인상을 앞둔 소비수요 확대의 혜택을 본 주택, 자동차, 백화점 등 소매업의 체감 경기 전망이 악화되고 있다. 다만, 일본은행은 체감경기가 금년 2분기에 하락한 후 3분기 이후 회복될 것으로 예상하고 있다.

이와 같이 일본경제가 소비세 인상의 충격을 예견된 바와 같이 무난하게 극복할 가능성이 높아지고 있는 것은 아베노믹스의 2가지 화살이 한계를 보이고는 있으나 3번째 화살인 성장전략에 대한 기대가 유지되고 있는데다 디플레이션 탈출이 점차 확실해지고 있기 때문인 것으로 보인다.

지속적으로 물가가 소폭 하락하는 속에서 일본기업이나 소비자의 마인드가 위축되었던 것이 1%를 넘는 물가상승세로 바뀌고 일본경제에 긍정적인 영향을 주고 있다. 또한 성장전략을 위한 산업경쟁력강화 법안, 국가전략특구 법안 등이 구체화되고 있는 한편, 주목되고 있는 법인세 인하, TPP(환태평양동반자협정) 등이 성사될 경우 규제완화 산업의 구조조정을 통한 일본경제의 활력 제고, 기업투자 활성화 효과가 나타날 가능성이 있다.

## II. 추가 경기부양책의 가능성과 한계

금융시장에서는 일본은행이 여름경에 추가 금융완화를 할 것이라는 기대가 지속되고 있으나 일본경제의 디플레이션 탈출이 점차 확실해지면서 일본은행의 정책 방향이 불확실해지고 있는 상황이다.

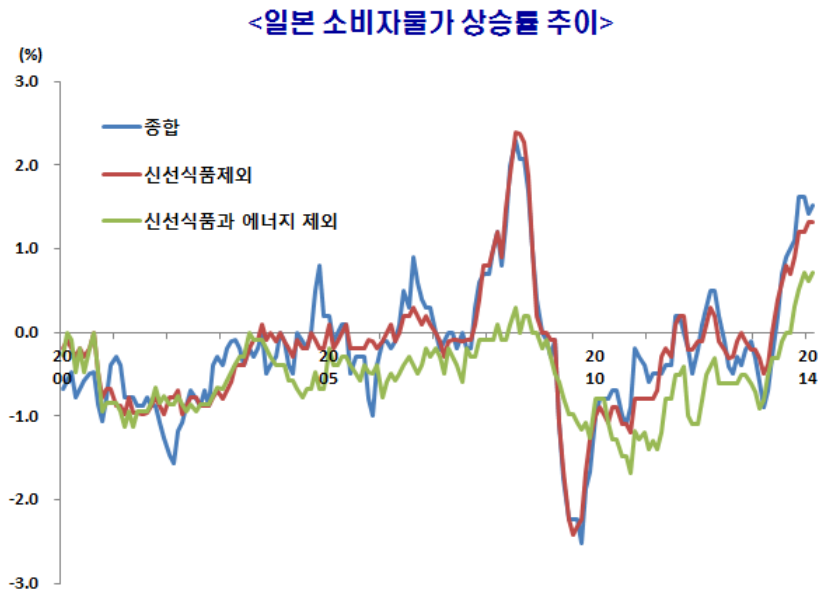
-0.5% 전후에 불과했던 일본의 소비자물가는 1% 이상의 수준을 회복했으며, 소비세 인상 효과도 있어서 2014년 소비자물가 상승률은 2%대에 달할 전망이다. 일본경제는 착실히 디플레이션에서 탈출하고 있으며, 기업이나 소비자의 마인드도 건실한 편이며, 4월 30일의 일본은행 경제·물가 정세 리포트에서 2016년도도 성장세 유지와 함께 2% 수준의 물가상승 전망을 발표할 가능성이 있다.

일본은행은 디플레이션 탈출에 자신감을 보이고 있으며, 추가적 엔저가 없어도 2%의 물가상승이 가능하다는 입장을 보이고 있다는 것은 일본은행이 추가적 금융완화에 신중한 자세로 전환했다는 것을 의미한다.

사실, 일본은행은 금년 4월의 금융경제월보를 통해 일본경제의 수급 갭이 작년 4분기 기준으로 거의 소멸했다는 시산 결과를 발표했다. 일본경제의 디플레이션 갭 - 공급초과 및 수요 부족 상황이 소멸되고 디플레이션에서 탈출하는 데 자신감을 보이고 있는 것이다. 물론, 수급갭에 관한 시산은 여러

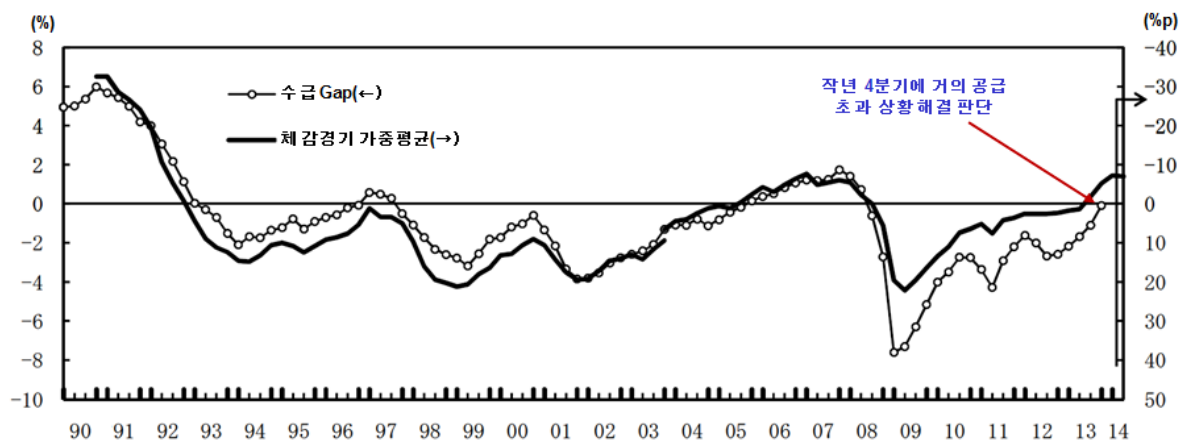
가지 가정이 필요하기 때문에 추정 기관마다 차이가 있으며, 일본은행의 시  
산 결과는 일본정부 내각부나 IMF에 비해 다소 낙관적인 수준이기도 한다.

### <일본의 디플레이션 탈출 양상>



자료 : 총무성, 통계센터

### <수급 Gap이 개선되는 일본경제(일본은행 판단)>



자료 : 일본은행, 금융경제월보, 2014.4.9.

소비세 인상으로 일본은행의 추가 금융완화 정책에 대한 기대가 커지고 있  
으나 2013년 4월 4일에 결정된 양적·질적 금융완화 정책은 파격적인 규모로  
이루어져 여기에 금융완화 정책을 추가할 경우 장래의 금융시장 및 물가관

리의 어려움이 가중될 수도 있어서 결정하기가 어려운 측면이 있다.

2013년 4월에 결정된 양적·질적 금융완화 정책은 △ 본원통화(Monetary Base) 및 장기국채의 보유액을 2년간에 2배로 확대하고 △ 장기국채의 보유잔액이 연간 50조엔 정도 규모로 확대하고 매입 국채의 평균 잔존(殘存) 만기기간을 2배인 7년 정도로 장기화하는 것이다. 이 방침에 따라 일본은행은 본원통화를 2012년 말 138조엔에서 2013년 말 200조엔, 2014년 말 270조엔 정도로 확대될 것이라는 전망 및 느슨한 목표도 아울러 제시했다. 장기국채의 만기상환 분을 상쇄해서 보유 잔액을 목표대로 확대하기 위해서는 매월 7조엔 정도의 매입이 필요하게 된다.

일본은행이 지난 2001년 3월에서 2006년 3월까지 실시한 바 있는 양적금융완화 정책의 경우 이 기간 동안에 본원통화가 연간 8.3조엔 정도 늘어난 것과 비교하면 이번 양적·질적 금융완화 정책의 규모가 막대한 것이라는 점을 알 수 있다. 그리고 질적으로 일본은행 보유 국채의 만기구조를 장기화함으로써 금융완화에 따른 미래의 물가상승 기대 고조로 인한 장기금리의 상승을 봉쇄하겠다는 정책의 의미도 크다. 그리고 이러한 파격적인 금융완화를 위해 일본은행권의 발행 범위 안에서 장기국채의 보유액을 억제하겠다는 소위 ‘일본은행권 룰’도 일시 정지하게 되었다.

이와 같은 양적·질적 금융완화 정책의 발표 이후 일본은행의 본원통화량은 예정대로 확대되고 있다. 그림에서 보는 바와 같이 일본은행 본원통화는 2013년 3월말에서 11월 말 기준으로 73.8조엔이 확대되고 2014년 11월 기준으로 219.8조엔이 되었다.

그러나 이러한 파격적인 금융완화 정책은 정부부채 잔액이 경상GDP의 240%를 넘는 일본 재정적자 문제의 개선 없이 계속될 경우 ‘지폐 남발로 인한 재정 파이낸스’라는 성격이 강해질 수밖에 없을 것이며, 일본은행이 물가관리 능력을 상실할 상황에 빠지면서 일본 국채가격의 폭락과 일본 금리의 급등이라는 리스크를 고조시킬 것이다. 따라서 미래의 출구전략을 고려하면서 금융완화 정책을 조절할 필요가 있는데, 파격적인 금융완화 정책의 전환은 반작용의 충격도 클 수밖에 없기 때문에 균형을 잡는 데에 어려움이 있는 것이 사실이다.

예를 들면 지속적인 양적금융완화로 인해 일본은행 보유 일본 국채의 만기구조의 장기화와 이에 따른 보유 국채의 상환 규모 확대 등을 고려하면 2015년 이후 본원통화량을 2014년말 목표인 270조엔으로 동결할 경우 일본은행의 월간 국채매입 규모는 68%의 감소세를 보일 계산이다. 이는 일본 금리의 급등을 피할 수가 없게 만들기 때문에 현실적이지 않으며, 2006년의



출구전략 당시에 월간 30% 정도로 국채매입 규모를 감축한 바와 같이 단계적으로 실시할 것으로 보인다.

다만, 이 경우에도 연간 국채매입 감축액이 25조엔 정도나 되어 충격이 만만치 않을 것이다. 2006년에 비해 파격적인 양적금융완화로 일본은행이 국채시장에서 70% 정도의 매입 점유율을 가진 압도적인 존재가 되었기 때문에 출구전략도 쉽지 않은 것이다. 그러나 국채 매입 감축률을 2015년 이후 10% 정도로 억제할 경우에는 일본은행의 국채보유 잔액은 계속 늘어나 2018년에는 2014년 대비로 50% 이상의 규모가 될 수 있어서 국채신용 유지와 물가관리에 어려움이 가중될 수 있다.

이상과 같은 출구전략의 어려움을 고려하면 양적금융정책의 규모를 확대하는 추가적 금융완화를 선불리 실시할 경우 추후에 상당한 후유증을 초래할 딜레마가 있다.

그러나 일본은행 정책위원회 중에서는 이번 양적·질적 금융완화를 2년 정도의 집중적 조치로 인식하고 지나친 금융완화 기간의 장기화를 경계하는 위원도 있는데, 일본은행이 2014년에 어떤 결정을 내릴 것인지 주목된다. 소비세 인상 충격과 그 이후의 회복세를 확인하면서 일본은행이 2015년 이후의 본원통화량의 예상 및 목표를 제시할 가능성이 있으며, 이를 통해 일본은행의 정책 방향을 확인할 수 있을 것이다. 단기적 일본경기의 회복세를 뒷받침하면서 일본은행이 중장기적인 통화 및 물가 관리능력을 상실하지 않고 일본 엔화와 국채에 대한 신뢰성을 유지하는 것은 쉽지만은 않을 것으로 보인다. 금융시장에서 기대하는 일본은행의 추가 금융완화가 실시되더라도 소폭에 그칠 가능성이 있으며, 일본은행으로서는 2015년 이후에도 본원통화의 추가적인 확대라는 양적금융완화 정책의 지속에 무게를 좀 더 두고 금융시장의 급등락을 억제하는 데 주력할 가능성이 있다.

### III. 일본경제의 향방

일본경제는 아베노믹스가 기대하는 방향대로 큰 폭의 성장세 회복은 어렵겠지만 디플레이션 탈출과 투자 친화적인 성장전략 등에도 힘입어서 3분기 이후 플러스 성장세를 회복할 것으로 보인다.

아베노믹스의 단기 경기부양책의 효과가 약해지고 있음을 감안할 경우 이러한 전망대로 일본경제가 소비세 충격을 극복하기 위해서는 순수출의 감소폭이 줄어들고 기업투자 심리도 유지되고 임금인상과 소비지출 확대라는 선

순환이 강해질 필요가 있을 것이다.

금년도의 경우 미국 경제가 연초의 한파에 따른 일시적 경제활동 위축을 극복하면서 3% 수준으로 성장세가 회복되고 유로권도 플러스 성장을 나타낼 것으로 보여 일본의 수출도 다소 회복될 가능성이 있다. 다만, 일본의 수출산업을 보면 스마트폰의 부진 등 전자분야의 경쟁력이 약해졌으며, 과거와 같은 수출확대를 통한 경기부양은 어려울 것으로 보인다. 또한 중국의 금융시장 불안정성 확대와 성장 부진, 우크라이나 불안으로 인한 유로권의 부담가중과 신흥국 금융불안의 산발적 발생 등을 고려하면 금년도 세계경제 환경이 일본 수출산업에 그렇게 유리한 편은 아닐 것이다. 일중 마찰 심화로 일본기업의 대중수출이 부진을 보이고 있다는 부담도 있다.

결국, 단기적 경기부양책의 한계, 수출확대의 한계 등을 고려하면 아베노믹스가 활력을 유지하기 위해서는 성장전략이라는 세 번째 화살에 대한 기대와 효과를 높이면서 기업 설비투자의 확대를 통한 선순환을 강화하는 것이 필요하다. 일본기업의 설비투자 동향을 보면 내수형 서비스업의 설비투자가 회복세를 주도해 오다가 최근에는 엔저로 수익이 늘어난 제조업으로까지 투자회복세가 미약하나마 확산되고 있다. 아베 내각이 추진하는 법인세 인하, 규제완화를 통한 기업 활동 활성화, IT 및 그린 산업이나 고도의료 산업 등을 부양하는 성장전략 등에서 가시적인 성과를 거둘 수 있는지가 관건이라고 할 수 있다.

현재로서는 금년도 세계경제가 불안하지만 완만한 회복세를 이어가고 일본의 순수출의 감소세도 일단락하고 미약하지만 일본기업의 투자 회복세가 지속되면서 일본경제가 소비세 인상에 따른 충격을 어느 정도 견디고 1%대의 성장세를 나타낼 가능성이 보다 높을 것으로 보인다. 그러나 일본경제의 예기치 못한 급변, 이에 따른 엔화의 급등락 등의 리스크도 염두에 둘 필요는 있을 것이다.

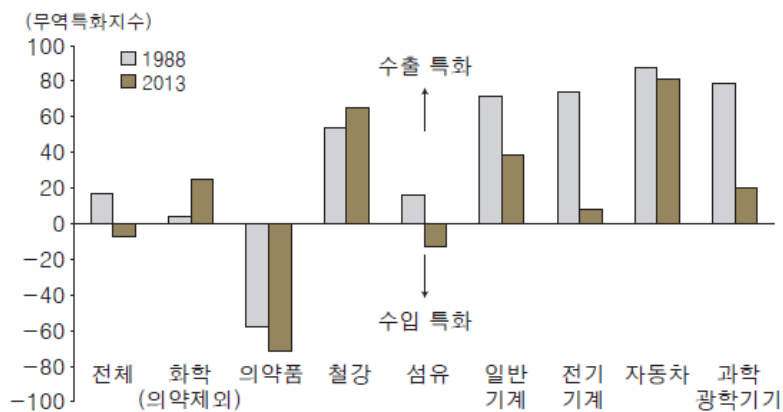
#### <엔저에도 부진한 일본 수출의 구조적 부진의 교훈>

20%를 넘는 엔저에도 불구하고 2013년의 일본의 수출은 전기전자, 자동차, 화학, 철강 등 주요 분야에서 감소하였으며, 거의 모든 지역의 수출이 부진을 보였다. 이러한 일본의 수출 부진에는 구조적 요인이 작용하고 있는 것으로 보인다.

우선, 주요 제조업에서 일본제품의 수출특화지수로 본 수출경쟁력이 장

기 추세적으로 약화되고 있다. 일본 제조업은 미국에서 탄생한 단순 대량 생산 모델을 혁신하면서 다품종 유연 생산 시스템을 창조하여 1970년대 이후 세계시장을 석권해 왔지만 1990년대 이후 제조업의 IT화와 글로벌화로 인해 이러한 일본 제조업의 경쟁우위가 약해진 것이다. 제조업의 IT화로 소프트웨어가 중요해진 반면, 세밀한 가공능력이라는 일본의 강점이 전자 분야를 중심으로 약해졌다. 이러한 충격이 적었던 일본 자동차 산업의 수출은 어느 정도 선방하고 있지만 전자산업의 수출경쟁 우위성은 급격히 떨어졌다. 또한 선진시장을 중심으로 세계시장을 개척해 왔던 일본기업이 신흥국 시장의 비중 확대라는 세계경제의 구조 변화에 대응하는데 실기한 측면도 있고 최근에는 일중 외교마찰이 일본기업의 대중 수출에 부정적으로 작용하고 있다. 그리고 일본기업의 해외공장 확대와 이들의 현지 부품 조달 확대 속에서 일본 본국의 신제품, 신사업 창출의 부진으로 인해 해외생산과 수출의 동시 확대라는 선순환도 약해졌다.

일본의 수출산업별 무역특화지수 추이



주 : 무역특화계수는 (수출-수입)/(수출+수입)×100으로 계산, 100이면 완전 수출특화 -100이면 완전 수입특화, 일본 재무성 무역통계, 경제산업성, 통상백서 각론 데이터 등 활용

엔저의 효과와 세계경제의 회복세도 감안하면 일본 수출이 2014년에 소폭이나마 확대될 가능성이 있지만 이러한 일본 수출산업의 구조적 수출 경쟁력 약화 요인을 고려할 때 엔저가 일본 수출을 확대시키는 효과는 제한적일 것으로 보인다. 아베노믹스의 산업 활성화 전략의 효과도 불확실한 측면이 있지만 일본기업이 강점 분야에 집중하면서 새로운 경쟁력의 기초를 만들어 나가려는 전략의 효과도 겹쳐서 인프라, 특수소재, 첨단기

계, 바이오 의약품, 차세대 자동차 등에서 일본산업의 경쟁력이 중장기적으로 유지·강화되는 효과가 나타날 수는 있다.

우리기업으로서는 일본 수출산업이 절정기에 도달한 이후 중장기적으로 경쟁력이 약해져왔던 구조적 원인으로부터 교훈을 찾아내야 할 것이다. 예를 들면 기존 산업의 고도화와 새로운 성장산업의 육성, 새로운 강점에 기반을 둔 제조 기반 경쟁력의 확보 등이 중요하다. 제조기반의 진화를 염두에 두면서 인재의 고도화를 통해 소재·부품을 포함한 제품 이노베이션을 뒷받침할 수 있는 Science Driven한 산업발전 구조를 정착 시키는 것이 중요한 시점일 것이다.

(자료 : 이지평, 엔저만으로 극복 어려운 일본 수출 부진의 교훈, LG경제연구원, Business Insight, 2014.3.5.)

중장기적으로 보면 아베노믹스의 두 번째 화살인 산업 활성화 전략이 성공을 거둘 경우 엔저 유도에 따른 일본기업의 수익 확대와 더불어서 일본 수출산업이 활기를 되찾을 수 있지만 아직 정책이 구체화 단계에 있고 효과 측면에서 불확실성이 많은 실정이라고 할 수 있다. 다만, 서서히 구체화되고 있는 아베노믹스의 신산업 육성 등의 성장전략이 일본 수출산업의 중장기적 회복에 도움이 될 내용도 포함되어 있는 것은 사실이다.

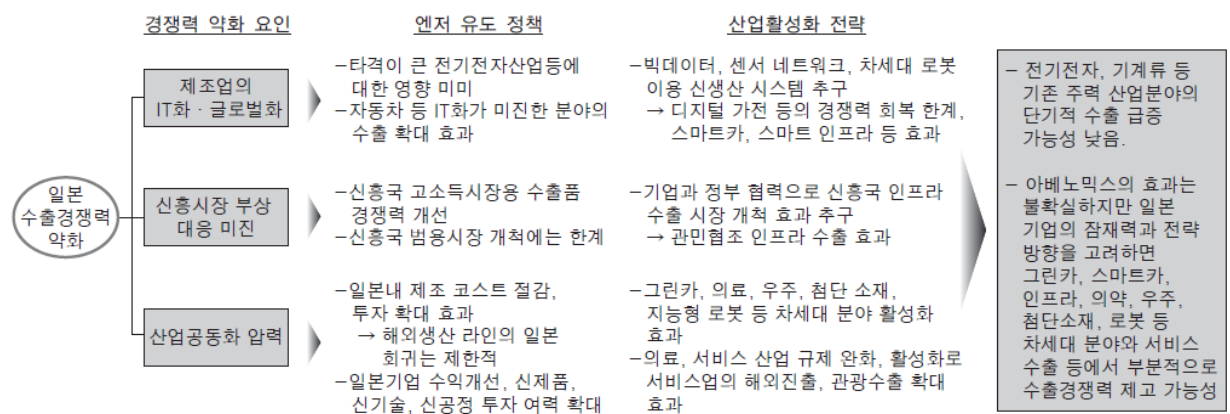
아베내각은 작년 6월에 정리한 일본 재흥전략(再興戰略)을 계속 보완하면서 '산업경쟁력강화법'을 도입하였으며, 기업의 신규사업 규제완화나 첨단설비의 리스 도입 보조 등의 정책을 현실화하고 대폭적으로 규제를 완화한 '전략특구법안'도 국회를 통과시켰다. 또한 아베내각은 호주와의 FTA 압의, 공적연금 운영제도 개혁, 법인세 실효세율의 2.4%p 인하 등 지속적으로 전략을 보완 및 강화하고 있다. 아베내각은 이러한 산업활성화 전략을 지속적으로 보강해 나갈 방침으로 있어서 불확실성은 있지만 일정한 효과가 나타날 수는 있다.

물론, 이러한 아베노믹스의 정책만으로 일본 산업을 부양하기는 어렵지만 잠재력을 유지하고 있는 분야에서 일본기업 자체의 경쟁력 회복 노력도 전개되고 있기 때문에 이러한 일본기업의 노력과 아베노믹스의 정책이 선순환을 갖게 될 분야에서는 효과가 나타날 수는 있다.

우선, 제조업의 IT화·글로벌화라는 일본 수출 부진 요인에 대해서는 산업 활성화 전략에서 추진되고 있는 빅데이터, 센서 네트워크를 통한 인프라의 스마트화, 차세대 로봇을 활용한 신생산시스템 개발 등의 전략이 긍정적으로

작용할 수 있다. 인프라를 포함한 차세대 IT혁명이나 IT와 다양한 산업의 융합 과정에서 일본이 얼마나 세계적인 주도권을 확보할 수 있을 것인지가 초점이라고 할 수 있는데, 적어도 단기적으로는 디지털 가전 분야 등에서의 효과는 크지 않을 것으로 보인다. 그러나 일본이 경쟁력을 유지하고 있는 자동차산업의 혁신 촉진 효과로 인해 스마트카, 그린카의 활성화 등에서는 경쟁력을 더욱 강화할 가능성은 있다. 스마트카, 그린카의 경쟁력 강화와 글로벌 제품규격의 선점 등을 통해 각종 자동차용 전자기기, 부품의 경쟁력이 제고되는 효과는 나타날 수 있다.

### <일본 산업의 구조적 부진 요인에 대한 일본 정부와 기업의 대응 방향>



자료 : 이지평, 엔저만으로 극복 어려운 일본 수출 부진의 교훈, LG경제연구원, Business Insight, 2014.3.5.

신흥시장 부상 대응 측면에서는 아베노믹스의 인프라 수출 지원책이 일정한 효과를 줄 수 있다. 아베 내각은 정부계 은행을 통한 인프라 수출 지원 강화 등에 나서고 있으며, 일본이 경쟁력을 유지하고 있는 중전기기, 에너지 절약 기기, 수처리, 수송 등의 인프라 분야를 중심으로 관련 공동 해외시장 개척 전략이 일정한 효과를 거둘 수는 있을 것으로 보인다. 이미 인도, 동남아, 중동 지역 등에서 일본계 민관 사업 추진 연합이 대형 프로젝트를 수주하는 사례들이 많아지고 있다. 이에 따라 중공업 하드웨어 분야와 함께 인프라 솔루션 비즈니스 분야에서도 일본기업들이 성장 활력 제고에 나설 것으로 보인다. 다만, 아베노믹스에 힘입어서 일본기업들이 신흥국 소비시장 개척에서 당장 큰 효과를 거두기는 어려울 것으로 보인다.

산업공동화 압력에 대항하기 위한 신성장산업 육성 전략 측면에서는 첨단 의약품, 우주 비즈니스, 첨단소재, 차세대 서비스 로봇 등의 분야에서 중장기적 경쟁력을 강화하면서 구미계 기업과의 경합에 나설 것으로 보인다. 일본은 인구 고령화에 대응하면서 구미 선진기업의 아성인 의약품 산업의 경쟁력을 근본적으로 강화하기 위해 노벨상 수상 과학자를 중심으로 재생의료 등 차세대 혁신제품의 개발에 국가적으로 주력하는 한편 아시아 전역의 의약품 시장을 단기적으로도 개척하기 위해 복제의약품 사업에도 주력하고 있다. 예를 들면, 일본 의약품 기업인 에이자이는 구미 기업의 특허가 만료된 치매 치료약으로 한국, 대만, 홍콩, 동남아 등의 시장진출에 나서고 있다. 또한 일본기업들이 강점을 유지하고 있는 특수 소재 분야에서는 세일가스 등의 자원개발용 특수 화학제품, 웨어러블 단말기의 디스플레이용 합성수지(기존 유리 디스플레이의 대체 및 경량화) 및 특수 필름소재, 항공기용 탄소섬유, 그륄카용 배터리 소재 등의 신제품 개발 및 세계시장 개척에도 나서고 있다. 예를 들면 아사히화학은 전기의 흐름을 30% 개선하고 스포츠 등의 영상 표시 응답속도를 올릴 수 있는 기관용 합성수지의 시제품을 출시하기 시작했다. 또한 신에츠폴리머는 구부린 상태에서 접촉해도 반응할 수 있는 웨어러블 단말기용 신형 터치 패널 필름을 개발했다. 아베노믹스의 규제완화 정책에 힘입어서 의료서비스 혁신, 관광산업 활성화, 농업의 IT화 등으로 서비스업이나 농업의 수출산업화 효과가 부분적으로 나타날 수 있다.

결국, 아베노믹스 자체는 불확실하고 역부족인 측면도 강하지만 잠재력을 가진 일본기업의 자체적인 노력과 함께 여러 분야에서의 혁신을 지속적으로 추진할 경우 일본산업의 회복에 일정한 도움을 줄 수 있을 것이다.

## VI. 시사점

이상 본 바와 같이 일본경제는 소비세의 인상 충격을 극복하고 2분기의 일시적 마이너스 성장 후에 3분기 이후 완만한 성장세를 회복해 일본은행의 대폭적인 추가금융완화나 엔저 압력의 심화 등의 가능성은 낮을 것으로 보인다. 그러나 일본경제가 디플레이션을 탈출하면서도 양적금융완화 정책이 장기화될 가능성이 높고 엔저 현상이 심화되지는 않더라도 엔저가 장기화될 가능성이 있어서 우리나라로서는 경쟁력 강화에 주력할 필요가 있다.

아베노믹스의 성장전략도 그 효과에는 한계가 있지만 차세대 분야를 중심으로 일본기업이 부활할 가능성과 이에 따른 한일 제조업의 경쟁 격화를 염

두에 둘 필요는 있을 것이다. 우리 주력 수출 상품 분야에서 당장 극심한 한일 간 가격경쟁이 전개될 것으로 보이지만 엔저 등에 힘입어서 일본 기업이 차세대 사업을 더욱 강화할 경우 기존 제조업의 구조도 혁신되면서 일본기업의 역습이 점차 강해질 수도 있다. 일본기업은 연간 수출 규모를 훨씬 능가할 정도의 해외생산액을 기록하는 등 수출만으로 볼 수 없는 잠재력을 가지고 있기 때문에 일본기업의 부활 가능성을 간과해서는 안 될 것이다.

우리 기업으로서는 일본의 수출경쟁력 약화의 경험과 원인을 고려하면서 기존 산업 분야의 고도화와 새로운 성장산업 육성에 주력하는 것이 중요할 시점일 것이다. 관련 산업의 소재 및 부품 경쟁력 강화와 함께 최종 조립 제품의 경쟁력을 유지하면서 지속적인 제품 이노베이션의 기회를 발굴하는 노력이 중요할 것이다.

또한 이러한 소재 및 부품을 포함한 제품 이노베이션은 일본의 내수지향 기업의 부진을 교훈 삼아서 모든 부문을 국내에서 하겠다는 폐쇄성보다도 글로벌 분업의 효율성과 신흥국의 잠재력을 활용하면서 전개되어야 할 것이다. 한국 본국에서 지속적인 제품 이노베이션을 추구하면서 해외현지 생산과 수출의 선순환 구조를 강화하는 것이 중요할 것이다.

그리고 일본기업의 대응이 늦어진 제조업의 IT화, 글로벌화는 앞으로도 계속 진행될 것으로 보여 각 제조업에서 빅데이터의 활용, 지능형 로봇 개발, 슈퍼컴퓨터를 활용한 소재 특성 분석, 제조 및 엔지니어링 현장에서의 웨어러블 단말기 활용 등 새로운 생산 방식의 효과 분석 및 변화에 대한 능동적인 대응이 중요하다. 전자 산업 이외로의 IT화도 고려하면서 산업기반기술로서 중요성이 높아질 것으로 보이는 소프트웨어 기술 인력의 확충, 소프트웨어 기업을 중심으로 한 분업 생태계의 강화 등이 과제가 될 것으로 보인다.

일본이 인구고령화에 선행해서 의약품 산업의 캐치업과 경쟁력 강화가 미진했던 것처럼 우리나라도 인구고령화와 함께 의료 분야의 수입 급증이 국제수지를 악화시킬 정도로 확대될 우려도 있으며, 새로운 분야를 포함해서 선진기업과의 격차가 작은 분야를 중심으로 산업적인 대비의 필요성이 높아질 것으로 보인다.

일본 제조업의 경우 현장 엔지니어가 강하다는 특징이 있었으나 캐치업 단계에서 점차 Science Driven한 산업발전을 도모할 필요가 있었다고 할 수 있으며, 의약품 분야의 부진은 이를 여실히 보여주고 있다. 우리나라의 경우도 과학·공학계열의 고등교육 입학자 수는 거의 독일과 비슷한 규모에서 증가하고 있지 않는데다 박사 학위 취득자수는 독일의 3분의 1에 불과하다. 한국은 과학·공학계열 고등교육 입학자 대비 박사학위 취득자의 비율이 일본

과 유사하게 1%대의 낮은 위치에 있고 높은 비율을 보이고 있는 미국, 독일과 격차가 있다.

일본이 2000년대 들어서 비정규직을 남용하면서 젊은 인력의 발탁과 교육을 소홀히 한 것이 중장기적 경쟁우위의 약화와 맥을 같이 하고 있다고 볼 때 결국 국가나 기업 차원에서의 인재에 대한 투자와 지속적 교육을 통한 차별화된 부가가치가 경쟁력의 원천이 된다는 것을 간과해서는 안 될 것이다.



[세션 2]

중국 및 한국경제 동향과 전망



[주제발표 1]

점증하는 중국경제 리스크와  
연착륙 전망

2014. 4. 28

김기수  
(세종연구소 수석연구위원)



# 점증하는 중국경제 리스크와 연착륙 전망 (요약문)

(한국경제학회 정책 세미나 발표문)

2014.04.28.

김기수 (세종연구소)

중국경제의 연·경착륙 논의는 모두 거시경제정책을 사용하는 것이 효과가 있느냐에 초점을 맞추고 있다. 그러나 중국처럼 경제구조가 왜곡되는 경우, 당시 말해 소유권 보장과 시장의 작동이 완전치 않고, 아울러 새로운 부가가치를 창출하는 기술이 뒷받침되지 않는 상황에서는 경제가 특정 시점을 지나면 추락할 뿐이지 연·경착륙하지는 않는다. 왜냐하면 자원배분의 왜곡이 지속되기 때문이다. 논리적으로 따져 봐도 경제구조 자체가 왜곡되어 있는 경우 뒤틀린 구조를 다시 펴기 전에는 정책의 효과 역시 대단히 약할 수밖에 없다. 만약 경기부양책으로 문제를 해결할 수 있다면 일본경제는 왜 잃어버린 25년을 맞고 있을까?

중국경제의 왜곡 현상은 우선 투자 중심 고속성장 모델에서에서 찾을 수 있다. 정부가 개입하여 과도한 투자를 유도한 결과 고속성장은 가능했지만 점차 투자의 한계효율이 낮아지면서 기업은 심각한 수익률 저하 현상을 겪게 된다. 하지만 성장률을 일정 수준 유지하기 위해서는 투자를 줄일 수 없다. 결과는 기업부채의 급등과 부실채권의 증가로 나타난다. 이것이 구조 왜곡의 첫 번째 현상이다. 위와 같은 막대한 투자는 반강제적인 대규모 국민저축에 많이 의존했다. 따라서 투자는 과잉이지만 소비는 위축되는 또 다른 경제왜곡 현상이 초래됐다. GDP 대비 투자규모가 50% 정도인 반면, 소비는 35% 내외에 불과하다는 통계는 GDP 구성 요소의 심각한 두 번째 왜곡 현상을 보여준다. 같은 연장선에서 세 번째 왜곡 현상이 만들어지는데, 금융산업의 불균형이 대표적이다. 대규모 강제 저축을 위해 중국정부는 이른바 금융억압(financial repression) 정책을 시행했다. 상업은행 중심으로 금융산업을 사실상 단일화시킴으로써 강제 저축이 은행을 중심으로 이루어지게 하는 데는 성공했지만, 보험, 채권 등 다양한 다른 금융기관이 발전할 수 없는 왜곡 현상이 발생했다. 이렇게 되면 자금(돈)에 대한 적정한 가치평가가 이루어지지 않는다. 그밖에도 왜곡 현상은 많지만, 위의 사례가 대표적 것이라 할 수 있다.

상기와 같이 경제구조가 왜곡되면 자원의 효율적 배분이 이루어지지 않는다. 채권이 부실화될 확률이 가장 낮은 곳, 즉 일정한 수익이 보장되는 분야에 자금이 공급되고, 그것이 무리 없이 자본 이득을 산출하며 선순환될 수 없다는 의미다. 이 모든 것을 바로 잡는 일은 구조개혁 이외에는 없다. 한계기업의 퇴출, 금융 정상화를

통한 자본가치의 경쟁 평가 등 개혁에는 다양한 내용이 포함되지만, 가장 핵심적인 것은 선진국들과 비슷하게 소비자 중심 경제를 만드는 것이다. 다시 말해 최종 소비자의 후생(final consumers' welfare)이 가치판단의 기준이 되는 경제구조를 뜻한다. 하지만 소비를 늘리는 것이 얼마나 어려운지는 일본이 과거 25년간의 노력에도 불구하고 성공하지 못한 현실에서 찾을 수 있다.

중국정부는 2014년 1분기 경제성장률이 7.4%라고 발표했다. 과연 믿을 수 있을까? 작년 리커창 총리는 외신 기자들에게 중국의 GDP 통계를 신뢰하지 않는다고 말한 적이 있다. 대신 철도 운송량, 전기 소모량, 그리고 신용대출 증가율 등 세 가지 지표를 활용한다고 덧붙였다. 하지만 중국정부의 공식 발표로도 2004년 1분기 신용팽창은 2013년 같은 시기에 비해 9.3% 하락했고, 철도 운송량도 3.5% 추락했다. 부동산 가격 역시 2014년 1-2월 작년 동기 대비 27% 떨어졌고, 3월에도 22% 하락했다 (*Financial Times*, 2014/04/17). 이치상 성장률이 7% 이상이라고 보는 데는 무리가 따르므로, 중국경제는 이미 경착륙 한 셈이 된다.

중요한 것은 구조개혁을 위해서는 지금의 7%가 넘는 고성장을 꺾어야 한다는 사실이다. 바로 그런 현실 때문에 중국 당국의 고민은 깊을 수밖에 없다. 경제성장이 저하되는 경우, 우선은 실업자 증가로 촉발된 경제적 충격을 중국정부는 과연 견딜 수 있을까? 중국의 정치체제가 민주국가들과는 달리 대단히 경직되어 있다는 사실에 비추어 쉽지 않아 보인다. 그것이 바로 중국정부의 딜레마다. 이상을 요약해 보면, 핵심 여부는 중국정부의 판단이지만, 그 어떤 선택을 해도 고속성장 시절이 이미 끝났다는 점은 부인할 수 없는 현실이다. 지금이라도 개혁을 하면 파장은 어느 정도 줄일 수 있다. 그러나 시간을 지체하면 향후 치를 대가는 대단히 커질 수밖에 없다. 중국정부는 양자택일의 기로에서 최종 결정만을 남겨두고 있는 셈이다. 같은 맥락에서 중국경제가 계속 추락하는 것을 뒤집을 수는 없고, 피해를 얼마나 줄일 수 있는가의 선택만이 남아 있다는 주장에 힘이 실리는 것은 이상한 일이 아니다.\*

---

\* 더 자세한 내용은 다음을 참조하시기 바랍니다: 김기수, 『중국경제 추락에 대비하라』 (파주: 살림출판사, 2012).

# 점증하는 중국경제 리스크와 연착륙 전망\*

(한국경제학회 정책 세미나 발표문)

2014.04.28.

장소: 명동 은행회관

김기수 (세종연구소)

## 1. 경제발전의 기본 조건

근현대 사회과학 역사는 대략 400년 정도다. 흥미롭게도 자본주의의 태동과 사회과학의 등장은 시기적으로 거의 일치한다. 이것이 이른바 경제결정론(economic determinism)이 힘을 받는 이유인데, 다시 말해 근현대 사회체제의 형성은 기본적으로 경제패턴의 변화 때문에 가능했다는 의미다. 말을 조금 확장해 보면 현대 경제학은 물론 정치학 및 그 밖의 사회과학도 자본주의의 부산물이라는 논리가 성립된다. 따라서 자본주의 경제체제에 대한 분석 없이 근현대 사회를 이해하는 것은 사실상 불가능함을 알 수 있다. 과거 약 400년간의 경제 및 정치 연구를 통해 완벽하지는 않지만 인간은 경제가 지속적으로 발전할 수 있는 일정의 조건을 알게 됐다. 우선 소유권의 보장과 자유시장(free market)의 존재가 가장 중요한 조건이다. 일반적으로 생산성(productivity)라는 지나치게 포괄적이고 애매한 용어를 사용하는 현대 경제학의 가장 취약한 분야지만, 생산성과 그것의 뿌리에 해당하는 물리적 기술(physical technology)의 발전 역시 핵심 요건이다. 일단 위와 같은 외형상의 조건이 갖춰지면 경제는 지속적으로 성장한다는 것이 지난 400년 간 인간이 축적한 지혜의 핵심 내용이다.

하지만 위의 조건은 외형적인 것에 불과하다. 그것이 작동되기 위해서는 외형상의 조건을 뒷받침하는 사회구조가 필요하기 때문이다. 여기서 사회 조건이 무엇인가는 대단히 복잡한 문제지만, 대표적으로 위의 세 변수를 중심으로 간단한 예를 들어보기로 한다. 소유권은 역사적으로 권력이 보장했다. 이것이 17세기 영국의 청교도 및 명예혁명이 일어난 배경이다. 혁명의 결과 가장 먼저 취해진 것은 전제군주, 즉 권력이 개인의 소유권을 마음대로 제한하면 안 된다는 법률의 제정이었다. 물론 법률은 시민의 대표인 의회가 만든다는 중요한 조건이 붙었다. 소유권 보장의 가장 대표적인 예는 ‘조세 부과는 의회가 제정한 법률로만 가능하다’는, 조세법률주의의 정착이었다. 소유권이 확실히 보장되면 시장은 작동되기 마련이다. 왜냐하면 소유권은 정의상 무엇을 가질 권리, 사용할 권리 그리고 처분할 권리를 모두 포함하고 있기 때문이다. 여기서 무엇(물건) 혹은 그것에 대한 권리를 자유롭게 사용하고 처분할 수 있는

\* 위 발표문은 다음의 저서에 기초하고 있다: 김기수, 『중국경제 추락에 대비하라』 (파주: 살림출판사, 2012). 글의 일부는 본 저서에서 인용됐다.

장소가 시장임은 말할 필요가 없다.

경제학에서 자주 사용하는 포괄적인 개념이 생산성이 향상되기 위해서도 특정의 조건이 필요하다. 과거만 해도 다소는 추상적인 용어였던 생산성을 가장 잘 형상화시킨 인물은 아담스미스였다. 분업을 통해 생산성이 획기적으로 향상된다는 사실을 직시, 그는 저서에서 분업(*division of labour*)의 중요성을 누누이 강조했다. 오랫동안 당연한 것으로 간주됐던 그의 주장은 1970년대 들어 다시 조명되면서 이른바 제도경제학(*Institutional Economics*)을 탄생시켰다. 노스(*Douglas North*)의 다음과 같은 분석은 생산성이 향상되기 위한 사회적 조건, 즉 사회구조가 어떤 것인지를 보여주고 있다

특화가 상당히 진행된 사회는 효율적이고, **일반적인(*impersonal*) 계약의 준수**를 요구하게 된다. 왜냐하면 복잡하고 일반적인 거래방식이 부각되면서 개인적인 친분, 자발적인 구속, 집단을 이탈하는 사람에 대한 강제추방 등은 더 이상 효과가 없기 때문이다. (결국 발전의 막바지 단계에 이르면) 특화 때문에 사회가 가지고 있는 더 많은 자원이 거래에 개입될 것이고, 거래 부문이 국민생산에서 차지하는 비율은 당연히 클 수밖에 없다. 이것이 거래를 담당하는 **대단히 전문화된 조직**이 필요한 이유다. 비슷한 맥락에서 자본시장이 그 안에서 활동하는 사람들의 신뢰에 기초 성장하기 위해서도 국제수준의 특화와 노동분업은 국경을 넘어 소유권을 보장할 수 있는 제도나 조직을 요구하게 된다( "*Institutions*," *Journal of Economic Perspectives*, 1991).

그렇다면 물리적 기술이 발전하기 위해서는 어떤 사회 조건이 필요할까? 창의적인 교육, 제한 없는 사고 그리고 그것의 표현을 가능하게 하는 자유(*freedom*)일 것이다. 창의적 교육과 사고의 결과인 현대 물리학의 양자역학(*quantum physics*) 이론이 없었다면 반도체를 만드는 것은 불가능했고, 당연히 컴퓨터와 스마트폰의 세상을 그리기는 힘들었을 것이다. 이것이 바로 한국이 그토록 염원하는 원천기술의 창출 메커니즘이다.

이상 경제현상을 구조적으로 이해하는 방법의 일부를 설명했다. 물론 경제 현상에 대한 실제의 연구를 위해서는 더욱 복잡하고 정교한 논리가 필요하다. 그러나 어떤 분석이든 결국은 위의 조건에 수렴될 수밖에 없기에 상기와 같은 경제발전의 핵심 조건을 갖추지 못한 사회는 지속적인 경제성장을 할 수 없다고 보는 것이다. 중국 경제의 현실에 대해서는 다양한 견해가 존재한다. 기존의 연구와는 조금 다르게 중국 경제의 외형을 뒷받침하고 있는 구조에 초점을 맞춰 중국 경제의 현재와 미래를 분석하기로 한다. 다시 말해 중국이 보여주고 있는 각종 통계 데이터를 액면 그대로 받아들이지 않고 그 뒤에 숨어 있는 함의를 찾는 것이 구조 분석의 목적이라고 보면 된다.



## 2. 중국경제에 대한 연·경착륙 논의의 한계

2009년 이후 중국경제 성장률이 중국정부가 마지노선으로 삼고 있는 바오바(保八), 즉 8% 밑으로 처음 내려간 것은 7.6%를 기록한 2012년 2분기였다. 그 후 중국경제의 연착륙, 경착륙 여부가 줄곧 논쟁의 초점이 되고 있다. 연착륙이 가능하다고 보는 전문가들은 중국의 재정상태가 비교적 양호하고, 인플레이션이 잦아든 상태이므로 정부가 경기를 부양시키는 데는 별 문제가 없다는 입장이다. 2012년 말께 8%대의 성장세가 회복된다는 주장은 이런 논리에 기초하고 있다. 반대로 경착륙이 불가피하다는 견해는 2008년 말 이미 엄청난 규모의 경기부양책을 시행한 바 있고, 그것의 부작용인 자산거품과 인플레이션이 현재에도 완전히 극복된 것은 아니므로 경기부양 카드를 꺼내들기는 힘들다는 논리를 전개한다.

여기서 주의할 점은 두 견해 모두 거시경제정책을 사용하는 것이 효과가 있느냐에 초점을 맞추고 있다는 사실이다. 경착륙의 가능성을 지지하는 입장 역시 부양책을 사용할 수 있는 조건이 마련된다면 부양책은 효과가 있다는 점을 부인하지 않고 있다. 결국 경착륙 혹은 연착륙이라는 용어에는 순환적인(cyclical) 의미가 내포되어 있는 셈인데, 구체적인 내용은 다음과 같다. 우선 연착륙이란 용어에는 연착륙을 한 후에 다시 상황이 좋아지면 경기가 더욱 활성화될 수 있고, 반대로 상황이 안 좋아지는 경우도 경기가 조금 더 주저앉은 후 일정 기간이 지난 다음 상황이 다시 호전되면 경기는 다시 나아진다는 의미가 포함되어 있다. 경착륙 역시 이번에는 상황이 안 좋아 그렇게 되지만 나중에 환경이 바뀌면 적절한 경제정책을 통해 경기를 회복시킬 수 있다는 의미를 배제하지 않고 있다.

하지만 이 글에서 소개하는 경제구조 분석은 경제구조가 왜곡되는 경우, 당시 말해 소유권의 보장, 시장의 작동, 그리고 기술이 뒷받침되지 않는 경우, 경제는 추락할 뿐이지 연·경착륙을 하지는 않는다는 사실을 보여준다. 물론 연착륙보다는 경착륙 과정을 거치며 그렇게 될 가능성이 높지만, 정부의 적극적인 개입 때문에 일시적으로 연착륙 현상이 지속된다고 해도 결국 경제가 꺾이는 현상을 피하기는 힘들다는 뜻이다. 왜냐하면 논리상 경제구조 자체가 왜곡되어 있는 경우 뒤틀린 구조를 다시 펴기 전에는 정책의 효과 역시 대단히 약할 수밖에 없어서다. 따라서 경착륙 혹은 연착륙보다는 중국경제가 ‘꺾일 수밖에 없고, 구조개혁 없이는 지속적으로 성장할 수 없다’는 말이 오히려 정확한 표현이라는 주장도 가능하다. 만약 경기부양책으로 문제를 해결할 수 있다면 일본경제는 왜 잃어버린 25년을 맞고 있는 것일까? 한국경제 역시 3% 이하로 성장률이 주저앉은 상태지만, 그 똑똑하다는 당국은 왜 뚜렷한 해법을 제시하지 못하는 것일까? 일본은 물론 한국경제 역시 경제구조가 왜곡되어 있다는 점은 모두가 아는 바다. 아베노믹스에 대해서도 사려 깊은 경제학자들은 이구동성으로 일본경제의 구조개혁 없이는 그런 정책이 성공할 수 없다고 진단하고 있다.

### 3. 중국경제의 구조 왜곡 현상

흔히 사회주의 시장경제라 하여 중국경제의 독특한 특성을 지적하는 경우가 있다. 즉 중국만의 특징이 있으므로 서구 자본주의 잣대로 중국을 평가할 수는 없다는 말이다, 과연 그럴까? 1949년 중국에 공산정권이 성립됐다. 그들이 기획한 경제체제는 공산주의였고, 이는 분명 소련으로부터 수입한 것이었다. 물론 결과는 참담했다. 모택동 집권 시 실시된 거의 모든 경제정책은 실패했고, 그 결과 수천만의 아사자가 속출하는 가운데 중국은 세계 최빈국으로 전락했다. 공산주의의 실패에 대한 자각이 있는 후 이번에는 자본주의를 수입하게 되는데, 그것이 바로 덩소핑의 개혁개방정책이다. 여기서 개혁은 국내경제를 인센티브 중심으로 변화시키는 것을 의미하며, 개방은 서구 자본주의 열강에 중국경제의 문호를 연다는 뜻이었다. 하여간 개혁개방 이후 중국 역시 자본주의 국가들과 똑 같이 재정, 통화, 통상, 외환정책을 실시할 수밖에 없었다. 공산주의든 자본주의든 중국의 독특한 제도는 분명 아니었다. 한마디로 중국식 경제발전 모델, 그런 것은 존재하지 않는다는 의미다. 말을 뒤집어 보면 모두에서 소개한 바와 같이 소유권, 시장, 그리고 기술이라는 자본주의의 핵심 변수를 배제한 중국경제의 지속적인 발전 역시 상상하기 힘들다는 결론이 가능해진다. 현재 중국에서 활동하고 있는 저명 중국인 경제학자의 다음과 같은 분석을 보면 그림은 더욱 선명해진다.

국무원 학술위원회 부주임으로 있는 중국의 저명한 경제학자 우징롄(吳敬璉)은 중국의 현실을 다음과 같이 인정하며, 중국경제에 대한 낙관론을 부인하고 있다: “중국이 새로운 성장 동력을 찾지 못할 경우 중진국 위험에 빠질 수 있다... 경제성장은 노동력의 투입, 자본 투입, 효율성 제고 등 3대 요소로 이루어지는데 중국은 자본 투입에 점점 더 많은 것을 의존하고 있다. (당연한 결과로) 효율성 제고가 없을 경우 급격한 성장 둔화에 빠질 수 있는 것은 물론이다. (다시 말해) 새롭고 독창적인 기술 진보를 이루어내지 못하고 자본 투입에만 의존할 경우 성장은 한계에 다다를 수 있다는 의미다. 중국 동부 지역의 성장세가 최근 둔화되고 서부지역은 고속성장을 보이고 있는 상황이 이를 말해준다고 보면 된다(『한국경제』).”

위의 분석은 대외개방을 통한 외국자본의 수입, 그렇게 해서 이루어진 경제발전과 이것의 산물인 국내자본의 확충, 그리고 외국기술 도입과 인센티브 시스템의 결과인 효율성 제고 등이 중국 경제발전의 핵심 내용이라는 점을 전해주고 있다. 결국 중국의 경제구조 왜곡 현상을 이미 짚은 셈인데, 정부가 기획한 투자 중심 경제운용이 구조 왜곡의 핵심 원인이기 때문이다. 다음의 통계를 보면 왜곡의 모습은 더욱 확연해진다. 중국경제에서 2010년 이후 소비가 GDP에서 차지하는 비율은 32% 내외였지만, 투자는 대단히 높아 50% 정도를 기록했다. 하지만 미국과 비교해보면 분명한 차이가 난다. 미국의 경우 같은 시기 소비가 차지하는 비율은 무려 70%를 웃돌았고, 투자 비율은 15% 안팎에 불과했기 때문이다. 영국, 프랑스, 독일 등을 살펴봐도 투자

비율이 20%를 넘는 경우는 없었다. 소비의 전 세계 평균치가 약 50%이므로 중국의 소비가 비정상적으로 위축되어 있다는 점은 확실해진다. 여기서 특히 중요한 것은 선진국의 경우 소비가 경제성장의 기본 동력이라는 사실이다. 바로 이것이 투자 중심 경제발전의 전형적인 모습이라고 보면 된다. 더욱 심각한 것은 과도한 투자가 정부의 적극적인 개입 없이는 불가능하고, 그런 과도한 간섭 때문에 벌어지는 경제구조 왜곡 현상이다.

정부가 의도적으로 촉진한 투자는 과연 효율적일까? 물론 임금이 낮은 경우 생산요소의 동원(mobilization)만으로도 기업은 이윤을 취할 수 있다. 하지만 임금이 상승하면 수익은 줄어든다. 이윤 하락을 극복하는 유일한 방법은 새로운 기술의 개발이지만, 중국의 경우는 이것이 불가능해지면서 수확체감(diminishing return)의 법칙을 피할 수 없었다. 특히 투자가 집중된 대규모 국유기업의 수익률이 현저하게 감소하는 현상, 그리고 그것을 보전하기 위해 은행을 통해 또 다시 대규모 자금이 제공될 수밖에 없는 현실은 더 이상 비밀이 아니다. 결과는 두 가지로 나타났는데, 기업채무의 급증과 부실대출(non-performing loan)의 가시적인 증가였다.

2012년 말 중국기업의 총부채는 GDP의 140%에 이르고 있다. 다른 국가의 기업부채 규모와 비교해 보면 분명 과도한 면이 있다. 같은 시기 한국의 경우 총기업부채는 111%였고, 대만은 70%였다. 가장 선진국인 미국 역시 75%밖에 되지 않았다. 그러나 그것도 의도적으로 축소됐다는 것이 신용평가기관인 무디스(Moody's)와 피치(Fitch)의 주장이다. 같은 시기 공개되지 않은(undeclared) 신탁대출을 포함한 그림자 금융 규모를 GDP의 약 35%로 계산하고 있다. 여하간 2008년에 비해 무려 65%나 늘어난 수치다.

부실채권 문제는 1997년 이미 불거졌다. 당시 부실채권 비율은 44%, 즉 GDP의 34%에 해당하는 엄청난 규모였다. 중국정부는 1998년부터 4개의 금융자산관리공사를 설립, 부실채권 문제를 해결했다고 주장하고 있다. 그러나 내막을 보면 빚을 돌려막는 방식이 동원됐음을 숨길 수 없다. 아무튼 8년이 지난 2006년 정부의 공식 발표로도 1990년대 말 정리된 부실채권의 현금 회수율은 21%에 불과하므로, 중앙은행의 발권력에 의존 나머지 부실채권이 해결됐다는 추론을 부인하기는 힘들어진다. 2004년 1조 5,100억 위안의 부실채권이 또 다시 정리됐기에, 1998년 부실채권 정리 후 부실채권 비율이 3%를 밑돈다는 중국정부의 공식 발표를 그냥 믿을 수는 없다. 중요한 것은 그 실체를 정확히 파악할 수는 없지만 부실채권 문제는 현재도 진행형일 가능성이 높다는 사실이다.

소비는 위축된 상태에서 투자가 성장의 동력으로 자리 잡은 후, 결국 고속성장을 위해서는 수익률과는 별 상관없이 투자가 계속되어야만 하는 상황을 피할 수 없었다. 경제학 용어인 자원배분의 왜곡 현상이 뒤를 이었음은 물론이다. 채권이 부실화될 확률이 가장 낮은 곳, 즉 일정의 수익이 보장되는 분야에 자금이 공급되고, 그것이 무리 없이 자본 이득을 산출하며 선순환돼야 자원배분의 왜곡 현상이 최소화되지만, 중국의 경우는 그와 같은 경제학의 가장 기본적인 철칙을 상당히 오랫동안 위반

했다는 사실을 확인할 수 있다. 이 말은 결국 정부 간섭이 최소화된 가운데 소비가 투자를 결정하는 구도가 정착되어야 자원배분의 왜곡을 최소화시킬 수 있다는 뜻이기도 하다. 오래 전인 1920년 경제학자 폰 미세스(Ludwig Von Mises)가 제안한 ‘경제계산의 문제(economic calculation)’라는 위대한 통찰과 예측에 의존하지 않고도, 다소 극단적인 예일지는 모르지만 바로 위와 같은 기획경제 때문에 구소련이 멸망했다는 사실을 이제는 누구나 알고 있다(“Economic Calculation in the Socialist Commonwealth,”). 여기서 산업 생산성이 요소비용의 상승에 비해 상대적으로 하락하는 첫 번째 경제왜곡 현상이 눈에 들어온다.

다음 왜곡 현상은 금융 부분에서 발생한다. 은행 중심의 금융시스템과 그것을 통한 과도한 저축은 왜곡의 겉모습이다. 위의 막대한 투자를 지탱하기 위해서는 비슷한 규모의 저축이 필요하다. 중국정부는 국유은행을 중심으로 이를 실행했다. 먼저 노후 혹은 실업 복지가 대단히 약한 상태에서 중국 국민들은 개인적으로 대책을 마련해야만 했다. 은행 이외의 다른 금융기관이 발달하지 않았으므로 당연히 은행예금이 거의 유일한 수단일 수밖에 없었다. 결과는 엄청나 GDP의 50%를 상회하는 중국의 총저축 가운데 국민 저축이 차지하는 비율은 2000년 이후 줄곧 45% 내외였다. 당연한 결과지만, 과도한 저축은 1년 만기 예금 이자율이 2% 정도 밖에 안 되는 비정상적인 상황으로 이어졌다. 2009년의 경우 중국 전체 금융자산에서 은행부문의 비중은 무려 74%였고, 그나마 그 동안 조금 발달한 주식시장이 17%를 메우고 있다. 이 수치를 제외한 나머지는 주로 그림자 금융의 몫이므로 보험 등 그 밖의 금융기관은 사실상 의미가 없는 수준이다. 은행예금에 국민들의 돈이 왜 그토록 많이 몰리는지는 이로써 분명해진다.

국유은행이 중국의 은행시스템에서 절대적인 위상을 지니고 있기에 중국의 저축을 반강제적인 정부 조치로 간주하는 것은 결코 무리가 아니다. 요컨대 그와 같은 막대한 규모의 반강제 저축이 정부의 기획에 기초, 주요 기업에 배분됐다고 보면 된다. 2007년의 총대출 중 기업이 차지하는 비율은 82%였고, 가계 대출의 비중은 18%에 불과했다. 2010년에는 사정이 조금 나아졌지만, 각각의 비율은 76%와 24%여서 여전히 기업대출이 절대 비중을 점하고 있다. 이렇게 보면 중국의 소비가 위축되는 금융상의 이유도 분명 있는 셈이다. 중국의 금융산업이 지극히 낙후된 이유 또한 위의 통계를 통해 확인해진다. 투자를 뒷받침하기 위해 중국정부는 금융산업을 단순화시키며 억제했고(financial repression), 그 결과 자원배분의 왜곡 현상이 지속됐던 것이다.

산업부문의 왜곡 현상 역시 무시할 수 없다. 대출은 많은 경우 국유 중·대기업에 집중됐고 대부분은 제조업체였다. 그 결과 2011년 중국의 GDP에서 제조업이 차지하는 비율은 49%로 여전히 압도적이지만, 서비스업의 비중은 41%밖에 안 된다. 서비스업의 비중이 이미 70%를 웃돌고 있는 선진국과는 확연히 구분되는 대목이다. 문제는 향후 비중이 높아질 수밖에 없는 서비스업의 생산성이 제조업의 50% 이하로 현저히 낮다는 사실이다. 바로 이 문제를 지금도 극복하지 못하고 있는 한국과 일본경

제에 비추어 또 다른 불균형의 모습을 보는 데는 무리가 없다. 그와 같은 불균형, 혹은 경제왜곡의 가장 치명적이며 부정적인 영향은 향후 고용인구의 60-70%를 책임져야 할 서비스업의 부진 때문에 국민 가처분 소득이 증가하지 않는 현상이 오랫동안 지속될 가능성이 높다는 사실에서 찾을 수 있다. 즉 소비 중심 경제체제의 형성이 지난 한 과제일 수밖에 없다는 의미다. 이상 가장 대표적인 경제왜곡 현상을 소개했지만 그밖에도 왜곡 현상은 대단히 많다. 비탄력적인 외환시장, 노동 이동성(labor mobility)의 제한 때문에 유연성을 잃은 노동시장, 비효율적인 국유산업과 그것의 결과인 또 다른 형태의 산업왜곡, 비슷한 맥락에서 경제와 정치가 분리되지 않은 정치 구조의 굴절 등 왜곡 현상은 사실상 경제는 물론 사회의 전 분야에서 관찰되고 있다.

#### 4. 멀고 먼 개혁의 길

중국 지도부는 중국경제의 문제점을 인식하고 있을까? 경제를 총괄하고 있는 리커창 총리의 태도를 보면 지도부가 핵심 쟁점을 이해하고 있는 것은 분명하다. 작년 총리가 된 후 그는 다양한 경제개혁 조치가 필요함을 역설했다. 서방 언론은 총리의 정책이 매우 바람직하다는 의미에서 ‘리커노믹스(Likonomics)’라는 새로운 용어를 선사했다. 다양한 경제개혁 의지가 개진됐지만, ‘의도적인 경기부양책 금지(no stimulus),’ ‘부채 감소(deleverage),’ 그리고 ‘구조개혁(structural reform)’이 핵심 내용으로 간주된다. 하지만 현재까지 리커노믹스가 가시화됐다는 증거는 찾기 힘들다. 그렇다면 귀중한 시간이 흐르고 있음에도 그렇게 부진한 이유는 무엇일까?

우선 경제적인 이유가 있다. 중국경제가 구조적인 문제를 지니고 있다면 용어 자체가 암시하듯 모든 문제는 유기적으로 연계되어 있다. 문제 하나만 해결해서는 안 되고 시스템 전체를 바꿔야 한다는 의미다. 예를 들어 과잉투자 때문에 불거진 경제의 비효율성 그리고 그것의 결과인 부채문제를 해결하기 위해서는 먼저 정책적으로 한계 기업을 정리해야 한다. 이 때 특히 두 가지 문제가 발생하는데, 하나는 실업자의 증가이고, 다른 하나는 기업 위축 및 투자 감소 때문에 발생하는 경제상장률 둔화다. 그런 정책을 과감히 시행하는 경우에도 효과가 지속되려면 다음의 중장기적인 대책이 뒤를 이어야 한다.

무엇보다 자본의 가치를 시장이 정확히 평가하는 시스템이 필요하다. 거의 은행의 예금금리만으로 이루어지는 자본에 대한 가치평가를 다양한 금융기관을 통해 경쟁 평가시스템으로 전환하는 것을 의미하는바, 경쟁이 치열해지면 지금과 같이 1년 만기 정기예금 금리가 2% 내외의 낮은 수치일 수는 없을 것이다. 경쟁체제하에서 더 높은 금리를 제공하는 금융기관이 나타나면 기존의 은행저축은 그곳으로 옮겨갈 것이며, 따라서 현재 국유은행 중심의 중국 금융체제는 획기적으로 바뀔 수밖에 없다. 전

문용어로는 자본시장 자유화를 뜻하기에 중국정부가 겁을 먹고 있지만, 아무튼 그 결과는 앞서 소개한 자원배분의 효율화로 귀착된다. 자본가치에 대한 합당한 평가가 이루어지면, 금융권이 산업에 제공하는 대출 이자율 역시 기업의 건전성에 반비례하며 상향 조정될 가능성이 높고, 아울러 금융기관 스스로의 이익을 위해 한계기업에 대한 대출은 자연스레 줄어들 것이다.

위의 상황이 전개되는 경우, 7% 이하일지라도 최소 경제성장률을 유지하기 위해서는 투자의 위축 부분을 어느 정도는 소비가 메워줘야 한다. 소비 증진은 과연 가능할까? 앞서 소비가 늘 수 없는 구조적인 이유를 일부 살펴봤다. 물론 임금을 높여주면 되지만, 그렇게 되면 산업은 과거보다는 높은 금융비용과 가시적인 임금상승이라는 이중고에 시달릴 수밖에 없다. 결국 산업 경쟁력이 급속히 저하되면서 경제가 탄력을 완전히 잃어버릴 수도 있다는 말이다. 임금이라는 또 다른 변수에 비춰 봐도 소비 증진은 역시 어려운 과제일 수밖에 없다. 지난 25년 동안 일본이 그토록 노력했음에도 실패한 것을 보면 상황은 분명해진다. 다른 나라와는 다른 중국의 특성을 역으로 활용하는 방안이 하나 남아있기는 하다. 토지에 대한 국가 소유 원칙을 해제 토지 사유화를 과감하게 실시하면, 개인 재산이 늘어나는 셈이므로 소비는 자연스레 진작될 것이다. 모두에서 소개한 바와 같이, 소유권이 중요하다는 논리는 중국경제의 경우 소비 진작과 직결된 사안임을 알 수 있다. 이론적으로는 가능하지만 과연 중국정부는 사유화 이후 벌어지는 문제를 감당할 수 있을까? 여기서부터 논의는 경제를 넘어 정치문제로 전환된다.

이상 간단한 구조 분석을 통해 개혁의 어려움을 짚어봤다. 경제적으로 중요한 것은 어떤 구조개혁 조치도 현재의 고성장을 꺾어야 한다는 사실이다. 당연한 결과지만 심각한 실업문제를 피할 수는 없을 것이다. 그렇다면 현 지도부는 고성장을 뒤로 하고 상대적으로 낮은 수준의 경제성장을 견딜 정치적 능력이 있을까? 여기서부터는 경제 이슈가 정치적 쟁점으로 바뀌게 되는데, 현 중국 지도부의 권력 장악을 가능하게 하는 지금의 정치체제가 위의 경제적 충격을 감내할 수 있느냐는 질문이기 때문이다. 다소 긴 분석이 필요하지만 간단한 설명하면 다음과 같다.

공산당 일당 독재, 그것도 수 백 개의 패밀리가 대부분의 권력과 방대한 경제적 이득을 독점하고 있는 정치체제는 정의상 유연성이 떨어질 수밖에 없다. 만약 시진핑 체제에서 경제적으로 문제가 발생하여 국민들의 가시적인 저항이 있을 경우, 권력의 상층부에 있는 소수 집단의 상호 이해는 서로 얹혀있으므로, 이들이 불거진 문제를 전임자의 책임으로 돌리기는 당연히 어려울 것이다. 다시 말해 문제 발생 시 지도부 전체가 책임져야 하는 상황이 전개될 가능성이 높고, 비슷한 맥락에서 상황이 악화되는 경우 공산당 단독 권력체제가 해체되는 위험이 있다는 의미다. 민주정치체제의 유연성과 확연히 대비되는 부분인데, 좋은 예는 한국에서 찾을 수 있다. 1997년 한국 역사상 가장 큰 경제위기가 엄습했음에도 국민들의 대규모 정치적 반기는 없었다. 전임 정권에 책임을 물어 정권을 교체할 수 있었기 때문이다.

마지막으로 원래의 논제로 눈을 돌리면 ‘중국은 과연 연착륙할 것인가’라는

경제 전문가들의 주 관심사와 마주치게 된다. 경착륙 혹은 연착륙을 구분하는 것이 큰 의미가 없다는 점은 이미 밝힌 바와 같다. 하지만 이 역시 경제학계의 관심 사안 이므로 문제를 검토해 보면 아래와 같은 결론을 얻을 수 있다. 중국정부는 2014년 1분기 경제성장률이 7.4%라고 발표했다. 과연 믿을 수 있을까? 작년 리커창 총리는 외신 기자들에게 중국의 GDP 통계를 신뢰하지 않는다고 말한 적이 있다. 대신 철도 운송량, 전기 소모량, 그리고 신용대출 증가율 등 세 가지 지표를 활용한다고 덧붙였다. 하지만 중국정부의 공식 발표로도 2004년 1분기 신용팽창은 2013년 같은 시기에 비해 9.3% 하락했고, 철도 운송량도 3.5% 추락했다. 부동산 가격 역시 2014년 1-2월 작년 동기 대비 27% 떨어졌고, 3월에도 22% 하락했다(*Financial Times*, 2014/04/17). 상황이 이러함에도 7.4%라는 수치에 끌려가야 할까? 성장률이 7%에는 못 미친다고 보는 것이 이치에 맞으므로 중국경제는 이미 경착륙 한 셈이 된다. 중국정부가 경제통계를 왜곡시킨 것은 어제오늘의 일이 아니다. 중요한 것은 통계 조작 역시 자원배분의 왜곡을 초래한다는 사실이다.

결국 중국 국민의 일방적인 희생 위에 초고속 성장이 가능했다는 점을 부인 하기는 힘들어진다. 중국의 과도한 저축을 다루면서 이 문제를 잠시 언급한 적이 있다. 여기서 아래의 통계를 보면 보다 선명한 그림이 그려진다.\* 중국 국민저축의 수익률이 마이너스로 돌아선 것은 2003년 하반기부터였다. 2004년에는 마이너스 실질 금리가 -1.62%까지 떨어졌다. 이후 약간의 굴곡은 있었지만, 2008년 중반기에는 수치가 더욱 낮아져 -3.6%를 기록한 적도 있다. 인플레이션율에도 못 미치는 낮은 예금금리가 원인임은 물론이다. 다음의 통계 역시 위의 현상을 대변한다. 성장에 대한 과도한 집착은 국가는 돈을 벌지만 개인은 그렇지 못한 현상을 가시화시켰다. 특히 고속성장 시기인 1989-2002년 연평균 GDP 성장률은 8.1%였으나, 1인당 개인소득 증가율은 5.4%에 그쳤다. 흥미롭게도 두 변수의 격차는 사회주의 전통이 강하게 남아 있던 1980년대에 가장 작았다. 국가가 부유해진 만큼 개인이 그렇게 된 것은 아니라는 점을 알 수 있는 대목이다. 조금 더 구체적으로 살펴보면 1995년 노동자 총소득이 중국 GDP에서 차지하는 비율은 51.4%였다. 그러나 2007년에는 그 비율이 39.7%로 추락했다. 노동자를 넘어 주민소득으로 범위를 넓혀도 결과는 비슷하다. 1992년 총주민소득은 GDP의 68.6%였으나, 2007년에는 52.3%로 현저히 낮아졌다.

국민의 과도한 희생을 전제로 한 경제발전이 어떤 왜곡 현상을 초래하는지는 이미 살펴본 바와 같다. 논리가 이런 식으로 전개되기에 모두에서 소유권과 시장을 강조한 것이다. 다시 요약해 보면 재산은 가급적 개인 소유이어야 하고, 이를 바탕으로 소비 중심, 보다 전문용어로는 최종 소비자 후생(final consumers' welfare)이 가치 판단의 기준이 되는 경제체제가 형성돼야만 자원배분(allocation of resources)의 왜곡이 최소화되면서 지속적인 경제발전을 기할 수 있다는 의미다. 물론 이를 조정하는 것이 정부의 간섭이 최소화된 시장임은 말할 필요가 없다. 1994년 크루그먼(Paul Krugman)은 아시아 경제의 취약성을 예리하게 지적한 적이 있다. 그의 논문이 공개

\* 이하의 내용은 현재 집필 중인 논문, “대출 중심 중국경제의 구조적 문제점(가칭)”에 기초하고 있다.

된 지 3년 만에 한국을 비롯한 동아시아 경제는 그가 꼬집은 취약성을 노출하며 전후 최대 규모의 금융위기에 휩싸였다. 결국 시기적으로 크루그만은 동아시아 경제위기를 정확히 맞춘 셈이 됐다. 그의 다음과 같은 언급은 현재까지의 논의를 잘 함축하고 있다.

(중국과 같은) 신흥경제는 지난 세월 축적된 경제이론이 예측하는 것보다는 훨씬 높은 수준에서 자원을 예외적으로 잘 동원했다는 칭찬을 받을 만하다. 하지만 그렇게 될 수 있는 비밀이 있다면, 그것은 (과잉저축이 설명해주듯) 단순히 미래의 수익을 위해 지금을 철저히 희생한 후일 보상(deferred gratification)의 원칙이 적용된 것 그 이상도 이하도 아니다. 지금도 정부 적자는 줄이고 대신 저축을 늘리는 지겨운 작업으로부터 뒷걸음질을 치고 있는 미국 정책 지식인의 입장에서 위의 원칙은 수용하기 힘든 것이 사실이다. 경제학자들은 바로 그런 (미국과 같은) 현실을 있는 그대로 받아들이며, 아울러 그것을 좋아하기 때문에 경제학은 [칼라일(Thomas Carlyle)이 맬더스(Thomas Malthus)의 경제 비판론을 보고 이름을 붙인] 침울한 과학(dismal science)이 아니다. 같은 맥락에서 경제학자들이 후일 보상의 원칙을 받아들이기 어려운 이유는 전문가들의 경우 궁극적으로는 단순 숫자가 아닌 숫자가 보여주고 있는 논리, 즉 숫자의 함의에 복종해야만 하기 때문이다("The Myth of Asia's Miracle," *Foreign Affairs*, 1994).

지금까지의 논의가 어찌 보면 복잡해 보일 수도 있을 것이다. 그러나 논리의 기본은 의외로 간단하다. 경제학 초보 교과서에서 접할 수 있는 평범한 용어들, 소유권, 시장, 최종 소비자의 후생, 그리고 자원배분의 효율화 등을 풀어 재해석했기 때문이다. 그러나 이와 같이 평이한 기초 용어들의 함의(含意)가 위와 같이 복잡한 구조 분석을 가능하게 하는 것은 과거 수 백 년 동안 응축된 현대 경제학, 조금 더 크게는 정치경제학이 지닌 지식의 힘일 것이다.



[주제발표 2]

2014년 경제동향 및 전망  
-한국경제는 회복하고 있는가?-

2014. 4. 28

변 양 규  
(한국경제연구원 거시정책연구실장)



**2014년 경제동향 및 전망**  
**-한국경제는 회복하고 있는가?-**  
**(요약문)**

변 양 규(한국경제연구원)

**□ 민간부문 회복세 부진으로 예상보다 완만한 회복세를 보이고 있음**

- 우리 경제의 회복 속도는 예상보다 완만한 상태
  - 전기비 성장률(%): 1.1%( '13 3Q) → 0.9%(4Q) → 0.9%( '14 1Q)
  - 전년동기비 성장률 상승은 기저효과 가능성
- 특히, 민간부문의 회복세가 약한 상황
  - 민간소비(전기비): 1.0%( '13 3Q) → 0.6%(4Q) → 0.3%( '14 1Q)
  - 설비투자(전기비): 2.7%( '13 3Q) → 5.6%(4Q) → -1.3%( '14 1Q)
  - 수출(통관기준, 전년동기비): 2.8%( '13 3Q) → 4.7%(4Q) → 2.2%( '14 1Q)
- 세계경제 회복세 역시 예상치 이하
  - 세계경제성장률 예상치: 3.7%(2014.1월 전망) → 3.6%(2014.4월 전망)
  - 일본 및 신흥국(브라질, 러시아 등) 중심으로 성장률 하향 조정

**□ 점진적 회복으로 2013년보다 높은 성장률을 기록하겠지만 완전한 회복세는 어려울 것으로 전망**

- 대외 여건 개선, 국내 정책효과 등으로 회복흐름을 지속할 전망
- 회복속도는 예상보다 낮아 2014년 성장률은 3% 중반에 그칠 전망
  - 세계경제성장률 3.6%(IMF)은 2000~2007년 평균 4.2%에 미달
  - 대내적으로는 가계부채 디레버리징 진입으로 민간소비 회복세 둔화, 기업의 투자심리 위축, 중국의 불확실한 회복세로 인해 제한적 회복 전망
- 성장률 : 2013년 3.0% → 2014년 3.5%
  - 민간소비(2013년 2.0% → 2014년 2.6%): 가계부채 부담, 전세가격 상승 등으로 성장률을 하회하는 증가를 보일 전망
  - 설비투자(2013년 -1.5% → 2014년 5.6%): 점진적 반등이 예상되나 경제민주화 관련 정책 및 노동시장 제도변화와 관련된 불확실성 지속으로 낮은 수준 회복을 지속할 가능성

- 수출(BOP기준)(2013년 2.3% → 2014년 4.8%): 선진국의 점진적 경기개선 전망은 수출회복에 긍정적 요인이나 아직 중국 관련 불확실성 및 엔화 약세 등으로 만족할만한 회복은 어려울 듯

□ (종합) 내수회복세의 미약한 상태가 지속되고 있어 가시적 회복기로 판단하기 어려움

- 민간소비 회복세는 여전히 부족
  - 가계부채 부담 증가로 인한 소비 위축으로 가시적 회복세를 기대하기 어려운 상황
    - ※ 가처분소득 대비 가계부채: 163.8%(2012) → 169.2%(2013.9)
    - ※ 가처분소득 대비 원리금상환: 17.2%(2012) → 19.5%(2013)
  - 소매판매액도 가시적 회복세로 간주하기에는 부족
- 설비투자 회복세 역시 미진
  - 제조업 기업경기실사지수(전망) 역시 완전한 회복세로 판단하기 어려운 상황: 설비투자 BSI 는 2011.11 이후 100.0 이하 유지
  - 제도적 불확실성 역시 투자 제약 요인
    - ※ 노동시장 관련 불확실성은 최소한 9월 국회까지 지속될 전망
- 對 중국 수출 회복세에 의존하기에는 中 불확실성 여전
  - 그림자 금융에 대한 우려는 실물경기 둔화 요인으로 작용하기에는 충분
  - 부동산 버블에 대한 우려 역시 실물경기 회복을 지연
    - ※ 금융위기 이후 주택재고 급증: 182%(2009 2013)
- (평가) 현재로서 민간소비, 설비투자 등 민간부문에서 회복세가 확대되어 경제성장에 크게 도움이 될 것이란 기대는 어려움. 따라서 현재는 가시적 경제회복기보다는 저점을 확인하는 기간으로 판단됨



- 1 국내 경제동향
- 2 세계경제전망
- 3 국내경제전망
- 4 국내경제 회복세 진단

## CONTENTS



# 1

## 국내 경제동향

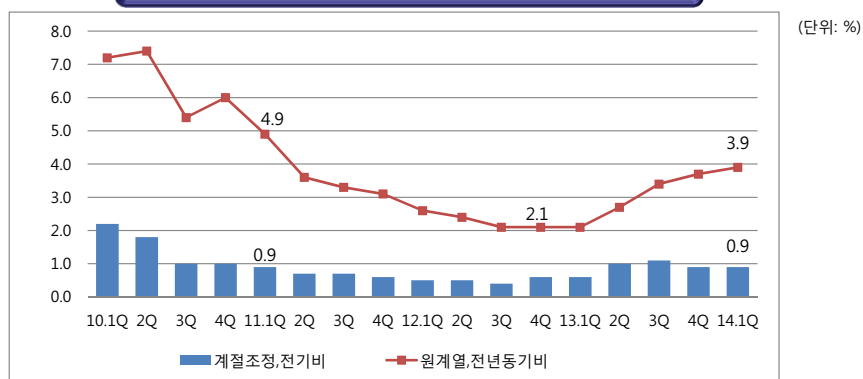


### I. 국내 경제동향: (1) 경제성장

#### □ 성장률 추이 : 매우 완만한 회복흐름 유지

- 전기비 성장률(%): 1.1%('13 3Q) → 0.9%(4Q) → 0.9%('14 1Q)
- 전년동기비 성장률 상승은 기저효과 가능성: 2.1%('12 4Q) , 2.1%('13 1Q)

#### 실질 GDP증가율



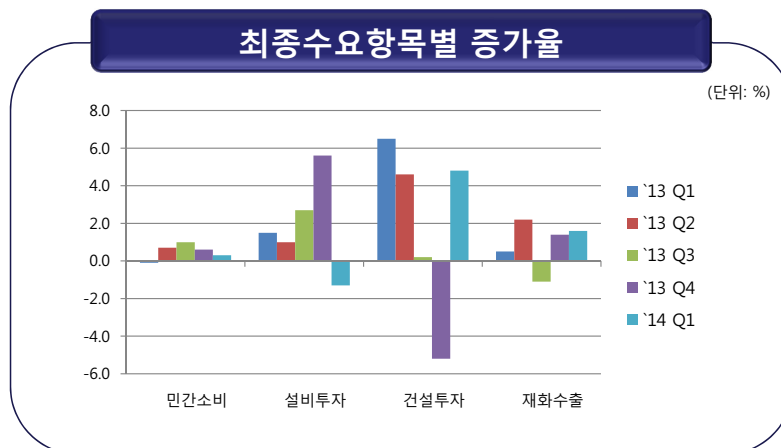


## I. 국내 경제동향: (1) 경제성장

keri

### □ 성장주도 부문: 정부 ⇒ 민간 (?)

- 민간소비(전기비, %): 1.0%('13 3Q) → 0.6%(4Q) → 0.3%('14 1Q)
- 설비투자(전기비, %): 2.7%('13 3Q) → 5.6%(4Q) → -1.3%('14 1Q)



5

Korea Economic Research Institute

경제동향 및 전망  
2014.4

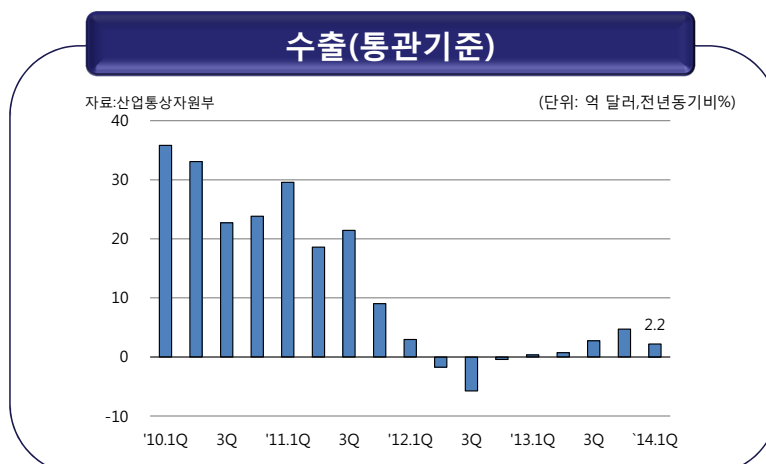


## I. 국내 경제동향: (2) 대외거래

keri

### □ 수출(통관기준): '14년 1분기 중 2.2% 증가에 그침

- 지역별(1.1~3.20): 對中(3.5%) 對EU(17.9%), 對미(1.1%) 對일(-11.6%)
- 품목별: 전기전자(6.2%), 자동차(5.2%), 화공품(-0.5%), 석유제품(-6.5%), 선박(-7.5%)



6

Korea Economic Research Institute

경제동향 및 전망  
2014.4



## I. 국내 경제동향: (2) 대외거래

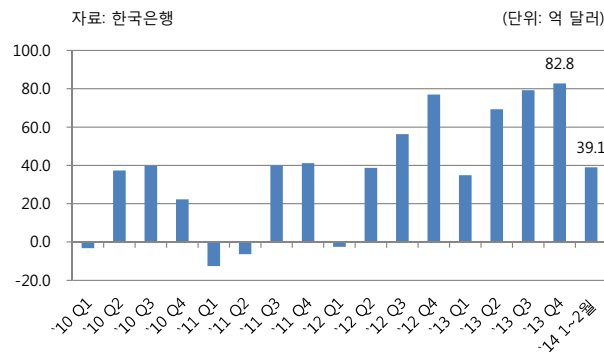
keri

### □ 경상수지, 대폭 흑자 지속 올 1~2월중에도 월평균 약 40억달러 흑자

- 연도별 1분기 월평균 경상수지(억달러): -13('11), -3('12), 35('13)
- 내수부진에 의한 경상수지 흑자

$$\therefore \text{순수출(=경상수지)} = \text{GDP} - \text{소비} - \text{투자}$$

#### 월평균 경상수지 추이



7

Korea Economic Research Institute

경제동향 및 전망  
2014.4



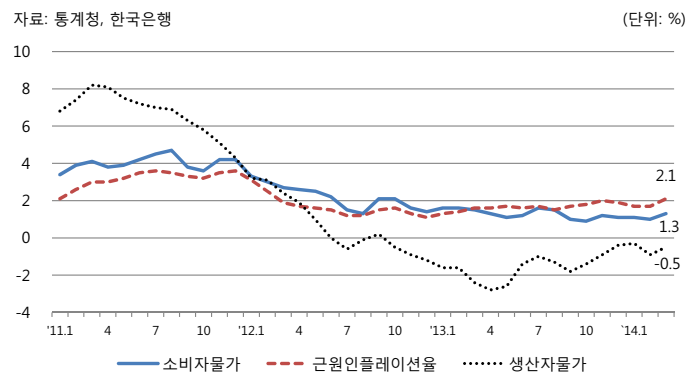
## I. 국내 경제동향: (3) 물가

keri

### □ 소비자물가: 1%대의 저물가 지속 (디플레이션 우려?)

- 수요 측면 상승압력이 낮은데 환율 유가 등 공급측면도 물가하락 요인 지속
- 생산자물가는 2012년 10월 이후 18개월 연속 마이너스 증가율 지속

#### 주요 물가지수 증가율 추이



8

Korea Economic Research Institute

경제동향 및 전망  
2014.4

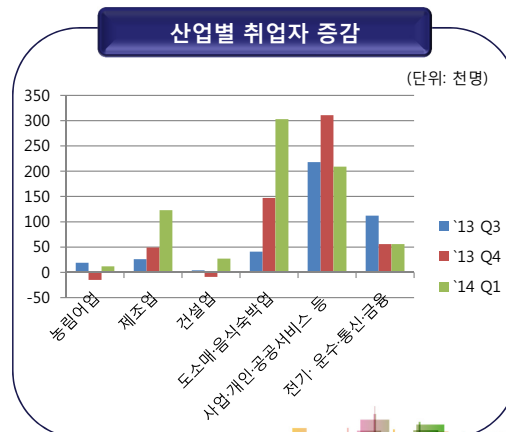
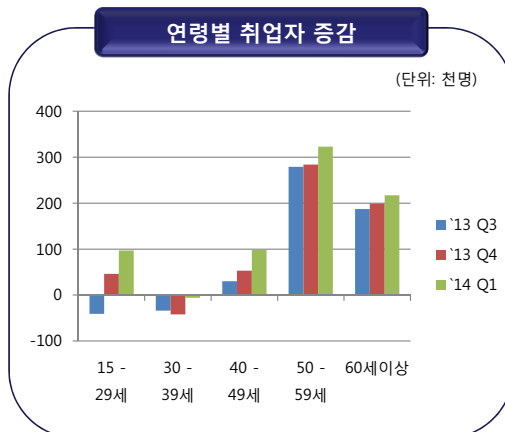




## I. 국내 경제동향: (4) 고용

keri

- 취업자, 양적 회복세 지속, 하지만 질적 개선은 의문
  - 2014년 1분기중 취업자 증가는 72.9만명으로 전분기(54.1만명) 대비 확대
  - (연령별) 여전히 50세 이상 고령취업자 증가세가 주도
  - (산업별) 도소매·숙박·음식점업, 사업·개인서비스 등 저부가업종 중심의 고용 증가



9

Korea Economic Research Institute

경제동향 및 전망  
2014.4



## I. 국내 경제동향: (5) 금리 및 환율

keri

- 시장금리, 美 QE 축소 언급으로 상승한 이후 등락
  - 기준금리 동결 지속, 경기회복 기대 약화 등으로 추가 상승 제한
- 원/달러, 3월 말 이후 급락 (4/24 현재 1,039원)
  - 신흥국 금융불안 진정되면서 경상수지 흑자 등 원화강세 요인 부각



10

Korea Economic Research Institute

경제동향 및 전망  
2014.4



# 2

## 세계 경제전망



### II. (1) 2014년 세계경제

#### □ IMF, 올해 세계경제 성장률 4월 전망치 , 1월보다 0.1%p하향 조정

– 선진국은 변동 없으나, 신흥국 및 개도국의 성장률 전망치 하향 조정

	2012	2013	2014		2015	
	확정치	확정치	4월 전망	1월 전망	4월 전망	1월 전망
세계	3.2	3.0	3.6	3.7	3.9	3.9
선진국	1.4	1.3	2.2	2.2	2.3	2.3
미국	2.8	1.9	2.8	2.8	3.0	3.0
유로존	-0.7	-0.5	1.2	1.0	1.5	1.4
일본	1.4	1.5	1.4	1.7	1.0	1.0
신흥국 및 개도국	5.0	4.7	4.9	5.1	5.3	5.4
중국	7.7	7.7	7.5	7.5	7.3	7.3
인도	4.7	4.4	5.4	5.4	6.4	6.4
러시아	3.4	1.3	1.3	2.0	2.3	2.5
브라질	1.0	2.3	1.8	2.3	2.7	2.8





## II. (2) 2014년 주요 리스크 요인

keri

### 미국

- 양적완화 축소의 속도와 규모에 대한 불확실성
  - 시장 컨센서스: 올해 10~11월 QE 종료
- 조기 금리 인상 가능성
  - 시장 컨센서스: 2015년 5~8월 금리 인상
- 더딘 고용시장의 회복세
  - 파트타임 일자리, 장기실업인구 등 회복세 부진

### 일본

- 소비세율 인상 후 민간 소비 하락으로 인한 경기 부진 가능성
  - 임금 인상이 대기업에서 중소기업으로 확대되지 않을 경우
  - 실질 구매력 악화
  - 수출 부진
- 소비자물가지수가 오르면 소비 심리 위축, 떨어지면 디플레이션 우려

### 유럽

- 유로존(Eurozone) 18개국의 디플레이션 우려
  - 3월 소비자물가지수 유로존 0.5%, 독일 1.1%, 스페인 -0.2%
- 은행 부문 부실 개선이 단기간에 어려울 가능성
- 구조적인 저성장으로 인해 고실업 지속 가능성

### 중국

- 경기 둔화 지속
  - '13. 4Q 7.7% → '14.1Q 7.4%
  - 고정자산투자 2월 17.9% → 3월 17.6%
  - 수출증가율 2월 -1.6% → 3월 -3.4%
- 그림자 금융으로 인한 금융부문 부실
- 과잉 설비 등으로 인한 실물부문 거품 확대

13

Korea Economic Research Institute

경제동향 및 전망 2014.4

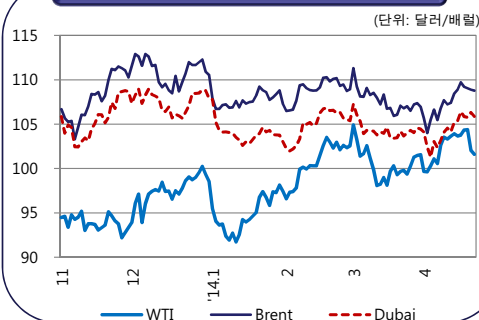


## II. (3) 국제유가

keri

- (동향) 4월 이후 다시 상승 추세
- (전망) 원유수요 상승에도 불구하고, 공급 증가로 전년대비 하락 전망
  - (수요) 미국 등 선진국 수요 증가에도 신흥국 수요 약화, 달러 강세로 투기적 수요 감소
  - (공급측면) OPEC 감산 불구, 非OPEC의 비전통생산 증가 등으로 공급량 회복 전망
  - (지정학적 리스크) 우크라이나 사태 등의 리스크는 잔존
  - 하지만 2014년에 대한 전망치의 경우, 3월에서 4월로 오며 소폭 상승 추세

### 국제유가



### 해외 주요기관 유가(기준유가) 전망

(단위: \$/bbl)

기관	전망시기	유종	2013 평균	2014 평균	2015 평균
EIA	4.8	WTI	97.91	95.60	89.75
	3.11		97.91	95.33	89.75
CERA	3.25	Dubai	105.52	103.70	96.76
	3.10		105.52	103.30	96.67

자료: 한국석유공사(www.petronet.co.kr)

14

Korea Economic Research Institute

경제동향 및 전망 2014.4



## II-4. (4) 주요국 환율

keri

### □ 달러 강세기조 속에서 유로화 약세, 엔화 약세, 위안화 소폭 강세

- (달러) 출구 전략 속도와 규모에 불확실성 존재, 하지만 경제 호조로 당분간 강세 지속
- (유로) 제조업지수 · 경기체감지수 등의 상승으로 유로화 약세 폭 제한적
- (엔) 소비세율 인상에 대응하기 위한 양적완화 추진 가능성으로 엔화 약세 지속
- (위안) 위안화 강세가 전망되나 경기둔화 우려로 단기적으로 약세 전망

주요 투자은행들의 환율 전망

	3개월 후	6개월 후	9개월 후	12개월 후
엔/달러(4.21)	<b>104.85</b>	106.75	109.00	110.00
(1.20)	105.54	106.25	107.44	110.36
달러/유로(4.21)	<b>1.3592</b>	1.3208	1.2982	1.2858
(1.20)	1.3377	1.3233	1.3011	1.2857
위안/달러(4.21)	<b>6.12</b>	6.08	6.01	6.02
(1.20)	6.06	6.03	6.02	6.00

주: JP모건 외 14개 투자은행의 전망치 평균값, 전망시점은 4/16~4/21(4.21), 1/15~1/17(1.20)

자료: 국제금융센터

15

Korea Economic Research Institute

경제동향 및 전망  
2014.4



3

## 국내 경제전망

keri

Korea Economic Research Institute

경제동향 및 전망  
2014.4



### III. 국내경제전망

keri

#### 2014년 국내경제전망(요약)

단위: 전년동기 대비(%), 억 달러(국제수지부문)

	2013년 연간	2014년 상반	하반	연간
GDP	3.0	3.6	3.4	3.5
(SA, 전기비%)		1.6	1.8	
민간소비	2.0	2.9	2.5	2.6
건설투자	6.7	2.6	2.6	2.6
설비투자	-1.5	6.1	5.1	5.6
소비자물가	1.3	1.5	2.8	2.2
경상수지(억달러)	798.8	286.6	480.7	767.2
상품수지(억달러)	805.7	328.9	495.5	824.4
수출(억달러, BOP기준)	6171.3	3120.7	3346.1	6466.8
증가율%	2.3	3.7	5.8	4.8
수입(억달러, BOP기준)	5365.6	2791.8	2850.6	5642.3
증가율%	-3.2	3.8	6.5	5.2
서비스 및 소득수지	-6.8	-42.3	-14.8	-57.2
환율(원/달러, 평균)	1095.2	1072.1	1064.0	1068.0
회사채수익률(3년, AA-)	3.2	3.5	3.8	3.6
실업률(%)	3.1	3.1	2.9	3.0

17

Korea Economic Research Institute

경제동향 및 전망  
2014.4

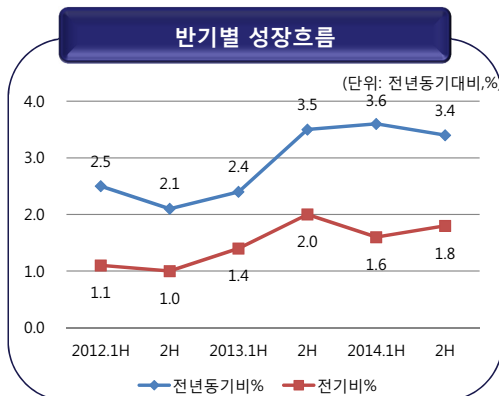


### III. 국내경제전망

keri

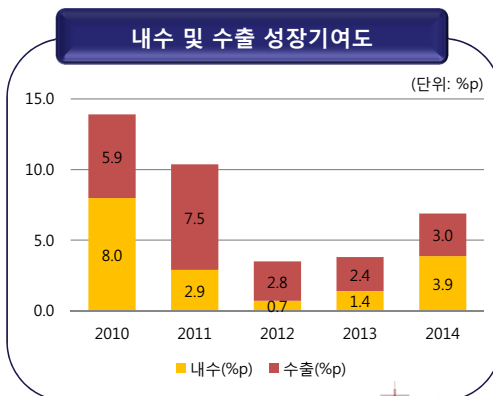
#### □ 성장률 : 2013년 3.0% → 2014년 3.5%

- 대외 여건 개선, 국내 정책효과 등으로 전년 하반기 이후의 회복흐름을 이어가겠으나 회복속도가 완만해 2014년 성장률은 3% 중반에 그칠 전망
  - 세계경제성장률 3.6%(IMF)은 2000~2007년 평균 4.2%에 미달
  - 대내적으로는 가계부채 디레버리징 진입, 기업투자심리 위축, 제한적 재정 여력 등으로 경기활성화 정책의 파급효과가 제한
- 상하반기 고른 성장세가 예상되며 성장구조는 수출보다는 내수에 의해 주도



18

Korea Economic Research Institute



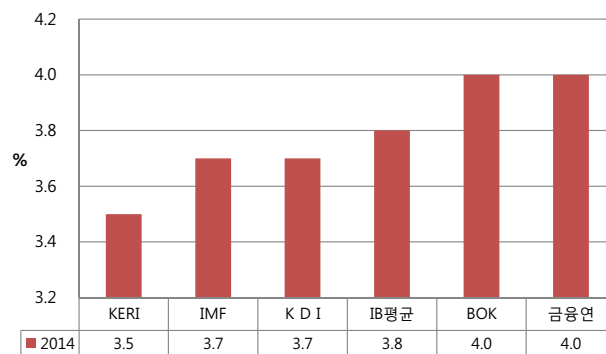
경제동향 및 전망  
2014.4



### III. 국내경제전망

keri

주요기관 2014년 한국경제전망



19

Korea Economic Research Institute

경제동향 및 전망  
2014.4



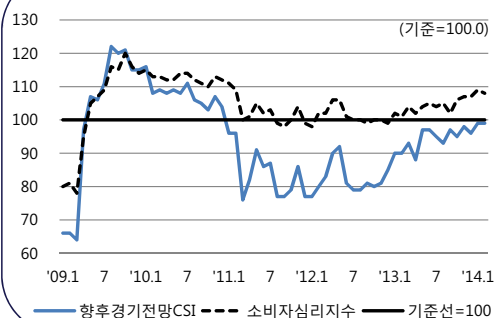
### III. 국내경제전망

keri

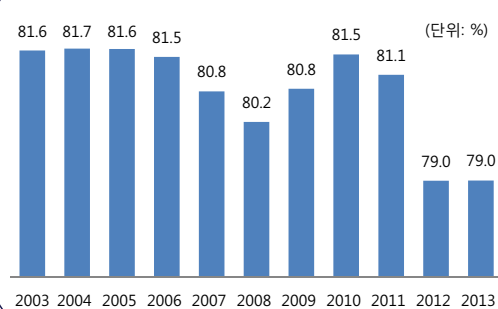
#### □ 민간소비 : 2013년 2.0% → 2014년 2.6%

- 물가안정세 지속 및 원/달러 환율하락 등 실질 구매력 증가, 고용개선 등에 힘입어 2013년에 비해 증가율이 높아질 전망
- 하지만 부채 디레버리징, 전세가격 상승 등이 소비 제약요인으로 작용하면서 성장률을 하회하는 2%대 중반에 그칠 전망

소비심리지수(CSI)



가계평균 소비성향



20

Korea Economic Research Institute

경제동향 및 전망  
2014.4

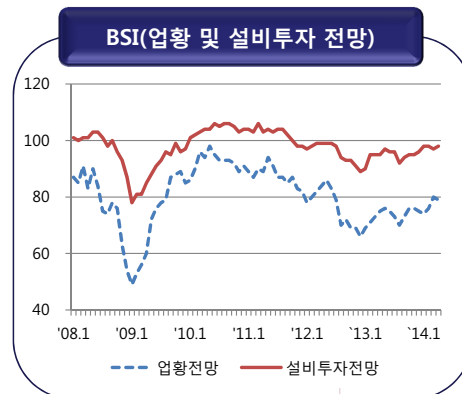
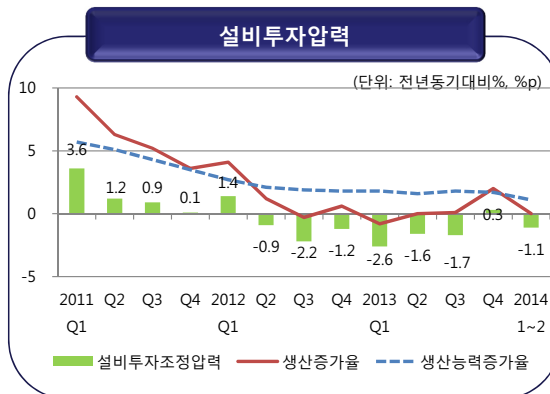


### III. 국내경제전망

keri

#### □ 설비투자 : 2013년 -1.5% → 2014년 5.6%

- 설비투자는 기저효과, 수출회복, 원화가치 상승에 따른 자본재 수입비용 하락 등의 영향으로 점진적 반등 시도 예상
  - 다만 금리 상승, 투자 활성화와 상충하는 경제민주화 관련 정책들이 기업투자심리 회복을 지연시키는 요인으로 작용할 가능성
  - 제조업 평균가동률이 낮은 상황도 제약 요건



21

Korea Economic Research Institute

경제동향 및 전망  
2014.4

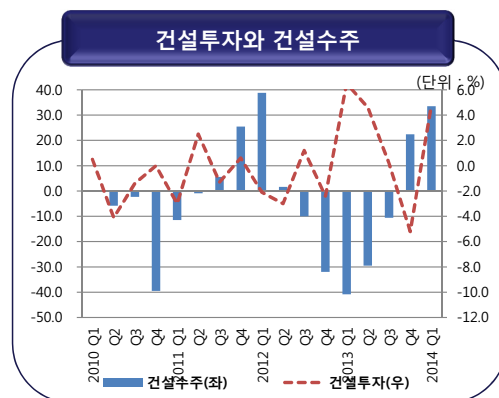
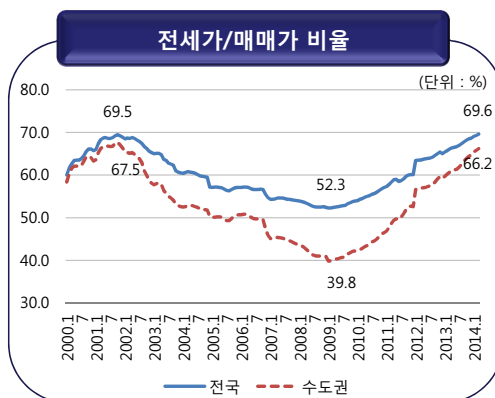


### III. 국내경제전망

keri

#### □ 건설투자 : 2013년 6.7% → 2014년 2.6%

- 주택경기기의 중장기적 구조전환이 진행되는 가운데 2014년 SOC예산이 전년대비 축소되면서 건설투자 증가율은 2013년에 비해 둔화될 전망
  - 건설투자의 선행지표인 건설수주가 2012년 2분기 이후 감소세로 전환되면서 향후 건설투자 증가율 둔화 예고



22

Korea Economic Research Institute

경제동향 및 전망  
2014.4



### III. 국내경제전망

keri

#### □ 수출증가율(BOP기준) : 2013년 2.3% → 2014년 4.8%

– 미국 등 선진국의 점진적 경기개선 전망은 한국의 수출회복에 긍정적 요인

- 단, 美 출구전략 시행 및 이에 따른 신흥국 시장의 불확실성, 중국의 성장전략 전환, 엔화 약세 등은 수출 제약요인으로 작용

#### □ 수입증가율(BOP기준): 2013년 -3.2% → 2014년 5.2%

– 점진적인 대내외수요 회복 및 기저효과의 영향으로 플러스 증가율로 회복

- 하지만 원유 등 원자재가격의 하향 안정에 따른 단가하락 등을 고려할 때 2014년 수입증가율은 수출 증가율을 소폭 상회하는 수준에 그칠 전망

23

Korea Economic Research Institute



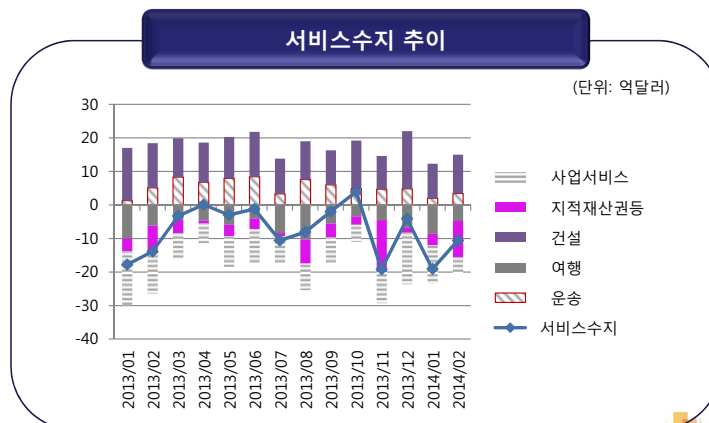
### III. 국내경제전망

keri

#### □ 경상수지: 2013년 799억달러 흑자 → 2014년 767억달러 흑자

– 큰 폭의 상품수지 흑자에도 불구하고, 서비스수지 적자가 확대되면서 경상수지 흑자는 소폭 줄어들 전망

- 수입이 원유 등 국제원자재 가격 하락세 등의 영향으로 수출 증가율을 소폭 상회하는데 그치면서 상품수지는 2014년에도 큰 폭의 흑자 지속
- 서비스 수지는 서비스 산업의 원천적인 저생산성 상황, 환율하락, 엔저 등의 영향으로 올해에는 적자 확대추세로 회귀 전망



24

Korea Economic Research Institute





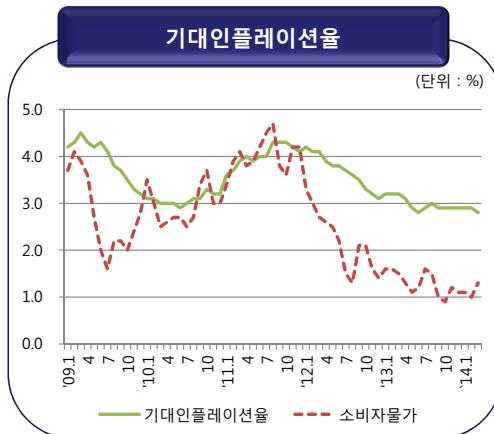


### III. 국내경제전망

keri

#### □ 소비자물가 : 2013년 1.3% → 2014년 2.2%

- 기본적으로 국내물가 변동의 주요변수인 원유 등 국제원자재 가격 및 원/달러 환율이 안정되면서 2% 초반의 낮은 물가상승률에 그칠 전망
- 하지만 공공요금 인상, 점진적인 수요증가 등으로 오름세는 점진적으로 확대
  - 기대인플레이션율이 소비자물가상승률을 상회하고 있는 데다 GDP갭률(수요압력)이 2014년에는 다소 높아질 전망



25

Korea Economic Research Institute

경제동향 및 전망  
2014.4



### III. 국내경제전망

keri

#### □ 회사채수익률(3년, AA-): 2013년 3.2% → 2014년 3.6%

- 美 양적완화 축소 본격화, 국내 성장률 및 물가상승률 상승등이 금리 상승압력으로 작용하면서 완만하지만 지속적인 상승세를 보일 전망
  - 미국의 양적완화 축소에 따른 미국 금리상승 추세가 예상되며, 이에 따라 국내 금리도 상승(채권 가격 하락)할 전망

#### □ 원/달러 : 2013년 1,095원 → 2014년 1,068원

- 양호한 국내 펀더멘탈 등 원화 강세요인으로 원/달러 환율이 하락하겠으나 미국 QE 축소, 엔화 약세 우려 등이 하락 폭을 제한할 전망
  - 다만 미국 QE축소가 예상보다 완화된 경우 환율은 전망치 더 하락할 가능성

26

Korea Economic Research Institute

경제동향 및 전망  
2014.4



# 4

## 국내 경제 회복세 진단

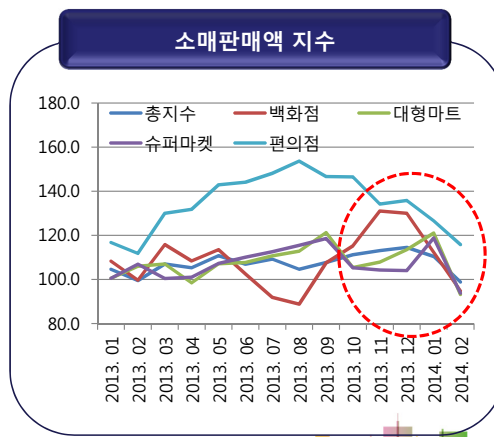
Korea Economic Research Institute



### IV. 국내경제 회복세 진단

#### □ 민간소비 회복세는 여전히 부족

- 가계부채 부담 증가로 인한 소비 위축으로 가시적 회복세를 기대하기 어려운 상황
  - 가처분소득 대비 가계부채: 163.8%(2012) → 169.2%(2013.9)
  - 가처분소득 대비 원리금상환: 17.2%(2012) → 19.5%(2013)
- 소매판매액도 가시적 회복세로 간주하기에는 부족
- 2014년 민간소비 증가율 전망치 하향 조정(한은): 3.4%(2014.1) → 3.1%(2014.4)



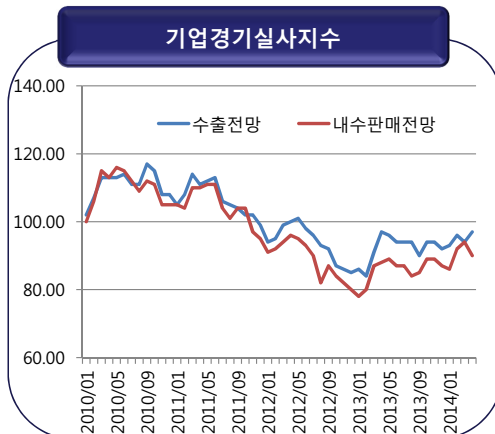


## IV. 국내경제 회복세 진단

keri

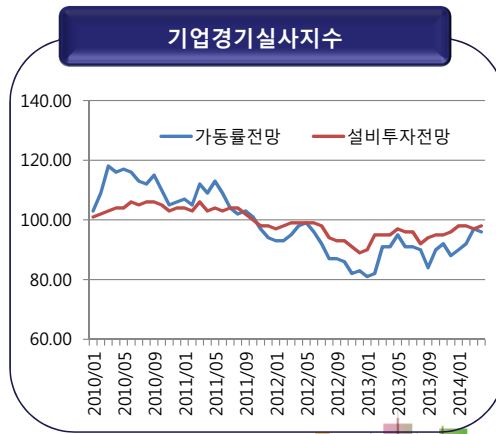
### □ 설비투자 회복세 역시 미진

- 제조업 기업경기실사지수(전망) 역시 완전한 회복세로 판단하기 어려운 상황
  - 설비투자 BSI 는 2011.11 이후 100.0 이하 유지
- 규제개혁의 영향을 기대하기에도 아직은 부족
- 노동시장 관련 불확실성은 최소한 9월 국회까지 지속될 전망



29

Korea Economic Research Institute



경제동향 및 전망  
2014.4

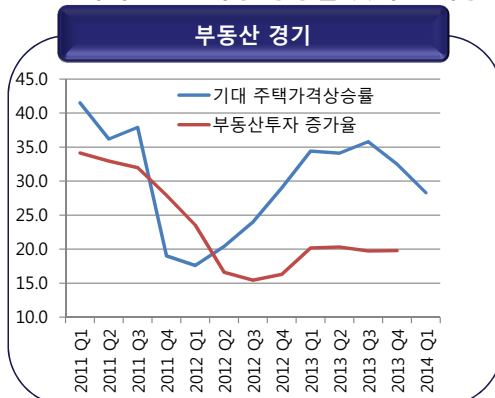


## IV. 국내경제 회복세 진단

keri

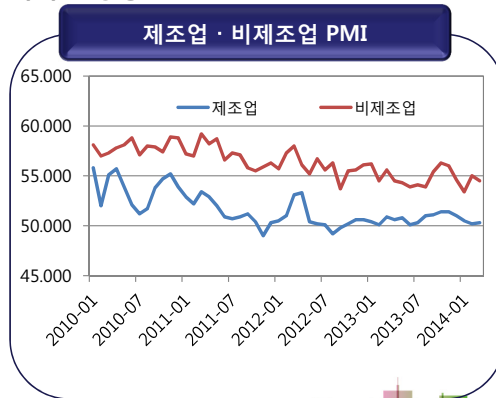
### □ 對 중국 수출 회복세에 의존하기에는 中 불확실성 여전

- 그림자 금융에 대한 우려는 실물경기 둔화 요인으로 작용하기에는 충분
  - GDP 대비 규모는 상대적으로 낮은 수준이나 정부통제가 쉽지는 않을 전망
    - 중국 61%(2012년 말 기준), 유로존(175.4%), 미국(160.1%) 한국(102.3%)
- 부동산 버블에 대한 우려 역시 실물경기 회복을 지연
  - 금융위기 이후 주택재고 급증: 182%(2009 → 2013)
- 아직 7.5% 이상 성장할 것이란 예상은 어려운 상황



30

Korea Economic Research Institute



경제동향 및 전망  
2014.4



## IV. 국내경제 회복세 진단

keri

### □ 민간부문의 회복세를 낙관하기 어려운 상황

– 민간소비, 설비투자 등 민간부문에서 회복세가 확대될 것이라는 전망은 너무 낙관적인 것으로 판단

- 전기 대비 0.9% 성장세가 확대될 전망 역시 너무 낙관적인 것은 아닌지 검토해야
  - 전기대비 0.9% 성장 지속 시 연 3.65% 성장
  - 수출과 민간소비를 제외한 나머지 부문은 상고하저를 예상하는 상황
  - 상저하고를 예상한 민간소비 증가세가 기대 이하인 상황을 고려할 때 4.0% 성장은 어려울 가능성이 큼

31



keri

# 감사합니다.

32

Korea Economic Research Institute



[세션 3]

한국의 통화정책 방향



[주제발표 1]

## 최근 경제동향과 통화정책 방향

2014. 4. 28

오 정 근  
(한국경제연구원 초빙연구위원)





## 최근 경제동향과 통화정책 방향

(요약문)

오정근 (한경연 초빙연구위원, 아시아금융학회장)

통화정책을 결정하기 위해서는 5대 중요 변수를 점검해 보아야 한다. 첫째, 실물경제 동향이다. 통화정책이란 기본적으로 수요관리정책이므로 수요압력이 어느 정도 되는가를 알아야 한다. 흔히 GDP갭률이 중요한 변수로 사용된다. GDP갭률이 약 1%가 넘을 것으로 예상되거나 -1%를 하회할 것으로 예상되는 시점보다 약 6개월 정도 앞서 금리를 인상하거나 인하하는 것이 인플레이션 없는 고용극대화를 위해 바람직하다. 둘째, 인플레이션율이다. 수요견인형 인플레이션이 어느 정도 되는가가 중요하다. 비용상승형 인플레이션의 경우에는 인플레이션기대심리가 위험할 정도로 높을 때만 고려해야 한다. 물가안정목표제를 채택하고 있는 한국의 경우에는 인플레이션율이 목표선의 상한선을 넘어서고 있는가가 중요하다. 통화정책의 파급효과시차를 고려하여 보통 하한선에 도달하거나 상한선에 도달할 것으로 전망되는 시점보다 대략 6개월 정도 선제적으로 금리를 변동하는 것이 중요하다. 이 밖에 환율동향, 부동산가격동향, 가계부채도 고려해야 하는 중요한 변수다.

실물경제동향을 보면 성장률이 2012년 3분기를 저점으로 상승국면을 보이고 있다. 경기종합지수도 동행지수순환변동치가 2012년 10월을 저점으로 상승하고 있다. 그러나 산업생산이나 설비투자가 저조해 성장동력이 견고하지 않은 모습을 보이고 있다. 이들을 종합한 수요압력을 나타내는 GDP갭률이 현재 마이너스로 금년 말경 또는 내년 초에 플러스로 돌아설 것으로 보인다. 아마도 내년 중반 이후에 가야 경기의 정점인 플러스 1 정도 수준에 도달할 것으로 전망된다. 소비자물가상승률은 2012년 6월 이후 무려 22개월 동안 목표 하한선을 하회하고 있다. 근원인플레이션율은 2012년 3월 이후 2년 1개월째 하한선보다 낮은 수준이다.

원화는 달러에 대해 2012년 6월 이후 14% 절상되어 약세를 지속하고 있는 엔화에 대해서는 49%나 절상되고 있다. 원화가치 절상압력의 원인으로 지목되고 있는 경상수지 흑자는 수출이 크게 증가해서 발생한 것이 아니라 수출은 저조한 가운데 대부분 투자부진으로 인해 수입이 감소해서 발생하고 있는 불황형 흑자다. 환율하락의 영향은 이미 수출둔화로 나타나고 있다. 2002~2011년 10년간 연평균 15%의 증가률을 보였던 수출은 작년에 2.1%, 금년 1분기에 2.2%의 저조한 증가세를 이어가고 있다. 부동산가격은 2008년 이후 7년째 장기침체를 지속하고 있고 가계부채도 증가일로로 민간소비를 제약하고 있다.

이러한 점을 고려해 중앙은행 정책반응함수, 필립스곡선, IS곡선 등으로 구성된 신케인즈 모형의 구조를 구축해 추정하고 2014년 성장률과 물가상승률을 전망해 본 다음 적정금리 수준을 추정해 보았다. 금년 중 성장률은 3.8% (신국민계정 기준) 소비자물가상승률은 0.6%로 전망되었다. 성장률 회복에도 불구하고 물가상승률이 낮은 것은 GDP갭률이 여전히 마이너스를 지속하는 등 수요압력이 크지 않고 국제원유가격 소폭하락과 원화가치 절상으로 수입물가가 안정적인 수준을 유지한데 따른 것이다.

이 밖에도 원화가치 절상, 부동산가격 회복 지연, 증가하는 가계부채의 원리금상환부담에 따른 민간소비 제약 등을 고려해 볼 때, 상반기 중에는 금리를 소폭 인하한 후 내년에 GDP갭률이 플러스 1 정도 도달할 것으로 전망되는 시점보다 약 6개월 전인 금년 말경 금리 인상을 검토하는 것이 바람직할 것으로 분석되었다.



# 최근 경제동향과 통화정책 방향

2014 4 28

오정근

## 차 례

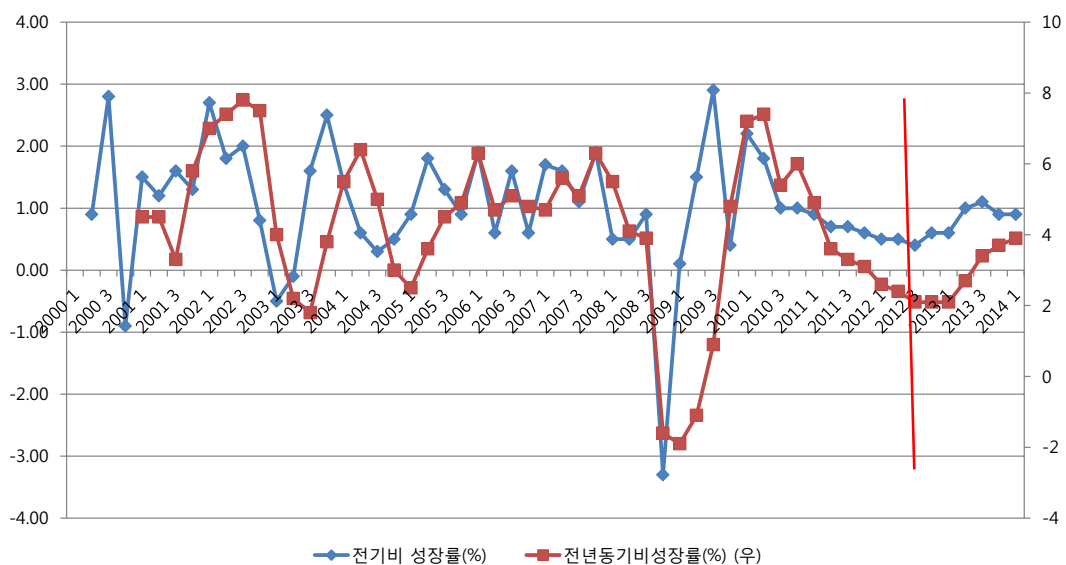
- 통화정책 5대 중요 변수 점검
- 모형에 의해 성장률 인플레이션률을 추정하고 적정 금리수준 추정

# 통화정책 5대 중요 변수

- 실물경제: GDP 갭률
  - 수요압력이 어느 정도인가
- 인플레이션율
  - 수요견인형 인플레이션은 어느 정도인가
  - 비용인상형 인플레이션은 인플레이션 기대가 높을 때만 고려
- 환율 동향
  - 대내외 경제 상황에 따라서는 저금리 고환율 vs 고금리 저환율 선택 문제
- 부동산가격
  - 포함여부 논란이 많았으나 글로벌 금융위기 이후 중요변수로 등장 (특히 미국)
- 가계부채
  - 가계의 원리금 상환부담과 그에 따른 민간소비 영향을 고려

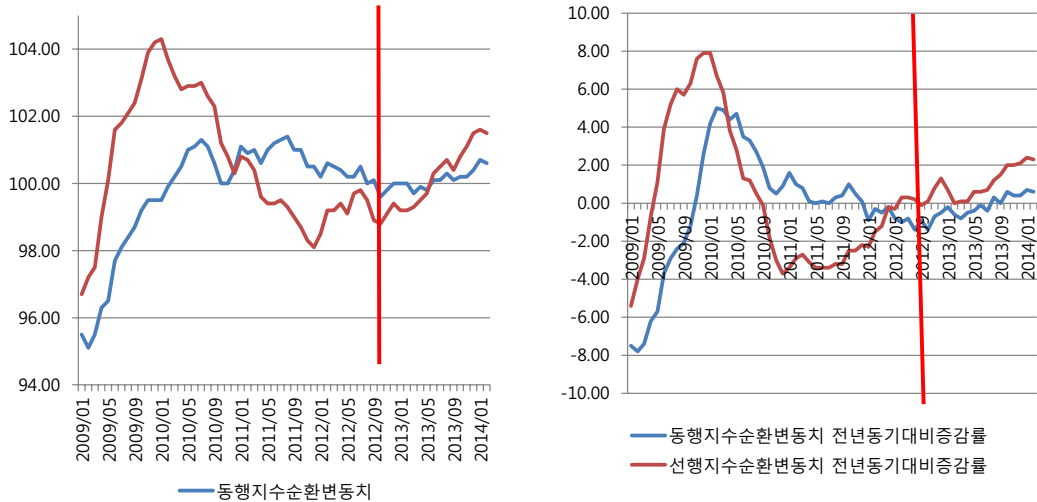
## 실물경제동향

# GDP 성장률 추이



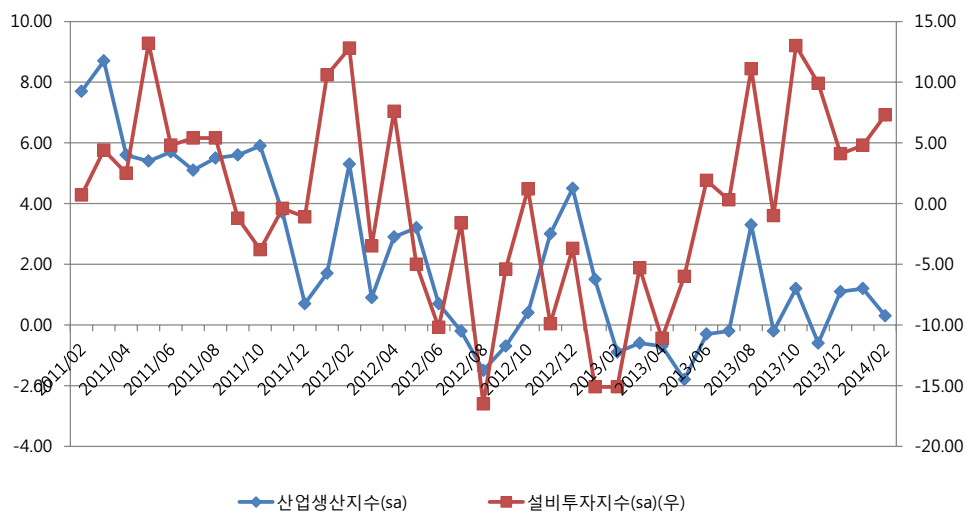
2012년 3분기를 저점으로 상승국면

## 경기종합지수 동향



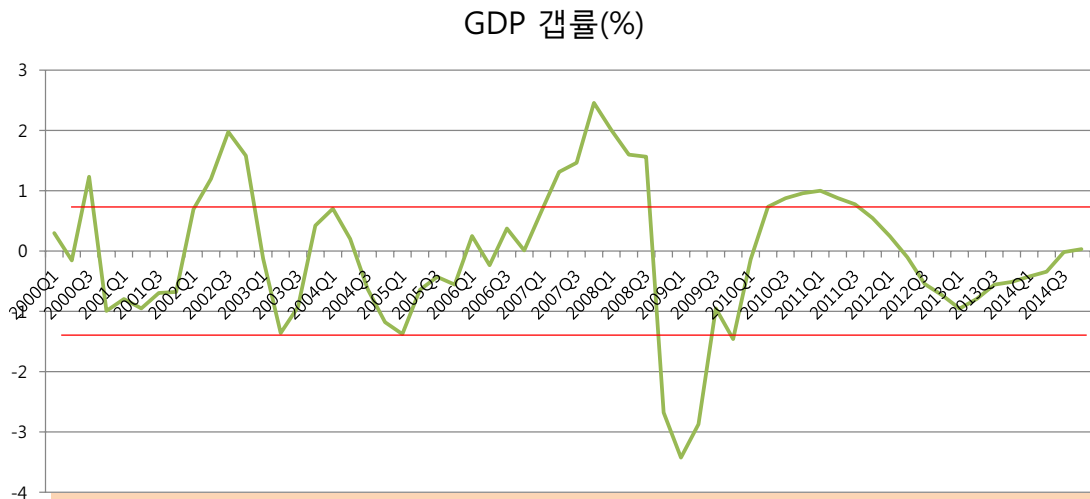
동행지수 순환변동치 2012년 10월을 저점으로 상승국면.  
대략 6개월 정도 동행지수를 선행하는 선행지수 움직임을  
고려할 때 앞으로 당분간은 더 상승국면 유지 전망  
성장동력 유지가 관건

## 산업생산 설비투자 동향



산업생산 설비투자 동향을 보면 성장동력이  
견고하지 않은 것으로 판단됨

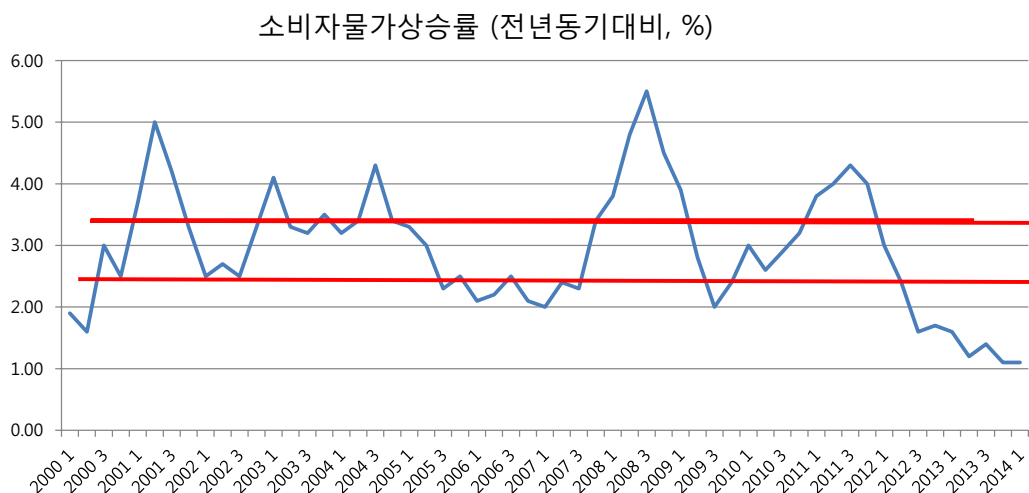
# GDP 갭률 추이



경기회복기조에 힘입어 GDP 갭률이 개선되고는 있으나 여전히 마이너스 수준 지속 연말께 또는 내년 초에 플러스 반전 전망  
갭률이 플러스 1이 전망되는 약 6개월 전에 금리인상하는 것이 고용을 극대화하는 데 가장 바람직함

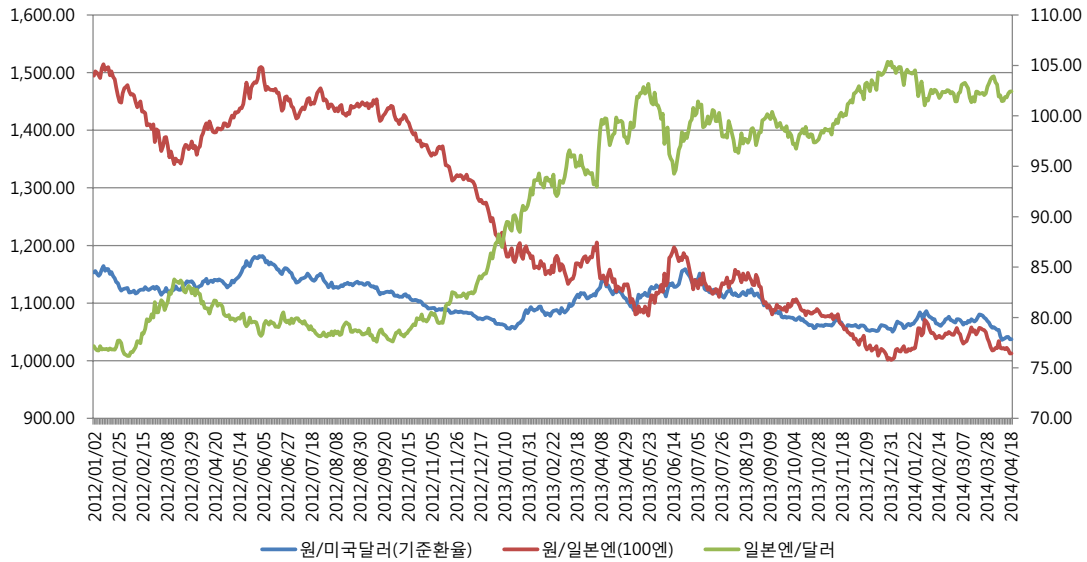
## 인플레이션 동향

# 소비자물가상승률



소비자물가상승률은 2012년 6월 이후 22개월째 한국은행 물가상승률 목표하하선을 하회하고 있음  
미국의 경우를 보면 목표 상한선 도달 약 1년 정도 전에 금리인상을 검토함으로써 고용극대화를 도모하고 있음

# 원 엔 환율 동향

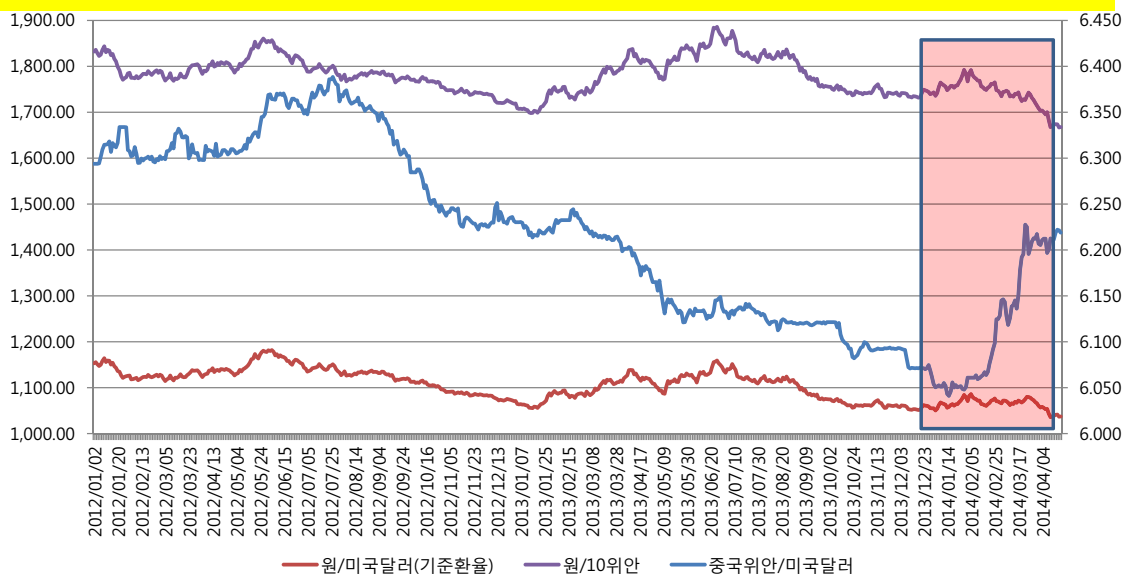


2012년 6월 이후 원·달러 13.9% 절상 엔·달러 24.3% 절하 => 원·엔 49.1% 절상

오정근

9

# 원 위안 환율 동향



2014. 1. 15 6.04위안/달러 이후 2.9% 절하 (3. 17 변동폭 상하 2%로 확대)  
원화는 위안화에 대해서도 1월 28일 179.249원/위안 이후 7.5% 절상

원화는 달러는 물론 엔화 위안화 모두에 대해 강세

10

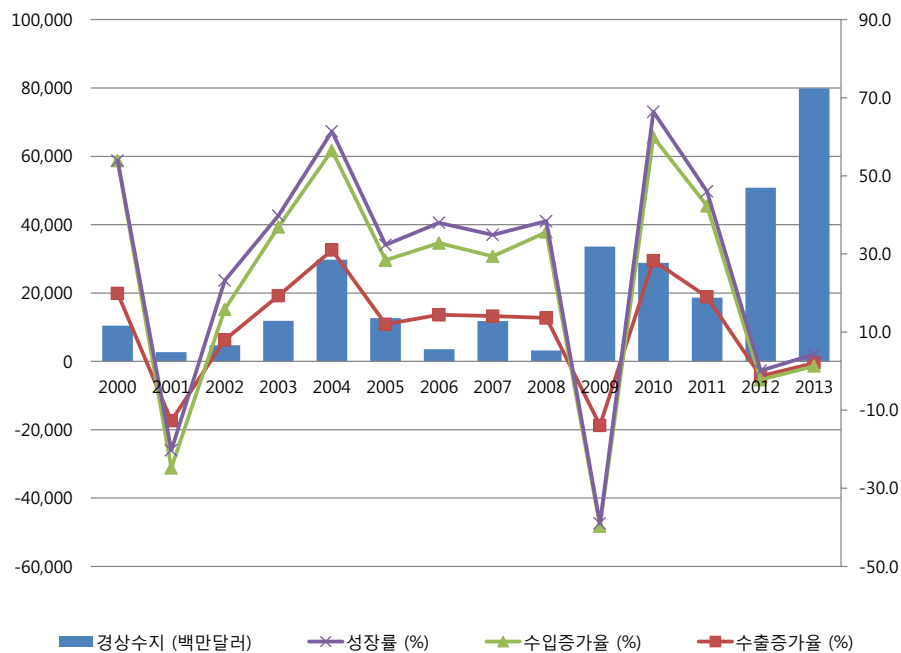
## 투자 성장 수출입 경상수지 차이

	경상수지 (백만달러)	수출 증가율 (%)	수입 증가율 (%)	성장률 (%)	총고정자본형성 증가율 (%)
1997	-8,183	5	-3.8	5.8	-1.5
1998	42,644	-2.8	-35.5	-5.7	-22
1999	24,479	8.6	28.4	10.7	8.7
2000	10,444	19.9	34.0		
2001	2,700	-12.7	-12.1	4.5	1.5
2002	4,693	8.0	7.8	7.4	6.9
2003	11,877	19.3	17.6	2.9	4.8
2004	29,743	31.0	25.5	4.9	2.9
2005	12,655	12.0	16.4	3.9	2.0
2006	3,569	14.4	18.4	5.2	3.6
2007	11,795	14.1	15.3	5.5	5.0
2008	3,190	13.6	22.0	2.8	-0.9
2009	33,593	-13.9	-25.8	0.7	0.3
2010	28,850	28.3	31.6	6.5	5.5
2011	18,656	19.0	23.3	3.7	0.8
2012	50,835	-1.3	-0.9	2.3	-0.5
2013	79,884	2.1	-0.8	3.0	4.2

1997-1999는 2005년 기준 2000이후는 2010년 기준

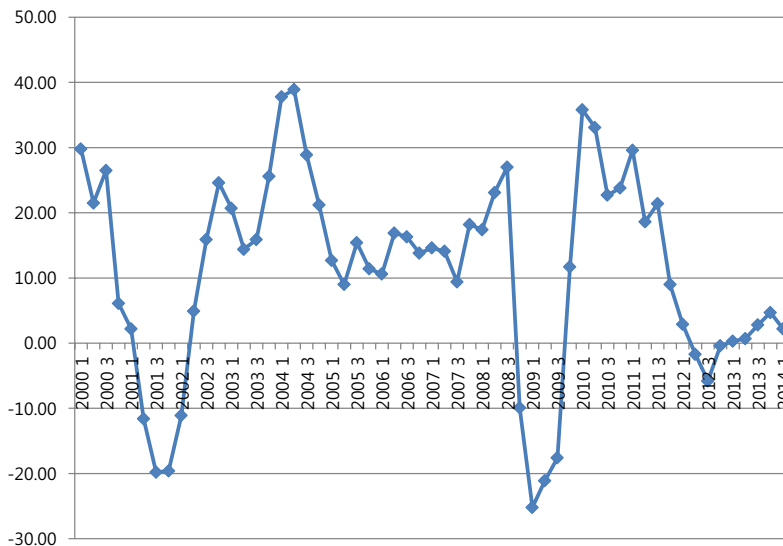
위기 시 투자부진-> 수입감소로 경상수지가 사상최대 흑자를 나타내고 있음 <sup>1</sup>

투자성장 수출입 경상수지 차이





# 환율하락의 영향



2002	8.00
2003	19.30
2004	31.00
2005	12.00
2006	14.40
2007	14.10
2008	13.60
2009	-
2010	13.90
2011	28.30
2012	19.00
평균	14.58

2012	1.30
2013	2.10
2014 .Q1	2.20

연평균 15% 증가하던 한국수출은 2012년 이후 2%대 증가율에 머물고 있음  
앞으로 시차를 두고 2012년 이후 환율하락의 영향이 나타날 우려

오정근

13

# 국별 수출동향

	2013	2014Q1
중국	8.6	2.9
미국	6.0.0	2.7
일본	-10.7	-10.7
싱가포르	-2.6	29.4
홍콩	-14.9	-7.4
베트남	32.2	16.9
대만	6.0	-4.6
인도네시아	-17.1	3.3
인도	-4.6	4.3
러시아	0.5	-9.6

주력 수출시장 수출이 증가율이 둔화 (미국 중국)  
또는 마이너스 증가율 (일본 홍콩 대만 러시아 등)  
싱가포르 베트남 인도네시아 등 동남아 호조

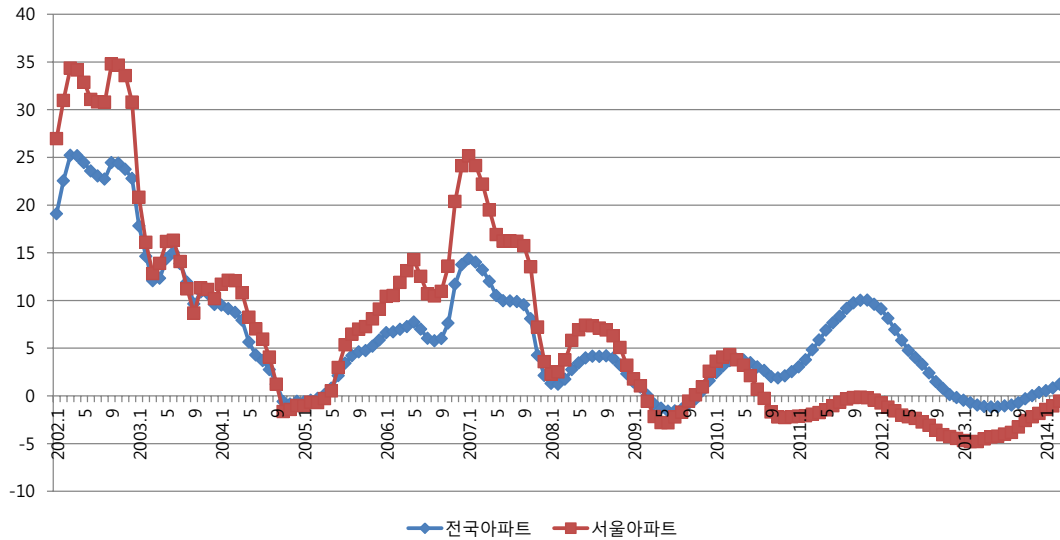
하반기 경제운용  
환율이 중요한 변수

오정근

14

부동산 가격 동향

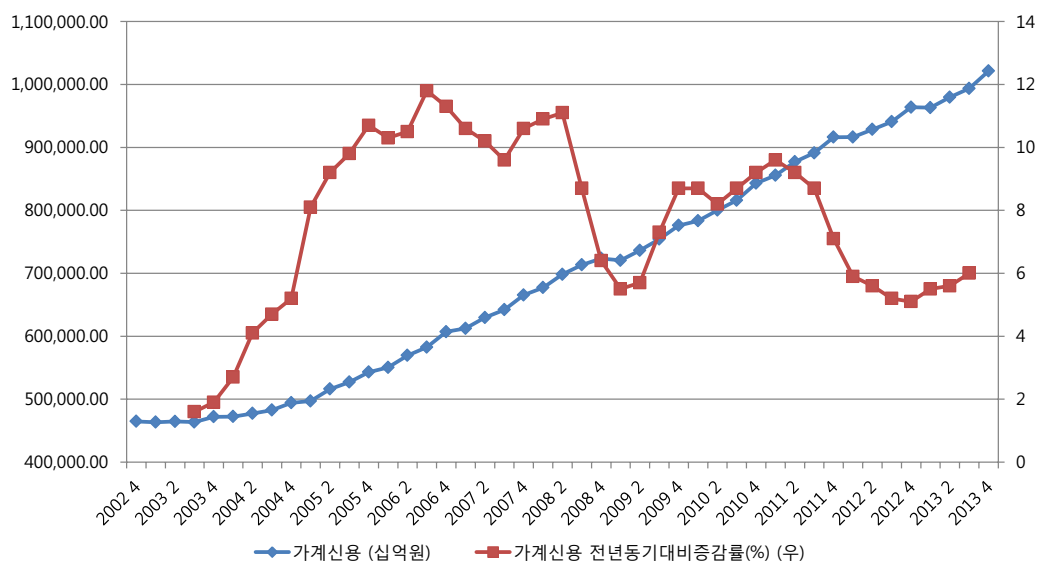
## 아파트가격 상승률



아파트가격 상승률은 2008년 이후 7년 째 장기침체해  
경기부진의 원인으로 작용하고 있음

가계부채 동향

## 가계신용 동향

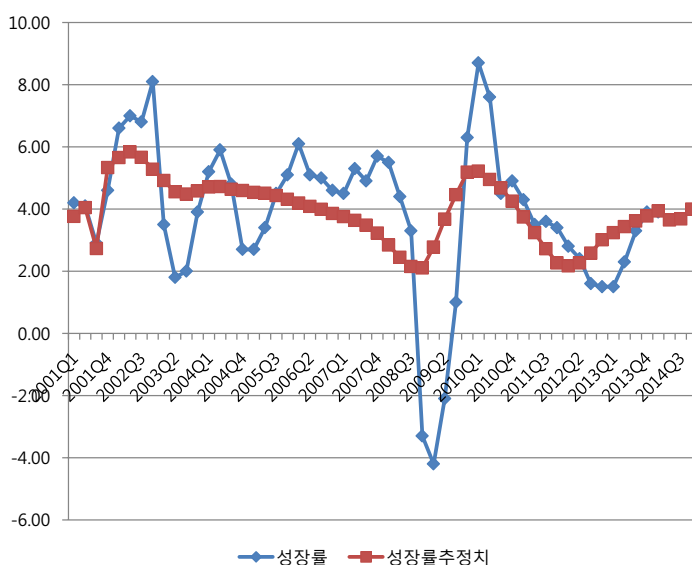


가계신용은 최근 증가율이 다소 낮아지고 있으나 여전히 1000조원이  
넘는 높은 수준으로 원리금상환부담은 가계소비를 제약하고 있음

## 성장률 인플레이션율 전망과 적정 금리 추정

- 금리결정에 많이 사용하는 Neo-Keynesian 모형 사용 (모형 설명과 추정결과는 보고생략)
- 주요 전제
  - 미국 중국 성장률: IMF 4월 전망치
  - 수입물가 원유가: 원유공급량 확대로 소폭 하향 안정
  - 농산물가격: 안정적 수준 유지
  - 원/달러 환율: 연평균 1037원
  - 엔/달러 환율: 연평균 106엔
  - 원/100엔 환율: 연평균 925원

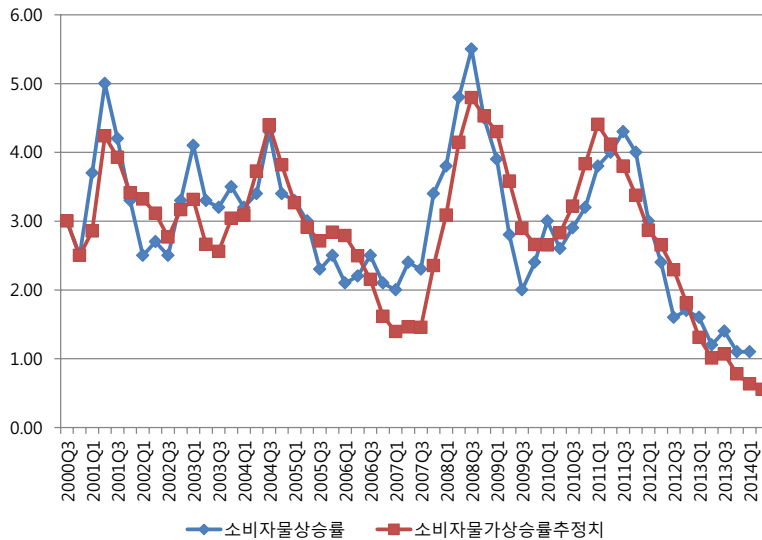
## 성장률 전망



	2014년 성장률 추정치
1분기	3.93
2분기	3.65
3분기	3.68
4분기	4.00
평균	3.82

2014년 성장률은 금년보다 상승  
그러나 GDP갭률은 연말 정도 가서 플러스 수준 회복 전망

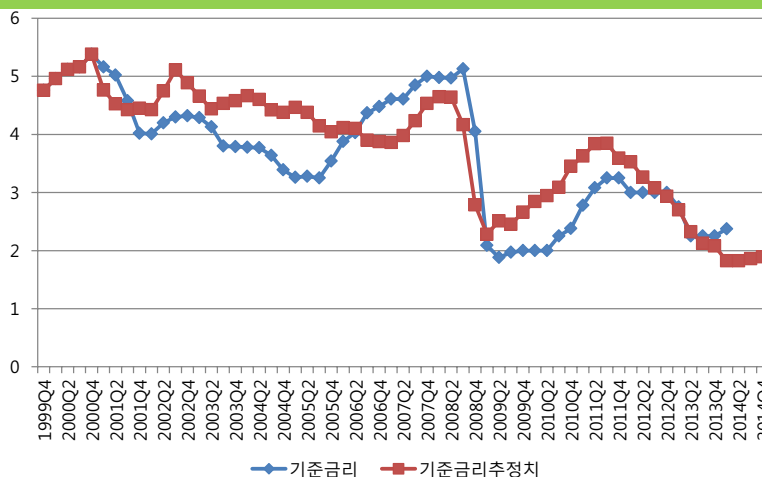
## 소비자물가상승률 전망



	2014년 소비자물가상승률추정치
1분기	0.63
2분기	0.55
3분기	0.29
4분기	0.80
평균	0.57

경기회복에도 불구하고 GDP갭률 마이너스 지속 등 수요압력이 크지 않고 국제원유가격 소폭하락과 원화가치 절상으로 수입물가도 안정적인 수준을 유지해 인플레이션률은 금년보다 하락 전망

## 적정 기준금리 추정



	2014년 적정 기준금리추정치
1분기	1.82
2분기	1.82
3분기	1.86
4분기	1.89
평균	1.85

이 밖에 원화가치도 절상되고 부동산가격 회복지연, 가계부채원리금부담 상환 증가를 고려할 때 상반기 중에는 금리를 소폭 인하한 후 내년에 GDP갭률이 플러스 1 정도 도달 전망시점 약 6개월 전인 금년 말경 금리 인상을 검토하는 것이 바람직할 것으로 판단됨  
실기할 경우 경기하강국면에서 금리를 추수적으로 인상할 우려도 있음

[주제발표 2]

## “금리 정상화 시대”의 한국은행의 역할

2014. 4. 28

박종규  
(한국금융연구원 선임연구위원)



# “금리 정상화 시대”의 한국은행의 역할

## (요약문)

한국금융연구원 선임연구위원 박종규

- 머지않아 벌어질 미국의 양적완화 종료 및 금리 인상과 더불어 우리나라의 “금리 정상화”도 신임총재 임기 중 이루어질 가능성이 높다고 판단됨.
  - 미국이나 유럽과 달리 우리나라는 가계대출 및 부동산 버블이 교정은 커녕 오히려 악화되었으므로 금리 정상화를 위한 환경이 훨씬 불리
  - 따라서 미국이나 유럽 중앙은행 총재들에 비해 신임총재는 금리 정상화에 무리 없이 성공할 가능성이 낮아 치밀한 사전준비가 필요
- 과거 20년 동안 한국은행은 중요한 정책선택의 고비마다 통화당국으로서의 확실한 정책 리더십을 충분히 발휘하지 못했고 그 결과 우리경제는 커다란 어려움에 빠지거나 경제 펀더멘털이 크게 악화되었던 경험
  - 또한 그러한 정책선택의 고비에서 물가는 늘 안정되었었음.
- 한국은행의 임무 중 가장 중요한 것은 물가안정이지만, 물가안정만이 임무의 전부는 아니라는 점이 지난 20년의 경험으로부터 배워야 할 교훈
  - 한국은행이 경기부양에 협조해야 한다는 얘기가 절대로 아님.
  - 소비자물가를 안정시키는 데에만 신경을 쓰다가는 소비자물가에 속아 버리는 수가 있음에 유념해 달라는 의미
  - 물가안정에만 집착하다가 경제 내부에서 자라고 있는 위험요인들에 선제적 대응을 하지 못하여 경제전체가 위험에 빠지게 되면 물가안정이란 목표는 의미가 반감
- 지금도 물가는 안정되어 있지만, 한국은행의 할 일이 없어진 것은 아님.
  - 소비자물가지수보다 시야를 넓혀, 국민경제의 안정적 발전을 해칠 수 있는, 유동성과 관련한 각종의 위험요인들을 사전에 제거하는 데에 정책 리더십을 보여줄 필요
  - 금리 정상화의 무리 없는 성공을 위한 사전 준비 작업에 한국은행이 적극적, 주도적으로 역할을 해야 함.





# “금리 정상화 시대”의 한국은행의 역할

한국금융연구원 선임연구위원 박종규

## 제1장: “금리 정상화 시대”의 도래(到來)

- 지난 1월, 8년간 미국 연준(聯準)을 이끌던 Ben Bernanke가 연준 의장에서 물러나고, 후임으로 Janet Yellen이 취임
- 경제학과 교수 시절부터 “Depression Man”, “Helicopter Ben” 같은 별명들이 따라다녔던 Bernanke<sup>1)</sup>를 2006년 연준 의장에 앉혔던 것은 마치 위기가 다가옴을 미리 알았던 것인 양, 매우 탁월했던 예지적(叡智的) 선택
  - 연준 의장에 취임한지 1년이 조금 지나, 실제로 미국발 금융위기 발생
- 금융위기 상황 속에서 Bernanke의 FRB가 어떤 정책을 취할지 짐작하는 것은 그다지 어려운 일이 아니었음
  - 제로금리 및 3차에 걸친 양적완화로 대규모 달러 방출
  - 충분한 事前 研究와 실전준비가 되어있지 않았다면 시도할 용기를 내지 못할, 기존의 상식을 뛰어넘는, 대담한 결정들이었음.
- Bernanke의 비전통적(non-conventional) 정책대응은 일단 성공적이었다고 평가함.
  - 불필요하게 심각한 침체를 피하고 대량실업을 방지하는 데에 어느 정도 성공했기 때문
  - 부동산 버블 및 가계부채 버블도 생각보다 매우 빠른 속도로 제자리를 찾아가고 있는 중

1) 그가 약관의 나이에 경제학계에 처음으로 이름을 널리 알렸던 논문(Ben Bernanke, “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression,” American Economic Review 73(3): 257-276, June 1983)도 대공황 시대의 통화정책에 관한 것이었다. 대공황기에 중앙은행이 충분한 통화 공급을 하지 않아 자금중개기능을 살리지 못했던 것이 대공황의 골을 깊게 하고 지속기간도 길게 만들었다는 내용이었다. 그 뒤에도 그는 대공황에 대한 연구물을 끊임없이 내놓았었다.

- Bernanke의 비전통적 정책들을 하나하나 정상화해 나가는 작업은 그의 후임인 Yellen의 몫
  
- 어려운 국면은 돈을 풀 때가 아니라 풀려나간 돈을 거두어들일 때
  - 버블이 발생하고 커지는 것은 모두 돈이 풀리는 국면에서임.
  - 버블이 커질 때 그 사회에는 고통보다 근거 없는 행복감이 만연(漫然)
  - 경제에는 활기가 돌고 어디를 둘러보아도 큰 문제는 없는 것처럼 보임
  - 모든 것이 잘 돌아가는 것 같고, 정책당국은 찬사를 한 몸에 받음
  
- 반면, 버블이 붕괴되고 경제가 무너지는 것은 풀었던 돈을 거두어들일 때
  - 버블이 터지면 그때까지의 근거 없는 행복감은 하루아침에 사라지고 경제주체들은 고통에 휩싸임.
  - 모든 책임과 지탄(指彈)은 정책당국에게 돌아감.
  
- “금리는 내리기는 쉬워도 올리기는 어렵다”는 말에서 ‘금리를 올리는 어렵다’함은 금리인상에 반대하는 사람들이 많다는 뜻
  - 금리인상에 반대하는 사람들은 사실상 정부나 정치권을 의미
  - 정부와 정치권은 경제성장에 방해가 될까봐 금리인상에 반대를 하고 중앙은행은 그런 반대를 굉장히 부담스러워한다는 뜻
  
- 그렇다면 금리를 일단 한번 내린 다음에는 올리지 않고 가만히 내버려 둘 수밖에 없다는 얘기인가?
  - 금리란 선불리 내려서는 안 된다는 의미로 받아들여야 함.
  
- 글로벌 금융위기를 맞아 중앙은행들은 엄청난 돈을 풀었다가, 이제는 그것을 다시 거두어들여야 하는 시기에 당면(當面)
  - 위기대응 정책으로 사용했던 비상수단들을 정상화하는 과정에서 생각지도 못했던 부작용들이 빚어질 가능성은 배제하기 어려움.
  - 로마의 계관시인(桂冠詩人) 버질(Virgil)의 표현처럼 ‘주피터의 사랑을 받거나’ ‘신(神)의 자식들’인 극소수만이 무리 없이 금리 정상화에 성공할 수 있는 것인지도 모름

“... 지하세계로 내려가기는 쉽다.

그림자가 드리워진 죽음의 문들은 밤낮으로 활짝 열려있다.

그러나 너의 발걸음을 되밟아 돌아가는 데에,  
 지상의 공기가 있는 곳으로 다시 기어 올라가는 데에—  
 거기에 투쟁이 있고, 거기에 어려움이 있다. 오직 몇 사람만이,  
 공명정대한 주피터의 사랑을 받거나, 자신의 타고르는 고결함으로  
 천상(天上)에 태어난—몇 명의 신(神)의 아들들만이  
 자신의 길을 열어 나갔다...”<sup>2)</sup>

- 이런 의미에서 버냉키보다 옐렌이 더 난이도 높은 과제를 맡았다고 생각
  - 비단 미국 뿐 아니라 2008년 글로벌 금융위기를 계기로 전례 없는 통화팽창을 단행했던 거의 모든 국가들의 중앙은행들도 마찬가지
- 한국은행도 예외가 아니어서 신임 총재가 전임 총재보다 더 난이도 높은 과제를 맡았다고 생각
  - 글로벌 금융위기 이전부터 지속되어 왔던 초저금리를 임기 중에 정상화시켜야 할지도 모른다는 의미
  - 이러한 “금리 정상화 시대”에 신임총재가 총재직을 성공적으로 수행했다는 평가를 받기란 전임총재보다도 더 어려울 수 있다는 얘기

## 제2장: 금리 정상화 시대에 한국은행이 당면할 도전

- 전임 한은총재의 재임기간은 선진국 경제들이 극도로 팽창적인 통화정책 기조 하에 있던 기간이었으나 신임총재의 재임기간은 거의 모든 선진국 경제들이 위기대응 차원의 팽창적 통화정책 기조를 정상상태로 전환하는 기간에 해당
  - 우리나라도 이제 비로소 진정한 의미의 위기이후(post-crisis) 시대로 접어든 것
- 그동안 한국은행도 다른 나라 중앙은행들과 마찬가지로 글로벌 금융위기 이후, 어쩌면 그보다 훨씬 이전부터, 너무 낮은 금리수준을 너무 오래 동안 지속해왔음.

2) Virgil, 『The Aeneid』, Book VI. #149~155, translated by Robert Fagles, Viking, 2006.

- 위기대응을 위해 유지해왔던 비정상적으로 낮은 금리를 신임총재 재임 기간 중 정상화시키게 될 가능성
  - 미국이 양적완화를 종료하고 금리를 올리기 시작할 경우 우리나라 금리도 그와 더불어 상승하기 시작할 가능성
- 어떤 식으로든 머지않은 장래에 금리 정상화는 피할 수 없을 것이나 한국은행으로서는 조심스럽게 접근할 필요
- 금리 정상화를 가급적 미루어야 한다는 얘기가 아니라 사전준비를 충분히 해야 한다는 얘기
- 우리경제에 저금리가 너무 오랫동안 유지된 결과 가계대출 버블이 위험 수준을 넘어 팽창을 지속하고 있는 중
- 가계대출 및 부동산 버블 등이 상당부분 해소되어 위기발생 이전수준까지 되돌아간 미국과는 전혀 다른 정책 환경임을 분명히 인식해야 함
  - 만약 미국과 우리나라가 동반적으로 금리가 상승하는 일이 벌어진다면 우리경제는 미국보다 훨씬 더 어렵고 다양한 도전에 직면할 가능성
- 신임 한국은행 총재가 무리 없이 금리 정상화에 성공할 확률은 옐렌 의장이 금리 정상화에 성공할 확률보다 낮다고 판단됨.
- 상황판단을 정확히 한 뒤 그에 기초한 다층적(多層的) 전략을 세우고 그에 따라 선제적(先制的)으로 행동할 필요
  - 금리 정상화에 대비하여 해두어야 할 일들을 미리미리 해두어야 함.
  - 그런 일들은 물가안정과는 직접적 관계가 없으므로 한국은행이 소비자 물가 안정에만 관심을 가진다면, 물가상승률이 목표치에 훨씬 미달하고 있는 현 상황에서, 한국은행은 금리 정상화에 대비한 준비 작업을 별로 중요하다고 생각하지 않을 가능성이 우려됨.
- 한국은행의 임무 중 물가안정이 가장 중요한 것은 사실이지만 물가안정이 한국은행 임무의 전부는 아니므로, 물가가 안정되었다고 해서 한국은행의 할 일이 없어진 것은 아님.
- 다음 장에서는 지난 20년간 통화정책의 역사를 훑어보면서 이 문제에 대해 좀 더 깊이 생각해 보도록 하겠음.

### 제3장: 지난 20년간의 한국은행에 대한 평가와 시사점<sup>3)</sup>

- 중앙은행의 가장 기본적인 임무는 물가안정
  - 물가를 안정시켜야 하는 이유는 물가안정에 실패하여 심각한 인플레이션(runaway inflation)이 발생하면 국민경제가 건전한 발전을 할 수 없기 때문
  
- 그러나 국민경제는 인플레이션이 아닌 다른 요인에 의해 안정성을 잃어버리는 일이 얼마든지 발생할 수 있다는 사실을 간과해서는 안됨.
  - 1990년대 중후반의 경상수지 적자확대, 2000년대 초반 이후 최근까지의 부동산 버블 및 가계대출 버블 등은 인플레이션 자체는 아니었음.
  - 그럼에도 불구하고 이들은 우리경제를 커다란 위험에 빠뜨렸거나(경상수지 적자⇒외환보유고 감소⇒외환위기) 또는 빠뜨릴 잠재성(버블증식⇒버블붕괴⇒경제적 타격)이 충분한 요인들임.
  
- 만약 한국은행이 지향하는 바가 물가안정 그 자체가 아니라, 궁극적으로 국민경제의 건전한 발전이라면, 한국은행은 소비자 물가지수에만 집착해서는 안 되며, 좀 더 폭넓은 시야를 가지고 좀 더 멀리 내다보면서 우리경제의 위험요인에 대해 선제적으로 대처할 수 있어야 함.
  - 물가안정을 한국은행의 최우선 임무로 보는 것은 1970년대의 유산(legacy)일 뿐이며 한국은행의 임무를 물가안정만으로 한정한다면 그것은 중앙은행의 역할을 지나치게 협소하게 보는 것으로서 자칫 국민경제의 건전한 발전을 저해할 가능성마저 있는 위험한 발상
  
- 지난 20년 동안 한국은행에게는 ① 1994~1995년의 반도체 호황기, ② IMF 경제위기 와중이던 1998년, 그리고 ③ 2002년 이후의 저금리 기간 등 세 차례의 중요한 선택의 기회가 있었던 것으로 평가함.
  
- 1994~1995년 “반도체 호황기” 중 경기과열 방지를 원하던 정부와 긴축을 원치 않던 재벌 대기업들 사이에 뜨거운 “경기과열 논쟁”이 불거졌음.
  - 설비투자는 전년대비 20% 이상씩 증가했고 실질 경제성장률은 각각

3) 제3장과 제4장은 줄고(拙稿) “「지난 20년 동안의 통화정책 역사가 한국은행에 주는 교훈」, 논단, 『주간금융브리프』, 한국금융연구원, 2014.3”의 내용을 수정·보완한 것임을 밝혀둔다.

8.5%, 9.2%

- 당시는 통화정책의 실물경제에 대한 영향력이 지금과는 비교가 되지 않을 만큼 막강했던 시절
  - 또한 이 시기는 산업구조의 특성상 설비투자 증가가 곧바로 무역수지 악화로 고스란히 이어지던 때
- 외환위기 직전에 발간된 한 시뮬레이션 연구<sup>4)</sup>는 1994~1995년 중 한국은행이 통화 증가율을 2%p만 낮게 가져갔더라면 1994~1996년 3개년동안 누적규모로 82억 달러 정도의 경상수지 개선이 가능했었을 것으로 분석
- 이런 효과를 1997년까지 연장하여 계산하면 1994~1997년의 4개년 동안 100억 달러 이상의 경상수지 개선 또는 외환보유고 증가가 가능
  - 1994~1995년의 통화 증가율을 4%p 정도 낮게 가져갔더라면 1994~1997년 중 누적 경상수지 적자 개선 폭은 200억 달러 이상으로, 외환보유고도 실제보다 200억 달러 이상 더 많았을 것이라는 추론이 가능
- 외환위기 당시 외환보유고가 38억 달러에 불과했고, IMF로부터 195억 달러를 빌렸다가 조기상환했었음을 상기할 때, 반도체 호황 때 한국은행이 경기과열을 과감하게 진정시켰다면 어쩌면 우리경제는 외환위기를 겪지 않았을 수도, 겪더라도 훨씬 완만하게 겪었을 수 있었을 거라는 의미
- 1994~1995년에는 여러 가지 경기과열 징후에도 불구하고 소비자물가 상승률이 평균 5.4%에 불과하여 건설경기 호황기(1990~1991년)의 평균 상승률 9.0%에 비해 대폭 낮아져 있었음.
- 활발한 경기확장세에도 불구하고 소비자물가가 비교적 안정세를 보여 경기진단에 있어 적지 않은 혼선을 초래했고, 뜨거운 경기논쟁을 촉발
- 경기논쟁이 진행되는 동안 '경기과열을 우려한 긴축기조'가 필요하다는 천명(闡明)은 한국은행으로부터 한마디도 나오지 않았음.
- 실질금리도 1994년 하반기부터 1980년대 이래 기록적으로 낮은 수준
  - 반도체 호황기간의 통화정책기조는 팽창적 성격이 강했다고 판단
- 반도체 호황기 중의 경기과열은 교과서가 가르치는 바와는 달리 인플레

4) 박종규, 「경상수지 적자와 거시경제 운영」, 재정포럼 1997년 3월호 통권 제 9 호, 한국조세연구원, 1997.

이선으로 나타나지 않았음.

- 원화가치가 지나치게 많이 절상되어 있었을 뿐 아니라 1991년 WTO에 가입한 중국과의 교역이 바야흐로 크게 늘어나 저가상품의 수입량이 크게 늘기 시작했기 때문
- 우리경제 내부의 경기과열에 따른 인플레이션 요인이 외부로부터의 물가안정요인에 의해 상쇄된 결과

□ 반도체 호황기 중의 경기과열은 인플레이션이 아니라 대규모의 경상수지 적자로 나타남.

- 경상수지 적자는 외환보유고 감소로 이어져 1997년 말 외환위기 발생
- 온 국민은 6·25 사변 이래 최악의 경기침체로 말할 수 없는 고통을 겪어야 했음.

□ 한국은행이 직면했던 1990년대 이후 두 번째 선택 고비는 1998년 초

- 한국은행은 1998년 초 IMF에게 콜금리 인하를 적극 주장했어야 했음.

□ IMF는 우리나라에 280억달러의 구제금융을 제공하는 조건으로 세 가지 일별(日別) 기준(criterion)인 본원통화량, 외환보유고, 그리고 콜금리의 목표치를 제시하고 이를 준수할 것을 요구

- 콜금리는 IMF가 요구했던 수준을 정확히 준수했고 외환보유고는 목표치에 비해 엄청난 초과달성, 본원통화량은 대폭적인 미달
- 이는 IMF가 요구하는 금리 수준이 너무 높아 경제가 과도하게 위축(over-kill) 되고 있었음을 의미<sup>5)</sup>

□ 1998년 평균 본원통화량은 한도액보다 무려 20.2%나 미달<sup>6)</sup>

- IMF가 요구하는 금리수준이 지나치게 높아, 본원통화량을 크게 줄이지 않고는 그런 수준의 금리를 만들어 낼 수 없었음을 시사
- 경기위축과 금융경색이 극심했던 1998년의 상황에서 본원통화가 이처럼 억제되었던 것은 실물경제에 치명적인 악영향
- 갑작스런 금리의 급상승은 최악의 경기침체를 초래했고 경제의 over-

5) 박종규, "重心(core) 인플레이션率의 새로운 測定方法과 根源 인플레이션率", 『한국경제의 분석』, 한국금융연구원, 2001.

6) 1998년 2/4분기『IMF 자금인출 승인 및 의향서』에 따르면 1998년 1/4분기에서 4/4분기까지 본원통화 한도액은 각각 25.9조원, 23.3조원, 23.6조원, 24.1조원이었으나 실제 본원통화량은 1/4~4/4분기까지 각각 20.7조, 18.7조, 18.7조, 20.2조원에 불과했음.

킬로 수입이 급감하여 경상수지 흑자가 사상 최대로 급증한 결과 외환보유고가 목표를 훨씬 초과

- 사정이 이와 같음을 파악했다면<sup>7)</sup>, 한국은행은 1998년으로 접어들자마자 IMF에게 세 가지 일별 기준들이 우리경제의 상황과는 전혀 맞지 않는 정책 패키지임을 지적하고, 우리나라 통화정책 당국의 자격으로 당당하게 IMF에게 콜금리 목표치 인하를 강력히 요구했어야 했다고 봄.
  - 본원통화량이 한도액까지 늘어나도록 콜금리를 적절히 인하했더라면, 실물경제도 그만큼 덜 위축되었을 것이고 수입 감소폭도 줄어들어 외환보유고 목표치 초과달성도 일어나지 않았을 것임.
  - 즉, 경제 over-kill 현상을 조금이나마 완화시킬 수 있었을 것임.
- 그러나 IMF와의 협상에서 한국은행의 존재감은 거의 찾아볼 수 없었음.
  - 한국은행은 매우 수동적으로 그리고 오히려 매우 적극적으로 IMF의 요구에 순응했던 것으로 기억됨.
- 1998년이 되자마자 각계로부터 콜금리를 인하해야 한다는 의견이 제기
  - 그러나 한국은행은 '금리를 인하하면 인플레이션이 우려 된다(2월)'
  - '돈을 풀면 실물경제로 가는 게 아니라 한국은행으로 곧바로 환수되기 때문에 금리를 내려봤자 소용이 없다(4월)'
  - '금리를 낮추면 부채비율이 많은 대기업에게만 유리하기 때문에 기업 구조조정에 차질이 빚어진다(5월)'는 등의 이유로 금리인하에 끝까지 반대 입장
- 1998년 여름으로 접어들어 설비투자가 전년대비 △40%대로 감소하고 "산업기반 붕괴 우려"가 대두되자, 가을 무렵 한국은행이 국채를 인수하면 어떻겠느냐는 의견이 나옴.
  - 어차피 본원통화량이 IMF가 허용한 한도액보다 대폭 미달해 있으니 국채를 인수해주면 정부부문 본원통화가 늘어나 본원통화 한도액을 맞출 수 있고, 확보된 재정자금은 경기부양에 쓰겠다는 의견
  - 그렇지 않아도 시장금리가 너무 높은데 한국은행이 국채를 인수해주면 국채발행 비용도 조금이나마 줄어들 수 있겠다는 의견

7) 통화정책에 대한 별다른 전문지식이 없는 사람들도 1998년 1월로 접어들자마자 IMF의 세 가지 기준이 일치성(consistency)이 없다는 사실을 바로 파악하는 것이 가능했었음.



- 이에 대해 한국은행은 '국채인수는 한국은행의 독립성을 해치는 일'이라며 일언지하(一言之下)에 거절
- 한국은행이 적극적으로 콜금리 인하에 나섰던 것은 1998년 연말 "외환위기가 극복되었다"는 대통령의 선언 직후
  - 이미 수많은 기업들이 연쇄도산하고 실업자들이 대량으로 쏟아져 나온 뒤였으며 이와 더불어 자살률과 이혼율이 송곳 모양으로 급증
  - 오늘날 OECD 최고의 자살률과 이혼율이라는 불명예는 이때부터 시작
- 1998년초 만약 한국은행이 우리나라 통화정책 당국의 자격으로 IMF의 정책조합이 잘못되었음을 적극 지적하고 공론화시켜 하루라도 빨리 금리인하를 가능하게 했더라면 우리 경제와 우리 사회의 모습은 지금과는 상당히 달라져 있을 것으로 생각
  - 한국은행의 위상은 한국은행 임직원들이 상상조차하기 어려울 만큼 높아져 있을 것이며, 한국은행 임직원들이 지금도 苦待해마지 않는 독립성 또한 그 누구도 시비를 걸지 못할 만큼 확고하게 자리 잡았을 것
- 한국은행이 직면했던 통화정책의 세 번째 선택 고비는 2002년 이후
- 2000년 말 전세계적으로 IT 버블이 붕괴되고, 2001년 9월 9/11 테러로 세계경제가 큰 폭으로 위축되자, 한국은행은 콜금리를 사상 최저수준으로 연달아 낮추어 적극적으로 대응
  - 그 결과 2001년의 경제성장률은 중국을 제외하고는 전세계에서 가장 높은 수준인 3.0%를 기록
  - 문제는 위기대응에 성공한 뒤에도 금리를 정상화하지 않았다는 점
- 2002년에는 민간소비 증가율이 경제성장률을 앞지를 정도로 소비가 과열되었지만 소비자물가 상승률은 2001년의 4.1%보다 오히려 낮아진 2.8%
  - 전세계적으로 디플레이션을 우려할 정도로 물가가 안정되어 해외로부터의 물가안정요인이 발생했고, 이것이 우리나라 물가를 안정
  - 해외로부터의 물가안정 효과는 2002년 이후에도 계속 이어져 한국은행의 이렇다 할 별다른 노력 없이도 소비자물가는 2002~2007년의 6년 동안 평균 2.9%라는 상당한 안정세를 유지

- 그러나 2001년 금리를 사상 최저 수준으로 낮춘 이후, 금리가 너무 낮은 수준에서 너무 오랫동안 머물렀고 그에 따른 과잉 유동성은 고율(高率)의 인플레이션이 아니라 부동산 버블과 가계대출 버블로 나타남.
- 부동산 버블은 2001년 여름 무렵 서울 강남 일부지역의 소형 아파트의 가격이 급상승하면서 시작
  - 2002년 8월에 이르러서는 평형에 관계없이 강남지역 아파트 가격이 상승했고, 강남 일부지역에서 강남 전역으로, 강북 일부지역으로, 그리고 분당을 비롯한 신도시로 그리고 지방 대도시로 상승세가 확산
  - 또한 아파트뿐만 아니라 단독주택과 연립주택 등 주거형태에 관계없이 가격이 상승했고 이 과정에서 부동산 버블은 맹렬한 속도로 확장
- 부동산 버블의 근본원인은 저금리이며, 1990년대 일본의 사례를 보더라도 부동산 버블이 붕괴하는 날에는 엄청난 경제적 부담이 될 것이니 선제적 금리인상으로 버블의 바람을 빼자는 주장<sup>8)</sup>이 나온 것은 2002년 가을
  - 그러나 한국은행은 통화정책이 부동산 버블과는 아무 관련이 없다는 입장으로 일관
  - 저금리가 부동산 가격 급등의 원인 중 하나였음을 한국은행이 처음 공개적으로 시인한 것은 버블 발생 이후 4년째인 2005년 가을
  - 그 뒤에도 한국은행은 이렇다 할 금리조정을 끝내 하지 않았음.
  - 부동산 버블이 겨우 확장을 멈추었던 것은 금융 감독당국이 DTI 규제를 강력하게 도입했던 2007년초부터임.
- 2002년 이후 금리 정상화 실패의 또 다른 부작용은 가계부채 버블
  - 2001년부터 금리가 사상최저수준으로 낮아지고 2002년에도 초(超)저금리 기조가 유지되자, 2002년부터 은행권의 가계대출이 전년대비 50%씩 폭증하면서 가계대출 버블이 시작
  - 가계대출은 부동산 버블과 맞물리면서 부동산 담보대출을 중심으로 급격하게 늘어났고 오늘날 가계부채는 총규모가 1,000조원을 넘어, 가계의 처분가능소득의 140%에 달하는 수준으로 확대
- 지나치게 많은 가계부채는 정상적인 소비를 어렵게 만들어 민간소비가 부진해지고 내수가 회복이 안 되며 고용증대를 어렵게 하는, 현재의 우리 경제의 다이내미즘을 가로막는 가장 중요한 장애요인으로 부각

8) 박종규, "부동산 버블과 금리정책", 『주간금융동향』 제11권 39호, 한국금융연구원, 2002. 10.

- 가계부채가 지금보다 더 커질 경우, 우리경제 경제전체를 집어삼킬 충분한 잠재력을 가진 어마어마한 쓰나미로 변할 가능성
  - 저금리가 가계대출 버블의 원인의 전부라고는 하기는 어려울지 모르나 2002년 이후 한국은행이 금리를 적절한 수준으로 서둘러 환원했다라면 가계대출이 오늘날처럼 커져 있지 않았을 것
- 과도한 가계대출의 이면(裏面)에는 지나치게 낮은 가계저축률이 동반
- 외환위기 이전만 하더라도 전세계에서 가장 높았던 20%대의 우리나라 가계 순저축률은 1999년부터 낮아지기 시작하더니 불과 몇 년이 지나지 않은 2002년에는 세계 최저수준인 0.4%로 하락
  - 그 뒤에도 가계저축률은 별로 증가하지 못하여 2013년에는 OECD 바닥수준인 2%대
- 저금리 내지 과잉 유동성의 부작용은 인플레이션에만 국한되지는 않았음.
- 지난 20년을 보더라도 과잉 유동성의 부작용은 경상수지 적자로 나타났는가하면 부동산 버블이나 가계대출 버블 또는 지나치게 낮은 가계저축률 등으로 나타났음.
  - 경상수지 적자, 부동산 버블, 가계대출 버블, 낮은 가계 저축률은 통화정책과 직접적·간접적인 연관성을 가지고 있는 것으로서 이들은 모두 거시경제의 안정적 성장을 언제라도 방해할 수 있는 위험요인들이지만 인플레이션 그 자체는 아님.
- 경상수지 적자의 누적으로 외환보유고가 감소하여 외환위기를 겪었을 때 그것은 비록 인플레이션 그 자체는 아니었지만 우리경제는 커다란 고통을 겪었음.
- 가계부채도 저성장 탈출의 발목을 잡고 있을 뿐 아니라 우리경제에 가장 위험한 잠재요인으로 지목되고 있으며 부동산 버블과 낮은 가계저축률도 마찬가지
- 그러므로 물가안정은 한국은행의 정책목표의 전부가 되어서는 안됨.
- 한국은행이 경기부양에 협조해야 한다는 말을 하려는 게 절대로 아니라, 물가를 잡는 것도 좋지만 경제 내부에서 자라고 있는 위험요인들을 찾아내어, 비록 그 위험요인들이 인플레이션이 아니더라도, 사전에 제거하는 일을 해야 한다는 말을 하려는 것

- 만약 한국은행이 물가안정만을 생각하다가 경제 내부에서 자라고 있는 위험요인을 놓치거나 적기에 대응하지 못한다면, 그리하여 경제전체가 커다란 위험에 빠진다면, 물가안정이란 목표는 의미가 반감되고 맘.
  - 소비자물가를 안정시키는 데에만 신경을 쓰다가는 소비자물가에 속아 버리는 수가 있음.
- 과거 20년 동안, 한국은행이 중요한 선택을 해야만 했던 시기에는 예외 없이 물가가 매우 안정되어 있었으며 지금도 물가는 매우 안정되어 있음.
- 물가안정만을 목표로 하면 물가안정기에 금리인상의 명분을 찾지 못하고 세월을 보내는 사이에 불안 요인들이 자라날 가능성
  - 한국은행은 소비자물가에만 집착해서는 안 되며, 소비자물가를 넘어 시야를 넓혀야 하고 경제의 단기적 변동만이 아니라 몇 년 뒤의 상황 까지도 내다볼 수 있어야 함.
  - 이것이 바로 지난 20년 동안의 통화정책 역사로부터 한국은행이 배워야 할 교훈

## 제4장: 맺음말

- 머지않아 미국의 양적완화 종료 및 금리 인상과 더불어 한국은행도 우리나라 금리수준을 정상화 시키게 될 가능성이 높으며 그러한 “금리 정상화”는 신임총재의 임기 중 이루어질 가능성이 높음.
- 우리나라는 미국이나 유럽 국가들과 달리 버블이 하나도 교정되지 못했고 오히려 악화되기만 했었기 때문에 금리 정상화를 위한 정책환경이 미국이나 유럽 국가들과는 매우 다르다는 점에 유념해야 함.
  - 한국은행이 금리 정상화에 무리 없이 성공할 가능성은 미국이나 유럽 국가들의 중앙은행보다 낮다고 보아야 함.
  - 금리 정상화 과정에서 뜻하지 않게 버블 붕괴를 겪게 될 우려도 배제할 수 없으므로 금리 정상화 이전에 치밀한 사전 준비가 필요
- 물가만 안정시키면 자신의 역할을 다한다고 생각해서는 안됨.
- 물가가 안정된 가운데서도 국민경제가 위험해지고 엄청난 충격을 받을 가능성은 얼마든지 있기 때문

- 따라서 한국은행은 소비자물가지수에서 시야(視野)를 넓혀 국민경제의 안정적 발전을 해칠 수 있는, 유동성과 관련된 각종의 위험요인들을 사전에 인지하여 제거하는 역할을 주도적으로 해내는 정책 리더십을 보여주어야 함.
- 지난 20년 통화정책의 역사 속에는 한국은행이 자신의 실력과 리더십을 독자적으로 발휘할 여건이 충분치 않았던 시기도 분명히 있었음.
  - 그러나 25대 총재를 맞는 지금, 한국은행의 입지는 법적으로나 실제적으로나 과거보다 훨씬 공고해졌고, 국민들의 기대 또한 그만큼 더 커졌다고 봄.
- 제 25대 신임 총재의 임기 중에도 우리경제의 여건은 만만치 않아 보임.
  - 신임총재를 맞이한 한국은행이 아무쪼록 전문적 역량과 정책 리더십을 유감없이 발휘함으로써, 우리경제가 험난한 시기를 원만히 넘길 뿐 아니라 경제 펀더멘털이 튼튼해지기를, 그리하여 한국은행이 우리경제를 반석(盤石) 위에 올려놓았다는 평가를 받기를 기대해 마지않음.

