

글로벌 금융위기 이후 주요국 거시금융정책의 평가와 시사점

이동은 대외경제정책연구원 국제경제실
국제거시팀 부연구위원
derhee@kiep.go.kr

편주현 대외경제정책연구원 국제경제실
국제금융팀 부연구위원
jhpyun@kiep.go.kr

양다영 대외경제정책연구원 국제경제실
국제금융팀 연구원
dyyang@kiep.go.kr



1. 연구의 배경 및 목적

- 글로벌 금융위기가 시작된 지도 4년여의 시간이 지나고 있지만 아직 세계경제는 완전히 회복하지 못하고 있으며, 유럽의 재정위기와 미국의 재정절벽 문제 등 새로운 위기가 반복되고 있음.
- 글로벌 금융위기의 극복 과정에서 주요 선진국들은 역사상 가장 적극적인 거시·금융정책을 펼쳐왔으나, 이러한 경제정책의 부작용으로 인해 새로운 위기가 펼쳐지고 있으며, 향후 세계경제는 이러한 부작용에 대응하는 국면으로 진행될 가능성이 높음.
 - 서브프라임 모기지 사태로 인한 금융위기를 직접적으로 경험한 미국을 비롯하여, 영국, 유럽 선진국들은 구제금융정책을 통하여 대형 금융기관의 연쇄 도산에 대응하였음.
 - 그러나 구제금융 지급과정에서의 대마불사(大馬不死) 논란과 도덕적 해이 문제 등이 불거지고 있으며, 구제금융을 지급받은 금융기관의 건전성이 이전 수준으로 회복되지 못하고 있다는 논란이 있음.
 - 통화정책상으로는 글로벌 금융위기 중 주요 선진국은 제로(0) 금리 수준의 초저금리정책을 시행하였고, 정책금리 조정으로 인한 통화 완화 여력이 없어지자 양적완화정책을 비롯한 비전통적인 통화정책을 시행하였음.
 - 그러나 초저금리 수준의 장기화로 인해 자원 배분의 왜곡과 인플레이션 문제가 제기되고 있으며, 비전통적 통화정책의 유효성에 대해서도 논란이 있음.
 - 글로벌 금융위기로 인한 경기침체에 대응하기 위해 주요 선진국들은 일체히 적극적인 확장적 재정정책을 시행하였음.
 - 이러한 확장적 재정정책의 부작용으로 인해 유로지역 재정위기가 촉발되었으며, 미국의 국가채무도 급격히 증가하여 신용등급 강등과 재정절벽 문제 등이 야기되고 있음.
- 따라서 본 보고서의 목적은 글로벌 금융위기 국면에서 주요 선진국들이 시행하였던 거시·금융정책의 실효성과 적절성에 대해 평가하고, 정책의 결과에 대한 이해를 바탕으로 향후 세계경제의 향방을 가늠하는 데 있음.
 - 특히 금융위기 중 실시된 경제정책을 구제금융정책, 통화정책, 재정정책으로 나누어 그 각각에 대한 공과를 따지고, 향후 세계경제에 미칠 영향에 대해 분석하였음.

2. 조사 및 분석 결과

1) 주요국 구제금융정책과 평가

- 글로벌 금융위기 발생으로 인해 미국, 영국, 유럽 등 주요국의 대형 금융기관들은 대규모 손실을 입었으며, 각국 정부는 이로 인한 금융시장의 대혼란을 방지하고 위기를 진정시키기 위해 금융기관에 긴급히 구제금융 자금을 지원하였음.
 - 미국은 은행의 부실자산 인수, 은행 자본확충 지원 등 13개의 다양한 구제금융 프로그램을 마련하여 금융기관 이외에도 자동차산업 등 다양한 분야에 구제금융자금을 지원한 반면, 영국과 유럽은 은행 국유화와 정부 지불보증 형태의 구제금융 지원정책을 폈음.
 - 미국에 비해 영국과 유럽이 은행 국유화에 적극적이었으며, 이에 따라 정부의 재정 건전성이 크게 악화되어 아일랜드 등 일부 국가에서는 재정위기가 발생하는 원인으로 작용하기도 하였음.
 - 미국 정부가 구제금융을 지원한 주요 은행과 영국 정부가 국유화한 은행들의 경영지표 변화를 살펴보면, 자기자본 비율, 기본자본 비율 등 건전성 지표는 개선된 반면, 자산증가율이나 총자산 이익률(ROA), 자기자본이익률(ROE)과 같이 성장성이나 수익성 지표는 금융위기 이전 수준을 회복하지 못한 것으로 나타났음.
 - 또한 부실자산비율도 금융위기 이전에 비해 크게 늘어난 상태임.
- 글로벌 금융위기 중 시행되었던 금융기관에 대한 구제금융정책이 위기의 확산과 심화를 막아 위기 극복을 위한 발판이 된 측면도 있으나, 구제금융정책으로 인한 부작용도 향후 선진국 경제에 부담이 될 것으로 전망됨.
 - 구제금융 지급 과정에서의 대마불사 논란은 도덕적 해이로 이어져, 향후 선진국 금융산업의 위험 추구 행위가 반복될 우려가 있음.
 - 구제금융은 시장원리에 따라 마땅히 구조조정됐어야 할 부실 금융기관을 회생시킴으로써 금융시스템의 부실을 장기화할 가능성이 있음.
 - 미국과 영국 대형은행들의 경영지표가 구제금융 이후 개선되지 않고 일부는 더욱 악화되고 있음.
- 따라서 구제금융정책으로 인한 금융권의 불안을 제어하기 위해 선진국은 금융 관리·감독 기능을 강화하는 등 금융 건전성(prudential) 정책을 보완하고, 금융시스템을 개혁하려는 노력을 기울여야 할 것으로 판단됨.
 - 미국의 금융개혁법안(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) 제정, 영국의 개혁위원회(ICB: Independent Commission on Banking) 설립과 은행세 도입, EU의 은행 자기자본 지침 수정 등은 이러한 노력의 일환임.

2) 주요국 통화정책과 평가

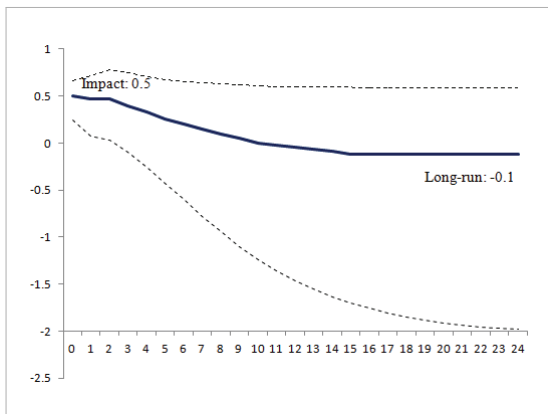
- 미국과 영국은 글로벌 금융위기 이후 역사상 가장 적극적인 통화완화정책을 시행하고 있음.
 - 위기의 진원지인 미국에서는 금융위기 기간 내내 0~0.25% 수준의 초저금리를 유지해 오고 있으며, 양적완화(Quantitative Easing), 오퍼레이션 트위스트(Operation Twist), 정책금리 수준에 대한 공약 등의 비전통적 통화정책 수단을 모두 동원하고 있음.
 - 영국도 0.5% 수준의 초저금리를 유지해 오고 있으며, 적극적인 양적완화정책을 시행하고 있음.
- 유로지역은 여타 주요 선진국에 비해 물가안정목표에 가장 충실한 통화정책을 펴고 있는데, 이러한 유럽중앙은행(European Central Bank)의 정책이 경기침체의 장기화와 일부 회원국의 재정위기 심화의 한 원인이 되었다는 비판의 여지가 있음.
 - 유럽중앙은행은 글로벌 금융위기의 시작시점에서도 정책금리를 1% 수준으로 유지하여, 그 인하 수준이 주요 선진국 중 가장 낮았을 뿐만 아니라 유로지역 재정위기가 심화되던 2011년에는 두 차례에 걸쳐 금리 인상을 단행하기도 하였음.
 - 유럽중앙은행은 2011년 4월과 7월 두 차례에 걸쳐 각 0.25%씩 금리 인상을 단행하였으나, 2011년 하반기 이후 유로지역의 재정위기가 심화되어 다시 금리 인하를 하였음.
 - 유럽중앙은행은 목표 물가상승률 2%를 초과하는 물가상승률이 금리 인상의 이유였으나, 금융위기와 재정위기가 진행 중인 상황에서 단일한 물가 목표를 고수하는 것은 무리가 있었다고 판단됨.
 - 특히 금리 인상 당시 그리스와 포르투갈 등의 일부 회원국의 경우에는 마이너스 성장을 기록하고 있었고, 이탈리아와 스페인 등도 1% 미만의 부진한 성장을 기록하고 있었음.
- 미국의 비전통적 통화정책은 금융위기 초기에 각종 이자율의 수준을 낮추어 금융시장 경색을 완화하는데 매우 효과적이었다고 판단되나, 이후 그 효과는 점차 작아지고 있다고 판단됨.
 - 이벤트 스터디(Event Study) 분석 결과 제1차 양적완화(QE1)의 효과가 가장 컸고, 제2차 양적완화(QE2)의 효과는 QE1에 비해 1/3 수준에 불과했으며, 오퍼레이션 트위스트의 효과는 QE2보다도 작았음.
 - QE1은 10년 장기국채 금리를 -122bp, MBS 금리를 -127bp 낮추는 효과가 있었지만, QE2는 10년 국채 금리를 -43bp, MBS 금리를 -37bp 낮추는 효과가 있었음.
 - 단기 금리에 대한 정책공약은 10년 국채 금리를 -36bp 낮추는 효과가 있었지만, 민간 금융시장 이자율에 대한 효과는 통계적 유의성이 없었음.
 - 오퍼레이션 트위스트는 통계적으로 유의한 국채 금리하락 효과가 관찰되지 않았음.
 - 따라서 2012년 말 현재 진행 중인 QE3의 효과도 이전 양적완화의 수준보다는 작을 것으로 전망됨.
 - 2012년 10월 현재 QE3의 효과에 대해 논하기는 이른 시점이나, 10년 만기 국채 금리는 8bp 하락하였으나 그 통계적 유의성이 없었고, MBS 금리는 통계적으로 유의한 32.3bp 하락을 나타내고 있음.

- 2000년대 초·중반 일본의 예에서도 알 수 있듯이, 비전통적 통화정책은 금융위기 초기에 도산 위기에 처한 금융기관들에 유동성을 직접 공급함으로써 금융시장의 안정을 도모하는 데에는 효과적이지만, 이후 실물경제를 부양하는 데에는 한계가 있는 것으로 판단됨.
 - 따라서 본격적인 위기가 진정된 이후에 양적완화를 지속하는 것은 실익이 크지 않을 수도 있으며, 금융시장 참가자들이 이러한 정책의 효과에 대해 실망감이 생기면 더 큰 혼란이 야기될 수도 있음.

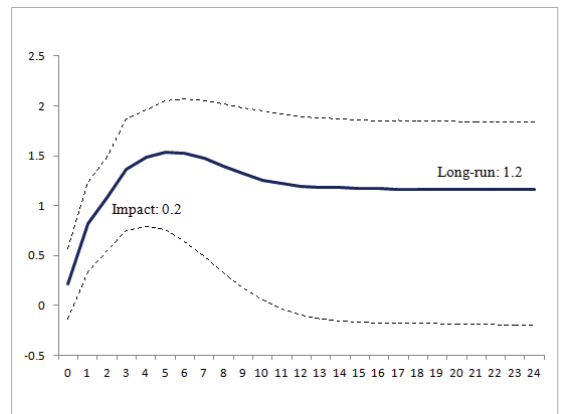
3) 주요국 재정정책과 평가

- 동태 패널 벡터자기상관 추정(Dynamic Panel VAR Estimation) 결과, 글로벌 금융위기 중 주요 선진국의 재정 승수는 이전 수준에 비해 높았던 것으로 나타났으며, 이는 글로벌 금융위기 중 주요 선진국의 재정지출 확장정책이 효과적이었다는 것을 나타냄.
 - 충격반응함수 추정 결과, 글로벌 금융위기 이전 정부지출에 대한 재정 승수는 충격 당시 0.5 수준이며, 이후 누적승수는 제로(0) 수준임.
 - 즉 위기 이전의 정부지출 증가는 민간 부문 소비나 투자를 구축하여 경기부양(GDP 증가)을 유도하지 못했던 것으로 나타났음.
 - 글로벌 금융위기 기간 중 정부지출 승수는 충격 당시 0.3이며, 장기적 누적 승수는 1.2 수준에 달하였음.
- 국가채무의 수준별로 재정승수를 분석하면, 국가채무의 수준이 높은 국가의 경우 단기적으로도 재정승수가 0에 가깝고, 장기적으로는 음(-)의 재정승수가 추정되었음.

[그림 1] 정부지출 승수, 위기 이전(2000년 1/4분기~2007년 3/4분기)



[그림 2] 정부지출 승수, 위기 기간(2007년 4/4분기~2012년 2/4분기)



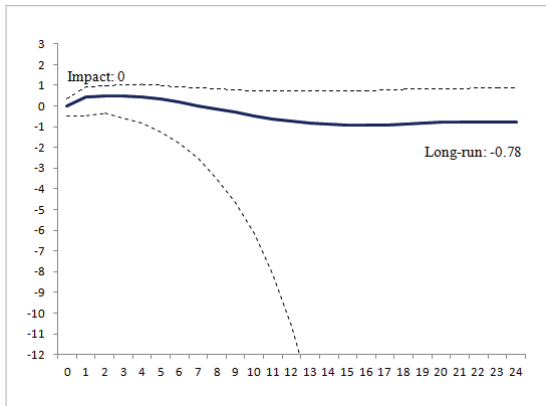
- 글로벌 금융위기 기간 동안 국가채무가 GDP 대비 60% 이상인 국가들을 대상으로 분석한 결과, 단기적인 재정 승수는 제로(0) 수준이었고, 장기 누적승수는 -0.78로 나타났음.
 - 국가채무가 GDP 대비 60% 이하인 국가들의 경우, 단기적인 재정 승수는 0.2 수준이었으며, 장기 누적 승수는 1.4에 달하였음.
- 글로벌 금융위기 중 선진국들의 적극적인 재정책장 정책은 효과가 컸다고 할 수 있으나, 국가채무가 크게 늘어난 선진국의 경우에는 향후 추가적인 재정정책의 효과는 기대하기 힘들며, 재정건전화정책이 수반되어야 한다고 판단됨.
 - 재정위기를 겪고 있는 유로지역 일부 회원국, 재정절벽의 위기에 처한 미국, 이미 GDP 대비 국가채무가 200%를 육박하고 있는 일본의 경우에는 추가적인 재정정책으로 인한 경기부양보다는 재정건전화정책이 우선되어야 함.

3. 정책적 시사점

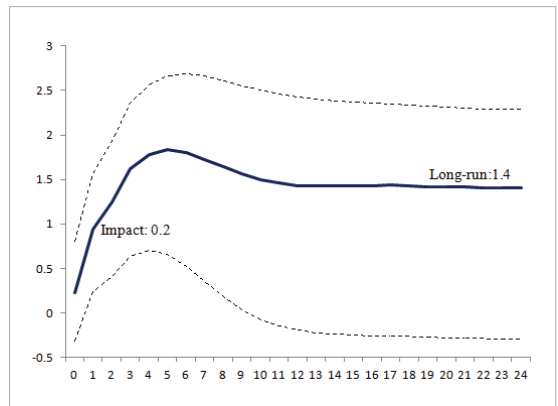
1) 선진국 금융기관 부실의 장기화 가능성

- 구제금융과 양적완화 정책으로 위기를 모면하고 있는 선진국 금융산업은 도덕적 해이 문제와 부실 청산의 지연으로 인해 그 위험이 장기화될 가능성이 높음.
 - 위기의 재발을 막기 위해서는 금융기관 재무구조의 건전화와 경영행태의 개선이 요구되나, 대마불사 논리로 구제된 대형 금융기관의 경우에는 도덕적 해이에 빠지기 쉽고, 다시 고위험 경영형태로 돌아가 위기가 반복될 가능성이 높음.
 - 또한 구제금융은 시장의 자정기능을 훼손하기 때문에, 마땅히 구조조정되었어야 할 부실화된 금융기관을 희생시켜 부실의 장기화를 가져올 수도 있음.
- 구조조정 노력과 제도적 개선이 수반되지 않은 구제금융정책은 금융 부실화를 장기화시킬 우려가 있으며, 이는 앞으로 상당 기간 동안 선진국이 직면해야 할 과제가 될 것임.

[그림 3] 높은 부채 수준의 국가들: 정부지출 승수, 위기기간(2007년 4/4분기~2012년 2/4분기)



[그림 4] 낮은 부채 수준의 국가들: 정부지출 승수, 위기기간(2007년 4/4분기~2012년 2/4분기)



2) 글로벌 유동성 확대에 의한 외환시장 및 상품시장 불안정 가능성

- 주요 선진국 양적완화정책의 부산물인 글로벌 유동성 확대가 향후 개발도상국의 외환시장과 자산시장 불안정을 야기할 가능성이 있음.
 - 미국, 유로지역, 영국, 일본 등 주요 선진국들은 당분간 초저금리와 양적완화 기조를 유지할 것으로 전망되므로, 선진국과 개발도상국의 금리차이에 의한 재정거래 유인이 발생하며, 이에 따라 개발도상국 통화의 평가절상 압력이 커질 수 있음.
 - 개발도상국 통화의 평가절상 압력은 수출의 비중이 상대적으로 높은 개발도상국 경제에 부담이 될 가능성이 있음.
 - 또한 개발도상국으로 유입된 국제 자본은 부동산, 주식시장 등 특정 자산시장의 과열과 불안정을 야기할 가능성도 있음.
- 글로벌 유동성 확대는 유가와 곡물가 등 국제상품시장의 가격 상승과 가격 불안정으로 이어질 가능성이 있음.
 - 현재 두바이 유가는 글로벌 금융위기 이전 시기보다 크게 높은 배럴당 100달러 이상인 고유가를 유지하고 있는 상황이며, 이러한 고유가 상황에서 글로벌 유동성 확대가 다시 한 번 가격을 높인다면 세계경제에 큰 타격이 될 수 있으므로, 이에 대한 면밀한 관찰과 주의가 필요함.

3) 세계 경기변동성 증가 가능성

- 향후 수년 동안은 주요 선진국 거시정책 수단의 여력이 소진된 상황이 이어질 전망이므로, 새로운 경기 침체 충격이 발생할 경우 선진국의 경기변동은 이전보다 커질 가능성이 있음.
 - 통화정책상으로는 2009년부터의 제로금리에 가까운 초저금리와 양적완화 기조를 유지해 오고 있는데, 추가적인 금리인하의 여력이 없을 뿐만 아니라 양적완화의 유효성도 그 횟수를 거듭할수록 감소하고 있음.
 - 재정정책상으로는 거의 모든 주요 선진국이 과도한 국가채무로 인해 재정건전성이 위협받고 있기 때문에, 향후 중장기적인 재정건전화 요구를 받고 있음.
 - 따라서 거시경제정책의 두 축인 통화정책과 재정정책의 운용이 제한적일 수밖에 없음.

- 선진국 경기변동 폭의 증가는 세계경제 변동성을 증가시킬 것임.
 - 중국 등 신흥 개발도상국이 얼마나 안정적인 성장을 지속하느냐가 향후 세계경제 안정성을 가늠하는 척도가 될 것임.