

## 經濟成長 패러다임의 變化<sup>(1)</sup> - 金融中心 -

金仁竣

최근 들어 국제경제 환경은 요동치고 있다. Sub-prime mortgage loan 사태로 인해 국제 금융시장은 요동치고 있으며 금융경색과 더불어 국제적 명성을 누리던 금융기관 들마저 어려움에 처해 있다. 미국은 이미 경기 침체에 들어간 상태에서 글로벌 불균 형은 해소되지 않고 있으며 중국경제의 불확실성도 커지고 있다. 우리는 sub-prime mortgage 사태와 관련 금융시장, 금융산업, 그리고 금융정책이 함께 엉켜있는 것을 볼 때 현 시점에서 금융중심의 새로운 성장 패러다임도 이들을 중심으로 함께 발전시켜 야 할 것이다. 어려운 국제 경제 환경 속에서 한국 경제 또한 stagflation에 놓여 있 다. 이러한 상황에서 통화신용정책은 인플레이션에 대한 기대심리가 커지는 것과 금 융시장의 불안을 막기 위해서 물가 안정에 초점을 두어야 할 것이다. 그런데 그 동 안 우리 부동산 시장의 거품현상과 sub-prime mortgage loan 사태도 주택시장과 관련하 여 발생한 점 등을 감안할 때 물가 안정에는 부동산 가격의 안정도 포함하여야 할 것이다. 한편 환율은 시장에서 자율적으로 결정되도록 해야 하며 세계금융시장이 불 안할수록 외환보유고를 충분히 확보해야 할 것이다. 1997년 외환 금융위기 이후 우 리의 금융산업과 금융시장에도 커다란 변화를 겪었다. 그 동안 막대한 공적자금의 투입으로 금융기관들의 건전성은 크게 회복되었으나 이것이 실물경제의 성장으로는 이어지지 못하였고 대우사태, 카드 사태 등으로 금융시장 불안 현상이 주기적으로 나 타났다. 한편 자본시장의 확대 등으로 GDP 대비 직접금융시장의 규모 또한 선진국 수준으로 성장하였으나 질적인 면에서는 아직도 은행 중심의 간접금융시장의 의존도 가 크다. 또한 인구 고령화가 빠른 속도로 진행되는 가운데 국민연금의 규모가 급속 히 커지고 있다. 파생금융시장의 규모 또한 급속히 늘어나고 있는 반면 자본시장에 서 중계 역할을 할 투자은행의 국제경쟁력은 미미하여 그 규모 또한 시중은행에 비 해서 너무 작다. 금융산업의 국제경쟁력을 키우고 새로운 경제 성장의 동력으로 삼 기 위해서는 금융의 규제완화와 자율화, 국제화, 민영화, 투자은행의 육성, 국민연금 운영개선방안 등을 동시에 접근하여 푸는 과감한 빅뱅 어프로치(big-bang approach)가 필요할 것이다. 금산분리 문제는 단계적으로 접근하는 것이 바람직하다. 그렇지만 국민연금 등을 활용하여 국내자본이 해외자본에 역차별 당하는 것은 막아야 할 것이 다. 과거에는 은행의 대기업 사금융고화를 우려하였으나 지금은 금융불안이 산업으로 번지는 것이 더 큰 문제가 될 것이다. 이번 sub-prime mortgage loan 사태를 볼 때 금 융감독의 중요성은 아무리 강조하여도 지나치지 않을 것이다. 금융 시스템의 불안을

(1) 본 논문은 한국경제학회 주체 2008년도 제1차 정책세미나에서 주체 발표하였음을 밝힌다.

막기 위해서는 금융의 기능별 건전성 감독뿐만 아니라 거시경제적 건전성 감독이 더욱 중요할 것이다.

## 1. 머리말

한국의 목표는 선진국을 따라 잡는 것이다. 한국 사회의 고령화가 빨리 진행되고 있고 제조업 분야에서 중국과의 기술 격차가 하루가 다르게 줄어드는 상황에서 앞으로 5-10년이 한국의 선진국 진입 여부를 결정할 것이다. 현재 한국도 노동과 자본의 투입 증가를 통해 제조업 중심으로 성장을 달성하는 데에는 한계가 있다. 그렇다면 결국 서비스 부문의 생산성 증가를 통해서 선진국으로 진입해야 할 것이다.

생산성을 높이기 위해서는 먼저 研究開發(R&D)과 人間資本(human capital)에 대한 투자를 효율적으로 높여야 할 것이다. 또한 불필요한 규제를 과감히 풀고 노동 시장의 유연성과 일을 할 誘因(incentive)을 높이는 방향으로 경제정책을 펴 나가야 할 것이다.

한국이 선진국에 진입하기 위해서는 중소기업들의 활성화와 서비스 부문의 생산성 확대가 필수적이다. 1997년 경제위기를 겪으면서 중소기업의 구조조정은 대기업에 비해 미루어진 상태이며 최근 중국 등과의 경쟁에서 어려움을 크게 겪고 있다. 중소기업의 활성화를 통한 고용 확대를 도모하기 위해서는 진입과 퇴출을 보다 자유롭게 하고 창의적이고 기술 중심의 중소기업을 지원하는 체제로 지원체제를 바꾸어야 할 것이다.

현재 우리 서비스 부문의 생산성은 제조업 부문의 53% 수준에 지나지 않는 반면 OECD 국가들의 평균은 90% 수준에 달한다. 이를 위해서는 금융, 물류, 의료, 교육 등 서비스 분야의 규제를 과감히 풀고 국제 경쟁을 통한 경쟁력을 높여야 할 것이다. 특히 서비스 부문을 대표하는 금융 발전을 통한 선진국 진입은 아무리 강조하여도 지나치지 않을 것이다.

그런데 금융 서비스 발전을 통해 경제 성장을 도모하기 위해서는 한국금융에 대한 패러다임의 변화가 필요하다. 현재 우리의 금융 서비스 부문은 GDP의 8.5%인 반면 중요 金融 허브(financial hub)의 경우 20%선에 육박한다. 금융 부문의 발전은 서비스 분야 전체 생산성 향상에 기여할 뿐만 아니라 제조업 분야의 고용 감소를 상쇄할 것이다.

본 논문은 외환 금융위기 10년이 지난 현시점에서 한국 금융을 중심으로 새로운 성장 패러다임을 모색하고자 하는 데 그 목적이 있다. 이를 위해 우리의 금융정책, 금융산업, 그리고 금융시장의 변화와 발전을 분석하고 새로운 금융 부문 성장 패러다임을 제시하고자 한다.

본 논문에서는 간단한 머리말에 이어 2장에서는 우리의 금융정책의 변화를 통화신용정책과 환율정책을 중심으로 분석한다. 다음 3장에서는 거시 경제와 금융산업의 구조 변화를 금융산업의 구조조정과 자금순환구조 그리고 금융구조조정의 성과와 평가에 초점을 맞추어 다루고자 한다. 한편 4장에서는 미시적인 측면에 초점을 맞추어 금융시장의 구조 변화를 다룬다. 이 장에서는 금융시장의 구조와 자산 배분, 고령화와 연금 자산의 증가, 기관 투자자의 성장, 그리고 파생금융상품 시장 등 우리 금융시장의 주요 이슈들을 중심으로 다룬다. 마지막 5장에서는 급변하는 국제경제 환경 속에서 통화신용정책과 환율정책의 방향, 금융산업 발전과 경제 성장 잠재력 강화, 그리고 금융시장의 안정과 효율화에 초점을 맞추어 금융부문의 새로운 성장 패러다임을 제시하고자 한다.

## 2. 韓國의 通貨信用政策과 換率政策 分析

이 장에서는 통화신용정책 관련 인플레이션 타겟팅 정책과 물가 안정 문제, 환율정책 운용, 그리고 국제수지와 외환보유고 문제를 다룬다.

### 2.1. 인플레이션 타겟팅 政策과 物價 安定

외환위기 직후 정부는 IMF의 요구로 고금리 정책을 택하였고 금융기관들도 BIS 자기 자본 비율을 충족시키기 위해서 자금을 회수하면서 금융 경색이 일시적으로 진행되었다. 그러나 이후 경기 부양을 위해 통화신용정책은 긴축에서 확장으로 기조가 바뀌었다.

한편 1997년 말 경제위기를 기점으로 환율제도 또한 변동환율제도로 이행하면서 환율이 큰 폭으로 상승하여 국제수지를 개선하고 교역을 통해 경제를 활성화하는 데 크게 기여하였다.

외환위기 이후 한국의 통화신용정책과 환율정책은 매우 큰 변화를 겪었다. 1998년에 발효된 한국은행법이 한국은행의 유일한 설립 목적으로 物價 安定을 명시하였다. 한국은행은 인플레이션 타겟팅(Inflation Targeting) 정책을 채택하고 환율 운용 방식도 외환위기 전 시장평균환율제도에서 變動換率制度로 바꾸었다. 한편 1998년 들어 통화지표들 간의 움직임이 상이하고 통화 지표와 정책목표인 인플레이션 간의 상관관계가 낮아짐에 따라서 한국은행은 통화신용정책 수단으로 통화량 대신 콜금리를 채택하였다. 또한 한국은행은 긴급 외환을 제공한 IMF의 요구에 따라 자본이동 자유화 조치와 변동환율제도를 택하였다. 그런데 물가안정과 자본시장 개방을 추구하는 상황에서 변동환율제도로의 이행은 불가피하였다.

외환위기 직후 통화당국은 IMF의 권고에 따라 고금리 정책을 채택하여 1998년 1/4 분

기까지 콜금리는 24%를 상회하였다. 이러한 고금리 정책은 외국 자본의 급격한 이탈을 방지하기 위해서 채택되었지만 6개월 이상 진행되면서 기업의 도산을 가속화하고 경제를 더욱 악화시켰다.

한편 한국은행은 인플레이션 타겟팅 정책을 채택하였음에도 불구하고 경기변동에 적극적으로 대처하였다. 1999년 5월에는 연초에 6%이었던 콜금리를 4.75%로 낮추면서 확장 금융정책을 채택하였다. 이러한 확장금융정책은 1999년과 2000년 경기활성화에는 어느 정도 도움을 준 것이 사실이다.

그런데 그 이후 확장금융정책은 유동성 과잉 공급을 가져왔고 경기 확장보다는 오히려 부동산 시장의 거품을 일으키는 데 일조하였다. 통화당국은 2001년 4/4분기 들어 콜금리를 4%로 낮춘 뒤 2003년 3/4 분기부터 3% 대로 낮추어 2006년 1/4분기까지 유지하였지만 경제는 계속 잠재성장률인 5% 대를 밑돌았고 경기는 활성화되지 않았다. 그런데 이러한 확장금융정책에 따라 시중에 유동성이 풍부해지면서 부동산 가격이 크게 올랐다. 2002년부터 2006년까지 5년간 연평균 전 도시 주택매매가격 상승률과 서울 아파트 가격 상승률은 각각 6.7%와 13.6%로 물가상승률을 크게 앞질렀다.

외환위기 이후 채택된 인플레이션 타겟팅 정책은 전반적으로 물가를 목표 범위 내에서 안정적으로 유지함으로써 외형상 성공적인 모습을 보여주고 있다. 그렇지만 한국은행이 인플레이션 타겟팅 정책을 수행하는 과정에서 금융 환경의 변화를 감안하지 않은 채 그 목표를 재화 가격에 국한함으로써 過剩 流動性 供給을 가져온 것 또한 사실이다.

최근 들어 중국, 인도, 그리고 러시아가 본격적으로 자본주의에 편입되면서 미숙련 세계 노동력의 공급은 배로 늘어났고 그 결과 재화의 공급이 싼 값에 이루어지게 되었다. 특히 중국으로부터 싼 값의 재화 수입은 공급측면에서 물가를 낮추는 역할을 하였다.

한편 경상수지 흑자 기조의 정착과 해외 자본 유입의 증가로 원화 가치가 상승한 것 또한 물가 안정을 유지하는 데 기여하였다. 그 결과 시중 유동성이 크게 늘어났음에도 불구하고 기존의 목표 인플레이션을 달성할 수가 있었다.

그런데 시중의 유동성과 가계대출 비중이 급격히 늘어나면서 이는 시차를 두고 부동산 시장의 거품을 야기 시켰다. 국토의 규모가 작은 한국의 경우 광활한 국토를 가진 국가들보다 부동산 가격이 급변하고 부동산 시장에서 거품이 발생할 가능성이 크다. 부동산 시장의 거품 여부를 측정하는 한 지표인 소득대비 아파트 매매 가격 추이를 살펴보면 강남의 경우 그 비율이 1991년 20 수준을 상회한 뒤 1997년 외환 금융위기 직전 10 수준으로 안정되었다가 다시 20 수준을 육박하고 있다. 토지 가격도 2002년을 기점으로 2005년까지 급등세를 보이고 있다.

〈表 1〉 國民計定

연도	경제 성장률 (%)	최중소비 지출증감률 (%)	총고정자본 형성증감률 (%)	실질 GNI 성장률 (%)	국내총생산 (명목, 억 원)	1인당 GNI(\$)	GDP 디플레이터 상승률 (%)	대미달러 환율(연월 말, 원단위)
1995	9.2	9	13.1	9.5	3,988,377	11,432	7.4	775.7
1996	7	7	8.4	5.6	4,485,964	12,197	5.1	844.9
1997	4.7	3.2	-2.3	2.7	4,911,348	11,176	4.6	1,695
1998	-6.9	-10.6	-22.9	-8.3	4,841,028	7,355	5.8	1,204
1999	9.5	9.7	8.3	9.4	5,294,997	9,438	-0.1	1,138
2000	8.5	7.1	12.2	5.5	5,786,645	10,841	0.7	1,264.5
2001	3.8	4.9	-0.2	2.8	6,221,226	10,159	3.5	1,313.5
2002	7	7.6	6.6	7	6,842,635	11,497	2.8	1,186.2
2003	3.1	-0.3	4	1.9	7,246,750	12,717	2.7	1,192.6
2004	4.7	0.4	2.1	3.9	7,793,805	14,206	2.7	1,035.1
2005	4.2	3.9	2.4	0.7	8,105,159	16,413	-0.2	1,011.6
2006	5	4.5	3.2	2.3	8,478,764	18,372	-0.4	929.8
2007	4.9	4.5	4.1	.	.	.	.	936.1

資料: 한국은행 경제 통계 시스템(<http://ecos.bok.or.kr>).

그런데 우리의 경우 다른 나라와는 달리 〈表 1〉에서 보듯이 부동산 가격 상승이 소비 증가로는 이어지지 않고 있다. 그것은 부동산담보 대출 증가와 무분별한 카드 남발에 따른 이자 부담이 신용불량자가 소비지출을 억제하였기 때문이다.

한편 정부의 금리 인하 정책에도 불구하고 미래에 대한 불확실성으로 인해 투자 또한 둔화되면서 그 동안 내수 증가에 따른 경제 성장기여도는 상대적으로 높지 않았다. 반면에 같은 기간 동안 높은 輸出增加率이 경제 성장을 이끈 견인차 역할을 하였다.

최근 가계대출의 비중이 급격히 늘어나 은행대출에서 차지하는 비율이 2005년 들어 이미 50%를 넘었으며 가계대출 중에서 주택관련대출이 차지하는 비중도 60%를 상회하고 있다. 특히 가계대출의 86.7%와 기업대출의 54.2%가 변동 금리 조건인 것을 감안하면 가계와 중소기업이 금리위험을 상당히 부담할 수밖에 없는 구조이다.<sup>(2)</sup>

그런데 최근 유동성 증가에 따른 부동산 시장의 거품은 국가별 차이는 있지만 세계적인 현상이다. 최근 인플레이션 목표를 설정하는데 재화와 더불어 부동산 가격 움직임도 고려하여야 한다는 주장은 이러한 현실적 문제점 때문이다.

그 동안 한국은행은 콜금리를 계속 올려 2008년 2월 현재 5% 선을 유지하고 있다. 최

(2) 실제로 2005년 들어 중소기업대출이 전체 기업대출의 85%를 상회하고 있다.

근 한국은행이 정책 금리를 계속 인상한 것은 통화팽창과 원유를 비롯한 원자재 가격 인상에 따른 인플레이션 압력 우려와 부동산 시장의 과열을 우려한 측면이 강하다.

2.2. 換率政策과 國際收支

환율은 재화와 자본의 국제 간의 이동에 따라 결정된다. 그 결과 금리를 정책 수단으로 하는 통화신용정책은 물가뿐만 아니라 환율에도 직접적인 영향을 준다. 금리 변동에 따라 자본이 움직이면서 환율에 직접적인 영향을 주기 때문이다.

대미 환율 움직임을 보면 1997년 4/4 분기 한때 2000 가까이 올랐던 환율은 1997년 말에는 1,415, 그 후 2001년까지 1,200~1,300 선에서 안정을 되찾았다. 그런데 그 당시 환율 안정은 고금리 정책 덕분이라기보다는 IMF로부터 긴급 자금의 지원, 단기채를 중장기채로 바꾸는 협상의 성공, 외국환평형기금채권 발행 성공 등에 힘입은 바가 컸었다.

원화 상승과 한국의 외환보유고가 단시일 내에 급격히 늘어날 수 있었던 것은 경상수지 흑자 기조 유지와 함께 해외자본이 국내에 큰 폭으로 유입되었기 때문이다. <表 2>에서 보듯이 외환위기 직후 환율 급등에 따른 수출 호조와 수입 감소 그리고 경기 침체에 따른 수입 격감으로 경상수지는 크게 개선되었으며 그 黒字 趨勢는 2007년도 지금까지 계속되고 있다.

<表 2> 國際收支 要約表

연도	경상수지	자본수지	직접투자	증권투자	기타투자	기타자본수지	준비자산 증(-)감	외환보유고
1995	-8,665.1	16,785.6	-1,776.2	11,590.7	7,458.7	-487.6	-7,044.9	32,712.1
1996	-23,120.2	23,326.8	-2,344.7	15,184.6	11,084.5	-597.6	-1,388.6	33,236.7
1997	-8,287.4	1,314.4	-1,605.2	14,295.3	-10,768.1	-607.6	11,921.7	20,405.5
1998	40,371.2	-3,196.7	672.8	-1,878.2	-2,162.4	171.1	-30,975	52,040.8
1999	24,521.9	2,040.3	5,135.6	8,676.4	-11,382.4	-389.3	-22,982.9	74,054.5
2000	12,250.8	12,110	4,284.5	11,997.5	-3,556.8	-615.2	-23,771.2	96,198.1
2001	8,032.6	-3,390.8	1,107.6	6,583.4	-10,350.8	-731	-7,575.8	102,821.3
2002	5,393.9	6,251.5	-224.2	708.7	6,853.8	-1,086.8	-11,799.4	121,412.5
2003	11,949.5	13,909.4	100	17,906.5	-2,698.7	-1,398.4	-25,849.4	155,352.4
2004	28,173.5	7,598.8	4,588.3	8,619.3	-3,856	-1,752.8	-38,710.5	199,066.1
2005	14,980.9	4,756.5	2,010.4	-1,728.2	6,814.7	-2,340.4	-19,805.8	210,390.7
2006	5,385.2	1,797.2	-4,540.4	-22,745.6	48,384.1	-3,126.1	-22,112.9	238,956.1
2007	5,954.3	6,232.3	-13,696.7	-19,093.3	41,411.9	-2,389.6	-15,128.2	262,224.1

註: 수치의 단위는 백만 달러.

資料: 한국은행 경제 통계 시스템 (<http://ecos.bok.or.kr>).

그 동안 외국 자본 유입이 급격히 증가한 것은 외국인의 국내 주식 시장에 대한 증권 투자와 함께 최근 들어 국내외 단기 금리 차이를 노린 금융기관들과 기업들의 해외 단기 차입이 늘어났기 때문이다.

자본 유입의 형태는 시기적으로 차이를 보여서 2004년까지는 외국인의 국내 주식 시장에 대한 증권 투자가 큰 폭으로 늘어났다.<sup>(3)</sup> 반면에 2005년과 2006년의 경우 증권투자는 마이너스를 기록한 반면 국내 금융기관과 외국은행 지점들의 단기 차입에 따른 기타투자가 큰 폭으로 늘어났다.

인플레이션 타겟팅 정책과 함께 도입된 변동환율제도는 2007년 중반까지 원화의 가파른 상승과 환율 불안정을 가져왔다.

〈表 3〉에서 보듯이 원화는 달러에 대해서 지난 5년간(2002~2006) 41.3% 상승한 반면 우리와 경쟁관계에 있는 중국 위안화, 일본 엔화, 그리고 대만 달러화는 달러에 대해서 각각 5.9%, 10.5% 그리고 7.4% 상승하였다. 원화 가치의 상승에도 불구하고 외환보유고 또한 급격히 늘어나서 외환보유고는 2007년 말 현재 2,622억불에 이르고 있다. 그 기간 동안 일본과의 정책금리 격차가 커지면서 단기 금리 차이를 노린 엔 캐리 자금의 유입이 급격히 늘어난 것도 원화 강세의 한 요인이었다.<sup>(4)</sup>

그런데 2007년 후반기에 들어서서 sub-prime mortgage 사태가 발생하고 외국 투자자들이 주식시장에 투자한 자금을 회수해나가면서 환율은 불안해지고 원화는 약세로 돌아섰다.

〈表 3〉 對美 달러 換率 變動率

연도	일본 엔화	유로화	영국 파운드화	대만 달러화	싱가포르 달러화	중국 위안화	한국 원화
2002	10.6	17.9	10.8	0.7	6.3	0.0	10.7
2003	11.0	19.9	10.8	2.3	2.2	0.0	-0.5
2004	4.6	7.7	7.5	7.2	4.1	0.0	15.2
2005	-13.0	-12.7	-10.3	-3.5	-1.8	2.6	2.3
2006	-0.8	11.5	13.9	0.7	8.5	3.3	8.8
2002~2006	10.5	48.3	34.8	7.4	20.4	5.9	41.3

註: 수치의 단위는 %.

資料: 한국은행(2007년 3월).

(3) 자본유입에는 크게 직접투자, 증권투자, 기타투자 등 세 가지 유형이 있다. 여기서 직접투자는 경영권 확보를 위한 투자를 의미하고 증권투자는 주식과 채권 등에 대한 portfolio 투자를 의미하며 기타투자는 기업이나 금융기관 등의 차입에 따른 자본 이동을 의미한다.

(4) 2006년 일본의 정책금리는 0.5% 수준이었으므로 금융기관과 기업들은 엔화 표시 단기 자본을 큰 폭으로 들여와서 운영을 하였는데 이를 엔 캐리 자금이라고 한다.

국제 간 자본이동이 자유로운 상황에서 한 나라의 경제정책은 다른 나라의 경제정책에 직접적으로 영향을 받는다. 일례로 한국이 통화신용 정책을 수립할 때 국제 금리와 환율 변동까지 고려해야 한다는 것이다. 그러한 의미에서 한국의 통화정책은 미국과 일본의 금리 정책으로부터 자유로울 수 없다.

그런데 한국과 같은 소규모 개방경제의 경우 경상 수지의 어려움이 감지되면 그 나라 경제의 실상과 관계없이 그 나라 경제의 構造的인 問題(fundamentals)로 인식되면서 경제 위기로 발전할 수 있다는 점을 인식하면서 통화신용정책과 환율정책의 적정 조합을 구해야 할 것이다.

한편 통화 당국의 외환시장 개입은 필요한 경우 미세조정에 그쳐야 할 것이다. 자본자유화가 이루어진 상태에서 시장 추세와 역행하는 과도한 외환시장 개입은 더 이상 가능하지도 바람직하지도 않다.

그런데 <表 4>와 <表 5>를 보면 2006년 말 현재 순 대외채권은 플러스인 반면 순 대외투자는 큰 폭의 마이너스를 나타내고 있는 것을 알 수 있다. 이것은 우리의 증권투자보다 규모가 훨씬 큰 외국인 증권투자 등은 대외채무로 잡히지 않기 때문이다. 그렇지만 외환위

<表 4> 純對外債券

연도	순대외 채권	1. 일반 정부	2. 통화 당국	3. 은행 부문	4. 기타		4. 기타 부문	5. 증권	
					a. 단기	b. 장기		a. 단기	b. 장기
1994	-18,270	-6,496	25,872	-17,595	-8,471	-9,124	-20,051	1,665	-21,716
1995	-25,420	-6,058	32,952	-28,019	-14,495	-13,523	-24,295	2,060	-26,355
1996	-46,243	-4,963	33,470	-40,378	-23,790	-16,588	-34,371	-1,586	-32,786
1997	-68,082	-10,176	9,508	-24,576	-3,224	-21,353	-42,838	-1,501	-41,337
1998	-34,532	-15,069	31,521	-14,556	6,292	-20,848	-36,427	4,138	-40,566
1999	-6,841	-18,986	63,958	-16,636	97	-16,733	-35,178	4,670	-39,848
2000	18,835	-18,416	87,576	-13,004	-1,764	-11,240	-37,322	2,521	-39,843
2001	34,988	-17,307	100,376	-10,531	-1,661	-8,870	-37,551	2,106	-39,657
2002	42,783	-16,476	118,868	-17,937	-9,013	-8,924	-41,673	866	-42,538
2003	70,540	-10,313	152,243	-23,695	-8,291	-15,404	-47,696	3,187	-50,882
2004	111,941	-4,609	195,616	-23,028	-5,113	-17,914	-56,039	-668	-55,371
2005	120,722	4,779	206,373	-30,392	-12,247	-18,145	-60,038	-2,197	-57,841
2006	106,598	6,678	234,326	-73,374	-56,198	-17,176	-61,032	176	-61,208
2007	34,820	-14,218	246,063	-117,574	-88,645	-28,928	-79,451	2,959	-82,411

註: 수치의 단위는 백만 달러, 작성주기는 매년 4분기.

資料: 한국은행 경제 통계 시스템 (<http://ecos.bok.or.kr>).



〈表 5〉 國際 投資 對照表

연도	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
대외투자합계	1,850.4	2,068.2	2,559.9	3,250.2	3,599.7	4,513.2	5,832.1
해외직접투자	199.7	207.3	249.9	321.7	386.8	491.9	662.2
증권투자	83.4	124.7	181.7	294.5	446.8	849.1	1,571.7
기타투자	539.1	522	574.8	643.4	662.2	782.6	976
준비자산	1,028.2	1,214.1	1,553.5	1,990.7	2,103.9	2,389.6	2,622.2
외국인투자합계	2,488.2	2,771.7	3,377.6	4,134.9	5,394.4	6,522.6	8,185.8
외국인직접투자	532.1	626.6	660.7	877.7	1,048.8	1,191.4	1,196.3
증권투자	1,068	1,171.4	1,659.3	2,112.2	3,117.8	3,548.2	4,614.4
기타투자	888.1	973.8	1,057.6	1,145.1	1,227.9	1,783	2,375.1
순국제투자	-637.8	-703.6	-817.6	-884.8	-1,794.8	-2,009.5	-2,353.6

註: 수치의 단위는 억 달러.

資料: 한국은행 경제 통계 시스템(<http://ecos.bok.or.kr>).

기 등이 발생한다면 외국인의 증권투자의 상당 부분도 해외로 빠져나갈 것으로 예상된다.

### 3. 金融産業의 構造調整 分析

여기서는 1997년 경제위기 이후 금융산업의 구조조정이 자금 순환구조에 미친 효과를 분석한 뒤 금융구조조정 성과를 분석하고 평가한다. 금융구조조정이 외환 금융위기를 극복하는 데 결정적인 역할을 한 것이 사실이지만 금융과 실물 부문의 괴리현상과 함께 금융시장 불안 현상이 주기적으로 나타나고 있다.

#### 3.1. 金融産業의 構造調整과 資金循環 構造

외환위기 이후 2000년대 중반까지는 금융의 구조조정기였다. 금융산업과 금융시장에서 시장 원리가 도입되고 정착되었다. 금융산업 구조조정 과정에서 많은 금융 기업들이 퇴출되고 합병되었다. 1997년 외환위기 직후 추진된 금융구조조정은 공적자금을 매개로 정부 주도로 진행되었다. 정부는 2001년 GDP의 29%에 달하는 156조 원에 달하는 대규모 공적자금을 2002년 3월까지 투입하였다. 공적자금은 예금보험공사를 통해 증자, 출연 및 예금 대지급 등을 하는 데 투입되었으며 또한 한국자산공사를 통해 부실 자산과 채권을 매입하는 데 사용되었다. 부실 금융기관을 정리하는 과정에서 금융기관의 대형화와 그룹화가 빠르게 진행되었으며 자본시장 발전을 위해 영미식 지배구조개혁이 강조되고 금융

〈表 6〉 株式市場 關聯 統計

연도	주가지수(연월 말)	상장주식시가총액(연월 말)	외국인 주식투자 비중(연월 말)
2002	627.6	258,680,756	36
2003	810.7	355,362,626	40.1
2004	895.9	412,588,139	42
2005	1,379.4	655,074,595	39.7
2006	1,434.46	704,587,508	37.3
2007	1,897.13	951,900,450	32.4

註: 종합주가지수 기준은 1980년 1월 4일 100, 상장주식시가 총액 단위는 백만 원.

資料: 한국은행 경제 통계 시스템(<http://ecos.bok.or.kr>), 금융감독원 금융통계정보 시스템(<http://fisis.fss.or.kr>).

산업이 전면적으로 개방되었다.

외환위기 이전의 금융의 기능은 산업 자본을 효율적으로 조달하는 것이었다. 금융기관들은 정부가 정책적인 투자에 따른 위험을 감당하리라 믿고 대출 심사를 제대로 하지 않았다. 기업들도 투자에 따른 위험을 제대로 평가하지 않고 예상 수익률 위주로 투자를 결정하였다. 그 과정에서 자금에 대한 만성적인 초과 수요가 나타났고 실제금리는 공금리를 상회하였으며 과잉투자, 중복투자가 발생하면서 외환위기의 한 원인이 되었다.

외환위기 전후 금융산업의 변화는 資金循環 構造의 변화와도 밀접한 관계가 있다. 외환위기 이전 기업자금 조달이 단기화되고 해외 의존도가 높아진 것은 90년대 초부터 추진된 비대칭적 금리자유화 정책과 과도한 외자 유입을 우려한 장기 외자유입 규제의 결과이기도 하다. 이 기간 중 정부는 단기금융상품인 기업어음의 발행금리를 자유화한 반면 장기금리는 규제하여 왔다. 자본시장 자유화의 일환으로 단기외화자금 조달이 허용되자 대기업들이 적극적으로 단기외자 조달에 치중하였다. 그 결과 단기로 자금을 조달해 장기로 운용한 滿期 不一致(maturity mismatch) 문제와 외화로 차입하여 원화로 대출한 通貨 不一致(currency mismatch) 문제가 심화되었다. 기업들의 부실 투자와 함께 이중적 불일치는 아시아 외환위기의 주요한 원인으로 알려져 있다.

외환위기의 발발과 함께 은행중심이었던 우리나라의 금융시장이 처음으로 자본시장 중심으로 전환하게 된다. 은행의 자금중개기능이 마비된 상황에서 자금조달에 어려움을 겪게 된 기업들이 1998년 대체 자금조달 수단으로써 고금리 회사채를 대량으로 발행하였다. 또한 1999년 이후 이자율이 하락하고 주식시장이 살아나자 〈表 6〉에서 보듯이 주가가 상승하면서 주식시장이 기업자금 조달 기능을 담당하였다. 미국 연방준비제도의 의장인 Greenspan이 비유하였듯이 금융중개기능이 마비된 은행 부문을 대신해 자본시장이

‘spare tire’ 기능을 수행하면서 실물부문의 회복을 지원한 셈이다.

자금순환 구조 변화의 성과를 평가하는 것은 쉬운 일이 아니다. 자본시장이 은행을 대신해 자금중개기능을 수행하였기에 신용경색 현상이 완화된 것은 부인할 수 없는 사실이다. 회복과정에서 자본시장의 발전이 더뎠던 동남아 국가들에 비해 한국경제의 회복이 빨랐던 이유 중 하나로 볼 수 있다.

그러나 이러한 변화에 동반된 부작용 또한 만만치 않았다. 우선 신용평가, 시가평가, 회사채 발행 관련 공시제도 등 자본시장 인프라가 제대로 갖추어 지지 않은 상황에서 회사채 시장이 자금중개 기능을 수행하면서 한계기업, 특히 한계 대기업이 구조조정의 어려움을 피해 생존을 연장할 수 있었다. 1999년 중반 부도가 난 대우가 회사채 발행을 통해 막대한 자금을 조달하였음은 너무나 잘 알려진 사실이다. 결과적으로 은행부문이 그러하였듯이 자본시장 역시 금융의 두 기능, 즉 자금 공급기능과 선별 기능 중 자금 공급기능 역할은 하였으나, 자원배분의 효율성 면에서는 더 나은 성과를 보였다고 할 수는 없다. 이는 자본시장 규모를 단기간에 키울 수 있으나 자원배분의 효율성을 제고하려면 인프라의 구축 등 여러 전제조건이 충족되어야 하기 때문에 상당 기간이 필요함을 시사한다.

1999년 중반 대우사태가 불거진 이후, 자금순환의 구조는 외환위기 직후와 정반대로 변화하였다. 대기업 부실로 회사채 시장의 신뢰가 저하되어 건전한 기업마저 회사채 발행이 어렵게 되었으며, 투자자들도 더욱 위험 기피적인 성향을 갖게 되었다.

한편 은행은 공적자금의 투입으로 어느 정도 재무구조의 건전성이 개선되었기 때문에, 시중 자금은 대우사태 이후에 다시 은행권으로 집중되었다. 외환위기 이후 자본시장 중심으로 재편되었던 금융구조가 또 다시 銀行中心 構造로 되돌아간 것이다. 그러나 외환위기 이전과 달리 은행 부문 역시 위험 기피적으로 변화하였기에 은행으로 집중된 자금은 기업대출보다 부동산 담보대출, 가계대출 자금으로 사용되었다. 그 결과 최근에는 은행과 금융산업의 발전이 실물부문 발전과 괴리되어 국가 경쟁력으로 연계되지 못하는 등 새로운 문제를 야기하고 있다.

### 3.2. 金融産業 構造調整 評價

외환위기로 인해 가장 크게 개선된 부문이 金融部門임은 부정하기 어려운 사실이다. 공적자금의 투입은 불가피하게 재정건전성을 악화시켰으나 금융산업 발전의 계기를 제공하였으며 신속한 경기회복과 국가신용등급 향상에 기여하였다. 무엇보다도 금융부실이 어느 정도 정리되어 금융기관의 수익성과 건전성이 개선되었으며 금융기관의 대형화와 그룹화가 빠르게 진전되었다.

금융시장의 양적인 성장뿐만 아니라 금융 인프라와 감독수준도 개선되었다. 리스크 관

리의 중요성이 부각되었으며 통합 금융감독 기관의 설립과 신용 평가제도의 확립 등 금융 하부구조도 마련되었다.

위험에 대한 민간 금융기관의 인식도 달라져 개별 금융기관의 危險管理가 체계화되었다. 적기 시정조치, 건전성 감독 강화 등 금융감독과 관련한 법적 인프라가 정비되었고 회계와 공시제도 등 자본시장 하부구조 강화를 위한 제도 개선도 추진되었다. 또한 대규모 공적자금을 조달하는 과정에서 금융시장의 기초 인프라인 국채시장이 선진화되고 신용평가, 시가평가 기관도 활성화되었다. 부실채권 매각과 기업구조조정 과정에서 구조조정 시장이란 새로운 금융시장을 출범시켰고, 이들 통해 자산유동화, M&A, 신용파생상품의 활용 등 선진 금융기법이 도입되어 금융산업이 질적으로 개선되는 효과도 나타났다. 기업지배구조도 개선됨에 따라 주주자본주의가 자리 잡는 계기가 되었고 이는 주식시장 정상화와 Korea Discount 축소를 통해 자산운용업 발전에 기여하였다.

그런데 이러한 성과가 공적자금 투입과 구조조정 과정에서 충당금을 쌓아 놓았던 부실 자산의 재평가 이익에 따른 단기적인 효과인지 아니면 구조조정을 통해 금융부문의 경쟁력이 강화되어 나타난 현상인지 아직 판단하기 이르지만 외환위기로 인해 금융산업의 새로운 발전 계기가 마련된 것만은 분명한 듯하다.

그러나 다른 한편으로는 금융구조조정의 성과에 대해서 비판의 목소리도 강하다. 가장 큰 비판의 소리는 공적자금 투입의 혜택으로 개별 금융기관의 수익성이 나아졌으나 그 과정에서 금융기관이 수익성과 안전성만 강조하다 보니 금융부문과 실물부문의 乖離現狀이 심화되었다. 수익성과 안전성 제고를 위해 기업금융보다 소비자금융이 강조되었고 가계부채 대란과 부동산 가격 상승이란 부작용을 초래하였다. 시장개방으로 주요 금융기관들을 외국인 투자자들이 소유하면서 단기차익과 수수료 수익만 추구하다 보니 기업금융에 더욱 인색해 졌다고도 한다.

외환위기 이후에도 대우사태, 가계부채 대란 등 금융위기가 반복되고 금융산업 발전에도 불구하고 최근 우리경제의 연평균 경제성장률이 4%대에 머물고 있는 것을 보면 외환위기와 금융구조조정의 후유증이 사라지지 않았음을 시사하고 있다. 그 과정에서 많은 교훈을 얻은 것도 사실이다.

두 번째 비판의 소리는 금융구조조정도 불구하고 회사채 시장의 급성장과 대우사태, 가계부채의 급증과 신용카드 대란, 부동산대출의 급증과 부동산 시장 거품현상 등 금융시장 불안 사태가 週期的으로 나타나고 있다는 점이다.

신용카드 대란은 경기 활성화를 노린 정부의 소비 확대정책 추진과 더불어 전업 카드 회사가 금융업의 본질을 이해하지 못하고 제조업 중심의 경영 방식을 고집한 결과이다.

금융시장에서는 사업 규모가 커지거나 시장점유율이 높아지면 그에 비례해 위험도 커지는 특성이 있다. 전업 카드회사가 제조업 경영에 익숙한 대기업 계열사이었기에 시장점유율이 높아지면 위험도 커지는 금융산업의 특성을 이해하지 못하고 경쟁적으로 사업을 확장하였다. 그런데 외환위기 이후 새로 정착된 자산유동화 제도 또한 이들 카드회사의 공격적 경영을 가능하게 하였다.

부동산 시장의 거품 역시 경기 활성화를 위한 정부의 확장 금융정책뿐만 아니라 외환위기 이후 은행들의 대출 구조의 변화가 그 원인이다. 외환위기 이전만 해도 정책적으로 제한되었던 소비자대출이 외환위기 이후 경쟁적으로 확대되면서 은행대출의 50%를 상회하게 되었다. 그 동안 자금부족으로 전세나 월세에 만족했던 가구들이 대출을 통해 주택구입이 가능해지면서 주택 수요가 갑자기 큰 폭으로 늘어나게 되었다. 이에 반해 외환위기 이후 건설업체의 경영악화와 각종 규제로 주택공급은 축소되었으니 주택가격이 상승할 수밖에 없었다.

그런데 금융구조조정이 초래한 부작용이 큰 것도 사실이지만 외환위기 이후 금융시장에 나타난 긍정적인 변화를 과소평가해서는 곤란하다. 무엇보다도 외환위기는 고착된 금융관행을 바꾸는 계기가 되었다.

외환위기로 인해 우리나라 기업들은 투자에 따른 위험 평가의 중요성을 새삼 인식하게 되었으며 차입금 중 원금을 갚아야 할 때도 있다는 원칙을 깨닫게 되었다. 외환위기 이전에는 이자만 갚으면 됐지 원금을 돌려 달라고 요구한 은행이 없었기 때문이다. 소비자들도 역시 은행도 망할 수 있다는 사실을 배웠다. 그러기에 무조건 집에서 가까운 은행에 가던 관행에서 벗어나 금융기관을 차별화하기 시작했다. 기업대출은 줄어들었지만 소비자들에게 은행의 문턱이 낮아진 것 또한 긍정적 변화로도 해석할 수 있다.

외환위기 이후 부실채권이 정리되면서, 다양한 선진 금융기법이 도입되면서 그 동안 제조업 발전의 도구로만 여겨져 왔던 金融業이 독자 산업으로 자리 잡게 되었다. 그렇지만 금융산업의 국제경쟁력은 아직 높지 않은 상태이며 국제화 또한 앞으로 계속 추구해야 할 과제이다.

#### 4. 金融市場의 構造 變化<sup>(5)</sup>

여기서는 미시적 차원에서 나타난 금융시장의 변화를 분석한다. 먼저 금융구조조정과

(5) 이 장은 이창용과 이항용의 동의 아래, 이창용·이항용(2007)을 참조 요약한 점을 밝혀 둔다.

장에서 나타난 간접금융시장과 직접금융시장의 구성 변화를 살펴보고 경제 발전 과정에서 이들이 보완적 관계가 있음을 제시한다. 또한 우리 인구의 고령화가 진행되면서 그에 따른 국민연금 규모 확대가 금융시장에 미칠 효과를 분석한다. 다음으로 금융시장 발전을 위한 기관투자자들의 역할 확대와 경쟁력 강화 필요성과 함께 이들이 국내외 금융시장에 미칠 파급 효과를 분석한다. 마지막으로 새로운 금융상품 개발과 관련 파생금융상품 시장의 발전과 금융시장에 미치는 효과에 대해서 간단히 언급하고자 한다.

#### 4.1. 直接金融市場과 間接金融市場의 構造 變化

금융안정을 유지하기 위해서 간접금융시장과 직접금융시장의 균형적인 발전이 필요하다.

외환위기 이후 우리나라의 주식시장, 채권시장 및 은행신용의 GDP 대비 규모를 살펴보면 대체로 선진국에 비해 금융시장의 규모가 작은 것으로 나타났다. 2000~05년의 기간 중 평균적으로 우리나라의 주식시장 규모는 앵글로-색슨 계통의 선진국에 비해서는 낮은 수준이나 대륙계 유럽국가인 독일, 이태리 등과는 비슷한 수준이다. 우리나라의 채권시장 규모는 미국, 일본, 이태리 등과 비교해서는 낮은 수준이며 독일, 프랑스, 캐나다와는 비슷한 수준을 보이고 있고 영국에 비해서는 오히려 높은 수준이다. 한편 우리나라의 은행신용 규모는 미국을 제외한 대부분의 선진국에 비해 오히려 다소 낮은 수준을 보이고 있다. 이러한 사실을 종합하면 우리나라의 금융시스템은 규모 측면에서 銀行中心 또는 市場中心의 시스템이라고 단언하기는 어려운 실정이다.

한편 외국의 경우를 살펴보면 국가에 따라 다소 차이는 있지만 대체로 경제성장에 따라 시장중심의 경향이 강화되고 있다고 볼 수 있다. 이러한 추세를 감안하면 우리나라의 금융시스템도 점진적으로 시장중심의 색채가 보다 강해질 것으로 생각된다.

그런데 시장중심의 구조로 변모해 가는 것이 반드시 은행의 역할이 축소되는 것을 의미하지는 않을 것으로 보인다. 국가별 자료를 이용한 회귀분석 결과도 주식시장이나 채권시장 규모가 은행신용의 규모와 양의 상관관계를 가지고 있음을 보여주고 있다. 시장중심 구조로 변모해가는 과정에서 은행의 수익구조나 업무범위가 다양화되고 확대될 가능성은 높다고 할 수 있다.

그런데 이러한 총량지표와는 달리 가계의 자산구성이나 기업의 자금조달을 살펴보면 우리나라의 금융시스템은 아직 은행중심의 구조적인 특성을 강하게 보이고 있다. 선진국과 비교하면 우리나라 가계자산 중에서 예금의 비중은 매우 높은 반면 주식과 같은 위험자산의 비중은 낮은 수준에 머무르고 있다. 그럼에도 불구하고 최근 예금의 비중은 점차 감소하고 주식의 비중은 증가하고 있는 경향을 발견할 수 있다. 기업의 자금조달 측면에

서도 은행대출이 가장 중요한 수단이며 자본시장을 통한 자금조달의 규모는 상대적으로 크지 않은 실정이다.

사실 이론적, 현실적으로 시장중심의 시스템과 은행중심의 시스템 중 어느 것이 보다 우월한 제도라고 단정 지을 수는 없으며 국가에 따라 경제구조나 역사적 배경, 제도적 전통 등에 따라 나름대로의 장단점이 존재한다. 예를 들면 은행중심의 시스템은 직접자본 시장에 접근하기 어려운 중소기업의 자금조달에 유리한 특성을 가지고 있는 반면 새로운 성장산업의 경우에는 자본시장을 통한 자금조달이 보다 유리할 수 있다. 또한 자본시장은 위험이 큰 첨단기술 산업 분야의 신규 진출과 사양산업의 퇴출과 같은 산업구조의 변화에 보다 능동적이고 신속하게 대응하는 데 유리할 수 있다.

#### 4.2. 人口 高齡化와 年金資産의 增加에 따른 金融市場 變化

인구구조의 고령화는 개인의 저축행태 변화를 통하여 금융시장에 영향을 미칠 것이며 그 효과는 크게 두 가지로 요약될 수 있다. 첫째, 고령화에 따라 저축을 통하여 자산을 축적하는 세대의 비중이 감소하고 이미 축적된 자산을 소비하는 세대의 비중이 증가함에 따라 국민경제 전체의 貯蓄率이 減少하게 된다. 둘째, 연령이 높아짐에 따라 위험에 대한 선호도가 하락한다면 고령화가 진전됨에 따라 안전자산에 대한 선호도가 상승하여 사회 전체의 포트폴리오 중에서 安全資産의 비중이 상대적으로 增加할 가능성이 크다.

한국의 경우 고령화가 빠른 속도로 진행되어 65세 이상의 고령 인구가 전체인구에서 차지하는 비중이 2010년, 2018년 그리고 2030년에 각각 10.9%, 14.3% 그리고 24.1%로 늘어나리라 예상된다.

고령화가 자산시장에 미치는 영향과 관련하여 현재 우리나라의 상황에서 특별히 고려되어야 할 문제는 국민연금 적립금의 급속한 증가라고 할 수 있다. 2006년 기준으로 국민연금의 적립금 규모는 약 189조 원으로서 이미 GDP 대비 20%가 넘는 수준인데 향후 적립금의 규모가 급격히 늘어나면서 금융시장에 큰 영향을 미칠 전망이다.<sup>(6)</sup>

國民年金의 자산구성을 살펴보면 2006년을 기준으로 전체 금융자산 중 채권에 87.0%, 주식에 11.6%가 투자되어 있어 채권투자의 비중이 매우 높은 수준이며 채권 중에서는 국채의 비중이 49.2%로서 절반에 이르고 있다. 이와 같이 주식이나 회사채의 비중이 낮은 사실은 국민연금의 투자행태가 안전자산 위주로 운용되어 왔음을 시사한다. 선진국의 경우를 보면 연금자산의 배분은 주식(39.5%), 뮤추얼펀드(21.9%), 채권(18.7%)의 순으

(6) 보건복지부 개정안이 통과되기 전 규모를 보더라도 2035년에는 규모가 1,715조 원까지 상승한 뒤 2047년에 고갈되는 것으로 되어있다. 그런데 보건복지부의 개정안은 누적규모를 늘리고 고갈시기도 연장하게 되어 있다.

로 나타나고 있어 우리나라와 큰 차이를 보이고 있다. 이러한 국민연금 기금의 자산배분은 적립금이 급속하게 증가할 경우 장기적으로는 지속 가능하지 않을 것으로 보이며 주식이나 해외투자의 비중이 증가할 수밖에 없을 것으로 판단된다.

한편 기금 적립금이 2035년 1,700조 원 이상으로 늘어날 것으로 예상되는 상황에서 국내 자본시장의 한계를 극복하기 위해서는 海外投資가 절실하다. 기금의 해외투자는 2001년 해외투자를 한 이래 규모 및 비중이 지속적으로 늘어났지만 2006년에도 그 비중이 9.3%에 불과하며 대부분이 해외채권에 투자되어 있다.<sup>(7)</sup>

#### 4.3. 金融市場 發展과 機關投資家의 役割 變化

기관투자자는 세계적으로도 높은 성장세를 보이고 있으며 우리나라도 예외는 아니라고 생각된다. 연금, 뮤추얼펀드, 보험과 같은 기관투자자는 실제 투자자와의 계약관계 및 責任負擔(liability)에 따라 서로 동일하지 않으며 이에 따라 자산배분도 다르게 나타나고 있다. 선진국의 사례를 보면 대체로 연금은 주식투자의 비중이 상대적으로 높은 반면 투자회사는 주식투자와 채권투자의 비중이 비슷하게 나타나고 있으며 보험은 오히려 채권투자의 비중이 더 높게 나타나고 있다. 우리나라의 경우에도 수익증권 설정잔액을 보면 연금과 보험에 비해 주식형과 채권형의 비중이 상대적으로 큰 차이가 나고 있지 않으며, 보험의 경우에는 외국과 마찬가지로 채권의 비중이 높게 나타나고 있다.

한편 기관투자자의 자산규모가 증가하면서 투자의 自國 偏重現象(home bias)이 다소 감소하는 경향이 있다. 우리나라의 경우에도 2004년 말 309억 달러였던 외화증권 투자는 2006년 말에는 551억 달러로 증가하였으며 2007년 3월 말에는 695억 달러까지 상승하였다.

뮤추얼펀드를 비롯한 투자회사들은 주식과 채권과 같은 전통적인 금융상품뿐만 아니라 새로운 형태의 금융상품을 개발하여 소비자에게 다양한 투자기회를 제공하고 있으며 이러한 추세는 앞으로 더욱 강화될 것으로 보인다. 특히 不動產 投資펀드(real estate investment fund)나 生涯週期펀드(life-cycle fund)의 성장에 주목할 필요가 있다.

국민연금의 적립 규모가 증가하면서 기관투자자로서 국민연금의 역할이 증가할 것이다. 규모가 급속히 커지는 과정에서 정부의 통화신용정책에도 직접적인 영향을 줄 수 있고 자금 운영 과정에서 기업과 금융기관들의 지배구조에도 영향을 끼칠 수 있을 것이다. 한편 국민연금은 장기적인 투자가 가능하고 대체투자 등을 포함하여 자산 구성을 보다 다양화함으로써 자본시장의 규모를 늘리고 효율성을 높이는 데에도 긍정적인 효과를 미

(7) 오성근(2007)을 참조.



칠 것으로 기대된다. 한편 국민연금이 급속히 증가하는 상황에서 국내 자본 시장은 이를 흡수하는 데 한계가 있으므로 투자의 국제화가 중요 과제가 될 것이다.

다만 연금지급액이 수입액 보다 많아져서 결국 주식에 투자된 자산을 매각해야만 한다는 사실과 그 시점을 시장참가자들이 예상할 수 있게 되면 자본시장이 직접적으로 영향을 받을 수밖에 없다는 사실을 고려하여 국민연금의 장기적 자산운용이 이루어질 필요가 있다.

#### 4.4. 派生金融商品의 去來 擴大와 金融市場

최근의 금융시장에 나타나고 있는 중요한 변화 중의 하나는 파생금융상품 시장의 규모가 매우 빠르게 확대되고 있다는 점이다. 이는 기관투자자의 성장 등으로 금융상품의 거래규모가 증가하고 가격 변동폭이 확대됨에 따라 위험을 헤지 할 필요가 늘어나고 있는 동시에 IT 기술의 급속한 발전에 힘입어 기초자산에 수반되는 위험의 평가, 분리, 이전이 상대적으로 용이해졌기 때문으로 풀이된다.

그런데 최근 sub-prime mortgage loan 사태는 파생상품거래 확대가 오히려 금융 불안을 확대시킬 수도 있다는 점을 일깨우게 한다. 자산유동화 시장을 거치는 과정에서 부실 sub-prime mortgage loan 대출에 따른 부실이 어떠한 상품에 어느 수준으로 포함되어 있는지 파악하는 데 어려움이 있다. 또한 결과적으로 고위험 고수익을 감수하려는 금융기관에 이러한 파생금융상품 형태의 부실 금융자산이 몰리면서 금융 안정을 저해하기도 한다. 경제 전반에 걸친 위험에 변화가 없는 상황에서 파생금융상품은 개별 금융기관이나 개인에게 위험을 회피할 수 있는 수단을 제공하지만 동시에 경제 전반의 위험을 증폭시키는(amplify) 방향으로 작용할 수도 있을 것이다.

전 세계 파생금융상품 시장을 살펴보면 파생금융상품은 주로 장외거래를 통해 이루어지고 있는데 특히 금리관련 파생금융상품의 규모가 가장 크게 나타나고 있다.

우리나라의 경우 장내 파생금융상품 시장은 KOSPI 200 선물 및 옵션이 매우 활발하게 거래되고 있으며 3년 국채선물도 거래가 활발하나 다른 종류의 거래는 매우 저조한 실정이다. 장외 파생금융상품의 경우에는 차액결제선물환의 거래가 활발하게 이루어지고 있으며 금리 스왑의 규모도 꾸준히 증가하고 있다. 그러나 아직까지 전반적으로 장외 파생금융상품의 거래가 다른 나라에 비해서는 활발한 수준이라고 볼 수는 없다.

파생금융상품 중에서 앞으로 급속한 발전을 보일 것으로 예상되는 것은 信用派生商品(credit derivatives)이다. 아직 국내에서는 신용파생상품의 거래가 매우 미미한 수준이나, 신용파생상품을 이용하여 은행이 대출자산에 대한 신용위험을 다수의 투자자에게 이전할 수 있게 되면 은행산업 자체뿐 아니라 금융시장 전체의 안정성을 제고할 수 있을 것이

다. 그러나 최근 sub-prime mortgage loan 사태와 같이 실물 시장(여기서는 부동산 시장)의 침체 등이 야기될 경우 이러한 파생금융상품의 확대가 금융시장의 불안을 오히려 증폭시킬 수 있다는 점도 인식해야 할 것이다.

## 5. 金融部門의 새로운 成長 패러다임

최근 들어 국제경제 환경이 악화되면서 우리 경제는 stagflation 우려 아래 놓여 있다. 이러한 가운데 우리 경제가 선진 경제에 진입하기 위해서는 서비스 중심, 그 중에서도 금융 중심의 성장 패러다임의 모색이 필요할 것이다.

새로운 성장 패러다임은 자율과 개방을 통해 금융산업의 경쟁력을 강화하면서 동시에 금융의 안정성과 건전성을 추구하는 것이다. 그런데 금융정책, 금융산업 그리고 금융시장이 불가분의 관계임을 감안할 때 새로운 패러다임은 이들 세 분야에서 모두 찾아야 할 것이다.

### 5.1. 通貨信用政策과 換率政策의 方向

앞으로 통화신용정책은 물가와 금융시장 안정을 도모하면서 외부의 충격이 우리 경제에 미치는 과장을 최소화하는 방향으로 운영되어야 할 것이다. 글로벌 불균형이 해소되는 과정에서 발생하는 경제적 쇼크나 중국 경제의 구조조정 과정에서 예상되는 쇼크가 우리 경제에 미치는 충격을 최소화하여야 할 뿐만 아니라 이러한 쇼크가 부동산 시장의 거품붕괴와 같은 국내 경제적 충격과 함께 겹치지 않도록 경제 운영에 최선을 다해야 할 것이다.

최근 부동산 시장의 거품과 주식 시장의 과열은 시중에 유동성이 과다하게 풀린 것이 가장 큰 원인이라고 할 수 있다. 일반적인 물가는 인플레이션 목표 범위 내에서 움직였으나 경제 활성화를 위해 통화신용정책이 주기적으로 활용되면서 시중에 유동성이 과다하게 공급된 것이다. 유동성 과다 공급에도 불구하고 인플레이션 현상이 나타나지 않은 것은 앞서 언급한 것과 같이 글로벌 경제 환경의 변화에 따른 것이다. 저가로 공산품 등이 중국 등 신흥경제에서 유입되고 원화도 상승하면서 물가 안정을 유지하는 데 도움을 주었기 때문이다. 그러나 풀린 유동성은 결국 부동산 시장과 주식 시장의 과열을 가져왔다.

그렇다면 통화 신용정책은 물가안정의 달성뿐만 아니라 부동산 시장의 연착륙을 목표로 삼아야 할 것이다. 이를 위해서는 인플레이션 목표를 정하는 데 있어서 부동산 시장 가격 변동도 중요 고려 사항으로 삼아야 할 것이다. 그리고 지금은 그 동안 풀린 세계적

유동성 과잉 공급에 따라 인플레이션 압력이 가중되는 상황이라는 점도 염두에 두고 물가 안정 정책을 펴야 할 것이다.

환율정책과 통화신용정책의 연계성을 감안하면서 換率은 지금과 같이 시장에서 결정되게 놓아두는 것이 바람직하다. 단기 자본 이동에 따른 환율 급변을 막기 위한 미세 조정은 필요하나 추세를 바꾸려는 시장개입은 바람직하지도 가능하지도 않다.

한편 미국이나 European Union의 경우 자국통화 자체가 국제통화이므로 외환 확보 필요성이 적다. 반면 원화는 국제통화가 아니므로 또 다른 외환 위기의 가능성 자체를 차단하기 위해서도 충분한 外換保有庫의 확보가 필요하다. 그렇지만 외환보유고 확보에는 비용이 따르므로 이의 운영에는 투명성을 전제로 수익성도 고려하여 포트폴리오를 다양화할 필요가 있다.<sup>(8)</sup>

외환 금융위기 직후 자본 이동은 주로 주식 시장을 중심으로 이루어졌었다. 외국인들의 한국 주식 시장에 대한 투자의 방향과 규모는 양국 간 이자율 격차보다 한국 주식 시장의 저평가 여부와 한국 기업들의 전망 등에 의해서 결정되었다.

그러나 2006년 들어 정책 금리 격차에 따른 단기 자본 이동의 규모가 커지면서 환율이 그 영향을 받았다. 한일 간의 금리 격차가 크게 벌어지면서 금융기관과 기업들의 단기 해외차입(엔 캐리 자금) 규모가 급격히 늘어나면서 원화 상승 요인으로 작용하였다. 그런데 2007년 후반 sub-prime mortgage loan 사태가 발생하면서 자본시장의 해외투자 자금이 빠져나가면서 주가가 하락하고 원화 강세가 약세로 반전하면서 환율이 불안정한 움직임을 보이고 있다.

우리가 경제 운영에 가장 역점을 두어야 할 것은 국내 경제불안 요인과 대외적인 충격이 동시에 겹치면서 경제가 위기로 치달을 수 있는 상황을 막는 것이다. 이 경우 가장 큰 내부적 불안 요인은 부동산 시장이며 외부적 충격으로는 sub-prime mortgage loan 사태로 유발된 국제금융시장의 불안과 세계적인 경기 둔화 현상이다. 또한 성장을 계속해온 중국 경제가 흔들리거나 글로벌 불균형이 해소되는 과정에서 경기 침체 현상이 나타나고 그 충격에 한국 경제가 흔들리는 것이다.

우리가 부동산 시장의 경착륙을 막아야 하는 가장 큰 이유는 부동산 시장이 급락할 경우 금융기관의 주택담보 대출의 일부가 부실화되면서 경제안정과 금융안정을 해칠 것을 우려하기 때문이다.<sup>(9)</sup> 그런데 이러한 부동산 대출의 담보가치를 평가하기 위해서는 부동

(8) 우리도 한국투자공사를 설립하여 외화자산의 일부를 채권, 주식 그리고 대체투자 등 포트폴리오를 다양화하여 운영하고 있다.

(9) 한편 금융기관들은 가계 신용대출과 중소기업대출을 할 때 이들의 부동산 보유 가치를 평가

산 시장에 대한 정확한 통계가 필요하다. 특히 부동산 가격 대비 GDP 비율을 계산하여 선진국들과 비교함으로써 우리 부동산 가격이 선진국들에 비하여 얼마나 고평가 되어 있는지의 여부를 측정해 볼 필요가 있다.

중국 경제는 최근 들어서도 11%에 달하는 고도성장을 누리고 있으며 외환보유고 또한 2007년 말 현재 1.5조 달러에 달하고 있다. 세계가 중국의 고도성장에 찬사를 보내고 있지만 중국도 장기간 고도성장을 유지하는 가운데 여러 가지 문제점을 누적하고 있다고 본다.

우선 잠재성장력이 아무리 높다고 하여도 이를 초과하여 경제 성장이 수년 간 지속되면 그에 따른 후유증은 반드시 나타날 것이며 이를 제대로 관리하지 못할 경우 경제위기로 치달을 수도 있다.

한국의 경우를 보더라도 60년대 이래 고도성장을 유지하면서 20년 주기로 경제위기를 겪었다. 1차 경제위기는 2차 오일 파동에 따른 1979~80년 위기이었으며 2차 경제위기는 지난 1997년 외환 금융위기이다.

중국의 경우를 보면 등소평 이후 지난 30년 간 큰 위기 없이 고도성장을 유지하고 있다. 사회주의 경제 체제를 유지하는 가운데 구조조정 없이 이러한 고도성장이 얼마나 계속될 수 있을지 의문이다. 또한 중국의 금융기관이나 국영기업체의 건전성에 대한 평가가 얼마나 객관적으로 이루어지고 있는지 의문이다. 중국은 충분한 외환보유고를 확보하고 있으므로 외환위기의 우려는 없지만 국영 기업체의 부실을 제대로 관리하지 못할 경우 기업 부실이 금융위기로 이어질 가능성은 있다.

한편 글로벌 불균형이 해소되는 과정에서 세계적인 경제둔화 현상이 나타나면서 우리 경제의 성장세가 둔화되고 국제수지가 악화될 가능성도 있다.

그 동안 미국은 금리를 계속 높여서 2007년 들어 Federal Funds Rate가 5.25%에 이르렀으나 최근 sub-prime mortgage loan 사태를 겪으면서 경기 침체를 우려하여 금리를 계속 인하한 결과 2008년 2월 말 현재 3% 수준이다. 그런데 이러한 미국의 금리정책은 부동산 시장의 부실을 막고 경기 침체를 억제하는 데에는 도움을 주겠지만 달러 가치 하락을 가져오고 유동성 증가에 따른 인플레이션 우려를 높이고 있다.

한편 미국은 글로벌 불균형을 줄이기 위해서 중국과 일본 등 국제수지 흑자국에 대해 계속해서 평가절상 압력을 넣을 것이 예상된다. 개도국의 경우에는 자국 화폐의 급격한 가치 하락이 외환위기나 금융위기를 야기하면서 경제의 경착륙을 야기할 수 있지만 미국

---

하여 이들에 대한 대출 규모를 결정하고 상환 능력을 결정하는 것이 현실이다.

의 경우는 이러한 우려가 별로 없다.

물론 달러 가치 하락이 수입품 가격을 올리면서 인플레이션 압력을 가중시킬 가능성이 있다. 그러나 미국의 경우 경제에서 해외부문이 차지하는 비중이 상대적으로 낮으므로 수입품 가격 상승에 따른 인플레이션 효과는 상대적으로 미약하다.

2006년 미국의 경상수지 적자는 8,567억 달러에 이르러 경상수지 적자의 대 GDP 비율이 6%를 상회하고 있다. 그런데 미국의 국제수지 적자 누적에 따른 글로벌 불균형을 보는 데는 두 가지 시각이 있다. 그 중 한 견해는 무역에 초점을 맞추고 국제수지 적자국의 책임을 강조하는 'trade-view'이다. 이 견해에 따르면 글로벌 불균형은 무엇보다도 달러의 고평가와 미국의 과도한 소비가 미국의 경상수지 적자를 가져온 원인이라는 것이다. 다른 하나는 자본 흐름에 초점을 맞추고 국제수지 흑자국의 책임도 함께 강조하는 'capital-flow' 혹은 'global saving-glut' 견해이다. 이 견해에 따르면 국제수지 흑자국들이 저축을 투자보다 늘리면서 달러 자산을 계속 확보하려는 데 그 원인이 있다는 주장이다. 오일 수출국들은 미래 자원 고갈에 대비해서 달러자산을 확보하려고 하며 아시아 신흥경제국가들은 외환위기 가능성을 차단하기 위해서도 달러 자산을 가능한 많이 확보하려고 한다는 것이다. 특히 중국 같은 경우 사회보장제도가 제대로 확립되지 않은 상황에서 노후에 대한 대비로 저축을 늘리며 달러 자산을 선호한다는 것이다.

일반적으로 경상수지 적자국이 불균형 상태를 버티는 데 한계가 있지만 미국의 경우는 예외이다. 달러가 국제적으로 통용되는 基軸通貨(vehicle currency)이고 모든 자산과 부채가 달러로 평가되므로 달러 가치 하락은 외환으로 표시된 미국의 실질 부채를 오히려 줄인다. 반면에 외환위기를 겪은 다른 국가들의 경우 본국 통화가치의 하락은 실질 부채 부담을 크게 늘린다.

그러나 과도한 미국의 경상수지 적자는 무한정 계속 될 수는 없다. 불균형이 해소되는 과정에서 미국의 달러는 평가절하되리라 예상되며 이러한 과정이 늦어질수록 달러의 절하 폭은 더욱 더 커질 것이다.

그런데 최근 들어 달러의 가치가 유로나 엔화 등에 비해 계속 떨어지고 있으나 글로벌 불균형 해소가 얼마나 빠른 속도로 진행될지는 아무도 알 수 없다. 다만 경착륙할 경우 이루어질 경우 세계 경제는 요동칠 것이다.

우리는 글로벌 불균형이 해소되는 과정에서 세계 경기가 둔화되고 우리의 국제수지가 악화될 가능성을 대비하면서 경기안정 정책과 유연한 換率政策(flexible exchange rate policy)을 추구해야 할 것이다.

## 5.2. 金融産業 發展과 經濟成長 潛在力 強化

금융부문의 발전은 금융 자체뿐만 아니라 경제 전체 생산성 향상에 기여하고 제조업 분야의 고용 감소를 상쇄하는 측면이 강하다.

앞으로 금융 발전을 통한 경제성장을 달성하기 위해서는 먼저 금융 자체가 외환위기의 주범에서 성장동력 산업으로 발전해야 할 뿐만 아니라 금융시장의 발전이 실물 경제의 성과로 연결되어야 할 것이다.

외환위기 이후 금융산업의 수익성, 건전성 개선에도 불구하고 금융시장 발전과 실물경제의 성과가 연계되지 않는 괴리현상이 나타나고 있다. 이러한 현상은 외환위기로 인해 경제 전체의 危險回避性向이 강화된 결과로 이해할 수 있다. 외환위기는 기업, 가계, 금융부문에 위협관리의 중요성을 인식시켜주었지만 개별 경제주체의 위험기피성향을 증가시키는 계기도 되었다. 그 결과 기업의 투자가 감소하고 가계의 안전자산 선호성향이 커지면서 국민경제의 장기 성장잠재력을 저하시키는 한 요인이 되었다.

기업 지배구조의 개선 역시 주식시장을 정상화시키는 데 기여했지만, 재벌로 하여금 실물투자와 고용창출보다 주가와 소유권 방어에 더 관심을 두게 하는 부작용을 수반하였다. 최근 주식시장이 활황을 누리는 가운데 실물부문의 회복이 더딘 것도 이러한 현상과 무관하지 않다.

그렇다면 금융산업의 발전이 국민경제의 成長 潛在力 擴充과 연계될 수 있도록 금융중개기능을 회복시키는 것은 무엇보다도 중요한 당면과제일 것이다. 특히 전통산업에서 개발도상국과의 경쟁이 격화되는 가운데 성장 잠재력을 회복시키려면 불확실성이 큰 첨단산업에 대한 투자가 불가피한 상황이다. 그러나 이들 첨단 산업에 대한 투자는 재벌조차 감당하기 어려운 위험이 따른다.

외환위기 이전만 해도 재벌은 ‘문어발식’ 경영을 통해 투자 위험을 분산해 왔고 정부도 산업정책을 통해 민간의 투자위험을 분담해 주었다. 그러나 이제는 정부주도 경제성장 전략에 한계가 온 만큼 정부를 대신해 금융산업이 투자 위험을 분산시키는 역할을 담당해야 한다.

그러나 외환위기 이후 금융시장은 거꾸로 가고 있다. 위기회복 과정에서 강화된 위험기피성향으로 인해 금융부문의 자금배분은 보다 안전자산 위주로 이루어지고 있다.

아직 우리나라의 금융기관은 선진국 금융기관에 비해 첨단산업 투자에 대한 경험이 부족하고 기법도 뒤떨어져 있는 것이 사실이다. 따라서 첨단산업에 대한 민간금융기관의 투자를 활성화시키기 위해서는 정부가 어느 정도 위험을 분담해주는 지원정책이 계속될 필요가 있다. 그러나 과거 정부주도 금융지원정책의 전철을 밟지 않기 위해서는 지원제

도를 직접적인 지원 방식에서 자본시장을 이용한 間接的 支援 方式으로 전환해야 한다.

과거 정부의 금융지원 방식은 도덕적 해이 및 역선택 문제를 초래하여 사후적으로 재정부담을 가중시킬 뿐만 아니라 금융시장 발전을 가로막는 역할을 하였다. 정부의 신용보증으로 인해 민간부문에서 고수익-고위험 채권시장이 형성되기 어려웠던 것이 좋은 예이다. 정부에 의한 직접 재정투융자 방식은 과거 금융시장이 발전하지 못하고 투명성이 낮았던 시기에 적합한 지원 방식이었다. 그러나 자본시장이 어느 정도 발전한 현재 상황에서는 정부가 수혜 대상기업을 직접 선정하지 말고 민간에게 선별기능을 맡기고 공동 위험부담을 하는 간접적 방식으로 전환할 필요가 있다. 자본시장을 이용한 금융 지원 방식은 기존 재정투융자 방식에 비해 재정부담을 줄이면서 사업 규모를 확대할 수 있으며 다양한 금융상품의 발전을 유도하여 금융시장발전에도 공헌하는 장점을 가진다.

한편 앞으로 금융산업이 고부가가치 서비스산업으로 자리 잡기 위해서는 구조 개혁 과정에서 금융산업과 금융시장에 대한 빅뱅을 추진해야 할 것이다. 그것은 금융의 지배구조 확립과 자율화, 규제 완화, 국제화, 민영화, 투자은행의 육성 그리고 국민연금과 외환보유고의 관리 문제 등이 동시에 서로 연결되어 있기 때문이다.

지배구조 관련 핵심 논의 중의 하나가 金融과 産業資本의 分離 문제이다. 과거에는 금융기관이 산업의 자금고화 할 가능성에 대한 우려로 금산분리를 주장하였다. 그렇지만 현재 대기업들은 사내보유금이 충분할 뿐만 아니라 직접금융시장이나 해외 부문을 통해서 자금을 쉽게 조달할 수 있으므로 이러한 문제는 상대적으로 적다. 오히려 앞으로는 금융부문에서 불안 요인이 발생할 경우 산업 부문으로 퍼져나가는 것이 문제가 될 것이다. 과거 현대증권이 Buy Korea를 외치면서 야기한 금융시장의 불안 그리고 LG카드 사태가 가져온 혼란은 대표적인 예이다. 최근 들어서는 국제금융시장 불안 요인이 커지면서 대표적 국제금융기관들도 어려움에 처해 있다.

그런데 금융시장의 불안을 해소하기 위해서 정부의 개입이 불가피한 경우가 있는데 위기에 처한 금융기관들이 산업과 지배구조로 밀접히 연결되어 있을 경우 이를 어렵게 만들 것이다. 이러한 문제들을 고려하여 금산분리는 단계적으로 접근하는 것이 바람직하나 지금과 같이 국내 자본이 외국계 자본에 의해서 역 차별당하는 것은 시정되어야 할 것이다. 앞으로 정부 소유 금융기관의 민영화 과정에서 국내 자본이 역 차별을 받아서는 곤란하며 국민연금이나 PEF 펀드 등의 참여는 허용되어야 할 것이다.

최근 들어 국민연금과 외환보유고 등 금융자산 규모가 급속히 늘어나면서 국제 경쟁력을 갖춘 기관투자자의 육성이 무엇보다도 시급한 실정이다. 그 중에서도 적립금 규모가 급증하고 있는 국민연금과 해외투자를 담당하기 위해 설립된 한국투자공사의 역할이 중

요하다. 그런데 국민연금 기금의 자산배분이 국민경제의 성장 잠재력 확충에 기여하려면 투자 행태가 보다 위험 중립적으로 변해야 하며 적립기금 자산배분 결정의 자율화와 분권화 등은 시급히 해결되어야 할 과제이다.

한편 대규모 투자에 따른 위험분산의 필요성이 증대되면서 국제적 경쟁력을 갖춘 투자은행의 출현이 시급한 실정이다. 국제경쟁력을 갖춘 투자은행이 없다면 국내기업들은 위험자본조달과 위험관리 및 구조조정에 있어 전문적인 금융서비스 지원을 받기 힘들 뿐만 아니라 벤처기업들도 창업자금 지원을 받기 어려워서 그만큼 국가경쟁력을 높이는 데 한계가 있다.

증권산업과 은행산업 간의 상대적 규모를 비교해 보면 미국의 경우 4대 대형은행 대비 4대 투자은행의 자산규모는 약 63% 수준이나 우리의 경우 동 비율은 6%에 불과하다.<sup>(10)</sup> 한편 국내 4대 증권사의 자본 규모는 해외투자은행의 1/15 수준이며 국내 증권사의 자기자본 대비 자산의 비율은 4.8배인 반면 미국계 투자은행의 동 비율은 25.7배나 된다.

선진투자은행의 이익 구조를 보면 투자은행 업무(주식발행, 채권발행, 파생상품 거래, M&A 등 자문, 자기투자 등)가 전체 이익의 대종을 이루는 반면 우리의 경우 위탁 매매 수수료가 이익의 대종을 이루고 있다.

경쟁력을 갖춘 投資銀行이 되기 위해서는 맞춤형 서비스를 제공하기 위한 고도의 전문인력 보유, 높은 위험 수반에 따른 대규모 자본력, 그리고 국내외 기업 고객과의 네트워크 구축이 필수적이다. 한편 자본시장통합법 통과로 자본시장 발전과 대규모 투자은행 출현에 필요한 법적 제도적 장치는 어느 정도 갖추게 되었다. 투자은행은 증권업, 투자관련 업무, 자산운영 업무, 그리고 파생상품 관련 업무를 함께 영위할 수 있게 되었다.

국내 증권사가 국제 경쟁력을 확보하기 위해서는 업계 내 자율적인 인수합병, 전략적 제휴, 자본금 확충을 통해 대규모 자본과 시장 지배력을 갖춘 선도 투자은행이 필요하다. 그런데 민간주도의 국제 경쟁력을 갖춘 투자은행의 출현이 여의치 못할 경우 정부 소유 금융기관을 민영화하는 과정에서도 국제 경쟁력을 갖춘 투자은행 출현을 기대할 수 있을 것이다.

한편 금융산업의 국제 경쟁력을 높이기 위해서는 금융회사 간의 통합도 가속화되어야 할 것이다. 상업은행과 투자은행이 금융지주회사의 틀 안에서 통합되고 이들의 상품 및 서비스도 연결되며 법과 규제 체제도 통합되어야 할 것이다. 법률적 시발점으로 자본시

(10) 박경서(2007)를 참조.



장통합법이 이미 나온 상태이므로 은행, 증권, 그리고 보험을 통합적으로 아우르는 은행법의 전체 개정도 추진되어야 할 것이다.

금융산업이 성장동력산업으로 발전하기 위한 또 다른 과제는 金融의 國際化이다. 최근 국내 금융산업들은 성장의 한계에 직면하고 있으며 자본 시장은 늘어난 유동성을 흡수하는 데 한계를 보이고 있다. 신흥경제로의 진출 기회가 넓어지는 상황에서 국내은행들은 해외에서 경쟁할 수 있는 기본적인 능력을 갖추고 있다는 점에서 금융의 국제화를 적극 추진할 필요가 있다.

은행산업의 경우 유동성이 풍부한 가운데 경제성장이 저하되고 주식시가 대비 총 대출이 떨어지며 가계대출 비중이 총 대출의 50%를 상회하고 대기업들의 대출 수요가 떨어진 상황에서 새로운 수요를 창출해야 하는 처지에 놓여 있다. 또한 국민연금과 외환보유고 등 금융자산이 급증하는 상황에서 국내 금융시장은 이를 소화하는 데 한계를 보이고 있다.

한편 2000년 이후 진행 중인 아시아 금융시장의 개방은 새로운 투자기회를 제공할 것으로 예상되며 국내 금융기관들도 외환위기 이후 구조조정의 결과 건전성이 확보된 상황에서 IT와 인터넷 뱅킹 등에서는 경쟁력을 확보하고 있다.

그런데 금융의 국제화를 위해서는 정부와 금융기관들과의 공동의 노력이 필요하다.<sup>(11)</sup> 금융 세계화를 지원하는 공적 차원의 지원시스템을 구축해야 할 것이다. 국민연금과 외환보유고 등 대규모 國家基金(sovereign wealth fund)의 국제화를 통한 운영의 적극화와 다각화를 추진할 필요가 있을 것이다. 정부는 교육기관과 연구 기관을 활용하여 금융세계화를 위한 인력 양성과 더불어 금융 네트워크의 구축에 노력해야 할 것이다. 금융기관들도 기업이 정신을 발휘하여 국제 간 M&A나 동아시아 지역의 은행이나 글로벌 은행의 인수를 통한 글로벌 은행으로의 도약도 도모해야 할 것이다.

### 5.3. 金融市場의 安定과 效率化

최근 미국의 sub-prime mortgage loan 사태를 보면서 금융시장 안정의 중요성을 다시 한번 일깨우게 된다. 미국의 sub-prime mortgage loan 사태는 기본적으로 국제적 유동성이 풍부한 상황에서 저금리 현상이 지속되고 주택 경기가 계속 좋으리라는 가정 아래 모기지 대출업체가 신용이 낮은 주택 구매자들에게까지 과잉 대출을 한 상황에서 금리가 상승하고 주택 경기가 둔화되면서 모기지 대출이 부실화되고 일부 금융기관들이 도산하면서 문제가 발생한 것이다.

(11) 박동창·서병호(2007)를 참조.

간단히 요약하면 모기지 대출업체들의 대출 남발, 주택 경기의 둔화, 시중금리의 상승이 맞물리면서 나타난 상황이다.

그런데 sub-prime mortgage loan 부실화가 일부 헤지 펀드들의 도산과 투자은행들의 대규모 손실을 유발하면서 전 세계 금융시장을 뒤흔들고 있는 이유는 모기지 대출을 받은 자들에 대한 신용이 제대로 평가되지 않았고 최근 급증한 파생금융상품 기법을 도입하여 과대 대출이 이루어졌으며 모기지 대출업체, 투자은행, 헤지펀드, 사모펀드, 보험사, 은행들이 서로 그리고 국제적으로 얽히면서 불확실성과 부실 규모를 키웠기 때문이다.

Sub-prime mortgage loan 사태에 대응하기 위해 미국의 연방준비제도와 유럽중앙은행 등은 먼저 유동성을 확대 공급하였고 다음으로 재할인율을 낮추어 금융기관들로 하여금 중앙은행으로부터 대출을 용이하게 하였으며 마지막으로 금융시장 불안이 경기 침체로 확산되는 것을 막기 위해서 정책금리를 내렸다. 그런데 이러한 금융정책이 무책임하게 대출을 확대한 금융기관과 능력 없이 대출을 받은 차입자의 도덕적 해이를 조장한 반면 불확실성이 높은 상황에서 정책적인 실효성은 낮다는 주장도 있다.

이번 sub-prime mortgage loan 사태를 겪으면서 금융시장안정을 위해서는 금융시장의 발전에 더불어 금융기관들의 기업과 가계 등에 대한 철저한 고객분석, 파생금융상품 등 새로운 금융상품에 대한 이해, 개별 금융기관 및 정부 차원의 금융감독 체계 확립, 그리고 정부 차원의 적절한 정책 대응의 필요성이 다시 강조된다.

우리의 경우 최근 들어 가계대출이 은행대출의 50%를 상회하고 있으며 이러한 가계대출 급등도 부동산 시장 거품의 한 요인으로 작용하였다. 가계대출 확대가 금융 안정을 저해하지 않고 간접금융시장 발전에 기여하도록 하기 위해서는 이러한 소매금융 급증이 거시경제에 미치는 효과 분석과 아울러 변화하는 개인의 수요에 맞춘 금융 마케팅과 과학적 고객분석이 무엇보다도 요구된다.

자본 시장 발전과 관련, 현재 고령화가 지속되고 복지지출에 대한 수요가 늘어남에 따라 앞으로 국채시장이 우리나라 자본시장에서 차지할 비중이 더욱 커질 전망이다. 또한 국채 발행잔액이 이미 GDP의 30%를 넘어섰기 때문에 이제는 국채발행비용의 절감과 재정건전성 확보를 위해서도 국가부채를 체계적으로 위험 관리할 때가 되었다. 이를 위해 선진국의 사례를 참조하여 민간 금융전문가를 포함하여 정부 내에 國家負債管理部署 (public debt management office)를 별도로 신설하여 국채시장의 전문화, 국제화 등을 추진할 필요가 있다.

금융시장의 국제화와 함께 外換市場의 先進化가 중요한 과제이다. 외환시장 규모가 일정 수준 이상 커지지 않고 효율성이 개선되지 못한다면 조그만 충격에도 환율이 급변하

여 거시경제에 부정적인 영향을 줄 수 있기 때문이다. 우리나라의 외환시장은 외환위기 이후 빠르게 성장했음에도 불구하고 아직 경제규모에 비해 적은 것이 사실이다. 이는 경상거래로 인한 외환수요 비중이 선진국에 비해 높은 반면 자본거래와의 연계가 충분하지 않기 때문이다. 일례로 자본시장 개방에도 불구하고 외국인 투자는 주식시장에만 집중되어 있지 상장채권 중 외국인의 보유 비중은 아직도 미미하다. 향후 외환시장을 한 단계 더 발전시키기 위해서는 외환거래에만 초점을 두고 자유화 정책을 추진하기보다 외환시장 발전과 채권시장 국제화가 동전의 양면임을 인식하고 증권시장 국제화 시각에서 외환시장 발전 전략을 재정비해야 한다.

한편 금융에 대한 健全性 監督의 중요성은 아무리 강조해도 지나치지 않을 것이다. 이러한 건전성 감독은 기능별 차원에서뿐만 아니라 거시경제 차원에서도 진행되어야 할 것이다. Sub-prime mortgage loan 사태에서 보듯이 금융시장이 국제적으로 연결되어 있을 뿐만 아니라 부동산 시장, 대출시장, 자산유동화 시장 등이 서로 연결되어 있는 상태에서 금융기관의 부실 악화를 막으려면 미시적 차원뿐만 아니라 거시적 차원에서 금융감독의 중요성이 커질 것이다. 정부의 거시경제적 금융 감독(macroeconomic prudential supervision) 강화뿐만 아니라 각 금융기관들의 리스크 중심의 의사결정도 체질화 되어야 할 것이다. 그런데 이러한 리스크 관리를 위한 회계의 투명성은 아무리 강조해도 지나치지 않을 것이다. 앞으로 국제회계 기준을 사용함으로써 대내외 신뢰도를 높여야 할 것이다.

앞으로 자본시장의 발전은 궁극적으로 간접 금융시장 발전에도 도움을 줄 것이다. 자본시장의 발달로 危險 轉移(risk transfer)가 가능해지면서 과거 은행의 특성상 할 수 없던 업무가 가능해질 것이다. 그렇다면 간접금융시장의 대표격인 은행산업도 金融市場高度化(financial market deepening)의 수혜자가 될 것이다.

서울大學校 經濟學部 教授

151-746 서울특별시 관악구 관악로 599

전화: (02)880-6389

팩스: (02)886-4231

E-mail: kimij@snu.ac.kr

## 參 考 文 獻

고봉찬·황이석·이병희·이우중(2005): “국민연금의 주식시장교란에 관한 연구,” 증권학

회 발표문.

구본성·한재준(2007): “국내 은행산업의 경쟁구조 현황, 평가 및 정책과제,” 한국금융학회 춘계 정책 심포지엄 발표문.

김동환(2007): “금융산업의 변화와 향후 과제,” 한국금융학회 금융정책 심포지엄 발표문.

김인준·이창용(2007): “금융산업의 변화와 과제: 거시적 분석,” 외환위기 10년: 한국금융의 변화와 전망 발표문.

매일경제신문사(2007): “금융한국 만듭시다,” 제14차 국민보고대회.

박경서(2007): “기업금융: 투자은행업무 활성화,” 외환위기 10년: 한국금융의 변화와 전망 발표문.

박경서·신보성(2004): “한국 자본시장 규제 선진화 방안,” 한국증권연구원 개원 7주년 기념 심포지엄: 한국경제의 재도약을 위한 새로운 금융패러다임 발표문.

박동창·서병호(2007): “한국형 금융세계화 전략과 모델,” 국내 금융회사의 해외진출 전략 심포지엄 발표문.

박영철(2007): “외환위기로부터 무엇을 배웠으며 지금 한국 경제는 어디로 가고 있는가?” 경제학 공동학술대회 발표문.

신관호(2007): “외환위기 이후 통화 및 환율정책의 평가 및 전망,” 외환위기 이후 10년: 전개과정과 과제 발표문.

신보성(2005): “우리나라 투자은행업무활성화를 위한 제언,” 우리나라 투자은행업무 활성화를 위한 심포지엄 자료, 한국증권연구원.

연강흠·이준행(2006): “대형 IB의 출현가능성과 전망,” 2006년 재무관련 5개 학회 통합 학술대회.

오성근(2007): “국민연금기금의 해외투자과 국내 금융회사의 역할,” 국내 금융회사의 해외진출 전략 심포지엄 발표문.

이병윤·강경훈(2007): “은행산업의 경쟁정책에 관한 규율 — 해외사례 및 시사점,” 한국금융학회 춘계 정책 심포지엄 발표문.

이상빈(2007): “자본시장의 변천과 향후 과제,” 한국금융학회 금융정책 심포지엄 발표문.

이창용(2004): “국민연금 기금운용의 자본시장 파급효과 분석,” 『국민연금 기금운용 마스터플랜 연구보고서 자료집』.

이향용·이창용(2007): “금융시장의 변화와 전망,” 외환위기 10년: 한국금융의 변화와 전망 발표문.

조원동(2007): “금융기관의 해외진출 지원방안,” 국내 금융회사의 해외진출 전략 심포지

업 발표문.

한국은행 (2006): 『금융안정보고서』, 제8호.

\_\_\_\_\_ (2006): 『우리나라의 금융시장』.

\_\_\_\_\_ (2006): 『통화신용정책 보고서』.

\_\_\_\_\_ (2007): 『금융안정보고서』, 제9호.

\_\_\_\_\_ (2007): 『통화신용정책 보고서』.

Abel, A.(1999): “The effects of Baby Boom on Stock Prices and Capital Accumulation in the Presence of Social Security,” *Econometrica*, **81**, 551-578.

Barth, James R., Gerard Caprio, Jr., and Ross Levine(2001): “The Regulation and Supervision of Banks Around the World: A New Database,” Worldbank Working Paper, No. **2588**, Worldbank.

Brooks, R.(2000): “Life-Cycle Portfolio Choice and Asset Market Effects of the Baby Boom,” International Monetary Fund.

Chui, Allen, and Maddaloni(2004): “Financial Systems in Europe, the USA, and Asia,” *Oxford Review of Economic Policy*, **20**, 490-508.

Coe, David T., and Se-Jik Kim(2002): *Korean Crisis and Recovery*, International Monetary Fund and Korea Institute for International Economic Policy.

IMF(2004): “Aspects of Global Asset Allocation,” *Global Financial Stability Report*, 65-102.

Jain, S. C.(2005): “CRM Shifts the Paradigm,” *Journal of Strategic Marketing*, **13**, 275-291.

Karakostas, Kardaras, and Papathanassiou(2005): “The State of CRM Adoption by the Financial Services in the UK: An Empirical Investigation,” *Information & Management*, **42**, 853-863.

Kiff, John, and Paul Mills(2007): “Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U. S. Subprime Mortgage Markets,” IMF working paper, July.

Lee, J., and C. Rhee(2007): “Crisis and Recovery: What We Have Learned from Korean Experience?,” *The Asian Economic Policy Review*.

Rhee, Chang Yong(2006): “Foreign Exchange Reserve Management in Korea: Before and After the Financial Crisis,” forthcoming in *Sovereign Wealth Management*, Central Banking Publication.

\_\_\_\_\_ (2007): “The Creation of the Korea Investment Corporation: Is a National Asset Management Agency Desirable?” *Sovereign Wealth Management*, Central Banking Publication.

