

# 글로벌 금융위기 전개과정에 따른 출구전략 논의의 시사점

강기춘\*

## — 목 차 —

- I. 서론
- II. 글로벌 금융위기 전개과정
- III. 중기 경제전망
- IV. 출구전략 논의
- V. 요약 및 시사점

## I. 서론

2008년 9월 16일 리만 브라더스(Lehman Brothers Holdings Inc.)의 파산보호 신청으로부터 시작된 미국발 금융위기에 따른 글로벌 신용경색이 실물경제로 전이되면서 세계경제 침체가 가속화 되었다.<sup>1)</sup> 글로벌 경제위기는 경기순환에 따른 경기침체가 아니라 위기 상황이었으므로 그에 대응하는 정책수단 역시 정상적인 경기대책이 아니라 파산과 실업을 막기 위한 무차별적 금융지원, 제로 금리, 파격적인 재정적자 등 비상조치들이 세계 각국에서 시행되었다.

이러한 조치들로 인해 각국의 금융시장과 실물경제는 지속적으로 개선되어 왔고 특히, 금융시장은 빠른 회복세를 보였다. 이로 인해 비상조치들을 너무 오래 유지할

---

\* 제주대학교 교수

1) 신용경색이 실물경제의 침체를 가져오고 실물경제의 침체로 신용경색이 심화되어 실물경제의 위축이 지속적으로 증폭되는 것을 신용경색의 실질효과 증폭(financial accelerator)이라고 하고, 한 나라에서 시작된 금융위기가 전 세계로 전이되는 것을 international finance multiplier이라고 한다.

경우 인플레이션, 자산가격 버블 형성, 재정 건전성 악화 등의 부작용이 초래될 가능성이 크므로 위기대응 비상조치들을 거두어 들여야 할 시점에 대한 논의 즉, 출구 전략(Exit Strategy)에 대한 논의가 시작되었다.

본 연구의 목적은 글로벌 금융위기의 전개과정과 금융위기가 진정 기미를 보이면서 논의되기 시작한 출구전략에 대해 살펴보고 그 시사점을 도출하고자 한다.

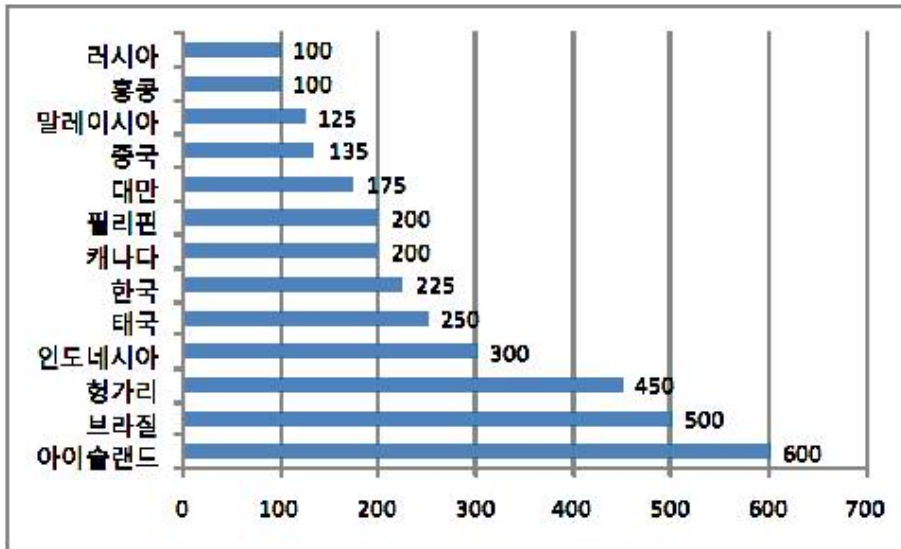
본고는 다음과 같이 구성된다. 제II장에서는 글로벌 금융위기의 전개과정을 살펴보고, 제III장에서는 출구전략을 수립하는데 중요한 정보가 되는 2010년 세계경제 및 한국경제 전망을 살펴본다. 제IV장에서는 출구전략의 개념 및 수단, 배경, 원칙, 과거 사례, 주요국 및 한국의 출구전략 등 출구전략 전반에 대해 살펴보고 제V장에서는 연구의 내용을 요약하고 본 연구의 시사점을 도출한다.

## II. 글로벌 금융위기 전개과정

### 1. 주요국 전개과정

글로벌 금융위기 이후 세계 각국은 확장적 재정정책 및 통화정책을 통해서 금융위기를 극복하려는 시도를 하였다. 먼저 확장적 통화정책을 살펴보면 각국은 제로금리 수준으로 금리를 인하하거나 양적 완화정책을 실시하였다. G3 중앙은행들은 금리를 인하하였는데 미국 연방준비은행(FRB)은 2008년 12월 사상 최초로 제로금리시대를 연 이후 지금까지 기존의 금리정책을 유지하고 있으며, 유럽 중앙은행(ECB)은 2008년 10월 이후 7번에 걸쳐 정책금리를 3.25%p 인하하였고, 일본 중앙은행(BOJ)은 2008년 10월 및 12월 두 차례에 걸쳐 기준금리를 0.5%에서 0.1%로 0.4%p 인하하였다.

2009년 10월말을 기준으로 과거 1년 간 세계 각국의 정책금리 인하폭을 살펴보면 아이슬랜드가 600bp(6.0%p)로 인하폭이 가장 컸으며 많은 국가들이 100bp 이상 인하하였다(<그림 1> 참조).



<그림 1> 세계 각국의 정책금리 인하

또한 각국의 중앙은행들은 신용경색 해소를 위해 양적 완화정책을 통해 금융기관에 유동성을 공급하였는데 미국 연방준비은행은 2009년 3월 18일 1961년 이후 처음으로 장기국채 매입을 결정하여 2009년 3월 25일부터 10월 21일까지 2,981억 달러의 장기국채를 매입하였고, 유럽 중앙은행은 2009년 5월 7일 600억 유로 규모의 유로화 표시 covered bond를 매입하고 은행을 대상으로 무제한 자금공급(12개월 만기, 고정금리)을 시행하는 등 금융시장 안정을 위한 정책을 발표하였으며, 일본 중앙은행은 2009년 2월 19일 회사채 직접 매입제도를 도입하고 기업어음 매입 기한을 연장하는 등 기업자금 조달 활성화 및 금융시장 안정을 위한 금융지원책을 발표하고, 3월 18일에는 기존에 시행해 오던 장기국채 월매입 규모를 1조 8,000억 엔으로 4,000억 엔 증액하였다.

한편 금융위기가 실물경기 침체로 전이됨에 따라 각국은 대규모 경기부양책을 시행하여 재정수지가 악화되고 정부부채가 증가되었는데 미국은 2009년 2월 「American Recovery and Reinvestment Act of 2009」에 의해 감세, 실업수당 지급 및 각종 사회복지 관련 혜택을 골자로 하는 7,870억 달러 규모의 경기부양책을 승인하여 2009년 10월 말까지 약 1,590억 달러가 집행되었으며, 유럽연합(EU)은 2008년 12월 2,000억 유로의 경기부양책 실시를 합의하였고, 일본은 2008년 10월부터 2009년 4월까지 총 120.7조 엔의 경기부양책을 발표하고 이 중

25.6조 엔의 재정지출을 집행하였다(<표 1> 참조).<sup>2)</sup>

<표 1> 금융위기 이후 주요국의 경기부양책

국가	일자	규모	'08년 GDP 대비	주요정책
미국	'08.11	\$500억	5.8%	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 인프라 보수 및 재건</li> <li>▪ 과학기술, 친환경, 고효율성 성장동력 확충</li> <li>▪ 교육, 의료체계 정비</li> <li>▪ 근로자 지원</li> </ul>
	'09.2	\$7,870억		
EU	'08.12	€2,000억	8.7%	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 고용 안정 및 소비 확대</li> <li>▪ 친환경적 성장기반 확충</li> <li>▪ EU 내 균형 성장</li> </ul>
일본	'08.10	¥26.9조	24.4%	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 근로자 지원</li> <li>▪ 소비 확대</li> </ul>
	'08.12	¥37.0조		
	'09.4	¥56.8조		

자료 : 글로벌 경기회복 조짐에 따른 주요국의 출구전략 논의 및 전망(황현정)

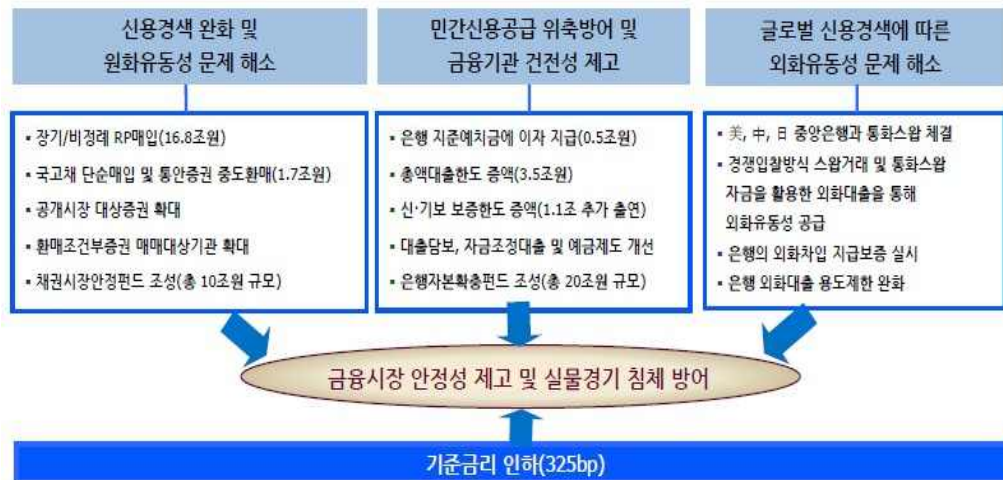
이에 따라 실물경기 급락세가 억제되고 금융시장도 안정되어 갔지만 각국의 GDP 대비 재정적자 및 GDP 대비 정부부채 비율이 급등하였는데 미국의 경우 2010년 GDP 대비 재정적자 비율은 10.0%에 달하여 2007년보다 7.2%p 증가하고 2010년 GDP 대비 정부부채 비율은 93.6%에 달하여 2007년보다 31.7%p 증가할 것으로 전망되고 있으며, 일본의 경우 2010년 GDP 대비 재정적자 비율은 10.2%에 달하여 2007년보다 7.7%p 증가하고 2010년 GDP 대비 정부부채 비율은 227.0%에 달하여 2007년보다 39.3%p 증가할 것으로 전망되고 있고, EU의 경우 2010년 GDP 대비 재정적자 비율은 6.6%에 달하여 2007년보다 6.0%p 증가하고 2010년 GDP 대비 정부부채 비율은 86.3%에 달하여 2007년보다 20.3%p 증가할 것으로 전망되고 있다.

<sup>2)</sup> 그 밖의 국가들도 적극적으로 재정확대정책을 실시하였는데 G20 국가의 경기부양용 재정지출 규모는 GDP 대비 2.2%에 달하였다.

## 2. 한국의 전개과정

글로벌 금융위기로 국제금융시장에서는 신용경색이 발생하여 국내은행의 외화조달이 어려워졌을 뿐만 아니라 국내 외화 유동성 및 원화 유동성도 부족한 상황이었다. 이에 정부는 2008년 10월 19일 「국제금융시장 불안 극복방안」을 마련하여 금융기관의 대외채무에 대해 지급을 보증하고, 외화 유동성을 공급하였고, 한국은행은 긴급 원화 유동성 공급을 확대하여 시장의 불안을 차단하고 환율을 안정시키고자 하였다.

글로벌 금융위기 이후 한국은행은 단기간에 큰 폭의 기준금리 인하(2008년 10월 5.25%→2009년 2월 2.0%), 원화 및 외환시장 안정을 위한 유동성 공급, 민간신용 위축 방어를 위한 은행의 대출여력 확대 지원 및 금융기관 건전성 제고 등을 통해 금융시장 안정성 및 실물경기 침체 방어를 기하고자 하였다(<그림 2> 참조).



<그림 2> 리먼사태(2008.9.15) 이후 금융시장 안정을 위한 정책 대응

자료 : 한국경제의 바람직한 출구전략(유정석)

특히, 한국은행은 외화 및 원화의 유동성 공급을 통한 금융시장 안정에 주력하였는데 국제금융시장에서 외화자금조달이 어려운 금융기관에 대해 보유외환을 활용한 경쟁입찰방식 스왑거래 및 미 연준 통화스왑자금을 이용한 경쟁입찰방식 외화대출 등을 통해 2008년 9월 16일부터 2009년 8월 17일까지 총 267.7억 달러의 외화

유동성을 공급하였고 동 기간 중 총 200억 7천만 달러를 회수하여 2009년 8월 17일 현재 67억 달러의 잔액이 남아 있는 것으로 나타났다. 또한 환매조건부채권(RP)에 은행채권 및 특수채권을 포함하여 대상증권을 확대하고 거래 대상기관을 확대하여 2008년 9월 16일부터 2009년 8월 17일까지 16조 8천억 원을 공급하는 등 동 기간 중 총 28조 2천억 원의 원화 유동성을 공급하였고 동 기간 중 16조 9천억 원을 회수하여 2009년 8월 17일 현재 11조 3천억 원의 잔액이 남아 있는 것으로 나타났다(<표 2> 참조).

<표 2> 한국은행의 외화 및 원화 유동성 공급

구분	내역	공급	회수	잔액
외화 유동성	외환보유액 지원	\$104.2억	\$104.2억	-
	한·미 통화 스왑 자금지원	\$163.5억	\$96.5억	\$67억
	소 계	\$267.7억	\$200.7억	\$67억
원화 유동성	RP	16조 8천억 원	16조 8천억 원	-
	총액한도대출	3조 2천억 원	-	3조 2천억 원
	국고채단순매입 등	2조 2천억 원	-	2조 2천억 원
	채권시장안정펀드지원	2조 1천억 원	1천억 원	2조 원
	자본확충펀드 지원	3조 3천억 원	-	3조 3천억 원
	지급준비금이자	5천억 원	-	5천억 원
	신용보증기금출연	1천억 원	-	1천억 원
	소 계	28조 2천억 원	16조 9천억 원	11조 3천억 원

자료 : 금융안정화대책의 정책효과와 출구전략의 방향(신동진)

외화 유동성 공급의 결과 2009년 4월 이후 환율은 안정된 하락 추세를 보이고 있으며, 원화 유동성 공급의 결과 채권시장의 불안이 감소하여 장기이자율스프레드(회사채(BBB-, 3년)금리-국고채(3년)금리)가 2009년 2월 월평균 8.62%로 최고점에 달한 이후 2009년 5월부터 점차 하락하기 시작하였다. 또한 금리도 안정되어 단기이자율스프레드(CD금리-콜금리)는 2008년 11월 월평균 1.62%로 최고점에 달한 이후 점차 하락하고 있다.

### Ⅲ. 중기 경제전망

#### 1. 세계경제 전망

OECD 회원국 경제는 글로벌 경기침체의 영향으로 2009년에는 마이너스 성장을 기록할 것으로 예측되나 2010년 이후에는 플러스 성장으로 선회할 것으로 전망되고 있는데 플러스 성장의 동인으로 금융시장 안정, 세계교역량 반등, 주택시장 조정 마무리, 자동차경기 회복 등을 들고 있다. 그러나 경기회복 속도는 더딜 것으로 전망되는데 그 이유로는 글로벌 금융위기로 인한 확장적 거시정책의 종료, 실업률 상승 등 고용부진 지속, 소비심리의 미약한 회복 등을 들고 있다.

OECD 경제전망을 주요국별로 살펴보면 미국경제는 경기부양책, 금융시장 개선, 수출수요 증가, 주택시장 안정 등으로 회복세를 보이고 있으나 실업률은 지속적으로 상승할 것으로 전망되고 있으며, 유로지역도 회복세를 보이겠으나 경기침체기 중 고용충격을 흡수해 주었던 일자리 공유정책이 경기회복기 중에는 고용흡수를 약화시키는 요인으로 작용할 것으로 예상되어 실업률이 상승할 것으로 전망되고 있다. 한편, 일본경제는 경기회복세에 따른 수출여건의 개선에도 불구하고 내수 부진 및 실업을 해결할 재정 여력의 부족으로 디플레이션의 가능성이 전망되고 있다.

<표 3> OECD 국가의 경제전망

(단위: %)

구분	2009	2010	2011
OECD GDP 성장률	-3.5	1.9	2.5
- 미국	-2.5	2.5	2.8
- 유로	-4.0	0.9	1.7
- 일본	-5.3	1.8	2.0
OECD 실업률	8.2	9.0	8.8
OECD 물가상승률	0.5	1.3	1.2
OECD 재정수지/GDP	-8.2	-8.3	-7.6

자료 : Economic Outlook No.86, OECD, 2009.11.

## 2. 한국경제 전망

OECD는 한국경제가 2009년 3/4분기까지 확장적 재정정책과 수출의 영향으로 OECD 국가 중 가장 빠르고 강하게 회복한 국가로 분석하면서 2009년 0.1% 성장을 전망하였고, 또한 재정지출의 효과가 2010년 이후에는 점차 약화되겠으나 재고 축적과 수출의 지속적 개선, 내수 회복, 실업률 하락 등으로 성장동력이 유지되어 2010년 4.4%, 2011년 4.2% 성장할 것으로 전망하고 있다.

또한 한국경제에 불안요인이 여전히 존재하고 있기는 하지만 상·하방 위험이 균형을 이루고 있는 것으로 평가하면서<sup>3)</sup> 향후 재정건전성 확보, 비제조업 분야의 생산성 향상 노력이 필요하다고 권고하고 있다.

<표 4> 한국 경제전망

(단위: %)

구분	2009	2010	2011
GDP 성장률	0.1	4.4	4.2
- 민간소비	0.2	2.9	3.2
- 총고정자본형성	-1.7	3.6	4.9
- 수출	-0.1	13.4	12.9
실업률	3.8	3.6	3.4
소비자물가	2.7	2.8	3.0
경상수지/GDP	4.6	1.3	1.0
재정수지/GDP	-1.8	0.4	1.1

자료 : Economic Outlook No.86, OECD, 2009.11.

<sup>3)</sup> 세계교역이 부진하거나 원화가치가 급격히 절상되는 경우 경기가 다시 침체될 가능성을 배제할 수 없지만, 세계교역이 예상보다 빠르게 증가할 경우 경제회복세도 훨씬 빨라질 것으로 전망하고 있다.



## IV. 출구전략 논의

### 1. 출구전략 개요

#### 1) 개념 및 수단

출구전략(Exit Strategy)이란 위기 타개를 위해 실시한 각종 비상조치, 예외적인 정책을 해제하여, 정상시의 정책이 가능한 상태로 되돌리는 전략을 의미한다. 출구전략에는 광의의 개념과 협의의 개념이 있는데 광의의 출구전략은 글로벌 금융위기로 인해 시행되었던 긴급 유동성 지원제도의 축소 및 폐지를 의미하며, 협의의 출구전략은 금융부문에서는 금리인상을 의미하며 재정부문에서는 긴축재정을 의미하는데 이를 요약하면 <표 5>와 같다.<sup>4)</sup>

<표 5> 출구전략의 개념 및 수단

구분	광의의 출구전략	협의의 출구전략
금융부문	<ul style="list-style-type: none"> <li>비상조치의 기한 설정</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>금리인상</li> <li>유동성 흡수(국채 매각 등)</li> </ul>
재정부문	<ul style="list-style-type: none"> <li>기한 연장 중단</li> <li>비상조치의 용도 폐기</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>긴축 재정</li> <li>세율 인상</li> <li>추가 세원 확보</li> </ul>

자료 : 세계경제 출구전략 논의 및 전망(구본관)

한편, 출구전략의 추진 목표는 금융부문에서는 정상적인 금융정책으로의 복귀이며, 재정부문에서는 재정의 건전성 도모이고, 그 외 민간자율의 시장 기능 회복 등이다.

<sup>4)</sup> 광의의 출구전략은 소극적(passive), 수동적, 초기단계 출구전략이라고 하며, 협의의 출구전략은 적극적(active), 능동적, 본격적 출구전략이라고 한다. 한편, 출구전략의 궁극적인 목적이 인플레이션 억제에 있기 때문에 금융긴축 효과가 있을 경우에만 진정한 출구전략이 시행된 것으로 보아야 한다는 견해도 있다.

## 2) 배경

최근 국제금융시장 여건 개선 및 글로벌 경기회복 움직임 등을 배경으로 그 동안 시행되었던 비정상적인 완화정책을 정상화하기 위한 출구전략에 대한 논의가 주요국을 중심으로 점차 확산되고 있다. 이와 같이 출구전략 논의가 확산되고 있는 것은 금융시장의 과도한 유동성이 자산가격 버블 및 금융위기를 재연시키고<sup>5)</sup> 인플레이션을 급격히 상승시킬 위험을 가지고 있다는 데 그 배경을 두고 있다.<sup>6)</sup> 이에 따라 주요국들은 우선적으로 과잉유동성을 회수하는 광의의 출구전략을 시행하고 있다.<sup>7)</sup>

출구전략 논의는 2009년 1월 미국 연방준비은행 산하 연방공개시장위원회(FOMC)가 성명서에서 “연방준비은행 대차대조표의 규모와 구성을 신중히 모니터링할 것”이라고 언급함으로써 시작되었는데 그 이후 미국 연방준비은행의 출구전략과 관련하여 언급된 내용을 정리해 보면 다음의 <표 6>과 같다.

- 
- 5) 글로벌 금융위기를 초래한 미국의 주택가격 버블도 미국 연방준비은행이 장기간 저금리를 유지한 데 따른 것으로 분석되고 있으므로 금융위기를 극복하기 위해 장기간 저금리를 유지하는 것이 자산가격 버블 형성을 통해 오히려 금융위기를 재발시킬 수 있다는 것이다.
  - 6) 글로벌 금융위기 이후 미국이 GDP의 19%, 영국이 GDP의 99% 등 G20국가가 평균적으로 GDP의 32%에 해당하는 유동성(=자본확충+은행채 정부보증 및 매입)을 공급하고 있어 과잉유동성으로 인한 물가상승 압력이 상당히 크다는 것이다.
  - 7) 미국 연방준비은행의 유동성지원 규모는 2008년 말 1.5조 달러에서 2009년 8월 말에는 6천억 달러 미만으로 감소하였으며, 유로지역 은행들이 유럽중앙은행(ECB)에 예탁하는 방식으로 흡수된 자금 규모는 736억 유로(1,040억 달러)로 각국 은행들의 지급준비액 320억 유로를 상회하고 있다.

<표 6> 최근 미국 연방준비은행의 출구전략 관련 언급 내용

일자	주요 인사 및 성명서	주요 내용
2009. 1.28	FOMC 성명서	금융시장과 경기 상황에 비추어 연준 B/S의 규모와 구성을 신중히 모니터링하고 대출 제도의 확대나 변경이 신용시장 및 경기 회복, 물가안정에 기여하는 지를 평가
3.18, 4.29	FOMC 성명서	금융시장과 경기 상황에 비추어 연준 B/S의 규모와 구성을 신중히 모니터링
6.25	FOMC 성명서	연준 B/S의 규모와 구성을 모니터링하고 있으며 필요시 긴급 유동성 지원 프로그램을 조정
7.20	Bernanke 연준 의장 (Wall Street Journal 기고)	연준은 출구전략 수단을 가지고 있으며 필요시 이를 활용할 계획
7.21, 7.24	Bernanke 연준 의장 (상하원 보고)	출구전략 추진은 시기상조이나 연준은 이를 위한 충분한 수단을 갖고 있으며, 일부 유동성지원 제도를 단계적으로 축소시켜 나갈 계획
7.28	Yellen 샌프란시스코연준 총재	통화정책 전환 시 연준은 시의적절하고 과감한 긴축정책을 통해 물가안정을 유지할 것
	Plosser 필라델피아연준 총재	머지않은 장래에 연준이 인플레이션 억제를 위해 금리를 인상해야할 것
7.29	Dudley 뉴욕연준 총재	미국 경제의 완만한 회복속도에 비추어 현 통화정책기조를 언제 철회할 것인지에 대한 논의는 시기상조
8.12	FOMC 성명서	국채 매입을 10월말까지 완료하고, 연준 B/S의 규모와 구성을 주시하고 있으며 필요시 긴급 유동성 지원 프로그램을 조정

자료 : 미 연준의 출구전략 관련 주요 이슈와 향후 전망(박창현)

한편, 해외에서 출구전략에 대한 논의가 계속되자 국내에서도 2009년 7월 9일부터 정책당국자들 사이에 이에 대한 논의가 자주 일어났다. 2009년 7월 9일 한국은행 총재는 “통화정책 기조전환에 대해 지금 예단하기 힘들어 당분간 완화기조를 이어가는 것이 맞다”라고 하였고, 7월 19일에는 “앞으로 경제상황의 불확실성이 높기 때문에 현 시점에서 완화적 통화정책의 출구전략을 본격적으로 거론하는 것은 적절치 않다”라고 하였으나, 8월 11일에는 “향후 금리는 인하보다는 인상 쪽으로 흐름이

잡혀 있는 것은 사실이다. 포괄하는 범위에 따라 출구전략이 일부 이미 진행됐고, 일부는 아직 안됐다. 출구전략 방법은 당연히 논의하고 있다”라고 발표하였다. 또한 2009년 7월 22일 기획재정부 차관보는 “지금은 출구전략을 쓰기에 적절한 시기가 아니다. 현 상황에서 금리를 올리는 것은 정부의 재정투입에 따른 경제살리기 노력을 수포로 돌아가게 하는 꼴이다”라고 하였으나, 8월7일 기획재정부장관은 “지금 시점에서 출구전략의 시점에 대한 논의는 이르다고 보며 그것보다는 신중한 분석에 기반한 출구전략을 사용하는 방법을 준비하는 데 초점을 맞출 필요가 있다”라고 하였다. 이와 같이 7월에는 출구전략을 논의하는 것이 적절하지 않다는 것이 정책당국자의 입장이었으나 대내외적인 경기회복에 대한 기대감이 가시화되면서 정부가 출구전략 쪽으로 방향을 선회하고 있는 것으로 보인다.

### 3) 원칙

출구전략의 필요성에 최초의 논의는 2009년 6월 12-13일 간 이태리 레체(Lecce)에서 개최된 G8 재무장관회의 참가국들이 IMF에게 출구전략에 대한 연구를 요청하면서 시작되었다. 이에 IMF는 경기진작을 위한 통화공급(monetary stimulus)을 줄이는 일과 금융회사들이 직접적으로 시장접근성을 높일 수 있도록 금융부문에 대한 정부지원을 축소시키는 것을 출구전략 원칙으로 제시하였다.

OECD는 세계경제에 대한 전망을 바탕으로 각국이 경제위기 대응방안으로 취해왔던 조치들을 언제(when) 그리고 어떻게(how) 철회할 것인가에 대한 출구전략 준비를 서두를 것을 권고하였다. 즉, 글로벌 금융위기 이후 취해왔던 많은 조치들이 경기침체기에는 적합하였지만 오랫동안 유지될 경우 경제에 나쁜 영향을 줄 수 있는 만큼 적절한 출구전략을 마련하고 출구전략의 효율적인 시행을 위해 시장과의 커뮤니케이션을 강화하고, 출구전략 시행 시 국제적 전염효과가 있는 점을 감안하여 정보공유 등 국제적인 공조가 필요하다고 주장하였다.

OECD의 구체적인 정책권고 방안을 살펴보면 첫째, 전통적인 통화정책인 금리 변경은 최근 경기회복 등으로 자산가격 및 물가상승 압력이 상승하고 있지만 인플레이션이 여전히 정책목표 범위 내에 있기 때문에 서서히 추진해야 하며 둘째, 유동성 공급 등 비전통적인 통화정책은 금융기관의 유동성 공급이 원활해지는 등 금융사정이 정상화된 만큼 초과유동성을 흡수할 필요가 있으며 셋째, 재정건전화는 금융

위기가 잠재성장에 미친 영향을 확대하지 않는 범위 내에서 서두를 필요가 있으며 넷째, 금융시장 면에서는 위기 발생 이전에 나타났던 대규모 은행들의 레버리지 (leverage) 누적, 위험선호 및 자산가격 상승 초래 등 대마불사(too big or too interconnected to fail) 논리가 지연되지 않도록 하는데 주의할 것을 권고하고 있다.

한편, 출구전략 원칙과 관련하여 중요한 사항은 국제적 공조인데 G20 회의 등에서 금융시장 통합 및 각국 경제 간 상호연관성으로 인한 파급효과로 국제적 공조를 통한 출구전략 실행이 강조되고 있다(<표 7> 참조). 이와 같이 출구전략 논의 및 실행에 있어 국제적 공조가 강조되는 이유는 세계경제 회복이 미흡한 상태에서 개별국가가 정책기조를 긴축적인 방향으로 선회할 경우 신용시장의 유동성 부족을 야기하여 세계경기 회복의 지연이 우려되고, 반대로 출구전략이 늦어질 경우 인플레이션 및 자산가격 버블 유발이 우려되기 때문이다.

<표 7> 최근 출구전략 관련 국제적 공조

일자	회의명	합의내용
2009.9.24	G20 정상회담	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 출구전략을 다음의 3가지 기조 하에 진행</li> <li>① 준비는 하되, IMF 및 금융안정위원회(FSB)의 도움을 받아 11월 재무장관회의 시 논의 계속</li> <li>② 경제회복이 확고해질 경우 시행</li> <li>③ 국제 공조 하에 시행</li> </ul>
2009.10.20	EU 재무장관회의	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 출구전략의 4대원칙에 합의</li> <li>① 재정지출 확대를 통한 경기부양책을 늦어도 '11년부터 종료</li> <li>② 안정 및 성장의 틀 속에서 조율된 출구전략 마련</li> <li>③ 재정적자를 연간 GDP 대비 0.5% 이상 축소</li> <li>④ 생산성과 장기투자를 끌어 올리는 방향으로 경제구조 개혁 지속</li> </ul>
2009.11.6-7	G20 재무장관 · 중앙은행 총재 회의	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 출구전략이 아직 시기상조라고 판단, 경제회복이 확고해질 때까지 정책지원 지속에 합의</li> </ul>

자료 : 글로벌 경기회복 조짐에 따른 주요국의 출구전략 논의 및 전망(황현정)

출구전략의 국제적 공조와 관련하여 한국은 2009년 9월 5일 G20 회의에서 경기회복의 시기와 속도는 국가별로 상이하게 나타날 가능성이 있고, 국가별 출구전략의 시행시기와 강도 역시 나라마다 다를 수 있으므로 출구전략에 대한 일반원칙을 정하고(<표 8> 참조) 이를 준수하는 노력을 취하자고 제안하였다.

<표 8> 출구전략 일반원칙

구 분	제안내용
timing	1930년대와 1990년대의 성급한 출구정책이 세계경제에 심각한 결과(dire consequences)를 초래한 점을 상기할 때, 세계경제가 분명한 회복단계에 진입했을 때 출구전략을 시행하는 것이 바람직하며, "분명한 회복단계"에 대한 적절한 기준(criteria)을 IMF가 제시해 주길 기대
speed	갑작스러운(abrupt) 출구전략은 세계경제의 불안정을 초래할 위험이 있으므로 경제회복의 속도에 상응하여 점진적이고(gradually) 상황에 적응적으로(adaptively) 이행되어야 함
sequence	자원배분 왜곡 우려가 가장 큰 비전통적인 정책수단들부터 우선적으로 철회한 이후 전통적인 통화·재정정책의 확장적 정책기조를 정상화. 재정강화조치(efforts towards fiscal consolidation)의 경우 경제회복속도와 보조를 맞추는 동시에 중기 재정건전성 제고에도 도움이 되어야 함
consideration for spill-over effect	시스템적으로 중요한(systemically important) 국가들은 출구전략 추진에 따른 파급효과를 인식하여야 하며, 파급효과의 위험요인을 축소시키기 위한 최선의 노력을 다해야 함
information sharing	G20국가들은 경기상황 판단에 필요한 각종 정보를 공유하고, 세계경제 전망 및 각국의 정책계획에 대한 솔직하고 협력적인 대화를 가져야 함. 더불어, IMF의 국제공조 지원을 위한 정책감독(surveillance) 활동 강화를 희망
communication	시장의 신뢰를 확보하기 위해서는 시장과의 communication이 중요하며, 출구전략의 시행시기와 방법에 대한 정책당국의 의도가 시장참여자들에게 정확하게 전달되고 이해되어야 함
support for developing countries	위기 이후의 지속가능한 세계성장을 위해 전 세계적인 금융위기로 인해 가장 고통 받고 있는 최빈국을 포함한 개도국의 지원을 위한 국제공조 노력이 필요하며, 더불어 출구전략의 시행이 개도국에 미칠 수 있는 부정적 영향(adverse effects)도 충분히 고려되어야 함

자료 : 기획재정부 보도자료, 「G20 재무장관·중앙은행 총재회의」 참석결과, 2009.9.

## 2. 과거 사례

과거 성급한 출구전략으로 인해 경기 재침체(double-dip)가 발생한 사례로 1937년 루즈벨트 정부의 긴축정책과 1997년 일본의 소비세 인상 및 2000년 8월의 제로금리 해제 등을 들고 있다.

1929년 4년간 침체되었던 미국경제가 1934년부터 회복세를 보인 후 1936년에는 1929년 수준을 회복하자 1937년부터 증세, 긴축재정, 금융기축 등을 통해 출구전략을 시행하였다. 미국 연방준비은행은 대공황기 중 경기회복 조짐이 보이는 가운데 은행들의 대규모 초과지준이 인플레이션을 유발할 것으로 우려하여 1936년부터 필요지준율을 대폭 인상하였다. 그 결과 1937년 경기가 급락하고 1938년에는 마이너스 성장을 보였으며 주가가 폭락하는 등 성급한 출구전략으로 인하여 double-dip이 초래되었다.

<표 9> 대공황기 지급준비율 추이 (단위: %)

구분	Central Reserve City Banks	Reserve City Banks	Country Banks
917.6.21	13.0	10.0	7.0
936.8.16	19.5	15.0	10.5
1937.3.1	22.75	17.5	12.25
1937.5.1	26.0	20.0	14.0
1938.4.16	22.75	17.5	12.0

자료: Fed

일본의 경우 1993년부터 버블붕괴 후의 침체에서 탈피하기 시작하여 1996년에는 4%대의 성장을 시현하였다. 이에 1997년 4월 소비세 인상 및 재정긴축 등 출구전략을 시행하였다. 그 결과 1997년 경기가 급락하여 증권회사가 파산하는 등 금융위기로 발전한 바 있다. 또한 1999년부터 경기회복이 시작되고 공적자금 투입으로 금융시스템도 어느 정도 안정되자 2000년 8월 제로금리를 해제하였고 그 결과 2000년 3/4분기 경기 재침체가 발생하였다.

### 3. 주요국의 출구전략

글로벌 금융위기 이후 적극적 출구전략을 최초로 시도한 국가는 이스라엘로 2009년 8월 24일 기준금리를 0.5%에서 0.75%로 0.25%p 인상하였으며, 노르웨이는 유럽국가 중 처음으로 2009년 10월 28일 기준금리를 1.25%에서 1.5%로 0.25%p 인상하였다.

한편, G20국가 중 적극적 출구전략을 시도한 국가는 호주와 인도인데 호주는 2008년 3월 이후 1년 7개월 만인 2009년 10월 6일 기준금리를 3.0%에서 3.25%로 0.25%p 인상하였고 이후 11월 3일 0.25%p를 추가로 인상하였으며, 인도는 2009년 10월 27일 인도중앙은행(RBI)이 기준금리(repo rate)는 동결한 채 모든 상업은행들이 준수해야 하는 일종의 정책금리인 법정유동성비율(SLR)을 24%에서 25%로 1%p 인상하였다.

#### 1) 미국

미국의 경우 통화정책에서는 소극적 의미의 출구전략을 이미 시작했으나 금리인상은 2010년 하반기 이후에 단행될 것으로 전망되고 있다.

2009년 8월 FOMC 회의에서 장기국채 매입을 10월말에 종료하기로 결정하였고, 9월 회의에서는 모기지담보증권(MBS) 및 기관채 매입을 2010년 3월에 종료하기로 결정하였다. 또한 미국 연방준비은행(FRB)은 2009년 10월 환매조건부 채권 매각(역RP)을 통한 유동성 축소의 효율성을 테스트하기 시작하였고, RP 거래대상을 Primary Dealer 외에 확대하는 방안을 검토하기 시작하여 보유채권 매각의 활성화를 통한 유동성 흡수의 가능성에 무게를 두기 시작하였다. 또한 11월 FOMC 회의에 따른 성명서에서 FRB는 “저금리 기조를 상당기간 유지하겠다”고 밝힘으로써 금리인상은 2010년 하반기 이후에 단행될 것으로 전망되고 있는데 그 근거로는 산출량 갭(output gap)의 마이너스 폭이 확대되고 있어 인플레이션 리스크가 낮은 상황이고, 미국의 주요 투자은행(IB)들은 2010년 3분기에 금리인상 가능성을 예상하고 있고, 연방기금금리 선물에 반영된 금리의 동향을 볼 때 시장참여자들은 2010년 3월 이후 금리가 인상될 것으로 예상하고 있다는 것이다.

한편, 재정정책에서는 경기회복 지연 우려로 출구전략은 아직 시행되지 않고 있으



며 2009년 11월 3일 미국 상무부가 2차 경기부양책을 고려하고 있다고 밝힘으로써 오히려 2차 경기부양책 관련 논의가 증가하고 있다. 2차 경기부양책은 중소·지방은행의 연이은 도산에 따른 중소기업 자금난 악화, 실업률 증가 등을 막는 것에 초점이 맞추어질 것으로 전망되는 가운데 소비지출 둔화 및 주택시장 침체가 지속되는 상황에서 2차 경기부양책은 미국 경기회복에 크게 기여할 것이라는 견해와 기존 경기부양책의 집행이 완료되지 않은 상황에서 추가 경기부양책을 논의하는 것은 부적절하다는 반론이 제기되고 있다.

## 2) 일본

일본의 경우 통화정책에서는 자금시장이 개선됨에 따라 유동성 공급 축소가 논의 중이나 디플레이션 위험이 지속되고 있어 당분간 확장적 정책기조를 유지할 필요성이 증가하고 있고 이에 따라 일본의 정책금리 인상은 2011년 이후에 가능할 것으로 전망되고 있다.

일본 중앙은행(BOJ)은 2009년 10월 30일 열린 금융통화정책회의에서 신용시장 지원을 축소하기로 결정하였고 BOJ의 자산규모는 FRB나 영국 중앙은행(BOE)과 달리 금융위기 이전과 비슷한 규모를 유지하고 있다. 또한 소비자 물가지수는 2009년 4월 이후 하락세가 지속되고 있고 2011년까지 지속될 것으로 예상되고 있으며, BOJ는 “중앙은행이 경기조절적 통화환경을 인내심 있게 유지하는 것이 중요하다”며 경기회복이 가시화될 때까지 현재의 기준금리 수준을 유지할 것임을 시사하고 있고, 2009년 11월 G20 재무장관 회의에서 일본재무차관은 “일본경기는 회복되고 있지만 자율성이 결여되어 있으며 고용침체가 심각하다”며 출구전략 실시가 시기상조임을 강조하고 있다. 이 외에도 주요 투자은행들은 일본의 정책금리가 2010년 4분기까지 현재의 0.1% 수준을 유지할 것으로 전망하고 있다.

한편, 재정정책에서는 확장적 재정정책이 당분간 계속될 것으로 전망되고 있는데 그 근거로는 미국의 실업률이 2009년 10월 10%를 넘어선 것과는 달리 일본의 실업률은 2009년 7월 5.7%를 정점으로 하락세를 보이고 있고, 1997년 일본은 경기회복에 따라 소비세를 인상하고 재정긴축 정책으로 전환했으나 대외경제여건 악화로 경기침체를 다시 겪은 바 있어 출구전략 실행에 조심스러울 것이라는 것이다. 그러나 일본의 GDP 대비 정부부채 규모가 2009년 219%에 달하는 등 주요 선진국

중 가장 높아 추가 경기부양책 논의는 부담으로 작용할 것으로 예상된다.

### 3) EU

EU의 경우 통화정책에서는 금융시장 개선에 따라 유동성 공급조치의 만기도래 시 유동성 지원이 축소될 것으로 예상되나 금리인상은 2010년 하반기 이후로 전망되고 있다.

유럽 중앙은행(ECB)이 은행권에 제공하는 긴급자금의 수요가 감소하는 등 은행권의 유동성이 개선되고 있고, ECB의 총재는 2009년 11월 5일 금융통화정책회의에서 “금융시장이 개선되어 이례적인 유동성 지원 정책들이 시의적절하고 점진적으로 축소되도록 할 것”이며, “중장기적으로 가격 안정성에 위협이 되지 않도록 유동성을 흡수할 것”이라고 밝히고 있어 ECB의 1년물 유동성공급 프로그램의 기한이 2010년 7월, 9월 및 12월에 도래함에 따라 자동적으로 유동성이 흡수될 것으로 전망되고 있다. 또한 EU의 2009년 8월 소비자 물가지수는 전년동월대비 0.2%p 하락한데 이어 9월에도 0.3%p 하락하여 인플레이션 리스크가 낮을 것으로 전망되고 있고, 민간부문 대출 위축 등 금융시장 불안이 아직 해소되지 않았고 실업률 및 유로화 가치상승에 따른 경기회복 지연 가능성이 여전히 큰 상황이어서 급격한 금리인상의 가능성은 낮으며 이에 따라 주요 투자은행들은 2010년 3분기와 4분기에 각각 0.25%p의 금리인상이 단행될 것으로 예상하고 있다.

한편, 재정정책에서는 금융위기 이후 EU 국가의 경기부양에 따른 재정지출은 미국에 비해 적은 수준이고 경기회복의 불확실성이 아직 크기는 하나 EU협약에 따라 추가 경기부양책을 집행할 수 있는 여지는 크지 않고 재정지출 축소가 불가피할 것으로 전망된다. 그러나 역내 국가 간 경기회복 속도의 편차 및 이해관계 상충으로 재정지출 축소를 위한 정책공조가 쉽지 않을 것으로 전망되고 있다.

### 4) 중국

중국경제는 2009년 8월까지의 정부의 대규모 경기 부양과 이에 따른 고정자산투자가 경기회복을 주도하였으나 9월부터는 수출입의 개선이 나타나면서 대외 부문도 회복 기조에 들어선 것으로 보고 있다. 이에 따라 광의의 출구전략은 2009년 7월

부터 시작된 것으로 보고 있는데 그 이유는 정책금리 대신에 대출총량 규제를 통화정책의 주요 수단으로 삼으면서 부수적으로 총유동성을 통제하는 중국이 신규 대출 규모를 제한하기 시작하였기 때문이다.

중국의 출구전략에서 논의되는 두 가지 중요한 특징은 중국은 거시적 출구전략보다는 미시적(산업별) 출구전략을 선택하여 산업구조의 고도화를 피하고<sup>8)</sup>, 소비를 활성화하여 수출과 투자 중심의 성장방식에서 벗어나려는 출구전략을 선택할 가능성이 크다는 것이다.

#### 4. 한국의 출구전략

글로벌 경제·금융환경의 개선에 따라 세계 각국에서 출구전략에 대한 논의가 확산되는 가운데 우리나라도 예외 없이 이에 대한 논의가 진행되고 있으며 외화 및 원화의 과잉유동성을 회수하는 소극적 출구전략이 상당히 진행되고 있는 실정이다. 금리 인하 및 유동성 공급 확대로 금리 파급 메커니즘이 정상화됨에 따라 원화 자금 시장 신용경색 해소를 위한 비상조치들이 이미 철회되었으며, 원화가치 급락을 방어하기 위해 공급되었던 외화 유동성도 대부분 회수되었다.

향후 추가적인 출구전략이 필요한 부분으로 중소기업 대출지원 축소와 기준금리 인상인데 먼저 총액대출한도 축소는 은행의 대출금리 인상으로 이어질 가능성이 높아 중소기업의 지속적인 자금사정 개선여부가 출구전략 실행의 전제조건인데 현재 풍부한 시중유동성에도 불구하고 자금중개기능 회복 지연으로 일부 중소기업의 경우 자금난이 지속되고 있어 은행 간 대출경쟁 과열이나 자금중개기능 회복이 본격화될 경우 총액대출한도를 점진적으로 축소하는 것이 바람직한 것으로 보인다. 또한 은행의 중소기업 대출은 대부분 보증을 통해 이루어지고 있으므로 신용보증 없이도 은행들의 중소기업 대출이 원활해지는 것이 출구전략 실행의 전제조건이다. 따라서 향후 은행들의 자발적인 중소기업 대출이 본격화될 경우 보증비율 하향조정을 고려하는 것이 바람직한 것으로 보인다.

한편, 현 시점에서의 기준금리 인상은 소비와 투자를 위축시켜 경기회복세를 저해할 가능성이 있으므로 향후 잠재성장률을 상회하는 경제성장세가 확인된 이후 기준

<sup>8)</sup> 중국 정부는 2009년 10월 19일 철강, 시멘트, 평판유리, 석탄화학, 실리콘, 풍력발전 설비 등 6개 과잉 설비 산업에 대한 신규 대출 중지와 엄격한 행정 관리 등을 내용으로 하는 조치를 발표하였다.

금리를 인상하는 것이 바람직한 것으로 보인다.

<표 10> 한국의 출구전략 대상

구분	기 진행	현재 고려 중
광의	· 원화 및 외화 유동성 공급 회수	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 중소기업 대출지원 축소 (총액대출한도 및 보증비율 축소 등)</li> <li>▪ 재정 건정성 강화</li> </ul>
협의		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 기준금리 인상 (저금리기조 탈출)</li> </ul>

자료: 한국경제의 바람직한 출구전략(유정석)

## V. 요약 및 시사점

2008년 9월 16일 리만 브라더스(Lehman Brothers Holdings Inc.)의 파산보호 신청으로부터 시작된 글로벌 금융위기 이후 세계 각국은 확장적 재정정책 및 통화정책을 통해서 금융위기를 극복하려는 시도를 하였다. 한국 또한 금융기관의 대외 채무에 대해 지급을 보증하고, 외화 유동성을 공급하였고, 한국은행은 긴급 원화 유동성 공급을 확대하는 등의 비상조치를 통해 시장의 불안을 차단하고 환율을 안정시키고자 하였다. 이에 따라 한국을 비롯한 전세계의 실물경기 급락세가 억제되고 금융시장도 안정되어 갔고, 2010년 OECD 회원국 경제는 플러스 성장으로 선회할 것으로 전망되고 특히 한국경제는 OECD 국가 중 가장 빠르고 강하게 회복할 것으로 전망되고 있다.

국제금융시장 여건 개선 및 글로벌 경기회복에 대한 전망과 금융시장의 과도한 유동성이 자산가격 버블 및 금융위기를 재연시키고 인플레이션을 급격히 상승시킬 위험을 가지고 있다는 데 근거하여 주요국들은 우선적으로 과잉유동성을 회수하는 광의의 출구전략을 시행하고 있고 향후 금리 인상이나 긴축재정 등 협의의 출구전략 실행을 준비 중에 있다.

현재 진행되고 있는 출구전략의 논의를 종합적으로 평가해 본 결과 다음과 같은 시사점을 도출 할 수 있다.

첫째, 주요 선진국의 출구전략은 신흥국보다 느리게 진행될 것으로 전망된다는 것이다. 주요 선진국의 경우 소비자 물가지수가 하락세를 이어 가는 등 인플레이션 리스크가 낮아 장기간 양적 완화정책 시행이 가능하나 신흥국의 경우 자산가격 버블 우려 및 외환 변동성 확대로 출구전략 시행이 선진국보다 더 빨리 진행되어야 하는 상황이기 때문이다.

둘째, 급격한 출구전략 시행 시 부작용이 발생할 가능성이 있으므로 출구전략의 시기를 결정하는 것이 중요하다는 것이다. 미국이 조기에 금리인상에 나설 경우 달러 캐리 트레이드 청산으로 신흥국에 투자한 외국인 주식 및 채권자금의 일시적 이탈 우려로 시장 혼란 가능성이 있고, 주요 선진국이 감세, 공공수요 창출 등 재량적 경기부양 수단과 실업급여 등 자동적 조절장치를 통해 인위적으로 경기침체 폭을 축소하고 있는 상황에서 급격한 재정수지 악화 및 국가부채 증가는 추가 충격 흡수 및 위기대응 능력을 위축시켜 경기회복 지연 또는 double-dip이 발생할 수 있기 때문이다.

한편, 우리나라가 출구전략을 시행할 때 다음과 같은 점에 유의할 필요가 있다.

첫째, 물가상승의 원인을 정확하게 파악해야 한다. 물가상승 압력이 경기가열 및 유동성 과열과 같은 수요측 요인에서 발생한 것이라면 출구전략의 시행 효과를 기대할 수 있지만 생산 감소 및 국제 유가 상승 등 공급측 요인에서 발생한 것이라면 출구전략을 통한 물가상승 압력 완화는 한계가 있을 수밖에 없다.

둘째, 정책목표 간 조화를 고려하되 필요할 경우 정책의 우선 목표를 명확하게 해야 한다. 글로벌 경기회복 패턴 및 주요국의 출구전략 움직임 등을 면밀하게 검토한 후 자산가격 버블 방지와 내수회복이라는 정책목표 간 조화를 최대한 고려하되 두 마리 토끼를 동시에 잡는 것이 어려울 경우 정책의 우선 목표를 분명하게 정한 후 금리인상 등 적극적 출구전략을 언제, 어떻게, 어느 정도 시행할 것인지를 결정해야 할 것이다.

셋째, 금융위기를 극복할 수 있는 새로운 성장동력을 발굴해야 한다. Lucas교수가 “장기적으로 볼 때 정부의 역할은 주변적일 뿐, 민간에서 새로운 동력이 나타날 수 있도록 하는 것이 진정한 출구전략이다”라고 주장한 바 있다. 따라서 정부는 단순히 비정상적인 조치를 철회하는 출구전략을 실시하는데 집중할 것이 아니라 금융회사들의 기업구조조정을 유도하여 새로운 성장동력을 발굴하는데 더 많은 노력을 기울여야 할 것이다.

## 참고문헌

- 구본관, 세계경제 출구전략 논의 및 전망, SERI 정책 심포지엄, 삼성경제연구소, 2009.10.21.
- 기획재정부 보도자료, 「G20 재무장관·중앙은행 총재회의」 참석결과, 2009.9.6.
- 박한진, 중국의 출구 전략 딜레마, Chindia Journal, 2009.11.
- 박창현, (2009), 미 연준의 출구전략 관련 주요 이슈와 향후 전망, 해외경제정보 2-2009-53호, 한국은행, 2009.8.20.
- 신동진, 금융안정화대책의 정책효과와 출구전략의 방향, 경제현안분석 제42호, 국회예산정책처, 2009.11.
- 오승렬, '출구 전략' 카드, 중국의 고민, Chindia Journal, 2009.11.
- 유정석, 한국경제의 바람직한 출구전략, SERI 정책 심포지엄, 삼성경제연구소, 2009.10.21.
- 유정석 외, 한국 통화금융정책의 출구전략(Exit Strategy), 삼성경제연구소, 2009.11.12.
- 정문석, 중국의 출구 전략과 한국 경제, Chindia Journal, 2009.11.
- 조충제, 인도, 출구 전략 시동, Chindia Journal, 2009.11.
- 황현정, 글로벌 경기회복 조짐에 따른 주요국의 출구전략 논의 및 전망, 산은조사월보 제648호, 산업은행, 2009.11.
- OECD, Economic Outlook No.86, 2009.11.