

한국경제학회, 한국경영학회 공동학술대회 개최  
팬더믹 이후, 한국경제 발전 방향과 기업의 역할

# 포스트 코로나: 불확실성 시대의 글로벌 경제 (글로벌 금융 불균형과 한국 경제의 대응전략을 중심으로)

연세대학교 상경대학 경제학부  
최상엽 교수



## ■ 글로벌 경제의 불확실성

---

- 글로벌 금융 위기 당시, 세계경제는 막대한 불확실성에 당면하였음
- 불확실성의 증가는 안전자산에 대한 선호 증가, 리스크 프리미엄의 상승, 국가간 자본 이동 및 은행의 대출 감소, 기업의 투자와 고용 감소, 가계의 소비 감소로 이어져 극심한 불황에 빠졌음.
- 각국의 재정당국과 중앙은행은 전례없이 완화적인 재정정책과 통화정책을 통하여 위기를 극복하고자 하였음.

## ■ 글로벌 경제의 불확실성

---

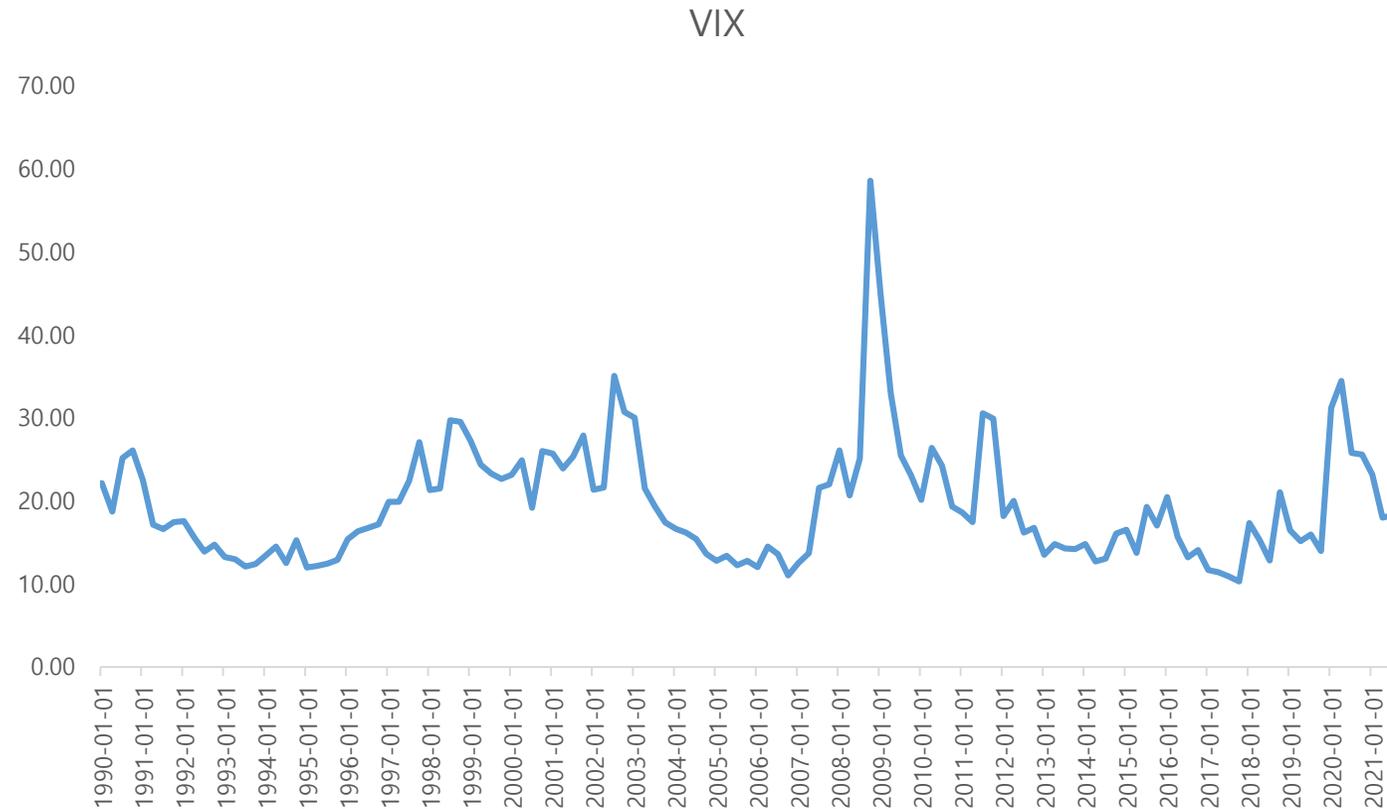
- 2020년 코로나 바이러스로 인하여 세계경제는 다시 한번 막대한 불확실성에 당면하였고, 각국은 금융위기 당시와 비슷하게 반응하였음.
- 이렇듯 전례 없는 확장적 정책은 절반의 성공은 거두었으나 그 부작용을 가져왔고, 이는 코로나 종식 이후에도 세계 경제에 어두운 그늘을 드리울 수 있음.
- 특히 최근 암시되고 있는 연준의 빠른 테이퍼링 상황에서, 글로벌 금융 불균형이 가져온 문제점이 한국 경제에 미치는 영향을 고찰하고 대응방안을 모색하고자 함.

## ■ 글로벌 경제의 불확실성: Wall street vs. main street

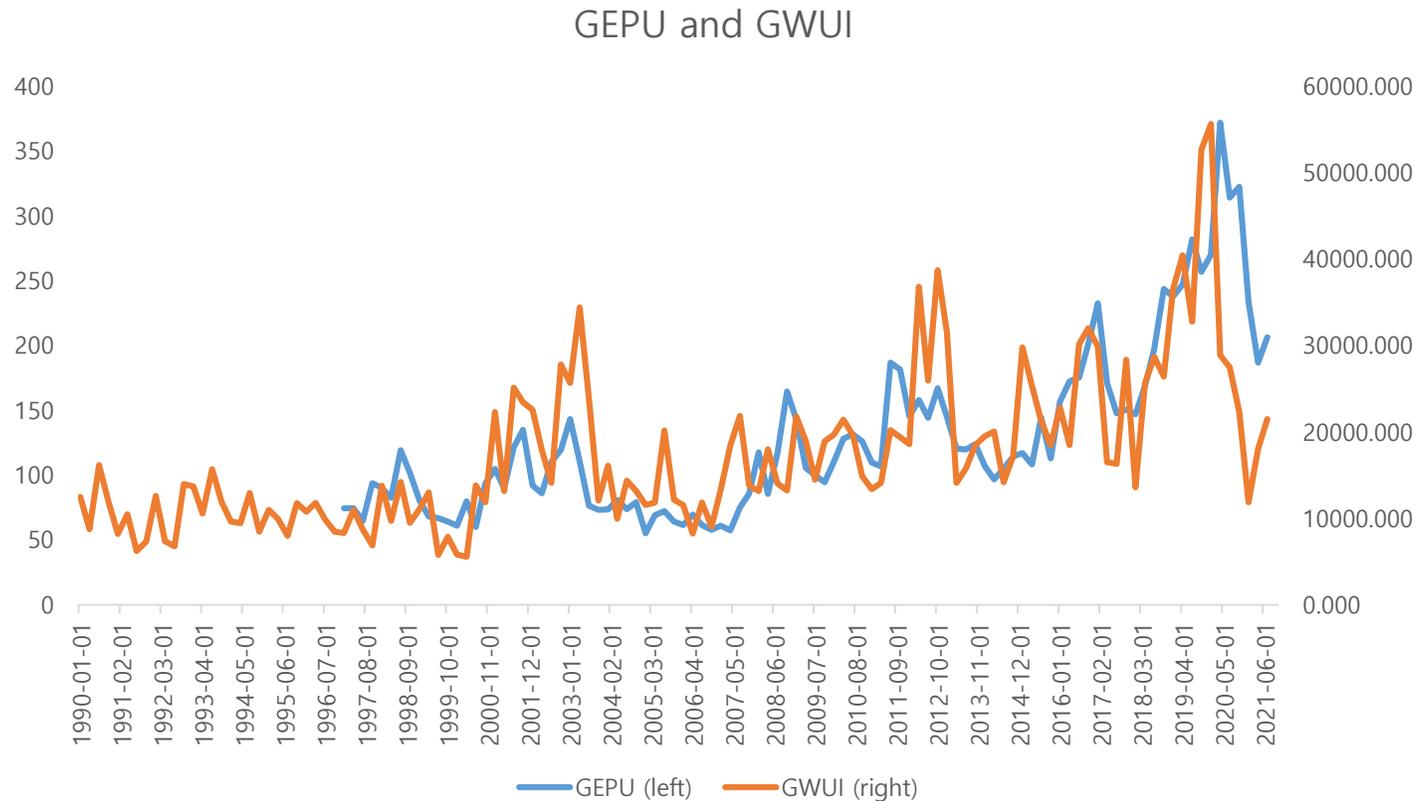
---

- 글로벌 금융위기 이후로 주로 VIX로 측정되는 글로벌 금융시장의 불확실성 (wall street uncertainty)은 상당히 감소하였음.
- 같은 기간 동안, 정치적, 정책적 불확실성 (main street uncertainty)은 계속해서 증가하였음.
- 과연 글로벌 경제는 과거보다 큰 불확실성에 직면하고 있는가?

## ■ 글로벌 경제의 불확실성: Wall street vs. main street



# ■ 글로벌 경제의 불확실성: Wall street vs. main street



## ■ 글로벌 경제의 불확실성과 금융 불균형

---

- 이는 불확실한 경제 상황에도 불구하고, 전례 없는 확장적 정책이 자산 가격을 지탱함으로써 금융시장을 방어하고 있는 것으로 해석할 수 있음 (Greenspan put, Bernanke put, Powell put)
- Abnormal -> New Normal
- 그러나 이러한 정책은 글로벌 금융시장의 불균형을 야기하였고, 이는 CIP deviation 이라는 현상을 통하여도 나타나고 있음.
- CIP deviation은 소규모 개방경제로서 무역의존도가 높은 한국 경제에 큰 영향을 미칠 수 있음

## ■ CIP deviation: 이론적 고찰

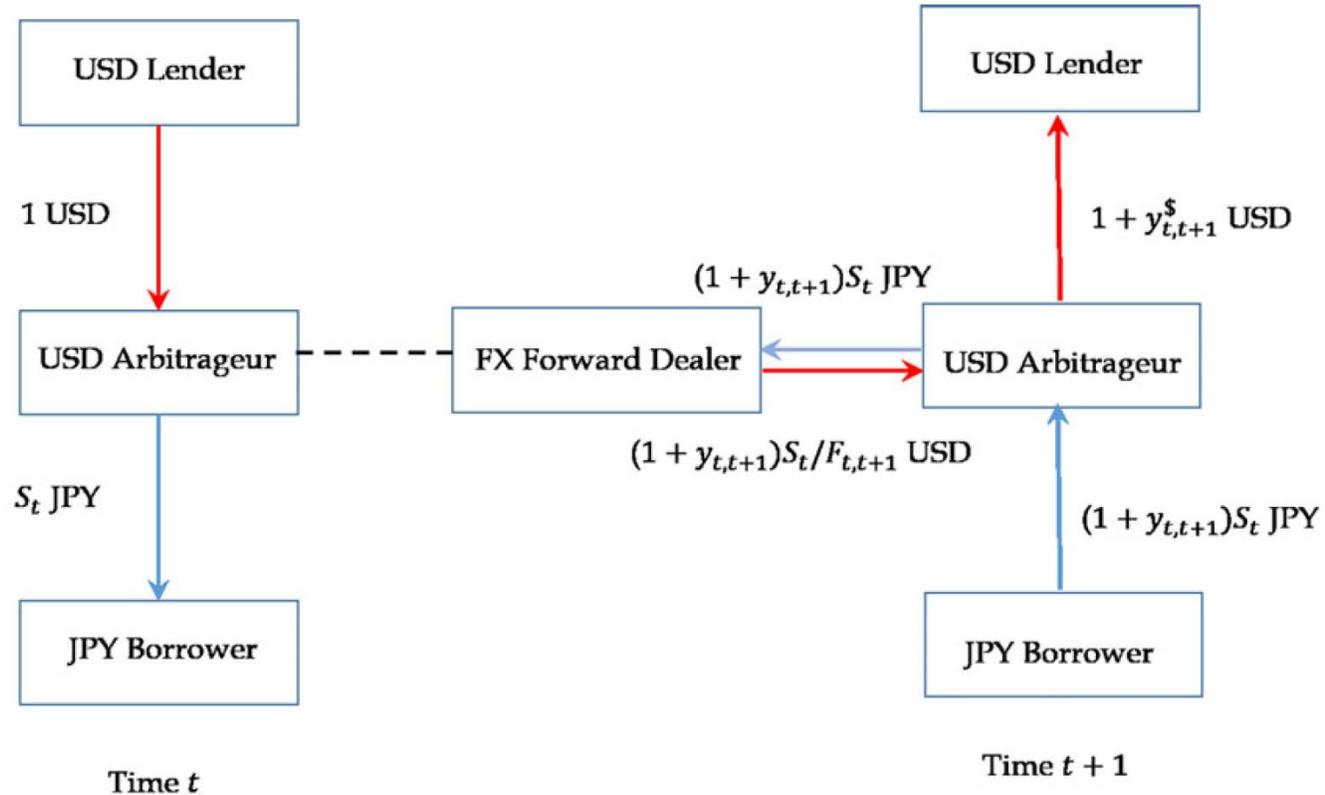
---

- Covered Interest Parity (무위험 이자율 평가조건):

$$1 + i_t^{US} = \frac{S_t}{F_{t+k}} (1 + i_t^*)$$

- 원달러 환율이  $s_t$  일 때, 투자자는 (1)  $i_t^{US}$ 의 금리를 가진 미국 안전자산에 투자하거나 (2) 달러를 원화로 현물시장에서 교환한 후,  $i_t^*$ 의 금리를 가진 한국 안전자산에 투자하여 만기시 환율변동을 선물환 거래 ( $F_{t+k}$ )를 통하여 환율 위험을 헷지할 수 있음.
- CIP는 무위험 차익거래가 가능하지 않음을 의미하며 forward premium puzzle이나 Fama puzzle로 대표되는 Uncovered Interest Parity (유위험 이자율 평가조건)과는 달리, 현실 경제에서도 잘 성립해 왔음.

# ■ CIP deviation: 이론적 고찰



Net Cash Flow 0 USD

$$-(1 + y_{t,t+1}^{\$}) + (1 + y_{t,t+1})S_t/F_{t,t+1} \approx -x_{t,t+1} > 0 \text{ USD}$$

## ■ CIP deviation: 이론적 고찰

---

- CIP가 성립한다는 뜻은 아래와 같이 정의한 cross-currency basis가 0이 되어야 한다는 뜻임:

$$x_t = i_t^{US} - (i_t^* - (f_{t+k} - s_t))$$

- 즉 직접 달러로 자금을 조달하는 비용과 타국의 통화를 조달하여 스왑거래로 달러를 조달하는 비용이 같아야 된다는 뜻임.
- 균형에서 양국의 금리차는 forward premium과 같아져야 된다는 조건으로 수많은 국제금융 모형들의 기반이 되어 왔음.

## ■ CIP deviation: 실증적 근거

---

- CIP는 글로벌 금융위기 당시 성립하지 않았으며, 특히 한국 원화의 경우 그 deviation이 신흥시장국 통화 중에서도 매우 컸음 (Baba and Shim, 2014).
- 한국의 경우,  $x_t = i_t^{US} - (i_t^* - (f_{t+k} - s_t)) \ll 0$ , (negative dollar basis)이  
는 한국 기업이나 정부가 위기 당시, 직접 달러 펀딩에 접근하기 굉장히 어려웠음을 의미
- 그러나 금융위기 이후에도 지속적인 CIP deviation이 발생: **달러에게는 무언가 특별한 것이 있다!** (global funding and invoicing currency)

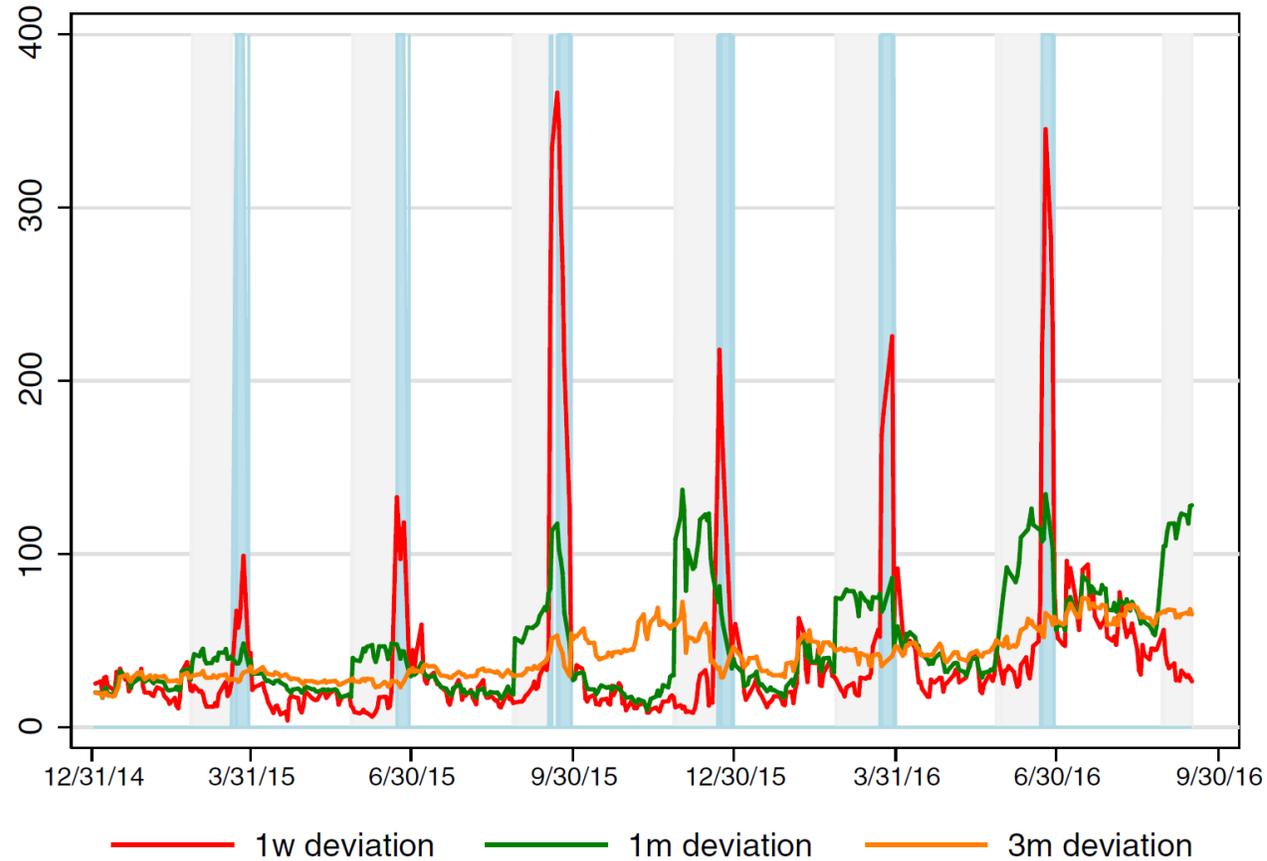
## ■ CIP deviation: 실증적 근거

---

- 여러가지 설명이 존재하나, 글로벌 금융 위기 이후 글로벌 은행들에 대한 규제 심화 (e.g., Basel-III)로 인하여 은행의 차익거래가 어려워졌기 때문 (Du, Tepper, and Verdelhan, 2018)
- 특히, cross-currency basis는 달러화의 가치와 밀접히 연동이 되어 있음 (Avdjiev, Du, Koch, and Shin, 2019)
- 다만, Cross-currency basis의 확대가 반드시 무위험 차익거래를 의미하지 않음.

## ■ CIP deviation: 실증적 근거

- Du, Tepper, and Verdelhan (2018)



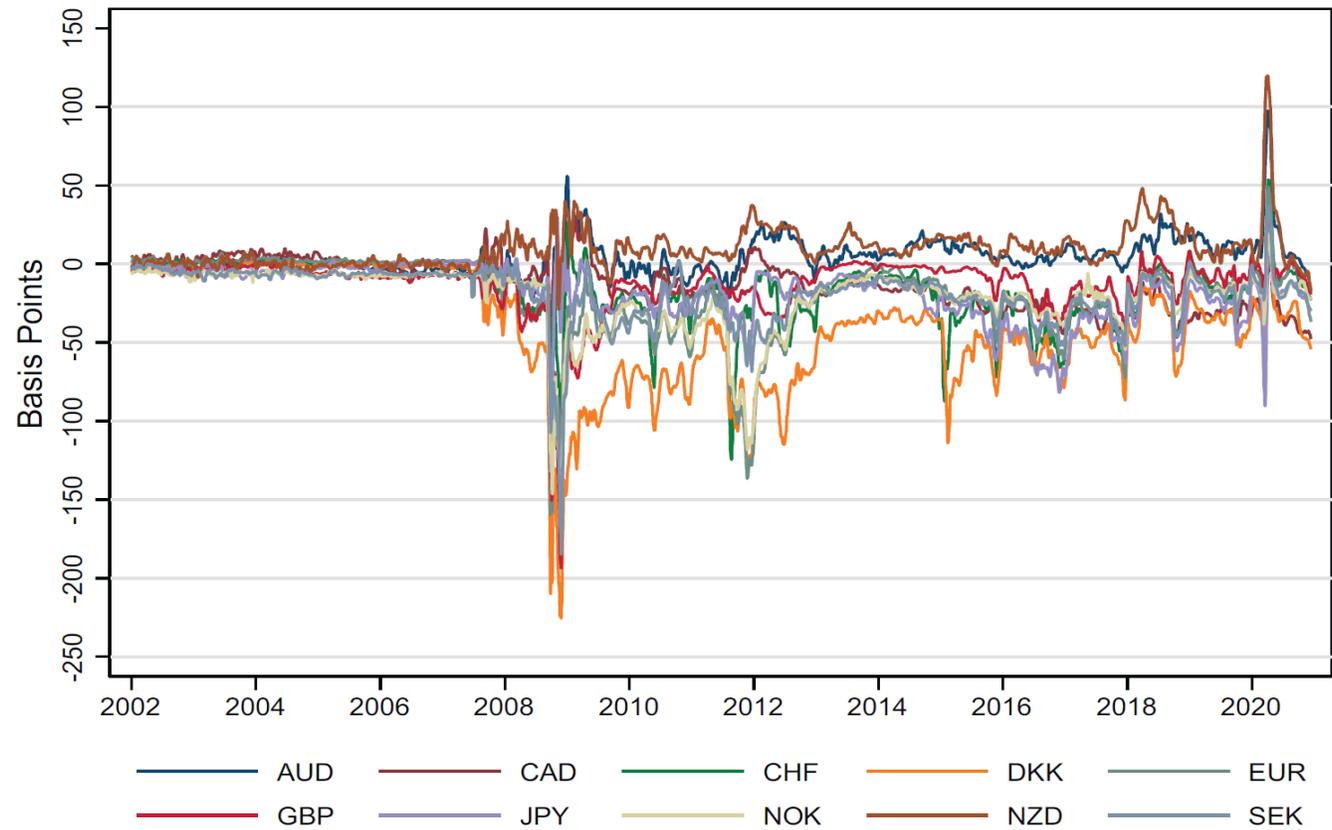
## ■ CIP deviation: 실증적 근거

---

- 또한, 글로벌 금융위기 이후, 국가간 포트폴리오 투자가 급격히 증가했고 (e.g., 서학개미) 이는 환리스크 헷징의 수요를 급격히 증대함.
- 과거와는 달리 한국과 같은 신흥시장국들이 미국의 안전자산이 아닌 위험자산에 많이 투자하고 있음 (**the end of privilege**)
- 한국의 견고한 해외투자 수요가 이어지는 한 외환 시장의 불균형은 지속될 것으로 보임.
- 이는 향후 비슷한 충격이 올 경우, 다시 한번 외환시장을 통하여 충격이 실물로 전이될 가능성이 존재함을 뜻함.

## ■ CIP deviation: 실증적 근거

- Cerutti, Obstfeld, Zhou (2021): 주요국 통화의 불균형



## ■ CIP deviation: 한국의 상황

---

- 물론 아시아 금융 위기로부터의 경험으로 한국은 막대한 외환 보유고를 보유하고 있으나, 외환 보유고 자체가 외환시장에 대한 충격을 모두 흡수한다고 보기는 어려움.
- 단기 외채나 수입액을 기준으로 한국은 IMF의 권고 수준에 비해 두 배 가까운 외환 보유액을 지녔음에도 외환시장의 변동성이 큼.
- 글로벌 금융위기 당시 외환시장의 불안정성을 완화시킨 것은 미국 등과의 통화스왑 체결이지 외환 보유액이 아니라는 연구들이 존재

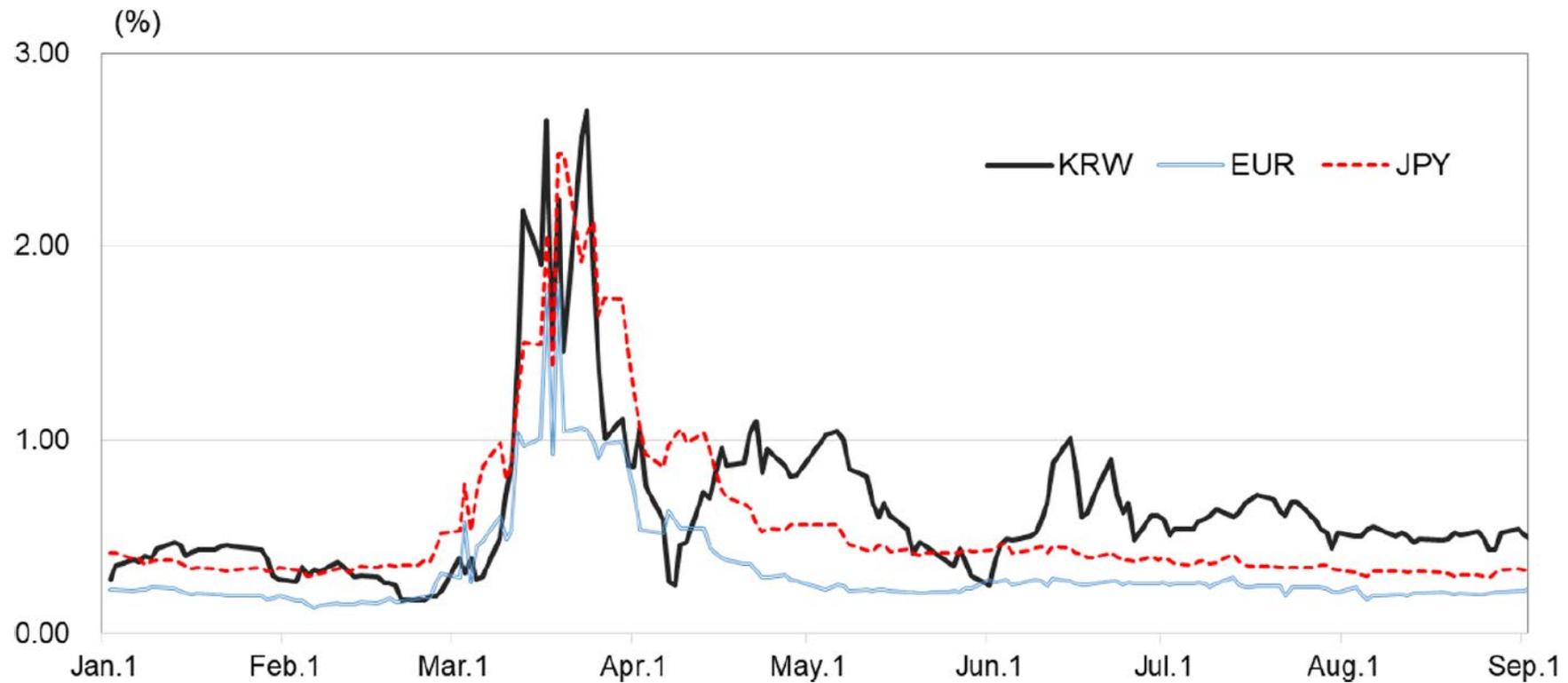
## ■ CIP deviation: 한국의 코로나-19 상황

---

- 코로나-19의 초기 단계 (2020년 3월)에도 비슷한 현상이 벌어졌으며, 현물시장에서 원/달러 환율이 급등하여 금융 불안정성을 심화시켰음.
- 환율이 실물 경제에 미치는 경로는 다양하며 최근 들어 금융경로 (financial channel)이 무역경로 (trade channel)에 비해 더욱 중요해지고 있는 추세: 자국통화의 절상이 크레딧 리스크 감소를 통한 투자 증대로 이어짐 (Hofmann, Shim, Shin (2020)).
- 이는 원화의 절하가 수출을 증대시켜 경제 성장을 촉진하는 기존의 단순한 분석이 더 이상 통하지 않음을 의미

## ■ CIP deviation: 한국의 코로나-19 상황

- Yun (2021): 한국의 경우 달러조달 비용이 급격이 상승



## ■ CIP deviation: 한국의 코로나-19 상황

---

- 코로나-19가 가져온 글로벌 불확실성으로 인하여 원/달러 환율이 폭등하고 자본 (특히 주식시장)의 유출이 발생하였고, 한-미 통화 스왑을 통하여 안정된 바 있음 (Yun, 2021).
- 세계 10위의 경제 규모에도 불구하고 한국의 금융 산업은 그 발달이 부족하며 외환시장의 규모도 매우 작음.

## ■ CIP deviation: 한국의 코로나-19 상황

---

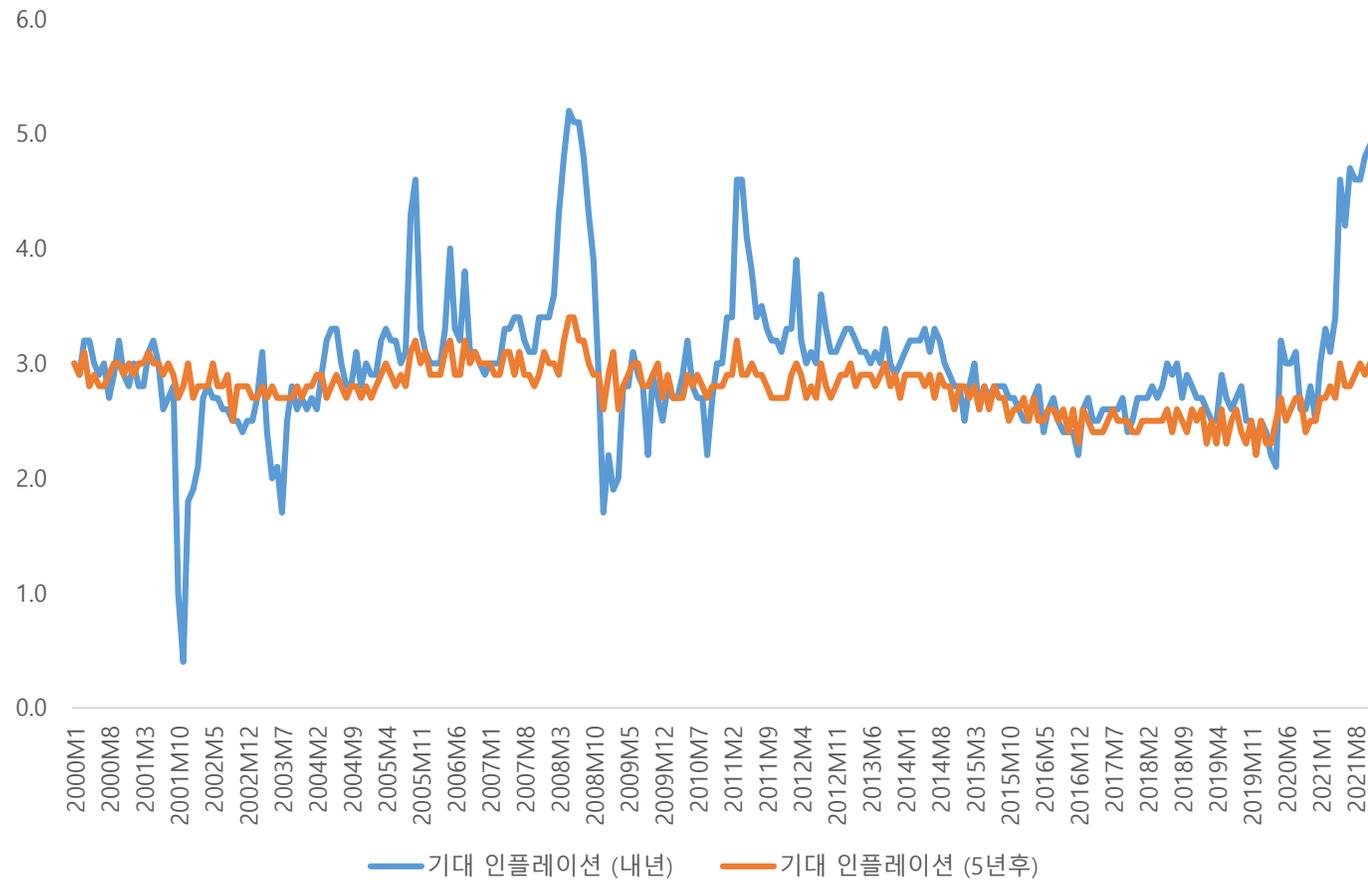
- 공급 병목 현상에 의한 미국의 급격한 인플레이션과 기대인플레이션 상승은 단기적 현상에 그치지 않을 우려
- 오미크론으로 인한 불확실성에도 불구하고 현재로서는 미국 연준의 통화정책 정상화 계획이 크게 변화하지는 않을 것으로 보이며, 오히려 인플레이션 상승 압력이 더해지면 금리 인상은 더욱 압박을 받을 수도.

## ■ CIP deviation: 한국의 코로나-19 상황

---

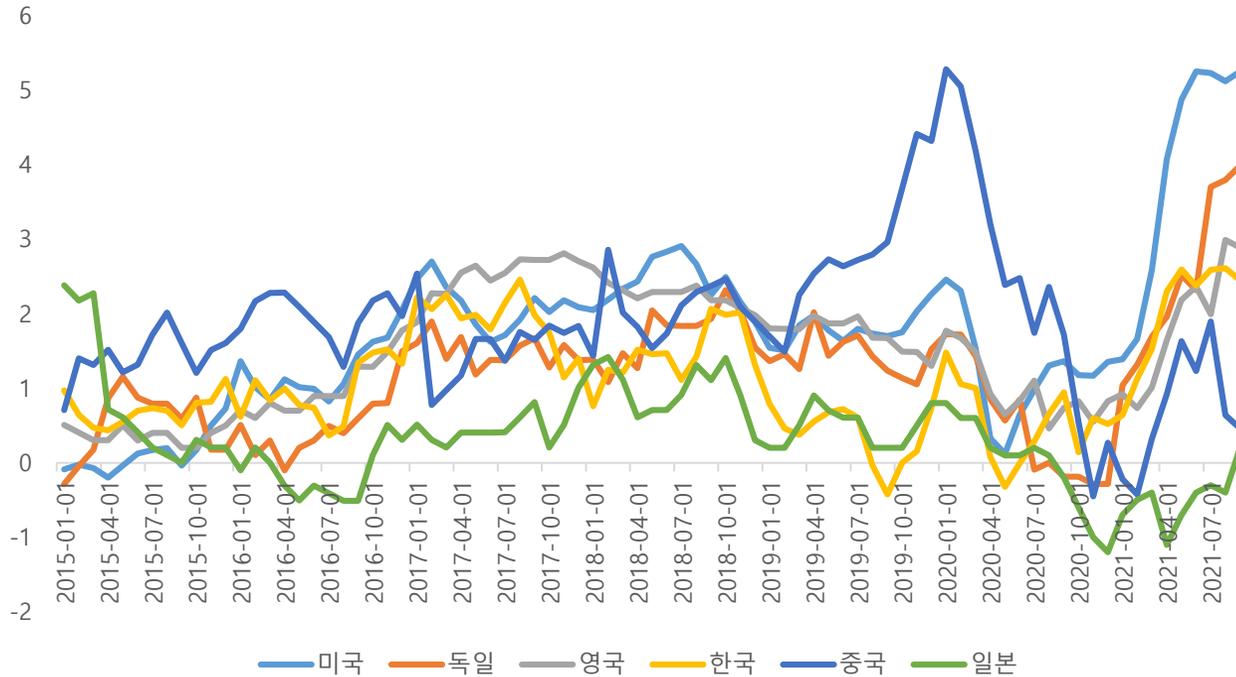
- 미국의 기준 금리 인상 및 테이퍼링으로 인한 달러화 강세는 CIP deviation으로 나타나는 글로벌 금융시장의 불균형을 심화시킬 수 있음.
- 크레딧 리스크와 리스크 프리미엄 증가로 인해 국내 기업들의 투자 활동을 저해할 우려
- 특히, 인플레이션 압력으로 인해 예상보다 빠른 테이퍼링을 고려할 경우 최근 종료된 통화스왑이 다시금 필요해질 수 있음 (선제적 접근의 필요성)

# ■ 글로벌 인플레이션: 미국의 기대인플레이션



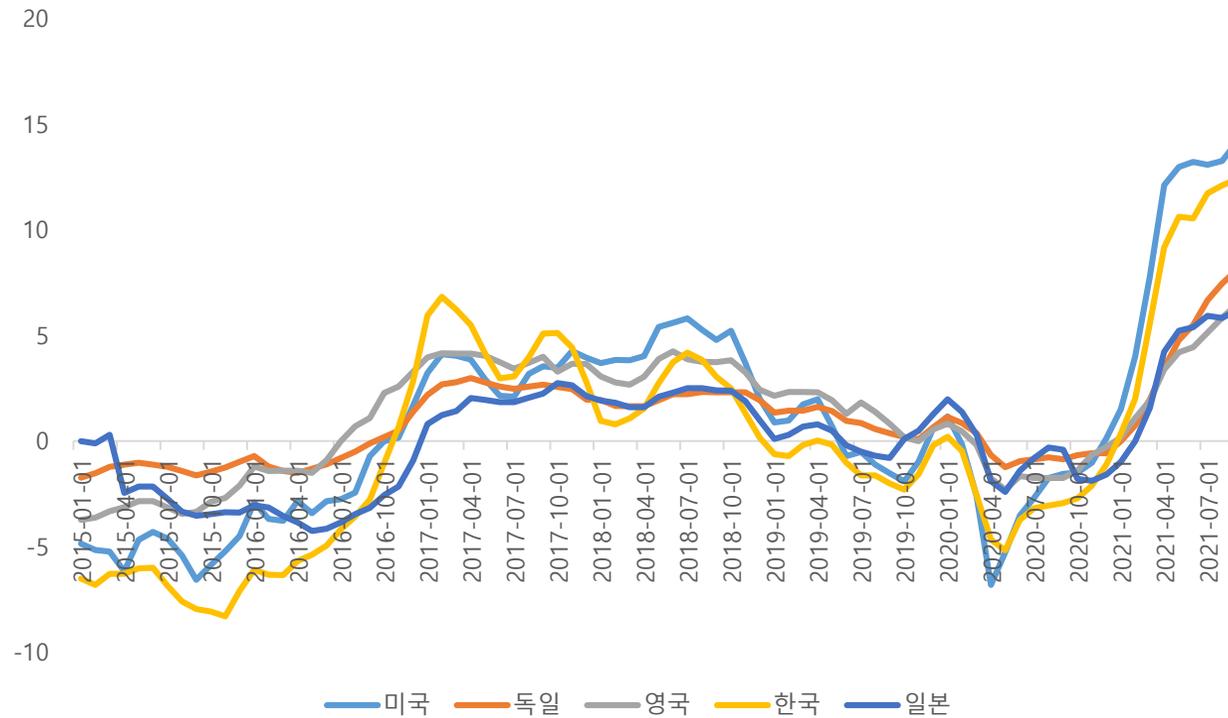
# ■ 글로벌 인플레이션: 주요국 소비자 물가 인플레이션

소비자 물가지수



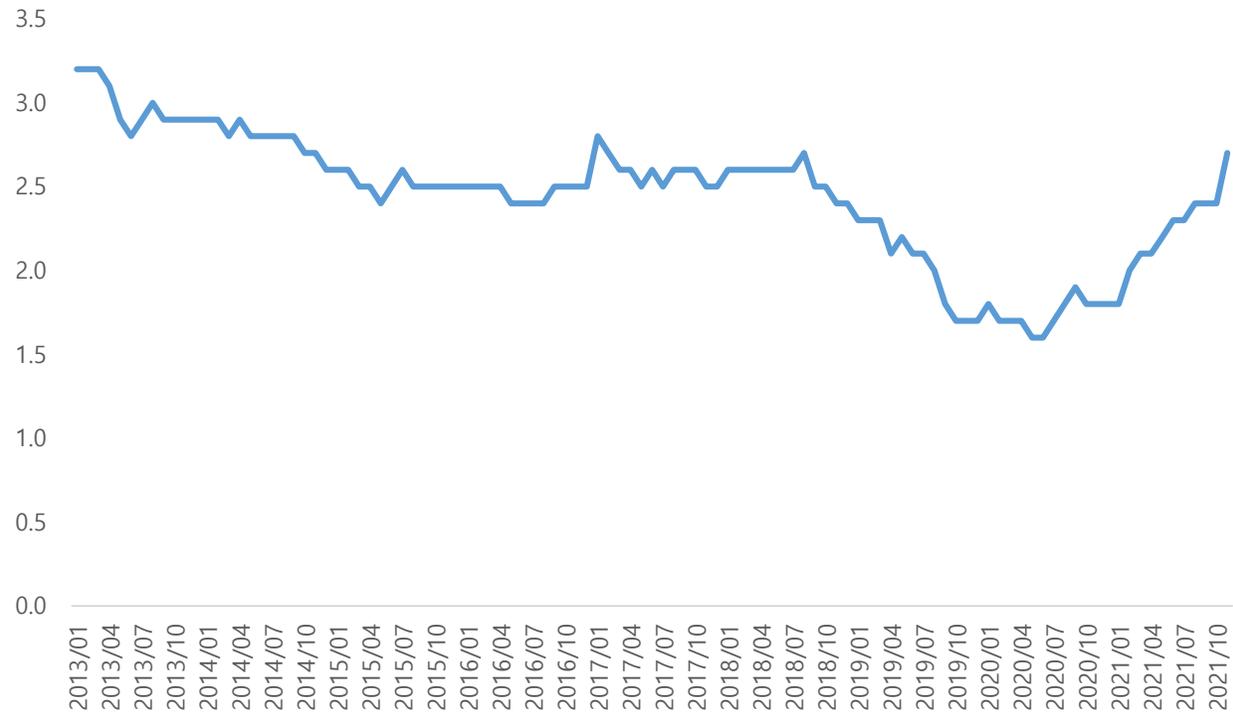
# ■ 글로벌 인플레이션: 주요국 공급자 물가 인플레이션

제조업 공급자 물가지수



# ■ 글로벌 인플레이션: 한국의 기대 인플레이션

기대인플레이션율 (한국은행)



## ■ 한국 경제의 대응 방안: 현황과 문제점

---

- 글로벌 금융위기 이후, 특히 은행업에 대한 규제가 다시 강화되었고 이는 2008년과 같은 방식의 위기 발생의 가능성을 감소시켰음.
- 다만, 이는 은행의 보수적 운영을 야기하여 기업 투자보다는 가계 대출 및 부동산 금융으로 자금이동이 심화되었음.
- 이는 생산성 증대를 위한 투자보다는 가계부채의 급증과 부동산 가격 상승에 기여하였음.
- 또한, 그림자 금융 (shadow banking system)의 발전으로 이어져, 상대적으로 규제를 받지 않은 분야로 위험을 이전시켰을 수 있음.

## ■ 한국 경제의 대응 방안: 현황과 문제점

---

- 한국은 그동안 글로벌 금융 허브를 지향해 왔으나 그 성적표는 초라함.
- 한국의 훌륭한 인적 자원에도 불구하고 아시아 경쟁국들과 비교하여도 금융산업이 충분히 발달했다고 보기 어려움.
- 기업의 경우, 글로벌 금융 위기 이후 직접 해외시장에서 외화채 (특히 달러화) 발행을 늘렸고, 이는 은행이 규제에 의하여 성장이 둔화된 사이 글로벌 달러 신용의 증대를 이끌었음 (Bruno and Shin, 2017).

## ■ 한국 경제의 대응 방안: 핵심은 생산성

---

- 무분별한 규제완화는 지양하되, 금융산업의 발전이 제조업과 같은 주요 산업과 발 맞추어 갈 수 있도록 그 토양을 마련해야 함.
- 특히 금융기관들이 적절한 리스크 테이킹을 통하여 기업의 **생산성** 증대를 뒷받침 할 수 있는 투자에 대한 자금 공급을 늘려야 함.
- 한편, 은행에 대한 건전성 규제나 국가간 자본이동 규제는 비금융 기업이 금융기관처럼 행동할 유인을 만들었음: 달러화 채권 직접 발행을 통하여 원화 자산 투자

## ■ 한국 경제의 대응 방안: 그림자 금융의 중요성

---

- 이는 과거 고금리 시절, 은행이 상대적으로 싼 달러화 차입을 통하여 국내기업에 신용을 공급했을 당시의 currency mismatch와 비슷한 재무제표상 효과를 지님.
- 기업의 경우, 풍부한 달러 유동성을 발판으로 조달된 막대한 자금을 위험을 수반하는 (e.g., 캐리 트레이드) 금융거래에 집중할 경우, 달러화가 강세로 돌아설 경우 금융 안정성이 흔들릴 수 있음을 명심해야 함.
- 당국도 글로벌 금융위기 당시와는 달리 그림자 금융 분야로 이전된 리스크의 중요성을 이해하고 지속적으로 모니터링할 필요