

장기 경기침체와 금융안정*

김 종 혁**

논문초록

본 논문은 장기 경기침체(secular stagnation)의 정의 및 특징을 간략히 살펴보고 이 개념이 거시경제 및 금융산업에 미치는 영향을 알아본다. 더 나아가, 장기 경기침체 현상이 한국 경제상황에 적용될 수 있는지 여부를 실증적 자료를 바탕으로 개괄적으로 분석하고 장기경기 침체 현상이 야기할 수 있는 금융 불안정화에 대응한 정책 상 시사점을 도출하는 것을 목표로 한다. 장기 경기침체는 인구증가율 감소, 총요소생산성 감소, 소득불균형, 재정적자확대 등의 요인에 의해 발생하는 잠재성장률의 장기적인 정체 혹은 하락 현상을 뜻한다. 장기 경기침체기에는 대부자금시장에 자금의 공급이 증가하고 수요가 감소하여 실질 이자율의 지속적인 하락압력이 발생하고, 안전자산과 위험자산에 대한 선호체계가 왜곡되는 등 금융안정을 저해하는 시스템리스크 발생 가능성이 높아질 가능성이 있다. 유럽의 경우, 2008년 글로벌 금융위기 이후 장기 경기침체 가능성에 대한 우려의 목소리가 커지고 있는 실정이며, 일본은 이미 1990년 이후 장기 경기침체의 뚜렷한 징후를 나타내고 있다. 우리나라의 경우, 아직 본격적인 침체기에는 들어서지 않은 것으로 판단되고 구조적 변화를 겪는 과정으로 보이나 장기 경기침체를 발생시킬 위험요인들이 존재하는 것으로 판단된다. 특히, 생산가능 인구의 급격한 감소 및 고령화의 급격한 진전, 생산성의 급격한 하락 등 이자율의 하방압력을 증대시키는 요인들이 상존한 가운데 가계부채 등 특정 취약부문에 신용이 집중될 경우 한계차주의 연쇄 부실화 등의 요인으로 금융안정이 훼손될 가능성이 존재한다. 이와 같은 새로운 형태의 시스템 리스크 발생에 신속하게 대응하기 위해 경기변동에 비해 순환 주기가 길고 진폭도 큰 금융순환주기의 경기순응성을 억제하는 시계열 중심의 거시건전성 정책을 적기에 시행하는 것이 중요하다. 우리나라의 경우 가계부채 부문에 축적된 과도한 신용 팽창을 억제하기 위해 기존 경기대응 완충자본 제도를 발전시킨 부문별 경기대응 완충자본 제도의 도입을 검토할 필요가 있다.

핵심 주제어: 장기 경기침체, 금융안정, 거시건전성 정책, 경기대응 완충자본

경제학문헌목록 주제분류: E52, G20

투고 일자: 2017. 2. 24. 심사 및 수정 일자: 2017. 4. 19. 게재 확정 일자: 2017. 4. 21.

* 본 논문을 위해 좋은 의견을 주신 금융감독원 김을진, 최광신, 표동진 박사 및 두 분의 익명의 심사위원께 감사의 말씀을 드립니다. 본 논문의 내용은 모두 집필자 개인의 의견이며 금융감독원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.

** 전 금융감독원 선임연구원, e-mail: jongheuk@gmail.com

I. 서론

2013년 IMF 연례연구학회(Annual Research Conference) 기조연설에서 전 美 재무장관 로렌스 서머스(Lawrence Summers)가 제기한 장기 경기침체(secular stagnation) 개념은 지난 몇 년 간 학계에 새로운 화두를 던져주었다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 초저금리정책과 양적완화에도 불구하고 좀처럼 전과 같은 수준의 경제성장률을 회복하지 못하고 있는 주요국의 상황을 두고 향후 장기적인 저성장국면으로 진입하는 과정은 아닌지 우려하는 경제학자들이 이에 대한 본격적인 논의를 시작한 것이다. 서머스는 글로벌 금융위기를 전후로 전체인구 대비 노동인구 비율의 꾸준한 감소, 한계에 다다른 교육의 생산성에 대한 파급효과, 신축성이 결여된 재정정책 등을 이유로 미국의 잠재성장률이 지속적으로 하락하고 있음을 지적했다. 이 논의는 이후 금융위기 이후 등장한 새로운 형태의 유동성 함정(liquidity trap), 즉 ‘안전자산 함정(safety trap)’등의 개념에 의해 설명되는 정책실패 현상에 대한 지적으로 이어졌다. Summers(2014)에 의해 처음 제기된 이 가설은 이후 Summers(2015), Caballero and Farhi(2014) 등에 의해 정태적 모형으로 체계화되었으며, Eggertsson and Mehrotra(2014), Michau(2015), Bouillot(2016) 등에 의해 다기간 모형으로 확장되었다. 장기 경기침체 개념은 2008년 이후 한국이 경험하고 있는 장기적 저성장국면에 대한 하나의 설명이 될 수 있다. 즉, Eggertsson et al. (2016)이 안전자산 함정의 거시적 효과가 대외적으로 전파될 수 있음을 지적하였다시피, 주요국에 대한 대외 의존도가 높은 한국의 입장에서 글로벌 장기경기침체가 현실화될 경우 부정적 대외충격에 따른 추가적 경기부진이 발생할 수 있으며, 이에 대한 대응방안 등에 대한 정책상 논의가 필요한 시점이라고 할 수 있다. 이와 동시에, ESRB(2014), ESRB(2016) 등이 우려하는 바와 같이 저금리기조의 장기화로 인해 축적된 금융 부문의 위험요인이 금융안정을 저해하고 시스템 리스크로 발전되어 경제 전반에 부정적인 영향을 미칠 수 있으므로, 이러한 형태의 위기 발달과정에서 취할 수 있는 금융안정화 정책을 강구할 필요성이 있다. 즉, 장기 경기침체와 금융 불안정은 저금리기조 장기화로 인한 통화정책의 효율성 저하라는 위험인자를 매개로 연결되어 있는 셈이다. 본 논문은 장기 경기침체의 정의 및 특징을 간략히 살펴보고 이 현상이 거시경제 및 금융안정에 미치는 영향을 살펴본다. 더 나아가, 이 위기개념이 현재 한국의 경제상황에 적용될 수 있는지 여부를 자료를 이용해 개괄적으로 분석하고, 금융안정을 위한 정책상 시사점을 도출하는 것을 목표로 한다.

금융위기 이후 주요국의 경제성장률은 예전 수준을 회복하지 못하고 있으며, 이에 따라 장기적인 잠재성장률의 감소, 즉 장기 경기침체 현상에 대한 우려의 목소리가 커지고 있다. 잠재성장률은 노동인구 감소, 고령화, 생산성 감소, 투자수익률 감소, 소득불균형 심화 등에 의해 영향을 받는 것으로 알려져 있으며, 미국과 유럽, 일본 등 주요국의 경우, 경제위기 이후 잠재성장률의 지속적 감소 현상을 불리일으키는 징후가 감지되고 있다. 금융위기 이후 발생하는 회복둔화현상은 0% 금리 하한(zero lower bound)으로 인한 이자율의 하방경직성 하에서 안전자산의 품귀현상이 발생할 경우 내재적인 경기침체 과정이 반복될 수 있다는 안전자산 함정 이론 등을 통해 여러 경제학자에 의해 설명되어지고 있다. 지속적인 경기침체 현상 속에서 이자율조정에 의한 통화정책의 효율성 저하 현상을 보완하고 금융시장의 활성화를 도모하기 위해 정책당국은 비전통적인 방식을 통해 시장에 유동성을 공급할 수 있다. 이러한 유동성 공급정책은 금융기관으로 하여금 이자율 하락에 따른 수익성 악화를 보전하기 위한 목적의 위험 선호성향을 증가시킬 가능성이 있고, 이 과정을 통해 시스템 리스크가 발생할 가능성이 높아질 수 있으므로 이에 대한 감독당국의 주의가 필요하다. 적절한 시점에 유동성 회수정책을 통해 시스템 리스크를 낮추는 것이 중요하며, 유동성 위기와 자산가격 버블을 동시에 방지해야 한다는 점에서 정책당국과 감독당국의 위기 관리능력이 새로운 시험대에 올라 있다고 할 수 있다. 한국의 경우 고령화와 노동인구 감소 현상, 빠른 가계부채 증가 현상 등 구조적 변화가 주요국에 비해 상대적으로 빠르게 진행되고 있으며, 이 과정에서 장기 경기침체를 발생시킬 수 있는 인자들을 보유하고 있는 것으로 판단된다. 다만, 주요국에 비해 상대적으로 재정 수준이 상대적으로 양호하여 확장적 재정정책을 통한 경기부양 여력은 존재하는 것으로 파악된다. 또한, 저금리 기조 장기화 과정에서 축적된 위험 요인이 금융안정을 저해하여 시스템 리스크로 발현될 경우 장기 경기침체 과정을 가속화시킬 수 있으므로 이에 대응한 정책 마련이 필요할 것으로 보인다. 이를 위해, 금융당국은 개별은행의 위험 선호성향을 적절히 모니터링할 수 있는 미시 기반의 거시건전성 감독시스템을 구축해야 한다. 더 나아가, 침체된 거시경제에 비해 빠른 속도로 과도하게 축적되는 신용의 팽창이 야기할 수 있는 금융불안정성을 조기에 차단하기 위해 시계열 기반의 총량규제 중심 거시건전성 정책도 함께 강구해야 한다. 우리나라의 경우 가계부채 부문에 신용의 팽창이 집중되고 있는 것으로 파악되므로, 경기에 비해 과도하게 경제 전체에 공급된 신용 총량을 규제하는 기존의 경기대응 완충자본(countercyclical capital buffer)은 가계부채 관리를 위한 제도로는 한계를 지니고 있는 것으로 보인다. 따라

서 가계부문 신용 총량만을 특정하여 규제하는 부문별 경기대응 완충자본(sectoral countercyclical capital buffer)의 도입은 이러한 한계를 일정 부분 극복할 수 있을 것으로 판단된다.

II. 장기 경기침체의 정의와 특징, 원인

1. 정 의

“장기 경기침체”라는 용어는 경제대공황(Great Depression)이 거의 끝나갈 무렵인 1939년, 당시 전미경제학회 회장이었던 앨빈 헨슨(Alvin Hansen)이 인구감소와 지나치게 높은 저축률로 인한 총수요감소 등의 요인으로 인해 자연실업률보다 높은 수준의 실업률과 경기불황을 장기간 겪을 것이라고 주장한 학회연설문에서 처음 사용되었다.¹⁾ 이와 유사하게, 2008년 글로벌 금융위기라는 경제대불황(Great Recession)을 겪은 유럽과 일본 등 주요국의 경제지표는 유례없는 경제완화정책에도 불구하고 이전 상태로 회복하지 못하고 있으며, 이에 따라 ‘일본화(Japanization)’라고도 표현되는 장기 경기침체 가능성에 대한 우려의 목소리가 점점 더 커지고 있다.²⁾

장기 경기침체는 인구증가, 교육수준, 기술발전, 총요소생산성(TFP, total factor productivity) 등 경제성장을 촉진시킬 수 있는 요소들이 정체상태에 머물 경우 발생하는 잠재 경제성장률(potential GDP growth)의 정체 혹은 하락 현상을 의미한다. 잠재 경제성장률이란 한 나라가 일정한 물가상승률 아래에서 생산가능한 수준의 GDP 성장률을 의미하는데,³⁾ 물가상승률이 0에 가까운 안정상태(steady state)에서 가용한 생산요소가 모두 투입되어 생산된 총 가치의 변화정도라고 할 수 있다. 이 잠재성장률에 영향을 주는 요소로는 자본, 잠재적 노동인구(labor force), 물가안정실업률(NAIRU, Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment),⁴⁾ 노동생산성

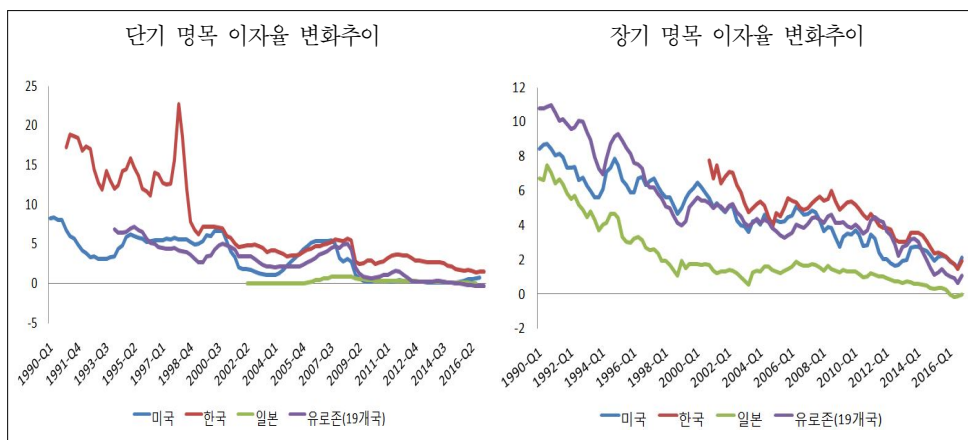
1) 당시 그의 가설은 이후 발생한 제2차 세계대전으로 인한 정부지출의 확대 등으로 경기가 회복되면서 실증적으로 극복되었다.

2) 이 논문의 초고가 작성된 시점은 2015년 초 경으로, 미국의 경기회복 및 기준금리 인상이 가시화되기 전이었다. 이후 미국의 경기가 회복되고 기준금리가 인상되기 시작하면서 미국의 경우 장기 경기침체에 대한 우려는 상당 부분 해소된 상태이지만, 장기간 저금리 기조 유지 이후 실시된 빠른 속도의 금리 인상이 초래하는 금융 산업에서의 잠재적 위험 역시 존재하는 것이 사실이다. 이에 대해서는 논문의 후반부에 간략히 논의할 것이다.

3) OECD Economic Outlook (2001).

등을 생각할 수 있다. 이와 같은 요소들은 모두 실질(real) 변수들이다. 즉, 이자율이나 유동성, 물가와 같은 명목(nominal) 변수 값을 변화시키는 통화정책이 GDP나 실업률과 같은 실질변수들의 변화로 이어지는 정책의 이행과정(transmission channel)이 원활하지 않을 경우, 가용한 정책수단의 영향력이 점점 줄어드는 상황에서 경기악화 혹은 회복둔화가 발생하는 현상이 장기 경기침체라고 할 수 있다. Summers (2014)는 이자율 조정과 같은 전통적인 통화정책(conventional monetary policy)이 자연실업률에 가까운 완전고용(full employment) 상태, 그리고 만족스러운 수준의 경제성장 및 금융시장 안정 상태를 동시에 달성할 없는 상황을 새로운 형태의 장기 경기침체라고 정의했다. 즉, 장기 경기침체란 금융안정과 금융발전 간, 혹은 물가상승과 경기안정 간 상충관계(trade-off)가 존재하는 가운데⁵⁾ 추가로 투입된 유동성이 저축 및 투자성향을 왜곡하고 정부부채의 크기 등 명목변수에만 영향을 미칠 뿐 총생산이나 실업률과 같은 실질변수에 영향을 주지 못하는 상태를 의미한다고 할 수 있다. <그림 1>에서 확인할 수 있듯 미국, 일본, 유럽 등 주요국의 이자율은 지난 25년간 지속적으로 하락해 왔으며, 이는 경기순환주기 상 존재하는 이자율의 자연스러운 변동으로 해석하기 보다는 장기간 진행되어온 지속적 하락 움직임으로 바라보는 편이 더 정확할 것이다.

<그림 1> 주요국 이자율 변화추이



4) 물가안정실업률은 안정적인 상태(steady state)에서 물가상승률이 유지되게끔 하는 수준의 실업률을 의미한다. 자연실업률(Natural Rate of Unemployment)이라고도 한다. 실업률과 물가상승률 사이에 존재하는 상충관계(trade-off)인 필립스곡선(Phillips Curve)에 의해 도출된다.

5) Adrian and Liang (2014).

2. 특 징

장기경기침체 현상에서 관찰되는 주요한 특징 중 하나는 이자율조정 중심의 전통적인 통화정책의 영향력이 전과 같이 효율적이지 않은 상황에서 내재적인 경기둔화 현상이 발생한다는 것이다. 이는 잘 알려진 유동성 함정(liquidity trap) 개념과 유사한 형태의 안전자산 함정 개념에 의해 설명될 수 있다.⁶⁾ 안전자산 함정은 0% 금리 하한으로 인한 금리의 하방 경직성 문제가 존재하는 경제에서 안전자산 부족현상이 시장에서 청산되지 못하고 만성적으로 존재하는 경우를 말한다. ‘안전자산’에 대한 정의는 학계 및 시장에서 하나로 통일되어 있지 않지만, 이 논문에서는 높은 신용도를 보유한 정부가 발행한 현금 및 고유동성 정부 부채의 합으로 사용한다. <표 1>은 2008년 글로벌 금융위기 이후 주요국을 중심으로 발생한 안전자산 부족현상의 한 예를 나타내고 있다. Barclays가 추산한 이 자료에 의하면 2007년까지 안전자산으로 분류되었던 GSE obligations 및 이탈리아·스페인 부채 등이 금융위기 이후 더 이상 안전자산으로 분류되지 않으면서 전세계 GDP에서 위와 같은 안전자산이 차지하는 비중은 위

〈표 1〉 안전자산의 감소현상(2007~2011)

	미국 달러 기준 (십억\$)		세계 GDP에서 차지하는 비중(%)	
	2007	2011	2007	2011
미 연방정부 부채	5,136	10,692	9.2	15.8
FRB 보유	736	1,700	1.3	2.5
개인투자자 보유	4,401	8,992	7.9	13.3
GSE obligations	2,910	2,023	5.2	3.0
독일·프랑스 정부 부채	2,492	3,270	4.5	4.8
이탈리·스페인 정부 부채	2,380	3,143	4.3	4.7
총 안전자산	20,548	12,262	36.9	18.1

출처: 2012 Barclays Equity Gilt Study.

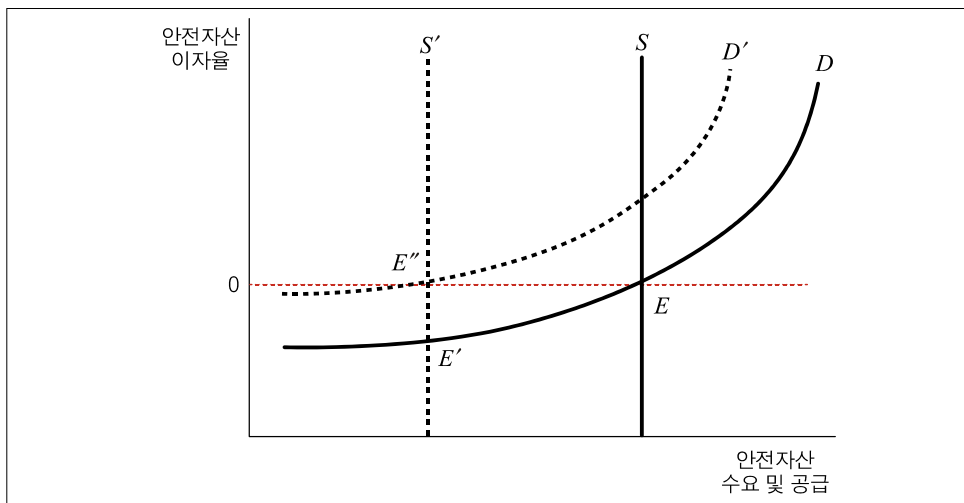
설명: ‘총 안전자산’에 대해 Barclays 보고서는 “high-quality, liquid government bonds”로 정의내리고 있으며, 2011년 개인투자자 보유 미 연방정부 부채와 독일 및 프랑스 정부 부채만이 ‘안전자산’으로 분류되었다.

6) 유동성 함정은 경기불황 시 통화정책당국이 인하하는 낮은 수준의 이자율에 시장이 적절히 반응하지 아니하여 유동성공급이 실물경제의 회복으로 이어지지 못하는 현상을 의미한다. 즉, 가계는 가까운 미래에 이자율 상승을 기대하며 현금보유를 선호하고, 기업은 경기의 추가적인 저하를 우려하여 투자를 꺼리게 되어 통화당국의 유동성증가에 의한 총수요증가 목표가 달성되지 못하는 것이다.

기 전 32.4%에서 개인투자자가 보유한 미국 정부부채 및 독일·프랑스 부채의 합(13.3%+4.8%)인 18.1%로 감소하였다.

안전자산의 감소가 실물 경기 둔화로 이어지는 경로를 설명한 최근 연구로는 Caballero and Farhi(2014), Eggertsson et al. (2017), Eggertsson and Mehrotra (2014), Boullot(2016), 그리고 Michau(2015) 등이 있다. Caballero and Farhi (2014)에 따르면, 이자율과 무관하게 금융불안이나 경기하락 등에 의해 외생적으로 공급되는 안전자산이 감소하는 상황이 발생할 경우 평시라면 안전자산에 대한 금리가 하락하여 균형을 회복할 수 있지만, 이자율 하락이 지속되어 0% 금리 하한으로 인한 하방경직성 문제가 발생하는 경우, 안전자산 부족현상은 자산의 수요가 감소하거나 공급이 회복되지 않는 한 단기적으로 시장에서 해소될 수 없게 된다. 결국, 이러한 안전자산 부족현상은 실질 투자 및 소비 위축을 통한 총수요의 감소 및 자산 수요 감소에 의해서만 해소될 수 있고 이것이 경기침체를 심화시키는 요인으로 작용하는 것이다(〈그림 2〉). 실제로 2008년 금융위기 이후, 〈그림 1〉이 나타내는 것처럼 주요국 통화당국은 경기부양을 목적으로 이자율을 지속적으로 인하해 왔고, 〈표 1〉에서 확인할 수 있듯 국제금융시장에서 안전자산은 큰 폭으로 감소해 왔다. 기준금리를 더 이

〈그림 2〉 안전자산 함정



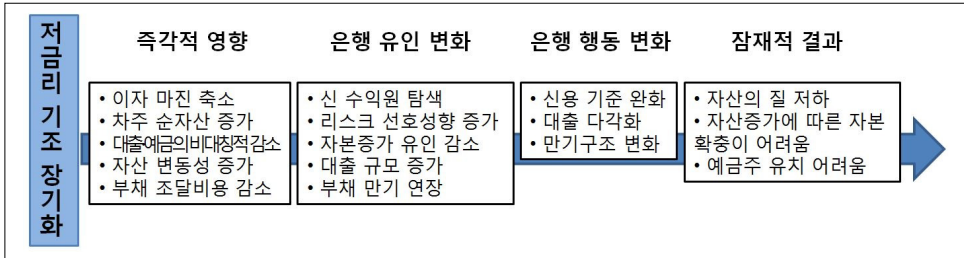
주: 위의 그림은 외생적 요인에 의해 안전자산의 공급이 S 에서 S' 으로 급격하게 감소하는 상황에서, 안전자산의 시장균형이자율이 0 이하로 떨어질 수 없어 안전자산에 대한 수요량이 충분히 하락하지 못하고($E \rightarrow E'$), 이에 따라 ($S \rightarrow S'$) 만큼의 초과수요 현상이 발생하는 현상을 나타내고 있다. 이 경우 장기적으로 수요가 감소하여($D \rightarrow D'$) E'' 에서 균형을 이루게 된다.

상 낮출 수 없음에도 이러한 형태의 유동성 위기가 해소되지 않을 경우 실물경기의 위축을 방지하기 위해 정책당국이 취할 수 있는 해결책은 가계 및 기업이 원하는 수준으로 정부가 안전자산을 공급하는 방안, 즉 현금을 공급하는 방법 밖에는 없을 것이고, 이것이 현재 美연준(Fed), 유럽중앙은행 등에서 실시하고 있는 양적완화(Quantitative Easing) 정책이다.

Eggertsson et al. (2017) 및 Eggertsson and Mehrotra (2014)는 장기경기침체를 불균등한 세대 간 대출 전이과정에 따른 현상으로 이해하고 이를 중첩 세대 모형(Overlapping Generation Model)을 이용하여 설명하였다. 이 모형에 의하면 대출시장의 수요는 젊은 세대에 의해, 공급은 노후를 위한 저축 욕구가 높은 중장년층에 의해 발생하는데, 일시적인 경기침체는 젊은 세대의 채무 한도(debt limit)를 추가적으로 제한하여 대출 수요를 감소시키고 저출산화·고령화 등 인구구조의 근본적 변화는 저축 수요 증가와 대출 수요 감소를 지속적으로 자극하여 장기적으로 0% 금리 하한에 맞닿을 정도의 저금리 기조를 형성하게끔 만든다. 또한 차주(borrower)에서 대주(saver)로 대출시장에서의 세대 간 전이가 발생하는 경제에서 실질 이자율에 대한 지속적인 하방 압력은 통화정책당국으로 하여금 악화된 물가상승과 경기회복 간 상충관계에 직면하게끔 만든다. 결국 세대 간 불평등, 저출산화, 고령화와 같은 사회적 문제들에 의해 저금리 기조가 고착화되고 실물경제 둔화 위험이 증가될 수 있는 것이다. 만약 통화정책당국이 기존의 물가상승률 유지를 고집할 경우 실물경기는 이전보다 낮은 수준에서 성장할 수밖에 없게 된다.

한편, 지속적인 기준금리 하락 및 안전자산 감소 현상은 금융산업의 안정성에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다. ESRB (2016)가 지적하고 있듯, 기준금리 인하로 인해 금융회사의 예대마진폭이 감소하고 자산 변동성이 증가하면 수익성이 악화되어 금융회사로 하여금 신 수익원을 탐색하고 위험선호성향을 증가시키는 유인으로 작용한다. 즉, <그림 3>에서 간략히 나타나듯, 경기가 불안정한 상태에서 개별 금융회사는 자본을 확충하기 보다는 신용 기준을 완화하고 부채 만기를 연장하는 등 위험자산을 증가시켜 자본적정성 및 자산건전성을 악화시킬 수 있으며, 이로 인해 자산의 질이 저하되고 자산증가에 따라 자본확충이 점점 더 어려워지는 등 장기적으로도 금융회사의 부실화가 심화될 가능성이 발생한다.

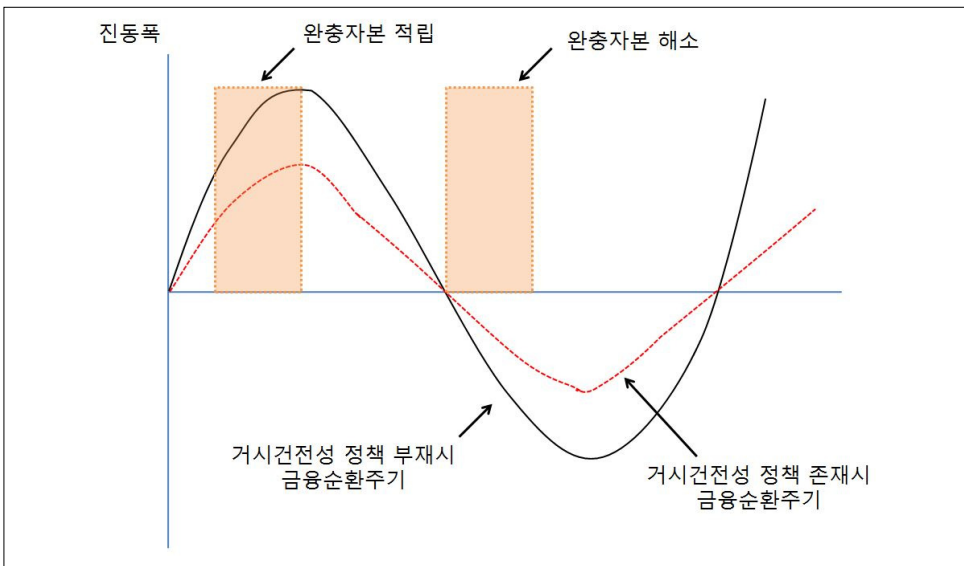
〈그림 3〉 저금리 기초 장기화에 따른 금융회사의 영업행태 변화: 예시



출처: ESRB (2016) Appendix B, 33쪽.

안전자산 함정 및 그로 인한 금융기관의 위험선호성향 증가는 경기가 회복되고 유동성 위기가 낮아지면 금융회사의 건전성이 회복되어 자연스럽게 소멸될 수 있다. 하지만 경기회복이 수반되지 않은 유동성 공급이 지속적으로 이루어질 경우 위험자산 함정 및 위험선호성향 증가현상은 사라지지 않고 그대로 남아 금융시장의 불안정성을 초래하고 시스템리스크를 유발시킬 가능성이 있다. 개별 금융회사의 영업행태 변화가 시스템리스크로 이어지는 경로는 경기순응성(procyclicality)로 대표되는 시계열적 요인과 전염효과(contagion effect) 등으로 설명되어지는 횡단면적 요인으로 나누어 살펴볼 수 있다. 금융회사의 경기순응성은 이 경우 경기호황기에 과도하게 신용을 공급하여 금융불안정성을 증대시키고 경기불황기에 과도하게 신용을 회수하여 신용경

〈그림 4〉 금융회사의 경기순응성 및 거시건전성 정책의 사용

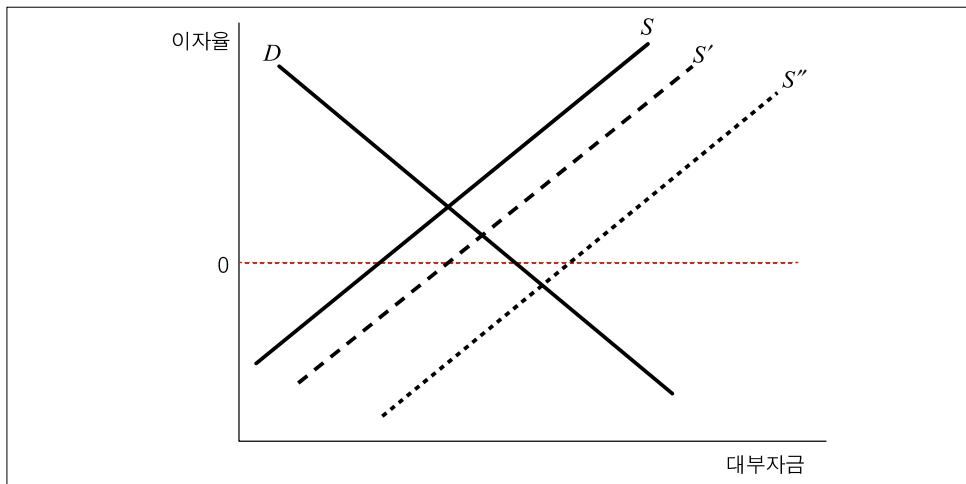


색을 초래하는 금융회사의 특성을 의미한다. 금융회사의 경기순응성은 금융순환주기의 진폭을 증가시켜 금융안정성을 저해하는 주된 요인으로 기능한다. 이를 방지하기 위해 완충자본(capital buffer) 등 시계열적 거시건전성 정책이 고려될 수 있다. <그림 4>는 이러한 구조를 나타내고 있다. 개별 금융회사가 위험자산을 증대하는 과정에서 회사 간 익스포저가 증가하는 등 연결성이 강화될 가능성이 높아진다. 개별 회사의 건전성이 악화될 경우 이와 연결된 회사도 연쇄적으로 건전성이 악화될 가능성이 높아지며, 이 역시 시스템리스크로 이어지는 주된 경로로 기능할 수 있다. 이를 방지하기 위한 거시건전성 정책으로 시스템적으로 중요한 은행을 선정하여 추가 자본적립을 요구하는 등의 방법을 고려할 수 있다.

3. 원 인

Gordon (2014)은 장기 경기침체에 영향을 주는 네 가지 요인으로 인구증가 정체, 교육수준에 따른 파급효과의 감소, 소득 불평등, 그리고 정부부채 증가를 꼽았다. 인구증가율의 둔화는 경제활동 참가자수를 떨어뜨려 가시적인 실업률 변화보다 더 심각

〈그림 3〉 고령화 사회에서 대부자금시장의 공급 상승



주: 고령화로 인해 저축성향이 증가해 대부자금시장의 공급이 증가하면, 이 시장의 공급곡선은 S 에서 S' 으로 이동하게 된다. 이 경우 시장에서 결정되는 균형이자율은 하락하게 된다. 하지만 고령화의 진행속도가 빨라 저축률이 급격하게 상승, 대부자금의 공급곡선이 S'' 까지 상승하게 되면 이자율이 0 이하로 떨어질 수 없기 때문에 초과공급이 발생하게 되고, 금융위기 이후 위축된 투자수요 D 가 증가하지 못할 경우, 투자 및 총수요가 위축되어 경기침체가 장기화되게 된다.

한 수준으로 경제성장률에 악영향을 미칠 수 있다. 또한, 고령화의 진행은 노후를 대비한 한계저축성향을 증가시켜 대부자금시장 (loanable-funds market)의 공급을 증가시키고, 이에 따라 이자율의 하락압력을 증가시킬 수 있다(〈그림 5〉). 높은 등록금 수준으로 인한 청년부채 증가, 혹은 경기침체기의 청년실업률 증가 등의 요인이 작용할 경우, 교육수준 증가에 따른 총수요 증가 효과를 충분히 누리기 힘들 수 있다. 소득 불평등이 높은 수준일 경우, 유동성공급 증가가 저소득층 다수의 부채상환에 쓰여 소비성향을 감소시킬 확률이 높으며, 저축성향이 낮은 저소득층으로부터 저축성향이 높은 고소득층으로 자원이 편중되게 배분되어 총저축이 지나치게 증가할 가능성이 있다. 즉, 높은 수준의 소득불평등은 총수요 감소로 이어져 경기침체를 심화시키는 요인으로 작용할 수 있는 것이다. GDP대비 정부부채비율은 경기침체기의 세수감소 및 GDP 하락으로 인해 증폭될 위험이 있으며, 이는 경기부양을 위한 적극적인 재정정책을 실시하지 못하게 만드는 걸림돌로 작용할 수 있다.

Ⅲ. 한국 및 주요국의 장기경기침체 가능성 분석

1. 주요국 상황 분석

일본의 경우 이미 지난 1990년 이후 2013년 현재까지 장기 경기침체의 뚜렷한 징후를 나타내고 있으며, 미국과 유럽의 경우 2008년 금융위기 이후 장기경기침체에 대한 우려의 목소리가 나올 정도로 기대에 미치지 못하는 경기회복 수준을 보이고 있다. 미국은 금융위기 이후 적극적인 양적완화 및 초저금리 정책으로 실업률을 10%에서 6%대까지 끌어내리는 것에 성공하였으나, 경제성장률은 지난 4년간 평균 2.1%로 여전히 위기 이전 수준을 밑돌고 있다. 이에, 일본과 유럽은 최근 양적완화정책을 적극적으로 시행하고 있거나 시행할 예정에 있다.

〈표 2〉에서 확인할 수 있듯, 일본은 1990년 이후 지속적으로 낮은 총요소생산성(TFP, Total Factor Productivity) 증가수준을 보여 왔으며, 미국은 금융위기 기간동안 매우 낮은 총요소생산성 증가율(0.02)을 경험했다. 유럽의 상황은 조금 더 심각한 편이어서 2006년 이후 2013년 현재까지 음(-)의 총요소생산성 변화율을 보이는 등 장기적인 생산성 증가율 감소현상을 뚜렷하게 경험하고 있다.

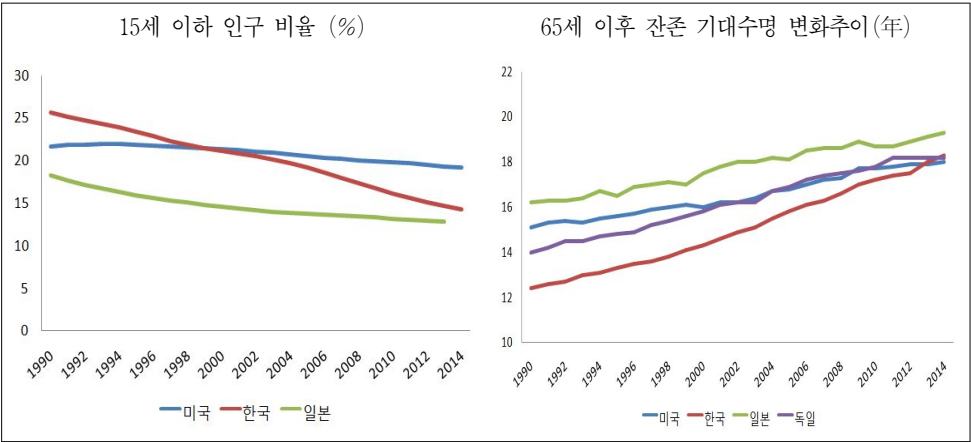
〈표 2〉: 주요국 총요소생산성(TFP) 변화율 추이(% , 해당기간 평균)

	미국	유럽	일본
1990~1995	0.34	0.73	0.17
1996~2000	1.00	0.96	-0.06
2001~2005	0.83	0.28	0.57
2006~2010	0.02	-0.52	0.27
2011~2013	0.24	-0.74	0.47

출처: OECD Statistics.

앞서 2장 3절에서 설명한 장기 경기침체의 네 가지 요인들을 주요국별로 살펴보면 각 요소들이 일관성 있게 이러한 생산성의 감소, 즉 장기 경기침체를 심화시키는 방향으로 움직이고 있음을 알 수 있다. 먼저, 각 주요국의 생산가능 인구는 2005년 이후 지속적으로 감소추세에 있으며, 고령화 역시 빠르게 진행되고 있다(〈그림 6〉). 또한, 소득 불평등 정도를 나타내는 GINI 지수 계수 역시 2000년 이후 하락하지 않고 일정 수준을 유지하고 있으며, 주요국의 GDP 대비 재정적자 비율 역시 음(-)의 수준을 유지하고 있다(〈그림 7〉).⁷⁾ 종합적으로, 주요 선진국의 경우 학계에서 제기하

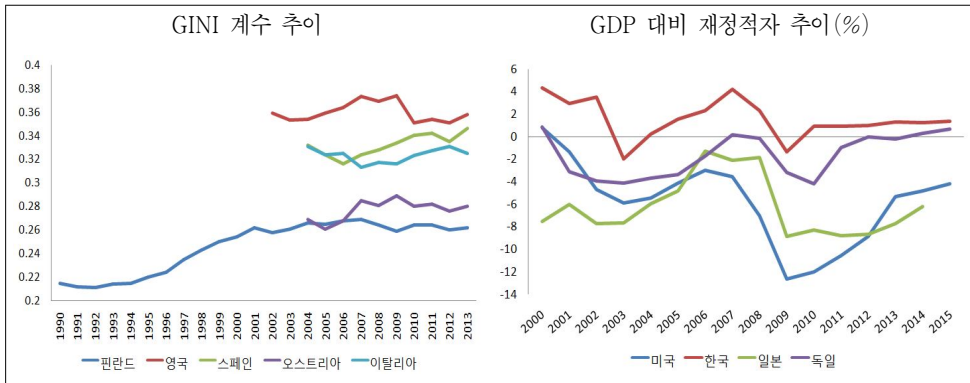
〈그림 6〉 15세 이하 인구 비율(%) 및 65세 이후 잔존 기대수명 변화추이



출처: OECD statistics.

7) 교육수준이 경제에 미치는 파급효과를 나타내는 단순 시계열 자료를 발견하기 힘들어 본고에는 수록하지 못하였다. Solow residual 등 생산함수 기법을 통해 인적자본의 증대효과 형태로 존재하는 교육수준을 역으로 추산하는 방법 등이 고려될 수 있을 것이나 이는 본고의 범위를 벗어나므로 향후 추가적인 연구를 통해 입증할 필요가 있다.

〈그림 7〉 주요국 불평등지수 및 재정적자 추이



출처: OECD Statistics.

는 장기 경기침체 가설의 원인에 해당하는 위험요인을 다수 보유하여 왔던 것으로 파악된다. 다만 미국의 경우 QE 등 유동성 확대정책의 효과가 발휘되며 고용확대 등 실물경기 회복이 가시적으로 나타나고 있으나 이러한 경기회복 현상이 유사한 정책을 시행한 일본 및 유럽 등 전세계에 걸쳐 확인되지 않고 있으므로 이에 대한 추가적인 확인이 필요하다고 할 수 있다.

2. 한국 상황 분석

앞서 살펴본 내용들을 바탕으로 우리나라에서 장기 경기침체가 발생할 수 있는 가능성에 대해 살펴보면, 현재 우리나라 경제는 구조적 변화를 겪고 있는 시기로 판단되나, 이 과정에서 장기 경기침체를 일으킬만한 요인들을 다수 가지고 있는 것으로 파악된다. 즉, 정책적인 노력에 의해 위험 요인들을 조기에 차단할 수 있다면 본격적인 장기 경기침체 발생 가능성을 현저히 낮출 여력이 있다고 판단된다.

먼저, 우리나라는 금융위기 이후 경제성장률의 회복이 더딘 편이며, 생산성 역시 지속적인 감소추세에 있다. 1990년대 중반까지 10%에 육박했던 실질경제성장률은 1998년과 2008년 두 번의 경제위기를 겪으며 절반 이하로 줄어들었고, 총요소생산성 증가율 역시 1990년대 이후 약 20년 동안 절반 이하 수준으로 떨어졌다. 〈표 3〉은 총 노동시간으로 나눈 GDP 변화율(GDP/HW)과 총요소생산성 변화율을 나타내고 있다. 전자는 노동생산성을 나타내는 지표이고, 후자는 우리나라의 전체적인 생산성을 나타내는 지표이다. 두 지표 모두 2000년대 들어 지속적으로 하락하고 있음을 알 수

있다. 또한, 〈그림 1〉이 나타내고 있듯 이자율은 지속적으로 하락 추세에 있다. 미국과 일본 등 주요국의 이자율에 비해 아직 하방 여력이 존재하는 듯 보이지만 한·미 간 기준금리 차이에도 불구하고 해외자본 유출을 억제하는 ‘금리 프리미엄’ 등을 고려할 때 한국의 이자율 역시 매우 낮은 수준으로 유지되고 있음을 알 수 있다.

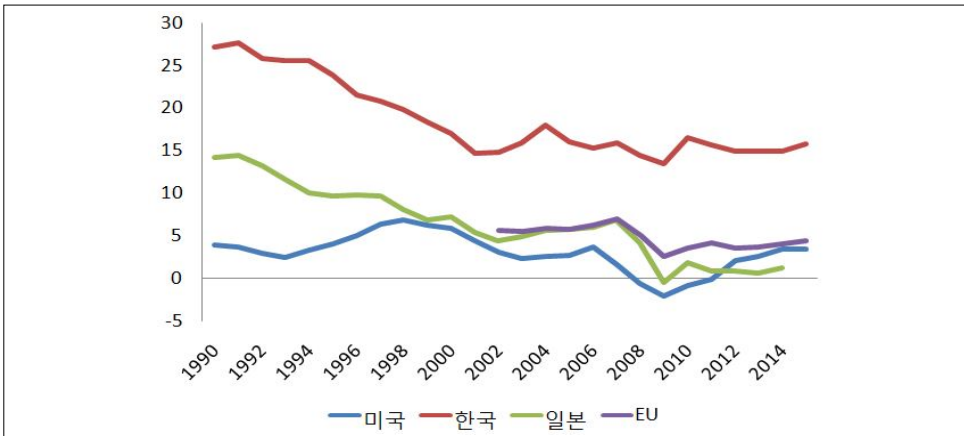
〈표 3〉 우리나라 생산성 변화추이(%)

	GDP/HW 변화율	TFP 변화율
1970~1979	6.3	n/a
1980~1989	6.4	n/a
1990~1999	6.0	2.1
2000~2009	4.3	1.8
2010~2013	1.6	0.9

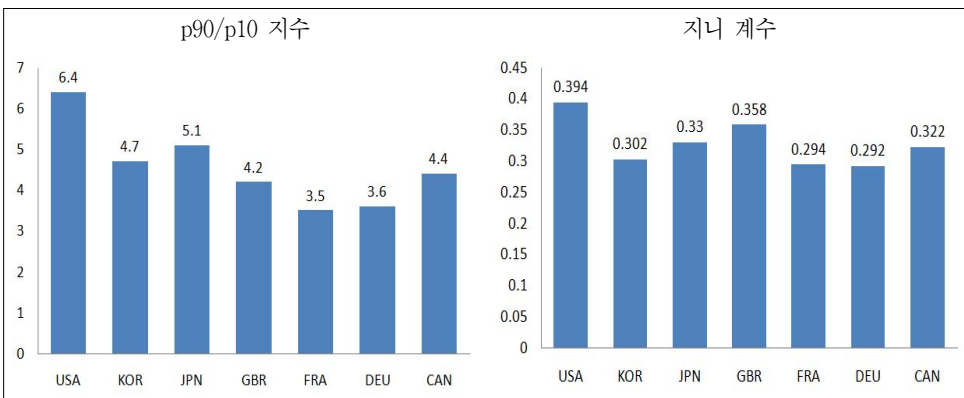
출처: OECD statistics (<http://stats.oecd.org>).

다음으로, 우리나라의 잠재적 장기 경기침체 가능성에 영향을 줄 수 있는 요인들을 점검한 결과 불안요소가 다수 존재하는 것으로 확인되었다. 먼저, 빠르게 진행되고 있는 고령화와 노동인구 감소는 저축을 증가시켜 대부자금시장에서 이자율을 떨어뜨리는 요인으로 작용할 수 있다. 앞서 〈그림 6〉가 보여주듯, 우리나라의 고령화 진행 속도는 주요국대비 상당히 빠른 편이다. 〈그림 8〉에서 확인할 수 있는 우리나라의 저축률 역시 상대적으로 높은 편이다. Eichengreen (2014)은 실질이자율이 0 근처에 머물러 있음에도 불구하고 총수요가 진작되지 않는 상황에서 지나치게 높은 저축수준은 경제에 부정적인 영향을 끼친다고 지적하고 있다. 물론 〈그림 8〉만으로 높은 저축률로 인해 이자율의 하락 압력이 주요국에 비해 상대적으로 더 강하다고 판단할 수는 없지만, 그러한 위험요인이 있다고 추측은 할 수 있을 것이다. 다만, 주요국에 비해 한 가지 희망적인 것은 재정건전성이 상대적으로 양호하다는 점이다(〈그림 7〉). 주요국과 달리 경기회복을 위한 확장적 재정정책을 시행할 여력이 존재하므로 이를 통해 통화정책의 한계를 일정 부분 극복할 수 있을 것으로 파악된다. 또한, 주요국과 비교하여 소득 불평등 정도 역시 상대적으로 양호한 편이나, (〈그림 9〉) 경기침체 상황에서는 저축성향이 낮은 저소득 계층으로부터 저축성향이 상대적으로 높은 고소득 계층으로의 자원배분이 이루어질 수 있으므로 적절한 정책 시행으로 이러한 부작용을 미연에 방지할 필요가 있다.

〈그림 8〉 우리나라 및 주요국 GDP 대비 저축 비율 변화추이(%)



〈그림 9〉 한국 및 주요국 불평등 지수 추이(2013년 기준)

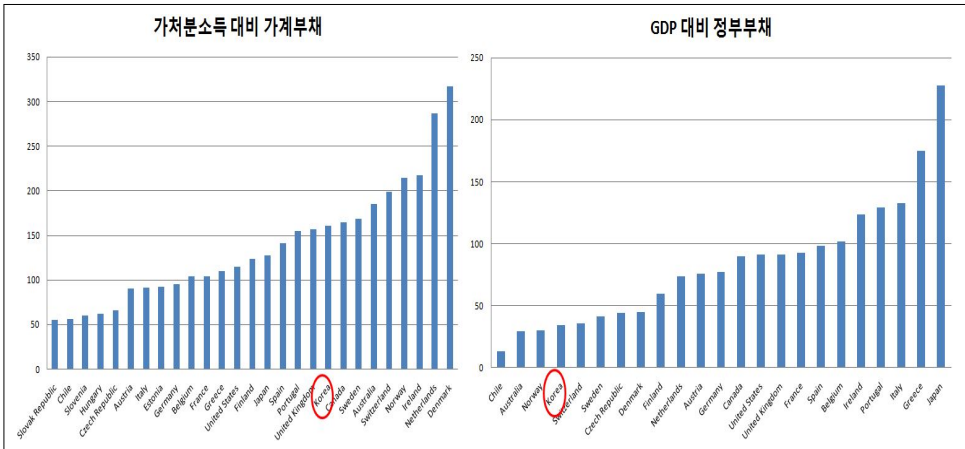


추가적으로, 부채의 경우 가계부채와 정부부채를 나누어 살펴볼 필요가 있다. 우리나라는 상대적으로 높은 가계부채와 낮은 정부부채 비율을 나타내고 있다(〈그림 10〉). 총자산 중 부동산 비중이 67.6%로 높고, 위험자산 중 투자목적의 부동산 비중이 매우 높은 우리나라 실정에 비추어보면,⁸⁾ 이자율 하락으로 인한 유동성 공급증가분 중 상당수가 투자목적의 부동산 구입이나 전·월세 부채 상환 목적으로 사용될 확률이 높고, 이는 유동성 공급 증가분이 자산가격을 상승시키는 요인으로만 작용할 뿐 실질적인 총수요 증가로 이어지지 않을 가능성을 내포한다. 즉, 높은 수준의 가계 부채는 경기부양 목적의 정책 효과를 감소시키는 요인으로 작용할 수 있으며 실물경

8) 김을진(2014).

기가 살아나지 않는 상황에서 자산가격이 지나치게 상승할 경우 시스템리스크 발생 가능성을 높이는 요인으로 작용할 수 있다. 이러한 상황에서 시장에 공급된 유동성을 적절히 회수하여 버블을 방지하는 정책당국 및 감독당국의 역량이 중요하다고 할 수 있다.⁹⁾ 추가적으로, 우리나라는 주요국과 달리 기축통화국(anchor currency country)이 아니며 무역에 대한 의존도가 상대적으로 높은 소규모 개방경제(small open economy) 형태의 국가라고 할 수 있다. 즉, 미국의 금리조정정책에 의한 자본의 유출현상, 중국 등 주요 교역상대국의 경제상황 등에 따라 대내적인 여건이 영향을 크게 받는 구조를 가지고 있기 때문에 대외 불안요인이 항상 존재한다고 할 수 있다. 종합적으로, 우리나라는 장기 경기침체를 일으키는 위험요소들을 일정 부분 가지고 있으므로 이러한 형태의 위기에 대응하는 효과적인 정책수단에 대해 고민하는 것이 필요한 시점이라고 할 수 있다.

〈그림 10〉 가처분소득대비 가계부채 및 GDP대비 정부부채 비율(% , 2013년)



출처: OECD Statistics.

IV. 장기 경기침체 방지를 위한 정책전 제언

1. 장기 경기침체의 해결방안

금융위기 이후 지속되고 있는 회복세의 둔화, 혹은 경기침체의 장기화를 타개하기

9) 이 경우, 일본의 장기불황 진행과정을 참고하면 좋을 것이다.

위한 정책적 제안들은 주로 지나치게 낮은 기준금리의 지속으로 인해 영향력이 감소한 전통적 통화정책의 한계를 극복하는 방향으로 집중되고 있다. 이러한 비전통적 통화정책(unconventional monetary policy)으로는 양적완화를 통한 유동성공급 확대, 포워드 가이드스(forward guidance)¹⁰⁾를 통한 시장의 불확실성 관리 등이 있으며, 재정정책의 구조개선을 통한 경기부양효과 증대 역시 고려되고 있다.

Caballero and Farhi(2014)는 금융위기 이후 안전자산 함정 상황에서는 시장에 잡음이 많이 발생하여 위험자산과 안전자산간 마진(spreads)이 커지기 때문에 포워드 가이드스(forward guidance)가 제대로 작동하지 않을 확률이 높다고 지적하며, 양적완화 등 공적 안전자산의 지속적인 공급이 효과적일 수 있다고 주장했다. 즉, 이자율과 상관없이 정부가 외생적으로 발행하는 안전자산인 현금의 공급 확대를 통해 전체 안전자산의 공급을 인위적으로 늘려 단기적으로 경직적인 안전자산에 대한 수요와 만나는 균형이자율을 0보다 높은 수준에서 만듦으로써 위험요인을 제거할 수 있다는 것이다. (<그림 2>에서 $S' \rightarrow S$) 하지만, 주요국이 실시했거나 실시하고 있는 양적완화 정책은 시장에 위험 선호성향을 증가시켜 자산가격 버블을 발생시킬 수 있다는 부작용을 가지고 있다. 이 경우 건전성감독 기능이 한층 강화될 필요가 있다. Rawdanowicz et al. (2014)은 음(-)의 값을 갖는 경기침체기의 총생산갭(output gap)¹¹⁾이 미래의 잠재성장률을 추가적으로 하락시키는 이력현상(hysteresis effect)이 주요국에서 발생하고 있다고 지적하며, 이를 해소하기 위해서는 통화 및 재정정책의 방향 수정 및 경제구조의 개혁을 통해 장기적으로 잠재성장률을 끌어올려야 한다고 주장했다. 세금 및 지출 변화를 통한 재정승수(fiscal multiplier) 증대방안이 그 중 하나이지만, 장기 경기침체 상황에서는 금융시장의 불안정성 증가와 기업투자의 감소 등으로 인해 그 효과가 미미할 가능성이 있다고 지적했다. Eggertsson et al. (2017) 역시 재정정책에 의한 경기회복이 가장 주요한 방식이라고 주장했다. 한국의 경우 주요국과 달리 상대적으로 양호한 재정건전성을 보유하고 있기 때문에 적극적인 추경예산 편성 및 사회 불평등 해소를 위한 예산 확대 등을 통해 장기적인 관점에서 경기회복을 위한 정책적 노력을 기울일 필요가 있다.

10) 포워드 가이드스(foward guidance)는 중앙은행과 시장간 직접적인 커뮤니케이션을 통해 기준금리 및 이자율에 대한 시장의 기대치에 영향을 주는 방식을 말한다. 안전자산 함정의 경우, 위험자산과 안전자산간 이자율차가 커짐에 따라 중앙은행의 '목소리'가 시장에서 갖는 영향력이 안전자산에 국한되어 한정적이게 된다.

11) 총생산갭(output gap)은 실질성장률과 잠재성장률 간의 차이를 나타내는 지표로서, 테일러 규칙(Taylor rule) 등의 통화정책결정 과정에서 실질변수를 대변하기 위해 사용되는 변수다.

2. 장기경기침체와 금융안정

경제성장률과 가계소비가 장기간 회복하지 못하는 상황에서 낮은 수준의 이자율은 다양한 경로를 통해 금융시장의 불안정을 초래한다. 먼저, 금융기관은 줄어드는 예대마진을 보전하기 위해 필요이상의 위험선호성향을 가질 가능성이 높다. 우리나라의 경우 전통적인 이자수익에 대한 의존도가 매우 높기 때문에 장기적인 이자율 하락에 따른 수익률 저하문제가 대두될 가능성이 높다. 금융기관의 수익구조는 단기적으로 개선될 수 있는 성질의 것이 아니다. 만약 금융기관의 이자수익에 대한 의존도가 심할 경우 장기적인 저금리 기조는 은행의 수익성에 부정적인 영향을 끼칠 수 있으며, 이는 금융기관의 건전성과 직결되어 시스템 리스크 증가요인으로 작용할 수 있다. 시스템 리스크는 한 경제의 금융서비스가 마비될 정도의 위기 상황을 의미하므로 실물경기 역시 직접적인 영향을 받을 수밖에 없다. 즉, 경기가 회복되지 않은 상태에서 장기적으로 저금리기조가 유지되는 현 상황에서 건전성 강화 정책을 선제적으로 시행할 필요가 있는 것이다. 우리나라처럼 주요 은행 간 관계가 긴밀하고 가계부채 문제가 심각한 상황에서 주요 은행의 부실위험은 자칫 큰 실물경제의 위기로 이어질 가능성이 있기 때문이다.

또한, 우리나라와 같이 급속한 고령화가 진행되는 사회의 경우 대부자금시장에 공급이 증가하고 수요가 감소하여 시장이자율의 하락압력을 부추기게 된다. 취업가능연령인구의 감소는 주택과 자본 등에 대한 투자 감소로 이어지고, 평균연령상승에 따른 노후대비자금 목적의 저축이 증가하기 때문에 대부자금시장의 공급이 증가하여 균형 시장이자율은 하락하게 된다. 통화정책이 금리를 쉽게 올릴 수 없는 상황이 되는 것이다. 우리나라는 아직 본격적인 양적완화 정책이 시행되지 않는 등 아직 전통적인 통화 및 재정정책 기조 하에 있는 것으로 볼 수 있으나, 미국 금리와의 동조성 및 향후 미국 금리 인상 가능성, 높은 가계부채 비율 등을 고려할 때 통화 및 재정 정책이 갖는 운신의 폭이 결코 크다고 할 수 없다. 이처럼 통화정책의 경직성이 커지는 상황에서 금융산업의 안정을 위해 건전성을 감독하는 감독기관의 역할과 책임성은 상대적으로 더 커진다고 할 수 있다. 이와 함께, 우리나라 금융시장은 투자목적의 부동산에 지나치게 의존한다는 구조적 특징을 가지고 있다. 투자목적의 부동산을 제외한 금융자산 중 약 90%가 안전자산이며, 안전자산에 대한 투자는 장기적으로 낮은 수익률을 약속한다. 금융기관의 수익성 악화와 낮은 이자율은 가계와 금융기관으로 하여금 투자목적의 부동산에 대한 투자수요를 높일 것이지만, 고령화와 경제활동인구감소, 생

산성 감소에 따른 장기적인 경기침체는 실제 거주 목적의 부동산구입 수요를 감소시키는 요인으로 작용할 것이다. 투자목적의 부동산 수요와 실수요 목적의 부동산 수요와의 괴리현상이 심해질 때 자산가격 버블에 대한 우려가 커질 수 있다. 이러한 관점에서 볼 때 가계부문으로 신용이 공급되고 부동산 시장의 가격 상승이 일반적인 물가수준보다 높은 현재 한국의 금융시장이 가지고 있는 불안정성은 꽤 큰 편이라고 할 수 있다. 경기에 비해 과도한 신용의 공급을 차단하여 금융회사의 경기순응성을 완화하는 목적의 거시건전성 정책으로 경기대응 완충자본(Countercyclical Capital Buffer)이 2016년 기도입되어 시행 중에 있으나 주지표인 총신용/GDP 갭이 하한임계치를 넘지 못해 0% 수준으로 고정되어 있다. 경제 전체에 걸쳐 공급된 총신용만을 조절하는 동 제도로는 가계 부문에 집중된 현 상황을 효과적으로 개선할 수 없을 것으로 판단되므로, 이를 수정한 부문별 경기대응 완충자본(Sectoral Countercyclical Capital Buffer)을 대안으로 고려해볼 수 있다. 예를 들어 가처분소득 대비 가계부채 갭 등 가계부문 신용의 과도한 공급을 측정하는 지표가 위험신호를 감지할 경우 가계 부문에 한정하여 추가자본 적립수준을 설정하고 개별 금융회사의 가계부문(혹은 주택담보대출 부문) 익스포저를 별도로 계산하여 그 비중만큼 추가자본을 부과하는 것이다. 이와 흡사한 제도로 LTV·DTI 등을 떠올릴 수 있으나 이러한 제도는 소비자의 선택을 직접적으로 제한하여 소비자 후생을 감소시킨다는 측면에서 신용 공급자의 경제적 유인을 변화시켜 신용 공급 방향을 선회하는 형태의 부문별 경기대응 완충자본에 비해 경제학적으로 비교열위에 있다고 할 수 있다.

또한, 앞서 설명한 저금리기조 및 유동성공급 증가로 인한 금융시장의 불안정성을 해소하기 위해 개별 금융기관의 리스크관리를 중심으로 하는 미시건전성 감독을 강화하고, 새로운 형태의 시스템리스크 출현에 대비하는 모니터링 시스템을 강화할 필요가 있다. 이와 더불어 저금리 상황에서 금융기관 수익성의 개선이 단기적으로 이루어질 수 없는 만큼, 개별 금융기관의 수익성 악화가 시스템리스크에 미치는 영향을 면밀하고 신속하게 감지해낼 수 있는 미시건전성감독 기반의 거시건전성감독이 요구된다. 미시건전성 기반의 거시건전성 감독이라 함은 개별 금융회사의 건전성을 최우선으로 하되 금융회사 간 전염효과 및 집단적 경기순응성 등 시스템적으로 문제를 일으켜 금융불안정을 일으킬 수 있는 요인을 사전적으로 차단하는 감독정책을 의미한다. 이를 위해 미시감독기구인 금융감독원과 금융안정 정책목적을 보유한 한국은행이 상호 협조하여야 하나, 아직 독립적인 거시건전성 감독규정조차 나와 있지 않은 실정이다.¹²⁾ 보다 효율적인 금융안정 정책을 위한 양 기관 간 공조가 절실히 요구된다.

V. 결 론

인구성장을 저하와 중요소생산성 감소 등으로 인한 잠재성장률의 감소로 정의되어 지는 장기 경기침체는, 2008년 글로벌 금융위기 이후 회복세가 둔화되면서 등장한 새로운 형태의 위기 개념이다. 이는 1998년 외환위기 이전까지 고성장을 유지해왔고 외환위기 및 금융위기 역시 성공적으로 극복한 우리나라 입장에서 한 번도 경험해보지 못한, 그래서 더 철저한 대비가 필요한 형태의 위기상황이다. 특히, 장기 경기침체의 발생과정에서 과도한 위험 선호성향의 증가 등 금융산업의 오작동(malfunction)이 미치는 영향이 크다고 알려져 있고, 이러한 형태의 위기 전과과정에서 시스템 리스크 발생 등 금융산업을 통한 실물경기의 후퇴 가능성이 발견되고 있기 때문에 금융안정 측면에서 주의깊게 살펴볼 필요가 있다.

1990년 이후, 한국에서 발생한 경제위기는 모두 다른 원인에 의해 발생해 다른 경로를 통해 발현되었다고 알려져 있다. 이는, 앞으로 닥쳐올 위기를 대비하는 과정에서 발생가능성이 높은 모든 시나리오를 염두에 두어야 함을 의미한다. 장기 경기침체에 대한 우려는 현재 주요국으로부터 시작해 개발도상국으로까지 이어지는 추세에 있으며, 수출과 환율, 이자율 동조화 등 대외의존도가 높은 우리나라 입장에서 결코 자유롭다고 할 수 없는, 충분히 걱정해볼만한 형태의 위기상황이다. 본 논문은 장기 경기침체에 대한 구조적 분석을 실행하고, 각종 통계지표를 바탕으로 우리나라의 장기 경기침체 발생 여부를 살펴보는 것만으로도 충분한 의의를 가진다고 할 수 있다. 더 나아가 본 논문은 장기 경기침체를 대비하기 위해 실물경기 회복 및 금융안정을 위해 거시경제 정책이 어떠한 방향으로 집중되어야 하는지 간략하게나마 제시함으로써 특정 위기 상황 발생 시 정책당국이 취해야 할 고민의 출발점을 제시하였다는 점에서 또다른 의미가 있다고 할 수 있다.

■ 참 고 문 헌

1. 김을진, “우리나라 가계의 부동산 선호와 금융저축,” 『FSS Issue Note』, 2014-02, 2014, pp. 1-12.
2. Adrian, T. and N. Liang, “Monetary Policy, Financial Conditions, and Financial Stability,”

12) 경기대응 완충자본 및 시스템적으로 중요한 국내은행 선정과 같은 거시건전성 정책은 은행 및 은행지주회사 감독규정에 속해 있다.

- Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, No. 690, 2014, pp.1-35.
3. Boullot, M., "Secular Stagnation, Liquidity Trap and Rational Asset Price Bubbles," mimeo, 2016, pp.1-49.
4. Caballero, R. and E. Farhi, "The Safety Trap," *NBER Working Paper Series*, 19927, 2014, pp.1-38.
5. Eggertsson, G. B. and N. R. Mehrotra, "A Model of Secular Stagnation," mimeo, 2014, pp.1-25.
6. Eggertsson, G. B., N. R. Mehrotra, and J. A. Robbins, "A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation," *NBER Working Paper Series*, 23093, 2017, pp.1-53.
7. Eggertsson, G. B., N. R. Mehrotra, and L. H. Summers, "Global Reserve Assets in a Low Interest Rate World: Secular Stagnation in the Open Economy," *American Economic Review: Papers & Proceedings*, Vol. 106, No. 5, 2016, pp.503-507.
8. Eichengreen, B., "Secular Stagnation: A Review of the Issues," In *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, London Edited by Teulings, C. and Baldwin, R., UK: CEPR Press, 2014, pp.41-46.
9. European Systemic Risk Board, *Macroprudential Policy Issues Arising from Low Interest Rates and Structural Changes in the EU Financial System*, Germany: ESRB, 2016.
10. European Systemic Risk Board, "Flagship Report on Macro-prudential Policy in the Banking Sector," 2014, pp.1-26.
11. Gordon, R., "The Turtle' Progress: Secular Stagnation Meets the Headwinds," In *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, London Edited by Teulings, C. and Baldwin, R., UK: CEPR Press, 2014, pp.47-68.
12. Hansen, A., "Economic Progress and Declining Population Growth," *The American Economic Review*, Vol. 29, No. 1, 1939, pp.1-15.
13. Jordà, Ò., M. Schularick, and A. M. Taylor, "Leveraged Bubbles," *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, 2015, pp.1-34.
14. Michau, J., "Secular Stagnation: Theory and Remedies," mimeo, 2015, pp.1-60.
15. Rawdanowics, L., R. Bouis, K. Inaba, and K. Christensen, "Secular Stagnation: Evidence and Implications for Economic Policy," *OECD Economics Department Working Papers*, No. 1169, 2014, pp.1-29.
16. Summers, L., "U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound," *Business Economics*, Vol. 49, No. 2, 2014, pp.65-73.

Secular Stagnation and Financial Stability

Jongheuk Kim*

Abstract

This paper tries to explain a definition and important features of a secular stagnation and to examine how this concept can be possibly applied to Korean macroeconomy and financial stability. Furthermore, the paper uses macroeconomic data to find a related policy implication. Secular stagnation is characterized by a stagnated status of potential GDP growth rate in long term which is caused by decreases in population growth rate and total factor productivity, an exacerbated income inequality, or an increase in fiscal deficit. During this type of crisis, there is a high probability of a systemic risk because a total asset supply is increased due to a low interest rate environment and a preference system between risky and risk-free assets is disordered. In Europe, after 2008 financial crisis, there has been growing concerns about a possibility of this type of crisis, and Japan has already showed some symptoms of the secular stagnation. In Korea, there are some potential factors which can possibly cause the secular stagnation, although the nation seems to experience a structural change in its economic system in recent years and it has enough policy tools to prevent the systemic risk possibility such as fiscal and macroprudential policies. To minimize the possibility of the secular stagnation, more aggressive fiscal stimulus is required, and some useful macroprudential tools such as credit control in a specific sector should be considered as well.

Key Words: secular stagnation, financial instability, macroprudential policy, systemic risk

JEL Classification: E52, G20

Received: Feb. 24, 2017. Revised: April 19, 2017. Accepted: April 21, 2017.

* Former Research Fellow at Financial Supervisory Service, 38, Yeoui-daero, Yeongdeungpo-gu, Seoul, 07321, Korea, Phone: +82-10-5498-5453, e-mail: jongheuk@gmail.com