

# 정부부채와 외환위기 : 과학인가 미신인가

전용복 경성대 교수

감염병 국면에서 국가(정부)의 책무

코로나19 팬데믹은 국가(정부)의 책무에 대해 근본적인 의문을 제기했다. 자연재해라 부를 수 있는 감염병조차 인간 사회에는 불평등한 효과를 끼쳤다. 특히 경제적 피해는 사회경제적 약자가 집중된 영세 중소기업과 자영업에서 가장 컸다. 사회적 거리두기와 영업 제한 때문이었다. 이와는 반대로, 완화적 재정·통화정책으로 부자들은 오히려 큰 이익을 누렸다. 완화적 거시경제정책으로 자산(부동산, 주식 등) 가격이 폭등했는데, 그런 자산 대부분을 부자들이 보유하고 있기 때문이다.

그 결과, 상대적 불평등이 강화됐을 뿐만 아니라, 사회경제적 약자의 소득이 붕괴하고 있다. 이에 대해 국가(정부)는 무엇을 해야 할까? 민주 공화국에서 국가는 국민의 생명과 안전, 재산을 지킬 의무를 진다. 정부는 전쟁 등 외부의 위협뿐 아니라 산불이나 홍수 등 자연재해를 예방해야 하고, 피해 국민이 발생하면 지원하도록 법률로 정한 이유도 이 때문이다. 하지만 우리나라 정부는 ‘감염병 재해’로 인한 피해보상에 매우 소극적이다. 소요 재정 총당이 문제인데, 증세는 고려조차

하지 않으면서, 재정적자는 경제 전체에 ‘해롭다’는 이유에서이다. 여기서는 재정적자의 ‘해로운 효과’ 중 ‘외국인 자본 이탈’과 그 극단적 형태인 ‘외환위기’ 가능성을 검토하고자 한다.<sup>1)</sup> 결론부터 말하면, 이는 근거 없이 맹목적으로 믿는 미신에 가깝다.

외환위기의 역사적 사례

재정적자와 그에 따른 정부부채 증가를 우려하는 가장 큰 (혹은 가장 자주 언급되는) 이유는 ‘외국인 자본 이탈’ 가능성이다. 외국인 자본 이탈의 극단적 결과는 ‘외환위기’인데, 1997~98 외환 위기를 겪은 우리나라 국민에게 이는 트라우마로 남아 있다. 이 때문인지, 외환위기 가능성은 긴축적 재정정책 설득수단으로 가장 많이 활용되고 있다. 그렇다면 재정적자 확대는 외환위기 가능성을 높일까? 실제 역사적 사례는 그렇지 않음을 보

1) 정부부채 증가가 경제에 해롭다고 주장하는 이유는 매우 다양하다. 외국인 자본 이탈과 외환위기 가능성, 정부파산(국채위기) 가능성, 인플레이션 유발 가능성, 금리 상승과 구축효과, 미래 세대 부담 등이 대표적이다. 여기서는 외국인 자본 이탈 가능성을 다룬다. 이는 ‘원화는 기축통화가 아니라서’라는 말과 거의 유사한 의미이기도 하다.

여준다. 몇 가지 사례를 제시하면, 1997년 우리나라 외환위기 당시 정부부채 수준은 GDP 대비(이하 동일) 11%에 지나지 않았다. 외환위기를 반복해서 겪고 있는 남미 국가들의 사례로, 1982년 멕시코 외환위기 당시 정부부채 수준은 42%였고, 아르헨티나의 2001년 외환위기 당시에 그것은 50%에 불과했다. 2018년 터키의 외환위기 당시 정부의 부채비율은 28%로 세계 최저 수준이었다. 2010년대 초반 남유럽 국가들이 국채위기(이는 외국 은행들의 국채 투자자금 회수 위협이었으므로, 외환위기의 형태를 띠었다)에 직면했을 때 그들의 정부부채 수준은 약 60%(스페인)에서 120%(이탈리아) 사이에서 다양했다. 반면, 2019년 정부부채 수준이 약 250%에 도달한 일본은 2020년 코로나19 팬데믹에 대응하면서 더 큰 재정적자를 일으켰지만, 일본의 외환위기를 걱정하는 목소리는 찾아보기 어렵다. 2020년 선진국(한국 포함 G20) 정부의 평균 정부부채 수준은 120% 이상으로 증가할 것으로 예측되고 있다.

위와 같은 역사적 사례들로부터 얻을 수 있는 교훈은 정부부채 비율과 외환위기 사이에 상관관계를 찾아보기 어렵다는 점이다. 이에 대해 긴축적 재정정책 옹호론자들이 제시하는 설명은 ‘기축통화’와 ‘비기축통화’의 차이이다. 달러화, 유로화, 엔화 등은 기축통화이기 때문에 외환위기 가능성이 작다는 말이다. 하지만 이는 현실을 제대로 설명한다고 보기 어렵다. 기축통화란 개념은 브레튼우즈 체제(1944~1971)의 금환본위제에서 유래한다. 2차 대전 이후 선진 44개국은 미국 달러화의 가치를 금Gold에 고정(금 1온스=35 미국 달러)하고, 여타 통화들과 달러화의 교환비율을 고정하기로 합의했다. 이 체제의 핵심은 미국 달러화를 금으로 바꿀 수 있다는 점에 있다. 일종의 금본위제였다. 여기서 미국 달러화가 여타 통화를 금과 연결해 준다는 의미에서 ‘기축통화’라 불렀다. 하지만 1971년 미국이 달러화를 금으로 바꿔

주지 않겠다고 선언하면서, 이 체제는 사라졌다. 기축통화는 이제 존재하지 않는다.

당시 달러화는 실질적인 ‘돈’으로 여겨지던 금으로 바꿀 수 있다는 의미에서, 기축통화란 ‘가치가 가장 잘 유지되는 통화’란 의미가 있었고, 현재에도 그러한 의미로 사용된다. 가치가 안정적인 통화란 위기를 겪지 않는다는 뜻이기도 하다. 하지만 이는 지금의 현실과 전혀 다르다. 첫째, 현대에는 과거 금Gold처럼 세계의 ‘돈’으로 기능하는 그 무엇도, 달러화처럼 그것을 대변하는 통화도 존재하지 않는다. 둘째, 현재 세계 통화들 사이의 교환비율(환율)은 수시로 변하고, 환율이 변하는 이유 또한 시기와 대상에 따라 매번 다르다. 따라서, 선형적으로 특정 통화의 가치가 더 안정적이라 주장할 이유가 없다.

달러화, 유로화, 엔화가 국제적으로 여타 통화들보다 더 많이 유통된다는 점을 들어, 이들을 기축통화 대신 ‘국제통화’라 부르며, 이들 국가는 외환위기(외국인 자본의 이탈)를 겪을 가능성이 작다는 주장도 있다. 이것이 외환위기를 일으키는 주범인 국제 자본의 ‘행위 규칙’으로 정착되어 있음은 부정하기 어렵지만, 일반화하기 어렵다. 다른 조건이 일정하다면, 어떤 통화로 투자했을 때 수익이 크게 떨어지면 해당 통화를 버리는 일은 쉽게 관찰할 수 있다. 예를 들어, 엔화로 투자했을 때 5%의 수익이 나고, 원화로 투자했을 때 10%의 수익이 난다면, 국제 자본은 당연히 원화 자산에 투자하려 할 것이고, 그 결과 국제적으로 엔화보다 원화에 대한 수요가 커질 것이다. 특정 통화에 대한 국제적 수요의 상대적 대소大小를 기준으로 외국인 자본의 이탈 가능성을 선형적으로 결정할 수는 없다(필자는 일본에서 높은 정부부채 비율 때문에 외국인 자본이 이탈하거나 외환위기가 발생할 것으로 예상하지 않는다. 엔화가 국제통화 여서가 아니라, 그 많은 국채가 일본 중앙은행과 연기금, 보험사 등 국내 기관이 보유할 뿐만 아니

라, 이들이 정부와 수시로 소통하며 공조하기 때  
문이다).

### 걱정 ①: 국채의 부도 가능성

기축통화 혹은 국제통화 여부보다 더 중요한  
점은 외국인 자본의 이동에 영향을 미치는 요인일  
것이다. 국제통화를 갖지 않는 정부의 부채가 증  
가하면 외국인 자본 이탈로 이어질 수 있다는 주  
장이 제시하는 첫 번째 전이 경로는 국가신용도  
하락이다. 즉, '정부부채 비율 상승→국가신용도  
하락→외국인 자본 이탈'. 우선, 첫 번째 인과관  
계부터 살펴보자. 이에 따르면, 정부부채 비율이  
상승하면 정부의 채무 불이행(디폴트) 가능성이  
커지고, 국제 신용평가 기관들(대표적으로 S&P,  
Moody's, Fitch 등)은 이를 반영하여 해당 정부  
국채의 신용등급을 낮출 수 있다. 그렇게 되면 외  
국인 투자자들이 자금을 회수할 수 있다는 것이  
다. 정부부채 증가가 국채위기 가능성을 키워 외  
국인 자본이 떠날 수 있다는 말이다.

이에 대해 우선 드는 의문은 국채의 디폴트 가  
능성이다. 결론부터 말하면, 주권통화(주권국가  
고유의 통화)를 발행하는 국가의 정부가 자국 통  
화로 상환하기로 한 국채는 결코 '부도나지 않는  
다'. 예를 들어, 한국 정부가 1년 후 원화로 상환하  
기로 약속하고 1조 원어치의 국채를 발행했는데,  
한국 정부가 이를 상환하지 못해 부도낼 가능성  
은 전혀 없다. 이론적으로, 국채 만기에 세수가 부  
족한데 국채 보유자가 현금 상환을 요구하더라도,  
한국은행이 돈을 찍어서 지급하면 그만이다. 이것  
이 가능한 이유는 원화(모든 현대 통화)는 무<sup>無</sup>에  
서(키보드를 두들겨) 무한히 창조할 수 있기 때문  
이다. 이는 오직 통화발행권을 갖는 주권 정부만  
의 권능이다. 국채의 부도 가능성 우려는 정부의  
발권력을 무시하고, 정부재정도 가게나 기업처럼

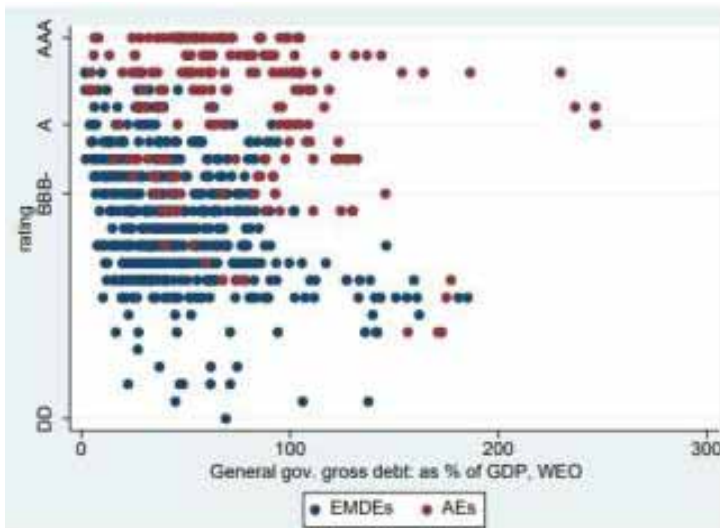
운영된다는 잘못된 믿음에 기초한다. 또는, 과거  
금본위제에서 그랬던 것처럼, 금이나 기타 현물로  
상환하던 습관에서 벗어나지 못한 사고방식이다.  
현대 주권통화는 금이 아니며, 가게나 기업과 달  
리 스스로 무제한 발행할 수 있다. 실제에서는 국  
채 보유자가 '현금'으로 상환을 요구하는 예도 없  
다. 만기가 도래한 국채는 새 국채로 교환해 줄 뿐  
이다. 따라서 정부부채 증가가 국채의 부도 가능  
성을 높여, 국채 신용등급을 악화시킬 이유는 전  
혀 없다.

외화를 빌리기 위한 국채의 경우는 전혀 다르  
다. 정부는 외화를 찍어낼 수는 없으므로, 상환 기  
한 내에 충분한 외화를 획득하지 못하면 국채라도  
부도날 수 있다. 실제로, 위에서 언급한 모든 '국  
채위기'도 외화가 부족해 일어난 '외환위기'였다.  
1997년 우리나라 외환위기는 달러화 부족 사태  
였고, 남미 국가들이 반복하는 국가부도 사태 또  
한 외화로 빌린 돈을 상환하지 못해 일어난 일이  
였다. 2011년 남유럽 국가들의 국채위기 또한 사  
실은 외환위기였다. 이들은 유로존으로 통합되면  
서 통화발행권을 포기하고 유럽중앙은행ECB에 넘  
겼기 때문에, 스스로 통화를 발행할 수 없다. 유로  
화를 사용하지만, 그 발행권이 없던 그들에게 유  
로화란 외화나 마찬가지이다. 이는 중세 유럽에서  
전쟁 자금으로 금을 대량 차입한 후 파산했던 군  
주들과 유사하다. 약탈하던 금광을 발견하던 금을  
모으지 못하면 군주도 파산했듯, 현대국가의 정부  
도 외화로 빚을 지고 상환 만기에 외화를 구하지  
못하면 파산한다. 금과 외화 모두 스스로 발행할  
수 없는 '물건'들이다. 이와는 반대로, 현대 주권국  
가 대부분은 스스로 발행할 수 있는 통화를 보유  
하고 있고, 그 돈으로 상환하기로 약속한 국채는  
부도날 수 없다. 그래서 국채는 시장에서 '무위험  
자산'으로 간주하는 것이다.

걱정 ② : 정부부채 비율 → 국가신용도

민간 신용평가사(社)들이 정부부채 비율을 국가신용도(등급) 평가 기준 중 하나로 포함하고 있다는 점은 사실이다. 그들은 현대 통화와 국채의 성격을 이해하지 못하고, 여전히 금본위제의 관행을 채택하고 있다. 하지만, 정부부채 비율이 국가신용도 결정에 얼마나 중요한 요인인지는 불분명하다. 신용평가사들이 국가신용등급 결정 과정을 모두 공개하지 않기 때문이다. 이에 따라, 과거 데이터를 이용하여 정부부채 비율이 국가신용등급에 미치는 영향을 추정하는 연구가 이루어져 왔다.

[그림 1] 국가신용등급과 정부부채 비율



출처: Metodij Hadzi-Vaskov, Luca A Ricci. "The Nonlinear Relationship Between Public Debt and Sovereign Credit Ratings", IMF Working Paper 2019-162,

[그림 1]은 1998~2014년 사이 Fitch사(社)가 제시한 국가신용등급(세로축)과 정부부채 비율(가로축)을 표시하고 있다(파란점은 개발도상국, 빨간점은 선진국). 정부부채 비율이 국가신용등급에 부정적인 영향을 미친다면, 위 점들은 우하향하는 모양을 보여야 한다. 하지만, 선진국이든 개발도상국이든 그런 패턴은 보이지 않는다.

그럼에도 불구하고, 이 IMF 보고서를 포함하여 이에 관한 기존 연구들은 두 변수 사이에 ‘통계

적’ 상관관계가 있다고 결론짓고 있다. 위 그림처럼 겉으로 보기에 서로 무관해 보이는 두 변수 사이에 어떻게 통계적 상관관계가 있다는 것일까? 국가신용등급을 결정하는 다양한 변수들(경제성장률, 실업률, 외채, 민간부채, 물가, 지정학적 위험, 정치적 안정성 등)이 미치는 효과를 제거하면, 그러한 상관관계가 나타난다는 말이다. 다른 말로, ‘다른 조건이 일정하면’ 국가신용등급과 정부부채 비율 사이에 음(-)의 상관관계가 존재한다는 뜻이다. 그러나 이를 현실에 그대로 적용할 수는 없다. 다른 조건이 일정인데, 정부부채 비율만 변하는 경우는 없기 때문이다.

그렇다면 정부부채 비율은 얼마나 중요할까? 역시 기존 연구결과에 따르면, 국가신용등급을 결정하는 요인 가운데 정부부채 비율은 상대적으로 덜 중요하다. 경제성장률이나 실업률, 또는 대외부채가 더 큰 영향을 미치는 요인으로 나타난다. 이는 정부부채 비율 상승이 국가신용도를 하락시킬 수 있다는 주장이 ‘침소봉대’에 지나지 않음을 의미한다. 예를 들어, 코로나19 충격으로 경제가 크게 위축될 때, 정부부채 비율이 상승하더라도 재정지출을 늘려 경제를 살리면 국가신용등급은 오히려 상승할 수 있다. 정부부채 비율 상승이 국가신용도에 부정적인 영향을 미친다 하더라도, 경기 개선 효과가 국가신용도를 더 크게 끌어올리기 때문이다.

걱정 ③ : 국가신용도 → 외국인 자본 이동

다음으로, 정부부채 비율이 상승하면 외국인 자본이 이탈한다고 주장하려면, 국가신용등급 하락이 외국인 자본 이동에 부정적 영향을 미쳐야 한다. 이에 관한 기존 연구결과들 또한 위에서 논의한 연구결과들과 유사하다. 국가신용등급 하락

은 외국인 자본 이탈에 영향을 미칠 수 있다는 것이다. 하지만, 여기에도 전제조건이 붙는다. 첫째, 국가신용등급과 외국인 자본 유출입 사이에 통계적 상관관계는 발견되지만, 후자에 영향을 미치는 요인은 국가신용등급 외에도 매우 다양하다. 다른 말로, 국가신용등급 하락이 외국인 자본 이탈로 이어진다고 주장하려면, ‘다른 모든 조건이 동일하다’는 전제가 필요하다. 하지만, 이러한 전제조건이 현실에서 모두 만족되는 경우는 우연에 지나지 않는다. 이에 관한 최근 세계은행 보고서에 따르면, 외국인 자본의 유출입과 관련된 국가신용등급이란 해당 국가의 절대적 수준이 아니라 ‘상대적’ 수준이다. 우리나라가 (정부부채 증가로) 국가신용등급이 하락하더라도, 어떤 이유로 다른 국가들의 신용등급이 더 크게 하락한다면, 외국인 자본은 오히려 우리나라에 투자하는 경향이 있다는 말이다. ‘다른 조건’에는 이와 같은 국가신용등급의 상대적 수준 외에도 경제성장률, 환율 전망, 이자율 등 ‘투자 수익률’에 영향을 미칠 수 있는 모든 조건을 포함한다. 이 모든 변수들 또한 비교 대상 국가들 대비 ‘상대적’ 수준이 중요하다.

이러한 통계적 발견은 경험연구에서는 새로운 것일 수 있지만, 이론적으로는 너무나 오랫동안 지적되어온 사실이다. 국제적 자본이동의 자유화 이후 실물투자와는 무관하게 시세차익을 노리는 투기 자본이 국제 자본이동을 지배해 왔다. 이들은 단기 자본이익 극대화를 목표로, 글로벌 관점에서 국가간 투자를 배분한다. 쉽게 말해, 이들은 전 세계 시장을 면밀히 분석하여 가장 높은 수익이 기대되는 곳으로 이동한다. 그 결과, 외국인 투기 자본은 한 나라의 특정 변수가 아니라 수익률에 영향을 미칠 수 있는 모든 변수를 종합적으로 고려하여, 국가간 상대적 투자 매력도를 평가한다. 따라서 국가신용도 변수 하나만으로 외국인 자본 이탈을 주장하는 것은 피해망상에 가깝다.

요컨대, 국가신용등급이 외국인 자본의 이탈

에 영향을 미칠 수는 있지만, 그 관계는 상대적일 뿐 아니라 금융투자 수익률에 영향을 미치는 수많은 조건에 더 크게 의존한다. 즉, 국가신용등급과 외국인 자본 이동 사이에는 단선적 관계를 설정할 수 없다. 국가신용도는 외국인 자본의 수익률에 영향을 미치는 수많은 요인과 독립적으로 변할 수 없기 때문이다. 또 하나 중요한 사실로, 이러한 논의는 ‘점진적 이동’에 관한 연구란 점을 상기할 필요가 있다. 국가신용등급이 외환위기를 불러올 만큼 ‘급격하고 극단적인’ 외국인 자본 이탈의 원인이란 증거는 전혀 없다.

#### 걱정 ④: 물가와 환율

정부부채가 증가하면 외국인 자본이 이탈할 수 있다는 주장은 종종 다음과 같이 다소 복잡한 연쇄적 인과관계를 상정하기도 한다. ‘정부부채 증가 → 지급준비금 증가 → 시중 통화량 증가 → 물가상승 → 환율 상승 → 외자의 투자 수익률 하락 → 외국인 자본 이탈’. 우선 주의할 점으로, 여기 나열된 연쇄적 인과관계가 모두 충족될 때에만 정부부채 증가가 외국인 자본 이탈을 유도한다고 말할 수 있다. 이 연쇄적 인과관계 중 하나라도 성립하지 않는다면, 그 이후의 연쇄 과정은 일어나지 않는다. 개별 인과관계를 하나씩 살펴보자.

정부부채가 증가하면 지급준비금이 증가하는가? 정부부채 증가의 효과를 이해하기 위해서는 현대 통화제도에 존재하는 ‘두 가지 형태’의 통화를 구분하는 것이 결정적으로 중요하다. 우선, 정부(기획재정부와 중앙은행)는 가계와 기업 등 민간 경제주체에 직접 지출하지 않고, 반드시 시중의 민간은행을 통한다는 점을 기억하자. 기업이 가계는 정부가 지출하는 돈을 자신이 거래하는 은행 계좌를 통해 수취한다는 말이다. 즉, 정부가 지출하면 돈은 ‘정부→민간은행→가계와 기업’으

로 흘러간다. 이 중 ‘정부→민간은행’에는 ‘지급준비금’이라 불리는 중앙은행 화폐가 사용된다(중앙은행 화폐를 ‘본원통화’라 부르는데, 크게 지급준비금과 현금(지폐와 동전)으로 구성된다). 이 지급준비금이 첫 번째 종류의 통화 형태이다. 다음으로, ‘민간은행→가계와 기업’에 사용하는 통화는 ‘민간은행 스스로 창조하는 신용화폐’이다. 이 신용화폐는 민간은행이 대출을 통해 창조하고, 예금으로 나타난다. 따라서 가계와 기업이 사용하는 통화는 대출 혹은 예금이라 부를 수 있다. 정부가 재난지원금 10조 원을 지급하는 경우를 예로 삼아 설명하면, 민간은행은 정부로부터 10조 원의 지급준비금을 수령하고, 고객의 통장에 스스로 창조한 돈 10조 원의 예금을 찍어주는 것이다. 여기서 중요한 사실은 정부가 지출하는 지급준비금은 시중으로 흘러가지 않고 은행권 내부에 남는다는 점이다.

그렇다면, 정부부채 증가를 통해 정부지출이 증가하면 지급준비금이 증가하는가? 이에 대해 정확한 답은 ‘부분적으로만 그렇다’일 것이다. 정부지출이 증가하면 단기적으로 민간은행에 지급준비금이 증가하지만, 이것이 과도하게 증가하면 통화정책이 자동으로 개입하여 회수하기 때문이다. 이를 더 자세히 설명하면, 현대 통화정책은 기준금리를 통제하는 방식으로 실행한다. 통제 대상 기준금리란 민간은행들 사이에 지급준비금을 서로 빌리고 빌려줄 때 적용하는 이자율(금리)이다. 정부부채 증가를 통해 정부지출이 증가하면 민간은행권에는 지급준비금 보유량이 증가하는데(위의 예에서 10조 원), 이는 기준금리 하락 압력을 낳는다. 중앙은행은 목표로 정한 기준금리의 하락을 막기 위해 지급준비금을 흡수해야 한다. 그렇지 않으면 금융시장 전체가 불안정해지기 때문이다. 결국, 정부지출을 통해 지급준비금이 과도하게 풀리면, 순차적으로 중앙은행이 나서서 회수하므로, 지급준비금은 크게 증가할 수 없다. 물

론, 정부가 국민에게 재난지원금을 지급하는 경우처럼, 정부지출은 민간 경제주체의 예금을 증가시키고, 그에 따라 민간은행이 필요로 하는 지급준비금의 양도 증가할 수 있다. 하지만, 그것은 약 7%에 지나지 않는 것으로 보인다(2020년 12월 말 M2 3,200조 중 중앙은행 화폐(본원통화)는 221.5조 원으로 6.9%이다). 예를 들어, 10조 원의 재난지원금을 지급준비금으로 지급하면 9.3조 원은 중앙은행이 회수하고, 0.7조 원의 지급준비금만이 증가할 뿐이다. 따라서 위 경로에서 첫 번째 인과관계는 7% 정도만이 사실이라 할 수 있다. 이는 정부부채의 화폐화, 즉 “정부가 돈을 찍어서 뿌린다”는 통념이 가능하지 않음을 의미하기도 한다. 기준금리를 유지하는 통화정책이 존재하는 한, 정부는 돈을 찍어서 뿌릴 수 없다.

두 번째 인과관계, 즉 지급준비금이 증가하면 시중 통화량(민간은행 신용통화)도 증가하는가? 앞의 예를 통해 설명하면, 정부가 지급한 재난지원금 10조 원은 민간은행 신용화폐(예금)로 전환하여 국민의 은행 계좌에 존재하게 된다. 따라서 시중 통화량이 증가한 것은 사실이다. 다만 여기서 쟁점은 이 통화량 증가의 원인이 지급준비금 증가에 있지 않다는 사실이다. 정부는 지급준비금 10조 원을 지출했지만, 시중에는 극히 일부인 0.7조 원의 지급준비금만이 증가했을 뿐이다. 일반적으로 말해, 시중 통화량은 민간은행권이 임의로 정한다. 다른 말로, 민간은행은 지급준비금 제약 없이 대출할 수 있다. 가계와 기업이 은행에 대출을 제안하면, 은행이 신용도를 평가하여 대출 여부를 결정한다. 대출이 증가하면 통화량이 증가한다. 대출 증가에 따라 은행은 더 많은 지급준비금을 필요로 하지만, 중앙은행 또한 은행권에 필요한 지급준비금 공급을 거절하기가 어렵다. 금융시장 안정을 해칠 위험이 있기 때문이다. 따라서, 은행이 임의로 대출을 늘리지 않는 한, 정부지출에 따른 통화량 변화는 정확히 정부지출 액수와

같을 뿐이다.

세 번째 인과관계를 살펴보자. 정부지출로 통화량이 증가하면 반드시 물가가 상승하는가? 매우 제한적인 경우에만 그러하다. 예를 들어, 정부가 10조 원을 가계와 기업에 지출했는데, 그 돈으로 구매(소비)할 재화와 서비스가 부족하면 물가가 상승할 수 있다. 하지만, 그런 공급 제약 가정은 비현실적이다. 단적으로, 우리나라에는 코로나19 충격 이전에도 100만 명 이상의 공식 실업자가 상시로 존재해 왔다. 또한, 이미 비싼 비용을 치르고 설치한 공장과 설비 중 약 25%는 놓고 있다. 대량의 실업과 유휴 설비는 수요만 있다면 즉시 가동되어 생산을 늘릴 수 있음을 의미한다. 따라서, 이 여분의 생산 능력 범위 내에서 증가한 통화량은 물가상승으로 이어지기 어렵다. 설비 가동률 25%를 기준으로 가늠하자면, 우리나라 GDP의 25% 정도의 추가 수요는 물가상승 없이 충족될 수 있다고 평가할 수 있다. 더 나아가, 수요가 점점 증가함에 따라 신규 투자가 발생하여 생산 능력 또한 점점 더 커진다는 점도 고려할 필요가 있다 (2020년 5월까지만 해도 마스크 공급이 부족했지만, 불과 몇 개월 만에 ‘할인 마스크’까지 등장했던 사례를 참고할 필요가 있다).<sup>2)</sup>

일반적으로, 통화량이 증가하면 자동으로 물가가 상승한다는 통념이 강하게 퍼져 있다. 이 통념은 신자유주의 경제학이 퍼뜨린 것으로, ‘재화와 서비스의 양은 그대로인데, 돈만 더 많이 유통된다’는 가정에 기초한다. 이 통념이 옳은지 따져 보기 위해서는 다음 두 가지 사실을 이해할 필요가 있다. 첫째, 물가와 관련된 통화량은 민간은행들이 대출을 통해 공급하는 신용화폐이다. 은행들이 이 신용화폐를 창조하는 데 제한이 없으므로, 통화량은 결국 신용도 높은 ‘대출 수요’가 결정한다.

2) 주식이나 부동산 등 단기 시세차익을 목적으로 거래되는 자산 가격은 여기서 논의 대상이 아니다. 이들이 투기 대상이 될 수 있는 이유 중 하나는 단기에 공급이 탄력적으로 변할 수 없다는 점에 있다.

다. 둘째, 대출을 받으면 이자 비용을 지불해야 하므로, 대출 수요자는 반드시 그 비용을 능가하는 수익을 기대하고 있을 것이다. 다른 말로, 모든 대출과 그에 따른 통화량 증가는 생산적으로 사용된다. 생산과 무관하게 돈의 양만을 강제로 늘릴 수는 없다는 말이다. 이 두 가지 사실을 합하면, 통화량 증가는 반드시 생산을 동반한다. 통화량이 증가하더라도 그에 비례하여 재화와 서비스의 생산도 증가하므로, 물가가 상승할 이유가 없다.

네 번째 인과관계, 즉 국내 물가상승은 필연적으로 국내 통화가치를 하락(환율 상승)시키는가? 이 주장을 평가하기 위해서는 그 배경을 이해할 필요가 있다. 첫째, 이 주장처럼 환율을 변화시키는 물가란 ‘상대적’ 물가를 의미한다. 예를 들어, 우리나라 물가가 상승하더라도, 미국의 물가가 더 빨리 상승한다면, 달러 대비 원화의 가치는 오히려 상승할 수 있다. 따라서, 이 주장은 우리나라 물가만 상승하거나, 다른 나라 물가보다 더 빨리 상승하는 경우로 한정된다.<sup>3)</sup> 둘째, 이 주장은 ‘일물일가의 원리’에 기초한다. 예를 들어, 뉴욕의 햄버거 가격이 10달러이고 한국의 햄버거 가격이 1만 원이면, 햄버거의 가치는 같아야 하므로 10달러와 1만 원이 같아야 한다. 즉, 10달러=1만 원이므로, 환율은 1달러 = 1,000원이어야 한다는 것이다. 한국의 햄버거만 가격이 올라 15,000원이 된다면, 환율 또한 1달러=1,500원으로 올라야 한다(원화 가치 하락). 하지만 현실에서 이런 일물일가의 원리는 성립하지 않는다. 전 세계의 햄버거 가격이 일치하는 경우는 우연이 아니고는 찾아보기 어렵다. 셋째, 일물일가의 원리가 성립하

3) 코로나19 팬데믹 이후 우리나라 정부는 다른 나라에 비해 가장 소극적으로 대응한 경우에 해당한다. 재정적자 증가를 우려하여 재난지원금 지급을 최소화해야 한다고 주장하는 이들의 논리를 그대로 적용하면, 환율 상승이 아니라 하락과 그에 따른 수출 감소를 걱정해야 한다. 우리나라 정부의 재난지원금 지급이 상대적으로 작았으므로 통화량 증가도 상대적으로 작았 것이고, 통화량 증가에 따른 물가상승 압력도 상대적으로 작아야 한다. 그들의 논리대로라면, 상대 물가가 하락할 것이니, 환율은 오히려 하락한다고 주장해야 한다. 그렇지만 그런 주장은 찾아보기 어렵다는 점에서, 그들의 비밀관성 혹은 이중성을 의심하지 않을 수 없다.

지 않는 가장 큰 이유 중 하나는 환율이 실물보다는 외환시장을 포함하여 금융시장의 변화에 더 크게 영향받는다라는 사실에 있다. 앞서 지적한 것처럼, 국제 투기 자본은 글로벌 관점에서 최대 수익을 추구한다. 환율 변화 또한 이들의 기대 수익 결정요인이기는 하지만, 거꾸로 기대 수익의 변화가 해당 국가의 통화 수요와 공급에 영향을 미쳐 더 큰 환율 변화를 유도한다는 설명이 현실에 가깝다(이를 ‘꼬리가 몸통을 흔든다’고 표현하기도 한다). 예를 들어, 우리나라 경제가 매우 빠르게 성장하면 주가가 오를 것이므로, 주식에 투자하여 더 높은 투자 수익을 기대할 수 있다. 대개 경제가 빠르게 성장하면 물가도 상승하는 경향이 있지만, 높은 투자 수익을 기대하는 외국인 자금이 유입되면, 환율은 오히려 하락(원화 가치 상승)하기도 한다. 원화에 대한 투자용 수요가 커지기 때문이다. 요컨대, ‘현실에서’ 국내 물가상승이 환율을 상승시키는 경우는 오히려 예외에 해당한다고 할 수 있다.

다음으로, 환율이 상승하면 외국인 자본 수익률이 하락한다는 명제는 기술적으로는 옳다. 문제는 환율의 변화를 정확히 예측할 수 없다는 점에 있다. 한 나라의 물가가 상대적으로 상승한다 하더라도 해당 국가의 통화 가치가 하락할 필연적인 이유는 없다. 환율을 결정하는 요인은 무수히 다양하고, 경제성장률처럼 물가 변화보다 더 큰 영향을 미치는 요인도 많다. 물가가 상승하면 환율도 상승한다는 주장은 ‘다른 조건이 일정하다’는 전제에 기초하는데, 매우 비현실적이다. ‘환율을 제대로 예측할 수 있다면, 수년 내에 지구를 통째로 살 수 있을 만큼 돈을 벌 수 있다’는 금융시장의 우스갯소리가 더 큰 진실을 표현한다.

마지막 인과관계를 살펴보자. 환율 변화를 반영한 외국인 자본의 수익률이 하락하면 해당 국가에 대한 투자 매력도가 감소하는 것은 사실이다. 하지만, 이 때문에 외국인 자본이 이탈하리란 보

장은 없다. 실제 자본이동을 결정하는 요인은 ‘상대적 수익률’이다. 앞서 여러 번 강조한 것처럼, 외국인 자본은 전 세계적 차원에서 가장 수익률이 높은 기회를 찾는다. 설사 우리나라 환율이 하락하여 외국인 자본의 수익률이 하락하더라도, 다른 지역의 수익률이 더 크게 하락한다면, 우리나라에 투자한 외국인 자본이 이탈할 이유가 없다. 더 나아가, 우리나라뿐만 아니라 전 세계적으로 외국인 자본의 투자 수익률을 결정하는 요소는 무수히 많다. 어떤 요인은 환율 변화의 효과를 상쇄할 수도 있다. 이렇게 매우 다양한 요인이 세계적 차원에서 동시에 영향을 미치는 환경에서, 외국인 자본의 행태를 우리나라 일국의 환율 변화라는 단일 요인으로만 설명하려는 태도는 비현실적이다.

어떤 인과적 사건들이 연속적으로 발생하여 최종 결과가 나타날 확률은 개별 인과관계가 나타날 확률을 곱한 값이다. 예를 들어,  $A \rightarrow B \rightarrow C$ 이고,  $A \rightarrow B$ 일 확률이 100%라 하더라도,  $B \rightarrow C$ 일 확률이 0%라면,  $A \rightarrow C$ 일 확률은 0%이다. ‘정부부채 증가 → 지급준비금 증가 → 시중 통화량 증가 → 물가상승 → 환율 상승 → 외자의 투자 수익률 하락 → 외국인 자본 이탈’의 연쇄적 인과관계에서 단 하나의 인과관계만 성립하지 않더라도, ‘정부부채 증가 → 외국인 자본 이탈’은 발생하지 않는다. 개별 인과관계에 관한 지금까지 논의를 고려할 때, 현실적으로 정부부채 증가가 원인이 되어 외국인 자본 이탈로 나타날 확률은 거의 0%에 가깝다고 평가하는 것이 합리적이다(참고로, 이 6단계의 개별 인과관계가 발생할 확률을 넉넉히 가정하여 모두 50%라 하더라도 ‘정부부채 증가 → 외국인 자본 이탈’일 확률은 1.56%에 지나지 않는다. 이 미미한 가능성이 무서워 재정정책을 포기해야 한다는 주장은 교통사고 가능성이 있으니 운전 금지해야 한다는 말과 같다. 더구나, 아래에서 제안하듯, 이 미미한 가능성마저도 예방할 대책이 많다).



## 걱정 ⑤ : 한국은 신흥국이라서?

정부부채 비율 상승에 따른 외국인 자본 이탈을 걱정하는 또 하나의 이유는 우리나라가 ‘신흥국’이라서 ‘신진국’보다 취약하다는 주장이다. 다른 말로, 선진국은 정부부채 비율이 다소 상승해도 괜찮지만, 기초 체력이 약한 신흥국인 우리나라는 그렇지 않다는 말이다. 이에 대해, 2020년 예측치를 기준으로 우리나라 경제규모(GDP)가 세계 10위에 위치하고, 1인당 GDP는 세계 7위를 기록할 것이란 예측을 상기할 필요가 있다. 외국인 자본은 세계 200개 이상의 국가 중 원금과 수익을 상대적으로 가장 잘 보장하는 국가를 선택하기 때문이다.

외국인 자본은 궁극적으로 투자 수익률에 따라 이동한다는 원칙을 상기하자. 경제규모 혹은 경제성장률이 매우 중요한 수익률 결정요인임은 분명하다. 외국인 자본이동의 결정요인 모두를 포괄하여 정확히 예측할 방법은 존재하지 않는다. 외국인 자본이 우리나라에 투자할 때 어떤 요인을 얼마만큼 고려하는지도 알 수 없다. 다만, 앞서 자세히 살펴본 것처럼, 정부부채 비율이 투자 수익률에 영향을 미칠 가능성은, 이론적으로는 가능하더라도 현실에서 실현되긴 극히 어렵다. 주권통화로 표시된 국채는 부도날 수 없고, 물가와 환율 변화를 통해 수익률에 간접적으로 영향을 미치는 경로도 실현되기 매우 어렵기 때문이다. 투자 수익률에 ‘직접’ 영향을 주는 이자율 변화가 그들의 행동에 미친 영향을 살펴봄으로써, 우리 경제의 ‘종합적 경쟁력’(외국인 자본에게는 기대 수익률)을 간접적으로 가늠할 수는 있을 것이다.

금리는 외국인 투자 자본의 수익률에 직접 영향을 미치는 요소이고, 여기서 살펴볼 기준금리는 정부가 보증하는 수익률이다. 통상 우리나라 기준금리는 미국의 금리보다 높아야 ‘외국인 자본 이탈’ 없이 안전하다고 주장한다. 우리나라가 ‘신

그림 2 한국과 미국의 기준금리 격차와 외국인 자본 이동



신흥국’이라는 이유에서이다. 미국보다 상대적으로 약소국인 한국은 리스크가 더 크기 때문에, 웃돈(신흥국 리스크 프리미엄)을 지불해야 외국인 자본을 붙잡을 수 있다는 말이다. 미국과의 금리 차이는 신흥국 프리미엄을 나타내는 지표이고, 그것이 작을수록 미국 경제 대비 상대적으로 강건한 경제임을 의미한다.

이런 기준으로 볼 때, 우리나라 경제는 미국 경제 대비 크게 열위에 있다고 할 수 없다. 우리나라 기준금리가 미국의 그것보다 오히려 낮았지만, 외국인 자본이 이탈하지 않았던 경우가 종종 발견되기 때문이다. 우리나라 기준금리가 미국 기준금리보다 낮았던 ‘금리역전’은 1999년 7월에서 2001년 3월까지 19개월 동안, 2005년 8월부터 2007년 9월까지 24개월 동안, 마지막으로 코로나19 창궐 이전 2018년 3월 22일부터 2020년 3월 2일까지 약 24개월 동안, 역대 세 번 있었다. 매번의 금리역전은 약 2년 동안 지속했지만, 대규모 외국인 자본 이탈은 나타나지 않았다. 그림 2는 가장 최근의 경우를 보여준다. 첫 번째 그림의 음

영 부분은 우리나라 기준금리가 미국 기준금리보다 낮았던 시기와 그 정도를 보여주고, 아래 그림은 같은 기간 동안 외국인 자본 스톡을 보여준다. 우리나라의 기준금리가 미국의 그것보다 낮았던 기간 동안 외국인 자본이 이탈한 증거를 찾기 어렵다. 이는, 우리나라에 투자하는 외국인 자본이 볼 때, 우리나라에 대한 투자 기대 수익률이 금리 격차를 능가한다는 의미일 것이다. 다른 말로, 투자 수익을 낚는 우리나라 경제의 종합 역량이 미국 경제에 크게 뒤진다 할 수 없다.

우리나라에서 외국인 자본이 이탈하는 경우가 있다면, 그것은 우리 경제의 문제 때문이 아니라, 투기 자본 본거지의 문제 때문인 경우가 대부분이었다. 2008년 금융위기가 발발하자 외국인 자본이 대규모로 이탈했던 일이 대표적이다. 또한, 2020년 3월부터 미국에서 코로나19 팬데믹이 발생하고 대규모 생산시설이 섯다운되자, 3월 한 달 동안에만 외국인 자본은 76.4조 원이 감소했다. 그 이후 외국인 자본은 다시 유입하기 시작하여 현재 역대 최대 규모가 되었다(앞 쪽 그림). 그런데, 그렇게 외국인 자본이 대규모로 유입하던 시기는 우리나라 정부부채 비율이 역사상 가장 빠르게 증가했던 시기였다.<sup>4)5)</sup> 금리역전에도 불구하고 외국인 자본이 이탈하지 않았다는 사실, 최근 우리나라 정부부채 비율이 역사상 가장 빠르게 증

가하던 시기에 외국인 자본이 오히려 대량 유입되었던 사실, 그리고 외국인 자본의 본거지에 해당하는 미국과 세계 경제에 충격(예를 들어, 금융위기나 코로나19 팬데믹 발생)이 가해질 때 대규모 외국인 자본 이탈이 있었다는 사실 등을 종합하면, 우리나라 정부부채 비율은 외국인 자본 이탈에 큰 영향을 미치지 못함을 의미한다.

### 걱정 대신 제도적 대비를

1997-98 외환위기와 그 이후 구조조정의 고통을 경험한 우리나라 국민이 외국인 자본 이탈을 우려하는 정서는 너무나 당연하다. 하지만, 우리 정부와 정치권은 그런 국민적 우려에 매우 소극적으로만 대응해 왔다. 긴축적 재정정책으로 정부부채 비율 억제에만 집착했을 뿐, 외국인 자본 이탈을 억제하거나 그 충격에 대비하려는 정책적 노력은 찾아보기 어렵다. 긴축적 재정정책으로 국민의 물질적 삶도 크게 악화했다는 점 또한 부인하기 어렵다. 정부지출은 국민의 수입이기 때문이다.

진정 외국인 자본 이탈 가능성 때문에 재정정책이 제한된다면, 우리 정부는 정부부채 비율 관리에만 집착할 것이 아니라, 그를 억제할 제도적 방안을 마련하는 일에 집중해야 한다. 적극적 재정정책은 건강하고 생산성 높은 경제를 달성할 강력한 수단이기 때문이다. 여기서 우리는 세 가지 제도적 대책을 고려할 수 있다. 첫째, 국제 투기 자본 이동의 자유를 제한할 필요가 있다. 세계 경제에 깊이 편입해 있는 우리나라가 금융시장을 폐쇄적으로 운영할 수 없다는 주장도 있다. 일부 정당한 주장이긴 하지만, 국내외 자본에 무제한의 자유를 보장하는 국가는 없다는 점을 상기할 필요가 있다. 우리나라는 ‘외국인 자본의 ATM기’로 조롱받을 정도로, 외국인 자본의 이동에 과도한 자유를 보장하고 있다. 우리나라 외국인 자본이 투

4) 외국인 투자액이 크게 상승한 데에는 우리나라 주가가 상승한 효과도 있다. 하지만 이를 제외해도 같은 기간 외국인 자본은 크게 유입되었다.

5) 우리나라 정부부채 비율의 절대적 수준은 낮지만, 그 증가속도가 너무 빨라서 우려된다는 주장도 있다. 여기서 말하는 ‘증가속도’란 과거의 정부부채 증가 속도와 비교할 때 그러하다는 의미이다. 예를 들어, 2019년까지 이전 10년 동안 그것은 약 7% 포인트 증가했지만, 2020년 한해에만 7% 포인트 증가한 사실을 두고 ‘너무 빠르다’고 주장한다. 하지만, 외국인 자본의 이탈을 우려하는 관점에서는 국제적 비교가 훨씬 유용하다. 외국인 자본은 ‘상대적으로’ 가장 안전하고 높은 수익률이 기대되는 국가에 투자하기 때문이다. 우리나라 정부부채 비율이 역사상 가장 빨리 증가했던 2020년에 세계 주요 선진국의 정부부채 비율은 대략 20% 포인트 증가한 것으로 예측되고 있다. 이는 우리나라 7% 포인트보다 약 세 배 빠른 ‘속도’이다. 우리나라 정부부채 비율 증가 속도는 과거와 비교하면 가장 빠르지만, 국제 비교적 관점에서 보면 가장 ‘느리다’. 만약 정부부채 비율이 외국인 자본 이동에 영향을 미친다고 가정하면, 우리나라 정부부채 비율의 증가속도는 오히려 외국인 자본에 매력적인 조건이라 할 것이다.

자와 고용 등 실물경제에 기여하는 바도 극히 미약하다. 코스피 외국인 투자 자본 중 96%, 코스닥 외국인 투자 자본 중 86%가 자산 가격 시세차익을 노리는 투기 자본이며, 채권에 투자한 외국인 자본은 모두 기업의 자금 조달 수단인 회사채가 아니라 국공채를 매입하고 있다.

둘째, 외국인 자본의 이탈 가능성이 재정정책의 자율성을 진정 제약한다면, 대량의 외환보유고를 운영할 수도 있다. 2020년 말 외환보유고는 4,431억 달러이지만, 유동성 높은 증권시장의 외국인 자본은 약 7,000억 달러에 달한다. 그렇다면, 재정 보수주의자는 외환보유고 확대를 주장해야 하지만, 그런 목소리는 찾아보기 어렵다. 우리나라는 외환위기 직후인 1998년부터 매년 경상수지 흑자를 기록해 왔고, 그 규모가 점점 더 증가해 왔다. 2011년부터 2020년까지 최근 10년간 연평균 경상수지 흑자는 716억 달러에 달했다. 만약 외환위기 이후 경상수지 흑자를 모두 외환보유고로 흡수했다면, 현재 약 9,226억 달러에 달했을 것이다. 이는 절대 규모로 중국과 일본에 이어 세계 3위, 경제규모 대비 비율로는 세계 1위이다. 이는 이탈 가능성이 큰 외국인 금융시장 투자 총액을 능가하는 규모이다. 물론 이후에도 매년 경상수지 흑자만큼 외환보유고를 더 늘릴 수 있다. 하지만, 우리나라 정부와 한국은행은 ‘외국인 자본 이탈’을 걱정하며 정책 자율성을 스스로 제한하면서도, 외환보유고를 늘리려는 노력은 하지 않았다. 이율배반적인 태도이다.

‘과도한’ 외환보유고를 유지하는 일이 비효율적이라는 주장도 있다. 비용이 많이 든다는 말이다. 과연 그럴까? 외환보유고 유지에 따른 비용과 편익을 따져보자. 비용 측면에서, 첫 번째 비용은 외화 매입 자금에 대한 이자이다. 예를 들어, 우리나라 수출 기업이 1억 달러를 벌어들였고, 한국은행 혹은 정부가 이를 매입하여 외환보유고로 흡수한다고 가정하자. 계산의 편의를 위해 환율은 1달

러=1,000원으로 가정하면, 1억 달러의 외화를 매입하려면 1,000억 원이 필요하다. 이 1,000억 원은 한국은행이 발권하거나 채권을 매도하여 조달할 수 있다. 이에 대해 지불하는 이자가 외환보유고 유지를 위한 첫 번째 비용이다. 채권을 발행하는 경우 이자가 발생하는 것은 너무나 자명하여 설명이 필요하지 않다. 한국은행이 발권하더라도 이자를 지급해야 함을 설명해보자. 한국은행이 발권하여 외환 1억 달러를 매입하면, 시중에는 지급준비금 1,000억 원이 풀린다. 이것이 기준금리 하방 압력을 낳는다면(그러할 가능성이 매우 크다), 한국은행은 이를 회수해야 한다. 이를 위해 국채나 한국은행이 발행하는 채권을 매도하고, 이후 이자를 지급하게 된다. 따라서, 발권이나 채권발행이나 결과는 거의 유사하다. 이에 적용하는 금리는 기준금리가 정책변수라는 의미에서, 그리고 금리가 낮은 단기채를 활용할 수 있다는 의미에서, 한국은행이 통제할 수 있다.

외환보유고 유지의 두 번째 비용은 국내 물가 상승이다. 한국은행이 유입된 외화(경상수지 흑자)를 매입하면 통화량이 증가하여 국내 물가가 상승할 것이란 주장이다. 즉, 외화 유입→한국은행 매입→지급준비금 증가→통화량 증가→물가 상승. 하지만, 앞의 논의를 상기하면, 이 또한 사실이 아님을 알 수 있다. 한국은행이 외화매입에 사용하는 돈은 ‘지급준비금’이고, 이는 시중에 유통되지 않는다. 현대 통화정책 프레임 하에서, 그것이 과도하면 한국은행은 기준금리 방어를 위해 스스로 회수할 수밖에 없다. 또한, 지급준비금이 증가하더라도 시중 통화량(대출)이 증가할 이유도 없다. 시중 통화량을 결정하는 대출 여부는 민간은행이 결정하는데, 평소에도 이들은 지급준비금 제약 없이 대출 여부를 결정해 왔다. 즉, 지급준비금 증감이 시중 통화량(대출)에 크게 영향을 미치지 않는다. 따라서, 한국은행이 대량으로 외화를 매입하더라도 시중 통화량이 증가할 이유가 없

고, 통화량이 증가하지 않으므로 물가가 상승할 이유도 없다.

외환보유고 유지 비용이라 주장되는 또 다른 요인은 해외자산 가격의 변화이다. 예를 들어, 매입한 외화 1억 달러는 미국 국채에 투자할 것인데, 국채 시장 가격은 수시로 변한다. 미국 국채 가격이 하락하면 손실이므로, 비용이라는 것이다. 반대의 경우는 비용이 아니라 수익이 발생했다고 할 것이다. 하지만, 이는 진정한 의미의 비용이나 수익이라 할 수 없다. 한국은행의 미국 국채 보유는 비상 대책 수단이므로, 만기 이전에 매도할 이유가 없다. 미국 국채 가격 변화는 매년 한국은행 대차대조표상 자산 가치의 변화로 나타날 수는 있지만, 아무런 현실적 의미도 없다. 결국, 외환보유고 유지 비용이란 국내에서 저금리로 지급하는 이자 뿐이다.

이제 편익을 살펴보자. 우선, 미국 국채에 대해 정기적으로 지급되는 이자 수익이 있다. 이 수익은 매수하는 국채의 만기에 따라 다르다는 점을 상기할 필요가 있다. 만기가 길수록 적용 금리가 높다. 외환보유고는 중간에 처분할 것이 아니므로, 이자가 높은 장기 국채에 투자하여 이자 수익을 극대화할 수 있다. 두 번째 편익은 외국인 자본 이탈 걱정 없이 재정정책을 활용할 때 발생하는 경기부양 효과다. 재정정책은 경기 순환에 대응하여, 특히 코로나19와 같은 외부 충격으로 불황에 빠져들 때, 경기 안정화 기능을 수행할 수 있다. 재정정책이 아니었다면 잃었을 GDP 전체를 충분한 외환보유고 유지의 편익으로 간주할 수 있다.

이제 편익에서 비용을 뺀 순편익 혹은 순비용을 계산해 보자. 외환보유고는 이자 비용과 이익은 동시에 낳는다. 예를 들어, 1억 달러 매입을 위한 원화 비용 1,000억 원은 금리 1%를 지급하는 단기 채권을 발행하여 조달하고, 1억 달러는 이자 2%가 지급되는 30년물 미국 국채에 투자할 수 있다는 말이다. 이렇게 하면 비용보다 수익이 더 크

게 된다. 더 나아가, 국내에서 외환보유고 확충을 위해 지급하는 이자는 비용이라 부를 수 없는 측면이 있다. 이자를 지급하는 정부(한국은행)에게는 비용일 수 있지만, 이자를 수취하는 국민에게는 수익이기 때문이다.

외환보유고 확충에는 비용은 없고, 재정정책 자율성이 낳는 경기 안정화 편익만이 존재한다. 이를 거부할 이유가 없다. 정부부채 비율 상승으로 인한 외국인 자본 이탈 가능성에 집착하여 재정정책 자율성 일부를 포기해야 한다고 주장하려면, 충분한 외환보유고 확충을 먼저 제안해야 할 것이다.

마지막으로, 통화 스와프 협정을 안정적으로 유지하고 확대하기 위한 외교적 노력이 필요하다. 통화 스와프 협정이란 두 나라 중앙은행이 필요로 할 때 국내 통화를 상대 국가의 통화로 맞교환하기로 약속하는 협정을 말한다. 예를 들어, 미국과 무제한의 통화 스와프 협정을 체결하면, 우리나라는 외환위기 위험으로부터 영원히 해방될 수 있다. 잠재적으로 우리나라는 원화를 무제한 발행할 수 있고, 협정에 따라 이를 미국 달러와 즉시 교환할 수 있기 때문이다. 이러한 제도적 장치가 마련되어 있으면, 환율 차익을 노린 국제 투기 자본은 통화공격을 시도조차 하지 못할 것이다. 현재 우리나라는 일부 통화 스와프 협정을 체결하고 있지만, 그 범위와 규모가 미미한 수준이다. 외국인 자본 유출을 우려하여 긴축적 재정정책을 주장하는 측이 이러한 안전 장치 마련을 외면해온 사실은 그 진정성을 의심하게 한다.

지금까지 살펴본 것처럼, 정부부채 증가가 외국인 자본 이탈이나 외환위기를 부른다는 근거는 빈약하다. 외환시장 안정화를 위한 다양한 제도적 설계도 얼마든지 구상할 수 있다. 근거 없는 외환위기 공포를 조장하여 정부 역량을 제한하기보다는, 외환시장 안정화 장치를 고안·정착시키고, 재정정책 자율성을 회복해야 한다.