

2020년 경제의 운명과 열 가지의 거대한 움직임

Economist 임동민
3771_9342
dmlim2337@iprovest.com

1. 2020년 경제 전망: 구(舊) 경제의 침체와 신(新) 경제의 슈팅
2. 구조적 경기침체와 자연이자율 하락: 제로성장과 제로금리
3. 확장적 재정정책과 효율적 통화정책: MMT와 CBDC
4. 마이너스 국채와 ESG: 안전자산의 감가상각과 사회적 가치투자
5. 글로벌 패권 구도: 미국과 중국의 대결, 브렉시트와 EU의 미래
6. 네트워크 경제: 시장인가? 정부인가? 선택을 넘어선 해법
7. 디지털 경제와 포용적 금융: 취약계층과 미래세대를 위한 파이낸스
8. 디지털 화폐전쟁: 테크핀 vs. 스테이블코인 vs. 암호자산
9. 디지털 자원과 자산: 데이터 경제와 주권 및 개인정보 보호
10. 한국의 도전과 기회: 디지털 대전환 패러다임을 선도할 잠재력

CON- TENTS

3. Summary

5. 2020년 경제 전망 - 구(舊) 경제의 침체와 신(新) 경제의 슈팅

12. 구조적 경기침체와 자연이자율 하락 - 제로성장과 제로금리

14. 확장적 재정정책과 효율적 통화정책 - MMT와 CBDC

20. 마이너스 국채와 ESG - 안전자산의 감가상각과 사회적 가치투자

24. 글로벌 패권 구도 - 미국과 중국의 대결, 브렉시트와 EU의 미래

31. 네트워크 경제 - 시장인가? 정부인가? 선택을 넘어선 해법

33. 디지털 경제와 포용적 금융 - 취약계층과 미래세대를 위한 파이낸스

36. 디지털 화폐전쟁 - 테크핀 vs. 스테이블코인 vs. 암호자산

42. 디지털 자원과 자산 - 데이터 경제와 주권 및 개인정보 보호

45. 한국의 도전과 기회 - 디지털 대전환 패러다임을 선도할 잠재력

| Compliance Notice |

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성 되었음을 확인합니다.

이 조서자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서, 이 조서자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.



Summary

2020년 전세계 경제성장 2.8%, 교역성장 3% (올해 1%)에 불과해 2008~2009년 글로벌 금융위기 이후 트리플 딥 침체에 빠질 전망이다.

글로벌 무역분쟁은 미-중에서 미-EU 확대될 전망이다. 미국 관세인하, 중국 수입 확대 등 부분합의는 가능하지만 완전타결은 불가능하다. 미국의 지적재산권, 산업보조금 문제에 대한 법적 효력 강요를 중국은 받아들이지 않을 것이다. 미국의 입장에서 중국의 첨단기술 산업 발전은 글로벌 안보체계 균형에 따른 미국의 패권유지에 근본적 도전으로 수용하지 않을 것이다. 미국 경제는 대신 레임덕 영향, 중국 경제는 교역둔화 영향으로 각각 +1.7%, +5.8% 성장에 머물 전망이다.

유럽은 브렉시트, 독일과 프랑스 갈등, 미국과 자동차, 항공기, 데이터 등 무역분쟁 요소 다양하다. 제조업 비중 큰 독일이 가장 빠르게 경기침체에 진입할 것이며 유로 전체적으로 1% 경제성장에 머무를 전망이다. 2020년 영국 브렉시트 현실화될 것이며 노딜 가능성도 배제하기 어렵다.

일본은 장기간 지속된 아베노믹스가 어느 정도 경제적 성과 거둔 이후 우경화 양상을 보이고 있다. 2020년 동경 올림픽은 글로벌 화합보다는 갈등을 확인하는 이벤트가 될 것이다. 한편 일본은 동경 올림픽 계기로 해외 관광액 유입과 디지털 인프라 구축 등을 통해 내수활성화 유도할 전망이다. 일본 경제는 디플레이션 우려에서 탈피하며 1% 내외 성장이 가능하다. 특히 일본 기업들은 원천기술 확보된 가운데 재무여력도 확충되었으며 미래의 산업트렌드 변화에 대비가 잘 되어 있다. 일본 기업들의 변화에 주목할 필요가 있다.

한국은 개도국에서 선진국에서 도약하는 기로에서 성장통을 제대로 맞고 있다. 한국은 1950년 이후 지금까지 가장 성공적으로 성장한 경제이며, 2000년대 이전에는 미국과 유럽, 2000년대 이후로는 중국 경제의 성장에서 무역을 통해 최적의 성과를 달성했다. 그러나 지금은 부메랑을 맞고 있다. 미래의 산업변화 대비에 부족하며, 핀테크, 인공지능, 빅데이터, 공유경제 플랫폼 도입이 느리다. 이는 향후 Zero-to-One의 성장기회가 있는 신흥국(예: 베트남)에 추격 위험이 크다. 잠재성장률 지속적으로 하락하는 과정으로 2% 경제성장이 위태롭다. 현재 글로벌 경쟁우위 있는 IT 제조업과 높은 인터넷 사용률 등을 바탕으로 디지털 대전환기에도 도전과 기회가 존재한다.

글로벌 무역분쟁과 경기침체 영향을 지속적으로 받는 가운데, FED의 금리인하 지속, ECB, BOJ 제로금리, 마이너스 금리, 양적완화 재개, 한국은 기준금리 1% 이하 진입을 진지하게 고려하게 될 것이며 초저금리 여건이 지속될 전망이다. 초저금리 여건은 재무상태와 신용등급 높은 기업들의 자금조달 여건을 개선시킬 기회지만 경기침체로 크레딧 스프레드는 증가할 전망이다.

2020년 글로벌 경기는 서서히 침체되고, 적어도 2021년까지는 하강 사이클이며 현재로서 회복시기를 가늠하기는 어렵다. 그러나 금융위기는 발생하지 않을 것이다. 미국에 이어 중국도 대마불사(大馬不死)의 안정된 영역에 진입했다. 유럽은 위기에 대응여건이 마련되어 있다.

한국 역시 국가 및 대외부채, 외환보유고, 경상수지도 양호하며, 거시경제에 영향을 줄 기업이나 은행들은 비교적 재무상태가 견실하다. 그러나 중견기업 이하 기업들과 자영업 및 중산층 이하 가계의 재무상태는 부실하다. 이자보상비율 1.5미만 분포비중이 선진국 뿐만 아니라 아시아 중에서도 높은 편이다. 단기로 대비할 것은 재무상태에 대한 모니터링이다. 장기적으로는 글로벌 경제가 디지털 경제로 대전환하는 가운데 기업의 지배구조와 비즈니스 구조를 네트워크 형으로 전환하는 것이 요구된다.

2020년을 기점으로 구(舊) 경제가 침체하고, 신(新) 경제가 탄생되는 국면이 전개될 것으로 예상된다. WEF와 OECD 등 국제포럼 및 기관은 이러한 변화를 'Digital Transformation(디지털 대전환)' 화두로 활발한 연구와 의제를 제시하고 있다. 물론 구경제와 신경제 현상 자체와 이에 속한 경제주체를 이분법적으로 분리하기는 어렵다. 그럼에도 불구하고 글로벌 경제 가운데 빠르게 나타내는 현상들을 이해하기 위한 패러다임 전환이라는 측면에서 긴박한 구호가 필요하다.

우리는 2020년부터 시작될 패러다임 전환을 바라보면서 향후 구체적으로 나타날 열 가지의 거대한 움직임을 제시한다. 1) 구경제의 침체와 신경제의 슈팅을 포함해 2) 제로성장과 제로금리, 3) MMT와 CBDC, 4) 안전자산과 ESG 투자, 5) 글로벌 패권구도, 6) 네트워크 경제, 7) 디지털 경제와 포용적 금융, 8) 디지털 화폐전쟁, 9) 데이터 자원과 자산, 10) 디지털 대전환을 선도할 한국의 잠재력이 디지털 대전환기를 앞두고 우리가 포착한 열 가지의 거대한 움직임이다. 2020년부터 새롭게 시작될 10년을 준비하면서 21세기의 주역이 될 주체들에게 도움이 되길 바란다.

1. 2020년 경제 전망: 구경제의 침체와 신경제의 슈팅

경기둔화 동조화, 불안한 회복

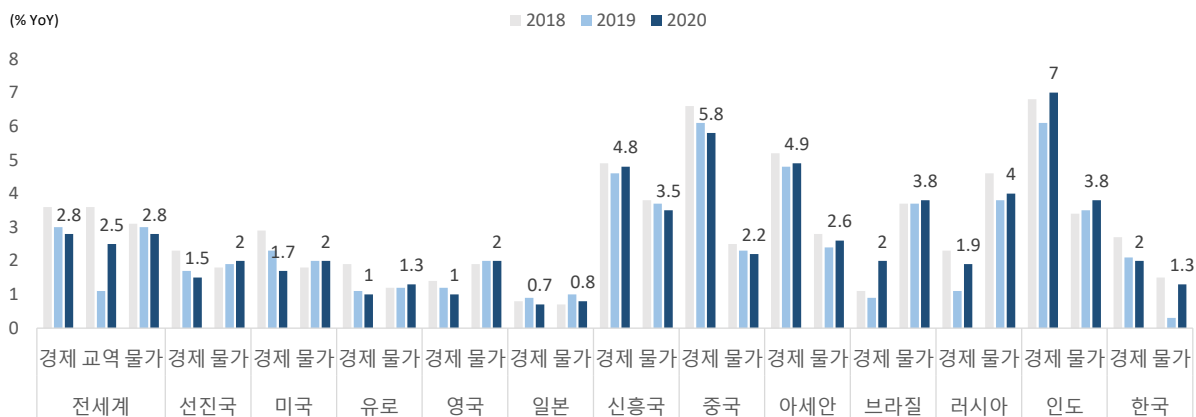
전세계 경제는 침체에 놓여져 있다. 2019년 전세계 경제 및 교역 성장률은 각각 3.0%, 1.1%로 2008~2009년 글로벌 금융위기 이후 가장 낮은 전망이다. 미-중 무역분쟁으로 대표되는 전세계 자유무역 체제의 약화와 더불어 브렉시트, 전세계 주요 지역에서 나타나는 지정학적 긴장이 경제활동 위축을 만성화시키고 있다.

2020년 전세계 경제 및 교역 성장률은 각각 2.8%, 2.5%로 여전히 침체된 수준을 벗어나지 못할 전망이다. 3% 이하의 경제성장은 산술적으로 선진국 2%, 신흥국 4%의 저성장에도 미치지 못하는 수준으로 2018년 이후 지극히 저조한 성장세를 반영한다. (2020년 실제 선진국, 신흥국 경제성장률은 각각 1.5%, 4.8%로 예상)

2020년 주요 선진국인 미국, 유로, 영국, 일본 경제성장률은 각각 1.7%, 1.0%, 1.0%, 0.7%로 부진할 전망이다. 미국 경제는 트럼프 대통령 당선 취임 이후 처음으로 2% 하회, 유로 경제는 1% 성장을 간신히 유지하는 정도다. 영국은 브렉시트, 일본은 아베노믹스 약화로 역시 낮은 잠재성장률도 달성하지 못할 전망이다.

2020년 주요 신흥국 경제는 중국 5.8%, 브라질 2.0%, 러시아 1.9%, 인도 7.0%, 아세안 4.9%, 한국 2.0%로 예상된다. 인도 정도만이 부상하는 성장률을 보일 뿐, 대부분 경제성장이 저조하며, 중국 경제성장률 6% 하회, 한국 경제성장률 2.0%에 불과해 잠재성장률 하락과 실질경기 둔화의 가파른 전개 양상이 우려된다.

[도표 1] 2018~2020년 글로벌 경제, 교역 성장률 및 물가상승률 전망 : 2020년은 부진했던 2019년보다 더 부진할 전망



자료: Bloomberg, IMF, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 2019~2020년 주요국 경제성장률 전망

		2019				2020				2018	2019	2020
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
전세계	%YoY	3.3	3.2	3.0	3.0	2.8	2.8	2.8	3.0	3.6	3.0	2.8
선진국	%YoY	2.2	1.6	1.5	1.1	1.3	1.5	1.6	1.6	2.3	1.7	1.5
신흥국	%YoY	4.6	4.7	4.8	4.8	4.5	4.6	4.7	4.6	4.9	4.6	4.8
미국	%연율	3.1	2.0	2.0	2.2	1.8	1.7	1.7	1.7	2.9	2.3	1.7
유로	%연율	1.6	0.8	0.8	1.0	1.0	1.2	1.1	1.1	1.9	1.0	1.0
일본	%연율	2.2	1.3	0.5	-1	0.6	1.0	1.2	0.7	0.8	0.9	0.7
중국	%YoY	6.4	6.2	6.1	6.1	6.0	5.8	5.8	5.8	6.6	6.1	5.8
한국	%YoY	1.7	2.0	1.9	2.0	2.0	1.9	2.1	2.2	2.7	1.9	2.1

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2020년 글로벌 통화정책은 일제히 재완화 국면으로 수렴할 것이다. 2008~2009년 글로벌 통화정책 완화기는 1) 2008~2009년 QE1, 2) 2012년 하반기 미국의 QE1와 ECB의 OMT 실시 의사, 3) 2013~2015년 미국의 QE3 세 번이었다. 그 사이 2011~2012년 상반기는 미국 이외 지역의 긴축기, 2015~2019년 상반기까지는 미국의 테이퍼링 이후 금리인상, 보유증권 재투자 종료 등 소폭의 통화정책 정상화가 진행된 시기였다. 그러나 2014년부터 유럽, 일본은 마이너스 금리 및 대규모 자산매입을 재개하는 등 통화완화 정책이 대담해지고 있다. 향후 미국이 재차 금리인하와 QE 재개를 고려하고, 중국, 한국도 사상최저 금리수준 진입이 예상된다. 또한 재정정책과 통화정책의 연계 등 프레임워크 전환이 시도될 전망이다.

[도표 3] 2019~2020년 주요국 중앙은행 정책금리 및 대차대조표 정책 전망

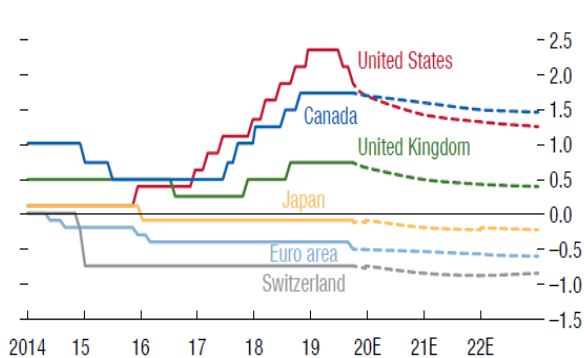
		2019				2020				2018	2019	2020
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
미국	정책금리	2.25~2.50	2.25~2.50	1.75~2.00	1.50~1.75	1.25~1.50	1.25~1.50	1.25~1.50	1.25~1.50	2.25~2.50	1.50~1.75	1.25~1.50
	대차대조표	보유증권 재투자 종료		보유증권 재투자 (10월부터 단기국채 매입)		보유증권 재투자 (1~2분기까지 단기국채 매입)				축소	확대	확대
유로	정책금리	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	대차대조표	유지		확대		확대				유지	확대	확대
일본	정책금리	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	대차대조표	확대				확대				확대	확대	확대
중국	정책금리	4.35	4.35	4.35	4.35	4.10	4.10	4.10	4.10	4.35	4.35	4.10
	지급준비율	13.50	13.50	13.00	13.00	12.50	12.50	12.00	12.00	14.50	13.00	12.00
한국	기준금리	1.75	1.75	1.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00	1.75	1.25	1.00

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

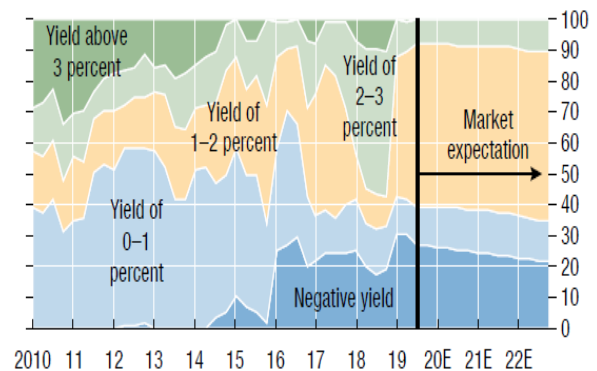
초저금리 장기화 및 금융 취약성 확대

2020년 실물경제 둔화보다 금융 취약성 확대가 더 문제다. 2020년에는 실물경제가 본격적으로 둔화되어 저금리 여건을 지지하는 요인은 더욱 강하다. 특히 중앙은행들의 금리인하 및 자산매입 정책이 강화되어 채권금리 하락, 자산의 기대수익률 저하는 지속될 것이다. 2020~2023년 전세계 채권시장에서 마이너스 금리채권 비중은 20% 이상, 2~3% 이상 금리채권 비중은 10% 미만에 머물 전망이다.

[도표 4] 미국, 영국 금리인하 및 유로, 일본 마이너스 금리 유지



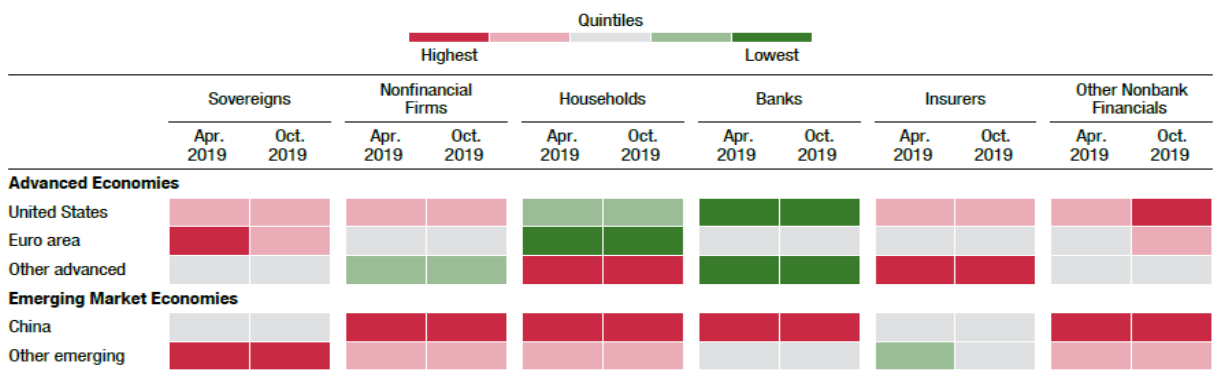
[도표 5] 2020~2023년까지 2~3% 국채비중 10% 이하 상태



자료: Global Financial Stability Report, Lower for Longer / IMF

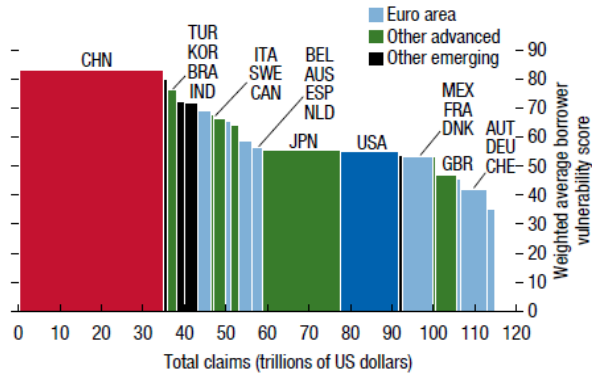
저금리의 결과 금융 조건은 훨씬 더 쉬워지지만 특히 기업 부문과 비은행 금융기관들 사이에서 금융 취약성이 지속적으로 강화되고 있다. IMF 금융안정보고서에 따르면 미국, 유로 및 선진국의 가계와 은행 부문을 제외한 경제주체들의 금융 취약성이 확대된 것으로 나타난다. 특히 중국은 가계, 기업, 금융 전반과 일부 신흥국의 재정 부분의 취약성은 개선되지 않고 있어, 어느 때보다 주의를 요한다.

[도표 6] 글로벌 지역, 섹터별 금융 취약성 평가

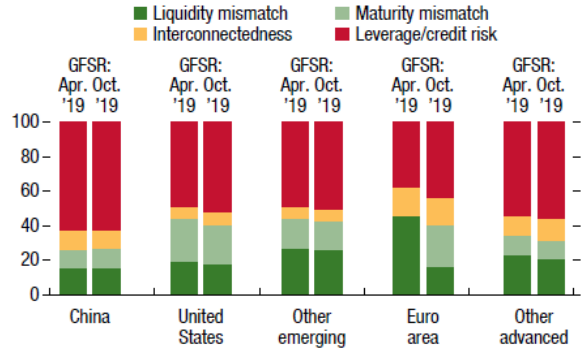


자료: Global Financial Stability Report, Lower for Longer / IMF

[도표 7] 은행 부문 Total Claims 대비 금융 취약성 평가

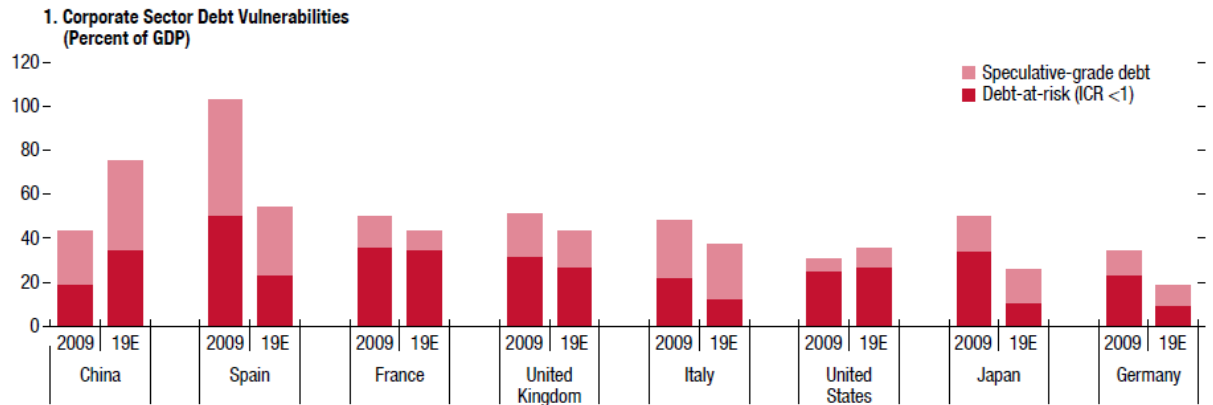


[도표 8] 주요 지역별 비은행 금융 부문 금융 취약성



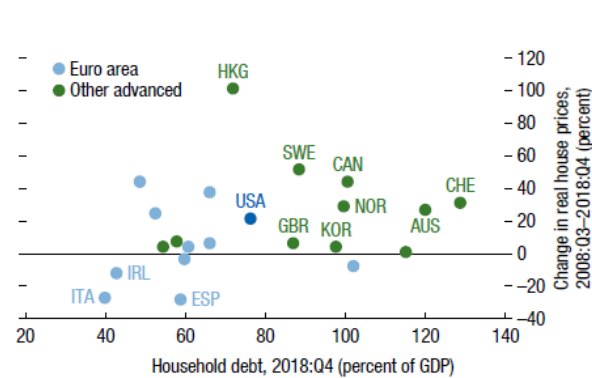
자료: Global Financial Stability Report, Lower for Longer / IMF

[도표 9] 주요 지역별 기업부분 금융 취약성

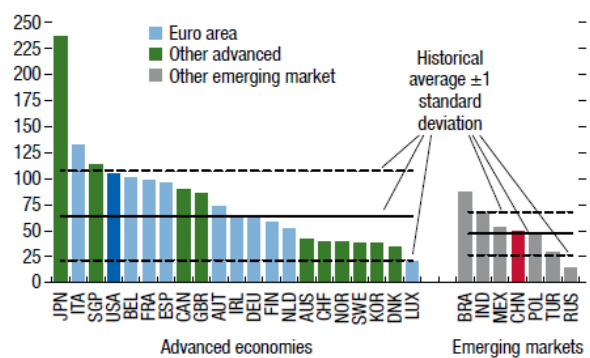


자료: Global Financial Stability Report, Lower for Longer / IMF

[도표 10] 주요국 가계부채 비율 및 주택가격 상승률



[도표 11] 주요국 국가부채 비율



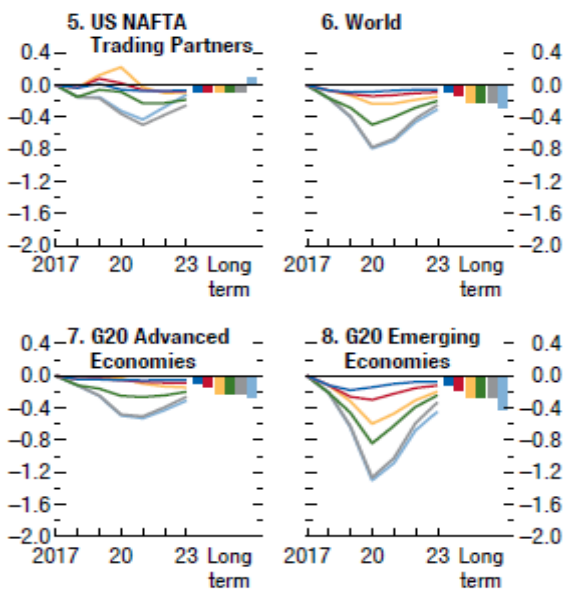
자료: Global Financial Stability Report, Lower for Longer / IMF

실물경제 위기 요인 1) 무역분쟁, 2) 기후온난화 및 자동차 산업환경 변화

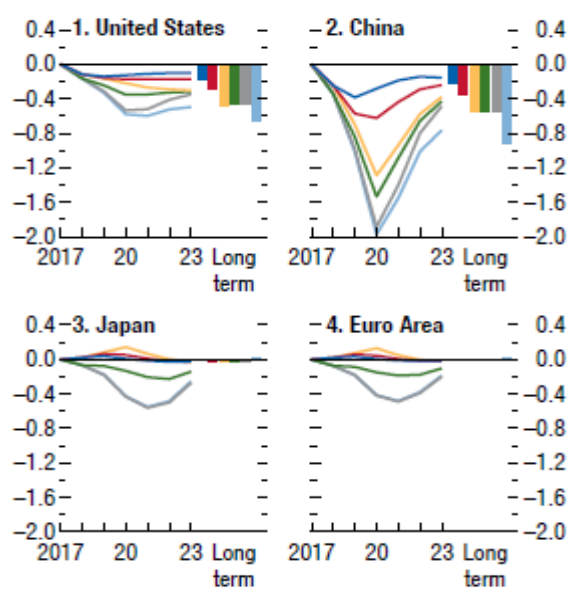
2020년 전세계 실물경제 환경에 있어 가장 부담이 되는 요인은 역시 무역분쟁이다. 미-중 무역분쟁은 중국산 제품에 대한 관세인하, 미국산 제품에 대한 수입확대 등에 있어 부분타결을 보이고는 있다.

그러나 2020년 재선을 앞둔 트럼프는 강공을 지속할 것이며 중국이 이를 받아들일 가능성은 희박하다. 지적재산권, 산업보조금 문제 등에 있어 미국의 기대와 중국의 합의 가능성은 낮다. 특히 미국과 EU의 무역분쟁 가능성이 새롭게 부상하고 있다. 미국이 EU의 항공기에 이어 자동차 제품에 관세를 부과한다는 통상분쟁이 격화되는 것이다. 미-중 뿐만 아니라 미-EU 역시 리스크 요인이 되었다.

[도표 12] 미-중 무역분쟁 시나리오별 세계경제에 미치는 영향



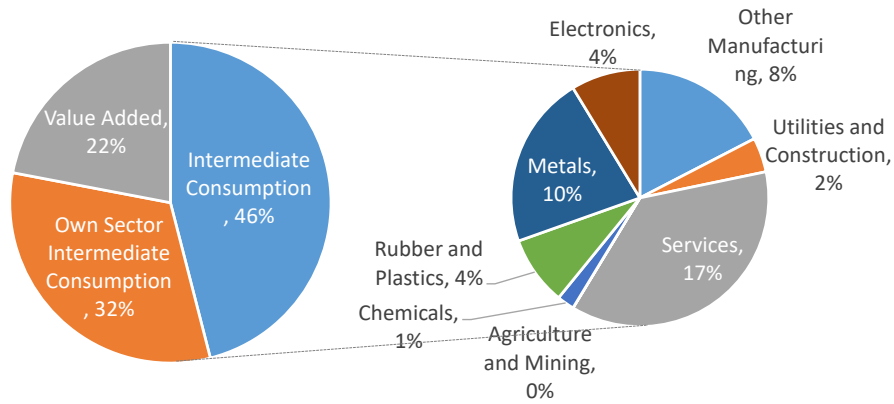
[도표 13] 미-중 무역분쟁 시나리오별 주요국가에 미치는 영향



자료: World Economic Outlook, Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers, IMF 주: 파랑선-2019년 4월 관세 부과, 빨강선 2019년 5월 관세 부과, 노란선 2019년 8월 관세 부과, 초록선 경제심리 영향, 회색선 시장반응 영향, 하늘선 생산성 영향 반영 정도

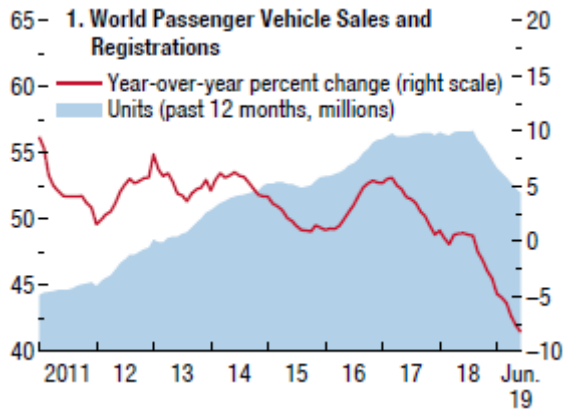
2021년부터는 신기후협약인 파리협약이 발효된다. 파리협약은 지구의 평균 기온 상승을 '2℃보다 낮은 수준으로 유지하고, 1.5℃ 이하로 제한하기 위한 노력을 추구하기로 한 것이다. 선진국만 탄소배출 감축의무가 있었던 교토의정서와 달리 UN 195개 회원국 모두에게 탄소배출 감축의무가 부과된다. 2018~2019년 유럽 경제가 위축됐던 요인이 바로 탄소배출에 대한 새로운 기준강화 때문이다. 자동차 산업은 산업연관 및 고용유발 효과가 크다는 점에서 경제에 미치는 요인이 크다. 기후변화 대응과 미-EU 간 무역분쟁 요인이 맞물리면서 자동차 산업은 패러다임 전환기에 놓여지고, 단기적으로는 경기위축을 확대될 요인으로 예상된다.

[도표 14] 전세계 자동차 산업의 생산 구조 : 제조업 전 분야에 영향

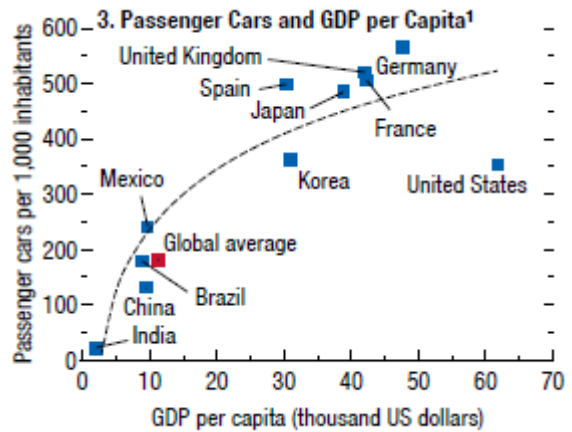


자료: World Economic Outlook, Global Manufacturing Downtum, Rising Trade Barriers, IMF

[도표 15] 전세계 자동차 판매 및 등록, 2018년부터 감소

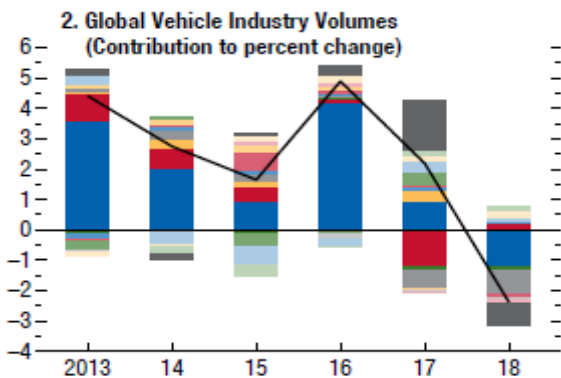


[도표 16] 1인당 소득과 자동차 보유율 관계

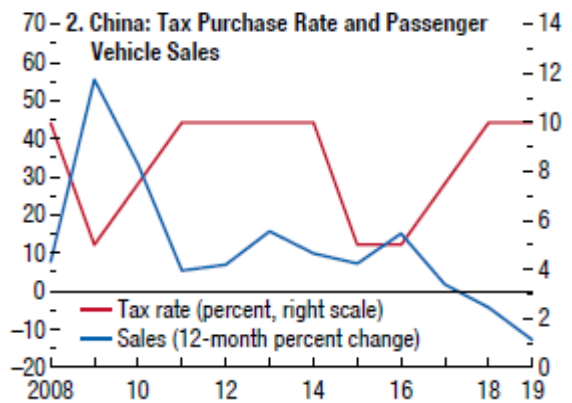


자료: World Economic Outlook, Global Manufacturing Downtum, Rising Trade Barriers, IMF

[도표 17] 주요국 자동차 생산 감소

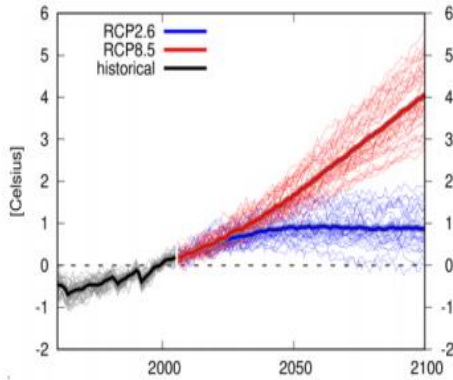


[도표 18] 중국 자동차 판매세 인상으로 판매 감소

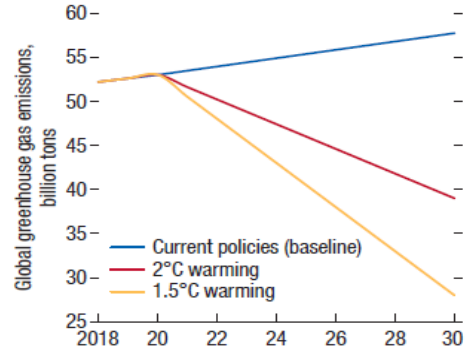


자료: World Economic Outlook, Global Manufacturing Downtum, Rising Trade Barriers, IMF

[도표 19] 전세계 온도 예상 시나리오

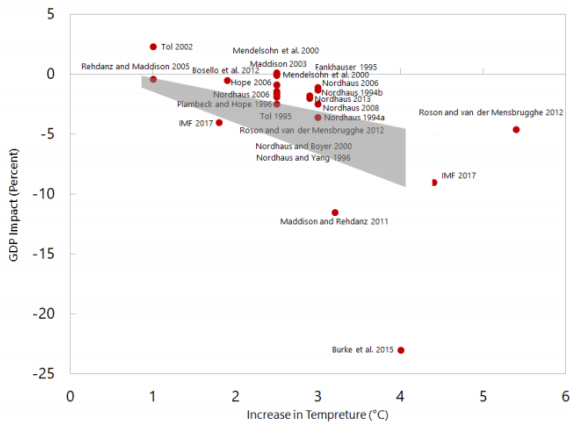


[도표 20] 2018~2030년 지구 온난화를 막기 위한 탄소감축 목표

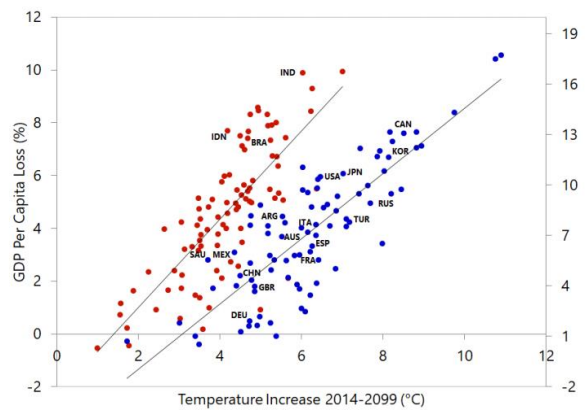


자료: Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) Coupled Model Intercomparison Project Phase Five AR5 Atlas Subset 주: 가는 선은 IPCC WG1 AR5 Annex I Atlas의 40개 모델 각각을 나타냄. 굵은 선은 다중 모형 평균을 나타냄. RCP (Representative Concentration Pathways)는 온실 시나리오. IPCC에 의해 구성된 가스 농도. RCP 2.6은 파리 계약으로 지구 평균 기온이 산업화 이전 수준보다 섭씨 2도 이하로 상승한 것을 유지. RCP 8.5는 21세기 내내 배출량이 계속 증가하는 완화되지 않은 시나리오

[도표 21] 지구온난화가 GDP에 미치는 영향 : 회색음영 추정영역

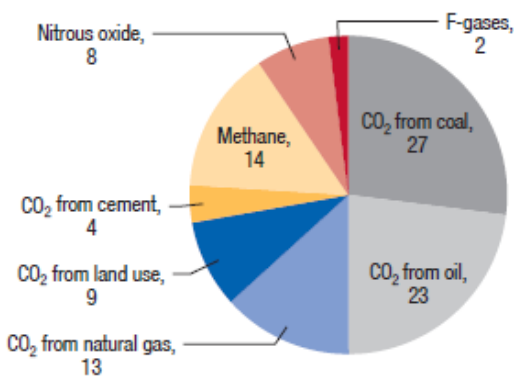


[도표 22] 지구온난화가 국가별 1인당 GDP에 미치는 영향

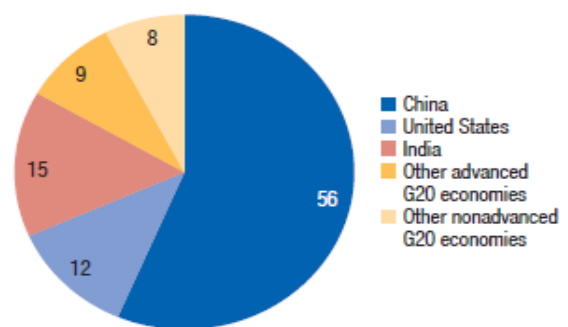


자료: Long-Term Macroeconomic Effects of Climate Change, A Cross-Country Analysis / IMF Working Paper 주: 예상 GDP 영향은 향후 2년~2100년까지 추정. 붉은 점 국가 좌측, 푸른 점 국가 우측

[도표 23] 2016년 글로벌 온실가스 배출 비중



[도표 24] 2030년까지 국가별 탄소감축 목표 비중



자료: Fiscal Monitor, How to Mitigate Climate Change, IMF

2. 구조적 경기침체와 자연이자율 하락: 제로성장과 제로금리

구조적 경기침체 원인과 결과

전세계 경제는 구조적 경기침체 압력에 놓여져 있다. 구조적 경기침체(Secular Stagnation)는 1930년대 미국의 대공황 당시의 저명한 경제학자인 앨빈 한센이 처음 제기해, 최근에는 로렌스 서머스 등이 구조적 경기 침체론을 주장하고 있다.

구조적 경기침체는 전세계 경제가 저성장 위험을 넘어 경기침체의 상시적 발생 위험을 나타내며 주요한 이유는 생산성의 하락과 소득 불평등이다. 증기기관으로 시작된 산업혁명의 효과와 시장경제 및 자본주의 도입 이후 1970년대까지 경제의 생산성 및 소득분배 효과가 개선되었다.

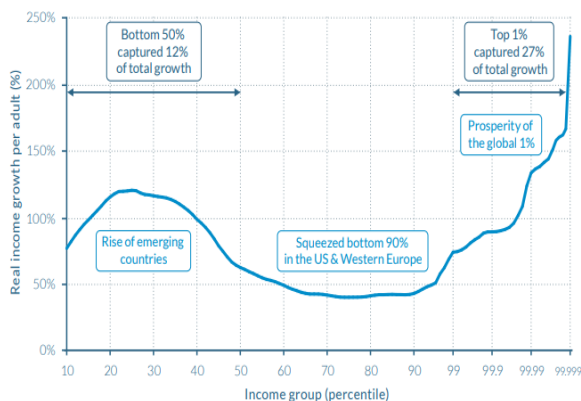
그러나 정보혁명이라 불리는 3차 산업혁명 이후 경제의 생산성은 둔화, 소득분배는 악화되기 시작한다. 특히 1980년대 세계화 및 자본주의 강화로 생산성 둔화 및 소득분배 악화 경향이 두드러지고 있다. 4차 산업혁명 역시 혁신의 효과가 자본 및 기술에 집중되면서 구조적 경기침체 압력이 더욱 커질 전망이다.

[도표 25] 1800년대 이후 네 차례 산업혁명이 1인당 생산성 및 소득분배에 미치는 효과

산업혁명	특징	기간	1인당 GDP 성장률	산업혁명	특징	기간	1인당 GDP 성장률
1차 산업혁명	에너지 혁명	1800~1840년	0.60%	3차 산업혁명	정보 혁명	1960~1979년	2.50%
		1840~1880년	1.40%			1979~2007년	2.10%
2차 산업혁명	제조업 혁명	1880~1920년	1.80%	4차 산업혁명	금융위기 디지털 네트워크 혁명	2008~2018년	0.80%
		1920~1960년	1.70%			2019~2024년	1.10%

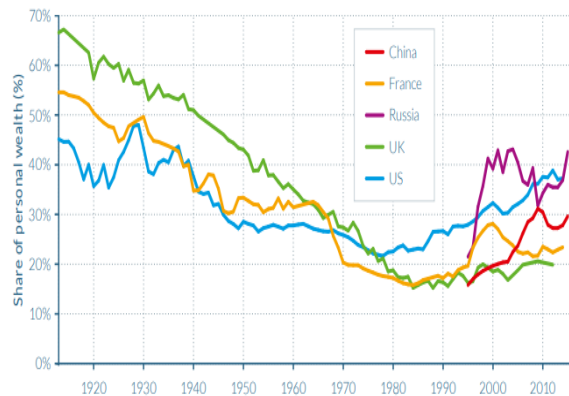
자료: 2018년 노벨 경제학상: 지식경제학, 기후변화 그리고 경제성장 / 조세재정연구원, IMF WEO Database 주: 기간 평균 GDP 성장률

[도표 26] 1980~2016년 전세계 소득계층별 실질소득 증가율



자료: World Inequality Report, 2018 / World Inequality LAB

[도표 27] 주요국 상위 1%가 차지하는 자산 비중



자료: World Inequality Report, 2018 / World Inequality LAB

경제의 생산성 둔화 및 소득분배 악화는 총수요의 잠재적인 감소로 귀결된다. 즉 구조적 경기침체와 결과 생산능력 과잉, 소비여력 부족으로 인해 자연이자율이 하락하는 결과가 나타난다.

구조적 경기침체 가설의 주창자인 로렌스 서머스는 아래와 같은 일곱 가지 요인으로 자연이자율이 구조적으로 하락하고 있다고 주장한다. 이러한 요인들은 현재 강력하게 자리잡아 가면서 자연이자율의 하락을 고착화시키고 있다.

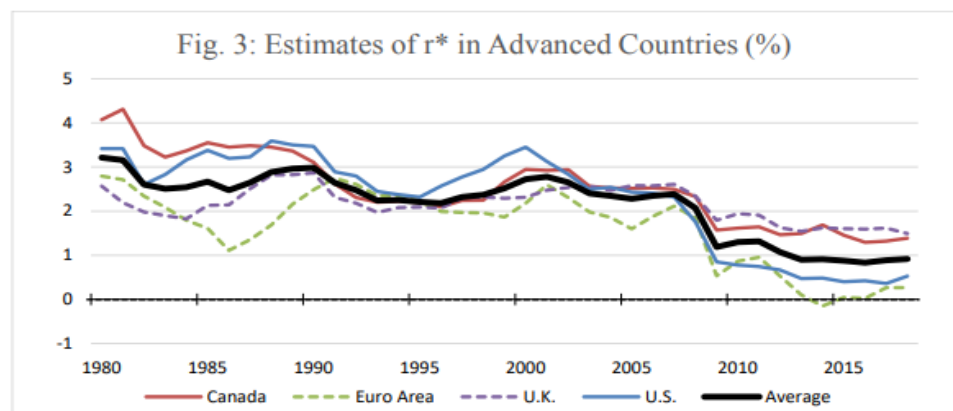
[도표 28] 자연 이자율의 구조적인 하락 요인

현상	원인
부채투자수요 감소	과도한 부채증가 및 금융중개기능 위축
실물투자수요 감소	정보기술(IT)의 발달로 실물투자수요 감소
인구증가율 하락	출산율 하락, 수명연장으로 고령화. 저축수요 > 대출수요
소득분배 악화	노동생산성 < 자본생산성 < 기술생산성. 각 생산요소의 차별적, 집중적 소유구조
자본재가격 하락	과잉공급 상태에서 자본재수요 감소
디스인플레이션	세후실질 이자율을 필요한 수준으로 유지하기 위해서는 세전실질 이자율을 더욱 낮춰야 함
안전자산 선호	전세계 중앙은행의 외환보유액 증가와 미국 국채 투자 증가

자료: U.S. Economic Prospects, Secular Stagnation, Hysteresis and the Zero Lower Bound / Lawrence H. Summers

자연이자율은 완전고용과 저축과 투자의 균형을 달성하는 이자율 수준을 의미한다. 최근 10년간 전세계 고용시장이 위축되어 완전고용 상태와 괴리가 크고, 과잉저축 대비 투자수요는 부족해 자연이자율이 지속적으로 하락하고 있다. 전세계 자연이자율은 0~2%로 낮아졌고, 유로의 경우에는 마이너스로 진입하기도 했다.

[도표 29] 2010년 이후 주요 국가들의 자연 이자율 하락



Source: Holston et al. (2017), updated from the Federal Reserve Bank of New York website at <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>. The average is unweighted.

자료: R* and the Global Economy / FRB of San Francisco

3. 확장적 재정정책과 효율적 통화정책: MMT와 CBDC

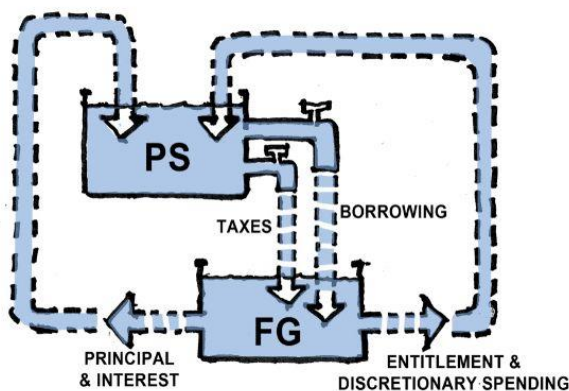
현대통화이론과 확장적 재정정책

MMT(Modern Monetary Theory: 현대통화이론)의 급부상은 2016년 미 대선이었다. 민주적 사회주의자인 버니 샌더스가 수석 경제 자문으로 MMT 진영의 가장 활동적인 인물 중 하나인 스테파니 켈턴 교수를 참여시킨 것이다. 스테파니 켈턴은 샌더스 진영의 경제정책의 입안과 비전수립에 가장 큰 영향을 미쳤다.

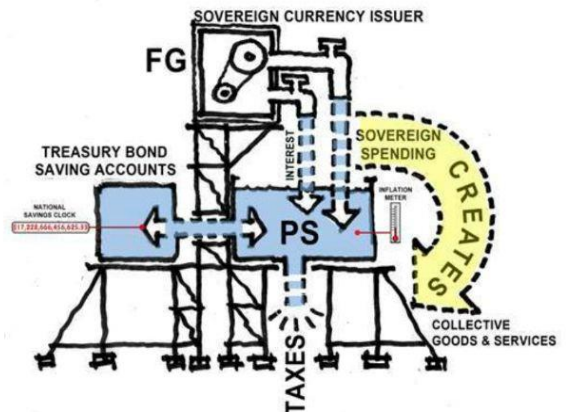
MMT는 2020년 미국의 대선, 그리고 브렉시트를 둘러싸고 언제든지 진행될 수 있는 영국의 총선에서 지속적인 화두로 자리잡을 전망이다. 미국 민주당 유력 주자인 버니 샌더스, 엘리자베스 워렌의 경제정책이 MMT에 기반하고 있다. (알렉산드리아 오카시오 코르테스 민주당 하원의원은 \$6.6조의 ‘그린 뉴딜’ 주장). 영국 노동자의 지도자인 제러미 코빈도 MMT의 주장을 검토하고 있다.

MMT는 국가는 조세를 부과할 수 있고, 조세를 지불할 수단으로 쓸 자기 스스로의 부채를 발행할 수 있다. 또한 주권정부가 불태환의 자국 통화를 발행하면 자국통화로 표시된 부채를 갚지 못 하는 일을 있을 수 없다. 따라서 경제가 수축상태에 있고, 특히 완전고용 상태에 미달해 인플레이션 압력이 낮은 경우에 정부는 조세수입 없이 채무를 발행하고 통화를 늘려 확장 재정정책을 펼 수 있다. 즉 MMT에서 정부는 화폐시장의 단순한 참여자가 아닌 공급자 역할을 한다.

[도표 30] 정부지출과 화폐 흐름에 대한 주류 경제학의 관점



[도표 31] 정부지출과 화폐 흐름에 대한 현대통화이론의 관점



자료: "Diagrams and Dollars: Modern Money Illustrated" by J.D. Alt, 교보증권 리서치센터

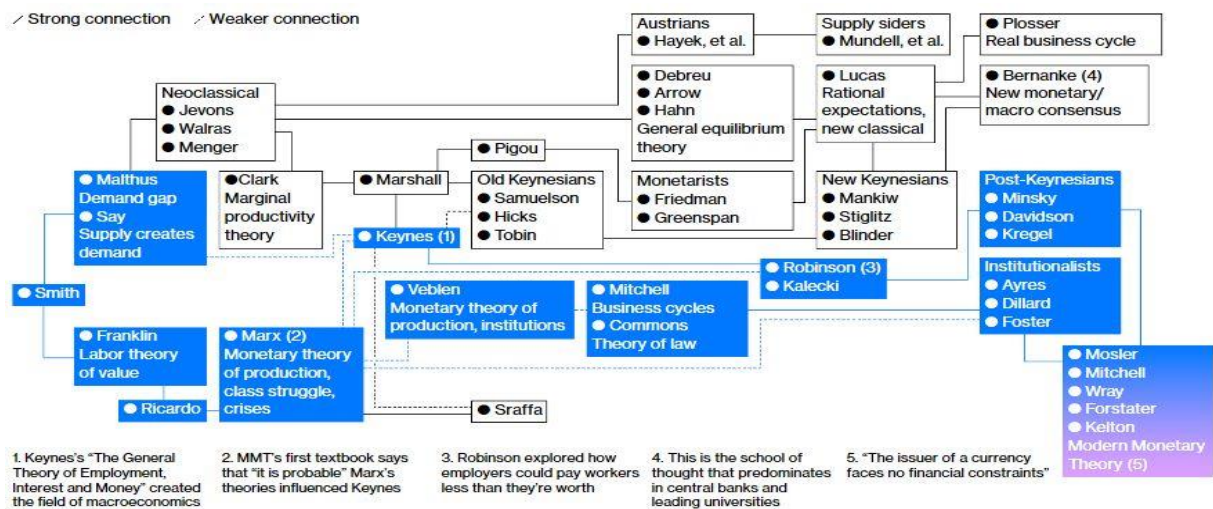
주류 경제학에서 상정하는 정부는 가계와 기업 등 민간의 경제주체와 마찬가지로 역할을 한다. 국가도 공공서비스를 제공하는 경제주체로 재정지출을 하기 위해서는 재정수입을 거둬야 하며, 기본적으로 균형재정을 추구해야 한다. 다만 현재와 같이 대부분 국가들의 국가부채가 많고 재정적자가 큰 상황에서 균형재정론을 추구할 경우 확장적인 재정정책을 펼 수가 없다. 역설적인 상황은 대부분 주류 경제학자들이 현재 유동성 함정을 벗어나기 위해서는 확장적인 재정지출이 필요하다고 주장한다. MMT는 이러한 주류경제학의 프레임워크를 뒤집는다.

[도표 32] 주류경제학과 MMT 비교

주제	주류 경제학	MMT
정부지출 재원조달	- 채권 발행 및 조세부과를 선호	- 통화 발행을 통해 재원 조달 - 재정지출을 위한 채권 발행 및 조세부과가 필요하지 않다고 강조
조세부과 목적	- 정부 재원조달 및 불균형 해소	- 민간 부문의 유동성을 감소시켜 인플레이션을 억제. 긴축정책의 한 형태 - 불균형 해소
완전고용 달성방법	- 통화정책이 주된 수단 - 연준은 물가 안정과 완전 고용이라는 두 가지 목표 (dual mandate)가 있지만, 이들 목표가 항상 양립하지는 않음. 예를 들면, 1980년대 초 인플레이션 억제제를 위한 금리인상이 높은 실업률을 야기	- 재정정책이 주된 수단 - 완전 고용 달성을 위해 충분한 재정적자 운용 - 폴 크루그먼은 0 (zero)에 가까운 수준을 유지할 때, 완전 고용 달성을 위해 확장적 재정정책이 필요하다고 설명. 그러나 금리인하 여력이 있는 경우에는 불필요
인플레이션 조절	- 통화정책을 통해 조절 - 연준은 안정적인 물가수준을 유지하기 위한 정책금리를 설정하거나, 때로는 목표 물가수준을 설정	- 재정정책을 통해 조절 - 정부가 세금 인상이나, 채권 발행을 통해 민간부문 유동성을 조절
금리 설정	- 완전고용과 물가 안정이라는 dual mandate 달성을 위해 연준에 의해 결정	- 스테파니 켈턴은 통화 발행이 은행 기준 증가로 이어져 금리를 0 (zero) 수준으로 낮춘다고 설명
재정적자가 금리에 미치는 영향	- 완전고용 상황에서 높은 재정적자는 구축효과를 야기	- 스테파니 켈턴은 통화 발행을 통해 금리하락을 유도할 수 있으며, 이는 투자에 우호적으로 작용. 경제 활동에 긍정적 - 크루그먼은 MMT가 이러한 메커니즘에 대해 설득력 있는 주장을 하지 못한다고 주장
자동안정화 장치	- 주요 자동안정화 장치에는 실업보험과 식비지원제도 (food stamp)가 있으며, 경기하강기에 재정적자를 확대	- 다른 안정화 장치들과 같이 일자리 보장 프로그램 또한 경기하강기에 재정적자를 확대

자료: Wikipedia, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 현대통화이론의 계보 : 케인즈 이후 포스트 케인지안, 제도학과 등 비주류 경제학을 계승

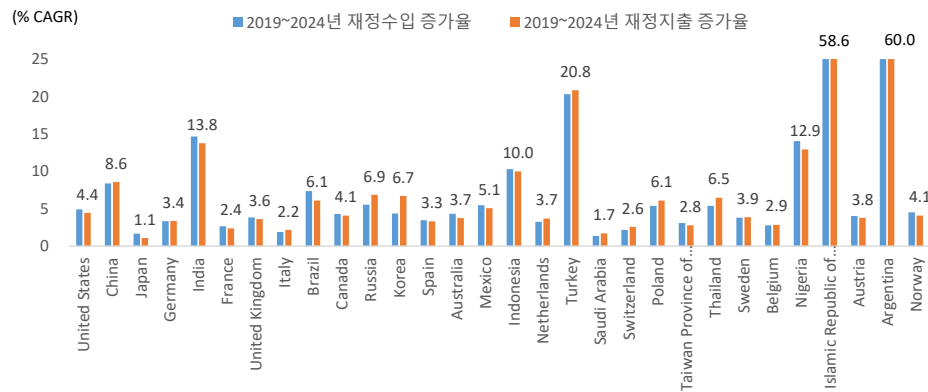


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2008~2009년 글로벌 금융위기 이후 미 연준, ECB, BOE, BOJ 등 주요 중앙은행들은 장기간에 걸쳐 제로금리, 마이너스 금리, 양적 완화 등 전면적인 통화확장 정책을 펼쳐 왔다. 그러나 구조적 경기침체 압력은 전세계 경제를 유동성 함정으로 밀어놓고 있다. 유동성 함정에서 통화정책보다는 재정정책 효과가 크다는 점은 정통적인 해법으로 잘 알려져 있다.

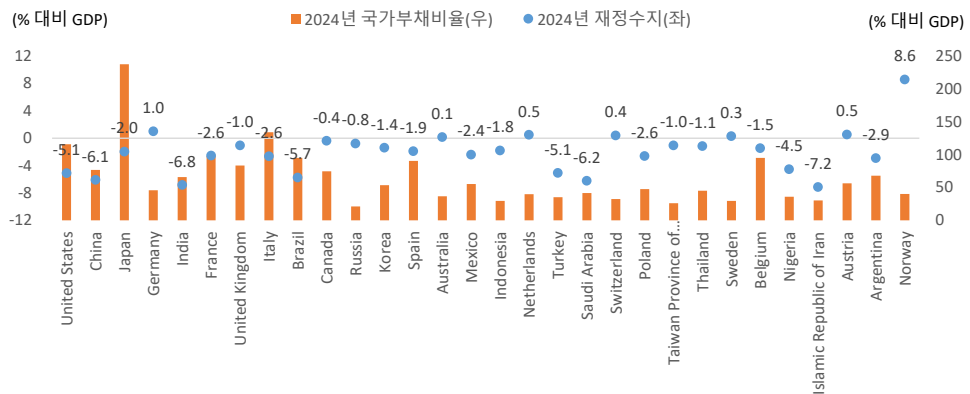
따라서 2019~2024년 주요 국가들은 확장적인 재정정책을 활용해 경기진작에 나설 전망이다. 전세계 GDP 상위 30개국 가운데, 향후 5년간 재정지출 증가율이 10%를 상회하는 국가는 인도, 인도네시아다. (터키, 나이지리아, 이란, 아르헨티나의 거시경제는 스태그플레이션으로 높은 명목 증가율의 의미가 없음) 중국, 러시아, 한국 등의 재정지출 증가율도 6~8%로 높게 책정되어 있다. 미국, 유럽, 일본 등 선진국에서는 좀 더 근본적인 측면에서 MMT의 적용 논란도 확대될 것이다.

[도표 34] 2019~2024년 주요국 재정수입 및 재정지출 증가율 비교



자료: World Economic Outlook Database, 2019년 10월, IMF

[도표 35] 장기적으로 재정이 건전한 국가는 없어질 것



자료: World Economic Outlook Database, 2019년 10월, IMF

중앙은행 전자화폐와 효율적 통화정책

중앙은행 디지털화폐(CBDC, Central Bank Digital Currency)는 중앙은행이 발행하는 전자화폐를 나타낸다. 디지털 금융 인프라가 잘 갖춰진 국가에서 현금의 사용은 축소되고 있는 가운데, 비트코인 암호화폐 등 민간화폐가 중개자 없는 P2P 분산 원장 기술로 부상하게 되면서 중앙은행도 암호학과 디지털 기술을 사용해 중앙은행 전자화폐를 발행하고 운용하려는 움직임이 진행되고 있다.

중앙은행 전자화폐는 본원통화의 일부로서 현금과 지준 예치금의 기능을 수행하는 공통점이 있지만 블록체인 기술의 사용여부, 도매형, 소매형, 계좌형, 디지털 토큰형 등 다양한 방식으로 구현할 수 있다.

[도표 36] 암호화폐, CBDC, 일반화폐 비교

	암호화폐	중앙은행 디지털화폐 (CBDC)	일반화폐
발행기관	민간	중앙은행	중앙은행
발행규모	사전에 결정	중앙은행 재량	중앙은행 재량
법률기반	현재 없음	중앙은행법	중앙은행법
화폐단위	독자단위	법정화폐 단위	법정화폐 단위
교환가치	시장 수요/공급에 따라 결정	액면가 고정	액면가 고정
기반기술	블록체인 등	블록체인 등	제지, 인쇄술 등

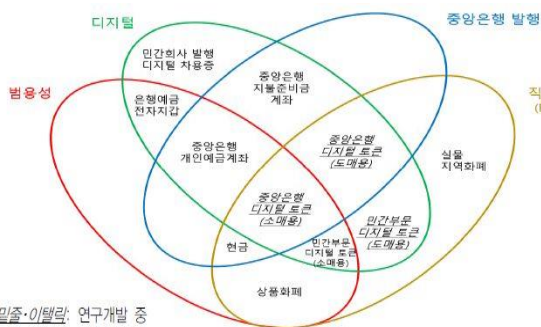
자료: 중앙은행 디지털화폐와 금융 안정성 / 한국은행

[도표 37] 현금, CBDC, 지준 예치금 비교

	현금	중앙은행 디지털화폐 (CBDC)	지준 예치금
거래 익명성	보장	보장 여부 선택 가능	없음
이자지급	불가능	가능	가능
보유한도	없음	한도설정 가능	없음
이용가능시간	제한없음	설정가능	제한됨

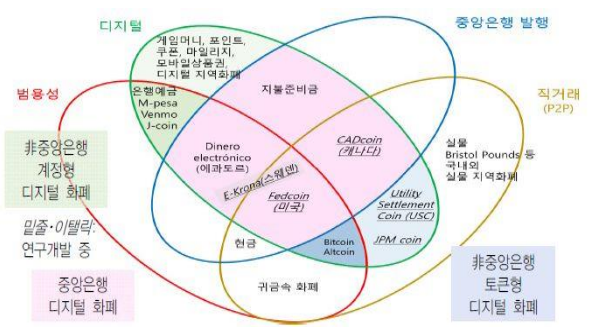
자료: 중앙은행 디지털화폐와 금융 안정성 / 한국은행

[도표 38] BIS의 화폐의 분류



밑줄·이탈리: 연구개발 중

[도표 39] 중앙은행 디지털 화폐의 세 가지 유형



자료: Central Bank Cyptocurrencies / BIS, 국제결제은행의 화폐분류에 따른 디지털 화폐의 유형별 특징 및 시사점 / KDB미래전략연구소

[도표 40] 분산원장 및 단일원장 구현방식 간 비교

구분	분산원장 방식		단일원장 방식
	비허가형	허가형	
원장보유 주체	복수의 참여자(노드)	복수의 참여자(노드)	단일 주체
거래검증/원장관리권한	제한이 없음	제한	제한
신뢰(trust)의 원천	거래 검증 및 원장관리에 대한 개방성과 경제적 유인체계	원장관리 노드에 대한 법적규제 및 평판	은행, 중앙은행에 대한 법적규제 및 평판
적용 예시	비트코인, 이더리움	CBDC	지준예치금, 은행예금, CBDC
결제완결성 보장	불가능	가능	가능

자료: 중앙은행 디지털화폐와 금융 안정성 / 한국은행

[도표 41] CBDC 구현 및 운영방식 비교

구분		직접운영	간접운영
단일원장 방식	계좌의 발급 및 관리	중앙은행이 직접 수행 중앙은행: 자산, 부채(CBDC 발행액) 모두 증가 은행: 자산, 부채(예금) 모두 감소	은행 등에 위탁 중앙은행: 자산, 부채(CBDC 준비금) 모두 증가 은행: 고유계정 내 자산, 부채(예금) 모두 감소. 고객 CBDC(부채)는 전액 CBDC 준비금으로 예치
	은행 예금계좌와 CBDC 간 자금이체	중앙은행: 부채항목 내 고객간 계좌대체로 지급, 결제 완료 은행: B/S 변화 없음	중앙은행: 부채항목내 은행간 CBDC 준비금 계좌대체로 지급, 결제 완료 은행: 지급은행의 CBDC 준비금 감소, 수취은행 CBDC 준비금 증가
허가형 분산원장 방식	전자지갑의 발급 및 관리	중앙은행이 직접 수행 중앙은행: 자산, 부채(CBDC 발행액) 모두 증가 은행: 자산, 부채(예금) 모두 감소	은행 등에 위탁 중앙은행: 자산, 부채(CBDC 발행액) 모두 증가 은행: 자산, 부채(예금) 모두 감소
	은행 예금계좌와 전자지갑간 자금이체	중앙은행: B/S 변화 없음 은행: B/S 변화 없음	중앙은행: B/S 변화 없음 은행: B/S 변화 없음

자료: 중앙은행 디지털화폐와 금융 안정성 / 한국은행

[도표 42] 중앙은행 전자화폐 발행 시 통화정책, 지급결제 및 금융안정에 미치는 영향

	도매용 디지털토큰	소매용 CBDC
통화정책	은행 대상, 지급준비금과 교환되어 통화정책에 영향 없음	민간에게 직접 발행해 통화량을 적극적으로 조절할 수 있음
		중앙은행이 CBDC 에 이자지급 시 새로운 금리체계 형성되어 통화정책 유효성이 확대
		민간은행은 예금이 CBDC 로 대체되는 것을 억제하기 위해 예금금리 > CBDC 금리 설정 효과 또한 CBDC 는 마이너스 이자부과도 가능. 중앙은행이 마이너스 금리정책을 수행할 수 있는 효과
지급결제	새로운 결제수단 제공보다는 차세대 거액결제 시스템 도입을 위한 새로운 기술 적용 가능성 차원에서 모색	중앙은행의 공신력을 바탕으로 편리하고 안전한 새로운 디지털 지급결제 수단이 제공
		향후 CBDC 를 통해 현금 내지 기타 신용을 대체하는 안정적인 지급결제수단을 확보
금융안정	은행 대상, 지급준비금과 교환되어 금융안정에 영향 없음	예금금리 상승-은행의 자금조달 비용 상승-수익성 보전 위해 은행의 고위험 대출 증가
		사이버 공격에 대한 대비책 필요
		은행예금이 CBDC 로 쉽게 교환 가능하기 때문에 금융불안이나 리스크 발생 시 뱅크런과 유사한 디지털런 발생

자료: 중앙은행 디지털화폐(CBDC)의 이해 / 금융연구원

중앙은행들이 CBDC 를 검토하는 가장 큰 목표는 통화정책의 효율성을 제고할 수 있기 때문이다. 소매형-디지털 토큰형의 CBDC 는 디지털 네트워크 기술과 결합해 통화정책, 지급결제 측면에서 다양한 혁신을 가져올 수 있다.

현재 CBDC 발행에 가장 적극적인 국가는 중국이다. 중국의 CBDC 는 중국인민은행(PBoC) 중심으로 발행하는 제안된 디지털 법률 입찰로, 1:1 을 fiat 적립금(M0 공급)으로 뒷받침, 관리 가능한 익명성과 암호화 기능을 한다. 최근 페이스북의 리브라 백서에 이어, 중국 중앙은행은 인민폐(RMB)를 약화시킬 수 있는 자본유출이 지속되고 있다는 우려가 커지는 가운데 자체적인 디지털 통화 출범 계획을 가속화시킬 전망이다.

최근 중앙은행 관련주체들이 제시한 세부사항을 토대로 발행 및 환급에 대한 '2 단계 제도'를 적용한다. 1 단계에서는 PBoC 가 시중은행을 통해 중국 CBDC 를 발행하고 상환, 2 단계에서는 시중은행들이 중국 CBDC 를 소매시장 참여자에게 재분배하는 역할을 할 것이다. 나아가 중국 CBDC 는 은행계좌 없이도 자금 이체가 가능한 '느슨한' 디자인을 채택할 계획이다. PBoC 는 RMB 의 디지털화를 통해 통화정책의 효과를 높이는 한편, 중국 전역의 모든 개인과 기업을 보다 포괄적으로 파악할 수 있도록 하는 것을 목표로 한다. 또한 RMB 의 이직률과 전지구적 범위(국제화)를 모두 높이는 것도 중요한 목적으로 향후 영향력이 주목된다.

[도표 43] 중국의 CBDC 발행 시 얻을 수 있는 잠재적 개선

구분	기능	중국의 M0 통화공급을 CBDC 로 대체
지불 및 청산	소매결제	현금의 주요 자산 및 특성을 공유하기 때문에 중국 CBDC 는 휴대성과 익명성 요구 모두 충족
	은행간 정리	분산된 은행간 정리 시스템을 통해 기관간 청산이 보다 효율적으로 이루어질 수 있을 것
	국경간 지불	CBDC 는 국경간 지불에 있어 비용을 낮추고 속도를 높여 인민폐의 국제화를 촉진
	기타	현재 일부 M1, M2 는 이미 디지털화. 이미 디지털화된 통화에 대한 CBDC 필요는 없음
비용	운영비 감소	기존 현금성 시스템에서 종이통화와 동전의 발행, 운용, 유지비를 낮춤
	자금세탁 방지 및 부정사용 감소	현금이 불법행위를 하는 가장 손쉬운 방법으로 남아 있어, 디지털 화폐의 사용은 잠재적으로 불법행위로 인한 위험과 위협을 감소 자금세탁 및 기타 불법 및 범죄 활동에 사용될 위험성이 가장 높은 것은 지폐
운영 체제	Full Reserve 시스템	중국 CBDC 는 전통적인 은행 시스템에서 사용되는 지급준비금 제도 대신, 금융기관에 100% 예비비 유지 요구. 결과적으로 CBDC 는 어떠한 파생예금이나 신용창출 기능을 할 수 없음 CBDC 는 1) 인민은행과 시중은행, 2) 시중은행과 기업 및 개인 사이의 중개자 역할만 할 것 CBDC 는 M0 대체를 목표로 하고 있어 과도하게 발행되지 않으며 필요한 적립비율 요건 이상으로 콜 담보를 유지하는 데 필요한 상업은행과 현금으로서의 정확한 기존 발행과정을 따를 것
통화 정책	긍정적 영향	물가상승률 등 거시경제 수치 더욱 정확히 산정 가능, 화폐창출/부기/유통 등 실시간 데이터 수집 가능성 높여 통화정책 입안자에게 유용한 참고자료 제공 빅 데이터 센터 활용을 통해 자금세탁, 테러자금 조달, 탈세방지 지원. 금융 및 규제기관 간 정보 비대칭 축소
	충돌여부	기존 통화정책 도구와 충돌되지 않을 것 오히려 CBDC 는 중국 전체 금융시스템에서 중앙은행이 더 많이 역할. 특히 경제에서 자원을 배분하는 역할에 PBoC 가 더 큰 기여를 할 수 있음

자료: First Look, China's Central Bank Digital Currency, Binance Research

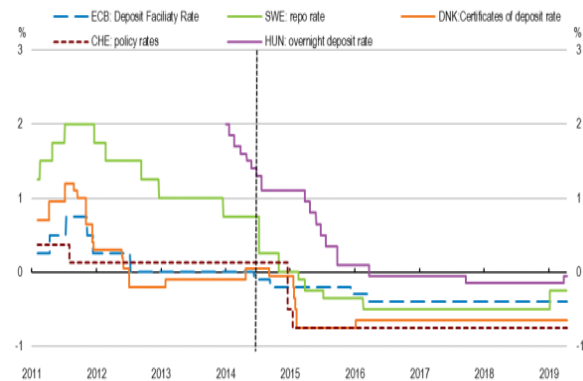
4. 마이너스 국채와 ESG: 안전자산 감가상각과 사회적 가치투자

마이너스 국채금리, 전통적 안전자산의 감가상각 시대 진입

마이너스 금리는 금리가 0% 이하의 상태로 예금이나 채권 매입 시 이자를 받지 않고 보관료 개념의 수수료를 부담한다. 경기부양의 일환으로 중앙은행 예치금에 마이너스 금리를 부과하면, 가계와 기업의 대출을 실시해 현금을 풀게 된다. 마이너스 금리는 현재 유럽과 일본에서 도입하고 있다.

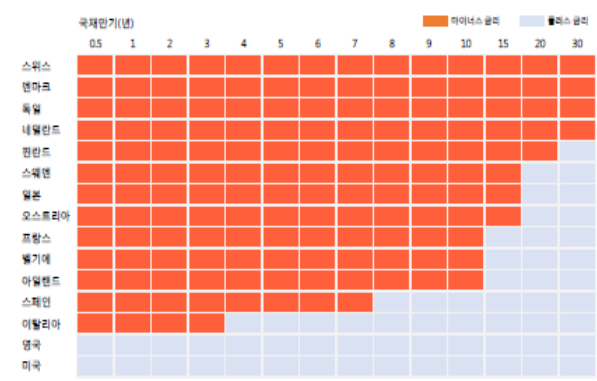
중앙은행의 마이너스 금리 도입으로 국채금리도 하락하고 있다. 영국, 미국을 제외한 선진국 국채금리는 마이너스 영역으로 하락했다. 2019에는 독일에서 사상 처음으로 마이너스 금리 국채가 발행되었다. 구조적 경기침체 압력과 자연이자율이 하락하는 상황에서 음의 국채금리가 양으로 전환하기 어렵다. 대표적인 안전자산인 국채의 마이너스 금리, 즉 감가상각의 시대가 시작되었다.

[도표 44] 전세계 마이너스 금리 도입 국가



자료: Negative Interest Rates in the Euro Area : Does it hurt bank? / OECD, 글로벌 마이너스 금리 채권 확산의 미 장기금리 영향 / 국제금융센터

[도표 45] 국가별 마이너스 국채금리 현황

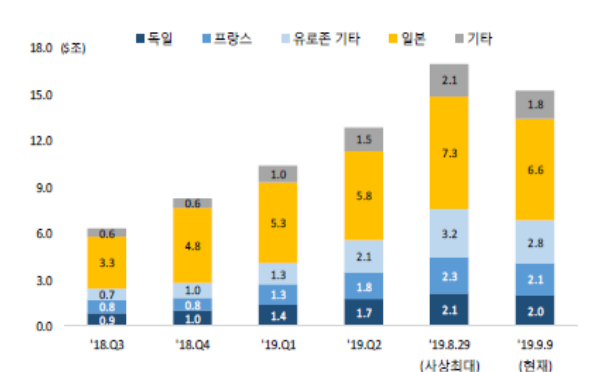


[도표 46] 전세계 마이너스 금리 채권 규모 사상 최대치 증가



자료: 글로벌 마이너스 금리 채권 확산의 미 장기금리 영향 / 국제금융센터

[도표 47] 주요 국가별 마이너스 금리 채권 규모



환경, 사회, 지배구조의 중요성과 투자 스펙트럼의 확대

자산에 대한 투자는 기대수익(return)과 위험(risk)의 확률분포에 대한 최적화된 선택 행위이다. 다만 기대수익과 위험은 비례한다. 즉 기대수익이 높으면 위험도 높고, 기대수익이 낮으면 위험도 낮다. 그런데 경기침체 구간에서는 기대수익은 하락하고, 위험은 높아진다. 즉 투자에 있어 재무적 성과를 창출하기 어렵다.

이러한 가운데, 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance) 즉 ESG 투자에 대한 관심이 높아지고 있다.

2020년 IMF 금융안정보고서는 ESG 투자시장의 확대를 주요한 이슈로 다루고 있다. 환경분야에서는 기후변화, 천연자원, 오염과 낭비, 정책과 기회, 사회분야에서는 인적자원, 생산자들의 책임부과, 커뮤니티, 시민사회 등의 관계, 지배구조분야에서는 기업지배구조, 기업행위에 대한 참여를 주요한 이슈로 제시하고 있다.

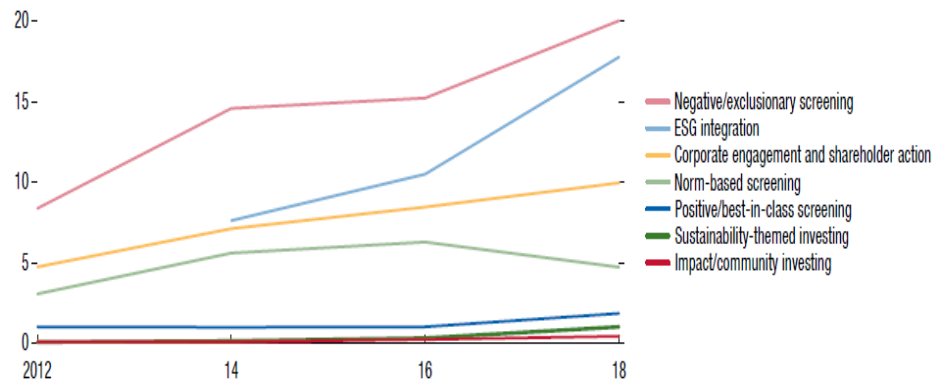
[도표 48] ESG 세부 이슈

Key Pillars	Key Themes		Key Issues
Environment	Climate change	Carbon footprint	Vulnerabilities from climate change events
	Natural resources	Energy efficiency Sourcing of raw materials	Water efficiency Usage of land
	Pollution and waste	Toxic emissions Wastewater management Hazardous materials management	Air quality Electronic waste management
	Opportunities and policy	Renewable energy Clean technology	Green buildings Environmental and biodiversity targets and investment
Social	Human capital	Workplace health and safety Development opportunities	Employee engagement, diversity, and inclusion Labor practices (e.g., wages, working conditions)
	Product responsibility	Product safety and quality Selling practices and product labeling	Customer privacy and data security Access to products
	Relations	Community Government	Civil society
Governance	Corporate governance	Board structure and accountability Accounting and disclosure practices	Executive compensation and management effectiveness Ownership and shareholder rights
	Corporate behavior	Management of corruption Systemic risk management Earnings quality	Competitive behavior Management of business environment (e.g., legal, regulations) Transparency on tax and related-party transactions

자료: Global Financial Stability Report, Lower for Longer / IMF

선진국들의 국채금리가 제로 또는 마이너스로 진입함에 따라 재정자금 조달여건은 크게 향상되게 된다. 문제는 투자수요가 낮아질 수 있다는 점이다. 이러한 가운데 ESG 투자가 대안으로 자리잡을 전망이다. ESG는 재무적 성과 뿐만 아니라 환경, 사회, 지배구조 등 공공이익과 장기적인 잠재성장률 향상을 이끌 수 있는 인프라 투자로 이어질 수 있기 때문이다. 국채를 담보로 ESG 투자에 대한 risk-return 프로파일이 반영되면서 투자자들의 니즈를 충족시킬 대안이 될 전망이다.

[도표 49] ESG 투자전략의 펀드 순자산



자료: Global Financial Stability Report, Lower for Longer / IMF

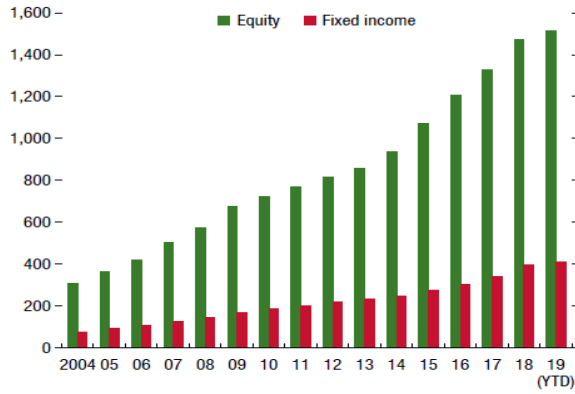
ESG 관련 펀드들의 순자산은 빠르게 증가하고 있다. 글로벌 경기침체 국면에서 새로운 경기활성화를 찾기 위해서는 ESG 관련 장기투자가 요구된다는 점에서 이러한 자금흐름을 희망적이다. ESG 이슈에 집중된 자금유입은 자연스럽게 투자의 스펙트럼을 재무적 성과에 집중하는 전통적 투자에서 책임투자, 지속가능투자, 테마투자, 임팩트 투자, 그리고 기부의 영역까지 확산시킬 전망이다.

[도표 50] 투자자본의 스펙트럼 : 전통적 투자에서 기부까지

관심사항	전통적 투자	책임 투자	임팩트 투자			
			지속가능투자	테마투자	기부	
	수익 창출					
	ESG 위험 관리					
	ESG 기회 포착					
	사회적·환경적 문제 해결					
관심사항	재무성과만 추구, ESG에 대해 무관심	ESG로 인한 위험, ESG 요소 고려에서 배제까지 광범	ESG로 인한 기회 포착, 선별, 포트폴리오 관리, 기업 관여	사회·환경 이슈에 초점, 시장 이익률 이상의 상업적 성장 기회가 있는 경우	사회 환경 이슈에 초점, 재무적 trade-off가 있는 경우	사회 환경 이슈에 초점, 100% 재무적 trade-off인 경우
사례		ESG 사모 펀드, 윤리투자펀드	산업내 최고 SRI 펀드, ESG 통합 장기투자펀드	청정에너지 펀드, 신흥시장 의료서비스펀드	사회적 기업 펀드, 소셜벤처펀드	

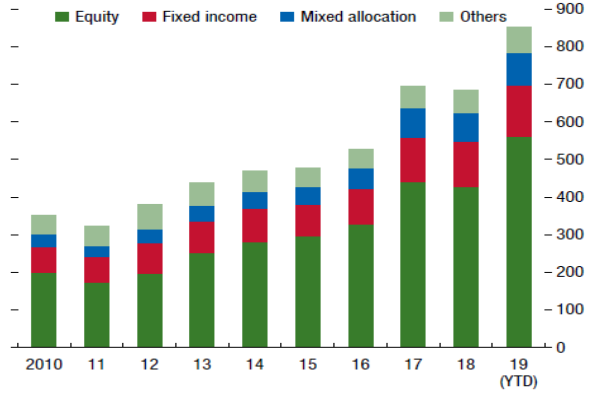
자료: Bridge Venture

[도표 51] ESG 펀드 빠르게 증가

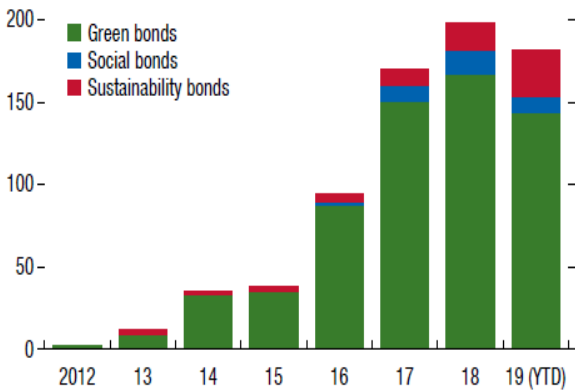


자료: Global Financial Stability Report, Lower for Longer / IMF

[도표 52] 2017년 이후 ESG 펀드 설정액 빠르게 증가

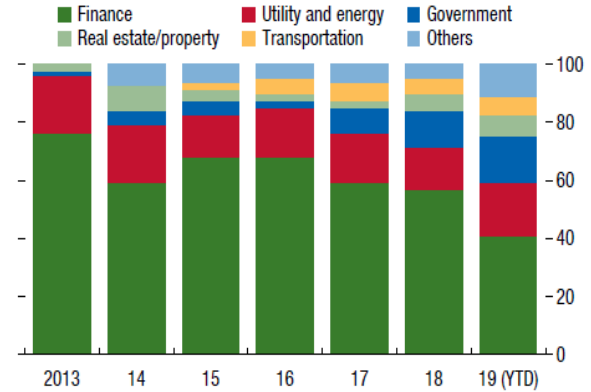


[도표 53] 지구온난화가 GDP에 미치는 영향: 회색음영 추정영역

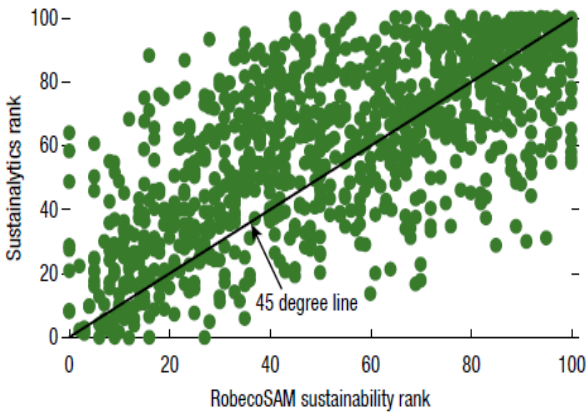


자료: Global Financial Stability Report, Lower for Longer / IMF

[도표 54] 지구온난화가 국가별 1인당 GDP에 미치는 영향

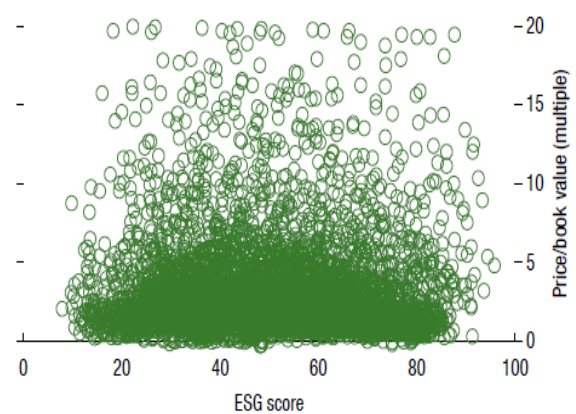


[도표 55] S&P 1,200개 기업들에 대한 ESG 평가 비례



자료: Global Financial Stability Report, Lower for Longer / IMF

[도표 56] ESG 평가와 PBR 밸류에이션 분포



4. 글로벌 패권구도: 미국과 중국, 브렉시트와 EU의 미래

미-중 패권경쟁은 본격화, 장기전 양상. 중국은 미국에 이어 ‘大馬不死’ 영역 진입

인류의 역사는 제국과 패권의 역사라고 해도 과언이 아니다. 고대 바빌로니아, 이집트, 마우리아, 중화 제국은 각각 메소포타미아, 이집트, 인더스, 황하 문명을 탄생시켰다. 중세 비잔티움, 신성로마 제국은 기독교 문명, 베니스 제국은 르네상스의 원동력으로 작용하였다.

근대 들어 제국의 경쟁은 더욱 심화된다. 유럽 국가들이 지중해-대서양 무역으로 범위를 넓히면서 포르투갈, 스페인, 네덜란드, 프랑스, 영국 등이 번갈아 세계를 제패하였다. 대영 제국은 무려 400여년간 세계를 지배해 ‘해가 지지 않는 나라’라는 칭호를 받았다. 대영 제국의 약화는 미국, 러시아, 오스트리아, 독일, 일본 등 신흥 제국들의 경쟁으로 나타나고, 1~2차 세계대전으로 이어졌다.

미국이 신흥 제국으로 부상하는 가운데, 현대에는 나치 독일, 소비에트 연방, 그리고 중화인민공화국이 패권에 도전하였다. 이 중 나치 독일은 1945년에 제 2차 세계대전에서 패전, 소비에트 연방은 1991년 해체되었다. 현재의 중국인 중화인민공화국은 1945년 시작하였고, 모택동, 덩샤오핑, 장쩌민, 후진타오를 거치면서 강해졌다. 그 결과 21세기 현재 전세계 패권을 놓고 미국과 중국이 겨루고 있다.

[도표 57] 전세계 제국의 역사

구분	제국	시기	구분	제국	시기
고대	바빌로니아	BC 1900~1600	근대	포르투갈	AD 1415~1999
	이집트	BC 1550~30		스페인	AD 1492~1975
	페르시아	BC 728~AD 1979		대영	AD 1583~1997
	마케도니아	BC 338~309		청나라	AD 1636~1912
	마우리아(인도)	BC 321~185		러시아	AD 1721~1917
	중화(진나라)	BC 221~206		미 합중국	AD 1776~현재
	로마	BC 23~AD 476		프랑스 1	AD 1804~1815
중세	비잔티움	AD 323~1453	오스트리아	AD 1804~1867	
	프랑크	AD 509~843	프랑스 2	AD 1852~1870	
	아랍	AD 630~1258	일본	AD 1868~1945	
	신성로마	AD 962~1806	독일	AD 1871~1918	
	베니스	AD 800년대~1797	현대	나치 독일	AD 1933~1945
	몽골	AD 1206~1502		소비에트 연방	AD 1922~1991
	오스만	AD 1299~1922		중화인민 공화국	AD 1945~현재

자료: 제국의 목록, 위키 백과, https://ko.wikipedia.org/wiki/%EC%A0%9C%EA%B5%AD%EC%9D%98_%EB%AA%A9%EB%A1%9D

2018~2019 년은 미국과 중국의 다툼이 무역부분에서 본격화되었다. 미-중 무역분쟁은 현재 미국의 관세보류, 중국의 수입확대 등 부분합의를 목표로 하고 있지만 양국간의 전면합의는 어렵다. 미국은 중국의 지적재산권 침해, 산업보조금 지원 등의 문제해결을 위해 국내법적 효력을 갖는 입법화를 요구하지만 중국은 이를 받아들일 생각이 없다. 미국과 중국은 무역 뿐만 아니라 정치, 경제, 사회, 문화, 군사, 영토 등 국가간 대립할 수 있는 전 분야에서 경쟁하고 있다.

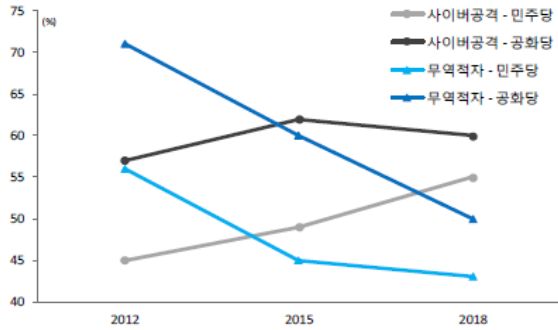
미국과 중국의 전방위 패권경쟁은 흥미로운 점이 많다. 미국은 자유민주주의, 중국은 사회공산주의의 계승자다. 미국은 영국, 중국은 소비에트 연방을 계승했지만 그들보다 더 강하다. 특히 21 세기 들어 기술과 인터넷 등 첨단분야에서 경쟁이 어떤 영역보다 치열하다. 현재 시가총액 상위에 포진한 빅테크 기업들이 단적인 예다. 미국의 거대기술 및 인터넷 기업은 실리콘밸리에서 민간기업 주도로 탄생한 FAANG, MAGA, 중국은 국가 주도로 탄생한 BAT 다. 향후 디지털 경제 부분에서 미국과 중국 기업들의 대결이 매우 흥미롭다. 한편 미국과 중국을 중재할 수 있는 유일한 주체는 EU 다. EU 는 영국과 러시아가 속해 있는 만큼 미국과 중국의 중간에 있다. 과연 전 세계는 미국과 중국의 팽팽한 패권다툼 가운데, EU 가 양 진영의 중재자로서 역할을 해 패권의 균형을 맞출 수 있을 지가 관건이다.

[도표 58] 미국, 중국의 전방위 패권 경쟁 가운데, EU에 의한 균형 약화

	미국	중국	EU
정치	자유민주주의	사회공산주의	사회민주주의
경제	시장경제 자본주의	중국 국가 주도형 시장경제 자본주의	사회적 시장경제 자본주의
연합	지방분권형	중앙집중형	개별국 주권
외교	국제 다자주의 선진국 입장	국제 다자주의 개도국 입장	국제 다자주의
군사	1위 (2위 러시아)	3위 (4위 인도)	5위 프랑스, (6위 일본, 7위 한국), 8위 영국, (9위 터키), 10위 독일
재정	통합	통합	분리
통화	통합	통합	통합
금융	기축통화 중심 결제 및 파이낸스 압도적	자산규모로는 미국 추월, 위안화 신뢰성 결여 약점	유료권 역내 금융 네트워크 강화, 그러나 금융 건전성 약화
에너지	세일에너지 개발로 자급력 충족 파리기후협약 탈퇴	경제성장으로 인한 수요대비 자급력 불충분 파리기후협약 가입되어 있으나 자국 산업 우선	역내 에너지 자급력 불충분 지구 온난화를 막기 위한 탄소감축 규제에 가장 적극적
무역	중국, 독일, 일본 등 제조업 무역적자 축소 목적 특히 중국의 무역불공정 관행에 대한 시정 요구	자유무역을 지지하는 듯 보이나, 실제로는 개도국 지위 유지해 실제적 이득을 유지	지역적 자유무역 체결 확대를 추구하고 있으나, 지속적인 경기둔화 및 재정압박으로 EU 및 유로존의 분열 확대
기술	첨단기술 분야에서 명실상부한 패권국	중국제조 2025, 신기술 적극 육성해 미국 기술패권 도전	글로벌 기술기업 육성에 상대적으로 소홀
인터넷	실리콘밸리의 민간기업이 주도 (FAANG, MAGA)	국가가 주도해 거대기업 육성 (BAT)	산업경쟁에서 뒤쳐진 가운데, 정보보호 및 흐름에 대한 정책 및 규제 표준을 적극 도입

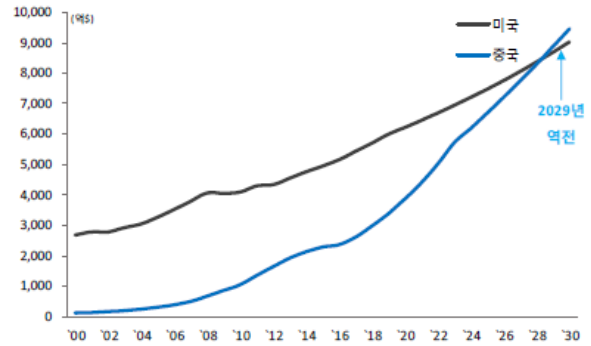
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 59] 미국의 소속 정당별 대중 위협 요인

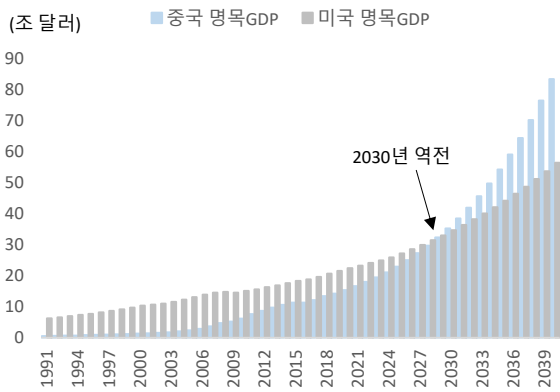


자료: G2 기술패권 경쟁 전망 및 시사점 / 국제금융센터

[도표 60] 미국과 중국의 R&D 지출 현황 및 전망

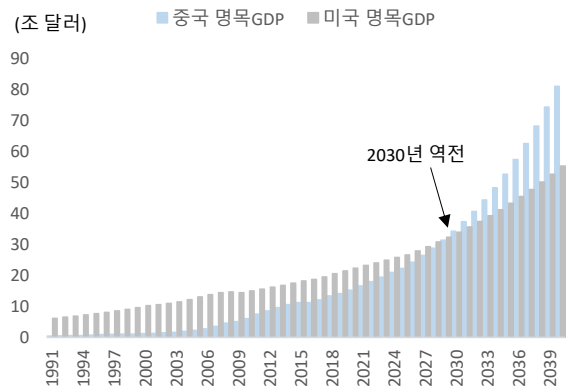


[도표 61] 중국 9% 성장, 미국 5% 성장 시 명목 GDP 추세

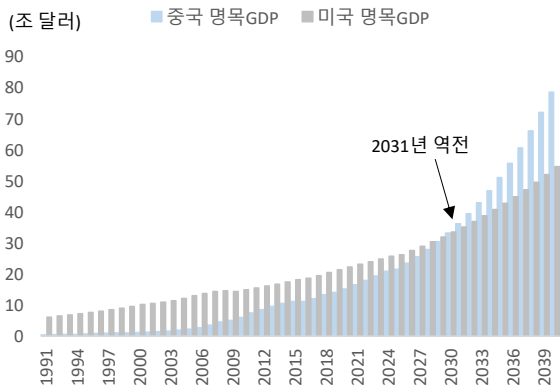


자료: World Economic Outlook Database, 2019년 10월 / IMF, 교보증권 리서치센터

[도표 62] 중국 6%, 미국 3% 성장 시 명목 GDP 추세

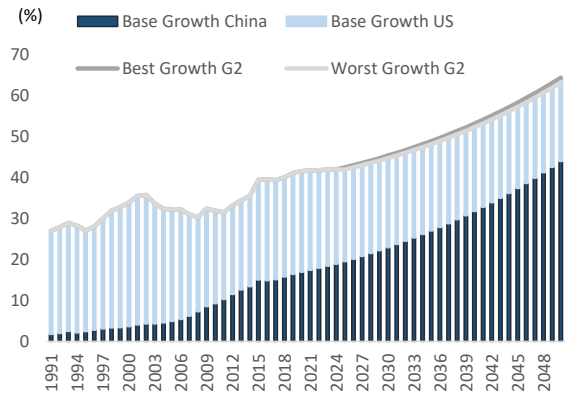


[도표 63] 중국 3%, 미국 2% 성장 시 명목 GDP 추세



자료: World Economic Outlook Database, 2019년 10월 / IMF, 교보증권 리서치센터

[도표 64] 전세계 경제에서 G2가 차지하는 비중 60% 이상 상승



EU의 미래, 2010~2012년 유로 존 재정위기, 2016~2019년 브렉시트 위기

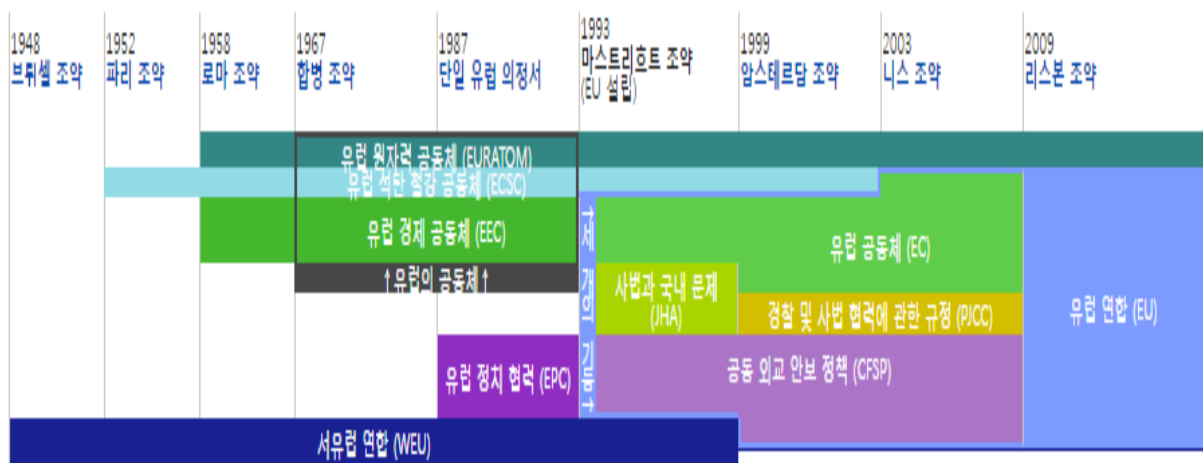
2016년 6월 국민투표에서 브렉시트가 결정된 이후 3년이 지난 지금에도 정체 상태에 놓여져 있다. EU는 브렉시트 마감 시한을 2020년 1월로 연장했으며, 보리스 존슨 보수당 총리는 12월에 조기총선을 실시할 전망이다. 12월 총선에서 보수당 지지가 높아지면 딜 브렉시트, 현재 상황에서 큰 변화가 없다면 교착상태 지속, 의외로 제러미 코빈의 노동당이 다수당을 차지한다면 노 브렉시트 가능성이 높아질 전망이다. 솔직히 브렉시트 문제는 단언하기 어렵다.

그러나 영국과 유럽의 역사를 보면 브렉시트는 현실화될 것으로 판단한다. 영국의 역사는 언제나 유럽의 일원이 되기보다는 유럽의 패권국가를 견제하는 역할을 했다. 프랑스, 독일, 오스트리아, 러시아 등 강대국들이 패권이 강화될 때 영국은 그 이외 국가들과 동맹을 맺으면서 유럽이 영국 아닌 국가들에 의해 제국화되는 움직임을 견제하였다.

1990년대 소련 붕괴 이후 미국의 패권이 급격히 강화되면서 유럽연합 움직임이 강화되었고, 1993년 마스트리흐트 조약으로 EU와 공식 출범했다. EU 출범 이후 유럽은 행정을 제외한 입법, 사법, 통화 체계까지 통합하는 과정을 나타낸다. 1999년 ECB와 유로화 체계가 출범하면서 역사상 가장 견고한 통합이 진행된다.

그러나 2008~2009년 글로벌 금융위기를 기점으로 EU는 다시 분열 양상을 나타낸다. 2010년 그리스 재정위기를 시작으로 2012년까지 아일랜드, 포르투갈, 스페인, 이탈리아 재정위기를 거쳐 유로 존 분열 움직임으로 나타난다. 이 가운데 유로 존 경제공동체의 궁극적인 문제점이 지적되었는데, 재정정책이 통합되지 않은 가운데 통화정책이 통합된 역효과이며, 이는 지금까지 유로 존의 한계로 평가된다.

[도표 65] 유럽 연합의 조약. 2009년까지는 확대, 2010~2012년 재정위기 거치면서 약화, 2020년 이후 브렉시트 예상



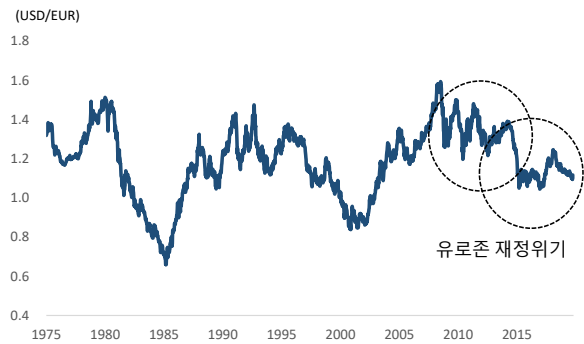
자료: 마스트리흐트 조약, 위키 백과

한편 영국은 유로 존 통화체계에 편입을 선택하지 않았다. 이는 1992년 조지 소로소의 파운드화 공매도 사건으로 영란은행이 파산하고 유럽환율 조정장치가 무너졌던 사건을 겪은 경험이 작용했을 것이다. 경제공동체에서 각국의 성장 및 인플레이션 여건이 달라질 때, 공통적 통화정책이나 고정환율제도를 유지하는 것은 어렵다. 영국의 역사적인 경험이나 경제적인 경험을 볼 때, 영국은 완전한 유럽에서 편입을 선택하지는 않을 것이다. 이러한 상황에서 2016년 이후 전개된 EU 탈퇴에 대한 국내의 요구를 반영해, 덜 브렉시트의 진행을 최우선 순위로 진행해, 다시 유럽 대륙의 패권을 견제하는 역할로 복귀할 것 같다.

[도표 66] 영국 파운드화 위기, 1992 년과 현재



[도표 67] 유로화 위기, 2010~2012 년과 현재

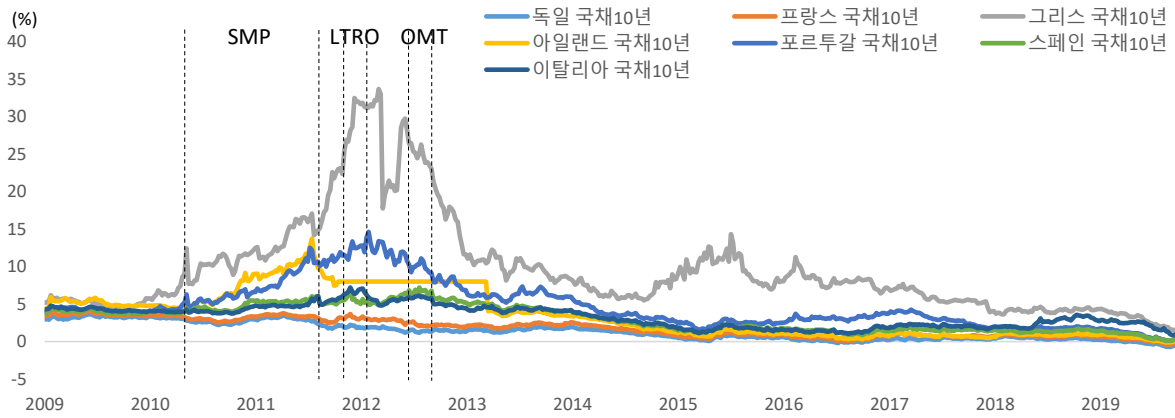


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

한편 프랑스, 독일, 이탈리아 등 EU와 유로 존에 잔류하는 국가들은 다시 한번 유럽의 공동체 의식을 회복시켜야 하는 사명에 놓여져 있다. EU와 유로 존은 영국을 탈퇴가 다른 국가들의 연쇄 탈퇴로 이어지지 않도록 끈을 유지시켜야 한다. 다만 유로 존은 여전히 재정위기의 연속선상에 머물러 있으며, 경제위축이 지속될 경우 갈등과 분열 위험 역시 남겨져 있다. 이러한 가운데, 궁극적인 경제통합을 이루기 위해 공통의 통화정책 뿐만 아니라 재정통합의 방향성을 보일 지에 대한 관심이 요구된다.

이와 관련해 ECB의 새로운 총재로 취임하는 크리스틴 라가라드의 행보가 주목된다. 라가르드는 프랑스의 재무부 장관 출신으로 IMF 총재를 지내면서 재정정책과 통화정책의 융합 필요성을 누구보다 잘 알고 있다. 또한 라가르드는 디지털 경제로 이행하는 과정에서 디지털 통화정책에 대한 이해도가 높은 인물이다. 향후 ECB의 통화정책의 새로운 수단으로 OMT(Outlight Monetary Transcation: 전면적 통화거래)를 통한 유로 회원국 채권발행 및 ECB의 매입 및 유로화 기반의 CBDC 발행 등의 프레임워크 전환에 대한 관심이 요구된다.

[도표 68] 2010~2012년 유로존 재정위기 국면에서 준비되었으나 시행되지 않은 정책 : OMT



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 69] ECB의 정책 수단

	Instrument	Pre-crisis	In 2019
Open Market Operations	Main refinancing operations	Variable-rate, limited quantity tenders, minimum bid rate	Fixed-rate full-allotment tenders (since 2008)
	Long term refinancing operations	Max 3-month maturity	Fixed-rate full-allotment tenders (since 2008), increased length up to 3 years (2008-12), Longer-term refinancing operations (LTROs) up to 4-year maturity (since 2014)
	Collateral		Extension of eligibility (since 2008)
	Forward guidance	-	Ex-ante announcement about rate level or use of unconventional policies (since 2013)
Standing Facilities	Deposit Facility	Policy rate channel defined as Main refinancing operations (MRO) +/-1%	Compressed corridor (since 2009) and increased role of deposit rate
	Marginal Lending Facility		
Reserve requirements	Minimum reserves	2% of deposits, debt securities <2 years	1% of deposits, debt securities <2 years (since 2011)
	Securities Market Programme (SMP) / Outright Monetary Transaction (OMT) Programme	-	SMP (2010-12), OMT (2012, but never used)
Asset Purchase Programmes	Covered Bond Purchase Programme (CBPP)	-	CBPP1 (2009), CBPP2 (2011), CBPP3 (2014)
	Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)	-	CSPP (2016)
	Public Sector Purchase Programme (PSPP)	-	PSPP (2015)
	Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)	-	ABSPP (2014)

자료: Challenges ahead for the European Central Bank—Navigating in the Dark? / European Parliament

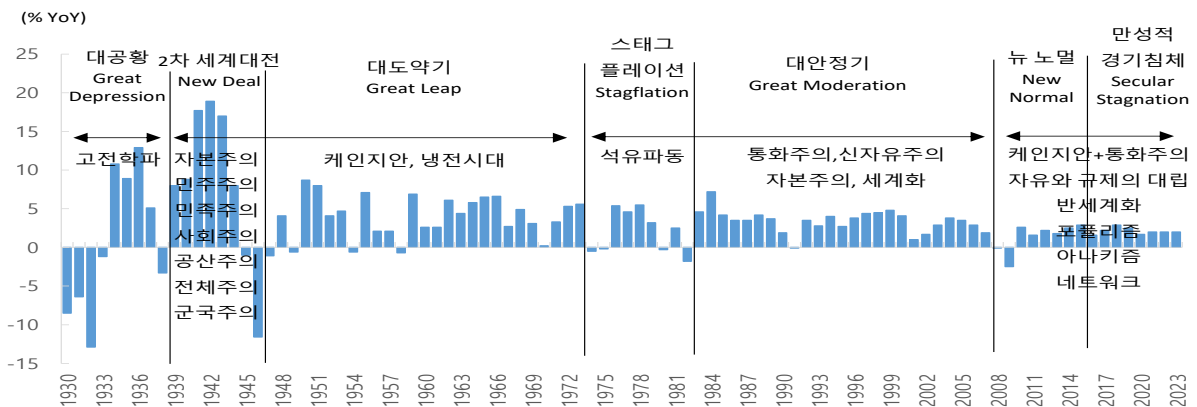
6. 네트워크 경제: 시장인가? 정부인가? 선택을 넘어선 해법

시장실패와 정부실패

20세기 이후 미국에 의해 주도된 전세계 경제는 호황과 불황의 반복이었다. 1900년대 초반 미국에서 대공황이 발생한 이후 1970년대까지는 케인즈 경제이론에 입각한 정부 주도의 경제성장이 나타났다.

1970~80년대 석유파동에 따라 급격한 인플레이션과 경기위축이 동반된 스태그플레이션을 겪은 이후에는 통화주의와 신자유주의 경제이론에 입각해 정부의 개입을 줄이고 자유로운 시장경쟁을 중시하면서 경제 성장이 나타났다.

[도표 71] 20세기 이후 미국 경제 : 시장실패-정부실패의 반복



자료: US Bureau of Economic Analysis, 교보증권 리서치센터

이러한 가운데 경제학계나 정책에 있어 시장인가? 정부인가? 에 대한 이분법적 논란이 대립해 왔다. 자유시장을 주장하는 편에서는 정부의 개입은 비효율을 낳는 정부실패로, 정부개입을 주장하는 편에서는 시장에 내버려두면 독과점이 발생하는 시장실패로 귀결된다는 비판을 가해 왔다.

2008~2009년 글로벌 금융위기는 신자유주의의 규제완화에서 비롯되었다는 평가가 많다. 금융 자본주의를 제대로 규제하지 못 했고, 이에 따라 자산버블 및 파생상품 손실을 관리하지 못 했다는 반성을 했다. 또한 경기침체를 극복하기 위해 정부 주도의 경기부양에 나섰다. 케인즈의 정부개입 역할이 설득력을 얻어 갔다. 그러나 2017년 트럼프 대통령의 당선으로 또 한번의 규제완화가 실행되었고 독과점이 심화되었다. 지금 또다시 시장인가? 정부인가? 의 논쟁이 확대되고 있다.

네트워크와 공동체 자본주의

아담 스미스 이후 나타난 시장경제와 자본주의는 지금까지 두 번의 큰 변혁을 보였다. 아담 스미스 이후 초기 자본주의는 자유주의를 추구하였지만 공동체에 대한 의식이 존재하였다. 그러나 시간이 지나면서 자유방임주의 경향이 확대되었고, 1차 세계대전, 2차 산업혁명을 거치면서 대공황이 발생했다.

대공황은 자유방임주의 시장경제에서 시장실패의 결과로 발생되었다. 존 메이너드 케인즈는 시장실패를 수정하기 위해 정부의 역할이 필요함을 주장했고, 미국의 프랭클린 루즈벨트 대통령의 뉴딜 정책이 케인즈 경제정책으로 전개되었다.

그러나 1970~80년대 석유파동과 스태그플레이션을 거치면서 정부실패가 비판되고, 사유재산 보호가 강화되고, 탈규제를 주장하는 신자유주의 사조가 나타났다. 미국의 레이거노믹스, 영국의 대처리즘이 대표적인 신자유주의 정책이다.

현재 구조적 경기침체와 자연이자율 하락, 불평등 확대 등의 문제를 어떻게 치유할 수 있을까? 시장에 맡기는 것이 정답인지, 아니면 정부가 적극적으로 개입해 고용을 창출하고 부의 재분배 역할을 하는 것이 좋은지에 대한 논란이 여전하다.

그러나 시장과 정부가 기능하지 못 하는 곳에서 형성되는 공동체, 커뮤니티가 중요하다. 대표적인 공동체와 커뮤니티는 가족, 친구, 학교, 사회 등이 있다. 기업과 국가도 일종의 공동체와 커뮤니티지만 시장의 보이지 않는 손과, 국가의 권력이 제공하지 못 하지만 꼭 필요한 공동체와 커뮤니티가 있다. 건강한 공동체와 커뮤니티가 있어야 시장실패와 정부실패를 보완할 수 있다.

이러한 맥락에서 공동체 자본주의가 주목된다. 경제를 의미하는 Economy의 그리스 어원은 ‘Oikonomia’와 ‘Chrematisike’이다. Oikonomia는 소속된 공동체를 자기 가정처럼 여기고 관리함을 의미하고, Chrematisike는 개인의 재산관리법을 의미한다. 이렇듯 경제의 대한 개념은 공동체성과 사유재산의 중요성을 모두 포함한다.

[도표 72] 자본주의의 역사의 미래에 나타날 공동체 자본주의

형태	경제사조	적용
초기 자본주의	아담 스미스	자유주의를 추구하지만 공동체에 대한 의식 존재
수정 자본주의	존 메이너드 케인즈	시장실패를 수정하기 위한 운영적 정부와 뉴딜정책
신 자유주의	레이거노믹스, 대처리즘	사유재산의 절대보호 및 세계화. 정부실패를 근원적으로 배제하기 위한 탈규제주의
공동체 자본주의	네트워크 및 커먼즈 경제	경제의 공동체성 회복 및 사회적 기업의 중요성 요구. 조합주의, 공유경제 플랫폼, P2P 네트워크, 블록체인 등

자료: 교보증권 리서치센터

7. 디지털 경제와 포용적 금융: 취약계층과 미래세대 위한 파이낸스

디지털 경제와 금융의 미래

공동체와 커뮤니티의 디지털화된 개념이 네트워크다. 네트워크는 Net 와 Work 의 합성어로 컴퓨터들이 통신기술을 이용해 그물망처럼 연결된 형태를 의미한다. 인터넷, 모바일 기술이 발전된 디지털 영역에서는 공동체와 커뮤니티가 시장과 정부가 하지 못 하는 영역에서 경제활동을 비롯한 연결들이 창출될 수 있다.

현재 구조적 경기침체에서 발생하는 가장 큰 문제는 경제활동 인구의 탈락이다. 향후 지속적인 경제성장이 가능하기 위해 우선되어야 할 것은 경제활동 인구의 재창출이다. 이러한 맥락에서 나오는 것이 바로 디지털 경제와 포용적 성장 패러다임이다. 영란은행이 제시한 미래의 디지털 경제와 금융의 역할에서 향후 글로벌 경제의 이행과정을 엿볼 수 있다. 디지털 경제, 포용 성장, 포용 금융 요구다.

[도표 73] 디지털 경제와 금융의 미래



자료: Future of Finance—Review on the Outlook for the UK Financial System, BOE

구조적 경기침체와 금융여건의 악화

2000년대 이후 전세계 은행들의 성과는 2008~09 위기 이전, 강한 자산성장, 높은 ROTE, 높은 밸류에이션, 위기 이후는 자산성장 둔화, 낮은 ROTE, 낮은 밸류에이션으로 확인한 차이를 보이고 있다. 은행여건 악화는 구조적 경기침체의 결과 경기침체와 금리하락, 그리고 채권 수익률 평탄화가 진행된 영향이 크다.

[도표 77] 2002~07 년과 2010~18 년 글로벌 은행 합산 재무실적과 평가

Banking metrics compared		2002-07 Unsustainable expansion		2010-18 New reality
Average returns on tangible equity (ROTE)		16.9%	↓	10.5%
Revenue growth ¹		16.8%	↓	3.6%
Emerging markets' share of revenue growth		26.9%	↑	77.4%
Tier 1 Ratio (average)		8.4%	↑	12.5%
Loan/deposit ²	Developed	146%	↓	126%
	Emerging	84%	↑	86%
Price/book value	Developed	2.2x	↓	1.00x
	Emerging	2.2x	↓	1.22x
Percent of banks trading below book value	Developed	28.4%	↑	61.2%
	Emerging	19.2%	↑	37.6%
Summary		Robust growth, high ROTE, high multiples		Slow growth, lower ROTE, lower multiples

자료: The last pit stop? Time for bold late-cycle moves / McKinsey Global Banking Annual Review 2019

은행의 수익악화는 구조조정 요인으로 작용하고 오프라인 점포 수 축소로 나타난다. 미국의 은행권의 오프라인 점포 수를 보면 1950년 백만 명당 32개에서 2008년 백만 명당 273개까지 증가했다.

그러나 2008~09년 금융위기 발생한 이후 2018년 백만 명당 242개로 감소했으며 2022년에는 188개로 감소할 것으로 예상된다. 1950~2008년까지 미국 경제에 수많은 경기침체와 금융위기가 있었지만 은행 점포 수는 761% 증가했으나, 2008~2022년 31% 감소로 전환되었다. 은행의 점포 수 변화는 최근 10년 간 경기침체와 은행여건의 악화의 영향이 얼마나 컸는지를 실감할 수 있다.

포용적 금융과 디지털 금융

은행의 수익악화, 구조조정, 오프라인 점포 수 감소는 금융의 포용성을 약화시킨다. 은행의 리스크 및 대출 회피가 나타난다. 또한 오프라인 점포 감소는 일반적인 사람들에게 은행에 대한 접근성을 떨어뜨린다.

포용적 금융에 대한 가장 최근의 정의는 ‘취약계층이나 저소득층이 금융서비스에의 접근과 신용을 필요로 할 때, 알맞은 비용으로 시의 적절한 접근을 보장하는 과정’이다. 경기침체, 은행수익 악화 및 오프라인 점포 수의 축소는 결과적으로 경제적 취약계층, 저소득층에 대한 금융 포용성 약화로 귀결된다.

[도표 78] 포용적 금융의 정의

기관	정의
ADB (2000)	예금, 대출, 지급결제, 이체, 보험 등 금융서비스를 빈곤 및 저소득 가구와 영세기업에 공급
영국 재무성 (2005)	적절한 금융상품 및 서비스로의 접근 가능성을 의미
UN (2006)	금융이 제공 가능한 모든 사람, 회사에 대해 신용, 보험, 저축 및 지급결제에 접근 제공 의미 포용적 금융은 자격이 되는 모두가 모든 금융서비스를 이용하는 것을 요구하는 것은 아니나 자격이 되는 모두가 원할 때 선택적으로 이용할 수 있어야 함
인도 중앙은행 (2008)	취약계층이나 저소득층이 금융서비스에의 접근과 신용을 필요로 할 때 알맞은(affordable) 비용으로 시의 적절한 접근을 보장하는 과정을 의미

자료: 금융포용의 개념과 전략과제, 금융연구원

디지털 시대로 이행하게 되면서 금융 포용성에 대한 의미는 다소 변화되고 있다.페이팔의 최고운영책임자인 빌 레디는 2019년 세계경제포럼에서 디지털 시대의 특징으로 1) 플랫폼 경제와 노동, 2) 소득 변동성과 불확실성, 3) 창업자금, 재무관리 툴, 신용상품 제공, 4) 디지털 네이티브 세대의 수요를 제시하면서 새로운 금융 서비스의 출현을 요구하였다. 포용적 금융의 의미는 경제적 취약계층과 디지털 시대의 디지털 세대를 위한 새로운 금융 서비스 제공으로 진화되었다.

[도표 79] 디지털 시대의 새로운 금융 서비스 요구

추세	특징
플랫폼 경제와 노동	온라인 플랫폼 경제가 급속도로 성장하고 있으며, 플랫폼 경제에 종사하는 근로자들의 니즈를 충족시킬 새로운 금융도구 필요
소득 변동성과 불확실성	자동화, 기계학습 및 인공지능은 일자리에 큰 지각변동을 가져오는 한편, 소득의 변동성과 불확실성은 더욱 확대 이들에게 적합한 새로운 유형의 신용과 저축상품 등을 제공할 필요
창업자금, 재무관리 툴, 신용상품 제공	소득창출을 위해 기업이 정신의 중요성이 점점 더 커지고 있음 사업시작을 위한 자금을 좀 더 빨리 받고, 사업운영을 돕는 재무관리 툴(tool)과 소득 변동성을 줄일 수 있는 신용상품 제공 필요
디지털 네이티브 세대 수요	밀레니얼 세대는 직업에 대한 유연성이 크며, 이 세대가 가장 선호하는 금전관리 수단은 디지털 도구

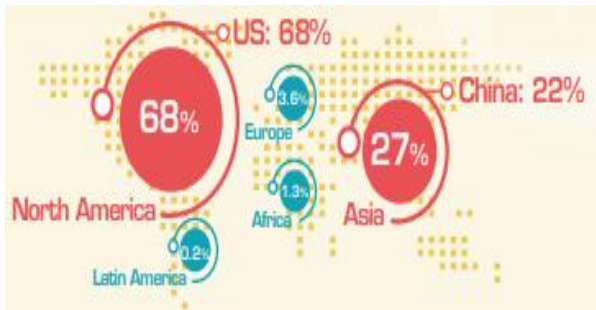
자료: 페이팔 최고운영책임자 빌 레디, 세계경제포럼 연설

8. 디지털 화폐전쟁: 테크핀 vs. 스테이블 코인 vs. 암호자산

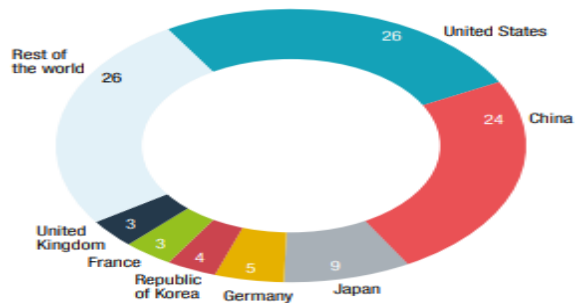
디지털 경제 역시 패권경쟁

다만 디지털 경제에 있어서도 이미 미국과 중국의 패권 경쟁이 시작되고 있다. 현재 글로벌 디지털 경제 비중 가운데, 중국과 미국이 차지하는 비중은 무려 68%, 22%로 현재 실물이나 교역 대비 현저히 높다. 전세계 시가총액 상위 기업 중에서는 미국 FAANG 과 중국 BAT 등 플랫폼 기업들이 이미 차지하고 있다.

[도표 74] 디지털 경제 비중 : 미국 68%, 중국 22%

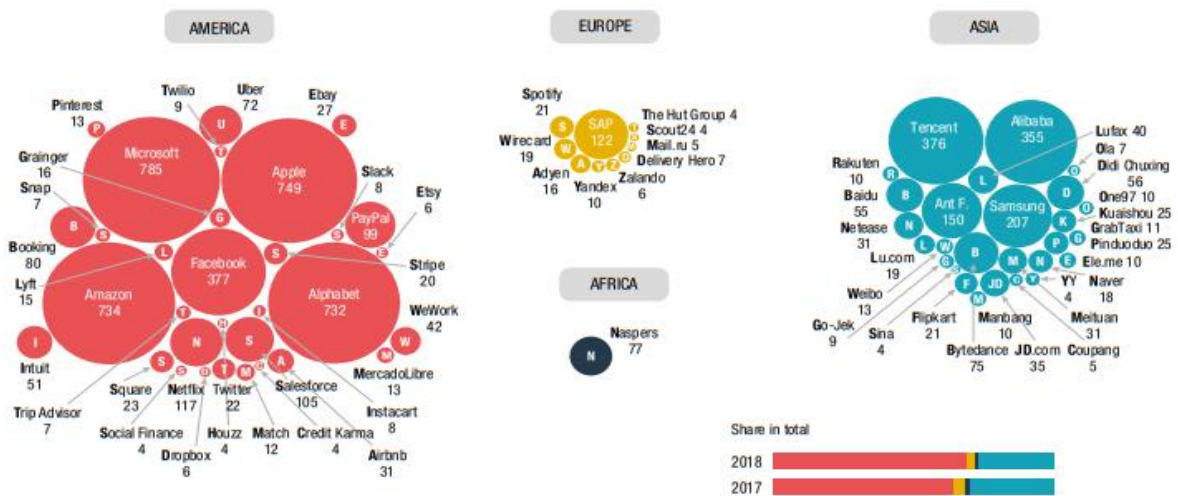


[도표 75] 2019년 사물인터넷 소비 비중 : 미국 26%, 중국 24%



자료: Value Creation and Capture—Implications for Developing Countries, Digital Economy Report 2019, UN

[도표 76] 전세계 플랫폼 기업의 시가총액 현황

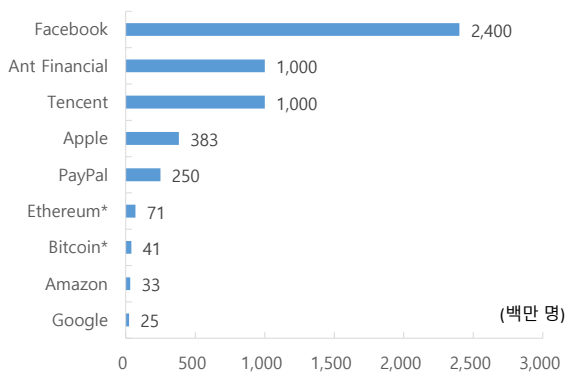


자료: Value Creation and Capture—Implications for Developing Countries, Digital Economy Report 2019, UN

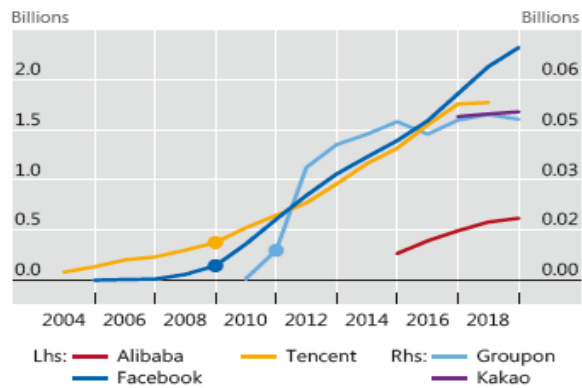
페이스북 리브라, 위챗 위뱅크, CBDC와 블록체인 암호자산 등 다양한 플레이어

페이스북은 전세계 가장 큰 소셜 네트워크다. 페이스북 뿐만 아니라 인스타그램, 왓츠앱을 통해 전세계 24 억 명 가량의 가입자를 확보하고 있다. 페이스북 다음에는 중국의 텐센트와 안트 파이낸셜이 각각 10 억 명을 가입자를 확보하고 있다. 페이스북의 가입자는 추격자인 텐센트와 알리바바와 함께 전세계에 펼쳐져 있다.

[도표 80] 주요 IT 플랫폼 활동 사용자 수 추정



[도표 81] 주요 IT 플랫폼 활동 사용자 수 추이



자료: Future of Finance, Review on the Outlook for the UK Financial System/BoE, Big Tech in Finance: Opportunities and risks/BIS, BlockchainInfo.com, Etherscan.io
* 비트코인, 이더리움은 계좌 수

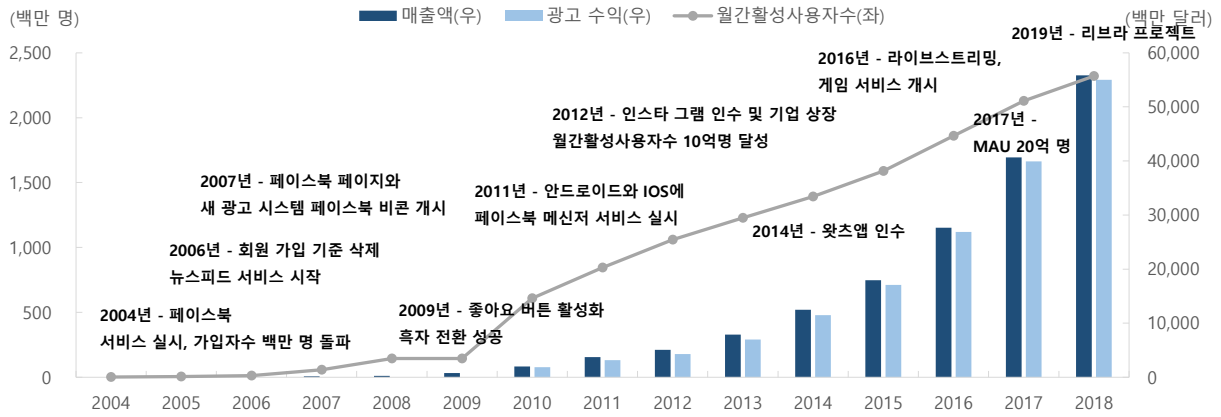
비트코인, 이더리움의 계좌 수는 각각 4천만, 7천만을 넘어선 상태다. 이들은 탈중앙화 블록체인 플랫폼이지만 아직 전세계적으로 대중화되기에는 부족하다. 결론적으로 페이스북은 전세계 가장 크고 광범위한 네트워크이며 최초로 블록체인 암호화폐의 운영체제를 도입하게 된다. 리브라는 페이스북의 강력한 네트워크를 기반으로 송금, 결제 서비스부터 시작해 마이크로 파이낸싱 인프라가 될 수 있다.

[도표 82] 주요 IT 플랫폼 결제 사업자 비교

	Ant Financial	Tencent	Google	Facebook	Amazon	Apple	PayPal	
형태	온라인 소매	테크	테크	소셜 미디어	온라인 소매	테크	전자 결제	
결제 솔루션	Alipay	WeChat Pay (previously Tenpay)	Google Pay (previously Google Checkout, Android Pay, Tez(인도))	Facebook Messenger Payments and Whatsapp Pay(인도)	Amazon Pay	Apple Pay	PayPal, Venmo, Braintree, Xoom	
시작년도	2004	2005	2011	2015	2007	2014	1999	
결제방식	은행 및 신용카드 계좌에 연동된 전자지갑 대차대조표 기록, 초기결제 QR 코드	은행 신용카드 및 계좌에 연동된 전자지갑 대차대조표 기록	모바일 폰 인증 후 등록된 결제카드, 신용결제	페이스북 메시저에 직불카드 연결 → 암호화폐 결제 및 블록체인 기록	결제카드 내장, 신용결제, 직접결제, 온라인 전자화폐 결제	모바일 폰 인증 후 등록된 결제카드; 신용이전	카드를 전자화폐 계좌 신용결제, 직접결제	통해 기록,

자료: Future of Finance, Review on the Outlook for the UK Financial System/BoE

[도표 83] 페이스북, 소셜 네트워크에서 시작해 광고수익 플랫폼으로 성장해 글로벌 포용 금융 인프라로 성장 계획



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 84] 주요 결제 플랫폼 비교

	Main geographical area of activity	Payments	Money market funds and insurance	Credit
<i>Emerging market economies</i>				
Alibaba/Alipay, Tencent	China	△	△/√	△
Baidu	China	△	△/√	√
Vodafone M-Pesa	East Africa, Egypt and India	△		√
Mercado Libre	Argentina, Brazil and Mexico	△		△
Samsung	Korea	√		
GO-Jek, Ola Cabs	Southeast Asia	△		
Grab	Southeast Asia	△	√	△
KT	Korea	√	△	△/√
Kakao	Korea	△/√		△/√
<i>Advanced economies</i>				
Google	Worldwide	√		△/√
Amazon, eBay/PayPal	Worldwide	√		√
Apple, Facebook, Microsoft	Worldwide	√		
Orange	France	√		√
Groupon	Worldwide	△		
Line, Rakuten	Japan	△	△	△
NTT Docomo	Japan	△	△	√

△ indicates new entities and operations introduced outside the traditional financial and banking network. √ indicates the provision of services as overlays on top of, or in collaboration with, existing financial institutions (especially banks and credit card providers).

Sources: Financial Stability Board; S&P Capital IQ; public sources; BIS.

자료: Big Tech in Finance: Opportunities and risks, BIS

중국은 향후 금융 부분에서 미국과의 격차를 축소하기 위해 다양한 시도를 하게 될 것이다. 현재 미국이 경제부분에서 강력한 패권을 유지하고 있는 이유는 달러화 기축통화 때문이다. 중국의 입장에서 보면 SWIFT 위안화 결제비중이 2%에 불과하다. 중국은 경제성장에 따라 자산 기준 전세계 자산상위 은행들이 성장했는데, 위안화 국제화를 통해 향후 글로벌 금융 영향력을 확대시킬 전망이다.

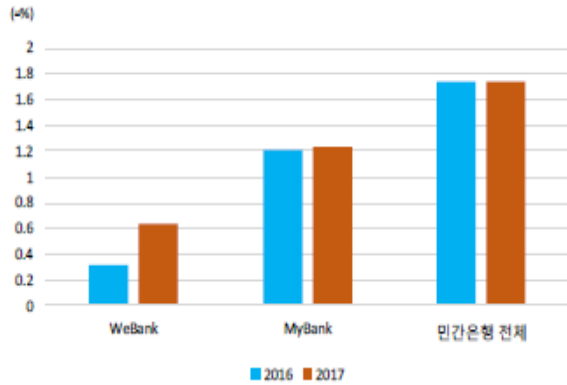
중국 인터넷은행 중 가장 빠르게 성장하고 있는 위뱅크는 10억 명의 가입자를 확보하고 있는 기존 SNS 플랫폼인 위챗 내 대규모 고객을 기반으로 하고 있어 성장 잠재력이 높다. 2018년 위뱅크의 자산은 2,200억 위안, 영업이익은 100억 위안으로 전년대비 각각 169%, 71% 성장했다. 위뱅크로의 예금증가 요인은 1) 중국인민은행 벤치마크 대비 44~91bp 높은 금리를 제공, 2) 제 1 금융권이 집중하지 않는 고객 등 약 1억 명의 충성고객을 유치, 3) 높은 기술력의 보안시스템 강화를 기반으로 양적, 질적 성장이 동반되고 있다.

위뱅크는 은행업 인가를 받고도 고객유치에 어려움을 겪는 중소은행과 오프라인 은행 접근성이 떨어지는 도심 밖 고객들을 위챗 플랫폼 안에서 연결해주는 상품을 출시했다. 또한 위뱅크는 SNS 상 데이터를 활용해 고객의 상환능력 뿐만 아니라 상환의지까지 측정하는 차별적 신용평가 모델을 개발해 틈새대출 시장을 공략하고 있다. 위뱅크의 부실대출 비율은 민간은행보다 예대율은 낮으며 100% 이하로 안정되고 있다.

위챗은 위뱅크 자산성장의 큰 원동력인데, 위챗페이가 중화권에서 명절 때 주고받는 빨간 봉투(Red packet)의 온라인 상품을 출시해 알리페이가 독과점하고 있던 온라인 결제시장에서의 판도를 바꾸고 있다. 페이스북 리브라 역시 전세계 가장 큰 가입자를 가진 네트워크를 기반으로 한 금융 서비스 제공의 잠재력이 있다. 2018년 기준 중국 위뱅크의 총예금 및 총대출은 각각 223.8억 달러, 174.0억 달러이며 예대율은 77.8%다. 2018년 예금이 급증하면서 예대율이 100% 이하로 하락했다.

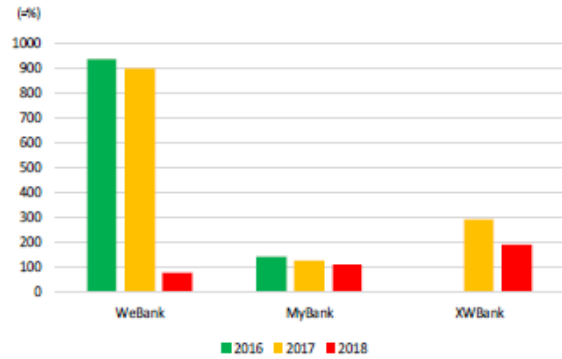
위챗의 추정 가입자수 10억 명을 가정하면 위뱅크의 1인당 예금은 22.4달러이다. 일인당 20달러에 불과한 소액 예금을 기반으로 고객유치에 어려움을 겪는 중소은행과 오프라인 은행 접근성이 떨어지는 도심 밖 고객들을 위챗 플랫폼 안에서 연결해주는 포용적 금융 서비스를 제공하고 있다. 특히 플랫폼 내 거래정보 등을 통해 마이크로 파이낸싱에 더욱 적합한 신용평가가 가능하다는 점에서 오프라인 중심의 금융권이 제공하지 못 하는 대출과 파생된 금융 서비스를 제공할 수 있는 잠재력이 있다.

[도표 85] 중국 은행 별 부실비율 (NPL Ratio)



자료: 中 인터넷은행 'Webank'의 빠른 성장 배경, 국제금융센터

[도표 86] 중국 은행 별 예대율(LDR) 변화 추이



자료: 中 인터넷은행 'Webank'의 빠른 성장 배경, 국제금융센터

위뱅크의 성공 요인은 가칭 리브라 뱅크에 그대로 적용될 수 있다. 만약 페이스북 북 가입자 24 억 명이 위뱅크의 1 인당 예금 22.4 달러를 예치할 경우 총예금은 537.1 억 달러에 이르고 위뱅크와 동일한 예대율 77.8%를 적용할 경우 총대출 여력은 417.6 억 달러에 이를 전망이다.

물론 리브라 뱅크에서 리브라 화폐 이외 법정화폐로 예금을 할 수 있는지는 아직 정해지지 않았다. 그러나 칼리브라 등이 금융 라이선스를 받을 경우에는 전세계에서 가장 큰 마이크로 파이낸스 기관으로 성장할 잠재력이 있다. 리브라의 궁극적인 희망인 사는 곳, 직업, 소득에 관계 없이 더 많은 사람들이 저렴하고 개방된 더 나은 금융 서비스에 대한 접근성을 창출하고 오픈소스와 커뮤니티의 참여를 통해 포용 금융 인프라 창출을 달성도 불가능은 아니다.

[도표 87] 2018년 위뱅크 재무제표로 추정된 리브라 대출 여력 (단위: 억 달러, %, 억 명, 달러)

	총대출	총예금	예대율	가입자수	1인당 예금
Webank	174.0	223.8	77.8	10	22.4
Libra Bank	417.6	537.1	77.8 *	24	22.4 *

자료: <http://www.theasianbanker.com/updates-and-articles/webank-applies-blockchain-technology-to-its-micro-loan-business>, <http://www.chinabankingnews.com/2019/05/14/online-banks-outperform-chinas-conventional-lenders-in-2018/> * 2018년 Webank 1인당 예금과 예대율을 Libra 예상 가입자에 적용해 추정

디지털 경제로 대전환 시기와 페이스북 리브라, 텐센트 위챗 위뱅크, 그리고 다른 빅테크 기업들의 금융진출, 각국의 CBDC 도입 등의 움직임은 새로운 화폐전쟁의 형태로 격화될 전망이다.

디지털 경제와 포용적 금융 네트워크 중 또 하나의 중요한 움직임은 블록체인과 암호자산이다. 2008년 분산원장기술에 기반해 중개자 없는 P2P 전자화폐 시스템을 가능하게 비트코인이 나왔다. 또한 2015년에는 비트코인의 기능에 스마트 컨트랙트를 추가한 이더리움이 나왔다. 이러한 퍼블릭 블록체인과 분산화된 암호자산 프로젝트들 역시 포용적 금융 네트워크로 기능할 잠재력이 있다.

현재 글로벌 경제에서 고질적 문제 중에 하나는 미 달러화 기축통화와 이에 따른 미국의 강력한 금융패권으로 인한 불안정성이 될 것이다. 향후 글로벌 중앙은행, 전통은행, 빅테크 기업들의 디지털 화폐전쟁이 전개될 전망이다. 다만 디지털 화폐전쟁은 포용적 금융 기능을 수반시킬 것이다.

[도표 88] 블록체인 5.0 세대 구분

세대 구분	블록체인 1.0	블록체인 2.0	블록체인 3.0	블록체인 4.0	블록체인 5.0
주요 프로젝트	비트코인	이더리움	리브라	CBDC	경쟁과 공존
시기	2008~2014년	2015~2019년	2020~2025년	2020~2030년	2030년 이후
합의 알고리즘	작업증명(PoW)	작업증명(PoW), 향후 지분증명(PoS)로 전환 예정	리브라 BFT(지분증명, BFT)	권한증명(PoA)	목적과 용도에 맞게 선택
거버넌스	퍼블릭	퍼블릭	허가형, 향후 퍼블릭으로 전환 예정	중앙집중형, 혹은 허가형	
노드 수	10,284	6,495	100(향후 변동 가능)	소수	
TPS	3~5	15~20	1,000~1,500	높음	
프로그램 언어	스크립트	Go, Solidity, 파이썬 등	Move	선택	
튜링 완전성	낮음	높음	높음	낮음	
스마트 계약	지원 불가	지원 가능	지원 가능	선택	
토큰 신규 발행	채굴	채굴	수요, 공급 체크 후 합의	본원통화 일부	
토큰 수량	2,100만 개	제한 없음	제한 없음	본원통화 일부	
가격 변동성	높은 위험	높은 위험	낮은 위험	고정 환율	
보안 및 투명성	높음	높음	비교적 높음	보안 높으나, 투명성 낮음	
탈중앙화	높음	높음	낮음	낮음	
확장성	낮음	낮음 (2계층 레이어 도입 및 데이터 처리방식으로 항상 가능)	높음	높음	
자산 담보	없음	없음	리저브 (선진국 국채 및 예금)	본원통화 일부	

자료: 페이스북 리브라 총격, 영향, 그리고 향후 변화에 관하여, 이용재

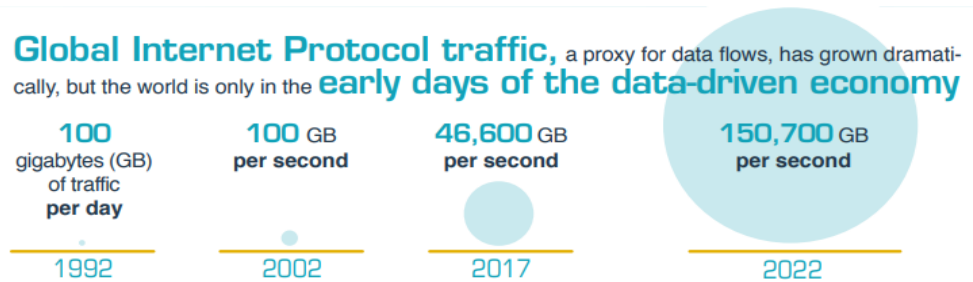
9. 디지털 자원과 자산: 데이터 경제, 주권, 개인정보 보호

미래의 석유인 데이터 트래픽의 급격한 성장

리서치 회사 가트너(Gartner)는 “Data is the new oil”이라고 말했다. WEF는 “Personal data will be the new oil”, IBM은 “Big data is the crude oil”, HBR은 “Big data is not oil, but instead a new kind of resource entirely”라고 말했다.¹ 석유산업에서 원유를 정제하여 아스팔트에서 석유화학제품, 의약품까지 다양한 고부가가치 제품들을 만들어 내듯이 데이터를 정제하여 뽑아내는 것이 중요한 시대에 접어들었다.

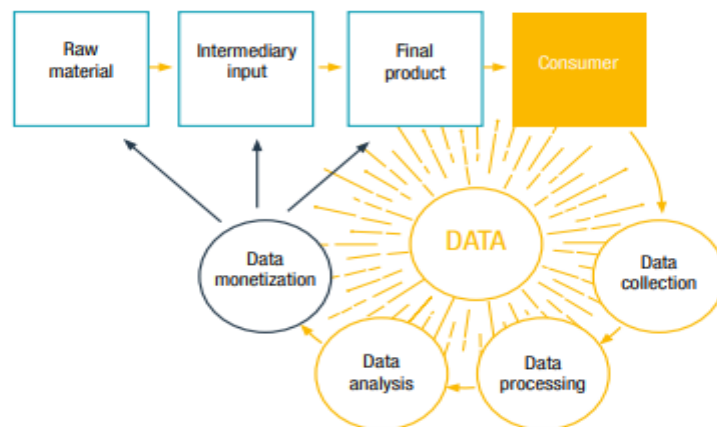
데이터 트래픽은 기하급수적으로 증가하고 있다. 데이터 트래픽은 1992년에는 하루에 100GB에 불과했지만 2002년 초당 100GB, 2017년 46,600GB로 증가했으며, 2022년에는 초당 150,700GB로 증가할 전망이다. 중요한 점은 데이터가 가치를 갖기 시작했고 디지털 경제 시대에 산업 생태계로 확장될 것이라는 점이다.

[도표 89] 기하급수적으로 늘어나는 데이터 트래픽



자료: Value Creation and Capture—Implications for Developing Countries, Digital Economy Report 2019, UN

[도표 90] 디지털 경제에 있어 데이터의 가치와 산업 생태계의 확장



자료: Value Creation and Capture—Implications for Developing Countries, Digital Economy Report 2019, UN

¹ 디지털 경제, 과소평가되고 있다 / LG 경제연구원

EU의 GDPR과 미국의 캘리포니아 개인정보보호법 발효

사람들이 데이터의 가치를 인식하게 된 계기는 페이스북의 개인정보 스캔들 사건이다. 2016년 정치 컨설팅 업체인 케임브리지 애널리티카(Cambridge Analytica)에서 페이스북 이용자 8,700만 명의 개인정보를 미 대선 캠페인에 사용하였다. 페이스북은 또한 150여 개의 업체와 정보공유 파트너 체결을 맺고 광범위하게 개인정보를 팔았다. 미 법원은 페이스북에게 \$50억의 벌금을 부과하였다.

개인정보보호에 대한 관심확대는 주요 정책과 규제로 나타나고 있는데, EU의 GDPR(General Data Protection Regulation)과 미국 캘리포니아주의 California 소비자정보보호법(Consumer Privacy Act of 2018)이 대표적이다.

EU의 GDPR은 2018년 5월 25일부터 시행되는 EU의 개인정보보호 법령이며, 위반 시 과징금 등 행정처분이 부과된다. 이전 EU 지침은 권고 차원의 규정인 점에 반해, GDPR은 모든 회원국이 의무적으로 준수해야 하는 강행 규정이라는 점에서 큰 차이가 있다(위반시 과징금 부과)

또한, GDPR은 EU 내 사업장을 운영하는 기업 뿐만 아니라 전자상거래 등을 통해 해외에서 EU 주민의 개인정보를 처리하는 기업에게도 적용된다. 아울러, GDPR은 개인정보책임자(DPO) 지정 등 기업의 책임성을 강화하는 내용과 정보이동권 등 정보주체의 권리를 강화하는 내용이 추가되었다.

2018년 캘리포니아 소비자 프라이버시법(California Consumer Privacy Act of 2018)은 캘리포니아 주 의회가 통과하고 2018년 6월 28일 주지사가 서명한 법안이다.

2020년 1월 1일부터 이 법안은 부분적으로 소비자에게 소비자에 대해 수집하는 개인 정보의 범주 및 특정 부분, 수집되는 출처의 범주, 정보 수집 또는 판매를 위한 사업 목적, 그리고 소비자에게 공개를 요청할 권리를 부여. 또한 기업이 정보 및 정보의 사용 목적에 대해 공시하도록 요구한다.

1972년 캘리포니아는 모든 사람들의 "상속할 수 있는" 권리에 프라이버시의 권리를 포함시키기로 투표. 그 권리는 개인에게 개인 정보의 판매를 포함하여 사용을 통제할 수 있는 능력을 부여하도록 했다. 주 정부는 그 뒤를 이어 다음을 포함하는 프라이버시 조치들을 채택하였다.

GDPR 이 이미 통과된 상태(올해 5 월)와 2018 년 캘리포니아 소비자 프라이버시 법(California Consumer Privacy Act of 2018)이 1 년여 만에 발효됨에 따라, 마케팅 담당자들은 전례 없는 데이터 접근에 대한 이러한 새로운 소비자 권리에 대비해야 한다.

“캘리포니아의 법률이 GDPR 과 같은 규모에 이르지 는 않지만, 압도적으로 많은 기업들이 캘리포니아에서 사업을 운영하는 성격에 영향을 받을 것이고, 18 개월 동안 다른 주들(조지아)과 어찌면 연방 정부까지도 유사한 법을 추구할 것이 불가피”하며 궁극적으로 기업에 책임을 물을 수 있는 충분한 권력을 휘두르는 것은 연방정부가 될 것으로 보인다.

[도표 91] EU 및 주요국 입법 현황 비교

국가	조치의무	과징금	형사벌
EU	<ul style="list-style-type: none"> 개인정보 가명처리·암호처리 지속적인 기밀성·무결성·가용성·복원력 보장 사고 발생 시 개인정보 복원 기술적·관리적 조치의 효율성 정기적 평가 	전 세계 연간 매출액 2% 또는 1천만 유로 중 더 큰 금액	미규정
프랑스	상동(개인정보 자동처리 관련 별도 규정)	상동	5년 이하의 징역 또는 30만 유로 이하의 벌금
영국	상동(수사·형사절차/정보기관 정보처리 관련 별도 규정)	상동	미규정
독일	상동(수사·형사절차 정보처리 관련 별도 규정)	상동	미규정

자료: 유럽의 개인정보 안전성 확보 강화-EU 개인정보보호법(GDPR) 및 주요국 법률의 관련 조항을 중심으로, 국회입법조사처

[도표 92] 캘리포니아 개인정보보호법 목적 및 적용 대상

구분	내용
목적	캘리포니아 미성년자에 대한 디지털 개인정보 보호권, 캘리포니아 주 법은 캘리포니아 주민들에게 기업이 소비자의 개인 정보를 다루는 방법에 대해 "누구, 무엇, 어디서, 언제"를 제공하는 것을 의도 캘리포니아 소비자들은 개인정보에 대한 통제권을 행사할 수 있어야 하며, 개인정보의 오용에 대한 안전장치가 있다는 것을 확신하고 싶어한다"고 썼음. "기업은 소비자의 사생활을 존중하고 그들의 사업 관행에 높은 수준의 투명성을 제공하는 것이 가능하다."
적용 대상	연간 총 수익이 2,500만 달러 초과, 연간 50,000명 이상의 소비자, 가구 또는 장치의 개인 정보 구입, 수령, 상업적 목적으로만 또는 조합하여 판매 또는 공유, 소비자 개인정보 판매로 연간 매출의 50% 이상을 올리는 기업

자료: What is the California Consumer Privacy Act of 2018 and How does it Affect Marketers?

[도표 93] 캘리포니아 개인정보권 및 기업의 의무

구분	내용
개인 정보권	어떤 개인 정보가 수집되고 있는지 알 권리 그들의 개인정보가 판매되는지 공개되는지 여부와 누구에게 공개되는지 파악할 권리 개인정보의 판매에 대해 거절할 권리 개인정보에 액세스할 권리 개인 정보 보호 권한 행사에 해당하는 서비스와 가격을 받을 권리
기업의 의무	요청한 소비자에게 비즈니스에서 수집한 개인 정보의 범주 및 특정 부분을 공개 데이터 수집 시점 또는 그 이전에 소비자에게 수집할 개인 정보의 카테고리 및 개인 정보의 카테고리를 사용할 목적을 통지 소비자의 요구에 따라 무료 개인 정보를 공개하고 전달(12개월에 2회) 단 한번의 거래에 대해 수집된 개인 정보를 비즈니스에서 판매하거나 보유하지 않는 경우 보유 일반적인 업무 과정에서 유지되지 않는 모든 데이터를 식별하거나 다른 방법으로 연결

자료: What is the California Consumer Privacy Act of 2018 and How does it Affect Marketers

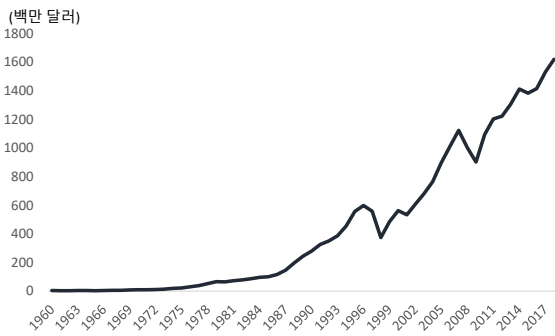
10. 한국의 도전과 기회: 디지털 대전환을 선도할 잠재력

한국의 과거와 현재, 가장 모범적인 경제성장 모델

2020 과 그 이후의 경제를 바라보면서 한국 경제에 대한 위기의식은 그 어느 때보다 크다. 한국 경제는 대외적으로는 글로벌 무역분쟁, 금융 취약성, 지정학적 리스크 확대, 내부적으로는 고령화, 가계부채, 청년 실업률 증가 등 누적된 문제 등으로 잠재성장률이 지속적으로 하락하는 과정에 놓여져 있다.

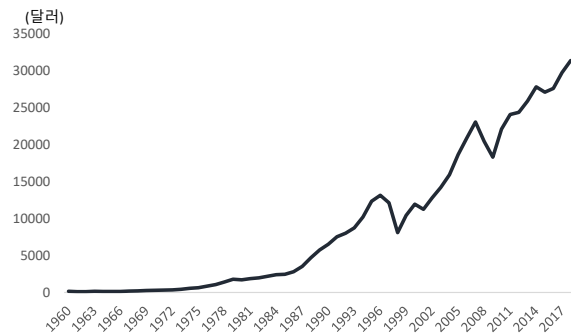
그러나 20 세기 이후 한국 경제는 그 어떤 국가보다 잘 해 왔다. 1960 년 한국의 전체 및 1 인당 GDP 는 각각 \$4 백만, \$150 에 불과했다. 그러나 지금은 전세계 10 위 안에 드는 경제대국이며, 개도국에서 벗어나 선진국 진입을 앞두고 있다.

[도표 94] 한국의 명목 GDP: \$4 백만 → \$16억 2천만



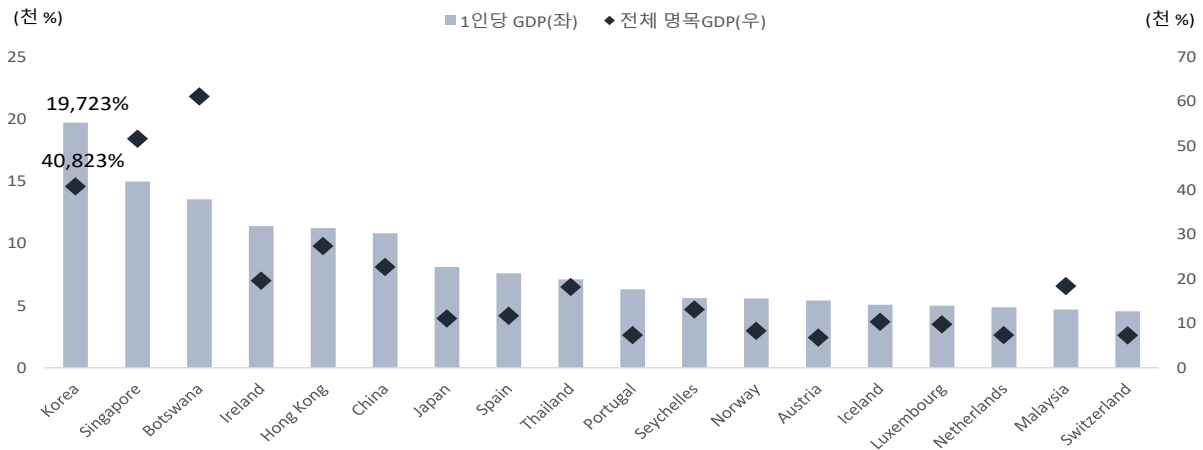
자료: WorldBank, 교보증권 리서치센터

[도표 95] 한국의 1 인당 명목 GDP: \$158 → \$31,363



자료: WorldBank, 교보증권 리서치센터

[도표 96] 1960~2008 년 전세계 명목 GDP, 1 인당 GDP 증가율 상위 국가, 한국 1 인당 GDP 증가 1 위, 전체 GDP 증가 3 위



자료: WorldBank, 교보증권 리서치센터

한국의 미래, 디지털 경제 시대의 성장 잠재력 내재

특히 한국은 디지털 경제로 전환하는 가운데, 충분한 성장 잠재력을 갖고 있다. 한국의 전자상거래 규모는 \$1.29로 미국, 일본, 중국, 독일에 이어 5위를 차지하고 있으며, GDP 대비 비중은 84%로 가장 높다. 이는 인터넷, 모바일 편의성과 소비자들의 선호가 높기 때문이다. 한국은 디지털 경제를 충분히 선도할 수 있다.

[도표 97] 2017년 전세계 전자 상거래 상위 10개국, 한국 전체 5위 및 GDP 대비 비중은 1위

Rank	Country	Total e-commerce sales	As a share of GDP	B2B	Share of total e-commerce	B2C	Annual average expenditure per online shopper (\$)
		(\$ billion)	(per cent)	(\$ billion)	(per cent)	(\$ billion)	
1	United States	8 883	46	8 129	90	753	3 851
2	Japan	2 975	61	2 828	95	147	3 248
3	China	1 931	16	869	49	1 062	2 574
4	Germany	1 503	41	1 414	92	88	1 668
5	Rep. of Korea	1 290	84	1 220	95	69	2 983
6	United Kingdom	755	29	548	74	206	4 658
7	France	734	28	642	87	92	2 577
8	Canada	512	31	452	90	60	3 130
9	India	400	15	369	91	31	1 130
10	Italy	333	17	310	93	23	1 493
	Total of above	19 315	36	16 782	87	2 533	2 904
	World	29 367		25 516		3 851	

자료: Value Creation and Capture—Implications for Developing Countries, Digital Economy Report 2019, UN

[도표 98] 한국 경제를 둘러싼 기회 요인과 개선방향 제안

	강점	약점	개선 방향
경제 및 산업정책	거시 건전성 및 제조업 경쟁력	생산성 하락 및 서비스업 열위	포용적 성장 패러다임 구축
통화 및 금융정책	안정적 저금리 유지, 견고하고 안전한 금융시스템	은행 중심으로 통화정책 효율성 및 금융산업 효율성 및 포용성 약화	포용적 금융 방안 구체화
재정 및 공공인프라	재정 건전성 및 하드웨어 인프라, 지방분권 체제	지방재정 부실 및 재정정책 효율성 및 포용성 약화	기능적 및 분권적 재정정책 구축
디지털 경제 네트워크	인터넷, 모바일 인프라 호조 및 전자상거래 활발	다양한 비즈니스 모델로 확산이 제한, 특히 정보의 융합, 사용의 비즈니스 모델 약함	상향식, 개방적, 사용자 중심적 아키텍처
블록체인 네트워크	산업적 측면에서 관심도 높음	암호화폐에 대한 관심도 낮음	공공과 기업, 영리와 비영리 프로젝트 지원
디지털 자산 네트워크	암호화폐 투자, 거래 활발	암호화폐 거래, 자본조달, 증권성 접근 자체를 허용치 않아 창업, 산업화 정도 낮음	화폐, 유틸리티, 증권성에 대한 개방적 접근
정책 및 규제 환경	안정주의, 표준화된 정책을 제시할 수 있는 잠재력	보수주의의 관점, 산업간 융합 및 혁신의 제한, Positive 체제	미래 지향적, 포용적, 포괄적 방향 요구

자료: 교보증권 리서치센터

우린 답을 찾을 것이다. 늘 그랬듯이

한국은 개도국에서 선진국에서 도약하는 기로에서 성장통을 제대로 맞고 있다. 한국은 1950년 이후 지금까지 가장 성공적으로 성장한 경제이며, 2000년대 이전에는 미국과 유럽, 2000년대 이후로는 중국 경제의 성장에서 무역을 통해 최적의 성과를 달성했다.

그러나 지금은 부메랑을 맞고 있다. 미국-중국-유럽이 각각 통상분쟁을 벌이는 가운데, 수출과 제조업 중심의 우리 산업은 큰 위기에 직면해 있다.

전통적인 산업의 비중이 크다 보니, 미래의 산업변화 대비에 부족하며, 핀테크, 인공지능, 빅데이터, 공유경제 플랫폼 도입이 느리다. 우리를 추격하고 있는 중국 이하의 신흥국가들의 경우에는 기존의 산업 인프라가 부족한 탓에 오히려 Zero-to-One의 성장기회를 포착하고 있다. 글로벌 경쟁은 빠른 숨가쁘게 전개된다.

그러나 한국 경제는 저력이 있다. 현재 글로벌 경쟁우위 있는 IT 제조업과 높은 인터넷 사용률 등을 바탕으로 디지털 대전환기에 도전과 기회가 존재한다. 글로벌 경제가 디지털 경제로 대전환하는 가운데 기업의 지배구조와 비즈니스 구조를 네트워크 형으로 전환에 성공한다면 개도국을 넘어 선진국에 반열에 진입할 잠재력을 갖추고 있다. 2020년을 시작으로 새로운 10년이 분수령이 될 것이다.

‘인터스텔라’의 인상적인 명대사로 자료를 마친다. “우린 답을 찾을 것이다. 늘 그랬듯이. (We will find a way, We always have.)”