

# 외환시장 안정화 정책과 국제공조전략

2010. 6.

박 대 근

본 논문은 2010년 한국금융학회 정기학술대회 및 특별 정책심포지엄 “G20 핵심금융과제 대 토론”에서의 발표를 위해 준비되었음.

한양대학교 경제금융대학 교수, parkdk@hanyang.ac.kr

## I. 서론

서브프라임 위기로부터 시작되어 2008년 하반기에 전 세계를 강타한 글로벌 금융위기는 대공황 이래 가장 심각한 신용경색과 경기후퇴를 가져오는 등 세계 경제에 큰 영향을 미쳤으며 우리 경제도 예외는 아니었다.

특히 이번 글로벌 금융위기로 인해 우리나라의 외환부문은 매우 큰 충격을 입었다. 국내 금융기관들이 외화유동성 위기에 처하고, 원/달러 환율이 급등하였으며<sup>1)</sup>, 외평채 가산금리가 1997년 외환위기 수준 이상으로 상승하는 한편, 외환시장 개입과 외화유동성 공급을 위해 외환보유고가 큰 폭으로 감소하는 등 우리나라는 1997년에 이어 사실상 또 한 차례의 외환위기를 겪었다고 해도 과언이 아니다.

이처럼 우리 경제의 외환부문이 사실상 외채부도상태에 처했던 몇몇 국가들을 제외하고 가장 충격을 입은 것은 수수께끼가 아닐 수 없다. 위기의 진원지는 미국과 유럽이었고, 세계 6위에 해당하는 외환보유고를 확보하고 있었으며, 위기 이전까지 경상수지가 흑자 기조를 유지하고 있었으며, 1997년 외환위기에 따른 구조조정으로 기업과 금융기관의 부채구조가 상당히 건전해진 상태였기 때문이다.

이와 같은 의문에 대한 해답으로 이미 많은 견해가 제시되었으며 실제로도 여러 가지 요인이 복합적으로 작용하였을 것이다. 하지만 가장 공통적으로 제기되는 설명은 높은 수준의 외채 특히 단기외채로 인하여 해외 언론과 투자자로부터 외환위기 가능성이 높은 국가로 지목되었다는 점이다. 물론 단기외채의 성격이 지난 외환위기와는 다르기 때문에 우려할 만한 수준이 아니라는 점에 대해 정책당국의 해명 노력이 있었지만, 한 번 단기외채로 인해 외환위기를 겪었던 과거의 낙인을 쉽게 지울 수는 없었다.

1997년 아시아 외환위기와 2008년 글로벌 금융위기의 경험은 위기의 원인이 국내에 있는 경우는 물론 해외에 있는 경우에도 우리나라 외환시장이 위기를 겪을 정도로 취약점을 가지고 있음을 보여 주었다. 물론 단기외채의 예에서 볼 수 있듯이 이번 위기는 상당부분 잘못된 자료의 해석이나 오해로 인해 증폭되었을 수도 있다. 그렇지만 기초여건 뿐만 아니라 오해나 폐거리 행동도 우리나라 외환부문의 취약점 중의 하나인 것은 엄연한 현실이다.

문제는 글로벌 금융위기의 재발을 방지하기 위한 국제적인 노력에도 불구하고 국제금융시장의 통합화 진전과 금융혁신으로 인해 추후 국제금융시장에서의 새로운 위기가 발생할 가능성을 배제할 수 없다는 점이다. 서브프라임 위기의 여파가 채 사라지지 않았는데 벌써 유럽의 재정위기로 인해 국제금융시장이 혼란스러워지고 있다는 사실이 이를 잘 보여준다. 이처럼 국제금융시장에서 큰 충격이 발생할 경우 대외 개방도가 높은 우리 경제는 큰 혼란과 타격을 입을 것으로 우려된다.

---

1) 원/달러 환율은 2007년 11월 1일의 단기저점인 903.81원으로부터 2009년 3월 2일의 단기고점인 1570.04원에 이르기까지 16개월 사이에 73.7% 상승했다. 특히 리먼 부도사태 이후 약 한 달 사이에 원/달러 환율은 33.0% 상승하였다.

따라서 과거 외환위기와 이번 글로벌 위기의 경험을 토대로 우리나라 외환부문의 취약성을 파악하고 개선함으로써 향후 발생할 수 있는 국제금융시장 충격으로부터 우리 경제가 입을 교란을 방지할 필요가 있다. 이와 같은 필요성을 반영하여 그동안 외채 및 외환 관리상의 문제점을 개선하기 위한 여러 가지 방안들이 제안되고 논의되었다. 이들 개선방안 중에는 금융기관의 외화유동성 규제 개선이나 외환보유고 확충과 같이 우리가 스스로 실행할 수 있는 것도 있지만, 국제금융안전망 구축과 같이 국제적인 공조전략이 필요한 것도 있다.

본고에서는 이번 글로벌 금융위기에서 나타난 우리나라 외환시장 안정에 대한 위협요인을 원인을 분석하고, 외환시장 안정성을 제고할 수 있는 정책 방안들을 특히 국제공조전략을 중심으로 살펴보고자 한다.

본고는 다음과 같은 내용으로 구성된다. 다음의 제II장에서는 이번 외환위기에서 나타난 우리나라 외환부문의 불안정 요인들을 단기외채의 증가, 자본자유화 등의 문제를 중심으로 분석할 것이다. 지난 1997년 외환위기의 주된 원인이 바로 외환보유고에 비해 지나치게 높은 수준의 단기외채 규모에 있었고, 이번 외환위기에서도 해외 투자자와 언론의 부정적 시각의 근원이 높은 수준의 단기외채에 있었다는 점을 감안하면 단기외채는 우리나라의 외환위기에서 항상 중요한 역할을 했다고 할 수 있다. 제III장과 제IV장에서는 제II장의 분석을 토대로 외환시장 안정화를 위한 정책 방안을 논할 것이다. 제III장에서는 금융기관의 외화유동성 규제 개선 방안과 선물환 수급 불균형 완화 등 우리나라가 독자적으로 택할 수 있는 방안을 중심으로 안정화 방안을 논의할 것이다 이에 더하여 글로벌 금융위기가 우리경제에 큰 영향을 미칠 수 있었던 것은 자본자유화로 인해 외국인의 국내주식 및 채권투자가 자유로워진 데에도 원인이 있는 만큼 외환위기 방지를 위한 정책방안으로 자본통제의 도입 방안이 논의되고 있는 바 본 장에서는 이와 같은 방안이 바람직한지의 여부에 대해 논할 것이다.

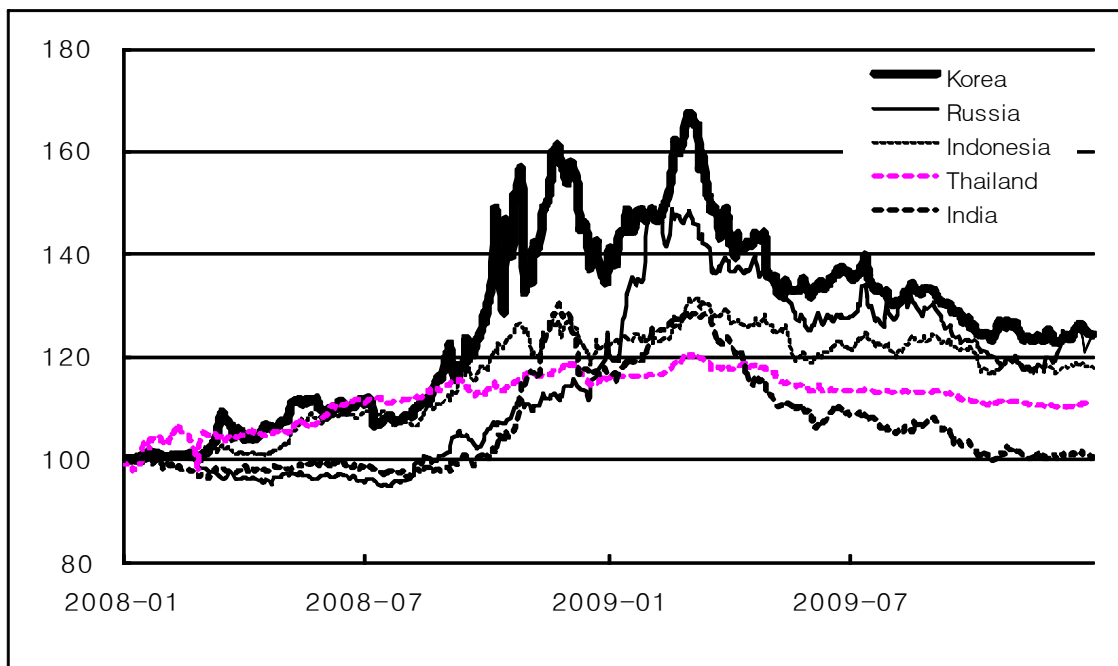
제IV장에서는 국제공조전략으로서 금융안전망에 구축 방안에 대해 논할 것이다. 국제금융안전망은 유사시 국제유동성을 공급함으로써 국제금융체제를 안정시키는 역할을 할 뿐 아니라 각국이 외환보유고를 확보하는 경쟁을 완화시킬 수 있다. 국제금융안전망 구축 방안으로는 기존의 IMF 대출제도 개선에 더하여 글로벌 스왑, 지역통화협력, 새로운 국제금융안전망 등이 논의된다. 이에 더하여 추가적인 국제공조전략으로서 G20를 중심으로 도입 논의가 활발하게 진행되고 있는 은행세를 이용하여 신흥국의 외환시장 안정에 도움을 줄 수 있는 자본통제를 도입하는 방안을 논의할 것이다. 마지막으로 제V장은 본 논문의 결론과 함께 한계를 제시한다.

## II. 외환시장 불안정의 요인

### 1. 외환 수급

서론에서도 지적되었듯이 이번 글로벌 금융위기로 인해 우리나라의 외환부문은 다른 국가들에 비해 상대적으로 큰 충격을 입었다. [그림 1]은 2008년 1월 3일의 환율을 100으로 하여 2009년 12월까지 몇몇 신흥시장국에 있어서 환율의 움직임을 보여주는데, 원화 가치의 하락정도가 다른 아시아 신흥시장국보다 훨씬 컸을 뿐만 아니라 외채위기에 처했던 러시아에 비견할 만한 수준이었음을 알 수 있다. 환율뿐만 아니라 우리나라 정부가 발행한 외평채(2013년 만기 10년물 기준) 가산금리도 리먼 사태 이후부터 급등하여 2008년 10월 27일에는 751bp까지 상승하였는데 이는 1997년 외환위기 당시 해외 한국물 채권(산금채 10년물 기준)의 가산금리 660bp보다 높은 수준이다.

[그림 1] 글로벌 금융위기 중 환율의 움직임(2008~2009)



주: 모든 환율은 2008년 1월 3일의 값이 100이 되도록 정규화되었음.

자료: Pacific Exchange Rate Service Website

이처럼 외환부문이 큰 충격을 받은 이유를 살펴보기 위해 먼저 2008년 중 외환 수급을 보도록 하자. <표 1>은 국제수지표의 자료를 이용하여 계산된 2007년과 2008년의 외환수급을 보여준다. 표에서 보듯이 2007년과 08년 사이에 외환수급에 있어서 가장 큰 변화는 증권투자와 기타투자의 부채부문에서 발생했다. 증권투자의

부채부문은 외국인의 국내증권투자가 늘어날 때에 발생한다. 따라서 2008년 중 -562.7억 달러는 외국인들이 국내주식과 채권에 투자한 자금을 대폭 회수했음을 의미한다. 기타투자의 부채부문은 주로 예금취급기관 즉 은행의 단기해외차입이 늘어날 때에 발생한다. 따라서 2008년 중 이 항목이 -643.7억 달러를 기록한 것은 은행들이 단기외채를 대폭 회수당했음을 의미한다. 결국 2008년 중 외환수급에 있어서 외화부족을 가져온 것은 외국인들이 국내 주식과 채권 투자금 그리고 은행에 대한 대출을 대폭 회수했기 때문이다.

<표 1> 외화자금 과부족 원인

	2007		2008	
	금액	(기여율)	금액	(기여율)
자금부족 (A+B)	-103.5	100.0	-688.6	100.0
경상수지 (A)	4.9	-4.7	-116.5	16.9
자본계정 (B)	-108.4	104.7	-572.1	83.1
투자계정	-115.8	111.9	-597.1	86.7
직접투자	-93.0	89.8	-18.0	2.6
증권투자	-28.3	27.3	236.5	-34.3
증권투자(자산)	-251.5	242.9	799.2	-116.1
증권투자(부채)	223.2	-215.6	-562.7	81.7
파생금융상품	49.6	-47.9	-202.1	29.4
기타투자	-44.2	42.7	-613.5	89.1
기타투자(자산)	-88.2	85.2	30.2	-4.4
기타투자(부채)	44.0	-42.5	-643.7	93.5
차입	-22.1	21.4	-661.1	96.0
예금취급기관(장기)	42.7	-41.2	-72.4	10.5
예금취급기관(단기)	-90.5	87.4	-596.2	86.6
현금및예금(부채)	75.2	-72.6	84.0	-12.2
기타부채	-13.9	13.4	7.2	-1.0
기타자본수지	7.4	-7.1	25.0	-3.6
준비자산증(-)감 (C)	69.8	67.5	715.7	103.9
오차 및 누락 (D)	33.7	32.5	-27.1	-3.9
자금조달 (C+D)	103.5	100.0	688.6	100.0

자료: 한국은행, 경제통계시스템

외환수급에 있어서 이들의 역할을 보다 상세히 살펴보기 위해 <표 2>는 국내주식, 장기채권, 단기채권, 기타투자 별로 순유입액과 함께 월평균 원/달러 환율, 외환보유고 변화액을 월별로 보여준다. 이 중 주식투자는 2008년뿐 아니라 2007년에도 지속적으로 순유출을 보였다. 글로벌 금융위기가 최고조에 달했던 2008년 4사분기에는 4개 부문이 모두 순유출을 기록했지만 이 중에서도 가장 큰 순유출을 보인 부문은 기타투자 부문이다. 즉 은행 등 국내 금융기관에 대한 외화대출금 회수가 급격하게 큰 폭으로 발생한 것이 2008년 4사분기 중 외화유동성 부족의 주된 원인이

되었고 그 결과 외환보유고가 큰 폭으로 감소하는 한편 환율은 큰 폭으로 상승하였다.

<표 2> 월별 외국인 투자금 회수(2008년 외환위기)

(단위: 억달러)

	국내주식 (순유입)	장기채권 (순유입)	단기채권 (순유입)	기타투자 (순유입)	환율 (월평균)	외환보유고 변화
2007/07	-49.1	21.7	4.3	89.7	918.4	41.4
2007/08	-105.0	46.6	6.7	102.8	935.3	4.6
2007/09	-25.0	68.7	13.6	-48.4	928.8	19.9
2007/10	6.9	58.3	10.2	75.0	915.0	28.4
2007/11	-84.8	68.7	42.8	90.2	918.4	17.9
2007/12	-32.9	52.4	14.0	-53.5	931.0	3.0
2008/01	-93.0	70.5	0.6	59.3	942.8	-3.5
2008/02	-22.8	38.7	-16.5	38.5	944.1	4.9
2008/03	-30.3	5.5	6.4	83.0	981.1	18.8
2008/04	-1.5	35.3	17.1	4.1	987.2	-37.6
2008/05	7.0	56.9	12.4	-48.9	1035.5	-22.8
2008/06	-53.5	7.2	0.7	42.3	1031.8	-1.0
2008/07	-42.5	-35.8	-1.3	68.5	1015.3	-105.8
2008/08	-25.1	4.8	8.9	75.5	1048.2	-43.2
2008/09	-31.1	-48.4	20.3	11.7	1135.0	-35.3
2008/10	-39.2	-43.5	-3.3	-187.6	1326.9	-274.2
2008/11	-15.0	-23.3	-24.3	-116.8	1402.8	-117.5
2008/12	12.2	-4.4	-7.2	-66.2	1366.3	7.2
2009/01	4.2	26.4	16.9	-18.4	1356.6	5.2
2009/02	-3.6	-22.8	13.2	6.9	1440.8	-2.1
2009/03	12.1	-31.3	-7.4	-12.8	1452.5	48.1
2009/04	23.1	30.3	11.5	-17.1	1333.7	61.4
2009/05	33.3	18.2	-1.1	-21.3	1255.1	142.9
2009/06	23.5	12.8	24.2	-35.0	1262.6	49.7

자료: 한국은행, 경제통계시스템

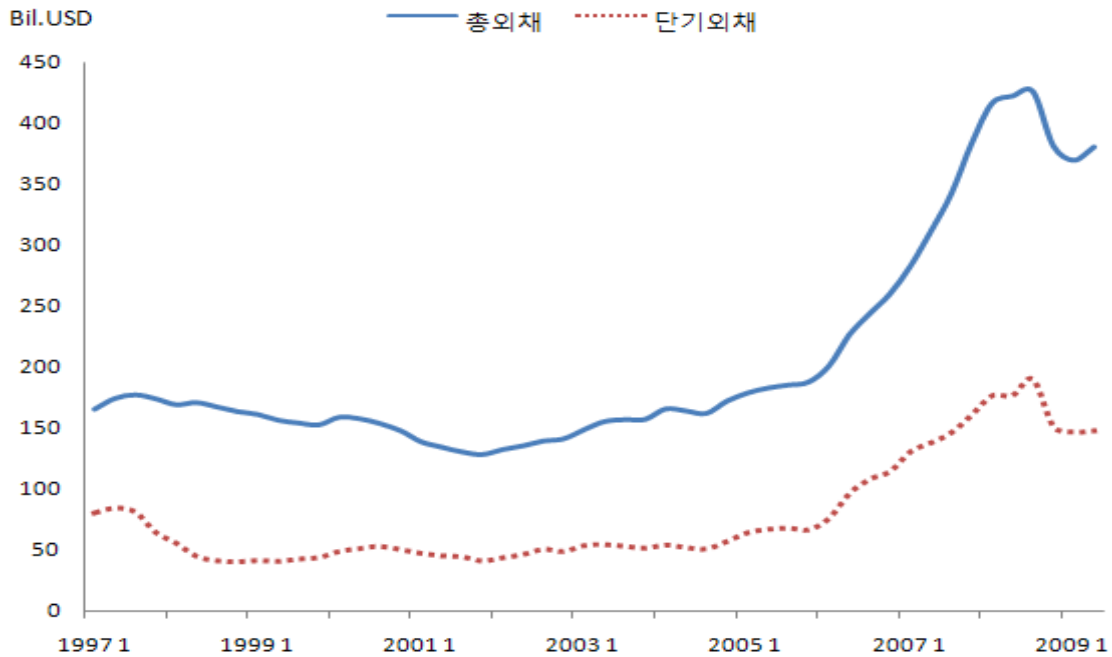
## 2. 외채 및 단기외채

[그림 2]에서 보듯이 외환위기 직전인 1997년 3사분기 말에 1,774억 달러에 달했던 우리나라의 총외채는 외환위기 이후 점차 감소하여 2001년 4사분기에는 1,287억 달러로 줄어들었다. 이 기간 중 총외채 규모의 감소는 주로 단기외채 감소로 인한 것이었다. 1997년 3사분기 말에 805억 달러에 달했던 단기외채 규모는 국내 금융기관의 단기외채 차환이 어려워짐에 따라서 1998년 4사분기에는 그 절반에도 미치지 못하는 396억 달러까지 급격히 감소하였다.

총외채와 단기외채는 외환위기가 진정됨에 따라서 다시 증가추세를 보였다. 총외채는 2006년부터 빠른 속도로 증가하기 시작하는데 2005년 말에 1,879억 달러였

던 규모가 리먼 사태가 발생한 2008년 3사분기 말에는 4,255억 달러로 2배 이상 증가하였다. 단기외채는 총외채보다 더욱 빠른 속도로 증가하였는데, 2005년 말 659억 달러였던 단기외채 규모는 2008년 3사분기 말에는 거의 세 배에 가까운 1,896억 달러로 증가했다.

[그림 2] 우리나라의 총외채 및 단기외채 추이 (분기말)



자료: 한국은행, ECOS DB

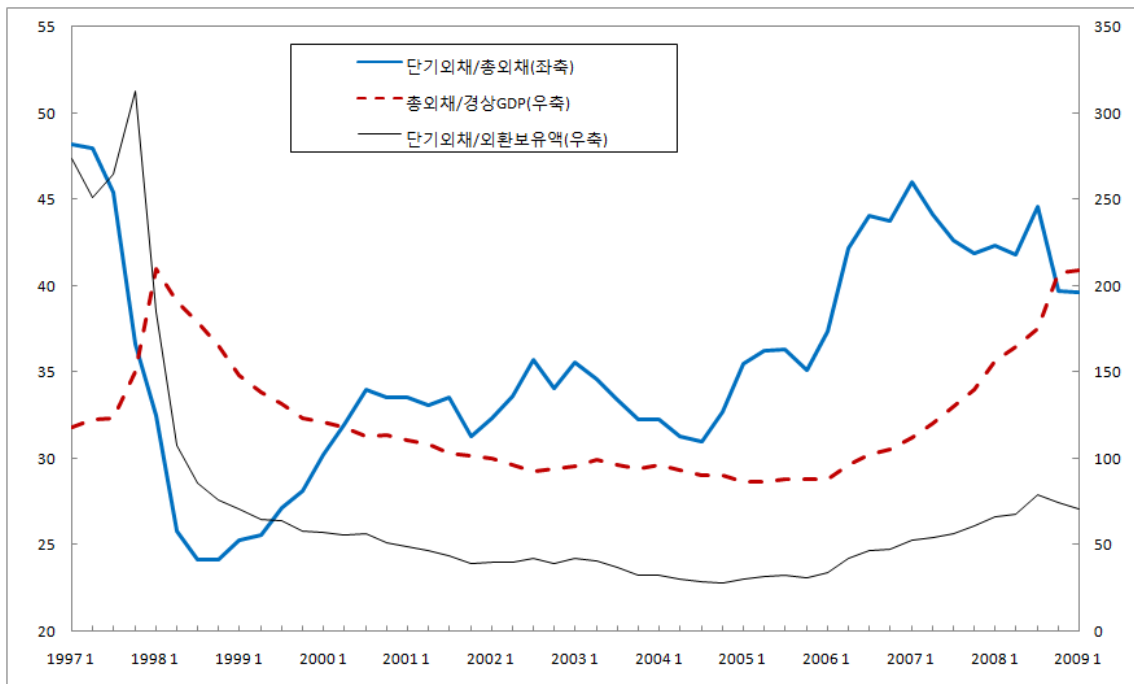
이처럼 2006년부터 총외채 및 단기외채 규모가 빠른 속도로 증가함에 따라서 국제적으로 국가의 외채상환능력을 평가하기 위해서 널리 사용되는 외채관리지표가 본격적으로 악화되기 시작했다. [그림 3]은 IMF와 세계은행에서 주로 사용하는 외채관리지표인 GDP 대비 총외채, 총외채 대비 단기외채, 외환보유액 대비 단기외채) 비율을 분기별로 보여준다. 총외채/GDP 비율은 2006년부터 본격적으로 상승하기 시작하여 2008년 3사분기 말에는 175%를 기록했으며, 그 이후 총외채 규모가 줄어들기 시작했음에도 불구하고 대공황 이후 최악의 경기침체에 따른 GDP 감소로 인해 2009년 1사분기에는 1997년 외환위기와 같은 수준인 209%에 달했다. 단기외채/총외채 비중은 2005년부터 상승세를 보이기 시작하여 2008년 3사분기 말에는 45%를 기록하였는데 이는 1997년 1사분기의 48%에 버금가는 수준이다. 1997년 외환위기에 비해 가장 양호한 모습을 나타낸 지표는 단기외채/외환보유고 비율이다. 단기

2) 단기외채 대신 잔존만기 1년 미만의 모든 외채를 포함하는 유동외채를 이용하기도 한다.

외채가 급증함에 따라 이 비율 역시 2005년 이후 꾸준히 상승하여 2008년 3사분기 말에는 79%에 달했으나, 높은 수준의 외환보유고로 인해 1997년 외환위기 당시(1997년 4사분기에 312%)에 비해서는 매우 양호한 모습을 보였다.

이처럼 외채 특히 단기외채 규모가 급증하고 그 결과 대부분의 외환관리지표들이 악화됨에 따라서 1997년 외환위기 이후 다시 한 번 우리나라의 외환위기 가능성이 거론되었으며 이에 따라 국내 은행들이 외화유동성 부족을 겪는 등 외환시장과 금융시장이 혼란을 겪기에 이르렀다. 특히 해외 언론들은 우리나라 단기외채 규모(보다 정확히는 잔존만기 1년 미만의 유동외채)의 증가와 외환보유고의 가용성 문제를 이유로 들어 글로벌 금융위기 중에 우리나라를 외환위기 발생 가능성이 높은 국가로 지목했다.

[그림 3] 외채관리지표 추이 (분기별 자료)



자료: 한국은행, ECOS DB

예를 들어 Financial Times(2009)의 2009년 3월 1일자 기고문에서는 2008년말 우리나라의 잔존만기 1년 미만의 유동외채가 1,940억 달러로 2,000억 달러 규모의 외환보유고와 비교할 때 매우 우려스러운 수준임을 지적했다. 2009년 2월 28일자 Economist지(2009)도 높은 수준의 단기외채와 은행 예대비율을 이유로 우리나라를 남아프리카공화국, 폴란드와 헝가리 다음으로 외환위기 발생 가능성이 높은 국가로 지목했다. 이는 멕시코를 비롯한 다른 신흥시장국보다 외환위기 발생 가능성이 높은 국가로 지목되었음을 의미한다.

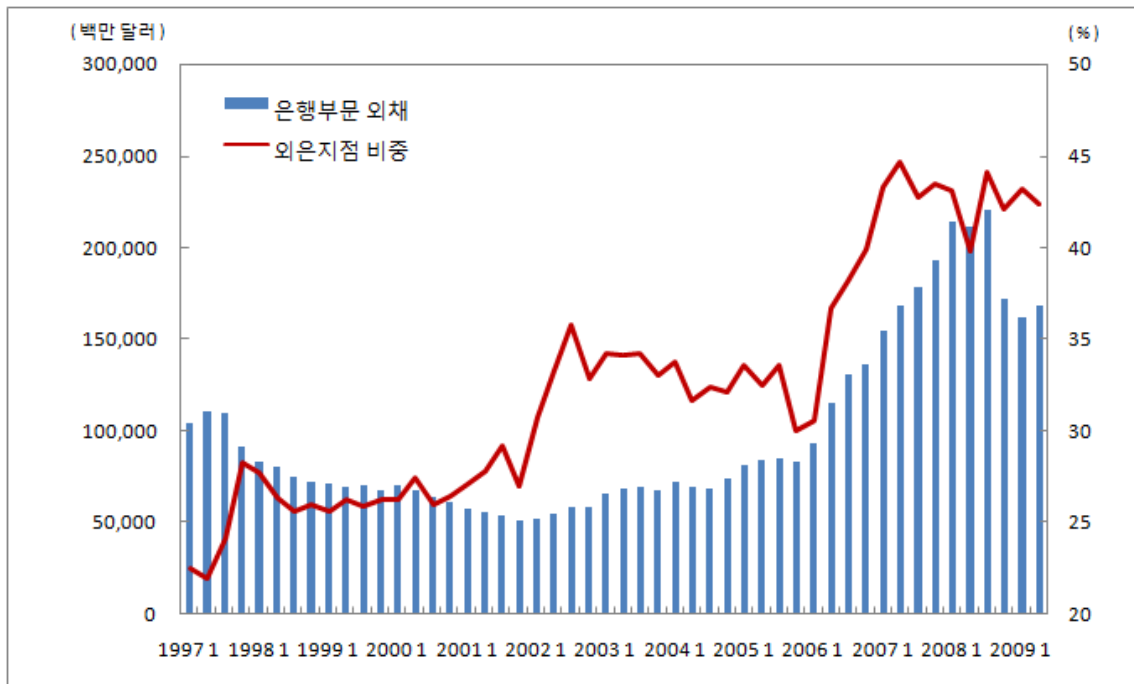


### 3. 단기외채 증가 요인

우리나라 외채 및 외환 관리의 문제점을 파악하고 개선방안을 제안하기 위해서는 무엇보다도 최근 글로벌 금융위기 하에서 우리나라의 외화유동성 문제가 부각된 주요 원인을 제공한 단기외채의 증가 원인을 살펴볼 필요가 있다.

우리나라의 단기외채가 증가한 원인을 보기 위해 경제주체별 단기외채 비중의 변화를 보면 국내은행과 외은지점을 포함한 은행부문 단기외채 규모와 비중 증가가 두드러지게 나타난다. [그림 4]에서 보듯이 외은지점을 포함한 은행부문 단기외채 규모는 2005년 말 513억 달러였으나 2008년 3사분기 말에는 1,597억 달러로 증가하였다. 이에 따라 같은 기간 중 전체 단기외채에서 은행부문이 차지하는 비중이 77.8%로부터 84.2%로 증가하였다.

[그림 4] 은행부문 외채 규모와 외은지점 비중 (분기별)



자료: 한국은행, ECOS DB

은행권의 단기외채 규모나 비중이 크게 증가한 것은 1997년 외환위기 이전에도 나타났던 현상이다. 하지만 그 이유는 상이하다. 1997년 외환위기 이전의 은행권 단기외채 증가는 주로 기업에 대한 장기 외화대출 자금을 조달하되 이자율이 높은 장기자금보다는 이자율이 낮은 단기자금을 계속 차환(roll-over)하는 방식으로 조달한 것이 원인이었다. 따라서 이 경우에는 근본적으로 은행들이 단기자금조달과 장기자금운용이라는 만기 불일치의 위험에 노출되어 있었고, 실제로 우리나라 단기외채의

차환이 어려워짐에 따라서 외화유동성 위기 또는 외화부도 위기에 처한 것이다.

그러나 2005년 이후 은행부문 단기외채 증가분의 상당 부분은 수출기업과 해외투자펀드의 환헷지를 위한 선물환 매도(달러선물 매도) 수요에 대응하여 선물환 순매수 포지션을 취하게 된 은행들이 포지션을 조정하는 과정에서 발생한 것이다. 즉 달러 선물환 매수를 한 은행은 미래 달러화 매수초과 포지션으로 환위험에 노출되므로, 이를 헷지하기 위해서 달러화를 차입하고 이를 현물환시장에서 원화로 환전하여 원화채권에 투자를 하는데 이 과정에서 달러화 차입이 발생하게 된다. 이 때 선물환의 만기가 1년 미만이면 단기외채가 발생한다.

2005년 이후 선물환 매도 수요가 급증한 것은 무엇보다도 조선을 비롯하여 국가 전체적으로 수출이 크게 증가한 데에서 원인을 찾을 수 있다. 특히 조선업은 금액이 확정되는 수주계약으로부터 인도 및 대금 수령까지 상당한 기간이 걸리므로 장기적인 원화가치 상승추세가 수익에 큰 영향을 미칠 수 있기 때문에 대부분의 조선업체는 수주계약이 체결되면 바로 선물환 헷지를 하는 경향이 있었다. 더욱이 조선 수주 금액이 2005년의 284억 달러로부터 2006년, 2007년에는 각각 486억 달러와 973억 달러로 급증함에 따라 선물환 매도 규모가 크게 증가했다.

<표 3> 국내기업 및 해외펀드의 선물환 순매도 추이

(억 달러)

	2005년	2006년	2007년	2008.1~6월
일반기업 (조선업체)	292 (223)	493 (431)	718 (623)	584 (403)
해외증권투자	15	131	272	37

자료: 양양현, 이혜림, “차익거래 유인과 외은지점 및 외국인의 국내 채권투자에 관한분석” 「조사통계월보」 8월호, 한국은행, 2008.8

수출 증가 이외에도 이 시기에 펀드를 통한 해외투자가 빠른 속도로 늘어난 것도 환위험 헷지 목적의 선물환 매도가 크게 증가한 원인이다. 해외투자 펀드는 원화가치가 상승할 경우 원화표시 수익률이 하락하게 된다. 이와 같은 환위험을 회피하기 위해 환헷지를 할 경우 해외펀드 투자 증가는 선물환 매도 수요를 증가시킨다. 특히 2007년 6월 1일부터 시행된 해외투자펀드 비과세조치로 인해 해외투자펀드 가입이 급증하였고 이에 따라 <표 3>에서 보듯이 해외증권투자로 인한 선물환 매도 수요가 크게 증가했다.

조선사를 비롯한 수출기업과 해외투자펀드의 환위험 헷지를 위한 선물환 매도가 크게 증가한 데에는 2004년부터 시작된 원화 가치의 장기적인 상승 추세도 한 몫을 하였다. 2004년 1월 2일부터 2010년 4월 30일까지 기간 중 1개월 후, 3개월 후, 1년 후에 각각 원/달러 환율이 증가한 일수와 감소한 일수를 세어본 결과, 1개월은 증

가일수와 감소일수가 각각 872일(56%)과 697일, 3개월은 926일(61%)과 604일, 1년은 869일(65%)과 461일이었다. 즉, 모든 기간에 있어서 원/달러 환율이 감소한 일수가 증가한 일수를 초과하며, 이런 현상은 기간이 길수록 더욱 뚜렷하다. 경제주체들이 경험에 의존하여 환위험 헷지의 필요성을 판단한다면 이와 같은 경험은 달러 선물환 매수 수요보다 매도 수요를 크게 만드는 요인이 될 수 있다.

그런데 이와 같이 선물환 수급 불균형으로 인해 발생한 외채는 원칙적으로 선물환의 만기가 되면 자연적으로 해소가 될 수 있다. 선물환 만기시에 달러화 선물 매도를 한 수출업체나 해외펀드가 수출대금 또는 해외투자금 회수에 의해 수령한 달러화를 인도하면 은행은 이를 달러화 차입금을 상환하는 데에 사용할 수 있기 때문이다. 바로 이것이 2005년 이후 단기외채 규모가 급격하게 증가하였음에도 불구하고 외환위기 이전과는 달리 별 문제가 되지 않는다는 시각이 국내에서 꾸준히 제기된 근거였다. 하지만 실제로는 이와 같은 단기외채도 글로벌 금융위기 중 외환시장 불안정에 상당한 기여를 했는데 그 이유는 다음과 같다.

첫째로, 그 원인이나 성격을 규명하기에 앞서 단기외채 규모 자체가 해외 언론과 투자자의 우리나라에 대한 부정적 시각을 초래했다. 둘째, 글로벌 금융위기와 세계적인 경기침체로 수출기업의 수주가 취소되면서 수출대금 수령액이 감소하자 그 차액만큼 선물환 매도초과 상태가 되어 환헷지를 하였던 수출기업이 오히려 환위험에 노출되게 되었다. 해외펀드 역시 해외 주가가 하락하여 투자손실이 발생하면서 선물환 매도초과 상태가 되었고 이로 인한 환위험을 해소하기 위한 현물환 매수가 외환수급의 불균형을 심화시켰다.

선물환 매도가 급증함에 따라 금리재정거래 기회가 확대되었고 이를 이용하기 위한 차익거래가 증가한 것도 외채증가에 한 몫을 하였다. 선물환 매도 수요 증가로 인해 FX스왑 레이트<sup>3)</sup>가 국내외 이자율 차이보다 낮아짐에 따라 2007년 하반기부터 금리재정거래 기회가 확대되었다. 국내외 금리차가 FX 스왑 레이트를 상회하는 경우 다음과 같은 재정거래 기회가 발생한다. 달러화 자금을 조달하고, FX스왑(현물 달러 매도, 선물 달러 매수) 계약을 통해 원화로 환전한 후, 원화 채권에 투자한다.<sup>4)</sup> 이론적으로는 누구든 이와 같은 거래를 통해 무위험차익을 거둘 수 있으나 실제로는 달러자금 조달이나 FX 스왑 거래에 있어서 신용도가 높은 외은지점이나 외국 금융기관이 금리 면에서 유리하기 때문에 이와 같은 차익거래는 주로 외은지점이나 외국 금융기관에 의해 주도된다.

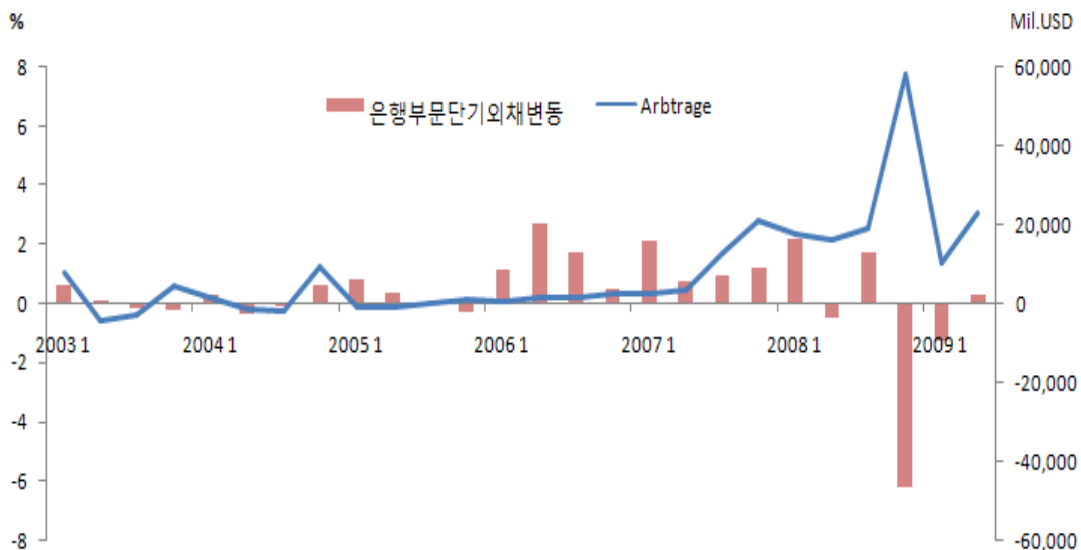
[그림 5]는 국내외 이자율 격차와 FX 스왑레이트 간 차이로 측정된 재정거래 기회를 나타내는데 2006년부터 달러화 차입에 의한 재정거래 기회([그림 5]의 실선)가 발생하였으며 2007년 하반기부터 재정거래 기회가 크게 확대되었고 이에 따라 은행권 단기외채가 계속 증가하였음을 알 수 있다. 특히 달러화자금 조달 면에서 재정

3) (선물환율-현물환율)/현물환율

4) 달러화 자금 조달금리가  $i^*$ , 원화 채권 수익률이  $i$ , 원/달러 현물환율과 선물환율이 각각  $S$ 와  $F$ 라면 1달러 자금조달시 재정거래차익은  $i - i^* - (F - S)/S$  달러가 된다.

거래에 유리한 외은지점의 경우 단기외채 규모가 2005년말 258억 달러에서 2008년 3사분기 말 941억 달러로 683억 달러 증가하였는데 이는 같은 기간 중 전체 국내은행의 단기외채가 376억 달러 증가한 것과 대조를 이룬다. 국내외 금리차와 FX 스왑레이트와의 차이는 리먼사태 발생 이후인 2008년 4사분기에 정점에 달했으나, 이 시기에는 국제적인 신용경색현상으로 인해 달러화자금 조달시 신용 스프레드가 크게 높아지고 우리나라의 외화유동성 위기 우려로 인해 달러화자금 조달이 어려워짐에 따라서 재정거래가 발생하지 않고 오히려 외화유동성 위기에 처한 은행부문의 단기외채가 크게 감소하였다.

[그림 5] 재정거래 기회와 은행부문 단기외채 변동



자료: Bloomberg, 한국은행 ECOS DB

선물환 헷지 수요로 인한 외은지점의 단기외채 증가 이외에도 국내은행의 외채 증가가 우리나라 외채증가의 중요한 요인이었다. 2006년부터 2008년 3월 사이에 국내은행의 외채는 576억 달러 증가하여 외은지점 690억 달러에 이어 가장 외채가 많이 증가한 경제주체가 되었다. 이처럼 국내은행의 외채가 크게 증가한 것은 외은지점과 마찬가지로 선물환 매수 포지션의 헷지나 차익거래에도 원인이 있지만 이 기간 중 심화된 국내은행간 외형성장 경쟁의 일환으로 장·단기 외화자금 조달을 통한 대출 확대도 중요한 요인이라 할 수 있다. 이 기간 중 외은지점의 대외채무 증가는 대부분이 단기 차입금의 형태였는데 비해 국내은행의 대외채무 증가액 576억 달러 중 251억 달러가 장기차입이었다.

#### 4. 자본자유화와 증권투자

자본자유화를 포함한 외환거래 자유화는 주식, 채권 등 증권투자를 위한 자금 유출입 규모를 증가시킴으로써 이번 글로벌 금융위기에 있어서 우리나라 외환수급 불균형을 심화시키는 데에 있어 중요한 역할을 했다고 할 수 있다. 선물환 매도 수요로 인해 단기외채가 급증한 것도 수출 규모가 크다는 점에 더하여 자본자유화로 인해 국내은행과 외은지점이 단기외채를 비교적 자유롭게 조달할 수 있기 때문이었다. 특히 이번 글로벌 금융위기에 있어서는 외국인들이 대규모로 주식투자자금을 회수한 것이 외환수급 불균형을 심화시킨 요인이었다. 물론 <표 2>에서 보았듯이 글로벌 금융위기가 본격화된 2008년 9월 이후에는 국내주가가 급락함에 따라 주식투자자금의 순수출 규모가 그다지 크지 않았고, 은행에 대한 대출금 회수(기타투자)와 채권 순매도가 외환수급의 불균형을 초래한 주된 요인이었다. 하지만 <표 2>에서 볼 수 있듯이 외국인은 글로벌 금융위기가 본격화되기 이전인 2007년부터 국내 주식을 대규모로 그리고 지속적으로 순매도하여 이 기간 중 외환수요를 증가시킨 요인이 되었다. 지속적인 주식 순매도의 결과 <표 3>에서 보듯이 한 때 상장주식 총액의 42.0%에 달했던 외국인 보유비중은 2008년 말에는 28.9%로 감소했다.

우리나라의 외환거래 자유화는 1997년 외환위기 이전에도 꾸준히 진행되었으나 외환위기 이후 더욱 급진전되었다. 외환위기 이후 이루어진 외환거래 자유화 조치는 다음과 같이 요약될 수 있다. 1997년 말 외환위기 진행 중에 환율 일일 변동 제한폭을 제한하여 자유변동환율제로 전환하였고, 1999년 4월 1일에는 종전의 「외국환관리법」을 대체한 「외국환거래법」을 제정·시행하였다. 2001년 1월 1일부터는 개인의 외환거래에 대해 자유화 조치가 취해졌다.

2002년에는 3단계에 걸친 외환거래 자유화 계획에 따라 7월부터 제1단계 자유화 조치가 취해졌다. 제1단계 자유화의 주요 내용으로는 개인의 증여성 송금의 전면 자유화, 증권사 및 보험사의 은행간 외환시장 참여 허용, 원화수출 자유화 등 외환시장 선진화 조치와 비거주자의 원화증권 대여한도를 100억 원, 원화대출한도를 10억 원으로 각각 상향 조정한 것을 들 수 있다.

2006년 1월부터 시행된 제2단계 자유화 조치에는 비거주자의 원화자금 조달, 재무구조 불량기업의 단기 해외차입, 장외 신용과생금융상품 거래 등 자본거래 허가제의 신고제로의 전환, 자본거래의 지급증빙서류 제출 의무 폐지, 대외채권 회수의 무 면제 허가의 신고제 전환, 금융기관의 외국환업무 취급범위에 대한 제한 철폐, 지정거래 외국환은행 제도 폐지 등이 포함되었다.

2009년에 시행될 예정이던 제3단계 자유화 조치에는 「외국환거래법」을 폐지하고 「외환법」을 제정하고, ① 외환전산망, 국세청·관세청·금융정보분석원 통보제도, ② 외국환평형기금 관련 규정, ③ 평상시 외환시장 안정을 위해 필요한 최소한의 장치, ④ 유사시 안전장치 등을 제외한 모든 규제를 폐지하는 내용을 담고 있었다. 하지만 제3단계 자유화조치는 2008년 하반기에 불거진 글로벌 금융위기로 인해

그 시행이 잠정적으로 중단된 상태다.

이에 더하여 우리나라는 채권시장에 대한 외국인 투자를 가로막던 요인들을 제거하기 위한 두 가지 조치 즉 국제중앙증권예탁기관의 통합계좌를 통한 결제 허용과 외국인의 국채 및 통안증권 이자소득에 대한 원천징수 면제 조치를 취함으로써 외국인의 국내 채권투자가 활성화될 수 있는 기반을 마련했다.

우선 2007년 12월에는 국제중앙증권예탁기관(ICSD: International Central Securities Depository)<sup>5)</sup>의 통합계좌를 통해 외국인 투자자가 국채 및 통안채의 매매를 결제할 수 있도록 증권업 감독규정과 외국환 거래규정이 개정되었다. 이 조치는 외국인 투자자가 국제중앙증권예탁기관을 통해 국내채권 거래를 결제할 경우 기존에 외국인 투자자에게 적용되던 외국인 투자자 등록의무를 면제해 주는 한편, 통합계좌를 통한 결제와 채권 장외거래를 허용함으로써 외국인 투자자의 국내 채권 투자를 활성화시킬 수 있는 기반을 조성하였다.

#### <표 4> 외국인의 국내 주식 및 채권 보유 현황

(단위: 십억원)

	시가총액		외국인 보유액		외국인 보유비중(%)	
	주식	채권	주식	채권	주식	채권
1998	133,796	334,034	25,633	968	18.60	0.29
1999	349,728	364,419	76,591	1,157	21.90	0.32
2000	187,902	424,684	56,559	692	30.10	0.16
2001	256,006	504,730	93,698	429	36.60	0.09
2002	258,780	563,944	97,161	647	37.55	0.11
2003	355,447	607,294	142,534	1,768	41.10	0.29
2004	412,280	659,760	173,158	3,175	42.00	0.48
2005	655,573	720,156	260,263	3,346	39.70	0.46
2006	703,843	777,763	262,534	4,618	37.30	0.59
2007	950,762	830,838	308,047	36,958	32.40	4.44
2008	576,928	864,104	166,933	37,458	28.90	4.33
2009	887,935	1,013,774	289,279	56,486	32.60	5.57

자료: 금융감독원, 『금융통계월보』 각호.

외국인 국내채권 투자 활성화를 위해 취해진 두 번째 조치는 2009년 1월에 발표된 외국인 투자자의 국채 및 통안증권 이자소득에 대한 원천징수 면제 조치다. 우리나라는 원칙적으로 채권 이자소득에 대해 원천징수세를 부과하고 있다. 원천징수

5) 주로 유로채권의 예탁 및 결제를 수행하기 위해 설립된 기구로 현재 EuroClear와 Clearstream의 두 개 기관이 있다.

세율은 거주자의 경우 14%, 비거주자의 경우 조세협약이 체결된 국가의 거주자는 협약에 따라 10~15%가 적용되고, 조세협약이 체결되지 않은 국가의 거주자는 25%가 적용된다. 그런데 선진국들을 포함하여 많은 국가들은 외국인의 채권 이자소득 특히 국채 이자소득에 대해서는 원천징수를 면제해 주고 있다. 이에 따라 여러 국가의 채권에 투자하는 국제채권펀드는 특별한 이유가 없는 한 이자소득에 대해 원천징수를 하는 국가에는 투자를 하지 않는 경향이 있다.

이처럼 외국인 투자자의 국내 채권투자를 가로막던 제도적 문제를 해소하기 위한 두 가지 조치는 외국인 투자자의 국내 채권투자를 활성화시켰다. 사실 1997년 12월부터 외국인의 국내 채권투자가 전면적으로 허용되었음에도 불구하고 <표 4>에서 보듯이 외국인의 국내 채권투자 실적은 거의 미미하였다. 1998년 이후 2006년까지 외국인의 국내 상장채권 보유비중은 0.09%~0.59%에 불과했는데, 이는 같은 기간 중 상장주식 보유비중이 18.60%~42.00%에 달했던 것과는 대조적이다.

하지만 외국인 채권투자는 2007년부터 본격적으로 증가하기 시작했다. 외국인 국내채권 투자는 2008년 글로벌 금융위기 중 한 때 순매도로 전환되었으나, 그 후 빠른 속도로 회복되어 2009년 말에는 외국인 국내채권 보유잔고가 채권 시가총액의 5.57%인 56조 5천억원에 달했고, 2010년 3월말에는 글로벌 채권지수 편입과 원화가치 상승기대로 61조 8천억원으로 증가했다. 외국인 국내채권 투자가 활성화는 국내의 차입자가 낮은 비용으로 자금들 조달하는 혜택을 제공한지만, 금융시장과 외환시장을 불안정하게 만들 수 있는 요인이 될 수도 있다.

주식투자에 더하여 채권투자까지 활성화될 경우 자본유입의 규모가 커지고 이에 따라 자본유입의 문제를 심화시킬 우려가 있다. 뿐만 아니라 채권에 투자된 자금이 주식에 투자된 자금과 함께 갑작스럽게 유출로 반전될 경우 국내 금융시장은 물론 외환시장에 보다 큰 충격을 줄 수도 있다.

### 3. 외환시장의 규모

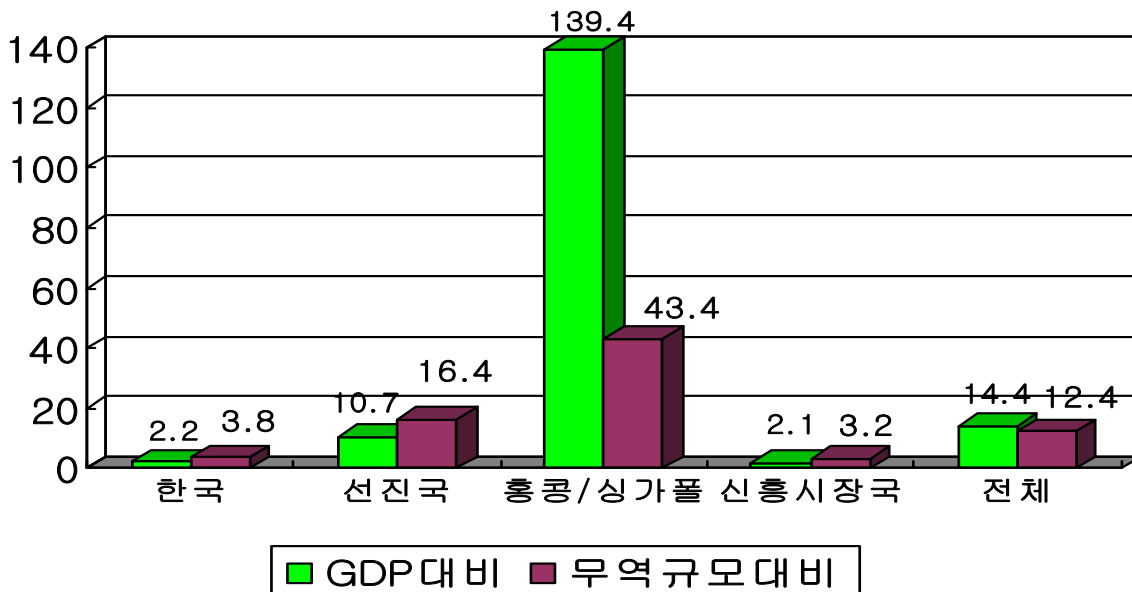
우리나라의 외환시장 규모가 국내총생산, 수출입 규모와 같은 실물거래 규모에 비해 상대적으로 작아서 환율이 약간의 외환수급 불균형에 의해서도 크게 영향을 받을 수 있는 것도 외환시장 불안정의 요인이 된다. 현물환, 선물환, 외환스왑과 외환파생상품을 포함한 외환시장의 일평균 총거래 규모는 1997년 79억 달러에서 2009년에는 211억 달러로 크게 증가했다. 그 결과 BIS의 Triennial Survey에 따르면 우리나라 외환시장 비중은 1998년 전세계의 0.2%에서 2007년 0.8%로 증가했다. 이처럼 외환거래 규모가 큰 폭으로 증가했음에도 불구하고 [그림 6]에서 보듯이 GDP나 무역규모에 대비한 상대적 외환거래 규모는 전체 국가 평균에 미달한다.

외환시장의 규모 문제와 함께 외환시장에서 적극적으로 유동성을 공급함으로써 환율 안정에 기여하는 시장조성자가 없다는 사실도 원/달러 환율이 큰 변동성을 보이는 원인으로 지적된다. 그 동안 김태준·채희율(2008), 이대기·이규복(2008), 최창규

(2008)를 비롯하여 여러 연구에서 이와 같은 외환시장 규모나 구조의 문제점에 대한 지적이 이루어지고 개선방안이 제시되었으며, 정책당국도 외환시장의 규모를 키우고 시장조성자가 나타날 수 있는 여건 조성을 위해 노력했지만 아직 규모의 증대 이외에는 가시적인 성과가 없는 듯하다. 아마도 이 문제는 단기간 내에 해결되기는 어려운 듯이 보인다.

[그림 6] 외환시장의 상대적 규모

(일평균 거래량 기준, %)



자료: Bank for International Settlements



### III. 외환시장 안정화 정책

#### 1. 외화유동성 규제 개선

2008년 국제금융위기에 있어서 한 가지 특이사항은 국내은행들이 외환건전성 유지를 위해 요구되는 외화유동성 관리지표를 모두 충족시켰음에도 불구하고 외화유동성 위기에 직면했다는 사실이다. <표 5>에서 보듯이 국내은행은 크게 세 가지 외화유동성 관리 기준을 충족시켜야 한다.

그런데 <표 6>에서 보듯이 2003년 이후 이들 기준들이 모두 잘 지켜지고 있었다. 물론 2008년 들어서는 지표가 악화되는 경향을 보였으나 여전히 기준 자체를 충족시키는 범위에 있었다. 이와 같은 사실은 그동안 시행되어 온 외화유동성 관리 지표 자체에 문제가 있었음을 의미하는데 이들 문제는 다음과 같이 요약될 수 있다.

<표 5> 현행 은행부문 외화유동성 관리지표

지표	내용
3개월 이내 외화유동성 비율	$\frac{\text{잔존만기 3개월 이내 외화자산}}{\text{잔존만기 3개월 이내 외화부채}} \times 100 \geq \begin{matrix} 85\%(\text{은행}) \\ \text{기타금융회사는 } 80\% \end{matrix}$
갭비율 (외화자산·부채 만기 불일치 비율)	$\frac{\text{기간별 외화자산} - \text{기간별 외화부채}}{\text{총 외화자산}} \times 100 \geq \begin{matrix} 0\%(\text{7일 이내}) \\ \Delta 10\%(\text{1개월 이내}) \end{matrix}$
중장기 외화대출재원 조달비율	$\frac{\text{계약만기 1년 이상 외화조달}}{\text{계약만기 1년 이상 외화대출}} \times 100 \geq 80\%$

<표 6> 국내은행의 외환건전성 비율추이

(단위:%)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009.6
3개월 유동성 비율	99.8	105.7	106.1	105.1	102.7	98.9	104.4
1개월 갭비율	1.3	1.9	1.6	2.4	2.9	0.4	3.0
7일 갭비율	5.0	2.1	2.8	2.5	3.7	3.3	1.5
중장기 재원도달 비율	126.5	141.1	143.4	-	-	-	124.7

자료: 금융감독원(2006.5.2), “최근 국내은행의 외화유동성 상황 및 전망”;

금융감독원(2009.7.14), “최근 국내 금융회사의 외환건전성 비율 준수 현황”

첫째, 단기 외화유동성 관리지표는 단기외채로 조달된 자금이 단기자산으로 운용되는 한 충족이 될 수 있다. 예를 들어 단기외채로 조달된 자금을 단기대출의 차환 형태로 기업에 대출해 준다면 단기외채가 얼마든지 늘어나더라도 외화유동성 관리지표는 충족될 수 있다. 문제는 국제금융시장 신용경색으로 단기외채의 차환이 어려워질 경우, 기업에 공급된 외화대출을 당장 회수하기가 어렵다는 데에 있다. 이러한 외화대출은 장부상으로는 단기외화자산으로 되어 있으나 실제로는 단기자산이 아니기 때문이다. 이와 같은 문제를 해결하기 위해서는 외화유동성 관리지표 상의 단기외채, 단기자산 분류가 관리 목적과 부합하는지를 검토하여 조정할 필요가 있다.

둘째, 유동성 관리지표는 단기외채 자체의 절대적 규모가 지나치게 증가하는 것을 조정할 수는 없다. 만기별로 외화자산과 부채 규모가 어느 정도 일치되어 있더라도 외채 특히 단기외채의 절대적 규모 자체가 문제가 될 수 있다.

셋째, 국내 단기외채 또는 은행 외채에서 외은지점의 비중이 높음에도 불구하고 국내은행에 적용되고 있는 외화유동성 지도비율이 외은지점에는 적용되지 않고 있는 것도 문제다.<sup>6)</sup> 이에 따라 외은지점의 외화차입은 우리나라의 외채에 포함되어 우리 경제 전체의 신용도에 영향을 줄 수 있음에도 불구하고 그 규모가 내부적인 위험 통제에 의해 제약될 뿐이다.

따라서, 외화건전성 규제가 국제금융시장 충격에 대비하여 실제로 금융기관의 외화유동성 관리를 건전화시키는 데에 기여하기 위해서는 위의 세 가지 문제를 감안하여 규제 내용을 개선시킬 필요가 있다. 실제로 2009년 11월 발표된 「금융회사 외화건전성 제고 및 감독 강화 방안」에는 이와 같은 내용이 포함되어 있다. 첫째, 외화유동성 비율 산정시 외화 자산의 회수 가능성을 반영하여 자산유형별 유동화 가중치를 정하고 이를 기준으로 유동성 비율을 산출한다. 둘째, 금융기관이 외화유동성 위험을 체계적으로 관리하도록 외화유동성 관리기준을 별도로 신설하며, 셋째, 과도한 환헛지를 방지하기 위해 실물거래 대비 일정비율 이상의 선물환 거래를 억제하는 등 외환파생상품거래 리스크 관리기준을 신설한다. 넷째, 외화자산의 일정 비율을 외화 안전자산으로 보유하는 것을 의무화시킨다. 이 외에도 중장기 외화대출재원조달 비율 강화와 자산운용사의 합리적 환헛지 관행 유도가 포함되어 있다.

이와 같은 방안은 이번 글로벌 금융위기가 드러난 기존 건전성 규제의 문제를 개선하는 데에 도움이 될 것으로 기대된다. 특히, 외화자산의 일정 비율을 안전자산으로 보유하는 것은 수익률 차이로 인해 외화자산에 대해 과세를 하는 것과 비슷한 효과가 있을 것이다. 하지만 외은지점에 대해서는 실질적으로 규제가 적용되지 않는다는 문제점이 아직도 남아 있다.

6) 은행업 감독규정에 따르면 외화건전성 감독규정 대상에 외국은행 국내지점은 제외  
 • 제68조(적용배제) ②항에 따르면 “외국은행 국내지점에 대하여는 제64조(외화유동성 위험관리), 제65조(중장기외화대출재원관리), 제67조(금융기관의 내부관리)의 규정을 적용하지 아니한다.”  
 • 하지만 제63조(환율위험관리, 일명 외국환포지션 한도관리), 제66조(역외금융관리)의 규정은 국내 은행과 동일하게 외은지점에도 적용

## 2. 선물환 수급 불균형 완화

2008년 외환위기에 있어서 단기외채가 급증한 주요 원인은 선물환 매도 수요가 급증한 데에 있었다. 이처럼 선물환 매도 수요 급증이 문제가 되는 것은 이를 상쇄할 만한 매수 수요가 부족하기 때문이다. 우리나라의 경우 선물환 매도 수요의 원천이 매수 수요의 원천에 비해 비대칭적으로 크다. <표 7>은 국내 기업의 선물환 매도와 매수 추이를 보여주는데, 2003년부터 2009년 상반기까지 모든 기간에 있어서 매도가 매수를 초과하여 선물환 수급에 있어서 구조적인 비대칭성이 존재함을 알 수 있다. 물론 2003년 이후 국제금융위기가 발생하기 전인 2007년까지는 원화의 가치가 상승하는 추세에 있었던 것도 선물환 매도수요가 매수 수요보다 많은 이유가 될 수 있다.

<표 7> 국내 기업의 선물환 거래 추이(2003~2009 상반기)

(억달러)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 1/4	2009 2/4
매도(A)	387	621	717	997	1,260	1,366	152	161
매입(B)	231	303	425	504	542	746	111	120
순매도(A-B)	156	318	292	493	718	620	41	41
무역수지 <sup>1)</sup>	150	294	232	161	146	-130	35	183

주: 1) 통관기준

자료: 한국은행 보도자료

그러나 보다 근본적으로 이와 같은 비대칭성은 우리나라 수출품과 수입품의 시장구조나 기업과 투자자 등 개별 경제주체의 행태와 관련이 있다. 예를 들어 수출 기업이 국제시장에서의 치열한 경쟁으로 인해 환율변동에 따른 비용을 가격에 전가하기가 어려운 반면 수입업체는 독점적 경쟁이나 과점 구조로 인해 환율변동에 의한 비용인상을 어느 정도 가격에 전가시킬 수 있다면 선물환 매도와 매수 주체 간 구조적인 수요의 비대칭성이 발생할 수 있기 때문이다. 실제로 우리나라의 주력 수출품인 반도체, 자동차, 철강, 휴대폰, LCD 등은 국제시장에서 치열한 경쟁을 해야 하기 때문에 원화 가치 상승은 가격경쟁력에 치명적인 영향을 미칠 수 있다. 이와 반면에 우리나라의 가장 주요한 수입품인 원유는 이를 정제하여 나오는 나프타 등의 가격이 달러로 책정되는 데다가, 휘발유나 경우는 국내가격에 어느 정도 전가가 가능하므로 부분적으로만 환헛지가 이루어질 수 있다. 하지만 선물환 수급에 불균형이 있다고 해서 규제나 정책에 의해 이와 같은 개별 경제주체의 환헛지 의사결정에 영향을 미치는 것은 결코 타당하지 않다.

이와 반면에 제도적인 요인에 의해 선물환 매도 및 매수 수요간 구조적인 불균

형이 초래된다면, 이와 같은 비대칭성을 감소시킬 수 있는지를 검토할 필요가 있을 것이다. 예를 들어 정부조달이나 공공요금 결정 등에 있어서 환율 변화에 의한 비용 증가가 예산이나 가격에 반영되도록 함으로써 환헷지를 하지 않아도 되도록 인센티브를 주는 요인이 있는지 여부와 이를 해결할 수 방안이 있는지를 검토할 필요가 있다.

해외증권투자에 있어서도 이와 같은 요인이 있는지를 검토할 필요가 있다. 국내에 설정되어 판매되는 해외펀드는 상당수가 100%에 가까운 환헷지를 하고 있다. 하지만 국제주식투자의 경우는 물론 채권투자에 있어서도 환헷지를 하지 않거나 부분헷지를 하는 것이 최적 투자가 될 수 있다. 따라서, 국내에서 판매되는 해외펀드에 있어서 0%로부터 100%까지 환헷지 전략이 다양해질 필요가 있다.

한편 외국인의 국내채권투자 활성화는 부분적으로 선물환 매수수요 기반을 증대시킬 수 있다. 특히 국제 채권투자에 있어서는 선물환과 현물환과의 차이를 활용하여 투자가 이루어지기도 하기 때문이다. 특히 선물환 매도수요 증가로 FX스왑 레이트가 음의 값을 가지는 경우 외국인 투자자는 국내채권에 투자하면서 FX스왑을 통해 달러 선물환을 매입함으로써 국내 채권으로부터의 수익에 더하여 FX스왑 레이트만큼 확정된 환차익을 누릴 수 있다. 이와 같은 목적의 국내채권투자는 수출 급증으로 인해 선물환 매도수요가 증가할 경우 그 규모가 증가하여 선물환 매수수요를 자동적으로 증가시키는 효과가 있다. 선물환 매도수요 증가로 FX스왑 레이트가 하락할 경우 이와 같은 국내채권투자를 통해 외국인들은 더 높은 수익률을 올릴 수 있기 때문이다.

외국인의 국내채권투자로 인한 선물환 매수수요가 선물환 매도수요를 부분적으로 상쇄시킬 경우 금융기관이 선물환 매도 포지션을 헷지하거나 또는 차익거래를 하기 위해 외화차입을 할 필요를 줄여줄 수 있다. 이 경우 국내은행이나 외은지점의 외화차입이 줄어들 것이다. 물론 이와 같은 외국인의 국내채권 투자도 외채통계에 포함되기 이로 인해 국내은행이나 외은지점의 외화차입이 그만큼 줄어든다 해도 전체 외채규모는 감소하지 않을 것이다. 하지만 외채통계에는 동일하게 잡힌다 해도 외채의 종류나 성격에 따라서 금융시스템에 대한 위험이나 대외신인도에 미치는 영향에 차이가 있을 것이다. 외환시장이나 국내 금융시스템에 미치는 위험의 크기로 볼 때 국내은행의 외화차입 증가는 가장 큰 위험 증가 요인이라 할 수 있고 그 다음이 외은지점의 외화차입, 그리고 외국인 국내채권투자일 것이다. 이와 같이 헷지된 국내채권 투자는 유출로 반전될 경우 국내 채권시장에는 충격을 주지만 외환시장에 대한 충격은 적을 것이다. FX스왑 레이트를 이용하기 위해 이미 선물환 거래를 통해 달러가 매수되어 있기 때문이다. 외국인에 대한 국채와 통화안정증권 원천징수제 폐지와 ICSD를 통한 통합계좌 허용으로 외국인의 국내 채권투자가 활성화될 수 있는 여건이 마련되었다. 외국인의 국내 채권투자를 보다 활성화하기 위해서는 국내채권에 투자하는 펀드상품의 해외 판매가 활성화될 수 있도록 관련 제도를 마련하고 개선하는 것도 바람직하다.

이 외에도 선물환 수급 불균형 완화를 위해서 다양한 제안들이 제시되고 있으나 모두 장단점을 안고 있다. 조선사와 같이 대규모 수주에 따라 선물환 매도 수요가 급증하는 경우 정부가 직접 선물환 거래의 상대방이 되어 주는 방안도 있으나 보조금 문제의 소지가 있을 수 있다. 한국은행이 직접 선물환시장에 개입하는 방안도 있으나 선물환 수급 불균형이 주로 매수 초과이고 FX 스왑레이트가 음인 경우 지속적인 외환보유고 증가와 선물환 거래 손실 누적의 문제가 있을 수 있다. 한국은행이 외환보유고를 금융기관에 공급함으로써 선물환 순매도 포지션을 헷지하기 위한 해외차입에 대신하도록 하는 방안도 있으나, 이 경우도 외환보유고가 감소하고 외화유동성 위기시 회수가 어려울 수 있다는 문제가 있다.

한편 외은지점을 비롯한 금융기관의 선물환 순매수/순매도 포지션에 대해 자기자본에 연동된 한도를 정하는 직접적인 규제 방법도 제안되고 있다. 이와 같은 방안은 한도에 따라서 선물환 거래에 따른 금융기관의 포지션 노출을 제한하는 효과는 있으나, 선물환 수급을 위축시키고 이를 통해 기업의 수출활동에 부정적인 영향을 미칠 위험이 있다. 따라서 앞으로 논의될 것이지만 직접적인 수량 규제보다는 은행세 부과 등을 통한 가격 통제를 고려할 필요가 있다.

### 3. 외환보유고 확충

대내외 충격으로부터 외환시장의 안정성을 유지하기 위한 가장 효과적인 방법은 충분한 수준의 외환보유고를 확보하는 것이다. 외환보유고는 외환시장 안정을 추구함에 있어서 여러가지로 도움이 될 수 있다. 외환보유고를 이용하여 환율안정을 위한 외환시장 개입을 할 수 있으며, 국내 금융기관에 외화유동성을 공급할 수 있다. 뿐만 아니라 외환보유고 자체가 일종의 보험기능을 수행하기 때문에 외환보유고 수준이 높을 경우 국가나 공기업, 민간금융기관의 외화조달 비용을 낮추는 데에도 도움이 될 수 있다.

이런 점에서 김정환·이윤석(2009)는 우리나라의 외환보유고가 현 수준보다 대폭 확충되어야 한다고 주장한다. 자본시장 개방에 따른 외국인 국내투자 비중 확대, 국제자본시장의 불안정성에 대한 노출 확대, 지정학적 위험 등을 고려할 때 우리나라가 충분한 외환보유고를 확보해야 하는 것은 사실이다. 사실 외환보유고가 제공할 수 있는 위기시의 보험기능을 고려할 때 비용만 들지 않는다면 외환보유고는 다다익선이라 할 수 있다.

그러나 높은 수준의 외환보유고를 유지하는 데에는 혜택이 있음을 물론 비용도 따르기 마련이다. 외환보유고는 유동성과 안정성이 높은 자산으로 보유되어야 하는데, 이 경우 유동성 프리미엄이나 위험 프리미엄만큼 낮은 수익률을 감수해야 한다. 더욱이 외환보유고를 확보하기 위한 자금을 국내채권 또는 국제채권 발행을 통해 조달하는 경우 또는 외환보유고를 확보하는 과정에서 증발된 통화를 통화안정증권 발행 등을 통해 흡수하는 경우, 국내 이자율이 높은 신흥국에 있어서는 매우 높은

이자비용을 치러야 한다. 통화증발에 의해 외환보유고 확충을 위한 자금을 조달하는 경우는 인플레이션이 발생한다. 외환보유고를 확충하기 위해 중앙은행이 외환시장에서 외환을 매입할 경우 자칫 수출경쟁력 확보를 위한 환율조작의 의혹을 받을 수도 있다.

외환보유고를 어떤 자산으로 운용할 것인가도 문제다. 지금껏 외환보유고의 주된 운용대상이었던 미국 국채나 유럽국가의 국채도 서브프라임 위기로 인한 재정적자로 인해 향후의 지위가 우려되고 있으며, 수익률 제고를 목적으로 보유하던 미국 정부기관채권(agency bond)은 바로 해외 언론이나 투자자들이 우리나라의 가용 외환보유고가 공식적으로 발표되는 외환보유고에 훨씬 미달할 것이라고 의심할 수 있는 빌미를 제공했다. 특히 그리스를 비롯한 유럽 재정위기로 인해 정부부채가 금융시장의 주요변수로 부각되고 있는 만큼 향후의 국제금융위기는 재정위기와 연관되어 발생할 가능성이 있다. 이 경우 정부부채 규모가 큰 미국, 일본, 영국의 국채에 투자되어 있는 외환보유고가 제대로 외환보유고의 기능을 수행할 수 없을 가능성을 배제할 수 없다.

외환보유고를 확보하고 있어도 과연 위기 발생시에 외환보유고를 사용하는 것이 가능할 것인지도 문제다. 지난 글로벌 금융위기의 경험을 보면 상당수의 신흥국들이 소위 “외환보유고 손실에 대한 두려움(fear of losing international reserves)”을 보였다 (Aizenman and Yi, 2009; Aizenman, 2009). 이들 신흥시장국들은 국제유동성 부족, 자본유출, 국제수지 적자 등으로 인한 통화가치 하락 압력에 대해 어느 정도까지는 외환보유고를 이용하여 대응하였지만, 외환보유고가 어느 정도 감소하자 더 이상 외환보유고를 사용하지 않고 통화가치의 하락을 용인하였다. 그 결과 이들 국가들의 외환보유고는 금융위기 중반까지는 빠른 속도로 감소하다가 이후 감소 속도가 줄어들거나 감소하지 않는 소위 “역 S자”의 패턴을 보였다. 실제로 우리나라의 경우도 리먼사태 직후에는 외환보유고가 급격히 감소했으나, 외환보유고가 유동외채 수준인 2,000억 달러에 근접하자 외환보유고 사용을 자제하고 대신 원/달러 환율의 상승을 용인하였다.

이와 같은 경험은 신흥국들이 외환보유고를 어느 정도 충분히 확보한다 해도 “외환보유고 손실에 대한 두려움”으로 인해 이를 효과적으로 사용하는 것이 어려울 수도 있음을 의미한다. 사실 외환시장 안정을 위해 외환보유고를 제대로 사용하려면 증권투자를 포함한 모든 외채에 대하여 외환보유고를 쌓아야 할 것이지만, 이 경우에는 해외자본을 사용한 것만큼 낮은 수익률로 외환보유고를 운용해야 하니 자본시장 개방의 이득은 사라지게 된다.

이와 같은 문제를 고려해 볼 때 어느 정도의 외환보유고 확보는 필요하지만 외환보유고만으로 외환시장 안정을 위한 보편을 확보하는 것은 비용 면이나 충분성 면에서도 바람직하지 않을 수 있다. 따라서 외환보유고의 확보와 함께 외환시장 안정화를 위한 대안으로서 자본통제 도입이나 국제금융안전망의 확충을 위한 국제공조전략을 모색하는 방안을 고려할 필요가 있다.

## 4. 자본통제 도입 검토

### 자본통제 도입시 검토되어야 할 사항

외환거래 자유화와 자본자유화의 진전은 국내외 자본이동의 규모를 증가시키고 위기 발생시 해외로 유출되는 자본의 규모를 증가시켜 외환시장의 변동성을 키우고 외환위기 발생 가능성을 높일 우려가 있다. 이에 따라서 국제금융시장으로부터의 충격을 완화시키기 위해 자본의 국제이동에 대하여 제약을 가할 필요가 있다는 의견이 활발하게 제안되고 있다.

하지만 우리나라와 같이 이미 상당한 수준의 자본자유화가 진전된 국가에서 자본통제를 도입할 것인지의 여부 그리고 어떤 형태의 자본통제를 도입할 것인지를 결정하기 위해서는 몇 가지 중요한 사항이 검토되어야 한다. 이들은 첫째, 과연 자본통제를 도입하는 것이 바람직한가, 둘째 과연 자본통제는 효과가 있나, 셋째 현실적으로 자본통제를 도입하는 것이 가능한가의 세 가지 질문으로 요약될 수 있다.

자본통제를 도입하는 것이 최적이거나라는 질문에 대한 대답은 자본자유화의 비용과 혜택에 달려있다. 자본자유화와 이에 따른 국가간 자본의 자유로운 흐름은 국민 저축의 제약을 받지 않고 필요한 생산적 투자를 가능토록 하는 한편, 투자위험 다변화, 기간간 교역을 통한 소비평활화, 국내 금융시장 발전 등의 다양한 혜택을 제공할 수 있다. 자본의 자유로운 국제이동이 제공하는 이와 같은 혜택은 자유무역의 혜택에 비유되기도 한다. (IMF, 2008)

이와 같은 혜택에도 불구하고 최근 들어 많은 국가들 특히 신흥시장국들은 자본의 자유로운 국제이동으로 인해 발생할 수 있는 문제들에 주목하고 있다. 특히 대규모의 급격한 자본유입은 환율의 오버슈팅과 자산가격 거품을 발생시키고 이는 다시 경상수지 적자와 외채 누적, 금융기관과 국내기업의 외화부채를 증가시키는 악순환의 고리가 된다. 또한 자본유입이 갑자기 중단되거나 유출로 반전될 경우 외화유동성의 부족으로 화폐가치가 급락하고 이에 따른 대차대조표 효과로 인해 외화부도 위기에 처할 수도 있다. 자본자유화에 따른 이와 같은 외환위기 발생가능성은 신흥시장경제일수록 높으며, 일단 외환위기가 발생하면 경기침체, 실업, 구제금융지원 등 높은 비용을 치를 수밖에 없다는 것이 경험적 사실이다.

물론 이와 같은 자본의 유입과 유출이 외국인 투자자의 합리적인 의사결정에 의해 이루어진다면 금융기관의 건전성 규제와 감독, 적절한 외환관리와 총수요관리정책 등 건전한 기초여건을 통해 외환위기 발생 가능성을 상당히 낮출 수 있을 것이다. 하지만 과거의 경험에 따르면 외국인 투자자들도 지나친 낙관론이나 비관론, 정보의 불투명성 등으로 인한 폐거리 행태를 보일 수 있다. 이 경우에는 국내의 기초여건이 어느 정도 건전하다 하더라도 급격한 자본유입과 유출로 인해 상당한 경제적 혼란과 위기를 겪을 수 있다. 뿐만 아니라 이번 글로벌 금융위기에서 보았듯이 신흥시장국의 경우 자신의 문제가 아니라 선진국 국내에서 발생한 금융위기나 신용

경색 현상으로 인해 외화유동성 위기에 처할 수도 있다.

이와 같은 외환위기 발생 가능성이라는 비용을 고려해 볼 때, 경제의 여건에 따라서는 외환시장 개입, 외환보유고 축적, 금융정책, 재정정책, 금융기관 건전성 감독 등에 더하여 자본통제를 통해 급격한 자본유입을 관리하는 것이 상대적으로 더 효율적일 수도 있다. Ostry 등(2010)은 통화가치가 고평가되어 있을수록, 총생산이 잠재생산량에 가까울수록, 외환보유고 수준이 높을수록, 국내 금융규제의 질적 수준이 높을수록 그리고 자본유입이 일시적일 가능성이 높을수록 다른 자본유입 관리수단과 함께 자본통제를 사용하는 것이 더 혜택이 클 것이라 주장했다.

둘째 검토사항은 과연 자본통제가 실제로 효과가 있는가이다. 자본통제가 실제로 급격한 자본유입을 조절하는 데에 효과적인가에 대해서는 명백한 결론이 내려져 있지 않다. 물론 상당 부분의 외환거래가 제약되어 있는 국가에서는 자본통제가 상당히 효과적일 수 있다. 문제는 이미 자본거래가 상당히 자유화되어 있는 국가에서 부분적인 자본통제를 새로 도입하는 경우다. 최근 제기되고 있는 자본통제의 유용성에 대한 논의는 아직 자본자유화가 되어 있지 않는 국가보다는 한국처럼 이미 상당수준의 자본자유화를 시행했고 그 결과 지난 글로벌 금융위기로 인해 상당한 충격을 경험한 국가를 중심으로 제기되고 있다. 이와 같은 국가에 있어서는 특정 부문에 자본통제를 도입하더라도 다른 대체적인 경로를 통해서 자금이 유입될 수 있다.

예를 들어 칠레가 급격한 자본유입을 막기 위해 1991년에 도입했던 “encaje”<sup>7)</sup> 즉 무상예치의무제의 경우 대부분의 연구들이 자본유입 규모에 의미있는 영향을 미치지 못했다는 결론을 내리고 있다. (Cowan and De Gregorio, 2007) 무상예치의무제에 의해 수익성에 큰 영향을 받는 단기외화차입이 장기외화차입으로 대체되었고, 규모는 정확히 파악이 되지 않았지만 단기외화차입이 무상예치의무제의 적용을 받지 않는 무역금융으로 위장되어 이루어지는 등 대체적인 경로를 통해 자본이 유입되었기 때문이다.

하지만 칠레와 콜롬비아의 경험은 자본통제의 도입은 전체 자본유입의 규모에는 큰 영향을 미치지 못하더라도 자본유입의 구성을 변화시키는 데에는 효과가 있음을 보여 주었다. 자본유입의 형태에 따라서 외환시장과 금융시장의 변동성에 미치는 영향이 상이할 수 있다. 이 기준에 따르면 외국인 직접투자가 가장 위험성이 낮은 자본유입의 형태이고, 그 다음으로 포트폴리오 투자 중에서 주식투자, 국내통화로 표시된 부채의 순이며, 외국통화로 표시된 부채가 가장 위험도가 높은 자본유입의 형태다. 외화표시 부채는 외화유동성 부족시 환율 급등의 원인이 되는 동시에 외화 부도 가능성을 높이기 때문이다. 이와 같은 위험도의 차이는 자본유입의 전체 규모

7) 칠레는 1991년 6월에 모든 해외로부터의 대출에 대하여 해당 금액의 20%를 중앙은행에 90일~1년간 무이자로 예치토록 하는 무상예치의무(unrenumerated reserve requirement)제도를 도입했다. 그 후 수차례에 걸쳐 대상 거래가 외화예금, ADR 발행까지 확대되었으며 예치금액도 30%로 증대되었고 예치기간도 1년으로 단일화되었다. 단 무역금융을 위한 차입은 예치의무에서 제외되었다. Encaje는 1998년에 축소되었고 2001년에 완전히 폐지되었다.



는 동일하더라도 자본유입의 구성을 덜 위험한 형태로 변화시킬 수 있다면 자본통제의 도입이 자본유입에 따른 외환위기 발생 가능성을 낮추는데 도움이 될 수 있음을 의미한다. 그리고 바로 이런 이유에서 칠레에 있어서 자본통제가 외화부채의 만기구조를 더 장기화시킴으로써 금융 취약성을 감소시키는 데에는 효과가 있었던 것으로 평가된다. (De Gregorio, Edwards and Valdes, 2000)

자본통제의 도입과 관련하여 검토되어야 할 세 번째 사항은 과연 현실적으로 자본통제를 도입하는 것이 가능한가이다. 이 질문은 아직 자본자유화가 이루어지지 않은 국가가 아니라 이미 상당한 자본자유화가 이루어진 국가에 있어서 문제가 된다. 이미 국내 주식시장이나 채권시장에 상당한 규모의 외국인 투자가 이루어져 있는 경우, 자본통제의 도입으로 외국인 투자가 급격히 회수됨에 따라 오히려 금융시장과 외환시장의 불안정성을 높일 수도 있기 때문이다.

실제 자본통제를 도입한 경험을 보면 자본통제의 형태나 정도 그리고 국가에 따라서 자본통제 도입에 따른 충격의 크기가 상이함을 알 수 있다. 예를 들어 태국은 급격한 자본유입으로 인한 바트화의 지나친 절상을 막기 위해 2006년 12월 18일에 상품과 서비스 등의 교역과 관계가 없는 2만 달러 이상의 외국인 투자자금(주식과 채권) 중 30%를 의무적으로 1년간 중앙은행에 예치토록 하는 자본통제를 도입하였다. 그러나 금융시장과 외환시장의 혼란으로 인해 하루 만에 대부분의 자본통제 조치를 다시 완화시켜야 했다.

한편 브라질 정부는 해외자본의 투기적 유입과 자국 통화강세를 제어하기 위해 2009년 10월 19일부터 해외투자자들의 국내 주식 및 채권 투자에 대해 2%의 자본세를 부과하였다. 자본유입세의 부과로 보베스파(Bovespa) 지수가 일주일 사이에 11% 정도 하락하는 등 충격이 있었지만 이와 같은 충격은 비교적 단기에 그친 것으로 평가된다.

## 우리나라의 자본통제 도입 타당성 검토

우리나라의 경우 <표 8>에서 보듯이 국제수지상의 심각한 어려움을 겪는 경우와 같은 유사시에 자본유출입에 대한 통제를 시행할 수 있는 규정을 마련해 놓고 있다.<sup>8)</sup> 이 중 가변예치의무제도란 국내투자를 위해 유입되는 투자금의 일정 비율을 무이자 또는 저리로 중앙은행에 일정기간 예치토록 하는 제도다. 중앙은행에 무이자 또는 저리로 예치되는 자금은 수익성이 낮기 때문에 이 제도는 외국자금의 국내 투자 수익률을 낮춤으로써 외국자본의 급격한 유입을 억제하는 효과가 있다. 특히 이 제도는 투자기간에 관계없이 일정기간 동안 예치의무를 부과하기 때문에 장기투자보다는 단기투자를 억제하는 효과가 크다. 이 제도는 실제로 칠레에서 급격한 자본유입을 통제하기 위해서 채택된 바가 있다.

8) 이 외에도 우리나라는 비금융 기업의 경우 3,000만불 이상의 해외차입 그리고 금융기관의 경우 5,000만불 이상의 해외차입을 기획재정부에 신고하도록 함으로써 금융기관을 통하지 않은 외채의 직접 도입을 파악하는 한편, 신고수리제를 통해 관리를 할 수 있는 근거를 마련해 놓고 있다.

<표 8> 자본유출입에 대비한 유사시 안전장치

유형	주요내용	시행요건
대외결제·거래의 일시정지 (제6조 1항)	외국환거래법의 적용을 받는 지급 수령, 거래의 전부 또는 일부에 대한 일시 정지	천재지변·전시·사변·국내외 경제사정의 중대하고 급격한 변동
외환집중제 (제6조 1항)	지급수단 또는 귀금속의 한은·정부기관·외평기금 등에의 예치·보관 매각 의무부과	기타 이에 준하는 사태의 발생으로 인해 부득이 하다고 인정되는 경우
자본거래허가제 (제6조 2항)	자본거래시 정부 허가를 받도록 의무화	국제수지·국제금융상 심각한 어려움에 처할 경우
가변예치의무제 (제6조 2항)	자본거래시 당해거래와 관련해 취득하는 지급수단의 일정 비율을 한은·외평기금 등에 무이자로 예치도록 의무화	자본이동으로 인해 통화·환율 등 거시정책 수행에 심각한 지장을 초래하거나 초래할 가능성이 있는 경우
공통조항	시행기간 (제6조 3항)	특별한 사유가 없는 한 6개월 이내에서 시행하되 연장 가능
	제외대상거래 (제6조 4항)	외국인투자촉진법에 의한 외국인직접투자에 대해서는 적용하지 아니함
	시행방법 (시행령 제11조)	대상거래 및 기간, 정차 등 구체적 내용을 정하여 기획재정부장관 고시로 시행

그런데 앞서 설명했듯이 비용편익분석이나 효과 면에서 자본통제를 도입하는 것이 가능하다 해도 과연 우리나라와 같이 자본자유화가 상당히 진전되어 있고, 국내 금융시장 특히 주식시장에서 외국인이 높은 비중을 차지하고 있는 국가가 위기 국면이 아닌 상황에서 자본이동에 제약을 가하는 조치를 취하는 것이 바람직한가에 대해서는 의문이 제기될 수 있다. 자본은 불확실성을 기피하는 것이 속성이므로 자본통제 위험과 같은 불확실성이 발생할 경우 해외자본이 대거 유출되면서 외환시장을 비롯한 금융시장과 국가경제가 크게 교란될 수 있기 때문이다. 그 뿐만 아니라 향후 국제자본의 유입에 제약요인으로 작용할 될 수도 있다.

이상의 논의로부터 신흥시장경제 중에서도 가장 자본자유화의 정도가 높은 편인 우리나라로서는 다시 자본통제 수준을 전면적으로 높인다는 것이 위기발생과 같은 절박한 상황이 아닌 한 어려운 정책결정일 수밖에 없다는 결론을 내릴 수 있다. 하지만 외환시장과 금융시장 안정에 심각한 위협이 될 수 있는 수 있는 형태의 자본 유출입에 대해서는 부분적으로 자본통제의 도입을 고려할 수 있을 것이다. 이와

같은 자본통제의 대상으로는 금융기관의 외화차입 특히 단기 외화차입을 고려할 수 있는데 그 이유는 다음과 같다.

첫째로, 제II장에서 보았듯이 우리나라 외환위기에 있어서 공통적으로 나타났던 현상이 외채 특히 단기외채 규모의 문제였다. 1997년 외환위기시에는 단기외채 자체가 가용외환보다 많아서 외화유동성 위기를 가져왔으며, 2008년에는 단기외채로 인한 부정적 평가가 외화유동성 위기를 초래했다. 이는 그 원인이 무엇이든 그리고 도입주체가 국내 금융기관이든 외은지점이든 관계없이 단기외채 수준 자체가 크다는 점이 우리나라의 외화유동성 위기 가능성을 높일 수 있음을 의미한다. 위기가 발생하지 않는다 하더라도 단기외채 규모 증가는 외채조달의 비용을 증가시킨다. 전체 단기외채 규모가 증가함에 따라서 국가 전체의 신용에 대한 투자자들의 평가가 악화되면 외채조달에 적용되는 스프레드가 증가할 것이기 때문이다.

둘째로, 금융기관의 단기외채는 국내 금융위기와 외환위기가 서로 상승작용에 의해 위기를 심화시키는 과정에 있어서 중요한 연결고리가 된다. 특히 금융시스템에서 중추적인 역할을 하는 은행의 경우 외화유동성 부족으로 인한 신용위험이 금융시스템은 물론 전체 경제 안정에 대한 위협이 된다. 1997년 외환위기나 지난 글로벌 금융위기와 같이 외화유동성 부족현상이 심화되는 경우 국가가 민간 금융기관의 외화차입에 대한 보증을 제공하는 것도 바로 외화유동성 부족이 금융시스템의 안정성을 위협하는 것을 막으려는 데에 목적이 있었다.

셋째로, 자국통화가 국제통화가 아니며 자국통화로 국제금융시장으로부터의 차입이 어려운 우리나라와 같은 국가로서는 금융기관의 외채도입이 부의 외부효과를 가진다. Aizenman(2009)은 부의 외부효과의 근거로 급매 외부효과(fire-sale externality)를 제시했다. 글로벌 금융위기와 같은 신용경색 현상이 있을 경우 금융기관은 외화차입 상환압력을 받는데, 모든 금융기관들이 상환자금을 마련하기 위해 투자를 회수하려 경우 한 금융기관이 투자를 회수하려 하는 경우에 비해 훨씬 낮은 가격에 자산을 매각해야 한다는 것이다. 이 외에도 금융기관의 단기외채가 부의 외부효과를 가지는 이유는 여러 가지가 있다. 민간부문의 단기외채가 증가함에 따라 외환시장 안정을 위한 보험 차원에서 정부가 외환보유고를 더 쌓아야 하고 이를 위해 비용이 발생한다면 이 역시 부의 외부효과를 낳는다.

단기외채 규모 자체가 우리 경제에 미치는 부정적 영향과 부의 외부효과는 국제금융시장이 정상적으로 작동하는 평상시에는 큰 문제가 되지 않을 수도 있다. 하지만 2008년과 같이 국제금융시장에서 외화유동성이 부족해지는 글로벌 금융위기 상황에서는 외화로 표시된 단기외채 규모가 우리 경제 전체에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 이와 같은 부의 외부경제는 막상 위기상황이 발생할 때 자금조달 비용 증대, 개별 금융기관 구제를 위한 정부의 외화차입금 지급보증 및 외화유동성 공급 등을 통해 국가 나아가 국민의 부담으로 귀착되게 된다.

이와 같은 단기외채의 과도한 팽창 문제를 방지하기 위해서는 개별 금융기관의 외채가 국가 경제 전체에 미치는 부의 외부경제를 어느 정도 개별 금융기관의 외채

조달 의사결정에 반영시킬 수 있는 메카니즘이 필요하다. 물론 이와 같은 메카니즘은 여러 가지 다양한 형태를 가질 수 있다. 자본금과 연동하여 금융기관의 외채조달 한도를 정하는 것과 같이 금융기관의 외채조달 규모에 한도를 정하는 방안도 있으나 이와 같은 직접적 수량규제보다는 시장 메카니즘을 활용한 가격규제가 바람직할 것이다. 이 경우 Aizenman(2009)이 제안한 것처럼 외채 조달에 대해 과세를 하는 피구세(Pigouvian tax) 부과 형태를 고려할 수 있다. 최근 논의가 활발해지고 있는 은행세(bank tax)를 비핵심 외화부채에 대해서 부과할 경우 외화부채에 대한 피구세의 역할을 할 수 있다. 은행세 대신 BIS 자기자본비율 적용시 단기외채에 대한 위험가중치가 반영되도록 하는 것도 방안이 될 수 있다. 물론 어떤 메카니즘이 적절한지에 대해서는 추가적인 연구가 필요할 것이다.

어떤 형태를 취하든 이와 같은 메카니즘은 자본이동에 대해 통제를 가하는 역할을 한다. 이 경우 앞서 제시된 자본통제의 효과와 비용에 근거한 비판이 제기될 수 있다. 우선 단기외채를 포함한 외채조달이 다른 형태의 외화자금 조달로 대체될 수도 있기 때문에 외채 규모를 줄이는 데에 효과가 없을 것이라는 비판이 있을 수 있다. 실제 자본통제를 도입했던 칠레에서도 바로 이와 같은 문제가 발생했다. 하지만 자본통제가 외채 규모 자체를 줄이지 못해도 외채의 구조를 외환시장 안정에 대한 위협이 낮은 외채의 비중이 높아지는 방향으로 변화시킬 수는 있다. 기존의 연구들은 외화자금의 형태에 따라 외환시장 안정에 대한 위협 정도가 상이하다는 점에 의견을 같이하고 있다. 예를 들어 Ostry(2009)는 외화표시 부채, 자국통화표시 부채, 증권투자 형태의 주식투자, 직접투자 형태의 주식투자로 순서로 외환시장 안정에 대한 위협 정도가 작아짐을 지적했다. 이 중 외화표시 부채를 보다 상세히 구분한다면 위협의 정도가 큰 형태부터 금융기관(은행)의 외화표시 단기부채, 기업의 외화표시 단기부채, 외화표시 장기부채 순이 될 것이다. 이 경우 은행의 단기외채를 외환시장 안정성에 대한 위협 정도가 작은 다른 형태의 외채로 대체시키는 것도 자본통제의 혜택이 될 것이다.

둘째로, 이와 같은 자본통제가 실물경제활동을 위축시키는 효과를 가질 수 있다는 비판이 제기될 수 있다. 예를 들어 환위험 헷지를 하기 위해 선물환을 매도하는 수출기업의 경우 위와 같은 단기외채 도입에 대한 과세는 선물환 매수를 하는 금융기관의 헷지비용을 높이고 그 결과 수출기업의 헷지비용을 높일 수 있다. 이 경우 수출기업이 수출을 포기하는 등 실물경제활동에 영향을 줄 수도 있을 것이다. 하지만 이 경우에도 다른 형태의 자본흐름이 금융기관 단기외채 도입 감소의 효과를 부분적으로 상쇄시킬 수 있다. 예를 들어 금융기관의 선물환 매수를 위한 헷지비용 증가로 FX 스왑레이트가 더욱 작아지면, 환위험을 헷지하면서 원화표시 채권에 투자하는 해외의 투자자에게는 수익률 상승의 요인이 된다. 이와 같은 형태의 자본흐름은 원화표시 채권에 대한 투자의 형태를 띠므로 국내 금융기관의 외화표시 차입보다는 외환시장 안정에 대한 위협 정도가 낮다.

## IV. 외환시장 안정을 위한 국제공조전략

### 1. 국제금융안전망의 필요성

제III장에서 논했듯이 외환시장 안정을 위해서는 외환보유고의 확충이 도움이 될 수 있지만, 그 비용이나 “외환보유고 손실에 대한 두려움” 등을 고려해 볼 때 외환보유고 확보에 대한 보완책으로 국제금융위기 발생시 국제유동성을 공급해 줄 수 있는 추가적인 국제금융안전망이 필요하다.

국제금융안전망은 국제금융시스템의 안정성 제고를 위해서도 필요하다. 전세계적인 관점에서 볼 때 각국이 외환보유고를 축적하려고 경쟁하는 것은 바람직하지 않다. 특히 신흥시장국의 외환보유고 확보 노력은 글로벌 불균형을 심화시킬 수 있다. 사실 이번 글로벌 금융위기의 근본적인 원인 중 하나가 아시아 외환위기 이후 진행된 신흥시장국의 외환보유고 확보와 이로 인한 글로벌 불균형에 있었다고 할 수 있다. 신흥시장국이 높은 저축률과 경상수지 흑자를 통해 축적한 외환보유고를 국채매입 등을 통해 미국을 비롯한 선진국에 자금을 계속 공급했기 때문에, 이와 같은 유동성을 기초로 하여 자산시장 거품이 계속 커질 수 있었던 것이다.

특히 이번 글로벌 금융위기로 인해 자국의 기초여건이 어느 정도 건전했고 충분한 외환보유고를 축적했음에도 불구하고 심각한 경제적 타격을 입은 신흥시장경제들은 향후 국제금융시장으로부터의 충격으로부터 자국 경제를 완충시키기 위해 더욱 많은 외환보유고를 확충하고자 할 것이다. 이들 국가들은 외환보유고를 확충하기 위해 경상수지 흑자가 유지될 수 있도록 환율관리를 하려 할 것이고, 보호무역이나 자본유출에 대한 통제를 강화할 수도 있을 것이다. 하지만 이와 같은 조치들은 이번 글로벌 금융위기의 원인 중 하나인 글로벌 불균형을 더욱 심화시킬 것이고, 세계적인 무역자유화와 자본자유화 추세를 역행시킬 우려마저 있다. 이 경우 글로벌 금융위기의 근본적인 원인이 된 글로벌 불균형의 문제는 해소되지 않고 계속 국제금융시장의 불씨로 남아있을 것이다.

외환보유고 축적과 이로 인한 글로벌 불균형 심화를 방지하기 위해서는 각국의 외환보유고의 축적을 대체할 만한 국제유동성 공급방안이 마련될 필요가 있다. 우리나라의 입장에서 활용할 수 있는 국제유동성 공급방안으로는 기존 IMF의 국제유동성 공급체계를 개선하여 사용하는 방법, 국제거래통화를 보유한 선진국과의 양자간 또는 다자간 스왑협정 체결, CMIM과 같은 지역 통화협력 활용, 그리고 국제유동성보험과 같은 새로운 국제유동성 공급방안의 마련을 들 수 있다.

그런데 이와 같은 국제금융안전망이 외환보유고의 확보를 대체할 수 있기 위해서는 다음과 같은 조건이 충족되어야 한다. 이러한 조건은 국제유동성 공급방안으로서 국제금융안전망의 적합성에 대한 평가 기준이 될 수도 있다.

첫째로, 위기를 예방하고 해소하기 위해 충분한 규모의 자금이 확실하게 공급되어야 한다. 공급되는 자금규모가 너무 제약적이거나 공급기관의 재량적인 결정에

의해 제공여부가 좌우된다면 외환보유고를 대체할 수가 없을 것이다.

둘째로, 여러가지 국제수지 위기 상황에 대응할 수 있도록 유연성을 갖추어야 한다. 과거의 경험에 따르면 외환위기는 여러가지 다양한 형태로 발생할 수 있다. 또한 금융혁신, 신상품, 새로운 국제금융질서 등으로 인해 앞으로 발생할 외환위기는 기존에 경험한 위기와는 다른 양상을 띠 수도 있다.

셋째, 자금신청이나 공여에 따른 낙인효과를 최소화시켜야 한다. 낙인효과가 발생할 경우 자금신청 자체만으로 위기가 오히려 심화될 수도 있기 때문이다. 낙인효과로 인해 아예 자금공여 신청 자체를 회피할 수도 있다. 예를 들어 과거 외환위기로 인해 IMF로부터 구제금융을 받은 국가는 다시 IMF로부터 자금을 공급받는 것 자체가 집권정부에 대해 정책 실패라는 정치적 부담을 줄 수 있으며 이것이 IMF의 자금지원을 이용하는 것을 저해할 수도 있다. 자금신청이나 공여에 따른 낙인효과나 정치적 위험이 크다면 최소한 위기에방 차원에서는 외환보유고를 대체할 만한 안전망이 될 수 없을 것이다.

넷째, 도덕적 해이를 최소화시켜야 한다. 안전망의 존재가 무분별한 차입이나 자금공여를 유발해서는 안 될 것이다. 그런데 앞서 제시된 세 가지 기준은 도덕적 해이를 최소화시켜야 한다는 기준과 서로 상충될 가능성이 높다.

## 2. IMF 지원체제 개선

IMF는 국제유동성 부족으로 인한 외환위기를 방지하고 해소하는 역할을 담당하고 있다. IMF가 이와 같은 역할을 수행하기 위해 사용하는 대표적인 수단은 감시(surveillance)와 융자다. 하지만 다양한 위기를 경험하는 과정에서 이들 두 수단이 가지는 다음과 같은 문제점들이 노정되었다.

첫째로, 감시기능이 금융부문에서 발생하는 취약성 특히 금융, 기업, 공공 부문 간 대차대조표의 연관성에 대해 충분한 초점을 두지 못하고 있다. 둘째, 감시를 통해 경제 내의 취약성을 식별한 경우에도 정책당국이 이를 해결하도록 설득하는데 효과적이지 못하였다. 셋째, IMF의 지원을 받을 수 있다는 가능성이 지나친 자본유입과 외채누적을 조장하였다. 넷째, IMF의 금융지원이 위기를 방지할 수 있을만큼 조기에 충분하게 이루어지지 않는 경우가 있다. 다섯째, 전염효과로 인한 위기발생을 막는 데에 불충분했다. 여섯째, 금융지원이 지속불가능한 부채로 인해 발생하는 외채위기를 일시적으로 모면하는 데에 이용되기도 했다.

무엇보다도 중대한 문제는 IMF가 금융지원을 하면서 요구하는 통화 및 재정 긴축 그리고 구조조정 등의 정책이행조건(conditionality)에 대한 비판에 있다. 1997~98년 아시아 외환위기와 관련하여 많은 논쟁이 이루어졌듯이 이와 같은 긴축정책은 근본적인 외채위기가 아니라 일시적인 외화유동성 위기에 처한 국가에 있어서 경기침체를 심화시킴으로써 오히려 위기의 경제적 비용을 증폭시킬 수도 있기 때문이다. 이와 같은 우려는 아직 위기에 처하기는 않았지만 국제유동성 부족의 압력을

받고 있는 국가가 예방적 차원에서 IMF의 금융지원을 이용하는 것을 주저하게 만들 수 있다.

물론 IMF는 이와 같은 문제점을 개선하기 위해 여러 가지 보완조치를 취하였으며, 개선방안에 대한 논의가 계속 진행되고 있다. IMF의 대표적 유동성 지원수단인 Stand-by Arrangement에 더하여 기초여건과 정책이 건전하고 과거 정책시행 기록이 건전한 국가가 사전에 정해진 자격요건을 충족시킬 경우 정책이행조건 없이 언제든지 정해진 한도 내에서 모든 용자금을 인출할 수 있는 제도인 FCL(Flexible Credit Line)이 도입되었다. 구조적인 문제로 인해 국제수지 문제를 해결하기에 보다 긴 시간이 걸리는 국가에 대해서는 Extended Fund Facility를 제공하기도 한다. 한편 IMF는 1997~98년 아시아 외환위기나 이번 글로벌 금융위기에 있어서 신속한 용자 의사결정을 내려서 시의적절한 금융지원이 이루어지도록 조치를 취하기도 했다.

하지만 IMF의 용자는 과거에 국내 문제로 인해 외화부족 상태나 외채위기에 처했던 국가들에 의해 주로 이용이 된 만큼 이를 이용할 경우 심각한 문제가 있는 국가로 간주되는 소위 '낙인효과(stigma effect)'가 발생한다. 사전 자격요건 충족에 의해 조건없이 공급되는 FCL마저도 낙인효과로부터 자유롭지 않다. 낙인효과에 대한 우려는 심각한 외환위기 상황에 처하지는 않았지만 일시적 외화유동성 부족에 처한 국가들이 예비적인 차원에서 IMF의 자금을 이용하는 것을 주저하게 만든다. IMF의 FCL 지원으로 인해 문제가 있는 국가로 인식되어 국제금융시장에서의 자금 조달이 어려워진다면 외화유동성 부족이 더욱 심화될 수도 있기 때문이다. 금번 글로벌 금융위기에 있어서도 외화유동성 부족현상을 겪은 상당수 국가들이 IMF 금융지원을 이용하기를 주저한 것이 바로 이러한 이유에서다.

낙인효과에 우려에 더하여 1997년 외환위기시에 IMF의 금융지원을 받았던 우리나라와 같은 국가로서는 어떤 이유나 형태로든 IMF의 자금지원을 받는 것 자체가 정치적으로 부담스러운 결정일 수밖에 없다. IMF의 지원을 받는 것 자체가 현 집권 정부의 정책실패로 간주될 가능성이 높기 때문이다. 바로 이와 같은 고려가 지난 글로벌 금융위기에 있어서 1997년에 IMF의 금융지원을 받았던 한국이나 인도네시아와 같은 국가가 외화유동성 부족현상을 겪고 있었음에도 불구하고 IMF의 FCL 자금을 지원받지 않은 이유다.<sup>9)</sup>

이 외에도 FCL은 처음 1년간은 자금공여가 보장이 되나 그 이후까지 연장이 될 수 있는지는 IMF의 의사결정에 달려있다. 이는 구조적 요인 등에 의해 외화유동성 위기가 장기화되는 경우 가장 필요한 시기에 자금지원이 회수될 수도 있으며, 계속 지원을 받기 위해서는 Stand-by Arrangement나 Extended Fund Facility와 같이 정책이행조건이 부과되는 금융지원을 이용해야 할 경우도 발생할 수 있음을 의미한다.

---

9) 결국 한국은 미국과의 양자간 스왑을 통해 그리고 인도네시아는 세계은행을 통해 국제유동성을 지원받았다.

이와 같은 정치적인 고려, 낙인효과, 자금지원의 불확실성 등이 존재하는 한 FCL과 같은 IMF의 금융지원이 위기를 예방하고 신흥국의 과도한 외환보유고 축적을 방지하는 효과는 제한적일 수밖에 없다. 이와 같은 문제점을 해결하기 위해서는 기존의 IMF 금융지원 체제가 개선되어야 하는데, 현재 여러 가지 개선방안이 논의되고 있다.

우선, FCL을 개선할 필요가 있다. 자격요건이 보다 규정에 근거하여 결정되고, 사전적으로 자격심사가 이루어져서 각국이 사전적으로 이용자격이 있는지를 알 수 있게 하고, 쿼타의 1,000%로 되어 있는 용자한도를 늘리거나 폐지하고, 스왑 등에 비해 비용이 높다는 지적이 있는 만큼 수수료를 인하할 필요도 있다. FCL에 자격이 미달하는 국가를 위해서 FCL에 비해 자격요건을 완화시키는 반면에 용자한도, 기간, 간단한 감시 등의 최소한의 요건만을 부가한 새로운 용자제도의 도입도 고려할 필요가 있다. 또한 위기의 확산을 막고 국제금융시스템을 안정시키기 위해 중요한 국가들에게 동시에 정책이행조건 없이 유동성을 공급하는 MSL(Multi-country Swap Line)을 신설할 수도 있다. MSL은 기존의 FCL을 활용하여 개설할 수 있으나 도덕적 해이를 방지하기 위해 개별국가 요인이 아닌 외부적 요인에 의한 유동성 부족에 한해서만 지원을 할 필요가 있다.

기존 용자방식이 가지는 낙인효과나 정책이행조건에 대한 정치적 부담을 줄이기 위해서는 전통적 용자의 정책이행조건을 대신하여 담보부 용자를 신설하는 방안을 고려할 수 있다. 물론 이 경우에도 적격 담보의 기준과 할인을 결정, 담보자산에 대한 지속적인 평가 등을 어떻게 할 것인가에 대한 기술적인 문제가 해결되어야 한다.

신흥시장국에 대한 직접 용자 대신 국채 발행에 대해 보증을 제공하는 방안도 고려할 수 있다. 보증은 용자에 대한 대체수단으로서 용자와 마찬가지로 사전적인 자격요건 충족이나 정책이행조건부(conditionality)로 제공될 수 있지만, 용자에 비해서 낙인효과가 작을 것으로 기대되며, 용자방식에 비해 재원을 효율적으로 활용할 수 있다는 장점이 있다.

국제자금시장이 경색될 경우 IMF가 유동성 부족에 처한 국가들의 정부채를 유통시장에서 자동적으로 매입해 주는 방안도 제안되고 있다. 이 방안은 낙인효과는 매우 작지만 유통 스프레드를 낮춤으로써 신규 채권발행 비용을 줄여주는 식으로 지원효과가 간접적이기 때문에 직접 용자방식이나 보증방식에 비해 재원이용의 효율성이 떨어질 우려가 있다.

IMF가 CMIM과 같은 지역통화협력이나 외환보유고 공유협정(reserve pooling arrangement)에 대하여 감시기능 및 자금지원을 제공하는 방안도 고려할 필요가 있다.

IMF의 금융지원제도가 어떻게 개선된다 해도 기존의 외환위기로 IMF의 지원을 받았으며 그 과정에서 혹독한 긴축정책과 구조조정을 치렀던 우리나라와 같은 국가로서는 IMF의 금융지원을 이용하는 것이 여전히 정치적인 부담이 매우 큰 결정일



것이다. 이와 같은 정치적 부담은 위기가 발생한 후보다 발생하기 전이 훨씬 더 크기 때문에 IMF 금융지원이 가지는 위기에방 기능은 여전히 제한적일 수밖에 없다.

### 3. 중앙은행간 통화스왑

이번 글로벌 금융위기에서 미국 연준이 글로벌 통화스왑에 의해 제공한 달러화는 달러 유동성 부족으로 인한 외환시장 압력을 완화시키는 데에 중요한 역할을 하였다. 연준은 2007년 12월에 유럽중앙은행 및 스위스 중앙은행과 미달러화 스왑약정을 체결하기 시작한 이후 다수의 선진국으로 약정을 확대했다. 그런데 이번 연준의 스왑계약에는 1962년 중 상호통화협정(Reciprocal Currency Arrangement) 체결에 의해 이미 스왑 네트워크가 구축되어 있는 국가에 더하여 한국, 싱가포르, 브라질, 멕시코 등 4개 신흥시장국이 포함되었다. 미국과의 통화스왑이 달러 유동성 부족에 처했던 우리나라의 외환수급과 외환시장 안정에 큰 도움이 되었던 것은 주지의 사실이다.

하지만 연준과의 양자간 통화스왑은 외화유동성 공급의 주체국인 미국이 대상국 선정이나 스왑조건 등의 측면에서 자국 이익에 따라 선택적으로 체결한 한시적인 협정이다. 미국 연준은 필요하다면 언제나 양자간 스왑협정을 체결하거나 연장할 수 있지만, 이것은 달러 유동성을 상대방 국가에 공급하는 것이 미국 금융시장 안정을 위해서 필요한 경우에 한한다. 실제로 이번 글로벌 금융위기시 인도네시아도 미 연준과의 스왑협정을 요청했지만 거절당한 바가 있다. Aizenman, Jinjark and Park(2010)에 따르면 이처럼 상대국의 선택에 따라 결정되기 때문에 확실성이 결여된 통화스왑은 외환보유고 축적을 위한 효과적인 대체수단이 될 수가 없다.

통화스왑이 예비적 동기에서의 외환보유고 축적을 대체할 수 있기 위해서는 스왑의 공급이 국제유동성을 공급하는 국가의 재량적인 결정에 의해서가 아니라 공급받는 국가의 기초여건이 어느 정도 건전하다면 자동적으로 이루어지도록 상설 제도화시킴으로써 자금 공여의 불확실성을 해소해야 한다. 하지만 현실에 있어서는 신흥시장국의 경우 미국 연준이나 유럽중앙은행과의 통화스왑을 상설 제도화하기가 쉽지 않다.

국제거래통화를 보유한 G3 국가와의 스왑협정은 이들 금융시장에서의 신용경색으로 인해 국제유동성이 부족해지는 경우 가장 큰 충격을 입게 되는 신흥시장국들에게 더욱 필요하다. 따라서 양자간 스왑협정의 상설제도화가 어렵다면 우리나라는 다른 신흥시장국과 협력하여 G20와 같은 다자간 체계 내에서 글로벌 스왑의 공급체계를 제도화하는 전략을 모색할 필요가 있다. 한편으로는 IMF와 같은 국제기구가 국제거래통화를 보유한 선진국들과 스왑협정을 체결하고, 이를 재원으로 하여 IMF가 신흥시장국들과 양자간 스왑협정을 체결하는 방식도 고려할 수도 있다.

#### 4. 지역통화협력

1997~98년 아시아 외환위기 이후 아시아 지역에서의 외환위기 재발을 방지하기 위한 지역 협력이 활발히 진행되었다. 이 중 ASEAN+3 재무장관 회의를 중심으로 한 치앙마이 이니셔티브(Chiang Mai Initiative, 이하 CMI라 부름)는 양국간 스왑제도를 주축으로 한 역내 통화협력체제로 발전했다.

이에 더하여 2009년 5월 3일 인도네시아 발리에서 개최된 ASEAN+3 재무장관회의에서는 아시아 공동기금의 출범에 대한 합의가 이루어졌다. 아시아 공동기금은 CMI의 주축인 양자간 통화스왑제도를 다자간으로 확대 발전시킨 것으로 치앙마이 다자화(CMI Multilateralisation, 이하 CMIM이라 부름)라고도 불린다. 공동기금은 모두 1,200억 달러로 이 중 한국, 중국, 일본이 각각 16%, 32% 및 32%를 분담토록 되어 있다.

공동기금 조성 합의를 통해 달성된 CMIM 체제는 단일 공동기금 형식을 취함으로써 기존의 치앙마이 체제에 비교해 볼 때 법적 구속력과 협의비용 면에서 개선이 이루어졌다고 할 수 있다. 그러나 여전히 공동기금 규모의 적정성, 환율안정장치 부재, 작동여부에 대한 낮은 신뢰 등의 문제가 남아 있다.

우선 아시아권 경제규모를 감안할 때 1,200억 달러의 기금 규모가 과연 충분한지가 의문시된다. 아시아 지역의 경제 특성상 외부충격이 역내 전체로 확산될 가능성이 높으며, 유사시 역내 국가 전체가 유동성 위기에 빠질 확률이 다른 경제권에 비해 크기 때문이다.

둘째, 1,200억 달러의 기금 중 IMF와 연계되지 않고 지출할 수 있는 자금의 비중이 20%에 지나지 않기 때문에 지원규모가 충분하지 않을 것으로 우려된다. 20%를 초과하는 자금의 지원은 IMF의 융자조건(conditionality)과 연계되기 때문에 공여 여부가 불확실한데다 낙인효과나 정치적 부담으로 인해 각국이 이용을 주저할 수도 있기 때문이다.

셋째, CMIM은 실제로 기금을 출자하는 것이 아니라 필요시 각국 중앙은행이 기금을 분담하는 형태로 되어 있기 때문에, 과연 유사시 유동성 관련 지원이 원활히 이루어질 수 있을지도 의문이다. 국제유동성 부족 현상이 역내 국가 전체에 영향을 미칠 경우 각국은 외환보유고를 내어놓기를 꺼려할 것이며, 이 경우 출구 선택권(exit option)을 행사할 수도 있기 때문이다.

이러한 문제점에 더하여 ASEAN+3 내의 경제적 위상을 감안할 때 우리나라로서는 실제로 CMIM의 활용이 제한적일 수밖에 없을 것이다. 따라서 CMIM이 우리나라의 외환보유고 축적을 대체할 만한 금융안전망이 되기 위해서는 효율적이고 시의적절하고 충분한 유동성 공급이 이루어질 수 있도록 공동기금의 규모를 더 늘리고, 기금의 일부에 대해서라도 스왑라인이 아니라 실제 출자가 이루어지도록 할 필요가 있다. 기금의 규모가 커지고, 실제 출자가 이루어지면 감시와 관리 기능이 중요해진다. 이 경우 IMF에 의존하지 않고 독자적으로 감시 기능을 수행하며 출자금을 관리할 상설 조직이 필요하며 이는 아시아 통화기금(AMF)의 설립을 의미할 것이다. 그 이전

까지는 CMIM은 독자적인 국제금융안전망이 될 수 없으며, 다른 안전망과 함께 보완적으로 사용될 수밖에 없을 것이다. 이 경우, 외환보유고에 대한 대체효과는 매우 제한적일 수밖에 없을 것이다.

## 5. 외환유동성보험 신설

앞서 살펴 본 IMF의 지원체계, 양국간 또는 다자간 스왑, CMIM 등은 충분성, 확실성 그리고 낙인효과 면에서 각국의 외환보유고의 축적을 대체하기에는 충분하지 않은 것으로 평가된다. 특히 낙인효과와 정치적 부담을 최소화하기 위해서는 새로운 국제금융안전망 구축이 효과적일 수 있다. 이런 점에서 최근 제안되고 있는 외환유동성보험(FX Liquidity Insurance)은 글로벌 스왑 프로그램과 유사한 역할을 함으로써 낙인효과와 정치적 부담이 적은 국제금융안전망을 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

Lim(2010)이나 Oh(2010)이 제안한 금융유동성보험의 기본적인 골격은 다음과 같다. 외환유동성보험의 설립 목적은 자본흐름의 급작스러운 반전으로 인한 신흥시장국의 외환시장 불안정성을 완화시킬 수 있는 자동안정장치를 제공하는 데에 있다. 이 장치는 가입국이 평상시에는 보험료를 지불하고 사전에 정해진 '유동성 사건(liquidity event)'이 발생하는 경우 용자 또는 보증의 형태로 외환유동성을 공급받는 형태를 취한다. 이 때 외환유동성을 지원받을 자격이 발생하는 '유동성 사건'을 어떻게 정의하는가가 낙인효과에 큰 영향을 줄 것이다. 지원을 받은 국가에 고유한 원인으로 인해 발생하는 유동성 부족현상까지 포함할 경우에는 낙인효과가 클 것이며, G3 통화를 보유한 선진국에서 발생하는 신용경색 또는 금융위기로 인한 유동성 부족현상으로 한정할 경우에는 낙인효과가 최소화될 수 있다. 특히 근본적으로 외환부채를 갚는 것이 불가능한 외환 부도위기와 일시적인 외환 부족으로 인한 외환유동성 위기를 구분하여 근본적인 부도위기에 대해서는 지원을 하지 않는 것이 중요하다. 낙인효과를 줄이기 위해서는 국가가 아닌 민간 금융기관에 직접 용자나 보증을 공급하는 장치를 마련할 수도 있으나, 이 경우 부도위기와 유동성위기를 구분하기 위해서는 평소에 모든 민간 금융기관들을 감시해야 한다는 부담이 발생하며 민간 금융기관들과 이들이 소재한 국가의 도덕적 해이를 방지해야 한다는 부담이 발생한다.

외환유동성보험 장치가 외환보유고 축적을 대체하기 위해서는 충분한 재원이 마련되어야 한다. 재원마련에 대해서는 몇 가지 대안이 있을 수 있다. 우선 지난 글로벌 금융위기 중 미연준, 유럽중앙은행, 일본은행 등이 제공한 글로벌 스왑라인을 외환유동성보험을 담당하는 기구에 제공하는 방안이다. 둘째는, 이 기구에 참여하는 신흥시장국들이 자신이 보유한 외환보유고의 일부를 스왑라인의 형태로 제공하는 것으로 일종의 외환보유고 풀링을 하는 방안이라 할 수 있다. 셋째는, IMF가 출자를 하는 방안을 들 수 있다. 지난 2009년 4월 런던에서 개최된 G20 정상회의 결과

IMF 출자금 증액이 예정되어 있는바, 증가된 출자금을 기존 IMF 용자의 재원으로 이용하는 것보다 새로운 유동성기구의 재원으로 출연하는 것이 보다 효율적으로 재원을 이용하는 방안이 될 수 있다. 다만 이 경우 IMF는 민간 금융기관에 직접 보증이나 용자를 할 수는 없으므로 가입국 정부가 수혜자가 되어야 한다. 넷째, 이 기구에 참여하는 신흥시장국들이 평소에 지불하는 보험료를 재원으로 사용할 수도 있을 것이다. 하지만 보험기금이 충분히 축적되지 못한 도입 초기에는 보험료만으로는 충분하기 않은 만큼 이와 같은 보험료는 보완적인 재원이 될 수밖에 없다. 그러나 가입국이 보험료로 지불한 재원은 해당 국가에 대한 대출이나 보증에 대한 변제에 우선적으로 사용함으로써 도덕적 해이를 줄이는 데에도 기여할 수 있다. 다음 절에서 논의될 것이지만 신흥국들이 금융기관의 외화차입에 대해 은행세를 부과한다면, 이를 통해 거둬들인 세수를 보험료로 활용할 수도 있을 것이다.<sup>10)</sup>

## 6. 은행세 도입논의 활용

최근 은행세 부과에 대한 논의가 활발하게 이루어지고 있는 바 이를 외환시장 안정을 위한 자본통제의 한 형태로 활용할 수도 있다. 원래 은행세는 지난 글로벌 금융위기 중 금융기관을 지원하기 위해 각국 정부가 투입한 재정비용을 그 수혜자인 금융권이 분담한다는 차원에서 제안되었었다. 지난 4월에 개최된 G20 재무장관 회의에서는 IMF가 은행세 부과 방안에 대한 연구의 중간결과를 보고했는데, 이 보고에서 IMF는 크게 두 가지 은행세를 범세계적으로 부과할 것을 제안했다.

첫째는, 금융안정분담금(financial stability contribution tax)으로 예금을 제외한 은행의 부채에 대해 부과되는 세금이다. 이 분담금은 은행이 규모가 지나치게 커질 경우 은행의 부도가 금융시스템에 미칠 충격을 감안하여 정부가 지원을 해줄 수밖에 없는 소위 '대마불사(too big to fail)'에 대한 기대가 은행이 짚 비용으로 부채를 조달하는 것을 가능하게 하는 한편 정부에는 위기시 은행에 대해 구제금융을 지원해야 하는 부담을 준다는 점에서 필요하다. 초기에는 단일 세율을 적용하고, 점차 위험 수준이나 금융시스템에 대한 영향 정도에 따라 금융기관별로 차등화를 시킬 것을 제안했다.

둘째는, 은행의 초과이익에 대해 부과되는 금융거래세다. 그런데 금융거래세에 대해서는 금융기관 설립 유인을 저해하고, 경쟁규제가 더 효율적일 수 있다는 점, 그리고 예금보험에 더하여 이중부담의 소지가 있다는 점에서 논란의 여지가 있다.

찬반양론의 충돌로 인해 지난 4월 재무장관회의에서는 합의가 이루어지지 못했지만 은행세는 6월과 11월로 예정된 G20 정상회의에서 계속 주요 주제로 논의될 것이다. 재정위기를 겪고 있는 유럽에서는 이미 구체적인 도입 논의가 G20와는 별도로 활발하게 진행되고 있다.

10) 이 외에도 외환거래에 대해 세금을 부과하는 토빈세를 도입하고 그 세수를 재원으로 활용하는 방안 그리고 은행세와 별도로 가칭 국제금융안전망세를 도입하는 방안도 제안되고 있다.

그런데 목적에는 다소 차이가 있더라도 이와 같은 은행세가 국제공조체제로 도입될 경우 그 도입형태에 따라서는 우리나라를 비롯한 신흥국들이 외채규모를 관리하고 외환시장을 안정시키는 데에 도움이 될 수 있을 것으로 기대되는데, 그 이유는 다음과 같다.

첫째로, Shin(2009)에서 지적되었듯이 금융위기 사례들을 살펴보면 위기 발생 이전에 은행을 비롯한 금융기관들의 자산이 급증하고 그 재원을 조달하기 위해 주로 비예금성 부채가 급증하는 현상이 공통적으로 관찰된다. 특히 신흥시장국들에 있어서는 이와 같은 부채증가의 상당부분이 외화자금의 도입에 의해 이루어지며 이 경우 국가 전체의 대외부채가 증가하게 된다. 문제는 자국 화폐가 국제적으로 통용되지 않는 신흥시장국에서는 이와 같은 금융기관의 외화부채가 바로 금융위기와 외환위기가 상호작용하면서 심화될 수 있는 연결고리가 된다. 뿐만 아니라 금융기관의 외화부채 증가는 국가 전체의 외채를 증가시키고 그 결과 외국인 투자자들이 외환위기를 우려하도록 만들 수 있다. 금융기관의 비예금성 부채 특히 외화표시 부채에 대해 부과되는 은행세는 바로 외화부채에 부과되는 피구세로서 외화부채가 가지는 부의 외부효과를 내재화시킴으로써 금융기관의 외화부채 규모가 지나치게 커지는 것을 억제하는 효과를 가질 수 있다. 즉, 위기시 구제금융 등의 지원을 위한 기금조성의 차원보다는 위기발생 가능성을 높이는 비예금성 부채 또는 신흥시장국의 경우 외화표시 부채의 규모 증가를 억제시키는 목적에서 은행세의 부과가 도움이 될 수 있다는 것이다.

둘째로, 은행세가 국제공조체제로 부과될 경우 국내에 진출한 외국계 금융기관에도 통상마찰의 소지 없이 적용될 수 있다는 장점이 있다. 지난 글로벌 금융위기에 있어서 우리나라의 단기외채를 증가시킨 주역은 국내은행보다는 외국은행의 지점과 현지법인이었다. 이들은 조선사를 비롯한 수출기업의 환헷지거래와 해외펀드 투자에 따른 환헷지수요 인해 발생한 차익거래 기회를 활용하기 위해 단기적으로 대규모의 외화차입을 하였다. 이들은 외국계 금융기관이지만 외채통계는 국적이 아니라 거주국을 중심으로 작성되기 때문에 이들이 도입한 외채도 우리나라의 외채로 잡혔고 그 결과 외국 투자자들이 부정적인 시각을 가지는 데에 한 몫을 하였다. 따라서 우리나라가 외채 규모를 줄이기 위해서는 이와 같은 은행세가 국내은행뿐만 아니라 외국계 은행까지 부과될 필요가 있다. 그런데 자국에서 은행세를 부과받지 않는 외국계 은행의 외화차입에 대해 우리나라만이 은행세를 부과할 경우 통상마찰의 요인이 될 수도 있다. 그런데 만일 외화차입에 대한 은행세가 국제공조차원에서 도입된다면 이와 같은 마찰의 소지 없이 국내 및 외국계 금융기관의 지나친 외화차입에 대해 통제를 할 수 있는 장치를 가질 수 있다.

이같은 장치가 국제금융안전망과 함께 마련될 경우 지나친 외환보유고 축적에 의존하지 않고도 우리나라의 외환시장과 금융시장을 안정시키는데 크게 기여할 것이며 이는 다른 신흥시장국들도 마찬가지다. 물론 앞서 제III장에서 논의한 바와 같이 금융기관의 해외차입에 대한 은행세는 국제 자본이동에 대한 일종의 제약이 되

므로 낮은 비용으로 자금을 도입하는 혜택을 포기해야 한다는 문제가 제기될 수도 있다. 하지만 일단 위기가 발생하면 그 비용은 엄청나게 크기 때문에 국제 자본이동에 대한 어느 정도의 제약은 필요하다.

바로 이런 점에서 앞으로 G20를 중심으로 진행될 은행세 도입 논의를 우리나라를 비롯한 신흥국에게도 도움이 될 수 있는 방향으로 적극적으로 활용할 필요가 있다. 특히 자국 통화가 국제거래통화가 아니기 때문에 외화로 외자를 조달해야만 하는 원죄(original sin)의 한계를 가진 신흥시장국들에 있어서는 자국통화표시 비핵심부채보다는 외화표시 비핵심부채에 대해 은행세를 부과할 필요성이 더욱 크다. 이를 위해서는 은행세 부과시에 외화표시 부채에 대해서는 자국통화표시 비핵심부채에 비해 더욱 높은 세율을 부과하는 방안을 고려할 수 있다. 실제로 IMF의 은행세 부과방안에서도 초기에는 단일 세율을 적용하나 점차 금융시스템에 대한 영향의 정도에 따라서 금융기관별로 그리고 국가별로 차등화된 세율을 적용하는 방안을 제안하고 있다. 이 경우 신흥시장국들로서는 외환시장에 대한 교란효과가 가장 높은 동시에 부의 외부효과가 큰 금융기관 외화부채에 대해 더 높은 세율을 적용하는 것이 마땅하다.

제4절에서도 논의되었듯이 신흥시장국들의 경우 금융기관 외화부채에 대한 은행세를 통해 거둔 자금은 외환유동성보험과 같은 국제금융안전망에 출연할 부담금의 재원으로 활용될 수도 있다.

## 7. 아시아 채권시장 육성논의의 활용

아시아 지역에서 진행되고 있는 역내 금융협력으로는 CMI 이외에 아시아 채권시장 육성논의(Asian Bond Market Initiative, 이하 ABMI)가 있다. ABMI는 아시아 외환위기의 경험을 토대로 외환위기의 재발을 방지하기 위해 역내 채권시장을 육성해야 할 필요성에서 시작되었다. Park and Park(2004)은 아시아 채권시장 육성의 필요성을 다음의 두 가지로 요약하였다.

첫째, 아시아 외환위기를 겪은 아시아 신흥시장국들은 은행 중심의 금융시스템을 가지고 있어 외화유동성 부족으로 인해 은행위기가 발생하자 전체 금융시스템이 경색되어 경제위기가 심화되었다. 이들 국가들의 채권시장이 발달되어 있었다면 은행위기가 오더라도 대체적인 자금조달 수단이 있기 때문에 위기가 그토록 심화되지는 않았을 것이다. 아직 아시아 대부분의 국가에 있어서 채권시장이 발달되어 있지 않기 때문에 이들 채권시장을 발전시키고 연결하여 지역 채권시장을 육성할 필요가 있다.

둘째, 외환위기 이후 아시아 국가들의 자금흐름을 보면 경상수지 흑자를 통해 축적한 외환을 안전자산을 찾아서 미국 국채 등에 투자하는 한편, 아시아의 기업들 비롯한 경제주체들은 필요한 자금을 미국 등 선진국 금융시장으로부터 조달하고 있다. 아시아 역내 채권시장이 발달된다면 역내의 풍부한 자금이 역내에 투자되는 아

시아 저축의 역내 환류가 가능하며, 이를 통해서 아시아 금융산업이 발전할 수 있다.

지난 글로벌 금융위기의 경험은 위의 두 가지 이유에 더하여 아시아 채권시장 육성이 더 많은 혜택을 제공할 수 있음을 보여주었다. 첫째, 국제 증권투자에 있어서 자국편중현상이 있는 것과 마찬가지로 이유로 지역편중현상도 존재할 수 있다는 점이다. 이와 같은 지역편중현상은 일부 아시아 국가가 외화유동성 부족현상을 겪는 경우 유럽을 비롯한 다른 지역의 투자자들보다는 아시아 투자자들이 더 전향적으로 투자를 할 수 있음을 의미한다. 실제로 지난 글로벌 금융위기에 있어서 우리나라 채권에 적극적으로 투자를 한 것은 태국의 투자자들이었고, 우리나라가 외화 표시채권 발행을 통해 외화를 조달할 수 있었던 것은 말레이시아였다.

둘째, 제III장에서 지적한 바와 같이 외국인의 국내채권 투자는 외채 통계에 포함되기는 하지만 외화부채의 조달보다는 외환시장 안정에 대한 위협이 적은 자본이동이다. 특히 선물환 수급의 불균형으로 FX 스왑레이트가 대내외 이자율 격차보다 커질 때 이를 활용한 외국인의 채권투자는 선물환 수급 불균형을 완화시키는 역할을 할 수 있다.

그런데 아시아 역내에서 채권을 통한 자금의 수급이 잘 이루어지지 않는 이유는 아시아 국가들 대부분이 신용도가 낮은 반면 외환보유고를 비롯한 아시아 투자자들은 위험자산을 회피하는 경향이 있다는 점과 아시아 국가들의 화폐가 국제화되어 있지 않아 자국 통화로 차입을 할 수 없다는 점에 있다. 이와 같은 신용 불일치의 문제와 통화 불일치의 문제에 더하여 여러 가지 제도적 요인과 발달되지 못한 채권 시장 인프라가 역내 채권투자를 가로막고 있다.

ABMI는 이와 같은 문제를 해소하고 역내 채권 거래를 활성화하기 위해 다음과 같은 네 가지 사업을 중점적으로 추진하고 있다. 첫째, 아시아 정부, 금융기관, 기업이 발행한 채권의 신용을 보장하고 채권발행을 통해 조달한 자금을 역내 사회간접자본 구축 등을 위해 투자하는 역내 신용보증 및 투자기구를 설립한다. 둘째, 아시아 역내 예탁결제기구로서 각국 중앙은행, 중앙예탁결제기구를 연결하여 역내 국제예탁결제기구를 설립하는 방안을 검토한다. 이 기구를 통해 각국 채권의 국제거래에 대한 예탁결제가 이루어지면 아시아 역내 채권거래가 활성화되고 아시아 채권시장 육성의 촉매가 될 수 있을 것이다. 셋째, 아시아 역내 채권시장의 통합과 국가간 거래 활성화를 위해 국채 및 회사채 표준을 통일한다. 이를 위해서 각국의 채권시장 전문가로 구성된 아시아 채권시장 포럼(Asia Bond Market Forum: ABMF)을 구성하여 국가간 채권투자를 저해하는 요인들을 파악하고 역내 채권투자를 활성화시키기 위한 방안을 논의한다. 넷째, 동아시아 역내채권시장의 질적 개선을 위해 국공채에 비해 상대적으로 높은 금융기법을 요구하는 회사채 거래의 활성화가 필요하다. 이를 위해서는 회사채 발행 절차가 비교적 간소화되어 있는 국가에서 발행되거나 사모발행 규정을 이용하여 여러 국가에서 동시에 발행되는 국제채의 활용이 바람직하다.

아시아 채권시장 육성논의에서는 많은 방안이 논의되고 검토되었지만 문제는 이들 중 실제로 실현된 것이 많지 않다는 것이다. 하지만 2009년에 한동안 정체상태에 빠졌던 아시아 신용보증 및 투자기구 설립에 대한 합의가 이루어지면서 아시아 채권시장 육성논의는 활기를 띠기 시작했다. ABMI는 단기간 내에 이룩될 수 있는 것은 아니다. 하지만 이제 논의가 다시 활성화되고 역내 국가간 채권 발행 및 유통이 활성화될 수 있다면 역내 국가들의 외환시장을 안정시키는 데에 도움이 될 수 있을 것이다.

## V. 결론

2008년 외환위기의 경험은 우리 경제가 처한 근본적인 현실 즉 경제 구조상 대외 거래 의존도가 높고, 원화가 국제화되어 있지 않아 대외 거래를 외화로 결제해야 하며, 소위 원죄(original sin)의 한계로 인해 해외로부터의 원화로 자금을 조달할 수 없기 때문에 국내에서 발생한 금융위기는 물론이거니와 외국에서 발생한 금융위기로 인해 국제금융시장에서 신용경색 현상을 발생할 경우 외화유동성 위기의 발생을 피하기가 어렵다는 점을 다시 한 번 인식시켜 주었다.

본고에서는 지난 외환위기와 글로벌 금융위기의 경험으로부터 파악된 우리나라 외환부문의 불안정 요인을 검토하고 이를 토대로 외환시장의 안정성을 제고시키기 위한 방안을 검토하였다. 일반적으로 대내 또는 대외 충격으로부터 외환시장을 안정시키기 위해서는 외환보유고를 이용하여 외환수급 불균형이 환율에 미치는 압력을 완화시키는 방법이 사용된다. 하지만 지난 글로벌 금융위기의 경험과 외환보유고 확충에 따른 비용을 감안할 때 외환보유고만으로 외환시장 안정을 도모하기는 어렵기 때문에 다른 보완적인 또는 대체적인 수단이 필요하다.

그 중 하나는 자본통제의 도입이나 금융기관 외화유동성 관련 규제 강화를 통해 외환수급 불균형의 원인 자체를 해소하는 한편, 자본흐름 또는 외채의 구성을 외환시장 안정에 덜 위협적인 형태로 전환시키는 것이다. 하지만 이와 같은 자본통제나 규제의 도입에는 국제적인 공감대가 이루어져야 하며 도입되는 자본통제도 국제적인 정합성을 갖춰야 한다. 규제나 불확실성에 대해 매우 민감한 포트폴리오투자의 속성상 자본통제의 도입 자체가 불안정성을 심화시킬 수도 있기 때문이다. 이런 점에서 최근 도입논의가 활발하게 진행되고 있는 은행세를 신흥시장국 금융기관의 외화부채에 대해 적용하는 방안을 고려할 수 있다.

자본통제에 더하여 외환시장 안정을 위해서는 국제유동성 부족시 이를 공급해줄 수 있는 국제금융안전망의 구축이 필요하다. IMF를 중심으로 한 기존의 국제금융안전망은 낙인효과나 정치적 부담 면에서 문제점이 제기되고 있는바, 본고에서는 IMF의 금융지원체제 개선하는 동시에 양자간 또는 다자간 통화스왑, 지역통화협력, 새로운 국제금융안전망 등 다양한 국제공조전략 방안을 검토하였다. 물론 우리나라처



럼 개방화된 소국 경제에서는 외환시장이 해외 충격으로부터 자유로울 수 없는 만큼 어느 정도의 환율 변동은 용인하는 환율관리전략도 필요하다.

국제공조전략으로는 본고에서 검토된 것 이외에도 논의되지 못한 중요한 중요한 의제들이 있다. 특히 SDR을 활용한 기축통화의 다변화와 기축통화 발생국의 건진성 확보를 위한 감시체계를 포함한 국제통화시스템 개선 방안, 위기발생시 채권자의 책임과 부담을 강조하는 손실분담(bail-in) 방안도 중요한 의제가 될 수 있다.

## 참고문헌

- 김정식, 「유동성 확보와 국제자본이동의 안정성 제고방안」, 한국국제금융학회 정책세미나 발표논문, 한국국제금융학회, 2010년 2월.
- 김정한·이윤석, 「위기 전후 외환보유액 운용경험과 위기 재발방지를 위한 적정 외환보유액 수준 검토」, 한국국제금융학회 창립기념 학술대회 발표논문, 2009년 10월.
- 김태준·채희율, 「글로벌 금융위기와 향후 외환정책 과제」, 경제학 공동학술대회 발표논문, 한국국제경제학회, 2008년 2월.
- 양양현, 이혜림, 「차익거래 유인과 외은지점 및 외국인의 국내 채권투자에 관한 분석」, 『조사통계월보』, 한국은행, 2008년 8월.
- 오정근, 「글로벌 금융안정망으로서 중앙은행간 양자간 통화스왑협정의 역할과 구성」, 한국국제금융학회 정책세미나 발표논문, 한국국제금융학회, 2010년 2월.
- 유재원, 「동아시아 금융협력과 환율정책」, 한국국제경제학회 창립 31주년 기념 하계정책세미나 발표논문, 2008년 6월.
- 이대기·이규복, 「외환관리 정책의 재조명과 바람직한 외환정책」, 한국금융연구원, 2009년.
- 정영식, 「국내 외채구조 진단 및 개선방안」, 삼성경제연구소, 2009년 8월.
- 지식경제부, 「수출입과 우리나라 결제통화 현황」, 2009년 5월.
- 최창규, 「외환정책의 현황과 전망」, 한국국제경제학회 창립 31주년 기념 하계정책세미나 발표논문, 2008년 6월.
- Aizenman, Joshua and Sun Yi, "The Financial Crisis and Sizable International Reserves Depletion: From 'Fear of Floating' to the 'Fear of Losing International Reserves'?" NBER Working Paper No. 15308, 2009.
- Aizenman, Joshua, "Hoarding International Reserves versus a Pigouvian Tax-cum-subsidy Scheme: Reflections on the Deleveraging Crisis of 2008-9 and a Cost Benefit Analysis" NBER Working Paper No. 15484, 2009.
- Aizenman, Joshua, Yothin Jinjarak and Donghyun Park, "International Reserves and Swap Lines: Substitutes or Complements?" NBER Working Paper No. 15804, 2010.
- Bussiere, M. and C. Mulder, "External Vulnerability in Emerging Market Economies: How High Liquidity Can Offset Weak Fundamentals and Effects of Contagion," IMF Working Paper, July 1999.
- Calvo, Guillermo A. and Carmen M. Reinhart, "Fear of Floating," *The Quarterly Journal of Economics*, May 2002.

- Cowan, Kevin and Jose De Gregorio, "International Borrowing, Capital Controls, and the Exchange Rate: Lessons from Chile," in S. Edwards (ed.) *Capital Controls and Capital Flows to Emerging Economies*, NBER, 241-97, 2007.
- De Gregorio, Jose, Sebastian Edwards, and R. Valdes, "Controls on Capital Inflows: Do They Work?" *Journal of Development Economics* 63, 59-83, 2000.
- International Monetary Fund "Reaping the Benefits of Financial Globalization," Occasional Paper 264, 2008.
- Lim, Jean, "The FX Liquidity Insurance for Sudden Reversals of International Capital Flow," Presidential Committee for G20 Summit, Republic of Korea.
- Oh, Gyetaeg, "FX Liquidity Insurance Mechanism as a Global Financial Safety Net," Working Paper, Chung-Ang University, 2010.
- Ostry, Jonathan D., Atish R. Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash S. Qureshi, and Dennis B. S. Reinhardt, "Capital Inflows: The Role of Controls," *IMF Staff Position Note* SPN/10/04, 2010.
- Ostry, Jonathan D. and Jeromin Zettelmeyer, "Strengthening IMF Crisis Prevention," IMF Working Paper No. 05/206, 2005.
- Park, Daekeun and Yung Chul Park, "Creating Regional Bondmarkets in East Asia: Rationale and Strategy," in T. Ito and Y. C. Park (eds.) *Developing Asian Bondmarkets*, pp. 16-66, Asia Pacific Press and A.N.U., 2004.
- Park, Yoon-shik, "The Role of Financial Innovations in the Current Global Financial Crisis," Presentation at the 2009 Economics Joint Conference, Seoul, Korea, February 2009.
- Shin, Hyun Song, "Non-core Liabilities Tax as a Tool for Prudential Regulation," Policy Memo, February 19, 2010.
- The Economist, "Domino theory: Where Could Emerging-market Contagion Spread Next?" February 28, 2009.
- The Lex Column, "Korea's Debt," *The Financial Times*, March 1, 2009.
- Triffin, Robert, *Gold and the Dollar Crisis*, New Heaven and London: Yale University Press, revised edition, 1961.
- Truman, Edwin M., "On What Terms is the IMF Worth Funding?" Working Paper 08-11, Peterson Institute for International Economics, 2008.

우리나라의 경우에도 1997-98년 외환위기와 지난 글로벌 금융위기에 있어서 모두 은행을 비롯한 금융기관의 단기외채가 문제가 되었다. 예를 들어 파이낸셜 타임즈의 2009년 3월 1일자 기사에서는 2008년말 우리나라의 잔존만기 1년 미만의 유동외채가 1,940억 달러로 2,000억 달러 규모의 외환보유고와 비교할 때 매우 우려스러운 수준임을 지적했다. 물론 이와 같은 단기외채의 상당부분은 수출업체의 선물환매도로 인한 것이어서 수출대금이 수령됨에 따라 해결될 수 있는 성질의 부채였고, 외국은행의 국내지점 또는 현지법인이 외채의 공식통계는 이들 외채가 포함되어야 하기 때문에 이를 이용하여 국가의 외환위기 가능성을 평가하는 해외 언론이나 외국인 투자자의 시각에는 우려스러운 수준으로 보였을 수 있다.