

글로벌 경제시대에 신흥시장에서의 금융위기에 관한 연구*

김 문 관**

목 차

I 서

II 국제금융질서의 변화와 자본자유화 흐름의 확산

III 국제금융시장의 통합화와 신흥시장에서의 금융위기

1. 아시아 신흥시장에서의 금융위기의 전개 및 자본흐름의 변화
2. 국제자본이동성의 증가와 신흥시장에서의 금융위기

IV 결론

I. 서

신흥시장¹⁾들 중에서도 특히 세계에서 가장 역동적인 경제성장을 구가해오던 동아시아

* 본 논문은 제주대학교 발전기금에 의해 연구되었음

** 제주대학교 경상대학 교수

1) 신흥시장(Emerging Markets)이란 용어는 1993년 국제금융공사(International Finance Corporation; IFC)가 1인당 GDP 8,625달러 이하인 국가를 투자유망지역으로 분류하면서 사용한데서 비롯되었는데, 세계은행의 분류에 따른 저소득국가와 중소득국가를 신흥시장으로 정의하고 있으며 그 중에서도 특히 성숙한 전망을 보이는 국가들이 이 범주에 속한다고 할 수 있다. 신흥시장의 특성을 보면 불안정한 시장이지만 그 만큼 고수익을 창출한다. 즉 고수익과 고위험이 병존하는 시장이라 할 수 있다. 주요 신흥시장은 아프리카에 3개국(나이제리아, 짐바브웨, 남아프리카 공화국), 유럽의 5개국(포르투갈, 칠레, 베네수엘라, 브라질, 아르헨티나) 아시아에 10개국(파키스탄, 인도, 스리랑카, 태국, 중국, 한국, 말레이시아, 인도네시아, 대만, 필리핀) 중동에 1개국(요르단)이

아국가들은 97년 7월 태국의 바트화의 가치폭락을 시작으로 금융위기에 빠져들었다. 바트화의 가치폭락은 다시 태국과 마찬가지로 그간 환율변동폭의 제한 또는 외환시장 개입(말레이시아의 경우) 등을 통해 환율상승을 억제해 오던 말레이시아, 필리핀, 인도네시아, 한국 등으로 전염되면서 동아시아는 '동시고도성장' 에서 불과 1년만에 '동시불황'으로 경제양상이 바뀌면서 글로벌 경제세대에 있어서 '21세기형 위기'의 냉엄함을 선명하게 드러냈다²⁾.

이러한 맥락에서 볼 때 1997년에 발생한 한국의 금융위기는 한국경제의 구조적 측면에서만 아니라 국제정치·경제의 전반에 걸친 문제에 기인하고 있는 것이며 더 나아가서 한국의 금융위기는 한국에 국한된 문제가 아니라 그동안 고도의 성장을 누려왔던 신흥시장국들 특히 동아시아 국가들에 대한 전반적인 문제라 할 수 있다.

1997년 7월 태국의 바트화의 가치하락을 시작으로 발생한 아시아의 금융위기 발생 원인에 대해 크루그먼(Paul R. Krugman)³⁾은 동아시아의 금융위기가 동아시아의 내부적 요인에 기인하는 것으로 보고 있다. 특히 관치금융하에서 정부의 묵시적 지급보증 이 초래한 도덕적 해이(moral hazard)의 문제점을 지적하고 있으며, 이에 대해 삭스(Jeffry D Sachs)⁴⁾는 동아시아 금융위기의 대외적 요인을 강조하고 있다. 즉 삭스는 동아시아 금융위기가 그 동안 동아시아 지역에 과도하게 투자되었던 외국의 투자자금이 공황에 빠져 일시에 회수되는 과정에서 발생되었다는 것이다. 그러나 동아시아의 금융위기에 대해서는 첫째 금융시장의 자유화에 수반한 외국으로부터의 단기자금 급격한 유출입 증대, 둘째 자국통화의 평가절상 따른 수출경쟁력악화에 따른 무역수지의 악화, 셋째 취약한 금융시스템, 다섯째 외자의 유입과 확장적 금융 및 재정정책의 실시에 따른 부동산 버블의 발생 등 여러 측면에서 논의되고 있으며,⁵⁾ 또한 아시아 금융위기의 국제적 요인으로서 세계적인 자본시장의 통합추세와 관련하여 국제금융시장에 내재해 있는 구조적 불안정성을 간과해서는 안될 것이다.

더구나 1980년대 이후로 은행위기가 외환위기로 발전하는 경향이 세계적으로 높아진 것을 볼 때, 특히 최근의 금융위기가 한국 뿐만 아니라 태국, 인도네시아 등의 아

신흥시장의 범주에 속한다고 할 수 있으며, 신흥시장은 세계GNP의 약20%를 차지하고 있고 인구는 세계인구의 85%를 차지하고 있다

- 2) 墨澤清一 “東アジア通貨・金融危機とIMFプログラムの問題點”, 世界經濟評論, 1999.4 pp.27-35
- 3) Paul R krugman, “Currency Crises”, mimeo,1998. Paul R rugman, “What Happened to Asia?”, mimeo.1998
- 4) Jeffry D Sachs, “Global Capitalism Making it Work”, Economist, 1998 Sept.
- 5) 菊池久, “東南アジアの通貨危機發生原因の再考”, 世界經濟評論, 1999.5 pp.59-63

시아 신흥시장국 전반에 걸쳐 있으며 위기의 전개과정에서 각국이 겪고 있는 고통 역시 비슷한 양상을 띠고 있는 점은 각국의 내부구조에 그 원인이 있다기 보다는 국제 금융환경이 변한데 그 주요한 원인이 있다고 할 수 있다. 특히 1980년대 이후 국제금융시장에서는 3차례에 걸쳐 신흥시장으로 국제자본이 급격히 유입되는 현상이 나타나는데 그 이후 예외없이 신흥시장 국가에 외환·금융위기가 촉발되었다고 할 수 있다.

문제는 왜 이시기에 금융위기가 발생하게 되었으며, 그리고 왜 동남아시아의 경제 위기가 한국으로까지 파급되게 되었는가 하는 점에 의문을 제기하면서 본고에서는 한국을 비롯한 신흥시장국들이 어느 정도 국제자본시장에 통합되어 있었고 국제적인 자본흐름이 통합된 자본시장을 통해 어떻게 신흥시장국들에게 금융위기를 촉발시켰는지를 국제자본의 이동성 측면에서 고찰하고자 한다.

II. 국제금융질서의 변화와 자본자유화 흐름의 확산

브레튼우즈 체제는 기본적으로 케인즈주의를 바탕으로 했다. 1930년대의 대공황을 겪으면서 선진국들은 규제받지 않은 자본의 이동이 가져오는 파국적인 결과를 체험했고, 대공황과 양차대전을 겪으면서 국가개입의 효율성을 체득했다. 이러한 교훈들을 바탕으로 1940년대 중반 미국과 영국의 지도자들은 브레튼우즈체제를 기본적으로는 자유무역을 추진하면서도 자본의 이동을 통제하는 방향으로 설계했다. 따라서 브레튼우즈체제는 기본적으로는 무역자유화를 지향하지만, 자본에 대한 규제를 통하여 각국이 국내정책에 대한 자율성을 담보하려 한 노력 결과 이시기에는 낮은 자본의 이동성과 제한된 무역의 흐름 때문에 국가의 정책결정의 자율성을 심각하게 제한하지 않으면서도 환율유지가 가능하였다.

그러나 이러한 자본규제는 1960년대 중반부터 등장하기 시작한 유로시장(Euromarket)에 의해 점차 힘들게 된다. 1960년대 중반 적자국(대표적으로 미국)과 흑자국(서유럽국가)은 자국의 이해관계 때문에 유로시장의 등장을 허용했다. 당시 미국은 냉전과 관련된 지출증가와 베트남 전쟁 등으로 인하여 달러를 금으로 태환할 수 없을 정도로 발행했고, 그에 따라 달러의 세계기축통화로서의 역할이 위협받게 되었다. 반대로 독일과 일본은 자국의 화폐가 기축통화가 되면 자국의 경제적 자율성이 제한될 것을 우려해 자국의 통화가 달러를 대체하는 것을 꺼려했다. 따라서 미국과 서유럽국가들은 유로시장이 흑자국의 사적 금융기관과 중앙은행이 금으로 태환하는 대신 달러를 보유

할 수 있게 해주었기 때문에 유로시장의 등장을 허용했으며, 각국은 국내정책조정을 하지 않고서도 유로시장의 풍부한 자본을 이용하여 국제수지불균형을 보전할 수 있었기 때문에 유로시장의 영향으로부터 보호될 수 있으며 따라서 유로시장을 자국의 거시경제 여건과 정책에 악영향을 줄 수 없다는 신념에 기반하고 있었다.⁶⁾

그러나 유로시장은 국내자본시장과 정부의 규제로부터 자유로웠기 때문에 금융기관들의 선호를 받았으며 정부의 규제가 없었기 때문에 매우 경쟁적인 이자율을 제공하여 더욱 많은 자본을 불러들였고, 이는 국제금융시장의 확대 재생산 기반을 마련하여 실물부문을 능가하는 금융시장을 탄생시키는 계기가 되었다. 그리고 유로시장의 자본은 수익을 추구한 금융기관들의 활동에 의해 대부분 단기자본으로 구성되었기 때문에 휘발성이 매우 강했으며 확대재생산 되는 속도 역시 빨랐다. 결국 이러한 국제금융시장의 급속한 팽창은 개별국가에 대한 탈규제의 압력으로 작용하게 되었다.

한편 런던을 중심으로 한 유로시장의 성장으로 인하여 금융거래의 중심지 역할을 빼앗길 것을 두려워 한 미국 금융기관들의 압력에 의해 미국정부는 자국의 자본거래를 자유화하기 시작했는데 이는 다시 서유럽 국가들의 자본자유화를 촉진하는 계기가 되어 국가간 탈규제의 상호경쟁을 부추겼다. 따라서 유로시장의 등장은 비록 국가의 금융주권을 약화시키는 금세기의 가장 중요한 사건이라고 할 수 있지만, 그것은 관련된 주요국가들이 당초에 의도했던 것이 아닌 비의도적 행위에 의한 것이었다. 결국 이러한 비의도적 행위는 국가들의 자율성을 제약하는 국제적인 자본시장통합의 첫단계였다.

이와 같은 국제적 자본시장 통합의 시작으로 각 국가들은 자국의 금융정책과 재정정책을 자국의 이해관계에 따라서만 운용할 수 없었고 그에 따라 국가간에는 이러한 정책을 조절하기 위한 시도가 발생하였다

그러나 1960년대와는 달리 1970년대에 이르러 무역과 투자는 국제적인 자본이동에도 상당히 의존하게 되었다. 그 결과 자본이동을 규제하려는 포괄적인 시도는 그 국가에게 기본적인 국제교역의 형태를 불가능하게 하였을 뿐만 아니라 초국적 기업과 은행들의 강력한 반발에 부딪혀 좌절될 수밖에 없었다. 이처럼 1970년대 이후의 금융시장의 국제화는 초국적기업이나 금융기관과 같은 행위자들의 지위를 강화시켜 주었다. 또한 국가의 경제정책을 국제적인 압력으로부터 보호하는데 있어서 선별적인 자본규

6) Cerny, Phillip G, "The Deregulation and Reregulation of Financial Markets in a More Open World" In Phillip G. Cerny ed.1993. 『Finance and World Politics: Markets, Regimes and States in the Post-hegemonic Era』 Aldershot, England: Edward Elgar.p.58

제 역시 효력을 상실했다. 자본규제는 국내산업이 초국적 생산구조로 통합되는 것을 방해했을 뿐만 아니라 투자자들과 대부자들이 보호된 금융 서비스 산업을 피하여 보다 자유화된 외국 및 국제시장을 쫓아가도록 자극했다. 이처럼 단기자본시장의 국제적인 통합이 높을 때에는 이에 통합된 국가들은 경제정책의 자율성을 거의 상실하는데 이것은 여러 국가들에 의해 추구된 다양한 경제정책이 자본의 거대한 이동을 즉각적으로 자극하기 때문이다. 따라서 자본이 국제적으로 유동적일 때 금융정책과 재정정책의 효과는 자본이 유동적이지 않을 때와는 상당히 다르다.

자본의 국제적인 이동성이 매우 높을 때 금융정책은 이론상 효과적이지만 사실상은 효과적이지 않다. 금융팽창은 국내이자율에 대해 하락압력을 가한다. 또한 이는 투자자들이 외국의 보다 높은 수익을 추구하도록 하여 자본의 대량유출을 가져오고 그 국가 화폐의 가치를 떨어뜨린다. 화폐의 평가절하는 수입을 억제하고 국내생산품에 대한 수요를 촉진한다. 따라서 높은 자본이동성의 시기에 금융팽창은 이자율을 하락시키고 화폐를 평가절하하고 무역수지를 향상시킴으로써 경기를 자극한다. 그러나 현실적으로 정부들은 국내적 이해만을 반영한 금융정책에 의해 유발된 급격한 환율변동을 견디려고 하지 않는다. 즉 팽창적인 금융정책은 자본유출과 화폐가치의 폭락을 유발하고 이 두요소는 정부의 국내적 입지에 해를 주고 정부의 경제정책을 무력화시킨다⁷⁾. 이처럼 자본이동성의 증가가 개별 국가의 금융정책과 통화정책을 무력화시키고 초국적 기업과 금융기관들의 자유화 압력이 거세지자 개별 정부는 자본규제를 철폐하고 본격적으로 시장에 순응하려고 시도하게 되었다. 또한 자본이동성의 증가로 정치적 영향력이 커진 사적인 금융기관들의 요구와 아울러 무역의 지역화추세 등을 반영하여 선진국들은 발전도상국들의 금융시장에 대한 개방압력을 강화했다. 특히 한국이나 대만과 같은 신흥공업국들의 경제가 일정정도 성과를 이루자 선진국의 금융기관들은 이 지역에서 투자수익을 기대할 수 있게 되었고 그러한 기대는 선진국 정부를 통한 정치적 개방압력으로 발전했다.

그 결과 1970년대에서 1990년대 초에 걸쳐 선진국의 국제자본이동에 대한 규제가 철폐되었고 1980년대 후반부터는 신흥시장국가에 까지 자본자유화 흐름이 급속히 확산되었다.

우선 미국 캐나다 독일(1973년), 영국(1980년), 프랑스 이탈리아(1990년) 등 선진국에서 외환·자본자유화가 급속히 급진전된 것을 계기로 하여 초국적기업 및 국제금융

7) Frieden, Jeffrey A "Invested Interests: the Politics of National Economic Policies in a World of Global Finance." *International Organization* 45/4, Autumn. 1991 p.430-432

자본의 신흥시장국에 대한 금융·자본시장 개방압력이 본격화되었다. 또한 신흥시장국에서도 국내 경제개발자금의 원활한 조달 또는 금융시장 육성을 위해서 자본자유화가 필요하다고 판단한데다 경제의 세계화가 진전되면서 자본통제의 유효성이 크게 저하된 현실을 수용하지 않을 수 없어 금융·자본자유화를 적극 추진하게 되면서⁸⁾ 신흥시장국들은 국제자본시장에 편입되는 과정에 이르게 된다.

Ⅲ. 국제금융시장의 통합화와 신흥시장에서의 금융위기

1. 아시아 신흥시장에서의 금융위기의 전개 및 자본흐름의 변화

아시아 금융위기는 태국 바트화의 평가절하를 기점으로 촉발되었다. 1995년 이후 경상수지 적자의 급격한 누적, 은행부문의 부실, 경지침체에도 불구하고 태국정부는 경지침체 심화, 외채상환부담 증가 등의 부작용을 우려하여 달러화에 연계된 바트화의 통화가치를 고수하는 정책을 취했다. 그러나 1997년 초부터 평가절하를 예상한 환투기세력의 수차례에 걸친 공세로 외환보유고가 급격히 소진되자 태국정부는 더 이상의 환율방어가 불가능하다고 판단, 자유변동환율제로 이행하였다. 이와 같이 해서 촉발된 태국의 외환위기는 급속히 인접국가로 확산되면서 필리핀, 말레이시아, 인도네시아에서도 환위험을 우려한 외국인 투자자들의 급격한 이탈로 환율이 폭등하고 주가가 급락하는 등 극심한 혼란이 발생했다.

초기에는 외환위기가 동남아시아에 국한된 국지적인 양상을 보였으며 여타지역에 대한 전염징조는 나타나지 않았으며, 단순히 아시아 국가들의 일시적인 외환유동성 부족차원에서 이해되었으며 환율제도의 탄력적 운영, 금융 및 기업 구조조정 작업이 진전되면 외국인 투자자들의 신뢰 회복되어 자본이 유입되면서 조속히 원상회복이 가능할 것으로 기대되었다. 그러나 외환위기가 아시아 전역으로 확산되기 시작한 계기는 97년 10월말 홍콩 금융시장의 혼란이 시발점이 되었다. 달러화에 연계된 홍콩통화의 평가절하 가능성을 예상한 헤지펀드(hedge fund)의 공세가 본격화되자 홍콩의 외환 및 주식시장이 대혼란을 경험하고 또한 비슷한 시기에 대만 통화의 평가절하가 단행되었다. 이는 국제금융시장에서 신흥시장에 대한センチ먼트(sentiment)가 급속히 악

8) 한국은행, '신흥시장국에 대한 외자유입확대의 영향과 시사점' 조사통계월보 2000.4

화되는 결정적인 계기가 되었으며 이로 인해 직접적인 영향을 받은 것은 한국이었다.

시장센티먼트의 악화로 신흥시장 국가들이 발행한 채권가격이 폭락하면서 한국의 금융기관이 입은 손실이 상당한 규모에 달한다는 사실이 알려지게 되자 국제은행들은 적극적인 대출회수에 나서게 되었다. 이로 인해 원화의 환율이 급등하였고 환위험을 헤지(hedge)하기 위해 국내기업들이 달러 매입에 나서면서 외환위기가 시작되었다.

위기국가들의 금융시장 혼란은 1998년초에 들어서 어느정도 안정세를 찾기 시작했다. 이는 1997년말 급격히 유출되기 시작한 자본의 유출세가 어느정도 둔화되었고 통화가치의 평가절하로 인해 경상수지가 호조를 보이기 시작한 것에 기인하고 있다. 또한 1997년 말 한국의 외채만기 연장과 외채조정 성공으로 아시아 지역에 대한 국제투자자들의 신뢰가 어느 정도 회복되기 시작한 것도 작용을 한 것으로 보인다.

한편 아시아 신흥시장에서의 금융위기과정에서 나타난 자본흐름의 특징은 신흥시장에 대한 자본흐름의 역전으로 요약할 수 있다. 즉, 1990년대 들어 신흥시장에 급격히 유입되던 민간자본은 민간자본은 금융위기가 발생한 1997년에 전년도에 비해 670억달러나 유출되어 28%의 급격한 감소세를 보였다. 1994년말 멕시코 위기사 신흥시장에 대한 자본유입이 3% 미만의 미미한 감소세를 보인 것에 비하면 아시아 금융위기의 국제금융시장에 대한 파급영향의 심도를 짐작할 수 있다. 멕시코 위기사 신흥시장에 대한 자본유입액이 큰변화를 보이지 않은 것은 국제투자자들이 남미국가에 투자한 자금을 즉각적으로 아시아 지역과 동유럽으로 전환한데 있다. 또한 신흥시장에 대한 전반적인 자본흐름도 즉각적인 회복세를 보여 1995년에는 20% 성장세를 보였다.

지역별로 보면 자본흐름의 역전은 주로 아시아 지역으로부터의 자본이탈에 기인하고 있으며 아시아국가를 제외한 여타 신흥시장 국가에 대한 자본흐름은 큰 영향을 받지 않거나 증가세를 보였다. 1997년 남미 국가에 대한 총민간자본흐름은 911억 달러로 전년보다 11억 달러가 증가되었고 항목별로는 외국인직접투자, 자산투자가 각각 39%, 33% 증가세를 보였으며 은행대출만은 전년의 2/3 수준의 감소세를 보였다⁹⁾.

자본의 구성면에서 보면 외국인직접투자, 자산투자, 은행대출 항목중 자산투자와 은행대출이 뚜렷한 감소세를 보인 것으로 나타났다.

외국인 투자는 장기적 투자수의 기대에 의해 움직이기 때문에 큰 변화가 없었으나 신흥시장 전체에 대한 대출은 1997년 73억 달러의 순수출을 기록했다. 이는 1995, 1996년 700억 달러의 순수입세를 기록한 것에 비하면 유례없는 반전이다. 아시아 지역에 국한해서

9) 盧相旭, “아시아 금융위기의 국제금융시장에 대한 파급효과”, 『對外經濟政策研究』, KIEP 1998. pp.54-56

보면 총 1000억 달러 상당의 순민간자본 유출이 발생했는데 이중 750억 달러가 은행 대출 감소였으며 220억 달러가 자산투자 감소로 설명된다. 반면 아시아 지역에서도 외국인투자는 비교적 안정세를 유지했다.

아시아 지역에 대한 자본흐름의 감소분의 대부분은 위기의 영향권에 있던 태국, 말레이시아, 필리핀, 인도네시아 그리고 한국에서 유출된 것이다. 순유출의 대부분은 730억 달러의 은행대출 회수이며 한국과 태국이 가장 큰 영향을 받은 국가로 각각 10억 달러씩 회수되었다.

아시아 위기에 따른 자본흐름의 역전은 그 구조상 멕시코와 아시아 위기 이전에 공통적으로 급격한 자본유입분이 나타났으나 멕시코를 비롯한 남미 국가에 유입된 자본은 주로 자산투자 형태임에 반해 아시아 국가에는 은행대출이 주종을 이루었다. 따라서 멕시코 위기가 촉발되었을 때 유출된 자본은 주로 자산투자로서 1993년 140억 달러가 유입되어 정점을 이룬 후 1995년에는 140억 달러의 유출을 기록하였다. 반면 동아시아 5개국의 자본흐름 역전은 주로 은행대출에서 발생했다.

1996년 400억 달러의 순유입이 1997년에는 300억 달러의 순유출을 기록함으로써 GDP의 7%에 해당하는 총 700억 달러가 유출되었다.

2. 국제자본이동성의 증가와 신흥시장에서의 금융위기

신흥시장국들에 대한 금융위기의 국제적 요인은 국제금융시장의 통합에서부터 출발하며, 국제금융시장 통합의 가장 대표적인 현상은 국제적 자본이동의 증가라고 할 수 있다. 금융규제 완화와 시장개방으로 인하여 1980년대부터 자본의 국제적인 이동이 증가하기 시작하였으며 특히 1990년대에 들어 신흥시장국으로의 기록적 규모의 민간 자본 유입현상이 발생하였다.

국제적인 자본이동성의 증가는 각국의 재정정책과 금융정책이 지니는 자율성이나 효율성을 약화시켰고 이는 각국간에 재정정책과 금융정책을 조절하려는 시도를 유발하였다. 그러나 이러한 국제적인 자본이동성의 증가는 자본유치를 둘러싼 국가간 혹은 지역간 개별이익 추구의 경향을 더욱 심화시켰을 뿐만 아니라 금융시장을 폭발적으로 팽창시켜 금융기관간의 경쟁을 격화시켰다. 금융기관과 투자자들은 금융시장의 확대를 계기로 다양한 금융상품을 개발하였고 다양한 금융상품의 개발은 실물거래와는 상관없는 단순한 금융거래를 목적으로 하는 자금들이 금융부문에 몰려들게 하였다. 이처럼 실물거래를 따르지 않는 금융거래는 유통속도가 빨라 급속하게 부풀어졌

고 그 팽창 메커니즘은 이제 국가들이 공동으로 규제하기에도 벽찬 규모가 되었다¹⁰⁾.

자본의 이동성의 증가로 정치적 영향력이 커진 민간 금융기관들의 요구와 아울러 무역의 지역화추세를 반영하여 선진국들은 특히 신흥시장국의 금융시장에 대한 개방 압력을 강화했다. 특히 한국과 같은 신흥시장국들의 경제가 일정정도 성과를 이루자 선진국의 금융기관들은 이 지역에서 투자수익을 기대할 수 있게 되었고 그러한 기대는 선진국정부를 통한 정치적 개방압력으로 발전하게 되었으며, 현재의 WTO체제하의 국가간 실물 및 금융자산의 자유방임적 금융질서를 구축하였다.

신흥시장에 대한 금융시장의 개방이 이러한 요인들에 의해 유발되었기 때문에 신흥시장국들의 금융개방은 자본의 과잉유입과 과잉투자를 불러올 가능성이 높았다.

자본유입은 국내통화량을 증가시켜 단기적으로 이자율을 하락시키며, 이자율의 하락은 자본유입을 둔화시키고 환율의 절상압력을 줄이기도 하지만 통화량의 증가는 물가상승과 이자율상승으로 이어질 수 있으며 이 경우 수출경쟁력 약화로 경상수지를 악화시킨다. 따라서 유입자금이 비효율적으로 사용되고 비생산적인 부문에 머물러 통화팽창 압력으로 작용하면 결국 물가상승을 유발하고 이자율도 오히려 자본유입 이전 수준보다 높아짐으로써 자본유입이 오히려 경제의 건전성을 해치는 부정적인 결과를 가져왔다.

또한 국제자본시장의 통합은 금융시장을 폭발적으로 팽창시켜 금융기관간의 경쟁을 격화시켰으며, 1990년대에 들어서면서 헤지펀드(hedge fund) 등 투기성 단기자본을 포함한 자본의 유출입이 빈번하면서 금융위기의 가능성이 높아지게 되었다.

국가간 자본의 이동이 활발히 이루어지고 외환시장이 국제적인 투기자본의 영향을 크게 받는 상황하에서는 통화불안정이 초래될 수 밖에 없다. 즉, 자본거래 자유화에 따라 무차별적으로 국경을 넘나들면서 국제금융시장을 교란시키는 투기자본이 금융위기를 촉발시켰던 것이다.

10) 이종현, “한국, 동남아 통화금융위기와 경제의 세계화”, 『동향과 전망』 1997.2p36호

<표 1> Standard & Poor's의 국가신용등급 조정추이

태 국	인도네시아	말레이시아	필 리 핀	한 국
A (94.12.29)	BBB (95.4.18)	A+(94.12.29)	BBB (94.11.2)	AA-(95.5.30)
A-(97.3)			BB (95.5.30)	A+(97.10.24)
BBB(97.10.24)	BBB-(97.10,10)		BB+(97.2.21)	A-(97.11.25)
	BB+(97.12.31)	A (97.12.22)		BBB-(97.12.10)
BBB-(98.1.8)	BB (98.1.9)			B+(97.12.22)
	B (98.1.27)			BB+(98.2.17)
	B-(8.3.11)			
CCC+(98.5.15)		A-(98.4.17)		

출처: Standard & Poor's

BBB 이상은 투자등급으로, BB 이하는 투기등급으로 분류됨

97년 아시아 금융위기가 시작될 당시 투기자본의 규모는 한국, 태국, 인도네시아 3국의 주식시장 시가 총액 합계의 두배를 초과했다. 투기자본 등의 자본유입에 의한 유동성 증가는 인플레이션을 초래하였으며 또한 실질환율의 상승으로 수출의 위축과 경상수지의 악화는 다시 자본유입으로 충당되어야 하기 때문에 동아시아 국가들의 재정건전도가 취약해졌다. 이러한 상황은 에스 앤 피(S&P)나 무디스(Moody's)와 같은 국제신용평가기관들에 의한 신용등급의 하향조정을 초래하여 자본유출의 심화를 불러 일으켰다. 즉, 단기자본이 외환보유고를 초과하는 상황에서 투기자본의 자기실현적 유출이 표출되면서 금융위기가 촉발되었다고 할 수 있다¹¹⁾

그런데 문제는 왜 이시기에 금융위기가 발생하였으며 왜 동남아시아의 경제위기가 한국으로까지 파급되었는가 하는 점이다. 만약 한국이 1970년대처럼 금융시장을 개방하지 않았다면 이러한 위기는 꼭 발생하지 않았을 수도 있다.

외국자본의 급격한 유출이 없었다면 원화의 가치와 주가는 그렇게도 순식간에 폭락하지 않았을 것이다. 국내저축률도 높았고 정부의 재정적자도 거의 없었기 때문에 대기업의 부도는 정부가 대출을 해 줌으로써 확산되지도 않았을 것이다.

문제는 한국의 경제가 이제는 그러한 방식으로 살아남을 수 없게 국제자본시장에

11) Jeffry D Sachs, "IMF is a power unto itself" Financial Times, (December 1997.11)

편입되어 있다는 점이고 더 나쁘게는 그 편입과정이 올바른 순서로 이루어지지 못했다는 점이다.

따라서 이하에서는 한국이 어느정도 국제자본시장에 통합되어 있었고, 그것이 국제자본시장의 어떤 흐름에 의해 한국의 취약성이 드러났는가에 대해 살펴보기로 한다

자본의 유입이 급속히 증가한데는 국내의 자본수요에도 원인이 있겠지만 다른 한편으로는 국제적으로 한국을 비롯한 신흥시장국들에 대한 자본의 공급이 풍부했다는 데도 원인이 있다. 즉, 우선 1990년대 초반 일본과 유럽의 경기부진은 팽창적인 금융정책, 유동자산 과잉, 낮은 이자율 등을 유발했고 그에 따라 그 지역에서의 자산 수익률을 감소시켰다. 그와 동시에 자산을 분산하고 투자의 위험도 감수하려는 자산 소유자들 사이에 퍼진 위험회피 심리의 감소는 신흥시장국가에 대한 투자를 아주 매력적인 것으로 만들었다. 또한 1994년과 1995년의 멕시코 위기 이후에는 신흥시장국가들 중에서도 동아시아 지역의 신흥시장국가가 더욱 매력적인 것으로 여겨지게 되었다.

그러나 이러한 자본의 유입은 선진국에서의 수익률이 상승하거나 자산 선호가 신흥시장국가로부터 멀어지면 역전될 잠재성을 안고 있었다.

1997년 초에 미국의 연방준비위원회(Federal Reserve Board)가 지속되는 국내 팽창에 직면하여 단기 이자율을 올리고, 일본과 유럽에서 수익률에 대한 기대를 상승시켜 주는 성장세가 회복되자 그러한 잠재성은 점점 현실적으로 드러나게 되었다.

두 번째로 최근 몇 년간 선진국간의 환율동향도 동아시아국가들의 수출입 경쟁력에 상당히 중요한 요소로 작용했다. 미국의 달러가 1994년과 1995년 상반기에 일본의 엔화에 대하여 약화되었을 때 이 지역의 국가들은 엔화의 강세로 인하여 미국 시장에 대한 접근에서 일본보다 경쟁력을 지닐 수 있었다 그러나 이러한 조건 역시 자산 수익율에 대한 기대심리처럼 언제든지 상황이 바뀌면 역전될 가능성을 안고 있었다. 즉 미국의 달러가 1995년 중반부터 일본의 엔화에 대하여 상승세로 접어들자 동아시아국가들은 순 수출과 성장에 악영향을 주는 경쟁력의 악화에 시달려야 했다.

특히 일본이 이 지역국가들의 가장 큰 무역 파트너이기 때문에 이 지역 국가들은 엔/달러 환율의 변동에 민감할 수 밖에 없었다. 그런데 경쟁력의 이러한 변동은 경상수지의 변화에만 영향을 주는 것만 아니라 미래의 환율에 대한 투자자들의 기대 심리도 변화를 주고 상품과 서비스의 생산 수익율의 변화를 통해 자본수지의 변화에도 영향을 준다. 1996년 많은 동아시아 국가들이 국제경쟁력 상실에 시달리고 있을 때 그들은 또한 수출시장의 성장둔화에 의한 충격도 같이 느껴야 했다.

세 번째로 국제투자자(주로 상업은행과 투자은행)들도 환율로 인한 자산 가치 감소

를 염려해 국외로 자산을 유출시킨 국내의 투자자들 및 거주자들과 함께 화폐의 가치 하락 압력을 가하는데 중요한 역할을 했다. 1997년 들어 대기업의 잇단 부도에 따른 금융기관 부실 채권 증가 등으로 한국의 대외신인도가 하락하자 외국의 상업과 투자 은행들은 한국의 금융기관들에 대한 대출을 거부하였다. 그 때문에 총 자본거래 규모가 1월부터 10월중 전년 동기 대비 7%만 늘어나는데 그쳤으며 자본 수지도 전년 동기의 191억 달러에서 143억 달러로 축소되었다. 이러한 국제적인 상황에서 한국의 외환위기는 이상에서 설명한 국제적인 환경의 변화가 국내적인 모순의 악화와 결합하면서 발생하였다. 즉 1997년도 초반부터 한국 내부에서 진행된 대기업의 연쇄부도와 그에 따른 금융기관의 부실화가 1997년 7월에 발생한 동남아시아의 외환위기, 10월에 발생한 홍콩증시의 대 폭락(14%)의 영향을 받으면서 한국에 대한 신용등급을 떨어뜨리면서 외국자본이 급속히 한국을 떠나도록 한 것이다.

특히 홍콩의 증시 대 폭락은 한국이 외국 자본을 주로 동원하던 곳이 홍콩이었고, 한국에 대한 최대의 자금공급처인 일본의 금융기관들이 이 사태 이후 한국에 대한 대출 한도를 줄여나가기 시작했기 때문에 중요한 국제적인 충격으로 작용했다. 홍콩 증시의 폭락 이후 한국의 금융기관은 외국의 금융기관으로부터 추가적인 차입을 상당부분 제한 당했고 한국의 주식 시장은 외국의 투자자들이 급격히 빠지면서 주가 폭락을 겪게 되었고, 외국의 자본이 한국을 떠나고 한국의 금융기관이 만기가 된 채무를 상환하기 위해 외환보유고를 소진시키자 원화의 가치는 폭락하였다.

요컨대 1990년 초반에 진행된 금융개방으로 가속화된 한국 내부의 모순은 은행위기로 나타나고 한국의 은행위기는 국제적인 여건의 변화로 말미암아 외환위기로 발전하였다. 한국 금융위기의 근본적인 원인은 1960년대 중반부터 시작된 정부에 의한 금융기관의 정책수단화와 대기업에 대한 특혜 대출이 내적인 모순을 양산했음에도 불구하고 정치와 경제의 주체들이 1980년대 이후 변화된 국제 정치 경제 체제에 능동적으로 대처하지 못하고 외국(특히 미국)의 정치적 압력에 의해 수동적으로 대응했기 때문이라고 볼 수 있다. 그리고 이러한 점진적인 금융개방의 과정에서 국제적인 변수의 영향을 받아 대기업과 정부간의 연합에 균열이 가속화되면서 금융기관과 대기업이 정부를 제치고 스스로 국제자본시장에 접근하여 단기자본을 통해 손쉽게 투자자본을 획득하려 했던 데에 금융위기의 직접적인 원인이 있다. 즉 한국의 금융위기는 대외적인 모순이 이미 심화되고 있던 내적인 모순을 악화시키면서 발생한 것으로 볼 수 있다.

IV. 결론

금융시장의 국제적 통합현상은 세계적으로 이미 1960년대 유로커런시 시장으로부터 그 기원을 찾을 수 있다. 그 후 1970년대 초 미국의 금태환정지 선언 이후, 환율제도가 변동환율제도로 변함에 따라 외환시장의 활성화가 이루어졌고, 1980년대 금리자유화를 비롯한 자본의 국제적 이동성이 전세계적으로 확산되는 가운데 국제금융시장의 통합화가 본격적으로 일어났다.

아시아 신흥시장국은 1990년대 들어 대규모 자본유입에 힘입어 경제성장을 지속하는 등 국제자본이동의 수혜국이었으나 한국을 비롯한 태국, 인도네시아, 필리핀, 말레이시아 등 일부 국가는 1997년중 급격한 자본 역유출로 결국 금융위기를 경험하게 되었다.

아시아 금융위기의 전개과정에서 나타난 위기의 전염과정에서 나타났듯이 최근의 글로벌경제하에서는 일단 한 국가에서 발생한 위기는 과거 어느 때보다 광범위하게 전염될 가능성이 높은 상황이다. 또한 세계경제환경이나 자본유입국의 거시경제여건이 양호한 상태임에도 불구하고 금융위기가 발생할 수 있음이 아시아위기를 통해서 입증되었다. 그럼에도 불구하고 급격한 자본이동이 국제금융질서를 교란시키고 외환 및 금융위기의 한 요인이 되고 있다는 데 대해서는 대체로 의견이 접근되어가고 있다고 본다.

따라서 글로벌 경제시대하에서 금융위기의 재연을 방지하기 위해서는 다음과 같은 과제들이 심도 있게 검토되어야 할 것이다. 즉 첫째, 근본적으로 국가간 자본이동을 어느 정도 규제할 필요가 있다고 생각된다. 단기자본의 이동을 규제하는 방안으로는 Tobin세¹²⁾나 무이자 지급준비예치제도의 도입을 고려할 수 있을 것이다. 둘째, 외부의 충격으로 자본이 급격히 유출되는 경우 해당국에 유동성을 신속하게 지원 할 수 있는 국제 금융체제가 갖추어 져야 한다. 이를 위해서는 IMF가 세계 여러 나라의 외환 위기를 수습하는 역할을 맡고 있으나 국제자본이동의 규모와 속도에 비추어 그 역량에 한계가 있다는 것으로 생각이 된다 셋째, 앞으로 급격한 단기자본이동에 관한

12) 1978년 James Tobin에 의해 제안된 것으로써 모든 국가의 자본유출입에 대하여 소정의 단일세율로 거래세(uniform worldwide tax)를 부과함으로써 매입-매도를 반복하는 단기투기거래의 거래비용을 높여 투기적 외환거래를 줄이고 환율의 금동락을 막는 것이 목적인 일종의 자본거래세임

안전장치가 전세계적인 차원에서 충분히 마련되지 못하는 경우 동아시아 역내 국가간에 통화협력장치가 필요할 것으로 판단된다. 현재 일부에서 거론되고 있는 아시아통화기금(IMF)의 설립도 하나의 대안이 될 수 있을 것이다.

지역통화협력기구에 관한 논의는 그 자체로 일부 선진국 중심으로 움직이는 IMF의 활동을 합리적으로 조정하는데 기여할 것으로 기대된다.

참 고 문 헌

- 盧相旭, “아시아 금융위기의 국제금융시장에 대한 파급효과”, 『對外經濟政策研究』, KIEP 1998. pp.54-56
- 류상영, “아시아-한국의 외환금융위기와 국제정치경제”, 『삼성경제』 제69호, 1998
- 이대근, “세계경제질서 변화와 아시아적 대응논리”, IMF 극복의 정책과제, 삼성경제연구소,
- 이종현, “한국, 동남아 통화금융위기와 경제의 세계화”, 『동향과 전망』, 1997년 제 36호
- 王允鍾·張榮敏, “신흥시장국의 환율제도에 대한 최근 논의 동향”, KIEP 17, 2000. 2
- 한국은행, “신흥시장국에 대한 외자유입확대의 영향과 시사점” 조사통계월보 2000.4
- 홍범교, 『금융시장의 국제적 통합과 우리의 대응』 한국조세연구원. 1997. 11
- 墨澤清一 “東アジア通貨・金融危機とIMFプログラムの問題點”, 『世界經濟評論』, 1999.4
- 菊池久, “東南アジアの通貨危機發生原因の再考”, 『世界經濟評論』, 1999.5.
- IMF, World Economic Outlook, Internet: <http://www.imf.org/publications/1997> (December)
- Cerny, Phillip G, “The Deregulation and Reregulation of Financial Markets in a More Open World” In Phillip G. Cerny ed.1993. 『Finance and World Politics: Markets, Regimes and States in the Post-hegemonic Era』 Aldershot, England: Edward Elgar
- Cho, Yoon Je, “Regulatory Reform of Financial Markets: Experience and Lessons”, Working Paper 96-04, Korea Institute of Public, June 1996.
- Jeffrey E. Garten, “Trouble Ahead in Emerging Market”, Harvard Business Review 1997.
- Jeffrey D Sachs, “Global Capitalism Making it Work”, Economist, 1998 Sept.
- Krugman, Paul, 『Bubble, Boom, Crsh: Theoretical Notes on Asia’s Crisis』, Cambridge, Massatusetts: MIT. 1998
- _____, “Currency Crises”, mimeo, 1998.
- _____, “What Happened to Asia?”, mimeo. 1998

- World Bank, 「Private Capital Flows to Developing countries: the Road to Financial Integration」. New York Oxford University Press, 1997