

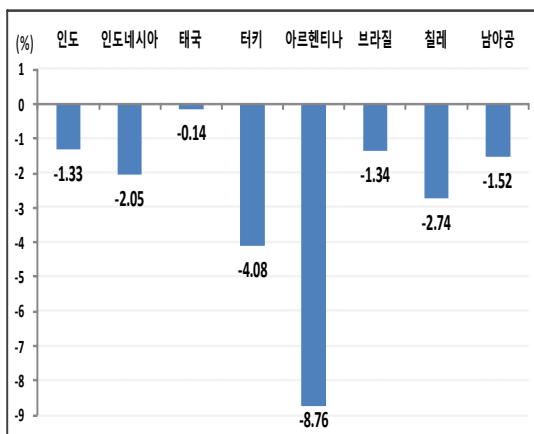
현안과 과제

신흥국 외환위기 가능성 점검
- 한국 경제에 미치는 영향

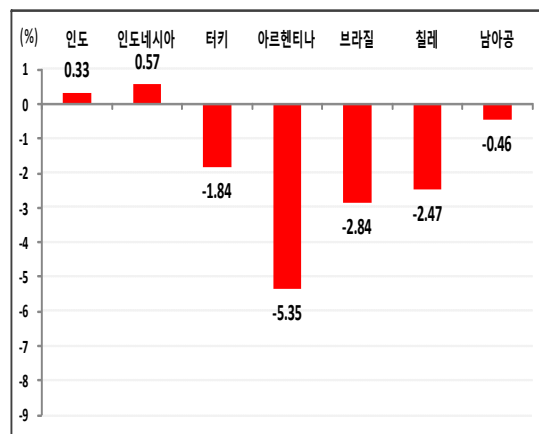
1. 신흥국 금융시장 불안

- (신흥국발 금융시장 불안) 아르헨티나를 비롯한 주요 신흥국 금융시장 변동성이 확대되면서 신흥국발 금융시장 불안감 증폭
 - 최근 아르헨티나는 페소화 가치가 급락하고 IMF의 구제금융 지원까지 거론됨
 - 아르헨티나의 외환보유액은 2011년 경상수지가 적자로 전환된 이후 감소하면서 최근 300억 달러를 하회하였으며, 이는 2006년 11월 이후 최저치임
 - 아르헨티나 정부가 외환시장 개입 중단을 시사하면서 아르헨티나 페소화 가치와 MERV 주가지수는 1월 24일 하루에만 각각 6.61% 및 3.93% 하락
 - 아르헨티나 외환보유액이 추가 감소하고 재정 및 통화정책의 긴축 조치가 단행되지 않을 경우, IMF 구제금융 신청 가능성도 제기됨
 - 아르헨티나 금융시장 불안이 전세계로 확산되면서 주요 신흥국 통화가치 및 주가지수 하락
 - 공포지수라고 불리는 시카고선물거래시장의 VIX 지수는 1월 23일 13.8p에서 24일에는 31.2% 급등한 18.1p를 기록
 - 미국 FOMC의 양적완화 추가 축소가 전망되면서 거시 경제 펀더멘털이 취약한 것으로 판단되는 신흥국을 중심으로 통화가치와 주가지수 하락
- 미국의 양적완화 추가 축소¹⁾가 예상되면서 글로벌 자금흐름의 변동성이 확대될 것으로 우려됨. 이에 자금흐름에 취약한 신흥국²⁾을 점검하고 신흥국발 금융위기의 한국경제 파급 경로 및 영향을 파악하고자 함

< 주요 신흥국 통화가치 변동 >



< 주요 신흥국 주가지수 변동 >



자료 : 국제금융센터.

주 : 2014년 1월 17 ~ 24일 기간 중 통화가치 및 주가지수 변동폭.

1) 2014년 1월 28 ~ 29일 열리는 미국 연방공개시장위원회(FOMC) 회의에서 현재 매월 750억 달러의 자산매입 규모를 매월 650억 달러로 추가 축소를 결정할 것이라는 전망이 대두됨(2014년 1월 28일 Forbes, Financial Times 등 외신).
 2) 미국의 통화정책 전환에 따른 과거 신흥국의 금융위기 발생 과정에 대한 자세한 사항은 [별첨 1] 참조.

2. 신흥국의 위기 취약성 점검

- (분석 방법) 국제통화기금(IMF)이 제시하는 거시경제 건전성지표를 사용하여 신흥국의 위기 대응에 대한 취약성을 점검해 봄
 - 분석 대상국 : 신흥국으로부터 자금 유출이 우려되는 현상황에서 글로벌 펀드 투자의 주요 지표로 활용되는 'MSCI 신흥국 지수³⁾'에 편입된 국가를 중심으로 분석⁴⁾
 - 아시아 : 인도, 인도네시아, 한국, 말레이시아, 필리핀, 태국, 대만, 베트남, 미얀마
 - 유럽 : 체코, 헝가리, 폴란드, 러시아, 터키, 그리스, 우크라이나
 - 중남미 : 브라질, 칠레, 콜롬비아, 멕시코, 페루, 아르헨티나
 - 아프리카 : 남아프리카 공화국, 이집트
 - 분석 방법 : 'IMF의 거시경제부문 위기판단지표'상의 기준치와 각 국가의 해당 지표를 비교하여 각국별 위기 대응 여력을 판단함
 - IMF는 거시경제 건전성을 판단하는 'IMF의 위기판단지표'를 활용하여 1997년 아시아 외환위기 사태 직전의 동아시아 국가에 대한 취약성을 분석하였음
 - IMF(1999)에 따르면, 1997년 아시아 외환위기의 출발점으로 지적된 태국은 거시경제 실물부문 위기판단지표 중 네 가지 항목에서 기준치를 초과하였음⁵⁾
 - 거시경제부문 위기판단지표상의 기준치를 넘어서거나(예 : 물가상승률 5% 이상, GDP 대비 경상수지 비중 -5% 이하) 근접하면 해당 항목의 건전성은 취약한 것으로 판단
 - 각 국가의 거시경제부문 항목이 위기판단지표상의 기준치를 초과한 개수가 셋 이상이면 해당 국가는 '최고위험군'으로, 둘은 '고위험군', 하나이면 '중위험군', 없으면 '저위험군'으로 분류됨

< 거시경제부문 위기판단지표 >

항목	실물				금융	
	경제성장률	물가상승률	재정수지 /GDP	정부부채 /GDP	경상수지 /GDP	단기외채 /외환보유액
기준치	-	5%	-2%	50%	-5%	100%

자료 : IMF(1999), 『Financial Sector Crisis and Restructuring : Lessons from Asia, (Occasional Paper 188)』.

주 : 물가상승률은 연간상승률을 의미하며, 이외 지표의 비중은 특정 시점에서의 비중을 의미함.

- 3) 'MSCI 신흥국 지수(MSCI Emerging Market Index)'는 신흥국의 주가지수를 종합적으로 측정하기 위해 MSCI(Morgan Stanley Capital International)이 고안한 지수로써, 전세계를 대상으로 투자하는 글로벌 펀드의 주요 지표로 활용됨. 2014년 1월 현재 인도와 인도네시아, 한국, 말레이시아, 필리핀, 태국, 대만, 중국, 체코, 헝가리, 폴란드, 러시아, 터키, 그리스, 브라질, 칠레, 콜롬비아, 멕시코, 페루, 남아프리카공화국, 이집트 등이 MSCI 신흥국 지수에 편입되어 있음.
- 4) 아르헨티나, 우크라이나 등은 MSCI 신흥국 지수에는 속하지는 않지만, 외환위기 우려가 높을 것으로 예상하여 분석 대상에 포함. 베트남과 미얀마도 MSCI 신흥국 지수에는 속하지는 않지만, 한국과의 대외 교역이 많고 지리적으로 인접하여 분석 대상에 포함. 중국은 MSCI 신흥국 지수에 편입되어 있지만 미국과 함께 G2로 불리는 대국이고 아직까지는 시장에 대한 정부 개입이 어느 정도 작용하며, 외환보유액이 충분한 점을 고려하여 본 분석 대상에서 제외함.
- 5) 1997년 아시아 외환위기를 경험했던 한국과 필리핀, 태국 등은 1996년에 외환보유고 대비 단기외채 규모가 작은 점이 위기대응 취약점으로 지적되었으며 특히 태국은 물가상승률이 높고, GDP 대비 외부자금유입 비중, GDP 대비 경상수지적자 비중이 컸음.

- (분석 결과) 최고위험군과 고위험군은 외환위기의 직접적인 영향을 받을 우려가 있으며, 위기가 전면적으로 확산되는 경우 거시경제 펀더멘털이 비교적 건전한 중위험 및 저위험군도 금융 불안의 영향을 받을 가능성⁶⁾
 - 글로벌 금융시장의 통합으로 일부 신흥국의 금융시장 불안은 외환위기 대응에 취약한 최고위험군과 고위험군의 순으로 전이될 우려
 - 외환위기 대응에 취약한 최고위험군 및 고위험국은 GDP 대비 경상수지 적자 비중이 큰 반면, 외환보유액 규모는 단기로 상환해야 하는 외채 규모보다 작아 외환위기 상황 발생 시 대응 능력 취약
 - 거시경제 펀더멘털이 비교적 건전한 중위험군과 저위험군도 글로벌 금융위기의 확산이 가시화되면 위기 전이의 영향을 받을 우려
 - 최고위험군과 고위험군의 국가들은 외환위기 발생시 환율 방어를 위한 외환보유액 규모가 작아 자국 화폐 가치가 급락하면 인플레이션 발생 가능성이 높음
 - 최고위험군에서는 재정수지와 경상수지 적자 규모가 크고 외환보유액 대비 단기외채 비중이 큰 터키와 우크라이나가 가장 취약
 - 고위험군에는 동남아시아권 국가도 포함되어, 아르헨티나 위기가 동남아시아로 전이될 경우 한국도 위기 전염에 대한 불안감이 증폭될 우려
 - 중위험 및 저위험군에 속하는 국가들은 글로벌 금융시장 불안의 전이 영향을 받을 우려가 있지만 그 파급영향은 단기에 진화되어 취약한 신흥국과 대조적인 모습을 보일 전망
 - 대만은 경상수지 흑자 측면에서 위기 대응 여력이 비교적 충분
 - 한국과 필리핀 등은 경상수지 흑자 뿐만 아니라 단기외채 상환을 위한 외환보유액 규모가 충분하여 외환위기 대응을 위한 거시경제 펀더멘털 건전성 유지

< IMF 위기판단지표에 따른 외환위기 대응 취약 국가 분류 >

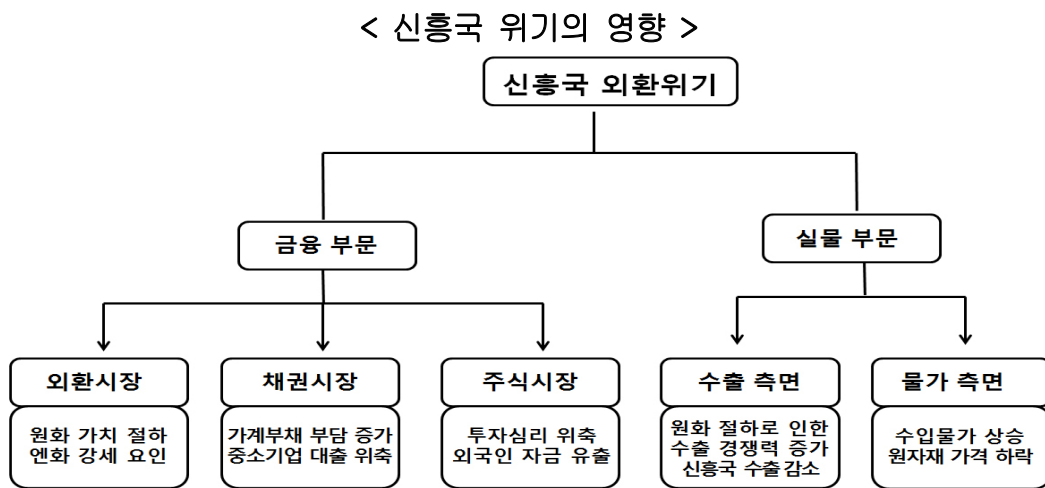
구분	국가
최고위험군	인도, 터키, 우크라이나, 브라질, 남아공, 이집트
고위험군	미얀마, 베트남, 말레이시아, 인도네시아, 폴란드, 헝가리, 그리스, 아르헨티나
중위험군	대만, 태국, 러시아, 체코, 멕시코
저위험군	한국, 필리핀, 콜롬비아, 칠레, 페루

자료 : 현대경제연구원.

6) 각 국가의 위기판단지표 결과에 대한 세부 사항은 [별첨 2] 참조.

3. 신흥국발 외환위기의 영향

- 신흥국 외환위기는 원화 가치 절하, 금리 상승, 주식시장 침체 및 신흥국 경기 둔화 등의 경로를 통해 국내 경제에 영향을 미침
- (과급영향) 위기의 과급경로를 외환, 채권, 주식 등 금융시장과 수출, 물가 등 실물 부문으로 살펴봄



- (원화 가치 절하) 신흥국의 외환위기는 상대적으로 안전자산인 달러화와 엔화의 수요를 증가시켜 원화 가치 절하 요인으로 작용
 - 특히 최근 급격히 절하된 엔저의 속도를 완화 시키는 역할을 함
- (금리 상승) 금융시장의 불안정성 확대는 국내 금리상승을 유발해 가계 부채 부담 증가 및 중소기업 대출 위축 등에 영향을 미침
 - 현재 가계의 대출금리(잔액 기준) 수준에서 금리가 0.5%p 상승할 경우 가계의 이자부담은 2.7조원 증가. 1.0%p 상승할 경우 이자부담은 5.4조원 증가⁷⁾
 - 자금시장 경색으로 인한 신용스프레드 확대는 중소기업 등 신용도가 낮은 기업들의 대출을 더욱 어렵게 하는 요인

7) 가계의 이자부담은 예금은행 가계대출(478.2조원)과 비은행예금취급기관 가계대출(202.9조원)에서 예금취급기관별 가계대출 이자율과 변동금리 비중을 각각 고려하여 계산.

- (주식시장 침체) 신흥국 불안은 개인들의 투자심리를 위축시키고 외국인 자금 유출 등으로 국내 주식시장을 위축 시키는 요인
 - 투자심리 위축, 외국인 자금 유출로 인한 주가 하락은 가계의 逆자산효과를 가져와 소비 위축 등 국내 경제에 부정적인 효과를 미침
 - 최근 신흥국 금융위기가 불거지며 국내 주식시장에서 외국인은 1월중 약 1.5조원을 순매도 하였음

- (수출 측면) 신흥국 경기 둔화로 인한 수출 감소는 원화 가치 절하, 엔화 강세 효과 등으로 일정부분 상쇄 될 것으로 보임
 - 신흥국 경기 둔화는 개도국의 수입수요 감소로 이어져 국내의 수출 감소 요인으로 작용⁸⁾
 - 원화 가치의 절하는 매출액 대비 수출 비중이 높은 국내 산업의 특성상 기업들의 수익성이 개선되고 국내 수출 증가 요인으로 작용
 - 신흥국 경기 둔화에도 불구하고 선진국 경기가 비교적 양호하고 달러화 대비 원화 가치가 절하될 경우 수출 감소를 일부 상쇄시켜 급격한 수출 악화는 발생하지 않을 것으로 보임

- (물가 측면) 원화 가치 절하는 수입물가 상승을 유발하지만 달러화 강세 및 신흥국의 수요 감소는 원유 및 수입원자재 가격 하락요인으로 작용
 - 원화 가치 절하는 수입물가 상승 요인으로 작용하여 국내 소비자물가를 높이는 요인으로 작용
 - 달러화 강세와 신흥국 수요 감소 등은 유가 및 국제원자재 가격을 하락시켜 소비자물가를 내리는 요인으로 작용
 - 유가가 10% 하락할 경우 국내 소비자물가를 0.33%p 낮추는 요인으로 작용

< 유가의 물가파급효과 >

기관	유가 하락	소비자물가 하락
현대경제연구원	10%	0.33%p

주 : 현대경제연구원 “채스민혁명으로 인한 유가급등이 국내 경제에 미치는 영향” 2011년 인용.

8) 국내의 전체 수출에서 신흥국이 차지하는 비중은 2013년 기준 59.0%(중국 제외시 32.4%)를 차지함.

4. 시사점

- 현재 우리의 경제 여건이 전반적으로 양호하여 금융위기 가능성은 낮지만, 신흥국으로부터 위기 전염 효과에 대한 대비책이 필요
 - 최대 위험군(인도, 터키, 우크라이나, 브라질, 남아프리카 공화국, 이집트)에서 고위험군(베트남, 인도네시아, 아르헨티나 등)으로 전이될 우려가 큼
 - 또한 중위험군(대만, 태국, 체코 등) 및 저위험군(한국, 필리핀 등)까지 확산될 가능성 대비해야 할 것임
- 신흥국발 금융위기 확산에 대비하여 외환보유고의 관리가 필요하며, 주요 국가와의 유동성 공조 강화, 상황별 위기대응 능력 제고 필요
 - 첫째, 환율 관리에서 외환보유고 관리로 전환
 - 과거 외환위기 당시 정부의 무리한 환율 방어로 한국은행의 가용 외환보유고가 바닥나 외환시장에서의 환율방어능력이 무력화
 - 따라서 환율 안정을 위해 무리하게 외환보유고를 이용하기 보다는 외환보유고를 적정 수준으로 관리하는 것이 중요
 - 둘째, 미국 등 주요 국가들과 함께 통화 공조 방안 및 공동 대응 전략을 마련함으로써 유동성 위기시 안전장치 강화
 - 글로벌 금융위기 당시 우리나라 금융당국이 주요국들과의 통화스왑을 체결하여 시장의 안정에 큰 도움이 되었던 점을 상기할 필요가 있음
 - 셋째, 신흥국의 외환 시장 변동성 등 국내외 상황을 점검하면서 상황에 따른 외환시장의 안정 도모
 - 선물환 포지션 제도와 외환건전성 부담금, 외국인 채권투자 과세 등 거시건전성 3중 세트를 강화하여 은행의 단기차입 비중 증가를 지속적으로 제한
 - 또한, 일부 신흥국의 외환보유고 및 유동성 부족, 재정적자 등이 단기간에 해결될 문제가 아님을 인식

- 넷째, 외국인 투자자금의 급격한 유출 가능성에 대한 모니터링 강화가 요구
 - 2008년 글로벌 금융위기보다 그 위험성은 낮아졌으나 국내은행들의 단기 외화 차입금에 대한 지속적인 모니터링과 감독에 주력해야 할 것임
 - 특히 현재 가장 큰 불안 요인인 외국인 증권투자자금의 급격한 유출 가능성에 대비하여 금융·세제상의 지원 등의 인센티브 정책을 통해 장기투자를 적극 유도할 필요가 있음 **HRI**

홍준표 연구위원 (2072-6214, jphong@hri.co.kr)
김천구 선임연구원 (2072-6211, ck1009@hri.co.kr)
임희정 연구위원 (2072-6218, limjh9@hri.co.kr)

[별첨 1]. 과거 신흥국 외환위기 발생 일지

○ 과거 글로벌 자금 순유입 감소에 따른 신흥국 경제 타격

- 과거 미국의 기준금리 인상으로 인한 글로벌 자금 유출은 1994년의 멕시코와, 1997년 아시아 신흥국, 러시아 위기 등을 촉발함
 - 미국은 1990년대 중반 경기 호황에 따른 인플레이션 상승 압력에 직면. 이에 미국 연준은 1994년 2월부터 1년간 기준금리를 인상(1994년 2월, 3% → 1995년 2월, 6%)⁹⁾
 - 신흥국의 경제펀더멘털 악화와 함께 신흥국으로의 글로벌 자금 순유입 감소를 가져왔고 1994년의 멕시코와, 1997년 아시아 신흥국, 브라질, 러시아 위기 등을 촉발함

< 1990년대 후반 신흥국 위기 발발 일지 >

연 도	내 용
1994년	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 미국 연방준비은행은 3%이던 기준금리를 올리기 시작함(2월) - 멕시코로 유입되었던 글로벌자금과 국내투자자들의 외화자산 급유출
1995년	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 아르헨티나의 폐소화에 대한 투기세력의 공격
1996년	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 태국 금융기관, 대규모 대손에 직면
1997년	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 동아시아 각국으로 위기 확산 - 태국, IMF에 구제금융 신청(7월) - 필리핀 폐소화, 말레이시아 링기트화 등 폭락(9월) - 대만, 환율 방어 포기로 대만 달러 폭락(10월) - 한국, 외채지불유예(모라토리엄) 선언 및 IMF에 구제금융 신청(11월 21일)
1998년	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 동아시아 위기가 브라질과 러시아로 확산 - 러시아, 외채지불유예 선언(8월) - 브라질 헤알화 가치 폭락(11월)
1999년	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 미국과 IMF등 국제금융기관의 긴급 유동성 지원에 따라 브라질 헤알화 가치가 안정되면서 위기 상황이 진정됨(2월)
2001년	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 아르헨티나 외채지불유예 선언, IMF 구제금융 지원으로 위기 진화(12월)

자료 : 현대경제연구원 보고서(2013년 8월, 「아시아, 동유럽, 중남미 신흥국의 위기 대응 능력 점검」)에서 재인용.

9) Federal Reserve Bank of New York, 'Historical Changes of the Target Federal Funds and Discount Rates'.

[별첨 2]. 주요 신흥국의 위기판단 결과(2013년)

(%)

	기준치	최고위험군						고위험군						중위험군				저위험군									
		인도	터키	우크라이나	브라질	남아공	이집트	미얀마	베트남	말레이시아	인도네시아	폴란드	헝가리	그리스	아르헨티나	대만	태국	러시아	체코	멕시코	한국	필리핀	콜롬비아	칠레	페루		
거시경제	실물	경제성장률	-	3.8	3.8	0.4	25	2.0	1.8	6.8	5.3	4.7	5.3	1.3	0.2	-4.2	3.5	2.2	3.1	1.5	-0.4	1.2	2.8	6.8	3.7	4.4	5.4
		물가상승률	5	10.9	7.7	0.0	6.3	5.9	6.9	5.6	8.8	2.0	7.3	1.4	2.4	-0.8	10.5	1.2	2.2	6.7	1.8	3.6	1.4	2.8	2.2	1.7	2.8
		재정수지/GDP	-2	-8.5	-2.3	-4.3	-3.0	-4.9	-14.7	-5.1	-4.0	-4.3	-2.2	-4.6	-2.7	-4.1	-3.6	-3.2	-2.7	-0.7	-2.9	-3.8	1.4	-0.8	-1.0	-0.7	0.3
		정부부채/GDP	50	67.2	36.0	42.8	68.3	43.0	89.5	42.6	50.4	57.0	26.2	57.6	79.8	15.7	47.8	41.3	47.1	14.1	47.6	44.0	35.7	41.2	32.3	12.9	18.6
		경상수지/GDP	-5	-4.4	-7.4	-7.3	-3.4	-6.1	-2.6	-4.3	5.6	3.5	-3.4	-3.0	2.2	-1.0	-0.8	10.0	0.1	2.9	-1.8	-1.3	4.6	2.5	-3.2	-4.6	-4.9
금융	단기외채/외환보유액	100	34.3	101.9	144.3	9.4	53.6	48.6	-	-	38.7	47.6	42.1	51.3	80.1	92.6	-	35.7	17.8	61.9	43.1	36.6	11.8	28.7	39.8	12.2	

자료 : 현대경제연구원.

- 주 : 1) 빨간색(질은 음영)이 있는 칸은 IMF 기준치보다 높아 위기 대응 취약함을 나타냄. 노란색(열은 음영)이 있는 칸은 IMF 위기판단지표상의 취약성을 만족하지는 않지만 대체로 위험한 수준임을 나타냄.
 2) 먼저 각 국가의 위기판단 지표가 기준치를 초과한 항목의 개수를 파악하고, 그 다음으로는 보조 지표로서 각 국가의 위기판단 지표가 기준치에 근접한 항목의 개수로 위기대응 여력을 판단함. 이와 유사한 방법을 사용하여 금융위기 발생 위험도를 판단한 선행연구로는 IMF의 2005년도 보고서 「"Rules of Thumbs" for Sovereign Debt Crises」가 있음.
 3) 실물부문의 자료는 IMF의 2014년 1월에 발표된 World Economic Outlook의 2013년 연간 자료 금융부문 중 단기외채는 World Bank의 'Quarterly External Debt Statistics', 외환보유고는 IMF의 'International Reserves and Foreign Currency Liquidity'의 2013년 2/4분기 자료를 사용하였으며 금을 포함한 금액.
 4) 그리스의 '단기외채/외환보유액'은 2,865.5%임. 그리스는 위기판단 기준치를 초과하는 항목이 3개지만 위기의 성격이 외환위기보다는 재정위기에 가깝다고 판단하여 최고위험군이 아닌 고위험군에 포함.
 5) 베트남은 위기판단 기준치를 초과하는 항목이 3개지만 경상수지가 흑자를 보이고 외국인직접투자 증가(2013년 110억 달러, 전년대비 10% 증가)한 점을 고려하여 고위험군에 포함. 또한, 단기외채와 외환보유액 자료를 확인할 수 없다는 점에서도 최고위험군이 아닌 고위험군에 포함시킴.