

VIP Report (제 139 호)

현대경제사회연구원

Tel 737-4005, Fax 730-1770

1997. 1. 3.

新興工業國의 外換危機 症候群

< 目 次 >

I. 外換危機 可能性 擡頭.....	1
II. 멕시코 外換危機의 背景과 敎訓.....	3
1. '94 멕시코 外換危機의 概要.....	3
2. 外換危機의 發生 原因.....	4
3. 멕시코 外換危機의 敎訓.....	7
III. 東南亞 國家들의 外換危機 可能性 增加.....	9
1. 東南亞 4個國 外換政策의 現況.....	9
2. 外換危機의 症候.....	10
3. 危機 可能性 評價.....	12
IV. 韓國의 外換危機 可能性과 對策.....	14
1. 外換危機 可能性 診斷.....	14
2. 外換危機로 야기될 수 있는 變化.....	16
3. 政策課題.....	17
<補論> 外換危機論	

< 要 約 >

I. 外換危機 可能性 擡頭

- (定義) 外換危機란 換率의 급격한 變化 또는 채무 변제 능력 부재와 같은 외환의 불안정이 심화되는 상황을 가리킴
- (現況) 최근 우리 經濟는 國際收支 악화로 외환 보유액이 감소하고 있고 총외채 중 단기 부채의 비중이 증가되는 등 급격한 換率 切下 또는 債務 辨濟 能力 減少와 같은 외환위기의 증후가 나타나고 있음

II. 멕시코 外換危機의 背景과 敎訓

- (멕시코 危機의 概要)
 - 94년 12월 20일 페소화 14% 평가 절하(12월 1일 출범한 Zedillo 新정부의 조치)
 - 94년 12월 22일 환율변동을 완전 자유화하여 페소貨 방어를 포기
 - 94년 12월 22일 이후 대량 자본 유출 사태 발생
- (原因) 멕시코 事態의 構造的 原因은 경제 구조의 취약성, 정치사회적 불안정, 경제 정책 실패 등을 들 수 있음
- (敎訓) 멕시코 위기와 같은 사태를 방지하기 위해서는 ① 단기 자본 유입을 통한 대외자본의존을 억제하고, ② 외국자본의 생산적 이용을 유도하고, ③ 환율과 금리 등 주요 경제 지표의 안정을 유지하고, ④ 국제적 신뢰성을 유지함과 동시에 ⑤ 국가간 또는 국제금융기구와의 정책 협조 체계를 확립해야 함

III. 東南亞 國家들의 外換危機 可能性 增加

- (現況) 최근 東南亞 國家들에서 외환위기의 증후들이 나타나고 있음

- (症候) 外換危機의 症候들은 各國마다 다소 다른 형태로 나타나고 있는데 예를 들면, ① 외환 보유고와 단기부채의 불일치, ② 대규모 경상수지 적자, ③ 국내투자에 대한 국내저축 부족, ④ 재정적자 확대, ⑤ 단기 자본의 유출입 증가, ⑥ 급속한 통화 팽창 등임
- (危機 可能性 評價) 동남아 4개국의 경제 상황은 94년 멕시코와 비교하여 양호한 편이나 위기 발생시 국제적인 협력체제가 작동할 가능성이 적어서 위기 방어 능력의 한계가 노출될 것임

IV. 韓國 外換 危機 可能性과 對策

- (現況) 현재의 한국 경제와 94년 멕시코의 경우를 비교해 보면, 지표상 韓國은 外換危機 防禦力은 어느 정도 지니고 있으나, 경제상황은 비슷한 패턴으로 움직이고 있다는 것이 문제점으로 지적되고 있음
- (展望) 自由變動換率制度가 97년에 도입된다면, 국제수지의 적자 지속에 따르는 달러貨 수요의 급증으로 원화의 급락 행진이 시작될 가능성이 있음
 - 國際收支의 악화가 지속되고 외채가 증가함과 동시에 외환 보유액이 감소하게 되면 외환위기가 가시화될 것임
 - 더욱이 자유변동환율제로의 전환으로 인해 환율 변동폭이 자유로워지면, 국제수지의 악화에 따른 시장 기대가 부정적 방향으로 유도되어 원화 절상이 加速化될 可能性이 높음
- (餘波) 外換危機가 가시화되면 국가 위험도(Country Risk)는 높아지고, 이에 따라 기업의 해외 차입 또는 해외 증권 발행 등에 악영향을 끼칠 뿐만 아니라 국내 금융시장의 불안정을 초래할 것임
- (政策課題)
 - 外換危機 防止策은 근본적으로 국제수지의 악화를 억제하는 것인데 이는 우리나라 경제의 경쟁력 강화 문제로 귀결됨
 - 따라서 외환위기 발생 가능성을 줄이기 위해 통화 방어력을 유지하고 자유변동환율제도의 도입시기 및 운용에 신중을 기해야 하며, 유사시 국가간 또는 국제 금융 기구간의 협력체제를 공고히 해야함

I. 外換危機 可能性 擡頭

- (定義) 外換危機란 환율의 급격한 변화 또는 채무 변제 능력 부재와 같은 외환의 불안정이 심화되는 상황을 가리킴
- (現況) 최근 우리 경제는 국제수지 악화로 외환 보유액이 감소하고 있고 총외채 중 단기 부채의 비중이 증가되는 등 급격한 환율 질하 또는 債務 辨濟 能力 감소와 같은 외환위기의 증후가 나타나고 있음

경상수지 적자확대와 자본수지 악화 등으로 외환보유액이 감소하고 총외채가 증가하는 등 외환위기 가능성 대두

- (現況) 최근 경상수지 적자폭이 크게 확대되고 자본수지까지 악화되면서 외환보유액이 감소하고 있음. 더욱이 총외채 역시 증가하는 등 전반적으로 외환 위기 가능성이 확대되고 있음
 - 96년 1~10월까지의 경상수지 적자는 195.0억 달러를 기록 작년 84.2억 달러 보다 2배 이상 크게 확대됨
 - 장기 자본수지는 96년 2/4분기의 경우 42.5억 달러였으나, 3/4분기에는 26.1억 달러로 떨어졌음. 더욱이 단기 자본수지의 경우는 원금상환 압박과 외상거래 결제 등의 이유로 9월에는 -12.4억 달러를 기록하는 등 자본유입이 감소하고 있는 실정임
 - 경상수지 적자의 확대와 자본유입의 감소로 외환 보유액도 줄어들고 있음
 - 외환보유액은 1996년 9월 328.4억 달러에서 10월에는 322.3억 달러로 6.1억 달러 감소하였음
 - 총외채 역시 1996년말에 1천억 달러를 넘을 것으로 추정됨. 특히 단기 외채의 증가가 두드러지게 나타나고 있음
 - 지난 8월말 현재, 총외채는 9백 74억 달러이며 그 중 58.5%가 1년 미만의 단기 외채(5백 70억 달러)임
 - 연간 외채 상환부담(이자부담 60억, 원금 상환 40억) 또한 증가하고 있음. 이에 따라 채무 변제를 위한 단기 외채가 증가할 전망이다

< 최근 국제수지, 외환보유액 및 총외채 동향 >

(억 달러)

	1995년		1996년		
	10월	1-10월	9월	10월	1-10월
경상수지	-3.4	-84.2	-14.1	-24.1	-195.0
무역수지	-0.1	51.2	8.1	-17.2	-125.8
무역외수지	-2.9	-28.8	-5.1	-6.3	-60.9
이전수지	-0.5	-4.2	-0.9	-0.7	-8.3
자본수지	3.0	103.0	-0.6	11.3	145.1
장기자본수지	4.3	60.0	11.8	7.9	89.3
단기자본수지	-1.3	43.0	-12.4	3.4	55.8
외환보유액	327.1 (95년말)	-	328.4	322.3	-
총외채	790 (95년말)	-	974 (8월말)	-	-

자료 : 한국은행

< 외환위기의 정의 >

- 金融危機란 금리 또는 금융자산가격(증권, 채권, 토지)등과 같은 금융 상품의 급격하고 초시차적인(ultra-cyclical) 가치 절하뿐아니라 금융기관 역할 마비와 같은 구조적 위기 등을 포함한 포괄적인 금융 체제의 위기를 가르킴
- 外換危機는 금융위기의 한 형태로써, 경상수지 적자 확대, 외채 증가, 외환 보유액 감소 등과 같은 국제수지 지표의 악화로 자국 화폐를 안정시킬 수 있는 통화 방어력이 결여되어 급격한 절하를 초래하거나 외환 보유고의 급감으로 인한 채무 변제 능력의 부재 상황을 가리킴
- 外換危機는 환율제도의 형태와 관계없이 발생할 수 있음
 - 자유변동환율 제도(free floating exchange rate regime)를 채택하고 있는 국가의 경우, 외환 위기는 자국 화폐에 대한 국제 신뢰도가 떨어져 수요가 줄어들어 환율이 급격히 절하될 것임
 - 고정환율 제도(fixed exchange rate regime)하에서 외환위기가 발생할 경우, 자국 화폐에 대한 고정 환율을 고수하기 위해 정부는 외환 보유(foreign reserve)를 이용하여 시장 개입을 시도할 것임
 - 만약 이러한 시장 개입이 지속된다면 외환 보유고의 고갈을 초래하여 자국 통화 방어력이 상실될 것임
 - 이는 결국 고정환율을 수정하거나 자유변동환율 제도로의 전환을 초래할 것임
 - 관리환율 제도(crawling pegged exchange regime)의 경우 자유변동환율 제도와 고정환율 제도의 부작용이 동시에 나타나게 됨

II. 멕시코 外換危機의 背景과 敎訓

○ (概要)

- 94년 12월 20일 폐소화 14% 평가 절하(12월 1일 출범한 Zedillo 新정부의 조치)
- 94년 12월 22일 환율변동을 완전 자유화하여 폐소貨 방어를 포기
- 94년 12월 22일 이후 대량 자본 유출 사태 발생

○ (原因) 멕시코 事態의 構造的 原因은 경제 구조의 취약성, 정치사회적 불안정, 경제 정책 실패 등을 들 수 있음

○ (敎訓) 멕시코 사태의 敎훈은 단기 자본 유입을 통한 대외자본의존을 억제하고, 외국자본의 생산적 이용을 유도하고, 환율정책과 통화정책의 적절한 정책 조합을 통해 경제 지표의 안정을 유지하고, 국제적 신뢰성을 유지함과 동시에 국가간 또는 국제금융기구와의 정책협조체제를 확립해야 한다는 것임

1. '94 멕시코 外換危機 概要

- 90년대초부터 경상수지 적자 누적으로 멕시코 폐소 절하 압력 증가, 그러나 멕시코 정부는 물가 상승 압력으로 폐소貨 강세 유지
- 94년 12월 20일 폐소화 14% 평가 절하(12월 1일 출범한 Zedillo 新정부의 조치)
- 94년 12월 22일 환율변동을 완전 자유화하여 폐소貨 방어를 포기
- 94년 12월 22일 이후 대량 자본 유출 사태 발생
- 94년 12월 25일 이후 연말까지 약 100억 달러의 외국 자본이 해외로 유출(이후 6개월간 폐소화 가치 75% 이상 하락)

<멕시코의 주요 경제지표 추이>

(%,억 달러)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
GDP성장률	1.2	3.3	4.4	3.6	2.8	0.6	3.5	7.7
물가상승률	114.2	20.0	26.7	22.7	15.5	9.8	7.0	35.0
정상수지	47.0	-60.0	-74.5	148.9	244.4	-234.0	-294.2	65.1
정상수지/GDP	-1.4	-2.8	-3.1	-5.2	-7.5	-6.5	-8.1	-0.4
총외채 ¹⁾	-	-	-	1,149	1,176	1,275	1,365	1,611
DSR ²⁾	52.3	47.0	21.3	24.2	34.4	32.7	-	-
외환보유액	47.5	78.2	102.2	180.5	191.7	253.0	64.4	184.3
명목환율 ³⁾ (페소/달러)	2.3	2.5	2.8	3.0	3.1	3.1	3.4	6.4
실질환율 ⁴⁾	-12.0	10.3	6.6	-5.7	1.3	9.4	3.3	-
투자/GDP	19.3	18.2	18.6	19.5	20.8	20.4	22.4	17.6
저축/GDP	19.0	18.6	18.8	17.2	15.9	15.6	14.8	6.8

주 : 1) 연말 기준 2) 총외채원리금/(수출+무역외수입) 3) 연평균 4) 실질실효환율의 절상률
 자료 : DRI, World Markets Executive Overview, 3th Quarter, 1996
 WEFA, World Economic Outlook, 1996.11.
 IMF, International Financial Statistics, 1996.10.

2. 外換危機의 發生 原因

(1) 經濟構造의 脆弱性

멕시코의 해외 차입 자금의 문제점은 비생산적 부문으로의 자본 유입이 많았으며, 해외 차입의 많은 부분이 투기성화 되었다는 것임

○ 비생산적 부문으로의 자본 유입

경제개발에 필요한 재원을 국내저축보다는 해외에 의존하였으며, 유입된 외국자본은 국내저축과 수출증대로 연결되지 못하고 소비증대(GDP 대비 저축률 하락)로 나타남

- 멕시코 경제는 저축률이 낮기 때문에 국내 투자수요를 충족시키기 위해서는 해외자본에 의존할 수밖에 없었음
- 대규모 외자유치에는 성공하였으나 경제성장으로 직결될 수 있는 장기성 투자자금보다는 단기성 투

- 기자금이 주로 유입됨으로써 외국자본의 경제성장에 대한 기여도가 매우 낮았음
- 결국 멕시코는 외국자본을 차입하여 투자확대에 이용하기 보다는 주로 외국제품을 소비하는데 사용하였던 것임
- 해외차입이 증가하면서 멕시코의 대외부채 규모도 증가하여 94년말 현재 부채 규모가 약 1,249억 달러에 달했음

○ 해외 차입의 단기화·투기화

- 90년대 들어 민자유치를 위한 금융자유화 및 시장개방이 확대됨으로써 민간자본의 유입이 크게 늘었으나 그 구성면에서는,
 - 장기적인 성격의 직접투자, 신디케이트 론보다는 투기성향이 높은 포트폴리오 투자
 - 유로 CP, CD 등과 같은 단기물 위주의 국제채
 - 외국 상업은행의 단기대출 등 단기적 성격의 자본 유입이 압도적 비중을 차지하였음
- 이에 따라 예상치 못한 외부 충격이 있을 경우 자본 유출이 일시에 촉발될 수 있는 소지가 잠재되어 있었던 것임

<멕시코의 외국 금융기관으로부터의 차입금 추이 (기말잔액 기준)>

(억 달러)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994.6
전체 ¹⁾	628	597	504	552	539	555	583
단기차입 ²⁾	139 (22.1)	146 (24.5)	181 (35.9)	230 (41.7)	228 (42.3)	261 (47.0)	284 (48.7)
중장기차입 ³⁾	477	443	295	294	295	278	282

주 : 1) 차입금중 기간불명인 경우가 있어 단기 및 중장기 차입금 합계와 불일치

2) 만기 1년 이내, ()안은 전체 차입금중에서의 구성비(%)

3) 만기 1년 초과

자료 : BIS, *The Maturity and Sectoral Distribution of International Bank Lending*, 각호

(2) 政治·社會的 不安定

반정부 활동의 확대, 대통령 후보 암살 등과 같은 정치 사회적 불안감이 국가 위험도를 높이는 요인으로 작용

- 반정부 활동의 확대
 - 경제개혁의 혜택에서 소외되어왔던 원주민 극빈층의 무장반란, 노조원, 교사, 좌익단체 등의 반정부 시위로 사회불안 고조됨
- 대통령후보의 피살
 - 94년 3월 집권당 대통령후보인 콜로시오의 피살, 9월의 세디오 현 대통령의 정치고문의 피살 등 일련의 암살사건으로 정치적 위기감이 조성됨
- 정치·사회적 불안의 결과
 - 극도의 정치·사회적 불안정으로 인해 멕시코에 대한 국가위험(country risk)이 크게 높아져 불안감을 느낀 외국인 투자자들이 투자자본을 회수하기 시작하였으며, 내국인들의 달러貨 수요도 급증하였음

(3) 경제 정책 실패

환율정책과 고금리 통화 정책의 실패와 자본 자유화 정책의 실패와 같은 문제점 노출

- 환율 고평가 정책과 고금리 정책의 실패
 - 89년부터 멕시코 정부는 물가상승을 억제하기 위해 페소貨 고평가 정책을 유지해왔으며 이에 따른 막대한 경상수지 적자를 외국자본으로 보진하기 위해 高금리 정책을 지속하였음
 - 환율제도를 美 달러貨에 연동하거나 고정환율제도에 가까운 관리변동환율제로 개편하여 외국투자자들의 환위험에 대한 우려를 해소해 줌
 - 멕시코 페소貨의 명목가치는 완만한 절하추세를 나타냈으나 타국에 비해 물가상승률이 높아 실질환율은 지속적으로 절상되었음
 - 경상수지가 대체로 균형을 보였던 85-86년의 평균

- 실질환율을 페소貨의 적정 균형 환율로 간주한다면 94년의 실질환율은 17.2% 고평가된 수준임
- 88년 이후 경상수지 적자 규모가 급속히 확대되었으며 GDP에서 차지하는 비중도 급격히 높아졌음
- 인위적 환율 안정과 高금리 정책은 물가안정에 크게 기여하였으나 국내기업의 투자부진과 대외경쟁력 약화로 이어짐

○ 자본자유화 정책의 실패

- 멕시코 정부는 자본자유화를 통한 외국자본의 실물투자 확대로 경제개발을 촉진하고자 했으나 이에 실패
- 자본자유화는 국가간 금리차이에 따른 단기차익을 노리는 투기성 단기자금의 유출입을 급격히 증가시켜 멕시코 금융시장의 불안정성과 대외의존도를 가중시켰음
- 해외 차입의 유동성을 확보하기 위해 환리스크가 없는 미달러화표시 단기국채인 Tesobonos를 과다하게 발행함

3. 멕시코 外換危機의 敎訓

○ 경제구조의 대외의존성 억제

- 경상수지 적자에 따른 자금부족을 외국자본으로 보전하는 상황이 장기화할 경우 종국적으로 대외지급 불능 사태를 초래할 수 있음
- 내자동원을 극대화하기 위한 국내저축 증대와 소비지출 억제정책의 지속적 추진 필요

○ 외국자본의 생산적 이용 유도

- 해외 유입자본으로 인한 거품경제의 형성을 방지하기 위하여 유입 자본이 실물경제의 생산적 부문에 사용될

멕시코 사태의 재발을 방지하기 위해서는 경제구조의 대외위존성 억제, 외국자본의 생산적 부문으로의 유입 장려, 환율정책과 통화정책의 적절한 정책 조합 운용, 국제적 신뢰성 유지, 국제 기구와의 협력체제 공고화 등이 필요

- 수 있도록 유도해야함
- 실질환율의 안정을 유도할 수 있는 환율 및 통화정책의 적절한 정책 조합
 - 명목환율의 안정을 위한 중앙은행의 빈번한 외환시장 개입은 통화공급의 확대를 초래하여 물가상승에 따른 실질환율의 상승을 유발시킬 수 있음
 - 환율이 외환시장의 수급상황을 신속적으로 반영하도록 허용함으로써 일시에 큰 폭의 환율변동이 일어나지 않도록 방지해야 함
- 국제적 신뢰성 유지
 - 국제금융시장에서 국제적 신뢰성을 상실할 경우 외국자본의 대량 유출 현상(bandwagon effect) 발생 가능
 - 국제적 신뢰성을 유지하기 위해서는 경제목표의 우선순위를 정하고 선택된 경제기조를 일관성 있게 추진해야 함
- 유사시에 대비한 국가간 또는 국제금융기구와의 정책 협조체제 확립
 - 선진국 뿐 아니라 아시아, 중남미 개도국들과 국제적 협력 관계를 공고히 하는 경제외교정책 수립

III. 東南亞 國家들의 外換 危機 可能性 增加

- (現況) 최근 동남아 국가들은 외환 정책과 통화 정책의 문제점이 부각되면서 외환 위기의 증후들이 나타나고 있음
 - 지속적인 경제성장으로 인해 자본유입이 증가됨과 동시에 금융 자유화로 인한 해외로부터의 금융자산 투자도 증가 추세임
 - 자본 유출입의 증가로 통화정책과 외환정책의 불일치 부각됨
- (症候) 외환위기의 증후들은 각국마다 다른 형태로 나타나고 있는데 이는 외환 보유고과 단기부채의 불일치, 대규모 경상수지 적자, 투자와 저축의 불일치, 재정적자 확대, 단기 자본의 유출입 확대, 급속한 통화 팽창 등임
- (展望) 동남아 4개국의 경제 상황은 94년 멕시코와 비교하여 양호한 편이나 위기 발생시 국제적인 협력체제가 작동할 가능성이 적어서 위기 대처 능력이 약함

1. 東南亞 4個國 外換政策의 現況

금융 자유화 시기에 환율정책 외환정책의 부조화 부각

- 해외직접투자의 적극적인 유치를 통해 수출 위주의 경제성장 정책을 시도하였던 동아시아 국가들은 1986년 이후 평균 7.7%의 경제성장을 기록함
- 지속적인 경제성장으로 인해 해외직접투자의 유입도 증가됨과 동시에, 금융 자유화에 따라 동아시아 지역에 대한 금융 자산 투자도 증가하였음. 이로 인한 동아시아 국가들의 외환 정책의 문제점이 부각됨
 - 자본 유입이 확대되면서 환율의 절상 압력이 커지고 있으나, 동아시아 국가들은 환율의 절상을 억제하는 정책을 시행해왔음
 - 명목환율을 절하시키기 위해 화폐 발행을 증가시킴
 - 이는 물가상승 압력을 확대시켜서 실질 환율을 절상시키는 결과를 초래하였음
 - 결국 통화정책과 외환정책의 마찰로 인해 수출 경쟁력이 저하되고 있음

2. 外換危機의 症候

○ 외환보유액과 단기부채의 불일치

- 투자자들은 당해국의 채무이행 능력이 의문시 되면 만기도래 대출채권의 회전을 기피하게 되는데 이 점이 멕시코 경제를 파탄에 이르게 한 아킬레스의 건이 되었음
- 이와 같은 유동성 위축시 멕시코의 외환보유액에 의한 단기외채 변제비율은 20%에 불과하였으나 동남아 4개국은 훨씬 높은 비율을 유지하고 있음
 - 동남아 4개국 단기부채 대비 외환보유액 비율 (reserve cover)은 73%(인도네시아)~186%(말레이시아)에 달함
- 수입금액 대비 외환보유액 비율상 자국통화를 방어하기 위한 여력은 충분한 것으로 나타남

○ 대규모 경상수지 적자

- 일반적으로 GDP대비 경상수지 적자가 5%를 넘어섰을 경우 위험한 징후라고 판단됨(IMF의 견해)
- 동남아 4개국의 경우 GDP대비 외채비율과 경제성장률이 멕시코 위기 수준을 상회하고 있어 거대한 경상수지 적자를 보전할 수 있는 자금조달도 보다 용이함
- 그러나 GDP대비 경상수지 적자 비율이 지속적으로 5%를 초과한다면 이들 국가들은 위험한 모험을 하고 있는 것이라고 IMF는 경고하고 있음

○ 투자자금 또는 소비지출 여부

- 투자는 향후 경제의 부채 상환능력을 향상시키는 바, 만일 경상수지 적자가 소비지출보다는 주로 투자 확대에 기인한 것이라면 경상수지 적자를 지탱할 수 있는 경제여력이 확대될 것임
- 90~94년중 멕시코 경상수지 적자 증가의 80%가 낮은 저축률과 높은 소비 수준에 기인한 것으로 나타

난 반면 동남아 4개국들의 경상수지 적자폭 확대는 소비가 아닌 높은 투자를 반영한 것임

○ 재정적자 확대

- 경상수지 적자가 저축과 투자에 대한 민간부문의 결정을 반영한 것이라면 크게 우려할 바가 되지 않으나, 재정적자에서 비롯된 것이라면 문제시됨
- 태국, 말레이시아의 경우 상당한 재정흑자를 보이고 있으나 인도네시아는 재정적자를 보이고 있음
- 96년중 인도네시아의 GDP대비 재정적자 규모는 94년 멕시코의 0.7%를 훨씬 상회하는 2.4%에 달할 것으로 전망됨

○ 단기 자본의 유출입 확대

- 경상수지 적자가 해외직접투자에 의해 보전되는지 또는 유출입이 빈번한 포트폴리오 투자자금에 의해 보전되는지에 따라 경제에 미치는 영향이 상이함
 - 직접투자의 비중이 높을수록 갑작스런 자본유출의 사태에 직면할 가능성이 낮음
 - 순직접투자와 경상수지 적자 합계액의 對 GDP 비율의 경우 동 비율의 부(負)의 숫자가 커질수록 당해 국가가 단기성 투기자금에의 의존도가 높음을 의미함
- 태국의 경우 경상수지 적자를 거의 전부 단기 해외차입으로 보전하고 있는 실정이어서 순직접투자와 경상수지 적자 합계액의 對 GDP 비율이 94년 당시의 멕시코에 비해 훨씬 낮은 수준임

○ 급속한 통화팽창

- 통화의 급속한 팽창으로 인플레이된 자산 가격이 거품 소멸과 함께 하락하면서 금융기관들이 거액의 부실채권을 보유하게 되는 경우 국민경제가 위협에 처할 수 있음

- 일부 동남아 국가들에서 부동 자금이 과다하게 흐르고 있다는 점에서 94년 당시 멕시코의 경우와 유사함

3. 危機 可能性 評價

외환 위기 가능성은 태국이 가장 높은 것으로 나타나고 있으나 94년 멕시코 사태와 비교하여 양호한 상태

- 대체적으로 동남아 4개국의 경제상황은 94년 당시 멕시코 수준보다 양호한 것으로 판단되나 위기 발생시 국제적인 협조체제가 작동될 가능성이 적어 위기 관리능력이 약한 것으로 판단됨
 - 경상수지 적자규모 기준으로는 말레이시아가 제일 위험한 것으로 보이나 직접투자를 통한 자금유입이 크다는 점과 단기채무의 2배 정도까지 외환보유액으로 변제가 가능하다는 점에서 안전함
 - 인도네시아의 경우 경상수지 적자규모가 GDP대비 3.7%에 불과하나 외환보유액이 단기채무의 75%에 불과하여 위기에 처할 가능성이 있음
 - 태국의 경우 경상수지 적자비율 및 외채비율이 높을 뿐만 아니라 경상수지 적자를 주로 단기성 투기자금(hot money)으로 보전하고 있다는 점에서 가장 위험한 상황임
 - 단, 외환보유액의 원만한 완충기능, 건전한 재정흑자기조 유지, 자국통화의 과소 평가 등에 힘입어 전면적인 위기로 발전될 가능성은 낮음
 - 대체로 94년 멕시코 상황보다는 양호한 편이나, 투자자들이 당해 국가의 시장을 이탈하면 멕시코 위기 때와는 달리 이들 국가를 위험에서 기꺼히 구해 줄 수 있는 재력이 풍부한 이웃나라가 없다는 점에서 위기 대처 능력이 낮은 것으로 판단됨

<동남아 4개국(1996년)¹⁾과 멕시코 경제(1994년)의 비교>

(%)

	인도네시아	말레이시아	필리핀	태국	멕시코
외환보유액/단기부채	73	186	84	109	20
외환보유액/ 1개월수입금액 (단위: 개월)	4.4	3.7	3.4	6.6	1.0
외채/GDP	47	39	54	46	35
경상수지 적자/GDP	3.7	9.7	1.7	7.7	7.8
국내저축/GDP	29	32	19	36	15
재정수지/GDP	-2.4	0.7	0.9	2.9	-0.7
해외직접투자와 경상수지의 합/GDP	-1.8	-3.8	0.0	-7.5	-5.6
환율의 고평가 정도 ²⁾	-26	-36	-30	-20	5
연간 통화증가율	21	16	24	18	23

자료 : Economist誌, 96.8.24에서轉載

주 : 1) 가장 최근치 및 전망치

2) Big Mac 지수 기준

IV 韓國의 外換 危機 可能性

- (現況) 현재의 한국 경제와 94년 멕시코의 경우를 비교해보면, 지표상 한국은 통화 방어력은 어느정도 있으나, 경제상황은 비슷한 패턴으로 움직이고 있다는 것이 문제점으로 야기되고 있음
- (展望) 97년도 自由變動換率制度로의 도입으로 인해 환율 변동이 자유로워지면, 시장 투기에 의한 원화 절하 압력이 더욱 커질 것임
- (餘波) 外換 危機는 국가 위협도를 높이고, 기업의 해외 차입 또는 해외 증권 발행에 등에 악영향을 끼칠 뿐아니라 국내 금융시장의 불안정을 초래
- (政策課題) 외환위기 방지책은 근본적으로 국제 수지의 악화를 억제하는 것인데 이는 경제 구조의 문제임
 - 단기적인 정부의 외환 시장 개입은 실효가 없을 뿐아니라 물가 상승 압력만 가중시킬 것임
 - 장기적으로 시장 기능의 효율성을 제고 시킴으로써 해외 자본 유입이 생산적인 투자에 유입될 수있도록 국내 금융 시장의 활성화가 필요함
 - 외환위기 발생 가능성을 줄이기 위해 적정 외환 보유액을 유지하고 자유변동환율제도의 도입시기 및 운영에 신중을 기하고, 유사시 국가간 또는 국제 금융 기구간의 협력체제를 공고히 해야함

1. 外換危機 可能性 診斷

지표상 통화 방어력은 있으나 국제 수지의 악화는 멕시코의 경우와 비슷한 패턴을 보이고 있음

- 지표상 94년의 멕시코 경제와 96년 한국 경제를 비교 해 볼 때, 한국의 경우 통화 방어 능력은 어느 정도 있다고 판단됨
 - 한국의 경우 지표상으로 통화 방어력은 충분한 것으로 보임. 그러나 현재 악화일로에 있는 경상수지 적자, 단기부채의 증가, 투자와 저축의 불일치, 외환보유액의 감소 등이 문제점으로 지적될 수 있음
 - 특히 지난 8월과 11월을 비교해보면 경상수지 적자, 단기부채의 증가 그리고 외환 보유액의 감소 추세가 두드러짐

- 94년 멕시코와 현재의 한국의 경우를 비교해보면, GDP대비 경상수지 적자가 94년 멕시코의 경우 7.8% 였음. 반면 현재 한국의 경우는 4.6% 정도임
 - 전반적으로 GDP대비 경상수지 적자가 5%를 넘어섰을 경우 위험한 징후라고 판단됨(IMF의 견해)
- 외채의 경우 94년 멕시코는 GDP대비 35%였으나 현재 한국은 그보다 크게 낮은 20%임
- 단기부채 대비 외환보유액 역시 94년 멕시코가 20%를 보인 반면 현재 한국은 56%를 나타내고 있음

○ 그러나 현재 한국의 경제 상황과 94년 멕시코의 경제 상황을 비교해 볼 때 비슷한 패턴을 보이고 있음

- 대표적인 유사점은
 - OECD 가입에 따른 금융 자유화의 초기 시기
 - 비슷한 환율 제도¹⁾(외환 변동 밴드제)
 - 투자와 저축의 불균형에 따른 경상수지 적자 확대
 - 총외채중 단기 외채의 증가 등을 들 수 있음

<한국(1996년)¹⁾과 멕시코 경제(1994년)의 비교>

(%)

	한국		멕시코
	96년 8월	96년 11월	
외환보유액/단기부채	60	56	20
외환보유액/ 1개월수입금액 (단위: 개월)	3.2	2.6	1.0
외채/GDP	17	20	35
경상수지 적자/GDP	2.3	4.5	7.8
국내저축/GDP	32	-	15
재정수지/GDP	1.0	-	-0.7
해외직접투자와 경상수지의 합/GDP	-2.1	-	-5.6
환율의 고평가 정도	19 ¹⁾	12	5
연간 통화증가율	15	-	23

자료 : 96년 8월 자료는 *Economist*誌, 96.8.24에서 轉載, 11월 자료는 최근치 및 전망치
 주 : 1) Big Mac 지수 기준

1) 한국은 현재 시장평균환율제(일일 변동폭 2.25%)를 채택하고 있으나, 97년중 자유변동환율제로 전환할 예정이며, 멕시코는 환율 밴드를 유지하는 관리변동환율제에서 자유변동환율제로 전환하였음

자유변동환율제도로
의 전환으로 환율
변동이 자유로워지
면 원화 절하는 가
속화될 것임

- 자유변동환율제도가 97년에 도입된다면, 정부의 환율제도 전환 발표를 기점으로 원화의 급락 행진이 시작될 가능성이 있음
 - 국제 수지의 악화가 지속되고 외채가 증가함과 동시에 외환 보유액이 감소하게 되면 외환 위기의 증후가 더욱 심각해질 것임
 - 더욱이 자유변동환율제로의 전환으로 인해 환율 변동이 확대된다면, 국제 수지의 악화에 따른 시장 기대를 부정적 방향으로 유도하여 원화의 오버슈팅 현상²⁾을 초래할 것임

- 심각한 외환 위기의 증후로는
 - 단기부채 대비 외환 보유액이 30% 이내로 감소
 - 수입금액 대비 외환 보유액이 2개월 이하로 감소
 - GDP 대비 외채가 30%에 근접 등을 들 수 있음

2. 外換危機로 야기될 수 있는 變化

외환위기는 국가 위험도를 높이고, 기업의 해외 차입 또는 해외 증권 발행 등에 악영향을 끼칠 뿐아니라 국내 금융시장의 불안정을 초래

- 한국 경제가 외환위기에 직면하게 된다면, 국내외 금융 시장에 많은 파장을 일으킬 것임
 - 첫째, 외환 위기의 가능성이 확대되면, 국가 위험도 (Country Risk)가 높아질 것임
 - 최근 OECD 가입으로 인해 선진국 진입을 국제적으로 인정받고 있는 시점에서 국가 위험도가 낮아지고 있는 실정이나, 국제 수지의 악화 등으로 한국 경제의 국제 이미지에 손상을 가져올 것임
 - 둘째, 국가 위험도의 악화는 한국기업의 해외 차입 조건에 부정적으로 작용하여 해외 차입 금리를 높이는 결과를 가져올 것임
 - 해외 차입 금리 또는 해외 증권 발행과 같은 국제

2) 오버슈팅(over-shooting) 현상이란 환율의 변동속도와 물가의 변동속도의 차이로 인해 환율이 구매력평가(Purchasing Power Parity)수준보다 훨씬 많이 움직이게 되는 현상을 말함

- 금융 시장을 이용한 국내 기업의 해외 자금 유입에 부정적인 영향을 초래할 것임
- 셋째, 외환 위기가 가시화되면, 시장 투기 공격(Speculative Attack)에 의한 원화의 불안정이 더욱 확대될 것임. 이로 인해 기업의 환위험 노출은 더욱 심화될 것임
 - 멕시코의 경우와 같은 단기 자본의 급속한 유출이 일어날 것이며, 국내 유동 자금의 해외 유출도 우려됨. 이는 원화의 급격한 절하를 초래할 것임
- 넷째, 외환 시장의 불안은 결국 국내 금융의 불안정을 초래할 것임. 이는 기업의 금융 부담을 더욱 확대시킬 것임
 - 금리 상승: 국내외 자금의 유동성 결여로 자금 공급 부족현상 예상
 - 증권시장과 채권시장의 불안정 확대: 자본 시장의 자유화·개방화로 인해 해외 자본의 유입이 국내 금융 시장을 활성화시키리라는 기대 감소

3. 政策課題

정부의 단기적 외환 시장 개입은 실효가 없음

- 멕시코 금융위기와 동남아 국가들의 최근 상황에서도 나타나듯이 자본자유화 및 금융시장 개방 시기는 환율의 불태화 정책이나 자본 유입 조정과 같은 정부의 외환 개입은 실효가 없음을 알 수 있음
 - 이는 결국 환율의 변동은 시장 기능에 따라 좌우된다는 점에 비추어 볼 때, 인위적인 환율 개입은 피하고 시장 안정이 중요하다는 점을 부각시키고 있음
 - 정부의 시장 개입은 통화증권 발행 및 RP(환매채)매각 등과 같은 통화관리 비용을 더욱 높이게 됨
 - 내년 통화관리 비용은 3조3백99억 원임
 - 더욱이 이자 지급을 위한 통환증권의 재발행으로 시장 금리 및 물가 상승 등과 같은 부작용이 커지고 있음

장기적으로 금융
시장의 안정이 중
요함

- 외환 위기는 금융 시장 전체의 문제이기 때문에 금융시장 기능의 효율성을 확대해 나가는 것도 중요함. 동시에 해외 유입 자본이 장기적이고 생산적인 투자에 활용될 수 있도록 함으로써 자본 수지의 안정을 취할 수 있을 것임
 - 현재 국내 금융시장 특히 증권시장의 안정이 지속적이고 안정적인 금융 자산 투자를 유도하여 국내외 자금의 효율적인 분배를 유도할 것임
 - 금융 자산 투자의 효율적 분배를 위해 채권 시장의 활성화도 시급한 사항임

환율 제도 변경에
신중을 기하고, 외
환 보유고의 적정
선을 유지하고 유
사시 국제 기구의
적극적 활용을 도
모

- 외환 위기 방지책은 경상수지 적자 감소가 근본책이나 단기적으로는 경상수지 적자를 감소시키는 정책은 없음. 따라서 외환위기 발생 가능성을 줄이고 유사시 대비 방안이 필요함
 - 자유변동환율제 실시 시점 신중 선택: 97년으로 예정된 자유변동환율제 전환은 채권시장 개방과 같은 해외자본 유입 시장 開放前에 이루어져야함
 - 자유변동환율제로의 전환은 OECD 가입과 자본시장 개방화와 같은 현상 상황에서 불가피한 조치임
 - 그러나 환율제도의 변경에 따른 부작용을 줄이기 위해서는 자본시장의 개방이 이루어지기 전에 최소한 환율 변동폭을 확대하거나 또는 실제 전환 시점과 충분한 시차를 주고 발표함으로써 외환 시장이 적응할 시간을 충분히 제공하여야 함
 - 근본적으로 금융시장의 자유화가 이루어지기 전에 외환체계의 자유화가 이루어져야 환율과 금리와 같은 주요 금융 변수의 불일치에 따른 부작용을 최소화할 수 있을 것임
 - 충분한 통화 방어력 확보: 원화 통화 방어력을 유지하기 위해 물가상승 압력이 있더라도 적정 외환 보유액을 유지하도록 해야함

- 외환 위기에 대비한 국가간 또는 국제금융기구와의 정책협조체제 확립
 - 멕시코의 경우 위기 상황이 발생했어도 북미자유무역협정(NAFTA)과 같은 경제 협력 체제가 있었기에 미국으로부터의 도움이 가능하였으나, 우리의 경우는 선진국으로부터의 절대적인 도움을 기대하기 어려움
 - 따라서 선진국이나 IMF 또는 World Bank와 같은 국제 금융 기구와의 협력관계를 공고히 해야함

(양두용, 김연호)

<멕시코와 한국의 금융제도 변화 추이>

	멕시코	한국
금융개혁	<ul style="list-style-type: none"> - 88년까지 강력한 금융규제 - 89년부터 94년 OECD 가입 이전까지 대대적인 금융자유화 전개 - 89년 은행예금금리 자유화, 외국인 증권투자 허용, 금지·제한 분야를 제외한 모든 분야에 100% 외국인 투자 허용 - 은행 민영화, 투자자금법 및 증권거래법 개정 	<ul style="list-style-type: none"> - 93년까지 금융규제 - 93년부터 96년 OECD 가입 이전까지 금융자유화 전개 - 93년 여수신금리 자유화 - 94년 단기 금융상품의 다양화, 외국인 투자 한도 완화, 기관투자자들의 해외투자 한도 완화 - 96년 상업차관 허용, 외국인 국내주식 소유한도 완화
환율정책	<ul style="list-style-type: none"> - 91년까지 crawling peg制 실시(美 달러貨에 소폭 고정) - 91년 11월부터 환율대(exchange rate band) 시스템 도입 - 94년 12월부터 자유변동환율제 채택 	<ul style="list-style-type: none"> - 86년 7월 복수통화바스켓제 실시 - 90년 3월 시장평균환율제 도입 (· H 변동폭 ±0.4%, 96년 현재 ±2.25%까지 확대) - 97년 자유변동환율제 전환 예정
외자유치 정책	<ul style="list-style-type: none"> - 자본유입에 대응하여 환율 및 물가에 연동한 정부채 발행, 중앙은행의 국내여신 감축 - 92년 상업은행의 총부채 10%이상 해외차입 불허, 해외차입에 대해 15%의 자불준비의무 부과 - 결과: 자본유입 지속, 경상수지 적자 확대 	<ul style="list-style-type: none"> - 80년대 전반 자본유출 억제 정책 실시(국내 거주자의 해외직접투자 제한, 포트폴리오 투자 전면 금지) - 80년대 중반 직접투자 규제완화 - 90~93년 국내 상장기업에 대한 외국기업의 지분소유 10%로 제한 - 95년 외국인 국내 주식 지분 한도 15%로 확대, 국내기업의 자본재수입에 대한 간접 차입 허용, 국제 채권시장을 통한 국내 외국환은행의 자금조달 허용
국제금융시장의 환경	<ul style="list-style-type: none"> - 94년 국제금리의 상승으로 자본유입이 현저히 감소 - 특히 미국자본의 경우 본국의 금리상승으로 인해 자금의 환류가 나타남 	

<補論> 外換危機論

- (原因) 外換危機의 原因은 通貨政策 또는 財政政策과 換率政策의 不調화와 같은 經濟政策의 不一致와 市場期待(market expectation)에 의한 市場 투기성 증가 등을 들 수 있음
 - 통화정책 또는 재정정책과 환율정책의 불일치는 국내의 금리차 확대, 외환 보유액의 감소, 국내 화폐의 고평가 정도 증가, 정부 재정 적자 증가, 경상 수지 적자 확대 등으로 나타남
 - 시장 투기성 증가에 따른 자본의 대량 유출은 외환위기를 더욱 심화시키는 주요한 원인임
- 金融自由化가 진행되고 있는 국가의 경우, 시장 투기성의 증가와 경제 정책의 부조화가 복합적으로 작용하여 외환 위기를 초래하는 경우가 많음

1. 환율제도와 외환위기

통화정책과 외환 정책의 불일치로 인한 구조적인 요인과 시장 투기성과 같은 시장 기대의 요인이 외환위기의 원인임

- 고정 또는 관리 환율제도에서는 경제 위기 상황이 일어날 경우, 외환관리 및 운영에 있어 어려움에 봉착하는 경우가 많음
 - 외환 위기는 고정 또는 관리 환율제도를 채택하여 왔던 국가들에서 발생하는 경우가 많은데 이는 급격한 환율절하를 유발하거나, 나아가서 고정환율제도를 포기하고 자유변동환율제도로 전환하게 되는 결과를 가져옴
- 외환위기 발생은 주요 경제 변수들의 악화, 다시 말하면 정부정책과 외환 체계와의 불일치 등과 같은 경제 구조적인 원인에 의한 것인지 혹은 이와는 관계없이 관계없이 시장 투기성(speculative pressure)에 의한 것인지에 대한 논의가 진행되어 왔음
 - 최근 금융 시장의 세계 단일 시장화의 확산으로 인

해, 경제 구조상의 불일치와는 관계없이, 경제 변수들의 움직임에 대한 잘못된 인식(misperception) 또는 정치적 불확실성과 같은 시장 투기성에 의한 급격한 자본 이동이 외환 위기를 초래하는 중요한 원인으로 인식되고 있음

2. 外換危機의 原因

(1) 경제 정책들간의 부조화

경제정책들간의 부조화를 대변하는 증후는 국내외 금리차 증가, 외환 보유고 감소, 화폐의 고평가 확대, 경상 수지 적자 확대 등임

- 전통적으로 외환 위기는 대부분 통화정책 또는 재정 정책과 환율제도의 부조화와 같은 경제정책들간의 부조화(mismatch)에 의해 발생한다는 것이 정설임
 - 이러한 불균형을 대변하는 증후들은 국내외 금리차 증가, 외환 보유고의 감소, 자국 화폐의 고평가, 정부 재정 적자의 증가, 그리고 경상 수지 적자의 확대 등임
 - 더욱이 대부분의 경우, 급격한 환율의 절하는 경제성장 침체에 많이 발생하고 있는 것으로 나타나고 있음
- 경제정책들간의 부조화로 인해 주요 경제 변수와 고정된 환율가치가 일치하지 않는다면, 고정 환율의 변경 또는 나아가서 환율제도의 전환을 피할 수 없음
 - 물론 정책 관련자는 여러 가지 방법(단기 금리 인상, 외환시장 개입 시도, 자본이동 조정 등)으로 환율 조정을 시도할 수 있으나 이는 단지 시간을 늦추는 효과밖에는 없음

(2) 시장 기대(market expectations)

시장 기대도 외환 위기의 중요한 원인임

- 경제 구조의 불인자 경우외에도 최근 관심을 모으고 있는 것은 시장 상황에 의한 외환 위기임
 - 환율제도와 통화정책 또는 재정정책이 어느 정도 조화를 이루고 있는 상황에서도 시장 참여자들의 주요 경제변수 움직임에 대한 오판 또는 정치적 불안감의 증가 등과 같은 요인으로 인해 외환 위기가 일어나는 경우도 있음
 - 이 경우 시장은 위와 같은 요인의 잘못된 인식으로 인해 시장 기대의 역할이 부정적으로 작용하게 됨
- 주요 경제변수에 대한 정부의 정책 변경에 대한 시장 기대가 혼선을 빚을수록 외환위기에 대한 시장 기대의 역할은 더욱 커짐
 - 정부정책의 일관성이 상실되면 시장 참여자의 시장 기대에 혼선을 가져옴
 - 이는 결국 시장의 불안정을 초래하여 급격한 자본 유출을 초래할 수 있음
- 많은 외환 위기의 상황은 주요 경제 변수들의 악화로 인해 일어나는 경우가 대부분이지만, 금융 자유화가 진척된 국가의 경우는 시장 기대와 경제 변수들의 악화가 복합적으로 작용하는 경우가 많았음

<외환위기 원인 분석 비교>

개도국			선진국		
연구자	분석 대상 국가 및 기간	분석 결과	연구자	분석 대상 국가 및 기간	분석 결과
Edwards (89,92)	개도국 중심 1954-71, 1962-82	급격한 환율 절하 전에 재정 변수가 악화됨 실질 환율이 고평가되어 있음 외환 보유고 감소	Eichengreen (1994)	선진 22개국 1967-1992	- 위기시기와 안정시기의 경제 변수의 비교 주요 경제 변수의 변화가 환율 소장에 원인임
Klein and Marion (1994)	남미 14개국 1957-1991	환율 절하 가능성 고평가 도의 증가, 해외 자산의 감소, 증가, 개방화가 증대에 따라 높아졌음	Otker and Pazarbasioglu (1994)	유럽 5개국 1979-1993	시장 투기성의 확대
Frankel and Rose (1996)	105 개도국	환율위기의 후는 외국인 투자 자금 유입의 감소, 외환보유액 감소, 실질 환율의 고평가 그리고 북미 자율의 상승 등	Malz (1995)	영국과 프랑스 1992-1993	환율 조정은 유럽 통화체제의 위기에 따른 시장 기대 불안정이 주요 변수임 Option Price의 변화 심화

자료: Funke, Norbert, "Vulnerability of Fixed Exchange Rate Regimes: the Role of Economic Fundamentals" *OECD Economic Studies No. 26*, 1996, p.160.