

# 환율변동완화의 근본대안은 자본통제

---

2010.10.27 | 여경훈\_새사연 연구원 | khyeo@saesayon.org

---

## 목 차

1. 환율하락과 환율전쟁
2. 달러체제의 근본적 불안정과 불균형
3. 글로벌 금융안전망에서 달러체제 개혁으로
4. 외환보유고 축적에서 자본통제 실시로
5. 자본통제는 진보적 경제정책의 필요조건



<http://saesayon.org>

## 요약

미국의 경상수지 적자와 신흥국의 경상수지 흑자로 나타나는 글로벌 불균형은, 신흥국의 금융위기에 대한 보험정책으로 외환보유고 축적으로 나타난다. 그리고 이 자금은 다시 미국의 국채를 매입하는데 주로 사용되고, 미 연준의 양적완화와 저금리 정책에 따라 월스트리트로 흘러 들어간다. 그리고 월스트리트 자금은 금융위기 이전 미국의 부동산버블을 초래하는데 사용된 반면, 현재는 주로 신흥국에 대한 포트폴리오 투자에 이용되고 있다. 따라서 신흥국은 경상수지와 자본수지 양쪽에서 동시에 흑자를 기록하여 외환보유고가 늘어나고 환율은 지속적으로 평가 절상되고 있다. 따라서 현 달러체제에서는 미국이 고용 및 수출 촉진 정책으로 전환하거나, 주변국이 기축통화 및 글로벌 금융질서의 불안정과 불공평성 문제를 제기하면 언제든지 ‘환율전쟁’으로 비화될 수 있는 내적 결함을 지니고 있었다. 그리고 G-20 정상회의와 미국의 중간선거를 앞둔 정치적 환경에서 환율전쟁으로 극명하게 표출되고 있다. 그러나 그 배경에는 미국의 정치경제적 환경 변화, 그리고 1997, 2008년 금융위기의 교훈이 중요하게 작용하고 있다.

1997년 외환위기, 2001년 IT 버블붕괴, 2004년 신용카드 사태, 2008년 서브프라임 사태 등에서 큰 폭의 환율하락은 모두 자본수지의 변동에서 비롯된다. 2008년 금융위기 당시 자본수지 변동이 역사상 최고조에 달했는데, 유출된 자본수지가 GDP 대비 무려 49.5%에 달했다. 유입된 자본수지 항목을 제외하면 2008년 4사분기에만 자본수지는 GDP 대비 23.2%의 적자를 기록하였다. 당시 외환보유액이 GDP의 25%를 보유하고 있었음에도 불구하고, 외국인의 급격한 자본유출을 감당할 수 없었다. 그리고 주목할 것은 자본수지의 구성 항목에도 다음과 같은 점에서 상당한 변화가 발생했다는 점이다.

첫째, 직접투자 항목은 2001년을 기점으로 순유입에서 순유출로 전환되었다. 2001년 4사분기부터 현재까지 직접투자는 평균 0.47%의 순유출을 보이고 있다.

둘째, 자본시장 자유화와 규제완화의 영향으로 증권투자의 규모가 큰 폭으로 상승하였다. 셋째, 1997년과 2008년 금융위기를 주도한 것은 외국인 증권투자와 함께 기타투자의 급격한 유출이었다. 2006년 1사분기부터 2008년 1사분기까지 평균 6%에 달할 정도로 기타투자는 지속적으로 유입되었는데, 2008년 4사분기에만 20.2%에 달하는 급격한 유출을 기록하였다.

마지막으로 주목할 것은 원화의 급격한 변동성이다. 2008~9년 금융위기 당시, 원화는 아시아 신흥국뿐만 아니라, 다른 아세안 국가의 통화보다도 변동성이 심했다는 사실이다. 대만이나 말레이시아보다는 4배 정도, 태국이나 필리핀보다는 2~3배 정도 변동성이 컸다. 그만큼 국내 자본 및 외환시장이 취약함을 의미한다.

## 본문

## 1. 환율하락과 환율전쟁

최근 대미환율이 지속적으로 하락하고 있다. 글로벌 금융위기 이후 2009년 3월2일 1570년까지 상승했던 대미환율은 최근 1110원대로 하락하였다. 환율이란 우리나라 원화와 기축통화인 미국의 달러 사이의 교환비율을 말하며, 두 나라 통화 간의 상대적 가치를 나타낸다. 따라서 달러 당 원화금액이 작아지는 것으로 나타나는 환율 하락은, 원화가치가 상승하고 있음을 의미한다. 즉 우리나라 돈 1원으로 교환할 수 있는 달러의 금액이 커지는 것이다. 예를 들어, 환율이 달러당 1200원에서 1100원으로 변동한 경우, 만 원 지폐로 8.3달러와 바꿀 수 있었는데 이제는 9.1달러로 교환할 수 있게 되었다.



\* 자료: 한국은행, FRB. 원화환율(좌), 달러환율(우)은 주요통화에 대한 가중평균지수

위의 그림에서 보는 것처럼, 금융위기가 발생하기 전인 2009년 대미환율 평균은 929원이었다. 2008년 4월18일 1000원을 넘어선 이후 불과 1년도 채 되지 않아 원화가치는 36.3%나 평가절하 되었다. 비록 고점 대비 30% 정도 평가절상 되었음에도 불구하고, 여전히 원화 가치가 저평가되었다고 시장은 인식하고 있다. 따라서 국제금융시장에 특별한 돌발변수가 발생하지 않는 한, 원화강세 추세는 당분간 이어질 것으로 보인다.

2007년 초를 기준으로 달러가치는 11.5% 평가절하 되었는데 비해, 원화가치는 여전히 20% 정도 평가절하 되었기 때문이다. 2008년 초를 기준으로 해도, 달러는 2%, 원화는 19% 평가절하 되어 있다. 환율이란 두 통화의 상대적 가치를 나타내므로, 다른 모든 조건이 동일하다면 달러가치가 떨어진 만큼 원화가치는 상승하는 것이 일반적이다. 따라서 달러가 10% 이상 평가절하 되었는데, 원화가 여전히 20% 정도 평가절하 되었다면 원화가 저평가 되었다고 말할 수 있다.

환율은 외환시장에서 달러의 수요와 공급에 의해서 결정되는데, 달러를 사고자 하는 경제주체보다 팔고자 하는 경제주체들이 상대적으로 많으면 달러가치는 떨어지고 이에 상대적인 원화가치는 상승한다. 통상 수출과 수입의 차이인 경상수지가 흑자이면 벌어들인 달러가 사용한 달러보다 많게 되어, 외환시장에 달러의 공급을 늘리므로 원화가치는 올라간다.

그러나 최근에는 환율 결정에서 실물거래보다 자본거래가 더욱 큰 비중을 차지하고 있다. 특히 금융위기가 진정되고 실물경제가 회복되는 국면에서 국제금융시장의 투기적 성향 증가하고 있다. 일본과 미국의 중앙은행이 제로금리 정책을 실시함에 따라, 국내 금융시장에 상대적인 금리 및 환 차익을 노리는 외국인의 투자가 지속적으로 유입되고 있다. 그리고 일본과 미국의 중앙은행은 양적완화를 확대하려 하고 있으며, 국내 금리상승에 대한 기대 등도 국제자본의 유입을 이끌고 있다. 더군다나 최근 자국 상품의 가격경쟁력 제고를 위한 미·중·일의 환율전쟁 또한 ‘원고시대’를 더욱 앞당기는 촉매제로 작용하고 있다.

그러나 원화가치가 상승하는 근본적인 동인은 기축통화인 달러가치가 지속적으로 하락하기 때문이다. 미국의 저금리 정책과 경상수지 적자에 대한 우려 등으로 달러는 2002년 초부터 지속적으로 하락하였다. 그러나 미국에서 서브프라임 사태가 발생한 이후 달러가치는 상승으로 전환하였다. 금융위기가 발생한 나라에서 자국의 통화가치가 상승하는 매우 역설적인 현상이 발생한 것이다. 이는 주지하듯이 달러가 전 세계의 기축통화이기 때문이다. 국제금융시장에서 달러, 즉 미 국채보다 안전한 금융자산이 없다고 시장은 인식한다. 따라서 2008년 리먼브러더스의 파산, 동유럽 금융위기, 2009~10년의 유럽 재정위기 등 금융위기가 발생할 때마다 달러가치는 상승하였다.

그러나 올 6월 유럽 재정위기가 진정된 기미를 보인 이후, 달러가치는 지속적으로 떨어지고 있다. 주요 통화에 대한 미 달러의 환율은 지난 10월15일 71.5까지 떨어졌다. 만약 다음 달 초로 예정된 FRB 회의에서 발표될 양적완화 내용이 시장의 기대에서 크게 벗어나지 않는 한, 역사상 최저점인 2008년 3월의 69.27을 깨는 것은 시간문제로 보인다. 미 중앙은행의 추가 양적완화 정책도 달러하락을 견인하는 힘이지만, 고용과 경상수지 문제 해결을 위한 미국의 의도적인 약달러 정책도 주요한 정치경제적 요인 때문이다. 특히 최근 환율문제가 심각하게 제기된 이유 중 하나가 미국의 고용시장 악화다.

달러가치 상승은 미국의 수출경쟁력 하락을 의미한다. 따라서 자국의 통화가치 상

승을 달갑게 생각하는 정책당국은 거의 없다. 그러나 과거 미국경제는 금융 및 자산 시장 버블로 비생산적 부문에서 일자리가 늘어나 수출 제조업 부문의 일자리 축소를 상쇄하였다. 특히 미국의 다국적 기업은 ‘달러’에 투자한 자금의 수익률을 높이기 위해 개발도상국의 낮은 환율을 지지하기도 하였다. 예를 들어 중국에 투자한 미국의 다국적기업은 달러가치 상승으로 국내에서는 손실을 입지만, 중국 투자에서 높은 수익률을 올려 손실을 만회할 수 있었다. 그러나 통화 및 재정정책을 총동원하고서도 여전히 미국의 실업률은 10%에 달한다. 따라서 환율을 통한 대외정책으로 고용과 경상수지 적자 문제를 해결하고자 하는 정치적 유인을 충분히 제공하고 있다.

최근 미국과 중국, 일본, 그리고 신흥국 사이에 벌어지고 있는 ‘환율전쟁’의 근본적인 이유도 기축통화인 달러가치가 하락하기 때문에 발생하고 있다. 그리고 그 이면에는 글로벌 불균형의 동학이 자리 잡고 있다. 표면적으로, 글로벌 불균형이란 미국의 경상수지 적자와 중국을 비롯한 신흥국의 경상수지 흑자로 나타난다. 그러나 이를 좀 더 역사적 맥락에서 살펴보면, 글로벌 불균형이란 글로벌 불안정(불평등 포함)과 동전의 양면이다.

## 2. 달러체제의 글로벌 불안정과 불균형

‘글로벌 불균형’에는 다음과 같은 몇 가지 특징적인 양상들을 포함한다.

첫째, 미국의 지속적이고 점점 늘어나는 경상수지 적자다. 이와 상응하게 중국을 비롯한 개발도상국, 일본과 독일, 그리고 석유수출국의 지속적인 흑자 규모 증가다.

둘째, 미국의 대외 순 부채 포지션 증가와 개발도상국 중앙은행의 자산 구성에서 달러 표시 금융자산의 대규모 축적이다.

셋째, 미국의 높은 지출과 낮은 저축률, 그리고 개발도상국의 높은 저축률, 달러에 고정시킨 환율제 도입 등이 그것이다.

물론 개발도상국의 외환보유고는 ‘세계경제의 성장엔진’으로 불리는 미국의 국내 지출, 특히 소비지출의 자금조달에 사용되어 ‘불안한 글로벌 균형’을 유지하였다. 또한 실물거래의 경제적 불균형은 달러가치의 주기적인 평가절하와 금융위기 등으로 나타나고 있다. 아래 그림에서 보는 것처럼, 1971년 미국 정부가 금 태환 정지를 선언한 이후 달러가치는 주기적인 절상과 절하를 반복하고 있다. 80년대 초반 20%가 넘는 고금리 정책은 남미의 외환위기를 초래하였고, 85년 플라자 합의 이후 지속적으로 하락한 달러는 97년 아시아 외환위기 이후 다시 상승하였다. 그리고 2002년 이후 새로운 하락 주기가 이어지고 있다.

결국 불균형은 현 국제기축통화 체제의 성격과 밀접한 관련이 있다고 할 수 있다. 현 체제의 가장 독특한 특징은 국제적 지불 수단과 각국 중앙은행의 지급준비금으로서 미국의 달러가 사용되고 있다는 점이다. 2차 세계대전 이후 달러-금 본위제에

달러환율



\* 자료: FRB, 1973.3=100  
 서 미국은 금이나 다른 국가의 통화를 보유하여 달러-금 태환의 국제적 규율을 받았다. 그러나 71년 금 태환 정지 이후 아무런 제약 없이 달러를 발행할 수 있는 특권이 확대되었다. 즉 취약하고 불공정한 시스템의 문제점은 점점 확대되었다.

한편 특정 국가의 통화에 기초한 국제 기축통화의 본질적 불안정성은 이미 1960년대 초반, 트리핀(Triffin)이 지적하였다.<sup>1)</sup>

우선, 미국을 제외한 국가들이 달러자산을 축적할 수 있는 유일한 방법은 미국이 국제수지적자를 운영할 때만이 가능하다. 그러나 미국의 국제수지적자는 기축통화로서 달러에 대한 신뢰를 떨어뜨린다. 달러를 다른 통화로 대체하려는 유인을 제거하고 기축통화에 대한 신뢰를 회복하기 위해, 미 중앙은행은 주기적으로 달러가치의 변동을 초래할 수밖에 없다.

요약하면, 각국 중앙은행이 달러를 비축하기 위해서는 미국의 대외적자가 필요하며, 기축통화의 신뢰회복을 위해서는 미국의 대외흑자 혹은 균형이 필요하다. 이를 통상 ‘달러체제의 딜레마’라 부르며, 주기적인 달러의 평가 절상과 회복, 그리고 그에 수반한 불안정성 또한 이러한 체제의 내재적 문제를 반영하고 있다.

이처럼 체제의 내적 불안정이 반영된 대표적인 현상으로 외환보유고 축적을 거론할 수 있다. 화폐경제에서 판매와 구매는 언제나 비동시적으로 발생하므로, 특정 경제 주체는 예비적 목적으로 화폐를 보유할 유인을 가진다. 마찬가지로, 특정 국가의 중앙은행은 실물거래에서 수입과 수출, 자본거래에서 대출과 차입의 비동시성에서 발생하는 지불 보장을 목적으로 기축통화인 달러를 축적해야 할 합리적 동인이 발생한다. 통상 이러한 목적으로 보유되는 적정 외환준비금은 3개월 수입금액(이른바 Guidotti 규칙)이라고 제시되곤 한다. 그러나 전통적인 기준으로는 우리나라나 중국처럼 막대한 외환보유고를 비축할 경제적 근거를 찾기란 쉽지 않다. 2010년 한 달

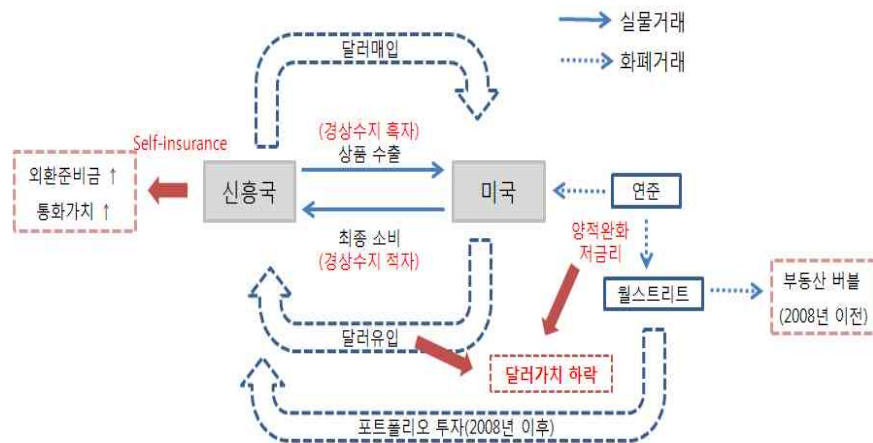
1) Jose Antonio Ocampo(2008), The instability and Inequities of the Global Reserve System, p. 75.

평균 수입금액이 340억 달러인 우리나라는 GDP의 35%가 넘는 2897억 달러(9월 말 기준)에 달하는 외환보유고를 축적하고 있다.

그리고 최근 개발도상국을 중심으로 외환보유고 축적의 독특한 유인이 더욱 확대되고 있다. 우선, 수출주도 성장전략을 구사하는 개발도상국에서는 ‘가격경쟁력’을 근거로 환율의 평가절상을 피하기 위해 달러를 비축할 인센티브를 지니게 되었다. 그러나 이보다 더욱 중요한 것은 97년 동아시아 금융위기의 교훈이다.

급격한 자본유출입에 따른 환율변동성과 외환시장의 투기적 공격에 대비하고, 금융시장의 혼란을 방지하기 위해 ‘보험(self-insurance)’ 정책의 일환으로 달러비축의 인센티브가 증가되었다. 특히 자국의 통화가치가 급격히 떨어질 경우, 대외 순부채국 지위에 있다면 상황은 더욱 심각해진다. 개발도상국은 국제금융시장에서 달러자금을 조달하기 위해 달러표시 채권을 주로 발행하고 이는 전형적인 대외부채에 해당한다. 따라서 자국 통화의 평가절하가 발생하면, 국내 통화로 환산한 채무부담은 더욱 가중된다.

따라서 자본수지 변동에 따른 경기 순응적(pro-cyclical) 환율 변동(자본수지가 흑자일 때 평가절상, 적자일 때 평가절하)의 부담은 채무부담 증가 효과에 의해 더욱 가중된다. 또한 환율 변동성은 투기적 요인과 결합하여, 단기로 자금을 조달하여 장기투자에 자금을 공급하는 만기 불일치 초래와 주식시장에서 체계적인 경기 순응적 성격 또한 강화한다. 즉 개발도상국의 통화가치 하락이 주식시장에서 자본이득을 상쇄할 정도로 클 경우, 주식시장에서 동시적 이탈을 초래한다. 이는 1997년 이후 환율-주가의 주기적 동시적 하락을 설명하는 주요 요인이다. 따라서 개발도상국의 주식시장은 체계적으로 투기적 단기투자에 노출되어 변동성과 경기순응성이 매우 높을 수밖에 없다.



그리고 금융위기의 폭과 빈도가 증가할수록 달러비축의 인센티브는 갈수록 확대되었다. 따라서 금융위기, 달러비축, 그리고 글로벌 불균형 등은 달러체제의 근본 문제점이 상이한 형태로 표출된 것으로 본질적으로 동일한 문제에서 비롯된다.

위 그림은 달러체제에서 비롯되는 최근의 금융동학과 글로벌 자금의 흐름을 간단히

도식적으로 나타낸 것이다. 즉 미국의 경상수지 적자와 신흥국의 경상수지 흑자로 나타나는 글로벌 불균형은, 신흥국의 금융위기 보험정책으로 외환보유고 축적으로 나타난다. 그리고 이 자금은 다시 미국의 국채를 매입하는데 주로 사용되고, 미 연준의 양적완화와 저금리 정책에 따라서 이 자금은 월스트리트로 흘러 들어간다. 그리고 월스트리트 자금은 금융위기 이전 미국의 부동산버블을 초래하는데 사용된 반면, 현재는 주로 신흥국에 대한 포트폴리오 투자에 이용되고 있다. 따라서 신흥국은 경상수지와 자본수지 양쪽에서 동시에 흑자를 기록하여 외환보유고가 늘어나고 환율은 지속적으로 평가 절상되고 있다.

따라서 현 달러체제에서는 미국이 고용 및 수출 촉진 정책으로 전환하거나, 주변국이 기축통화 및 글로벌 금융질서의 불안정과 불공평성 문제를 제기하면 언제든지 ‘환율전쟁’으로 비화될 수 있는 내적 결함을 지니고 있었다. 그리고 G-20 정상회의와 미국의 중간선거를 앞둔 정치적 환경에서 환율전쟁으로 극명하게 표출되고 있다. 그러나 그 배경에는 미국의 정치경제적 환경 변화, 그리고 1997, 2008년 금융위기의 교훈이 중요하게 작용하고 있다.

### 3. 글로벌 금융안전망에서 달러체제 개혁으로

결국, 개발도상국에서 거시경제가 불안정하게 작동하는 핵심적인 이유는 자본수지와 환율 변동이다. 특히 1997년 외환위기를 통해 자본수지 변동성이 초래하는 국내 거시경제 불안정의 교훈을 개발도상국들은 체계적으로 학습하게 되었다. 개발도상국들의 외환준비금 축적은 두 가지 경로로 구성된다. 하나는 수출주도 성장정책을 통한 경상수지, 다른 하나는 외환 및 자본시장 개방과 규제완화를 통한 자본수지를 통해 달성된다. 전자는 미국의 경상수지 적자를 의미하며, 후자는 개발도상국 입장에서 외환위기에 노출된 정도 및 규모가 갈수록 늘어남을 의미한다.

또한 IMF 정책 처방이 이데올로기적으로 광범위하게 유포되어, 자본수지에 대한 체계적인 규제보다는 장단기 대외부채 조정이나 외환보유고를 대규모로 축적하는 형태로 대응했다. 따라서 개발도상국이 보유하고 있는 외환보유고 규모도 동아시아 외환위기 이후 갈수록 증가했다. 적정 외환준비금의 규모 또한 과거에는 3개월 수입액에 상응하는 규모에서 단기 대외부채 총량으로 통용되고 있다. 즉 1년 이내 만기가 돌아오는 모든 대외부채의 원금과 이자를 상환할 수 있는 능력을 비축하고 있어야 한다는 것이다.

특히 우리나라는 IMF 규제금융과 동시에 실시된 각종 자본수지 규제완화로 외국인의 포트폴리오 투자가 급증하여 자본수지 흑자가 외환준비금 축적에 상당히 기여하였다. 이는 역으로, 금융위기가 발생할 경우 자본수지 적자는 외환준비금 하락을 초래하고, 국내의 위기 흡수 능력의 취약함을 노출시켜 통화 가치 하락에 따른 추가적인 위기악화가 잠재되어 있음을 의미한다.



현 달러체제의 문제는 기축통화 국가에서 경제위기가 발생할 경우, 위험성이 극대화되고 장기화 될 수밖에 없다. 즉 미국경제의 내수침체는 수출주도 성장정책의 한계를 노출시키고, 이는 다시 미국경제의 침체로 이어진다. 또한 미국의 금융위기는 국제금융시장의 패닉을 유발하여 개발도상국의 외환 및 금융위기로 전염되고, 이는 또 다시 미국 및 선진국 금융시장의 위기로 확산된다.

따라서 현재의 글로벌 불안정과 불균형은 과거 중앙은행의 최종대부자 기능이 부재한 은행체제의 불안정과 매우 유사한 성격을 지니고 있다고 할 수 있다. 따라서 글로벌 기축통화 체제를 근본적으로 개혁하지 않고서는 글로벌 불균형 또는 환율전쟁 문제를 해결할 수 없다. 따라서 장기적으로 국제금융질서의 근본을 개혁하도록 나아가야 하며, 단기적으로 자본수지의 경기 순응적 성격을 제어하고 외환위기를 방지하기 위한 집단보험 제도를 도입해야 한다.

그러나 이번 G-20 정상회의를 개최하는 우리나라 정부는 글로벌 금융안정망 구축에 의욕적으로 매진하였다. 지금까지 논의된 글로벌 금융안정망 구축으로는 글로벌 불균형이나 불안정 문제의 해결은 요원하다. 다자적 통화스왑 논의는 선진국 중앙은행의 반대로 이미 물 건너간 지 오래다. 그리고 지난 23일 경주 재무장관회의에서 글로벌 금융안전망에 대해서 다음과 같이 합의하였다.

*“우리는 FCL 개선, PCL 도입 등 글로벌 금융안전망 강화를 위한 최근의 IMF 대출 제도 개선을 환영하였다. 우리는 시스템적 성격을 지닌 충격에 대한 세계경제의 대응역량을 보다 향상시키기 위한 추가적인 작업을 지속할 것을 IMF에게 요청하였다.”*

신흥국을 대표하여 글로벌 금융안전망 논의를 주도한다던 애초의 목표에 비해 매우 초라한 합의 내용이다. 예방대출제도(PCL; Precautionary Credit Line)는 지난 8월 IMF 이사회에서 최종 수용되었다. 이에 비해, 2009년 3월 도입된 탄력대출제도(FCL; Flexible Credit Line)는 금융위기 당시 명백히 실패한 단기유동성공급(STLF; Short Term Liquidity Facility) 제도를 대체한 것이다. 대기성 차관은 엄격한 IMF 구조조정 프로그램을 따라야 하는데 비해, FCL은 특정 개혁조건이 부과되지 않지만 자격조건이 까다롭다. 이에 비해, PCL은 자격조건은 FCL에 비해서 까다롭지 않지만, 대기성 차관보다 개혁조건은 엄격하지 않은 특징을 보인다. 따라서 PCL은 기존의 대출제도인 대기성 차관(Stand-by Arrangement)와 FCL의 중간 형태라고 할 수 있다.

그러나 IMF가 주도하고 있는 PCL, FCL 제도 모두 금융위기를 방지하는데 실패할 뿐만 아니라, 실제 금융위기 상황에서 아무런 효과도 발휘하지 못했다. STLF를 신청한 국가는 하나도 없었으며, 자격조건이 까다로운 FCL은 멕시코, 폴란드, 콜롬비아 3개국이 신청했지만 낙인효과가 발생하는 문제를 여전히 해결하지 못하고 있다.

글로벌 금융안전망 논의는 IMF가 무너진 신뢰를 회복하기 위해 개혁조치의 일환으로 추진하고 있는데, IMF 최대의 실패한 처방을 경험한 나라가 또 다시 실패할 개혁조치를 주도하고 있다는 사실이 아이러니하다. 이런 점에서 UN 무역 개발 컨퍼런스의 전 수석경제학자인 Yilmaz Akyuz의 아래와 같은 근본적 비판은 한국정부가 새길만하다.

*“IMF는 거의 모든 금융위기가 끝난 다음에 새로운 역할을 추구한다. 이것은 항상 위기 대출 능력의 확대에 초점이 맞추어져 있다. 그러나 IMF의 주요 임무는 불안정과 위기를 방지하는데 있는 것이지, 위기가 닥쳤을 경우 자금을 빌려주는데 있지 않다. IMF는 설립된 이후 발생한 모든 금융위기를 방지하는데 실패했을 뿐만 아니라, 위기에 적절히 대처하지도 못했다.”<sup>2)</sup>*

IMF가 주도하고 있는 글로벌 금융안전망 논의는 채권자인 국제금융자본을 보호하는 역할에서 여전히 벗어나지 못하는 한계를 보이고 있다. 그러나 금융위기에 직면한 개별국가의 입장에서는, 일시적 부채 동결과 조정, 그리고 자본통제를 실시하는 것이 훨씬 효과적이다. 이는 특정국가의 이해뿐만 아니라, 위기가 체계적으로 전염되는 것을 방지하는데도 효과적이다. 따라서 IMF의 글로벌 금융안전망 논의도 이런 기조로 전환해야 한다.

물론 달러체제를 근본적으로 개혁해야 하겠지만, 이번 G-20 정상회의의 주요 의제가 아니다. 한국 정부는 이를 감당할 수도 없고, 친미적 속성으로 이를 주도할 힘도 의지도 없다. 내년 5월 프랑스에서 열리는 G-20 정상회의에서 중국을 비롯한 신흥국과 프랑스 등이 달러체제를 비롯한 국제금융질서 개혁을 주요 의제로 삼을 것이다.

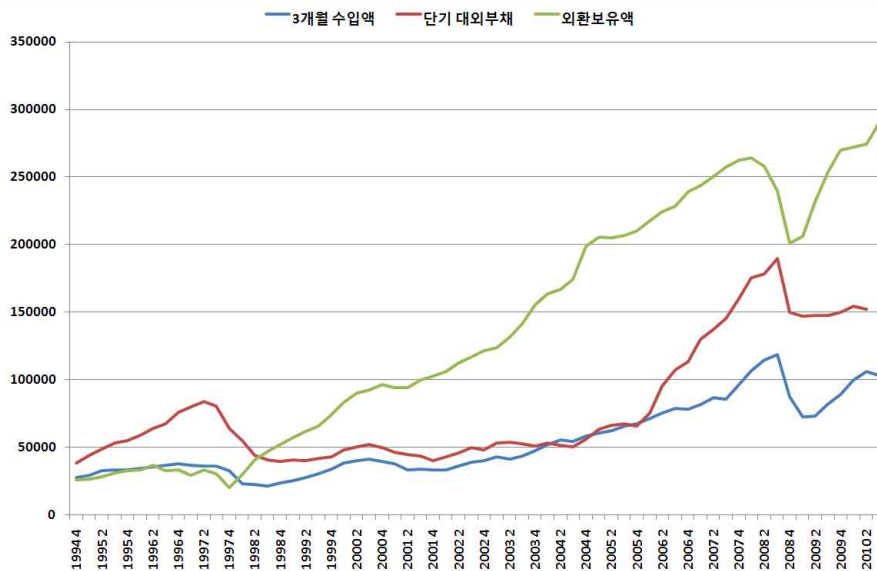
#### 4. 외환보유고 축적에서 자본통제로

80년대 말~90년대 초반 IMF를 비롯한 국제금융기구는 개발도상국에 대해서, 자본시장 자유화를 핵심 개혁정책으로 제시하였다. 그리고 한국경제도 90년대 초반부터 ‘국제경쟁력’을 모토로 한국경제도 개방화·국제화를 추진하기 시작하였다. 이에 따라 1991년 8월 31일 ‘외환관리제도 개선방안’을 발표하는 등 자본 및 외환시장 자유화 조치를 실시하였다. 따라서 1992년부터 외국인이 포트폴리오 투자(증권 및 채권 투자) 자금이 본격적으로 유입되었다.

우리나라는 외환위기 이후에는 IMF 정책처방을 더욱 급격히 추진하였다. 자본시장 자유화와 규제완화를 더욱 급격히 진행하였고, 고정환율제에서 변동환율제로 전환,

2) Bretton Woods Project(2010/9/30), IMF crisis lending reform faces fundamental critiques.

그리고 외환보유고 축적 등이 IMF의 대표적인 정책처방이다. 과거에 적정 외환보유액은 3개월 수입금액이라고 제시되었다. 아래 그림에서 보는 것처럼, 우리나라의 외환보유액은 1997년 200억 달러에서 2008년에는 2600억 달러로 비약적으로 증가하였다. GDP의 30%가 넘는 막대한 금액으로 3개월 수입금액은 물론, 1년 미만의 대외부채 총액보다도 많은 금액이다.



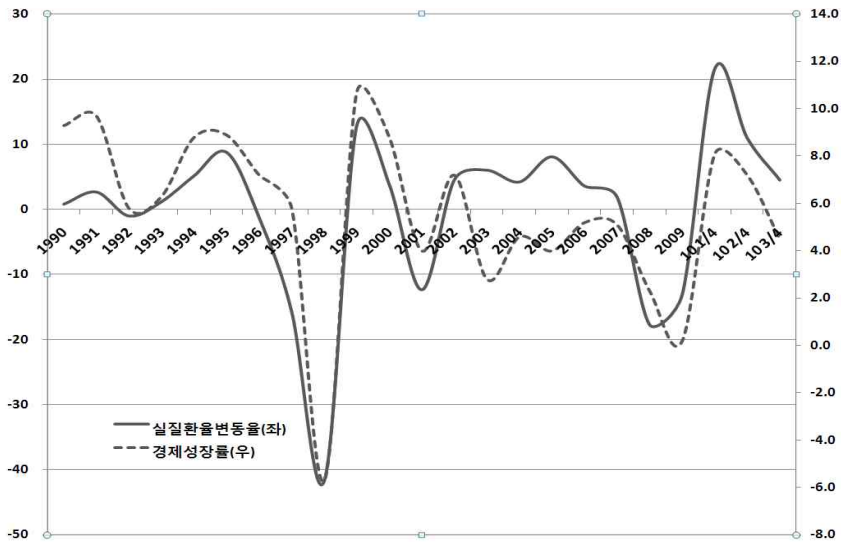
\* 단위: 백만 달러

비록 금융위기 이전 단기 대외부채가 급격히 증가했지만, 2008년 3사분기에도 외환보유액은 단기부채보다 26%나 많은 금액을 보유하고 있었다. 그럼에도 불구하고, 금융시장의 충격은 다른 어떤 나라보다 심각했다. 심지어 2008년 11월 말 미국과 달러스왑 계약을 체결한 이후에도, 일시적으로 안정 후 다시 2009년 초에 환율이 폭락하는 사태를 경험하였다. 즉 IMF 정책처방인 경상수지 흑자나 외국자본 유입을 통한 막대한 외환보유고 축적으로는 자본 및 외환시장의 급격한 변동성을 통제할 수 없다.

한편 1997년 외환위기 이후 경제성장 동학 또한 환율 변동과 밀접한 관련을 보이고 있다. 아래 그림은 1990년 이후 우리나라의 실질환율과 경제성장률의 상관관계를 나타낸 것이다. 외국인의 자본유입과 국내 재벌의 무분별한 투자가 진행되어 국내 경제는 1994~5년 10%에 달하는 높은 성장률을 보였다. 그러나 급격한 자본유입에 따른 원화가치 상승은 거시경제 관리에서 여러 가지 문제점을 발생시켰다. 국내 자산시장 버블과 인플레이션, 그리고 경상수지 적자 등이다. 자본유입에 따른 환율절상은 경상수지 적자와 국내성장률 하락으로 이어지고, 특정 금융사건이 촉발되면 위기전염과 외국인 투자가의 군집행동으로 급격한 자본시장 이탈을 초래한다.

특히 1997년 외환위기, 2000년 IT버블붕괴 및 2008년 국제금융위기 등의 시기에 환율이 크게 오르고 성장률 하락이 동시에 나타났다. 주변국의 외환위기 전염이나 외국인의 급격한 자본시장 이탈은 언제나 환율의 대폭적인 평가절하와 경제성장률

의 급격한 감소를 초래했다. 그러나 환율폭등은 역설적이게도 수출대기업의 가격경쟁력 제고로 빠른 경기회복 추세를 보이는 동인으로 작용한다. 그러나 이는 역설적이게도 국내 수출 대기업의 가격경쟁력 제고로 빠른 경제회복 추세를 보이는 동인으로도 작용하였다. 대외의존도와 자본시장 개방도가 높은 한국경제에, 최근 높은 경제성장률과 빠른 경제회복의 이면에 환율 동학이 자리하고 있다는 사실에는 이론의 여지가 없다.



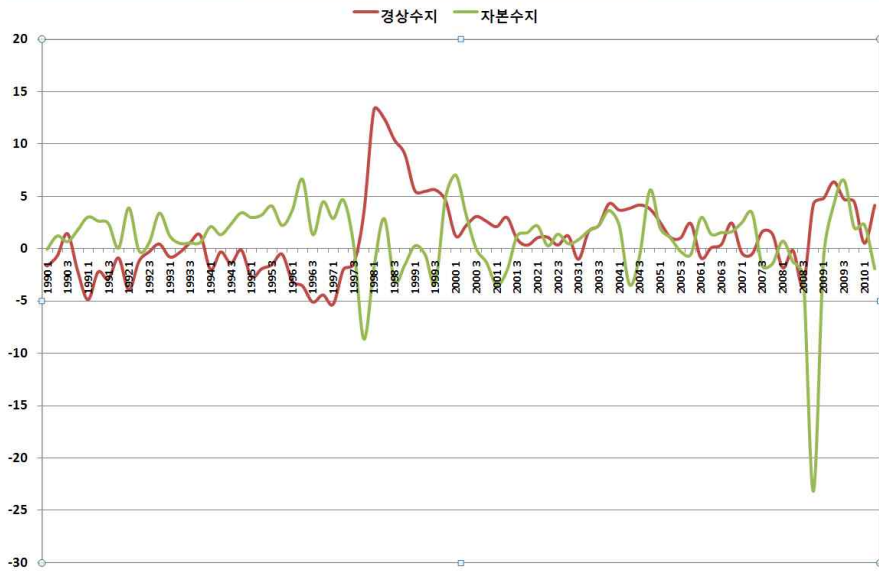
\* 2010년 3분기는 명목환율 변동률

우리나라의 환율 변동성이 큰 것은 다름 아닌, GDP 대비 자본수지 유출입의 규모가 커졌고, 그 구성 항목에서도 큰 폭의 변화를 가져왔기 때문이다. 통상 경제학 교과서에서 환율은 실물거래, 특히 경상수지와 생산성을 반영한다고 설명한다. 따라서 한 국가에서 투자를 초과한 저축(경상수지 흑자)은 해외에 자금을 빌려주거나 투자하는 형태(자본수지 적자)로 상쇄된다. 1997년 외환위기 이전에는 이런 교과서적인 설명도 어느 정도 현실경제의 설명에 부합했다. 즉 경상수지 적자는 자본수지의 흑자로 상쇄되었다.

그러나 90년대 초반 자본시장 자유화와 개방화 이후 지속적인 해외자본 유입으로 환율이 평가절상 되었고, 이는 대외의존도가 심한 한국경제에 경상수지 적자와 성장률 둔화로 이어졌다. 그리고 1997년 외환위기 이후 자본수지가 환율 변동을 주도하는 경향은 더욱 강해지고 있다. 1997년 외환위기, 2001년 IT 버블붕괴, 2004년 신용카드 사태, 2008년 서브프라임 사태 등에서 큰 폭의 환율하락은 모두 자본수지의 변동에서 비롯된다.

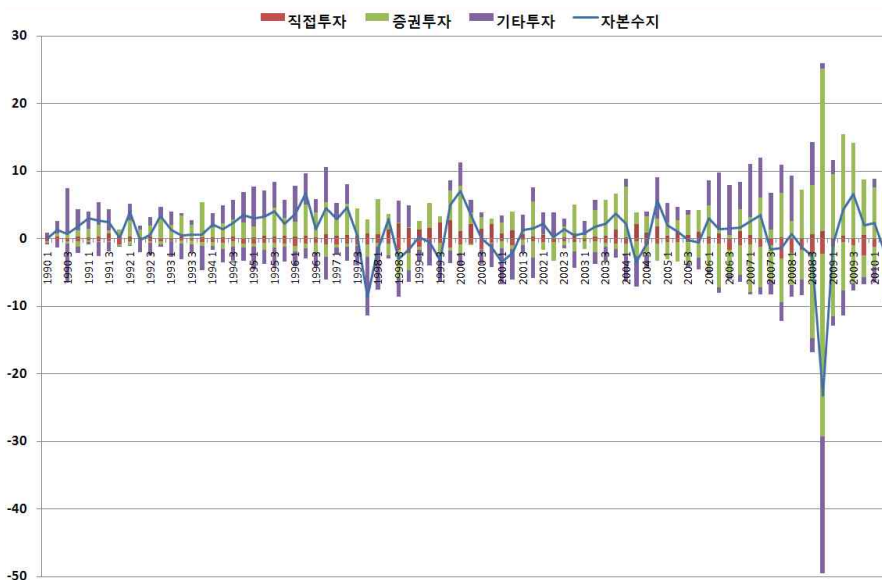
2008년 금융위기 당시에는 자본수지 변동이 역사상 최고조에 달했는데, 유출된 자본수지가 GDP 대비 무려 49.5%에 달했다. 유입된 자본수지 항목을 제외하면 2008년 4사분기에만 자본수지는 GDP 대비 23.2%의 적자를 기록하였다. 당시 외환보유액이 GDP의 25%를 보유하고 있었음에도 불구하고, 외국인의 급격한 자본유

출을 감당할 수 없었다. 그리고 주목할 것은 자본수지의 구성 항목에도 다음과 같



\* GDP 대비 비중  
은 점에서 상당한 변화가 발생했다는 점이다.

첫째, 직접투자 항목을 보면, 2001년을 기점으로 순유입에서 순유출로 전환되었다. 97년 외환위기 이후 외자유치 정책에 따라 1998년 2사분기부터 2001년 3사분기까지 직접투자는 GDP 비중 평균 0.68%에 달하는 순유입을 기록했다. 그러나 2001년 4사분기부터 현재까지 직접투자는 평균 0.47%의 순유출을 보이고 있다. 즉 국내에 유입된 외국인의 직접투자보다 국내 금융기관과 대기업이 해외에 직접 투자한 금액이 더 많다는 것이다.



\* GDP 대비 비중(위쪽이 유입, 아래쪽이 유출)

둘째, 자본시장 자유화와 규제완화의 영향으로 증권투자의 규모가 큰 폭으로 상승하였다. 증권투자(파생금융상품 투자 포함)는 유입보다 유출 규모가 큰 폭으로 증가한 것이 특징이다. 이는 환율 평가절상을 억제하기 위해 국내 금융기관과 가계의 해외증권투자를 장려하기 위한 각종 정책 지원도 큰 몫을 담당하였다. 특히 최근 채권투자가 급격히 증가했는데, 지난 5월 외국인 채권투자에 대한 원천징수세 면제가 상당한 투자 유인을 준 것으로 보인다.

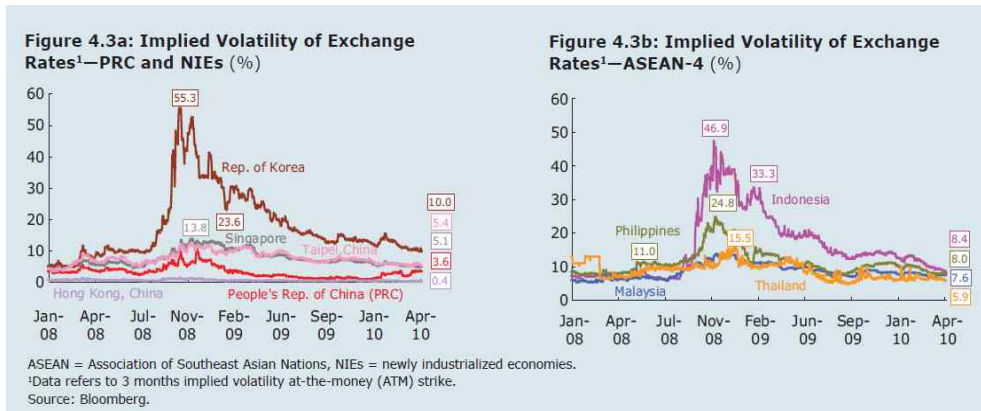
셋째, 2008년 금융위기를 주도한 것은 자본수지 항목에서 증권투자뿐만 아니라, 기타투자도 큰 몫을 담당했다. 기타투자는 대부분 국내 금융기관의 단기대출 및 외국인의 단기예금으로 구성된다. 따라서 금리 및 환 차익을 노리고 유입된 단기자금의 특정 금융사건이 발생하면 순식간에 이탈하는 특징을 보였다. 특히 이 항목은 FDI나 증권투자보다 변동성이 클 뿐만 아니라, 외부충격에 매우 민감하게 반응하는 특징을 보인다. 자본수지의 항목 측면에서만 바라보면, 1997년과 2008년 금융위기를 주도한 것은 기타투자의 급격한 유출이었다. 2006년 1사분기부터 2008년 1사분기까지 평균 6%에 달할 정도로 기타투자는 지속적으로 유입되었는데, 2008년 4사분기에만 20.2%에 달하는 급격한 유출을 기록하였다.

	증권투자 (유입)	증권투자 (유출)	기타투자 (유입)	기타투자 (유출)
1990~1994	1.78	-0.4	2.12	1.58
1995~1999	2.9	-1.12	2.34	2.84
2000~2004	2.75	-1.23	1.52	1.96
2005~2010.2q	6.28	-6.22	3.18	2.31

\* GDP 대비 비중; 증권투자는 파생금융상품투자 포함

마지막으로 주목할 것은 원화의 급격한 변동성이다. 2008~9년 금융위기 당시, 원화는 아시아 신흥국뿐만 아니라, 다른 아세안 국가의 통화보다도 변동성이 심했다는 사실이다. 대만이나 말레이시아보다는 4배 정도, 태국이나 필리핀보다는 2~3배 정도 변동성이 컸다. 그만큼 국내 자본 및 외환시장이 취약함을 의미한다. 실제 금융위기 당시, 위에서 살펴본 것처럼, GDP의 50%에 달하는 외국인의 급격한 자본 유출이 발생하였다. 또한, 단기차입 차익거래에 치중했던 국내 은행들이 선진국 자금조달시장이 경색되자, 외화부채 상환을 위해 국내 자본시장에서 원화표시 금융자산을 대거 매도하였다. 이른바 외국인의 자본유출과 국내 금융기관의 부채상환 압력에 따른 더블 자금경색('double drain') 현상이 발생한 것이다. 또한 외환시장의 투기세력에 원화가 무방비로 노출되었을 뿐만 아니라, 정부의 정책 대응도 매우 무능했음을 여실히 보여주고 있다.

## 5. 자본유입 규제는 진보적 경제정책의 필요조건



\* 인용: 아시아개발은행(2010.5), Asia Capital Markets Monitor.

지난 2월 IMF는 정책 보고서<sup>3)</sup>를 통해, 자본유입 규제에 대한 새로운 시각을 통해 정당성을 인정하였다. 기존의 변동환율제, 외환보유액, 규제완화라는 편협한 신자유주의적 틀에서 벗어났다는 점에서 긍정적으로 바라볼 수 있다. 신흥국 중심으로 지속적으로 자본유입 규제의 필요성을 주장하고, 학계 내에서도 이론적·실증적으로 자본유입 규제의 효과가 점차 대세로 인정되고 있기 때문이다. 물론 1997년 외환위기와 2008년 금융위기의 경험, 그리고 그 과정에서 보인 IMF의 실책으로 더는 이데올로기적 거부만 할 수 없는 한계에 부딪힌 점도 작용했을 것이다.

IMF는 보고서에서, 전통적인 재정·통화 정책과 건전성 규제가 여의치 않는 환경에서, “자본유입의 급격한 유입에 대한 정책 대응으로 자본통제는 정당성”을 지닌다고 결론을 내렸다. 여기서 말한 전통적인 재정 및 통화정책이란, 통화 평가절상, 외환보유액 축적, 그리고 금리인하다. **현재 우리나라는 이 세 가지 어떠한 조치도 유용한 수단이 될 수 없는 거시경제적 환경, 즉 IMF 보고서에 따르면 자본통제를 실시하기에 가장 적합한 나라다.**

우선, 인플레이션과 자산버블 우려로 금리를 내릴 시점이 아니라는 것은 이론의 여지가 없다. 다음으로, 외환보유액 축적에 따른 각종 비용(통화안정증권 이자부담, 수익률 차이 등)은 차지하더라도, 3000억 달러에 달하는 외환보유액은 GDP 대비 충분한 금액이며, 이것만으로 급격한 자본유출을 감당할 수 없음을 톡톡히 경험하였다. 마지막 국내 원화가치를 상승시켜 외국인 입장에서 투자의 기회비용을 늘리는 방안인데, 현재 지속적으로 원화가치가 상승하고 있으며 수출경쟁력 우려로 급격한 평가절상도 여의치 않은 환경이다.

지난 해 5월 아시아개발은행 또한 “전통적인 통화, 재정, 환율, 재정 정책과 더불어 자본유입 규제도 이용 가능한 정책 도구의 하나로 고려되어야 한다”고 역설하였다.

3) Ostry, Jonathan, Atish Ghosh, Karl Habermeier, Marcos Chamon, Mahvash Qureshi, and Dennis Reinhardt, 2010, "Capital Inflows : The Role of Controls," IMF Staff Position Note 10/04



즉 “자본유입이 일시적이고, 환율에 과도한 부담을 초래하고, 금융안정성에 위협을 제기하고, 거시경제 정책이 효과적이지 못한 환경에서 자본통제 조치는 적당”하다고 주장하였다. 최근 자본통제와 관련한 여러 보고서들에 따르면, 자본통제는 통화정책의 자율성 확대, 자본수지의 구성 항목에서 질적 개선, 과도한 환율변동의 부담 완화 등의 효과를 경험적으로 입증하고 있다. 이러한 경험적 연구를 기초로 브라질은 급격한 외국자본 유입을 막기 위해 금융거래세를 실시하고 있다. 금융위기 이후 2% 거래세를 실시한 이후, 최근 4%에서 또 다시 6%로 인상하는 조치를 단행하였다. 그럼에도 외국인의 급격한 자본시장 이탈이나 동요는 발생하지 않고 있다.

그러나 우리나라 정부는 자본유입 규제에 대해서 여전히 회의적이다. 대표적으로 지난 해 5월 시행된 외국인의 채권투자에 대한 원천징수세를 면제한 조치를 환원해야 한다는 주장에 적극적이지 않다. 마찬가지로 은행의 단기 외화부채에 대해서 은행세 형태로 세금을 부과하자는 주장에 대해서도 역시 회의적이다. 외국인 채권투자 원천징수 환원은 자본통제가 아니라 조세의 형평성 차원에서도 조속히 원상태로 회복되어야 한다. 통상 자본통제에 급격한 유출입을 억제하기 위해 거래세를 부과하는 것도 포함되는데, 자본이득에 대한 소득세 부과는 상식적 조세정책이다.

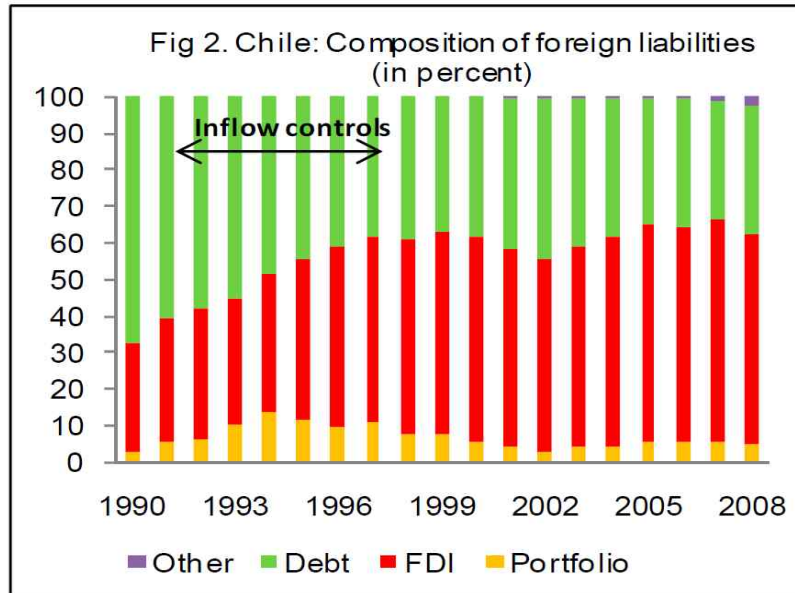
다음으로, 은행의 단기 외화부채가 금융위기의 주요 원인이었음에 비추어 이 또한 정당한 조치라고 할 수 있다.

다만 외환시장의 변동성을 완화하기 위한 조치로 지난 6월, ‘자본유출입 변동 완화 방안’ 조치를 내세웠는데 이는 평가할 만하다. 외환시장 건전성 규제의 일환으로 선물환포지션 한도를 조정했기 때문이다. 다만 국내은행과 외국은행이 포지션 한도의 차이를 추가로 조정할 필요가 있다. 특히 외국환은행에 대한 공동검사가 끝난 이후 자료를 적극적으로 공개하고, 역외선물환 시장(NDF)에서 일별 거래 규모와 변동 한도를 설정하는 것이 바람직하다.

위에서 살펴본 것처럼 우리나라의 자본수지 유입 규모와 환율 변동은 그 어느 나라보다 심각한 수준이다. 따라서 자본유입 규제에 대해서 이데올로기적으로 회피하거나 편향된 시각에서 하루빨리 벗어나야 한다.

지급준비예치제도(URR; Unremunerated reserve requirement)와 같은 전통적인 자본통제 조치도 고려해야 하는 거시경제 환경이다. 지급준비예치제도는 국내에 들어오는 외국자본의 특정 비율을 일정기간 중앙은행에 의무적으로 예치하도록 규정하는 것을 말한다. 이 제도는 1991년에 칠레가 처음 도입했는데, 자본수지 및 대외부채 구성의 질적 개선에서 매우 효과적임이 입증되었다. 대외부채에서 단기부채 비중은 감소한 반면, 외국인 직접투자는 1991년 34%에서 1998년 58%로 증가하였다. 칠레의 성공에 고무되어, 1993년 콜롬비아에서도 도입되었는데 전체 대외부채에서 중장기 비중은 1993년 40%에서 1996년 70%로 증가하였다. 최근 콜롬비아(2007~8)에서는 해외차입과 증권투자에 대해서 40%를, 태국(2006~8)은 30%를 의무적으로 예치하는 제도를 도입하였다.





\*인용: IMF(2010)

중앙은행에 무이자로 예치하는 자금은 투기적 금융기관 입장에서는 세금에 해당한다. 따라서 이 제도는 고객의 예금에 대해 일정비율로 중앙은행에 예치하는 지급준비금 제도와 유사한 성격을 지닌다. 단 국내에 유입되는 자금의 성격과 체류 기간에 따라 상이한 세율을 부과하여 정책당국이 원하는 목표를 달성할 수 있다는 장점이 있다. 즉 대부분의 URR 제도에서 외국인 직접투자는 의무 예치를 면제할 수 있으며, 자금의 성격에 따라 의무 예치 기간을 달리할 수 있다.

최근 한국은행은 환율의 급격한 평가절상을 염려하여 금리인상 조치를 유보하였다. 수출의존도와 대외개방도가 심한 한국경제에서 ‘환율’ 변수가 통화정책의 자율성을 제한하는 국면에까지 이르렀다. 자본통제를 정책 수단으로 고려하지 못하기 때문이다. 지금은 자산시장 버블과 경기하강 및 금융위기에 대한 예비적 성격으로서 금리를 올리고 자본통제를 실시할 때다.

마지막으로, 환율 논의가 정치적으로 주는 함의에 대해 살피는 것으로 글을 마치고자 한다. 금융위기 이후 수출이 GDP에서 차지하는 비중이 50%를 넘을 만큼 대외 의존도가 갈수록 심각해지고 있다. 이는 한국경제의 장기 지속성과 안정성, 그리고 건전성에 적지 않은 문제라는 지적에 거의 이견이 없다. 수출주도 성장정책의 전환은 내수 증진과 사회복지 지출의 확대를 통해서 달성할 수 있다. 최근 제기되고 있는 복지국가 담론은 한국경제의 기존 성장정책까지 재고할 것을 주문하고 있다.

그러나 수출주도 성장정책은 재벌 편향적 경제정책에서 비롯된 것이지만, 수차례 금융위기에 대한 개발도상국의 자기방어적 성격의 교훈임도 간과해서는 안 된다.

따라서 신자유주의적 교리를 적극적으로 수용한 한국의 보수는 금융위기와 성장률 둔화의 대책으로서 수출지향 정책을 더욱 강화하지 않을 수 없다. 그리고 그 중심 기조에서 기껏해야 온정주의적 복지정책을 추가하는 것이 향후 그들이 내세울 수 있는 거시경제 정책이다.

이에 반해, 한국의 진보는 경제정책에서 내수 중심, 고용 극대화, 사회복지 지출 확대를 대안으로 내세울 수 있다. 그러나 지금까지 살펴본 것처럼, 자본 및 외환시장, 그리고 환율의 변동성을 완화하지 않으면 진보적 경제정책은 대외환경의 변화에 수동적으로 위축되고 한계에 직면할 수밖에 없다. 따라서 복지국가든 사회국가든 그 무슨 담론이든, 진보적 경제정책으로 전환하기 위한 필요조건은 자본시장 규제이고 그 핵심에 ‘자본통제’를 내세워야 한다.