

자본유출입 규제 현황과 과제

2011.4.27 | 여경훈_새사연 연구원 | khyeo@saesayon.org

목 차

1. 최근 정부의 자본유출입 규제 현황
2. 규제 전후 자본유입 현황
3. 자본유출입 규제의 평가와 과제
4. 자본유출입 규제와 한미FTA



<http://saesayon.org>

1. 최근 정부의 자본유출입 규제 현황

지난 3월11일 일본에서 9.0 규모의 대지진이 발생하였다. 대지진 이후 크고 작은 여진이 지속적으로 발생하고 있는 것처럼, 2008 글로벌 금융위기 이후 국내외 금융위기도 끊이지 않고 있다. 글로벌 금융질서는 여전히 불안하고 취약하다. 금융위기의 원인과 교훈에 대해서 뼈아픈 통찰을 이끌어내지 못하고 새로운 국제 금융질서를 구축하지 못했기 때문이다. 국내에서는 저축은행과 신용카드 부실, 가계부채 증가 등 금융시장의 취약성이 확대되고 있다. 특히 2008 금융위기가 급격한 자본유출입 변동성에서 비롯된 것처럼, 외국인의 포트폴리오 투자 급증에 따른 위험이 다시 증가하고 있는 것도 주의해야 할 지점이다.

본 글은 금융위기 이후 외화자금의 급격한 유출입을 막기 위한 감독 및 규제 제도 개선의 현황을 살펴보고, 규제조치의 효과성을 검토하고 이에 대한 정책 개선 및 보완점을 제시하는 것을 목적으로 한다.

글로벌 금융위기가 발생한 1년 후, 2009년 9월 정부는 ‘금융회사의 외환건전성 제고 및 감독 강화 방안’을 발표하였다. 이에 따라 2010년 1월과 8월 두 차례에 걸쳐 외환건전성 제고 방안을 시행하고 있다. 주요 방안을 정리하면 아래와 같다.

[표1] 금융회사 외환건전성 제고 방안

구분	주요 내용	시행 시기
중장기 외화자금관리비율 강화	80% → 90% → 100%	10년 1월/8월
외환파생상품거래 한도	125% → 100%	10년 1월/8월
외화유동성 비율 강화	외화자산에 유동화 가중치 적용	10년 7월
외화안전자산 보유	총외화자산의 2% 또는 2개월 이내 최대 유출액 이상 보유 의무화	10년 7월

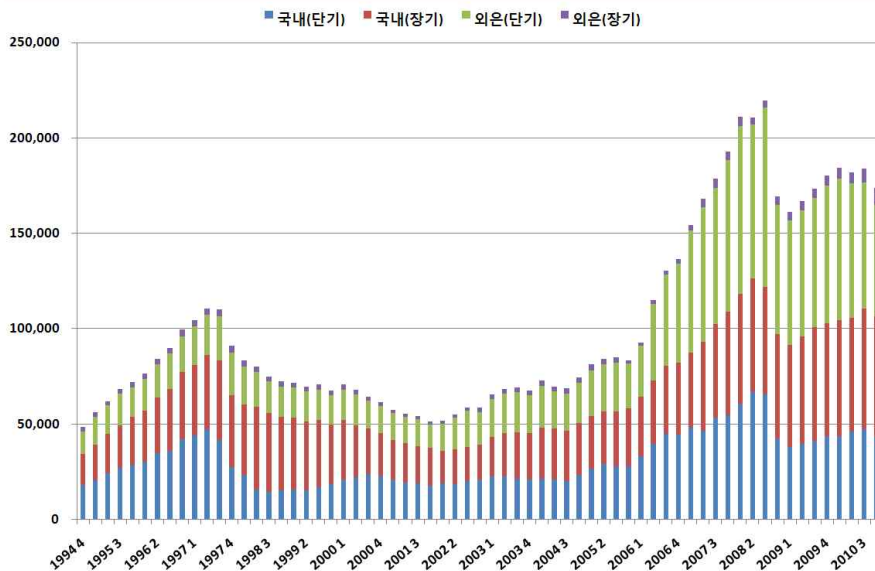
위의 조치들은 주로 은행의 유동성을 높여 외화 자산과 부채 간 만기불일치 문제를 해소하기 위한 것이다. 따라서 과거에 적용되던 외화유동성 비율을 보다 엄격하게 적용하는 것을 핵심 내용으로 한다. 물론 정부가 규제비율을 높였지만, 시행 이전에도 상향된 규제 비율을 준수하고 있었기 때문에 실효성에 의문이 제기되었다. 즉 외환건전성을 제고할 수 있을 만큼의 규제 수준은 아니었다. 그러나 1년 초과 외화차입금을 외화대출의 100% 이상으로 규정한 중장기 외화자금관리비율과 외환파생상품거래에 한도를 설정하는 조치 등은 부채구조 장기화와 변동성 완화에 도움이 될 수 있다.

외환파생상품 거래한도란 수출업체의 과도한 파생상품 거래에서 드러난 문제를 보완하기 위해 나온 조치다. 따라서 실물거래(수출대금)를 넘어서는 과도한 파생상품 거래를 억제하기 위해 거래한도를 100% 이내로 제한하였다. 그러나 국내 은행 및

외은지점으로 적용 대상 기업을 한정했기 때문에, 국내 증권사나 해외은행으로 파생상품 거래를 우회하는 문제가 발생할 우려가 있다.

그러나 2010년 6월 발표된 ‘자본유출입 변동 완화방안’은 금융위기의 원인에 대한 인식과 처방에서 상당한 진전이 있는 것으로 평가할 수 있다. 우선 금융위원회는 한국경제가 그동안 경험한 “**금융위기의 근본적인 원인은 자본유출입의 변동성이 과도하게 높았다**”는 점을 지적하고 있다. 즉 한국경제는 호황기에는 자본이 과도하게 유입되고 불황기에는 급격히 유출되어 실물경제보다 더욱 큰 폭으로 금융과 외환시장이 변동하고 이로 인해 실물경제가 다시 영향을 받는 악순환이 반복되었다. 과도한 자본유출입의 경기증폭성 등 부정적 효과를 수차례 금융위기를 겪고 나서 제대로 인식하기 시작하였다. 그 동안 자본시장 자유화와 시장개방만을 맹목적으로 신봉하던 금융관료들의 인식에도 적지 않은 변화가 발생한 것이다. 외환위기 이후 자본시장이 완전 개방되고 해외차입이 자유화되어 자본유출입의 제한이 거의 없어진 것이 **한국경제의 가장 취약한 고리로** 이제서야 깨닫게 되었다. 특히, 은행 부문을 통한 차입의 변동성이 높았고 그중에서도 외은 지점을 통한 단기차입의 변동성이 높은 점을 위기의 큰 원인으로 평가하고 있는 점도 주목할 만하다.

아래 그림에서 보는 것처럼, 금융 측면에서만 보면 1997년 외환위기의 가장 큰 원인은 국내은행의 단기차입 급증이였다. 이해 비해 2008년 금융위기는 외은지점의 단기차입 급증이 주요 원인이었다. 주체만 바뀌었을 뿐 단기 외화차입 급증이라는 동일한 특징을 보이고 있다.



*자료: 한국은행; 단위(백만 달러)

국내외에서 특정 금융충격이 발생하면, 외국은행은 국내은행이 지고 있는 단기 외화부채에 대해서 차환을 거절하고 신속한 상환을 요구하게 된다. 그러나 국내은행의 외화자산은 대부분 장기이므로 외환시장에서 달러에 대한 수요가 급증하고 원화

가치는 순식간에 평가 절하된다. 따라서 은행의 실질적인 채무 상환액은 급증하게 되고 외화부채 상환 요구를 충족하기 위해, 국내 증권과 채권 자산을 일시에 매도하여 자본 및 외환 시장에서 ‘이중 위기(twin crisis)’가 발생하게 되는 것이다.

*** 선물환 시장이 금융위기와 연결되는 경로**

- 1) 무역의존도가 높아 무역관련 외화자금의 유출입이 빈번; 외환위기 이후 자본 시장이 완전 개방되고 해외차입이 자유화되어 자본유출입의 제한이 거의 없음
- 2) 수출호황기, 수출기업(과 자산운용사)은 환율하락(원화 평가절상)에 따른 환차손을 피하기 위해 장래에 받을 수출대금(달러)을 미리 은행에 매도(선물환 매도)하고 원화를 매입
- 3) 수출기업의 거래상대방은 통상 국내은행(또는 외은지점)으로, 선물환을 매입. 그러나 장래에 달러를 받는 시점에서 달러가치가 하락하는 경우 환차손을 보게 됨.
- 4) 따라서 국내은행은 선물환을 매입하는 시점에서 외은지점(또는 역외은행)으로부터 달러를 차입하여 이를 현물시장에서 달러를 매도하고 원화를 매입[자본수지 계정에 은행의 대외부채로 기록됨]
- 5) 외은지점은 외은본점 또는 단기자금시장에서 달러를 차입하여 선물환을 매입하고 현물시장에서 달러를 매도하고 원화를 매입
- 6) 국내은행이나 외은지점은 원화 자금으로 국내 증권 및 채권시장에 투자
- 7) 금융위기 발생 시 외은본점이나 역외은행이 외화부채를 회수하면, 달러매입 급증에 따라 원화가치 폭락. 외화부채 상환을 위한 증권 및 채권시장에서 자산매각으로 자산가격 폭락.

이러한 문제의식에 따라 정부는 금융회사의 선물환 포지션(선물, 외환·통화스왑, NDF 등 통화관련 모든 파생상품) 한도를 자기자본에 따라 국내은행(증권사/종금사 포함)은 50%, 외은지점은 250%로 설정하여 운용하고 있다.

[표2] 금융회사의 선물환포지션 한도 설정

구분	한도	비율(10년 4월)
국내 은행(증권사, 종금사)	자기자본의 50%	15.6%
외은 지점	자기자본의 250%	301.2%

이 조치는 단기 금리 및 환차익을 노리는 캐리자금의 주요 경로로 인식되는 역외선물환(NDF) 포지션도 포괄하기 때문에 변동성 완화 측면에서 한층 진전된 조치라 평가할 수 있다. 이에 따라 외은지점은 자기자본의 50% 정도(77억 달러)를 줄여야 한다. 그럼에도 불구하고 국내은행에 비해 매우 온건하게 적용되고 있는 외은지점에 대한 규제비율을 상향 조정하는 것이 바람직하다. 아래에서 살펴보겠지만, 외은

지점은 국내은행에 비해 단기채무의 비중이 매우 높고 대부분이 투기성 단기 캐리 자금이기 때문이다. 또한 국내 금융회사 및 외은지점으로 적용대상 기업을 한정했기 때문에, 국내기업이 해외은행과 직접 파생상품 거래를 우회할 수 있는 문제가 여전히 존재한다.

위의 두 조치가 주로 은행의 단기 외화부채를 억제하기 위한 조치라면, 작년 12월에 발표된 거시건전성부담금(Macro-prudential Stability Levy) 방안은 상시적이고 예방적 차원에서 더욱 진전된 조치라 평가할 수 있다.

거시건전성부담금은 지난 4월 열린 임시국회에서 외환건전성부담금으로 명칭이 바뀌어 (외국환거래법 일부 법률 개정안) 통과되어 하반기부터 시행될 예정이다. 외환건전성부담금은 금융위기 이후 미국과 유럽 등 선진국에서 도입하고 있는 은행세(bank levy)를 신흥국인 우리나라의 구체적 실정에 맞게 적용한 사례로 높이 평가할 만하다.

이 조치의 핵심 내용은 비예금성외화부채(외국통화 표시 부채)에 대하여 만기에 따라 요율을 차등 부과하여 외국환평형기금으로 적립하는 것이다. 또한 적립 재원은 금융위기가 발생할 경우 금융회사에 대한 외화유동성 공급 용도로 활용한다는 계획이다.

[표3] 은행권 외화부채 현황(10년말 기준, 억 달러)

구분	국내은행	외은지점	합계
총외화부채	1781.2	958.6	2739.8
외화예수금	250.4	19.1	269.5
비예금성외화부채	1530.8	939.5	2470.3

2010년 말 기준, 국내 금융회사가 보유하고 있는 외화부채(2584억 달러)의 95% 이상을 은행권이 차지하고 있다. 이 중 62%를 국내은행이 38%를 외은지점이 보유하고 있다. 특히 외은지점은 1년 이하의 단기부채가 80% 이상을 차지하고 있다. 정부의 구체적인 시행령이 나오지 않았지만, 기존에 논의된 만기에 따른 차등세율(0.2%~0.02%)을 적용할 경우 국내은행과 외은지점에 각각 1억 달러 이상의 부과금을 적용할 수 있을 것으로 보인다. 또한 단기 부채에 상대적으로 높은 세율을 적용하기 때문에 단기부채 억제의 효과도 기대할 수 있다.

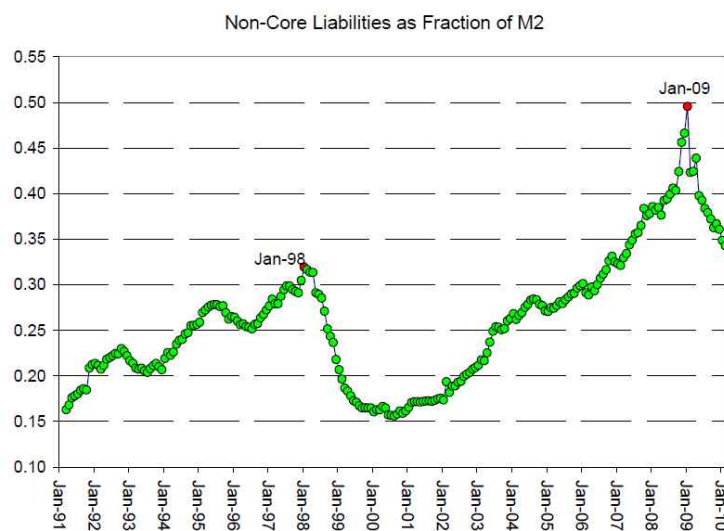
그러나 이 조치는 은행권에만 부여하기 때문에 우회조달 및 규제차익 문제가 제기될 수 있다. 금융위기의 핵심적 교훈 중의 하나는 기관보다는 자산 및 부채 형태에 따라 통일적으로 규제를 적용하여 규제차익을 방지해야 한다는 점을 간과해서는 안 된다. 무엇보다 이 조치는 은행세의 본래 취지인 비예금성 외화부채에는 적용되지 않은 근본적인 한계를 지니고 있다.

[표4] 국가별 은행부과금 개요

구분	영국	독일	프랑스	스웨덴	한국
부과대상 기관	은행 및 은행그룹	은행	은행	예금수취 기관	은행
부과대상	비예금부채	비예금부채	위험가중 자산	부채	비예금 외화부채
부과요율	0.075	당기순이익 15% 이내	0.25	0.036	0.2~0.02
연간 예상 기금	약 25억 파운드	약 8~15억 유로	약 5억 유로	GDP의 2.5%	약 2억 달러
활용 방안	재정 확충	정리기금	재정 확충	정리기금	외화유동성 자금

은행세는 원래 금융회사의 비예금성 부채가 신용 사이클에 따라 과도하게 확대되는 것을 억제하여 시스템 리스크를 해소할 목적으로 도입되었다. 따라서 은행세를 도입한 대부분의 나라에서는 위의 표에서 보는 것처럼 비예금성부채를 모두 포괄하고 있다.

또한 아래 그림1)에서 보는 것처럼, 국내은행의 비예금성부채가 급격히 증가한 것이 금융 및 외환위기의 주요 시스템 리스크 요인으로 지적되었다. 비예금성부채란 주로 단기 자금조달을 목적으로 도입된 RP, CP 등 단기성 부채를 말한다. 그리고 은행보다는 증권사 등 비예금수취기관에서 상대적으로 많이 보유하고 있다. 따라서 향후 비예금성 외화부채뿐만 아니라 모든 비예금성부채에 부과금을 부과하고 외화부채에 상대적으로 높은 부과요율을 부과하는 것이 은행세 본래 취지와 우리 현실에 적합한 방안이다.

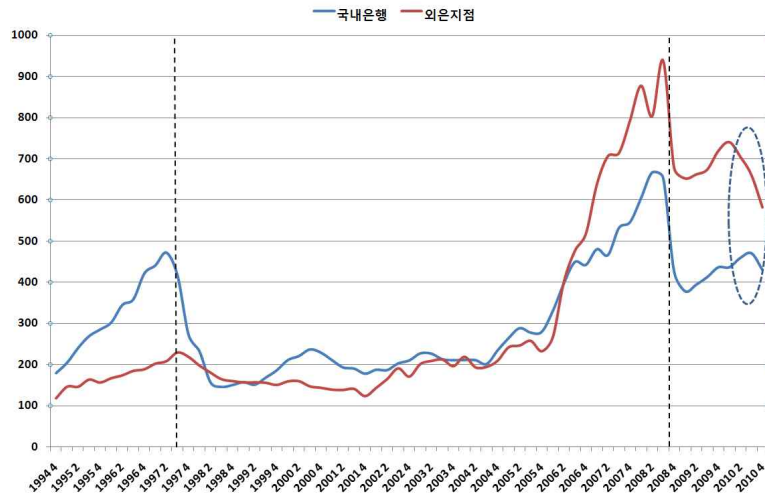


*인용: Shin & Shin(2010)

1) Shin & Shin(2010), Procyclicality and Monetary Aggregates.

2. 규제 전후 자본유입 현황

■ 단기부채 규모와 비율 축소는 긍정적

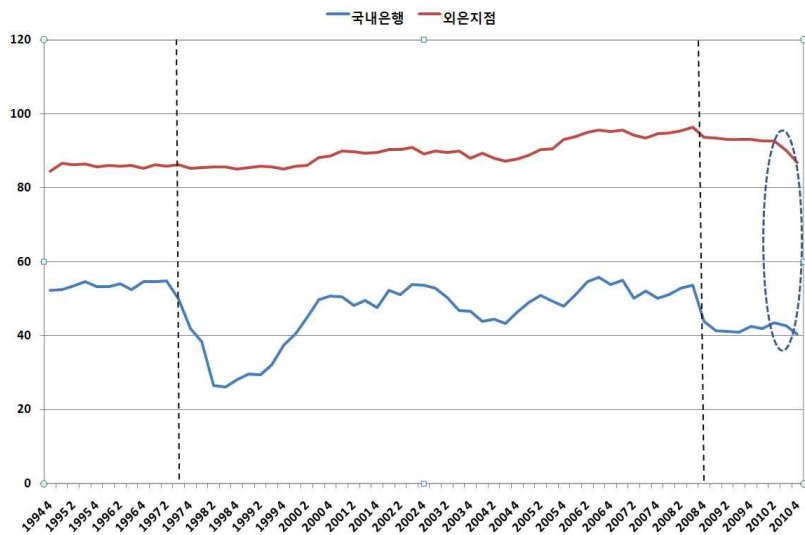


*자료: 한국은행; 단위(억 달러)

위 그림에서 보는 것처럼, 금융위기 이후 국내은행과 외은지점의 단기부채 규모는 큰 폭으로 줄어들었다. 국내은행의 경우 금융위기 전 최고치였던 2008년 2분기 667억 달러에서 2009년 1분기에는 378억 달러로 44% 가량 줄어들었다. 그러나 이후 다시 상승하여 작년 2사분기 460억 달러로 상승한 이후 작년 말 기준 430억 달러로 최고치 대비 65% 수준을 보이고 있다. 외은지점의 경우 2009년 3분기 930억 달러에서 작년 말 583억 달러로 62% 수준으로 떨어졌다.

단기부채 규모가 떨어진 것은 크게 두 가지 요인으로 구분할 수 있다. 우선 금융위기에 따른 역외은행의 부채회수와 조선사 수주실적 악화에 따른 파생상품 거래 위축 등 실물적 요인이다. 따라서 이는 일시적이거나 경기변동적 요인으로 2009년 2사분기 이후 단기부채 규모가 다시 상승하는 것으로도 이를 확인할 수 있다. 이에 비해 작년 2사분기부터 외은지점을 중심으로 부채 규모가 줄어든 것은 파생상품 거래 한도와 선물환포지션 한도 설정 등 규제적 측면에서 효과가 나타난 것으로 추정할 수 있다.

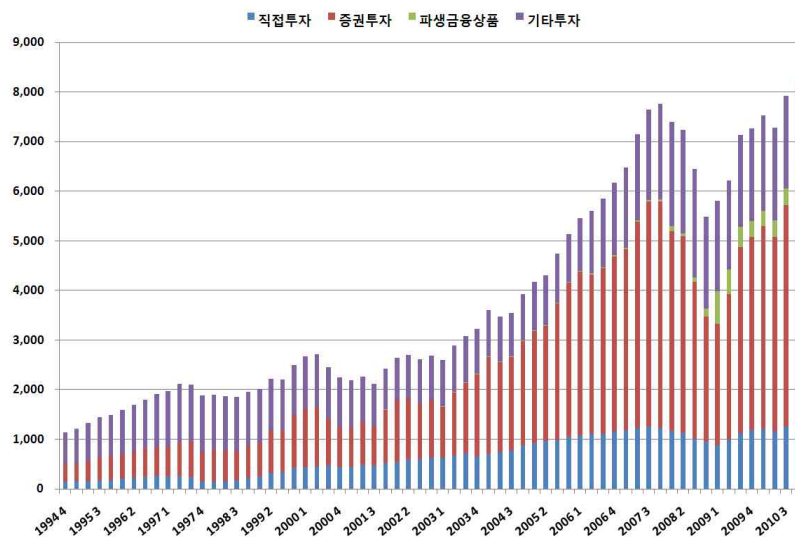
이는 대외부채 총액에서 단기대외부채가 차지하는 비중의 하락에서도 확인할 수 있다. 특히 외은지점은 위기 직전 96.4%에 달하던 단기부채 비중이 86.8%로 대략 10%p 만큼 줄어들었다. 그러나 여전히 외은지점은 부채의 80% 이상을 1년 이하의 단기부채 형태로 거래하는 문제점을 보이고 있다. 외화표시 부채로 단기자금을 조달하여 금리 및 환차익을 노리는 재정거래가 대부분을 차지하고 있기 때문이다.



*자료: 한국은행; 단위(%)

특히 환율이 여전히 저평가 된 상태이고, 한국과 미국의 금리 차이가 갈수록 확대되고 있는 점을 감안하면 이러한 추세는 쉽게 꺾이지 않을 것으로 보인다. 따라서 외은지점에 대한 선물환포지션 한도를 높이고 외환건전성부담금 부과요율도 재정거래 유인을 떨어뜨릴 정도로 충분히 강화해야 할 것이다.

그러나 아래 그림에서 보는 것처럼, 자본유입의 총규모는 금융위기 이후 일시적으로 감소했다가 오히려 더 큰 규모로 증가하고 있다. 외국인 투자 규모의 최고치는 국내 증시 활황기이자 서브프라임 문제가 발생하기 시작한 2007년 4분기였다. 당시 7766억 달러에서 금융위기가 본격적으로 발생한 2008년 4분기에는 5840억 달러로 1990억 달러 이상 감소하였다. 그러나 2009년 1분기부터 지난 2년 동안 2770억 달러가 추가로 유입되었다. 이 중 90% 정도는 증권 및 채권투자로 같은 기간 2469억 달러가 유입되었다.

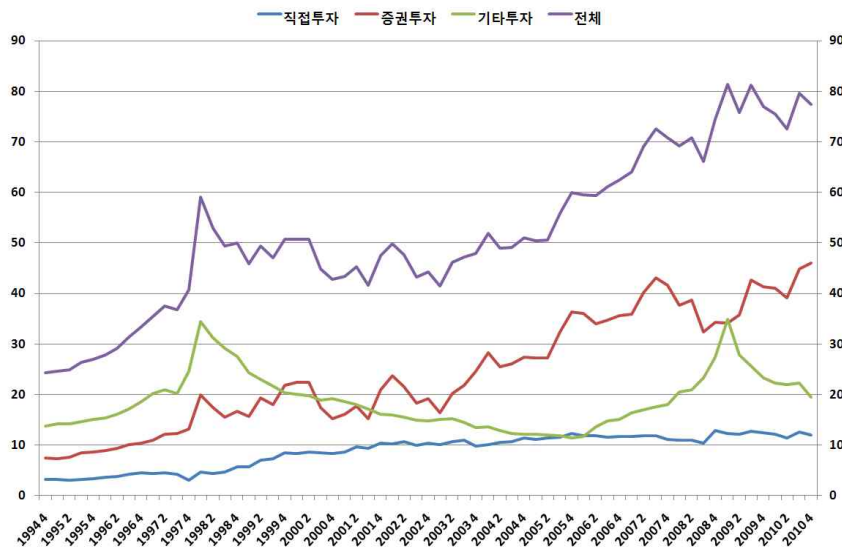


*자료: 한국은행; 단위(억 달러)

아래 그림은 GDP 대비 외국인 투자자금의 비중을 나타낸 것이다. 1994년 4분기 연간 GDP 대비 외국인 투자자금의 비중은 24.3%에서 현재 77.4%로 세 배 이상 증가하였다. 아래 그림을 통해 외국인 투자자금의 구성상 변화에서 몇 가지 특징적인 현상을 발견할 수 있다.

첫째, 1997년과 2008년에 공통적인 특징은 기타투자 수지의 큰 폭 증가와 하락이라는 점이다. 은행의 단기외채가 급격히 증가한 다음, 역외은행의 외화부채 회수로 하락하는 특징을 보이고 있다.

둘째, 1997년 외환위기 이후 외국인 직접투자가 GDP 대비 3%에서 2005년 12.5%까지 증가한 이후 정체되고 있다. 사실상 2000년대 이후 국내기업의 직접투자가 큰 폭으로 늘어나 직접투자 항목은 수년째 마이너스 상태다.



*자료: 한국은행; 단위(%)

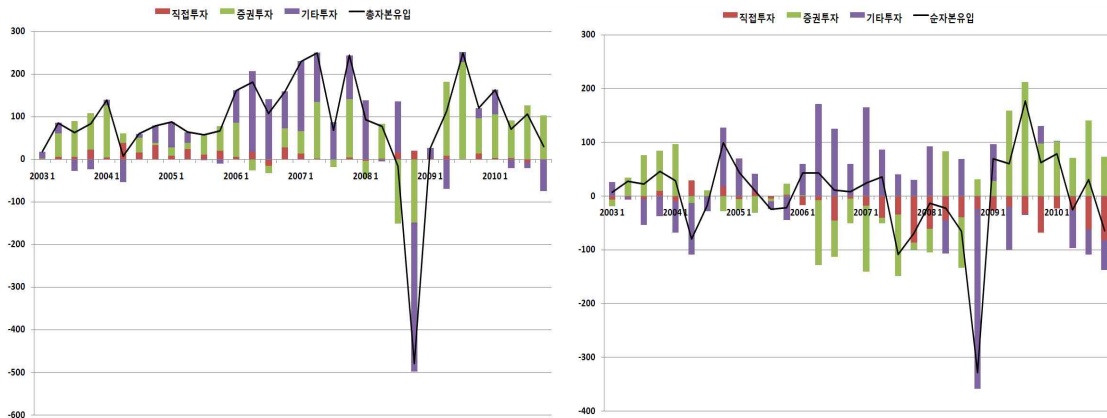
셋째, 최근 외국인의 채권 및 증권투자 자금의 급증이다. 외국인의 포트폴리오 투자 자금의 GDP 대비 비중은 증시 활황기인 2007년 3분기 43%였다. 이후 원화가치 상승과 서브프라임 사태에 따른 차익 실현으로 2008년 3분기 32.4%까지 떨어졌다. 그러나 2009년 1분기부터 본격적으로 자금이 유입되어 현재 46%에 달한다. 이 미 위기 이전 최고치를 상회하고 있다.

외국인 투자자금의 기간별 특징을 요약하여 도표로 정리하면 아래와 같다.

[표5] 기간과 형태별 주요 외국인 자본유입

구분	유입 형태	유입규모(억 달러)	GDP 비중
1994.2~97.3	기타투자	517.6	13.7→21.7
1998.1~01.4	직접투자	390.4	3.1→10.5
2003.2~07.3	증권투자	3511.6	16.4→43.1
2006.1~08.3	기타투자	1222.7	11.2→22.4
2009.2~	증권투자	2467.5	34.1→46.1

한편 아래 그림은 국제수지의 금융계정에서 총자본유입과 순자본유입의 추세를 2003년부터 나타낸 것이다.²⁾ 총자본유입은 외국인 투자자금의 투자행태를 파악하는 데 유용하다. 최근 외국인 자본유입의 분명한 특징은 금융위기 이전에는 기타투자가 주도했다면, 이후에는 증권 및 채권 투자인 포트폴리오 투자가 주도하고 있다는 점이다. 외국인 포트폴리오투자는 2009년 2사분기부터 매분기 100억 달러 정도의 큰 규모로 유입되고 있다.



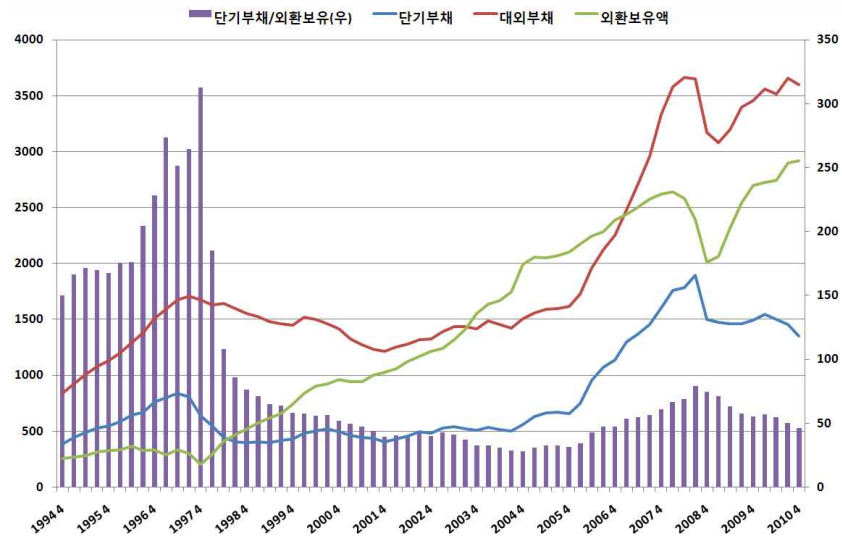
정부의 자본유출입 규제는 2008년 금융위기의 주요 요인으로 지목된 은행의 단기 차입(기타투자)을 억제하는데 효과가 있는 것으로 나타났다. 그러나 기타투자가 줄어드는 대신 채권 및 증권 투자가 큰 폭으로 증가하여 자본유입의 총규모를 축소하는 데에는 한계가 있다. 금융위기와 외환위기가 연결되는 주요 고리가 자본수지에서 기타수지 항목이므로, 이의 변동성을 축소하기 위해 정책의 목표를 맞추는 것은 방향에서 옳다고 본다. 그러나 대규모의 포트폴리오 투자자금 유입 또한 환율변동성 확대, 가격경쟁력 약화, 자산시장 버블, 통화정책의 자율성 침해, 그리고 통화안정증권 발행 등 적지 않은 비용이 발생한다는 점 또한 유의해야 할 것이다.

3. 정부의 자본유출입 규제 평가와 과제

1980년대 말~90년대 초반 IMF를 비롯한 국제금융기구는 개발도상국에 대해서, 자본시장 자유화를 핵심 개혁정책으로 제시하였다. 그리고 한국경제도 90년대 초반부터 '국제경쟁력'을 모토로 개방화와 국제화를 추진하기 시작하였다. 이에 따라 1991년 8월 31일 '외환관리제도 개선방안'을 발표하는 등 자본 및 외환시장 자유화 조치를 급격하게 실시하였다. 또한 1997년 외환위기 이후에도 IMF 정책처방을

2) 총자본유입은 외국인의 직접투자, 증권투자, 기타투자(금융계정에서 부채 측면)의 합계를 말함. 순자본유입은 직접투자, 증권투자, 기타투자의 부채에서 채권 항목을 뺀 것의 합계를 말함.

더욱 급격히 추진하였다.



*자료: 한국은행; 단위(억 달러/%)

외환위기 방지를 위한 IMF의 대표적인 정책처방은 외환보유고 축적이었다. 따라서 이를 충실히 따른 우리나라의 외환보유액은 1997년 200억 달러에서 2008년에는 2600억 달러로 비약적으로 증가하였다. GDP의 30%가 넘는 막대한 금액으로 3개월 수입금액은 물론, 1년 미만 대외부채 총액보다도 많은 금액이다. 금융위기가 발생하기 직전인 2008년 3사분기에도 외환보유액은 단기부채보다 26%나 많았다. 그러나 2008년 2분기에서 4분기까지 외환보유액 630억 달러를 소진하고도 급격한 원화가치 폭락을 저지할 수 없었다. 4분기에만 일시에 500억 달러 가량의 외국인의 자본유출이 이루어졌기 때문이다. 즉 IMF 정책처방인 경상수지 흑자나 외국자본 유입을 통한 막대한 외환보유고 축적으로는 자본 및 외환시장의 급격한 변동성을 통제할 수 없다. 따라서 최근 정부가 추진하고 있는 자본유출입 변동성 완화 방안은 IMF 외환위기 이후 한국경제의 정책적 흐름에서 적지 않은 전환이 이루어지고 있다고 평가할 수 있다. 이에 대한 국내외적 배경과 한국경제의 미래에 던지는 과제를 정리하면 다음과 같다.

첫째, IMF와 신자유주의에 대한 무비판적 수용 흐름에서 벗어나고 있다고 평가할 수 있다. 금융위기의 원인과 대응 방안에서 이전과는 뚜렷한 차이가 보이기 때문이다. 이전에는 자본시장의 발달 미비, 외환유동성 부족에서 주요 원인을 찾았고 따라서 규제완화와 개방화를 더욱 적극적으로 추진하였다. 불을 불로 다스렸기 때문에 위험이 더욱 커지는 악순환이 발생하였다. 이에 비해 자본유출입 변동성, 특히 외은지점의 단기차입을 주요 원인으로 지목하고, 선물환포지션 한도와 외환건전성부담금을 부과하는 것은 인식과 정책 방향에서 뚜렷한 차이가 있다고 평가할 수 있다.³⁾

3) 특히 외환건전성부담금이 정책논의에 오르고 법률로서 통과되기 까지, 지난 해 국제경제보조관을

둘째, 국제적 차원에서 거시건전성과 자본유출입 규제를 위한 국제적 논의와 정책 추진이 활발하게 전개되는 흐름에 주목할 필요가 있다.

IMF와 ADB(아시아 개발은행) 등에서는 신흥국에서 자본유입 규제가 정책적으로 효과가 있다는 보고서를 연이어 발행하고 있다. 과거에 미국과 월가의 이해관계를 대변하던 IMF는 자본통제에 대해서 매우 비판적이었다. 그러나 1997년 아시아 금융위기를 계기로 주류경제학 내에서도 2000년대 중반부터 자본통제에 대해 다시 평가하기 시작하였다.⁴⁾ 그리고 2008년 금융위기 이후 브라질, 인도, 중국 등 BRICs 국가를 중심으로 새로운 자본통제 조치를 실시하거나 강화하였다. 그리고 G-20 정상회의에 신흥국이 다수 참여하면서 서울에서 열린 2010년 11월 정상회의에서는 “신흥국은 과도한 자본유출입 변동성을 완화하기 위해 거시건전성 조치(Macro Prudential Measures)를 취할 수 있다”고 선언하였다. 위와 같은 국제적 흐름과 논의가 있었고 G-20 재무장관회의, 금융안정포럼 등 국제적 무대에 참여한 정책당국이 국제적 흐름과 이탈할 수는 없었다.

셋째, 2008 금융위기의 교훈이 사회경제적 담론과 정책 실현에서 나타난 가장 큰 성과는 자본유출입 규제와 복지국가 담론이라는 점이다. 1997년 외환위기는 오히려 자본시장의 자유화와 국제화를 확대하는 계기로 작용하였다. 외환위기를 겪은 정책당국은 외국자본을 사실상 ‘절대선’으로 간주하였고 금융산업의 이해관계가 규제완화를 매개로 전적으로 관철되는 시기였다. 그리고 국제적 신자유주의 대세 속에서 이에 대한 수동적이고 소극적 대안으로 기초생활보장법 등 사회안전망을 확충하였다.

이에 비해 자본유출입 규제는 외국인의 급격한 단기자본 유입을 ‘투기’ 또는 ‘위험’ 요소로 간주하는 인식 전환 과정에서 나온 것이다. 또한 복지국가 담론은 신자유주의 부작용을 국내적으로 완화하는 차원이 아니라, 신자유주의 대안으로서 새로운 사회경제적 질서 또는 체제, 즉 비전 창출 의미한다. 따라서 수출중심에서 수출과 내수의 균형발전, 경제성장 중심에서 고용, 삶의 질, 소득분배로 경제적 패러다임의 적극적 전환을 의미한다고 평가할 수 있다.

그러나 최근 정부가 추진하고 있는 자본유출입 규제 방안은 인식과 정책집행 측면에서 다음과 같은 정책적 한계가 존재한다.

첫째, 규제의 강도가 너무 낮고 규제차익의 공간이 여러 곳에서 존재하여 정책의 실효성이 떨어진다. 예를 들어 선물환포지션 한도의 경우, 외은지점은 자기자본의

지냈던 신현승 프린스턴대학 교수의 역할이 적지 않았다. 신현승은 시스템 리스크를 해소하기 위해 비예금성부채에 은행세를 부과해야 한다고 주장하는 대표적인 학자다.

4) 대표적으로 NBER에 발표되어 회람되었던, ‘Capital controls: An Evaluation’(2006)와 ‘Capital Controls: Myth and Reality, A Portfolio Balance Approach to Capital Controls’(2011)을 참조하라.

250%까지 허용하였다. 따라서 총부채에서 단기부채가 차지하는 비중이 여전히 80%를 넘는다. 외환건전성부담금 또한 효율이 너무 낮기 때문에 단기 투기성 자금을 억제할 수 있는 수준은 아니다. 하반기에 시행되므로 선불리 판단할 수 없지만, 미국과 정책금리가 3% 차이나고 달러대비 원화의 평가절상이 예상되기 때문에 높은 수익률에 비해서 0.2%의 낮은 부과효율은 투기자금 억제에 한계가 있을 수밖에 없다.

무엇보다 RP, CP 등 금융 및 외환위기의 주요 시스템 리스크 요인으로 지적된 국내은행의 비예금성 원화부채를 제외하는 문제를 지적하지 않을 수 없다. 비예금성 원화부채는 은행보다는 증권사 등 비예금수취기관에서 상대적으로 많이 보유하고 있어 금융위기에 매우 취약하다. 따라서 향후 비예금성 외화부채뿐만 아니라 모든 비예금부채에 부과금을 부과하고 외화부채에 상대적으로 높은 부과효율을 부과하는 방향으로 나아가야 한다.

둘째, 자본유입의 총규모를 억제하고 있지 못하며, 외국인의 포트폴리오 투자가 초래하는 위험성을 간과하고 있다는 점이다. 금융위기에 따른 재무제표 손실과 규제의 영향으로 기타투자가 줄어들었지만 채권 및 증권 투자가 폭발적으로 증가하고 있다. 따라서 대규모 포트폴리오 투자자금 유입이 초래하는 문제가 갈수록 누적되고 있다. 외국인의 채권 및 증권투자는 원화가치의 평가절상을 초래하고 국내기업의 가격경쟁력을 약화시킨다. 급격한 원화가치 상승은 경제성장과 고용창출, 그리고 경상수지 관리에 부정적이다. 또한 물가상승을 억제하기 위한 중앙은행의 통화정책의 자율성을 침해하고 통화안정증권 발행에 따른 이자 부담과 대외부채 증가의 적지 않은 비용이 수반된다. 무엇보다 자산시장 버블과 일시적 이탈에 따른 자산시장 붕괴는 실물경제에도 부정적 결과를 초래한다. 따라서 외국인의 포트폴리오 투자의 동향을 면밀히 감독하고 금융시장의 쏠림을 방지할 수 있도록 해야 한다. 포트폴리오 투자를 억제하기 위한 가장 효율적인 방안은 환율의 정상화와 자본거래세 부과다.

4. 자본유출입 규제와 한미FTA

마지막으로 자본유출입 규제와 한미FTA 간의 상충관계다. 이러한 우려는 한미FTA 협상을 시작할 때부터 국내에서 제기되었다. 또한 최근에는 스티글리츠 교수를 비롯한 양심적, 진보적 경제학자 250명 이상이 미국의 재무부장관과 국무장관, 그리고 무역대표부 대표에 자본통제를 실시할 수 있도록 협정문을 변경할 것을 요구하는 서한을 보냈다.⁵⁾

이들은 신흥국 정부가 자본통제 조치를 실시할 수 있는 정책능력을 엄격히 제한하

5) http://www.ase.tufts.edu/gdae/policy_research/CapCtrlsLetter.pdf

는 조항이 미국이 체결한 FTA와 투자협정(BIT)에 포함된 것을 지적하였다. 예를 들어 외국인 투자의 송금(transfer) 부문에서 적용대상투자자에 관한 모든 송금이 “자국 영역 내외로 자유롭고 지체 없이 이루어지도록 허용”할 것을 요구하는 조항을 대표적으로 제기하였다. 이는 한미FTA 협정문 11장 7조 ‘송금’ 조항에도 그대로 적용된다. 또한 투자자-국가 소송제가 한미FTA 협정문에 포함되어 있기 때문에, 자본통제가 이러한 조항을 위반할 경우 외국인투자자는 우리 정부를 상대로 소송을 제기할 수 있다.

이러한 우려는 G-24와 최근 IMF 보고서에도 나타나 있다. IMF는 자본통제의 일부 조치들은 미국과 추진한 FTA 조항에 위배될 수 있다고 지적하고 있다. 대부분의 FTA와 BIT에서는 금융위기를 방지하기 위한 자본의 유출입 규제에 대한 세이프가드 조항을 인정하고 있다. 그러나 “(나프타를 제외하고) 미국이 협정 당사자인 FTA와 BIT는 자본의 유입 또는 유출에 대한 제한을 허가하지 않고” 있다.⁶⁾

최근 IMF에 따르면 ‘자본통제(capital control)’를 다소 엄격하게 정의하고 있다. 통상 자본통제라고 하면, 한 나라의 정부가 자본계정을 통한 자본의 유출입을 규제하기 위해 사용할 수 있는 모든 형태의 조치를 포함한다. 이에 비해 IMF는 자본유출입에 영향을 미칠 수 있도록 고안된 모든 조치를 자본유출입 관리조치(Capital flow management measures; CFMs)로 정의한다.⁷⁾ 그리고 거주자에 기초하여 국경 간 자본거래에 대해 내국인과 외국인의 권리를 차별하는 조치를 자본통제(residency-based CFMs)로 구분한다. 이러한 기준에 따르면, 외국인의 채권 및 주식투자에 대한 차별적 과세, 사전예치금 제도(URR), 최소보유기간 제도(Minimum stay requirement; MSR) 등이 ‘자본통제’에 해당한다. 따라서 최근 정부가 실시한 자본유출입 규제는 엄격한 의미의 ‘자본통제’에는 해당하지 않는다. 외국인 투자를 차별하는 조항이 없으며, 선물환포지션 한도와 외환유동성 비율 규제 등에서 오히려 외은지점을 우대했기 때문이다. 그러나 이러한 구분은 분석적으로 유용할 뿐이다. 예를 들어 하반기에 시행될 예정인 외환건전성부담금 또한 자금조달의 대부분을 역외은행이나 외은본점에 의존하므로 ‘자본통제’로 해석될 수 있다.

또한 다른 나라에서 실시하고 있는 ‘자본통제’ 조치들을 한미FTA 협정문에 적용할 경우 투자자-국가 소송제에 적용될 수 있다. 대표적으로 칠레와 콜롬비아, 그리고 최근 대만에서도 실시했던, 국내에 들어오는 외국자본의 경우 일정 비율을 일정 기간 중앙은행에 무이자로 예치하도록 한 URR 제도다. 왜냐하면 외국인투자자가 투자자금을 회수할 경우, 자본유입을 억제하기 위해 도입된 URR이나 MSR 등에 의해 자본거래가 제한될 경우 ‘송금’ 조항을 위반하기 때문이다. 특히 대부분의 자본유출에 대한 규제의 경우 ‘송금’ 조항의 위반뿐 아니라, ‘수용(expropriation)’으로 해석

6) IMF(2011), Managing Capital Inflow: What Tool to Use?, IMF Staff Discussion Note

7) 이는 지난 서울 G-20 정상회의에서 신흥국의 자본유출입 변동성을 억제하기 위한 ‘거시건전성 조치’를 용인하기로 국제적으로 합의했기 때문인 것으로 보인다. 그리고 IMF나 OECD 등은 자본거래에서 외국인을 차별하는 ‘자본통제’에는 여전히 비판적이다.

될 가능성이 많다. 예를 들어 지난 1997년 외환위기 당시 말레이시아에서 실시했던 자본유출에 대한 과세의 경우나, 2001~2년 아르헨티나 금융위기 시 취했던 조치들은 ‘수용’으로 해석되어 정부가 소송에서 패할 가능성이 많다.⁸⁾

특히 하반기에 시행될 예정인 외환건전성부담금 또한 원화부채를 외화부채보다 우호적으로 대우했기 때문에, 외국인투자자에 대해서 ‘공정하고 공평한 대우’를 요구하는 내국민대우나 최소 대우기준을 위배했다고 해석할 가능성도 있다.

따라서 최근 신흥국의 자본통제에 대해 우호적인 국제적인 흐름에 따라 한미FTA 협정문과 자본통제가 상충되는 지점이 없는지 면밀히 검토하고 개정해야 할 것이다. 한미FTA는 2008년 금융위기가 발생하기 전에 체결되었다. 그리고 2008년 금융위기에 환율 변동성이 가장 심한 나라가 한국이었다. 따라서 높은 자본유출입 변동성이 금융위기의 주요 원인으로 작용했다는 것을 뼈저리게 인식했다면, 자본유출입 규제에 대한 정부의 정책실현 공간을 제약할 수 있는 한미FTA는 근본적으로 재검토해야 한다. 금융위기를 방지하기 위한 자본유출입 규제는 주권의 문제이기 때문이다.

8) Gallagher(2010), Policy Space to Prevent and Mitigate Financial Crises in Trade and Investment Agreements, G-24 Discussion Paper Series.