자본 유출입 규제가 대세다

[새로운 사회 2013] (8) 자본시장 규제 ①

2012.04.16 | 새로운사회를여는 연구원 | edu@saesayon.org

목차

1. 2008년 금융위기 이후 금융정책의 전환
2. 왜 자본유출입 규제를 해야 하는가
3. MB정부의 유일한 성과, 외환건전성 부담금

새사연은 2013년 체제를 만들기 위해
한국사회에 필요한 진보대안정책을 담은 새 책을
2012년 5월에 출간할 예정입니다.
이 글은 새 책의 일부분입니다.

편집자 주> 새사연은 우리사회에 필요한 시대적 가치와 비전, 새로운 경제모델과 성장모델, 총체적 경제개혁, 보편복지를 망라하는 정책을 모아 2012년 5월 중 단행본 출간을 계획하고 있다. 출판될 원고 가운데 일부를 새사연 회원들과 미리 공유하고자 [새로운 사회 2013]이라는 기획을 마련했다. 회원과 독자 여러분들의 많은 관심을 기대한다.

<연재 순서>

1. 90년대 한국경제는 어떻게 불평등을 줄였을까?
2. 민주정부 10년 동안 왜 경제 민주화를 못했나?
3. 승자독식의 시장원리를 넘어 '신뢰와 협동'의 가치로
4. 지속 가능한 사회국가를 제안한다.
5. 시장경제, 공공경제, 그리고 사회경제
6. 새로운 성장전략을 찾아라.
7. 소득주도 성장전략이 대안이다.
8. 자본유출입 규제가 대세다.

1. 2008년 금융위기 후 금융정책의 전환

1980년대 말에서 1990년대 초반 IMF를 비롯한 국제금융기구는 개발도상국에 대해서 자본시장 자유화를 핵심 개혁정책으로 제시하였다. 한국경제도 1991년 8월 31일 '외환관리제도 개선방안'을 발표하여 자본 및 외환시장 자유화를 실시했고, 1992년부터 외국인 투자 자금이 국내 증권 및 채권 시장에 본격적으로 유입되었다. 이후 김영삼 정권 하에서 세계화가 추진되었다. 1997년 외환위기 이후에는 고정환율제에서 변동환율제로 전환되는 등 자본시장 자유화와 규제 완화 조치가 더욱 급격히 진행되었다. 구제금융에 대한 대가로 IMF가 요구한 것이었다.

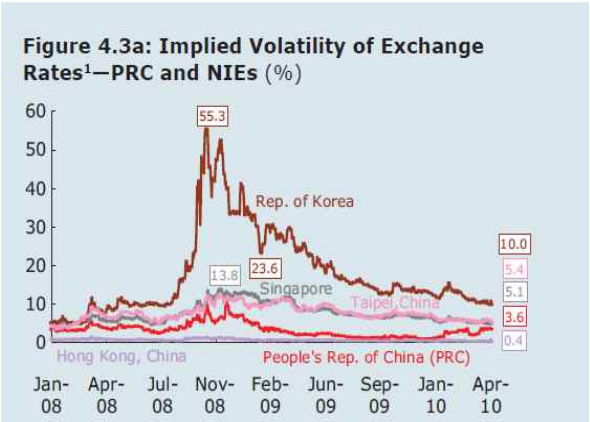
그 결과 2008년 세계 금융위기가 닥쳤을 때 자본수지 변동은 역사상 최고조에 달했다. 해외로의 자본유출이 GDP 대비 무려 49.5%에 달했다. 유입된 자본을 고려해도 2008년 4사분기에만 GDP 대비 23.2%의 자본이 해외로 빠져나갔다. 환율은 폭등하고 주가는 폭락했다. 은행들은 해외에서 돈을 빌리지 못해 위기에 봉착했다. 그

런데 2008년 11월 말 미국과 달러스왑 계약을 체결한 후 일시적으로 안정되었지만, 2009년 초 서브프라임 위기가 심화되자 환율이 다시 폭락하는 사태를 경험하였다. 자본이 급격하게 들어오고 나갈 때마다 국내 경제는 널뛰기를 했다.

이런 환율 변동성은 1997년 이후 뚜렷이 확대되다가 2008년 급격히 심해졌다. 전일대비 환율 변동률을 살펴보면 1997년 이전에는 0.21%이다가 1997년 변동환율제가 실시되면서 0.37%로 심해졌다. 2008년 9월에서 2009년 3월까지는 1.69%로 크게 증가했다([표1] 참조). 이는 G20 국가 중 브라질, 남아공에 이어서 세 번째로 높은 수준이다. 아세안 국가들과 비교해보면 대만이나 말레이시아보다는 4배나 높고, 태국이나 필리핀보다는 2~3배 높다([그림1]참조).

[그림1] 아세안 국가와 비교한 환율 변동성

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



[표1] 원/달러 환율 변동성의 시기별 변화

	외환위기 이전 (90.3~97.12)	리먼사태 이전 (98.1~08.9.12)	글로벌 금융위기 (08.9.15~09.3)	09.4월 이후
원/달러 환율	794.3	1,139	1,371.8	1,188.6
전일대비 변동폭	2.30	4.5	22.7	7.0
전일대비 변동률	0.21	0.37	1.69	0.58
내재 변동성	–	7.56	41.4	15.3

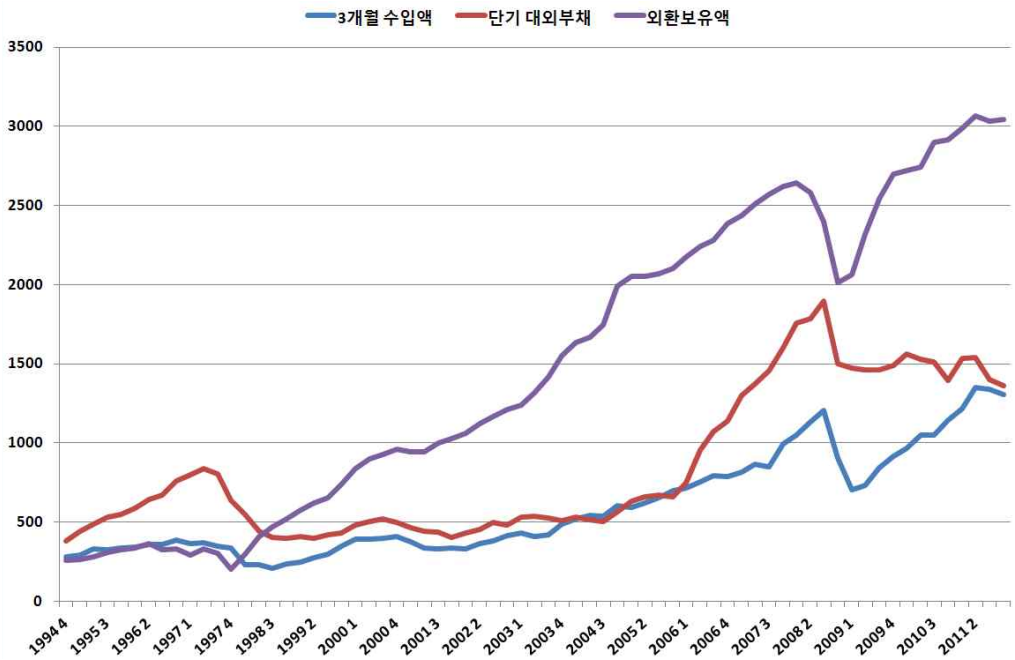
* 인용: 한국은행(2011)[1)]

IMF는 급격한 자본유출입에 대한 대비책으로 경상수지 흑자나 외국자본 유입을 통한 외환보유고 축적을 권장했다. 외환을 쌓아두었다가 푸는 방법으로 급격한 유출에 대처하라는 것이다. 하지만 2008년 우리의 경험은 외환보유고 축적이 효과적인

1) 한국은행(2011), 원/달러 환율변동성이 큰 배경과 시사점

방법이 아님을 보여준다. [그림2]에서 보는 것처럼 우리나라의 외환보유액은 1997년 200억 달러에서 2008년에는 2600억 달러로 비약적으로 증가하였다. 이는 GDP의 30%가 넘는 막대한 금액으로 3개월 수입금액[2)]은 물론 1년 미만의 대외부채 총액보다도 많은 금액이다. 그러나 2008년 2사분기에서 4사분기까지 외환보유액 630억 달러를 방출했음에도 급격한 원화가치 폭락을 막을 수 없었다. 일평균 외환 거래 규모가 400억 달러에 달하고, 4사분기에만 일시에 500억 달러 가량 외국인의 자본유출이 이루어졌기 때문이다.

[그림 2] 한국 외환보유고 증가 추이



게다가 이명박 정부는 외환보유고를 강조한 IMF의 잘못된 판단을 충실히 따랐다. 외환보유고 축적을 위해 수출주도 성장정책을 강화하고, 외환시장 개입을 통해 고환율을 유지했다. 자본시장도 더욱 개방했다. 그 결과 경상수지와 자본수지가 모두 흑자를 기록하여 막대한 외환보유고는 쌓였지만, 동시에 금융 불안과 부실 확대를 얻었다. IMF의 신자유주의와 이명박 정부의 신중상주의가 만나 이루어진 것이 지금의 한국경제이다.

2) 최근까지 적정 외환보유고의 기준으로 3개월 수입금액을 제시하는 것이 일반적이었다.

2. 왜 자본유출입 규제를 해야 하는가.

급격한 자본유출입은 왜 위험한가? 여섯 가지 위험(Six Fears)
신자유주의는 자본시장 개방을 거부할 수 없는 대세로 몰아갔다. 자본유출입이 자유로울수록 경제성장과 안정에 도움이 된다고 주장했다. 하지만 1997년 아시아 외환위기를 겪으면서 자본유출입을 규제해야 한다는 목소리가 힘을 얻기 시작했다. 주류경제학 내에서도 자본유출입이 가져오는 문제점을 인정하고 있다. 미국경제연구소(NBER)에서 발표한 논문에서는 과도한 자본유출입의 위험성을 네 가지 '공포(Fear)'로 설명하고 있다.[3] 이를 소개한다. 첫째, 급격한 통화가치 절상의 위험(Fear of appreciation)이다. 자본유입은 국내 통화가치를 상승시킨다. 통화가치 상승은 환율 하락의 다른 말이다. 때문에 수입은 늘어나고 수출은 감소한다. 수출 감소는 경제성장률 저하로 이어진다. 둘째, 핫머니(Hot money)라 불리는 단기투기자본의 위험(Fear of hot money)이다. 핫머니는 단기 이익을 쫓아 이동하기 때문에 급격히 유입되고 급격히 유출된다. 핫머니가 이동할 때마다 환율, 자산가격, 경상수지 등에서 경제적 왜곡이 발생한다. 핫머니가 국내에 존재하는 동안에는 언제 갑자기 빠져나가서 혼란을 일으킬지 알 수 없는 불안요인이 존재하는 셈이다. 셋째, 급격한 자본유입의 위험(Fear of large inflow)이다. 핫머니가 아니더라도 대규모 자본유입은 금융시스템의 혼란을 초래할 수 있다. 유입된 해외자본은 대부분 주식, 채권, 파생상품, 부동산 등 자산시장에 투자된다. 그러면 자산가격이 상승하면서 소비와 투자가 늘어나기도 하지만, 동시에 자산시장의 특성으로 인해 가계부채가 증가한다. 그러나 국내에 유입된 자본이 풍족하다 보니 리스크가 과소평가되고, 금융감독은 느슨해져서 전반적인 금융 부실을 초래한다. 넷째, 통화정책의 자율권 훼손의 위험(Fear of money autonomy)이다. 자본시장 개방은 통화정책의 선택지를 제한한다. 예를 들어 자본유입이 증가하며 국내 물가가 상승한다. 물가를 잡으려면 중앙은행은 금리를 올려야 한다. 하지만 국내 금리가 올라가면 해외 자본입장에서는 더 좋은 투자대상이 되므로 자본유입은 늘어난다. 따라서 중앙은행은 금리를 올리면 안 된다. 물가상승을 고려하면 금리를 올려야 하지만, 자본유입을

고려하면 금리를 올려서는 안 되는 딜레마에 빠지는 것이다.

최근에는 이 외에도 자산거품(Asset Bubbles)과 경기증폭성(Pro-cyclicality)의 공포가 추가되었다. 자산거품의 공포는 과도한 자본유입이 자산시장으로 흘러 들어가는 것을 말한다. 경기증폭성이란 자본의 유출입이 경기변동과 추세를 같이 하여 경기변동성을 심화시키는 현상을 말한다. 경기가 좋을 때는 자본이 유입되어서 돈이 넘치게 되고, 경기가 나쁠 때는 자본이 유출되면서 더 악화된다.

최근 국제적 차원에서 거시건전성과 자본유출입 규제를 위한 논의와 정책이 활발하게 전개되고 있다. 2009년 피츠버그에서 열린 G20 정상회의에서는 프랑스와 독일이 단기성 외환 거래에 세금을 부과하는 금융거래세, 일명 토빈세(Tobin tax)를 도입하자는 주장을 제기했다. 2010년 서울에서 열린 G20 정상회의는 "신흥국은 과도한 자본유출입 변동성을 완화하기 위해 거시건전성 조치를 취할 수 있다"고 선언하였다. 그간 자본시장 규제에 부정적이었던 IMF도 입장을 선회하여, 2010년 2월 자본유출입 규제가 통화정책의 자율성을 높이고 유입자본의 성격을 건전하게 바꾸는데 효과적이라고 인정했다.[4)]

개별 국가 차원에서는 브라질이 2009년 이후 외국인의 주식 및 채권 투자에 부과하는 거래세를 단계적으로 인상하고 있으며, 태국은 2010년에 외국인 채권투자 소득에 대한 면세조치를 폐지했다. 인도네시아도 같은 해부터 외국인이 중앙은행채권을 매입할 경우 최소 1개월 이상 보유하도록 하는 의무를 부과했다. 특히 경기변동에 순응하는 선진국 자본의 과도한 유입과 유출에 경계하기 위해 신흥국과 개발도상국에서 주로 자본유출입 규제를 고려하거나 실시하고 있다.

3. MB정부 유일한 성과, 외환건전성 부담금

우리 정부도 2009년 9월 '금융회사의 외환건전성 제고 및 감독 강화 방안'을 발표하였다. 외환 파생상품 거래 한도를 낮추고, 외화 안전자산 보유액을 의무화하는 등의 방법을 통해 외화 자산과 부채 간 만기불일치 문제를 해소하는 것을 주된 목표로 한다. 하지만 국내 은행과 외국은행 국내지점(외은지점)만을 대상으로 했기 때문에 증권사나 해외은행으로 거래하는 것을 규제하지 못하는 문제가 있다.

3) Magud 외, 2006, Capital control : An evaluation, NBER Working papers
4) IMF, 2010, Capital Inflows : The Role of Controls, IMF Staff Position Note 10/04

2010년 6월에는 '자본유출입 변동 완화방안'을 발표하였다. 금융위원회가 발표한 이 보고서는 상당히 주목할 만하다. 한국경제가 그동안 경험한 금융위기의 근본 원인이 자본유출입의 과도한 변동성에 있음을 인정했기 때문이다. 특히 은행 부문을 통한 차입의 변동성이 높았다는 점을 지적한 것도 주목할 만하다. 1997년 외환위기의 금융부문 원인은 국내은행의 단기차입 급증이었고, 2008년 금융위기는 외은지점의 단기차입 급증이 주요 원인이었다.

위 보고서의 결과로 2011년 8월부터 외환건전성 부담금 방안이 시행되고 있다. 외환건전성부담금은 금융위기 이후 미국과 유럽 등 선진국에서 도입하고 있는 은행세(Bank levy)를 신흥국인 우리나라의 구체적 실정에 맞게 적용한 것이다. 이 조치의 핵심 내용은 비예금성외화부채에 대하여 세금을 부과하여 외국환평형기금으로 적립하는 것이다. 단기일수록 투기성 자금이라 판단하고 높은 세율을 부과하는 식으로 차등을 두었다. 이렇게 적립된 재원은 금융위기가 발생할 경우 금융회사에 대한 외화유동성 공급 용도로 활용한다는 계획이다.

[표2] 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 중 95% 이상을 은행권이 차지하고 있다. 이 중 62%를 국내은행이, 38%를 외은지점이 보유하고 있다. 특히 외은지점은 1년 이하의 단기부채가 80% 이상을 차지하고 있다. 0.2~0.02%로 만기에 따른 차등세율을 적용할 경우 국내은행과 외은지점으로부터 각각 1억 달러 가량의 적립금을 걷을 수 있다. 또한 단기부채가 줄어드는 효과도 기대할 수 있다.

[표3] 국가별 은행부과금 개요

구분	영국	독일	프랑스	스웨덴	한국
부과대상 기관	은행 및 은행그룹	은행	은행	예금수취기관	은행
부과대상 형태	비예금부채	비예금부채	위험가중자산	부채	비예금외화부채
부과요율	0.075	당기순이익	0.25	0.036	0.2~0.02

		15% 이내			
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 신용창출 과정을 통해 과도하게 확대되는 것을 억제하기 위해 도입되었다. 따라서 위의 표에서 보는 것처럼 다른 나라는 대부분 비예금성부채를 모두 포괄하고 있다. 비예금성부채란 주로 단기 자금조달을 목적으로 도입된 RP(환매조건부채권), CP(기업어음) 등을 말한다. 은행보다는 증권사 등 비예금수취기관에서 상대적으로 많이 보유하고 있다. 따라서 향후 비예금성 외화부채뿐만 아니라 모든 비예금성부채에 부과금을 부과하고 외화부채에 상대적으로 높은 부과요율을 부과하는 방향으로 개선되어야 한다. 현재 0.02~0.2%의 세율은 너무 낮기 때문에 단계적으로 1%까지 인상해야 한다.