

國際通貨基金 支援 以後 亞細亞 外換危機國의 經濟指標 比較評

朴 東 烈
經營學部

<要約>

1997년 중반에 發生한 亞細亞 通貨危機는 當事國들의 經濟指標(經常收支, 經濟成長率, 物價指數)上으로는 3년여만에 終熄되었다고 나타나고 있다. 그러나 國際金融의 側面에서 보면, 특히 資本市場에서의 投資家들의 立場에서 보면 終熄의 기미가 보이지 않고 있으며 再發 憂慮의 徵候까지 보이고 있다.

本研究에서는 ADB資料를 根據로 亞細亞 通貨危機 當事國들의 經濟指標를 比較 分析한 다음, 亞細亞 資本市場에서 나타나고 있는 否定的 側面의 現象을 多角的으로 논하였다. 이를 基盤으로 IMF資料와 美國과 日本의 閣僚 및 專門家의 研究內容 그리고 各種 國際會議에서의 論議事項을 綜合 整理하여 通貨危機의 再發防止 및 發生 時 早期鎮火의 方向을 國際協力과 民間部門의 役割 擴大 次元에서 論하였다.

Analysis and Evaluation of Economic Index on Asian Foreign Exchange Crisis Nations after IMF's Assistance

Park, Dong Rhyul
College of Business Administration

<Abstract>

According to indices(e.g. Balance of current account, Rate of economic growth, Consumer's price index) published by the related Asian countries, it seems that the

currency crisis of Asia occurred in the middle of 1997 has been over in about 3 years.

However, the international finance, especially investors at the capital market, estimates that there is no symptom of such termination. They show the woriment of reoccurrence.

Based on the ADB data, this study first compares and analyzes economic indices published by the related Asian countries, then discusses various negative situations occurred at Asian capital market.

Finally, this study proposes the idea that can prevent the reoccurrence of currency crisis and resolve the occurrence as soon as possible, after analyzing the IMF data, expert opinions of American and Japanese, and international conference papers.

I. 序論

亞細亞 通貨危機는 1997년 중반 發生 以後 불과 3년여가 지난 2000年 당시의 經濟指標의 推移로만 分析을 하면 終熄되었다고도 볼 수 있으나, 資本市場(投資家)의 評價는 危機以前의 水準을 回復하였다고 하기 보다 아직 克復의 과정에 있다고 본다.

지난 3년여 동안 通貨 經濟危機의 再發을 防止하려는 目的으로 IMF의 처방전에 대한 是非와 問題點 把握, 今後의 처방전과 國際協力의 새로운 展開에 대한 論議가 進行되고 있는 반면에, 一部 經濟先進卷(美國 및 日本)의 亞細亞 經濟圈에 대한 이니시아티브를 잡으려는 政治的 目的의 論議도 多角的으로 舉論되고 있다.¹⁾

그런가 하면 亞細亞國家들 가운데 1997년 중반의 通貨危機가 이미 終熄되고 새로운 經濟跳躍의 軌道進入의 局面에서의 政策樹立에 沒頭하는 傾向마저 보이고 있는 實情에서 亞細亞通貨危機를 言及하는 것조차 별 意味를 갖지 못하는 地境에 이르고 있다.

本研究는 과연 亞細亞 通貨危機가 終熄되었는가에 대한 論議를 現狀認識과 리스크에 대한 概念 定立에 基礎하여 지금까지 亞細亞通貨危機에 관하여 이루어져 왔던 여러 가지를 (1)現狀에 대한 再認識 (2)亞細亞에 관계된 새로운 國際通貨制度 (3)資本去來規制의 是非 등 3가지의 테마별로 論述하고 각각에 대하여 解決되어야 할 問題點을 抽出한 다음 이에 대한 對備策을 論하고자 한다.

II. 現狀에 대한 在認識

外換危機 發生으로부터 불과 3년이 經過한 후부터 亞細亞 當事國들은 그들 經濟指標만을 가지고 總體的인 危機克服 및 새로운 跳躍을 위한 政策立案에 没頭하는 傾向이 있으나, 經濟指標만을 가지고 危機以前의 水準으로 復歸했다고 보기 어려우며, 資本市場에 參與하는 投資家의 立場에서 보면, 새로운 問題點은 恒常 存在하고 있음을 認識하게 된다.

이에 대하여 具體的으로 言及하여 보자.

1) 高橋洋一, 「重要なアジア金融支援」, 日本經濟新聞, 2000年 6月 2日。

II-1. 經濟指標 考察

亞細亞 開發銀行(ADB)은 매년 4월 Asian Development Outlook(ADO)를 發表하여 있는 데 1999년 前半 亞細亞經濟의 回復이豫想外로 顯著하게 나타남에 따라 同年 9월 이후 異例的으로 中間 亞細亞 經濟데이타를 發表하고 있다.

以下에서는 이를 土臺로 通貨危機를 겪었던 亞細亞 各國의 經濟回復 狀況을 具體的으로 살펴보고자 한다.²⁾

특히 經常收支, 消費者物價指數 및 GDP成長率에 대하여 IMF의 支援을 받았던 亞細亞 3개국(韓國, 인도네시아, 타일랜드, 이하 IMF 3개국으로 칭함)의 相互比較를 <圖-1> <圖-2> <圖-3>을 通하여 論하는 한편, 持續的인 通貨·經濟危機로 인하여 IMF支援을 계속 받고 있는 菲律賓³⁾, 馬來西아를 <圖-4> <圖-5> <圖-6>을 通하여 比較 分析하고자 한다.⁴⁾

가장 顯著히 改善되고 있는 經濟指標는 經常收支(GDP에 대한 比率로 表示)로 나타났다. 1997년도에는 IMF 3개국이, 1998년도에 들어서는 5개국 모두가 顯著한 經常收支 改善을 보였다.

通貨危機 以後 이들 國家들은 輸入의 減少가 輸出의 減少를 크게 上廻하여 온바, 이는 이후 國內景氣의 回復을 追求하는 經濟政策을 遂行하는 過程에서 輸入이 크게 增加됨에 따라 經常收支는 오히려 惡化된 것으로 볼 수 있다. 이는 IMF가 1998년 4월 이미 豫測하여 온 대로 展開되고 있음을 意味한다.⁵⁾

5개국 가운데 IMF 3개국 특히 타일랜드의 回復이 매우 큰 반면, 菲律賓과 馬來西아는 약한 V자형으로 經常收支 改善의 回復이 낮게 나타났다.

다음으로 消費者物價指數를 살펴보면, 5개국 모두 1998년도를 起點으로 크게 改善되고 있는데 특히 인도네시아의 경우 通貨危機로 인한 消費者物價指數의 打擊이 격심한 것으로 分析된다. 後衛하겠거니와, 通貨危機로 인한 인도네시아 루피아의 外換市勢의 下落率은 다른 亞細亞國家 通貨의 2배에 달했으며, 이는 수하르토 政權의 退陣과 이에 따른 政情不安, 物流의 機能 不完全化와 맞물려 消費者物價의相當한 양등으로 나타났다고 볼 수 있다.

亞細亞通貨危機에 있어서 인도네시아의 特異한 점은 後에 詳述하겠거니와, 여러 가지 점에서 觀察되었다시피, 通貨制度와 資本去來 對策의 問題를 檢討하는 契機가 되었다.

GDP成長率에 있어서 5개국은 모두 1998년도를 頂點으로 하는 典型的인 V자의 回復패턴을 나타내고 있다.

이러한 經濟 諸指標의 顯著한 改善에 힘입어 ADB는 1999년 日本을 除外한 亞細亞地域(Developing Asia)의 經濟成長率이 内需 및 輸出의 계속적인 增加로 인하여 1999년과 2000년도에는 5.5%以上의 成長을 豫測하는 한편, 다우젠지수 리스크는 韓國의 財閥改革

2) Asian Development Bank "Asian Development Outlook 1999 update" Sept. 14, 1999

3) 菲律賓의 경우는 지금 論하고 있는 亞細亞 國家중 唯一하게 通貨危機 以前부터 IMF로부터 信用供與를 받아왔기에 같은 範疇에 넣기는 곤란하나 一旦 論理를 展開한다.

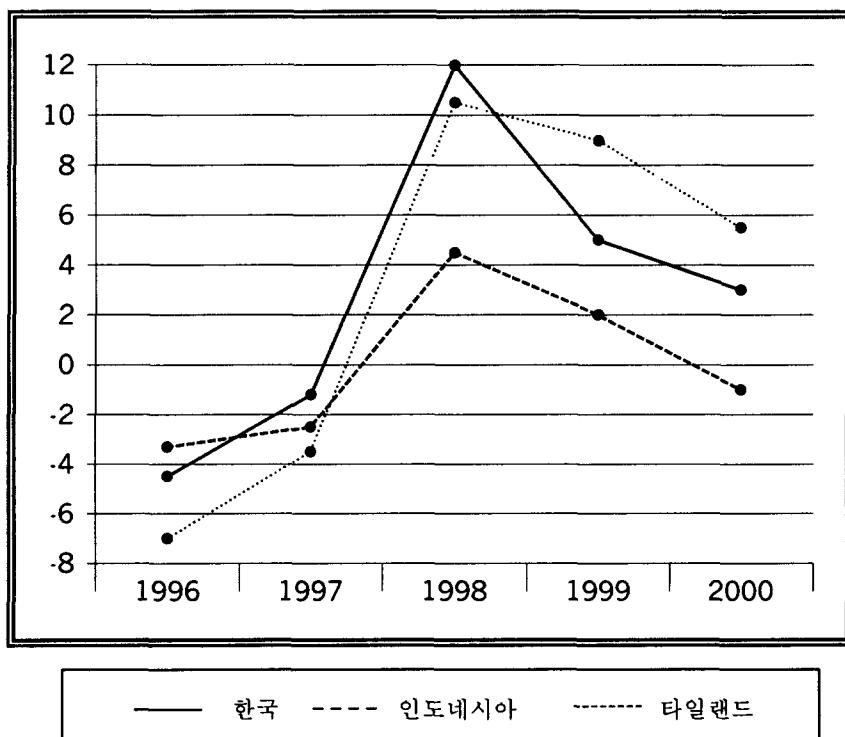
4) ADB Ibid., p47-51로부터 要約하여 作成.

5) IMF "World Economic Outlook(이하 WEO)", April, 1998 p62-63

問題, 亞細亞 各國의 金融機關의 再編 및 健全化 問題, 中國 金融部門 및 國營企業의 脆弱性 等 個別國家의 問題點들을 指摘하였으나, 國際通貨制度와 資本去來의 글로벌리제이션에 대해서는 서두르지 않았다.⁶⁾

한편 IMF는 1998년 4월 亞細亞 經濟回復의 열쇠로써 亞細亞 各國의 貿易收支 改善과 亞細亞 各國의 國內-外에 있어서 자금흐름의 回復을 舉論하였는데, 貿易收支는 上述한 대로 顯著히 改善되었다고 判斷하였으나, 後者 즉 金融部門에 대해서는 당시 아직 信賴回復에 未洽하다고 보았다.⁷⁾ 그로부터 1년이 經過한 1999년 IMF는 亞細亞 國家에 따라 차이는 있으나 回復의 速度가 豐想보다 빨리 回復되어 가고 있다고 認識하는 가운데 世界經濟, 특히 國際金融의 問題의 深刻性을 亞細亞보다 러시아 및 브라질에서 있다고 認識하게 되었다.⁸⁾ 더욱이 1999년 10월刊 Economic Outlook에서 밝힌 바에 의하면 亞細亞經濟가 顯著한 回復을 분명히 계속하고 있으며 이러한 經濟回復을 可能케 하는 條件으로써 金融部門과 企業部門의 構造改革을 肯定的으로 評價함과 아울러 그 速度가 다소 느린 감은 있으나 착실한 成果를 나타내고 있다고 報告함으로써 상술한 ADB와 비슷한 評價를 내렸다.⁹⁾

<圖-1> 경상수지 (% of GDP, 資料 : ADB)



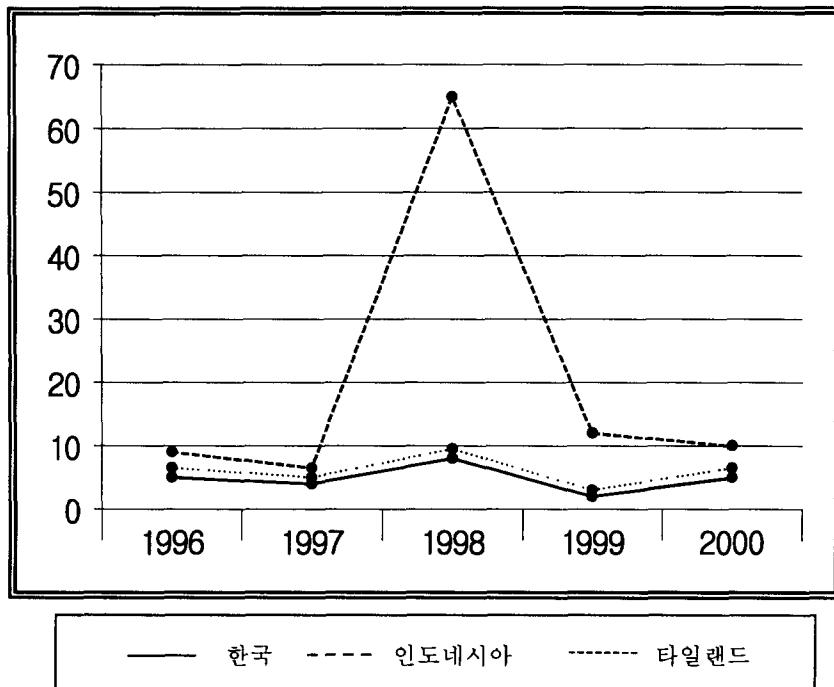
6) ADB Ibid., p.8.

7) IMF "WEO", April, 1998 p.20.

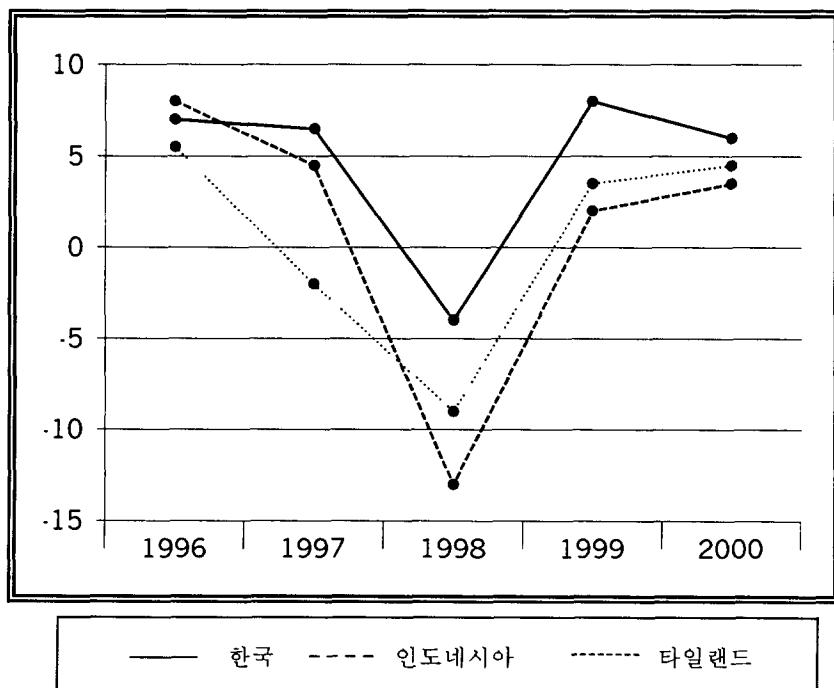
8) IMF "WEO", May, 2000. p.29-33.

9) IMF "WEO", October, 1999 p.60-66

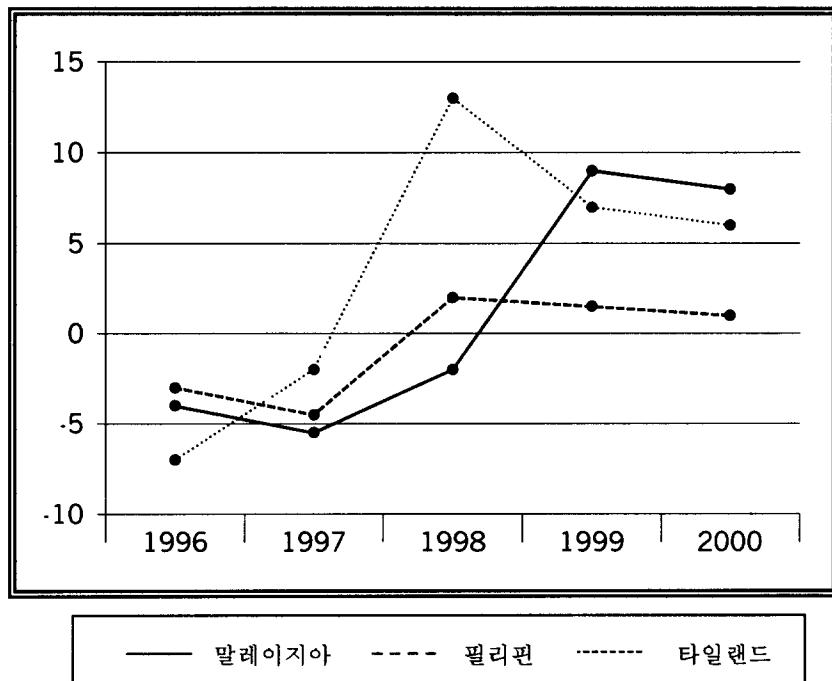
<圖-2> CPI (% of pa, 資料 : ADB)



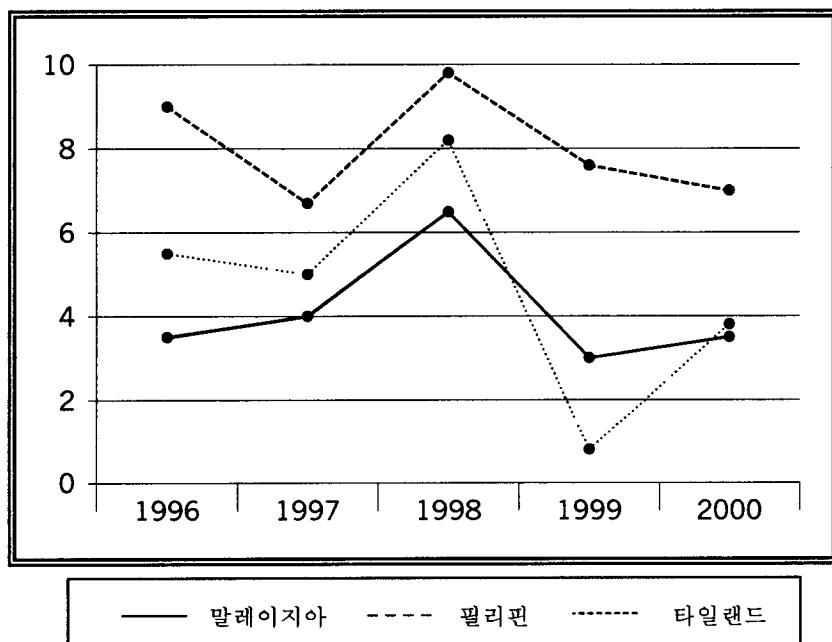
<圖-3> GDP Growth (% of pa, 資料 : ADB)



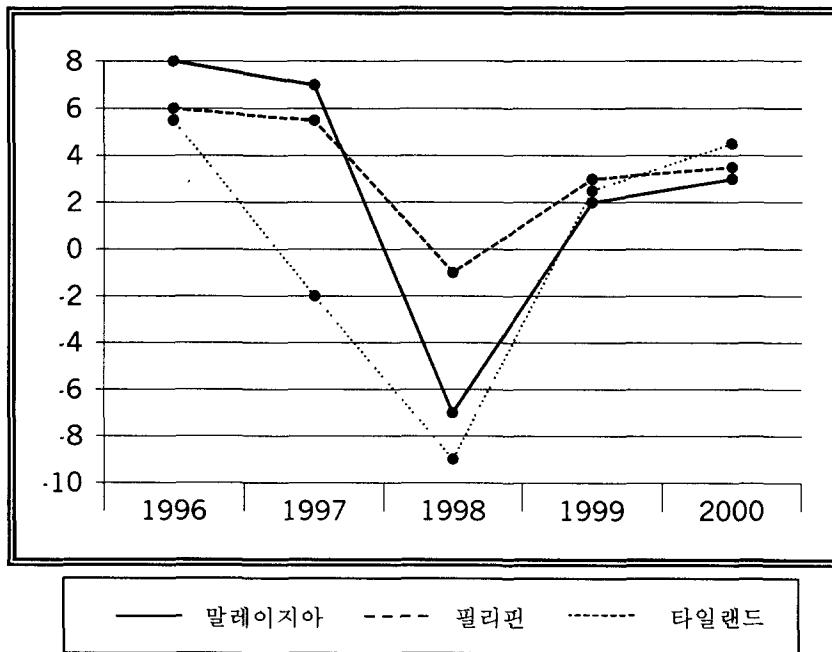
<圖-4> 경상수지 (% of GDP, 資料 : ADB)



<圖-5> CPI (% of pa, 資料 : ADB)



<圖-6> GDP (% of pa, 資料 : ADB)



II-2. 資本市場(投資家)에 의한 評價

經濟指標의 改善은 以上과 같이 肯定의이지만 直接 資本市場에서 亞細亞通貨 및 그들 국가의 有價證券을 비롯한 各種 債券에 대한 評價는 어떠한가?

資本市場에서의 直接的인 計測資料에 의한 信賴度 評價手段은 어려울지 모르나, 資本市場 自體가 形成한 2개의 指標 즉 <Sovereign Bond의 T-spread> 또는 <國際外換市場에서 外換市勢의 推移>를 計測資料로 삼아 亞細亞 各國의 信賴回復를 計測하여 보자.

一部의 經濟指標가 通貨危機 以前의 水準으로 回復되었거나 回復되어가고 있는데 반하여, 資本市場에서의 信賴回復은 通貨危機 以前水準으로의 回復에는 아직 이르지 못한 것으로 밝혀지고 있다.

II-3. T-Spread의 推移

資本市場에서의 信賴度를 計測하는 方法의 하나로써 T-Spread(US\$建國債의, 殘存期間이 가장 近似한 美國財務省 證券의 利子率에 대한 2차 市長에서의 上昇幅)의 推移를 調査한 結果가 <圖-7>(FT/Interactive Data에 의한 月末值)에 나타나 있다.

對象國은 亞細亞通貨危機國(發生國)인 타일랜드, IMF의 支援을 받지 않고 위기를 극복한 필리핀, 危機의 影響이 輕微했던 中國 이상 3개국이다.

우선 전체 그림에서 보면 이 3개국이 각각 面に直面하였던 通貨危機의 原因 時機 規模 및 쳐방전이 모두 다름에도 불구하고 T-Spread의 推移는 共通의 面이 있고, 各國의 差異는

1997년 10월로 나타나 있다. 이는 通貨危機 發生 直前 國際資本去來가 一時에 亞細亞 各國에 衝擊을 가한 것으로 分析된다.

通貨別로 分析하여 보면, 타일랜드의 경우 通貨危機 發生 直前인 1997년 5월 T-Spread는 0.89%이었으나 同年 10月 6.0%로 피크에 到達하여 菲律賓의 5.4%를 上廻하였다.

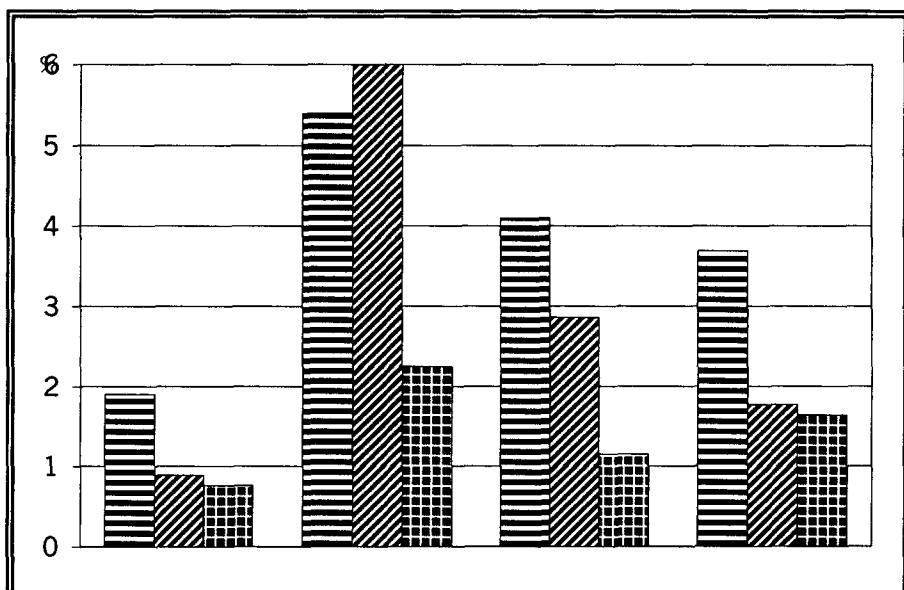
통화위기 發生으로부터 1년이 經過한 1998년 5월 2.8%까지 回復하였으며, 結局 1년 후인 1999년 5월에 들어서야 1.77%로 나타났으나 이도 역시 通貨危機 前 0.89%보다 2배 가까운 數值이며 回復速度도 매우 둔한 것으로 나타나고 있다.

IMF로부터 支援을 받지 않은 菲律賓의 경우 타일랜드와 같은 樣相을 보이는 것 이외에 危機以後의 回復樣相은 타일랜드보다 둔한 모습으로 나타나 있다.

通貨危機의 傾向을 적게 받은 中國의 경우도 피크를 이루었던 1997년 10월의 T-Spread는 危機直前의 3배에 달하는 2.25%이었으며, 危機發生 2년이 經過한 1999년 5월에 들어서도 危機 以前의 水準에는 復歸하지 못하고 있으며 그림에서는 나타나 있지 않으나 IMF 3개국의 경우 1999년 이후에도 T-Spread가 深化되는 傾向이 나타나는 바, 이는 資本市場에서의 認識이 아직 樂觀的이지 못함을 意味한다.

새로운 通貨危機의 再發防止와 Contagion을 防止하기 위하여 國際的인 組織과 政策이 必要한 理由가 여기에 있다고 볼 수 있다.

<圖-7> Sovereign Bond의 T-spread 推移(資料 : Interactive Data)



	1997년 5월	1997년 10월	1998년 5월	1999년 5월
필리핀	1.90	5.40	4.10	3.69
타일랜드	0.89	6.00	2.86	1.77
중국	0.76	2.25	1.15	1.64

II-4. 外國換市場에서의 換時勢 推移

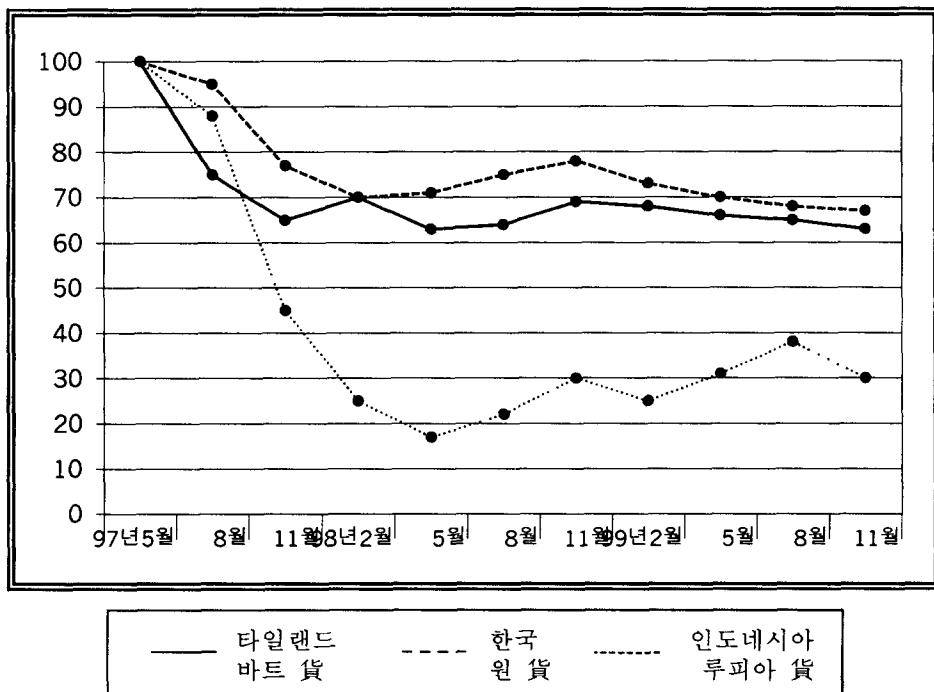
다음으로 IMF支援을 받은 3개국의 外國換市場에서의 換時勢 推移(名目, 月末 인터-뱅크 終價 基準, 1997년 5월부터 1999년 9월. 資料 : OANDA)를 <圖-8>을 통하여 알아보자.

그림에서 나타나 있는 意味는 2가지로 要約 될 수 있다.

첫째 各國의 通貨는 1997년 第4分期에 큰 平價切下가 되었다가 現在 比較的 安定된 價值을 維持하고 있으나 危機以前의 水準은 아니라는 점이다. 이는 各國이 換率制度를 US \$와의 링크에서 벗어나 變動換率制로의 移行으로 起因된 것이다(말레이지아에 대해서는 後術) 變動換率制 施行에 따르는 自國通貨의 過大評價가 없어진 후 外換市場에서의 강한 上方硬直性向이 觀察되어진다. 이는 實效實質換率의 變動에 의해서 즉각 經常收支이 變化(改善)되는 要因作用으로 이는 傳統적으로 實物經濟에 앞선 資本去來의 強性側面으로 볼 수 있다.

둘째 인도네시아 루피아가 急擊히 平價切下되었다는 점으로 下落幅은 다른 國家와 比較 할 때 2배 以上으로 나타났다. 또한 다른 國家가 最低值를 記錄한 以後에도 인도네시아 루피아는 계속 價值가 下落하여 1998년 6월에 2번째 最低值 以後 다른 亞細亞國家와의 隔差가 더욱 심해짐은 물론 縮小의 기미가 전혀 없다. 이렇게 인도네시아가 받은 엄청난被害는 後述하겠거니와 通貨危機期間 中에도 인도네시아의 國內的 特異性으로 인하여 IMF 3개국 중 資本去來規制를 받지 않은 유일한 國家였음을 감안할 때 인도네시아 루피아의 換時勢의 이와 같은 變動은 資本去來가 큰 役割을 하고 있음을 쉽게 認識할 수 있다.

<圖-8> 亞細亞 主要國의 貨幣價值 變化率 推移(1997년 5월 基準, 資料:OANDA)



II. 亞細亞에 關係되는 國際通貨制度

아세아에 관계되는 새로운 국제통화제도의 형태에 대하여 2가지 측면으로 살펴보자.
그 하나는 US\$와 링크시키는데 따르는 제반 시비문제, 또 하나는 이에 대한 일본의 이니시아티브에 대한 평가이다.

III-1. US\$와의 링크문제,

亞細亞通貨危機 發生要因의 하나로 자주 舉論되는 事項은 亞細亞 各國의 通貨들이 US\$와의 링크에 있어서 過大評價 되었다는 점일 것이다. 예를 들면, 日本 대장성이 1997년 10월에 外國換市勢 등을 審議할 目的으로 設置한 <亞細亞金融資本市場部會>가 翌年 5월에 發表한 報告書(亞細亞 通貨危機에서의 視準點)에서 “各國은 貿易相對國에 대한 實態와 關係없이 通貨를 US\$에 링크시키는 리스크가 이번 危機를 誘發시켰다. 다시 말하면 1995년 이후 US\$強勢 推移가 계속되는 가운데에서도 亞細亞 各國은 實質實效換率을 높여 輸出品의 競爭力を 減退시킬 憂慮를 發生시켰다.”고 指摘하였다.¹⁰⁾

이와 같이 亞細亞 通貨가 US\$와의 링크에 있어서 過大評價되었을 때 經常去來와 資本去來가 混同되어 소위 混同되지 않은 巨視經濟部門에 대한 適切한 區分이 어려운 狀態가 되어 論議自體가 不必要한 混亂을 야기한다. 왜냐하면 上述하였다시피 通貨危機에 直面한 亞細亞 各國에서 換時勢의 急變의 科程에서 있었던 資本去來가 큰 役割을 했기 때문이다.

以下에서는 資本去來를 大命題로 삼아 US\$링크에 관한 諸論議를 整理하여 보자.
먼저 꼭 알아두어야 할 事項은 亞細亞 各國의 通貨가 US\$와 링크되어 있었으나 亞細亞 通貨危機 以前부터 같은 樣相을 띠지는 않았다는 점이다.

亞細亞 通貨危機가 發生되기 전 5년간(1991년부터 1995년) 亞細亞 通貨의 變動推移를 <表-1>에서 살펴보자. <表-1>은 亞細亞 5개국의 對美換率의 年間平均值를 5년간에 걸쳐 比較하고 각각의 最高值와 最低值間의 變動率과 每年 平均換率의 前年對比 上昇-下落回數를 調査한 것이다.

여기에서 알 수 있듯이 5개국 通貨 가운데 타일랜드 바트貨가 가장 작은 變動幅을 보였고, 典型的인 US\$링크제를 실시한 韓國의 원화가 그 다음이며, 가장 타격이 커던 通貨는 인도네시아는 管理變動換率制하에서 대체로 一定 페이스를 維持하면서 自國通貨를 平價切下 시켜왔다. 後述하겠거니와 危機 以前에 經常收支의 惡化가 나타나지 않은 점으로 보아 通貨危機의 原因을 루피아의 過大評價에서 찾는 것은 無理라고 단정할 수밖에 없다.¹¹⁾

또한 日本 대장성이 1997년 10월에 外國換市勢 등을 審議할 目的으로 設置한 <亞細亞金融資本市場部會>의 報告書에 의하면 通貨危機 直前 各國 通貨의 實質實效換率은 菲리핀이 두드러지게 높고 반대로 韓國이 가장 낮았는데, 이는 各國 通貨의 價值下落의 原因이 一定하지 않고 多樣하였음을 意味한다. 더욱이 <表-1>에서 分明히 나타나는 것처럼 말레이시아와 菲리핀의 變動率이 타일랜드에 비하여 매우 크고 上昇-下落의 回數도 비슷한데, 이를 볼 때 自國通貨의 대미링크제로 인하여 危機가 發生했다고 結論짓기는 어렵다.

10) 外國為替等審議會「アジア通貨危機に學ぶ」May,1998. 8 ページ.

11) 前掲書, 參考資料 3ページ

<表 1> 亞細亞 各國의 換率의 推移

	최저치	최고치	변동율(%)	전년비 상승회수	전년비 하락회수
타일랜드	25.6	24.9	2.8	5	0
인도네시아	2249.0	1843.0	22.0	0	5
필리핀	27.5	24.3	13.2	3	2
말레이지아	2.75	2.50	10.0	2	3
한국	803.5	707.8	13.5	1	4

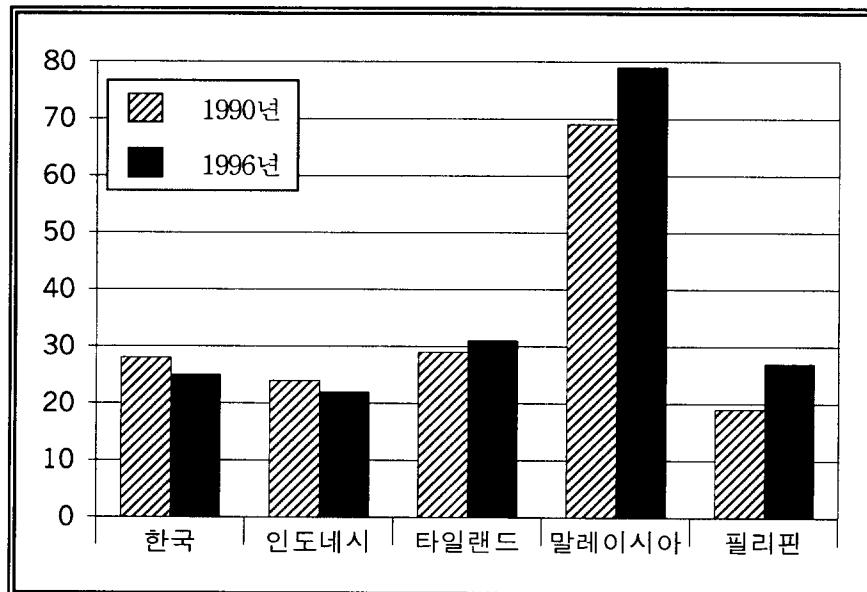
이를 볼 때 各國通貨의 대US\$變動 許容度의 差異는 經濟構造, 貿易構造의 差異에 起因된 것으로 볼 수 있다.

<圖-9>는 1990년부터 通貨危機 發生 前年(1996년)까지에 걸쳐 亞細亞 5개국 經濟의 輸出依存度(輸出總額/GDP)의 變化를 調査한 것이다.¹²⁾

먼저 注目되는 事項은 말레이지아의 輸出依存度가 가장 높은데, 단순히 數值上으로 뿐만 아니라 通貨危機 發生 前 6년간에 걸쳐서도 68.9%에서 79.0%로 높게 上昇하였다는 점이다.

다음으로 注目되는 事項은 필리핀의 경우로, 1990년 18.9%로 가장 낮은 輸出依存度를 보였는데 1996년에는 25.0%로 急擊히 上昇하여 인도네시아와 韓國을 제쳤고, 타일랜드의 水準에 가까이 갔다.

<圖-9> 輸出/GDP 比率 (資料 : 韓國銀行, 日本 經濟企)



12) 日本 經濟企劃廳「Asia 經濟 1999」1999年 6月 p.312-313, p.332-333

말레이시아와 필리핀의 경우 電子產業을 중심으로 한 現地加工-再輸出 形態의 海外直接投資 誘致政策에 프라이어티를 두었다고 여겨지며, 輸出競爭力에 있어서 自國通貨에 依存하는 정도가 다른 3개국에 비하여 매우 낮기 때문에 대US\$ 換率變動率이 높았다고 보여진다.

특히 外國資本 誘入 局面을 맞아 自國通貨의 上昇을 許容한 말레이시아 필리핀의 換率政策은 投資家에 대하여 換率變動으로 인한 危險을 警告할 수 있다는 점에서, 이러한 政策을 施行하지 않는 타일랜드 인도네시아와는 매우 異質的이라고 分析된다.

이와 같이 亞細亞 各國은 經濟政策에 있어서 共通點이 없는 서로 다른 理由와 原因에 의해서 通貨危機가 發生되었다. 즉 韓國과 타일랜드의 경우 後述하겠거니와 US\$링크로 인하여 自國通貨를 過大評價 했기 때문에 輸出競爭力 低下시켜 經常收支를 惡化됐다는 從來의 論理는 說得力이 없으며, 특히 말레이시아와 필리핀의 경우는 처음부터 資本去來에 대해서 彈力的 換率政策을 運營해 왔는데도 불구하고 危機擴散의 餘波를 막지 못한 것이다. 말레이시아의 경우는 上述한 바와 같이 換率制度의 運營과 關係없이 資本去來 自體가 危機의 原因으로 보여진다.

여기에서 얻을 수 있는 通貨 經濟危機 再發 防止策의 主要 骨子는 經常去來의 安定性의 確保와 資本去來에 있어서 市勢變動을 吸收할 수 있는 메카니즘을 設定하는 것이다.

이를 위하여 變動換率制가 全面 實施되어야 할까?

變動換率制하에서는 自國通貨의 過大評價를 防止할 수는 있다. 그러나前述한 바와 같이 말레이시아 필리핀 인도네시아의 經驗에 비추어 國家間 資本去來가 擴大되면 經常去來의 크게 制限해야만 危機의 感染抑制가 可能하다. 現實的으로 많은 亞細亞 通貨가 危機以後 US\$링크를 잠시 離脫하였으나 이는 外換準備가 苦渴된 狀態에서 마지못해 選擇한 것이지 自國通貨의 過大評價를 事後的으로 修訂하려는 政策에서 나온 것이 아닌 것이다.

變動換率制의 移行 以後 換時勢를 보면 <圖-8> 韓國 말레이시아 타일랜드의 경우 1998년 1월(인도네시아의 경우는 政權交替 直後인 1998년 6월)最低值에서 벗어나 安定圈에 들어왔다. 그러나 이 安定은 새로운 國際通貨制度의 設立이前提되지 않은 狀態에서의 安定이므로 제2의 通貨危機의 所持는 常存함은 周知의 事實이다.¹³⁾

그렇다면 逆으로 US\$링크제로 復歸하지 아니하고 제3의 通貨와 巴斯켓링크(Currency Board) 또는 固定換率制의 實施가 可能할까?

固定換率制에서 資本去來가 可能하려면 그 耐久的 限度(外貨準備高)가 必要하다.

以上에서와 같이 단순한 US\$링크에로의 復歸 또는 經常去來를 基本으로 하는 巴斯케제 도로의 轉換은 解答이 될 수 없다.

Currency Board理論으로 잘 알려진 돈 부시의 모델은 中南美 諸國에 대한 保守的이면서 規律的인 經濟運營을 주로 하는 처방전 중에 하나로 認識되어 질 수는 있으나,¹⁴⁾ 亞細亞 國家에 適應하기에는 限界가 있다. 한때 인도네시아의 鬪爭民生黨이 Currency Board를 提唱하였으나 論理 展開가 매우 不透明하여 採擇되지 않았다.¹⁵⁾

13) IMF "IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Assessment" Jan. 1999 p.143

14) Rudi Dornbusch "The Brazil Problem: V-Shaped Recovery And Beyond" April, 1999, p.8-11.

固定換率制도를 論議하는 根據로는 通貨危機 期間 中 唯一하게 固定換率制를 導入했던 말레이시아(1998년 9월 1일)에 대한 評價 때문일 것이다. 이에 대하여 結論부터 말하면 말레이시아의 通貨政策의 特징은 通貨危機 前後를 막론하고 資本去來에 대하여 (인도네시아와 對照的으로)警戒的 스탠스를 堅持하여 왔다는 점이다. 이에 대해서는 以下에서 詳述한다.

周知하는 바와 같이 말레이시아의 經濟回復도 餘他國들과 같이 順調로 왔지만 그 特徵은 다음의 4가지로 집약 될 수 있다.¹⁶⁾

첫째 말레이시아의 固定換率制는 資本去來規制라는 여러 政策을 包括하는 가운데 導入되었는데 그 주된 目的은 US\$링크보다도 資本去來를 規制하는 데에 있다.

둘째 말레이시아의 輸出依存度는 다른 亞細亞 國家들과 比較할 때 突出되어 나타날 정도로 높은데 이는 輸出을 통한 經濟回復을 겨냥하는 政策 때문이다.

셋째 危機가 빈번한 亞細亞 各國通貨의 換時勢가 急擊한 流出 및 流入을 가져옴에 따라 (<圖-8> 참조)固定換率制의 手段으로 危機의 傳播를 막으려는 意圖가 內在되어 있다.

넷째 政府가 外貨資金의 管理를 中央集權의으로 隨行함으로써 IMF支援을 받지 않으려는 의도 때문에 變動換率制를 導入하였다.

말레이시아가 1998년 9월 이 조치를 취한 것만 가지고 이것이 바람직한 亞細亞 國際通貨制度라고 速斷해서는 안 된다.

적어도 말레이시아는 오래 전부터 資本流入이 적더라도 慎重히 수行하여 왔고(인도네시아와는 매우 對照的) 또한 一連의 措置가 投資家(投機家를 包含하여)를 保護하기 위하여 資金輸入國의 通貨主權 發動이 언제라도 可能하다는 점을 보여 주었다는 점에서 높이 評價할 만하다. 더욱이 이러한 措置는 말레이시아 달러를 約 10% 切上시키는 固定換率制의 導入으로 말레이시아 달러의 短期옵션을 可能케 함은 물론 中長期 海外資金 流入을 위한 機構 設立을 容易하게 함으로써 直接投資를 包含한 經常去來의 安定性을 確保하고 長期의으로는 物價上昇의 抑制 效果도 誘發시켰다. 다만 말레이시아 달러의 過大評價에 따르는 輸出減少 및 尾縮現象도 政府의 中央集權의 巨視政策으로 그 마이너스 效果를 最小化 시켜왔다.

말레이시아의 固定換率制 導入 當時 크게 우려했던 否定的 反應은 없어졌고 오히려 多樣한 換率制度의 共存이 경우에 따라서는 必要하다는 認識이 先進國 사이에서 나타나게 된 것은 亞細亞에 있어서 現實의 亞細亞 國際通貨制度의 再編成이 緊要함을 認識하고 具體的 實行을 위한 前進이라고 評價될 수 있다.¹⁷⁾

國際通貨制度에 있어서 보다 重要한 것은 亞細亞通貨의 US\$링크 또는 現實을 無視한 無限定의 變動換率制에 있지 아니하고 亞細亞의 國家들이 각각 지킬 수 있는 資金收支와 지킬 必要가 없는 資金收支를 識別하는 데에 있다.¹⁸⁾ 또한 이를 可能케 하고 支援이 계속될 수 있는 國際의 프레임워크가 構築되어야 하며, 그 過程에서 이니시아티브를 잡으려는 先進國의 意圖는 封鎖되어야 할 것이다.

15) "Fixed exchange rate system still an option: PDI-P" Jakarta Post, Oct. 4. 1999.

16) 1998년 9월 US\$1當 3.8말레이달러로 交換되었으나 그 直前 同年 7-8월사이에는 4.08 대지 4.27로 約 10% 平價切上이 이루어진 셈이다.

17) Paul Krugman "An open letter to Prime Minister Mahathir", Sept. 1, 1999(Official H.P 參照)

18) J. D .Sachs and W. T. Woo "The Asian Financial Crisis", 'The Asia Competitiveness Report 1999', World Economic Forum, 18 April 1999 參照

IV. 資本去來에 關한 論議

資本去來에 관한 論議는 亞細亞 通貨危機 發生 直後부터 論議되어 왔지만, 最近에는 “21世紀形 危機”에의 對應問題로 提起되고 있는데 亞細亞 通貨危機 當時에는 短期資本移動에 관한 Prudential Regulation形態를 들러싸고 주로 論議되어오고 있다.¹⁹⁾

1998년 9월 말레이시아에 의한 資本規制導入이 成功함에 따라 論議가 本格化 되었고 特히 러시아 危機에 의한 헛지펀드의 損失을 契機로 크게 浮刻되면서 現實的인 問題로 論議되고 있다.

이 問題에 있어서 가장 먼저 그리고 積極的으로 先鋒에 선 나라는 日本으로, 日本政府는 IMF暫定委員會에서 밝힌 日本國Statement(1998년 10월)에서 “一連의 亞細亞 通貨危機의 最大의 特徵은 經常收支의 赤字가 아니라 資本收支의 惡化에 起因한다”라고 斷言하고 完全히 競爭의이지 아니한 市場에 있어서 資本의 自由로운 移動을 위해서는 適切한 手順이 必要하다고 보았으며, 이를 위해서는 IMF에게 資本去來를 一定하게 規制해 줄 것을 要請하였다.

1999년 3월 필리핀 마닐라에서 열린 Highly-Leverage Institutions(HLIs)에 대한 모니터링 強化를 提唱하였다.²⁰⁾(그리고 같은 해 4월 金融安定化 포럼이 成立되어 同 포럼에 있어서 向後 具體的으로 檢討하기로 하였다.)

이미 4월 제52회 IMF 暫定委員會, 5월의 APEC閣僚會議에 있어서도 HLIs의 監視, 및 익스포저의 改善 問題가 論議되었다.

이러한 論議의 展開는 一見 매우 建設的이고 鼓舞的이었으나 한편으로는 長期的인 堅持에서 重大한 失手를 범했다고 볼 수 있다.

다음 事實에 關係하여 이를 자세히 檢討하여 보자.

IMF支援을 받았던 韓國 타일랜드 인도네시아의 通貨危機 發生以前의 時機에 관하여, 短期的인 投機的 動機에 基礎하지 않은 安定的 外資收支(經常的 去來收支)의 推移가 어떠했는가에 대한 觀點에서 IMF 내지 BOK統計에 根據하여 <經常收支+海外直接投資輸入額> (이를 經常的 收支라고 부름. 海外直接投資는 이것을 中長期 長期的 判断에 根據하여 海外企業의 安定的 코미트멘트로 간주하고, 企業體에 있어서 不良債券과 유사하다는 생각을 가지는 것)의 推移를 調查한 結果를 <表-2>에 나타내고 있다.

19) 外國為替等審議會, 前揭書, May, 1998 p.23 以下

20) E.Sakakibara “Reform of the International Financial System”, Speech at the Manila Framework Meeting, March 26, 1999.

<表-2> IMF 支援 3個國의 資本流出 狀況(單位 : \$, 10억. 資料 : OANDA)

	년도	경상수지(A)	직접투자(B)	종합수지(C)	경상적수지 (A+B)	기타자본 (C-A-B)
타일랜드	91	△7.6	2.0	4.6	△5.6	10.2
	92	△6.3	2.1	3.0	△4.2	7.2
	93	△6.4	1.8	3.9	△4.6	8.5
	94	△8.1	1.4	4.2	△6.7	10.9
	95	△13.6	2.1	7.2	△11.5	18.7
	96	△14.2	2.3	2.2	△12.4	14.6
	97	△2.9	3.0	△18.3	0.1	△18.6
인도네시아	91	△4.3	1.5	1.5	△2.8	4.3
	92	△2.8	1.8	2.1	△1.0	3.1
	93	△2.1	2.0	0.6	△0.1	0.7
	94	△2.8	2.1	0.8	△0.7	1.5
	95	△6.4	4.3	1.6	△2.1	3.7
	96	△7.7	6.2	4.5	△1.5	6.0
	97	△4.8	4.7	△7.2	△0.1	△7.1
한국	91	△8.3	1.2	△1.1	△7.1	6.0
	92	△3.9	0.7	3.7	△3.2	6.9
	93	△1.0	0.6	3.1	△0.4	3.5
	94	△3.9	0.8	4.6	△3.1	7.7
	95	△8.5	1.8	7.0	△6.7	13.7
	96	△23.0	2.3	1.4	△20.7	22.1
	97	△8.2	1.8	△11.9	△5.4	△6.5

타일랜드는 1991년부터 1994년 사이에 걸쳐서 經常的 收支赤字를 保全하기 위한 額數의 2배 정도를 外貨로 調達해 왔는데도 불구하고 1995년 이후 經常的 收支赤字가 더욱 深化되어 調達可能值를 輝씬 넘겼다는 事實은 무엇을 의미하는가? 韓國도 똑같은 움직임으로 一貫했다는 점도 注視할 必要가 있으며 특히 1996년도의 經常的 收支赤字가 突出하고 있음을 재삼 認識할 必要가 있다.

이 두 國家에서 여실히 나타나듯이 通貨危機의 主犯은 短期資本 그 自體가 아니라 經常的 收支의 大幅의赤子를 招來한 經濟政策과 構造問題에 있다고 보며, 이러한 경우에는 資本規制는 이를 解決하는 政策으로서 一回性에 지나지 않는다.

資本規制를 論하는 경우 그 처방전이 目標로 하는 것이 一時的 代替療法인가 또는 根本의 原因治療인가를 明確히 區分할 必要가 있다.

한편 인도네시아의 經常的 收支赤字는 通貨危機 直前의 期間 中에도 安定의 推移를 나타내고 있었으나 資本去來의 擴大에 따라 通貨危機의 여파에 露出되어 있었다. 이 地域에 持續의 複은 直接投資로 關心이 많았던 당시 日本의 經濟專門家와 經濟閣僚들은 루피아의 大幅 價值下落의 原因에 대해서 우려하지도 않았고 對策을 세우지도 않았다.²¹⁾ 타

일랜드의 通貨危機의 여파를 받은 인도네시아야말로 보는 觀點에 따라서는 資本去來의 愚弄 당한側面이 強하다고 볼 수 있다. 1995년부터 1996년간 經常收支大幅赤字가 급하게 나타났지만 海外直接投資에 의해서 그相當한部分이 감춰져 있었다. 直接投資가 계속되는 한 그것이 輸出指向形態의 構造를 갖고 있더라도 거의 모든 경우 設備原資材輸入이先行되거나 竝行되기 때문에 경상수지는 赤字에서 벗어나기 힘들다. 이는 특히 開發途上國의 典型적인 貿易構造가 아닐 수 없다.

인도네시아에 대한 처방전으로써 經常收支對策은 타일랜드의 경우처럼 輕視되어서는 안되며, 이러한 意味에서 IMF가 결코 큰 失手를 범했다고 認識이 가지는 않으나 인도네시아가 外換管理를 하지 않았던 것이 루피아의 變動換率制 實施 前에 뿐 아니라 後에도 資本去來가 愚弄 당한側面이 强한 것이다.

인도네시아는 오랜期間 동안 世界銀行의 優等生(겉보기에는 CGI의 支援으로 보여지지만)이었기에, 通貨危機의 餘波가 클 것으로豫見되지는 않았다. 外換management를 施行하지 않고서도 經常的 收支를 지키고 있었지만 이번에는 急擊한 資本移動에 對應하여 이를 對處할 經驗과 技術이 없이 外換準備가 枯渴되고 實質的으로 US\$의 唯一한 供給處였던 中央銀行의 介入을 막을 수 없는 地境에 이르렀고, 出來高를 무시한 Panic적인 外換去來가 명목적인 루피아市場 Indication을 急擊히 밀어내고 經常的 收支가 破壞되어 버린 것이다.

만일 인도네시아가 資本去來의 規制를 일찍 導入하여 施行하여 왔더라면 通貨危機의 餘波를 심하게 받지는 않았을 것이다. 인도네시아는 現在에도 外換管理導入에는 否定的인立場을 계속 堅持하고 있다. 그래서 지금 이 時點에서 注意를 要하는 事項은 인도네시아로부터의 資本流出의 主役은 HLIs이 아니라 인도네시아 華僑가 그 以上的機能을 하고 있으며, 이러한 意味에서 인도네시아에 대한 構造調整을 適切히 서두를必要가 있으며, 이를 強勸하고 있는 IMF를 非難할 수는 없는 것이다.

亞細亞 通貨危機 發生以後 인도네시아의 構造的 特異性에 대해서는 別途의 細密한 研究와 分析 및 評價가 必要하겠으나 특히 上述한 바와 같이 資本規制를 重視하는 政策을 一貫하여 온 말레이시아와 正反對의 政策을 堅持하여 왔고 資本去來의 지나친 放置로 인하여 經常的去來가 제대로 지켜지지 않았던 典型적인 事例로써 인도네시아는 資本規制의 웃고 그름의 是非理論에 있어서 대단한 素材를 提供한 것이 되었다.

인도네시아의 資本流出 問題에 대해서도 別途의 研究 分析이 必要하겠지만 그 最大的 問題點은 인도네시아 國內貯蓄이 반드시 Offshare Money센타를 通해야만 하는가? 다른 機會를 부여할 金融體制의 構造調整이 必要하다고 分析된다.

資本去來의 規制에 대한 是非는 上述하였던 經常的 收支의 管理와 安定化 내지 赤字의 정도와 内容에 따라 나타나는 각 國家의 經濟的 社會的 構造와 特色에 따라 달리 論議되어야 마땅하며, 아울러 어떠한 去來上場制度 또는 資本去來規制라도 國際的인 組織에 의해서 지켜져야만 할 經濟的去來와 지켜지지 않아야 할 資本去來의 種類를 分別하여 分斷·管理함으로써 經常的去來에 관한 安定的 通貨環境과 資本去來(HILs를 包含하여 間接金融에 관한 모델·方式 및 限界點 등)의 非生產的要素와 그 影響을 排除시킴과 同時に 現實性있고 實現可能한 방도가 계속 研究되고 施行되도록 하여야 할 것이다.

去來上場制度面에서는 이미 벨기에가 施行한 바 있던 複數變動換率 上場制度(經常去來

21) 黒田東彦「最近の國際金融情勢について」『國際金融』1998年 6月號, p.21-24

와 資本去來를 分類시키고 각各 다른 原則에 의한 換率去來를 適用하는 制度)를 모델로 한 씨스템이나 資本去來에 있어서 NDF(Non-deliverable forward)의 活用을 檢討하여 適用할 만하다고 본다.

마지막으로 HILs에 대하여 附言하자면 資本去來에 관계되는 理論 중에 HILs對策은 重要的論點이지만 이에 대해서는 上述한 바와 같이 이미 金融安定化 포럼에서 檢討가 계속되고 있을 뿐 아니라 國際決済銀行(BIS)가 金融監督의 見地에서 論點整理와 처방전 政策을 提示하고자 推進하고 있다.²²⁾ 그 主要 內容은 HILs로부터 充分한 情報提示를 受託 받는 일, 定期的으로 VaR值를 計測하여 스트레스 테스트를 실시하는 것, Current exposure에 더하여 Potential future exposure에 대해서도 充分히 有意하는 것, 徵求擔保의 流動性에 恒時 注視하는 것 등 极히 常識의인 指摘 뿐이지만 매우 重大한 政策隨行이 아닐 수 없으며 HILs의 活動을 直接 監督·規制하려는 것보다도 現實的으로 施行이 可能한 政策이라고 思料된다.

V. 結論

본 研究에서는 通貨危機 내지 外換危機의 防止策은 直接 취급하지는 않았다. 다만 上述한 諸般 制度改革을 위하여 必要하리라고 보는 몇 가지 檢討 事項을 危機防止策으로 整理하여 結論으로 論하고자 한다.

먼저 Last Resort를 具體化하는 問題이다.

亞細亞 通貨危機에 대한 IMF의 對策 및 처방전에 대하여 IMF는 스스로 謙讓한 自己評價를 하고 있다.²³⁾ 그러나 亞細亞 通貨危機에 있어서 IMF 最後의 政策(Lender of the last resort)은 危機의 收拾이라는 短期的 處方은 可能했지만 再發防止라는 長期的이고 技能的인 側面에서 限界가 있음이 分明하였다. 1999년 3월 3일과 4일 日本 東京에서 世界銀行이 開催한 「새로운 國際金融 씨스템과 開放戰略의 構築을 위한 國際 심포지움」에서 주로 危機當事國이 아닌 日本 美國 등 經濟先進圈의 學者와 官僚들은 IMF의 短期性 處方에 대하여 懷疑를 表明하고 長期的인 再發 防止를 위하여 1)資本去來와 外換去來의 強化를 目的으로 씨-베이란스 活性化 2)IMF의 民間債權者 殘高維持와 모라토리움 勸告의 制度化 3)事前 適格判定에 根據한 緊急鎮火基金과 같은 펀드의 創設(IMF의 Last Resort)등을 提唱하였다.

뒤이어 同年 3월 23일 ADB는 이와 같은 提案을 擴大시켜 「亞細亞 通貨危機 支援資金(ACCSF)」創設을 發表하였다.

이와 같은 地域의인 協議體 構成 어프로치는 通貨危機 發生 時 初期鎮火를 迅速하게 施行하고 國際流動性의 圓滑한 供給을 완벽하게 裝置시키고자 함에 있다고 볼 수 있으며, IMF를 中核으로 하는 글로벌한 구조개혁 프로그램과 더불어 상호보완을 가능케 하고 역할 분담의 效率的 可能性을 提示함으로써, 이를 前提로 할 때 Last Resort의 定意를 具體화할 수 있고 그 範圍의 程度 및 選定도 圓滑하게 하여 制度로써 定着할 수 있다.

다음으로 民間部門의 役割을 強化하는 것이다.²⁴⁾

22) BIS "Sound Practice for Banks' Interaction with HILs", Jan. 1999.

23) IMF "IMF Policy on Lending into Arrears to Private Sector creditors" June 14, 1999

1997년 中盤에 始作된 亞細亞 通貨危機는 危機가 進行되는 過程에서 民間섹터의 役割이相當히 變化되었다.

通貨危機 當時 타일랜드에 대한 IMF의 支援 팩캐지는 公的部門 즉 國際機構로부터의 支援이 大部分이지만 1997년 下半期부터 1998년 初에 걸친 韓國의 디폴트 危機以後 再活計劃(Reheavility Plan)을 企劃하고 實行하는 過程에서 民間部門의 參與가 要求되게 되었다.

民間部門의 役割에 대하여 IMF는 調查報告書를 通하여 詳細히 記錄하는 한편 그 肯定的 評價와 이로부터의 向後 政策에 큰 寄與를 할 것으로 調査 報告되고 있다. 日本과 美國을 비롯한 經濟先進國의 關與 및 支援의 強化를 向後 國際金融시스템의 課題로 學論하는 裏面에도 民間 部門의 役割의 效率的 機能 때문으로 思料된다.

그럼에도 不拘하고 이러한 一連의 움직임은 民間 部門의 屬性으로 볼 때 어느 정도 違和感이 있을 수 있으며, 이는 逆으로는 民間 債權者의 立場에서 보면 國內 金融去來에 比해서 質과 量이 매우 큰 데에서 오는 危險을 피할 수는 없다.

그러므로 民間 部門이 安心하고 參與할 수 있도록 危險度를 낮추기 위해서는 國際金融시스템의 構築과 國家間의 協力 및 이에 대한 새로운 研究와 理論이 開發되어야 할 것이다.

마지막으로 經濟先進國 특히 亞細亞 經濟에 깊이 關與하고 있는 日本과 美國의 경우 通貨危機의 解決過程에서 그 目的이 自國의 이니시아티프 擴大라는 데에 초점이 맞춰져 있었음을 否認할 수 없다. 政治的인 論理는 短期의이고 近視眼의으로 結果가 나타날 수 있으며 이는 長期的으로도 經濟先進國의 利害에 어긋나는 結果가 나오기 쉽다.

通貨危機 再發 防止 및 初期 鎮火에 있어서 經濟先進國의 協力體制는 政治的인 이니시아티브와는 別個로 研究되어야 할 것이다.

24) IMF "Involving the Privare Sector" April 15, 1999

〈参考文献〉

- 高橋洋一,「重要なアジア金融支援」,日本經濟新聞,2000年 6月 2日.
- 金子由方,「タイの會社更生法手續きについて」『國際商事法務』Vol.26, No.5, 1998年
- 小林俊之・佐藤亞希子『アジアの經濟回復をどうみるか』研究リポート,富士總合研究所,1999年 6月
- 外國為替等審議會「アジア通貨危機に學ぶ」May,1998. 8 ページ.
- 日本 經濟企劃廳「アジア經濟 1999」1999年 6月 p.312-313, p.332-333
- 日本貿易振興會 亞細亞研究所,「特集 : アジアの倒産法制の新動向」『アジア研ワールド・トレンド』1999年 10月號
- 日下部元雄・堀本義雄『アジアの金融危機は終わったか』日本評論社, 1999年
- 佐藤亞希子『アジアの企業債務問題』研究リポート, 富士總合研究所,1999年 11月
- 黒田東彦「最近の國際金融情勢について」『國際金融』1998年 6月號, p.21-24
- Asian Development Bank(ADB) "The Financial Crisis in Asia" Asian Development Outlook 1998.
- Asian Development Bank "Asian Development Outlook 1999 update" Sept. 14, 1999
- BIS "Sound Practice for Banks' Interaction with HILs", Jan. 1999.
- E.Sakakibara "Reform of the International Financial System", Speech at the Manila Framework Meeting, March 26, 1999.
- Fixed exchange rate system still an option: PDI, Jakarta Post, Oct. 4. 1999.
- IFR, "Restructuring Asia," IFR ASIA, Asia Pacific Report, March, 1998.
- IMF, World Economic Outlook, May,1998.
- IMF "World Economic Outlook(世界経済見通し)", April,1998 p62-63
- IMF "IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Assessment" Jan. 1999 p.143
- IMF "IMF Policy on Lending into Arrears to Private Sector credits" June 14, 1999
- IMF "Involving the Private Sector" April 15, 1999
- J. D .Sachs and W. T. Woo "The Asian Financial Crisis", 「The Asia Competitiveness Report 1999」, World Economic Forum, 18 April 1999 參照
- Paul Krugman "An open letter to Prime Minister Mahathir", Sept. 1, 1999(Official H.P 參照)
- Rudi Dornbusch "The Brazil Problem: V-Shaped Recovery And Beyond" April, 1999, p.8-11.