

大局的 不均衡의 調整과 우리의 適應⁽¹⁾

李天构

이 에세이의 목적은 오늘날 시현되고 있는 大局的 不均衡(global imbalance)에 임하여 우리나라가 그것에 어떻게 적응해야 하겠는지를 탐구해 보려는 데 있다. 이를 위해 먼저 그러한 불균형의 실상을 보고 그 실상을 국제수지조정이론에 의거하여 해석을 해 본 다음 그것을 극복하는 방안에 대한 기존의 논의를 살펴본다. 그 다음 그러한 방안을 참고로 하며 이러한 불균형의 작은 부분을 차지하고 있는 우리가 어떠한 적응의 길을 가야하겠는지를 논의한다.

이런 도정에 國際收支調整機構에 대한 의론 및 과거 시현된 국제수지조정의 양상을 간략히 살펴본다. 국제수지의 조정기구의 내용을 Bretton Woods 체제 이전과 이후를 나누어 살펴보고 특히 국제청산동맹이 왜 제도화되지 못하고 그 대신 브레튼 우즈 체제가 만들어졌으며 그 후 국제수지의 조정이 어떻게 이루어졌는지를 음미해 본다. 또 1980년 이후 국제적 자본이동이 본격화됨으로써 국제수지의 조정의 부문과 필요가 그 이전보다 질적으로 달라졌음을 관찰한다. 최근 국제수지의 조정이 잘 이루어지지 않아 나타난 현상으로서 대국적 불균형의 현상을 음미해 보고, 그러한 현상의 극복방법을 찾는데 국제수지의 조정에 대한 기왕의 논의를 반추하고 참고해 본다.

1. 大局的 不均衡(global imbalance)

1.1. 意味

大局的 不均衡이란 세계경제 전체로 보아서 미국이 지난 10여년 이상 지속적 경상수지 적자를 보이고 중국, 일본을 위시로 한 동아시아 국가들이 지속적으로 경상수지흑자를 보이는 현상을 지칭한다. 이러한 대국적 불균형하에서는 상대적으로 자본이 많은 부자 나라로 자본이 적은 가난한 나라가 자본을 유출시키는 비정상적 상황이 시현되고 있으며, 이에 더하여 전자는 여러 사유로 資本利得(capital gain)을 보고 후자는 資本損失(capital loss)을 보고 있다. 이러한 현상은 오래 지속되어서는 안 되는 것이겠으나 실제로 지속되어 왔기에 문제의 심각성이 있다 하겠다.

글로벌 불균형의 해법으로는 각자가 처한 입장의 차이에 따라 상이한 길이 제시되고

(1) 이 논문은 재단법인 서울대학교 발전기금 연구비의 지원을 받아 이루어졌다.

있다. 經常收支赤字를 가지고 있는 미국은 그 반대편에서 경상수지흑자를 가진 나라들이 적응해야 한다고 하는데, 특히 중국이 대미국 달러 대비 위안화의 가치를 높여야 한다고 한다. 반면 經常收支黑字를 가진 나라들은 미국이 적응하여야 한다고 하고 미국이 보다 많이 저축을 해야 한다고 주장한다. 그러나 원칙적으로 불균형이란 黑字國과 赤字國 사이의 관계이기애 모두가 적응해야 타당하다 할 수 있다. 적자국은 저축을 늘리고 흑자국은 저축을 줄이고 투자를 늘리며 이를 위한 가격조정을 함으로써 대국적 불균형을 보다 빨리 해소할 수 있을 것이기 때문이다.

1.2. 國際收支의 調整機構論과 國際收支調整 實狀의 歷史的 變化

國際收支의 調整機構(balance-of payment adjustment mechanism)란 국제수지의 흑자를 가진 나라의 흑자가 줄어들어 균형으로 이행해 가고 그 반대로 국제수지의 적자를 가진 나라의 적자도 줄어들어 역시 균형상태로 이행해 가는 과정에서 작동하는 기구를 지칭한다. 國際收支調整機構論에서는 국제경제사회의 구성원인 각국이 국제수지가 적자이거나 흑자를 가지고 있는 상황을 비정상이라고 보고 이런 비정상적 상황이 달라져 각국에서의 흑자나 적자가 없어져 모두 균형상태에 이르게 되는 상태를 정상이라고 본다. 이러한 기구는 상대가격이 변화하는 것, 환율이 변화하는 것, 국민소득이 변화하는 것, 이자율이 변화하는 것, 화폐공급이 변화하는 것 등을 포괄하는데, 이상에서 지칭된 상대가격이나 환율이나 국민소득이나 이자율 등 經濟變數가 변화함을 통해 國際收支의 不均衡이 해소되는 점을 중시하기 때문이다.

국제수지의 조정을 가져오는 위의 변수를 주목하여 국제수지조정기구를 이론적으로 價格調整機構(price adjustment mechanism), 所得調整機構(income adjustment mechanism), 貨幣的 調整機構(monetary adjustment mechanism) 등으로 구분하기도 한다. 그러나 실제 국제수지의 조정은 이들 조정기구 중 어느 하나의 작동만으로 이루어지는 것이 아니고 이들 모두가 동시에 다소간 작동하여 이루어진다. 즉 국제수지의 조정은 이들 여러 기구가 복합적으로 작동하는 과정이 된다. 단 이론적 분석과정에서는 이들 각각을 구분해 보면서 그런 것 중 어떤 것을 상대적으로 강조하게 된다.

이상 국제수지조정을 가져오는 핵심변수를 주목하던 데서 잠시 시각을 바꾸어 이러한 국제수지조정을 불러 일으키는 원인인 불균형을 노증하고 있는 흑자국 및 적자국을 주목한 다음 이들 중 어느 쪽이 불균형 해소의 주된 부담을 지느냐를 주목해 볼 수 있다. 이에 따라 적자국 또는 흑자국 중 어느 하나가 주된 부담을 지는 非對稱的 調整(asymmetric adjustment)의 경우를 고려해 볼 수 있고, 또 이들 흑자국과 적자국 모두가 어느 정도 공평하게 불균형 해소의 부담을 지는 對稱的 調整(symmetric adjustment)의 경우를 고려해

볼 수 있다.

국제경제사에서 보면 문제되는 기간에 따라 일률적이지는 않으나 이상의 調整機構 중 어느 것이 주로 작동하여 국제수지를 균형되게 해 왔으며, 적자국 또는 흑자국 중 어느 쪽이 주된 부담을 지는 비대칭적 조정해 왔다. 金本位制 시대에는 가격조정기구가 주로 작동하였다. 국제수지의 흑자를 갖게 되면 흑자국으로 금의 유입이 있었고 이것이 화폐의 공급을 늘리고 물가를 높였다. 이에 따라 흑자국에서는 수출은 줄어들고 수입은 늘어나게 되어 국제수지흑자를 해소하였다. 그 반대로 적자국은 금의 유출을 경험하고 물가의 하락을 가지게 되었다. 이에 따라 적자국은 수출을 더 많이 할 수 있게 되고 수입은 줄어들게 되었다. 金本位制하에서는 이른바 價格-正貨-流動의 機構(price-specie-flow mechanism)가 작동하였다. 이것에서 금의 이동이나 가격의 변화는 흑자국과 적자국을 차별화하지 않고 대칭적으로 작용하였다.

그 후 Bretton Woods 체제 아래에서는 일부 價格調整機構와 일부 貨幣的 調整機構가 작동했다. 이 때 환율은 원칙적으로 고정되어 있었으며 근본적 불균형이 있을 때에만 조정할 수 있었다. 그럼에도 불구하고 근본적 불균형이라는 것이 무엇인지가 정식으로 규정되어 있지 않았기 때문에 換率調整은 외환보유고가 바닥나는 등 불가피한 사정에 처하지 않는 한 지연되고 기피되는 수가 많았다. 결과적으로 國際收支赤字國은 외환보유가 고갈되어 더 이상 수입을 할 수 없게 되어서야 도리 없이 환율을 조정하였으며, 그런 상황으로 이행해 가는 도중에 통화량이 줄어들고 소득과 고용이 줄어들며 물가도 하락하는 것을 경험해야 했다. 반면 國際收支黑字國은 흑자로 늘어나는 외환을 그저 쌓아 놓더라도 외환보유에 대응하는 바 기회비용으로서의 이자를 희생하기만 하면 되었다. 이런 정도의 부담을 지는 것은 지탱하기 어려운 것이라고 할 수 없었기 때문에 흑자국은 환율의 조정이나 소득 및 통화량 등의 변화를 회피할 수 있었다. 흑자국은 큰 고통 없이 조정을 지연시킬 수 있었다. 결국 이 때 흑자국은 적응부담에서 비교적 자유스러웠고 적자국이 주로 적응의 부담을 졌다고 성격지을 수 있다. 적자국과 흑자국 사이에서 지는 적응의 부담이 사실상 달라 비대칭적 부담을 지고 있었다고 할 수 있다. 이는 뒤의 국제청산동맹의 논의에서 보듯이 Bretton Woods 체제가 그 출발시점에서 그렇게 되게끔 설계된 때문이었다.

Bretton Woods 체제가 종언을 고하고 작은 혼란이 지속되는 가운데 1973년부터 1980년 사이 선진국들 사이에서는 變動換率制度가 채택되었다. 환율이라는 상대가격의 변동을 위주로 하는 국제수지조정기구가 작동하였다. 그러나 후진국들은 여전히 그 이전 지녀왔던 固定換率制를 실질적으로 고수하였기에 후진국에서는 그 이전 Bretton Woods 체제의

조정기구가 지속되어 왔다. 이러한 기간 중에 신흥공업국이라고 지칭된 일부 개발도상국만이 석유달러의 還流(petro-dollar recycling)라는 선진국 주요 상업은행 주도의 관리된 자본이동을 활용할 수 있었고 그 여파로 그 이후 이른바 外債危機(debt crisis)에 시달리기도 하였다. 아무튼 이 때 선진국 사이에서는 환율을 매개로 하여 적응의 부담이 대칭적으로 분담되었다고 할 수 있겠으나 적어도 후진국들에 대해서는 그 이전에 그러했던 것처럼 적응의 부담을 적자국이 주로 지는 양상이 지속되어 전개되어왔다고 할 수 있다.

國際的 資本移動이 크게 활발하게 된 1980년 이후에서의 국제수지적응은 기왕의 조정기구가 작동하는 이외에 국제적 자본의 이동이라는 새로운 조정기구가 추가되어 활용되는 양상을 띠게 되었다. 자본이동이 팔목하게 됨으로써 그 이전에는 무시할 만했던 자본수지가 독자성을 가지게 되었다. 그 이면에서 경상수지적자를 외국의 돈을 반입시키어 자본수지흑자로 대응시킴으로써 경상수지의 불균형에 대처하는 길이 실질적으로 열리게 되었다. 자본도입을 할 수 없는 나라는 그 이전에 작동하던 국제수지조정기구에 의존할 수밖에 없었으나 자본도입을 할 수 있는 나라는 자본수지의 흑자를 시현함으로써 큰 경상수지적자를 가지면서도 견뎌 나갈 수 있었다. 경상수지 불균형을 시정하는 조정을 지연시킬 수 있었다.

그런데 아이러니하게도 이러한 양상은 적자국과 흑자국 중 누가 주로 적응의 부담을 지느냐의 시각에서 보면, 그 이전에 보였던 적응부담의 실상과는 반대되는 양상임을 알 수 있다. 즉 과거 Bretton Woods 체제하에서 국제수지조정의 부담을 국제수지적자국이자 경상수지 적자국인 경제가 주로 지던 것과 달리 이때에는 국제수지의 적응의 부담을 經常收支赤字國이 아니라 黒字國이 주로 지도록 되게 되었다. 그리고 이는 미국이라는 기축통화국이 경상수지적자국으로 되었다는 현상 내지 글로벌 不均衡(global imbalance)과 밀접히 관련되어 있다. 국제금융은 주요 기축통화를 표시통화로 하면서 이루어지고 있기 때문에 기축통화국은 자동적으로 자국통화 표시의 채권을 발행하는 행운을 가지고 있다. 이런 나라는 이른바 原罪(original sin)로부터 해방되어 있다. 그리고 이러한 행운이 기축통화국으로 하여금 경상수지적자국임에도 불구하고 적응의 부담을 회피할 수 있게 하고 있다.

이러한 점을 일찍이 케인즈가 제안한 國際清算同盟(international clearing union)을 상기하며 음미해 보자. 케인즈는 흑자국과 적자국이 공히 국제수지 불균형의 해소에 노력하지 않으면 안 되게끔 하는 국제청산동맹의 안을 설계하려 했다. 國際通貨 격인 뱅코르(bancor)를 만들어 國際交易의 매개수단으로 되도록 하였으며 그러한 뱅코르는 어느 한 나라가 아니라 어느 나라로부터도 독립성을 가지는 제3의 은행적인 국제청산동맹이 관리

하도록 하였다. 수입을 한 다음 그 대금을 내고도 남는 잉여의 뱅코르를 가지는 나라는 그것을 이자를 받고 국제청산동맹에 예치하도록 하였고 뱅코르의 부족을 경험하는 나라는 이자를 내고 국제청산동맹으로부터 뱅코르를 차입할 수 있게 설계하였다. 이런 시스템하에서 모든 나라는 수출을 하여 뱅코르를 획득할 수 있고 이러한 뱅코르를 지불하고 수입을 할 수 있었다. 그러나 수출 보다 수입이 많으면서 뱅코르를 차입하지 못하는 나라는 더 이상 수입을 하지 못하게 되고 불가피하게 국제수지조정기구에 따라 적응을 해야 했다. 반면 수출이 수입 보다 많아 국제수지흑자국인 나라가 수입을 할 필요가 없다면 그 잉여의 뱅코르를 국제청산동맹에 예치하고 이자를 받을 수 있었다. 흑자국이라도 화폐공급이 늘어나고 물가가 올라가는 강제적 적응을 피동적으로 강요당하지 않을 수 있었다. 그러나 흑자국이 수출을 늘리면서 뱅코르를 무한정 예치하는 것은 하등 합리적인 처사가 아니었기에 흑자국은 자연히 수입을 늘리려는 유인을 갖게 되었다. 어느 하나의 나라 또는 소수의 나라가 기축통화국이 되어 비대칭적 조정을 사실상 강요하는 상황은 만들어질 수 없었다.

그러나 이런 국제청산동맹안은 단지 논의만 되었을 뿐이고 그것 대신에 Bretton Woods 체제가 정립되었다. 1944년 당시 상당한 기간 유일한 國際收支赤字國으로 될 것이 명약관화했던 미국이 이 제안을 오해한 때문이었다. 미국은 國際清算同盟을 통해 적자국이 미국 달러를 요청하면 도리 없이 무제한 이를 수용해야 할 것이라고 우려하였다. 그로써 사실상 미국이 전 세계의 유일한 신용공여국이 되면서 국제사회 전체에서의 유동성을 통제하지도 못하는 상황, 그리고 결과적으로 나타날 인플레이션도 방지해야 하는 상황에 처하게 될 것을 염려하였다. 국제청산동맹안에서 형식적으로 흑자국과 적자국이 대칭적으로 적응부담을 지는 것처럼 보이거나 사실상 赤字國이 적응부담을 모두 지게 될 것이라 오해하였다. 이렇게 생각했으니 당연히 이를 피하기 원하였고 그 결과 앞서 설명된 바 Bretton Woods 체제의 적응기구를 마련하게 된 것이었다. 그런데 위에서 보았듯이 이런 상황에서는 적자국이 사실상 적응의 주된 부담을 졌다.

1980년 이래 국제적 자본이동이 활발히 시현되고 사실상 國際基軸通貨(international key currency)를 발행하는 나라인 미국은 經常收支赤字國으로 되었다. 그러나 이런 변화와 더불어 적자국이 주된 적응부담을 지던 그 이전의 조정기구는 사실상 증발되어 버렸다. 이 이후에는 경상수지적자국인 미국이 국채를 발행하여 비미국으로부터 자본유입을 도모하면서 경상수지적자를 지속시켰고, 1980년대의 일본, 1990년대의 중국을 필두로 하는 아시아 국가들은 대미 흑자국이 되어 미국에 자본을 빌려주는 꼴이 되었다. 그러면서 이들 나라들은 자국통화의 가치를 높이도록 종용받았다. 흑자국이 주로 적응의 부담을 지게끔

요구받았고 한정적으로 그렇게 되기도 했다.

이러한 과정에서 미국은 상당한 資本利得(capital gain)을 누리었다. 미국이 지속적 경상수지적자를 가지고 계속 대외부채를 증가시켜 나가니 미국의 달러의 가치가 점점 떨어질 수밖에 없게 되어 있다. 이에 미국 달러로 표시된 미국 국채의 비달러로 본 실질가격은 달러가치의 하락에 대응하여 계속 떨어질 수밖에 없게 되어 있다. 이러한 과정에서 대외채무의 부담이 줄어드는 미국은 資本利得을 얻고 미국 채권에 투자한 신용공여국들은 資本損失을 경험하게 되어 있다. 이러한 자본손실을 회피해 보고자 하여 일본은 1980년대 이래 Carter Bond, Reagan Bond, Clinton Bond, Bush Bond 등의 호칭을 가졌던, 달러가 아닌 통화로 표시된, 미국의 국채를 요구했던 바 있다. 그러나 이러한 요구는 무시되고 외면되었다. 이들의 요구가 미국이 자본이득을 취득하게 되는 근본적 사정을 바꿀 수는 없었다.

1.3. 大局的 不均衡의 克服方案

대국적 불균형이란 일 방향으로의 國際收支 不均衡이 오래 동안 누적되어 나타나게 된 것이란 특징을 가지고 있다. 그러나 본질적으로 그것은 시정되어야 하고 균형상태로 이행해 가야 하겠기에 국제수지 불균형 해소의 문제와 다르지 않다는 점은 분명하다. 이에 대국적 불균형의 문제를 푸는 방법도 결국은 國際收支調整機構를 원활하게 작동하도록 하는 것으로 귀착되게 된다.

앞에서 언급된 대로 오늘 날의 불균형에 대한 해법으로 각국은 처한 입장의 차이에 따라 상이한 길을 제시하고 있다. 經常收支赤字를 가지고 있는 미국은 그 반대편에서 경상수지흑자를 가진 나라들이 적응해야 한다고 하고 있는데, 이런 맥락에서 과거 일본과의 관계에서는 시장개방을 강조하였고 일본의 제도를 국제적 기준에 맞게 바꾸어야 한다는 것을 주장했다. 그러나 중국과의 관계에서는 그것과 달리 특히 중국이 대미국 달러 대비 위안화의 가치를 높이어야 한다는 점을 제일로 삼고 있다. 더불어 미국에 자본을 수출하고 있다는 나라들도 수출을 줄이고 국내수요를 늘려야 하며 대미 환율의 인하를 유도해야 한다고 한다. 반면 經常收支黑字를 가진 나라들은 미국이 적응하여야 한다고 하고 미국이 보다 많이 저축을 해야 한다고 주장한다. 의료제도를 개혁하고 재정적자를 줄이며 경쟁력을 제고할 수 있어야 한다고 한다. 같은 지반에서 미국의 가계가 저축을 늘리는 것은 물론 재정적자를 줄여야 하며 미국 달러가치의 하락을 유도하고 자본유입에 대한 과세를 하는 등 자본유입을 제한하여야 한다고 한다. 이러한 상이한 견해는 충돌 내지 긴장을 불러 일으키기도 한다. 이런 때 경상수지흑자국(예컨대 과거의 일본 및 우리와 현재의 중국)은 自發的 輸入擴大(voluntary import expansion)이라는 편법을 써 소나기를 피하려

고도 한다.

그러나 원칙적으로 불균형이란 黑字國과 赤字國 사이의 관계이기에 모두가 적응해야 타당하다. 대칭적 적응이 필요하다. 적자국은 저축을 늘리고 흑자국은 저축을 줄이고 투자를 늘림으로써 신속하고 무리없이 대국적 불균형을 해소할 수 있기 때문이다. 예컨대 換率의 調整과 관련해 1985년 Plaza 합의에서의 그것처럼 흑자국 및 적자국 모두에서 환율을 조정해야 하겠으며, 환율조작이나 수출입에 대한 반시장적 지원 내지 간여를 지양하도록 해야 할 것이다.

현재의 대국적 불균형에 임해 당면해야 하는 어려움은 이상의 국제수지조정을 위한 방안의 동원만으로는 쉽게 해결되기 어렵게끔 상황이 꼬여 있다는 점이다. 전술한 바 원인에 의해 미국이 누리는 자본이득 및 후술되는 바 미국으로 유입되는 자본과 미국으로부터 유출되어 나오는 자본의 성격 차이 때문에 미국은 순계로서 많은 자본을 도입해 경상수지적자를 메우고 있으면서도 해외로부터의 자본도입에 대한 부담을 별로 지지 않는 데 환율의 조정이나 저축의 사소한 증감을 가지고는 이러한 자본이동을 반전시킬 수 없다는 것이다. 첫째, 미국은 달러표시 채권을 발행하는 식으로 차입하여 달러표시 부채를 지나 그 중 일부를 외국에다 투자할 때는 달러가 아닌 이들 투자국 통화표시 채권이나 자산을 획득하는 방식을 취하는데, 미국이 추세적 경상적자국이어서 달러의 가치가 하락하는 추이 속에서는 미국은 資本利得을 반드시 경험하도록 되어 있고 미국에 자본을 수출한 나라는 資本損失을 반드시 입도록 되어 있다. 둘째, 경상수지흑자를 가지어 도리 없이 미국에 자본을 수출해야 하는 나라는 安全資産(safe asset)을 선호하는 과정에서 외화자산으로서 금리가 낮은 미국정부채권을 가지고 있는데 비해 유입된 자본의 일부를 다른 나라에 투자하는 미국은 이들 나라에다 직접투자를 하거나 주식을 매입하는 방식으로 危險資産(risky asset)을 가지고 있어 미국의 자산운영에서의 수익률이 비미국에 비해 상대적으로 높게 되어 있다. 또 이때 세계 최강국이고 또 기축통화국인 미국으로서는 미국이 아닌 나라에다 하는 위험자산에 대한 투자라 하더라도 미국이 아닌 다른 나라가 가지는 위험자산에 비해 그 위험도가 사실상 낮을 수밖에 없다는 점이 감안되어야 한다. 아무튼 이러한 양상은 어떤 기간에 있어서는 미국의 외국으로의 자본유출에 의한 이자 및 배당수입이 외국으로부터의 미국의 자본유입에 따르는 이자 및 배당수입을 능가하는 것으로 되어 이런 단면만을 보았을 때 미국으로 하여금 세계 최대의 債務國(debtor country)이 아니라 실질적 債權國(creditor country)이 아닌가 하는 오해를 하게 하는 마술을 부리게도 된다. 여기에는 미국이 기축통화국이어서 다른 보통 나라들과 달리 국제적 거래수단을 독자적으로 발행할 수 있기에 기축통화국이 아니거나 미국처럼 현저한 기축통화국이 아닌

영국이나 일본과는 달리 외환위기라는 것을 가지지 않는다는 것 또는 다른 나라와 달리 미국은 原罪(original sin)로부터 해방되어 있다는 것을 부가할 수 있겠다.

그러나 어떠한 마술이 있다고 하더라도 미국이 계속 經常收支赤字를 가지고 또 다른 나라들이 미국에 계속 자본을 수출하는 일은 무한정 지속되기 어려울 것이다. 수출을 많이 하여 고용을 늘리고 성장을 도모해 보려는 나라들은 미국시장에서의 판매를 위하여 자본을 수출하는 행태를 어느 정도 지속하려고 할 것이나 이는 장기간 지속되기 어려울 것이다. 드디어는 미국이 재정적자문제에 대한 실질적인 해결책을 시행해야 할 것이고 빌린 돈으로 消費를 하기보다 投資를 해 收益을 내도록 해야 할 것이다. 그러하지 않을 경우 결국은 硬着陸(hard landing)이 불가피할 것이고 세계의 모든 나라는 혼란으로부터 벗어나지 못하게 될 것이다.

아마도 경착륙이 시현되기 이전에 그것과 유사하나 강도는 약한 여러 조치들이 취해질 수 있을 것이다. 다른 나라를 환율조작국이라 비난하고 다른 나라로 하여금 대달러 환율을 변경시키는 조치를 사실상 취하도록 하는 압박도 있을 것이고 수입을 줄이려는 여러 가지 輸入制限措置를 택하기도 할 것이다. 매우 중요한 것은 대국적 불균형을 사실상 초래하고 방치하고 있는 현재의 國際的 資本移動을 한정시키는 것이 될 것이다. 그러나 국제적 자본이동을 제한하는 조치를 미국이 먼저 취할 것으로 보이지는 않는다. 따라서 자본이동의 제한을 위한 조치는 자본을 순수출하는 다른 나라에서 취하는 것이 좋을 것이며 그것의 일환으로 위험자산에 대한 투자를 과도하게 허용하는 일을 자본이동에 대한 제한조치를 통하여 한정시킬 수 있어야 할 것이다. 국제적 협의를 통하여 국제적 자본이동이 과도하게 진행되고 그것을 중개하는 금융부문에서의 급변이 실물부문의 견실한 성장을 해하게 되는 일을 막아야 할 것이다.

2. 우리 適應의 길

2.1. 基本方向

우리나라는 1960년대 이래 1980년대 중반까지 자본부족의 개발도상경제로서 해외저축을 들여다 투자를 해야 할 필요를 가진 나라였다. 우리나라는 즉 경상수지적자국이었다. 그러다가 이른바 3저상황에 힘 입어 1986-1988년의 3년간 경상수지흑자를 가지게 됨으로써 일시 사정이 바뀌었었다. 그러다 흑자국으로 된 이런 사정 및 당시의 金融自由化 및 資本自由化의 기치의 영향을 받아 우리도 금융자유화와 자본자유화를 추진하지 않을 수 없게 되었다. 그러나 이러한 때 의도했던 바 점진적이고 단계적인 금융자유화와 자본자

유화에 성공하지 못하여 1997년 이른바 IMF사태라고 지칭되는 外換危機를 겪게 되었다. 그 후에는 외환보유액의 중요성을 절감하고 경상수지흑자를 피하게 되어 많은 외환보유액을 쌓게 되었다.

이런 과정에서의 우리의 적응 양상을 회고해 보면 미국과 반대로 우리는 Bretton-Woods 시절에는 당시의 모든 開發途上國이 그러했던 것처럼 赤字國으로서 당시의 적자국이 저야 하는 적응의 부담을 졌다. 또 경상수지흑자국이 되고 외환위기로부터 벗어나게 된 1999년 이후에는 역시 당시의 黒字國이 저야 하는 적응의 부담을 저왔다. 이러한 양상은 국제경제의 약소국으로서 우리에게 불가피한 것이다. 그러나 크게 보아 불가피하다고 하더라도 세세한 부분에서는 다른 약소국이 모두 우리와 같이 대응했다고는 할 수 없다는 의미에서 개선의 여지를 가지는 것이다. 이런 점은 앞으로도 마찬가지이다. 그 자세한 부분에 가서는 더 나은 대응을 할 수 있도록 하는 여지를 개발하도록 해야 하는 것이다. 여기에서 특히 과도하다고도 할 수 있는 많은 外換保有高를 가지고 있는 우리가 세세한 부분에서 어떻게 해야 좋은가를 생각해 볼 필요가 제기된다.

1997년의 外換危機는 그야말로 위기였고 위기 직후 그것에 대한 대처도 위기극복을 위한 비정상적인 것일 수밖에 없었다. 그러나 이제는 원화가치가 높아지는 방향으로 환율이 변하는 상황으로 되었고 외환보유고도 과다하다 싶을 정도로 많이 가지게 되었다. 이제는 더 이상 '危機狀況(panic situation)' 이라고 부르고 비상시에 썼던 정책대응을 당연시해서는 안 되게 되었다. 위기가 진정된 '危機以後 狀況(post-panic situation)' 에 임해 계속 위기상황이라고 여기고 위기 시의 비정상적 위기극복책을 그대로 답습한다는 것은 올바른 정책대응이 아니니 용납될 수 없게 되었다. 정규의 정책구사가 필요하리라 할 수 있다. 다시 말하면, 위기 이후 상황에서도 위기상황의 그것과 질적으로 다른 정책대응이 있어야 하겠다는 것이다. 외자유치를 최우선시하고 수출을 신성시하며 외환보유고란 다다익선이라고 여기면서 그 활용에서는 소극적이어서는 안 되겠다.

이러한 논의를 뒷받침하기 위하여 이하에서는 아시아 금융위기 이후 특히 글로벌 불균형에 임하여 국제적 자본이동이나 그것의 관리에 대해 시각이 어떻게 달라졌는지를 살펴본다. 먼저 資本移動에 대한 시각이 아시아금융위기 또는 이에 부가된 러시아 및 남미에서의 금융위기를 겪고 나서 어떻게 변화하게 되었으며 이에 대응하여 우리의 대처는 어떤 변화를 보여 왔는가를 살펴본다. 나아가 실물부문 및 금융부문에 심대한 영향을 미치는 外換 및 資本去來 관련 제도를 어떻게 변화시키어야 하겠는지를 논의한다. 이러한 사항은 그 성격상 금융개혁을 다루는 데서 검토할 사항이라 하겠으나 그러한 것 중 국제금융과 관련된 것만은 분리하여 논의하기로 한다. 금융제도개선에 관련된 논의 중 예컨대

투명성 제고 등은 우리 구조조정에 필요조건이기는 하나 충분조건이 되지는 못한다는 점에 주의를 환기시키고, 비상적인 상황이 진정된 이후 계속적으로 경제발전을 추구해 나가기 위해서 우리 고유의 성장의 엔진을 재정비해야 하겠음을 거론한다.

2.2. 아시아 經濟危機에 대한 診斷 및 資本自由化에 대한 視角의 變化

아시아 경제위기의 원인에 대해서는 여러 가지 논의가 있었다. 우선 종래의 통화위기 내지 외환위기의 원인으로서는 심한 재정적자의 존재, 고정된 환율을 고집하면서 그것과 합치하지 않는 과도한 통화팽창 등 이른바 펀다멘탈(fundamentals)이 잘못되었다는 것을 적시하는 ‘第1世代 危機모델’이 있었다. 그러나 이러한 설명은 이런 성격의 펀다멘탈이 존재한다고 하기 어려운 아시아의 여러 나라에서도 위기가 발생하였다는 데서 그 힘을 잃는다. 그래서 이러한 설명은 도덕적 해이에 지배되는 대출 및 숨어 있는 보조금에 의해 유도된 투자가 과도한 투자를 가져오는 양상 또는 투명성이 결여되어 있는 상태에서 합리적인 투자를 보장하지 못하는 精實資本主義(crony capitalism) 등의 새로운 요인을 펀다멘탈에다 추가하는 새로운 설명에 의해 대체되었다.

펀다멘탈에 새로운 인자를 추가하는 이러한 설명은 근본적으로 취약한 금융제도를 가지고 있는 상황에서 群集行爲(herd behavior)가 있거나 自己充足的 豫想(self-fulfilling expectation)이 있거나 이들 모두가 공존할 때 위기가 발생하게 된다는 ‘第2世代 모델’을 탄생시켰다. 나아가서는 대차대조표에 부채, 특히 외화표시 부채가 많고 자국통화의 가치가 하락하는 상황에서 이러한 부채를 급속히 상환해야 하는 경우(부채를 급속히 상환해야 하는 경우는 군집행위이나 자기충족적 예상에 좌우된 채권자가 채권상환을 요구하는 때 나타나기 쉬운데 이는 마치 전쟁에 이긴 나라가 진 나라에게 전쟁배상금을 받아가는 것과 같은 경제적 효과를 가지는 점이 주목됨.)에도 위기가 나타나게 된다는 설명이 ‘第3世代 모델’로서 등장하기도 하였다.⁽²⁾

종래 ‘第1世代 모델’에서 고려하고 있던 펀다멘탈은 매우 한정적이었기에 그 이상 아시아 특유의 펀다멘탈 요인을 추가하여 펀다멘탈의 포괄범위를 확대하는 설명방식은 형식적으로 펀다멘탈이 잘못된 것이 위기를 초래한다는 설명을 지탱할 수 있게는 한다. 그러나 동시에 群集行爲라거나 自己充足的 예상이라고 하는, 반드시 펀다멘탈이라고 하기 어려운 요인을 새로이 등장시켰다는 변칙을 범하고도 있다. 아무튼 이런 설명에서 펀다멘탈이라는 말과 쉽게 연관시키기 어려운 요인들을 도입하고 이런 것들이 갑작스러운 자본유출을 불러와 위기를 촉발시킨다는 사실을 부각시켰다는 점에서 특이한 것이다. 특히

(2) P. Klugman, “Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises,” Klugman의 homepage.

금융제도가 취약한 나라일수록 위기발발의 가능성이 크다는 것을 알려 주었다는 것도 기억해야 할 것이다.

이에 따라 위기를 피하려면 제1세대 모델이 적시하는 바 위기 유발요인뿐만 아니라 제2세대 모델이나 제3세대 모델이 제시하는 요인도 배제할 수 있어야 한다는 것을 추론할 수 있다. 위기를 예방하기 위해 재정적자를 일정한 한도 이하로 유지하고 건전한 통화정책을 구사하는 것만으로는 부족하고 금융제도를 건실하게 만들고 精實資本主義(crony capitalism)의 관습을 일소하는 한편 행위 외국투자자들이 ‘根據 없는’ 또는 ‘不當한’ 자기충족적 예상을 발동시키지 않도록 경계해야 한다는 것을 새삼 인지하게도 된다. 이와 관련하여 기업운영과 금융기관 경영의 실상을 투명하게 하고 企業支配構造(corporate governance)를 민주화하여 이해관계자들의 오해를 방지하는 것이 필요하다는 것도 알게 된다. 잘못된 이러한 관행을 중간에서 여과할 수 있도록 금융기관이 건실하게 처신해야 하고 이를 보장하기 위하여 健全經營監督(prudential supervision)이 필요하다는 것도 알게 된다.

그러나 이런 이해에 따르는 대비책을 갖추는 것으로는 여전히 위기에방이 어려울 수가 있다. 어떤 나라가 순전히 자신의 행위나 제도의 미비 때문에 위기를 맞게 되는 것만이 아니고 경우에 따라서는 밖의 원인에 의해 위기를 맞게 되기도 하기 때문이다. 갑작스러운 資本流出이 있어 위기를 맞게 될 수도 있는데, 이런 때에는 갑작스러운 資本移動을 제한하는 정책대응이 필요하게 된다.

근자 외환거래량이 1일 2조 5천억 불이 넘는다고 파악되고 있는 상황이고, 그 취급물량이 소규모경제의 전체 외환거래량을 육박하는 대형펀드들도 많이 있다. 이들 중 이른 바 머니게임을 하는 投機性 펀드는 특히 무시할 수 없는 대상이다. 이러한 상황에 처해서 개별경제로서 자신의 내실을 정비하는 것만으로 변덕스러운 자본이동의 폐해로부터 완전히 벗어날 수 있다고 생각하는 것은 매우 안이한 생각이다. 개별경제가 아무리 투명성 있는 제도를 마련하고 健全金融監督을 하며 건실한 거시경제정책을 운영한다고 하더라도 변덕스러운 자본이 감당하기 어려운 규모로 유출입을 하다가 갑자기 통상적 패턴에서 벗어나 유출하게 된다고 하면(이것의 원인으로는 군집심리나 자기충족적 예상도 포함될 수 있음.) 소규모 개별경제는 무력하게 된다. 이런 때에는 外換危機로부터 시작되는 經濟危機를 피하기 어렵다.⁽³⁾

(3) Sachs는 태국, 말레이시아, 인도네시아, 필리핀, 한국의 5국에 있어 1996년의 자본순유입이 930억 불이었다가 1997년에 자본순유출 121억 불로 되어 1년 동안에 1050억 불의 자본이동의 급변이 있었다고 확인하고 있다. 이들 나라의 국내총생산의 합이 9,350억 불로 추계되기에 국

나아가 소규모 경제 몇 개가 위기에 처하는 것은 외면할 수 있겠으나 위기의 나라들의 수가 많아지고 이들이 서로 영향을 주고 받아 전염현상까지를 발현하게 되는 경우에는 세계경제 전체의 차원에서 體制危險(systemic risk)이 나타나게 될 수도 있다.

중래 여러 학자들은 資本自由化가 자원활용의 효율성제고나 통신교통기술의 발전에 대응하는 불가피한 추세이고 부인할 수 없는 명제라고 보아왔다. 그러다가 아시아 금융위기 이후에는 短期資本 移動을 통제할 필요가 있다는 것을 이야기하게도 되었다. 실상 투기성 단기자본의 이동을 방지할 수만은 없다는 이야기는 1995년 6월의 G7 정상회담에서도 논의되었었다. 이때에는 1992년 영국과 이탈리아의 ERM 탈퇴, 1995년 멕시코 페소 폭락 및 일본 고베지진 등을 배경으로 하여 자본의 급격한 선진권으로의 회귀도 있었다. 그 때 이 때 회의의 개최국인 캐나다의 제안에 따라 이른 바 토빈세라고도 지칭되는 外換去來稅를 정식으로 도입하는 것에 대한 논의도 있었다.

그런데 이렇게 논의되었던 자본이동의 한정적 통제에 관한 문제는 아시아 경제위기를 계기로 더욱 공식화되었다고 할 수 있다. UN에서는 世界金融機構(World Finance Organization)라고 지칭하기로 한 단기자본 감독 목적의 새로운 국제기구를 창설하자는 제시가 있었고, IMF도 오는 5~6월에 열리는 잠정이사회의 승인을 거쳐 비슷한 입장을 지지하는 보고서를 발표할 것이라는 보도도 있었다. 나아가 G7, IMF, BIS, IOSCO(세계은행 국제증권감독기구)의 고위관리들은 金融安定포럼(FSF: Financial Stability Forum)을 발족시켜 국제단기자본의 유출입과 역외금융센터를 면밀히 감시하기로 했다는 보도도 있었다. 특히 국제금융시장 혼란의 주범으로 지목되고 있는 헷지펀드의 시장유출입을 감시하고 각국 금융당국자에게 이에 따르는 문제점을 경고해 대책을 세우도록 할 방침이라고 한다.⁽⁴⁾ 미국의 시각을 반영하는 國際經濟研究所(Institute of International Economics) 발간 보고서도 1997년 아시아 위기 이후에는 많은 사람들이 자의성이 개재될 수 있는 행정적 통제는 반대하나 칠레 방식의 市場親和的인 統制는 타당하다고 본다며 그 자신도 수긍하고 있다. 한 걸음 더 나아가 1998년 말레이시아가 취한 자본통제가 그것을 반대했던 입장이 우려했던 나쁜 영향을 가져오지 않았다고 하며 차라리 이 나라와 다른 아시아제국이 이런 조치를 더 일찍 취했었다면 아시아 금융위기의 결과가 그 후 시현된 것보다는 나았을 것이라고 한다[Williamson(2005, 7장)]. 무제한적 자본의 자유이동을 신성시하던 시각

내총생산의 11%나 되는 거대한 자본이 급격히 이동하게 된 것이라 할 수 있다.

Radelet, Steven, and Jeffrey Sachs(1998), "The Onset of the East Asian Financial Crisis," Sachs의 webpage.

(4) 이상 보도는 각각 한국경제신문 2007년 4월 8일자 및 4월 16일자.

이 미국에서도 아시아 금융위기로 변하게 되었다는 것을 보여 주는 것이라 하겠다.

변덕스러운 자본이동에 따라 자본의 흐름이 갑자기 방향을 바꾸는 양태를 예방할 수 있어야 하겠다. 이를 위해서 자본의 공여국의 입장에서는 자본이동을 될 수 있는 한 直接投資의 방식으로 하도록 하고, 流動性의 일시적 부족으로 위기를 맞지 않게끔 이자율을 더 부담하되 상환기일은 연장하는 방도도 제도화하며, 상업은행들의 단기대부를 억제하고, 장기채에는 세계은행이 한 때 추진했던 바 채무조정을 위한 조항을 넣고 채권들 간의 스왑을 용이하게 하며, 자국통화표시로 더 많은 차입을 할 수 있도록 제도화하는 등의 방안이 제시되어 왔다.

그러나 국제금융에 적극적인 금융기관을 많이 가진 신용공여국들이 이런 제안이 자신들에게 반드시 이익이 된다고 보지 않는 이러한 제도들이 단시간 내에 제도화될 가능성은 크지 않다. 이에 차입국의 자구행위가 필요하게 된다.

2.3. 發展體制의 整備

失業率, 특히 노동시장에 새로이 진입해야 하거나 진입했어야 할 청년층의 실업률이 높아 이태백 운운하는 것이 아직 지속되는 것을 보면 현재 상황을 정상 상황이라고 할 수는 없다. 동시에 公共勤勞政策 등으로는 실업을 근본적으로 줄이기 어려울 것으로 보인다. 근본책은 역시 종래의 발전체제를 회복해 성장하도록 하는 것이 될 것이다.

최근 환율은 1달러 당 920원 부근에서 제법 안정되어 있다. 그러나 外換保有高는 2007년 7월 2,548.4억 불이 예시하듯이 그 어느 때보다 많으면서 단기간 내에 줄어들 것으로 보이지는 않는다. 그런데 외환보유고가 그 적정한 정도 이상으로 과다하게 되면 機會費用을 희생하는 것이 된다. 아무리 외환위기의 비상상황을 겪으면서 충분한 외환보유고가 가지는 중요성을 절실하게 인지하게 되었다고 하나 이제는 수입 등과 대비하여 적정한 정도 이상의 과다보유고는 적극 활용해야 할 계제가 되지 않았나 한다.

利子率은 이자평형의 논리가 적시하는 수준으로부터 이탈되어 있는 것으로 보인다. 미국의 단기 이자율이 5% 이하이고 유러달러의 이자율이 5% 부근이며 환리스크 및 정치적 리스크로서 4% 정도를 가정할 때 우리의 원화표시 이자율은 9% 정도가 되어야 타당하다. 그러나 현재의 이자율은 대출이자율이 7% 이하라고 하는 것은 다소 낮은 듯 보인다. 더구나 환율 920원의 수준에서 경제의 큰 부분인 수출부문이 큰 고통을 받고 있고 북핵 관계 및 노동시장 사정 등을 고려할 때 환리스크 및 정치적 리스크로서 4% 내외를 고려해야 한다고 하면 현재의 이자율은 이자평형의 정리가 적시하는 均衡水準으로부터 벗어나 있다고 할 수 있다. 이는 우리금융시장이 정상화되어 있질 못하기 때문이다. 각 개 개별 금융시장이 전체로서 統合되어 있지 못하고 分化되어(segmented) 있기 때문이다.

종래 IMF처방에 따르는 高金利의 영향으로 은행시장으로 몰렸던 저축성 여유자금, 부동산투자의 기회가 봉쇄되고 은행상품의 이자율이 이자평형의 정리가 제시하는 수준 이하로 떨어지게 되자, 證券市場으로 쏠리고 있다. 부동산시장의 경색에 따르는 풍선효과도 운위되고 있다. 그리하여 2007년 중반 이후의 증권시장에서는 예탁금이 사상 초유로 되고 주가지수는 치솟는 양상이 전개되고 있다. 그러나 이미 도산한 중소기업 중 재기를 노리는 것은 말할 것도 없고 현재 도산 직전이면서 운전자금을 필요로 하는 중소기업들은 급전을 구하지를 못하고 있다.

金融仲介活動의 정상화가 다른 어떤 것보다도 요망된다. 한편에서는 은행시장 또는 증권시장에서 자금의 편재현상이 보이고 있고 한편에서는 운전자금이 부족하여 도산하게 되는 기업이 적지 않은 상황에서, 금융시장이 분화된 양상으로부터 통합된 양상으로 변화하게 하고 경제 전체로 보아서 적절한 규모의 투자가 시행되도록 바꿀 수 있어야 한다. 이점과 관련하여 몇 가지 확실히 해야 할 것이 있다.

첫째, 우리는 종래 35% 부근의 대단히 높은 저축률을 가지고 있던 사회이다. 그러나 우리도 다른 여느 사회와 마찬가지로 吸收能力(absorptive capacity)에는 한계를 가지는 사회이다. 따라서 1990년대의 과잉투자의 몸살을 앓고 난 이 시점에서는 구태여 海外貯蓄을 애써 도입하려고 할 것 없이 우리의 저축을 재원으로 하여 합리적 투자를 할 수 있게끔 기본입지를 바꾸어야 할 계제가 되었다.

둘째, 이렇게 볼 때 海外投資의 유치에 대해서 신중해야 한다. 만기가 돌아오는 외채를 갚을 길이 없어 그 성격의 건전성 여부를 불문하고 외자를 유치하려고 했던 外換危機 시에는 무조건 外資誘致를 강조하였다. 그러나 현재 막대한 외환보유고를 가지고 있고 또 우리사회가 필요로 하는 외자의 총규모가 큰 것이 아니라는 것도 명심한다면 위기 시 강조하였던 무조건적 외자유치를 타성적으로 고수하는 경직성을 지양해야 한다. 우리는 1996년 이전 몇 년간 유입되어 오는 외자를 제한해 보려고 하였다. 외국인투자도 우리에게 기술을 이전하는 것이거나 新天地投資(green field investment) 등으로 한정하는 것이 필요하다고 하였다. 이제 이런 것들을 상기하여야 하겠다.

1997년 말 위기상황에서 우리가 취한 조치의 하나로 敵對的 M&A를 허용한 것이 있다. 외자유치가 급해 떨어세일(firesale)의 위험성을 감수하여 가며 적대적 M&A를 허용하게 된 것이었다. 또 이때 제일은행이나 서울은행 등을 어서 매각하려고도 하였다. 설사 이런 기관을 떨이로 팔게 된다고 하더라도 그로써 우리의 신용평가가 상승하고 차입자금의 이자율이 낮아지게 된다면 떨어판매가 반드시 손해가 되지는 않는다는 논리에 따라 그 이전에는 불가능했던 것을 허용하게 된 것이다.

그러나 이러한 태세 및 제도 변경에도 불구하고 敵對的 M&A 방식을 통한 외자의 유입은 전혀 없었고 싸게 팔려던 은행들도 팔리지 않았다. 그 이유는 이러한 사정변화에도 불구하고 한국기업을 그것의 경영자의 의사에 반하여 비밀리에 인수한다는 것이 외국사람들에게는 너무 위험스러운 일이라고 여겨졌기 때문일 것이다. 이들 외국인들은 透明性이 보장되어 있지 않은 한국기업을 수많은 지뢰를 품고 있는 땅에 비유하였으며, 이러한 지뢰가 제거되거나 최소한 그 위치와 제원이 밝혀진 이후에나 해당 토지를 구매할 수 있을 것이라고 설명하였다.

우리 기업이나 금융기관의 會計資料의 信賴性이 의심되고 있다. 많은 부외거래와 계약이 숨어 있을 것이라고 의심되기도 한다. 기업 간 상호출자, 상호보증, 내부거래와 사실상의 이전가격에 의한 상호보조 등 기업의 자산 및 부채의 규모를 바꾸고 수익을 변동시킬 수 있는 요인은 수없이 많다. 이런 것 하나 하나는 모두 미세한 손익계산을 하는 사람에게는 지뢰로 인지될 수 있을 것이며, 많은 지뢰를 품고 있는 기업을 무조건 사는 위험 부담행위는 아무리 떨어시장에서도 쉽지 않은 일이다. 그러나 이제는 투명성이 크게 제고되었다. 그럼에도 불구하고 외자유치를 일종의 공적으로 생각하고 그 타당성 불문 추구하려고 하는 것은 지양되어야 하겠다.

外資誘致에 급급하다 보니 모양만 외자유치인 허구도 많았다. 외환위기 시 성공적인 외자유치의 예로 적시되었던 것이 미국 투자금융회사 Rothchilds에 의한 한라그룹의 構造調整이었다. 이 회사는 한라그룹의 4개 계열사에 대해 구조조정계약을 맺고 채권단으로부터 부채의 57.9%에 상당하는 3조 2,379억 원을 탕감 받는 대신 해외에서 10억 불의 브리지 론을 유치해 나머지 부채를 갚을 것이라고 공표하였기 때문이었다. 그러나 그 후 이 회사는 브리지 론을 들여오지 못하였고 한국에서 조달한 서울구조조정기금으로부터의 자금으로 금융권의 부채를 상환하려 하여 외자유치의 실패 예로 되었다.

아시아 금융위기의 원인으로서 금융기관에 대한 신뢰가 무너진 것을 크게 중시하고 있는 Meltzer는 외국의 은행을 유치하여 그들의 金融仲介行爲를 심분 활용하면서 그들의 信用度에 의존할 것을 권유하였었다[Meltzer(1998)]. 외국은 주요은행은 그 본국에서의 신용도를 가지고 영업을 할 수 있겠기 때문에 금융위기의 상황에서도 위험하다고 평가받지 않을 것이고 그로써 뱅크 런(bank run) 등으로부터 자유로울 수 있다. 이런 외국은행이 금융중개를 하게 되면 근집행위에 의한 금융시장 불안도 제한될 수 있다. 그러나 이렇게 할 경우 금융중개서비스를 궁극적으로 외국에 의존해야 한다는 보다 근본적인 문제가 대두하게 된다. 나아가 외국은행 유치에 의해 진입한 은행들이 진정으로 진입한 시장의 전통과 관행으로부터 독립하여 자신의 특장을 발휘하는 데 주력할 것이냐 하는 것도 문제

이다. 이른 바 이들이 유치국이 원하는 바 技術移轉을 하는 대신 진입한 시장의 풍토에 적응하며 短期的 收益만 극대화할 것이 아니냐 하는 문제이다. 외국은행의 유치란 반드시 간단한 것은 아니다. 그러나 최소한 이들은 은행업무를 하면서 선진금융기법을 시범 보이며 해당 경제사회에서 필요한 서비스를 제공하게끔 유도되어야 한다. 이에 즈음하여 국내 주요 상업은행이 거의 모두 외국인지분을 60~80%로 되었다는 것은 유의할 점이다.

이런 점에서 국내에서 최소한 영업을 하려는 의도를 가지고 상업은행에 자본참여함을 통해 이루어지는 외자도입과 외국 투자은행의 주도에 의한 외자유입을 구별할 필요가 있다. 이들의 장단을 감안하여 선별할 수 있어야 하며 후자를 특히 철저히 점검하여야 할 필요가 있다. 정의상 投資銀行은 국내에서 영업을 하려는 기관이 아니고 싸게 샀다가 후에 비싸게 팔려고 하거나 제3의 구매자에게 매매를 중개하는 기관이다. 이들은 단기간에 이익을 올리는 것만을 지상과제로 하는 기구이다. 이들은 딜링이나 부로킹을 통해 신속히 外資誘致를 성사시킬 수 있다. 때문에 외자유치가 긴박할 때에는 이들의 서비스에 의존할 필요가 있겠다. 그러나 위기 이후의 상황으로 되었으며 더구나 우리가 긴박히 해외저축을 도입해야 할 필요가 없다고 한다면 이들에 의존하려는 것에는 신중해야 하고 보수적이 되어야 할 것이다. 이러한 시각에서 위기 발발 시부터 검토되기 시작하여 아직 종결되지 않았으면서 본래 기대하고 논의하던 바와 다른 결과를 가져 올 것이라고 보도되고 있는 뉴브리지의 제일은행 인수거래, 골드만 삭스의 국민은행 자본참여 협상, 그리고 계약위반의 시비까지 있는 로스차일드의 한라그룹에 대한 브리지 론의 중개 등은 다시 점검되어야 할 것이다.

1990년대 초 북구국가들이 金融危機를 겪었을 때 이들도 외자유치를 위해 많은 노력을 했었다는 전언이다. 그런데 이들은 매우 높은 透明性을 지니고 있었던 나라들이기에 투명성 시비에 의한 외자유입의 미흡이란 있을 수 없는 일이었다. 그런데 위기가 진정되고 나서 사후적으로 보았을 때 이들이 금융기관과 기업의 資本充實化를 위해 사용한 자본의 80% 가까이는 국내에서 조달된 것이었고 20%가 못되는 나머지만이 외자이었다 한다. 투명성에 대한 의아심에서 자유로운 이들의 사정이 이러하였다는 것은 우리에게 중요한 점을 시사한다 하겠다. 우선 이들이 우리보다 작은 나라들이라는 점을 상기하면 우리는 결과적으로 이들보다 상대적으로 더 적게 외자에 의존하게 될 것이다. 우리가 유치하려는 외자의 절대규모가 결과적으로는 한정적일 수밖에 없다. 외자도입의 필요성 및 추상적 당위성에 매몰되어 이러한 점을 간과해서는 안 되겠다. 그러나 우리의 貯蓄率이 매우 높아 海外貯蓄을 많이 필요로 하지 않는다는 점을 상기하면 이러한 결과로 된다는 것이

〈表 1〉 우리나라로의 直接投資와 포트폴리오投資

(단위: 억 불)

연도	경상수지	자본수지	직접투자수지	포트폴리오투자수지
1991	-84	64	-3	30
1992	-41	6	-4	58
1993	8	27	-8	100
1994	-40	103	-17	61
1995	-87	168	-18	116
1996	-231	232	-23	152
1997	-83	13	-16	143
1998	404	-32	7	-19
1999	245	20	51	87
2000	123	121	43	120
2001	80	-34	11	66
2002	54	63	-2	7
2003	119	139	0	179
2004	282	76	46	86
2005	150	48	20	-17
2006	61	186	-35	-225

별 문제는 되지 않을 것이다.

〈表 1〉에는 1991년부터 2006년까지의 우리나라로의 直接投資와 포트폴리오投資가 經常收支 및 資本收支의 수치와 더불어 제시되어 있다. 이를 보면 과거 우리나라에 대한 직접투자의 규모가 절대 괄목할 만한 수준이라 할 수 없음을 알 수 있고 포트폴리오투자자에 비해 상대적으로 작다는 것을 알 수 있다. 직접투자란 넓은 시장을 제공하는 나라, 원재료가 있는 나라 또는 핵심자원에 상당하면서 국제적 이동이 안 되는 기술을 가지고 있는 나라에서 이루어지는 것인데 우리는 이러한 것 중 어느 것도 가지지 못하는 처지이기에, 우리로의 외국인 직접투자가 당연히 별로 클 수 없으리라는 것을 추론할 수 있다. 우리나라로의 외국투자는 주로 포트폴리오투자이다. 나아가 우리는 현재 매우 많은 외환보유고를 가지고 있다.

이렇게 볼 때 앞으로는 본래적 한계를 가지는 외자유치, 특히 직접투자유치를 위하여 오매불망하기보다 國內資金을 선용하는 데 정책의 중심축을 두어야 할 것이다. 위축된 金融仲介機能 정상화에 초점을 두어야 하며, 특히 현재 금융권에서 맴돌면서 금융상품에 내재한 이자율을 이자평형의 정리가 적시하고 있는 수준보다 낮게 만들고 있는 금융편제

현상 및 위축된 중개행위의 회복 및 확충에 주력하도록 해야 할 것이다.

우리사회의 한편에는 위기 시의 高利率을 쫓아 은행권으로 몰렸었고 위기 이후 低利率의 상황하에서는 펀드 등 주식투자자로 쏠리고 있는 상당한 자금이 있다. 다른 한편에는 금융중개가 제대로 이루어지고 있지 않아 운전자금을 구하지 못하고 도산으로 내몰리는 기업들이 있다. 자금공급원이 있고 자금수요처도 있으나 이 둘을 매개하는 기능이 제대로 작동하고 있지 않아 저축하려는 측은 적당한 이자소득을 확보하지 못하고 투자하려는 측은 자금을 확보하지 못하는 양상이 벌어지고 있는 것이다.

이러한 금융중개의 미흡현상을 극복하기 위해서는 기왕의 중개기법이 아닌 새로운 방도가 강구되어야 할 것이다. 이런 차원에서 최근 이루어진 조치가 資本市場統合法의 마련이었다. 여기에서는 은행과 보험이 아닌 다른 모든 것을 자본시장으로 통합하려 하고 美國의 投資銀行(investment bank)과 같은 다기능의 대형 금융기관을 만들기를 목표로 하고 있다. 이를 위하여 종래의 증권회사, 자산운영회사, 선물회사, 신탁회사 등 사이의 칸막이를 없애 하나의 금융투자회사가 이들의 모든 업무를 취급할 수 있도록 하고, 취급할 수 있는 상품만을 나열적으로 허용했던 과거의 列擧主義(positive system)를 허용 안 한 상품을 제외한 모든 것을 취급할 수 있게 하는 包括主義(negative system)로 바꾸며, 고객 예탁금을 은행을 통하지 않고도 자본시장기구 내에서 이용할 수 있도록 하여 투자자의 편익을 높이려 하고 있다. 이에 따라 종래 증권회사가 주로 위탁매매업만을 하던 관행으로부터 이탈해 나와 유가증권 인수, 인수 및 합병, M&A자문, 자산운용, 자기자본의 직접투자 등을 모두 할 수 있게 유도하려 하고 있다.

이러한 것이 가능하게 되려면 충분한 자본력을 갖추어 위험을 감당할 수 있는 기반을 마련하도록 할 수 있어야 하고 더불어 危險管理 및 綜合資產管理를 잘 해낼 수 있는 전문인력을 갖추 수 있어야 한다. 나아가 이들이 적법하고 정당하게 일하도록 하는 監視 및 規制制度도 정비되어 잘 작동할 수 있도록 되어야 한다. 이러한 필요조건을 충족시키지 못한다면 이 법은 오직 외국 대형 금융기관으로 하여금 구매받지 않고 팔 수 있는 마당을 우리의 세금으로 만들어 주는 것에 지나지 않게 될 소지가 있다.

國際金融市場에서는 은행 등 규제 속의 전통적 금융부문과 규제로부터의 제약을 최소화하고자 하여 출발했던 헤지펀드(hedge fund)가 서로 비슷해져 가는 변화를 보이고 있다. 은행은 후자의 높은 수익을 취하기를 원하고 증권시장에서의 펀드들도 헤지펀드의 높은 거래수수료를 얻고자 하여 헤지펀드 유사의 펀드를 만들어 운영하려 하고 있고 헤지펀드는 경쟁이 심화되어 이익률이 낮아지는 가운데 펀드관리자들의 위험분산의 욕구에 따라 보다 규제를 받는 투자를 하게 되고 또 책임을 의식하여 과거보다 투명성을 제고하

려 하기 때문이다. 큰 추세로 보아서 각종 상이한 금융상품은 서로 수렴해 가고 있다.

資本市場에서의 仲介의 근본은 그 근거에 가서 보면 어떤 기업에 대해 다소간의 연구가 있어 그 기업을 비교적 잘 이해하고 있으면서 자금을 운영하려는 사람들로 하여금 그 기업의 주식이나 지분을 취득하도록 유도하는 것이 될 것이다. 이를 구체화하는 데 쓸 수 있는 가장 정통적인 방법은 競賣이다. 기업의 자산이나 지분을 경매를 통해 자금을 운영하려는 사람들에게 취득하도록 하는 것이 될 것이다. 그러나 우리나라에서는 경매절차가 잘 정립되어 있지 않다. 경매라는 수요와 공급의 조정방법이 널리 사용되어 오지 않았다. 따라서 需要와 供給의 양측 당사자가 경매라는 제도에 익숙해지기 이전까지는 경매 본래의 방법을 활용하여 결과적으로 기업의 지분을 저축하고 있는 사람들이 취득하게 하고 저축하려는 사람의 자금이 기업으로 이동해 가도록 하는 데에는 한계가 있을 것이다. 이에선 상당한 시간이 소요될 것이다. 또 이를 위해 변호사, 공인회계사, 서비스(servicer), 워크아웃 담당자 등 전문가도 나타나 인적인 하부구조도 정비되게 되어야 할 것이다.⁽⁵⁾

이런 상황에서 그 대안으로 제시될 수 있는 것이 별취펀드를 어서 실제화하도록 하는 것 이외에 뮤추얼 펀드의 관리자들로 하여금 일반 투자자들을 대신하여 경매에 참여하도록 하는 것이 되겠다. 현재 뮤추얼 펀드는 기왕에 상장된 주식이나 채권만을 대상으로 하는 間接投資의 방도이다. 따라서 이미 상장된 주식을 가지고 있지 않은 기업으로는 뮤추얼 펀드로 모은 자금이 흘러갈 길이 없다. 그러나 상장되지 않은 기업도 자금을 요하고 있기 때문에 이들의 자산이나 지분을 대상으로 하는 간접투자의 길이 열리게 되면 이들은 큰 도움을 받게 될 것이다. 한편 뮤추얼 펀드의 관리자들은 일반인보다 競賣方式에 보다 신속히 익숙하게 될 수 있을 것이다. 따라서 뮤추얼 펀드로 하여금 긴급히 자금을 요하는 기업의 자산이나 지분을 대상으로 경매방식으로 투자하게 하고 일반인은 그러한 펀드에 간접투자하도록 한다면 비상장기업에게도 자금이 유입될 수 있게 될 것이다. 이러한 경우에는 당연히 2차 시장도 발달될 수 있도록 유의해야 할 것이다. 근년 시장에서 그 비중을 높혀 가고 있으나 동시에 금융시장 전체의 안정을 위협할 소지를 가지고 있다고 보여 대처방안 내지 효과적 규제방안을 탐색하고 있는 대상인 헤지펀드, 個人資產펀드(private equity fund) 등의 종합적 인식과 관리의 대비가 어서 강구되어야 할 것이다.

금융위기 후 재무구조가 급속히 악화된 金融機關의 資本充實化(recapitalization)의 방법

(5) 서비스란 부동산이나 채권을 증권화하는 경우 관련 증권의 원본과 이자 등을 챙겨 투자가인 증권의 소유자에게 돌려주는 투자재산의 사후관리 서비스를 하는 자로서 영미의 제도에서 존재하고 있는 것이다[田作明雄·岡内幸策(1998)].

으로 우리는 公的資金을 투입하는 방법을 취했다. 정부의 채무증서를 가지고 이들 자본이 부족한 기관에 투자하여 이들이 이것을 제2선 자본(tier 2 capital)으로 지니게 하면서 자본충실화의 형식적 필요에 응하고 BIS비율도 맞출 수 있도록 한 것이다. 그런데 이럴 때 사용한 채무증서는 새로이 발행된 정부의 채무로서 그러한 채무증서를 받은 기관에 의해 일방적으로 인수된 것이다. 이러한 채무증서는 시장에서 팔린 것이 아니다. 실상 이러한 출자와 인수의 이면에는 채무증서를 받은 기관이 이것을 달리 활용하지 않고 계속 보유하기로 한다는 것이 전제되어 있다. 따라서 출자자로서의 정부는 이들 채무증서에 대한 이자를 걱정하고 그 이자부담을 예산에 반영하는 등 대처를 하고 있는 정도였다.

그러나 이러한 資本充實化의 방안은 몇 가지 문제를 내포하고 있었다. 우선 이러한 공적 자금의 대거 투입으로서 많은 金融機關들이 사실상 國有化되었다. 정부가 개별 금융기관의 경영에 간여할 수 있는 길이 열리게 되었는데 이러한 결과적 양태가 효율을 보장할 수 있게 될런지는 낙관하기 어렵다. 미국의 S&L처리 이후 영미에서는 공적자금을 투입한 경우가 전혀 없다. LTCM에 대한 38억 불의 지원을 하면서 미국 연준의 그린스팬의 장은 民間資金의 공여를 독려했지 公的資金은 전혀 투입하지 않았다는 것을 강조하고 있다. 더불어 정부가 민간 대주주 등에 대해서는 투명성을 요구하면서 정부 자신은 투명성을 보일 것인지는 두고 볼 일이다. 금융기관이 제2선 자본의 요소로서 가지게 된 정부의 채무증서를 소극적으로 보유하기만 하고 언제까지 달리 활용하지 않으려 할 것인지도 의문이다. 금융기관으로서 자본이 늘었으면 그것을 어떻게든 활용해 보려고 하는 유혹을 피하기 어렵다. 금융혁신 및 금융중층화의 오늘날의 사정에서 보면 이러한 점은 자명하다. 그러나 이것은 일차적으로 인플레이션을 가져올 것이다. 나아가 이러한 때의 활용이 지나치게 되면 정부의 채무증서는 1994년 멕시코 위기를 가져온 tesobono와 같아지게 된다. 결국 과거에 임시방편으로서 공적 자금을 투입해 이룬 資本充實化는 계속 지탱되기 어려우리라 할 수 있다. 어서 민영화의 길을 밟아 그러한 정부채권을 조속히 회수해 소각하도록 하지 않으면 안 되리라 하겠다.

여기에서 국내의 민간자금을 기업과 금융기관에 끌어 들이는 과업의 긴요성이 다시 대두한다. 債務-持分の 交換 方式(debt-equity swap)을 광범위하게 활용하도록 하여 은행의 신중신탁 투자자나 예금자 등이 은행의 지분을 소유하게 하고, 은행은 출자전환을 통해 기왕의 대출을 지분으로 바꾸게 하는 작업은 진행되어야 할 것이다. 그리고 이러한 때의 교환비율은 점차 활발하게 될 경매방식을 통하여 경쟁가격으로 되게 되어야 할 것이다. 이러한 과업은 공적자금을 투입해 자본충실화를 이루는 임시방편의 마련 이상인 중단기적 과제이다. 그런데 이러한 과제보다 더 근본적인 것은 종래 성장의 엔진이라고 지칭하

기도 한 바 우리사회 발전의 동력을 재정비하여 구동시키는 것이 되겠다. 이를 위해서는 건실한 投資를 할 수 있어야 하겠고 이른바 知的資產을 충실히 축적할 수 있게끔 교육에 힘쓰고 R&D投資에 진력해야 하겠다. 이러한 노력의 진정한 성과는 세계시장에서 시험받아야 하며 그 일부는 수출로서 입증되어야 한다.

이러한 본원적인 과업을 수행하는 과정에서 과거 아시아 金融危機 이후 그런 것의 재발방지를 위하여 필요하다고 알려진 바를 도입하거나 장치하고 제도화하려고 했던 것들이 있다. 여기에서 이를 다시 확인해 볼 필요가 있다. 우선 이번 위기를 초래한 외적 여건이 다시 나타나지 않게끔 하기 위해 초국가적으로 전개되고 있는 움직임에 적극 참여하여야 할 것이다. 헤지펀드 감시기구 창설 및 운용에의 참여가 그 하나의 예가 될 것이고, 금융위기방지를 위해서는 채무자측은 물론이고 채권자측도 분별 있는 처신을 하게끔 하려는 이른바 민간 금융기관의 損失分擔(bail-in)의 논의에도 참여하여야 하겠다. 자금유출국의 자금제공기관도 건전경영감독의 대상으로 하려는 움직임도 지지하도록 해야 하겠다. 이런 관심에 대한 가장 포괄적인 대응으로 적시되고 있는 바 新金融秩序(new financial architecture)의 구축사업에 참여하여 이것이 강대국 중심의 것으로 종결되지 않도록 해야 하겠다. 범세계적으로 유동성을 늘릴 수 있는 방도를 도출해 낼 수 있도록 하는 노력에도 일조해야 하겠다. 개도국 전체의 입장에서 國際金融體制 논의에 참여를 넓히도록 해야 하겠고 신금융질서가 정립되기 이전의 전환기에는 지역협력을 확대하는 방안도 모색해야 하겠다.

그러나 국제경제에서 소국이 그것에게 여건이 되는 사정을 변화시키는 데에는 분명한 한계가 있다. 때문에 근본적으로 우리는 우리 안에서 아래와 같은 것들을 실질 제도화할 수 있어야 하겠다.

첫째, 건실한 財政金融政策과 더불어 금융건전성의 제고를 위한 투명성 제고, 위험성과 수익성을 공히 고려하는 합리적 의사결정, 健全金融監督 관행의 정착화 등의 제도개선을 실제화해 전체 제도가 가능한 것을 시현하는 확고한 제도로 되도록 해야 하겠다.

둘째, 과도하고 급격한 자본유출입, 특히 급격한 이동의 중단(sudden stop)을 회피하도록 하는 장치를 더불어 갖추고 있어야 하겠다. 投機性 短期資本 移動에 대해 소위 自救行爲(self-protective action)로서 언급되고 있는 각종 조치를 장치할 수 있어야 하겠다. 이런 것과 관련하여 Feldstein은 신흥국은 IMF 등 국제기관이 위기를 방비하는 획기적 역할을 할 수 있게 되거나 신국제금융질서가 세계를 덜 위험스러운 곳으로 바꿀 것이라고 기대해서는 안 된다고 충고하고 있다. 개도국으로서는 자구행위가 불가피하며 이것의 핵심은 충분한 流動性을 확보하는 데 있다고 한다. 그러나 비합리적 높은 코스트를 부담하고 많은

유동성을 확보하려고도 할 수 없으므로 유동성의 확보는 합당한 코스트 이내에서 이루어져야 한다. 이를 위한 방법으로는 과도한 短期外債를 피하는 것, 外換保有高를 늘이는 것, 돈을 확실히 빌릴 수 있는 信用퍼실리티(credit facility)를 도모하는 것 등을 생각하고 있다[Feldstein(1999)]. 외자도입을 무분별하게 하고 그에 대응하여 외국인 투자자의 국가의 정책에 대한 소송이 빈발하게 되는 것을 피할 수 있어야 하겠다.

셋째, 개별 금융기관은 물론 기업들로 하여금 스스로 리스크에 대처할 수 있도록 유도해야 하겠다. 이런 때 이들로 하여금 리스크가 개재된 모든 거래를 일일이 옵션, 스왑 등 派生商品을 활용하여 대처하도록 하는 것은 이들의 파생상품 이용에 관련된 비용을 지나치게 증가시키는 것으로 될 것이기 때문에 타당하지 않다. 그 대신 이들 기관들로 하여금 개별적으로 또는 서로 연합하여 리스크를 풀링함으로써 내부적으로 헷지할 수 있는 것은 헷지하고 잔여를 다시 한 단계 높은 수준의 리스크 풀에서 처리하도록 하면서 최종적으로 남는 것만을 전세계에서 8~10개 밖에 안 된다고 하는 派生商品 專門 金融機關에 의뢰하여 헷지하도록 하는 방안을 강구해야 할 것이다.

마지막으로, 다른 어떤 것보다 중요한 것은 국제수지의 불균형에 임하여 당시의 국내경제상황과 밖의 여건을 점검하면서 그러한 불균형 해소의 부담을 ‘換率의 變化’라는 適應 채널(adjustment channel)과 ‘利子率의 變化’라는 適應채널 각각 얼마씩 분담시킬지를 즉각적으로 결정할 수 있도록 하는 시스템을 마련해야 하겠다는 것이다. 이를 위해서는 이러한 결정을 담당할 주체를 미리 확정하여 놓고 이들로 하여금 그 임무에 대비하여 국제시장여건과 국내경제의 변화를 긴밀히 모니터하도록 하는 것이 필요하다. 지난 1997년 말 자본의 예상외 유출에 주로 기인하여 발생했던 국제수지 적자에 임하여 우리는 종래 4.25%의 마진을 가지던 시장평균환율제의 환율변동폭을 20%까지 확대하였었다. 그러나 이로써도 당시의 불안한 심리를 진정시키지 못하여 제한폭 없는 變動換率制로 이행했던 바 있다. 그 이후 민간채무에 대해 정부보증을 부착하여 1980년대 비판되었던 私的債務의 社會化(socialization of private debts)의 비난을 감수하여 가며 단기외채를 장기로 조정하였다. 이를 통해 겨우 외환부족에 따르는 극심한 불안심리를 잠재울 수 있었고 이후 IMF의 반강제적 권유에 따라 30%가 넘는 높은 이자율을 가지고 자본의 유입을 유도하려고 하였다. 이렇게 함으로써 애초에는 전적으로 換率의 變化라는 적응채널을, 그 이후에는 利子率의 變化라는 적응채널을 이용하였다고 할 수 있다.

그러나 남미경제와 달리 이자율에 민감한 자본이동이 많지 않은 우리경제에서는 利子率채널을 주로 이용한 적응이 타당하지 않았다. 위기발발 직후 대처방도로서 이자율채널을 주로 활용한 것이 심리적 불안상태를 별로 개선하지 못하면서 경기침체를 가속시켰

기 때문이다. 그에 따라 그러한 침체가 없었을 시에는 도산하지 않았을 기업들의 도산을 가져왔고 이것이 다시 금융기관 부실대출을 늘이고 金融仲介의 離脫(financial disintermediation)을 가속시키는 악순환을 초래했다고 여겨진다. 이때 고이자율에 유인된 자본유입은 무시할 수 있는 정도이었으며 자본도피는 생각하기 어려운 분위기였다.

근자에 들어와 여러 나라들은 각각 상이한 換率制度를 표방하고 있고 또 같은 환율제도라고 지칭되는 것도 다기하게 운영하고 있어 달러 대비 각국의 통화가치의 변화는 각양각색이다. 선진국으로서 自由變動換率制度를 가지고 있는 일본은 초저금리를 유지하며 자본유출을 방지하고 그에 따라 엔 캐리 교역이 자행됨을 수수방관하고 있으면서 엔저를 즐기고 있다. 일본경제의 디플레 현상에 대처하기 위해서 일본이 평가절하를 통해 수요를 늘이는 것이 다른 나라, 특히 미국에 의해 용인되고 있기 때문이다. 이는 종래의 일본 및 현재 일본이 아닌 다른 나라에 대해서 환율조작을 시비했거나 하고 있는 미국으로서 놀라운 표본이다. 중국은 공식적으로 市場平均換率制度를 택해 몇 개 통화로 이루어진 통화바스켓의 가치와 자국통화가치를 연동시킨다고 하고 있으나 사실상 固定換率制度 유사하게 운영하고 있다. 우리는 1998년 이후 공식적으로 自由變動換率制度를 택하게 되어 환율유동화를 허용하고 있으나 수출이 영향 받을 것을 의식하여 원화의 가치상승을 가능한 한 피하려 하고 있다. 그럼에도 불구하고 우리의 원화가치는 일본 엔화나 중국 위안화에 비해 크게 오르는 것을 피하지 못해 왔다.

소규모경제이고 개도국이 순수한 자유변동환율제도를 유지한다는 것은 매우 어려운 일이다. 번덕스러운 자본이동이 있는 상황에서 경상수지의 균형을 가져오는 적정환율을 찾아낸다는 것은 거의 불가능하다. 적정환율을 찾아 유지해 보려는 종래의 노력은 최근에는 무의미해지고 있다. 현재 헤지펀드 등 단기투기성 자금의 공격, 전염현상 등이 상당하다. 그러니 이런 상황에서 환율이 심한 변동성을 보일 때 어떤 개입을 하는 것이 불가피할 수 있겠으나 이런 개입이 적정한 것으로 될지는 단언하기 어렵다. 그러니 만약의 상황에 대비해 이제는 어느 정도 용인되는 資本移動의 統制裝置를 예비해 두어야 하겠다. 공인되는 바 임시적인 자본유출의 통제, 임시적 자본유입에 대한 예치제, 平行市場(parallel market)에 대한 차별적 조치 등에 대해 준비해 두어야 하겠다.

결국 앞으로는 어느 정도 환율의 변화를 용인하고 동시에 이자율이 올라가거나 내려가도록 하면서 적응하는 것이 불가피하리라 보인다. 여기에서 초점은 이러한 것 중 어떠한 適應채널의 配合(mix)을 선택하는 것이 최선이 되겠느냐는 하는 것이 되겠다. 동시에 불시에 닥칠 긴급상황에 임하여 이런 측면에서 즉각 대응할 수 있게 준비하여야 하며, 이러한 준비는 짜여진 조직과 그러한 조직을 기동성 있게 움직이는 인력으로써 구성된 시스

템의 구축으로 되어야 한다는 것을 재삼 강조하여야 하겠다.

3. 結 論

아시아 금융위기 이후 그 이전과 달리 短期資本移動을 통제하는 것이 필요하다는 것이 지지받게 되었다. 우리는 1997년 말 IMF지원을 받으면서 완전한 資本自由化를 하기로 약속하였다고 해석된다. 그런데 이제 단기자본이동의 폐해가 알려지고 資本統制에 대한 거부감이 크게 완화된 마당에 계속 이러한 약속에 경직적으로 구속되어야 하는지 또는 자본이동의 통제에 대한 시각변화에 대응하여 상당한 보완조치를 취해야 하는지를 심층 검토하여 결론내려야 할 때가 되었다.

우리경제에서는 金融仲介의 위축현상이 보이고 있다. 과거 자본충실화의 필요에는 공적자본을 대거 투입하는 방식으로 우선 대처하였다. 그러나 아직 이것의 모두가 회수되지 않았고 이러한 공적자본을 회수하게 되기 이전까지는 인플레이션의 위험이 있고 또 이때의 정부채권이 멕시코사태를 가져온 tesobono와 같은 역할을 할 위험성도 있다. 이러한 위험성에서 벗어나기 위해서는 금융중개를 활성화하여 민간의 자금이 그러한 公的資金이 매입했던 금융자산을 사계끔 유도되어야 하며, 이를 위해서는 뮤추얼 펀드 등을 활용하며 이들이 일반인을 위해 競賣에 참여하도록 하는 것이 좋겠다.

우리는 과다 外換保有高를 가지고 있으면서 아직 외환위기 후의 타성에 따라 외자유치, 특히 直接投資의 유치를 이야기하고 있다. 그러나 구조조정을 위한 자금의 원천을 주로 외자에 의존한다는 것은 透明性의 면에서 하등 문제가 없었던 북구의 스웨덴의 경우에서도 가능하지 않았던 것이다. 우리는 이 나라보다 경제규모가 커서 상대적으로 보아 대외 의존이 본래 작을 수밖에 없으면서 투명성의 정도는 낮다. 따라서 우리가 이 나라 이상으로 외자를 도입해 구조조정의 재원으로 쓸 수 있으리라고 기대하는 것은 애초에 자연스럽지 않았던 것이다. 과연 우리의 오매불망 바람에도 불구하고 우리나라로의 직접투자는 미미했다.

우리는 35% 부근의 높은 潛在貯蓄率을 가지고 있으면서 종래 過剩投資라는 잘못을 했던 나라이다. 앞으로 우리는 과잉투자를 회피하여야 하며, 우리의 투자율이 國民總生産의 35% 부근에서 형성된다고 하여 총량으로 보아 하등 투자의 불충분을 걱정할 필요가 없는 나라이다. 우리는 본래적으로 많은 海外貯蓄을 들여다 써야 할 필요가 없는 나라이다. 그럼에도 불구하고 우리사회 일각에서는 우리 기업을 살 수 있는 능력을 가진 사람은 외국인밖에 없고 구조조정자금은 외국에서 들여올 수밖에 없다고 습관적으로 말하고

는 한다. 오매불망 외자유치를 갈망한다. 그러나 이것은 잘못된 인식이다. 기술도입과 관련된 것 또는 신천지투자 등 차라리 외자를 선별도입 할 수 있게 되어야 한다.

우리는 과도한 外換을 가지고 있다. 한편 우리 밖에서는 과잉신용에 따른 過剩流動性에 따라 거품이 운운되고 있다. 이러한 거품의 붕괴가 중국경제의 급변보다 더 무서운 영향을 미치게 될 것이라는 예견도 있다. 이러한 재앙이 닥치기 이전에 현재의 보유외환을 선용할 수 있는 방도를 강구해야 할 것이다. 외화자산의 표시통화가 달러 일변도로 되어 있는 것을 지양하고 비달러표시 자산도 가지게끔 다변화를 기해야 할 것이다. 보유외환의 일부라도 국부펀드(sovereign wealth fund)로 전환해 국제금융시장에서의 각종 펀드에 투자함으로써 資本損失을 부분적으로라도 회피하려고도 해야 할 것이다. 또 만약의 外貨流動性 위기에 대한 다른 대비책도 강화해 두어야 할 것이다. 외환위기 직후 아시아 국가 간의 스왑을 가능하게 한 이른바 창마이 선도(Chiangmai Initiative)에서의 스왑규모를 위기가 아닌 현재와 같은 때 증강시켜 놓아야 할 것이다. 기타 應急信用라인(contingency credit line)도 마련해 두어야 하겠다.

그러나 正道로는 어디까지나 金融仲介機能을 회복시키고 확충하여 국내재원을 효과적으로 쓰도록 하는 데 주력하는 것을 취해야 할 것이다.

서울대학교 經濟學部 教授

151-746 서울특별시 관악구 관악로 599

전화: (02)880-6391

팩스: (02)886-4231

E-mail: chonpyo@snu.ac.kr

參 考 文 獻

田作明雄·岡内幸策(1998): 『不良債權處理』, 東洋經濟新報社.

Cline, W.(2005): *The United States as a Debtor Nation*, Institute of International Economics.

Feldstein, Martin(1999): "Self-protection for Emerging Market Economies," NBER working paper **6907**.

Meltzer, Allan(1998): "Asian Problems and IMF," *The Cato Journal*, **17**, **3**.

Rochen, L., and S. Rossi(2006): *Monetary and Exchange Rate Systems: A Global View of Financial Crises*, Edward Elgar.

Williamson, J.(2005): *Curbing the Boom-Bust Cycle: Stabilizing Capital Flows to Emerging Markets*,
Institute of International Economics.