金融 世界化와 國際資本移動: 歷史的·實證的 槪觀

梁 東 烋

이 글은 최근 國際資本移動의 가속을 世界化의 역사적 조망에 연결시키는 시도이다. 지난 150년간 資本市場統合의 경과를 요약하고 이론적·실증적 평가 문헌을 개관하였다. 금융세계화는 진퇴완급이 있으나 지속적으로 진행되는 추세이다. 장기적 경제성장 및 단기 안정에 기여하였다는 실증적 연구결과가 아직 충분히 축적되지 않았다. 그럼에도 불구하고 자본통제를 권고할 만한 이론적·경험적 근거도 빈약하다. 자본개방과 관련한 國際通貨制度의 비대칭성에도 주목하였다. 資本計定 自由化와 관련하여 특히 금융발달이 미진한 低開發國의 대응책을 모색한다.

1. 머 리 말

최근 世界化(globalization)에 관한 찬반논란은 그 차원이 기술, 정치, 문화, 환경 등 다방면으로 확대되고 있으나 비교적 전문적 수준에서 논의가 이루어지는 분야는 경제적 차원이다. 그 중에서도 金融 世界化, 즉 資本市場統合에 대한 관심이 급속도로 증대하고 있다. IMF의 자본계정 자유화 권고 방안에 대한 수정의견, 단기자본이동과 외환위기의 불안, 국제통화제도를 불신케 하는 국제수지조정의 미흡 등등이 세간의 우려로 떠오르고 있다. 이런 계제에서 국제자본이동의 역사적 추이를 검토하고, 자본시장통합이 경제성장과 불안, 신용위험, 금융시장의 효율성 등에 미친 영향을 살펴본 실증적 문헌들을 개관하여 향후 과제를 부각시키려는 것이 이 글의 목적이다.(1)

필자는 다른 곳에서 '世界化'를 歷史的으로 조망하였는데〔양동휴(2004)〕, 이 논문은 그 중 일부를 심층적으로 고찰하고자 한다. 우선 그 글의 요약부분을 옮겨보자.

> 경제학적으로 세계화란 재화 및 용역과 생산요소, 즉 노동과 자본의 시장이 더욱 밀접하게 국제적으로 통합되는 과정으로 정의된다. 세계화라는 용어의 사용은 비교적 최근의 일이지만 시장 통합의 역사는 약 150년 전까지 거슬러 올라간다. 세계화를 역사적으로 조망하여, 즉 세계화의 2차 물결(20세기 후반 이후)을 1차 물결(19세

(1) 각각 조금씩 다른 뜻이 있으나 이하에서는 금융 세계화, 자본시장 및 금융통합, 자본시장 개방, 자본통제 완화/철폐, 자본계정 자유화 등의 개념을 느슨하게 혼용하고자 한다.

기 후반에서 1차대전까지)과 비교하여 다음과 같은 특징을 밝혀내었다. 1) 교통 통신의 발달과 무역 장벽의 완화로 상품시장의 통합이 더욱 심화되었다. 이와함께 '수직적 특화'에 따른 산업내 교역이 신장하였다; 2) 국제자본이동은 포트폴리오 형태로 SOC나 정부 부문으로 흘러들던 것이 차츰 직접 투자의 형태로, 그리고 금융, 유통 등 서비스와 제조업 부문으로 방향을 바꾸었다. 금융 제도의 발달에 따라 자본시장 통합의 가속에도 불구하고 통화 위기의 빈발 위험은 줄어들었고 그 위기의 강도는 회복 속도로 볼 때 낮아졌다. 그러나 소규모 개방 경제의 경우 비대칭적으로 불안정성이 커졌다; 3) 대량이민이 줄었다. 노동시장 통합이 덜하다 해도 요소가격 균등화의 움직임은 지속된다. 미숙련 노동 절약적 기술진보가 이를 더욱 심화시킨다; 4) 국가간 불평등이 커졌지만 세계화가 그 원인은 아니다. 국가내 불평등에 미친 영향은 불확실하다; 5) 불평등도를 따지지 않아도 세계화의 피해자가 있기 마련이고 따라서 반세계화 운동 세력이 세계화를 중지 내지 후퇴시킬지도 모르나, 각종 제도 및 정책이 성숙했기 때문에 세계화는 계속될 것으로 보인다; 6) 지역주의 움직임이 다자간 협상과 경합하고 있다. 불비례적 효과가 다소 우려된다; 7) 세계화를 조율하는 가버넌스가 문제이며 WTO 체제 개선방안들이 무성하다.

즉, 여기서는 위의 2)항에 해당하는 내용을 좀 더 자세히 살펴본다. 우선 다음 장에서는 19세기 후반부터 시작된 國際資本市場의 형성, 발달과정을 역사적으로 살핀다. 제3장에서는 금융세계화, 구체적으로 자본시장개방, 또는 자본계정 자유화가 成長에 미친 영향을 문헌서베이를 통하여 종합평가한다. 제4장은 자본이동의 결과 산출 및 소비의 安全性을 해쳤는지, 신용위험도를 높여 通貨危機를 초래하였는지, 따라서 外換統制의 필요성이 커졌는지 가리기 위한 노력이다. 제5장에서는 경상수지 조정 메커니즘으로서 國際通貨制度의 최근 흐름을 검토한다. 마지막 장은 요약과 전망 및 향후과제에 할애한다.

2. 國際資本移動의 歷史的 推移

세계화와 관련된 거의 모든 것이 그렇지만 국제자본의 이동도 技術進步와 制度變化에 의해 촉진되었다고 한 수 있다. 우리가 다루는 시기에는 귀금속 운송비용의 하락, 통신 및 보험, 기타 금융기관의 발달을 꼽을 수 있다. 또한 정보비대칭성이나 계약의 문제, 거시경제적 위험 등도 차차 줄어들었다. 적절한 회계기준도 광범위하게 채택되었으며 중앙은행간 협력도 향상되었다[Bordo, Eichengreen, and Irwin(1999)]. 물론 이와 같은 추세에

는 진퇴와 완급이 있었다. 19세기 후반부터 국제자본이동에 관한 나라별 · 시기별 연구들을 종합하면 대개 國際通貨制度의 변화에 따른 네 개의 기간으로 나누어 접근하고 있음을 알 수 있다〔Eichengreen(1996), Obstfeld and Taylor(2004, pp. 24-29)〕.

첫째 기간은 1870년대부터 1차 세계대전에 이르는 세계화의 첫 물결이다. 세계경제의 점점 큰 부분이 고전적 金本位制에 흡수되며 런던 중심의 세계적 자본시장에 합류하게 된다. 1880년이 되면 많은 국가들이, 1900년까지는 대다수의 국가들이 금본위제를 채택하였는데, 이 固定換率制度는 대부분의 나라에 규율과 구속장치로 작용한 '安定性과 信賴度體制'를 제공하였다. 이에 따라 국가 간에 이자율이 수렴하였고, 자본이동이 급증했다. 서유럽의 연장인 신세계는 물론이고 많은 주변부 국가들이 자본뿐 아니라 상품과 노동의 세계적 교역에 점증적으로 참여하였다.

1914년에서 1945년에 이르는 두 번째 기간에 이 세계적 경제는 큰 타격을 입었다. 양차대전과 대공황은 民族主義와 비협조적 경제정책의 대두를 수반하였다. 금본위제에 대한 신뢰도가 1차 대전과 함께 무너졌고 통화정책은 정치적 목표에 따라 흔들렸다. 우선 전시부채처리의 방도로서 오락가락하였고, 그 이후에는 變動換率하에 국내경제행위를 안정화하기 위한 수단으로 이용되었다. 통화위기를 방지하기 위해, 또 금을 보호하기 위해, 資本統制가 만연하였다. 세계경제는 불과 몇 십 년 동안 거의 아우타르키 상태에 이르렀다. 민간자본이동도 고갈되었으며, 국제투자에 대한 의혹이 증폭되어 국제가격과 이자율의 동조화 현상도 완전히 사라졌다. 국제자본, 국제금융은 금기시되었고 1930년대 세계적 공황의 주된 원인으로 여겨졌다.

세 번째 기간, 즉 브레튼우즈 시기(1945-71년)에 세계경제를 재건하기 위한 시도가 있었다. 국제무역이 괄목할 속도로 팽창하였고 세계경제가 역사상 가장 빠른 속도로 성장하였다. 그러나 전간기에 형성된 국제자본에 대한 공포감은 쉽게 사라지지 않았다. 1944년에 고안된 IMF는 초기에 고정환율에 대한 투기적 공격을 예방하기 위한 방편으로 자본통제를 허용했다. 자본통제는 국내정책 독자성을 각국정부에 부여했는데, 이것은 한편 적극적 통화정책을 가능케 함으로써, 또 한편 필요에 따라 미국 달러에 대한 공식환율을 비교적 질서있는 방식으로 조정할 수 있게 함으로써 운영될 것이었다. 약 25년간 이와 같은 방식이 유지되었으며 자본시장이 회복되었으나 그 속도는 느렸다. 그러나 1960년대 말이 되자 국제무역이 급속도로 팽창함에 따라 세계자본을 더 이상 손쉽게 통제할 수 없게 되었다. 세계자본의 운행은 결국 브레튼우즈 체제의 핵심인 '조정가능한 固定換率 네트워크'를 붕괴시킨 것이다.

대부분의 선진공업국이 變動換率을 채택한 네 번째 기간에는 추세의 변화가 명확했다.

선진국들이 달러고정환율을 포기하였고 20세기 마지막 30년 동안 자본계정 제한은 광범위하게 철폐되었거나 완화되었다. 다시 말하여 선진국 정부들이 고정환율을 유지하기 위한 수단으로서 자본통제를 더 이상 필요로 하지 않았다. 고정환율제가 사라졌기 때문이다. 변동환율이 시장변화에 적응할 수 있었으므로 통제를 철폐할 수 있었다. 그러나 유럽국가들은 통화적 독자성을 포기하고 通貨統合을 채택하는 방식으로 資本統制를 포기하였다. 두 방식 모두의 결과로 통제의 완화는 자본이동을 촉진하였다. 많은 저개발국들에서 경제개혁이 해외투자의 거래비용과 위험을 감소시켜 그쪽에서도 자본이동이 증가하였다. 1990년대 후반의 전염성 금융위기 이후 상황이 약간 바뀌었다. 투자자들이 주변부에 잔존하는 고정환율을 의심할 뿐 아니라 취약한 금융인프라 등에 신경을 쓰고 있기 때문이다. 점차 소규모 저개발국들은 국내 통화정책 독자성을 포기하고 고정환율의 신뢰도를 높이기 위해 커런시보드(currency board)나 달러화(dollarization) 등을 선호하고 있으며, 멕시코, 칠레, 브라질 등 대규모(?) 저개발국들은 변동환율과 인플레이션 타겟팅(inflation targeting)을 동시에 사용하는 방법을 택하고 있다.

이렇게 볼 때 國際資本移動의 급증기간이 1차 세계화 물결(1870-1914년) 및 2차 물결(1971년-)과 일치할 것으로 추정할 수 있으며, 1차 대전 이후만을 관찰하면 자본이동이 대개 U자형으로 나타날 것이 예상된다. 〈그림 1〉은 자산과 부채의 총량으로 본 해외자본 스톡이며 〈그림 2〉는 경상수지로 본 해외투자 플로우이다. 스톡과 플로우의 차이, 표본수의 차이 등의 문제가 있지만 기본적인 U자 패턴은 확인된다.(2) 물론 자본시장통합이 주된 관심사라면 다른 척도들, 예를 들어 이자율이 낮은 수준에서 안정적으로 국가 간에 수렴하는가, 투자율을 저축율로 회귀했을 때의 기울기 계수('saving-retentation coefficient,' Feldstein and Horioka)가 1보다 0에 가까워지는가를 검토할 필요가 있을 것이다. 그러나 이 글에서는 그런 척도도 비슷한 결과를 보인다는 것을 언급만 하기로 하자〔양동휴(2004, p. 8) 참조〕.

세계대전 중의 예외적인 기간을 뺀다면 海外貸付 붐을 네 번 — 즉 1880-1913년, 1920년대, 1970년대, 1990년대 — 추적할 수 있다. 첫째 물결이 가장 크고 길어서 주요자본수

(2) 단순히 하여 다음 관계가 있음에 주목하라〔Obstfeld and Taylor(2004, p. 58)〕.

$GDP \equiv Q = C + I + G + NX$(순수출)

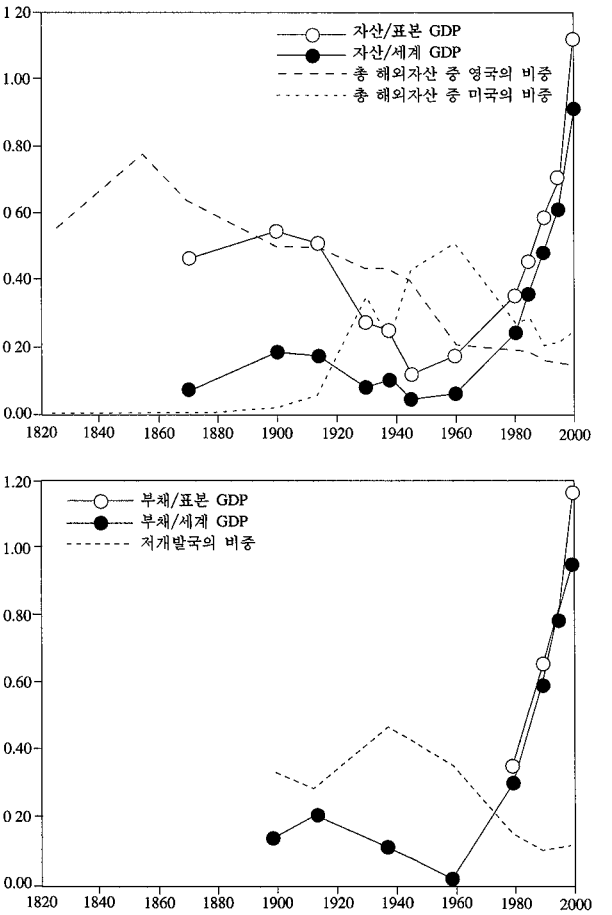
$GNP \equiv Y = Q + rB$(r은 세계이자율, B는 해외자산스톡)

$= C + I + G + NX + rB$

CA(경상수지) $\equiv NX + rB = (Y - C - G) - I = S - I$

$\Delta B_{t+1} = B_{t+1} - B_t \equiv CA_t = -KA_t$(자본수지)

여기서 〈그림 1〉은 B/Q, 〈그림 2〉는 $|CA/Q|$이다.

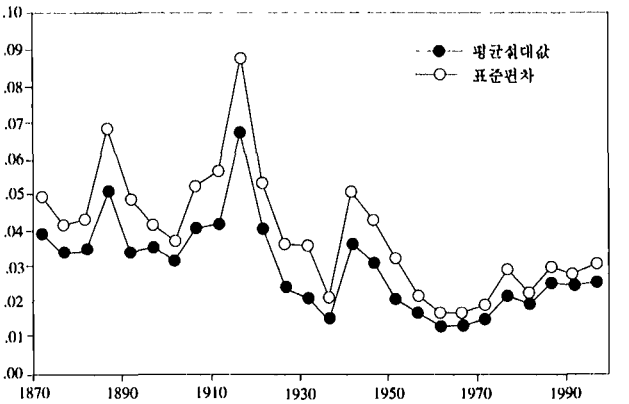


資料: Obstfeld and Taylor(2004, p. 54).

〈그림 1〉 海外資本 스톡

출국과 수입국의 GDP 대비 경상수지 절대값으로 측정된 자본이동은 3.5%에 달했다. 이에 비해 1920년대 후반과 1990년대 초반은 2.5%, 1970년대는 그보다 낮았다. 자본이동의 구성도 1930년대 이전의 채권금융에서 1970년대는 은행대부로, 1990년대는 채권 및 주식투자로 변화하였고 直接投資(FDI)의 비중이 꾸준히 커졌다.(3) 해외대부 붐의 배경도 공통점을 가졌다: 1) 세계적 경기변동의 상승국면에; 2) 세계무역의 팽창기에; 3) 우호적인 정치적 조건하에; 4) 金融革新 기간에, 즉 19세기 말에는 금융기관과 자본이동 중개기

(3) 대개의 경우 의결권 주식 소유 25% 이상이면 FDI로 분류하고 있다. Lipsey(2001)을 참조하라.



註: 15개국, 5년 평균.
資料: Obstfeld and Taylor(2004, p. 60).

〈그림 2〉 GDP 對比 經常收支

법의 발달, 중심지가 뉴욕으로 옮아간 1920년대에는 미국의 은행들이 해외시장에 지점망을 설치하고 투자 트러스트(요즈음의 상호기금)가 투자자들에게 다각화 서비스를 제공, 1970년대에는 유로달러 시장의 발달과 자본통제의 완화, 1990년대에는 은행채권의 증권화 등; 5) 1970년대와 1990년대에는 해외투자붐과 은행 및 통화위기와의 연결이 있다는 것 등이다〔Eichengreen(2004a, pp. 14-18)〕.

19세기에는 국제자본이 중심부, 즉 영국, 프랑스, 독일에서 상대적으로 주변부라 할 수 있는 캐나다, 호주, 아르헨티나로 이동하였으나 더욱 가난한 나라로 투자되지는 않았다. 이것은 아마 더 가난한 국가의 경우 기술수준의 저위에 의해 임금뿐 아니라 자본수익률도 낮았던 데 기인했을 것이다. 자본공여국은 규모가 클 때는 국내총저축의 거의 절반을 해외에 투자하였고 자본수입국은 외자의존도가 매우 높아서 요즈음 대표적 채무국들보다 더 심하였다. 이들 자본은 주로 채권 등 포트폴리오의 형태로 社會間接資本(SOC) 또는 정부부문으로 흘러들어갔다. 20세기에는 株式 또는 直接投資의 비중이 늘어났다(〈表 1〉 참조). FDI는 대개 기술이전을 수반하므로 소득수준 수렴에 일조를 했을 것이다. 19세기 말 자본이동이 신대륙으로 노동이동과 동반함으로써 수렴이 아닌 발산의 동력이 된 것과 대조적이라 할 수 있다〔O'Rourke and Willamson(1999, chs. 11-12)〕.

또한 100년 전에 비해 서비스에 대한 직접투자가 늘어난 것도 특징이다. 1914년에 미국 해외직접투자의 40% 이상이 광업과 석유 부문이고 제조업과 서비스(주로 철도와 전기, 가스, 수도 등)가 각각 20%였는데, 오늘날에는 50% 이상이 은행, 금융, 보험, 유통,

〈表 1〉 世界 總 資本流出 中 直接投資의 比重(%)

홍콩 및 대만 제외	
1970-74	5.8
1975-79	18.0
1980-84	11.6
1985-89	20.7
1990-94	25.4
홍콩 제외, 대만 포함	
1990-94[1)]	29.7
1995-99	29.6
1995	34.0
1996	28.7
1997	29.6
1998	29.5
1999	28.6
홍콩 및 대만 포함[2)]	
1998	29.6
1999	29.3

註: 1) 수정자료.
2) 세계 총 자본이동에서 홍콩발 포트폴리오 투자 제외.

資料: Lipsey(2002).

註: 자료 검색 결과 위의 〈表 1〉 이후에도 世界 總 資本流出은 지속적으로 증가하고 있으나 直投投資는 2000년을 起點으로 減少하고 있다.

YEAR	1970	1980	1990	1995	2000	2001	2002	2003
FDI outflow (millions of dollars)	14,157	53,683	242,057	358,235	1,186,838	721,501	596,487	612,201

資料: UNCTAD, FDI/TNC database.

에너지, 정보통신 등 서비스 부문이고 제조업이 35% 정도이다. 이것은 商品市場뿐 아니라 서비스市場에도 국제경쟁이 심화되었음을 의미한다[양동휴(2004, pp. 7-8)].

〈그림 1〉의 점선을 보면 미국의 해외자산비중이 지난 40년간 감소추세이고, 국제자본이동에서 低開發國의 비중이 지난 60년간 작아지고 있음을 알 수 있다. 자본이동은 주로 선진국 간에 이루어지고 저개발국으로 덜 가는, 심지어 2000년 이후에는 역방향으로 자본이 이동하는 이러한 현상은, 자본부족국이 자본의 한계생산성이 낮아서 국제자본을 흡인하는 효과가 있으리라는 기본적인 논리에 어긋나므로 '逆說的'(paradox)이라고 불리웠다

〔Lucas(1990)〕. 루카스는 식민지배를 경험한 저개발국의 경우 법적 · 제도적 환경이 선진국과 동일하므로 원리금 변제위험은 문제가 아닐 것이라고 하여 인적자본형성의 外部性에서 그 설명을 찾았다. 그 이후 법제적 · 정치적 계약이행과 자본시장의 발달 정도 등 여러 가지 설명요인들을 놓고 실증적 연구들이 축적되었다. 더욱더 의욕적인 연구는 資本流入을 從屬變數로 놓고 지난 30년간 12개국에 걸쳐 20여 가지 獨立變數로써 이를 설명하려는 시도이며 제도적 질과 국내정책의 역할을 중시하였다. 여기서의 문제는 각 독립변수의 측정이 자의적일 뿐더러 물가변동, 은행신용, 자본통제 등이 정책변수로 될 수 있는가 하는 것이다〔Alfaro, Kalemli-Ozcan, and Volosovych(2004)〕. 최근의 한 연구는 상습적 채무불이행 국가의 정부채권과 정부보증채권에 대한 투자자들의 자기실현적 불신이 가장 큰 원인이라고 주장한다. 債務 不寬容(debt intolerance)이 안전채무수준 '閾値'(threshold)를 높임으로써 常習的 破産者(serial defaulter)에서 선진국 위치로 '졸업'하는데 걸리는 시간이 더 늘었다는 것이다〔Reinhard and Rogoff(2004), Reinhard, Rogoff, and Savastano(2003)〕. 이에 관해 4장에서 논의를 계속하기로 한다.

3. 國際資本市場의 功過 I: 成長

금융세계화, 즉 국제자본시장 통합이 가져온, 그리고 잠재적으로 가져올 이점은 경제이론상 명백하다. 國際金融市場은 서로 다른 나라의 주민들로 하여금 다양한 위험을 연합, 분산케 하여 국내에서보다 더 효과적인 보험을 제공한다. 또한 일시적 불황이나 자연재해를 겪는 국가가 海外借入을 할 수 있게 한다. 자본이 부족한 저개발국의 경우 투자자금을 외국에서 조달하여 저축율의 급증 없이도 경제성장을 추진할 수 있다. 국제자본시장은 세계적 수준에서 저축을 입지에 상관없이 가장 생산적인 용도에 효율적으로 배분한다. 또 국내 정책입안자들이 닫혀 있는 국내자본시장을 악용하는 것을 방지하는 역할을 한다. 예를 들어, 지나친 정부차입이나 불충분한 은행감독 같은 불건전한 정책은 금융개방하에서라면 투기적 자본유출이나 더 높은 국내 이자율을 초래할 것이다. 적어도 이론적으로는 시장규율에 따른 이러한 효과를 우려하여 분별없는 행동을 삼가게 할 것이다.

물론 국제적 금융계약에는 부가적 집행비용이 수반할 것이며 情報非對稱性 문제도 있다. 또한 정책 독자성의 상실 우려도 따른다. 金融危機의 국제적 파급문제도 복잡하다. 선진국 간의 자본이동은 앞장에서 살펴본 바와 같이 문제점들을 극복하고 서로 이득이 되는 방향으로 팽창해 왔다. 그러나 선진국으로부터 저개발국으로의 자본이동의 비중이 줄어들고 있음에 비추어 이론적 수준의 논의는 실증적 뒷받침이 필요한 듯 보인다. 이하

에서는 최근의 실증연구를 개관하기로 한다.

우선 가치판단과 신념의 개입 여지가 있는 貧困과 不平等 問題부터 보자. 2004년의 NBER 콘퍼런스 "世界化와 貧困" 중에서 資本移動에 관한 교훈을 정리하자면 1) 횡단면 분석과 나라별 사례연구 결과 자본이동이 빈곤을 완화하는지 불분명하지만 인적자본과 인프라, 신용 및 기술지원, 거시안정 등 보완적 요인이 있을 때는 긍정적 효과가 있다. 2) 금융위기의 비용이 매우 크므로 무제한적 자본이동은 조심스럽게 받아들여야 한다. 그러나 直接投資 유치의 경우 빈곤퇴치에 도움이 된다. 3) 세계화는 빈곤층내에도 非對稱的 효과를 가져오므로 이들을 식별하여 보완하는 정책이 필요하다는 등이다〔Harrison(2005)〕. 이러한 일반론은 후에 다시 검토하려니와, 빈곤과 불평등의 척도 문제에 관한 지적이 눈에 띈다. 절대빈곤상한을 구매력평가 수준으로 하루 1달러로 잡느냐 2달러로 잡느냐에 따라 연구결과가 좌우되는 경우가 많았다. 물질적 척도 이외에 건강과 교육을 고려할 때 결과는 더욱 모호해진다. 不平等의 경우에도 지니계수 같은 '相對的' 지표 외에 '絶對的' 지표, 즉 빈자와 부자 간 소득의 절대액 차이를 사용하면 훨씬 부정적인 결과가 나온다. 또한 결과에 관계없이 세계화 '과정'이 정치적으로 독점되는 경우 형평성에 어긋난다고 판단하는 연구가 많다는 것이다〔Aisbett(2005)〕. 이를 실증연구 종합과 정책함의에 포함시키는 일은 결론장으로 미룬다.

資本計定 自由化를 저개발국에도 강력히 권고하는 입장에서는 자본통제 실시국과 자본자유화국 간의 비교, 같은 나라일 때에도 자본자유화 이전과 이후의 비교를 통해 자본계정 자유화가 투자 및 성장에 긍정적인 영향을 주었음을 입증하고자 하였다. 물론 通貨危機의 위험에 대처하기 위해 자유화의 구성부문에 따른 속도조절을 같이 주장하고 있다. 이 문제에 관해서는 다음 장에서 논의하기로 하고, 여기서는 통제완화 및 철폐가 실제로 경제성장에 도움이 되었는가에 초점을 맞춘다.

이와 같은 실증연구에는 자본계정 자유화 또는 자본통제의 정도를 측정하는 척도를 선택하는 일이 우선되어야 한다. 가장 많이 쓰이는 자본계정 제한척도는 1950년 이래 IMF가 작성, 출판하는 '외환조정 및 외환규제에 관한 연차보고서'(AREAER) 자료에 의거하고 있다. 이러한 規定에 따른 尺度(rules-based measure) 외에 주식시장 자유화 연도, 또한 몇 가지 수량적 척도들이 '法的인'(de jure) 분류에 의한 것이라면, 자본이동 제한노력의 효과에 중점을 두는 '事實的'(de facto)인 것, 즉 자본이동의 양이라든가 해외자산과 부채 스톡 등이 있다. 〈表 2〉는 이들 다양한 척도를 정리한 것이다〔Edison *et al.*(2002)〕. 자본자유화와 성장의 관계 연구결과가 다양하게 나타나는 것은 자본통제척도의 선택을 비롯하여 어떤 나라들을 몇 개국이나 어느 시기 몇 년간에 걸쳐 분석했느냐에 달렸을 것이다.

〈表 2〉 資本移動 規制尺度 要約

이름	출처	내용	변화범위	연도	적용국가수
1. IMF	IMF AREAER, line E2, 매년호	국경을 넘는 자본이동을 제한하는 규칙의 존재여부를 나타내는 on/off 척도	0(완전자유)부터 1(항상통제)까지	1967-1995 이후 형태변화	1976-95 117개국부터 1986-95 137개국까지
2. Share	IMF AREAER, line E2, 매년호	자본계정이 자유로웠던 연도의 비중을 정하기 위해 IMF척도 사용. 1966-95 중 아무기간에나 적용가능	0(완전자유)부터 1(항상통제)까지	1967-1995 이후 형태변화	1976-95 117개국부터 1986-95 137개국까지
3. Quinn	Quinn(1997)	자본계정규제에 관한 AREAER의 구술자료에서 작성	큰 숫자는 덜 규제되고 더 개방되거나 합의에 따름. 1/2씩 0에서 4까지 증가	완전표본 1958, 1973, 1982, 1988	63개국 중 20 선진국 43 저개발국
4. △Quinn	Quinn(1997)	Quinn 척도의 증분	자본계정의 실제범위 1988-1982: -1에서 2 1988-1973: -2에서 2	위와 같은 시점으로부터 작성	63개국 중 20 선진국 43 저개발국
5. OECD Share	자본이동 자유화 기호집	11개 범주 중 규제되지 않은 비중을 해당 기간에 평균	0(항상통제)부터 1(완전자유)까지	1986, 1988, 1990, 1993, 1995	21 OECD 가맹국
6. MR	Montiel & Reinhart(1999)	자본계정규제 강도의 척도	0(자유) 1(완만한 규제) 2(강력한 규제)	1990-1996 매년	15개 신흥시장
7. Levine/ Zevos and Henry	Levine & Zervos (1998) and Henry (2000a, b)	신흥시장의 주식시장 자유화 시점	사건 연구에는 0/1 더미로 작성 또는 횡단면 분석에는 자유화 이후 연도의 비중	May 86 -Dec. 91	11개 신흥시장

〈表 2〉 계속

이름	출처	내용	변화범위	연도	적용국가수
8. BHL	Bekaert, Harvey & Lundblad (2001)	신흥시장과 선진경제의 주식시장 자유화 시점	사건 연구에는 0/1 더미로 작성 또는 횡단면 분석에는 자유화 이후 연도의 비중	1980-1997	95개국 중 43개국은 금융자유화 경험있음(25 신흥시장, 18 OECD)
9. EW	Edison & Warnock(2001)	1-(IFC 투자 가능지수/IFC 세계화 지수)	0과 1사이에서 작성	1988-현재	29개 신흥시장
10. FH	Feldstein & Horioka(1980)	저축률에 회귀한 투자율의 회귀계수	0(완전자유)에서 1(통제)까지		
11. Capflows	Kraay(1998)	실제 자본이동에 기반을 둔 척도	GDP에 대한 %로 작성		국제수지 통계가 있는 모든 나라
12. Capstocks	Lane & Milesi-Ferretti(2002)	총자본이동의 축적된 스톡에 기반을 둔 척도	GDP에 대한 %로 작성	1970-1998	70개국 선진국 및 저개발국 포함

資料: Edison *et al.*(2002).

이 장의 첫 문단에서 이야기했듯이 金融世界化가 成長에 기여하는 경로는 다양한데, 資本流入國의 입장에서 이를 다시 정리한다면 직접적으로는 국내저축을 높이고, 자본비용을 절감하고, 기술이전을 촉진하며, 국내 금융발전을 돕는다. 간접적으로는 위험관리를 통해 생산특화를 추진하고, 시장규율과 경쟁압력의 결과 거시정책과 제도를 개선한다는 등이다. 그러나 1990년대부터 최근까지 출간된 국가 간 횡단면 분석을 검토한 결과, 즉 국가수로는 20개국부터 117개국까지, 분석연도는 1950-89년부터 1980-2000년까지를 대상으로 한 14개의 연구결과는 뚜렷하게 긍정적이지 않다. 3개 연구에서 양의 상관관계가 찾아졌는가 하면 7개 연구에서는 전혀 효과가 없다는 결과가 나왔고 4개 연구는 불분명하다고 결론짓고 있다〔Prasad *et al.*(2004, ch. 3)〕. 성장효과가 이럴진대 불안정성이나 금융위기의 위험을 생각한다면 자본계정 자유화보다 오히려 資本統制를 권고해야 하는 실망적인 자료 아닌가.

자본유입의 형태를 고려하면, 즉 FDI, 포트폴리오 주식, 채권, 장기 및 단기 은행신용, 공적 차관으로 나누어 분석한 5개의 연구결과는 FDI가 OECD국뿐 아니라 저개발국에서도 국내투자, 그리고 성장과 일관되게 정상관관계에 있음을 보여 주었다〔Prasad *et al.*(2004, Appendix I)〕. FDI 연구의 대가인 립시〔Lipsey(2002)〕의 실증문헌 개관에 의하면 FDI는 양 당사국에 모두 이로운 방향으로 연구결과가 나오고 있다. 자본유입국의 입장에서는 외국기업이 내국인 소유기업보다 거의 항상 높은 임금을 지불하며 전반적인 임금수준상승에 기여한다. 외국기업이 일반적으로 생산성이 높으나 국내기업으로 생산성 이전이 관찰되는지는 불확실하며 이것은 자본유입국의 정책과 환경, 기존 기술수준에 따라 달라진다. 일반적인 성장효과도 마찬가지이다. FDI 도입이 輸出成長과 연쇄효과를 갖는 것은 불분명하며, 일정 정도로 원자재나 식품수출국에서 제조업 내지 고기술품 수출국으로 전환하는 데 기여했다. 충격의 상당부분은 표준적 생산성 추계에서는 누락되는 세계시장에 대한 지식의 전파나 세계적 생산 네트워크에 동참하는 방법의 습득 같은 형태에서 온다고 한다.(4)

자본계정 자유화의 성장효과가 거시적 횡단면 분석에 일관적으로 나타나지 않은 것을 심각하게 받아들이지 않는 연구도 있다. 자유화 혹은 규제 척도 선택이나 기타 기법상

(4) 〈表 1〉에서 보는 바와 같이 FDI의 중요성은 증가일로에 있다. 참고로 미국은 아직 자본의 순수입국이었던 19세기 말에 해외직접투자자로서의 역할을 시작하였다. 그 후 1960년대에 전세계 FDI 스톡의 약 절반 정도를 차지할 만큼 선도적 FDI 공급자로 성장하였다. 유럽과 일본이 주요 공급자로 참여하여 20세기 말 미국의 비중은 4분의 1 이하로 줄어들었다. 현재 미국은 FDI의 주요 유입국으로서 1997년부터는 순유입국으로 변신하였다〔Lipsey(2001)〕.

문제를 극복하기 위해 표준적인 內生的 成長模型에 4개의 다른 資本自由化 또는 株式市場 自由化 척도를 각각 집어넣어 최소자승법과 도구변수법을 이용, 8개의 방정식을 추정한 결과와 감응도 분석은 상당히 고무적이었다[Edison *et al.*(2002, III)].(5) 또한 자본계정 자유화와 성장의 상관관계가 거시적 횡단면 분석에서 입증되지 않더라도 이것이 곧 資本統制의 優越性을 의미하는 것은 아니다. 다른 종류의 자본이동마다(예를 들어 FDI) 다른 효과가 나올 것을 예상해야 하며 자유화의 순서와 정도를 정할 필요가 있을 것이다. 또한 각국의 제도와 기업지배구조에 따라 규제의 효과가 다를 것을 생각해야 한다. 또한 규제의 역치 효과는 아마도 비선형으로 작용할지 모른다. 그리고 다음장에서 다시 다루겠지만 자본통제에도 고유한 비용이 따르게 마련이다. 자본계정 자유화의 거시적 효과에 부가적인 미시적 장점이 있는데 이러한 이점을 전부 잃게 된다는 것이다.

4. 國際資本市場의 功過 II: 不安定性과 危機

이론상으로 자본시장통합은 金融多角化와 危險分散을 통해 산출 및 특히 소비의 불안정성을 완화하는 기능을 갖는다. 그러나 실제로는 1990년대 산출증가의 불안정성이 이전 30년간에 비해 평균적으로 감소하였음에도 불구하고 所得增加의 불안정에 비한 消費增加의 不安定性은 오히려 커졌다. 신흥시장의 경우 금융세계화가 급속도로 진전된 1990년대에 국제자본시장에서의 친순환적 접근성이 소비의 상대적 안정성에 악영향을 미쳤던 것이다. 이곳에서도 閾値 效果가 작용했음을 의미하는 것으로서, 금융통합의 초기단계에는 추가적 통합이 소비수준의 상대적 불안정을 수반하다가 금융통합수준이 역치를 넘어선 이후에 상관관계의 방향이 바뀌었다는 것이다. 다시 말하여 금융개방도가 충분히 높은 경제에서 상대적 소비불안정성이 감소하기 시작한다. 국제금융통합이 국내 금융부문 발달을 촉진하기 때문이다. 그러나 불행히도 자본시장통합의 이와 같은 이점은 주로 선진국에만 해당되는 듯 보인다.

이런 의미에서 저개발국의 금융위기 및 통화위기 빈발은 金融世界化의 '成長的 苦痛'이라고 표현되기도 한다. 이 고통은 다양한 형태를 띠는데, 국제투자가들의 충동적 행위 및 투기적 공략, 경제의 근간과는 관계없는 전염성 전파, 재정적자 및 외채누적 등 정책당국의 근시안적 조치를 포함한다.

다시 말하여 금융위기를 불안정성의 특수 경우로서 고찰할 필요가 있다는 것이다. 자

(5) Prasad *et al.*(2004)는 그들의 Table 3 최근의 연구요약에서 Edison *et al.*(2002)의 결론을 불분명(mixed)한 것으로 인용했다.

본시장 통합은 금융위기의 빈도와 강도, 전염성에 영향을 미친다. 금융세계화의 1차 물결에서는 통화위기가 더 오래 지속되었으며 이것은 금융시장과 금융제도가 미성숙한 상황이었기 때문인 것으로 보인다. 1970년대 후반 이후에는 위기가 종종 通貨 및 銀行의 同時危機(twin crisis)의 형태를 띄었다. 그러나 위기의 강도는 낮았다. 즉, 실물 생산손실이 심하지 않고 회복도 빨랐다. 자본의 높은 이동성은 소규모 경제에 항상 불리하였다. 이것은 자본이동이 소규모 경제의 거시정책수행 범위를 불비례적으로 더 제한하기 때문이다〔Eichengreen and Bordo(2002)〕. 금융제도가 미성숙한 소규모 경제일수록 소위 트라이레마(trilemma), 즉 자유로운 자본이동, 안정적 환율, 독립적인 통화정책 수행 세 가지를 동시에 구가할 수 없다는 수렁에서 빠져나오기 힘들고 자본시장의 통합에 직면했을 경우 과감히 자유로운 변동환율을 택할 여지가 없다.

자본계정 자유화와 산출 및 소비 불안정성과의 상관을 분석한 최근 실증연구의 절반가량은 통계적으로 유의한 관계를 찾지 못하였다. 양의 관계, 음의 관계를 보고한 연구가 각각 하나씩이었으며 여러 연구들이 선진국, 예를 들어 OECD 국가에서는 역관계, 저개발국에서는 정상관관계를 보고하고 있다〔Prasad *et al.*(2004, ch. 4)〕.

자본계정 자유화가 이론적으로 예상된 성장 및 안정성의 잠재력을 발휘했다는 실증적 증거가 거시적 횡단면 분석에 특히 저개발국에서 안 나타나는 것은 어떤 연유인가. 아마도 부분적으로는 자료 및 기법상의 문제일 터이고 부분적으로는 저개발국이 갖는 金融的 脆弱性을 반영한 결과일 것이다. 금융재정제도의 신뢰성 문제, 정책당국의 행정능력 부족, 금융시장의 미발달, 자국화폐 차입의 불가 등등이 그것이다. 그러면 자유화를 미루고 자본통제에 안주하는 대안에는 비용이 없는가. 이하에서는 金融規制의 微視的 問題點을 살펴봄으로써 적절한 대안을 모색해 보자.

2장의 말미에서 언급했듯이 오늘날 資本移動의 대부분은 先進國 間에 이루어지고 있으며, 저개발국으로 유입이 되지 않고 거꾸로 신흥시장에서 선진국 쪽으로 자본이 유출되고 있다. 국제자본이 투자자금을 공급하고 기술이전을 수반하며 경쟁력을 높이는 이점이 있음에도 불구하고 자본부족국인 후진경제를 외면하는 까닭으로는 자본통제가 없을 경우에도 1) 재산권 이행의 불비, 2) 비공식적 행정장벽(부패, 투명성 결여, 유능한 전문 관료의 부족 등), 3) 인적자본의 저수준, 4) 채무불이행의 역사와 높은 신용위험 등을 들 수 있다. 또한 자본통제를 완화하면 國際的 危險分散效果로 인해 수익률의 안정성을 확보하고 자본비용을 줄일 수 있을 것이다.

미시적인, 즉 기업수준의 실증분석에 따르면 여러 나라를 대상으로 할 때 상장회사가 외국인 소유를 허용할 경우 주가상승, 자본비용 하락 등의 결과를 보이고 있다.(6) 국별

연구에서도 긍정적인 예를 찾을 수 있다. 칠레의 자본유입세(encaje) 부과기간 중(1991-8년) 금융세계화의 혜택을 많이 받던 상장 소기업들의 투자활동이 위축되었다〔Forbes(2004)〕.

자본통제는 시장규율을 해쳐 자본의 효율적 배분을 방해하고 주식가격을 왜곡한다. 이 부분에도 미시적 실증연구가 많으나 말레이시아 금융위기의 예를 들어보자. 바그와티〔Bhagwati(2004, ch. 13)〕는 '世界銀行-財務省 複合體'(Wall Street-Treasury complex)가 외국의 자본시장 개방을 강요하여 단기자본이 급속도로 이동함으로써 1997년 아시아 5개국의 외환위기를 야기했다며, 말레이시아의 경우 IMF의 긴축정책 권고를 받아들이지 않고 대신 자본통제를 실시하여 금융위기가 실물경제 침체로 확산되는 것을 막을 수 있었다고 설명한다.(7) 그러나 당시 주가를 분석한 한 연구는 위기의 초기(1997. 7. - 1998. 8.) 동안 정치와 유착되었던 기업들의 주가가 폭락한 반면 자본통제 실시(1998. 9.) 이후 같은 기업들의 주가만 오른 것을 밝혀내어 자본통제가 주식시장의 효율을 떨어뜨린 사례로 평가하고 있다〔Johnson and Mitton(2003)〕. 더 나아가 企業特殊的 變化分(firm-specific variation)(8)이 신흥시장에서도 금융세계화와 함께 커지는 현상이 관찰되었으며, 말레이시아의 자본통제시에 이 부분이 하락하였음이 드러나 자본통제의 비용이 자산시장 효율하락의 형태로 나타났음이 확인되었다〔Li *et al.*(2004)〕.

이에 부가하여 자본통제를 회피 내지 우회하려는 개인과 기업들의 경제행위 변화, 이를 강제하려는 행정비용의 증가 등이 추가로 지적되었다. 한 마디로 자본통제는 결코 '무료점심'(free lunch)이 아님이 강조되고 있다〔Forbes(2004)〕. 따라서 자본계정 자유화를 무작정 지연하거나 이미 자유화된 자본시장을 다시 규제하는 정책은 일시적 미봉책은 될 수 있을지언정 장기간에 걸친 분별있는 조치는 되지 못 한다는 것이다.

이하는 저개발국이나 신흥시장에 대한 아이켄그린〔Eichengreen(2004a, ch. 11)〕의 처방이다. 1) 금융시장이 자유화되거나 통제가 해제된 이후에 자본계정을 개방할 것, 2) FDI를 먼저 자유화할 것, 3) 다음에 株式市場과 債券市場을 자유화할 것, 4) 銀行借入은 맨 마지막에 자유화할 것,(9) 5) 자본계정을 관리할 때 친시장적 도구에 의존할 것, 6) 국내제도와 정책을 資本計定 體制(capital account regime)에 정렬시킬 것,(10) 7) 國際協力이 따

(6) FDI의 경우 거시적 분석의 결과도 긍정적이었음을 상기하라.
(7) 이 주장은 Kaplan and Rodrik(2001)을 원용한 것이다.
(8) 즉, 공조변동(comovement)을 뺀 것으로 주식시장 효율성의 한 척도이다.
(9) 한국의 금융위기에서 얻을 수 있는 교훈이라고 흔히들 이야기한다.
(10) 이것은 외환정책에서는 adjustable peg, crawling peg, wider band, target zones 등을 포기하고 고정이나 변동의 극단쪽으로 방향을 선택하라는 뜻이다.

르면 더 좋다.(11)

5. 國際通貨制度 一瞥

2장의 〈그림 2〉에 대한 설명에서 언급한 바와 같이 經常收支는 곧 資本移動의 척도로 볼 수 있다. 또한 경상수지의 누적이 해외자산스톡이기도 하다. 오늘날 미국이 매년 6천 7백억 달러(GDP의 거의 6%)의 경상수지 적자를 기록하고 있는데 국제거래 및 결제에 미치는 달러의 영향력을 감안한다면 자본이동을 개관하는 글에서 국제통화제도를 논의하는 것은 자연스럽다고 할 수 있다.

서유럽과 일본의 고도성장에 따른 국제수지적자 누적, 월남전과 인플레이션 등 여러 요인이 결국 초래한 달러의 태환정지와 평가절하(1971년) 이후 달러의 國際貨幣로서의 공식적 지위는 상실되었다. 그럼에도 불구하고 달러의 영향력이 유지되었는데 이것은 달러를 당장 대체할 만한 국제화폐가 없고 달러의 지위를 유지하는 것이 바람직하다는 국제적인 암묵적 합의가 있었기 때문이다. 국내경제와 재정기반에서 미국에 버금갈 국가가 아직 없기 때문에 미국정부는 재정적자를 누적시키면서도 달러의 위치를 당분간 유지할 것으로 보인다. 이와 같은 현상을 일군의 학자들은 '다시 태어난, 부활한(reborn, revived) 브레튼 우즈 체제'라고 명명하여, 지금의 국제통화 및 금융제도가 40년 전의 체제와 별로 다르지 않다고 주장하고 있다. 저평가된 환율을 고수하며 수출주도형 성장에 여념이 없는 '周邊部' 아시아 국가들이 미국에 의해 발행되고 미국달러로 표시된 국제준비금을 대량으로 축적하는 한 '中心部' 미국은 지속적으로 소득 이상의 지출수준을 누릴 수 있다는 것이다. 1960년대에는 유럽과 일본이 주변부 역할을 했고 저개발국들은 아직 국제경제체계에 완전히 통합되지 않았었다. 현재는 세계화의 확산으로 새로운 주변부가 계속 팽창하면서 달러자산 보유를 증가시키고 있으므로 미국이 경상수지 적자를 누적시킬 수 있다. 국제수지조정의 필요가 없으니까 달러가치가 더 이상 하락할 필요도 없다. 특히 아시아 국가들이 수출경쟁력을 위해, 또한 보유 달러자산의 가치하락을 방지하기 위해 미국의 재정증권 등 달러표시자산을 계속 구입할 것이므로 당분간은 별 문제가 없다는 주장이다〔Dooley, Folkerts-Landau, and Garber(2003)〕 〈表 3〉은 2000-2004년 동아시아 주요국의 경상수지와 달러보유 현황이다.

아이켄그린〔Eichengreen(2004b)〕은 이 가설이 지난 40년 동안 세계경제가 극적으로 변

(11) 그러나 이것은 선진국들이 도와주어야 한다는 의미가 아닌가. 결국 세계화의 가버넌스 문제로 돌아온다〔양동휴(2004, pp. 21-23)〕.

〈表 3〉 東아시아 主要國의 經常收支와 外換 保有庫(10億 달러)

	2000	2001	2002	2003	계(%)	2004년 말 외환보유고(%)
중국	20.5	17.4	35.4	45.9	119.2(16.2)	395.7(25.4)
홍콩	7.1	9.9	12.6	16.7	46.4 (6.3)	79.5 (5.1)
인도네시아	8.0	6.9	8.1	7.5	30.6 (4.2)	22.5 (1.4)
일본	119.7	87.8	112.4	136.2	456.1(62.1)	537.0(34.4)
한국	12.3	8.0	5.4	12.3	38.0 (5.2)	128.1 (8.2)
말레이시아	8.5	7.3	7.2	13.4	36.3 (5.0)	42.7 (2.7)
필리핀	6.3	1.3	4.4	3.3	15.3 (2.1)	8.3 (0.5)
싱가포르	13.2	16.1	18.9	28.2	76.4(10.4)	72.3 (4.6)
대만	8.9	18.2	25.6	29.3	82.0(11.2)	241.7(15.5)
태국	9.3	6.2	7.0	8.0	30.5 (4.2)	31.3 (2.0)
합계	178.1	145.0	180.9	230.7	734.6(100)	1,559.1(100)

資料: IMF, *International Financial Statistics*.

화하였음을 과소평가하는 과오를 범하고 있다고 지적한다. 첫째, 1960년대에 비해 '주변부' 국가들의 수가 훨씬 많고 이질적이다. 아시아 제국은 경제발전단계가 서로 다르고 따라서 정책 우선순위도 각양각색이며 지역적 협력도 제도화되어 있지 않으므로 현상유지를 위해 단결된 움직임을 지속할 가능성이 낮다. 둘째, 달러를 대체할 국제화폐로서의 대안으로 유로화가 존재한다. 셋째, 달러의 兌換性이 결여되어 미국 외의 중앙은행들의 정책일관성 유지가 그만큼 불안정하다. 넷째, 자본통제가 제거된 상황에서 民間 金融去來를 규제하기 곤란하며 현상유지를 위한 불태화나 외환시장 개입 등의 비용이 커졌다.(12) 다섯째, 국내금융시장의 자유화로 인하여 환율을 낮게 유지하고 저축을 증대하는 정책이 교역재 부문에 부가적 투자를 집중시킨다는 보장이 없다. 마지막으로, 아시아의 정책결정자들이 이미 여러 문제를 야기했던 자국화폐의 체계적 저평가 정책을 무작정 반복하리라고 기대할 수 없다. 결론적으로 현재의 상황이 브레튼 우즈 체제와 비슷한 점이 있다 하더라도 이것이 오래 지속되리라고 판단하기 힘들다는 것이다.(13)

(12) 국내 인플레를 막기 위해 외화자산 유입을 '불태화'(sterilize)해야 하는데, 즉 통화량 증가를 억제하기 위해 중앙은행이 채권을 매각해야 하는데 여기에는 한계가 있다. 미국 재정증권과 국내 채권의 이자율 차이 때문에 아시아 국가들의 중앙은행은 외화보유액 매 100억 달러마다 매년 2억 5천만 달러를 손해본다고 추정되었다〔World Bank(2005)〕. 이자차액의 손실 이외에도 국내에서 채권매각의 누적은 이미 취약한 금융부문을 더욱 악화시킬 것이며, 이를 우려한 법적, 제도적 제한에 봉착할 것이다〔Economist.com(2005)〕.

그는 또한 영국 경제사학회의 토오니(Tawney) 강연에서 다음과 같이 주장하였다〔Eichengreen(2005)〕. 즉 외환보유에 쓰이는 국제화폐는 역사적으로 보아 한 나라가 독점했던 것이 아니며 금융시장의 혁신을 감안할 때 앞으로는 더욱 그러할 것이 예상된다. 실례로 1913년 말 공적 외환자산보유의 비중은 파운드 스털링 48%, 프랑 31%, 마르크 15%였다. 가까운 시일 내에 달러와 유로화가 이러한 역할을 공유할 것이 기대된다.(14)

6. 要約, 展望과 課題

이제 트라이레마의 입장에서 글을 요약하고 전망과 과제에 연결시켜 보자.

國際資本移動은 1880-1913년 기간에 절정을 이룬다. 영국의 자본수출은 평균 GDP의 5%에 이르렀고, 주요 채권국인 프랑스와 독일의 자본수출은 영국수준의 절반 정도에 달했다. 자본유입은 주로 SOC 투자로서 캐나다의 3분의 1, 호주와 뉴질랜드의 4분의 1을 담당했다. 고전적 금본위 기간 동안 트라이레마 중에 독자적인 통화정책을 희생하는 합의가 있은 듯 보인다.

트라이레마 중에 자본이동을 희생해 온 브레튼 우즈 기간이 끝나고 固定換率을 포기하자 1970년대부터 다시 金融世界化가 가속되었다. 자본계정 규제는 완화 내지 철폐되었다. 1990년대가 되어 국제자본이동은 더욱 광범위하게 심화되었으며 오늘날 금융세계화의 의미는 그 어느 때보다 심장해졌다. 자본이동이 제조업과 서비스 쪽으로 다양화되었고, 자본수입국의 경우 19세기처럼 주로 이미 상당히 부유한 나라이거나 자본수출국과 문화 및 제도를 공유한 신정착지일 필요가 없어졌다. 최대의 자본수입국이 중국아닌가. 이동 자본의 구성도 주로 채권에서 차츰 주식투자와 FDI쪽으로 바뀌었는데 이것은 공기업의 민영화, 정보통신기술의 발달(주주의 모니터링이 쉬워짐), 그리고 기관투자자들의 성장을 반영하는 것이다.

금융세계화는 자본비용을 절감하고 기술이전을 촉진하며 국내금융발전을 돕는다. 또한

(13) 미국의 경상수지 적자 및 외채문제를 해결하기 위해 적어도 20% 정도의 달러가치 하락이 필요하며 overshoot를 감안하면 40%정도 하락의 가능성이 있다고 추정되었다〔Obstfeld and Rogoff(2004)〕. 또한 지난 5년간 유로화가 달러에 대해 거의 50% 가치상승을 보였으나 미국-EU 간 국제수지 조정은 별 성과가 없었음을 감안할 때 미국 수입의 가격탄력성이 낮을 것이 우려된다. 미국이 중국 위안화 평가절상 압력을 가하고 있으나 기대효과가 불확실하다는 것이다. 일본 엔화는 일본 경제가 장기침체에서 아직 벗어나지 못하고 있는 만큼 leverage가 작을 것으로 판단된다.

(14) 참고로 2002년 말 외환보유고의 구성은 달러 64.8%, 유로 14.6%, 파운드스털링 4.4%, 엔 4.5%였다.

金融多角化와 危險分散을 가능케 하며 시장규율과 경쟁압력의 결과 거시정책과 제도를 개선한다. 그리고 국제자본시장을 세계적 수준에서 저축을 가장 생산적인 용도에 효율적으로 배분한다. 자본시장 통합이 궁극적으로 세계각국의 성장과 안정에 기여할 것이라는 이론적 설명들이다. 그러나 자본계정 자유화와 성장, 자본계정 자유화와 산출 및 소비의 안정성 간의 상관관계를 밝히려는 실증분석의 결과는 그다지 고무적이지 못하다. 금융발달의 정도가 낮은 저개발국의 경우 특히 이런 경향이 두드러지는데 이것은 부분적으로는 거시적 횡단면 분석의 자료 및 기법의 한계에 기인했을 수도 있지만 금융세계화의 이득을 누리기 위해서는 상당한 정도로 제도적 · 정책적 금융발달이 선행되어야 한다는 閾値(threshold) 效果가 작용한 때문일 것이다.

資本移動이 선진국 간에 주로 이루어지고 低開發國으로 유입되지 않는 요즈음의 현상이 이와 관련된다. 이는 금융재정제도의 신뢰성 부족, 정책당국의 행정미숙, 금융시장의 미발달 등 저개발국의 취약성을 의미하는데 여기서 資本統制의 필요성이 대두한다. 그러나 자본통제도 여러 가지 비용, 즉 자본비용의 상승, 시장규율의 결여에 따른 자본의 효율적 배분 저해 등을 초래하며, 집행비용도 만만치 않다. 따라서 자본통제는 임시적, 선별적으로 실시하고 단계적으로 완화하는 방법이 바람직하다.

브레튼 우즈 체제가 붕괴된 이후에도 달러의 영향력이 유지되고 있다. 주변부 국가들이 수출경쟁력을 위해, 또한 보유 달러자산 가치하락을 방지하기 위해 달러표시자산을 계속 구입하기 때문이다. 이 자체가 한 형태의 자본이동이지만 이와 같은 해외 자산보유형태가 영속적일 수는 없다.

위와 같이 요약될 수 있는 국제자본이동 및 국제자본시장 통합의 展望은 어떠한가. 金融世界化의 압력은 매우 강력하여 거의 불가항력적이다. 심지어 재화용역시장과의 관련을 초월하는 듯하다. 실증분석결과 여하를 막론하고 선진각국과 IMF의 믿음은 돈독하다.(15)

정보통신기술의 진보로 인해 국제금융시장으로부터 국내경제를 단절시키기 위한 자본통제는 효과적으로 실행하기가 극도로 어려워지고 있다. 이러한 통제의 문이 아직은 열

(15) 스툴츠〔Stulz(2005)〕에 의하면 '쌍둥이 대리인 문제'(twin agency problems) 때문에 금융세계화의 영향력에 한계가 있다고 한다. 이것은 위정자들과 기업내부자들이 외부투자자들과 경쟁적으로 자기 이익만 추구하기 때문에 발생한다. 이 문제가 커지면 소유분산이 비효율적이 되고, 기업 내부자들은 다량의 주식을 확보하여 외부 투자자들과 공동투자(co-invest)를 행하게 된다. 이 결과로 생긴 소유집중은 경제성장과 금융발전을 제한하며, 국가가 금융세계화로부터 이득을 얻기 힘들게 한다. 공동투자가 위험분산이나 자본의 효율적 배분을 저해하기 때문이다. 이것은 4장에서 언급한 정경유착을 새로운 방식으로 접근한 것처럼 보인다.

려 있지만 이를 총체적으로 시행하려는 의도와 능력이 있어야만 가능하다. 총체적 자본통제는 국내자본시장 발달의 포기이며 금융압박이다. 더욱이, 제3세계에 민주화가 전파되면서 시민의 금융행동을 억압하는 엄격한 규제는 대중저항을 불러일으킬 것이다.

제도와 정책환경이 열악한 금융저개발국이 이와 같은 세계화 물결에 대응할 방향을 4장 말미에 소개하였다. 미국경제학회의 엘리(Ely) 강연에서 피셔〔Fischer(2003, p. 14)〕가 주장한 대로 시기와 순서를 적절히 조정해가며 세계화된 자본시장에 통합되는 편('well-phased and well sequenced integration into the global capital market')이 엄격한 자본통제보다 득이 된다는 설이 지배적이다. 실물부문을 포함한 제도 및 정책환경 개선 노력이 기본적으로 필요하며 금융세계화로 인해 직접적 불이익을 받는 계층, 특히 빈곤층을 위해 적절한 사회안전망을 구축해야 함은 물론이다.

서울大學校 經濟學部 敎授
151-742 서울특별시 관악구 신림동 산 56-1
전화: (02)880-6375
팩스: (02)886-4231
E-mail: dyang@snu.ac.kr

參 考 文 獻

양동휴(2004): "세계화의 역사적 조망," 『경제발전연구』, **10**, 1-31.

Aisbett, Emma(2005): "Why Are the Critics So Convinced That Globalization Is Bad for the Poor?," NBER Working Paper, **11066**, January.

Alfaro, Laura, Sebnem Kalemil-Ozcan, and Vadym Volosovych(2004): "Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions," paper presented at the NBER Conference on *International Capital Flows*, Santa Barbara, December 17-18.

Bhagwati, Jagdish(2004): *In Defense of Globalization*, Oxford, Oxford University Press.

Bordo, Michael, Barry Eichengreen, and Douglas Irwin(1999): "Is Globalization Today Really Different from Globalization a Hundred Years Ago?," *Brookings Trade Policy Forum*, 1-73.

Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau, and Peter Garber(2003): "An Essay on the Revived Bretton Woods System," NBER Working Paper, **9971**, September.

Economist.com(2005): "You Need Us and We Need You," *The Economist Global Agenda*,

April 6. <http://economist.com/agenda/PrinterFriendly.cfm?Story_ID=3834261>

Edison, Hali J., Michael W. Klein, Luca Ricci, and Torsten Sloek(2002): "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis," NBER Working Paper, **9100**, August.

Eichengreen, Barry(1996): *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton, Princeton University Press.

_____(2004a): *Capital Flows and Crises*, Cambridge, MIT Press.

_____(2004b): "Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods," NBER Working Paper, **10497**, May.

_____(2005): "Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition," NBER Working Paper, **11336**, May.

Eichengreen, Barry, and Michael D. Bordo(2002): "Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization?," NBER Working Paper, **8716**, January.

Fischer, Stanley(2003): "Globalization and Its Challenges," *American Economic Review*, **93**, May, 1-30.

Forbes, Kristin J.(2004): "The Microeconomic Evidence on Capital Controls: No Free Lunch," paper presented the NBER Conference on *International Capital Flows*, Santa Barbara, December 17-18.

Harrison, Ann(2005): "Introduction," in Ann Harrison(ed.), *Globalization and Poverty*, Chicago, University of Chicago Press, forthcoming.

IMF: *International Financial Statistics*, 각 년 호.

Johnson, Simon, and Todd Mitton(2003): "Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia," *Journal of Financial Economics*, **67**, 351-382.

Kaplan, Ethan, and Dani Rodrik(2001): "Did Malaysian Capital Control Work?," NBER Working Paper, **8142**, February.

Li, Kan, Randall Morck, Fan Yang, and Bernard Yeung(2004): "Firm-specific Variation and Openness in Emerging Markets," *Review of Economics and Statistics*, **86**, August, 658-669.

Lipsey, Robert E.(2001): "Foreign Direct Investment and the Operations of Multinational Firms: Concepts, History, and Data," NBER Working Paper, **8665**, December.

_____(2002): "Home and Host Country Effects of FDI," NBER Working Paper, **9293**, October.

Lucas, Robert E. Jr.(1990): "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?," *American Economic Review Papers and Proceedings*, **90**, 92-96.

Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff(2004): "The Unsustainable U. S. Current Account Position Revised," NBER Working Paper, **10869**, October.

Obstfeld, Maurice, and Alan M. Taylor(2004): *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge, Cambridge University Press.

O'Rourke, Kevin, and Jeffrey Williamson(1999): *Globalization and History*, Cambridge, MIT Press.

Prasad, E., K. Rogoff, S. J. Wei, and M. A. Kose(2004): "Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries," paper presented the NBER Conference on *Globalization and Poverty*, September 10-12.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff(2004): "Serial Default and the 'Paradox' of Rich to Poor Capital Flows," *American Economic Review Papers and Proceedings*, **94**, May, 52-58.

Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff, and Miguel A. Savastano(2003): "Debt Intolerance," *Brookings Papers on Economic Activity*, **1**, Spring, 1-74.

Stulz, Ren M.(2005): "The Limits of Financial Globalization," NBER Working Paper, **11070**, January.

World Bank(2005): *Global Development Finance*.