

03

글로벌 금융위기와 동아시아 금융협력 아시아 채권시장 이니셔티브의 형성과 발전

ㅣ이용욱ㅣ

Contents _____

1. 들어가는 말
2. 아시아 채권시장 이니셔티브 태동과 발전
3. 분석 및 평가
4. 나오는 말

동아시아 금융위기 후 동아시아 금융지역주의가 상당한 수준의 제도적 발전으로도 연결되어 그 원인과 현재 트렌드, 미래의 제도적 함의 등에 대한 논의가 활발하게 진행되고 있다. 2008년 글로벌 금융위기는 동아시아 금융협력에 힘을 실어주고 있으며, ASEAN+3 재무장관회의를 통해 더욱 구체적인 모습의 정책공조 및 제안들이 나오고 있다. 글로벌 금융위기는 국제금융질서 주도국인 미국의 위상 약화를 가져왔으며, 특히 동아시아 금융위기 후 신자유주의 성향인 서구 주도의 국제금융질서에 대한 의존성을 줄이려는 동아시아 각국의 역내 금융협력을 촉진 시키는 계기가 되었다. 이러한 맥락에서, 이 글은 동아시아 금융지역주의의 한 축인 아시아 채권시장 이니셔티브(Asian Bond Market Initiative, ABMI)의 태동과 발전에 대한 원인과 미래 발전에 관해 논한다. ABMI의 태동과 발전에 관한 서술적 내러티브를 기반으로 이 글은 기존의 비관적인 전망에 반하여 ABMI는 지난 10여 년간 점진적으로 서구 주도의 글로벌 금융시장에 대한 동아시아 지역의 자율성을 높이기 위한 역내 금융시장 활성화의 방향으로 일관되게 발전하여 왔음을 보인다. ABMI의 궁극적 목표는 단기적 국가 이익의 차원을 넘어 동일한 금융 규범과 규제를 공유하는 역내 채권시장의 통합을 향해 일관되게 움직이고 있음을 경험적으로 논한다. 역내 금융시장 인프라의 부재와 함께, 점진적인 ABMI의 발전의 한 원인은 바로 역내 금융시장의 통합을 위한 조율과정이 한 축을 차지하고 있다고 주장한다. 이러한 일련의 과정에서, 2008년 글로벌 금융위기는 ABMI의 구체적인 제도화를 촉진하는 역할을 하였다.

주제어

글로벌 금융위기, 아시아 채권시장 이니셔티브, 이중불일치, 신용보증투자 기구, 예탁결제기관, 채권시장 표준화 방안

1. 들어가는 말

피터 카첸슈타인(Peter Katzenstein)은 그의 2005년 저서 *A World of Regions: Asia and Europe in the American Imperium*에서 국제정치는 지역정치에 영향을 미치고 지역정치는 다시 국제정치의 지속과 변화에 영향을 미친다는 주장을 통해 전통적 국익의 정치를 넘어선 지역성과 지역이익의 중요성을 논했다.¹⁾ 이러한 맥락에서 동아시아 금융위기 후 동아시아 지역주의 대두와 발전은 많은 학자와 연구자 정책담당자들의 관심을 받고 있다. 특히 경제분야에서는 동아시아 금융지역주의가 상당한 수준의 제도적 발전으로도 연결되어 금융지역주의의 원인과 현재 트렌드, 미래의 제도적 함의 등에 대한 논의가 활발하게 진행되고 있다.

현실주의에 입각한 동아시아 금융지역주의에 대한 대표적인 학자 중의 하나인 윌리엄 그라임스(William Grimes, 2009, p. 3)에 따르면 동아시아 금융지역주의는 “... 금융위기 재발 방지 및 재발 시 효과적 대처방안, 역내 금융시

1) Peter Katzenstein, *A World of Regions: Asia and Europe in the American Imperium* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2005).

장 활성화, 역내통화 불안정 해소를 위한 동아시아 국가들의 정책적 협력”이라고 정의할 수 있다. 여기서 동아시아 국가란 아세안 plus Three(한국, 중국, 일본)로 대표되는 13개국을 의미하고, 동아시아 금융지역주의는 이러한 지역적 수준에서 일어나고 있는, 위에 언급된 바와 같은 통화 및 금융에 대한 세 가지 정책적 협력을 의미한다.

구체적으로, 금융위기 재발 방지 및 재발 시 효과적 대처방안은 2000년에 양자 간 스왑협정에서 출발하여 최근 다자화 된 치앙마이 이니셔티브(CMIM)를 통해 나타나고 있으며 아시아관 IMF인 아시아 통화 기금(AMF) 창설 논의로 확대되어가고 있다. 역내 금융시장 활성화는 2002년 출범한 아시아 채권 시장 이니셔티브(Asian Bond Market Initiative, ABMI)로 대표되고 있다. 근본적으로 역내통화 불안정 해소를 위해 2006년부터 지역 내 단일통화의 가능성을 타진하는 Asian Currency Unit에 대한 초기 연구단계가 진행되고 있다.²⁾

2008년 글로벌 금융위기는 동아시아 금융협력에 힘을 실어주고 있으며, ASEAN+3 재무장관회의를 통해 더욱 구체적인 모습의 정책공조 및 제안들이 나오고 있다.³⁾ 예를 들면, 2009년 인도네시아 발리에서 치앙마이 이니셔티브 다자화를 위한 제도적 합의를 이루어냈고 2010년 3월 24일 CMIM이 성

2) T. J. Pempel, ed., *Remapping East Asia: The Construction of a Region* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2004). Peter Katzenstein and Takashi Shiraishi (eds.), *Beyond Japan: The Dynamics of East Asian Regionalism* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2006). Saori Katada, *Politics that Constrains: The Logic of Fragmented Regionalism in East Asia*. EAI Fellow Program Working Paper Series #21 (Seoul: East Asian Institute, 2009). Yong Wook Lee, *Regional Financial Solidarity without the United States: Contested Neoliberalism in East Asia*. EAI Asia Security Initiative Working Paper #1 (Seoul: East Asian Institute, 2009). Hyung Kyu Chey, "The Changing Political Dynamics of East Asian Financial Cooperation: The Chiang Mai Initiative", *Asian Survey*, 49-3 (2010), pp. 450-467.

3) Saori Katada, "The Global Financial Crisis for East Asia: Confirmation of Inescapable Dependence or an Opportunity for Financial Regionalism?" Paper presented at the Annual Meeting of International Studies Association, Montreal, Canada, March 16, 2011.

공적으로 발효되었다.⁴⁾ ASEAN+3는 2011년 5월 싱가포르에 CMIM의 자매기관으로서 역내 금융 감시기구인 AMRO(ASEAN+3 Macroeconomic Research Office)를 성공적으로 출범시켰다. 이와 함께 아시아 채권시장 활성화를 위한 중요한 기제인 역내 신용보증투자기구인 CGIF(Credit Guarantee Investment Facility) 역시 2011년 5월에 발족하게 되었다. 글로벌 금융위기는 국제금융질서 주도국인 미국의 위상 약화를 가져왔으며, 특히 동아시아 금융위기 후 신자유주의 성향인 서구 주도의 국제금융질서에 대한 의존성을 줄이려는 동아시아 각국의 역내 금융협력을 촉진 시키는 계기가 되었다.

이러한 맥락에서 이 글은 "무엇이 동아시아 금융지역주의를 동아시아 금융위기 후 태동하게 했으며 동아시아 금융지역주의가 앞으로 어떻게 제도적으로 발전되어갈 것인가"라는 거시적 연구 질문을 배경으로 좀 더 구체적인 경험적 퍼즐을 풀어내고자 한다. 그것은 다름 아닌 동아시아 금융 지역주의의 제도적 발전에서 역내 금융시장 활성화에 방점을 둔 ABMI의 태동과 발전에 관한 것이다. 동아시아 금융지역주의를 구성하고 있는 세 가지 정책 중 ABMI 사례를 선택한 이유는 다음과 같다.

첫째, 동아시아 금융지역주의 정책 중 가장 발전되었다고 평가받는 치앙마이 이니셔티브 다자화에 관한 연구에 비해 ABMI 사례는 상대적으로 큰 주목을 받지 못했다. 더욱이 몇몇 연구에서 ABMI는 동아시아 금융지역주의의 저발전 혹은 실패를 나타내는 주요 사례로서 원용되고 있다.⁵⁾ 그러나 최근 역내

4) 치앙마이 이니셔티브 다자화는 다음과 같다. 2009년 5월 12일에 아세안 plus Three 재무장관들은 인도네시아 발리에서 기존의 양자 스왑 형태의 치앙마이 이니셔티브를 다자화 하기로 합의 하였다. 제도화에 필요한 분담금의 배분과 이와 관련된 투표권, 제안권, 거부권 유무 등도 함께 결정되었다. 총 분담금의 규모는 1,200억 달러로 결정되었고 세계에서 외환 보유국 1, 2위를 차지하고 있는 중국과 일본이 각각 384억 달러(32%), 아세안이 238억 달러(20%), 한국이 194억 달러(16%)를 분담하게 되었다.

5) William Grimes, *Currency and Contest in East Asia: The Great Power Politics of Financial*

채권 발행을 통한 금융시장 활성화에 획기적으로 기여할 것으로 평가되는 신용보증투자기구(Credit Guarantee Investment Facility, CGIF)를 출범 시키는 등 ABMI가 지난 10여 년 동안 점진적으로 발전해온 점을 고려할 때 이에 대한 연구는 동아시아 금융지역주의를 이해하는데 필요하다고 하겠다. 동아시아 국가의 ABMI에 대한 정책 협력과 제도화가 CMIM에 비해 크게 성공적이지 않았다는 일반적인 평가에 비추어 볼 때 ABMI의 태동과 발전에 대한 사례 연구는 동아시아 금융지역주의 연구에 있어서 일종의 다루기 힘든 사례(hard case)라 할 수 있다.

둘째, 역내 금융시장 활성화에 목적을 둔 ABMI는 어떤 측면에서 금융위기 시 효과적인 대처를 위해 설립된 CMIM보다 장기적으로 보았을 때 지역적, 글로벌 차원의 경제관계에서 훨씬 큰 파급효과를 가져 올 수 있다. ABMI를 통한 역내 채권시장 활성화는 동아시아 지역의 금융 자율성(autonomy)의 증대를 통해 역내뿐만 아니라 글로벌 차원에서 금융 질서에 변화를 가져 올 수 있다. 이와 같은 움직임은 지난 세기 동안 진행되어온 서구 중심의 국제 경제 질서의 규범과 규칙에 근본적인 변화를 불러올 수 있는 계기가 될 수 있다. 따라서 ABMI 사례연구는 지역 경제 질서를 넘어 글로벌 경제체제에 함의를 갖는다고 할 수 있다.

마지막으로, ABMI는 동아시아 금융지역주의 구성 요소 중의 하나인 통화 협력과도 연결 고리가 있다. ABMI는 지역 내 채권 시장의 활성화의 방안으로 달러가 아닌 역내 통화로 발행되는 채권 시장의 발전에 주안점을 두고 있다. 이를 위해 역내 통화로 발행되는 채권에 대한 신용보증을 강화하기 위해 CGIF를 이미 설립하였고, 역내 채권거래에 대한 결제 서비스를 제공할 역내

Regionalism (Ithaca, NY: Cornell University Press, 2009).

에탁결제기구(RSI)도 논의를 거쳐 곧 구체화될 계획이다. 채권시장이 장기적으로 지속적인 발전을 이루어내기 위해서는 역내 통화의 환율이 안정적이어야 한다. 따라서 ABMI는 역내통화 불안정 해소를 위해 2006년부터 지역 내 단일 통화의 가능성을 타진하는 Asian Currency Unit에 대한 지역 내 논의를 비롯하여 다양한 통화협력 가능성에 상당한 함의를 가진다고 할 수 있다. ABMI의 태동과 발전에 대한 사례연구는 앞으로 동아시아 통화협력이 어떤 방향으로 나아 갈 수 있을지에 대한 이해도 일정부분 도울 수 있다.

이 글은 ABMI의 태동과 발전에 관한 연구의 초기단계로서 미래 연구에서 수행 될 이론화를 위한 정보제공 차원의 서술적 내러티브의 형식을 취한다. 따라서 지역주의 연구의 이론적 검증이 주요 목적이 아님을 밝힌다. 이 글은 동아시아 금융지역주의의 한 축인 ABMI의 태동과 발전에 대한 원인과 미래 발전에 관한 전망적 성격을 띤다. 이론적으로는 국제정치에서 분과적으로 나누어져 있는 지역주의 연구에 비교 정치경제적 통합적 이론의 구성을 위한 경험적 데이터를 제공하는 목적을 가지고 있다.

통합적 접근의 필요성은 동아시아 금융지역주의의 형성과 발전에 관한 선행연구의 한계에서도 명확히 나타난다. 현실주의 접근법은 동아시아 금융지역주의의 형성과 발전에 관해 유럽과 북미의 지역통합에 대한 세력균형의 차원에서 논의를 해왔다.⁶⁾ 이 연구의 단점은 왜 동아시아 금융지역주의가 1997년에 발발한 동아시아 금융위기 후에야 구체적으로 발전하게 되었는지를 설명하지 못한다. 세력균형이 주원인이었다면 동아시아 국가들은 유럽이나 북

6) Douglas Webber, "Two Funerals and a Wedding? The Ups and Downs of Regionalism in East Asia and the Asia-Pacific after the Asian Financial Crisis", *Pacific Review*, 14-3 (2001), pp. 339-372. John Ravenhill, "A Three Bloc World?: The New East Asian Regionalism", *International Relations of the Asia Pacific*, 2-2 (2002), pp. 67-195. Edward Lincoln, *East Asian Economic Regionalism* (Washington, D.C.: Brookings Institution, 2004). Grimes(2009).

미의 금융통합이 1980년대 말에 일어났었음에 비추어 1990년대 초에 이미 금융지역주의를 시작했어야 하기 때문이다. 반면, 자유주의 접근법은 동아시아 금융지역주의가 심화된 동아시아 역내 국가들의 상호경제의존을 관리하기 위해서 시작되었다고 주장한다.⁷⁾ 이 주장의 단점은 경험적으로 동아시아 국가들이 금융지역주의를 시작한 1999년 무렵부터 2000년대 초까지 상호경제의존성이 오히려 줄었다는 것을 설명하지 못한다. 동아시아 정체성을 강조한 구성주의자들의 주장은 동아시아를 묶는 정체성이 과연 무엇에 기반하고 있는지에 대해 명확한 답을 내 놓지 못하고 있다.⁸⁾ 따라서 각 접근법은 동아시아 금융지역주의라는 현상에 대해 각기 일부분에 초점을 두고 설명하여 이론적 취약성을 보인다. 이에 미래 연구는 동아시아 금융지역주의의 형성과 발전에 관해 힘, 경제적 이득, 정체성 등의 변수를 정교하게 아우르는 통합적 이론들의 제시와 가장 종합적이고 자세한 경험적 데이터를 구축하여 동아시아 금융지역주의의 과거, 현재, 미래를 고찰하여야 한다.

ABMI의 태동과 발전에 관한 서술적 내러티브를 기반으로 이 글은 기존의 비판적인 전망에 반하여 ABMI는 지난 10여 년간 느리지만 점진적으로 서구 주도의 글로벌 금융시장에 대한 동아시아 지역의 자율성을 높이기 위한 역내

7) Walter Hatch, "Regionalizing the State: Japanese Administrative and Financial Guidance for Asia", *Social Science Japan Journal*, 5-2 (2002), pp. 179-197. Jennifer Amxy, "Japan and the Evolution of Regional Financial Arrangement in East Asia", Eliss Krauss and T. J. Pemple (eds.), *Beyond Bilateralism: U.S.-Japan Relations in the New Asia-Pacific* (Stanford, CA: Stanford University Press, 2004), pp. 198-218. Pempel(2004). Katada(2009).

8) Richard Higgott, "The Asian Economic Crisis: A Study in the Politics of Resentment", *New Political Economy*, 3-3 (1998), pp. 333-356. Paul Bowles, "Asia's Post-Crisis Regionalism: Bringing the State Back in, Keeping the (United) States Out", *Review of International Political Economy*, 9-2 (2002), pp. 244-270. Richard Stubbs, "ASEAN Plus Three: Emerging East Asian Regionalism?" *Asian Survey*, 42-3 (2002), pp. 440-455. Takashi Terada, "Construction an 'East Asian' Concept and Growing Regional Identity: From EAEC to ASEAN +3", *Pacific Review*, 16-2 (2003), pp. 251-275. Heribert Deiter, and Richard Higgott, "Exploring Alternative Theories of Economic Regionalism: From Trade to Finance in Asian Cooperation", *Review of International Political Economy*, 10-3 (2003), pp. 430-454.

금융시장 활성화의 방향으로 일관되게 발전해왔음을 보인다. ABMI의 궁극적 목표는 단기적 국가 이익의 차원을 넘어 동일한 금융 규범과 규제를 공유하는(regional financial standards) 역내 채권시장의 통합을 향해 일관되게 움직이고 있음을 경험적으로 논한다. 역내 금융시장 인프라의 부재와 함께, 점진적인(혹은 느린) ABMI의 발전의 한 원인은 바로 역내 금융시장의 통합을 위한 조율과정이 한 축을 차지하고 있다고 주장한다. 아래에 자세히 논하듯이, 2008년 글로벌 금융위기는 ABMI의 구체적인 제도화에 적지 않은 기여를 하게 된다.

이 글은 다음과 같이 진행된다. 2장은 ABMI의 태동과 발전에 관해 경험적으로 고찰한다. 주요 이니셔티브를 중심으로 논하고 현재 진행 중인 발전 방안들도 소개한다. 3장은 2장의 현황 분석을 토대로 ABMI의 제도적 방향성이 동일한 금융 규범과 규제를 공유하는 동아시아 금융시장 통합으로 발전해왔음을 기존의 논거들과의 비교 분석을 통해 보인다. 4장은 결론으로 이 글의 논지를 요약하고 미래 연구 방향을 살핀다.

2. 아시아 채권시장 이니셔티브 태동과 발전

전술한대로 ABMI는 1997년 동아시아 금융위기 이후에 추진되었다. 이는 동아시아 각국이 역내 금융시장의 불안을 가중시켜 동아시아 금융위기를 가져 온 주요 원인 중의 하나가 동아시아 금융질서의 '이중 불일치(Double Mismatch)'에 있다고 인식함으로써 비롯되었다. '이중 불일치'란 외화자산과 외화부채 간의 만기구조 불일치를 의미하는 만기불일치(maturity mismatch)

와 외화표시자산과 외화표시부채 간의 차이를 가리키는 통화불일치(currency mismatch) 말하는데, 동아시아 국가들의 은행 중심 금융구조(banking financing)가 이에 대한 노출을 가중시켰다는 것이다.

금융위기 전, 동아시아 국가들은 채권보다는 은행을 자금조달의 주요 요소로 활용하였는데 재원을 주로 단기예금에 의존하는 은행들은 기업들에 장기대출을 해줄 경우 갑작스런 단기인출에 따른 유동성 위험을 가지게 된다. 기업들은 은행들이 단기 유동성 악화를 고려하여 장기대출에 소극적일 때 투자를 위해 불가피하게 단기차입에 의존하게 된다. 단기차입을 통한 투자 회수는 장기간에 걸쳐 일어나는 대신 기업들은 단기적 성격의 상환 만기에 따른 상환불능 위험에 노출되게 된다. 이렇게 투자만기와 상환만기의 차이에 따른 위험을 만기불일치의 위험이라고 하며, 동아시아 금융위기 당시 동아시아 기업들의 과도한 해외 단기차입에 따른 만기불일치가 외환위기를 악화시키는 원인으로 지목되었다.

통화불일치는 기업들이 환위험에 노출되어 기업경영에 어려움을 겪거나 도산되는 것을 말한다. 환위험은 기업들이 국내 매출과 투자는 모두 자국통화로 이루어지는데 비해, 투자자금을 해외로부터 조달할 경우 환율의 변화에 따라 생기게 된다. 환율이 급등하게 되면 투자를 통해 회수되는 자금과 상환해야 하는 자금의 통화가 다른 데에 따른 통화불일치의 환위험을 기업들은 떠안게 된다. 만기불일치와 함께 통화불일치로 인한 환위험이 동아시아가 1997년과 1998년에 경험한 구조적인 '이중 불일치'의 폐해였다.⁹⁾ 따라서 금융

9) Bary Eichengreen, Richardo Hausmann, and Ugo Panizza, "The Pain of Original Sin," (2003), accessed at www.econ.berkeley.edu/~eichengr/research/ospainaug21-03.pdf Similar, Jennifer Amyx, "What Motivates Regional Financial Cooperation in East Asia Today?" *Asia Pacific Issues*, 76 (February, 2005), pp. 1-8.

위기의 재발을 방지하기 위해서는 구조적인 '이중 불일치'를 해소하는 것이 동아시아 국가들에게 크게 부각되었다.

이와 관련하여 금융위기 후 동아시아 국가들은 '이중 불일치'가 일어나는 보다 근본적인 이유를 활성화된 역내 금융시장의 부재에서 찾았다. 특히 채권시장의 미발전은 '이중 불일치'를 견인하는 소위 '경제비합리성(Economic Irrationality)'의 단초를 제공한다는데 인식을 같이하였다. '경제비합리성'이란 다음과 같다. 역내에 채권 시장의 미발달로 인해 동아시아의 높은 은행예금은 미국이나 유럽 등의 서방 금융시장에 집중 투자되고 이에 따른 역내 투자자금 부족을 해결하기 위해 동아시아 기업들은 다시 서방 금융시장으로부터 투자자금을 단기 차입해야만 하는 '이중 불일치'의 악순환이 반복된다는 것이다. 바꾸어 말하면, (동아시아를 하나의 단위로 보면) 동아시아는 자신의 자금을 (마지막 단계에서는) 자신이 이자까지 없어서 빌리면서도 '이중 불일치'의 위험에까지 노출되는 모순에 직면하게 되는 것이다. 따라서 아시아 채권시장의 육성은 '경제비합리성'의 해소를 의미하고 이와 같은 역내자본의 선순환 구조를 정착시켜 역내 금융시장의 활성화에 기여할 뿐 아니라 금융위기의 재발방지에도 효과적인 정책 수단으로 인식되었다.

실제로 일본과 한국이 ABMI를 제안한 2002년 말을 기준으로 보면 일본을 제외한 동아시아 신흥 9개국¹⁰⁾의 채권발행 잔액은 매우 적은 규모라 할 수 있다.¹¹⁾ 2002년 말 기준 약 1조 4,727억 달러로 미국이 7.7%, EU 15개국의 11.7%, 일본의 21%에 불과했다. 이를 GDP 규모와 비교해보면 더 선명해진

10) 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 싱가포르, 태국, 중국, 홍콩, 한국, 대만 등 9개국.

11) 이용천, "최근의 아시아 채권시장 육성 논의", 「국제협력 조사연구」(한국은행 국제협력실, 2004년 3월), pp. 2-3.

다. 2002년 말 기준 동아시아 동 9개국의 총 GDP 합계는 3조 4,475억 달러로 미국의 39.8%, EU의 33%, 일본의 86.3%에 달했다. 채권발행잔액 대비 은행 총자산 비율도 미국이 약 1.2배, 일본이 약 2.2배, EU가 약 2.8배인데 비해 동 9개국은 약 4.8배였다. 또한 채권시장의 유동성을 나타내는 채권의 회전율도 매우 낮게 나타났다. 채권의 평균발행잔액 대비 거래회전율이 영국과 일본은 약 7% 수준이며 미국과 캐나다는 20% 이상이지만 홍콩을 제외한 대부분의 동아시아 국가들은 그 비율이 1-5% 수준에 그치고 있었다.

이와 같은 배경으로 아세안 plus Three 국가들은 연례회의인 ASEAN+3 재무장관회의와 일 년에 두 차례 있는 ASEAN+3 차관급 실무자회의를 통해 2002년부터 본격적으로 ABMI를 추진하기 시작했다.¹²⁾ 2002년 11월 동경에서 개최된 ASEAN+3 재무차관 비공식회의에서 한국의 제의로 아시아 채권시장 발전 방안을 주요 사업으로 추진하기로 합의하였고 동년 12월에 일본이 ABMI를 공식으로 제안하였다. 2003년 2월 아시아 채권시장 발전을 위한 차관급 실무회의가 동경에서 있었고 이 회의에서 한국은 Korean Initiative를 제안하였는데 주요 내용은 증권화와 신용보장을 활용하여 아시아 채권시장을 발전시키자는 것 이었다. 같은 회의에서 태국은 국공채 활용 증권화 방안을 제안하였다. 후속작업으로 아시아 채권시장 육성을 위해 6개의 실무작업그룹(Working Group)을 운영하기로 하였다 (<표 1> 참조).

12) 아래 논의는 다음과 같은 문헌을 참고하여 정리하였다. 이웅천(2004), 이창용, 박대권, 박제하, 오규택, "아시아 채권시장의 인프라 구축: 예탁결제 및 신용평가기구 설립 방안", 「한국경제의 분석」, 제11권 제1호(한국금융연구원, 2005), pp. 1-40. 이동규, 「아시아 채권시장과 신용평가기구」, 서울대학교 대학원 경제학부 석사학위 논문(2006). 김용민, 이기완, "아시아 채권시장의 현황과 일본의 금융전략", 「아시아연구」, 제11권 제1호(한국아시아학회, 2008), pp. 43-69. 박영준, 이동은, 오용협, 안지연, 「새로운 국제금융질서 하에서 동아시아 금융협력 방안」 (서울: 대외경제정책연구원, 2010).

<표 1> ASEAN+3 실무작업그룹의 활동

	주제	의장	주요 내용
WG1	New Scheme of Securitized Debt Instruments	태국	• 각국의 국채 또는 중소기업 채권을 기초로 한 ABS 발행 방안 검토
WG2	Regional Credit Guarantee and Investment Facility	중국 한국	• Credit Gap 해소를 위해 역내 신용보증제도의 활성화 방안 연구 • Credit Guarantee 외에 민간중소기업에 대한 Lending Facility 설립연구
WG3	Exchange Control and Security Settlement	말레이시아	• 채권인도-대금지급제도 및 법적 기반 마련을 위한 결제시스템 구축 방안
WG4	Issuing Local Currency Bonds by Foreign Entities	중국	• 역내 정부기관 및 기업, 국제금융기구의 아시아 통화표시 채권발행 가능성 연구
WG5	Credit Rating Agency and Information Dissemination Agency	싱가포르 일본	• 아시아 각국의 신용평가기관 간 협력강화 방안(교육/훈련, 신용평가기법 및 정보교류 등)
WG6	Technical Assistance	ADB, ASEAN 사무국 등	• 각국 채권시장 발전 장애요인 파악 및 제도 개선 지원

출처: 이창용 외(2005), p. 7.

싱가포르는 2003년 3월 동경에서 열린 비공식 ASEAN+3 차관급 실무자 회의에서 ASEAN+3 산하 Working Group을 통해 '아시아신용평가위원회(ACRB: Asian Credit Rating Board)' 설립에 관한 연구를 제안하였으며, 한국은 2003년 6월 동경에서 개최된 Working Group 회의에서(Regional Credit Guarantee and Investment Facility) 역내 신용보증기관 설립을 제안하였다. 한국은 신설될 신용보증기관이 채권 발행에 대한 신용보증을 통해 시장에서 채권이 원활히 거래되도록 하며 통화스왑의 조정, 시장조성 및 자산유동화 설계 등을 담당하게 될 것이라고 밝혔다. 동년 10월에는 말레이시아에서 열린 Working Group 회의에서(Technical Assistance) 아시아개발은행(Asian Development Bank, ADB)은 역내 회원국 간 채권거래를 결제하기 위한 통합결제센터인

Asiaclear 설립 방안에 대한 연구를 제안하였다. 동년 12월에 서울에서 열린 Working Group 회의에서(New Scheme of Securitized Debt Instruments) 태국은 아시아채권(Asian Bond) 발행을 제안하였다. 아시아 채권의 골지는 각국이 역내국 통화로 국내외에서 채권을 발행하고 동 채권의 이자소득에 대해 원천징수세를 면제하지는 것이었다. 이를 통해 역내통화표시 장기채권의 발행이 활성화되고 이에 따라 역내 국가들의 투자자금조달이 원활해지고 운영상의 '이중 불일치'를 해소할 수 있다고 주장하였다.

2005년 4월 ASEAN+3 재무장관회의에서 ABMI 로드맵을 설정하였다. ABMI 로드맵은 세 가지 주요내용으로 이루어졌는데 그 내용은 다음과 같다. 첫째, 한국의 제안으로 아시아 채권시장 규범통합에 대한 논의를 촉진하기 위해 아시아 채권표준에 대한 연구를 시작하기로 하였다. 둘째, 일본의 제안으로 회원국 간 정기적인 자기평가를 실시하여 시정참여자 위주의 채권시장 육성을 지원하기로 하였다. 마지막으로, 역시 일본의 제안으로 아시아 통화 바스켓 채권(Asian Currency Basket Bond)에 관한 연구도 시작하기로 하였다. 이 연구는 2005년 9월 1단계 연구를 종료한 후, 최종적으로 2007년 3월 2단계 연구로 마무리 되었다.

2008년 5월 하노이에서 열린 ASEAN+3 재무장관회의에서 ABMI 논의를 보다 체계적이고 효율적으로 추진하기 위해 새로운 로드맵(New ABMI Roadmap)을 채택하였다. 새로운 로드맵에서는 역내 채권시장 발전방안을 수요, 공급, 규제, 인프라의 네 개의 영역으로 나누었다. 각각의 영역에 하나의 테스트 포스를 두어 총 네 개의 테스트 포스 활동을 하기로 하였으며 테스트 포스 활동을 전체적으로 모니터링하고 조정하기 위한 운영그룹(Steering Group)을 설립하였다(〈표 2〉 참조).

〈표 2〉 테스트 포스의 핵심과제 및 추진내용

구분	핵심 과제	추진 내용
테스크 포스 1	역내 통화채권 발행 확대 (의장: 중국, 태국)	<ul style="list-style-type: none"> • 라오스의 태국 바트화 채권 발행 • 신용보증투자기구 • 인프라채권
테스크 포스 2	역내 통화채권에 대한 수요 촉진 (의장: 일본, 싱가포르)	<ul style="list-style-type: none"> • 기관투자가를 위한 투자환경 조성 방안 • 기관투자가에 대한 홍보 • 역내 채권시장 활성화를 위한 컨퍼런스
테스크 포스 3	규제체제 개선 (의장: 일본, 말레이시아)	<ul style="list-style-type: none"> • 역내 규제/감독당국 간 협력 강화 방안 • 규제/감독당국의 역량 강화 방안 • 아시아 채권표준 연구 진행 • 역내 규제체제 선진화를 위한 세미나 • 역내 채권시장 규제 표준화를 위한 논의체계 정비
테스크 포스 4	채권시장 인프라 개선 (의장: 한국, 필리핀)	<ul style="list-style-type: none"> • 채권 유동성 증가 방안에 대한 연구 • 증권결제 인프라 구축 • 역내 예탁결제기구에 대한 전문가그룹의 연구

출처: 박영준 외(2010), p. 78.

ABMI의 발전과정에서 가장 획기적인 성과라고 할 수 있는 분야는 역내 신용보증투자기구의 성공적인 설립이다. 2006년 4월에 한국, 중국, 일본 차관 회의에서 역내 신용보증투자기구(Credit Guarantee Investment Mechanism, CGIM) 설립에 대한 논의가 있었는데 이는 전술한 2003년 6월의 한국의 제안을 바탕으로 한층 진일보된 형태로 진행되었다. 구체적으로 세 가지 대안이 논의되었는데, 독립된 기구의 설립, 아시아개발은행의 자회사 형태로 설립, 또는 아시아개발은행의 기능 확대였다. 역내 채권의 신용강화를 위한 신용보증투자기구 설립에 대한 논의는 동년 10월에 열린 아시아 채권시장 발전방안의 Working Group 회의에서도 계속 되었다. 아시아 채권시장이 발전하지 못한 가장 큰 이유 중 하나가 투자 적격 채권이 충분하지 못하다는 점으로 인식됨으로써 신용보장을 통한 아시아 채권시장 활성화가 장기투자의 유도 측면

에서 가장 시급한 문제로 대두됨에 따라 신용보증투자기구의 설립에 대한 논의가 보다 적극적으로 이루어졌다.

2007년 11월에 열린 차관급 실무회의에서 전술한 세 가지 대안 중 역내 신용보증투자기구의 최적형태로서 아시아개발은행 산하의 기금형태로 만들어 아시아개발은행의 기능을 확장하는 것으로 잠정 합의했는데, 이는 아시아개발은행으로부터의 독립성 확보 및 역량 강화를 전제로 한 조건부 합의였다. 2009년 3월에 태국 푸켓에서 열린 ASEAN+3 실무회의에서 신용보증투자기구를 자본금 5억 달러로 설립하되, 지배구조 등 세부사항은 실무추진팀을 구성하여 검토하기로 하였다. 이후 몇 번에 걸쳐 실무회의를 가진 후 2009년 11월 부산에서 열린 ASEAN+3 재무차관회의에서 신용보증투자기구의 명칭을 CGIM에서 CGIF(Credit Guarantee Investment Facility)로 변경하기로 하고, 기구의 형태는 아시아개발은행 산하 펀드로 설립하기로 하였다. 정관의 핵심인 자본금, 이사회, 보증배수 등에 합의했고, 자본금 규모도 5억 달러에서 7억 달러로 확대하기로 하였다. 이를 위해 중국과 일본은 각각 2억 달러, 한국은 1억 달러, 아세안은 자본금 10% 규모 그리고 아시아개발은행도 1억-1억 3천만 달러를 납입하기로 하였다. 이사회는 8명의 이사로 구성하기로 하였는데, 이는 납입국이 지명하는 7명(중국과 일본이 각각 2명, 한국과 아세안, 아시아개발은행이 각 1명씩 지명)과 최고경영자(CEO)로 구성하기로 하였다. 2011년 5월에 이러한 합의사항을 바탕으로 CGIF가 설립되어 역내 발행채권에 대해 신용보증을 제공하여 채권의 조달금리를 낮추고 채권발행을 활성화하는 역할을 하게 되었다.

역내 채권시장 활성화를 위해 CGIF와 함께 중요하게 논의되어온 사항이 역내 예탁결제기구 설립에 관한 것이다. 전술한 대로 아시아개발은행이

2003년 10월 Asiaclear에 대한 연구 필요성을 제기하여 논의를 촉발시켰는데, 2006년 10월에 열린 Working Group 회의에서(Regional Guarantee and Investment Mechanism) 아시아개발은행은 역내 예탁결제기구(Regional Settlement Intermediary, RSI) 설립에 관한 연구를 본격적으로 시작하기로 하였다. 그 배경에는 역내 투자자가 해외증권 거래 시 유럽의 국제 예탁결제기관을 이용하고, 이러한 경우 경제업무 처리 시 시간차로 인해 증권과 대금의 동시결제가 사실상 불가능하다는 점에서 비롯되었다. 이를 위해 2011년 5월 하노이에서 열린 ASEAN+3 재무장관회의에서 채권 거래 시 결제서비스 기능을 제공할 RSI 설립연구를 진행하기로 공식 합의하였다.

아울러 역내 신용평가기준의 비교가능성 및 조화를 포함하는 아시아 채권시장 규범통합을 위한 아시아 채권표준에 대한 연구도 계속되고 있고 기타 채권시장 활성화를 위한 법적인 문제나 자본시장 관련 조세제도 등에 관한 논의와 연구도 진행 중이다. 이와 관련하여 ASEAN+3는 2010년 9월 28일 도쿄에서 표준화된 채권시장 인프라를 구축을 위한 아시아 채권시장 포럼(Asian Bond Market Forum, ABMF) 출범시켰다. 아시아 13개국이 나라마다 다른 거래제도와 규제를 가지고 있어서 채권시장 활성화에 걸림돌이 되는바 아시아 채권시장 포럼을 통해 거래제도와 규제의 표준화를 기하는 것을 목표로 하고 있다. 동 기구는 또한 역내 예탁결제기구 설립에 대한 논의도 구체화할 예정이다.

3. 분석 및 평가

동아시아 금융위기 후 지난 10여 년간에 걸친 ABMI의 태동과 발전에 관해 논의 하였다. ASEAN+3는 역내 금융시장 활성화를 통해 서구 주도의 글로벌 금융시장에 대한 동아시아의 자율성을 높이려는 취지에서 ABMI를 추진해왔다. 그러나 전술하였듯이, ABMI는 동아시아 금융지역주의의 또 다른 축인 치앙마이 이니셔티브에 비해 큰 주목을 받지 못하였을 뿐만 아니라 실패한 지역 협력의 사례로 언급되기도 하였다.¹³⁾

이와 같은 부정적 평가와는 달리 이 글은 ABMI의 성공을 위한 ASEAN+3의 역내 금융협력이 점진적이기는 하지만 일관되게 지역적 차원에서 진행하였다고 평가한다. 제도적인 결실로서 신용보증투자기구인 CGIF의 설립과 역내 예탁결제기구인 RSI, 채권시장 표준화를 위해 ABMF을 출범시키는 등 지속적인 역내 금융협력 방안의 창출과 가시적인 제도화의 노력이 긍정적 평가의 근간이 된다. 바꾸어 말하면, 2005년 ABMI 로드맵과 2008년 뉴ABMI 로드맵이 단순한 담론으로 끝나지 않고 ABMI 제도화를 견인하는 역할을 하였다. 여기서 주목할 점은 ASEAN+3가 국가별 채권시장 활성화를 넘어 하나의 그룹으로서 보조를 맞추어 일관되게 지역적 금융질서 창출에 경주하였다는 것이다. 이는 남미와의 비교를 통해 보면 더욱 명확해진다.

동아시아와 마찬가지로 남미에서도 2000년대 초 이래로 '이중 불일치'를 비롯한 서구 의존적 금융질서를 완화하고자 역내 채권시장 활성화를 추구하였다. 아이켄그린 외(Eichengreen et al)는 아직 New ABMI가 나오기 전인 2005년까지의 발전상황을 다섯 영역으로 나누어 체계적인 비교분석을 시도

13) Grimes(2009).

하였다.¹⁴⁾ 다섯 영역은 채권시장 활성화를 위한 금융 및 법률 시스템 정비(거대 안정성 제고, 규제의 투명화 등), 채권시장 효율성 증대를 위한 인프라 구축, 기관투자가 유치를 위한 인센티브 강화, 외국인 투자 유치 제고를 위한 방안, 마지막으로 지역 차원의 금융협력 노력 등이다. 이 중 마지막인 지역차원의 금융협력 노력을 제외하면 나머지 네 개의 영역은 국가별 정책을 분석하였다.

아이켄그린 외(Eichengreen et al)는 비교분석을 통해 대비되는 지역별 패턴을 포착해내고 지역별 특징을 개념화 하였다. 동아시아의 경우 '중앙 집권적(centralized)' 성격을 띠며 남미는 '분산적(decentralized)'인 성격이 강하다. 여기서 '중앙 집권적'과 '분산적'이란 개념은 지역 차원에서 채권시장 활성화에 대한 역내 금융 정책의 공조의 정도를 가리킨다. '중앙 집권적인' 동아시아는 국가별 채권시장 활성화 정책을 넘어 규모의 경제에서 오는 이득을 가져다 줄 통합된 지역 채권시장의 형성과 발전을 추구하였다고 평가되었다. 전술한 ABMI의 지속적인 제도화와 아울러 동아시아 각국은 채권시장 활성화를 위한 금융 및 법률 시스템 정비와 채권시장 인프라 구축에 상당한 진전을 이루어내었는데, 이와 같은 개별 국가의 노력도 지역차원의 ABMI의 큰 틀에서 조화를 이루며 발전해 왔다.¹⁵⁾

반면에, '분산적인' 남미는 지역차원의 이니셔티브는 담론에 머무르면서 실제로는 개별 국가의 채권 시장 육성에 주안점을 두는 모습을 보였다. 남미의 각 국가는 남미 채권시장 비활성화가 소규모인 남미 채권시장의 크기에 있

14) Barry Eichengreen, Eduardo Borensztein, and Ugo Panizza, *A Tale of Two Markets: Bond Market Development in East Asia and Latin America*, HKIMR Occasional Paper No.3 (Hong Kong: Hong Kong Institute for Monetary Research, 2006).

15) Eichengreen et al(2006), p. 33-37.

다는 것에 인식을 함께 하면서도 지역 차원의 역내 채권시장을 발전시키기보다는 국가별 채권 거래 안정성 제고와 규제의 투명화를 통한 국내 채권시장 효율성을 높이는 방향으로 발전해왔다.¹⁶⁾ 바꾸어 말하면, 국내 채권시장 활성화를 통해 외국인 투자 유치를 촉진 시켜왔으며 국내 기업의 국제 채권시장에 접근 용이성을 높이는 데 주력하였다. 동아시아의 ABMI와 같은 지역 차원의 채권시장 제도화 모습은 크게 찾아 볼 수 없는 수준이라고 할 수 있다.

남미와의 비교분석을 통해 나타난 ABMI의 제도적 발전에 대한 평가 및 함의는 다음과 같다. 우선, 지역 차원에서 제도화된 채권시장 활성화는 결코 그냥 주어지지 않는다는 점이다. 서구 의존적 금융질서의 완화를 목표로 동아시아와 남미 두 지역 모두 역내 채권시장 활성화를 목표로 하여 정책 공조를 취하였지만 그 결과는 다른 형태로 나타났다. 지역 채권시장 육성과 발전은 역내 국가들의 상당한 정책적 의지가 수반되어야 가능하다는 것을 방증한다고 할 수 있다.

이와 관련해서, 경쟁력 있는 지역 채권시장의 육성은 장기적인 역내 국가의 정책적 공조 없이는 불가능하며 장기적인 정책 공조는 때때로 단기적인 경제이득의 희생을 요구한다. 규모의 확대에 따른 이익이 점증하는(increasing return to scale) 채권시장의 특성상 경쟁력이 있고 효율적인 지역 채권시장을 육성하기 위해서는 장기간에 걸친 채권시장 인프라 구축이 필수적이다. 동아시아의 경우 전술한 신용보증투자기구(CGIF), 역내 예탁결제기구(RIS), 역내 채권시장 표준화 방안 등이 이에 해당하며 다년 간에 걸친 수많은 회의를 통해 구축되어진다는 점에서 초기 비용이 적지 않다는 것을 알 수 있다. 또한 동아시아의 경우 역내 채권시장의 활성화를 위해 기존의 은행 중심의 국내 금

16) Eichengreen et al(2006), p. 33.

융시장의 구조 조정 등이 필요하고 국내 금융시장의 구조 조정 시 ABMI의 틀 속에서 공조체제를 갖춘다는 점에서 지역 차원의 금융 협력에서 발생하는 거래비용도 무시할 수 없다.

남미의 경우를 보면 지역 채권시장의 구축에 따른 거래비용이 역내 채권시장 형성에 걸림돌로 작용 할 수 있음을 보여준다. 전술한대로, 남미 각국은 지역 차원의 채권시장 형성에 큰 소득을 얻지 못하고 국가별 채권시장 활성화 전략을 택해 외국인 투자 유치에 일정부분 성공을 거두었다. 아이젠그린 외(Eichengreen et al)에 따르면, 이는 남미 각국이 외국인 투자 유치를 통해 얻을 수 있는 단기적 경제이득을 추구하는 것에서 비롯되었고 결과적으로 외국인 투자 유치를 위해 서로 경쟁하게 되었고 가시적인 지역 협력의 부재로 이어졌다.¹⁷⁾ 단기적 경제이득에 대한 편향이 중장기적으로 지역 차원의 채권시장 구축을 통해 얻어질 규모의 경제에서 오는 혜택의 실현을 어렵게 하고 있다.

따라서 여전히 많은 숙제를 안고 있지만 지난 10여 년에 걸쳐 발전해온 ABMI는 비교적 가시적인 제도적 성과를 이루어내었다고 볼 수 있다. 남미와의 비교분석이 주는 가장 큰 시사점은 지역 차원의 채권시장 육성을 위한 인프라 구축의 어려움이다. 그 필요성에도 불구하고 시스템 구축에 따른 높은 거래 비용, 지속적 지역 공조에 따른 단기적 경제이득의 손실 가능성, 기존의 서구 중심의 국제 금융질서와의 경쟁으로 인한 성공적인 역내 채권시장 발전에 대한 불확실성¹⁸⁾ 등으로, 지역 채권시장의 육성이 담론을 넘어 제도화되는

17) Eichengreen et al(2006), p. 33-34.

18) 금융시장의 가장 큰 특징 중의 하나는 시장선점우위(First Mover Advantage)가 크다는 점이다. 이미 활성화된 금융시장은 각종 금융서비스와 편의를 규모의 경제를 통해 낮은 비용으로 제공하게 되는데, 이에 따라 시장 참여자들은 새로 형성된 금융시장보다는 기존 시장에 더욱 의존하게 된다.

것은 참여국 간의 신뢰와 장기적인 정책 비전의 공유 없이는 사실상 불가능하다. 이러한 어려움 속에서 ASEAN+3은 점진적이지만 중단 없이 ABMI를 추진하였고 ABMI에 대한 평가는 국제 금융질서에서 동아시아가 처한 정치 및 경제적 맥락에서 이루어져야 할 것으로 보인다. 또한 2008년 글로벌 금융위기 이후 CGIF 등의 ABMI에 관한 구체적인 제도화가 완결되어지거나 혹은 촉진되어졌다는 점에서 글로벌 금융위기가 ABMI 발전에 미친 영향도 더욱 심도 있게 다루어져야 한다. 단편적인 분석 보다는 비교적 시각에서 ABMI는 동아시아 금융지역주의의 또 다른 축인 치앙마이 이니셔티브 다자화(CMIM)과 함께 깊게 연구되어야 할 것이다.

4. 나오는 말

이 글은 동아시아 금융위기 후 태동하여 발전하여 온 아시아 채권시장 육성 방안인 ABMI에 대해 살펴보았다. ABMI가 그 논의가 처음으로 시작한 지난 2002년 이후 점진적으로 서구 주도의 글로벌 금융시장에 대한 동아시아 지역의 자율성을 높이기 위한 역내 채권시장 활성화의 방향으로 일관되게 발전해왔음을 보였다. ABMI의 궁극적 목표는 단기적 국가 이익의 차원을 넘어 지역 차원의 동일한 금융 규범과 규제를 공유하는 역내 채권시장의 통합을 지향하고 있음을 경험적으로 논했다. 느리게 까지 보이는 ABMI의 점진적 발전의 한 원인은 역내 금융시장 인프라의 부재와 함께 동아시아 각국이 지역 차원의 ABMI의 큰 틀에서 조율하며 국내 채권시장 활성화를 위한 금융 및 법률 시스템 정비와 채권시장 인프라 구축을 도모하였기 때문임을 보였다. 역내

신용보증투자기구인 CGIF는 이미 출범하였고, 현재 논의가 진행 중인 역내 예탁결제기구(RIS)와 역내 채권시장 표준화 방안이 확정되면 ABMI는 지역 차원의 채권시장 활성화를 위한 인프라 구축을 마무리 짓게 된다.

ABMI 연구는 이제 초기 단계이다. 소수의 정치경제 학자를 제외하면 ABMI에 관한 대부분의 연구는 일군의 경제학자들에 의해 주도되어 왔다. 경제학자들의 연구 방향은 아시아 채권시장 발전 평가 및 경제적인 효율성 측면에서 ABMI가 어떤 방향으로 가야하는 지에 초점을 맞추고 있다. 따라서 ABMI의 제도적 발전과 이에 관한 ASEAN+3의 정책 공조의 정치경제는 상대적으로 연구가 미흡한 실정이다. 글로벌 차원에서 금융 질서에 변화를 가져올 수 있는 ABMI의 잠재성을 보았을 때 ABMI의 제도적 태동과 발전을 종합적이며 체계적으로 설명할 수 있는 정치경제적 시각이 요구된다고 할 수 있다. 아래에 몇 가지 미래 연구 방향을 논하여 본다.

첫째, ABMI의 미래에 대한 비판적인 시각의 중심에는 은행 중심의 동아시아 국내 금융구조가 있다.¹⁹⁾ 이와 관련해서 현재 가장 통합 수준이 높은 것으로 평가되는 유럽 채권시장의 형성과 발전과 비교 연구를 할 필요성이 있다. 유럽의 경우도(영국을 제외하고) 동아시아와 마찬가지로 1980년대 말까지만 해도 은행 중심의 금융구조를 가지고 있었으며 1990년대 자본시장의 통합화와 함께 유럽의 금융구조가 은행 중심에서 시장 중심으로 이동하게 되었다.²⁰⁾ 유럽의 채권시장도 1999년 유로 출범 전까지 그 규모도 작았으며 따라서 대부분의 기업들이 은행을 통해 자금을 조달하였고, 유럽 각국의 채권시장은 나라

19) Nobuhiro Hiwatari, "Embedded Policy Preferences and the Formation of International Arrangements after the Asian Financial Crisis", *Pacific Review*, 16-3 (2003), pp. 331-359.

20) 이동규(2006), p. 9-10.

마다 규범과 규제가 달라 격리된 채 운영되었다. 유럽의 경험으로부터 두 가지 시사점을 얻을 수 있다. 하나는, 자본시장의 통합이 은행 중심의 금융구조에 변화를 가져올 수 있다는 것이다. 다른 하나는, 공동통화와 채권시장의 상관관계이다. 유로화의 출범이 유럽 채권시장의 통합과 발전에 크게 영향을 끼쳤다는 것을 보았을 때, 동아시아 역내 단일 통화의 출현이 ABMI의 발전에 어떤 영향을 줄 것인가는 중요한 연구 주제라 할 수 있다.²¹⁾ 동아시아 단일 통화의 출현이 가까운 시일에 이루어질 수 없다고 보면 ABMI는 제도적 인프라 구축의 성공에도 불구하고 크게 발전하지 않을 것인가?

둘째, ABMI와 아시아 채권 펀드(ABF: Asia Bond Fund)와의 관계이다. ABMI가 공급적 측면에서 동아시아 역내 채권시장 육성을 위한 수단이라면 아시아채권펀드(ABF)는 EMEAP(Executives' Meeting of East Asia and Pacific Central Banks) 회원 중앙은행들이 역내 통화표시 채권의 직접적인 수요 진작을 위해 만들어진 기체이다. 2003년 ABF1에 이어 2005년에 ABF2가 출범하여 진행 중인데 EMEAP 회원 중앙은행들이 외환 보유고의 일부를 투자 수단으로서 역내 통화표시 채권의 매입을 선도하여 아시아 채권시장의 활성화를 기하고 이를 통해 아시아 채권시장의 안착을 위한 민간 투자를 유치한다는 것이 기본 골자이다.²²⁾ 역내 채권시장의 성패는 결국 민간투자의 활성화에 있다고 볼 때 ABMI와 ABF의 상호작용과 이를 뒷받침할 정부와 중앙은행들 간의 정책공조도 주목해야 할 것이다. 이와 함께 채권시장의 활성화에는 효과적이며 적실한 역내 신용평가 기준의 확립이 중요하므로 현재 진행 중인 역내 공통

21) Kathleen McNamara, *The Currency of Ideas: Monetary Politics in European Union* (Ithaca, NY: Cornell University Press, 1998). Christopher Dent, "The Asian Development Bank and Developmental Regionalism in East Asia", *Third World Quarterly*, 29-4 (2008), pp. 331-359.

22) Grimes(2009).

의 신용평가 시스템 구축에 대한 논의도 참고하여야 한다.²³⁾

셋째, 변화하는 국제금융질서에서의 ABMI에 대한 연구이다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 미국 주도의 국제금융질서는 상당한 변화를 겪고 있다. 국제기축통화로서 달러 위상의 하락과 함께 중국의 위안화 국제화 전략이 맞물려 있고 유럽은 유로화 출범 이후 최대의 금융위기를 경험하고 있다.²⁴⁾ 동아시아를 비롯한 남미, 아프리카, 중동에서도 글로벌리제이션의 부정적 영향을 최소화 할 목적으로 지역 차원의 금융 및 통화 질서 구상이 활발하게 진행되고 있다. 성공적인 아시아 채권시장의 육성이 국제금융질서의 변화와 타 지역에서 일어나고 있는 일련의 역내 자본시장 통합과 발전에 직간접적으로 영향을 받을 수밖에 없다는 점에서 ABMI의 향후 제도적 발전은 국가 간의 권력관계를 비롯한 변화하는 국제금융질서의 정치경제의 틀 안에서 조망되어야 할 것이다.²⁵⁾

결론적으로, ABMI를 비롯한 동아시아 금융지역주의 연구는 이론적 공헌을 넘어서 경험적으로 국제정치 연구에 큰 함의를 갖는다. 유럽에서 시작한 지역주의는 이제 전 세계적 현상이 되었으며, 지역화 및 지역주의를 떠난 국제정치와 각 국가의 외교정책은 생각하기 힘들게 되었다. 이러한 맥락에서 동아시아 금융지역주의는 1990년대 후반에 시작하여 제도화와 협력의 수준을 높여가고 있고 향후 10여 년간 유럽수준의 제도화를 이루어낼 수 있을지가 동

23) 이창용 외(2005).

24) 이용욱, "중국의 선택: 위안화 국제화와 기축통화의 정치경제", 「신아세아」, 제18호 제1권(신아시아연구소, 2011), pp. 108-136.

25) Julie Gilson, "Strategic Regionalism in East Asia", *Review of International Studies*, 33-1 (2007), pp. 145-163. David Jones and Michael Smith, "Constructing Communities: The Curious Case of East Asian Regionalism", *Review of International Studies*, 33-1 (2007), pp. 165-186. Benjamin Cohen, "Security Still Trumps Finance in East Asia", *Global Asia*, 6-2 (2011), pp. 30-33.

아시아의 부상이라는 세계사적 맥락에서 중요한 연구 주제라 할 수 있다. 특히 2008년 글로벌 금융위기 후 유럽에서 나타난 통합된 금융시장의 문제점들이 동아시아 금융지역주의의 방향성에 어떠한 영향을 미칠 것인지도 주요 연구 대상이라고 할 수 있다. 따라서 ABMI를 포함하는 동아시아 금융지역주의 연구는 높은 수준의 이론화와 경험적 데이터의 축적을 도모함으로써 과거와 현재를 설명할 수 있고 이를 통해 적실한 미래 국제금융질서의 지형에 대한 예측도 시도해볼 수 있는 기제라 할 수 있다.

Global Financial Crisis and East Asian Financial Cooperation: The Asian Bond Market Initiative

Lee, Yong Wook

Department of Political Science and International Relations at Korea University

ASEAN plus Three countries have considerably institutionalized their financial and monetary cooperation since the Asian financial crisis of 1997. The intensified cooperation has drawn substantial attention from scholarly as well as policy-making communities over the last ten years. Global financial crisis, which started in the United States in 2008, has played a role of furthering regional efforts for financial and monetary stability in East Asia. Global financial crisis critically weakened the United States in managing international economic relations. This sped up the ongoing process of regional cooperation designed to increase regional autonomy from Western-centered international financial order.

In this context, this article seeks to analyze the emergence and development of the Asian Bond Market Initiative (ABMI). The ABMI is one of three pillars constituting East Asian financial regionalism along with the Chiang Mai Initiative and East Asian common currency discussion. The findings are as follows. Contrary to some negative assessment of the ABMI as a failed case of East Asian financial regionalism, this article shows that ASEAN plus Three countries have steadily but unmistakably made progress in the institutionalization of the ABMI in a way to reduce the region's dependence on Western financial market for investment. One of the key successes in this regard is the establishment of Credit Guarantee Investment Facility (CGIF) in May 2011. CGIF is a crucial institutional mechanism likely to facilitate the development of regional bond market to a considerable degree.

•Key words

global financial crisis, Asian Bond Market Initiative, double mismatch, Credit Guarantee Investment Facility, Regional Settlement Intermediary, regional bond market standard measures