

Print ISSN: 1738-3110 / Online ISSN 2093-7717  
<http://dx.doi.org/10.15722/jds.14.12.201612.79>

## A Study on the Sudden Stop in Capital Flows and Foreign Exchange and Distribution Market Stability

### 자본유출입 급변동과 외환 및 유통시장 안정성에 관한 연구

Yoon-Chul Kim(김윤철)\*, Myung-Hoon Yi(이명훈)\*\*

Received: November 11, 2016. Revised: November 28, 2016. Accepted: December 15, 2016.

#### Abstract

**Purpose** – Since 1990, the sudden stop in capital flows has caused the economic crisis. The purpose of this research is to suggest the policy measures to mitigate the risk of the sudden stop in capital flows. To this end, we examine the theoretical framework and analyze the case study for countries which are faced with the sudden stop. Also we examine the structural problems of the foreign exchange market in Korea and derive the policy implications to prevent the sudden stop.

**Research design, data, and methodology** – The criteria of whether the sudden stop in capital flows occurs are based upon Calvo et al. (2008). In case the proxy variable for the balance of capital account decreases from the average by over twice standard deviation, we determine that the sudden stop occurs for that country. The sample period is from January 1990 to December 2008, as in Calvo (2014). The sample countries are 17 developed countries and 19 emerging market countries, which are different from those of the previous papers as Agosin and Huaita (2012), and Calvo (2014). When the exchange market pressure index(EMPI) is deviated from the average by over three times standard deviation, we determine that the foreign exchange market is unstable for that country.

**Results** – We find that the characteristics of the sudden stop in capital flows are the bunching or contagion among countries, the rapid drop in real effective exchange rate, and the huge decrease in foreign exchange reserves. Many countries tried to increase foreign exchange reserves and regulate capital flows. Also the foreign exchange market in Korea are found to be the volatile exchange rate, the vulnerable external debt and careless management of the foreign exchange derivatives transaction risk.

**Conclusions** - To lessen the risk in the sudden stop of capital flows, this research suggests the some useful policy measures. To enhance the foreign exchange and distribution market stability, we should improve the price mechanism of exchange rate, hold the appropriate level of foreign exchange reserves, prevent excessive inflows of foreign exchange and promote sound transactions of foreign exchange derivatives

**Keywords:** Foreign Exchange and Distribution Market Stability, Exchange Rate Volatility, Sudden Stop in Capital Flows.

**JEL Classifications:** F30, F31, E00.

#### 1. 서론

1990년대 이후 금융의 세계화로 국가 간 자본이동이 확대

되면서 우리나라 등 신흥시장국들은 거시경제정책 운용에 제약을 받았을 뿐만 아니라 환율변동성 확대에 의한 외환시장의 불안정을 경험하였다. 특히 2008년 Lehman Brothers 사태 발생 이후 무역의존도가 높고 금융 및 실물부문의 개방도가 높은 우리나라는 대규모 자본유출 등으로 금융 및 외환시장 불안과 이에 따른 거시경제정책 운용의 어려움에 직면하였다. 이는 기본적으로 정상적인 상황에서 과도하게 유입된 외국자본이 국내외의 여건변화와 함께 급격히 유출되면서 금융 및 외환시장의 불안정을 초래하고 실물경제를 위축시킨 요인으로 작용한 데 주로 기인하였다. 특히 외환시장의 불안정으로 인한

\* First Author, Associate Professor, Department of Economics and Finance, Keimyung University, Daegu, Korea.

Tel: +82-53-580-5642, E-mail: yunckim@kmu.ac.kr

\*\* Corresponding Author, Professor, Department of Economics, Myongji University, Seoul, Korea. Tel: +82-2-300-0685, E-mail: yimh@mju.ac.kr

실물경제의 위축은 기업의 영업이익과 가계의 소득을 감소시킴으로써 유통산업을 포함한 경제전반의 발전에도 부정적인 영향을 미칠 것이다(Tambi, 2015; Cinar et al., 2016).

이에 따라 우리나라를 포함한 주요 신흥시장국들은 자본유출입의 급변동(Sudden Stop)에 대한 위기 대응능력을 강화하고 경제에 미치는 부정적 영향을 최소화하기 위한 정책적 노력을 강화하였다. 그리고 주요 선진국의 경우에는 글로벌 금융위기 발생 이후 헤지펀드와 장외파생금융상품 등에 대한 규제를 강화하는 방향으로 정책대응을 추진하였다. 앞으로 글로벌 금융위기가 재발할 경우 국내경제에 미치는 부정적 영향을 최소화하기 위해서는 글로벌 위기를 극복하는 과정 중에서 노출된 문제를 파악하고 이를 개선하기 위한 정책적 노력을 한층 강화할 필요가 있다.

본 연구에서는 Sudden Stop에 관한 국내 연구가 거의 없는 실정에서 이번 글로벌 금융위기에 따른 우리나라 외환시장의 구조적 문제점들을 구체적으로 살펴보고, 글로벌 위기가 재발할 경우 이러한 문제점들이 재현되지 않도록 하는 개선방안을 모색해 보았다. 본 논문은 주요 신흥시장국과 선진국을 망라했다는 의미에서 23개 신흥시장국을 대상으로 Sudden Stop을 분석한 Calvo (2014) 및 42개 신흥시장국을 대상으로 Agosin and Huaita (2012)와 차별화된다. 아울러 Sudden Stop과 그에 따른 외환시장 불안정 가능성에 대비한 여러 가지 정책적 시사점을 도출하였다는 데 의의가 있다고 할 수 있다. 먼저 2장에서는 자본유출입의 급변동과 외환시장의 안정성에 관한 이론적 배경과 선행연구를 고찰하였으며, 3장에서는 자본유출입의 급변동 발생과 외환시장의 안정성 정도를 판별하는 연구방법론을 제시하였다. 그리고 4장에서는 자본유출입 급변동 발생국의 주요 특징을 제시하였으며, 자본유출입 급변동에 대한 주요 신흥시장국의 정책대응 사례를 분석하였고, 이번 글로벌 금융위기를 계기로 드러난 글로벌 금융위기 전후 우리나라 외환시장의 구조적 문제점을 심층적으로 다루었다. 마지막으로 5장에서는 대내외 여건 변화에 따른 자본유입 중단과 대규모 자본유출 등으로 국내 외환시장이 불안정해질 가능성에 대비하여 외환시장 안정성을 제고하기 위한 방안을 도출해보았다.

## 2. 이론적 배경 및 선행연구 고찰

### 2.1. 자본유출입의 급변동

자본유출입의 급변동(Sudden Stop)은 예상치 못한 자본유입 중단에 이어 발생하는 대규모 자본유출로 정의된다(Calvo, 1998). 이 경우 Sudden Stop은 외환시장 불안정의 직접적인 원인이 되며, 외환시장 불안정에 따른 금융시스템의 불안정은 실물경제의 위축을 초래한다. 한편 Sudden Stop은 대부분 외환위기(currency crisis), 금융위기(banking crisis) 또는 국가채무위기(sovereign debt crisis) 등 여러 형태의 위기로 진전된다(Hutchison et al., 2006). Sudden Stop은 한 나라의 기초경제여건 등 내부요인과 글로벌 금융시장 여건 등 외부요인이 복합적으로 작용하여 발생하는 것이 일반적이다. 사실 영국의 ERM(Exchange Rate Mechanism) 탈퇴와 유럽 각국의 준고정환율제 도입에 따른 금리상승으로 인해 유럽 국가들이 경기후퇴를 경험함으로써 ERM 위기(1992~1993)가 발생하기 이전에는 Sudden Stop이 신흥시장국의 내부요인에 의해 외국자본

이 유출되면서 발생한다고 보았다(Krugman, 1979). 이 경우에는 경상수지 및 재정수지 적자, 외채규모, 외화자산, 부채의 통화 및 만기 불일치, 자본자유화에 따른 부작용, 경직적인 환율운용 등의 요인이 강조되었다.

한편 ERM 위기 이후에는 기초경제여건이 양호한 국가의 경우에도 외국투자자들의 자기실현적 기대에 의해 대규모 자본유출이 발생할 수 있다는 견해가 대두되었다. 정부정책 등에 대한 부정적인 기대가 형성될 경우 자본흐름이 역전되면서 Sudden Stop이 발생하고 인접국가로 쉽게 전염된다는 것이다(Obstfeld, 1996; Calvo, 1998). 또한 1990년대 후반 기초경제여건이 상대적으로 양호한 아시아 신흥시장국들이 연쇄적으로 자본유출에 이은 외환위기를 경험하면서 Sudden Stop의 원인을 외부요인에서 찾으려는 노력이 증대되었다. 그리고 Catao (2006)는 신용팽창에 따른 호황과 이로 인한 후유증이 거품(bubble)로 나타나면서 외환·금융위기가 발생한다고 보는 boom-bust cycle 모형에 의거하여 선진국의 자본흐름 변화가 Sudden Stop을 초래할 수 있다고 주장하였다. 아울러 Calvo et al. (2004) 등은 각국 자본시장과 국제금융시장의 통합정도가 Sudden Stop과 밀접한 관련이 있다고 주장하였다. 즉, 자본시장 개방의 초기단계에서는 Sudden Stop의 발생확률이 증가하다가 시장개방이 아주 높은 수준에 이르면 감소하는 것으로 파악되었다.

### 2.2. 외환시장의 안정성

외환시장이 안정적인 상태에 있다는 것은 기본적으로 외환의 수요자와 공급자가 환율이라는 가격 메커니즘을 통하여 외환을 지속적으로 매매할 수 있는 시장상태를 의미한다. 외환시장이 안정적이라면 외부충격에 의해 환율이 일시적으로 급변동하더라도 곧바로 균형수준으로 회복되고 금리, 물가 등 주요 가격변수의 움직임과 안정적인 관계를 유지하면서 변동할 것이다(Bacchetta, 2000). Eichengreen et al. (1995)은 외환시장 안정성의 판단기준으로 환율의 변동성을 비롯하여, 환율수준의 적정성, 외환수급 및 외채상황, 외환시장의 외부충격 흡수능력, 거시경제정책의 안정성 등을 제시하였다.

첫째, 환율의 변동성이 클 경우 환리스크 증가로 수출입이 감소하고 자본유입도 둔화되는 등 유통산업을 포함한 경제활동이 위축되고 경제정책 운용에 많은 제약이 따르게 된다(Siddiqui & Erum, 2016). Frankel and Rose (1996)에 따르면 한 나라의 명목환율이 특정시점으로부터 1년 이내에 25% 이상 절하되고 이후 1년 이내에 다시 10% 이상 추가 절하될 경우 외환위기 가능성이 있는 것으로 판단하였다. 둘째, 환율이 기초경제여건을 반영하는 균형수준에 비해 고평가되어 있는 경우 향후 환율절하에 따른 환차손 우려로 자본의 유입이 중단되거나 유출이 확대되면서 외환시장의 불안정성은 증대된다. 반면 환율수준이 기초경제여건과 괴리되어 저평가되어 있는 경우에는 환차익을 노린 핫머니(hot money) 등 자본유입이 늘어나 환율절상 압력으로 작용된다. 셋째, 한 나라 경제가 감내할 수 있는(sustainable) 수준을 초과한 경상수지 적자 지속과 자본의 유출에서 비롯되는 외환수급의 불균형은 환율상승 압력으로 작용한다. 또한 외채규모가 상환능력을 벗어난 과도한 수준이거나 높은 단기외채의 비중 등 외채구조가 취약할 경우 대외신인도가 저하되어 외환시장의 불안정이 초래될 가능성이 존재한다. 넷째, 외환시장의 불안정성이 증대될 경우 이러한 외부충격을 일차적으로 흡수할 수 있는 수단은 외환보유액인

데, 외환보유액이 경상외환지급액이나 잔여만기 1년 이내의 유동외채 규모에 비추어 작을 경우 채무상환능력에 대한 대외 신인도가 저하되며, 정책당국의 시장 개입여력 한계 등으로 외환시장의 불안정성이 증대된다. 마지막으로 통화정책이나 재정정책 등 거시경제정책이 안정적으로 운용되지 못할 경우 정책에 대한 신뢰가 떨어지면서 실물경기 위축을 우려한 자본유출 가능성이 커지고 그 결과 외환시장의 불안정성은 높아지게 된다. 그런데 외환시장에서는 시장참가자들의 기대심리, 내·외부 충격 등 시장상황의 변화가 환율의 움직임으로 나타나기 때문에 일차적으로 환율의 변동성을 관찰함으로써 외환시장의 안정성 여부를 판단한다. 여기에 외환보유액 수준이 환율 변동폭을 완화시킬 수 있는 정책당국의 시장관리능력을 나타내주는 척도라는 점을 감안하여 외환보유액의 변화를 동시에 고려하게 된다.

### 3. 연구방법론

Sudden Stop 발생국가의 판단은 Calvo et al. (2004, 2008)이 제시한 기준을 바탕으로 하였다. 즉, 외환보유액 변동(전기 대비 기준)에서 경상수지를 차감하여 구한 자본수지의 대응변수(월별 기준)가 장기 평균치로부터 표준편차의 2배 이상 감소하는 경우가 발생한 국가를 Sudden Stop이 발생한 것으로 판단하였다. 이 경우 Sudden Stop의 시작 시점은 자본수지의 대응변수가 표준편차의 2배 이상 감소한 시점을 기준으로 표준편차의 1배 이상 감소하기 시작하는 시점으로, Sudden Stop의 종료 시점은 자본수지의 대응변수가 장기 평균치로부터 자본수지의 대응변수가 표준편차의 2배 이상 감소한 시점을 기준으로 표준편차의 1배 이내로 진입하는 시점으로 하였다.

표본기간은 1990년 1월부터 2008년 12월까지로 하였다. Calvo (2014)는 1992년 1월부터 2008년 12월까지 데이터로 분석하였고, Agosin and Huaita (2012)는 2003년까지 데이터로 분석하였다. 이는 2007년 서브프라임 사태 이후 2008년 글로벌 금융위기까지 Sudden Stop의 발생에 따른 외환시장의 문제점과 그에 따른 정책대응 조치 실시 이후, 최근에는 유의미한 Sudden Stop의 발생과 정책대응 조치가 나타나지 않았기 때문에 판단된다. 따라서 본 연구에서도 각국의 Sudden Stop 사례를 분석하고 각국의 정책대응 사례로부터 시사점을 도출하기 위해서는 1997년 IMF 외환위기와 2008년의 글로벌 금융위기를 대상으로 하는 것이 의미가 크기 때문에, 이런 취지에서 Calvo (2014)의 연구에서와 같이 분석 대상기간을 글로벌 금융위기까지로 하였다.

분석 대상 국가는 17개 선진국과 19개 신흥시장국 등 36개국으로 구성되었다. 선진국은 호주, 캐나다, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 이탈리아, 일본, 네덜란드, 뉴질랜드, 노르웨이, 포르투갈, 스페인, 스웨덴, 스위스, 영국, 미국 등 17개 국가이다. 그리고 신흥시장국으로는 아르헨티나, 브라질, 칠레, 콜롬비아, 체코, 에콰도르, 헝가리, 인도네시아, 한국, 말레이시아, 멕시코, 페루, 필리핀, 루마니아, 러시아, 남아프리카공화국, 태국, 터키, 우크라이나 등 19개국을 포함하였다. 신흥시장국과 선진국을 망라했다는 의미에서 본 논문은 23개 신흥시장국만을 대상으로 Sudden Stop을 분석한 Calvo (2014) 및 42개 신흥시장국만을 대상으로 Agosin and Huaita (2012)와 차별화된다.

한편 외환시장의 안정성 여부를 측정하는 기준으로는 Kaminsky and Reinhart (1999) 등이 제시한 외환시장 압력지수(EMPI, exchange market pressure index)가 주로 이용된다. EMPI의 식은 다음과 같다.

$$EMPI = \frac{1}{\sigma_{\Delta er}} \Delta er + \frac{1}{\sigma_{\Delta res}} \Delta res$$

즉, 외환시장 압력지수(EMPI)는 환율절상률( $\Delta er$ )과 외환보유액 증감( $\Delta res$ )을 가중평균한 값으로 설정되는데, 여기서 가중치는 이들 두 변수의 표준편차로 나누어 표준화하였다. 특히 외환보유액에 대해서는 본원통화로 나누어 경제규모 확대에 따른 추세 증가분을 조정하였다. 여기서 외환시장 압력지수(EMPI)가 대상기간중의 평균치로부터 표준편차( $\sigma_{EMPI}$ )의 일정 배수(최대 3배)를 벗어나게 되면 외환시장의 불안정성이 크게 높아져서 외환위기 징후가 있는 것으로 평가한다.

### 4. 연구결과

#### 4.1. 자본유출입 급변동 발생국의 주요 특징 분석

##### 4.1.1. 동시다발성(bunching) 또는 국가 간 전염(contagion)

Sudden Stop은 한 국가에 집중되기보다는 유사한 특성을 가진 국가들에서 동시다발적으로 발생하거나 국가 간 전염에 의해 다수의 국가로 파급되는 경향을 보여 왔다. 즉, ERM 위기, 멕시코 폐쇄화 위기, 아시아 외환위기, 러시아 모라토리움/LTCM(Long Term Capital Management) 위기에서는 특정 지역 또는 유사한 특성을 가진 국가 그룹에서 Sudden Stop이 발생하였다. 1992~93년에는 영국의 ERM 탈퇴와 준고정환율 제도로 인한 ERM 위기로 프랑스, 포르투갈, 스페인, 스웨덴에서 Sudden Stop이 발생했다. 1994~95년에는 폐쇄화 폭락과 경상수지 적자로 인한 멕시코 폐쇄화 위기로 아르헨티나, 브라질, 칠레, 에콰도르, 멕시코에서 Sudden Stop이 발생했다. 1997~98년에는 바트화 폭락, 외채 급증, 통화 및 만기 불일치로 인한 아시아 외환위기로 인도네시아, 한국, 말레이시아, 필리핀, 태국에서 Sudden Stop이 발생했다. 1999~2000년에는 모라토리움/LTCM 파산과 외채급증, 통화 및 만기 불일치로 인한 러시아 모라토리움/LTCM 위기로 러시아, 아르헨티나, 브라질, 칠레, 콜롬비아, 에콰도르, 페루, 터키에서 Sudden Stop이 발생했다.

2007~2008년에는 서브프라임 모기지 부실, 리먼브라더스 파산 등으로 인도네시아, 한국, 아르헨티나, 브라질, 콜롬비아, 에콰도르, 러시아, 터키, 우크라이나, 루마니아, 영국, 호주, 남아프리카공화국, 덴마크, 뉴질랜드에서 Sudden Stop이 발생했다. 특히 2008년 9월에 발생한 리먼브라더스 사태 이후에는 글로벌 디레버리징(de-leveraging) 및 국가 간 전염 등으로 신흥시장국에서 Sudden Stop이 발생하였다. 그러나 Sudden Stop의 동시다발성 또는 국가 간 전염에도 불구하고 자본유출입 규모는 국가 간에 상당히 큰 차이를 보이는 것으로 나타났다(<Table 1> 참조). 이는 기초경제여건, 외채 및 외환보유액 규모, 재정 건전성, 환율제도 등 내부요인이 국가별로 차이가 있는 데 기인한다. <Table 1>의 지표는 자본유입과 자본유출

의 합을 GDP로 나눈 값이다. 이 경우 아시아 외환위기는 인도네시아, 한국, 말레이시아, 필리핀 및 태국 등의 5개 국가에 대해, 러시아 모라토리움/LTCM 위기는 러시아, 아르헨티나, 브라질, 칠레, 콜롬비아, 에쿠아도르, 페루, 터키 등 8개 국가에 대해, 그리고 서브프라임 위기는 인도네시아, 한국, 아르헨티나, 브라질, 콜롬비아, 에쿠아도르, 러시아, 우크라이나, 루마니아, 터키, 남아프리카공화국 등 11개 국가에 대해 평균한 값이다.

<Table 1> Capital flows in Sudden Stop Countries

	Asian Foreign Exchange Crisis (5 countries)	Russian Moratorium /LTCM Crisis (8 countries)	Sub-prime Crisis (11 countries)
Capital flows/GDP (%)	-6.7	-2.7	-3.0

Source: IMF(1990-2008).

4.1.2. 실질환율의 대폭 하락

Sudden Stop이 발생한 국가는 실질환율이 큰 폭으로 절하된 것으로 나타났다. 대외균형 회복을 위해서는 경상수지 흑자 전환이 필요한데, 이를 위해서는 실질환율의 큰 폭 절하를 통한 교역재 부문의 대외경쟁력 제고가 불가피했기 때문이다. 명목환율을 교역상대국의 상대적인 물가지수로 나눈 실질실효환율의 변동률의 경우 <Table 2>와 같이 아시아 외환위기의 Sudden Stop 발생국이 -45.5%, 러시아 모라토리움/LTCM 위기의 발생국이 -21.2%, 서브프라임 위기의 발생국이 -20.1%로 대폭 절하되었다. <Table 2>에서 BIS가 실질실효환율지수를 작성하지 않는 국가(아시아 외환위기의 경우 말레이시아, 러시아 모라토리움/LTCM 위기의 경우 콜롬비아, 에쿠아도르 등 2개의 국가, 서브프라임 위기의 경우 콜롬비아, 에쿠아도르, 우크라이나 등의 3개 국가)는 제외하였다.

<Table 2> The Rate of Change of Real Effective Exchange Rate in Sudden Stop Countries

	Asian Foreign Exchange Crisis (4 countries)	Russian Moratorium /LTCM Crisis (6 countries)	Sub-prime Crisis (8 countries)
The Rate of Change of Real Effective Exchange Rate(%)	-45.5	-21.2	-20.1

Source: IMF(1990-2008).

4.1.3. 실물경기의 위축

Sudden Stop은 국내유동성 공급 감소, 자국통화 가치의 하락에 따른 재무제표 효과(balance sheet effect) 등을 통해 실물경기의 위축을 초래하였다. 특히 대부분의 신흥시장국들은 Sudden Stop이 발생한 이후 국내 투자 부진 등의 영향으로 경기후퇴를 경험하였다. <Table 3>와 같이 경제성장률을 나타

내는 GDP 성장률은 아시아 외환위기의 Sudden Stop 발생국이 -7.7%, 러시아 모라토리움/LTCM 위기의 발생국이 -3.0%, 서브프라임 위기의 발생국이 -2.7%로 나타났다. 각 사례별 대상 국가는 <Table 1>과 같다.

<Table 3> GDP Growth Rate in Sudden Stop Countries

	Asian Foreign Exchange Crisis (5 countries)	Russian Moratorium /LTCM Crisis (8 countries)	Sub-prime Crisis (11 countries)
GDP Growth Rate(%)	-7.7	-3.0	-2.7

Source: IMF(1990-2008).

4.1.4. 외환보유액의 급격한 감소

통화가 국제화된 선진국과는 달리 신흥시장국은 국제금융시장에서 자국통화표시 자금조달이 곤란하기 때문에 Sudden Stop이 발생할 경우 외화자금 수요가 급격히 증가하게 된다. 이 경우 정책당국은 외환시장과 실물경제에 미치는 부정적 영향을 최소화하기 위해 금융기관에 외화유동성 공급하고 환율방어를 목적으로 외환시장개입 등을 실시함에 따라 외환보유액은 급격히 감소하게 된다. 외환보유액은 한 국가가 일정 시점에서 보유하고 있는 외화채권의 총액이다. 아시아 외환위기의 Sudden Stop 발생국의 외환보유액 변동률을 <Table 4>에서 살펴보면 -40.0%, 러시아 모라토리움/LTCM 위기의 발생국이 -33.6%, 서브프라임 위기의 발생국이 -16.3%로 나타났다. 각 사례별 대상 국가는 <Table 1>과 같다.

<Table 4> The Rate of Change of Foreign Exchange in Sudden Stop Countries

	Asian Foreign Exchange Crisis (5 countries)	Russian Moratorium /LTCM Crisis (8 countries)	Sub-prime Crisis (11 countries)
The Rate of Change of Foreign Exchange (%)	-40.0	-33.6	-16.3

Source: IMF(1990-2008).

4.2. 자본유출입 급변동에 대한 주요국의 대응사례 분석

4.2.1. 외환보유액의 확충 및 활용

신흥시장국들은 외환보유액이 Sudden Stop 발생을 억제하는 안전장치의 역할을 수행하고 경기의 연착륙에도 도움을 준다는 점을 인식하였다. 이에 따라 1997년 아시아 외환위기 이후 대부분의 국가들은 외환보유액 규모를 크게 확대하였고 신흥시장국 중에서는 아시아지역 국가의 증가가 뚜렷하였는데, 2008년 말 현재 전 세계 외환보유액 합계의 34%를 차지하는 것으로 추정되었다. Sudden Stop 발생 초기 수출기업에 대한

신속한 외화유동성 공급은 수출둔화를 완화하는 요인으로 작용하여 Sudden Stop이 실물경제에 미치는 부정적 영향을 완화하는데 크게 기여한 것으로 판단된다.

Sudden Stop을 경험한 국가들을 살펴보면, 리먼브라더스 사태 이후 외환보유액을 활용하여 외화유동성 검색에 신속히 대응하였으며, 글로벌 금융위기 시에는 외환보유액 감소폭이 과거 위기 시에 비해 둔화된 것으로 나타났다. 신흥시장국인 리먼브라더스 사태 발생 이후 외환보유액을 활용하여 민간부문에 외화유동성을 공급한 경로는 외화 Repo, 통화스왑 등 국가별로 다양한 것으로 나타났다. 즉 BIS (2008)에 의하면 한국, 인도네시아, 브라질, 칠레, 폴란드 및 헝가리는 외환스왑제도 도입 또는 개선, 멕시코는 현물환시장 공개 매도, 브라질과 필리핀은 기간물 RP 매입, 한국과 러시아는 은행 및 기업 외화채무 지급 보증의 방법으로 외화유동성을 공급한 것으로 파악되었다.

#### 4.2.2. 자본유출입에 대한 규제

금융의 국제화에 따른 자본유입 확대는 자본조달비용 감축 및 투자활성화 등을 통해 경제성장에 긍정적 요인으로 작용하는 반면, 단기자본의 급격한 유출입에 따른 금융 및 외환시장 교란, 경기변동성 확대 등의 부작용도 수반된다. 따라서 신흥시장국에서는 자본유출입의 속도와 규모, 만기구조 등을 조절하기 위한 규제를 실시함으로써 환율의 변동성 완화, 통화정책의 자율성 제고, 금융시스템의 안정성(financial stability) 확보 등을 도모하였다.

자본유출입 규제는 직접규제(administrative controls)와 간접규제(market-based controls)로 구분할 수 있다. 직접규제는 해외차입, 증권투자, 해외송금 등 특정 거래를 제한하는 방식의 양적 규제를 의미하고, 간접규제는 자본유출입에 대해 세금을 부과하거나 추가비용을 부담시킴으로써 투자수익률 등 자본거래 유인을 축소시키는 가격규제 조치로서 가변예치의무제도, 한계지준제도, 자본거래세(financial transaction tax), 이중환율제가 있다. 가변예치의무제도(variable deposit requirement)는 외화증권발행이나 거주자의 해외차입에 대해 일정한 비율을 무이자로 중앙은행에 예치시키는 제도이고, 한계지준제도(unremunerated reserve requirement)는 일정한도 이상의 비거주자 외화예금에 대해 중앙은행에 무이자로 예치하게 하는 제도이다. 그리고 자본거래세는 거주자 해외차입 시, 비거주자의 국내증권투자 또는 원리금 회수 시 일정률의 세금을 부과(토빈세, 이자평형세 등)하는 제도이고, 이중환율제(dual/two-tier exchange rate)는 시장환율과 다른 환율을 적용하여 투기적 자본거래를 억제하는 제도이다.

자본유입 규제의 경우 중남미 및 아시아의 일부 국가들은 가변예치의무제도, 자본거래세 부과 등의 간접규제를 실시하였다. 즉 칠레는 1991~98년에 가변예치의무제도, 브라질은 1993~97년과 2009년에 자본거래세, 콜롬비아는 1991~2000년과 2007~2008년에 가변예치의무제도, 태국은 1995~97년과 2006년에 비대칭적 외환포지션 규제, 및 한계지준 부과 등의 간접규제를 도입하였다. 특히 칠레는 자본유입 규제와 함께 긴축재정 등 경제안정화 정책을 실시한 결과, 물가가 안정되면서 자본유입 규제의 효과가 어느 정도 발휘되었다.

자본유출 규제의 경우 유럽 및 아시아의 일부 국가들을 중심으로 자본의 급격한 유출을 억제하기 위해 대외송금 금지 등의 규제조치를 실시하였다. 홍콩의 경우 금리 급등, 외환보

유액 소진, 국제금융 중심지로서의 신인도 저하 등의 부작용이 나타나기도 하였으나 주식시장 및 외환시장 개입, 공매도 규제 등을 통하여 환투기 공격을 방어하는데 성공적이었던 것으로 평가되고 있다. 국가별로 구체적으로 살펴보면, 아일랜드는 1992년에 비거주자에 대한 대출 및 선물환거래 제한, 스페인은 1992년에 국내은행과 비거주자 간 자본거래에 대한 예치의무 부과, 태국은 1997~98년에 이중환율제, 외환포지션 규제 및 대외송금 제한, 홍콩은 1997~98년에 외환과 주식시장 개입 및 주식거래요건 강화, 말레이시아는 1998~2001년에 외환포지션 규제 및 원리금의 대외송금 제한의 자본유출 규제를 도입하였다.

#### 4.2.3. 외환건전성에 대한 규제

신흥시장국의 외화자산, 부채 통화불일치(currency mismatch) 위험은 외환 및 금융시장의 불안을 초래하여 경제의 안정적 성장을 저해하므로 이를 적절하게 관리할 필요가 있다. 신흥시장국의 경우 통화불일치 위험을 축소하기 위한 외환건전성 규제는 Sudden Stop 발생 시 외환 및 금융시장의 불안을 완화하는 데 중요한 역할을 수행하는 것으로 인식되었다. 부문별로는 금융기관, 특히 은행부문에 대한 외환건전성 규제가 중요하다고 하겠다(Goldstein & Turner, 2004). 이 경우 자본거래 자유화로 자본유출입에 대한 직접통제가 어려워짐에 따라 은행부문에 대한 외환건전성 규제는 다양화되었는데, 외국환포지션 한도, 외화유동성 비율, 외화부채 조달자금의 운용 한도, 외화표시 증권보유 한도 등의 규제가 있다. Goldstein and Turner(2004)에 의거해 구체적으로 살펴보면, 외국환포지션 한도는 외화자산 부채간 차이를 일정 범위 이내로 제한하는 것이고, 외화유동성비율 규제는 외화유동성 및 외화자산 부채간 만기불일치(gap) 비율 등을 규제하는 것이다. 그리고 외화부채 조달자금의 운용 한도는 외화부채로 조달한 자금의 운용을 제한하는 것이고, 외화표시 증권보유 한도는 외화예금을 이용한 해외 증권투자 등을 제한하는 것이다.

한편 신흥시장국의 외환건전성 규제는 은행에 대한 외국환포지션 한도 및 외화유동성비율 규제 등을 중심으로 이루어졌다. 이 경우 외국환포지션 한도 규제는 은행의 자기자본 대비 순포지션(net open position) 비율을 기준으로 관리되었다. 외국환포지션 한도 규제 비율은 브라질과 같이 은행시스템의 달러화(dollarization)가 많이 진행된 국가에서 높은 경향을 보이고 있으며, 외환포지션 한도 관리는 일별(overnight position) 또는 일중(intra-day position) 포지션을 기준으로 상시 관리체제를 유지하고 있다. 외화유동성 비율에 대해서는 총외화부채 대비 외화유동자산비율 또는 잔존만기별 외화유동성 비율 규제를 통해 관리되었다. 인도네시아, 칠레, 페루 등의 경우 총외화부채 대비 외화유동자산 비율을 기간별로 구분하여 관리하였으며, 멕시코는 유동부채 대비 유동자산 비율을 기간별로 구분하여 관리하였다(Goldstein & Turner, 2004). 아르헨티나는 은행의 외화표시 채무의 일정비율을 유동성이 높은 외화자산에 운용토록 하였으며, 칠레는 가계부문에 대한 외화대출을 제한하였다.

### 4.3. 글로벌 금융위기 전후 우리나라 외환시장의 구조적 문제점

#### 4.3.1. 환율 변동성 심화

2000년 이후 우리나라의 EMPI를 추정한 <Table 5>을 살펴보면 2008년 4/4분기 중에는 EMPI가 -6.8로 나타났는데, 이는 리먼브라더스 사태의 영향으로 2000년 이후 EMPI의 평균치(0.4)로부터 표준편차(2.0)의 3배인 -6.4보다 낮은 수치이다. 이에 비추어 볼 때 우리나라는 이 기간 중 원화환율이 대폭 절하되고 외환보유액이 크게 감소하여 외환위기의 징후가 있었던 것으로 평가된다. 2009년 2/4분기 중에는 EMPI가 평균치(0.4)로부터 표준편차(2.0)의 1배인 2.4보다 높은 2.9로 추정되었는데, 이는 2/4분기 이후 원화환율이 상당 폭 절상된 가운데 외환보유액이 크게 증가한 데 기인한다.

<Table 5> Exchange Market Pressure Index(EMPI)

2007	2008					2009			
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4		
0.3	-4.0	-1.8	-3.4	-3.8	-6.8	1.3	-0.7	2.9	1.6

Source: This Table was developed by authors of this article.

한편 2008년 9월 중순 리먼브라더스 사태 발생 이전에는 1,000~1,100원에서 움직이던 원/달러 환율이 리먼브라더스 사태 이후 급속한 상승세 지속하여 2009년 3월초에는 1,570원까지 상승하였다. 이는 글로벌 디레버리징(de-leveraging)에 따른 외국 금융기관들의 대출금 회수, 외국인 증권투자자금 유출과 동유럽 금융위기 발생 우려 등에 주로 기인하였다. 그러나 2009년 3월 이후에는 국내 외화자금사정이 호전되고 국제금융 시장이 점차 안정됨에 따라 원/달러 환율이 빠른 속도로 하락하여 연말에는 1,164.5원을 기록하였다. 이는 미 달러화가 약세를 보인 가운데, 경상수지가 큰 폭의 흑자를 보이고 외국인 증권투자자금이 유입되었기 때문이다.

이에 따라 원/달러 환율의 변동성은 리먼브라더스 사태 이전에 비해 크게 확대되었다. <Table 6>와 같이 전일대비 및 일중 변동폭은 2008년 상반기 중 각각 4.4원, 7.1원에서 10월 중에는 각각 47.7원, 65.8원으로 대폭 확대되었으며, 원/달러 환율의 변동성은 선진국은 물론 아시아 및 중남미 신흥시장국의 통화에 비해서도 크게 높았던 것으로 나타났다. 이후 원/달러 환율의 변동성은 2009년 1/4분기까지 높은 수준을 하다가 2/4분기 이후 점차 축소되었다.

<Table 6> The Change of Won/Dollar Exchange Rate

	(Won)											
	2008					2009						
	1 <sup>st</sup> Half	9	10	11	12	1/4	2/4	3/4	10	11	12	
Overnight	4.4	18.1	47.7	19.2	19.4	16.6	10.1	6.3	5.9	4.3	4.4	
Intraday	7.1	24.7	65.8	36.8	31.5	26.2	17.1	8.4	8.3	7.1	5.9	

Source: Bank of Korea(2004-2009).

이와 같이 원/달러 환율 변동성이 크게 확대된 것은 우리나라의 경우 기본적으로 자본시장의 대외개방도가 높은 데다 국내은행의 외자의존도가 심화되었기 때문이다. 즉, 금융 국제화 과정에서 국내 자본시장이 다른 신흥시장국보다 더 큰 폭으로 개방됨에 따라 외국인 투자자금이 국내에 대규모로 유입되었으며, 글로벌 위기 발생 과정에서는 이러한 외국인 투자자금이 급격한 유출로 반전하는 Sudden Stop 현상이 발생하였기 때문이다.

#### 4.3.2. 외화자금시장의 불균형 심화

리먼브라더스 사태 이전까지만 해도 1.0~2.0% 범위 내에서 움직이던 외환스왑레이트는 리먼브라더스 사태 이후 국내 외화자금 사정이 악화되면서 2008년 10월 초순에는 -9.0% 수준까지 급락하였다. 스왑레이트가 플러스(+)이면 포워드 프리미엄이고 마이너스(-)이면 디스카운트를 나타낸다. 그 이후 외환당국의 외화유동성 공급, 대규모 경상수지 흑자 및 외국인 주식투자자금 유입 등으로 국내 외화자금 사정이 호전되면서 외환스왑레이트는 상승세를 지속하였다. 또한 스왑레이트가 급등락하면서 차익거래 유인(내외금리차-스왑레이트)은 스왑레이트 급락, 국제금리 하락에 따른 내외금리차 확대 등으로 2008년 12월초 11.13%p까지 확대되었다가 2009년 들어서는 스왑레이트가 상승하면서 크게 축소되었다.

이처럼 스왑레이트가 급락한 것은 스왑시장의 구조적 불균형에 더하여 리먼브라더스 사태 이후 외국인 투자자금의 급격한 유출 등으로 국내 외화자금사정이 크게 악화된 데 주로 기인한다. 즉, 국내 스왑시장은 2006년 이후 조선·중공업체의 해외수주 증가, 해외주식투자 양도차익 비과세(2007년 6월 시행) 등에 따른 내국인의 해외증권투자 급증 등으로 선물환 매도가 크게 늘어나면서 구조적인 공급우위의 불균형 상태가 지속되었다. 또한 차익거래 목적으로 유입되었던 외국인 채권투자자금이 Lehman Brothers 사태 이후 급격히 유출되고, 국내 외은 지점의 차입금 상환도 크게 늘어나면서 외화자금시장의 불안이 심화되었다.

#### 4.3.3. 외채구조의 취약성

우리나라의 총외채는 2006년 이후 급속히 증가하여 <Table 7>과 같이 2008년 9월 말에는 2005년 말의 1,879억 달러에 비해 2배 이상 늘어난 4,261억 달러로 사상 최대 수준을 기록하였다. 이는 주로 조선·중공업체의 해외수주 및 자산운용사의 해외증권투자 관련 선물환 매도에 따른 국내은행의 포지션 조정을 위한 대규모 외화차입, 외국인의 국내 채권투자 급증 때문이었다. 이에 따라 2008년 9월말에는 총외채가 총대외채권보다 235억 달러 많은 순채무국으로 전환되면서 외채상환능력이 악화되었다. 또한 외국환은행의 선물환 매입에 따른 포지션 조정(현물환 매도) 과정에서 단기외채가 급증함에 따라 외환보유액 대비 단기외채 비율이 31.3%(2005년 말)에서 79.1%(2008년 9월 말)로 크게 상승하여 외채구조도 악화되었다.

<Table 7> External Debt and External Claim

(End of, 100 million Dollar)

	2005	2006	2007	2008.9
External Debt (A)	1,879 (156)	2,601 (722)	3,832 (1,231)	4,261 (430)
External Claim(B)	3,171 (282)	3,809 (638)	4,206 (397)	4,026 (-179)
Net External Claim(B-A)	1,292 (125)	1,208 (-83)	374 (-834)	-235 (-609)
Short-Term External Debt(C)	659 (95)	1,138 (479)	1,603 (465)	1,896 (293)
Foreign Exchange Reserves(D)	2,104 (113)	2,390 (286)	2,622 (233)	2,397 (-226)
Short-Term External Debt Ratio(C/D)(%)	31.3	47.6	61.1	79.1

Note) Number in parenthesis are the change from the end of previous year.

Source: Bank of Korea(2004-2009).

이처럼 외채규모가 급증하고 외채구조도 악화됨에 따라 글로벌 금융위기의 전개과정에서 우리나라의 대외 익스포저(exposure)가 과다하다는 해외의 우려가 지속되었다. 외채의 급증에도 불구하고 외채관련 지표는 안정 기준 범위 내에 있었지만 일부 해외 언론들이 우리나라의 외채상환능력에 대해 부정적으로 보도하면서 시장심리를 악화시켰다(<Table 8> 참조). 세계은행(World Bank)에 따르면 총외채(External Debt)/경상GNI와 총외채/경상수입액(Ordinary Earnings) 비율 중 하나라도 경제무국 기준에 해당되면 경제무국(light debtor country)으로 분류한다.

<Table 8> External Debt Indicator

(End of, %)

	2004	2005	2006	2007	2008.9	
External Debt/ Nominal GNI	23.8	22.3	27.3	36.4	45.6	light debtor country (48~80%)
External Debt/ Ordinary Earnings	55.7	54.5	65.6	82.9	78.5	light debtor country (132~220%)
Short-Term External Debt/ External Debt	32.7	35.1	43.7	41.8	44.5	Stable (less of 60%)

Source: Bank of Korea(2004-2009).

4.3.4. 외환파생상품거래 리스크 관리 미흡

2003년 일평균 거래량이 64억 달러에 불과하던 외환파생상품 거래는 빠른 속도로 늘어나 2008년에는 361억 달러로 급증하였다. 외환파생상품 거래에는 현물환을 제외한 선물환, 통화선물, 외환 및 통화스왑, 통화옵션, 금리스왑 등 금리관련 외환파생상품 등을 포함한다. 그러나 Lehman Brothers 사태 이후에는 환율급등 등으로 외환파생상품 거래가 선물환을 중심으로 크게 위축되면서 2009년 상반기 중에는 일평균 거래량이 296억 달러로 감소하였다.

이와 같은 외환파생상품 거래의 급속한 증가는 상당한 부작

용을 초래하였다. 즉, 2006년과 2007년의 경우 환율하락 기대 심리가 확산되면서 수출기업 등의 환위험 hedge 거래가 크게 늘어났는데, 이는 외채 증가뿐만 아니라 환율하락을 가속화시킨 요인으로 작용하였다. 또한 2008년 하반기 이후에는 글로벌 신용경색 우려 등으로 원/달러 환율이 급등하면서 외환파생상품 거래기업은 대규모 손실이 발생하였다. 수출기업의 KIKO 관련 손실규모를 살펴보면 1.5조원(2008년 6월말 기준, 원/달러 환율 1,046원)으로 대부분 중소기업에서 발생하였다. 또한 선물환 매도 등으로 환위험 헤지 거래를 한 기업들 역시 리먼 브라더스 사태 이후 환율이 급등하면서 외환파생상품 거래에 따른 손실이 발생하였다. 한편 CDS, CDO 등 고위험 신용파생상품 투자를 확대해 온 일부 국내 금융기관들은 글로벌 신용위기의 발생과 함께 파생상품 투자에 따른 손실이 발생하였다.

5. 연구결과 토론 및 시사점

5.1. 환율의 가격기능 제고

자본유출입이 자유롭고 외환거래규모가 크게 확대된 상황에서 환율을 의도한 수준으로 관리하는 데에는 막대한 비용(매입개입은 통화 불태화 비용, 매도개입은 외환보유액 감소)이 소요되며, 또한 시장개입이 지속되면서 정책당국의 개입역력이 약화되었다는 인식이 확산될 경우 단기 투기성 자본의 유입이 급증하고, 외부충격 발생 시 이러한 자금이 일시에 대규모로 유출되는 Sudden Stop이 발생할 가능성이 있다.

따라서 환율은 기본적으로 외환의 수요와 공급, 기초경제여건 및 국제금융시장 흐름 등을 반영하여 외환시장에서 자율적으로 결정되도록 하는 것이 바람직하다. 정책당국도 기본적으로 이러한 점을 인식하고 환율정책을 운용하고 있으나, 이러한 정책기조를 일관되게 지속할 필요가 있다. 환율의 가격기능 활성화는 대외충격을 일차적으로 환율변동으로 흡수할 수 있을 뿐만 아니라, 환율이 기초경제여건을 반영하여 움직이도록 함으로써 투기자본의 유출입을 억제할 수 있다. 다만 투기거래 및 과도한 싼리현상 등으로 환율이 단기간에 급격히 변동하는 경우에는 경제에 미치는 부정적 영향을 감안하여 제한적인 범위 내에서 미세조정(smoothing operation)을 실시함으로써 환율의 급변동을 완화할 수 있을 것이다. 중장기적으로 국내 외환시장의 폭과 깊이가 어느 정도 확보되는 시점에서는 환율이 전적으로 시장기능에 의해 결정되는 선진국형 완전자유변동환율제도로 전환하는 것이 바람직하다. 이 단계에서는 미세조정(smoothing operation)을 6개월 이내에 3회 이하로만 실시하고, 1회 개입을 3영업일(연속) 이내로 제한하여 IMF의 자유변동환율제도(free floating) 요건을 충족할 필요가 있다.

5.2. 외화자금시장의 구조적 수급불균형 완화

국내 외화자금시장의 불안은 환위험 헤지를 위한 선물환 매도가 크게 늘어나면서 선물환시장 및 스왑시장의 구조적인 수급불균형이 심화된 데 주로 기인하였다. 이와 같은 선물환 거래의 구조적 수급불균형을 해소하기 위해서는 글로벌 금융위기 이후 제도적으로 마련된 금융기관에 대한 선물환포지션 규제 등의 제도적 장치를 적절히 활용할 필요가 있다. 그러나 기

업의 선물환포지션을 실물거래의 일정 한도 내로 제한하는 조치는 거래 상대방인 금융기관에 대해서는 제한이 없기 때문에 선물환 수급불균형을 해소하는 데 한계가 있다. 따라서 기존의 금융기관의 선물환포지션 한도를 제한하는 조치를 신축적으로 활용함으로써 외국환은행의 선물환 매입축소를 통해 수출기업 및 자산운용사의 환위험 헤지를 위한 선물환 매도가 늘어날 경우 이를 적절한 수준에서 억제할 필요가 있다.

이와 같은 선물환 포지션 규제 등의 제도적 장치와 함께 수출업체와 자산운용사 등 해외증권투자자의 환 헤지 관행이 개선되도록 유도해야 할 필요가 있다. 또한 수출업체와 자산운용사의 해외주식투자에 대한 과도한 환위험 헤지는 외환시장 교란요인으로 작용하여 채산성 확보에 도움이 되지 않는다는 점을 인식시킬 필요가 있다. 아울러 외화자금시장의 수급불균형이 심화될 경우에는 중앙은행의 스왑거래를 확대하여 시장의 수급불균형을 완화할 필요가 있다.

### 5.3. 적정수준의 외환보유액 관리

글로벌 금융위기를 극복하는 과정에서 터득한 외환보유액 관리 경험을 바탕으로 외환보유액은 평시와 비상 국면으로 구분하여 관리하는 것이 바람직하다. 먼저 자본이 정상적으로 유입되는 평시에는 긴급 시 외화유동성 공급 상황 발생에 대비하여 외환보유액 확충을 도모하되, 시장심리나 평판(reputation)에 부정적인 영향을 미치지 않는 방법으로 이를 추진할 필요가 있다. 다음으로 자본이 대규모로 유출되는 비상상황이 발생할 경우 외화유동성을 단기간에 집중적으로 공급하여 외환시장 불안 및 그에 따른 위기발생을 차단하도록 노력해야 한다. 다만 외환보유액이 급격히 감소할 경우 우리나라 외환보유액 사정에 대한 우려가 확산되면서 국가신용등급 하락 위험과 함께 금융시장 불안정이 증폭될 수 있는 점에 유의할 필요가 있다. 한편 외환보유액의 급격한 감소에 대비하여 미국·중국·일본 등 주요국 중앙은행과의 통화스왑이나 CMIM(Chiang Mai Initiative Multi-lateralization) 통화스왑 실행 등 제2선 외환보유액을 적극 활용하기 위한 국제적 협조체제를 강화해야 할 것이다.

### 5.4. 과도한 외화자금 유입 억제

국내 자본시장이 개방된 상황에서 이러한 외화유동성 위기가 발생하는 것은 어느 정도 불가피한 측면이 있다. 따라서 대내외 여건변화에 따른 외화유동성 위기를 방지하기 위해서는 외국자본이 과도하게 유입되고 있다고 판단될 경우 자본시장 개방 원칙을 유지하면서도 자본유입의 속도를 조절하기 위한 대책을 다각도로 마련하여 추진할 필요가 있다.

먼저 외국인 주식투자자금에 대해서는 대내외 여건 변화 시 급격한 유출로 반전될 우려가 있으므로 글로벌 금융위기 이후 도입된 외환건전성 조치 외에 다양한 간접규제를 도입하여 투자자금의 과도한 유입을 억제해야 한다. 즉, 외국인 주식투자자금이 대규모로 유입되면서 외환시장의 안정성을 저해할 우려가 있는 경우 자본거래세를 도입하여 투자자금의 유입 속도를 조절해야 한다.

외국인 채권투자자금에 대해서는 외화자금시장의 수급불균형 해소 노력을 지속하여 차익거래 유인을 축소함으로써 채권투자를 통한 외화자금 유입 및 외채 증가 억제를 도모해야 한다. 차익거래 유인이 단기간 내에 축소되지 못하고 외국인 채

권투자자금이 과도하게 유입되는 현상이 지속될 경우에는 투자자금의 유입을 억제하기 위한 규제의 도입을 추진해야 한다. 특히 외국인 주식투자자금 유입에 대한 규제를 도입하는 경우 외국인 투자자금이 채권투자로 우회하여 유입될 가능성이 있는 점을 고려하여 외국인 채권투자자금 유입에 대해서도 동시에 규제를 추진해야 한다. 구체적으로는 규제방안으로는 비거주자가 국내 채권 매입을 위해 외화자금을 원화로 환전한 금액에 대해 차익거래 유인을 감안한 일정 비율의 세금을 부과하는 자본거래세를 도입하거나, 비거주자의 국고채 및 통안증권 투자한도를 일정 수준에서 한시적으로 제한하는 방안을 추진해야 할 필요가 있다.

한편 금융기관의 과도한 해외차입이 대내외 여건변화와 함께 시스템 리스크 요인으로 작용하지 않도록 하기 위해서는 개별 금융회사의 외환건전성 제고 및 감독 강화 방안을 차질 없이 추진해야 한다. 이들 방안은 미시적 대책으로서 금융기관의 외화자산·부채의 통화 불일치(currency mismatch) 문제를 해소하는 데에는 한계가 있으므로 거시적 측면에서 외환건전성을 제고하는 대책을 강구할 필요가 있다. 예를 들어, 금융기관의 자본금 대비 외화자산의 비율을 일정 수준에서 관리하는 외화자산 한도 설정 방안을 국제적 논의의 경과를 보아가며 도입을 추진해야 할 것이다.

### 5.5. 외환 파생상품거래의 건전한 육성

글로벌 금융위기 전개과정에서 나타난 외환파생상품 거래의 문제점은 국내 파생상품시장이 충분히 발달하지 못한 상태에서 상품구조에 대한 일반소비자들의 이해 부족, 리스크 관리 소홀, 금융기관 간 과당경쟁 등으로 유발되었다고 할 수 있다. 따라서 외환파생상품거래의 건전한 육성을 도모하기 위해서는 리스크 관리 및 건전성 감독을 강화하는 방향으로 제도를 개선할 필요가 있다. 파생상품거래는 본질적으로 규제 회피수단으로 개발된 측면이 있기 때문에 직접규제가 도입될 경우에는 회피거래가 성행하여 실효성이 크지 않을 뿐만 아니라 규제비용이 일반소비자에게 전가될 가능성이 있다. 이러한 점을 고려하여 바젤은행감독위원회(BCBS) 등에서 논의되고 있는 파생상품 거래 관련 규제방안은 리스크관리 및 건전성 감독 강화에 중점을 두고 있다.

먼저 외환파생상품 거래를 글로벌 금융위기 이후 정비된 금융기관의 종합 익스포져(total exposure) 관리대상에 포함시켜 총당금을 설정하도록 하거나 담보관리를 강화하여 신용위험(거래상대방위험)에 대한 관리를 강화해야 한다. KIKO 상품과 같이 환율변동 방향 및 범위에 따라 거래 일방이 과도하게 불리한 불완전 헤지 상품거래는 소비자 보호 및 시장거래질서 유지 차원에서 사전심사 단계에서부터 사후관리에 이르기까지 엄격하게 감시·감독할 필요가 있다. 이들 고위험 파생금융상품은 그 구조가 복잡하기 때문에 전문가 그룹으로 구성된 자율규제기관에서 사전심사를 담당하는 것이 바람직할 것이다. 또한 현재 장내파생상품거래에만 적용되는 내부거래(inside trading) 및 시세조작(market manipulation) 금지 등의 불공정거래 규제(「자본시장법」 제173조의 2, 제176조)를 장외파생상품거래의 신용리스크가 시스템리스크로 확산되지 않도록 하기 위해서는 미국(ICE Trust) 및 유로(ICE Clear Europe, Eurex Clear) 등과 같이 중앙청산소(CCP, central counter-party)를 통해 결제 및 청산의 확실성을 보장할 필요가 있다.



## 5.6. 결론 및 시사점

본 연구는 자본의 유입과 출입으로 인한 급변동(Sudden Stop) 위험 하에서 외환시장을 개선하는 방안을 제시하였다. 분석을 위해 자본유출입의 급변동과 외환시장의 안정성에 대한 이론적 고찰을 하였다. 또한 외환시장의 안정성을 측정하는 외환시장 압력지수(EMPI, Exchange Market Pressure Index)를 이용하여 Sudden Stop 국가를 판별하였다. 연구 결과, 자본유출입 급변동의 특징을 추출하였고, 주요국의 자본유출입 급변동에 대한 사례분석을 통하여 글로벌 금융위기 전후 우리나라 외환시장의 문제점과 개선방안을 도출하였다. 글로벌 금융위기 전후 우리나라 외환시장의 문제점으로는 환율의 변동

성이 심화되었으며 외화자금시장의 불안정이 심화되었고 외채 구조의 취약성이 드러났으며 외환파생상품거래의 리스크 관리가 미흡하다는 점이었다. 외환시장 불안정에 따른 경기침체는 기업의 영업이익과 가계의 소득을 감소시킴으로써 유통산업을 포함한 경제전반의 활성화에 장애요인으로 작용할 것이다. 이에 대한 개선방안으로 환율의 가격기능을 제고하고, 외화자금시장의 구조적 수급불균형을 완화하여야 할 것이다. 또한 외환보유액의 적정관리 노력을 강화하고, 과도한 외화자금의 유입을 억제할 필요가 있으며, 외환파생상품거래의 건전한 육성을 도모해야 할 것이다. 이 밖에 국내 금융 및 외환시장의 안정과 이를 바탕으로 한 실물경제의 안정을 위해서는 시장원리에 기초한 여러 가지 방안들을 지속적으로 마련해 나갈 필요가 있다.

## Reference

- Agosin, M., & Huaita, F. (2012). Overreaction in Capital Flows to Emerging Markets: Booms and Sudden Stops. *Journal of International Money and Finance*, 31(5), 1140–1155.
- Bacchetta, P., & Van Wincoop, E. (2000). Does Exchange-Rate Stability Increase Trade and Welfare?. *American Economic Review*, 90(5), 1093-1109.
- Bank for International Settlements (2008). *Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*. Bank for International Settlements Press & Communications.
- Bank of Korea (2004-2008). *Economic Statistics Yearbook*. Bank of Korea Press.
- Calvo, G. A. (1998). Capital Flows and Capital-Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops. *Journal of Applied Economics*, 1(1), 35-54.
- Calvo, G. A. (2014). Sudden Stop and Sudden Flood of Foreign Direct Investment: Inverse Bank Run, Output, and Welfare Distribution. *Scandinavian Journal of Economics*, 116(1), 5-19.
- Calvo, G. A., Izquierdo, A., & Mejia, L. F. (2004). On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects. National Bureau of Economic Research Working Paper, 10520.
- Calvo, G. A., Izquierdo, A., & Mejia, L. F. (2008). Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 14026.
- Catao, L. (2006). Sudden Stops and Currency Drops: A Historical Look. International Monetary Fund Working Paper, 133.
- Cinar, G., Isin, F., & Hushmat, A. (2016). How Managers React to Crisis?: A Planned Behavior Theory Approach. *East Asian Journal of Business Management*, 6(4), 5-12.
- Eichengreen, B., Rose, A. K., & Wyplosz, C. (1995). Speculative Attacks on Pegged Exchange Rate: An Empirical Exploration with Special Reference to the European Monetary System. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 4898.
- Frankel, J., & Rose, A. (1996). Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators. *National Bureau of Economic Research Working Paper*, 5437.
- Goldstein, M., & Turner, P. (2004). *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*. Peterson Institute for International Economics Press.
- Hutchison, M. M., & Noy, I. (2006). Sudden Stops and the Mexican Wave: Currency Crises, Capital Flow Reversals and Output Loss in Emerging Markets. *Journal of Development Economics*, 79(1), 225-248.
- International Monetary Fund (1990-2008). *International Financial Statistics*. International Monetary Fund Press.
- Kaminsky, G. L., & Reinhart, C. M. (1999). The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance-Of-Payments Problems. *American Economic Review*, 89(3), 473-500.
- Krugman, P. (1979). A Model of Balance-of-Payments Crises. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11(3), 311-325.
- Obstfeld, M. (1996). Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features. *European Economic Review*, 40, 1037-1047.
- Siddiqui, M. A., & Erum, N. (2016). Modeling Effect of Exchange Rate Volatility on Growth of Trade Volume in Pakistan. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 3(2), 33-39.
- Tambi, M. D. (2015). Economic Growth, Crisis, and Recovery in Cameroon: A Literature Review. *International Journal of Industrial Distribution & Business*, 6(1), 5-15.