



1990년대 금융·외환위기의 특징 및 정책적 시사점

이 자료는 IMF가 1999년 4월 21일 발표한 "World Economic Outlook" 중 제3장 "International Financial Contagion"을 요약·정리한 것임

- 한국은행 -

1. 금융·외환위기 발생요인의 변천

- 1980년대까지는 기초경제여건(fundamentals) 약화시 정부의 잘못된 정책대응이 금융·외환위기의 주요인으로 지적되었음

◀ 예 ▶

- 고정환율제하에서 대규모 재정적자 발생시 정부가 화폐발행으로 동 적자를 보전하는 경우 통화량이 급격히 팽창하고 환율절하 압력이 고조
- 정부의 환율방어를 위한 시장개입으로 외환보유고가 점차 고갈됨으로써 고정환율제 붕괴를 예상한 투기적 공격이 대두

- 그러나 1990년대 들어 발생한 ERM* 위기를 계기로 경제의 기초여건이나 정부정책의 오류와 크게 관계없이 외환시장에서의 자기실현적 투기공격(self-fulfilling

speculative attacks)만으로도 위기가 발생할 수 있다는 사실이 부각되었음

* 유럽통화제도의 환율조정 메커니즘(European Monetary System's exchange rate mechanism)

◀ 예 ▶

- 정부가 고정환율제를 통해 환율안정을 추구하고 있는 상황에서 시장의 예상이 환율절하로 기울 경우 환율방어를 위해 불가피하게 고금리 정책을 실시하게 됨
- 이에 따라 대외 이자지급 부담 증가, 경기둔화 및 실업률 상승 등의 부작용이 초래됨으로써 정부가 결국 고정환율제를 폐기할 것이라는 예상이 형성됨
- 이러한 예상이 확산되면서 해당국 통화에 대한 투기적공격이 본격화되어 고정환율제의 붕괴를 수반하

는 외환위기가 발생하게 됨

- 한편 금융의 국제화 진전으로 각국 금융시장간 연계성이 크게 높아짐으로써 한 나라의 위기가 다른 나라로 번질 가능성이 커진 가운데 멕시코와 아시아 위기를 계기로 기초경제여건외에 이러한 전염효과가 금융·외환위기의 새로운 요인으로 대두되었음

◀ 예 ▶

- 신흥시장국에 대한 단기 민간투자자본 유입액이 크게 증가하면서 어느 한 국가에서 위기가 발생할 경우 국제 투자자들은 각국의 투자위험도를 재평가하여 투자자산의 지역별 또는 자산별 구성을 조정

*1990~1996년중 신흥시장국에 대한 민간자본 유입액은 연평균 1,300억달러로 1984~1989년중 연평균 유입액의 7배에 해당하였으며 종래에는 은행대출이 가장 큰 비중을 차지하였으나 1990년대에는 주식 및 채권투자가 가장 큰 비중을 차지하였음. 또한 동기간중 신흥시장국에 대한 민간자본 유입액에서 선진 10개국으로부터 공여되는 자금이 약 80%를 차지하는 등 자본공여국이 소수 선진국에 집중되었음

- 이에 따라 위기가 발생하지 않은 여타 신흥시장국의 경우에도 기 유입된 자본이 갑작스럽게 대규모로 유출되어 외환위기가 초래될 수 있음

2. 1990년대 금융·외환위기 사례

- 1990년대 들어 세계경제는 ERM, 멕시코, 아시아, 러시아 위기 등 총 4차례의 금융·외환위기를 겪었음
- 일반적으로 금융·외환위기는 환율의 대폭 절하와 외환보유고의 급감외에 단기금리의 급등, 주가의 급

락, 채권가산금리의 급격한 확대 등으로 나타남

- 1990년대의 금융·외환위기는 이와 같은 특징에 더하여 위기가 여러 차례에 걸쳐 연속적으로 발생하고 지역적으로 확산되는 경향을 나타냈음

1990년대의 주요 금융·외환위기

	ERM	멕시코	아시아	러시아
발생시기	1992.9~ 1993.2	1994.12~ 1995.5	1997.7~ 1997.12	1998.8~ 1998.11
발생지역 ¹⁾	유럽 선진국, 중동·아프 리카 신흥선진국 등 16개국	중남미 9개국	아시아 10개국	러시아, 동 유럽 체제 전환국, 브라질을 비롯한 일 부 중남미 국가 등 13 개국

주 : 1) 직접적인 외환위기국은 물론 전염효과에 의해 환율절하 및 외환보유고 감소가 크게 나타난 국가도 포함

3. 금융·외환위기의 전염효과 증대 요인

- 1990년대 금융·외환위기시 위기가 연속적으로 발생하고 지역적으로 확산되는 등 전염효과가 두드러지게 나타났던 것은 주로 다음과 같은 요인에 기인한 것임

(무역 및 금융거래를 통한 파급효과 증대)

- 1990년대 들어 세계 무역거래가 확대되고 각국 금융시장의 연계성이 크게 높아지면서 무역 및 금융거래를 통한 금융·외환위기의 파급효과가 증대
- 어느 한 나라가 급격한 환율절하와 경기침체 등 금

용·외환위기를 겪게될 경우 동 위기는 여타 국가의 가격경쟁력 약화, 위기국의 수입수요 둔화 등 무역관계의 변화를 통해 다른 나라에 파급됨

- 또한 특정 국가에서 금융·외환위기가 발생할 경우 투자자들이 위험관리 또는 유동성 확보 등을 위하여 투자자산을 재구성하는 과정에서 여타국가에 위기가 전파됨

◀ 예 ▶

· 위기국의 자산이나 위기국의 자산과 밀접한正的 상관관계를 지니고 있는 자산을 매각할 경우 위기국이 아닌 다른 국가에서 경제의 기초여건과는 크게 상관없이 자본유출이 발생

(투자성향의 변화)

○ 어느 한 나라에서 위기가 발생할 경우 투자자들은 각국의 기초경제여건을 재평가하게됨

- 기초경제여건이 상대적으로 취약한 국가의 경우 투자자들이 위험을 회피하기 위하여 자본을 회수하거나 환율변동을 예상하여 공격적으로 투기에 나서게 되면 위기가 초래됨

4. 1990년대 금융·외환위기에 전염된 국가들의 특징

- 1990년대 주요 외환위기 기간중 환율절하 압력과 외환보유액 격감 등 외환시장 불안을 경험한 국가(이하 '위기국')와 이를 경험하지 않은 국가(이하 '비위기국')간 거시경제 및 대외거래 관련 지표를 비교해 보면 다음과 같은 차이점이 나타남

가. 거시경제 지표

○ 위기국의 경우 과잉 통화, 높은 금리, 낮은 경제성장률 등 거시경제 여건이 상대적으로 취약한 것으로 나타났다

- 신흥시장국만을 대상으로 할 경우 위기국이 비위기국에 비해 외환위기 발생 직전 해의 「통화량(M2)/외환보유액」 비율이 평균 30%포인트 더높았음

· 이는 위기국의 경우 국내금융기관의 단기유동성부채가 외환보유액에 비해 높아 금융부문이 거주자의 외화선호에 따른 환율절하 압력에 매우 취약했음을 나타냄

- 단기금리는 위기국의 경우 비위기국에 비해 외환위기 발생 직전 해에 평균 4%포인트 더 높았음

· 이는 외환위기 발생 이전에 경기가 과열상태에 있었거나 외환시장에 이미 부분적으로 환율절하 압력이 나타나 통화당국이 금리인상으로 대응하고 있었음을 의미

- 경제성장률은 위기국의 경우 비위기국에 비해 위기 발생 직전 해에 평균적으로 더 낮게 나타났다

· 이에 따라 위기국의 경우 외환위기의 확산에 대응하여 해당국 정부가 금리인상 등 환율방어 정책을 구사할 수 있는 여력이 상대적으로 작았음

- 또한 외환위기에 전염된 모든 선진국과 대부분의 신흥시장국이 외환위기 발생 이전에 은행부문이 사실상 지급불능 상태에 빠지는 위기를 겪었음

나. 대외거래 관련지표

(실질환율 및 경상수지)

○ 먼저 실질환율 추이를 보면 위기발생 이전에 위기국의 경우 비위기국에 비해 통화가 고평가 되었고 경상수지 적자도 크게 나타났음

- 외환위기 발생직전 3년간의 실질환율 절상률을 보면 위기국이 비위기국에 비해 평균 약 15%포인트 높았음

- 또한 외환위기 발생 직전 해의 「경상수지 적자/GDP」비율도 위기국의 경우 비위기국에 비해 2%포인트 높았음

* 다만 아시아 외환위기의 경우에는 위기국과 비위기국간 「경상수지 적자/GDP」 비율에 별다른 차이가 없었음

(외환보유액)

○ 또한 외환위기 발생 직전 해의 「단기외채/외환보유액」 비율이 위기국의 경우 비위기국에 비해 거의 200%포인트나 높게 나타났음

- 이는 위기국의 경우 외환보유액 부족으로 투자자산 저하에 따라 국제투자자금이 유출될 경우 위기에 처할 가능성이 높았음을 나타냄

(무역거래)

○ 외환위기 이후 각국의 능동적인 환율절하 효과를 제외한 실질실효환율*(implied real effective exchange rate)의 움직임을 보면 위기국 통화의 경우 비위기국 통화에 비해 훨씬 더 크게 절상되었음

*각국이 외환위기 이후 교역상대국의 환율절하에 수동적으로 대응했을 경우의 대외 경쟁력 추이를 측정하기 위해 해당 국가의 환율 및 인플레이션율을 외환위기 이전 3년간 시계열자료로부터 얻은 회귀방정식을 이용한 추정치로 대체하여 산출

○ 한편 외환위기 이후의 「수출시장 성장률*」을 보면 위기국의 경우 비위기국에 비해 더 크게 둔화되었음

*교역 상대국의 경제성장률을 무역거래 비중에 따라 가중평균하여 산출

- 특히 아시아 외환위기 이후 신흥시장국의 「수출시장 성장률」이 가장 크게 둔화된 것으로 나타났음

(자본거래)

○ 위기국과 비위기국 각국의 총대외채무액중 공동채권국*(common creditor)에 대한 채무액이 차지하는 비중을 보면 위기국의 경우 비위기국에 비해 평균 10%포인트 높게 나타났음

*최초 위기발생국에 대한 최대 채권국을 지칭, 멕시코 위기의 경우는 미국, 아시아 위기의 경우는 일본, 러시아 위기의 경우는 독일이 이에 해당

○ 또한 공통채권국의 대외투자자산중 위기국 및 비위기국에 대한 투자자산이 차지하는 비중을 보면 위기국에 대한 투자비중이 비위기국에 대한 투자비중보다 평균 5%포인트 더 높게 나타났음

→ 이는 최초 위기발생후 공통채권국이 투자자산에 대한 위협도를 재평가하고 포트폴리오 조정을 위해 대외투자자본을 회수할 경우 이에 따른 충격이 위기국에게 더 크게 미쳤음을 나타냄

5. 정책적 시사점

- 이상의 분석으로부터 다음과 같은 정책적 시사점을 얻을 수 있음

(거시경제 및 구조조정)

- 각국이 외환위기를 초기에 진화하고 전염효과에 노출되지 않기 위해서는 무엇보다도 ① 환율의 지나친 고평가를 억제하고 환율정책과 재정 및 통화정책의 일관성을 유지하며 ② 구조조정을 통하여 국내 금융시스템을 강화하는 것이 중요함

- 이외에도 금융기관들이 유동성위기에 빠지지 않도록 채무의 만기구조와 각 통화별 구성비의 균형을 유지토록 하고 지나친 단기차입을 억제하도록 지도 기준을 마련.

- 또한 자국통화에 대한 투기적 공격 가능성을 낮추고 일단 투기적 공격이 시작되더라도 이에 저항할 수 있는 능력을 높이기 위해서는 특히 「단기채무/외환보유액」 비율을 낮추어야 함.

(환율제도)

- 최근의 신흥시장국 위기를 계기로 변동환율제의 장점이 부각되고 있으나 동 제도가 모든 국가에 적합하다고 보기는 어려우므로 다음과 같은 점을 고려하여 각국은 적절한 환율제도를 선택할 필요가 있음

- 환율안정에 지나치게 치중할 경우 경상수지 위기에 빠질 가능성이 있음

- 고정환율제도는 정부정책에 대한 신뢰를 형성하는데 도움이 되나 일단 정책의 신뢰성이 상실될 경우

고정환율제 자체가 붕괴될 위험성이 높음

- 고정환율제도를 채택하고 있는 국가는 반드시 변동환율제로 이행하지 않더라도 중심환율을 기준으로 환율변동 허용폭을 넓히고 국가간 협조체제를 마련하여 외환시장에 능동적으로 개입함으로써 환율의 신축성을 제고할 수 있음

(자본자유화)

- 최근의 신흥시장국 외환위기는 무리한 자본자유화, 환율의 고평가, 부실한 금융감독 등이 어우러질 경우 어떤 위험이 초래되는지를 여실히 보여주었음

- 자본자유화에 따르는 위험을 낮추기 위해서는 금융시스템에 대한 보다 실효성 있는 규제가 필수적이며 단기자본 유출입에 대한 제한이 필요할 수도 있음

- 환율의 변동 가능성을 높이는 것도 환위험에 대한 인식을 제고함으로써 외채의 급증이나 단기자본의 과도한 유입을 억제하는 방안이 될 수 있음. ☹

용어해설

다이옥신

베트남 전쟁 때 사용된 고염제의 한 성분으로 인기가 만든 화학물중 가장 독성이 강한 물질로 알려져 있다. 당시 고염제가 뿌려진 지역은 황무지로 변했으며 20여년이 지난 지금까지도 풀이 제대로 자라지 않고 있다.

다이옥신은 PVC, 염화페닐, 염화벤젠 등 염소화합물을 태울 때 생성된다. 극소량이라도 인체에 투입될 경우 DNA합성에 장애를 일으켜 면역계 기능저하, 남성호르몬 감소 기형아·저능아출산, 당조절 능력 감소 등 치명적인 악영향을 미친다. 주로 음식물이나 피부, 공기 등을 통해 전달되나 최근에는 담배연기, 자동차 배기가스, 폐수 등에서 나오는 것으로 밝혀졌다.