

# 外換危機와 換危險 除去 利子差益去來

金仁竣 · 禹政錫

본 논문의 목적은 1997년과 1998년에 걸쳐 진행된 한국 외환위기에서 관찰되는 換危險 除去 이자차익거래의 특징을 설명하고, 이를 바탕으로 한국 외환위기의 원인과 정책 대응의 함의를 고찰하는 것이다. 한국 외환위기에서 관찰되는 환위험 제거 이자차익거래의 양상을 결정한 원인으로는 국내금리의 비신축성, 국내외 자산간 시장규모 및 유동성의 차이, NDF 시장 참여의 제한, 환율의 평가절하 또는 고정환율제도 포기에 대한 외환시장의 예상, 국가파산 위험, IMF 프로그램에 따른 국내금리의 지속적 인하 등을 들 수 있다. 특히 한국의 국제 유동성 확보의 곤란으로 인해 환율의 평가절하에 대한 예상이 외환시장에 급속히 확산되어 외환위기가 촉발되었다는 점에서 한국 외환위기의 自己實現的(self-fulfilling) 특징을 확인할 수 있다. 한편, 원화표시 자산의 수익률을 개선하여 자본유출을 억제할 목적으로 채택한 고금리 정책은 당시 발생한 자본유출의 대부분을 차지했던 은행차입의 차환거부를 개선할 당시적인 정책채널을 갖지 못하였으며, 국가파산 위험의 증대로 인해 증권투자부문의 자본유출 또한 효과적으로 억제하지 못했다.

## 1. 序 論

국제 자본이동이 자유롭다면 환위험이 제거된 상황에서 국가 파산위험이 없을 경우 양국간의 투자 수익률은 같아질 것이다. 우리는 이 경우 換危險 除去 利子率平價(Covered Interest Parity: CIP)가 성립된다고 한다.

본 논문의 목적은 한국의 외환위기가 촉발되어 진행되는 과정에서 환위험 제거 이자율 평가가 성립하였는지 여부를 살펴본 뒤 換危險 除去 利子差益(Covered Interest Differential: CID)을 계산하여 그 특징적 양상과 그 원인에 대해서 분석한다. 또한 CID의 변화를 분석하여 自己實現的 期待(Self-fulfilling Expectation)가 한국 외환위기의 촉발 요인이 되었는지를 살펴본다.

한편 국내외 금리의 변화는 CID에 일대일로 반영된다는 점에 착안하여 CID와 자본이동의 관계를 분석하여 국제통화기금(IMF)의 고금리 정책의 타당성을 평가한다. 그런데 이러한 고금리정책을 평가할 때 고금리정책이 가져오는 혜택과 비용을 함께 고려하여야 할 것이다.

본 논문은 여섯 개의 장으로 구성된다. 간단한 서론 뒤, 2장에서는 利子差益去來 (interest arbitrage)의 의의와 전통적인 해석을 소개하고, 외환위기가 이자차익거래에 미칠 영향에 대해서 간단히 다룬다. 3장에서는 한국 외환위기에서 나타난 換危險 除去 利子差益去來 (covered interest arbitrage)의 양상과 그 원인을 분석한다. 특히 환위험 제거 이자차익을 양국간의 이자율 격차와 선물할인으로 분해하여 분석한다. 4장에서는 외환위기 촉발 메커니즘을 중심으로 외환위기를 설명하는 대표적인 이론 모형들을 개관하고, 한국 외환위기의 진행과정에서 자기실현적 기대가 촉발요인으로 작용하였는지 여부를 살펴본다. 한편 5장에서는 국제 자본이동을 유형별로 분류한 뒤 고금리 정책의 실효성에 대해 평가하고 그 문제점을 분석한다. 마지막 6장에서는 결론을 내린다.

## 2. 利子差益去來의 意義와 傳統的 解釋

### 2.1. 換危險 除去 利子差益去來

환위험 제거 이자차익거래를 다음 예를 중심으로 살펴 보자.  $X$  달러를 3개월에 걸쳐 투자하여 수익을 얻으려는 미국 투자가가 미국 달러화 표시 자산과 한국 원화 표시 자산 가운데 하나를 선택하려 한다고 하자. 만기 3개월의 원화 표시 자산과 달러화 표시 자산의 年 이자율을 각각  $i\%$ ,  $i^*\%$ 라고 하고,  $s$ 를 원/달러 현물환율, 그리고  $f$ 를 투자 결정 시점의 3개월 만기의 원/달러 선도(forward) 환율이라 하자.

우선, 이 투자가관이 달러화 표시 자산에 투자할 경우, 3개월 후의 수익금은  $(1 + i^*/400)X$  달러가 될 것이다. 한편, 이 투자가가 원화 표시 자산에 투자하고 선물환 시장을 이용하여 환위험을 제거한다면, 다음 투자의 3단계가 투자 시점에서 동시에 고려되어야 한다. 우선 달러를 원으로 환전하여야 하며, 환전 후의 투자액은  $X \cdot s$ 원이 된다. 이 금액을 원화 표시 자산에 투자하면, 3개월 후의 수익금은  $(1 + i/400)X \cdot s$ 원이 된다. 마지막으로, 3개월 후에 원화로 획득한 투자 수익금을 달러로 환전해야 하는데, 이 과정에서 발생하는 환위험을 회피하기 위해 이 투자가가 선도계약을 체결하면, 달러로 표시된 최종 투자 수익금은  $[(1 + i/400)X \cdot s](1/f)$ 이 된다. 국제간의 자본이동이 자유롭고 투자에 따른 위험이 환위험에 국한된다면 환위험 제거 이자차익거래를 통해 양국의 투자 수익률은 항상 같거나, 적어도 수익률간의 차이는 일시적인 것으로 나타나야 한다. 이것이 환위험 제거 이자율 평가이다.

환위험 이자율평가가 성립되면  $(1 + i^*/400)X = [(1 + i/400)X \cdot s](1/f)$ 이 된다.

환위험 제거 이자평형정리의 성립여부에 대한 실증분석은 국가간 자본 이동이 얼마나

자유로운가를 측정하는 수단으로 활용되어 왔다. 실제 국제 자본이동이 자유로운 미국, 일본, 유럽의 금융 선진국간 자산의 경우 환위험 제거 이자평형정리가 성립하는 것으로 나타난다[Galitz(1994)].

## 2.2. 換危險 內在 利子差益去來

앞에서 설명한 환위험 제거 이자차익거래의 경우, 미국 투자자들은 외국통화표시(원화 표시) 자산에 투자하는 동시에 선도계약을 체결함으로써 환위험을 제거한다. 그러나 換危險內在 利子差益去來(Uncovered Interest Arbitrage: UIA)에서는 선물환시장에 참여하지 않으므로 환위험이 제거되지 않는다. 3개월 후의 현물환율의 예상치를  $s^e$ 라고 한다면 換危險內在 利子率平價(Uncovered Interest Parity)가 성립한다는 것은  $(1 + i^*/400)X = (1 + i/400)X(s/s^e)$ 임을 의미한다.

실제로 국제금융시장에서 환위험 내재 이자율평가의 성립 여부를 테스트하는 것은 국제금융시장(international financial market)의 效率性(efficiency)을 검증하는 것을 의미한다. 환위험 제거 이자율평가가 성립하는 상태에서 환위험 이자율평가의 의미는 선도환율( $f$ )과 미래 현물환율에 대한 예상치( $s^e$ )가 같음을 의미한다. 그러나 이러한 관계( $f = s^e$ )를 통계적으로 검증하는 것은 일반적으로 불가능하다. 그것은 환율 예측치( $s^e$ )를 사후적으로 관찰하는 것이 불가능하기 때문이다.

일반적으로 환위험 내재 이자율평가가 성립하지 않는 중요한 이유로는 換危險(foreign exchange risk)에 대한 리스크 프리미엄(risk premium)과 외환시장 참여자들의 體系的인 豫測 誤謬(systematic expectation errors) 등이 지적되고 있다.

## 2.3. 外換危機와 利子差益去來

환위험 제거 이자율평가가 성립하지 않는 이유로 (1) 두 자산의 만기, 발행자의 신용도, 유동성의 차이 (2) 거래비용과 세금 부과의 존재, 또는 각각의 국가간 비대칭성 (3) 자본 이동에 대한 정부의 규제 (4) 두 자산간 政治的 危險(political risk)의 상이성 등을 들 수 있다.

환위험 제거 이자차익거래를 지속시키는 이러한 요인들이 외환위기 상황 하에서는 어떻게 변화하는지 살펴보자. 우선 두 자산의 고유한 특성에 해당하는 만기는 외환위기와 무관한 반면, 외환위기 당사국의 채권 유동성과 발행기관의 신용도는 크게 떨어지게 된다. 둘째, 외환시장에서 규정되어 있는 거래 비용과 수익에 대한 과세율은 외환위기로 인해 단기에 크게 변화하지는 않을 것이다. 셋째, 자본 이동에 대한 정부의 규제는 주로 외국인들의 국내 주식 보유 한도를 정하거나 채권시장(특히 단기 채권시장)에 대한 투자한도를 정하는 것이다. 그런데 이러한 형태의 자본 규제는 외환위기의 촉발시점과 관련해서는

큰 변화가 없을 것으로 생각할 수 있다. 한국의 경우 외환위기 진행 과정에서 단기자본 유입에 대한 규제가 단기 채권시장 개방 등으로 점차 풀렸다는 점에서 위기 이후의 환위험 제거 이자차익거래는 이전의 그것과 다른 양상을 보일 것으로 예상할 수 있다. 마지막으로, 국가파산의 위험, 외채에 대한 지불유예와 외환유출 통제 등의 정치적 위험은 외환위기로 인해 크게 증폭될 수 있다.

외환위기가 발생하면서 환위험 제거 이자차익이 위기 전과는 크게 다른 양상을 보이는 가장 중요한 이유는 발행기관의 신용도 악화와 정치적 위험의 증대이다. 이와 더불어 주목해야 할 사실은 외환위기 상황 하에서 환위험 제거 이자차익거래의 기회가 크게 증가함에 따라 외환위기 이전과 발생 후에 그 자체로는 크게 변화하지 않는 요인들도 자유로운 자본 이동을 저해하는 '병목 效果'를 일으킬 수 있다는 것이다. 예를 들어, 일정 기간의 자본이동의 총액을 10억 달러로 제한하는 규제가 존재하는 경우, 외환위기 발생 이전의 평균적인 자본이동이 10억 달러 정도로 유지되었다면 이 규제가 이자차익거래를 저해하는 요소로 작용하지는 않을 것이다. 하지만 외환위기가 발생한 후 이 기간 동안 50억 달러의 자본이 해외로 유출될 유인이 발생한 경우 이 규제는 자유로운 이자차익거래를 저해하는 결정적인 요인으로 작용할 것이다.

환위험 제거 이자차익거래의 움직임을 중심으로 외환위기의 특징을 고찰하는 경우, 외환위기가 환위험 프리미엄 변화를 통해서 투자의 예상수익률에 영향을 끼치는 경로는 제외된다. 이와 달리, 환위험 이자차익거래에 나타나는 수익률 격차는 환위험 제거 이자차익거래와 환위험 프리미엄으로 구성되므로,<sup>(1)</sup> 환위험 이자차익의 움직임을 통해 외환위기를 분석하는 경우 환위험 프리미엄의 변화가 투자의 예상수익률에 영향을 미치는 효과도 포착할 수 있다. 즉, 환위험 내재 이자차익거래는 환위험 제거 이자차익거래가 보여주지 못하는, 외환위기가 환위험 프리미엄의 변화를 통해서 투자 결정에 영향을 미치는 경로에 대한 분석 틀을 제공한다.

그러나 환위험 내재 이자차익거래를 분석 틀로 삼아 외환위기를 다룰 경우, 예상환율 값을 파악해야 하는 통계상의 어려움이 있다.

환위험 내재 이자차익거래를 통해 외환위기 당시의 투자수익률의 변화를 실증 분석하기 위해서는 투자가의 미래 현물 환율의 예상치를 구하여야 하는데, 이 과정에서 다음과 같은 문제점에 봉착하게 된다. 우선 특정 투자가의 미래 현물 환율에 대한 예상치는 해당 투자기관의 신용도, 고객의 위험수준, 투자 관행 등의 영향을 받게 된다. 따라서 동일한

(1)  $\log[(1+i^*) - (1+i)(s/s^e)] = i^* - i - s + s^e = \{i^* - i - s + f\} + \{s^e - f\}$

기간과 투자 대상에 대해서도 A라는 투자가의 환위험 내재 이자차익거래는 양의 값으로 계산되는 반면, B라는 투자가의 환위험 내재 이자차익거래는 음의 값으로 계산될 수 있고, 그 결과 투자가들의 투자 결정이 반대로 이루어질 수 있다. 이러한 가능성은 특정 투자가들의 투자 예상 수익률 계산이 시장 전체의 예상을 대표하지 않는 데에서 발생한다. 또한 투자기관의 미래 환율에 대한 예상의 정확성이 그 투자기관의 신용에 결정적인 영향을 미치므로 환율 예상의 예측 오차에 대한 사후적인 조정 없이 연구자에게 환율 예상치를 제공할 투자기관을 찾는 것도 쉽지 않을 것이다.

그런데 외환위기 진행 과정에서의 國家破産 危險(default risk)이 차익거래에 미치는 효과를 분석하는 데 초점을 맞출 경우에는 환위험 제거 이자차익거래를 분석하는 것이 오히려 그 목적에 부합한다고 할 수 있을 것이다. 외환위기 당시 환위험 프리미엄의 변화가 예상 투자 수익률에 미치는 효과보다는 외환시장의 국가파산 위험에 대한 고려 또는 자본 이동에 대한 규제와 외환위기와 상관계 등에 관심이 있는 경우, 환위험 내재 이자차익거래에 포함되는 환위험 프리미엄은 본래의 목적과 관계없는 불필요한 혼란을 초래할 수 있다.

다시 말하면 환위험 내재 이자차익거래를 분석 도구로 삼아 외환위기를 분석하는 데에는 여러 가지 현실적 어려움이 수반된다. 그러나 환위험 제거 이자차익거래를 분석 도구로 삼아 외환위기를 고찰하는 경우에는 이러한 어려움을 피할 수 있다. 우선, 미래 선물 환율의 예상치 대신에 투자결정시점의 선물환율을 사용하므로 환위험이 개입되지 않는다. 따라서 외환위기 당시의 환위험 제거 이자차익거래는 국가파산 위험, 또는 채무 불이행 위험에 대한 투자자들의 인식을 그대로 보여준다. 다음으로, 환위험 제거 이자차익거래는 환위험 내재 이자차익거래의 경우 문제가 되는 투자기관간의 차별성 문제를 야기하지 않는다. 끝으로, 환위험 제거 이자차익거래는 시장에서 결정된 선물환율을 이용하므로 실제 외환시장에서 거래에 활용되는 가장 기본적인 투자결정 기준에 해당한다.

### 3. 韓國 外換危機와 換危險 除去 利子差益去來

#### 3.1. 韓國 外換危機에서 나타난 換危險 除去 利子差益

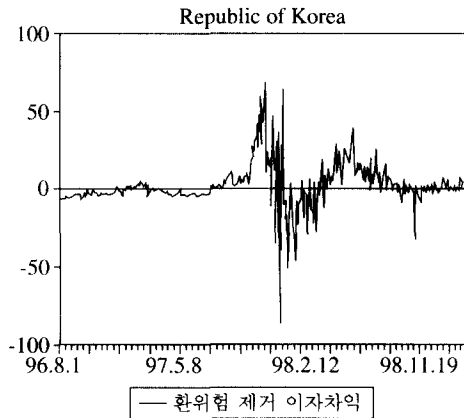
여기서는 1997년말 촉발된 한국 외환위기 상황에서 나타나는 환위험 제거 이자차익(Covered Interest Rate Differential: CID)이 위기 이전과 비교해 드러난 특징적 양상을 살펴보고, 이를 양국간의 이자율 격차와 선물할인으로 분해하여 분석하고자 한다.

한국이 외환위기를 겪은 시기를 전후로 1996년 8월부터 1999년 2월까지 미국 달러화

표시 자산과 원화 표시 자산간의 CID의 변화를 관찰하기 위해서 달러화 표시 자산으로는 미국달러 유러예금 3개월물을, 원화 표시 자산으로는 한국 양도성 예금증서(CD) 3개월 물을 선택한다. CID는 국제재무관례에 따라 연간 백분율(annualized percentage)로 나타내며 다음과 같이 정의한다.

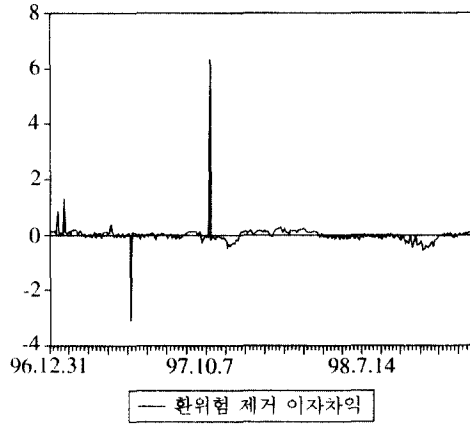
$$CID = \left[ \left( 1 + \frac{i^*}{400} \right) - \left( 1 + \frac{i}{400} \right) \frac{s}{f} \right] \times 400.$$

여기서  $i$ 는 한국 CD 3개월물의 연 이자율,  $i^*$ 는 미국달러 유러예금 3개월물의 연 이자율을 나타내고,  $s$ 와  $f$ 는 각각 원/달러 현물환율과 만기 3개월의 선도환율을 나타낸다.<sup>(2)</sup> 이자율은 연간 백분율로 표현되기 때문에 이를 3개월 단위의 실질 값으로 표현하기 위하여 400으로 나누어 주었다. 이제 대괄호( [ ] ) 안의 수치는 3개월간의 실질 값으로 표시된 양국간의 수익률 격차이다. 여기에 400을 다시 곱해 줌으로써 환위험 제거 이자차익은 연간 백분율로 표현된다. CID > 0인 경우에는 환위험이 제거된 상태에서 미국달러 유러예금 3개월물에 투자하는 것이 유리하고 반대로 CID < 0인 경우에는 한국 CD에 투자하는 것이 유리하다.



<그림 1> 韓國 外換危機와 換危險 除去 利子差益(CID)

(2)  $i, i^*, s$ 는 Morgan Stanley Dean Witter가 Datastream International Ltd.를 통해 제공하였고,  $f$ 는 한국 외환은행이 Reuters Ltd.를 통해 제공하였다.  $f$ 는 싱가포르 NDF 시장의 원/달러 선도 3개월물의 bid rate와 offered(ask) rate의 중간 값에 해당한다. 각 데이터는 일별(daily)로 수집되었으며, 수집시점은 시장의 일별 마감시점으로 통일하였다.



〈그림 2〉 美日間 換危險 除去 利子差益(CID)

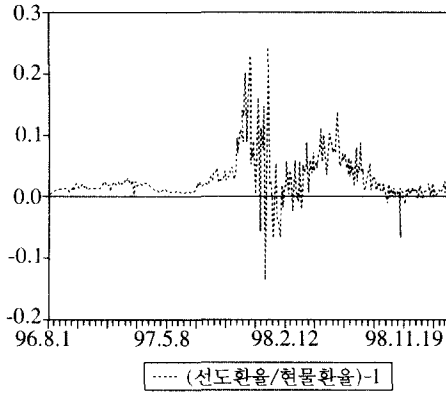
이상과 같이 정의한 CID를 계산한 것이 〈그림 1〉에 해당한다.

〈그림 1〉의 제로-라인 위쪽으로 CID가 올라간 경우, 이는 해당 시점에서 한국 CD 3개월물과 비교해서 미국달러 유러예금 3개월물에 투자하는 것이 연간 세로 축에 표시된 숫자(%) 만큼 이익이라는 사실을 나타낸다. 반대로 제로-라인 아래쪽에서 CID가 형성되는 것은 한국 CD 3개월물에 투자하는 것이 상대적으로 더 이익임을 의미한다. 이와 같은 CID의 움직임을 분석함에 있어서 다음의 사항에 특히 주목해야 할 것이다. (1) 위기 이전의 CID의 움직임과 비교해 외환위기시의 CID는 어떠한 특징적 움직임을 보이는가? (2) 외환위기시의 CID에서 관찰되는 기존 추세의 급격한 변화를 촉발한 요인은 무엇인가? (3) CID를 제로-라인에서 이탈시켜 수개월간 지속시킨 요인은 무엇인가?

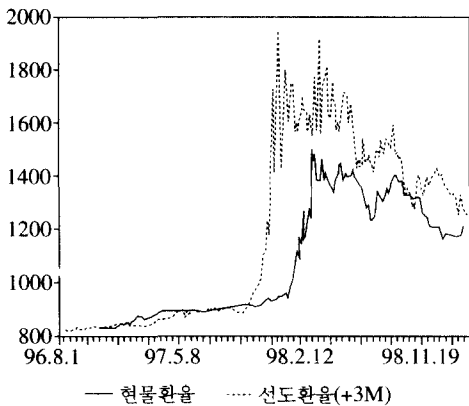
먼저 외환위기를 겪지 않은 선진국의 경우를 살펴보면, 같은 기간 동안 환위험 제거 이자율평가가 성립되었음을 알 수 있다. 〈그림 2〉는 같은 기간 동안, 미국 달러 유러예금 3개월물과 일본 겐사키(gensaki) 3개월물 금리를 이용한 미국과 일본간의 환위험 제거 이자율차를 보여준다.

환위험 제거 이자차익은 양국 증권시장에서의 이자율 격차와 외환시장에서의 선물환율( $f$ )과 현물환율( $s$ )의 움직임에 의해서 결정된다. 외환위기가 진행되는 과정에서 CID가 위기 이전과는 다른 양상으로 지속되는 현상은 결국 선물할증(혹은 할인)의 크기와 이자율 격차에 의해서 결정된다. 〈그림 3〉은 외환위기를 전후한 기간동안 선물할증의 크기를 보여준다.

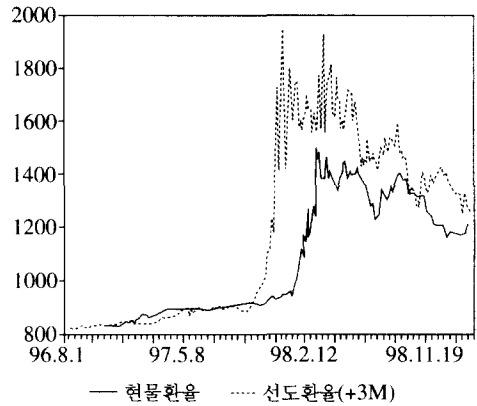
〈그림 3〉은 선도환율을 현물환율로 나누어 얻은 값에서 1을 뺀 값들을 그림으로 나타낸 것이다. 예를 들어 특정 일의 선도환율과 현물환율로 계산된 값이 제로-라인 위쪽의 0.1



〈그림 3〉外換危機 동안의 先物割増의 様相



〈그림 4〉선도換率과 3個月後 現物換率과의 比較



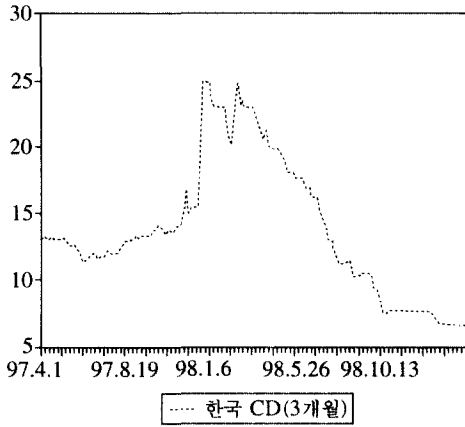
〈그림 5〉未來現物換率의 不偏 豫測值로서의 선도換率

을 나타내면, 이는 해당 시점에 선물환증이 10%임을 의미한다. 1997년 4월 이후의 선물 환증의 움직임은 1997년 11월과 1998년 5월을 최고 시점으로 하는 M자형을 보인다. 외 환위기 직전부터 선물환증이 빠른 속도로 증가하나 1998년 1월에는 평균적으로 현물환율 이 선도환율보다 더 높게 유지되기도 하였다.

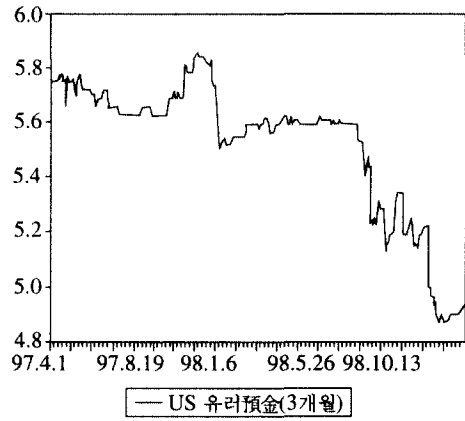
〈그림 4〉는 선물환율이 미래의 현물환율을 정확하게 예측하는 不偏 推定值(unbiased estimator)가 되는지를 보기 위해서 선물환율과 3개월 후 현물환율과 비교한다. 〈그림 5〉 에서 보듯이 외환위기 당시 선물환율은 미래의 현물환율을 제대로 예측하지 못하고 있다.

〈그림 6〉, 〈그림 7〉, 그리고 〈그림 8〉은 각각 한국 CD 3개월물, 미국달러 유리에금 3

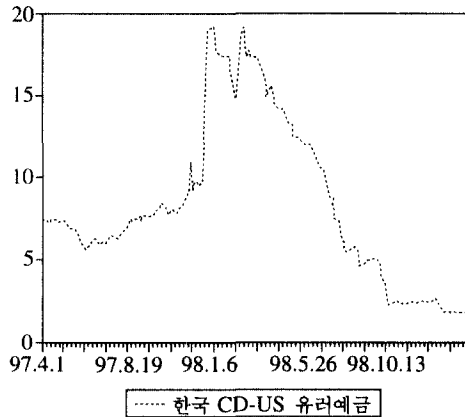




〈그림 6〉 韓國 CD 利子率

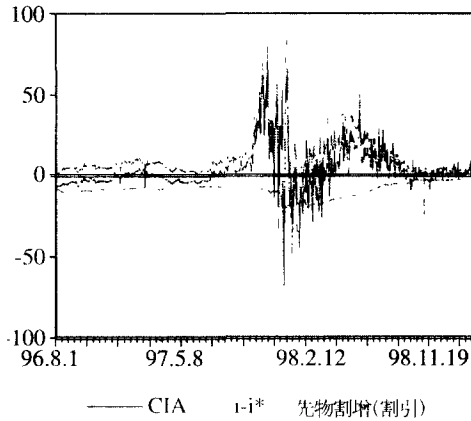


〈그림 7〉 美國 유러預金の 利子率



〈그림 8〉 韓美間 利子率 隔差

개월물 이자율과, 이들간의 이자율 격차를 보여준다. 한국 CD 3개월물의 이자율은 IMF의 고금리 정책으로 인해 1997년 12월말에 급격히 상승하여 25% 선까지 오른 뒤 1998년 4월 중순까지 20% 이상을 유지한 후 지속적으로 인하되었음을 확인할 수 있다. 미국달러 유러예금 3개월물의 이자율은 1997년말 0.2% 정도 상승하여 5.8% 선에 이른 뒤 1998년 들어서는 약 5.6% 수준을 유지하다가 1998년 4/4분기 이후 지속적으로 하락하였음을 알 수 있다. 또한 이 두 이자율의 격차는 한국 CD 이자율의 움직임과 유사함을 확인할 수 있는데, 이는 한국 CD 이자율의 변동이 상대적으로 매우 심했기 때문으로 해석할 수 있다.



〈그림 9〉 CID, 利率差, 그리고 先物割増(割引)

〈그림 9〉는 환위험 제거 이자차익을 양국간의 이자율 격차와 선물할증, 혹은 할인으로 분해하여 보여주고 있다. 우선 외환위기 기간 동안 환위험 제거 이자율 평가가 성립하지 않고 그 이탈 규모가 매우 큰 것을 알 수 있다. 그리고 외환위기가 진행되면서 CID 추세에도 큰 변화가 나타나 초기에는  $CID > 0$ 이었으나 진행과정을 통해서  $CID < 0$ , 그리고  $CID > 0$ 인 양상을 보이면서 안정적으로 그 격차가 0에 수렴하는 양상을 보이고 있다. CID가 양에서 음으로 바뀌는 데에는 고금리 정책이 결정적인 역할을 하였다. 한편 CID 움직임은 양국간 금리 격차보다는 선물할증의 움직임에 보다 직접적인 영향을 받았다.

### 3.2. CID의 細部 期間別 分析

한국 외환위기의 진행을 CID의 움직임에 따라 1996년 8월 1일부터 1999년 3월 1일까지의 전체 기간을 〈표 1〉과 같이 6개의 기간으로 세분하여 설명할 수 있다. 〈표 1〉은 각각의 기간에 대해 환위험 제거 이자차익의 평균과 표준편차, 그리고 외환위기와 관련한 해당 기간의 주요 사건을 적고 있다.

〈表 1〉 換危險 除去 利率差에 따른 韓國 外換危機의 시기 區分

구분	기 간	평균(%)	표준편차	비 고
0기	1996.08.01-1997.07.15	-1.73 -	2.623	외환위기 이전
1기	1997.07.16-1997.10.16	5.13 +	3.45	기아자동차 부도, 시장불안 확산
2기	1997.10.17-1997.12.14	31.31 +	18.73	투기적 공격, 환율-금리의 왜곡
3기	1997.12.15-1998.04.12	-6.49 -	24.28	IMF 프로그램과 긴급조치, 변동환율제, 고금리
4기	1998.04.13-1998.09.19	11.94 +	8.49	금리의 지속적 인하
5기	1998.09.20-1999.03.01	0.85 +	4.63	안정 회복

한국 외환위기에 해당하는 기간은 <表 1>에서 제2기부터 제4기까지로 파악할 수 있다. 세 기간의 CID는 그 이전과 이후의 그것과는 완전히 다른 양상의 움직임을 보인다. 외환 위기 이전 0기에는 평균 연 -1.73% 정도로 음의 값을 가지면서 비교적 안정적으로 움직이던 CID는 1997년 7월 16일에서 10월 중순까지의 1기에는 평균 연 5% 정도로 양의 값이 지속적으로 유지되기 시작한다.

그런데 1997년 10월 하순부터 1997년 12월 중순까지 2기에는 CID가 평균 연 31.31% 정도의 큰 폭으로 상승한 채로 유지되었고 그 변동성도 매우 커졌음을 확인할 수 있다. 1997년 하순부터 1998년 4월 상순까지의 3기에는 CID의 추세가 역전되어 평균 연 -6.5% 정도로 유지되었으며, 그 변동성은 더욱 크게 나타난다. 특히 3기의 초기에 해당하는 1997년말과 1998년 1월의 CID의 평균은 -11.3%로 나타난다. 1998년 4월 중순부터 1999년 9월 중순까지 4기에는 CID의 추세가 다시 역전되어 평균 약 11.9%로 유지되었고, 그 변동성도 2기와 3기에 비해 안정적이 되었음을 확인할 수 있다. 1998년 하순 이후의 제5기에는 CID의 평균과 표준편차가 위기 이전 수준으로 회복되어 가는 것으로 나타난다. 요컨대, CID가 특이한 양상을 보인 시기는 2, 3, 4기로 이 세 기간은 한국에서 외환위기가 촉발되어 위기 상황이 진행된 기간과 거의 일치한다.

다음으로 각 기간 중 환위험 제거 이차차익이 각기 다른 형태로 나타나는 원인을 분석해 보자. 우선 제2기에 나타난 CID 양상을 이해하기 위해서는 다음 사항에 주목할 필요가 있다. 제2기 동안 환율은 시장평균환율제도에 의해 결정되었고, 역외 선도환 시장에 대한 한국정부의 정책 개입은 불가능한 상태였다. 한편 유러예금 이자율은 외생적으로 정해졌고, 국내 이자율은 12-13% 선에서 안정적으로 유지되고 있었다.

이러한 상황에서 기아 자동차 부도처리에 따른 금융부실이 우려되면서 국제유동성 확보에 어려움을 겪는다는 이야기가 나오기 시작하였다. 이에 따라 외국 투자자들은 한국 정부가 원화를 대폭 평가절하하거나, 변동환율제도로 이행할 가능성이 있다고 인식하였고, 이러한 기대가 역외 선물환시장에 반영되기 시작하였다. 그 결과 NDF 선도환율,  $f$ 는 원화 가치하락의 예상을 반영하여 상승하기 시작하였다.

이러한 충격이 외환시장에 주어지기 이전에 환위험 제거 이자율 평가(CIP)가 성립하였다고 가정하면,  $f$ 의 상승은  $[1 + (i^*/400)] > [1 + (i/400)]s/f$ 를 의미한다. 그 결과 CID가 크게 상승하게 되고, 이는 한국보다 외국에 투자하는 것이 크게 유리함을 의미하므로 순자본유출이 발생한다. 즉, 원화의 가치하락에 대한 예상이 선물환율을 상승시켜서 환위험 제거 이차차익거래(CIA)의 기회를 발생시키게 된다.

일반적인 경우 환위험 제거 이차차익거래가 외환시장과 채권시장을 통해 발생하면서 환

위험 제거 이자율평가가 회복된다. 자본유출에 따른 현물환율( $s$ )의 상승, 선도환율( $f$ )의 하락, 본국 이자율의 상승, 외국 이자율의 하락 등에 따라 CIP가 회복된다. 그러나 2기를 통해서 본국과 해외 이자율은 안정적으로 유지되었으며 국내의 금리 조정을 통한 채권시장에서의 CID의 조정 기능은 기대할 수 없었다. 그렇다면 CIP가 회복되기 위해서는 외환시장을 통한 조정이 이루어져야 한다. 즉,  $[1 + (i^*/400)] = [1 + (i/400)]s/f$ 가 회복되기 위해서는 (1)  $f$ 가 하락하거나 (2)  $s$ 가 상승하거나 (3) 양자가 함께 발생하여 ( $s/f$ )가 상승하여야 하는데 실제로 이러한 조정은 이루어지지 않았다.

우선 NDF시장에서 평가절하 또는 변동환율제도로의 이행에 대한 예상이 더욱 확산되면서 선물환율은 하락하지 않고 지속적으로 상승하였다. 또한 당시 국내에서는 환율안정정책을 폈고 또한 시장평균제도의 운영에 따라 환율의 일일변동폭이 제한되어 있었기 때문에 현물환율에는 큰 변화가 없었다. 이 기간 동안 대규모 자본 유출에도 불구하고 선물과 현물환율의 확대되는 격차와 NDF 시장의 참여 제약<sup>(2)</sup> 등으로 인해 CID가 지속적으로 높은 수준에서 유지되었다.

3기에는 IMF에 구제금융을 신청한 상태에서 환율은 시장에서 완전히 자유롭게 결정되었고 금리는 국제통화기금(IMF)의 요구에 따라 평균 25% 수준으로 상승하였다. 단기 외채의 과중한 부담에 따른 국가 파산 또는 지불 유예의 위기는 12월 24일 IMF와 G7의 긴급조치에 의해 그 고비를 넘겼다. 이 기간에는 외환위기 상황에서 환율이 급격히 상승하여 현물환율과 선물환율과의 격차가 급격히 줄어들었고 IMF의 긴급금융정책 채택 요구에 따라 국내 금리가 큰 폭으로 인상되었다. 이러한 상황은 CID 계산에서 작아졌던  $s/f$ 가 상승하고,  $i$ 가 인상되는 것으로 반영된다. 그 결과 두 자산에 대한 수익률이 반전되어,  $[1 + (i^*/400)] < [1 + (i/400)]s/f$ , 결과적으로 국내 자산에 투자하는 것이 유리한 상황이 전개되었다. 그러나 외국투자자는 한국의 국가 파산위험을 우려하여 국내 자산에 대한 투자를 꺼려서 CID는 0보다 적은 상태에서 계속 유지되었다.

한 예로 3기 중 1998년 1월에는 CID가 평균 약 -11%로 한국 CD에 투자하는 것이 매우 유리하였으나, 실제 외국인의 단기 채권에 대한 투자는 8억 5천만 달러 순유출을 보였다. 이와 같이 한국 CD에 투자하는 것이 이익임에도 불구하고 그에 상응하는 자본유입이 이루어지지 않은 것은 외국 투자자들이 채권발행기관의 파산 위험, 더 나아가서는 한국의 국가 파산 위험을 고려했기 때문으로 파악할 수 있다. 다시 말해 환위험 제거 이자차익거

(2) 역외 NDF 시장에는 AA 이상의 신용등급을 갖는 대형 외국 은행들만이 참여하고 있다. 외환위기 당시 국내 금융기관들은 국내 실정법 제약과 낮은 신용도로 인해 역외 NDF 시장에 참여할 수 없었다.

〈表 2〉韓國 外換危機에서 나타난 CID의 樣相과 그 原因

	제2기	제3기	제4기
기간	1997.10.17-1997.12.14	1997.12.15-1998.04.12	1998.04.13-1998.09.19
CID의 양상	미국달러 유리예금에 투자하는 것이 유리	한국 CD에 투자하는 것이 유리	미국달러 유리예금에 투자하는 것이 유리
CID 추세 결정요인	평가절하 또는 변동환율 제로의 이행에 대한 예상 선물환율에 반영	변동환율제 이행에 따른 현물환율의 상승과 고금리 정책	중남미와 동구권 금융 위기로 미래환율 상승 예상 선물환율에 반영
지속적 존재 요인	국내금리의 비신축성 NDF 시장 참여의 제한	국가 파산 위험	국내금리의 지속적 인하 NDF 시장 참여의 제한

래 지속의 전통적 요인 가운데 외환위기 시에 증폭될 것으로 생각되는 國家 危險(country risk), 政治的 危險(political risk)으로 인해 이자차익거래가 발생하지 않고 CID는 지속적으로 (-) 수준에서 유지되었다.

4기는 CID가 다시 (+)로 변화여서 유리예금에 투자하는 것이 유리해진 기간이다. 이러한 현상이 나타난 원인은 먼저 환율이 하향 안정세를 보이는 과정에서 중남미와 러시아를 비롯한 동구권의 외환위기 발생으로 인해 원화가치 하락이 예상되면서 선물환율과 현물환율 간의 격차가 커지고 선물할증이 증가한 것이다. 다음으로 국내 경기 부양을 위한 한국 정부의 지속적인 금리 인하 정책도 그 원인이다. 〈表 2〉는 이상의 내용을 정리한 것이다.

#### 4. 韓國 外換危機와 自己實現的 期待

본 장에서는 CID의 움직임을 살펴봄으로써 환율상승에 대한 자기실현적 기대가 한국의 외환위기에서 촉발요인으로 작용하였는지를 분석하고자 한다. 이를 위해 먼저 위기 촉발 메커니즘으로서 자기실현적 기대를 중심으로 외환위기 모형을 개관한다. 다음으로 선물할증과 자본유출과의 관계를 살펴봄으로써 자기실현적 기대가 한국의 외환위기에서 촉발요인으로 작용하였는지 여부를 분석한다.

##### 4.1. 自己實現的 期待를 中心으로 본 外換危機 理論模型的 概觀

외환위기를 설명하는 주요 이론 모형으로는 (1) 第1世代 模型[Krugman(1992)], (2) 第2世代 模型[Obstfeld(1994)], (3) Sudden Death 模型[Sachs, Tornell, and Velasco (1996)], (4) 道德的 解弛 模型[Krugman(1998a)], (5) 금융공황이론의 현대적 적용 모형

[Sachs(1998)], (6) Twin Crises 模型[Goldfajn and Valdes(1997)], (7) 資本自由化와 Boom-Bust Cycle 模型[김인준(1998)] 등을 들 수 있다. 각각의 모형은 외환위기를 겪은 국가들에서 나타난 특징적 양상을 모형으로 발전시켜서 위기의 원인을 규명하고자 하였다.

제1세대 모형은 국내통화의 환율을 고정된 채로 유지하고자 하는 정부는 외환보유고 고갈과 지속적인 해외차입의 제약 등에 직면하게 되는데, 이러한 문제들에 대해 외환시장이 투기적 공격이라는 형태로 반응할 때 외환위기가 발생한다고 설명한다. 외환보유고의 소진으로 인한 변동환율제도로의 이행은 고정된 채로 유지되던 환율의 상승, 즉 국내통화의 가치하락을 의미한다. 따라서 국내통화를 자산으로 보유하고 있는 투자자는 자산 손실을 입게 된다. 당연히 투자자는 이러한 손실을 피하기 위해 외환보유고가 완전히 소진되기 이전, 즉 고정환율제도의 포기가 일어나기 이전에 정부의 환전 창구에서 자신이 보유한 모든 국내 통화를 외국통화로 바꾸려 하는데 이것이 바로 '投機的 攻擊(speculative attack)'이다. 이 투기적 공격은 투자자의 자산 손실이 발생하지 않음을 보장하는 조건, 즉 고정환율제도 하에서의 환율과 변동환율제도로 이행한 직후의 환율이 같아지는 조건을 만족하는 시점에서 촉발된다. 구체적으로 Krugman(1992)은 이 시점을 규정하는 요소로서 외환보유고, 국내거주자의 총실질부 가운데 국내통화로 보유하는 부분과 외국통화로 보유하는 부분의 비율 등을 고려하고 있다.

제2세대 모형은 외환위기를 고정환율제도의 유지와 관련되는 비용과 편익의 측면에서 설명한다. Obstfeld(1994)는 국내 생산을 환율과 일대일의 관계에 있는 물가의 증가함수, 그리고 명목 임금의 감소함수로 설정하는 한편, 임금은 정부가 환율을 정책 도구로 사용하기 전에 이미 결정되어 있다고 가정한다. 정부의 損失函數(loss function)은 (1) 목표 생산과 실제 생산과의 차이와 (2) 물가 상승률에 의해서 결정된다. 정부는 이러한 손실함수를 극소화하기 위해서 환율 정책을 편다. 외부에서 수요측면에 부정적인 충격이 있을 때 환율을 고정시킨다면 그 비용은 실제 생산과 목표 생산과의 큰 폭의 괴리로 나타난다. 정부가 환율을 조정한다면, 그 비용은 환율 조정분에 해당하는 인플레이션과 환율 조정에 드는 고정비용이 된다. 정부는 이 두 비용을 비교하여 환율을 유지할 것인지 조정할 것인지를 결정한다. 더 나아가 경제에 가해진 부정적 충격에 대한 정부와 기업-노동자의 반응이 기대 인플레이션에 변화를 가져와서 경제에 영향을 주므로 예상치 못한 사건(event)이 환율조정이 불필요한 상황에서 환율조정이 불가피한 상황으로의 이전을 촉발할 수 있음을 보여준다.

**Sudden Death** 모형은 1994년 멕시코의 페소 위기를 설명하기 위해 제안된 모형이다.

외환보유고가 감소하고 달러화 표시의 단기외채가 증가하는 상황 하에서 경제는 複數 均衡(multiple equilibria)의 영역에 존재할 수 있다. 이 때 평가절하 예상은 이 경제를 나쁜 均衡(bad equilibrium)으로 이행시켜 평가절하를 현실화할 수 있다는 것이 이 모형이 설명하는 외환위기의 촉발메커니즘의 핵심이다. Sudden Death 모형에서는 정부와 민간 부문으로 구성된 경제에서 부채에 대한 이자 부담을 최소화하는 것이 정부의 목표인데 이자 지불은 실질조세와 인플레이션稅(inflation tax)의 형태로 이루어진다. 평가절하를 하는 경우의 비용이 상대적으로 작은 경우 정부는 평가절하를 감행하게 되는데, 이 경우 정부의 費用(loss)은 민간의 평가절하에 대한 예상에 따라 다르게 나타난다. 제2세대 모형과 Sudden Death 모형은 공통적으로 민간의 평가절하의 예상이 자기실현적 외환위기를 일으킬 수 있는 가능성을 지적한다는 점에서 외환위기의 촉발 메커니즘으로서의 '平價切下에 對한 豫想'을 강조한 모형이라 할 수 있다.

도덕적 해이 모형은 정부가 자국 금융기관의 채무에 대해 암묵적으로 지급을 보증하는 경우 투자자들은 투자의 위험을 과소평가 또는 무시하고 수익률만을 고려하여 투자를 결정하게 되는 현상을 아시아 외환위기의 원인으로 지적한다. 이와 같은 암묵적 지급 보증의 유효성이 상실되는 경우 금융기관의 危險(risk)은 일시에 커지게 된다. 이러한 문제를 해결하기 위해 정부가 통화공급을 늘리는 팽창적인 통화-신용정책을 채택할 것으로 예상하게 되면, 이러한 예상은 환율의 평가절하에 대한 예상으로 이어질 수 있다. 외환위기 상황에서 일반적으로 관찰되는 평가절하에 대한 투자자들의 예상은 외환위기 당사국 정부의 암묵적 지급 보증에 따른 투자자들의 도덕적 해이로 인해 발생할 수 있음을 이 모형은 지적하고 있다.

금융공황이론의 현대적 적용모형은 최근 아시아 외환위기를 일종의 銀行-런(bank-run) 현상으로 파악한다. 금융 기관들이 단기 해외차입에 지나치게 의존함으로써[박대근(1999)] 적절한 流動性(liquidity) 확보에 문제가 있는 상황에서, 외국 투자자들이 借換(roll-over)을 거부하면 금융 기관들은 외화 유동성 부족으로 파산위기를 맞게 될 것이다. 현대화된 금융공황모형은 외환위기에서 나타나는 자본의 急激한 流出(capital flight)이 평가절하에 대한 예상을 증폭시키면서 외환위기를 가져온다고 설명한다.

자본자유화와 Boom-Bust Cycle 모형은 외환위기를 겪은 동아시아 국가들이 대부분 단계적인 자본자유화를 추진해 온 사실에 착안하여 외환위기의 원인을 환율과 외채 누적의 상관 관계를 통해 설명한다. 국내외 이자율 격차가 크고, 자본자유화가 진행되는 상황에서 자본 이동에 의해 이자율 격차가 해소되는 데에는 국가간의 발전 단계가 다르다면 한계가 있다. 한편 국가가 자국의 기업과 금융 기관들에 대해 암묵적으로 지급 보증을 서고

있는 경우 투자 위험이 과소평가될 수 있다. 국내의 이자율 격차는 국가간의 자본 이동을 유발하여, 상대적으로 높은 예상 수익률을 보장하는 신흥 경제국으로 자본이 유입된다. 이러한 자본 유입은 통화가치 상승과 통화 팽창을 유발하게 된다. 이러한 통화 팽창은 물가 상승, 부동산 및 주식 가격의 상승으로 이어지고 경상수지를 악화시킨다. 이러한 경상수지 적자의 지속적 누적으로 외국 투자자들이 경제의 基礎 與件(fundamentals)에 대해 회의를 갖게 되고, 이자율 격차가 주는 매력을 상회할 만큼 위험이 크다고 믿는다면, 외국 자본은 빠져 나가기 시작할 것이다. 이 시점에서 국내외의 추가적인 충격이 가해질 경우, 해외자본은 더욱 더 빠른 속도로 빠져나가면서 환율 평가절하에 대한 투기적 공격이 이어지고 외환위기로 빠지게 된다. 그러나 만약 단순한 자본유출에 의한 거품의 소멸로 인해 경쟁력이 회복될 경우, 경상수지 회복 등을 통해 경제의 기초 여건이 회복되고 외국 투자자의 회의가 극복된다면 이자율 격차로 인한 자본유입을 다시 경험하게 되면서 반복적인 사이클 상에 놓이게 될 것이다.

Twin Crises 모형은 금융기관의 외화자금 중개기능을 통해 자본유입 규모가 커짐에 따라 자산-부채 만기구조의 불일치가 발생할 수 있다는 점에 주목한다. 이러한 金融仲介機能(intermediation)의 문제점이 외부 충격으로 인해서 유동성 부족으로 발전할 경우 뱅크-런(bank-run) 현상을 유발할 수 있다. 그런데 이러한 외국 투자자들의 국내 금융기관에 대한 뱅크-런은 중앙은행의 외환보유고를 감소시켜 평가절하 압력을 가중시키고, 평가절하에 대한 예상은 다시 자본 유출을 가져오면서 외환위기를 가져오게 된다는 것이다.

#### 4.2. CID의 움직임과 自己實現的 期待

위의 모형들은 환율의 평가절하에 대한 기대가 외환위기의 촉발요인이 됨을 설명해주고 있다. 물론 각 모형은 환율 평가절하에 대한 기대가 형성되는 이유를 달리 설명하고 있다. 또한 Sudden Death 모형처럼 모형에 따라서는 이러한 기대 형성이 외환위기의 한 요인이 아니라 결정적인 요인이라고 보기도 한다. 이러한 기대 형성을 고려하지 않을 경우 외환위기가 발생하지 않을 상황에서 이러한 기대로 인해 나쁜 均衡(bad equilibrium)으로 이동이 이루어지면서 위기가 초래된다는 것이다.

한국의 외환위기의 경우 환율 평가절하에 대한 기대의 발생 원인, 그리고 이러한 기대가 어떻게 자기실현적 기대로 발전하게 되었는지를 밝히는 것이 필요하다.

환율 평가절하에 대한 기대는 위의 모형들이 설명하는 여러 가지 복합적 요인에 의해 국제유동성이 부족해지면서 심화되었다. 특히 외국 투자자들이 한국의 국제유동성 확보에 회의를 갖게 되면서 환율평가 절하에 대한 예상이 심화되었고 이는 선물환율의 급격한 상승으로 잘 나타나고 있다.



한국의 경우, CID 가운데 선물할증 부분이 환율 평가절하의 기대를 잘 나타낸다고 볼 수 있다. 이러한 기대가 자기실현적 기대로 발전한 것은 외환위기 직전 선물할증 상승에 따라서 CID가 크게 늘어났고, 그 결과 자본 유출이 크게 증가하면서 다시 CID가 증가하여 외환위기로 치달은 것을 보면 알 수 있다. 이러한 환율 평가절하에 대한 기대는 결국 IMF 구제 금융신청과 함께 완전 변동환율제도로 이행함에 따라 현물환율이 선물환율 수준으로 급상승하면서 실현됨과 동시에 외환위기가 가속화되었다.

요약하면, 평가절하에 대한 기대는 선물환율의 급상승으로 파악할 수 있으며, 이에 따라서 급격한 자본유출이 나타났고 이는 다시 선물환율을 상승시키면서 이러한 기대가 외환위기로 발전한 것이다.

## 5. 韓國 外換危機에서의 高金利 政策의 評價

한국의 외환위기가 정점에 달했던 1997년 12월 하순, 한국은행은 IMF와의 협약에 따라 10% 초반에서 유지하던 콜금리를 최고 30% 수준까지 급격히 인상하는 초고금리 정책을 채택했다. 1998년 4월 중순 국내금리가 다시 20% 밑으로 인하될 때까지 약 4개월에 걸쳐 유지된 고금리 정책에 대한 논쟁은 IMF의 거시경제 정책에 대한 평가의 핵심이 되어 왔다. 여기서는 CID와 국제 자본이동과의 상관 관계를 자본 이동 유형별로 분류하여 나누어 분석함으로써 고금리 정책의 유효성을 평가하고자 한다.

### 5.1. 國際收支表上的 資本計定과 國際 資本移動

국제수지표상의 자본계정에 나타나는 국제 자본이동의 유형은 (1) 直接投資(Foreign Direct Investment: FDI), (2) 證券投資(Portfolio Investment), (3) 其他投資(Other Investment) 등 세 가지로 대별할 수 있다. 직접투자는 한 경제권의 거주자인 직접투자자가 다른 경제권의 거주자기업에 대해 영속적인 이익을 취득하기 위하여 행하는 대외투자를 계상한다. 증권투자는 기업에 대한 영속적인 이해 관계보다는 투자자본의 가치 증가, 이윤획득 등을 목적으로 한 대외투자를 계상한다. 기타투자는 직접투자자와 증권투자에 속하지 않는 금융기관의 대출 및 차입, 무역관련신용, 현금 및 예금 등의 금융거래를 계상한다

〈表 3〉은 1990년 이후 한국에 있어 해외로부터의 자본 유입을 직접투자, 증권투자, 기타투자로 구분하여 각기 GDP에서 차지하는 비중을 보여주고 있다. 1990년 65억 달러 유입 이후 자본 유입이 꾸준히 증가하여 1996년에는 약 480억에 달하는 자본 유입을 기록했다. 부문별 비중을 살펴 보면, 1996년의 경우 GDP의 약 10%에 달하는 총자본유입은

〈表 3〉 1990年 以後 韓國의 資本流入의 類型別 分類

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
자본유입총액(10억 달러)	6.507	10.519	10.605	9.686	22.59	37.101	48.079	6.814
직접투자/GDP 비율(%)	0.31	0.40	0.24	0.18	0.21	0.39	0.48	0.64
증권투자/GDP 비율(%)	0.09	0.79	1.61	3.17	2.14	3.04	4.37	2.78
은행차입 등/GDP 비율(%)	2.17	2.38	1.60	-0.44	3.58	4.70	5.07	-1.88
자본유입총액/GDP 비율(%)	2.57	3.58	3.44	2.91	5.93	8.13	9.92	1.54

資料: IFS CD-Rom

증권투자부문에 약 4.4%, 은행차입을 의미하는 기타투자부문에 약 5.1%가 집중되었다.

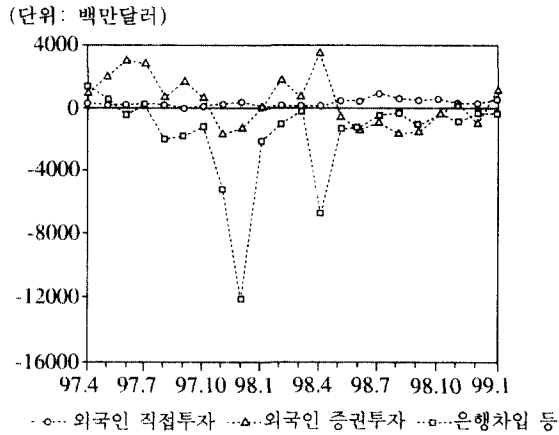
일반적으로 직접투자는 가장 유동성이 결여된 투자 형태이다. 한편, 주식과 채권투자로 대별되는 증권투자는 시장 규모가 뒷받침되는 한 비교적 유동성이 보장되어 있는 투자 형태이다. 그러나 한국의 경우 그 당시 외국인의 주식보유한도가 정해져 있었고, 단기 채권 시장이 개방되어 있지 않은 등 외국 투자자의 국내 주식과 채권 투자에는 제약이 부과되어 있었다. 그리고 증권투자부문의 외국인 투자는 달러화 기준이 아닌 원화 기준으로 이루어지므로, 외환위기 상황에서 외국인 투자자가 투자 금액을 회수하기 위해서는 원화 가치의 급격한 하락에 따른 환차손을 감수하지 않으면 안되었다. 이러한 상황을 감안하면 한국 외환위기 상황에서 증권투자부문의 외국인 투자는 투자 회수와 관련해 유동성이 상당히 제약되었을 가능성이 있다.

기타투자 가운데 선진국 은행으로부터의 차입은 일반적으로 유동성이 강하다. 이 경우 보통 달러 베이스로 계약이 이루어지며 금리는 통상 런던은행간 금리에 가산금리가 더해진 형태로 결정되므로 자금을 회수할 때 원화가치 하락의 영향을 받지 않는다. 따라서 기타투자의 경우 투자회수 비용이 증권투자부문에서의 투자 회수 비용보다 작게 나타날 것이다. 또한 단기 은행차입의 비중이 컸던 한국의 상황을 감안하면, 한국 외환위기 당시 기타투자 부문에서 자본 유출이 급격히 늘었으리라는 것을 쉽게 예측할 수 있다.

경제가 정상적으로 운영되면 선진국 은행들로부터의 차입은 일상적으로 손쉽게 차환이 된다. 그렇지만 대출한 선진국 은행들이 일시에 차환을 거부한다면, 차입 금융기관이 지불 유예나 파산을 선언하지 않는 이상 만기 도래 시점에 전액을 채권은행에 갚아야 한다.

### 5.2. 韓國 外換危機時 나타난 資本流出의 樣相

〈그림 10〉은 외환위기를 전후한, 1997년 4월부터 1999년 1월까지 외국인 직접투자, 외국인 증권투자, 은행차입 등의 움직임을 보여준다. 외국인 직접투자는 외환위기가 진행되는 상황에서도 꾸준히 이루어졌음을 확인할 수 있다. 외국인 채권투자 부문에서는 1997년



〈그림 10〉 韓國 外換危機時 나타난 資本流出의 部門別 樣相

〈表 4〉 資本 流出의 樣相

(단위: 백만달러)

기 간	외국인 국내 직접투자	외국인 증권투자	은행 차입 등
1997/11,12 & 1998/1	783.7	-2743.5	-19103.3

11월과 12월에 각각 약 15억 6천만 달러와 12억 4천만 달러의 투자 회수로 인한 자본 유출이 발생했음을 확인할 수 있다. 기타투자 부문에서는 1997년 11월과 12월 각각 50억 1천만 달러와 120억 7천만 달러의 대출 회수를 통한 자본 유출이 일어났음을 알 수 있다. 증권투자부문의 자본 유출과 비교해서 은행 차입 부문의 대출 회수 또는 차환 거부를 통한 자본 유출이 1997년의 11월에는 약 3배, 1997년 12월에는 약 9.8배 더 크게 나타났다.

〈表 4〉는 한국 외환위기 당시 자본 유출이 최고조에 달했던 1997년 11월, 12월과 1998년 1월의 3개월간 외국인 직접투자, 외국인 증권투자, 그리고 기타투자의 유출 규모를 보여주고 있다. 〈表 4〉에 따르면 이 3개월간 외국 금융기관의 대출 회수 규모가 외국인 증권투자 회수 규모의 약 7배에 달하였다. 우리는 외환위기시 나타난 자본 유출 가운데 대부분이 외국 금융기관의 차환 거부에 따른 대출 회수에 의해 발생하였음을 알 수 있다.

### 5.3. 高金利 政策이 資本 流出에 미친 影響 分析

한국은행은 1997년 12월 하순 IMF와의 정책 협의에 따라 콜금리를 최고 35%까지 인상하는 초고금리 정책을 채택했다. 이에 따라 주요 시장금리는 1997년말 30% 수준으로

상승한 후 1997년 4월 중순까지 4개월 이상 20% 이상의 높은 수준을 유지하였다.

IMF가 초고금리정책을 채택하여 외환시장 안정을 목표로 삼은 것은 다음과 같은 이론을 근거로 하고 있다. 우선, 국내 금리를 단기적으로 인상함으로써 국내 자산에 대한 수익률을 제고하여 외국 자본 유입을 촉진하거나 적어도 급격히 진행되던 자본 유출을 완화하여 환율을 안정시킨다는 것이다. 둘째, 금리 인상에 따라 국내 저축이 증가하고 소비-투자가 감소하여 경상수지가 개선됨으로써 환율이 안정된다는 것이다. 셋째, 금리 인상을 위해 택한 긴축 통화 정책으로 물가가 하락하고 구매력 평가설에 의해 환율도 하락하여 안정된다는 것이다. 마지막으로 환율 상승이 지속되리라고 기대하는 상황에서는 외환에 대한 투기적 수요가 증가하는데, 이 경우 금리 인상은 외환을 매입하기 위해 소요되는 원화 자금의 차입 비용을 상승시킴으로써 외환에 대한 투기적 수요를 감소시켜 외환시장의 안정을 도모할 수 있다는 것이다.

여기서는 고금리 정책이 과연 자본유출을 막아서 환율을 안정시키는 효과를 달성하였는지에 초점을 맞추어 분석한다. 고금리 정책의 결과 CID가 (-)로 반전한 것이 자본 유출을 막고 자본 유입을 초래하였다면 단기적인 환율안정에 공헌하였다고 할 것이다. 3장에서 본 것과 같이 고금리정책은 CID에 일대일 영향을 준 결과 12월 하순에 단행된 금리 인상은 외환위기가 촉발된 이후 지속적으로 악화되었던 원화표시 채권의 수익률을 개선한 것에 그치지 않고, 외국 채권에 투자하는 것보다 유리한 조건을 만들어 1998년 1월부터 3월까지 원화표시 채권에 투자하는 것이 평균 7% 가량 이익이 되는 상황을 만들었다.

그러나 외국인의 국내채권투자는 1997년 12월, 1998년 1, 2, 3월 각각 -15.7억, -8.6억, 4.4억, 2.3억 달러를 기록했다. 1998년 1월의 채권투자부문에서의 외자유출이 1997년 12월보다 완화된 것은 사실이다. 그러나 수익률의 반전이 가장 컸던 1998년 1월에도 8.6억 달러의 순유출을 기록했고, 1998년 1월부터 3월의 기간 중에도 월 평균 1.9억 달러의 순유출을 기록했다. 이는 고금리정책에 따른 수익률 반전이 그에 상응하는 자본유입을 가져오지 않았음을 보여 준다. 외환위기시의 국가 위험, 또는 파산 위험에 대한 우려로 인해 높은 국내 수익률에 상응하는 자본유입이 발생하지 않았음을 보여준다.

한편 외환위기가 진행중인 상태에서 외국 은행들은 국내대출에 대한 차환을 계속 거부하였으며 고금리정책은 이러한 차환 거부를 줄이는 데 별로 공헌하지 못했다. 채권자가 차환을 거부한 가장 큰 이유는 디폴트로 인한 원금 손실의 우려 때문이다. 또한 국내은행의 해외차입은 LIBOR에 가산금리를 더하는 조건 하에 달러 기준으로 이루어져서 국내 고금리정책이 외국은행의 차환 결정에 미치는 효과는 상대적으로 미미하였기 때문이다.

물론 고금리정책으로 인해 경상수지가 큰 폭으로 개선되면서 환율안정이 이루어졌다는

주장이 있을 수 있다. 그런데 이러한 경상수지 개선은 수출의 증가에 의한 것이 아니라 극심한 경기침체에 따른 수입 감소에 그 원인이 있다. 그런데 그러한 극심한 경기침체가 외환위기 초기의 고금리정책에 기인하는 측면이 크다는 점을 감안할 때 이러한 측면에서 고금리정책에 따른 환율안정이라는 혜택은 거기에 따르는 극심한 경기침체라는 비용과 견주어 분석되어야 할 것이다. 1998년 경제 성장률이 외환위기 직후에 예측한 -1%가 아니라 실제로 -5.8%였다는 것은 그 시사하는 바가 크다.

## 6. 要約 및 結論

환위험 제거 이자차익거래는 투자자들이 가장 기본적으로 고려하는 투자 결정 기준으로 각국 통화표시 채권의 수익률의 상대적 격차를 보여 준다.

한국 외환위기에서 나타나는 환위험 제거 이자차익거래의 양상은 외환위기 이전과는 상이한 것으로 관찰된다. 위기 이전에는 원화표시 채권의 수익률이 미국 달러화 표시 채권의 수익률에 비해 약 1.7% 가량 상대적으로 유리하였으나 그 차이는 미미하여 환위험 제거 이자평가가 성립한 것으로 볼 수 있다.

한편 한국 외환위기 하에서 환위험 제거 이자차익거래의 양상은 세 기간으로 나누어 구분할 수 있다. 우선 1997년 10월 17일에서 같은 해 12월 14일에 해당하는 기간 중에는 CID가 미국 달러화 표시 채권에 투자하는 것이 유리한 현상을 보였다. 이와 같은 양상의 가장 큰 원인으로서는 평가절하 또는 변동환율제도로의 이행에 대한 예상이다. 실제로 평가절하에 대한 예상으로 인해 CID가 급격히 상승하면서 해외금융기관의 차환 거부와 자본 유출로 이어졌고 이러한 기대가 외환위기를 더욱 악화시킨 요인이 되었다.

1997년 12월 15일에서 1998년 4월 12일에 해당하는 기간 중에 CID는 원화 표시 채권에 투자하는 것이 유리하도록 반전되는 양상을 보였다. 이 시기에는 변동환율제도로의 이행이 이루어져 현물과 선물환율과의 괴리가 사라졌고 고금리 정책으로 인해 시중금리가 급격히 상승했기 때문에 CID의 추세가 반전된 것이다.

그러나 그 당시 한국의 국가 파산위험을 우려한 외국 투자자들은 이러한 수익률 격차에도 불구하고 국내에 투자를 기피하였고 이러한 CID가 상당 기간 계속 지속되었다.

1998년 4월 13일에서 1998년 9월 19일에 해당하는 기간에는 CID가 미국 달러화 표시 채권에 투자하는 것이 유리하도록 다시 반전되는 양상을 보였다. 이러한 양상의 원인으로서는 국내금리가 지속적으로 인하되는 상황 하에서 동구권과 남미의 금융위기로 미래 환율이 상승할 것으로 시장이 예상했기 때문이다.

요약하면, 한국의 외환위기와 관련하여 외환시장과 국내외 채권시장을 통해 투자를 고려하는 투자자들은 위기가 촉발되는 시점에서는 평가절하에 대한 예상, 이후 변동환율제도로의 이행과 고금리 정책이 시행된 이후에는 국가 파산 위험을 그들의 투자 결정에 반영하였음이 확인된다.

외환위기가 나타난 환율의 평가절하에 대한 기대는 선물환증의 급증으로 확인할 수 있다. 환율의 평가절하에 대한 기대는 이론 모형들이 설명하는 여러 가지 복합적 요인에 의해 국제 유동성이 부족해지면서 심화되었다. 특히 외국 투자자들이 한국의 국제 유동성 확보에 회의를 갖게 되면서 환율의 평가절하 예상이 심화되었고, 이는 선물환율의 급격한 상승으로 확인할 수 있다.

한편 환위험 제거 이자차익거래는 두 자산간의 수익률 격차를 반영한다는 점에 착안하여 한국의 외환위기의 정점에서 채택되었던 고금리 정책의 실효성을 평가할 수 있다. 외환위기 상황에서 자본유출은 증권투자부문과 은행차입부문에서 발생했으나, 그 비중은 후자가 더욱 컸다. 외환위기시의 고금리 정책의 명시적 목표는 수익률 개선을 통해 자본유출을 막는 것이다. 그러나 외환위기가 진행되는 과정에서 발생한 자본 유출의 대부분을 차지했던 해외 은행으로부터의 차입 조건이 런던은행간 금리에 가산금을 더한 달러 기준으로 결정되었다는 점을 감안할 때 국내 초고금리 정책은 해외 투자자들로 하여금 채무불이행에 대한 우려를 불식시키고 차환을 계속하게 할 정책적 유인이 제대로 되지 못하였다.

초고금리 정책의 경우 과연 이 정책이 외환시장을 안정시켰는가 하는 문제와 안정을 시켰다고 하더라도 그 정책의 비용이 외환시장의 안정이라는 혜택에 비해서 얼마나 큰가 하는 문제를 따로 나누어 생각해야 할 것이다. 고금리 정책의 가장 큰 비용은 신용경색에 따른 경기침체와 주식시장의 붕괴이다. 초고금리정책에도 불구하고 주식시장 붕괴와 경기악화에 따른 국가신인도 추락으로 인해 자본유입이 거의 이루어지지 않은 것을 볼 때 그 정책의 환율안정 효과는 미미하였다. 반면에 초고금리정책에 따른 주식시장의 붕괴와 경기악화라는 비용은 지불하지 않아도 좋을 비용이었다.

서울대학교 社會科學大學 經濟學部

151-742 서울특별시 관악구 신림동 산56-1

전화: (02)880-6389

팩시: (02)886-4231

서울대학교 大學院 經濟學部 碩士課程

151-054 서울특별시 관악구 봉천4동 875-1 관악캠퍼스 타워 515호

전화: (02)758-5246

팩시: (02)758-5422

## 參 考 文 獻

- 국제금융연구회(1996): 『글로벌시대의 국제금융론』, 경문사.
- 김인준(1998): 『국제경제론』, 다산출판사.
- \_\_\_\_\_ (1999): 『이자율과 환율정책』, 미출판자료.
- 김인준·이영섭(1998): “외환 금융위기와 IMF 경제정책 평가,” 『금융학회지』, 12월.
- 김태준·유재원(1999): “한국의 경제위기와 정책대응: 평가 및 전망,” 미발표자료.
- 민상기·정창영(1998): “글로벌 재무 전략,” 명경사.
- 박대근(1999): “한국의 외환위기와 외채,” 『경제분석』, 한국은행 조사부.
- 박철(1999): “IMF체제 이후의 통화신용정책,” 서울대학교 강연자료.
- 박해식·송치영(1999): “역외 NDF시장 정보를 활용한 원/달러 환율의 예측가능성 분석,” 한국경제의 분석과 전망 세미나 발표자료.
- 伊藤隆敏(1999): “アジア通貨危機とIMF,” 『經濟研究』, 50, 1, 1월.
- 임준환(1998): “역외 비양도성 통화 선도환시장에 관한 연구,” 미발간자료, 한국금융연구원.
- 한국은행 뉴욕사무소(1998): “외환위기 관련 뉴욕소식 발췌.”
- 한국은행(1998): “IMF 신기준에 의한 개편 국제수지통계 해설.”
- \_\_\_\_\_ (1999): 『국제수지』.
- Frankel, Jeffrey(1992): “Measuring International Capital Mobility: A Review,” *American Economic Review*, May.
- Galitz, Lawrence(1994): *Financial Engineering*, Pitman Publishing.
- Goldfajn, Ilan, and Taimur Baig(1998): “Monetary Policy in the Aftermath of Currency Crises: The Case of Asia,” IMF Working Paper, December.
- Goldfajn, Ilan, and Rodrigo O. Valdes(1997): “Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity,” IMF Working Paper.
- Ito, Takatoshi(1986): “Capital Controls and Covered Interest Parity Between the Yen and the

- Dollar," *The Economic Studies Quarterly*, September.
- \_\_\_\_\_ (1992): *The Japanese Economy*, Chapter 11, The MIT Press.
- \_\_\_\_\_ (1998): "The Development of the Thailand Currency Crisis: A Chronological Review," *JEXIM Thailand Report*, May.
- Kim, In-June, and Yeong-Seop Rhee(1998): "Currency Crises of the Emerging Economies in a Globalized Financial Market," The Bank of Korea International Conference on The Implication of Globalization of World Financial Markets, Seoul.
- Krugman, Paul R.(1992): "A Model of Balance-of-Payments Crises," Chapter 4, *Currencies and Crises*, the MIT Press.
- \_\_\_\_\_ (1998a): "What Happened to Asia?" mimeo.
- \_\_\_\_\_ (1998b): "Will Asia Bounce Back?" mimeo.
- \_\_\_\_\_ (1998c): "Fire-Sale FDI," mimeos.
- Lane, Timorthy, and Atish R. Ghosh(*et al.*)(1999): *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand: a Preliminary Assessment*, International Monetary Fund, January.
- Lewis, Karen(1993): "Puzzles in International Financial Markets," Chapter 37, *Handbook of International Economics*, 3.
- Obstfeld, Maurice(1994): The Logic of Currency Crises, [http://www.econ.ku.dk/zeuthen/maurice\\_obstfeld.htm](http://www.econ.ku.dk/zeuthen/maurice_obstfeld.htm)
- Park, Daekeun, and Changyong Rhee(1998): "Currency Crisis in Korea: Could It Have Been Avoided?," mimeograph.
- Radelet, S., and J. Sachs(1999): "What Have We Learned, So Far, From the Asian Financial Crisis?," mimeograph.
- Sachs, Jeffrey, Aaron Tornell, and Andres Velasco(1996): "The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?," *Journal of International Economics*, winter.
- Sachs, Jeffrey(1998): "Creditor Panics: Causes and Remedies," mimeograph.
- The World Bank(1998): *East Asia: The Road To Recovery*, September.