

## 韓國의 外換危機: 展開過程과 敎訓\*

朴大權\*\* · 李昌鏞\*\*\*

### 논문 초록:

본 논문은 한국 외환위기의 전개과정을 분석함으로써 외환위기를 촉발시킨 주원인이 무엇이었는지 분석하고 있다. 이를 위해 본고는 거시경제지표, 외채규모 및 구조, 금융상품가격의 변화 등을 통해 한국의 외환위기가 예측가능하였는지 살펴보았다. 또한 Probit모형을 통해 외환위기의 발생확률을 추정해 보았다. 분석결과 적어도 1997년 초반까지 한국의 외환위기는 예측하기 어려운 것으로 나타났다. 그러나 1997년 중반 이후 태국에서 시작된 동남아 외환위기에 정부와 민간이 미숙하게 대응하는 과정에서 외환위기는 촉발되었다. 특히 정부의 정책 실패는 외환위기를 막는 과정에서보다 일단 외환위기가 시작된 직후 1개월간 더욱 두드러지게 나타난다. 이를 보이기 위해 본 논문은 1997년 한 해 동안 외국 주요 언론 및 투자기관들의 보도를 통해 어떠한 정책실수가 외국 투자자들의 신뢰를 앗아가는 데 결정적 역할을 하였는지 분석하였다.

핵심주제어: 외환위기의 촉발요인, 외환위기의 증후, 외환위기의 발생확률, 국가신용도, 정책대응  
경제학문헌목록 주제분류: F0, E0

### I. 서론

고도성장의 신화를 구가하던 아시아에서 외환위기가 시작된 지도 제법 시간이 경과되었다. 1980년대 경제성장이론이 학계를 풍미했을 때 아시아 국가들은 경제성장의 성공사례로서 경제학논문의 단골분석대상이었다. 이제 한 동안 한국을 포

\* 본 논문은 한국경제학회 심포지엄(1998년 3월 25일, 고려대학교 인촌기념관)에서 발표된 논문으로서 1998년 1월까지 외환위기의 전개과정을 분석대상으로 삼고 있습니다. 익명의 두 심사자, Broomberg 자료를 제공해 준 Lehman Brothers의 박성완 군, LG 증권의 김시내 양과 통계처리작업에 도움을 준 송원호, 이한규, 홍원기 조교에게 감사드립니다.

\*\* 한양대학교 경제학부 부교수.

\*\*\* 서울대학교 경제학부 부교수.

함한 아시아 국가들은 중남미 국가들을 제치고 외환위기의 대표적 사례로 군림할 것이 틀림없다.

그 동안 아시아 외환위기에 대해 집중적인 논의가 이루어진 결과, 아시아 외환위기의 근본원인에 대해서는 경제학자들 사이에 어느 정도 공감대가 형성된 것 같다.(Bergsten, 1997; Fischer, 1998; Greenspan, 1997; Krugman, 1998a, 1998b; Montes, 1998). 현재 아시아 국가들이 겪고 있는 외환위기는 1980년대에 중남미 국가들이 경험했던 외환위기와는 매우 다른 양상을 띠고 있다. 중남미 국가들의 외환위기는 방만한 재정과 통화증발, 경직적 환율운용 등 거시경제정책의 실패에 주된 원인이 있었다. 이에 반해 비교적 건전한 재정정책과 통화정책을 유지해온 아시아 국가들의 외환위기는 '예금자가 외국인인 뱅크런(bank run)현상'이라는 미시경제적 문제라는 차이가 있다.<sup>1)</sup> 고도성장을 위한 관치금융과 이에 따른 도덕적 해이가 기업의 방만한 투자와 금융기관의 부실화를 초래하였으며, 그 정도가 지나치게 되자 외국 투자자들이 투자자금을 긴급히 회수하는 과정에서 외환위기가 터져나오게 된 것이다.<sup>2)</sup>

관치금융, 과도한 차입경영, 과잉투자, 부실한 금융기관 등이 한국의 외환위기를 초래한 배경적 요인임은 부정할 수 없는 사실이다. 그런데 이러한 요인들은 최근 들어 새롭게 나타난 현상이 아니라 오랜 기간 아시아 고도성장전략의 부산물로서 존재해 왔으며, 외국 투자자들에게도 이미 잘 알려져 있었다. 그렇다면 왜 지금에 와서 새삼스럽게 이 요인들이 표면화되어 외환위기를 초래하였는가는 의문이 남는다. 이 질문에 답하기 위해 우리는 1997년 한국 외환위기의 전개 과정을 분석함으로써 어떤 사건과 정책변화가 외국 투자자들의 신뢰에 가장 큰 영향을 주었는지를 살펴보고자 한다. 다시 말해 본고는 앞에서 열거된 구조적 요인들이 한국 외환위기의 근본원인임을 전제로 하되, 이를 배경으로 외환위기를 촉발시킨 원인이 무엇이었는가를 분석하는 데 초점을 두고 있다. 이와 같은 분석을 통하여 본고는 향후 외환위기를 관리·방지하는 데에 필요한 정책적 교훈을

- 1) 금융위기와 외환위기가 함께 발생한 사례는 아시아 외에서도 찾아볼 수 있다. Kaminsky와 Reinhart(1997)는 세계 각국의 외환위기 중 상당수가 금융위기와 함께 발생함을 발견하였다. Goldfajn and Valdes(1997)는 유동성 부족에 따른 뱅크런현상이 외환위기를 초래할 수 있는 모형을 제시하였다.
- 2) 외환위기와 뱅크런현상이 복합된 독특한 성격으로 말미암아 한국의 외환위기는 출구를 찾기가 더욱 어렵다. 외환시장의 안정을 위해서는 재정긴축, 고금리 등의 긴축정책이 필요한 반면 뱅크런 뒤의 신용경색현상을 해결하기 위해서는 통화와 재정팽창 등 확장정책이 필요하기 때문이다.

언고자 한다.

본고는 다음과 같이 구성되어 있다. 제Ⅱ절은 주요 경제지표 및 금융상품의 가격 변화를 통해 외환위기가 본격적으로 시작되기 전인 1997년 상반기까지 외환위기의 징후를 발견할 수 있었는지 살펴보고 있다. 제Ⅱ절의 제1, 2, 3항은 흔히 외환위기의 원인으로 지목되는 경상수지 적자의 확대, 원화의 고평가, 외채규모 증가 및 단기화현상에 대해 분석하고 이와 관련된 정책대응상의 문제점들을 논의한다. 제4항에서는 산업은행이 발행한 달러화표시채권의 수익률스프레드와 원-달러 선물환율 프리미엄의 변화를 통해 외환위기의 징후가 언제부터 금융상품의 가격에 반영되기 시작하였는지 알아본다. 제Ⅱ장 제1-4항의 분석이 외환위기의 예측가능성을 개별지표를 통해 간접적으로 살펴보았다면, 제5항의 분석은 이를 종합한 계량분석을 통해 외환위기의 예측가능성을 엄밀히 검증하고 있다. 제5항에서는 100여개 개발도상국의 외환위기경험을 계량분석하여 한국 외환위기의 발생확률을 추정하고 이를 멕시코 및 동남아 국가들과 비교하였다. 추정을 위해서는 Frankel and Rose(1996)의 Probit모형을 사용하였다.

1997년에 발생한 주요 사건들과 경제정책들이 어떻게 외국 투자자들의 신뢰 상실을 촉발시켰는지 분석해 보는 가장 좋은 방법은 외국인의 시각에서 이들 사건을 평가하는 것이다. 이를 위해 제Ⅲ절의 제1항은 외국의 주요 언론기관과 투자기관들이 지난 한 해 동안 보도한 문서를 통해 한국 외환위기의 촉발요인이 무엇인지 분석하고 있다. 특히 국제신용평가기관인 Standard and Poor's와 Moody's가 한국의 신용등급을 조정한 경위는 외국 투자자들의 의견을 대변한다는 점에서 매우 귀중한 자료라 생각된다. 또한 제2항에서는 외환위기의 전개과정에서 외환유동성 부족문제가 중요한 비중을 차지하였던 점을 고려하여 1997년 한 해 동안 통화당국의 외환보유고 관리에 대해 별도로 조명하고 있다.

제Ⅱ절과 제Ⅲ절의 분석결과를 간단히 요약하면 다음과 같다. 1997년 상반기까지 한국의 경제상황이 전반적으로 악화되고 있었던 것은 사실이나 외환위기를 우려할 정도로 상황이 심각하지는 않았다. 이는 그 기간에 달러화표시채권의 수익률스프레드 및 선물환율 프리미엄에 큰 변화가 없었다는 사실로부터도 확인할 수 있었다. 또한 Probit모형의 추정결과, 모형에 따라 차이가 있지만 대체적으로 한국의 외환위기확률은 -19%로 그리 크지 않았다. 그러나 놀랍게도 한국의 확률은 외환위기를 같이 경험한 멕시코와 동남아 국가보다 오히려 높은 편이었다. 즉, 외환위기를 예측하기 힘든 것은 사실이었으나 멕시코, 태국, 인도네시아의 외환

위기는 당연한 것이고, 우리의 외환위기를 '날벼락'이라고 주장하는 것은 근거 없는 자만인 셈이다.

외환위기는 1997년 7월 이후 태국에서 시작된 동남아 외환위기에 정부와 민간이 미숙하게 대응하는 과정에서 촉발되었다. 사후적으로 돌이켜볼 때 금융기관의 외채를 정부가 지급보증하고 산업은행의 출자를 통해 기아자동차를 구제한 것은 민간부분의 신용위기를 국가외환위기로 확산시킨 실수였다. 뿐만 아니라 외환위기가 본격화되던 10월 중순 이후 사태의 심각성을 오판하고 환율방어를 위해 외환보유고를 낭비함으로써 상황이 더욱 악화되었다. 그러나 이러한 정책결정 뒤에는 지난 몇 년간 계속된 재벌, 정치인, 노동자 등 이익집단 간의 갈등이 존재하였기에 외환위기를 막지 못한 책임을 경제관료의 아집과 무능력 탓만으로는 돌릴 수 없다. 그러나 IMF와의 협약을 타결한 12월 이후에도 상황이 개선되기는커녕 악화된 데는 상당 부분 정부가 비난을 받아야 할 것이다. 협상과정에서 보여준 IMF와의 불화, 협상타결 직후 외국 투자자들의 반응을 고려하지 못하고 새로이 채권발행을 통해 자금조달을 시도한 점 등은 국제금융시장의 생리를 이해하지 못한 경험부족 때문이었다.

제IV절에서는 본 연구를 통해 저자들이 배운 교훈 몇 가지를 언급함으로써 결론을 대신하였다. 구체적 사례를 들어 간접적인 자본자유화의 문제점을 지적하였으며 “한국은 다르다”라는 기존 인식이 바뀌어야 함을 주장하였다. 또한 앞으로의 정책방향은 고통의 총량을 줄이는 데 치중하기보다 승자와 패자의 선별기능을 제고하는 데 두어야 한다고 주장하였다.

## II. 외환위기의 징후

일반적으로 외환위기의 징후를 밝히는 데 널리 사용되는 선행지표로는 환율의 고평가 정도, 장단기부채와 외환보유고 간의 불균형, 경상수지, 재정적자 등의 변수들이 있다.<sup>3)</sup>(Kaminsky, Lizondo and Reinhart, 1997; Frankel and Rose, 1996; Eichengreen, Rose and Wyplosz, 1996) 이 장에서는 외환위기가 본격적

3) Kaminsky, Lizondo and Reinhart(1997)가 외환위기 선행지표에 대한 기존 실증연구들을 조사한 바에 따르면 실질환율은 12개 연구 중 10개, 경상수지 또는 무역수지는 9개 연구 중 4개, 외환보유고는 11개 연구 중 10개, 재정적자는 5개 연구 중 3개에서 유의성을 가지고 있었다.

으로 시작되기 전인 1997년 상반기까지 이 주요 지표들이 어떻게 변화하였는지 살펴봄으로써 외환위기의 원인과 징후를 찾아보고자 한다. 또한 이 장의 후반부에서 우리는 산업은행이 발행한 글로벌채권(global bond)의 수익률스프레드 자료 및 선물환율 자료를 이용하여 실제로 외국의 투자자들이 한국의 외환위기를 감지한 시점이 언제였는가를 분석할 예정이다. 1990년대 한국 경제가 처한 일반적인 상황에서부터 논의를 시작하여 보자.

## 1. 경제성장과 물가

〈표 1〉은 한국의 주요 거시경제지표를 외환위기를 겪은 바 있던 1980년대 전반기, 고도성장을 구가하였던 1980년대 후반기, 1990년 이후 최근 5년간으로 구분하여 비교하고 있다. 1990년대에 들어와 한국 경제는 적어도 거시경제지표상으로는 안정적이고 건실한 성장세를 보여 주었다. 유가파동으로 인해 외환위기에 처했던 1980년대 전반기와 비교해 볼 때 1990년대 거시경제지표는 매우 양호한 편이다. 우선 성장률을 보면 1980년대 후반기의 고도성장에 비해서는 성장률이 다소 둔화되었으나 1994년과 1995년에는 8%대의 높은 성장률을 기록하였다. 물가도 안정되어 소비자물가 상승률은 1991년 9.3%를 제외하고는 대체로 4-6%대에서 안정된 모습을 보이고 있다. 물가가 안정됨에 따라 금리도 지속적으로 하락하여 회사채수익률은 1993년 이후 12% 내외로 유지되었다.

〈표 1〉 한국의 주요 거시경제지표

(단위: %, 십억달러)

	1980-1985	1986-1991	1992	1993	1994	1995	1996
경제성장률	6.3	9.9	5.1	8	8.6	8.9	7.1
소비자물가상승률	10.9	6.1	6.3	4.8	6.2	4.5	4.9
회사채수익률	19.0	15.1	16.2	12.6	12.9	13.8	11.9
총통화증가율	20.6	18.8	18.4	18.6	15.6	15.5	16.2
재정수지/GDP	-2.5	-0.2	-0.7	0.3	0.5	0.4	0.3
경상수지/GDP	-3.8	3.0	-1.5	0.1	-1.2	-2.0	-4.9
외환보유고	7.1	12.2	17.1	20.3	25.7	32.7	33.2

주: 재정수지는 통합재정수지 기준임.

자료: 한국은행, 『조사통계월보』, 각호; 재정경제원, 『재정금융통계』, 각호.

통화관리와 재정운용도 비교적 건전하게 이루어졌다. 자본유입에 따라 해외부문에서 통화증발요인이 발생했음에도 불구하고 1990년대 초반 18%대에 이르던 총통화증가율은 중반 이후 오히려 15%대로 감소하였다. 재정의 경우 1980년대 전반기 국내총생산의 2.5%에 달하던 재정적자폭이 1993년 이후로는 소폭이나마 계속 흑자를 유지하였다. 상대적으로 건전했던 재정운용과 통화관리로부터 우리는 한국의 외환위기가 방만한 재정운용 및 통화증발로 인해 야기된 남미형 외환 위기와는 다른 원인에서 발생하였음을 짐작할 수 있다.<sup>4)</sup>

사실 1990년대에 들어 한국 경제에서 명백한 불균형의 신호를 찾아볼 수 있는 곳은 대외부문뿐이라 해도 과언이 아니다. <표 1>에서 볼 수 있는 바와 같이 1990년 이후 경상수지는 1993년을 제외하고는 적자를 기록하였으며 1995년, 1996년에는 그 폭이 크게 증가하였다. 그럼에도 불구하고 자본자유화의 진전에 따라 해외자본이 꾸준히 유입되어 이 기간의 종합수지는 흑자를 기록하였으며, 한국은행의 외환보유고도 1996년까지 지속적으로 증가함으로써 경상수지 적자의 문제점을 표면화시키지 않았다.

## 2. 경상수지와 환율

<표 1>에서 볼 수 있듯이 경상수지가 1994년, 1995년 악화되었다는 사실을 들어 일각에서는 한국 경제가 이미 1996년부터 위기로 치닫고 있었으며, 경상수지 적자를 초래한 원화의 고평가가 바로 외환위기의 주범이라는 주장이 나오고 있다. 우리는 이러한 주장이 타당하지 않다고 생각한다. 물론 경상수지 적자가 외채규모를 증가시키고 외국 투자자의 신뢰도를 저하시켰다는 점에서 외환위기의 한 원인을 제공했다는 점은 부인할 수 없다.<sup>5)</sup> 각국의 경험을 볼 때 외환위기가 발생하기 직전 자국화폐의 실질절상(real appreciation)과 이에 따른 경상수지 적자확대현상이 자주 관찰되는 것 또한 사실이다. 그러나 외환위기가 발생한 이 시점에서 돌이켜 보면 과거가 모두 잘못된 것처럼 보이지만, 그렇다고 해서 과연 원화의 고평가 및 경상수지 적자가 1997년 외환위기를 초래할 만큼 심각한 것이었는지에 대해서는 의문의 여지가 있다.

4) Sachs(1997a)는 동남아 외환위기의 이러한 특성 때문에 재정 및 통화긴축을 요구하는 IMF의 대처방식이 오히려 외환위기를 악화시킬 수 있음을 주장하고 있다.

5) 일 예로, 좌승희·허환국(1998)에서 외환위기의 중요한 원인으로 원화의 고평가를 들고 있음.

〈표 2〉 교역조건과 실질환율

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
수출단가지수	94.2	93.2	93.6	95.2	100.0	86.6	75.0
수입단가지수	96.4	94.9	91.3	91.8	100.0	98.8	93.4
교역조건	97.7	98.2	102.5	103.7	100.0	87.7	80.3
국내저축률(%)	36.1	35.0	35.3	36.3	37.3	37.4	36.4
투자율(%)	38.9	36.2	35.1	37.5	38.0	38.8	33.3
대일실질환율	90.9	91.6	100.0	104.3	94.7	87.9	92.6
대미실질환율	98.4	100.5	100.0	95.0	91.3	98.3	101.3

- 주: 1) 교역조건은 수출단가지수를 수입단가지수로 나눈 값을 지수화한 것임.  
 2) 국내저축률은 1-가계와 정부 소비지출/GDP, 투자율은 총고정자본형성/GDP임.  
 3) 실질환율은 상대국의 소비자물가지수와 환율의 곱을 한국의 소비자물가지수로 나눈 것을 1993년 12월의 값이 100이 되도록 지수화하였음.  
 4) 1997년은 상반기만 포함됨.

우선 경상수지 적자가 한국 경제의 구조적 취약점 때문이 아니라 일시적·경기적 원인으로 인해 급증하였다고 판단할 충분한 근거가 있었다. 특히 1996년 경상수지 적자폭이 크게 확대된 것은 반도체, 철강, 석유화학제품과 같은 주력수출품의 국제가격이 크게 하락하여 교역조건(terms of trade)이 악화된 데 주원인이 있었다. 〈표 2〉에서 볼 수 있듯이 1996년 들어 수출단가는 크게 하락한 반면 수입단가는 일정 수준으로 유지됨에 따라 한국의 교역조건은 1년 사이에 12%나 악화되었다. 교역조건의 악화가 항구적인 현상이라고 확신할 수 없었던만큼 1996년 경상수지 적자확대를 일시적 현상으로 보는 견해가 지배적이었다. 외환위기를 경험한 말레이시아, 태국, 멕시코 등의 경우와 비교해 보더라도, 외환위기가 있기 몇 해 전부터 GDP 대비 경상수지 적자가 5%를 상회하였던 이들과는 달리 한국의 경상수지 적자는 1996년 한 해만이 GDP의 5%에 근접하였을 뿐 그 이전의 적자폭은 미미한 수준이었기에 경상수지 적자가 외국 투자자들의 신뢰를 앗아간 주원인이라는 주장은 설득력이 약한 듯하다.<sup>6)</sup>

경상수지의 움직임은 국내저축과 투자의 차이로도 설명할 수 있다. 〈표 2〉에서 볼 수 있듯이 1994년-1996년의 경상수지 적자가 확대된 것은 국내 저축률이 감소하였기 때문이 아니라 투자율이 증가하였기 때문이다. 수익성과 위험성을 고려

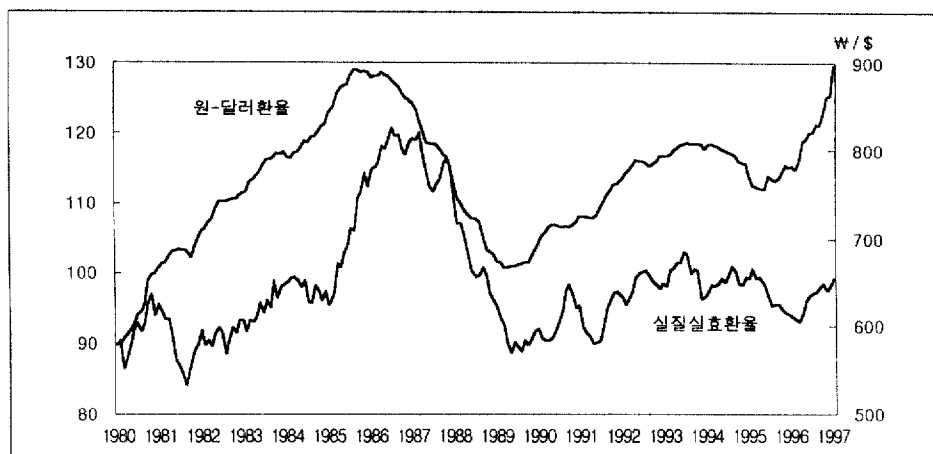
6) 이론적 배경은 없지만 GDP 대비 경상수지 적자비율이 몇 년간 5%를 상회하면 외환위기의 가능성을 우려해야 한다는 경험법칙(rule of thumb)이 알려져 있다. 이를 근거로 판단하여도 한국의 경우는 예외적이라 할 수 있다.

하지 않고 일단 투자는 바람직한 것, 소비는 바람직하지 못한 것으로 여겨 왔던 우리의 고정관념에서 볼 때 투자증가로 인해 야기된 당시의 경상수지 적자를 부정적으로 보기는 힘들었다.

원화환율의 고평가 여부 역시 기준시점을 어디로 정하느냐에 따라 상이한 평가가 가능하다. 달러화에 대한 원화환율은 1995년 7월 달러당 758원을 저점으로 하여 1995년 말까지 2.2%, 1996년 중 8.6%, 그리고 1997년 1사분기중 5.8% 상승하는 등 비교적 빠른 속도로 평가절하되었다.<sup>7)</sup> 그럼에도 불구하고 원화가치가 고평가되어 있었다는 주장이 나오는 이유는 같은 기간 달러화에 비해 엔화가 더욱 큰 폭으로 절하되어 원화가 엔화에 대해 오히려 절상되었기 때문이다. 이와 같은 사실은 <표 2>에서 대일실질환율이 1993-1996년에 12.1% 하락한 사실로도 알 수 있다. 그러나 대미실질환율만 본다면 같은 기간중 원화절상의 정도는 1.7%에 불과하여 원화가 고평가되었다는 판단을 내리기가 어렵다.

보다 엄밀하게 환율의 고평가 정도를 평가하기 위해서는 모든 교역상대국에 대한 실질환율을 가중평균한 실질실효환율을 사용하여야 한다. <그림 1>은 이진면(1997)이 19개 교역상대국의 물가와 환율을 감안하여 계산한 원화의 실질실효환율지수와 원-달러 명목환율을 1980년 1월부터 1997년 3월까지 보여 준다. 여기서 실질실효환율지수값의 하락은 원화가 실질적으로 절상되었음을 의미한다.

<그림 1> 실질실효환율과 명목환율추이



자료: 이진면, “원화의 실질실효환율에 대한 재검토”, 『정책연구』 97-05, 한국개발연구원, 1997.

7) 외환위기가 발생하기 전 환율이 상당 수준 평가절하되었다는 점에서 한국은 멕시코 및 태국의 경우와 차이가 난다.



그림을 살펴보면 1993년 이후 실질실효환율지수가 전기간 평균값인 98.3에 비해 특별히 낮은 수준을 유지했다고 생각할 수는 없음을 알 수 있다. 가장 최근 경상수지가 균형을 이루었던 1992-1993년을 기준시점으로 삼더라도 1994-1996년 실질실효환율이 크게 고평가되었다고 볼 수는 없다.<sup>8)</sup> 더욱이 1997년 1사분기에 들어 실질실효환율지수는 1994년 수준으로 되돌아갔으며, 외환위기 직전 인도네시아, 말레이시아, 태국의 환율이 30% 정도 고평가되었던 사실과 비교해 볼 때 한국의 경우 환율고평가가 외환위기를 초래할 만큼 심각한 문제였다고 할 수는 없을 듯하다.<sup>9)</sup>

### 3. 외채의 규모와 구조

재정 및 통화정책이 상대적으로 건전하였고 경상수지 적자도 그리 크지 않았던 아시아 국가들이 외환위기를 겪게 된 이유는 아시아적 성장모형에 내재된 도덕적 해이(moral hazard)문제 때문이라는 견해가 지배적이다(Krugman, 1998a, b; McKinnon and Pill, 1996; Mishkin, 1996). 아시아의 많은 국가들은 부족한 투자재원을 전략산업에 집중투자하기 위해 정부가 금융기관의 운영을 시장기능에 맡기지 않고 직접 주도하여 왔다. 따라서 대부분의 민간금융기관들도 공기업처럼 인식되어 왔고, 법적으로 명시된 것은 아니지만 금융기관의 부채는 관행적으로 정부가 보증한 것으로 여겨져 왔다. 이러한 관행은 한편으로는 안정된 금융시장을 형성해 전례 없이 빠른 성장을 가능케 했지만, 다른 한편으로는 비효율적 과잉투자를 조장하는 문제점을 낳게 된다. 정부에 의해 예금이 보호되므로 예금자는 금융기관의 건전성을 비교할 필요 없이 무조건 높은 이자를 주는 금융기관에 자금을 공급하였으며, 은행과 기업도 수익성과 위험을 비교하여 대출과 투자를

8) 실질절상 현상은 비교역재와 교역재 간의 상대가격을 사용하여 평가할 수도 있다. 한국의 소비자물가지수는 생산자물가지수에 비해 1992년 12월부터 1997년 3월까지 8.5% 더 상승하였다. 즉, 비교역재 물가를 상대적으로 많이 반영하는 소비자물가가 생산자물가에 비해 상대적으로 많이 상승하였으며 그 만큼 환율이 고평가되었다고 해석할 수도 있다. 그러나 교역재 가격에 비한 비교역재 가격의 상대적 상승은 교역재 산업부문의 생산성 향상에 따른 Balassa-Samuelson 효과에 의해서도 나타날 수 있으므로, 이와 같은 비교역재 가격상승이 전적으로 원화의 고평가를 의미한다고 해석하기는 어렵다(Balassa, 1964).

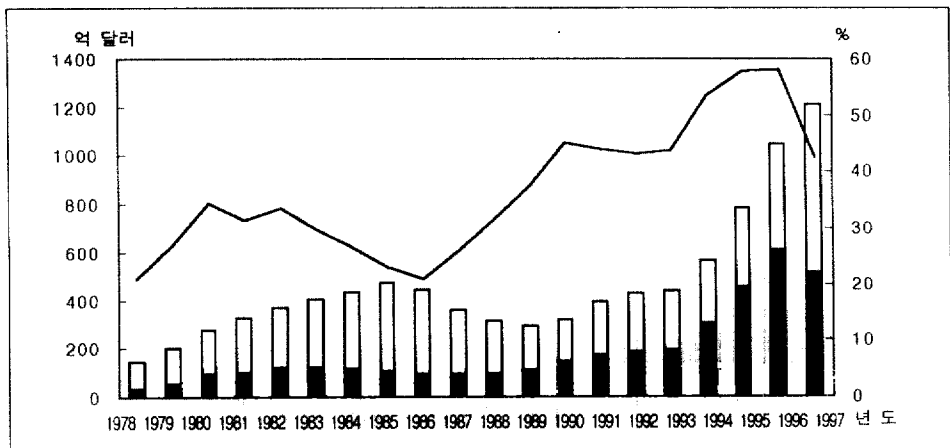
9) 1996년 후반 정부가 원화의 평가절하에 적극적이지 못했던 이유 중 하나는 그 당시 평가절하를 통해 고비용구조를 상쇄하자는 논리는 주로 대기업 옹호의 논리로 여겨졌으며, 평가절하가 오히려 경제의 구조조정을 더디게 하며 외채원리금 지급부담만 가중시킨다는 우려가 지배적이었기 때문이다.

결정하기보다 위험은 무시한 채 일단 기대수익이 높은 쪽으로 사업을 벌이는 풍조가 만연하게 되었다. 일을 벌여 성공하면 경영자의 몫이고 실패하면 정부가 뒷처리를 해 주었기 때문이다.

이러한 과잉투자문제는 경제발전과 자본자유화가 진척되면서 더욱 심각해지는데, 경제규모가 커짐에 따라 정부가 금융기관 대출을 일일이 감시할 능력을 상실했을 뿐만 아니라, 기업들은 자본자유화에 따라 저리의 해외자금을 차입하여 마구 기업을 확장시켰기 때문이다. 물론 관행적인 정부보증을 믿었기에 외국 채권자들도 사업평가 한 번 하지 않고 선뜻 국내 금융기관에 자금을 빌려 줄 수 있었다. 이런 상황에서 대규모 투자가 실패로 끝나 금융기관이 부실화되면서 채무국 자체의 변제능력을 의심하게 된 외국 채권자들이 일순간 투자자금을 회수해 감으로써 외환위기가 야기되었다는 것이 아시아 외환위기에 관한 정설로 자리잡고 있다.

이러한 견해의 타당성은 <그림 2>와 <표 3>을 통해서도 잘 볼 수 있다. <그림 2>는 우리 나라의 총외채 및 단기외채 변화추이를 보여 준다. 1997년 12월말 현재 총외채는 1,208억달러로 1992년 말에 비해 780억달러나 증가하였다. 이 기간에 한국의 외채규모가 크게 증가한 것은 경상수지 적자가 누적되고, 자본자유화에 따라 해외자금조달이 확대된 데 원인이 있다. 더욱이 그림에 나타난 외채통계에는 금융기관의 역외금융이나 해외지점의 차입, 기업의 해외현지금융의 차입

〈그림 2〉 총외채와 단기외채



주: 실선은 총외채 중 단기외채가 차지하는 비중이며, 막대 전체는 총외채규모를, 검은 부분은 단기외채규모를 나타냄.

자료: 재정경제원.

등은 포함되지 않았다. 1997년 말 정부발표에 의하면 금융기관의 역외금융과 해외지점의 차입까지를 포함한 총대외지불부담은 1996년 말 1,607억달러, 1997년 9월 말 1,706억달러로 총외채와는 500-600억달러 정도 차이가 있다. 총대외지불부담에도 비금융기관인 기업의 현지금융 차입금은 포함되지 않으므로 이를 포함한 외채규모는 더욱 클 것으로 추정된다.<sup>10)</sup> 대외지불부담의 규모가 공식적으로 발표된 외채규모보다 클 것이라는 정보는 1997년 12월 한국의 대외신인도를 하락시키는 데 결정적인 역할을 하였다.

이 기간 외채는 규모가 급증했을 뿐만 아니라 구조면에서도 급속히 단기화되었다. 1993년까지는 장기외채의 비중이 높았으나(단기외채 비중 43.7%), 1994년부터 단기외채 비중이 급증하여 1996년 말 총외채 중 단기외채가 차지하는 비중은 58.2%로 상승하였다. 그림에는 나타나 있지 않지만 총대외지불부담을 기준으로 한 단기외채 비중은 이보다 높은 62.2%로서 국내 금융기관의 역외금융과 해외지점 차입에서 단기금융의 비중이 매우 높았음을 알 수 있다.<sup>11)</sup>

〈표 3〉은 외채와 관련하여 외환위기지표들(indicators)의 변화추이를 보여 준다. 표로부터 우리는 대부분의 지표들이 1990년 중반 이후 악화되는 추세를 보이고 있음을 알 수 있다. 물론 GNP 대비 외채비율로만 보면 1996년 말 한국의 외채의

〈표 3〉 외채 관련 외환위기 지표의 변화추이

(단위: %, 배)

	80-84	85-89	90-94	95.12	96.6	96.12	97.3	97.6	97.9	97.12
외환보유액/단기외채	63.5	104.2	93.2	72.2	-	54.7	47.9	54.8	46.4	39.8
외환보유액/ 1개월 수입금액(배)	3.3	2.9	2.6	2.9	3.2	2.7	2.3	2.7	2.4	1.6
외채/GNP	48.8	30.2	13.7	17.3	-	21.8	23.0	-	24.9	25.1
경상수지/GNP	-4.6	4.2	-1.3	-2.0	-2.8	-4.9	-5.6	-5.3	-4.1	-1.3
해외직접투자와 경상수지의 합/GNP	-4.6	4.4	-1.5	-2.4	-3.3	-5.3	-5.9	-5.6	-4.4	-

자료: 한국은행, 『조사통계월보』, 각호; 외채관련 자료는 재정경제원 보도자료.

10) 기업들이 연 2회 한도에 보고한 통계를 통해 살펴보면 기업들의 해외차입금 937억달러 중 국내로 들어 온 423억달러는 총대외지불부담 통계에 잡혀 있다. 총대외지불부담 통계에서 누락된 현지금융은 1997년 6월 말 기준으로 514억달러이고, 이 중 230억달러는 한국계 금융기관에서 차입한 것이므로 외국금융기관 차입은 284억달러 정도로 알려져 있다.

11) 국내금융기관의 역외금융과 국외점포 차입금 중 단기부채 비중은 1996년 12월에 78.0%, 1997년 9월에는 75.4%에 달했다.

존도는 22%로서 외환위기를 경험한 다른 나라에 비해 매우 낮은 수준이다. 참고로 1996년 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 태국의 GNP 대비 외채비율은 각각 53%, 39%, 64%, 50%이었으며, 1994년 멕시코의 총외채 비율도 35%에 달하였다. 그러나 단기외채 대비 외환보유액, 수입금액 대비 외환보유액을 비교하여 보면 이들 국가들보다 나쁘지도 않았지만 그렇다고 크게 좋은 편도 아니었다.<sup>12)</sup> 따라서 사후적으로 판단하건대 경상수지와 환율은 달리 외채와 관련된 선행지표는 외환위기 가능성을 경고하였다는 견해가 있을 수 있다.<sup>13)</sup> 그러나 우리뿐만 아니라 외국 투자자들 역시 1997년 상반기까지 이들 지표를 부정적으로 보지 않은 데는 다음과 같은 이유가 있었다.

첫째, 외환위기지표의 악화를 단기적 현상이라고 파악할 근거가 있었다. 앞에서 설명한 바 있듯이 1996년의 외채증가는 대부분 경상수지 적자에 기인하였으며, 경상수지 적자증가는 교역조건 악화라는 일시적 현상에 기인한 바가 크다. 실제로 1997년 2분기에 들어서는 수입증가추세가 둔화되면서 경상수지 적자가 감소하리라는 기대를 심어 주었다. 또한 역사적으로 볼 때 1990년대 들어 외채비율이 높아져 보이는 것은 3저 호황에 힘입어 1980년 중반 이후 외채를 상환하였기 때문이며, 1990년대 외채비율은 1980년대 초반과 비교할 때 우려할 수준이 아니라고 생각되었다.

둘째, 외채 만기구조의 단기화는 자본자유화에 따른 외채구조 선진화로 해석할 수 있었다. 단기금리가 장기금리보다 낮은 국제금융시장의 이자율 만기구조(term structure of interest rate)를 고려할 때 신용도가 높은 선진국일수록 단기외채에 의존하는 경향이 높다. 따라서 한국의 외채구조 단기화의 원인이 오히려 한국 금융기관 신용도의 상승 때문이라고 해석할 수도 있었다. 예를 들어 대외신용도가 높은 대만의 단기외채 비율은 우리보다 높은 편이다.<sup>14)</sup> 또한 정부 규제 역시 장기차입에 대한 규제가 단기차입에 대한 규제보다 심한 편이었다. 단기차입에 대

12) 1996년 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 태국의 단기부채 대비 외환보유고는 각각 73%, 186%, 84%, 109%이었으며 1개월분 수입액 대비 외환보유고는 각각 6.7배, 4.0배, 3.5배, 6.2배였다.

13) 특히 외환위기를 경험한 다른 국가들과 비교해 볼 때 1995년 이후 해외직접투자가 두드러지게 감소하였다. 이는 이 기간 한국의 경영여건이 매우 악화되었음을 의미하며 동시에 정책적으로도 시사하는 바가 매우 크다고 생각된다.

14) BIS(1998) 자료를 통해 단기외채의 비중을 구해 보면 1996년 말 한국 67%, 태국 65%, 인도네시아 61%, 필리핀 58%인 반면 신용도가 높은 대만의 경우에는 84%로 나타난다. 참고로 BIS의 외채통계는 보고지역(reporting area) 은행의 외화자산 내역만을 집계한 것이므로 각국이 발표하는 외채통계와는 차이가 있음을 밝혀 둔다.

한 규제가 미온적이었던 것은 과거 단기외채가 주로 무역금융과 관련되었기 때문에 이를 특별히 규제하지 않았던 관행 탓도 있었다.

셋째, 한국의 경우 단기외채가 주로 금융기관을 통해 조달되었기에 금융기관 간 존재하는 장기 유대관계를 고려할 때 이를 연장하는 데 큰 위험이 없다고 판단되었다. 이는 대부분의 외채가 금융기관보다는 개별기업에 의해 조달된 인도네시아의 경우와는 대조되는 사실이다.<sup>15)</sup> 또한 한국의 경우 금융기관의 외채가 대부분 정부지급보증 없는 순수 민간채무이었기에 외채규모의 증가가 곧바로 국가 지급부담으로 인식되지 않았다. 이에 반해 멕시코의 경우에는 테소보노(Tesobonos)라는 달러화표시국채의 증가가 국가신용도 하락의 주요 원인이었다. 결론적으로 1990년 중반 들어 외채규모가 증가한 것은 사실이나 적어도 1997년 초반까지 한국은 다른 동남아 국가에 비해 외채구조면에서 외국 투자자들로부터 호의적 평가를 받아 왔기에 단순히 외채규모의 증가가 국가신인도의 하락을 촉발했다고 결론지을 수는 없다.

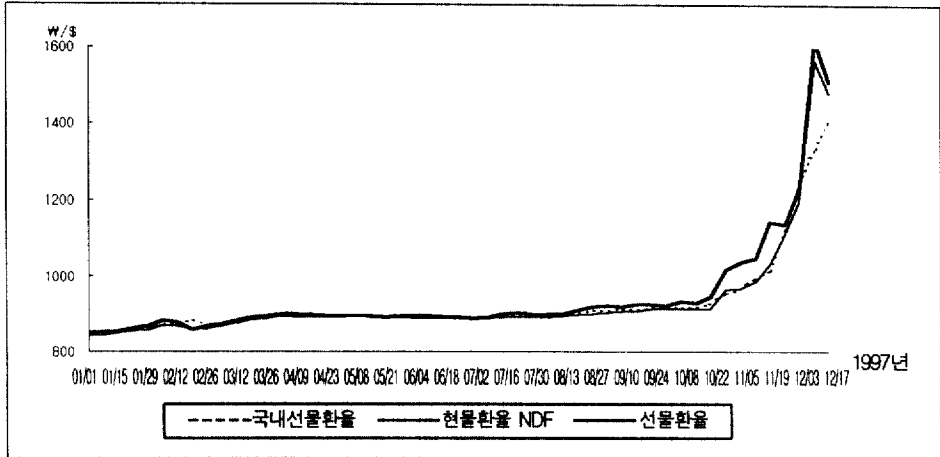
#### 4. 금융상품에 반영된 위기가능성

앞절에서 우리는 경상수지, 환율, 외채규모와 구조 등의 변화를 통해서는 1997년 초반까지 외환위기를 예견하기 힘들었음을 살펴보았다. 이러한 주장은 채권 수익률스프레드 및 선물환율의 변화를 분석해 보아도 확인할 수 있다. 달러화 표시 한국 국채와 미국 재무부 발행 국채 간 금리차이는 만기가 같은 조건에서라면 국가부도에 대한 위험 프리미엄을 반영한다. 이 절에서는 국채에 준하는 신용도를 가지고 있다고 볼 수 있는 2005년 만기 산업은행 글로벌채권의 수익률 자료를 사용하여 국가부도위험 증가가 언제부터 시장에 반영되었는지 분석하기로 한다. 한편 원-달러 선물환 프리미엄은 원화의 평가절하에 대한 기대를 반영한다. 따라서 선물환율 자료를 분석함으로써 원화의 평가절하가 언제부터 본격적으로 예상되었는지 짐작할 수 있다.<sup>16)</sup>

15) BIS(1998) 자료를 사용하여 전체 외채 중 금융기관 외채가 차지하는 비중을 계산해 보면 1996년 말 한국 65%, 태국 37%, 인도네시아 21%, 필리핀 39%, 대만 58%로 나타난다. 인도네시아의 경우 비금융기관 외채의 비중이 66%에 달한다.

16) 자본이동이 자유롭다면 원화표시 채권과 달러표시채권의 금리차이는 원화의 기대평가절하율을 반영한다. 그러나 한국의 원화표시 채권시장은 개방되어 있지 않았으므로 원화의 기대평가절하율을 보기 위해 선물환 자료를 사용하였다.

〈그림 3〉 국내선물환시장과 NDF시장에서의 원-달러 선물환율(1개월물)

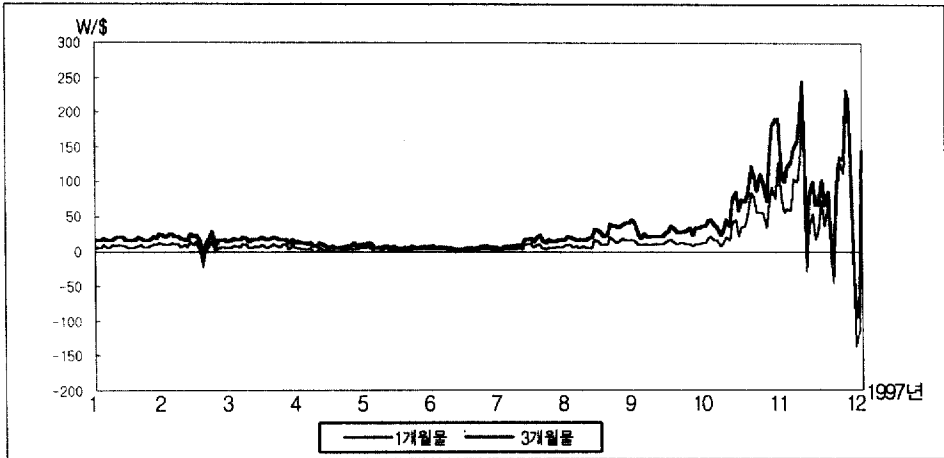


자료: Prebon-Yamane (Hong Kong) Limited.

〈그림 3〉은 국내 선물환시장에서의 원-달러 선물환율(1개월물)과 역외선물환 시장인 NDF(non-deliverable forwards)시장에서의 원-달러 선물환율(1개월물)을 현물환율과 함께 보여 준다. NDF시장은 1994년부터 홍콩과 싱가포르에 형성된 원-달러 선물시장으로 만기일에 원금교환을 하지 않고, 차액만을 결제함으로써 원화 없이도 거래가 이루어지는 시장이다. 그림에서 볼 수 있듯이 1997년 7월 이전에는 선물환율과 현물환율은 거의 같은 수준을 유지하고 있다. 이는 앞절에서 주장하였듯이 적어도 1997년 상반기까지 투자자들이 원화의 급격한 평가절하를 예상하지 못했음을 보여 주는 증거이다. 그러나 1997년 7월 이후부터 NDF시장의 선물환율이 현물환율보다 빠르게 상승하는 것으로 보아 외환위기가 본격적으로 시작되기 전인 10월 말 이전 투자자들이 원화의 평가절하를 예상하였다고 볼 수 있다. 이에 반해 국내선물환시장의 선물환율은 11월 초까지도 거의 평가절하를 예상하지 못하고 있다. 이는 국내선물환시장의 거래규모가 작고 비효율적인 데도 원인이 있지만, 통화당국이 원-달러환율의 안정을 위해 선물환시장에 개입한 데 더 큰 원인이 있다. NDF시장과 국내선물환시장 간에 이처럼 차이가 날 수 있는 것은 재정행위(arbitrage)가 한국의 외환관리규정상 제한되어 있기 때문이다.<sup>17)</sup>

17) 물론 국내에 진출한 외국환은행과 이면계약을 통해 원-달러 선물환매매가 가능하므로 어느 정도 재정행위가 이루어질 수 있다. 그러나 NDF시장에서 형성된 선물환율은 재정거래보다 투자심리를 통해 국내외환시장에 영향을 준다.

〈그림 4〉 1997년중 NDF시장의 원-달러 선물환 프리미엄



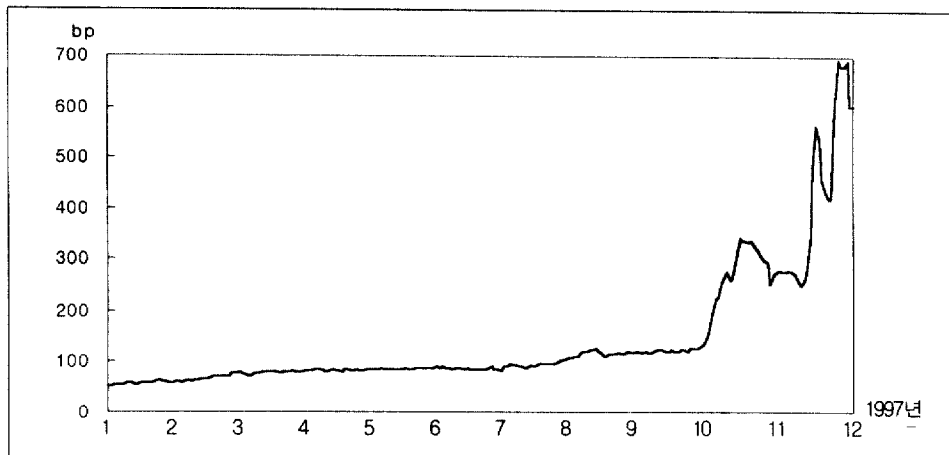
자료: Prebon-Yamane (Hong Kong) Limited.

〈그림 4〉는 NDF시장의 원-달러 선물환율과 현물환율과의 차이, 즉 선물환 프리미엄을 나타낸다. 가는 실선은 1개월물의 경우이며 굵은 실선은 3개월물의 프리미엄이다. 그림을 보면 선물환 프리미엄이 1997년 7월 말이 되어서야 증가하기 시작한다. 그러나 그 크기가 10월 말까지는 1개월물의 경우 20원, 3개월물의 경우 50원을 초과하지 않았던 것을 볼 때, 이 때까지도 투자자들은 원화의 평가절하가 완만하리라 예상했던 것 같다. 실제로 외환위기 상황이 본격화된 11월 초에 이르러서야 선물환 프리미엄이 급격히 증가한다. 무엇이 투자자들의 예상을 변화시켰는지에 대해서는 다음 장에서 자세히 논의하기로 하자.

다음으로 〈그림 5〉는 2005년 만기 산업은행 글로벌채권과 미국 재무부 채권간의 수익률스프레드를 보여 준다. 앞에서 설명한 대로 이는 한국의 국가부도에 대한 위험프리미엄 척도를 반영한다. 수익률 격차의 움직임을 보면 1997년 초 노사분규 및 한보철강의 부도로 인해 일시 증가하다가 4월 이후 6월까지 다시 안정화된 모습을 볼 수 있다. 그 후 완만한 증가를 보이던 수익률 격차는 10월 이후 급격히 증가하게 된다. 이로부터 우리는 채권스프레드의 변화를 통해서도 1997년 상반기까지 외환위기의 징후를 찾기 어려움을 확인할 수 있다.<sup>18)</sup> 국가부도에 대한 외국 투자자의 인식변화시점을 찾자면 1997년 10월경이라 짐작할 수 있다. 수익률 격차를 초래한 구체적 요인이 무엇이었는지는 다음 절에서 보다 자세히 분석하기로 하자.

18) 1996년 하반기에는 수익률스프레드가 오히려 감소한 모습을 보인다.

〈그림 5〉 달러화표시채권의 수익률스프레드(1997년 1-12월)



자료: Bloomberg.

## 5. 외환위기 발생확률의 추정

이 절에서는 계량모형을 사용하여 한국 외환위기의 발생확률을 추정하고 이를 멕시코 및 기타 동남아 국가들의 경우와 비교해 보고자 한다. 이는 앞에서 살펴본 여러 개별 경제변수들의 영향을 확률이라는 하나의 지표로 나타낼 수 있다는 점에서 장점을 가지고 있다. 지난 10여 년간 외환위기를 예측하는 데에 여러 실증분석방법이 발전되어 왔다(Frankel and Rose, 1996; Eichengreen, Rose and Wyplosz, 1996). 이들은 주로 Probit 모형을 사용하여 어떠한 경제변수가 외환위기를 예측하는데 설명력이 큰지를 분석하였다. 본고는 이 중 Frankel and Rose(1996)의 모형에 근거하여 한국, 멕시코, 동남아 국가의 외환위기 발생확률을 추정한 저자들의 논문(Park and Rhee, 1998)결과를 인용하고자 한다. 모형의 추정방법, 변수의 정의, 자료출처 등 세부사항은 본고에서는 별도로 설명하지 않을 것이므로, 이들에 대해서는 Frankel and Rose(1996)나 Park and Rhee(1998)를 참조하기 바란다. 다만 다음과 같은 세 가지 점에서 아래의 실증분석 결과는 Frankel and Rose의 방식과 차이가 있다.

첫째, 추정에 포함된 국가는 105개 개발도상국으로 Frankel and Rose의 분석과 동일하나 표본기간을 1971-1994년으로 2년 연장하였다. 둘째, 설명변수의 유용성을 검증하는 것이 Frankel and Rose의 목적이었으나 본고의 목적은 외환위기의 발생확률을 구하는 것이므로 설명변수를 1996년 동남아 국가자료를 구할



수 있는 8개 변수로 한정할 수밖에 없었다.<sup>19)</sup> 회귀분석에 포함된 설명변수는 총 외채 중 단기외채가 차지하는 비중, GDP 대비 총외채 비율, 1인당 실질 GNP 성장률, 1개월 수입금액 대비 외환보유고, GDP 대비 재정수지 비율, 총외채 대비 순해외직접투자, 국내신용증가율, GDP 대비 경상수지 비율 등 8개 변수이다.<sup>20)</sup> 셋째, 이 8개 변수를 설명변수로 한 Probit모형을 1971-1994년의 105개 개발도상국 자료를 사용하여 추정한 후 1996년 설명변수값을 추정식에 대입하여 각국의 외환위기 발생확률을 계산하였다. 회귀모형으로는 설명변수에 시차를 주지 않은 모형(모형 I)과 1년 시차를 준 모형(모형 II) 두 가지를 추정하여 보았다. 즉, 모형 I은  $t$ 기의 외환위기 발생여부를  $t$ 기의 설명변수 값에 회귀분석한 결과이며, 모형 II는  $t$ 기의 외환위기 발생 여부를  $t-1$ 기 설명변수 값에 회귀분석한 결과를 의미한다.

추정결과는 <표 4>와 <표 5>에 요약되어 있다. <표 4>는 Probit 모형의 계수와  $t$ 값을 보여 주며 <표 5>는 각 설명변수의 1996년 값 및 추정된 외환위기 발생확률을 국가별로 정리하였다.<sup>21)</sup> 앞에서 설명한 바대로 모형 I은 설명변수에 시

<표 4> Probit모형의 추정결과

	Model I		Model II	
	계수	$t$ -value	계수	$t$ -value
단기외채/총외채	0.0030	0.60	0.0101	2.22
총외채/GNP	0.5076	3.96	0.0594	0.46
1인당 실질GNP 성장률	-0.0525	-4.96	-0.0363	-3.79
외환보유고/수입액	-0.0087	-0.40	-0.0377	-1.74
재정수지/GDP	0.0122	1.13	-0.0164	-1.74
순해외직접투자/총외채	-0.0345	-3.42	-0.0329	-3.41
국내신용 증가율	0.0024	4.98	0.0005	3.09
경상수지/GDP	0.0241	3.07	0.0120	1.69
표본개수	1,080		1,111	
Dep=1인 관측치	116		128	
Dep=0인 관측치	964		983	
Log Likelihood	-306.27		-361.8751	

자료: The World Bank. *World Data CD-ROM*, 1995.

19) Frankel and Rose가 사용한 설명변수는 총 16개이다.

20) 순해외직접투자는 해외직접투자 유입에서 유출을 제외한 값을 의미한다.

21) 멕시코의 경우는 1993년 자료를 대입하여 확률을 계산하였다. 또한 총외채 대비 해외직접투자 비율은 1996년 자료를 구할 수 없는 국가가 있기에 모든 동남아 국가에 공통적으로 1995년 자료를 사용하였다.

차를 주지 않은 경우이며, 모형 II는 설명변수에 시차를 준 경우를 의미한다. 결과를 해석하기에 앞서 본고의 Probit모형은 Panel분석을 한 것이 아니라, 모든 관측치를 pool하여 사용한 결과이기에 국가별 개별효과가 고려되지 않았음을 강조해 둔다. <표 4>에서 볼 수 있듯이 경상수지와 재정수지를 제외하고 모든 설명변수의 계수는 대부분 일반상식에 부합하고 있다. 즉, 경제성장률, 수입금액 대비 외환보유고, 해외직접투자 유입률이 높을수록 외환위기확률은 낮아지며 총외채, 단기외채 비율이 높을수록 외환위기확률은 증가한다. 한 가지 설명하기 어려운 것은 경상수지와 재정수지의 영향이 비록 통계적으로 유의하지는 않지만 기대한 방향과 다르게 나타나고 있는데, 이는 Frankel and Rose에서도 볼 수 있었던 결과이다.

<표 5>를 보면 비록 추정된 확률 자체는 높지 않지만 놀랍게도 한국의 외환위기 발생확률이 멕시코와 동남아 국가에 비해 낮지 않은 사실을 발견할 수 있다. 모형 I에 의하면 한국의 외환위기 발생확률은 8%로서 비교대상 6개국 중 멕시코, 필리핀에 이어 세 번째이다. 모형 II에 의하면 한국의 발생확률은 19%로서 6개국 중 가장 높은 확률을 보이고 있다. <표 4>에 나타난 추정계수를 고려해 볼 때

<표 5> 외환위기의 발생확률

설 명 변 수	한 국	인도네시아	태 국	말레이시아	필리핀	멕시코
단기외채/총외채(%)	58.9	24.8	40.7	41	26.6	23.1
총외채/GNP	0.26	0.534	0.504	0.392	0.649	0.332
1인당 실질GDP성장률(%)	5.9	6.1	5.2	5.3	5	-2.1
외환보유고/수입액(months)	2.65	6.73	6.27	4.09	3.52	4.1
재정수지/GDP(%)	-1.1	0	1.5	-0.5	-0.1	-1.7
순해외직접투자/총외채(%)	-1.36	3.24	1.26	11.13	1.99	4.15
국내신용증가율(%)	19.3	22.7	14.03	12	40.2	11.48
경상수지/GDP(%)	-4.7	-4	-8.5	-7.4	-4.4	-6.42
외환위기 발생확률						
Model I	0.081	0.062	0.068	0.030	0.095	0.092
Model II	0.195	0.065	0.093	0.064	0.100	0.121

주: 1) 멕시코의 경우 설명변수는 1993년 수치임.

2) 순해외직접투자/총외채는 1995년 수치임. 기타 변수는 1996년 수치임.

자료: IMF, *International Financial Statistics*, various issues.

\_\_\_\_\_, *Balance of Payment Statistics*, various issues.

JPMorgan, *Asian Financial Markets*, various issues.

이러한 결과는 해외직접투자자유입률에 의해 가장 크게 영향받은 것 같다. 기타 설명변수들의 수치를 비교해 보면 한국이 비교국가들에 비해 그리 나쁜 편이 아닌 반면 해외직접투자자유입률은 가장 낮다. 이는 1990년 중반 이후 한국의 경영여건이 나빠지면서 해외직접투자 유입이 둔화된 것을 일찍이 외환위기의 경고로 받아들여야 했음을 시사한다.

추정된 Probit모형의 결과는 선택된 설명변수에 따라 안정적(robust)이지 않을 수 있다. 향후 Frankel and Rose가 사용한 16개 변수값이 모두 사용가능해질 때 본고의 결과를 확인해 보는 것은 매우 흥미로운 일일 것이다. 그러나 추정된 확률 그 자체에 큰 의미를 부여하지 않더라도 다음과 같은 결론을 내리는 것은 무리가 아니라고 생각한다. 첫째, 추정된 확률이 그리 크지 않은 것을 볼 때 1996년 말까지 외환위기의 발생을 예측하기는 어려웠다. 둘째, 그러나 멕시코나 동남아 외환위기는 당연한 반면 한국의 외환위기는 날벼락이라고 주장하는 것은 근거 없는 믿음이라고 생각한다.

### III. 외환위기의 전개과정

앞장에서 살펴본 바와 같이 1997년 초까지 한국의 경제상황은 악화되었으나 외환위기로 치달을 정도로 심각하지는 않았다. 이 장에서는 1997년 발생한 주요 사건들과 경제정책이 어떻게 외국 투자자들의 신뢰상실을 촉발시켰는지 분석해 보고자 한다.<sup>22)</sup> 이를 위한 가장 좋은 방법은 외국인의 시각에서 이들 사건을 평가하는 것이라 생각되어, 본고는 외국의 주요 언론기관·투자기관들이 지난해 해 동안 보도한 한국 관계문서를 분석하였다. 특히 국제신용평가기관인 Standard and Poor's(이하 S&P)나 Moody's가 한국의 신용등급을 조정한 경위에 대해 집중 논의할 예정이다.<sup>23)</sup> 이와 함께 원-달러 선물환율이나 달러화표시 채권 수익률 스프레드의 일별 움직임을 분석함으로써, 어느 사건이 외국 투자자들의 신뢰

22) 이런 의미에서 이영섭·이종욱(1998)은 최근 한국의 외환위기를 '날벼락(sudden death)'이라고 불렀다. 그러나 이를 초래한 배경요인들이 그간 꾸준히 축적되어 오고 있었다는 점을 강조하면 '날벼락'보다는 '돌연사(sudden death)'라고 부를 수도 있을 것이다. 물론 이는 한국 경제가 죽었음을 의미하지는 않는다.

23) 국제신용평가회사의 결정은 상황변화를 예측하기보다는 상당한 시차를 두고 사후적으로 이를 확인하는 경우가 대부분이다. 따라서 신용평가 조정시점과 외국 투자자들의 신뢰상실 시점 간에는 상당한 시차가 있음을 고려하여야만 한다.

를 결정적으로 상실시켰는지 평가할 수 있을 것이다. 제3절 제1항은 1997년 발생한 주요 사건 및 이들의 영향을 월별로 정리하였으며, 제Ⅲ절 제2항은 중요성에 비추어 외환보유고 관리정책을 별도로 분석하고 있다.

## 1. 외국 투자자의 신뢰변화

### (1) 1997년 1-2월

한국 경제가 국내총생산의 5%에 달하는 경상수지 적자를 기록하고 경기침체가 예상보다 길어지자, 1997년 초부터 외국 투자자들은 한국 경제를 주의깊게 보기 시작하였다. 그러나 이 때까지만 해도 한국 경제의 장기전망에 대한 해외투자자들의 신뢰는 동요되지 않았다. 이는 연초 Moody's나 S&P가 한국의 장기신용등급을 각각 A1과 AA으로 유지한 데서도 확인할 수 있다. 그러나 이러한 상황은 노동개혁입법을 둘러싼 파업사태와 한보그룹의 부도라는 두 악재로 인해 1월 중순 이후 악화되기 시작한다.

1996년 12월 26일 정리해고제 등을 주요 내용으로 하는 노동관계법 개정안이 국회에서 기습통과되자 전국적으로 총파업사태가 시작되었다. 파업사태는 1997년 1월 말 정부가 노동관계법 개정안을 재론하기로 함에 따라 한 달 여만에 진정되었지만 이미 파업으로 인한 생산차질액은 2조원을 초과하였다. 더욱이 1월 23일에는 재벌순위 14위인 한보그룹이 부도를 냈으며, 한보그룹의 부채규모는 은행과 종합금융회사 등 61개 금융기관에 걸쳐 약 60억달러에 달하였다. 한보부도는 외국 투자자에게 한국 금융부문의 취약성, 재벌, 정부 그리고 금융기관 간의 어두운 관계를 확인할 수 있는 기회가 되었다. 노사분규와 한보사태를 주이유로 2월 19일 Moody's는 한보그룹에 대한 대출규모가 큰 3개 은행(한국의외환은행, 제일은행, 조흥은행)의 장기신용등급을 하향조정하였다.

그러나 주목할 점은 이들 은행에 대한 신용등급 하향조정이 한국의 국가신용등급에 대한 부정적 시각을 의미하지 않았다는 사실이다. 오히려 Moody's는 한보부도 처리과정에서 한국 정부가 보여 준 태도를 긍정적으로 평가하였다. 과거에는 대기업이 부도를 내면 파급효과를 염려하여 보다 큰 재벌그룹에 이를 인수시키고 그 대가로 특별융자를 제공하는 것이 대기업부도에 관한 정부정책이었다. 그러나 한보부도에 대한 정부처리는 이와 달리 시장원칙을 강조하였으며 Moody's는 이를 금융기관에 자율성과 책임을 부여하는 개혁의지로 해석하였다. 이로부터

우리는 당시 외국 투자자들이 한국의 국가신용도와 개별 금융기관의 신용도를 엄격히 분리해서 평가하고 있었음을 알 수 있다.

이 기간의 국가신용에 대한 외국 투자자들의 신뢰가 함이 없었다는 사실은 준국채로 볼 수 있는 한국산업은행 발행 달러화표시 글로벌채권 수익률스프레드로부터도 확인할 수 있다. <표 6>에서 볼 수 있듯이 1996년 9월 27일 59bp였던 스프레드가 1997년 2월 28일에는 63bp로서 그 동안 큰 변화가 없었음을 알 수 있다.

<표 6> 외환위기의 전개과정

	수익률스프레드 (bp)	현물환율 (원/달러)	선물환율 (원/달러)	회사채수익률 (%)	종합주가지수
1996 9/27	59	825	834	12.4	793
12/27	56	843	860	12.7	651
1997 1/31	57	861	885	12.0	685
2/28	63	863	881	12.4	676
3/31	72	897	912	12.5	677
4/30	85	892	902	12.5	703
5/30	85	891	899	11.8	746
6/30	85	888	896	11.7	745
7/31	90	892	909	11.9	726
8/29	120	900	940	12.1	704
9/30	119	914	948	12.6	647
10/31	269	965	1,082	12.6	470
11/28	277	1,112	1,233	15.6	411
12/23	693	1,965	1,830	31.0	366
1998 1/30	357	1,689	1,585	18.5	558
2/27	335	1,633		20.5	548

주: (1) 수익률스프레드는 한국산업은행이 발행한 10년 만기 달러화표시 글로벌채권과 만기가 같은 미국 재무부 증권 수익률간의 차이임.

(2) 선물환율은 홍콩 NDF시장에서의 3개월물 원-달러 선물환율임.

(3) 회사채수익률: 3년 만기 회사채 유통수익률

자료: Lehman Brothers, *Yankee Market Investor*, various issues, 매일경제신문.

## (2) 1997년 3-6월

이 시기는 마치 폭풍전야의 정적처럼 해외투자자들의 투자심리에 별다른 변화가 없었던 시기이다. 물론 이 기간중에도 국내 경제는 여러 구조문제와 경기침체의 여파를 겪고 있었다. 한보부도에 이어 대기업부도가 연이어 발생하였고, 그 가운데 3월 19일 부도를 낸 삼미그룹이나 4월 21일 부도를 낸 진로그룹은 모두 30대 재벌에 속한다. 뿐만 아니라 한보사태는 정치적 사건으로 비화되어 대통령의 아들과 비서관이 구속되기도 하였다.

이러한 문제에도 불구하고 외국 투자자들은 여전히 한국의 국가신용과 개별 금융기관의 신용을 구분하여 보고 있었다. 예를 들어, 4월 18일 S&P는 주력 대출업체의 연쇄도산으로 부실채권 규모가 급증한 제일은행의 신용등급을 하향조정하면서도 한국의 국가신용등급은 여전히 AA로 유지하였다. 뿐만 아니라 5월 이후에는 한국 경제에 대한 외국 투자자들의 신뢰가 오히려 호전되는 기색도 보였다. 이와 같은 사실은 <표 6>에서 산업은행 채권 스프레드가 3월과 4월에는 잇단 재벌그룹의 부도로 20bp나 상승하였다가 5월과 6월에는 안정세를 보인 점에서도 확인할 수 있다. 원화의 기대평가절하율을 반영하는 선물환 프리미엄 역시 5월과 6월 안정되는 패턴을 보여 준다. 지금 와서 돌아보면 5월과 6월에 상황이 일시적으로 호전된 것이 오히려 한국 경제에 해가 되었다고 생각할 수 있다. 일시적인 상황호조가 정부에게 당면한 구조조정 문제를 과소평가하게 만들었기 때문이다.<sup>24)</sup>

## (3) 1997년 7-9월

만일 외환위기를 조기진화하지 못한 것에 대해 정책당국의 책임을 묻는다면 바로 이 시기부터 그럴 수 있을 것이다. 6월 하순부터 발생한 다음 사건들이 해외투자자들에게 한국 경제를 다시 한번 돌아보게 만들었다.

첫째, 잇단 대기업 부도에 이어 은행의 상반기 경영성고가 예상보다 나쁘게 나타나자 외국 투자자들은 한국 정부가 부실화된 재벌과 금융기관을 더 이상 방치하지 못할 것이라 판단하였다. 즉, 개별기관과 국가신용도를 구분해 평가해 왔던 이제까지의 태도를 버리고 외국 투자자들은 금융기관 구제를 위한 재정부담을

24) 물론 3월에도 한국이 멕시코와 같은 외환위기를 겪을 수 있다는 예측보도가 존재한다. 3월 31일자 Barron's의 한 기사는 'The Tsunami or the Trough? South Korea Has the Worst of Several World?'라는 제목을 달고 있다. 그러나 이 기사 역시 제목과는 달리 결론부분에서 파국에 대한 부정적 견해를 비중 있게 보도하였다.

염두에 두기 시작하였다. 이와 같은 시각변화를 반영하듯 Moody's는 한국의 국가신용등급을 A1으로 유지하는 대신 신용전망을 '안정적'에서 '부정적'으로 바꾸었다.

둘째, 7월 2일 태국 바트화 평가절하를 계기로 동남아 외환위기가 인도네시아, 필리핀, 말레이시아 등으로 확산되었다. 이에 따라 한국 경제에 대한 외국 투자자들의 주의가 환기된 상황에서, 설상가상으로 7월 15일 기아자동차가 사실상 부도나 다름이 없는 부도방지협약을 신청하였다. 곧바로 신용평가기관들은 기아자동차에 대한 대출규모가 큰 은행들의 신용등급을 하향조정하였으며 이들을 구제하기 위해 정부가 치러야 할 재정비용이 국내총생산의 20%에 달할 것이라고 추정하였다.<sup>25)</sup> 이와 같은 전망으로 인해 7월 30일 Moody's는 정부출자기관인 한국산업은행의 신용등급을 하락시켰으며, 같은 이유로 8월 6일 S&P는 한국의 국가신용등급 전망을 '안정적'으로부터 '부정적'으로 바꾸었다.<sup>26)</sup> 국가신용등급 전망의 하향조정으로 말미암아 민간기업과 금융기관의 해외자금조달은 점차 어려워졌으며 차입조건도 악화되었다. 이러한 사실은 7-8월중 산업은행 채권의 스프레드와 선물환율이 급등한 점에서도 볼 수 있다.

셋째, 동남아시아 통화위기에 대해 한국 정부는 효과적으로 대응하지 못하였다. 민간부문의 해외차입이 어려워지자 8월중 정부는 금융기관 부채의 지급보증을 선언하였다. 이와 같은 선언은 정책의도와는 달리 민간부문의 신용위기가 국가 신용위기로 확산되는 공식적인 길을 터 주었다는 점에서 중대한 실수라 생각된다. 이런 점에서 한국 정부는 태국의 외환위기로부터 아무런 교훈도 배우지 못했다고 할 수 있다. 태국 역시 금융기관 부채를 정부가 지급보증한 4월 이후 국가신용등급이 하락하면서 민간의 해외차입이 더욱 어려워지고 결국 7월의 외환위기가 시작되었다.

이와 같은 상황변화에도 불구하고 이 당시만 해도 한국이 태국과 같은 외환위기를 겪으리라 확신한 사람은 드문 듯하다. 예를 들어 Moody's는 “과거 한국 정부가 위기관리를 효과적으로 해 온 점으로 미루어 보아 이번에도 정부가 외채누적을 막기 위해 적절한 경제정책을 시행할 것으로 기대한다”고 발표하였다. 불행

25) 재벌기업 연쇄부도사태가 발생하기 전인 1997년 2월까지만 해도 이들이 추정한 재정비용은 국내총생산의 5%에 불과하였다.

26) 북한의 식량문제와 붕괴가능성도 신용전망 조정이유 중 하나로 언급되고 있지만 그다지 큰 영향을 준 것으로 보이지 않는다.

히도 그 후 한국 정부의 대응은 Moody's의 기대에 근접조차 하지 못했다.

#### (4) 1997년 10-11월

10월에 접어들면서 상황은 돌이킬 수 없게 악화되었다. 외국 투자자들은 동남 아시아 외환위기가 터진 상황에서도 한국 정부가 부실금융기관과 기업의 개혁을 미루고 있다고 보도하기 시작하였으며, 다가오는 12월 18일 대선 때문에 향후 한국 정부가 취할 수 있는 정책 역시 매우 제한될 것으로 전망하였다. 이러한 상황에서 정부는 외국 투자자들의 우려를 가중시키는 중대실수를 범하게 된다. 10월 22일, 3개월간의 실랑이 끝에 정부는 부도상태에 처한 기아그룹을 산업은행 출자를 통해 구제하기로 결정하였다. 이 때가 바로 민간금융기관 부도가 국가부도로 인식이 전환되는 순간이라 할 수 있다. 또한 공교롭게도 바로 다음날인 10월 23일 홍콩의 주가가 폭락하였고, 이에 따라 외국 투자자들이 가지고 있던 아시아 경제에 대한 신뢰는 돌이킬 수 없이 무너졌다. 10월 24일 S&P는 한국의 국가신용을 오랫동안 유지되어 온 AA-로부터 A+로 하향조정하였고, 장기신용전망도 '부정적'으로 바꾸었다. S&P는 기아자동차의 공기업화에 대해 "이번 구제조치가 단기적인 압력을 완화시킬 수는 있겠지만 장기적으로 한국 경제에 부정적 영향을 줄 것임이 너무나도 자명하다"라고 혹독히 비난하였다. 산업은행의 국채가격은 정크본드 수준으로 떨어졌으며 투자자들은 세계 11위 규모의 한국 경제가 멕시코와 같은 경제위기로 치닫고 있음을 걱정하였다. 기아자동차의 공기업화 발표 전에 128bp였던 산업은행 채권 스프레드는 불과 열흘만에 269bp로 넓어졌다.

10월 말은 또한 한국 금융기관의 신용위기가 외환위기로 발전된 시기이다. 기아자동차 공기업화와 홍콩 주가폭락이라는 두 사건은 외국자본의 대량유출사태를 야기시켰다. 외국은행들은 단기외채 연장을 거부하였고, 이에 따라 기업과 금융기관들은 외채 원리금상환에 필요한 외화마련을 위해 서울 외환시장에서 달러를 구매하였다. 그 결과 국내 외환시장에서의 외환수급불균형으로 10월 21-31일의 원-달러 환율은 달러당 915원에서 965원으로 치솟았다. 원화의 평가절하는 11월에 들어 더욱 가속되는데, 정부는 외환시장개입을 통해 외환보유고의 상당 부분을 낭비함으로써 이를 더욱 부채질하였다. 11월 초 한국은행은 외환보유고가 300억달러라고 발표하였으나 외국 투자자들은 한국의 실제 외환보유고가 150억 달러밖에 되지 않을 것이라고 추정하였다.<sup>27)</sup> 이들은 공식적으로 발표된 수치에

27) 150억달러는 약 5주일분의 수입액 또는 단기외채의 5분의 1밖에 안 되는 금액이다.



선물환시장 개입을 통해 정부가 매도한 달러가 포함되지 않았음을 잘 알고 있었다. 태국 정부도 7월 이전 바트화 방어과정에서 외환보유고의 2/3정도를 선물환시장 개입을 통해 소진한 것을 외국 투자자들은 기억하고 있었다. 상황을 잘못 인식한 한국 정부는 외환보유고와 대외신인도를 한꺼번에 잃어버리게 되었다. 외환보유고 관리에 대해서는 다음 절에서 보다 자세히 논의하기로 하자.

외환보유고가 고갈되는 상황에서 정부는 문제의 심각성을 인식하지 못하고 금융개혁법안을 통과시키는 데 시간과 노력을 낭비하였다. 안이하게도 정부는 금융개혁법안이 통과되면 외국 투자자들의 신뢰가 회복되리라 판단했던 것 같다. 그러나 이미 한국 경제의 장기전망은 투자자들의 관심사가 아니었다. 투자자들은 오직 한국 정부가 단기유동성 문제를 해결할 수 있는가만을 관심 있게 주시하였다. 그럼에도 불구하고 정부는 무역관련 이외의 선물환거래를 금지시키고, 해외 언론기관에 한국관련 과장보도를 시정해 달라고 요구하는 등 구태의연한 대응만을 계속하였다. 정부정책에 실망한 외국 금융기관들의 냉소적 반응 때문에 산업은행 채권 스프레드는 11월 중순 340bp까지 상승하였고, 원-달러 환율은 달러당 1,000원이라는 심리적 저지선을 돌파하였다. 일일 환율변동폭을 10%로 늘림으로써 외환시장의 수급기능을 살려 보려는 정부의 마지막 시도가 실패로 돌아가자 결국 정부는 11월 21일 IMF에 구제금융을 요청하게 된다. 이에 따라 11월 25일 S&P는 한국의 신용등급을 A+로부터 A-로 낮추었고, 뒤이어 11월 28일 Moody's도 신용등급을 A1으로부터 A3로 하향조정하였다. 이들의 보고서에는 “한국의 금융사정이 급격히 악화되고 있는 반면 당국은 여전히 위기의 심각성을 인식하지 못하고 효과적인 대응책을 세우는 데 소극적이기 때문에 신용등급을 하향조정한다”고 써어 있다.

##### (5) 1997년 12월

12월 1일 한국은 IMF와 550억 달러에 달하는 구제금융 협약에 조인하였다. 그러나 IMF 역사상 가장 큰 규모의 구제금융 지원에도 불구하고 한국의 금융위기는 좀체 개선될 조짐을 보이지 않았다. <표 6>에서 볼 수 있듯이 1년 전만 해도 57bp에 불과하였던 산업은행 채권 스프레드는 12월 23일 693bp에 달하였으며, 1년 전에 비해 원화가치는 60%, 주가는 50% 떨어졌다. 3년 만기 회사채수익률은 17년만에 최고 수준인 30%에 달하였으며 1년 사이 8개 재벌그룹을 비롯하여 1만 7,000여 개 회사가 부도를 내고 쓰러졌다. IMF와의 구제금융협정 이후 상황이 오히려 급속히 악화된 원인을 분석해 보자.

우선 IMF와의 협상과정에서 한국의 단기외채가 공식적으로 발표된 수치의 두 배에 달한다는 사실이 밝혀졌다. 한국 금융기관과 기업 그리고 이들의 현지법인이 차입한 역외금융차입까지를 포함시킬 경우 한국의 단기외채 지불부담은 1,000억달러에 달하리라는 추정이 나돌았다. 정부는 12월 중순까지 이러한 추측의 사실 여부를 공식적으로 확인시켜 주지 않음으로써 오히려 외국 투자자들의 추측이 무성해지는 것을 방지하였다. 투자자들을 경악시킨 또 하나의 사건은 IMF 구제금융이 결정된 12월 1일 가용외환보유고가 한국은행이 공식적으로 발표한 수준보다 훨씬 적은 50억달러밖에 되지 않았다는 사실이다.<sup>28)</sup> 이로 인해 한국 정부의 대외신용은 바닥으로 떨어졌으며 한국 경제의 투명성이 중요 문제로 등장하였다.

둘째, 구제금융 결정 이후 IMF와의 불필요한 불협화음으로 인해 외국 투자자들의 신뢰가 더욱 하락하였다. IMF 구제금융지원에 대해 한국의 반응은 매우 부정적이었다. 국내언론은 IMF를 협력상대로서가 아니라 경제침략군으로 묘사하였으며 IMF 구제금융이 조인된 12월 1일을 한일합방 이후 가장 치욕스러운 국치일로 표현하였다.<sup>29)</sup> 대통령 후보는 당선이 되면 IMF와 재협상을 벌이겠다는 공약을 신문광고란에 싣기도 하였다. 더욱이 한국 정부와 IMF 간에는 부실금융기관의 처리에 대해 심한 의견대립이 있었다. 12월 8일 정부는 부실 정도가 가장 심한 제일은행과 서울은행을 폐쇄하는 대신 정부출자를 통해 구제하기로 결정하였다. 정부는 또한 대우그룹에게 부도위기에 빠진 쌍용자동차를 인수하도록 주선하면서 은행들 쌍용자동차의 부채상환기간을 유리한 조건으로 연장하도록 중재하였다. 이는 시장원리에 따라 부실금융기관과 기업을 우선적으로 도태시켜야만 외환위기를 진정시킬 수 있다는 IMF 프로그램의 기본정신에 정면으로 배치되는 조치였다. 이처럼 IMF와의 불협화음이 고조되자 외국 투자자들은 과연 한국이 IMF의 추가지원금을 받기 위한 선행조건을 충족시킬 수 있을까 의심하기 시작

28) 가용외환보유고가 정부발표보다 적었던 이유는 해외점포예탁금이 외화보유고에 포함되어 있었기 때문이다. 해외점포예탁금이란 한국은행이 금융기관의 해외지점에 예금한 외화를 말하는데, 평상시라면 회수하여 외환보유고로 사용할 수 있었겠지만 막상 외환위기가 시작되어 해외점포가 외환부족상황에 처함에 따라 사실상 사용불가능한 외환보유고가 되어 버렸다. 실제로 한국은행은 11월 중 국내금융기관 해외점포의 외화부도를 막기 위해 해외점포예탁금 형태로 상당량의 외환보유고를 공급하였고 이에 따라 가용외환보유고가 급격히 감소하였다.

29) 대부분의 지식인들은 한국이 이미 1980년대 초 IMF 구제금융을 통해 외환위기를 극복한 경험이 있음을 잊은 듯이 행동하였다.

하였다.

셋째, 개방경제에 대한 정부의 경험부족이 위기상황을 더욱 악화시켰다. 단적인 예로 IMF 구제금융이 조인된 후 불과 1주일만에 외화채권을 새로 발행하여 20억달러를 조달하려했던 시도를 들 수 있다. IMF 구제금융 조인으로 신뢰도가 회복되었으리라 생각한 정부는 달러화표시 한국산업은행 채권을 발행하여 신규 외화차입을 도모하였다. 그러나 정부의 기대와는 반대로 산업은행 채권발행 시점은 오히려 외국 투자자들을 더욱 놀라게 만들었다. 550억달러나 되는 지원금을 약속받고도 새로 20억달러나 되는 외화채권 발행을 시도하는 것을 보면 숨겨 놓은 외채가 더 있음이 뒤편다고 외국 투자자들은 추측하였다. 결국 산업은행채권 수익률스프레드가 500bp를 넘게 상승하자 정부는 12월 12일 채권발행계획을 백지화했다. 그러나 이러한 사건을 통해 외국 투자자들은 한국 정부가 과연 위기관리능력을 가지고 있는가 더욱 의심하게 되었다.

외환사정의 악화와 일련의 정책실수로 인해 12월 10일 Moody's는 한국의 신용등급을 A3에서 Baa2로 하향조정하였으며, 다음날 S&P사도 신용등급을 A-로부터 BBB-로 하향조정했다. 이들은 신용등급 하향조정의 주 이유로 외채관련정보의 불투명성, 그리고 IMF와 한국 정부 간의 불협화음을 들고 있다. 신용등급 조정은 금융시장에 즉각적인 반향을 가져왔다. 12월 9-12일, 단 사흘만에 산업은행 채권 스프레드는 280bp로부터 562bp로 증가했으며, 원-달러 환율은 달러당 1,332원으로부터 1,719원으로 뛰어 올랐다. 이러한 상황은 12월 중순 대선 이후까지 계속 악화되었다. 12월 19일 대통령 당선자가 기자회견을 통해 IMF와의 협약을 충실하게 준수하겠다고 발표하였지만 외국 투자자들의 신뢰를 회복시키기에는 역부족이었다. 12월 21일 Moody's는 한국의 신용등급을 Baa2로부터 Ba1으로 하향조정하였고, 22일에는 S&P가 신용등급을 정크본드(junk bond) 수준인 B+로 하향조정했는데, 이는 국제금융시장에서 장기채권을 발행할 수 있는 투자적격 등급보다 네 단계 아래에 해당한다. 이들은 신용등급 하향조정의 이유로 서울은행, 제일은행 등 부실금융기관을 폐쇄하는 대신 정부가 지원을 결정함에 따라 국가의 대외채무지불능력이 위협에 빠졌다고 강조하였다. 12월 23일 산업은행 수익률스프레드는 사상 최고수준인 693bp로 치솟았고, 환율은 달러당 1,964원으로 폭등하였으며, 한국의 종합주가지수는 366으로 폭락했다. 이로써 1997년중 원화는 달러화에 대해 60% 절하되었고 한국의 주가수준은 50% 하락한 것이다.

벼랑 끝까지 몰렸던 한국이 국가부도의 위험을 미룰 수 있게 된 것은 성탄절

전야 IMF와 8개 선진국으로부터 100억달러의 조기자금지원을 약속받았기 때문이다. 조기자금지원의 대가로 한국 정부는 그 동안 그토록 반대해 왔던 자본시장 개방 및 금융시장 구조조정을 포함해 최초의 IMF 협약조건보다 더욱 강한 조건들을 백기를 들고 수용하였다. 이 글을 쓰고 있는 현재, 한국의 외환위기는 1998년 1월 28일 채권은행단과의 단기외채 중장기 전환협정이 타결됨에 따라 불안한 가운데 진정기미를 보이고 있다.

## 2 정부의 외환시장 개입

1997년 11월과 12월에 한국의 외환위기가 극한상황으로 치달은 것은 단기외채 상환액에 비해 터무니없이 부족한 외환보유고 때문이었다. 외화유동성 문제의 중요성을 감안하여 이 절에서는 1997년 외환보유고의 동향과 외환시장 개입정책을 살펴보기로 한다.

〈표 7〉는 1996년과 1997년중 경상수지와 자본수지 그리고 한국은행의 외환보유고 변화를 월별로 보여 준다. 1996년 상반기중에는 외환보유고가 38억 달러 증가하였는데, 경상수지 적자폭이 컸음에도 불구하고 이처럼 외환보유고가 증가한 것은 1996년 상반기 중 자본수지 흑자폭이 컸기 때문이다. 그러나 1996년 하반기부터는 해외자본 유입이 주춤해진 반면 경상수지 적자가 계속됨에 따라 외환보유고는 6월의 367억 달러를 정점으로 감소하기 시작한다. 이와 같은 외환보유고의 변화는 국제수지표상의 항등식으로 도출된 다음 식을 통해 잘 설명할 수 있다.<sup>30)</sup>

$$\text{경상수지 적자} = \text{자본수지 흑자} + \text{외환보유고 감소}$$

위 식은 경상수지 적자에 따른 외환의 부족분은 자본수지의 흑자 또는 외환보유고에 의해 조달될 수 있음을 의미한다. 1996년 6월까지의 경상수지 적자가 자본수지 흑자에 의해 보전되었지만, 7월 이후에는 자본유입이 줄어들어 따라 자본

30) 우리 나라의 국제수지표에서는 이 항등식이 정확하게 성립하지 않는다. 왜냐 하면, 한국의 국제수지표에서는 예금은행의 순해외자산 증감액이 선진국 체계와는 달리 자본수지가 아닌 금융계정에 포함되어 있기 때문이다. 따라서 한국의 국제수지표에 나타난 자본수지 흑자액은 실제 자본유입액을 과소평가하고 있다. 1998년부터 IMF의 권고에 따라 한국이 채택하게 된 국제수지표 신체계에서는 예금은행의 해외자산 증감이 자본수지에 반영되므로, 주어진 관계식이 정확하게 성립된다.

〈표 7〉 1996과 1997년의 월별 국제수지 및 총통화 추이

(단위: 백만달러, %)

	경상수지	자본수지	외환보유고 증가	M2 증가율
1996년 1월	-1,696	596	552	9.9
2월	-1,930	2,304	1,851	15.7
3월	-937	1,925	-1,664	15.1
4월	-2,358	2,831	2,479	14.7
5월	-1,593	1,859	311	16.6
6월	-1,305	2,614	322	17.2
7월	-2,337	-543	-1,500	17.0
8월	-3,617	990	-1,505	17.2
9월	-1,511	-391	-720	21.5
10월	-2,511	1,697	-608	18.1
11월	-2,069	1,296	89	17.6
12월	-1,853	1,848	919	15.8
1997년 1월	-3,050	1,502	-2,270	19.7
2월	-2,489	714	-1210	20.2
3월	-1,871	3,018	-610	19.4
4월	-1,575	800	685	19.8
5월	-913	2,761	2,070	18.2
6월	-318	2,276	1,416	17.6
7월	-1,052	1,517	356	18.4
8월	-543	-489	-2,532	20.7
9월	-513	443	-714	16.4
10월	-709	93	84	18.9
11월	544	-2,002	-6,105	19.9
12월				14.7

주: M2 증가율은 전년동기 대비 말잔의 증가율임.

자료: 한국은행, 『조사통계월보』, 각호.

수지 흑자만으로는 경상수지 적자를 보전하기에 불충분하였고, 따라서 부족한 외화는 외환보유고에 의해 충당되었던 것이다. 외환보유고의 감소세는 1997년 3월부터 경상수지 적자폭이 줄어들고 자본유입이 늘어나면서 잠시 주춤하였다가, 8월부터 자본수지가 악화되면서 다시 재개되어 외환위기에 이르기까지 계속된다.

외환보유고의 증감은 통화당국의 외환시장 개입을 통해서도 설명할 수가 있다. 〈표 8〉은 1997년 한 해 동안 한국은행의 현물 및 선물시장 개입규모와 외환보유

고 및 외화예탁금 증감액의 월별 변화를 보여 준다.<sup>31)</sup> 표에서 볼 수 있듯이 1997년 1사분기에 정부는 원화의 절하를 막기 위해 달러를 매도하였다. 경상수지 적자에도 불구하고 정부가 원화의 절하를 막은 이유는 앞절에서 설명한 바 있다. 정부는 경상수지 적자확대가 교역조건 악화로 인한 일시적 현상이라 파악하였으며 환율상승으로 인해 발생할 외채상환부담과 물가상승 등을 우려하였다. 한 가지 주의깊게 보아야 할 사실은 <표 8>에서 현물시장 개입액과 외환보유고의 변화액이 월별로 일치하지 않는 점이다. 그 이유는 우리 나라의 경우 외환보유고 이외에 한국은행의 외화예탁금도 실제 외환시장 개입에 이용되었기 때문이다.

한국은행의 외화예탁금이란 한국은행이 예금은행에 대출한 외화를 말하는데, 이는 외환보유고 통계에 포함되어 있지 않지만, 한국은행이 원하는 경우에 이를 회수하여 외환보유고로 사용할 수 있다. 즉, 한국은행은 외화예탁금의 감소를 통해서도 달러화 매도개입을 할 수 있다. 따라서 <표 8>에서 볼 수 있듯이 외환보유고의 감소만으로는 현물시장에서의 달러화 매도개입규모를 설명할 수 없지만, 여기에 외화예탁금 감소분까지 더하면 달러화매도 개입규모의 상당 부분을 설명할 수 있다.

<표 8> 한국은행의 외환시장 개입

(단위: 억달러)

기 간	현물시장 매도	선물시장 매도	외환보유고 감소	외화예탁금 감소
1월	27.5	0.0	22.7	14.0
2월	40.0	23.1	12.1	34.3
3월	17.6	15.3	6.1	16.1
4월	-5.5	-4.7	-6.8	1.1
5월	-25.9	-8.1	-20.7	1.8
6월	-20.5	-12.8	-14.2	-21.0
7월	1.9	5.7	-3.6	3.3
8월	18.3	16.0	25.3	-7.4
9월	24.3	13.5	7.1	18.0
10월	20.9	31.9	-0.8	27.6
11월	56.6	9.0	61.0	34.6
12월	15.7	0.0	40.0	-
합 계	169.9	88.9	128.3	122.3

주: 음의 값은 달러매입, 외환보유고 및 외화예탁금 증가를 나타냄.  
 자료: 매일경제신문.

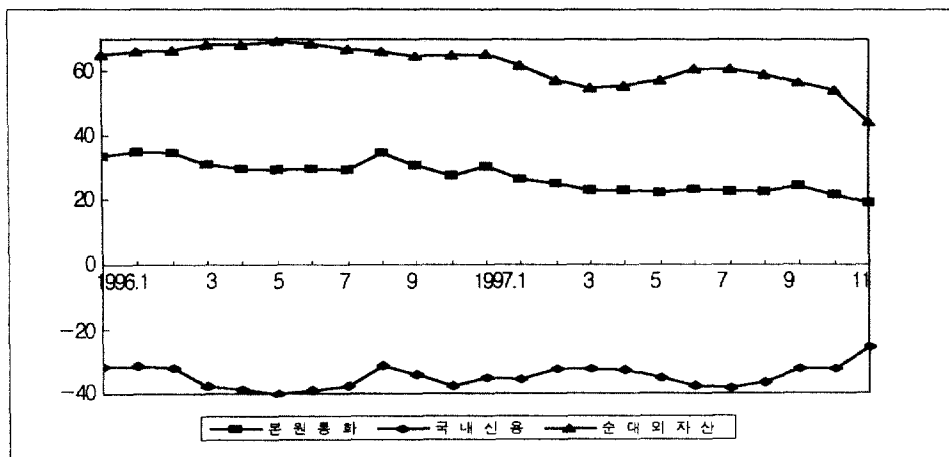
31) 한국은행은 외환시장 개입규모를 공식적으로 발표하지 않지만, 1997년중 외환시장 개입규모는 외환위기 관련 감사과정에서 제출된 자료가 언론에 유출되어 보도되었다.

통화당국의 달러화 매도개입은 4월에 들어서면서 매수개입으로 바뀌고 이에 따라 6월까지의 외환보유고가 증가한다. 4-6월은 한보사태의 충격에서 벗어나면서 외화유입이 다시 재개되던 시기였기 때문이다. 이 기간에 정부는 달러를 매수함으로써 원화의 절상을 막아 경상수지 적자폭을 줄이면서 1사분기에 감소한 외환보유고를 재충전하였다. 그러나 7월 이후 동남아 외환위기를 계기로 자본유출이 시작되자 환율의 급등세를 진정시키기 위해 다시 달러화 매도개입을 재개하였고 그 규모는 9월 이후 급격히 증가한다.

한 가지 주목할 것은 외환위기가 본격적으로 시작된 10월 말 이후의 외환보유고 감소는 환율관리를 위한 적극적인 외환시장 개입의 결과가 아니라는 점이다. 외국 투자자들의 신뢰도 하락으로 해외신규차입이 어려워짐에 따라 기업과 금융기관들은 외채 원리금 상환에 필요한 외화를 마련하기 위해 서울 외환시장에서 외환을 구매하고자 하였다. 반면에 원화절하에 대한 기대로 달러의 공급은 자취를 감추었고, 이에 따라 외환시장 개장과 함께 환율은 일일변동제한폭의 상한까지 상승하고 거래가 이루어지지 않는 사태가 발생하였다. 외환시장이 외환수급의 기능을 수행하지 못함에 따라 기업과 금융기관이 외화부도의 위기에 빠지자 통화당국이 이들을 구제하기 위해 수동적으로 달러를 공급하였다. 이와 같은 외환시장 개입은 외환보유고를 감소시켰고, 그 결과 대외신인도가 추락하여 자본유출이 가속화되는 악순환이 되풀이되었다. 결과적으로 외환위기가 명확해진 시점에서조차 제 기능을 수행하지 못하는 시장평균환율제도를 유지하려고 함으로써 귀중한 외환보유고를 낭비한 셈이다. 사후적으로 볼 때 환율방어가 현실적으로 불가능하다는 것이 명확해진 시점이었기에 당연히 환율의 평가절하를 시장기능에 맡겨 놓았어야만 했다. 1996년과 1997년 상반기까지의 외환시장 개입은 옳든 그르든 그 나름대로의 정책의도를 가지고 있었으나, 10월 이후 이루어진 외환시장 개입은 상황을 오판한 정책실패로서 외환위기를 악화시켰다는 비난을 피하기 어려울 것이다.

외환시장 개입은 통화량에 영향을 준다. 예를 들어 달러화매도 개입을 하게 되면 외환보유고가 줄어들어 본원통화가 감소하고 이로 인해 이자율이 상승하게 된다. 따라서 통화당국은 외환시장 개입을 하는 경우 본원통화에 영향을 미치지 않도록 불태화정책(sterilization policy)을 함께 시행하는데, 우리 나라의 경우도 예외는 아니었다. <그림 6>은 1996년 1월부터 1997년 11월까지 한국은행의 외화자산, 본원통화 그리고 국내여신을 월별로 보여 준다. 한국은행 외화자산이란 외

〈그림 6〉 외환보유고와 국내신용



자료: 한국은행, 『조사통계월보』, 각호

환보유고에 외화예탁금을 합한 것이다. 외환보유고 대신 이를 그림에 포함시킨 것은 앞에서 설명한 대로 외화예탁금이 사실상 외환시장개입에 이용되었기 때문에, 이 둘의 움직임을 합해야만 외환시장 개입규모와 본원통화에 대한 영향을 제대로 파악할 수 있기 때문이다.<sup>32)</sup>

만일 정부가 불태화정책을 취하면 본원통화는 일정 수준을 유지하고 외화자산과 국내여신은 서로 반대방향으로 움직이게 된다. 그런데, 〈그림 6〉을 보면 우리나라의 본원통화는 1996년 1월 이후 감소추세를 보이고 있다. 이처럼 감소추세가 나타난 것은 한국은행이 통화를 긴축적으로 관리하였기 때문이 아니라 1996년 4월과 11월, 1997년 2월 등 세 차례에 걸쳐 법정지불준비율을 인하시킴에 따라 예금은행의 지준예치금이 줄어들었기 때문이다. 실제로 M2 통화량은 1997년 11월 까지 전년동기 대비 19.9%나 증가하였으며, 이로 판단해 볼 때 1997년 1년간 통화정책기조가 결코 긴축적이지 아니었음을 알 수 있다. 이러한 제도상의 변화 때문에 마지막으로 법정지불준비율이 변화된 1997년 2월 이전에 중화정책이 시행되었는지의 여부를 〈그림 6〉으로부터 판단하기는 어렵다. 따라서 법정지불준비율이 일정하게 유지된 1997년 3월 이후로만 논의를 한정하기로 한다. 그림에서 볼 수 있듯이 1997년 3월 이후에는 외화자산의 변화에도 불구하고 본원통화량이 안정

32) 물론 외화예탁금이 항상 외환보유고로서의 기능을 할 수 있는 것은 아니다. 특히 1997년 말 외환위기가 본격화되어 금융기관이 외화부도에 직면하였을 때 한국은행은 외화예탁금을 더 이상 가용외환보유고로 사용할 수 없었다.



적으로 유지되고 있어 불태화정책이 이루어졌음을 알 수 있다. 특히 8월 이후에는 급격한 외환보유고 감소에 대응하여 불태화정책을 실시한 결과 국내신용이 빠른 속도로 팽창하였다.

원론적으로 판단할 때 불태화정책은 앞에서 살펴본 외환시장 개입의 취지와는 모순되는 정책이다. 외환시장 개입의 목적이 원화의 급격한 절하를 막는 데에 있었다면 달러화매도 개입에 따른 본원통화 감소를 용인하여 국내금리가 상승하고 물가상승이 둔화되도록 하는 것이 보다 효과적일 것이다. 그럼에도 불구하고 불태화정책을 쓴 것은 통화공급이 감소할 경우 자금공급이 줄어들고 이자율이 급등하여 기업 및 금융기관의 연쇄부도가 발생할 것을 우려했기 때문이다. 1994년 멕시코의 경우에도 우리와 마찬가지로 환율을 방어하기 위해 달러화를 매도하는 한편 국내기업의 도산을 우려하여 불태화정책을 시도하였다. Sachs, Tornell and Velasco(1996)는 이러한 모순된 정책을 비판하면서 불태화정책을 하지 않고 통화긴축과 이자율 상승을 용인하였다면 자본유입이 증가하고 경상수지 적자가 감소하여 멕시코 외환위기를 막을 수 있었을 것이라 진단한다.

그렇다면 과연 한국의 경우에도 불태화정책을 포기하고 통화긴축과 고금리정책을 사용했더라면 외환위기를 피할 수 있었을까? 이에 대한 우리의 답은 부정적이다. 1994년 폐소화위기를 겪은 멕시코나 1992년 통화위기를 겪은 유럽 국가들과는 달리 한국은 그 당시 국내 채권시장이나 단기금융상품시장이 충분히 개방되지 않았기 때문에 국내채권 이자율의 상승으로 자본유출을 막을 수 있는 제도적 장치가 마련되어 있지 않았다.<sup>33)</sup> 다시 말하면 국내이자율을 상승시켜 원화의 절하예상을 보상해 주더라도 해외자본의 유입이 크지 않아 환율을 성공적으로 방어할 수는 없었을 것이다.

그 동안 한국 정부는 주식시장 이외에 국내 금융시장의 개방을 가능한 한 늦추려고 노력하였다. 원화표시 금융상품시장을 개방하면 핫머니로 인해 국내금융시장이나 외환시장이 교란될 위험이 있기 때문이었다. 그 대신 정부는 국내금융기관의 외자도입을 허용함으로써 시장개방의 효과를 간접적으로 얻기 원했다. 투기적이고 비도덕적인 외국 투자자들의 손에 국내금융시장을 맡기는 것보다 외자도입과 분배를 국내 금융기관의 손에 맡기는 것이 더 나으리라는 판단에서였

33) 물론 통화긴축과 금리인상이 총수요의 감소를 통해 경상수지를 개선시킬 수 있지만, 이 효과는 상당한 시차를 두고 나타나므로, 단기적으로 외화유출을 방어하는 데는 도움이 되지 않았을 것이다.

다.<sup>34)</sup> 그러나 간접적인 외자도입 방식을 선택함으로써 외국 채권자들의 신뢰가 상실된 순간 이를 돌이키는 데 필요한 정책수단 역시 상실한다는 것을 깨닫지 못하였다.

일반적으로 국내자본시장이 개방된 국가에서는 외자유출이 가속될 때 국내 이자율을 상승시켜 이를 저지한다. 그러나 국내채권시장을 개방하지 않았던 한국은 일단 외채의 만기연장이 거부되자 국내이자율 상승을 통해서도 환율급등을 막을 수 없었다. IMF의 요구로 국내채권시장을 완전하게 개방하게 된 이후에야 비로소 국내이자율이 외환유출입 조정수단으로 사용될 수 있는 제도적 발판이 마련된 셈이다. 물론 그 대가로 이제부터 한국은 선진국형 외환위기-이자율 격차로 인한 핫머니의 유출입-위험에 노출되게 되었다. 그러나 이를 부정적으로 보아서는 안 된다. 국내자본시장을 개방하지 않고 국내금융기관의 해외차입을 허용하더라도 외환위기는 올 수 있으며, 그 때에는 자본시장을 개방했던 것에 비해 효과적으로 위기를 대처할 정책수단마저 없었다는 것을 이번 경험을 통해 배운 것이다.

#### IV. 결 론

본고는 외국 투자자의 시각에서 외환위기의 전개과정을 살펴봄으로써 이를 촉발시킨 주요인이 무엇인지 분석하였다. 본고의 분석결과는 이미 서론에 요약한 바가 있으므로 이 곳에서는 본 연구를 통해 저자들이 얻은 교훈 몇 가지를 언급함으로써 결론을 대신하도록 한다.

관치금융, 과도한 차입경영, 금융기관 부실화 등이 외환위기를 초래한 근본원인은 이미 잘 알려진 사실이다. 따라서 부실금융기관의 정리, 금융감독기능의 제고, 양보다 질을 추구하는 경영, 노동시장의 유연화와 같은 구조조정이 위기해결의 필요조건이며 시급한 과제임은 두 말할 필요가 없다. 그러나 이에 대해서는 그간 충분한 논의가 있었다고 생각되므로 그 밖의 교훈만을 언급하기로 한다.

첫째, 한국의 외환위기는 불완전한 자본자유화의 문제점을 보여 주었다. 그간 우리는 국내단기자본시장의 개방은 미루면서 국내금융기관의 외자도입은 허용하

34) 그러나 해외자금을 차입한 국내금융기관의 부실대출, 무분별한 역외금융투자, 무지한 환관리 등을 돌아볼 때 외국 투자자와 국내금융기관 중 누가 더 투기적이었을까를 반문하게 된다.

는 간접적인 개방을 하고 있었다. 이것은 자본시장의 개방을 미루어 핫머니 유출 입에 따른 금융시장의 교란을 막고, 국내금융기관의 해외차입을 허용하여 간접적으로 시장개방효과를 얻기 위해서였다. 그러나 결과는 어떠하였는가? 무분별한 해외차입, 부실대출, 역외금융투기, 무지한 위험관리 등을 통해 국내금융기관들은 두려워했던 외국인 헤지펀드 이상으로 큰 피해를 남겼다. 또한 국내채권시장이 충분히 개방되어 있지 않았기 때문에 외환위기가 시작되자 이자율상승을 통해 외자유출을 막을 제도적 장치도 존재하지 않았다. 자본시장을 어정쩡하게 개방함으로써 외환위기의 가능성은 간직한 채, 자본시장을 완전개방한 경우에 비해 효과적으로 위기에 대처할 수단을 상실하였던 것이다. 그러나 이러한 비판이 자본시장 개방 자체를 잘못되었다고 지적하는 것은 아니다. 오히려 이를 소극적, 불완전하게 추진하였기 때문에 의도하지 않은 문제가 발생하였음을 지적할 따름이다.

개방경제에 대한 경험부족은 외환위기 수습과정에서도 쉽게 찾아볼 수 있다. IMF 협상타결 직후 해외신인도 문제가 해결되었다고 생각한 정부는 산업은행 채권을 발행하여 20억달러를 새로 조달하려 시도하였다. 550억달러의 대규모 IMF 지원안이 결정된 직후 대규모 자금을 또 다시 차입하려는 것을 본 외국 투자자들은 한국의 외채규모가 알려진 것보다 더욱 클 것으로 예상하여 한국 정부의 투명성을 문제삼았다. 외국 투자자들의 반응을 고려하지 못한 근시안적인 정책실패라 할 수 있다. 이번 경험을 통하여 우리는 개방경제의 이익을 향유하기 위해서는 채권시장, 선물환시장과 같은 개방경제 운용을 위해 필요한 하부구조가 발전해 있어야 하며, 이에는 국제금융시장의 생리를 이해할 수 있는 금융전문가, 정책담당자가 포함되어야 함을 배울 수 있었다.

둘째, “한국은 다르다”라는 인식의 전환이 필요하게 되었다. 지난 30여 년간의 고도성장은 정책담당자들뿐만 아니라 학계에까지도 ‘한국적 경제정책, 한국적 경제학’을 강조하는 자부심을 심어 주었다. 그러나 외환위기를 통해 특수한 경제원리를 가졌다고 생각한 한국에도 보편적 경제법칙이 적용된다는 사실을 잘 볼 수 있었다. 앞으로 개방이 진척될수록 한국만의 특수성 보다는 ‘국적에 관계없는 경제학의 보편원리’가 더욱 더 큰 영향을 미칠 것이다. 우리는 지난 30여 년간 누적되어 온 부실금융기관의 문제를 잘 알고 있었다. 그러나 한국적 기업구조, 한국적 금융구조, 한국적 노사관계를 이유로 부실금융기관을 정리하라는 서구식·교과서식 해결방식을 외면하여 왔다. 그러나 그간 우리가 취해 온 한국식 처방이

란 문제를 해결하기보다는 고통을 뒤로 미루어 왔던 방법이었음이 확인되었다. 소위 한국식 경제운용방식에 30여 년이란 시간적 여유를 주었으니, 앞으로는 남의 경험을 통해 입증된 '교과서적 경제운용'에도 기회를 줄 때가 되었다고 생각한다.

셋째, 외환위기에 대한 정책대응으로 '고통의 최소화보다 선별기능을 우선시'해야 함을 강조하고 싶다. 외환위기가 이미 시작된 지금 외환위기의 원인보다 그 해결책에 더 큰 관심이 집중되는 것은 당연한 일이며, 고금리 및 긴축정책을 강조하는 IMF 정책처방을 두고 많은 논쟁이 벌어지는 것은 바람직한 일임에 틀림없다. 그러나 최근 논쟁의 방향을 보면 어떤 원칙이 필요하다는 느낌을 지울 수 없다. 외환위기를 경험한 각국의 사례를 분석해 보면, 심각한 비용을 치르지 않고 단기간 위기를 극복한 경우는 매우 드물다(Schadler eds., 1995). 성공적인 외환위기 극복사례로 뽑히고 있는 우리 나라의 경우에도 1980년 1인당 성장률이 -3%로 떨어지는 고통을 겪은 바 있다. 이렇게 본다면 외환위기 후 단기간 치러야 하는 고통의 총량은 어느 정도 고정되었다고 볼 수 있다. 따라서 정부정책은 단기고통을 줄이는 데 노력하기보다, 고통 속에서 바람직한 기업과 금융기관이 살아나고 바람직하지 못한 기업과 금융기관이 도태될 수 있는 환경을 조성하는 데 초점을 두어야 할 것이다. 그래야만 빠른 회복에 성공하여 장기적으로 고통의 총량을 줄일 수 있다. 선별보다는 단기고통을 줄이기 위해 노력한다면 그 반대의 결과를 얻게 될지도 모른다. 대표적인 예가 12월 중순 발표되었던 제일은행, 서울은행의 처리방법이라 생각된다. 부실상태가 가장 심각했던 두 기관을 정부출자로 처리하기로 결정하자 상대적으로 건전도가 떨어진 다른 금융기관들이 전전긍긍하지 않을 수 없었다. 생존을 위해 대출회수경쟁이 시작되었고 이는 결과적으로 신용경색 현상을 악화시켰다. 한국적 특수성을 강조하여 단기고통을 피하고자 했던 정책이 오히려 외환위기를 악화시켰음은 앞에서 설명한 바 있다.<sup>35)</sup>

한국 경제는 1980-1986년 IMF와의 협력하에 외환위기를 극복한 경험이 있다. 그 당시 위기는 국제유가인상이라는 대외적 요인이 주원인이었으며, 그 해결 역시 3저현상이라는 외부요인의 도움을 많이 받았다. 그러나 현재 한국 경제가 겪

35) 이러한 시각은 최근 쟁점이 되고 있는 고이자율 문제에 대해 시사하는 바가 크다. IMF의 고이자율 정책을 자본유입을 촉진시키기 위한 정책으로만 해석할 수는 없다. 불확실성이 극도로 달한 상태에서 자본의 이자율탄력성이 클 것이라 기대하기는 힘들다. 고이자율 정책은 기업과 금융기관의 구조조정에 이자율이 미치는 영향에 초점을 두어 과실을 비교하여야 한다.

고 있는 외환위기는 앞에서 설명한 바와 같이 관치금융, 과도한 차입경영, 금융기관의 부실화라는 내부요인에 의한 것이다. 더욱이 주위를 돌아볼 때 일본과 중국의 부실금융문제, 동남아 외환위기 등 외부요인이 해가 되었으면 되었지 득이 될 것 같지 않다. 이러한 차이를 무시하고, 1980년대 경험만 믿고 단기간에 적은 비용을 치르고 위기에서 벗어나기를 기대할 수 없다. 30여 년간 미루어온 구조조정의 고통을 적극적으로 수용해야할 때이다.

### 參 考 文 獻

1. 이영섭·이종욱, “한국의 외환위기. 예측 가능했는가?”, 국제금융연구회주최 심포지엄 『한국의 외환위기: 그 원인과 대책』 발표논문, 1998.
2. 이진면, “원화의 실질실효환율에 대한 재검토”, 『정책연구』 97-05, 한국개발연구원, 1997.
3. 임준환, “한국의 외환위기: 그 원인과 대책”, 국제금융연구회주최 심포지엄 『한국의 외환위기: 그 원인과 대책』, 발표논문, 1998.
4. 좌승희·허환국, “Korea's 1997 Currency Crisis: Causes and Implication”, 한국경제학회 제8차 국제학술대회 발표논문, 1998.
5. Balassa, Bela, “The Purchasing Power Parity: A Reappraisal”, *Journal of Political Economy*, 72, 1964, pp. 584-596.
6. Bank for International Settlements, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*, 1998.
7. Bergsten, Fred, “The Asian Monetary Crisis: Proposed Remarks”, *Statement before the Committee on Banking and Financial Services*, U.S. House of Representatives, 1997.
8. Eichengreen, Barry, Andrew Rose and Charles Wyplosz, “Contagious Currency Crises”, *NBER Working Paper* No. 5681, 1996.
9. Fischer, Stanley, “The Asian Crisis: A View from the IMF”, *Address at the Midwinter Conference of the Bankers' Association for Foreign Trade*, 1998.
10. Frankel, Jeffrey A. and Andrew K. Rose, “Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment”, *Journal of International*

- Economics*, 41, 1996, pp. 351-366.
11. Goldfajn, Ilan and Rodrigo O. Valdes, "Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity", *IMF Working Papers*, WP/97/87, 1997.
12. Greenspan, Alan, "Emerging Market Banking Problems", 12/03/97 *Speech*, 1997.
13. IMF, *Balance of Payments Statistics*, various issues.
14. \_\_\_\_\_, *International Financial Statistics*, various issues.
15. JP Morgan, *Asian Financial Markets*, First Quarter 1998.
16. Kaminsky, Graciela and Carmen M. Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *International Finance Discussion Paper* No. 544, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1997.
17. Kaminsky, Graciela, Saul Lizondo, and Carmen M. Reinhart, "Leading Indicators of Currency Crises", *IMF Working Papers*, WP/97/79, 1997.
18. Krugman, Paul, "Currency Crises", mimeograph, M.I.T, 1998a.
19. \_\_\_\_\_, "What Happened to Asia?" mimeograph, M.I.T, 1998b.
20. Lehman Brothers, *Yankee Market Investor*, various issues.
21. McKinnon Ronald I. and Huw Pill, "Credible Liberalization and International Capital Flows: The 'Overborrowing Syndrome', in T. Ito and A. O. Krueger eds., *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, Chicago University Press, Chicago: 1996.
22. Mishkin, Frederic S., "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", *NBER Working Paper*, No. 5600, 1996.
23. Montes, Manuel F., "The Currency Crisis in Southeast Asia", Institute of Southeast Asian Studies, Singapore: 1998.
24. Park, Daekeun and Changyong Rhee, "The Crisis in Korea: How has it been aggravated?", *mimeograph*, Seoul National University, Seoul: 1998.
25. Sachs, Jeffrey D., "IMF is a Power unto Itself", *Financial Times*, December 11, 1997a.
26. \_\_\_\_\_, "Korea: Riding to the rescue", *Financial Times*, December 5,

- 1997b.
27. Sachs, Jeffrey D., Aaron Tornell and Andes Velasco, "The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?", *Economic Policy*, 1996.
  28. \_\_\_\_\_, "The Mexico Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?", *Journal of International Economics*, 41, 1996, pp. 265-283.
  29. Schadler, Susan eds. "IMF Conditionality: Experience Under Stand-By and Extended Arrangements, Part I and Part II", Occasional Paper, No. 128, 129, International Monetary Fund, September 1995.