G3의 국제금융전략과 한국경제정책의 과제

김정식 (연세대학교 경제학부 교수)

1. 국제금융환경의 변화와 전략적 경제정책의 중요성

글로벌 금융위기 이후 세계경제는 경기침체가 심화되면서 회복시기를 전망하기 어려웠다. 미국 부동산 가격의 폭락으로 글로벌 금융시장은 혼란 속으로 빠져들었으며, 유럽의 재정위기로 세계경제의 불확실성은 지속되었다. 글로벌 금융위기가 발생한지 5년이 지난 지금 미국경제가 회복세를 보임에 따라 세계경제는 글로벌 금융위기의 충격에서 벗어나 점차적으로 안정을 되찾아 가고 있다. 그러나 최근 미국이 그동안 글로벌 금융위기를 극복하기 위해 사용한 양적완화정책의 부작용을 줄이기 위해 출구전략을 사용할 것이 전망되면서 세계경제는 다시 불확실성의 위험에 노출되고 있다.

미국이 출구전략을 시행할 경우 세계경제는 큰 영향을 받게 된다. 미국 금리가 높아질 경우 국제간 자본이동이 심해지면서 신흥시장국은 자본유출로 외환부족을 경험할 수 있으며 금융시장에서는 유동성 감소로 신용경색이 발생할 수 있다. 그리고 무엇보다도 자본유출과 유동성 감소로 자산가격 버블이 붕괴되는 경우 신흥시장국은 금융위기를 겪을 수 있으며 국부의 유출도 우려된다. 여기에 달러화가 강세가 되면서 신흥시장국은 물론 일본과 중국도 통화가치 변동이 예상된다. 통화가치가 평가절상 혹은 절하되는 정도에 따라 그 나라는 수출이 변화하게 되고 실물경제가 영향을 받게 되는 것이다.

이러한 부작용을 예상한 일본과 중국은 미국의 출구전략에 대응해 자국의 국부를 방어하기 위해 대응책을 마련하고 있다. 세계경제에 큰 영향을 미치는 미국, 중국 그리고 일본 즉 G3가 자국의 이익을 추구하기 위해 전략적으로 정책대응을 하고 있는 것이다. 자본시장이 자유화된 상황에서 G3와 같은 국가의 경제정책은 비록 그것이 국내 통화정책이라고 해도 자국경제에만 영향을 미

치지 않고 이웃 국가와 세계경제에 큰 영향을 미친다. 특히 국제무역정책이나 국제금융정책은 필연적으로 상대방 국가에 영향을 준다. 중상주의 경제사상에서 잘 나타나듯이 국부는 무역과 금융투자를 통해 외국에서 이전되기 때문이다.

이러한 사실을 충분히 인지하고 있는 국가들은 경제정책을 사용할 때 세계경제에 미치는 영향과 이웃국가 경제에 미치는 영향을 분석해서 자국의 국부를 높일 수 있는 방향에서 전략적으로 경제정책을 사용하게 된다. 미국과 중국의 경제정책 게임에서 보듯이 국제적 경제정책 선택에 의해 승자의 국부는 증진되는 반면 패자는 경제위기를 겪으면서 국부의 손실을 겪게 된다.

미국의 출구전략이나 일본의 아베노믹스(Abenomics)는 비록 국내 통화정책이지만 세계경제는 물론 인접국의 환율과 자본이동 그리고 수출에 이르기까지 큰 영향을 미치는 간접적인 국제금융정책이라고 할 수 있다. G3의 이러한 국제금융전략의 부작용을 줄이기 위해서 세계는 G7이나 G20와 같이 국제간 협력을 통해 이를 해소시키려 하고 있다. 그러나 지금과 같이 각국이 격심한 경기침체를 겪고 있는 경우에는 국제적 협력이 그 역할을 하기 어렵다고 할 수 있다.

G3가 그동안의 양적완화정책의 부작용을 최소화하고 자국의 경기회복을 위해 전략적 국제금융정책을 사용하는 경우 가장 큰 영향을 받는 국가는 신흥시장국이다. 그동안 글로벌 유동성이 늘어나면서 신흥시장국으로 과도한 자본유입이 있었기 때문이다. 이렇게 유입된 자본이 유출되는 경우 외환부족으로 외환위기를 겪을 수 있다. 여기에 일본과 같이 미국의 출구전략에 맞서 아베노믹스로 양적완화정책을 실시하는 경우 엔화의 가치가 크게 하락하면서 일본과 수출시장에서 경쟁관계에 있는 국가들은 수출경쟁력이 낮아지면서 수출이 크게 감소할 수 있다.

한국은 신흥시장국 중에서 자본자유화의 정도가 높아 그동안 과도한 자본이 유입되었다. 또한 한국은 외환시장의 규모가 작아 선진국이 금리를 높일 경우 갑작스러운 자본의 유출(sudden stop, ss)이 발생할 가능성이 높다. 또한 일본과 수출시장에서 경쟁하고 있는 품목이 많다는 점을 고려하면 G3의 전략적 경제정책으로 큰 피해를 입을 가능성이 크다고 할 수 있다.

한국이 또 다른 외환위기를 피하고 수출감소로 실물경기 침체가 심화되는 것을 막기 위해서는 G3의 전략적 국제금융정책에 대응해 적극적인 대응정책을 실시할 필요가 있다. 따라서 본 분석에서는 미국의 출구전략과 일본과 중국의 대응정책을 분석하였으며 한국경제에 미치는 영향을 분석하였다. 또한 이러한 분석에 기초해 미국의 출구전략과 일본의 아베노믹스에 대응한 한국의 경제정책 방안을 제시하였다.

2. G3의 국제금융전략 : 배경과 내용

1) 미국의 양적완화정책과 출구전략

세계 각국은 자국의 국부를 늘리기 위해 다양한 경제정책을 수립했다. 이러한 경제정책은 세계가 국제무역과 자본이동을 통해 상호의존적이 되면서 이웃국가의 경제에 영향을 주었다. 경제정

책은 상대방 국가의 영향을 고려해서 결정하는 게임이 된 것이다. 이러한 사실은 인식한 정책결정자는 과거의 폐쇄경제하에서와 달리 개방경제하에서는 자국의 국부를 증진시키기 위해 경제정책이 이웃국가의 미치는 영향을 감안해서 전략적으로 결정하게 되었다.

개방경제하에서의 국가의 부는 상대방국가의 경제정책 게임에 의해 영향을 받는다. 경제정책 게임에서 승리한 국가는 실패한 국가의 부를 이전받게 되는 것이다. 유로존을 만드는 과정에서 생산성이 높아 수출경쟁력이 높은 독일은 역내 고정환율제도를 선택하는 유로존 합의를 이끌어 낸다. 상대적으로 수출경쟁력이 낮은 남유럽은 유로존에 가입하면서 무역수지 적자로 국부가 유출되고 독일은 남유럽 국가로부터 국부를 이전받게 된다.

이는 이탈리아의 무역수지가 유로존 출범이후인 1990년을 기점으로 적자로 전환되고 독일의 무역수지 흑자가 큰 폭으로 증가한 사실에서도 잘 나타난다. 독일과 같은 북유럽국가에 비해 상대적으로 생산성이 낮은 남유럽국가의 경우 통화가치를 평가절하시켜 즉 환율정책을 사용해 수출경쟁력을 유지해야 한다. 그러나 남유럽국가들은 유로존에 가입해 고정환율제도를 선택함으로서 환율정책을 사용하지 못하게 되었다. 결국 수출경쟁력이 약화되면서 무역수지 적자가 결국 국가부채 증가로 이어지면서 최근의 재정위기를 겪게 된 것이다.

미국의 글로벌 금융위기도 정책게임의 실패에서 비롯되었다고 할 수 있다. 즉 중국과의 경제정책 게임에서 중국이 승리하면서 중국은 급속히 G2로 부상하게 되었으며 미국은 글로벌 금융위기를 겪었던 것이다. 미국은 그동안 상대방 국가의 경제상황과 경제정책을 고려한 전략적인 경제정책을 사용해 기축통화국으로서 세계경제를 리드해 왔다. 2차 세계대전 직후 제조업의 경쟁력이 높을 때 미국은 GATT를 만들어 제조업에 있어서 자유무역을 추진해 왔다. 그러나 점차적으로 임금이 높아지면서 제조업의 경쟁력을 잃게 되자 상대적으로 경쟁력이 높은 서비스업과 금융업의 자유무역을 추진하는 우루과이라운드를 추진했다. 무역에서의 적자를 자본투자와 서비스 무역에서 만회하여 국부를 증진시키려 했던 것이다.

미국은 대미무역수지 흑자를 내는 국가에 대해서는 예외없이 자본시장을 개방하고 변동환율제도를 선택할 것을 권고했다. 자본시장을 개방하고 변동환율제도를 선택할 경우 금리와 경제성장률이 선진국보다 높은 신흥시장국은 과도한 자본유입으로 환율이 하락하면서 무역수지가 악화되기 때문이다. 그리고 시장이 개방된 신흥시장국 자본시장에 투자함으로서 미국은 무역에서 본 손실을 자본수지 흑자로 만회할 수 있다.

역사적으로 보면 대부분의 경우 미국의 이러한 국제금융전략은 성공했다. 또한 상대방 국가가 이러한 전략에 대응하는 경우 미국은 또 다른 전략을 사용해 기축통화국의 위치를 유지했다. 예를 들면 일본은 미국의 국제금융전략을 충분히 인식하고 외환시장과 자본시장을 자유화했다. 과도한 자본유입으로 인한 부작용을 줄이기 위해 일본의 금리와 경제성장률이 선진국 수준과 비슷한 시기인 1980년대 전반에 자본자유화를 실시했던 것이다. 일본으로의 과도한 자본유입이 없었기 때문에 엔화의 과도한 평가절상도 없었다. 그러나 막대한 무역수지 흑자로 외환의 공급이 늘어나자

엔화가치의 상승을 우려한 일본은 무역수지 흑자로 유입된 외환을 해외 부동산투자로 유출시키는 전략을 사용해 대응했다.

일본이 자본 및 외환자유화를 실시했는데도 불구하고 엔/달러 환율이 하락하지 않자 미국은 1985년 환율에 대한 G5 다자간 합의인 플라자 합의를 통해 엔/달러 환율을 기존의 260엔대에서 120엔대까지 하락시켰고 결국 일본은 수출이 감소하면서 부동산 버블이 붕괴되고 최근까지 경기침체로 어려움을 겪게 되었다. 일본 역시 전략적이었으나 미국의 국제금융전략에 성공적으로 대응하지 못했던 것이다.

한국 또한 1980년대 후반부터 대미무역수지 흑자가 나기 시작하자 미국은 자본시장 개방과 변동환율제도의 선택을 요구하고 이에 따라 한국은 1990년부터 그동안 사용하던 바스켓 환율제도를 변동환율제도인 시장평균환율제도로 변경했다. 그리고 1992년부터는 OECD에 가입하면서 자본시장을 자유화했다. 그 결과 과도한 자본유입으로 환율은 하락했고, 1997년에는 수출감소로 경상수지가 악화되면서 외환위기를 겪게 되었으며, 비록 무역에서는 흑자를 유지했지만 자본시장에서 국부의 유출로 지금까지 경제성장이 정체되고 있다. 외환위기 이후에도 한국은 이러한 미국의 국제금융전략을 인식하지 못하고 IMF의 권고대로 자본자유화를 확대하면서 2008년에는 다시 외환부족 사태를 경험했다.

그러나 2008년 글로벌 금융위기 이후 한국의 국제금융정책 결정자들은 자본자유화로 인한 과도한 자본유입이 갑작스러운 자본유출(sudden stop)을 불러와 외환부족 사태를 야기시킨다는 사실을 인식하고 과도한 자본유입을 막기 위해 은행세(bank levy)를 부과하는 등 이른바 거시건전성 3종 세트를 실시하고 있다.[1] IMF 역시 그동안 자본자유화가 신흥시장국의 경제성장을 촉진시킨다고 주장하였으나 최근에는 점진적인 자본자유화 그리고 과도한 자본유입을 관리하는 것이 신흥시장국의 외환위기를 피할 수 있다고 판단하여 기존의 견해를 수정했다.

일본과 한국이 미국과의 경제정책 게임에서 실패한 반면 중국은 현재까지는 이에 성공적으로 대응했다. 중국은 1997년 아시아 외환위기 이전에는 관리변동환율제도를 실시했다. 그러나 아시아 외환위기 이후 한국이 외환위기를 겪게 되자 한국의 자본자유화과정과 환율제도 선택경험을 면밀히 분석한 결과 미국의 국제금융전략을 정확히 파악했다.[2] 중국은 아시아 외환위기 이후 미국의 권고와는 반대로 환율제도를 고정환율제도로 변경하고 자본자유화를 하지 않고 자본통제를 강화해 막대한 대미 무역수지 흑자를 국부의 증대로 연결시켰다. 이렇게 중상주의 정책을 사용한 결과 중국은 단기간에 G2로 부상할 수 있었다. 고정환율제도를 사용해 막대한 대미 무역수지 흑자에도 불구하고 상당기간동안 위안화의 가치를 평가절상하지 않았다. 또한 자본자유화를 하지 않아 미국의 중국자본시장에 대한 투자를 봉쇄해서 무역수지 흑자로 벌어들인 달러가 미국으로 유출되지 않도록 했던 것이다.

---

1) G20 서울회의에서 한국은 과도한 자본유입규제의 필요성을 강조했고 G20 국가들도 인식을 같이 했다.
2) 이는 중국 사회과학원의 국제금융학자들과 의견을 교환해 보면 파악할 수 있다.

결국 중국은 경제정책 게임에서 승리해 국부가 증진된 반면에 미국은 무역수지 적자가 지속되면서 이른바 세계적 불균형(global Imbalance)으로 글로벌 금융위기를 겪게 되었다. 글로벌 금융위기를 수습하기 위해 미국은 자본시장자유화와 변동환율제도의 선택을 중국에 요구하였으나 받아들여지지 않자 G20 서울회의에서 무역수지 흑자폭의 제한을 요구하게 된다.[3] 그러나 중국은 환율제도는 기존의 고정환율제도에서 바스켓환율제도로 변경했으나 현재까지 자본시장 자유화는 유보하고 있다.[4]

미국의 전략이 성공하지 못하자 미국은 또 다른 국제금융전략을 시행하게 되는데 이것이 양적완화정책이다.[5] 기축통화국인 미국이 달러공급을 늘릴 경우 달러화의 가치가 하락해서 중국이 변동환율제도를 통해 위안화 가치를 조정하지 않더라도 위안화를 평가절상시킬 수 있기 때문이다. 또한 이렇게 될 경우 중국이 보유하고 있는 3조 달러 이상의 외환보유고의 가치가 하락하게 된다. 미국의 양적완화정책은 일본의 엔화가치도 평가절상 시켰다. 엔화는 작년 초 달러당 75엔까지 상승하였으며 이로 인해 일본의 수출이 감소해 무역수지 적자폭이 확대되고 있다.

미국은 1차와 2차 양적완화정책으로 글로벌 금융위기로 인한 미국 금융회사의 부실을 해소했다. 그리고 미국 연준(FRS)은 3차 양적완화를 통해 미국경기를 회복시키려고 하였다. 양적완화를 할 경우 달러화 약세로 수출을 늘어나 일자리가 창출되고 글로벌 금융위기의 근본적 원인이었던 미국의 무역수지 적자폭도 축소할 수 있기 때문이다.[6]

이러한 3차에 걸친 양적완화정책의 결과 미국 금융회사는 부실로 인한 도산을 어느 정도 막을 수 있었으며 미국경기도 점차 침체에서 벗어나 실업률도 조금씩 낮아지고 있다. 또한 중국과 일본 등 대미무역수지 흑자국의 통화가치를 큰폭으로 절상시켰다. 미국 연준의 버냉키 의장은 1930년대 세계대공황 시 고정환율제도를 포기하고 확대통화정책을 사용한 국가들이 경기침체에서 일찍 벗어날 수 있었던 역사적 사실에서 교훈을 얻었다.[7] 버냉키는 글로벌 금융위기로 침체에 빠진 미국경기를 되살리고 이웃국가의 통화가치를 평가절상시키기 위해 양적완화정책의 처방을 시도한

3) G20 서울회의를 통해 GDP 대비 무역수지 흑자규모를 규제하는 기준에 대해 국제적 합의를 하려고 했으나 중국과 독일 및 일본등 흑자국의 반대로 실패했다.

4) 미국은 중국이 자본자유화나 변동환율제도를 선택하지 않을 경우 그 비용이 클 수 있음을 강조했다. 즉 무역수지 흑자를 공급된 외환을 자본자유화로 해외로 유출시켜야 국내 유동성의 과잉공급을 막을 수 있으며 고정환율제도를 유지할 경우도 결국 유동성이 늘어나 물가가 높아지거나 자산가격 버블이 발생할 것이라고 경고했다. 그러나 중국은 높은 경제성장률로 이러한 유동성 증가를 흡수하여 과도한 물가상승을 막았다.

5) 양적완화정책이 기존의 확대금융정책과 차이점은 양적완화정책은 장기금리를 목표로 통화량을 늘리는 것이며 전통적인 통화정책은 단기금리를 목표로 하고 있다는 것이다.

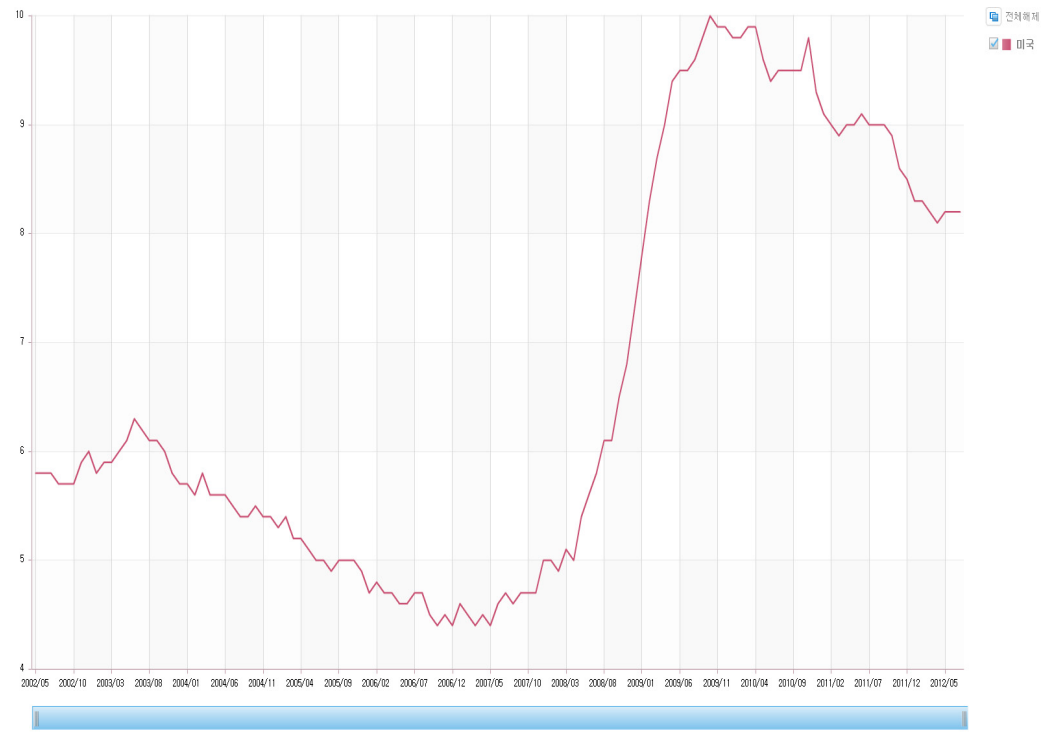
6) 양적완화정책의 규모를 보면 1차 양적완화정책은 2008년 12월부터 2009년 3월까지로 1조 7천억달러가 공급되었으며 2차 양적완화정책은 2010년 12월부터 2011년 6월까지로 6천억달러 규모이다. 2012년 9월에는 3차 양적완화정책을 시행했으며 그 시기는 실업율이 떨어질 때까지 400억달러의 주택저당담보부채권(MBS)을 매입하기로 하였다. 또한 2013년 1월부터는 기존에 450억달러 규모의 국채도 매입하여 월 850억달러의 채권을 매입하기로 하였다. 또한 초저금리(0-0.25%)를 2015년 6월까지 유지하기로 하였다.

7) UC Berkeley 대학의 Eichengreen 교수는 이를 황금족쇄(golden bracelet)라고 부르고 있다. 금본위제도인 고정환율제도로 확대통화정책을 사용하지 못한 것이 1930년대 세계대공황을 지속시킨 이유라고 하였다.

것이며 이는 어느 정도 성공했다고 평가할 수 있다.

그동안 미국의 양적완화정책의 규모를 보면 1차, 2차, 3차에 걸쳐 약 3조 달러 이상의 달러를 추가로 공급했다. 그러나 점차적으로 미국경제가 회복되면서 양적완화정책의 부작용을 우려되기 시작되자 최근 미국 연준의 버냉키 의장은 양적완화정책을 중단하고 그동안 푼 유동성을 회수하는 출구전략을 시행할 것을 언급하고 있다. 미국의 인플레이션률이 2%에 도달하고 실업률이 6.5% 그리고 월간 주택공급량이 150만 채에 달하면 양적완화정책을 중단하고 출구전략을 실시하겠다는 것이다. 최근 미국의 실업률이 7.5%로 감소하고 인플레이션율이 1%로 오르고 또한 주택공급량이 월 100만 채로 늘어나자 버냉키 의장은 올해 말부터 양적완화를 축소하여 내년 상반기까지 양적완화를 중단하겠다고 하는 출구전략의 가능성을 발표했다.

<그림 1> 미국의 실업률 추이(2002.5-2012.5)



자료: 한국은행, database.

미국의 실업률을 <그림 1>에서 보면, 글로벌 금융위기 직후 인 2009년 10%까지 상승하였으나 그 이후 9%선에서 최근 7%선으로 하락하였다. 인플레이션율도 1%선으로 높아졌다. 이러한 통계로 볼 때 미국의 출구전략이 가시화될 수는 있지만 올해 말부터 시작하는 것은 아직은 시기상

조라고 할 수 있다. 특히 미국이 금리를 높이는 것은 2015년 이후에나 가능하다고 할 수 있다. 그러나 금융투자회사의 입장에서는 출구전략이 실시되기 전에 투자포트폴리오를 변경해야 수익률을 높일 수 있다. 따라서 비록 미국의 출구전략이 올해 말이나 내년 상반기에 시행되지 않더라도 국제적 자본이동이 일어나면서 금융시장에는 영향이 나타날 것으로 예상된다.

미국의 양적완화정책은 국내 통화정책이면서 동시에 환율정책이다. 이는 달러가 기축통화이기 때문이다. 중국과 일본을 비롯한 각국의 통화가치를 평가절상시켜 미국의 무역수지를 개선시키고 수출을 늘리는데 역할을 했다. 또한 중국의 정책대응에 대해 미국이 양적완화정책으로 대응했다는 점에서 비록 그 부작용의 크기가 문제가 될 수 있지만 현재로는 미국의 전략적인 성공이라고 할 수 있다.

또한 미국의 출구전략은 중국과 신흥시장국의 자산가격 버블을 붕괴시켜 미국의 국제금융투자에서 이윤을 창출할 수 있는 기회를 제공하게 한다는 점에서 미국이 국부를 증대시킬 수 있는 또 하나의 전략적 게임이라고 할 수 있다.

2) 일본의 전략적 경제정책 : 아베노믹스

일본은 미국과의 정책게임에서 실패로 1990년 이후 20년 이상 경기침체를 겪고 있다. 1985년 플라자 합의를 통해 엔화의 가치를 높인 결과 수출이 감소하면서 부동산 버블이 붕괴되고 경기침체가 장기화되었던 것이다.

이렇게 침체된 일본경기를 부양시키고 성장이 정체된 일본경제를 부흥시키기 위해 새롭게 출범한 아베정부는 아베노믹스로 대응하고 있다. 아베노믹스를 주창한 예일대학의 하마다 고이치(Hamada, Koichi) 교수는 일본의 경기침체는 고령화와 기술혁신의 부족 등 다양한 국내적 원인도 있으나 환율에 더 큰 원인이 있다고 주장한다. 엔/달러 환율이 과도하게 하락하면서 일본 수출이 감소하고 결국 성장동력을 상실하면서 일본경제가 침체국면에서 벗어나지 못하고 있다는 진단이다.

하마다 교수는 환율을 높여 수출을 통해 일본경기를 회복시키려 하고 있으나 외환시장 개입을 통해 엔화의 가치를 평가절하 시키기는 쉽지 않다. 킹스턴 합의에 의해 외환시장 개입을 통해 환율을 높일 경우 킹스턴 합의를 위반하게 되며 미국에 의해 환율조작국으로 지정될 수 있기 때문이다. 이에 국제금융에서 전략적 게임이론을 전공한 하마다 교수는 일본 엔화가 국제통화라는 점을 이용하여 양적완화정책을 통해 간접적으로 엔화의 가치를 하락시키는 정책을 시도하고 있다.

양적완화정책, 즉 확대통화정책은 국내정책으로 외국이 간섭하기가 쉽지 않다. 양적완화정책은 국내 통화정책이므로 국제적 제재나 협력의 대상이 되지 않기 때문이다. 그리고 하마다 교수는 이를 아베노믹스의 3개의 화살(three arrows)로 포장했다. 양적완화정책을 아베노믹스 3개의 화살중 하나로 구성하여 미국 경제학자들의 비판을 피하고 있다. 3개의 화살 중 세 번째인 구조조정을 실

시할 경우 일본경제는 생산성이 높아지면서 부흥될 수 있다고 미국학자들이 믿고 있기 때문이다.[8]

일본은 인플레이션이 2%가 될 때까지 양적완화정책을 계속하겠다고 하였다. 그 결과 작년 초 달러당 75엔이었던 환율을 현재 100엔 선까지 오르게 하여 엔화의 가치를 33% 평가절하 시켜 일본수출경쟁력이 되살아나게 하였다. 비록 금리가 오르고 물가가 오르는 부작용이 있지만 달러당 95엔 선만 유지해도 아베노믹스는 이미 성공했다고 할 수 있다.

이러한 일본의 양적완화정책이 미국의 출구전략에 대응해서 사용될 경우 수출경쟁력을 높이는데에 더 큰 효과가 있을 것으로 전망된다. 미국의 출구전략으로 달러화가 강세가 될 경우 엔화는 약세로 전환되는데 일본의 양적완화정책이 성공할 경우 엔화의 가치는 평가절하의 폭이 더 커질 수 있기 때문이다.

일본은 양적완화정책은 비록 인접국가에 대해 큰 영향을 주지만 이를 국제협력으로 제재하기는 쉽지 않다.[9] 이미 미국이 양적완화정책을 실시했을 뿐만 아니라 양적완화정책은 국내 통화정책이기 때문이다. 여기에 미국은 일본의 양적완화정책을 암묵적으로 지지하고 있다. 미국은 중국에 대해 위안화의 평가절상과 자본자유화를 요구했으나 중국의 반대로 성사되지 못하자 일본 엔화의 평가절하를 통해 중국의 경쟁력을 낮추려는 전략을 사용할 수 있기 때문이다.

일본 아베노믹스 특히 양적완화정책이 장기적으로 일본경제를 부흥시킬지 여부를 현재로는 판단하기 어렵다. 양적완화정책으로 일본의 인플레이션율은 어느 정도 높아지고 있다. 디플레이션에서 벗어나면서 일본의 투자와 소비가 늘어날 경우에는 경기 부양에 도움을 줄 수 있으나 물가상승으로 금리가 높아질 경우 일본의 막대한 재정적자의 이자부담이 가속화된다는 점에서 그 비용 또한 우려되고 있기 때문이다.[10]

이러한 비용에도 불구하고 아베노믹스라는 일본의 전략적 경제정책은 엔화가치를 평가절하시켜 수출을 늘리고 수출기업이 증가한 이익으로 연구개발에 대한 투자를 늘여 신기술을 개발할 경

8) 아베노믹스의 3개의 화살은 양적완화정책, 확대재정정책 그리고 구조조정을 통한 생산성 향상으로 구성되어 있다. 3개의 정책을 동시에 사용해 일본경제를 부흥시키겠다는 전략인 것이다. 그러나 구조조정은 아베정부가 글로벌 금융위기 발생전에 실시했으나 이익집단의 강력한 반발로 큰 성과를 얻지 못했다. 따라서 아베노믹스의 핵심은 양적완화정책에 의한 엔화의 평가절하에 있다고 할 수 있다. Harvard 대학의 Richard N. Cooper 교수는 일본의 구조조정이 실행될 경우 아베노믹스는 일본경제를 부활시킬 수 있는 방안이라고 주장하였다.

9) 한 나라의 통화정책에 대해 국제적 규제를 한 예가 없다. 1987년 독일이 통일과정에서 유동성이 늘어나자 이를 흡수하기 위해 고금리정책을 실시하자 영국은 자국의 통화가 독일의 고금리정책으로 유출되자 독일에게 금리를 낮추어 줄 것을 요구했으나 독일과 협력이 성공하지 못했다. 결국 영국은 ERM에서 탈퇴하게 되었던 역사적 사실을 봐도 국가간의 통화정책 협력은 쉽지 않은 과제이다. 따라서 일본의 양적완화로 엔화의 가치가 낮아질 경우 이를 시정하기위해 ASEAN+3나 혹은 G20에서의 협력은 기대하기 어렵다고 할 수 있다.

10) 일본엔화의 가치가 어떻게 변할 것인가에 대해서는 논란이 있다. 미국의 출구전략과 일본의 양적완화정책으로 엔화의 가치가 하락할 것으로 전망하는 견해가 있는 반면 엔화의 가치가 안전자산 선호로 상승할 것이라는 전망도 있다. 그러나 엔화가치가 상승하는 경우는 미국경제가 출구전략으로 재침체되거나 무역수지나 재정수지 적자규모가 확대되면서 미국경제가 악화되는 경우를 가정한다고 할 수 있다.

우 일본경제는 다시 부활시킬 수 있다는 점에서 그 이익 또한 크다고 할 수 있다. 또한 중국과 일본 등 경쟁국들의 수출경쟁력을 약화시켜 국부를 일본으로 이전시킬수 있다는 점에서 국제적으로는 비난받을 수 있으나 일본의 입장에서는 긍정적인 정책이 될 수도 있다.

3) 중국의 금융긴축

중국은 현재까지는 미국과의 국제금융정책 게임에서 성공했다. 미국의 자본자유화 요구를 거절하면서 자본시장을 개방하지 않아 무역수지에서의 흑자를 자본시장에 대한 외국인 투자를 통해 유출되지 않도록 했다. 그리고 최근 바스켓환율제도 선택 전까지 상당기간동안 고정환율제도를 선택하여 자본유입이나 무역수지 흑자로 인해 위안화가 과도하게 평가절상되는 것을 막았다.[11] 수출 가격경쟁력을 높게 유지하여 막대한 무역수지 흑자를 3조 2천억 달러의 외환보유고를 통해 국부의 증가로 연결시켰던 것이다.

그리고 중국은 미국의 양적완화정책에 대응해 확대금융정책을 사용했다. 글로벌 금융위기 이후 중국경기의 급속한 침체를 막기 위해서도 필요했으며 동시에 위안화 가치 상승을 막을 수 있었다.

그러나 미국이 출구전략을 시행할 경우 중국의 금융시장은 큰 혼란에 빠질 것이 예상된다. 그동안 늘어난 유동성으로 인해 부실금융대출이 많았을 뿐만 아니라 자산가격 버블도 존재하고 있기 때문이다. 미국의 출구전략으로 글로벌 유동성이 감소할 경우 신용경색으로 금융부실이 늘어나고 자산가격 버블이 붕괴될 수 있다. 이에 따라 최근 중국은 미국의 출구전략에 대한 선제적 대응을 전략적으로 준비하고 있다.

중국기업의 부채는 중국의 양적완화정책으로 크게 늘어나 있으며 이로 인해 막대한 금융비용을 지불하고 있다. 특히 대출은 투자신탁과 같은 그림자 금융(shadow banking)을 통해 부동산 등 투기성 투자처에 투자되었으며 글로벌 유동성이 감소할 경우 그림자 금융의 대출부실은 곧 제도권 금융의 부실로 확대될 가능성이 높다.

이에 중국 중앙은행인 인민은행은 최근 금융개혁을 강조하고 있다. 과잉유동성을 흡수하고 그림자 금융의 무분별한 대출을 규제하며 부동산 가격을 억제하고 국유기업의 개혁을 통해 기업부채를 줄이려고 하고 있다.

또한 대출금리 규제를 철폐하고 금리자유화를 시도하고 있다. 중국은 기존의 은행 대출금리 하한선을 기준금리의 0.7배로, 예금금리의 상한선을 기준금리의 1.1배로 정해 예대 금리를 관리해 왔었다. 그러나 앞으로 대출금리 하한선을 철폐해 금융기관들이 자체적으로 대출금리를 정할 수 있도록 했다. 중국은 금융개혁을 통해 금리자유화와 위안화 국제화 그리고 환율자유화 그리고 자본자유화를 점진적으로 추진하고 있다.

---

11) 한국도 1980년대 기간동안 바스켓환율제도를 선택하여 1980년대 후반 막대한 무역수지 흑자를 시현했다. 중상주의 정책을 사용한 결과라고 할 수 있다. 중국은 한국의 경험을 분석하여 현재 바스켓 환율제도를 선택하고 있으며 이는 외환당국이 자국에 유리하게 환율을 결정하는 시스템이라고 할 수 있다.

이러한 중국의 긴축금융정책은 중국의 경제성장률을 둔화시킬 것이 우려되고 있으며 세계경제의 불확실성을 높이는 또 다른 요인이 되고 있다. 그러나 중국의 금융개혁과 긴축통화정책은 미국의 출구전략과 이로 인한 글로벌 유동성의 감소에 대비한 전략적 정책이라고 할 수 있다.

이렇게 보면 미국과 중국 그리고 일본의 G3는 상호 전략적 경제정책을 사용하여 장기적으로는 국가경제의 부흥과 단기적으로 경기부양을 시도하고 있다. 국가간의 경제정책 게임은 자유무역협정(FTA)과 같이 게임의 참여자가 모두 이익을 보는 포지티브 섬(positive sum) 게임도 있지만, 환율정책과 같은 국제금융정책에 있어서나 혹은 지금과 같이 세계적인 경기침체시기에는 게임의 참가자가 상대방의 몫을 빼앗아 가는 제로섬(zero sum) 게임인 경우도 많다. 이러한 제로섬 게임인 경우 환율정책이나 자본자유화 정책과 같은 국제금융정책을 어떻게 사용하는가에 따라 국가의 성장률이 높아지기도 하고 정체되기도 한다.

따라서 세계경제에 큰 영향을 주는 G3의 국제금융정책을 전략적 게임이론의 입장에서 이해할 필요가 있다. 이들의 전략을 사전적으로 이해하고 전략적으로 대응하는 것은 경기침체와 일자리 부족을 겪고 있는 신흥시중국의 입장에서는 매우 중요하기 때문이다.

특히 이번의 미국과 일본 그리고 중국의 양적완화정책으로 신흥시장국에는 많은 유동성이 유입되었다. 글로벌 유동성이 감소하는 미국의 출구전략과 이에 대응한 일본의 아베노믹스, 그리고 중국의 금융개혁과 긴축통화정책에 신흥시장국은 적극적으로 대응할 필요가 있다. 최근 G20회의에서 신흥시장국들이 미국이 출구전략을 점진적으로 시행해야 한다고 주장한 것도 이러한 배경 때문이라고 할 수 있다.

3. 한국경제에 미치는 영향

1) 자본유출과 외환위기

양적완화정책과 출구전략은 세계 유동성과 금리에 영향을 주게 되어 국제적 자본이동에 영향을 미친다. 출구전략이 시행될 경우 그동안 선진국에서 신흥시장국으로 유입된 자본이 유출되면서 신흥시장국은 외환부족을 겪을 수 있다.

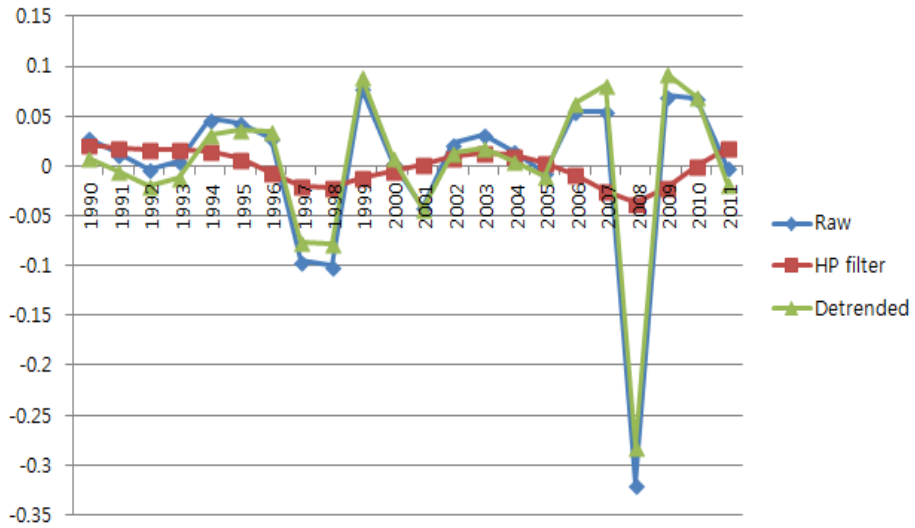
한국과 같이 자본시장이 개방된 작은 규모의 국가들에게는 심각한 영향을 주게 된다. 양적완화로 풀린 유동성이 과도하게 유입될 경우 신흥시장국 통화가치가 높아지면서 수출이 감소할 수 있을 뿐만 아니라 유입된 유동성으로 자산가격 버블이 만들어 질 수 있다. 이러한 상황에서 미국이 출구전략을 사용해 금리를 높이거나 유동성을 흡수할 경우 신흥시장국은 곧바로 외국인 자본유출로 외환부족이나 외환위기를 겪을 수 있다. 또한 금리가 높아지면서 자산가격의 버블이 붕괴되거나 경기침체가 심화될 수 있으며 기업도산과 금융회사의 부실로 금융위기를 겪을 수 있다.

또한 한국경제는 자본시장은 개방되었으나 외환시장과 주식시장의 규모가 작아 외국인 투자의 유입과 유출에 의해 큰 영향을 받게 된다. 여기에 한국 원화는 국제통화가 아닌 비교환성 통화

(non-convertible currency)로 자본의 갑작스러운 유출은 외환의 공급을 줄여 외환위기를 촉발시킬 수 있다. 1997년 외환위기 시나 2008년 글로벌 금융위기 시에 있은 외환부족은 모두 과도한 자본유입(surge) 직후 자본이 갑자기 유출(sudden stop)되면서 발생하였다. 이번의 경우도 2008년 글로벌 금융위기 이후 주식시장과 채권시장을 통해 한국에 추가적으로 유입된 외국자본은 3,000억 달러에 달한다.

한국의 과도한 자본유입과 갑작스러운 자본유출의 추이를 <그림 2>에서 보면 1997년과 2008년 외환위기 시 갑작스러운 자본유출이 존재하였음을 알 수 있다.

<그림 2> 한국의 Sudden Stop과 Surge의 추이



주: Raw는 매년 순자본유출입의 차이를 기간평균에서 뺀 수치이며 Detrended는 매년 순자본유출입의 차이를 HP filter로 추정된 추세치에서 뺀 수치이다.

자료: Jung-Sik Kim(2013), "The Behavior of Sudden Stop in Emerging Market Economies," Paper presented at WEAI Conference in Seattle, Washington.

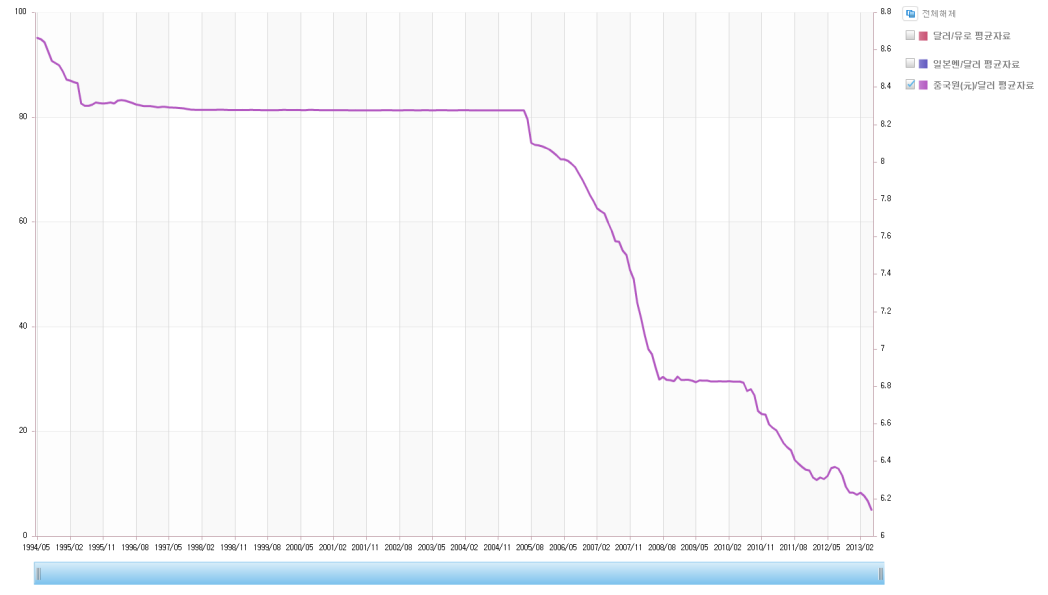
2) 환율변동과 수출

미국의 출구전략과 아베노믹스는 한국의 환율에 큰 영향을 미친다. 미국의 양적완화정책의 결과 미국 달러화의 가치는 <그림 3>과 <그림 4>에서 보는 바와 같이 크게 하락하였으며, 일본과 중국 그리고 한국의 통화가치는 상대적으로 상승했다. 달러화의 약세로 엔화가치가 상승했으며 원화가치 또한 상승하고 있다. 특히 엔화가치 상승폭이 높아 엔/달러 환율은 작년 초 달러당 75엔까지 하락했고, 엔/달러 환율과 원/달러 환율에 의해 재정환율로 결정되는 원/엔 환율의 경우 100엔당 1,500원선까지 상승했다.

<그림 3> 엔/달러 환율 추이(1994.5-2013.2)

자료: 한국은행, database.

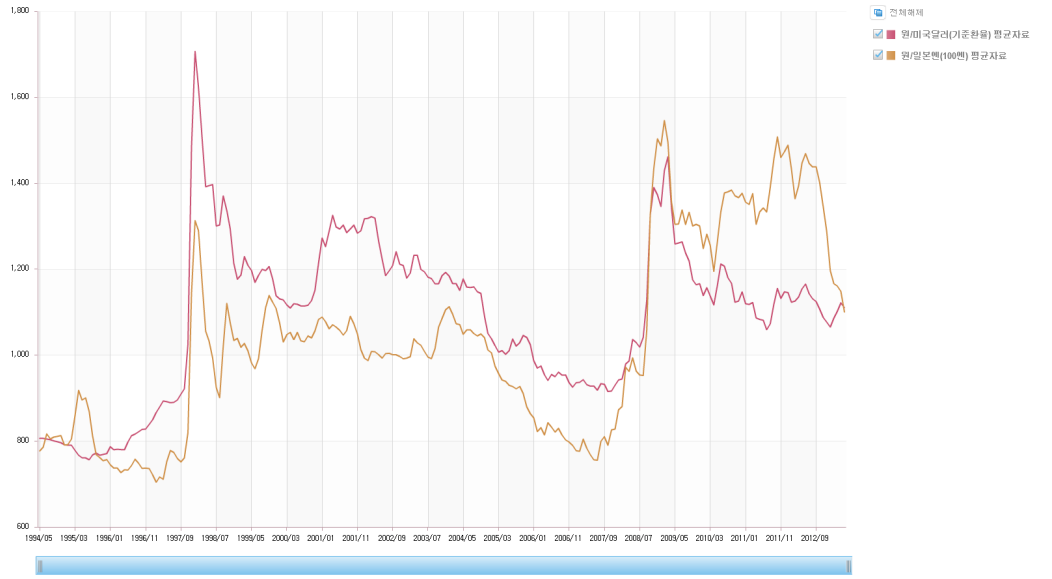
<그림 4> 위안/달러 환율 추이(1994.5-2013.2)



자료: 한국은행, database.

원/엔 환율은 엔/달러 환율과 원/달러 환율의 변동으로 인한 한국의 수출경쟁력을 가장 잘 나타내어 주는 환율인데, 미국의 양적완화 기간동안 원/엔 환율이 <그림 5>에서 보는 바와 같이 큰 폭으로 하락함에 따라 일본의 수출경쟁력은 하락했고 상대적으로 한국의 수출경쟁력은 높아졌다.

<그림 5> 원/달러와 원/엔 환율 추이(1994.5-2013.2)



자료: 한국은행, database.

그동안 한국 수출이 호조를 보인 것은 일본 엔의 평가절상이 큰 역할을 했다고 할 수 있다. 미국의 양적완화정책으로 미국 달러화의 가치가 평가절하 되면서 일본 엔의 가치는 작년초 달러 당 75엔까지 하락했다. 미국의 양적완화정책 이전에는 달러당 100엔이 유지되어 원/엔 환율은 100엔당 1,000원이 유지되었으나 엔화의 가치가 높아지면서 100엔당 1,500원으로 한국의 수출가격 경쟁력이 일본에 비해 50% 정도까지 높아졌던 것이다.

그러나 아베노믹스로 엔화가 약세로 전환되고 여기에 미국의 출구전략으로 달러화가 강세가 될 경우 엔화 약세가 더욱 가속화될 수 있다. 이렇게 보면 한국의 원/엔환율은 추가적으로 하락할 가능성이 높다.[12] 일본과 수출에 있어 경쟁관계에 있는 한국의 수출은 크게 감소할 수 있다.

지금까지 일본의 양적완화정책과 미국의 출구전략으로 엔화의 가치가 달러당 100엔으로 그리고 원/엔 환율은 100엔당 1,120원선으로 33% 낮아짐에 따라 한국의 수출경쟁력이 작년 초보다

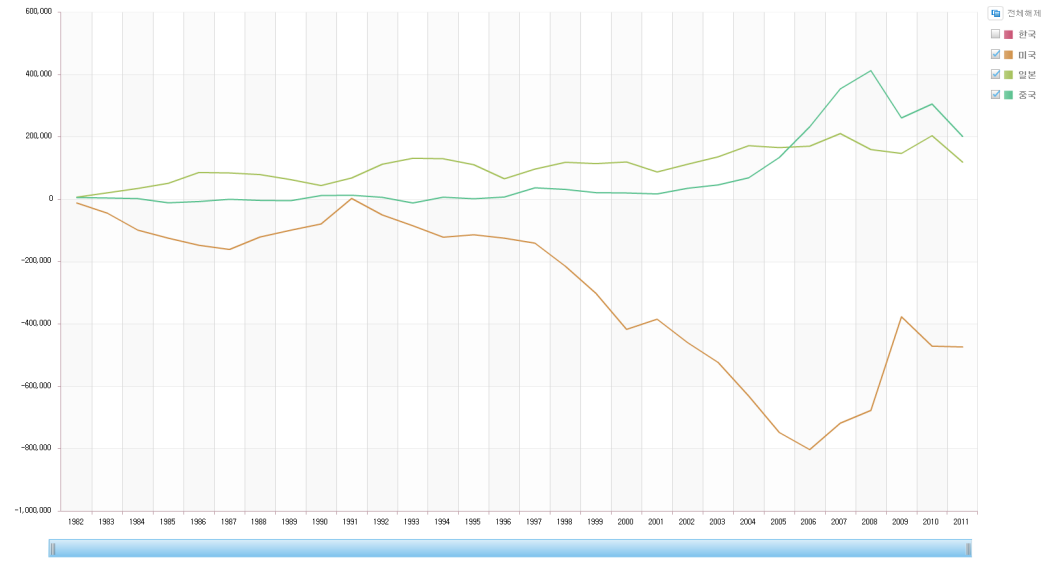
12) 이러한 달러가치와 엔화가치 변동에 의해서 원/엔 환율이 영향을 받는 것외에 일본의 양적완화정책으로 한국으로의 자본유입이 늘어날 경우 원/달러 환율하락에 의해 원/엔환율은 추가적으로 하락할 수 있다.

33% 낮아지게 되었다. 환율이 수출에 미치는 시차를 고려하면, 한국의 수출은 앞으로 크게 감소할 가능성이 높으며 수출이 감소할 경우 경기침체가 심화될 것이 염려된다. 또한 경상수지가 현재는 비록 흑자를 유지하고 있으나 수출의 급격한 감소로 흑자폭이 감소하거나 적자로 전환될 경우 국가신뢰도가 하락하면서 유입된 자본의 유출로 외환위기가 우려된다.

엔화가치가 낮아지고 원화가치가 높아진 경우 한국의 수출이 감소하면서 외환위기를 겪었던 적이 있다. 1997년 외환위기 전에도 이러한 현상이 발생했으며 2008년 글로벌 금융위기 전에도 같은 상황이 발생했다.

이는 환율과 경상수지와의 관계를 보여주는 <그림 6>에서 잘 나타나고 있다. <그림 6>에서 1985년 플라자합의이후 미국의 경상수지는 개선되고 있으며 일본의 경상수지는 악화되고 있는 것을 볼 수 있다. 그리고 양적완화정책 실시 이후 일본의 경상수지가 악화되고 있음을 볼 수 있다.

<그림 6> 미국, 일본, 중국의 경상수지 추이(1982-2012)



자료: 한국은행, database.

특히 미국이 금리를 높일 경우 국제통화인 일본 엔화가치는 빨리 하락하는 반면 국제통화가 아닌 한국의 원화 가치는 서서히 하락한다는 점을 주목할 필요가 있다. 이번 출구전략이 가시화되면서 비록 일본의 양적완화정책 때문이기는 하지만 일본 엔화는 급속히 평가절하 되는 반면 한국의 원화는 점진적으로 평가절상되고 있다. 이는 한국의 금리가 일본보다 높아 금리차이가 비교적 크게 나기 때문이기도 하고 현재 한국의 경상수지 흑자폭이 커서 한국에서 자본유출이 염려되지 않기 때문이라고 할 수 있다. 그러나 그보다는 엔화가 국제통화이고 원화는 국제통화가 아닌 비교환

성 통화이기 때문에 미국 금리인상으로 인한 국제간 자본유출과 환율변동에 한국이 상대적으로 덜 민감하기 때문이라고 할 수 있다.

그러나 일본의 수출경쟁력이 점차적으로 높아지면서 한국의 경상수지가 악화되는 경우 한국에서 갑작스러운 자본유출이 발생하면서 환율은 급격히 상승할 수 있다. 이러한 추세는 미국이 금리를 높인 1995년과 2005년에도 반복되고 있다. 이렇게 보면 미국의 금리 인상이후 1-2년의 일정 시차가 지난 다음 한국의 원화 환율은 반응하게 된다. 미국의 출구전략으로 인한 부작용이 시차를 가지고 내년에 나타날 가능성이 높다고 할 수 있다. 현재 원/달러 환율이 상승하지 않고 있는 것은 한국경제의 기초체력, 즉 펀더맨탈이 튼튼해서라기 보다는 한국 통화가 비교환성 통화이기 때문에 발생하는 현상으로 봐야 한다.

3) 실물경기의 침체와 기업부실

실물경제 역시 영향을 받게 된다. 유동성의 감소와 금리인상으로 소비와 투자등 내수가 감소하면서 경기침체가 심화될 수 있으며, 이에 따라 기업부실과 도산이 크게 늘어날 가능성이 높다. 반면에 미국의 출구전략이 미국경제의 회복을 의미하므로 미국경제가 회복되면서 세계경기가 회복되고 자본유출로 환율이 높아질 경우 수출이 증가할 수 있다. 이러한 부분은 실물경기를 회복시킬 수 있는 요인이 된다. 그러나 외환시장과 금융시장의 변동성과 불확실성이 높아질 경우 투자와 소비 그리고 수출이 감소하면서 실물경기 또한 회복세가 지연될 수 있다.

또한 중국경제가 그동안 양적완화정책의 부작용을 줄이기 위해 유동성을 환수하는 출구전략을 시행할 경우 중국의 경제성장률이 둔화될 가능성이 있다. 이렇게 될 경우 한국 수출의 25%를 점해서 제1의 수출대상국인 중국경기 침체로 한국 수출이 감소하면서 경기 또한 회복이 지연되거나 침체가 심화될 수 있는 위험요인이 된다.

일본의 양적완화정책으로 일본의 엔화 가치가 하락하고 동시에 원화의 가치가 상승할 경우 한국의 수출은 급감할 수 있다. 대외의존도가 높은 한국경제의 특성상 수출이 감소할 경우 성장률이 둔화되면서 경기침체가 심화될 수 있다.

이렇게 경기침체가 심화될 경우 그동안 지속된 경기침체로 어려움을 겪던 기업의 도산이 우려된다. 그렇지 않아도 제품사이클론에 의해 중국으로 이전될 것이 우려되는 조선과 철강산업 등에서 기업도산이 늘어날 수 있으며 이는 한국경제를 외환위기의 위험에 노출시키는 요인이 된다고 할 수 있다.

4) 유동성 감소와 신용경색

미국의 출구전략과 일본의 아베노믹스는 한국 금융시장에도 큰 영향을 줄 것이 예상된다. 미국의 양적완화정책으로 각국은 자국의 경기침체를 막기 위해 확대통화정책을 시행한 결과 시중유동성이 크게 증가했다.

미국의 출구전략이 가시화될 경우 이렇게 늘어난 유동성이 감소할 것이 예상된다. 미국금리가 높아짐에 따라 자본유출로 유동성이 감소하기도 하지만, 그 외에도 금리를 높이는 과정에서 유동성이 감소하게 된다. 금리가 높아지면서 기업투자와 소비가 감소해 경기침체가 심화될 경우 신용경색과 금융부실이 우려된다. 자산가격 버블도 붕괴가 우려된다.

4. 한국경제정책의 과제

미국의 출구전략과 일본의 아베노믹스 그리고 중국의 긴축금융정책 모두가 한국의 국부를 유출시킬 수 있고 갑작스러운 자본유출로 외환위기를 초래하게 할 수 있다. 미국과 일본 그리고 중국은 전략적인 국제금융정책을 사용해서 국가의 이익을 추구하고 있다. 한국의 경제정책 당국은 이러한 국제금융환경의 변화에 적극적으로 대응할 필요가 있다. 미국의 양적완화정책에 이은 출구전략과 일본의 아베노믹스의 전략적 특성을 파악해 한국도 전략적으로 대응할 때만이 경기를 부양할 수 있을 뿐만 아니라 국부의 유출을 막아 성장이 지금처럼 정체되는 것을 막을 수 있기 때문이다.

1) Sudden stop과 자본유출입정책

한국은 미국의 출구전략으로 갑작스러운 자본유출의 위험에 노출되어 있는가 하면 아베노믹스로 일본이 양적완화정책을 계속하는 경우 과도한 자본유입을 염려해야 하는 이중적인 상황에 놓여 있다. 또한 비록 미국의 출구전략이 시행되어도 한국의 경상수지가 흑자규모가 큰 경우 외국인투자의 비중이 높은 한국 주식시장과 채권시장의 특성 때문에 자본유입이 지속될 가능성이 높다. 그러나 이러한 자본유입으로 환율이 하락해 수출이 감소해 경상수지가 악화되는 경우 일정한 시차후 갑작스러운 자본유출로 외환부족을 겪을 가능성 또한 있다.

이렇게 보면 미국의 출구전략으로 자본유출이 우려되는 상황에서 강력한 자본유입규제를 실시하기는 어렵지만 장기적으로 볼 때 갑작스러운 자본유출을 피하기 위해서는 과도한 자본유입을 규제하는 것이 필요하다.[13] 한국과 같은 신흥시장국은 항상 외환부족을 겪을 수 있다. 구조적으로 외환위기를 당할 수 있는 환경 하에 놓여 있다. 이는 한국과 중국 등 역내 신흥시장국의 금리가 선진국보다 높고 동시에 경제성장률이 높아 주식투자와 채권투자의 수익률이 높기 때문이다. 선진국보다 고성장, 고금리를 가진 신흥시장국은 외국인 주식투자, 외국인 채권투자 그리고 은행의 외화차입이 늘어나면서 과도한 자본유입을 경험하게 된다.

또한 외국인 자본유입의 형태에 의해서도 신흥시장국의 금융시장은 큰 영향을 받는다. 자본유입의 형태는 직접투자와 주식 및 채권투자 그리고 파생금융상품에 대한 투자와 은행의 외화차입

13) Jung-Sik Kim(2013)에 따르면, 신흥시장국의 패널 분석에 의할 때 과도한 자본유입(surge)은 갑작스러운 자본유출(sudden stop)의 중요한 원인중의 하나이다.

등으로 구분될 수 있는데, 이중에서 외국인 직접투자는 장기투자이고 기술이전과 또한 국내 일자리를 마련한다는 점에서 신흥시장국에 이득이 되는 자본유입이라고 할 수 있다. 그리고 주식투자나 채권투자 및 은행의 해외차입등도 신흥시장국의 부족한 자본을 공급해준다는 측면에서는 긍정적이다. 자본조달 비용을 낮게 해주는 역할을 하는 것이다.

그러나 주식과 채권 그리고 은행의 외화차입이 과도할 경우 이는 환율을 하락시키며 동시에 자산가격 버블을 불러올 수 있다. 특히 채권투자의 경우는 채권가격에 영향을 주어 신흥시장국의 금리에 영향을 준다는 점에서 규제가 불가피하다. 통화정책의 국가주권이 영향을 받을 수 있기 때문이다. 은행의 외화차입 역시 통화량을 과도하게 늘릴 뿐만 아니라 은행의 건전성을 낮추는 부작용 때문에 규제를 강화할 필요가 있다.[14]

자본유입의 형태 중에서 직접투자는 장기투자이므로 규제할 필요가 없으나 주식과 채권 그리고 파생금융상품과 은행의 해외차입에 대해서는 과도한 자본유입을 막을 필요가 있으며, 그 방법은 다음과 같이 다양하다.[15]

(1) 토빈세(Tobin Tax)

제임스 토빈(James Tobin)이 주장한 것으로 단기자본 유출입에 대해 거래세를 부과해서 단기자본이동을 줄이려는 것이다. 토빈은 이러한 세금을 돌아가는 톱니바퀴에 모래를 붙는 것과 같다고 표현하고 있다. 단기자본 이동이 환차익이나 이자차익 등을 목적으로 이동하므로 여기에 거래비용을 부과하면 단기이윤의 기회와 규모가 감소하여 국가간의 단기자본이동을 줄일 수 있다는 것이다.

그러나 이러한 토빈세를 부과할 경우 세금을 부과하지 않는 지역으로 단기자본이동이 집중되어 국제적인 단기자본이동을 막을 수 없다는 단점도 있으며, 어느 국가에서 세금을 부과하며 징수된 세입을 자본유출국과 유입국 중 어느 국가가 사용할 것인지도 논란의 대상이 된다.

이러한 토빈세의 부과는 단기자본이동을 줄일 수 있는 반면 자본의 공급을 줄인다는 단점이 있다. 브라질이 시행하고 있는 외국인 채권투자에 대한 금융거래세(최근 6%로 인상)는 일종의 토빈세에 형태라고 할 수 있다.

(2) 투자 및 포지션의 한도 제한

외국인이 매입할 수 있는 금융자산의 한도나 총투자금액에서 채권투자의 비중을 제한하는 방법

---

14) 김정식(2011)에 의하면 1997년과 2008년 기간동안 한국의 sudden stop을 발생하게 한 자본유입의 행태는 은행의 해외차입이다. 따라서 sudden stop으로 인한 외환위기를 막기 위해서는 은행세를 부과하는 방법으로 은행의 과도한 해외차입을 규제할 필요가 있다. 그러나 최근에는 외국인 채권투자가 급격히 증가하고 있으므로 과도한 외국인 채권투자에 대한 규제도 고려할 필요가 있다.

15) 자본이동에 대한 규제에 대해서는 김정식 외(2012)『역내공동이익 창출을 위한 국가간의 금융협력방안에 관한 연구』에서 인용하였다.

이다. 대만의 경우 외국인의 국채투자 비중을 30%로 제한하는 정책 등이 이에 속한다. 중국은 핫머니의 차입규모를 제한하고 있다. 또한 한국이 시행하고 있는 선물 포지션의 한도를 제한하는 정책과 같은 방법도 있다.

(3) 예치금 제도

외국인이 국내 금융시장에 투자할 경우 투자금액의 일정부분을 일정기간 예치하도록 하는 제도이다. 콜롬비아는 외국인 포트폴리오 투자금액의 50%를 중앙은행에 무이자로 6개월간 예치하도록 했다.

(4) 외환허가 제도

자본이동에 대한 규제는 외환에 대한 규제를 통해서도 할 수 있다. 아이슬랜드는 외환허가제를 통해서 규제하고 있다. 또한 투자수익을 외환으로 교환하는 것을 허가제를 통해서 투자수익의 유출을 어렵게 해서 자본의 과도한 유입을 막을 수도 있다.

(5) 이자소득에 대한 세금부과

채권투자나 주식투자 그리고 정기예금 이자에 대한 소득세를 부과해서 투자수익을 줄여줌으로써 과도한 자본유입을 줄이는 방법이다. 한국의 경우 외국인 투자의 국채이자수익에 대해 최대 14%의 이자소득세를 부과하고 있으며, 태국 역시 국채투자에 대해 15%의 소득세를 부과하고 있다.

(6) 보유의무 부과

국채 등 채권에 대해 일정기간 보유의무를 부과함으로써 단기투자를 줄이려는 방안이다. 인도네시아는 중앙은행채에 대해 최소 1개월 보유의무를 부과하고 있다.

(7) 금융감독 강화

은행이 차입하는 외화차입을 줄이기 위해서는 금융감독기구가 금융기관의 건전성 제고를 위해 각종 규제를 실시할 수 있다. 한국의 경우 외화유동성 비율규제 등이 이에 속한다.

현재 한국은 과도한 자본유입을 막기 위해 세 가지 조치를 취하고 있다. 이러한 조치는 금융거래세의 행태를 가지고 자본유입을 억제하기위한 조치이므로 토빈세의 변형이라고 할 수도 있다. 먼저 외국인 채권투자의 이자소득에 대해 소득세를 부과하고 있다. 한국은 글로벌 금융위기 이후 2009년 6월부터 그동안 과세해 오던 외국인 채권소득에 대한 소득세를 폐지하였다. 그러나 2011년 1월부터 외국인의 국채와 통안채에 대한 채권투자소득에 대해 14%의 단일과세를 부활시켰다. 최근 한국의 신용등급이 상향조정됨에 따라 그리고 선진국의 양적완화정책에 의해 외국인의 한국채권수요가 급격히 늘어나고 있다. 필요한 경우 소득세를 높여서 과도한 채권매입자금의 유입을

줄이는 것을 검토할 필요가 있다.

다음으로 은행의 비예금성 부채인 외화차입에 대해 0.02-0.2%의 은행세를 부과하고 있다. 은행의 비예금성외화부채, 즉 외화부채에서 외화예금을 제한 금액에 대해 은행세를 부과하여 과도한 외화차입을 규제하고 있다. 외국과의 금리차이로 인해 외화차입이 늘어날 경우 자본이동의 반전이 발생할 가능성을 높게할 수 있으며, 또한 외채를 증가시킨다는 점에서 규제가 필요하다.

마지막으로 선물환 포지션에 대한 규제이다. 은행의 외화차입이나 조선산업에 있어 헤지수요가 늘어남에 따라 선물환의 매입이 늘어나게 된다. 그리고 이는 현물환 공급을 증가시켜 환율이 과도하게 하락하는 원인이 되므로 은행의 선물환 포지션을 규제하는 정책은 바람직하다고 할 수 있다.

그러나 모든 자본유출입 거래에 부과하는 토빈세 부과에는 신중할 필요가 있다. 다른 국가가 부과하지 않는데, 한국만 부과할 경우 자본유출이 우려되며 특히 지금과 같이 미국의 출구전략으로 자본유출이 우려되는 시기에는 토빈세 부과는 신중할 필요가 있다.

따라서 미국의 출구전략에 대응하기 위해서는 모든 금융거래에 부과하는 금융거래세인 토빈세를 부과하기 보다는 현재 사용하고 있는 자본유입억제 방안을 확대하거나 신축적으로 사용하여 과도한 자본유입을 억제할 필요가 있다. 특히 한국의 경우는 선진국과 달리 핫머니에 의한 환율의 과도한 변동성이 문제가 된다기보다는 은행의 외화차입이나 채권구입자금의 유입으로 외환공급이 늘어나 환율이 적정환율에서 괴리되거나 만기연장이 되지 않고 유출되는 외화유동성이 문제이므로 선진국과는 상황이 다르다고 할 수 있다. 따라서 토빈세보다는 은행에 부과하는 거시건전성 부과금 등이 더 필요하다고 할 수 있다.

이러한 조치 외에 외국인 주식투자자금의 과도한 유입을 막기 위해서는 주식소득에 대한 과세도 적극적으로 검토해야 한다. 한국에서는 모든 소득에 과세가 되는데 오직 주식 투자소득에만 과세하지 않고 있다. 이미 미국과 일본 등 선진국에서 실시하고 있는 주식소득에 과세할 경우 과도한 자본유입을 막을 수 있을 뿐만 아니라 외국인 금융투자로 인한 국부의 유출을 막을 수 있다.

동아시아 국가간의 자본유입에 대한 협력 또한 중요하다. 먼저 한중일 통화협력에서는 이미 G20에서 합의했듯이 과도한 자본유입에 대한 규제와 자본이동을 모니터링할 필요가 있다. 특히 중국과 같이 자본통제를 하고 있는 국가와 자본자유화를 한 국가의 경우 즉 역내에서 비대칭적인 자본자유화의 상태에 있는 경우 자본자유화를 하지 않은 국가가 더 우월한 위치를 차지하며 자본자유화를 한 국가를 금융투자로 공격해 환율을 하락시키고 버블을 만들어 금융위기를 초래할 수 있다.

한중일 혹은 동아시아 국가간에 역내 환율을 안정시키고 경제위기를 피하기 위해서는 자본규제에 대한 협력을 할 필요가 있다. 이번 G20에서 자본규제의 근거를 마련한 것은 성과라고 할 수 있으며, 자본자유화를 하는 협력을 강화하고 필요한 경우 자본규제를 할 수 있게 협력을 강화할 필요가 있는 것이다.

자본규제에서 협력 가능성이 가장 큰 분야는 채권시장에 대한 규제이다. 주식시장에 대한 외국

인 투자는 주식시장에서 외국인이 차지하는 비중이 국가별로 차이가 있고 부작용보다 자본공급비용을 줄여주는 등 이득이 많을 수 있어 규제에 합의하기 어렵지만, 채권과 은행의 외화차입 그리고 핫머니의 이동에 대한 규제는 합의가 가능하다. 특히 채권에 대한 투자는 금리에 영향을 주므로 국가의 통화정책의 독립성과도 연관이 있어 동아시아 국가간의 합의가 가능한 분야이다. 채권소득에 대한 일정세율의 소득세 부과를 협력할 필요가 있다. 그리고 은행의 비예금성 차입에 대해서도 일본을 제외한 아시아 국가들은 자본수입국이 대부분이므로 은행의 건전성을 높인다는 측면에서 은행세의 부과에 협력이 가능할 수 있다.

또한 투기성이 강한 파생금융상품투자나 핫머니에 대해서는 동아시아 국가간의 광범위한 합의가 이루어져 있으므로 핫머니에 대한 한도제한이나 국내자국통화의 대출 제한조치 등에 대한 협력이 가능하다고 할 수 있다.

2) 적정환율의 유지

과도한 자본유입과 자본유출이 있는 경우 환율의 변동성이 높아지면서 환율이 적정환율에서 괴리(misalign)될 가능성이 높다. 특히 일본의 양적완화정책이 지속될 경우 자본유입으로 환율이 적정환율 이하로 내려가면 한국의 수출은 급감할 수 있다. 따라서 환율의 변동성을 줄이면서 동시에 적정환율을 유지할 수 있도록 외환당국은 필요한 경우 개입을 하도록 해야 한다.

3) 외환유동성의 확보

갑작스러운 자본유출(sudden stop)이 있는 경우 이를 사전에 방지하기 위해 자본유입에 대한 규제를 강화하는 것도 중요하지만 sudden stop이 발생했을 때 외환부족을 피하기 위해 외환보유고를 증가시키는 전략도 필요하다.[16] 현재 한국은 3천 2백억 달러 외환보유고를 가지고 있는데, 이는 충족한 수준이라고 할 수 없다. 외국인 주식투자의 비중이 30%이상으로 높으며 외국인 채권투자도 증가하는 추세를 보이고 있다. 단기외채 또한 1,250억 달러 수준에 있어 대외충격으로 인해 sudden stop이 발생할 경우 외환부족으로 외환위기를 겪을 수 있다.

외환보유고의 충족한 수준을 보기위해 (단기외채/외환보유고) 비율을 <표 1>과 <그림 7>에서 보면 한국은 38%로 다른 아시아 국가보다 높게 나타나고 있다. 또한 이 비율도 최근에 낮아졌으며 1997년과 2008년 외환부족 시에는 과다하게 비율이 높음을 볼 수 있다. 미국의 출구전략에 대비하기 위해서는 외환보유고를 현재 수준보다 더 축적할 필요가 있다.

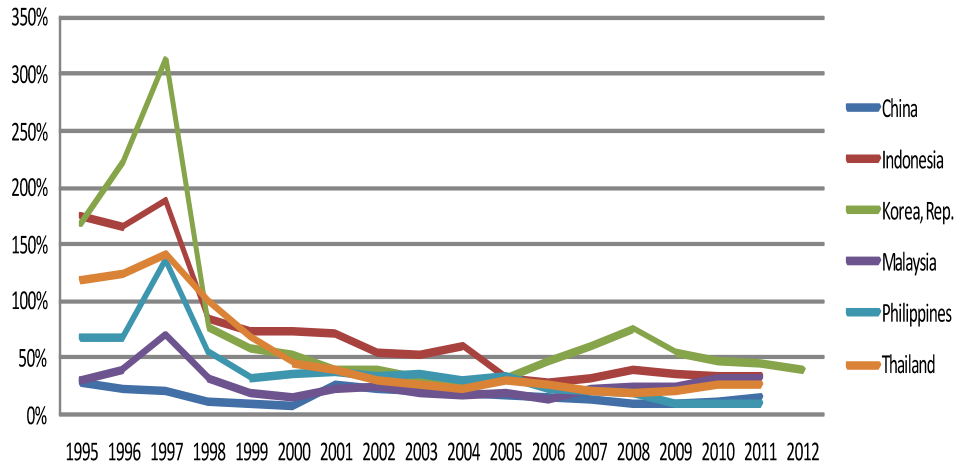
16) 교환성 통화를 가지고 있는 선진국의 외환위기 혹은 외환부족은 주로 환투기와 같은 외환의 수요가 늘어나면서 발생한다. 그러나 비교환성 통화를 가진 신흥시장국의 경우는 신흥시장국 통화가 국제통화가 아니기 때문에 외환의 공급부족에서 외환위기가 발생한다. 따라서 신흥시장국의 외환위기를 방지하기 위해서는 선진국과 달리 환투기를 억제하는 것보다는 외화유동성을 확보하는 것이 더 중요하다. 외환부족의 수요측면보다 공급측명을 강조하는 것이 필요한 것이다. 김정식(2011), "자본이동의 반전과 한국의 외환위기 : 외환위기의 원인과 대책에 대한 공급적 접근,"『국제금융연구』한국국제금융학회, 37-84.

<표 1> 동아시아 국가의 외환보유고 충족성 추이(단기외채/외환보유고)

	China	Indonesia	Korea	Malaysia	Philippines	Thailand
1995	28%	174%	168%	29%	68%	119%
1996	23%	166%	222%	40%	68%	123%
1997	21%	188%	313%	70%	135%	141%
1998	11%	85%	77%	32%	54%	100%
1999	9%	73%	58%	19%	33%	67%
2000	8%	74%	52%	16%	36%	46%
2001	26%	71%	39%	23%	38%	40%
2002	22%	55%	40%	25%	34%	31%
2003	21%	54%	33%	19%	36%	26%
2004	19%	61%	28%	17%	31%	23%
2005	18%	32%	31%	19%	35%	31%
2006	16%	29%	48%	14%	22%	27%
2007	13%	33%	61%	23%	21%	21%
2008	10%	40%	74%	25%	19%	18%
2009	10%	36%	55%	25%	9%	21%
2010	12%	34%	48%	33%	10%	27%
2011	15%	35%	45%	33%	9%	26%
2012	–	–	39%	–	–	–

자료: World bank, database, 한국은행 database.

<그림 7> 외환보유고 대비 단기외채 추이



자료: World bank, database, 한국은행 database.

외환보유고를 단기간에 축적하기 어려운 경우 동아시아 국가간의 통화스왑과 같은 외환보유고 협력을 통해서 외화유동성을 확보할 수 있다.[17] 한국과 중국은 비교환성 통화를 가지고 있는 반면 일본은 교환성 통화를 가지고 있어 외화유동성 협력에도 비대칭성이 존재하고 있다. 여기에 중국은 3조 2천억 달러의 막대한 외환보유고를 가지고 있으며 동시에 자본시장을 자유화하지 않아 자본이동의 반전이나 sudden stop으로 인한 외화유동성을 확보할 필요가 없어 외화유동성 협력에는 한국만이 그 필요성을 가지고 있다.

외화유동성 협력방안으로는 양국간 혹은 한중일 스왑협정을 맺아 필요한 경우 외환을 빌려주는 방법이 있으며 또다른 방안은 역내 외화유동성 공급 시스템을 구축하는 방법이다. IMF와 같이 A3MF를 구축하여 기금을 만들고 이 기금에서 필요시 대출해 주는 제도이다. 이외에도 과도한 외환의 유입을 사전에 방지하기 위해 모니터링 시스템을 구축하는 협력방안도 있다.

현재 한국의 외화유동성 공급체제는 3,200억달러의 외환보유고 외에 미국과 일본 그리고 중국과의 통화스왑이 있으며 그 외에는 ASEAN+3의 차앙마이 협약에 의한 외환공급방법이 있다.[18]

미국 외에도 한국은 일본과 통화스왑을 맺고 있다. 기존에는 한국은행과 일본은행간의 원 · 엔의 통화스왑이 30억 달러 규모였으나 글로벌 금융위기에 따라 2008년 12월부터 2010년 4월까지 일시적으로 200억 달러로 확대했고, 2011년 10월에는 유로존위기로 인해 기존의 30억 달러에서 300억 달러로 확대하기로 합의했다. 이렇게 하여 한국과 일본의 스왑금액은 일본은행과의 통화스왑 300억 달러(엔화로 스왑)와 일본정부의 신규 달러대출 한도 확대 300억 달러를 기존의 위기대출 100억 달러에 추가하여 총 700억 달러로 늘어났다. 그러나 최근 한국과 일본은 2012년 10월말까지 완료되는 한일 통화스왑을 연장하지 않기로 결정했다. 일본은행과 일본정부와의 700억달러의 통화스왑이 연장되지 않았으며 2013년 6월 30억 달러의 통화스왑을 연장하지 않아 현재 한국과 일본과의 통화스왑은 잔액이 남아있지 않다.

한국은 중국과도 통화스왑을 맺고 있다. 한중 양국은 2008년 말 32조원 즉 1,800억 위안 규모의 통화스왑을 체결하였으며 2009년 260억달러 규모의 원 · 위안 스왑을 체결하였다. 그러나 2011년 10월에는 종전의 중국인민은행과의 스왑계약을 종료하고 새롭게 64조원 즉 3,600억 위안 규모(560억 달러 규모)의 통화스왑을 2014년 10월까지 체결했다. 그리고 최근 한국은행은 위안화와 원화 무역결제가 활성화될 경우 한중간의 통화스왑을 상시화하자고 제안하고 있다.

한국은 이외에도 차앙마이 협약에 의해 외화유동성을 공급받을 수 있다. 그러나 이는 한국이 출자한 금액에 한하며 이는 384억 달러 규모이다. 결국 한국은 중국과의 스왑으로 560억 달러, 차앙마이협약으로 384억 달러, 그리고 자체 외환보유고 3,220억 달러로 총 4,164억 달러의 외환

17) 외화유동성 확보를 위한 지역협력방안에 대해서는 김정식 외(2012), 『역내공동이익 창출을 위한 국가간의 금융협력방안에 관한 연구』에서 인용하였다.

18) 한국과 미국과의 통화스왑은 글로벌 금융위기가 발생한 2008년 10월 300억달러 규모로 미국 연방준비은행과 통화스왑을 체결했다. 그리고 이 스왑은 당초 2009년 4월 말까지 였으나 6개월 연장되어 2009년 10월말에 종료되었다. 미국은 당시 한국 외에도 브라질, 멕시코, 싱가폴 등 신흥시장국과 통화스왑을 체결했다.

공급이 가능한 상태이다. 그러나 한국의 단기외채는 1,250억 달러 규모이며 총외채는 4,000억 달러 규모이다. 그리고 외국인 주식투자 규모는 잔액으로 보면 3,700억 달러, 채권투자 규모는 900억 달러 규모임을 고려하면 외환보유고를 늘려야 할 필요가 있다. 외국인 주식 및 채권투자 규모는 2008년 말 외환위기 이후 약 3,000억 달러가 추가 유입되었다. 주식시장에서 외국인 주식보유 비중은 30%로 비슷하나 외국인 투자금액의 절대금액은 크게 증가한 것이다.

이렇게 보면 한국은 외환보유고 협력이 필요하나 중국과 일본은 충분한 외환보유고를 가지고 있어 협력의 필요성이 낮다고 할 수 있다. 그러나 일본과 중국 역시 외환보유고 협력이 필요하다. 일본과 중국은 동아시아에 있어 경제적 패권을 위해 노력하고 있으며, 이를 위해서는 통화패권이 중요하기 때문이다. 즉 자국통화인 엔과 위안의 역내 긴축통화화를 위해 노력하고 있기 때문에 한국에 대해 통화스왑 등의 통화협력을 필요로 하고 있다. 특히 중국의 경우 한국이 미국과의 통화스왑을 상시화할 경우 동아시아 역내에서 미국달러화의 영향력이 커지면서 중국의 위안화는 상대적으로 그 중요성이 낮아질 수 있다. 이렇게 보면 한중일 간의 외환보유고 협력의 가능성이 높다고 할 수 있다.

한중일 외환보유고 협력을 강화하는 방안은 한일과 한중 양국간 통화스왑을 통해 외환보유고 협력을 강화하는 방안과 한중일 간 공동 통화스왑이나 한중일간 외환기금을 조성해서 각국의 외환부족 시 이 기금에서 인출하도록 하는 방안이 있다. 기금을 설립하는 경우 외환의 대출과 회수를 위해 한중일의 거시경제를 감독하고 연구하는 기구를 설립할 필요가 있다. ASEAN+3의 경우 1,200억 달러 규모의 다자간 협력체인 CMIM이 창설되면서 거시건전성을 감시하기 위해 싱가포르에 AMRO(ASEAN+3 Macroeconomic Research Office)를 2012년 설립하였다.

그 외에도 특정국가와의 통화스왑에 대한 의존도가 지나치게 큰 경우 협정을 체결하고 운영하는 과정에서 스왑공여국이 스왑수혜국의 경제운영에 영향을 미칠 수도 있지 않을까 하는 우려도 있을 수 있다는 점이다. 특히 중국의 역내에서의 영향력이 과도하게 커지는 것을 막기 위해 일본과의 스왑으로 균형을 이루는 것이 중요하다. 그러나 이를 방지하기 위해서는 결국 통화스왑을 제도화하거나 다자화에 대한 의존도를 높이는 방향으로 나가야 할 것이다.

한중, 한일 그리고 한중일 스왑과 한중일 지역금융안전망을 구축하는 것은 그 가능성이 높다. 한국은 외화유동성이 부족하기 때문에 그리고 중국과 일본은 이 지역에서의 경제패권과 통화패권을 차지하기 위해 협력할 가능성이 높다. 특히 일본과 한국은 중국의 위안화 블록전략을 저지하기 위해 협력이 필요하다. 한국의 전략으로는 한중과 한일 통화스왑을 확대하고 한중일 외환기금을 만들고 이를 모니터링할 수 있는 기구를 개설토록 할 필요가 있다.

4) 신축적인 통화정책

미국의 출구전략으로 시중금리가 높아질 가능성이 높다. 또한 경기침체로 신용경색이 발생해 유동성이 부족해질 우려도 있다. 이 경우 한국은행은 신축적으로 통화정책을 실시해서 금리가 과

도하게 높아지지 않도록 해야 하며 동시에 충분한 유동성을 공급해 신용경색을 해소시켜야 한다. 금리가 높아질 경우 경기침체가 심화되면서 부동산과 자산가격 버블이 붕괴되는 등 금융부실이 확대될 가능성이 높기 때문이다.

또한 미국이 금리를 높일 경우 한국 또한 금리를 인상할 수밖에 없다. 자본시장이 자유화된 상황에서 금리를 높이지 않을 경우 외환유출 증가로 외환위기를 겪을 수 있기 때문이다. 한국은행은 세계금리 동향에 따라 자본시장이 개방된 경제에 맞게 신축적으로 금리정책을 수행할 필요가 있다.

5) 경기안정화를 위한 확대재정정책

미국의 출구전략이나 일본의 아베노믹스로 인해 금리가 높아지고 불확실성이 높아져 소비와 투자가 위축되면서 경기침체가 심화될 경우 한국은 경기를 안정시키기 위해 확대재정정책을 시행할 필요가 있다. 경기침체가 지속되거나 심화될 경우 기업도산으로 금융부실이 확대되면서 금융위기나 외환위기를 겪을 수 있기 때문이다. 확대재정정책으로 인해 재정적자와 국가부채의 증가가 우려되지만, 외환위기로 인한 비용을 고려하면 단기적으로 경기침체를 막기 위해 확대재정정책을 시행하는 것이 필요하다.

■ 참고문헌

김정식 (2010), 『자본이동의 반전과 외화유동성 확보방안』, 한국금융연구원 working paper.

_____ (2011), "자본이동의 반전과 한국의 외환위기 : 외환위기 원인과 대책의 공급적 접근," 『국제금융연구』, 한국국제금융학회, 37-84.

김정식 외 (2012), 『역내공동이익 창출을 위한 국가간의 금융협력방안에 관한 연구』, 경제인문사회연구회.

김정식 (2013), 『한국의 대외경제정책 과제와 전략』, 한국국제경제학회.

한국은행, database.

Balakrishnan, R., S. Panth, S. Nowak, and Y. Wu (2012), "Surging Capital Flows to Emerging Asia: Facts, Impacts, and Responses," *IMF Working Paper*, 12/130.

Bird, G. (2012), "Managing Capital Surges," *World Economics*, 13(1), 173-188.

Caballero, J. (2011), "Do Surges in International Capital Inflows Influence the Likelihood of Banking Crises? Cross-Country Evidence on Bonanzas in Capital Inflows and Bonanza-Boom-Bust Cycles,"

Calvo, G. A., A. Izquierdo and L. Meija (2004), "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects," NBER Working Papers, No. 10520.

Efremidze, L., S. M. Schreyer, and O. Sula (2011), "Sudden Stops and Currency Crises," *Journal of Financial Economic Policy*, 3(4), 304-321.

Forbes, K. J., and F. E. Warnock (2011), "Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment," NBER Working Papers, No. 17351.

Harvey, A., and T. Trimbur (2008), "Trend estimation and the Hodrick-Prescott filter," *Journal of Japan*

Statistical Society, 38(1), 41-49.

IMF. (2011), "Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework," (Washington, International Monetary Fund), *IMF Staff Papers*.

Kim, Jung-Sik, T. D. Willett and Jie Li (2007), "Reserve Adequacy Revisited," *Korean Economic Review*.

Kim, Jung-Sik (2013), "The Behavior of Sudden Stop in Emerging Market Economies," paper presented in WEAI Conference in Seattle Washington.

Levchenko, A. A., and P. Mauro (2007), "Do Some Forms of Financial Flows Help Protect Against "Sudden Stops"?" *The World Bank Economic Review*, 21(3), 389-411.

Powell, A., and P. Tavella (2012), "Capital Inflow Surges in Emerging Economies: How Worried Should LAC Be?" *Inter-American Development Bank, Research Department Publications*, No. 4782

Reinhart, C., and G. Calvo (2000), "When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options," *MPRA Paper*, 6982.

Reinhart, C. M., and V. R. Reinhart (2008). "Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present," NBER Working Paper, No. 14321.

Sula, O., and T. D. Willett (2009), "The Reversibility of Different Types of Capital Flows to Emerging Markets," *Emerging Markets Review*, 10(4), 296-310.

Ghosh, A. (2012), "Surges," IMF Working Paper, 12/22.

Willett, T. D. et al. (2005), "The Asian Crises Re-Examined," *Asian Economic Papers*, Vol. 3, No. 3, pp.32-87.

_____ (2009), The Global Crisis and Korea's International Financial Policies, Korean Economic Institute.