韓國의 外換危機：發生메커니즘에 관한 一考

辛 仁 錫

(本院 研究委員)

◇ 要　約 ◇

본 논문은 한국 외환위기의 발생메커니즘이 투기적 공격모형에 의하여 설명될 수 없음을 주장한다. 나아가 한국의 외환위기는 국제금융시장에서의 인출사태(banking panic)로 설명되어야 함을 주장한다. 이들 주장의 주된 근거는 97년 11월 자본유출을 주도한 요소가 외화채권인출이었다는 사실이다. 한편 본 논문은 국제금융시장에서의 인출사태 발생에 필요한 조건을 ① 잠재적 외환유동성 부족, ② 인출사태 촉발요인의 등장, ③ 인출사태에 대한 대비장치 부재 등의 세 가지로 규정하고, 잠재적 외환유동성 부족의 조건은 96년 거시정책의 실패 및 94~96년간의 금융기관 해외지점의 급팽창에 의하여 마련되었음을 보인다. 또한 인출사태에 대한 대비장치의 부재가 實在하였음을 인출사태 진정과 관련된 IMF구제금융의 無力을 보임으로써 실증한다. 그러나 인출사태 촉발요인에 대해서는 최종결론을 유보하고 있다. 본 논문은 촉발요인에 대한 논란이 내부요인설, 외부충격설, 자기실현설 등 세 가지가 있음을 설명하고, 이중 외부충격으로 논의되고 있는 일본금융기관의 役割說에 대한 부정적 증거를 제시한다. 그러나 제시된 증거가 모든 가능성을 배제할 수 있는 성격의 것이 아니므로, 촉발요인에 대한 구명은 향후 연구과제로 남겨져 있다.

Ⅰ. 序　　論

본 논문의 목적은 한국 외환위기의 발생원인을 究明하는 연구과제에 一助하는 데에 있다. 본 논문에서 사용하는 '발생원인의 구명'은 협소한 의미이다. 즉, 외환위기의 발생시점과 규모(timing and magnitude)를 설명할 수 있는 메커니즘과 이 메커니즘을 구성하는 주요 요소들을 찾아내는 것을 발생원인 구명의 내용으로 이해하고자 한다. 또한 이와 관련하여 밝혀둘 사항은, 본 논문에서는 한국 외환위기의 발생시점을 97년 11월인 것으로 전제하고 출발할 것이라는 점이다.[1)]

이 전제하에 설정한 연구목적을 달성하기 위하여 본 논문이 채택한 연구방법은 既存의 외환위기모형 중 97년 11월의 위기발발과정에 가장 적합한 모형을 찾아내고, 이 모형에서 발생메커니즘을 구성하고 있는 주요 요소의 구체적 형태가 한국의 경우 어떠하였는지를 논의하는 방식이다.[2)]

본 논문이 報告하고자 하는 중요한 實證的 발견은 여섯 가지이다. 첫째, 한국의 외환위기가 勃發하는 데 있어서 원貨에 대한 투기적 공격의 역할은 제한적이었다. 둘째, 결정적인 역할은 국

1) 이 전제는 외환시장의 불안정만으로는 정당화하는 것이 곤란하다. 예컨대, Eichengreen, Rose, and Wyplosz(1996)방식의 '외환시장 압력지수'를 산출한다면 97년 1/4분기 및 9~10월의 불안정성도 환율변동률이 1.5% 내외로서 11월의 변동률 10.1%에는 크게 못 미치지만 통상적인 수준(94~97년 평균)에 1.5배의 표준오차를 합한 값을 넘어섰기 때문이다. 그러나 실물경제에의 파급효과를 고려한다면 외환위기는 11월에 발생한 것으로 보는 것이 타당하다. 분기성장률의 변동분이 지난 10년 평균치에서 1.5배의 표준오차 이상 벗어난 것은 97년 4/4분기였기 때문이다.

2) 즉, 새로운 모형의 건설이 본 논문의 목적은 아니다.

제채권은행(foreign creditors)의 국내외에 소재하는 한국계은행에 대한 채권인출사태(creditors' run)였다. 셋째, 인출사태 발생의 필요조건인 잠재적인 외환유동성부족(illiquidity)은 96년의 대규모 경상수지적자와 90년대 중반 이래 지속된 은행해외지점의 외화부채 증가에 의하여 야기되었다. 넷째, 인출사태는 은행의 단기외채 차환이 중단되는 형식으로 발생하였는데, 단기외채 차환율이 하락조짐을 보인 첫번째 시점은 97년 7월 중순 기아자동차의 부도였던 것으로 나타난다. 다섯째, 그러나 급격한 차환율 하락으로 인출사태가 발생한 시점은 97년 11월 초반 이후였는데, 11～12월중 국가별 인출금액의 절대금액은 日本系 금융기관이 가장 많았다. 그러나 채권액 대비 비중으로 볼 때 일본계 금융기관의 상대적인 인출금액은 여타국에 비하여 많다고 할 수 없는 수준이었다. 여섯째, 한국정부의 IMF구제금융 요청발표는 국제채권은행의 차환거부사태를 진정시키는 데 아무런 역할을 하지 못한 것으로 보인다.

본 논문은 이들 실증결과의 시사점을 다음과 같이 해석한다. 첫째, 외환시장의 투기적 공격모형은, 그것이 Krugman(1979)流의 제1세대 모형이든 Obstfeld(1994)流의 제2세대 모형이든, 한국의 외환위기를 잘 설명하지 못한다. 왜냐하면 투기적 공격이 유일한 均衡解인지에 대해서는 차이가 있으나, 해당통화에 대한 투기적 공격이 외환위기의 직접적 원인이라는 점에서는 두 모형이 一致하기 때문이다.

둘째, 따라서 기존이론 중에서 한국의 외환위기 발생메커니즘에 近似한 것은 Cole and Kehoe(1996), Goldfajn and Valdes(1997), Chang and Velasco(1998) 등의 '국제채권자의 인출사태(creditors' run)모형'(이하 '인출사태모형'으로 약칭)으로 볼 수 있다. 이들 모형에서 국제채권자의 인출사태는 최종대부자(또는 채무상환자)

역할을 수행하는 중앙은행(또는 정부)의 외환보유고를 고갈시키고, 그 결과 외환위기는 副産物로서 발생하게 된다. 이는 한국의 외환위기 발생과정과 일치되는 것이라 하겠다. 이들 모형의 또 하나의 장점은 한국의 외환위기가 '급작스러우면서도 큰' 실물경제에의 부정적 효과(negative real effects)를 수반한 이유를 설명할 수 있다는 것이다. 외환시장의 투기적 공격이론은 외환위기가 실질효과를 수반하는 이유에 대한 설명메커니즘이 뚜렷하지 않다. 반면 외환위기를 인출사태의 결과로 보게 되면, Diamond and Dybvig(1983) 이래 널리 받아들여지고 있는 인출사태가 초래하는 부정적 후생효과로 외환위기의 실질효과를 설명할 수 있기 때문이다.[3)]

셋째, 이론적으로 보아 인출사태가 발생하기 위해서는 ① 잠재적 유동성 부족, ② 인출사태 촉발요인의 발생, ③ 효율적인 인출사태 대응장치의 부재 등 세 가지 조건이 필요하다. 국민경제적 수준에서 잠재적 외환유동성 부족의 발생이 거시정책의 오류를 수반하는 것은 상례이다. 그러나 금융기관 해외지점의 역할이 또한 중요하였다는 점은 우리나라의 독특한 현상으로서 금융자율화 및 자본자유화과정에서 금융감독정책의 중요성을 다시 한번 제기하는 예라 하겠다.

넷째, 일반적인 금융패닉(banking panic)의 촉발요인에 대해서 學界는 ① 금융기관의 건전성 악화(내부요인설), ② 예금자(또는 채권자)측에서 발생한 유동성 충격(외부충격설), ③ 선스팟(자기실현설) 등 세 가지 경우를 이론화하고 있다.[4)] 국제금융시장에서의

3) 당장의 채무이행요구에 부응하기 위하여 은행이 아직 투자수익이 실현되지 않은 장기자산을 청산하면서 청산비용(liquidation cost)을 지불하여야 하므로 실질비용이 발생한다.

4) ①과 ②에 대해서는, 대공황기의 금융패닉을 배경으로 이들 이론을 소개하고 있는 Calomiris and Gorton(1991) 참조. 선스팟에 의한 금융패닉론은 Diamond and Dybvig(1983) 참조.

패닉현상에 대해서는 그간 ②와 ③에 해당한다고 할 수 있는 부정적 충격[5]과 선스팟(sun spot)[6]이 주목되어왔다. 이는 물론 과거 많은 외환위기사례가 교역조건 충격이나 국제이자율 충격과 관련되었거나 뚜렷한 촉발요인을 찾기 어려운 경우도 없지 않았다는 경험적 사실에 근거한 것이기도 하다.[7] 우리나라의 외환위기에 대해서도 한편으로는 구조적 문제점의 축적에 의한 내부요인설이 제기되고 있는가 하면, 다른 한편으로는 이영섭 · 이종욱(1998)에 의하여 '일본금융기관의 인출사태 주도' 주장이 제기되어 외부충격설도 나와 있고, 국제금융시장의 내재적 불안정에 기인하였다는 선스팟설도 나와 있는 상태이다.[8] 일본 금융기관의 채권액 대비 인출금액이 유별나지 않다는 본 논문의 발견은 일단 두번째 주장에 대한 부정적 증거라 하겠다. 그러나 일본계 금융기관이 97년 11~12월중 전체기간 동안의 인출규모에서는 두드러지지 않았다 하여도 11월 첫째, 둘째주간 인출사태의 발발을 선도하였을 가능성은 남아 있는 것이 사실이며 이에 대하여 본 논문은 아무런 증거를 제시하지 않고 있다. 그러므로 인출사태 촉발요인에 대한 최종결론은 본 논문에서 유보되어 있음을 밝혀둔다.

다섯째, IMF구제금융 신청소식이 인출사태의 진정에 실패하였다는 사실은 現存 국제금융질서에 '인출사태에 대한 효율적 대응장치 부재'라는 심각한 문제점이 있음을 시사하는 것이다. IMF의 개입은 사태의 조기진정 및 후생비용의 축소라는 기대되었던

5) Goldfajn and Valdes(1997).

6) Cole and Kehoe(1996), Chang and Velasco(1998).

7) 예컨대, Kaminsky and Reinhart(1995)는 교역조건 충격의 존재가 광범위한 금융위기 및 외환위기사례에서 발견됨을 보고하고 있고, Diaz-Alejandro(1984)는 80년대 초반 국제이자율의 변동이 같은 시기 중남미국의 외환위기로 연결되었을 가능성을 제기한다. 또한 Calvo, Leiderman, and Reinhart(1993)는 90년대 중남미국가로의 대규모 자본유입 재개가 국제이자율 변동과 관련되었다는 실증분석을 제시한다.

8) 예컨대, Radelet and Sachs(1998).

성과를 달성하는 데 실패하였다고 판단되기 때문이다.

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. Ⅱ장에서는 외환시장에서의 투기적 공격이론이 한국 외환위기에 대해 지니는 설명력을 검토한다. 여기서는 제1세대 모형과 제2세대 모형 모두가 모형의 핵심가정 및 함축이 한국의 사례와 잘 맞지 않는 문제점을 지니고 있음을 논의한다. 나아가 특히 한국의 외환위기 발생시점 및 규모를 결정하는 데 있어서 원貨에 대한 투기적 공격의 역할 자체가 제한적이었고 한국계 은행에 대한 국제채권은행의 채권인출사태가 핵심적 역할을 하였음을 보인다. 이 논의에 기초하여, Ⅲ장에서는, 한국의 외환위기는 인출사태모형으로 설명되어야 함을 주장하고 이들 모형에서 외환위기 발생의 세 가지 조건인 잠재적 유동성 부족(illiquidity), 촉발요인의 발생, 그리고 인출사태 대응장치의 부재가 한국의 경우 어떻게 마련되었는지를 검토한다. 마지막으로 Ⅳ장에서는 관련된 시사점들을 간략히 논의하고 논문을 마무리한다.

Ⅱ. 外換市場에서의 投機的 攻擊模型과 韓國의 外換危機

1. 제1세대 투기적 공격모형

가. 모형의 개요

Krugman(1979), Flood and Garber(1984)가 효시를 이루는 제1세대 투기적 공격모형의 기본골격은 (가장 간단하게 표현한다면)

다음의 세 式으로 요약된다.

$$m - e = L(i) \quad \cdots\cdots (1)$$

$$m = d + r \quad \cdots\cdots (2)$$

$$i = i^* + \pi^e \quad \cdots\cdots (3)$$

세 식에서 (m, e, i, i^*, d, r, π)은 각각 (통화량, 명목환율, 국내명목이자율, 국제명목이자율, 국내신용, 외환보유액, 명목환율 절하율)을 의미한다. 식 (1)은 통화수요함수를 표시한 것인데, 국내물가수준 대신 명목환율이 사용된 것은 암묵적으로 국내물가수준이 구매력평가식에 의하여 결정되며 국제물가수준은 고정되어 있는 것으로 가정하였기 때문이다.

이 모형의 기본가정은 다음과 같다. 첫째, 정책당국은 할 수 있는 한 환율을 고정된 수준에서 유지하기를 원한다. 둘째, 국내신용의 크기는 정책당국에 의하여 결정되는 외생변수이다. 셋째, 외환보유고에는 下限(예컨대, 0)이 존재한다.

이제 이 모형에서 투기적 공격을 얻기 위하여 추가되는 가정은 정책당국은 어떤 상황이든 국내신용을 정해진 속도 μ로 증가시킨다는 것이다. 이 가정을 위의 두번째 기본가정과 대체하면, 제반 변수의 動態的 경로가 이로부터 결정됨을 쉽게 알 수 있다. 특히 첫번째 가정에 따라 환율을 고정시키고자 하는 정책당국은 국내신용의 증가에 따라 외환보유액을 같은 속도로 감소시키게 된다. 그러나 외환보유액에 下限이 있다는 세번째 가정에 따라 이같은 動學은 한계가 있음이 명백하고 결국은(국내신용은 계속 증가하는 것으로 가정되어 있으므로) 환율의 상승이 있을 수밖에 없다. 해당통화의 가치변동 예상은 경제주체들의 차익거래를 낳게 되고, 이에 따라 일정 시기에 도달하면 투기적 공격의 발발이 불가피해진다는 것이다.

요컨대, 주어진 가정하에 민간경제주체의 차익거래가 해당통화에 대한 투기적 공격 및 외환위기를 낳고, 이는 예정된 경로라는 것이 제1세대 모형의 메시지이다. 또한 주어진 가정하에 투기적 공격의 발발시점과 규모를 사전적으로 예견하는 것이 가능하다.

나. 검증 가능한 주요 가정 및 함축

1) 재정적자의 누적 또는 금융부문 부실자산의 누적에 기인한 통화팽창

제1세대 모형의 검증 가능한 첫번째 핵심요소는, "재정적자의 누적 또는 금융부문 부실자산의 누적에 기인한 통화팽창이 외환위기를 선행하여야 한다"는 것이다.

모형의 네 가지 가정 중 앞의 세 가지는 개발도상국의 實際와 일치하는 것으로서 큰 무리가 없는 가정들이다. 따라서 이 모형이 정당화되기 위해서는 정책당국이 국내신용을 盲目的으로 증가시킨다는 마지막 가정이 정당화될 필요가 있다. 이 정당화는 두 가지 방식에 의하여 이루어졌다. 첫째, Krugman(1979)의 原型모형에서 이 정당화는 단순히 예산제약조건을 무시한 재정당국의 맹목적 재정팽창이 한동안 지속되어왔음을 가정함으로써 이루어진다. 즉, 재정적자의 누적으로 이제는 재정적자가 통화팽창에 의하여 보전될 수밖에 없는 상황을 상정한 것이다. 논리적으로는 다시 정책당국이 어째서 이처럼 재정적자를 선호하는지에 대해 의문을 가질 수 있지만, 70년대에 이같은 선호를 지닌 것으로 보이는 정책당국자가 중남미국가에 實在하였던 까닭에 Krugman의 정당화는 쉽게 받아들여진 것으로 생각된다.[9)]

---

9) Dornbusch and Edwards(1989)는 70~80년대 중남미국가의 정책기조를 특징지었던 Populism을 "성장과 분배를 강조하며 인플레이션, 재정적자, 외부제약, 시장개입에 대한 부작용을 경시하는 태도"로 규정한다. 즉, 당시의 정책당국자들이 Krugman이 상정한 선호를 소유하고 있었다는 설명인 셈이다.

두번째 방식의 정당화는 상당기간의 재정적자 누적 대신 금융부문의 부실자산 누적을 상정함으로써 이루어졌다. 이는 재정수지상에 문제가 없었고 대부분의 외채가 금융기관 외채였던 칠레의 80년대 초반 외환위기를 배경으로 하여 Velasco(1987)에 의하여 처음 모형화된 설명이다. 즉, 누적된 재정적자 또는 정부부채가 없다 하더라도 어떤 이유에 의하여 금융부문에 잠재부실이 누적되어오다가, 금융기관이 파산지경에 이르게 되어 이를 정부가 떠맡게 되면 그 시점에 누적된 부실자산은 정부부채로 이전되고 이로부터 Krugman의 動學이 시작된다는 것이다.[10)]

이에 앞의 검증 가능한 명제가 얻어진다.

2) 외환보유고 감소 또는 정부외채의 증가

명백한 제1세대 모형의 핵심가정은 위의 통화팽창이 외환보유고의 감소를 수반하여야 한다는 것이다. 여기서 현실성을 고려한다면, 모형에서의 외환보유고는 중앙은행의 외환보유액뿐 아니라 한 시점에 있어서 정부가 조달할 수 있는 외채동원액을 포괄하는 것으로 보는 것이 타당할 것이다. 그리고 一國이 국가로서 조달할 수 있는 외채에는 上限이 있다는 것이 이론적 및 경험적으로 널리 받아들여지고 있으므로,[11)] 이를 적용하면 "외환위기는 외환보유고의 감소 또는 정부외채의 증가에 의하여 선행되어야 한다"는 것이 제1세대 모형의 가정인 셈이다. 나아가 이러한 質的 예측에 더하여, 이러한 외환보유고 감소 및 정부외채의 증가가 量的 한계에 도달하여야 한다는 것이 추가적 가정이기도 하다.

---

10) 흔히 이는 '숨겨진 정부부채(hidden government bond)'에 의한 외환위기 발생이라고 일컬어진다. 한편 Calvo and Mendoza(1996)는 94년 멕시코 외환위기의 발생과정에 대해서 비슷한 주장을 한다.

11) 예컨대, Eaton and Gersovitz(1981) 참조.

3) 경상수지적자의 지속

외환보유고 또는 정부외채에 대한 앞의 명제는 그대로 경상수지에 대한 명제들로 유추해석하는 것이 가능하다. 왜냐하면 외환보유고의 감소 또는 정부외채의 증가가 발생하는 상황은 대외거래상으로는 경상수지적자가 지속되고 있음을 시사하는 것이기 때문이다. 따라서 제1세대 모형은 "외환보유고 감축 및 대외채무 증가에 의한 경상수지적자 보전이 量的 한계에 도달해야 한다"는 가정을 상정하고 있다고 하겠다.

4) 시장참가자의 외환위기 예상: 금융시장 가격변수의 사전적 움직임

마지막으로, 제1세대 모형의 빼놓을 수 없는 특징은 시장참가자들이 외환위기의 불가피성을 예견하고 있다는 점이다. 이 점은, 통계적 불확실성을 모형에 도입할 때, 경제가 투기적 공격시점에 근접함에 따라 국내이자율이 점차 상승함을 함축한다. 이에 따라 "국내이자율의 점진적 상승이 외환위기를 선행한다"는 것이 제1세대 모형의 중요한 함축으로서 이해되고 있다. 특히 이 점은 시장에서의 예견여부가 제1세대 모형과 제2세대 모형을 구별짓는 중요한 기준점으로 인식되면서, 제1세대 모형이 최근의 투기적 공격사례들을 설명할 수 있는지의 여부를 판단하는 중요한 기준으로 사용되고 있다.[12)]

---

12) 예컨대, Obstfeld and Rogoff(1995)는 국제이자율 격차가 투기적 공격 발생 몇 주전까지 별다른 움직임을 보이지 않았다는 점을 주요 근거로 삼아 90년대 초반 ERM위기가 제1세대 모형에 의해 설명될 수 없다고 주장한다. ERM위기에 대하여 보다 정교한 계량검증을 시도한 Rose and Svensson(1994) 역시 이자율 격차를 투기적 공격이 예견되었는지의 판단근거로 삼는다. 또한 Sachs, Tornell, and Velasco(1996)는 같은 근거로 1994년의 멕시코 외환위기는 제1세대 모형이 제시하는 메커니즘에 의하여 설명될 수 없다고 주장한다. Kehoe(1996)도 멕시코 외환위기에 대하여 같은 논리로 동일한 주장을 한 바 있다.

2. 제2세대 투기적 공격모형

가. 모형의 개요

제2세대 투기적 공격모형은 기본적인 모형의 骨格과 發想을 Kydland and Prescott(1977) 및 Barro and Gordon(1983) 등의 '통화정책에 대한 實證的 접근(positive approach to monetary policy)' 모형에 의존한다. 즉, 제1세대 모형에서 맹목적 행동패턴을 보이는 것으로 가정되어 있던 정책당국을 나름의 목적함수를 지닌 경제주체로 설정한다는 점에 제2세대 모형의 발상의 차별성이 있다. 그로부터 얻어지는 결과의 차이는, 투기적 공격 및 외환위기는 불가피한 唯一均衡이 아니며 복수균형 중에서 모형 내에서는 정해지지 않는 어떤 요인 — 즉, 선 스팟(sun spot) — 에 의하여 선택된 한 균형이라는 것이다. 그리고 이런 의미에서 이 모형들은 자기실현적 외환위기이론으로 지칭된다.

제2세대 모형의 가장 간단한 형태는 흔히 2次型의 목적함수와 선형제약을 지닌 정책당국을 상정함으로써 제시된다.[13)]

모형에서 (π, x)는 각각 (명목환율의 상승률, 조세수입)을 의미한다. 변수 z에 대해서는 그 값이 알려져 있는 변수라는 것 외에 구체적인 규정을 여기서 할 필요는 없으므로 아래에서 모형의 가정 및 함축을 정리할 때 언급하기로 하겠다.

$$Min\ \frac{1}{2}(\alpha\pi^2 + x^2) + c(\pi)$$

$$s.t.$$

$$\beta(\pi - \pi^e) + x = z$$

13) 여기서 제시한 모형은 Obstfeld(1994, 1995), Sachs, Tornell, and Velasco(1996), Velasco(1996)에서 이용된 모형과 동일한 형태의 것이다.

$$\begin{aligned} where\ \ c(\pi) &= 0 && \text{for } \pi = 0 \\ &= c(>0) && otherwise \end{aligned}$$

위의 모형은 정책당국자가 선형제약에 근거하여 주어진 손실함수를 최소화하기 위하여 명목환율 상승률과 조세징수액의 조합을 선택하는 경제를 묘사한 것이다. 여기서 일반적인 가정은, 민간경제주체는 이러한 정책당국자의 정책결정방식을 이해하고 그에 기초하여 예상명목환율 상승률 π^e를 정하며, 이는 다시 정책당국자에게 제약조건으로 작용한다는 점이다.

Sachs, Tornell, and Velasco(1996) 및 Velasco(1996) 등은 이 같은 구조의 모형에 대해서 다음의 균형해가 존재함을 보인다.

$$\pi = \pi^e = 0, \qquad \text{if } z \le \lambda k$$

$$\pi = \pi^e = \frac{1}{\beta}\left(\frac{1-\lambda}{\lambda}\right)z, \qquad \text{if } z > k$$

$$\pi = \pi^e = 0 \ \text{ or } \ \pi = \pi^e = \frac{z}{\beta}\left(\frac{1-\lambda}{\lambda}\right), \qquad \text{if } \lambda k < z \le k$$

$$where\ k = \frac{\sqrt{2c}}{\sqrt{1-\lambda}} \quad \text{and} \quad \lambda = \frac{\alpha}{\alpha + \beta^2}$$

모형의 균형값은 z 및 모형내 계수들이 어떤 값을 취하는가에 따라 달라지는 것으로 되어 있다. 특히 z값이 아주 작거나 큰 경우에는 환율고정 또는 환율절하가 유일한 균형해로 결정되지만, z가 중간값을 취할 경우에는 앞에서 언급한 복수균형해가 존재하며 어느 균형해가 실현될 것인지는 모형 내에서 결정되지 못한다. 따라서 이 복수균형해가 존재하는 마지막 경우에 투기적 공격이 발생할 수가 있다. 즉, 경제주체들이 어떤 시점까지는 환율고정의 균형을 선택해오다가 갑작스레 환율절하의 균형으로 이전하는 것이 가능하며 이때 외환시장에서 해당통화에 대한 투

기적 공격이 발생하게 되는 것이다.

나. 검증 가능한 주요 가정

1) (환율상승으로 호전 가능한) 경제여건(Economic Fundamentals)의 일정한 악화

앞의 모형에서 투기적 공격이 있기 위해서는 무엇보다도 변수 z가 주어진 계수치하에 적당한 값을 취하는 것이 요구된다. 이를 경제학적으로 번역하면, 투기적 공격이 존재하기 위해서는, 첫째 경제여건이 일정한 수준으로 악화되어 있어야 하며, 둘째 이러한 경제여건 악화는 환율상승에 의하여 치유될 수 있는 것이어야 한다는 것이다. 前者의 해석은 바로 z값이 적당해야 한다는 것을 直譯한 것이므로 이해에 큰 문제가 없을 것이다. 後者의 해석은 약간의 설명이 필요할 수 있는데, 이는 위의 복수균형해가 존재하는 영역이 공집합이 아니기 위해서는 제약식의 계수 β가 적당한 陽의 값이어야 한다는 점을 지적한 것이다. 앞에서 β가 0에 가까워질수록 λ는 1에 근접하고 k는 무한대에 근접하게 되어 환율고정이 唯一解로 얻어지는데, 이를 피하기 위해서는 β값에 대한 제약이 필요한 것이다.

현재까지 z와 β에 대하여 제시된 대표적 해석은 두 가지가 존재한다.

먼저, Obstfeld(1994)에서 z는 총수요충격으로 상정된다. 따라서 투기적 공격해의 존재조건은 상당한 총수요감소 충격이 발생하여야 한다는 것이 된다. 이 경우 환율상승이 총수요감소를 치유할 수 있는 수단이 되는 이유는 팽창적 통화정책이 경기부양효과를 지닌다는 통상적 가정에 의하여 정당화된다. 그리고 이때 위의 제약식은 정책당국이 총수요감소분을 상쇄하기 위하여 팽창적인 통화정책과 재정정책의 조합 — 즉, 통화증발에 의한 인플

레상승(환율절하)과 현재 및 미래의 세금에 기반한 재정팽창간의 조합 — 을 선택할 수 있음을 표현한 것이라 하겠다.

한편 Velasco(1996)에서 z는 정부가 상환해야 할 今期의 국내통화표시 부채인 것으로 설정된다.[14] 따라서 이 설정에 의하면 투기적 균형의 존재는 상당규모의 해당국 통화표시 정부부채가 존재하여야 한다는 것이 된다. 또 이 설정에서 환율상승이 정부의 부채상환문제를 치유할 수 있는 이유는 정부부채가 인플레이션稅의 稅源(tax base)역할을 하기 때문이다. 즉, 이 경우 위의 제약식은 정책당국이 부채상환자금을 인플레이션稅와 정상적인 다른 租稅의 두 형태로 조달할 수 있음을 표현하는 것이 된다.

2) 명목환율의 변동 자체가 비용을 수반할 것

앞의 모형에서 복수균형이 존재하기 위한 또 하나의 조건은 $c(\pi)$가 명목환율이 변동될 경우 陽의 값을 취해야 한다는 것이다. 그렇지 않다면 Barro and Gordon(1983)의 소위 '인플레이션 偏倚(inflation bias)' 이론으로 널리 알려져 있듯이 유일한 부분게임 완전균형해(subgame perfect equilibrium)는 항상 일정한 정도의 환율절하를 택하는 것이기 때문이다.[15]

Barro and Gordon流의 통화정책론 연구는 위와 같은 $c(\pi)$가 어떠한 이유로 존재할 수 있는가에 대하여 크게 두 가지 이유를 제시하고 있다. 첫째는, 정책당국자가 인플레이션(또는 환율상승)을 선택할 경우 이에 대하여 징계를 부과하는 명시적 제도가 존재하는 것이 한 이유가 된다.[16] 둘째로는, 명시적인 징계제도가 없다 해도 정책당국자가 국민과의 약속 또는 국제적 약속 등

14) Sachs, Tornell, and Velasco(1996)도 같은 설정을 하고 있다.
15) 앞의 균형해들에서 k가 0이 되면 유일한 균형해가 환율절하의 선택이라는 점은 쉽게 확인된다.
16) 예컨대, Walsh(1995) 참조.

으로 스스로를 사전 구속(commitment)시켰다면 이것이 비용발생의 이유가 될 수 있다. 정책당국이 환율상승을 선택할 경우 이는 명예(reputation)를 실추시키는 비용을 야기할 것이기 때문이다.[17]

요컨대, 정책당국자의 환율상승 선택을 금전적 또는 비금전적으로 징벌하는 명시적 또는 비명시적인 제도(institution)가 존재하여야 한다는 것이 제2세대 모형의 암묵적 가정이라 하겠다.

3. 한국 외환위기에의 적합성 검증

가. 제1세대 모형의 적합성 검증

1) 질적으로는 적합

97년중 한국경제는 質的[18]인 면에서는 제1세대 모형에서 외환위기의 선행지표로 주장하는 현상들이 나타나고 있었다.

첫째, 97년 1월에서 외환위기 발생직전인 10월까지의 외환보유고 감소분 및 準정부외채의 증가분은 90.5억달러였다(표 1 참조). 이때 주로 산업은행의 외채증가였다고 추측되는 準정부외채의 증가는 한국의 외채상한(credit ceiling)이 높아지면서 발생한 현상은 아니었던 것으로 생각된다. 당시의 거시경제여건이 침체기로서 경제전망이 밝은 시기가 아니었기 때문이다. 그러므로 97년 10월까지의 準정부외채 증가는 한국경제의 신용한도를 감소시키는 것이었으며, 이는 외환보유고의 감소와 함께 "외환위기는 정책당국의 可用外換資源이 한계에 도달하는 현상에 의하여 선행

17) 예컨대, Backus and Driffill(1985) 참조.

18) 여기서 '質的'의 의미는 해당변수의 변동방향을 의미한다. 이하에서 '量的'이라는 용어가 사용될 터인데, 이는 말 그대로 해당변수의 '변동분'을 의미한다.

〈표 1〉 외환보유고 감소액 및 準정부외채 증가액(1997)

(단위: 억달러)

	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	합계
외환보유고 감소액	22.7	12.1	6.1	-6.8	-20.7	-14.2	3.5	25.3	7.1	-0.8	34.3
準정부외채 증가액[1]	-4.0	16.0	11.8	4.1	7.9	3.5	0.6	1.4	10.7	4.2	56.2
합 계	18.7	28.1	17.9	-2.7	-12.8	-10.7	4.1	26.7	17.8	3.4	90.5

주 : 1) 準정부외채 증가액은 '개발기관'으로 통칭되는 산업은행, 수출입은행, 장기신용은행의 외채증가액으로 추정하였음. 여기서 장기신용은행은 민간금융기관이므로 제외되어야 하나 자료의 한계상 포함될 수밖에 없었음. 그러나 그에 따른 오차의 크기는 전체 합계액에 대하여 7억달러 미만인 것으로 추정됨.

자료 : KDI 내부자료.

된다"는 제1세대 모형의 가정과 質的으로 일치하는 것이었다.

둘째, 이 같은 가용외환자원의 감소, 특히 외환보유고의 감소는 제1세대 모형이 가정하듯이 본원통화의 다른 구성요인인 국내순자산(또는 국내순신용)의 증가를 수반한 것이었다. 또한 이때 두 요인간의 동태적 인과관계는 제1세대 모형이 가정하듯이 국내순자산의 증가가 외환보유고의 감소를 결과하는 것이었다. 다음의 두 추정결과는 이에 대한 증거를 제시해준다.

먼저 〈표 2〉는 한국은행의 본원통화를 구성하는 국내순자산과 해외순자산(대부분 외환보유액)간에 陰의 상관관계가 뚜렷함을 보여준다. 그리고 〈표 3〉은 Granger인과성 검증에 의할 때, 시계열상의 인과관계는 국내순자산의 변동에서 해외순자산의 변동으로 존재함을 알려준다.

셋째, 이러한 국내순자산의 변동이 최소한 97년에 있어서는, 제1세대 모형에서 가정하듯이, 금융부문부실에 따른 자금경색을 완화하려는 정책당국의 의도에 기인한 바가 있었던 것으로 보인다. 제1세대 모형에서 정책당국이 국내신용을 지속적으로 팽창시

〈표 2〉 국내순자산과 해외순자산의 단순상관관계 추정

$$\Delta NDA = -0.7 \times \Delta NFA - 3235.18 \times DUMMY964 - 2523.47 \times DUMMY9611$$
$$(-4.06) \qquad (-2.89) \qquad (-2.32)$$

$$\overline{R}^2 = 0.38, \qquad D\text{-}W \text{ 통계량} = 2.70$$

주 : 1) ( ) 안은 *t*-값임.
2) ΔNDA = 국내순자산 − 국내순자산(-1)
ΔNFA = 해외순자산 − 해외순자산(-1)
3) 지준율 변동을 감안하여 *DUMMY964* = 96년 4월 Dummy변수, *DUMMY 9611* = 96년 11월 Dummy변수를 첨가하였음.
4) 모든 자료는 월별자료이며 말잔임. 표본기간은 93년 1월에서 97년 10월까지임.
자료 : 한국은행 on-line 통계서비스.

〈표 3〉 국내순자산과 해외순자산간 Granger 인과성 검증

귀무가설	*F*-통계량	*P*-값
$\Delta NFA \nrightarrow \Delta NDA$	1.23	0.31
$\Delta NDA \nrightarrow \Delta NFA$	5.91	0.00

주 : 1) 時差變數 4개 포함.
2) 지준율변동을 감안하여 96년 4월과 96년 11월 Dummy변수를 첨가하여 추정하였음.
3) 기타사항은 〈표 1〉과 동일.
자료 : 한국은행 on-line 통계서비스.

키는 기저원인으로 제시되었던 두 이유 중에서, 재정적자 보전이 건전한 재정수지를 시현해온 우리나라의 실정에 맞지 않음은 이미 여러 연구에서 지적된 바 있다.[19] 그러나 금융부문 부실자산의 발생과 이에 대한 대처과정에서 국내신용과 가용외환자원간의 대칭적 움직임이 始動되었을 가능성은 있었던 것으로 보인다. 우선 97년중 대기업의 연쇄부도 및 전반적인 부도율의 상승이 발생하면서 은행부실자산이 크게 증가하였다(표 4 참조). 더 중

19) 예컨대, 이영섭 · 이종욱(1998) 및 박대근 · 이창용(1998).

〈표 4〉 일반은행 부실자산

(단위: 억원, %)

	90	91	92	93	94	95	96	97.6말	97.9말	97
부실여신	19,103	20,900	24,248	29,324	18,526	22,944	24,439	49,713	84,506	100,900
비 율	2.1	1.8	1.7	1.8	1.0	0.9	0.8	1.6	2.7	2.7
무수익여신	72,205	82,657	101,603	119,292	113,900	124,839	118,739	–	214,610	226,521
비 율	8.0	7.0	7.1	7.4	5.8	5.2	4.1		6.8	6.0

주 : 하나, 보람은행은 91년부터 포함, 평화은행은 92년부터 포함, 국민은행은 95년부터 포함, 주택은행은 97년부터 포함.
자료 : 은행감독원 『은행경영통계』, 1998 및 『보도자료』.

요한 것은, 이와 함께 이들 금융기관에 대한 국제채권은행의 자금지원은 〈표 5〉에서 보이듯이 97년 7월 이후 급격히 감소하고 있었다는 점이다. 이는 금융부문의 부실자산 증가에 직면하여 금융자산의 팽창(통화공급) 내지는 유지(통화긴축 회피)를 위하여 필요한 자원의 공급은, 국제채권은행의 자원공급이 중단되는 현실 속에, 전적으로 정책당국의 몫이 되어가고 있었음을 시사하는 증거이다. 즉, 제1세대 모형이 상정하듯이, 금융부문에 대한 지원은 국내신용을 증가시키는 것 외에는 다른 수단이 존재하지 않는 상황이 조성되었던 것이다.

넷째, 마지막으로, 이상의 대내외적 경제추이는 주지하듯이 경상수지적자가 지속되는 가운데 진행되고 있었다.

〈표 5〉 국내금융기관(개발기관 제외)[1)]의 월별 외채추이(1997)

(단위: 억달러)

1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
324	309	321	330	332	338	340	319	308	311	272	199

주 : 1) 개발기관(산업은행, 수출입은행, 장기신용은행)을 제외한 일반은행 및 종금사의 World Bank 기준 외채임.
자료 : KDI 내부자료.

2) 그러나 양적으로 부적합

그러나 비록 제1세대 모형의 가정 및 함축과 質的으로 일관된 변화가 진행되고 있었지만, 量的인 면에서 보면 한국의 외환위기에 제1세대 모형을 적용하는 것은 무리라고 생각된다.

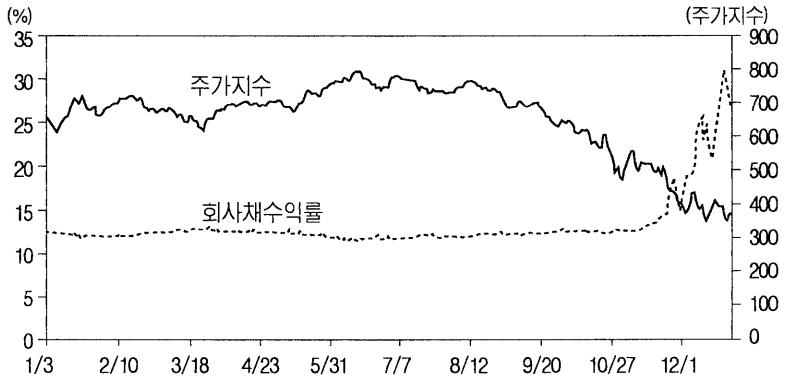
첫째로, 사후적으로 보아 제1세대 모형에서 투기적 공격 發動의 핵심조건인 "정책당국의 가용외환자원이 필요외환에 비하여 한계에 도달"했다고는 보이지 않기 때문이다. 외환보유고가 97년 10월까지 전체적으로 감소하였으나 연속적인 감소는 7~9월의 3개월에 불과하였으며 10월말 현재 305억달러의 殘高가 유지되고 있었다. 반면 제1세대 모형에서 必要外換의 근원인 경상수지적자는 뒤의 〈표 6〉에서 보였듯이 8월 이후 매월 5억달러 내외에 불과하였다.

두번째, 보다 중요한 점은 제1세대 모형의 중요한 함축인 "사전적인 시장의 외환위기 예측"도 없었던 것으로 보인다는 것이다. 우리나라 금융시장의 대표금리 역할을 하는 3년만기 회사채 수익률을 기준으로 할 때, [그림 1]에서 보이듯이 외환위기 발생 시점까지 아무런 움직임이 포착되지 않기 때문이다. 명백히 국내 금융시장에서는 환율상승에 따른 환차익 또는 환차손의 회피를 노린 裁定去來가 사전적으로 있었다고 보기 힘든 것이다.

물론 이에 대해서는, 주식시장 이외에 다른 금융자산시장은 폐쇄되어 있었던 당시 한국 금융시장의 여건을 감안할 때, 3년만기 회사채 이자율을 외환위기 예상의 지표로 사용하는 것은 잘못이라는 비판이 가능하다. 주식시장 개방 이후 국내외금리의 연계성 존재여부에 대해서는 아직 논란이 있는 것이 사실이기 때문이다.[20] 만일 이 비판을 수용하여 채권시장금리간의 이자율평형조

20) 좌승희(1995)는 연계성이 높아졌다는 주장을, 김명직 · 박대근(1996)은 그렇지 않다는 주장을 한다.

[그림 1] 3년만기 회사채 유통수익률 및 주가지수 추이(1997)



건이 성립하지 않는다는 견해를 받아들인다면, 시장의 외환위기 예측여부를 반영할 수 있었던 유일한 금융자산의 가격지표는 株價로 보아야 할 것이다. 또한 KOSPI지수는 같은 그림에서 보이듯이 9월 이래 외환위기 발생시점까지 지속적으로 하락하였는데, 이는 株價를 기준으로 하면 금융시장에서 외환위기가 예견되고 있었다는 가설이 기각되기 어렵다는 점을 시사하는 것으로 해석할 수도 있을 것이다.

그러나 이렇게 되면 논의의 초점은 量의 문제로 옮겨져야 한다. 국내외 금융자산에 투자기회가 있는 투자자에게 있어서 국내외자산간의 裁定去來는 한국의 주식과 기타국의 금융자산간의 수익률 차이에 대해서만 가능하였다고 가정해보자.[21] 그러면 이는 원貨에 대한 투기적 공격은 오로지 주식시장을 매개로 하여서만 가능하였다는 가정과 같은 것이 되고, 따라서 당연히 제기되는 의문은 과연 주식시장을 통한 투기적 공격이 11월 한국의 외환위기를 설명할 수 있을 만한 규모였는가 하는 量에 대한 것

21) 요컨대, 금리의 이자율평형식은 성립하지 않는다고 가정해보자.

이 되기 때문이다.

이에 대한 답은 부정적인데, 자세한 논의는 과연 투기적 공격 자체가 한국의 외환위기를 설명할 수 있는가에 관한 것이기도 하므로 단지 제1세대 모형뿐 아니라 제2세대 모형의 한국 외환위기에의 적합성 여부와도 관련되는 것이다. 그러므로 이 논의는 마지막의 小結項으로 미루도록 하겠다.

나. 제2세대 모형의 적합성 검증

제2세대 모형의 한국 외환위기에 대한 적합성 역시 제한적이라고 생각된다.

앞에서 정리한 제2세대 모형의 두 가지 핵심가정 중 첫째의 것은 나름대로 적합성이 있었다고 보인다. 즉, 환율상승으로 치유 가능한 경제여건의 일정한 악화가 있었기 때문이다. 한국경제의 실질GDP 성장률은 95년과 96년에 각각 8.9% 및 7.1%를 기록하였던 것이 97년 들어서는 앞의 3분기에 각각 5.7%, 6.6% 및 6.1%를 기록하고 있었다. 특히 앞에서 논의한 바와 같이 금융부문의 부실자산이 증가하고 있어서 Obstfeld(1995)가 지적한 바와 같이 투기적 공격이 발생할 경우 이자율이 상승하는 방법에 의한 대응보다는 환율상승에 의한 대응을 선호하는 경제여건이 마련되어 있었다.[22)]

그러나 제2세대 모형의 문제점은 두번째 핵심가정인 "정책당국자가 환율변동에 따른 금전적 또는 비금전적 비용을 치러야 하는 제도적 장치의 존재"가 한국의 경우에는 적용되지 않는다는 점이다. 즉, 94년에 멕시코의 정책당국자를 구속하였던 Pacto

22) 실제로 한국개발연구원은 97년도 2/4분기 및 3/4분기의 정책제언에서 일관되게 "환율은 외환시장의 수급상황을 적시에 반영하여 신축적으로 운용"할 것을 권고하고 있다(한국개발연구원[1997]).

나 90년대 초반에 영국 등 유럽국가의 정책당국을 구속하였던 ERM과 같은 환율변동에 대한 제도적 기제가 한국에는 없었던 것이다. 따라서 투기적 공격의 존재를 위하여 필수적인 복수균형의 존재조건인 陽의 $c(\pi)$가 97년의 한국경제에 있었다고는 보기 어렵다.

물론 97년중 외환시장 개입자료에서 드러나듯이, 정책당국이 환율상승압력을 수동적으로 수용하였던 것은 아니다.[23] 그러나 이를 환율변동에 대한 고정비용의 존재로 해석하는 것은 곤란하다. 97년 초반 외환시장의 환율상승압력이 커지고 있었을 당시 정책당국 내부에서는 이를 수용할 것인가의 여부를 놓고 심각한 논의가 전개된 적이 있었다. 이때 정책당국자가 환율상승의 비용으로서 고려한 항목은 물가불안과 환차손의 두 가지였다. 두 항목 모두 통상적인 환율변동의 비용일 뿐 환율변동 자체가 유발하는 사회적 비용은 아니었다. 그러므로 이는 다만 우리나라의 정책당국이 환율의 급격한 변동을 매우 기피하였다는 것으로 해석되어야 한다. 즉, 앞에 소개한 제2세대 모형에서 정책당국의 손실함수 중 α가 상대적으로 큰 값을 취함을 의미하는 것일 뿐이라는 뜻이다.[24]

실제 97년중의 명목환율 움직임은 이상의 설명과 잘 합치된다. 원/달러 명목환율은 1/4분기와 3/4분기에 상당폭 상승하고 있었고 동시에 외환시장 개입도 존재하였기 때문이다. 여기서 현재의 논점과 관련하여 주목해야 할 점은 상당폭의 명목환율 변동이 계속되고 있었다는 점이다. 환율변동 자체에 따른 고정비용이 존

23) 97년의 외환시장 개입현황은 박대근 · 이창용(1998)에 소개되어 있다.

24) 97년중 우리나라 정책당국과 경제주체가 선택한 균형해는 이론적으로 보아 앞의 균형해 집합 중에서 일정한 속도의 환율상승인 두번째 解였을 가능성이 크다고 추론된다. 이때 환율상승의 속도는 α값의 크기에 비례하여 그만큼 (아마도 외환시장 개입에 의하여) 제한되고 있었을 것이다.

재하였다고 한다면 이 같은 명목환율의 변동은 설명될 수가 없기 때문이다.

다. 소결 – 투기적 공격이 있었는가?

이상의 문제점들을 고려할 때, 투기적 공격이론이 한국의 외환위기 발생에 적용될 수 있는 남은 가능성은 단 하나이다. 즉, 경제여건이 10월말경 갑자기 악화(예컨대, 금융부실의 규모가 급증)되면서 이를 치유하기 위한 국내신용 증가가 엄청나야 할 것(즉, 제1세대 모형에서의 μ)이라는 예상이 형성된 경우이다. 만일 μ가 충분히 커졌다면 11월 투기적 공격이 발발하면서 외환위기가 발생하는 것은 제1세대 투기적 공격이론과 일관된다. 또는 앞에서 필자가 전개한 환율변동 자체에 따른 고정비용이 없었다는 주장에 설득되지 않는 이들은 이 가설을 제2세대 모형에 준거하여 설명할 수도 있을 것이다. 즉, 복수균형이 존재하는 상태에서 갑작스런 예상의 변동으로 투기적 공격이 발생하였다는 것이다. 이때 남겨진 자료는 Garber(1996)가 지적하듯이 "관측상 두 모형을 구별해주지 않기(observationally equivalent)" 때문에 제1세대 모형과 제2세대 모형간의 우열을 구분하는 것은 어려운 일이다. 그러나 어찌되었든 투기적 공격에 의하여 외환위기가 발생한 것만큼은 사실로 관측되어야 할 것이고, 그에 따라 1세대 모형이든 2세대 모형이든 투기적 공격이론이 상정한 발생메커니즘에 의거하여 한국의 외환위기가 발발하였다고 결론지어야 할 것이다.

그러면 과연 한국의 외환위기가 이러한 가설과 부합되는 것이었는가? 事實은 이를 부정하는 것으로 생각된다. 왜냐하면 한국 외환위기의 발생과정에 있어 투기적 공격의 역할 자체가 제한적이었기 때문이다.

〈표 6〉과 〈표 7〉은 이를 검증하기 위하여 작성한 것이다. 〈표 6〉에는 외환시장에서 외환에 대한 수요 및 공급요인의 內譯을 정리하였다. 다른 요인은 통상적인 것이나 (국내은행) 해외지점에 대한 한국은행의 예치금 증가액은 예외적인 항목이다. 이 예외적인 항목을 추가한 것은 주지하듯이 외환위기 발생과정에서 해외지점에 대한 국제채권은행의 채무상환요구가 한국은행의 외환보유고에 의하여 충족되었기 때문이다. 〈표 6〉에서 上位의 2개

〈표 6〉 외환시장 수급요인 월별추이(1997)

(단위: 억달러)

	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
외채감소액[1]	-10.0	-9.6	-35.4	-32.4	-19.7	-12.6	-15.1	-6.5	-7.7	-29.5	65.5	-46.9
해외지점 예치금 증가액	0	31.9	10.1	0	0	0	0	0	0	0	89.1	-55.8
주식투자자금 순유출액[1]	-5.2	0.6	2.9	1.2	-12.6	-8.1	-2.2	0.3	3.7	8.2	7.2	-3.2
오차 및 누락	-5.2	-5.0	10.4	-3.1	-1.2	2.9	-0.2	4.4	7.4	5.0	23.5	11.8
경상수지적자[1]	31.2	24.4	17.9	16.0	9.0	2.2	10.4	5.0	5.1	4.9	-8.6	-35.9
직접투자 순유출액[1]	4.8	-2.0	2.2	-1.7	2.1	1.9	2.5	2.7	1.4	1.0	-0.5	1.6
합 계	15.6	40.3	8.1	-20.0	-22.4	-13.7	-4.6	5.9	9.9	-10.4	176.2	-128.4
가용외환 보유고 감소액[1]	22.6	44.0	16.2	-7.1	-20.4	-14.2	-3.4	25.2	7.0	0.8	152.5	16.1
대외자산 감소액[1]	-7.0	-3.7	-8.1	-12.9	-2.0	0.5	-1.2	-19.3	2.9	-11.4	23.7	-112.3
합 계	15.6	40.3	8.1	-20.0	-22.4	-13.7	-4.6	5.9	9.9	-10.4	176.2	-128.4

주 : 1) 마이너스(-) 표시는 증가액, 유입액 및 흑자를 의미함.
2) '외채증가액'의 외채는 World Bank기준 외채이며, '해외지점 예치금'은 '국내은행의 해외지점에 대한 한국은행 예치금'을 의미함.

자료 : 한국은행, 『국제수지』, 각호 및 KDI 내부자료.

〈표 7〉 외환보유고 수요요인(1997)

(단위: 억달러)

	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
채권인출[1]	-10.0	22.3	-25.3	-32.4	-19.7	-12.6	-15.1	-6.5	-7.7	-29.5	154.6	-102.7
환율요인①[2]	-10.4	-4.4	13.3	-1.9	-13.8	-5.2	-2.4	4.7	11.1	13.2	30.7	8.6
환율요인②[3]	20.8	20.0	31.2	14.1	-4.8	-3.0	8.0	9.7	16.2	18.1	22.1	-27.3

주 : 1) 외채감소액＋해외지점 예치금 증가액
2) 환율요인①＝주식투자자금 순유출액＋오차 및 누락
환율요인②＝주식투자자금 순유출액＋오차 및 누락＋경상수지적자
3) 표에서 마이너스(-) 표시는 공급요인이었음을 의미함.
자료 : 〈표 6〉에서 계산.

항목인 World Bank기준 외채감소액과 해외지점 예치금 증가액은 환율변동과는 직접적인 관련이 없는 외환수급요인이다. 채권자의 입장에서 보아 이미 외환표시채권이므로 환위험이 없는 금융자산이기 때문이다. 따라서 환율변동에 따른 損益發生에 노출되어 있는 항목은 나머지 4개 항목인 셈이다.[25] 한편 〈표 6〉에서 하단의 두 항목인 외환보유고 및 (민간의) 대외자산 감소분은 이상의 자발적 외환수급요인에 대응하기 위하여 비자발적인 외환수요 또는 공급이 어떻게 이루어졌는지를 표시한 것이다. 이어 〈표 7〉은 〈표 6〉에서의 자발적 외환수급을 환위험에 노출된 항목과 그렇지 않은 항목의 두 가지로 대별하여 작성한 것이다.

이제 〈표 7〉에서 환율요인에 따른 외환수요의 증가분을 가장 넓은 기준의 원貨에 대한 투기적 공격의 지표로 볼 수 있을 것이다. 표에는 경상수지적자가 포함되지 않은 것과 포함된 것의 두 가지 투기적 공격지표를 계산하여놓았다. 두 지표에서 명백하게 드러나는 것은 11월중 투기적 공격은 국제채권은행의 채권

25) 언급해두어야 할 사항은 나머지 4개 요인을 모두 환위험에 따라 변동하는 요인으로 규정하는 것은 국제수지 계정상의 오차 및 누락을 전액 capital flight로 정의하는 것과 같으므로 가장 넓게 보는 것이라는 점이다.

인출의 14~20%에 불과하였다는 사실이다. 또한 경상수지적자까지 감안한 광의의 투기적 공격 지표에 의거하면 9~11월중의 환율에 따른 외환수요요인은 1~3월에도 미달하는 규모였다. 두 기간의 차이와 11월 외환위기를 낳은 것은 환위험과는 직접적 관련이 없고 따라서 원화에 대한 투기적 공격으로 볼 수 없는 국제채권은행의 채권인출사태의 존재여부였음은 〈표 7〉에서 명백하다.

그러므로 이상의 논의에 기초하여, 투기적 공격이론은 한국의 외환위기를 설명할 수 없다고 결론짓고자 한다.

Ⅲ. 國際債權銀行의 引出事態와 韓國의 外換危機

1. 국제인출사태모형

가. 인출사태에 의한 외환위기의 발생메커니즘

제1세대 모형에서 투기적 공격에 의하여 외환보유고가 급감하고 환율이 급등하는 외환위기가 발발하는 메커니즘의 基底에는 외환보유고에 下限이 존재한다는 가정과 국내신용이 지속적으로 증가한다는 가정이 있었음은 이미 언급한 바와 같다. 이제 이와 대칭적인 상황을 상정해보자. 즉, 국내신용에 下限이 존재하고 외환보유고가 예측되지 못한 어떤 이유로 급작스레 감소하는 경우이다. 이때 앞의 제1세대 모형에서 외환보유고의 급감으로 환율이 급등하는 외환위기가 발생할 것임은 쉽게 짐작할 수 있다. 그러나 이 외환위기가 투기적 공격에 의하여 발생한 것은 아니

다. 예상치 못한 이유에 의하여 외환보유고가 갑자기 감소한 것이 원인이기 때문이다.[26)]

이러한 투기적 공격과 관련되지 않은 외환보유고의 급감이, 한국의 경우 국제채권자의 인출사태와 이로 인한 은행부도를 막으려는 정책당국자의 외환공급이라는 형태로 나타났음을 앞의 〈표 6〉과 〈표 7〉은 실증하여준다. 그렇다면 이제 한국의 외환위기 발생메커니즘을 밝히기 위해서는 어떠한 과정 및 요인에 의하여 이 같은 국제채권자의 인출사태가 야기되었는가를 설명하여야 할 것이다.

나. 인출사태 발생모형

94년 멕시코 외환위기 및 최근의 아시아지역의 외환위기를 계기로 국제인출사태모형이 여러 학자들에 의하여 개발되고 있다. Cole and Kehoe(1996)는 멕시코 외환위기를 국제채권자의 roll-over거부로 발생한 '자기실현적 외채위기'로 설명하는 모형을 제시하였고, Goldfajn and Valdes(1997) 역시 금융위기를 동반한 여러 외환위기를 국제채권자의 인출사태에 의하여 발생한 것으로 설명하는 모형을 개발하였다. 최근에는 특히 아시아지역의 외환위기를 염두에 두고 Chang and Velasco(1998)에 의하여 비슷한 취지의 모형이 제시되었다.

반드시 국제금융시장을 배경으로 하지 않은 인출사태 발생모형으로서는 위에 소개한 모형들의 원형이라고 할 수 있는 Diamond and Dybvig(1983)의 선스팟 모형이 있다. 또한 선스팟보

26) 제2세대 모형을 이용한 설명도 가능하다. 앞의 제2세대 모형에서 z를 금기에 상환이 요구된 외채라고 하자. 그리고 환율변동에 따른 고정비용이 없어 균형해는 z의 크기에 비례하는 환율상승이라고 하자. 이제 갑자기 외채상환 요구분이 커지게 되면 그에 비례하여 환율상승속도가 빨라지게 될 것이다.

다는 건전성 악화정보에 인출사태 촉발의 원인이 존재하는 것으로 상정하고 있는 Jacklin and Bhattacharya(1988)이 있다.

이들 인출사태모형은 나름의 차이점에도 불구하고 모형의 핵심요소가 다음의 세 가지라는 점에서 일치한다.

1) 잠재적 (외환)유동성 부족(illiquidity)

이들 모형에서 인출사태가 일어나기 위한 필요조건은, 특정 시점에 발생 가능한 채권상환요구액을 충족시키기 위한 자원이 마련되기 위해서는 상당한 실질비용이 수반되는 방식이 사용되어야 한다는 것이다.

모형의 기본틀을 Diamond and Dybvig(1983)에서 차용한 Goldfajn and Valdes(1997) 및 Chang and Velasco(1998)에서 이 필요조건은 금융기관의 존재이유를 유동성 증진기능으로 가정함으로써 얻어진다. 즉, 유동성이 높은 부채를 발행하여 장기자산에 투자하는 것이 금융기관의 기본 재무구조이며, 이에 따라 대규모 채권(예금)상환요구가 있게 되면 실질비용을 수반하는 장기자산의 청산을 통해 이 요구에 대응할 수밖에 없는 것이 금융기관의 기본속성이라는 것이다.

한편 Cole and Kehoe(1996)에서 이 필요조건은 인출사태 발생시 채권상환자금 마련은 소비자 후생이 감소하는 실질비용을 수반한다고 미리 가정함으로써 얻어진다.

요컨대, 채권인출요구를 추가적 실질비용의 발생 없이 쉽게 조달할 수 있는 유동성이 잠재적으로 부족하다는 것이 인출사태 발생의 필요조건이라는 점에서 모든 모형이 일치한다.

2) 촉발요인

촉발요인에 대해서 그간의 논의는 세 가지 논리를 제시하고 있다.

첫째, 일부 금융기관의 건전성 악화와 정보비대칭성에 따른 모든 금융기관에 대한 인출사태 발생이다. Calomiris and Gorton (1991)은 일부 금융기관에 건전성 악화가 있을 경우 정보비대칭성으로 이에 대하여 정확한 정보가 없는 일반 예금자(채권자)는 모든 금융기관에 대하여 예금인출을 요구하게 된다는 이론을 제시하고 있다(내부요인설).

둘째, Goldfajn and Valdes(1997)에서 인출사태의 발생은 모형 내에 존재하는 확률외생변수값이 어떻게 실현되는가에 달려 있다. 즉, 부정적 충격의 발생이 촉발요인으로 작용한다는 이야기이다(외부충격설).

셋째, Diamond and Dybvig(1983)와 Cole and Kehoe(1996)에서 인출사태는 뚜렷이 지목될 수 없는 선스팟에 의하여 발생된다. 즉, 순전히 자기실현적 현상이라는 논리이다(자기실현설).

3) 인출사태 예방장치 또는 대응장치의 부재

마지막으로 대규모 인출사태가 발생하기 위해서는 인출사태 예방장치 또는 효과적인 대응장치의 부재가 필요하다. 권위 있는 조정자가 존재하여 인출사태 발생시 그 처리가 어떻게 될 것이라는 제도적 장치가 확립되어 있다면 인출사태는 사전에 예방되거나 또는 조기진정될 수 있기 때문이다. 예컨대, 선진국 국내금융시장의 경우 중앙은행과 금융감독당국이 최종대부자 및 최종조정자의 역할을 수행하면서 유동성 압박에 대해서는 충분한 유동성 공급으로, 일부 금융기관의 건전성 상실에 대해서는 해당 금융기관의 公示 및 구조조정으로 대처한다는 원칙이 확립되어 있는바, 금융기관 전체가 인출사태에 직면하는 시장 Panic은 발생하지 않고 있다.

2. 한국 외환위기에의 적용: 발생과정의 재구성

본 소절에서는 인출사태 발생의 주요 요소인 위의 세 가지 조건들이 한국의 경우 구체적으로 어떠한 내용을 지니고 만족되었는지를 검토한다. 더불어 이 요소들을 중심으로 한국의 외환위기의 발생과정을 재구성하는 것이 또다른 목적이기도 하다.

가. 잠재적 외환유동성 부족

외환위기 이전 한국 경제에 '잠재적 외환유동성 부족' 문제가 존재하였는가? 또한 존재하였다면 그 원인은 무엇이었는가?

이들 질문에 답하기 위하여 〈표 8〉을 작성하였다.[27] 〈표 8〉은 한국경제의 외환유동성 추이를 두 가지 지표로 제시한 것이다. 하나는 세계은행기준 단기외채(유동부채)에서 유동성이 높은 대외자산을 除한 '지표 A'이고, 둘째는 IMF기준 대외지불부담에 같은 기준을 적용하여 계산한 '지표 B'이다.[28]

〈표 8〉은 다음과 같은 세 가지 사실을 알려준다.

첫째, 과연 잠재적인 외환유동성의 부족이 존재하고 있었다는 사실이다. 96년말 현재 지표 A,B 모두 陽의 수치를 기록하고 있어 이 시점부터 잠재적으로 외환유동성이 부족할 수 있는 영역에 진입한 것으로 보이기 때문이다.

둘째, 잠재적인 외환유동성 부족이 야기되기까지는 거시충격과 이에 대한 정책대응상의 오류가 어느 정도 역할을 하였다는 점이다. 표가 보이듯이 단기외채를 중심으로 한 우리나라로의 자본

27) <표 8>과 이하 논의는 신인석(1998)에 의거한 것이다.

28) 지표 B의 경우 해외지점의 자산내역자료를 구할 수 없었으므로, 실제 계산에 있어서는 해외지점 단기부채의 약 70% 가량이 단기자산으로 운용되었다는 가정을 이용하였다. 이때 70%라는 數値는 여러 자료를 종합할 때 사실과 크게 어긋나지 않는 수준이었다고 판단된다.

〈표 8〉 외환유동성 추이

(단위: 억달러)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
매입외환	91	104	138	185	224	185
외환보유액	172	203	257	327	332	204
기타유동자산	22	29	34	48	49	61
기 타	32	24	36	54	95	201
대외자산	317	360	465	614	700	651
총외채	428	439	568	784	1,047	1,208
(단기외채)	(185)	(192)	(304)	(453)	(610)	(512)
순외채	111	79	103	169	347	557
(指標 A)	(-100)	(-144)	(-125)	(-107)	(5)	(62)
(指標 B)	(-54)	(-90)	(-51)	(-5)	(138)	(192)

주 : 1) 순외채 = 총외채 − 대외자산
2) 指標 A = 단기외채 −(매입외환 + 외환보유액 + 기타유동자산)
3) 指標 B = 指標 A + 0.3 × 국내금융기관 해외지점 단기대외지불부담
4) '기타유동자산'에는 기업의 해외외화보유, 금융부문의 외국통화, 예치금, 콜론을 포함하였음.
5) '기타'에는 유동성이 낮다고 필자가 판단한 장기대외자산과 외화증권, 본지점을계정을 포함하였음.

자료 : 한국은행.

유입이 증가한 것은 94년부터였으며 같은 시기 외환유동성은 점차 악화되기 시작한 것으로 관찰된다. 그러나 급격한 악화가 진행된 것은 지표 A에 의거할 때 명백히 96년이었고, 이는 물론 96년에 기록된 대폭의 경상수지적자에 기인한 변화였다. 그리고 96년의 경상수지적자는 교역조건 충격으로 요구되었던 환율절하를 정책당국이 지연시킨 결과였다고 평가되므로, 그만큼의 외환유동성 악화는 거시정책대응 미숙에 원인이 있었다고 하겠다.[29]

셋째, 그러나 한국경제가 지니고 있던 잠재적 외환유동성 부족의 크기는 해외지점의 대외지불부담 증가를 고려하지 않는 한

29) 보다 자세한 논의는 신인석(1998) 참조.

과소평가되기 쉬웠다는 점이다. 잠재적 외환유동성 부족문제가 나타나기 시작한 96년 말에 있어서도 지표 A에 의거하는 한 문제의 심각성은 크게 드러나지 않기 때문이다.

이상은 한국의 외환위기가 투기적 공격이론에 의하여 설명될 수 없다는 앞장의 결론과 금융기관의 자유화에 외환위기 발생의 기본요건이 있다는 채권인출모형의 설정과 일관되는 것이기도 하다. 특히 두번째 사항은 우리나라 경제의 거시경제지표가 96년 이후 투기적 공격이론과 최소한 질적으로 같은 방향으로 움직였다는 앞장의 관측과 일관된다. 다음으로 세번째 사항은, 그러나 이것이 그 크기에 있어서는 본질적으로 제한적이었던 이유를 알려준다. 국내본점의 영업활동만이 아니라 금융기관의 세계화와 그로 인한 국외지점들의 활동이 채권인출사태가 발생할 수 있는 기본조건을 마련한 주요 원인이었기 때문이다. 국내본점의 영업활동이 직접적으로 한국의 거시경제에 영향을 미치고 또 그 사실이 지표(예컨대, 통화팽창, 경상수지적자)에 반영될 수밖에 없음에 반하여, 국외지점의 영업활동은 定義上 한국경제에 대한 효과가 같은 지표들에 의하여 측정될 수가 없었던 것이다.

나. 10월까지의 전개과정: 건전성의 하락

이미 97년초 잠재적 외환유동성 부족이 존재하여 인출사태의 필요조건이 마련된 가운데 11월 인출사태가 발생하기 직전까지의 전개과정은 어떠하였는가?

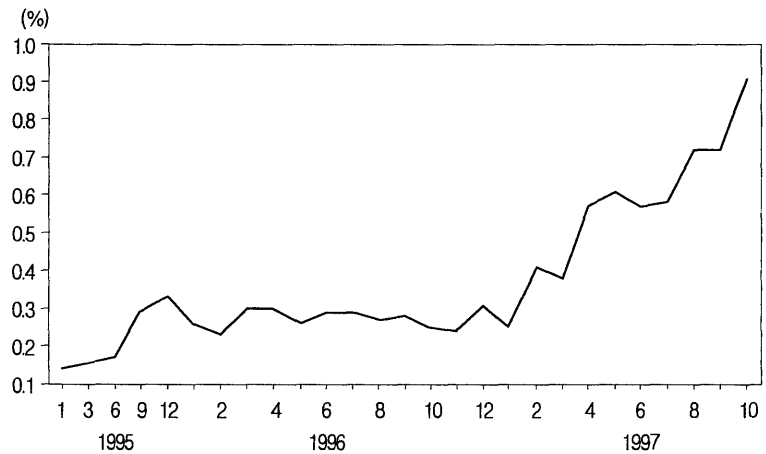
〈금융기관 신용위험의 상승과 외환시장으로의 파급〉

97년중 국제금융시장이 판단한 우리나라 금융기관의 신용위험은 지속적으로 상승하고 있었다. [그림 2] 및 [그림 3]에서 보이듯이 일반은행의 단기물 Spread 및 산업은행의 외화채권Spread

(이하 KDB-SP로 略稱)는 비슷한 움직임을 보이는 가운데 지속적으로 상승하고 있었다.

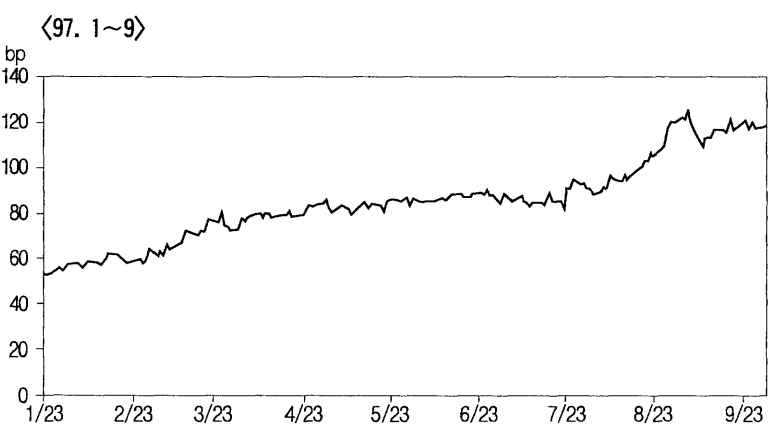
이 같은 금융기관 신용위험의 상승은 외환시장으로 전파되어

[그림 2] 일반은행의 단기차입금리 Spread 추이(95~97.10)



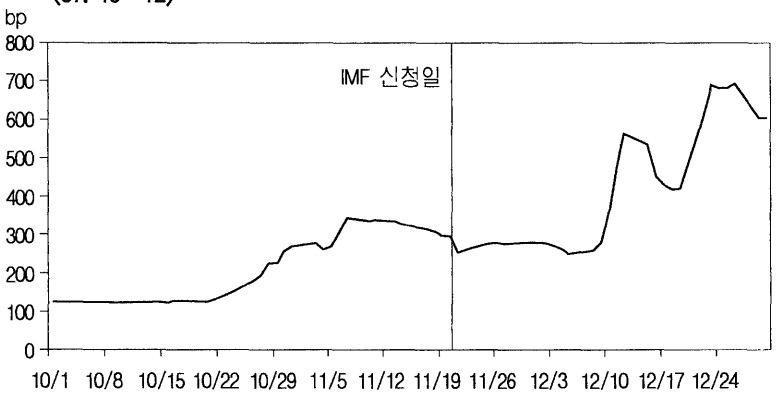
주 : 1) 1995~96년의 수치는 8대 시중은행 기준, 97년은 7대 시중은행 기준.
2) 95년은 분기별, 이후는 월별자료임.
자료 : KDI 내부자료.

[그림 3] 산업은행 외화채권 Spread

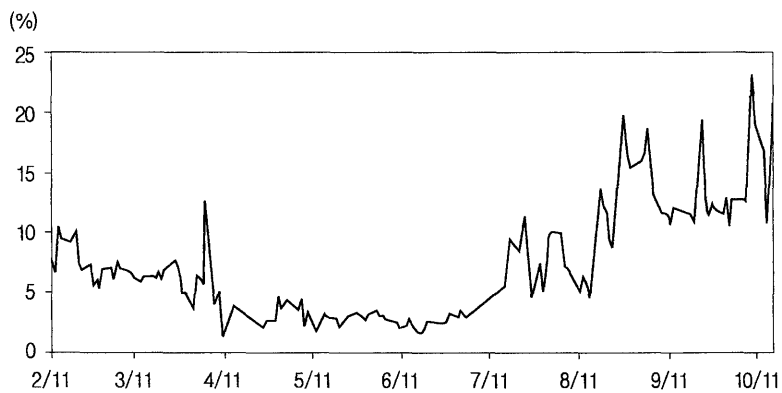


[그림 3]의 계속

〈97. 10~12〉



[그림 4] NDF 1개월 선물환 Spread(1997년 2~10월)



원화에 대한 절하압력을 야기하고 있었다. [그림 4]는 홍콩NDF 시장에서의 원/달러의 현물환율과 1개월 선물환율간의 Spread (이하 선물환SP로 略稱)를 도시한 것이다. 전체적인 추이의 형태는 KDB-SP와 유사하나, 〈표 9〉에 보고된 兩者간의 Granger인과성 검정결과는 KDB-SP에서 선물환SP로 인과관계가 흐르고 있었음을 보여준다. 즉, 국제금융시장에서의 금융기관 신용위험 상승

〈표 9〉 산업은행 Spread와 NDF선물환 Spread간의 Granger 인과성 검증(1997년 1～10월)

귀무가설	*F*-통계량	*P*-값
KDB-SP ↛ NDF-SP	2.45	0.10
NDF-SP ↛ KDB-SP	1.17	0.32

주 : 주평균자료이며, 2개의 시차변수를 포함하였음.
자료 : Bloomberg.

이 動學의 根源이었던 것이다.

〈금융기관 신인도 하락의 요인〉

7대 시중은행 기간물의 차환율을 근거로 할 때 민간금융기관 신인도의 하락은 7월 3째주부터 시작된 것으로 나타난다. 특히 日別자료에 의하면 기아자동차의 부도위험과 사실상의 부도가 발생한 7월 14일부터 차환율이 뚜렷이 하락한 것으로 나타난다. 즉, 신인도 하락의 계기는 분명 재벌의 부도와 이에 따른 은행의 건전성 악화에 기인한 것이었다.

8월부터 10월 말까지 민간 금융기관의 신인도는 차환율에 근거하는 한 크게 변동하지 않은 것으로 나타난다. 그럼에도 가격지표인 조달금리에 의거할 때 앞에서 지적한 바와 같이 신인도의 점진적 하락이 계속된 것으로 나타난다. 그러나 이 기간의 점진적 신인도 하락분을 경제 근본요인(fundamentals)의 악화에 기인한 부분과 傳染效果에 기인한 부분으로 分解하는 것은 쉽지 않다. 8월부터는 국내적 요인이라고 할 수 있는 사건과 전염효과를 유발할 만한 사건들이 동시적으로 발생하고 있었기 때문이다.

예컨대, 11월 이전 KDB-SP의 추이는 8월초 및 10월 말을 계기로 하여 크게 상승하였다.[30] 이때 각각의 계기에는 국내경제여건

30) 이하 편의상 민간금융기관의 조달금리와 추이를 같이하였고 日別자료가 존재하는 KDB-SP를 근거로 서술하도록 하겠다.

〈표 10〉 7대시은 기간물 주간별 차환율(1997)

(단위: %)

	7월 만기 도래액	차환율	8월 만기 도래액	차환율	9월 만기 도래액	차환율
1주	257	157.3	714	64.1	20	82.2
2주	1,714	95.5	1,486	84.8	1,565	82.8
3주	1,080	83.6	1,276	86.9	996	84.1
4주	1,427	76.1	1,421	76.2	1,201	89.8
5주	1,248	87.5			1,739	127.3
평 균	5,725	89.1	4,957	79.2	6,220	85.5
	10월 만기 도래액	차환율	11월 만기 도래액	차환율	12월 만기 도래액	차환율
1주	1,505	83.7	1,048	70.0	1,885	23.7
2주	1,351	83.9	1,654	67.2	3,227	26.8
3주	1,321	80.5	1,194	55.9	2,972	26.2
4주	1,837	84.9	2,208	48.7	2,860	31.9
5주					2,442	53.3
평 균	6,613	86.5	6,104	58.8	13,386	32.2

자료 : 한국은행.

에 관련된 사건과 전염효과를 야기할 만하다고 생각할 수 있는 사건이 동시에 발생한다.

첫째, 8월 초의 경우 8월 5일 Moody's는 우리나라의 국가신용등급 중 단기등급을 P1에서 P2로 하향조정하였고 S&P 역시 8월 6일 한국의 국가신용등급 전망을 안정적에서 부정적으로 하향조정하였다.[31] 이 같은 등급조정이 한국의 경제여건을 반영한 것이라고 가정한다면 이는 한국의 경제여건에 대한 새로운 정보의 발생이었다.[32] 그러나 다른 한편으로는 8월 6일 태국정부가 42개

31) 부표 참조.

32) 국가신용등급이 외화표시 국채의 Spread에 유의하면서도(다른 거시변수가 이미 고려된 상태에서도) 독립된 영향을 미친다는 계량연구가 존재한다(Cantor and Packer[1996]). 시장의 합리성을 가정한다면 이는 국가신용등급이 해당국에 대한 새로운 정보를 제공한다는 것으로 해석하여야 할 것이다.

Finance회사를 영업정지한다는 발표가 있었고 이에 따라 엔貨를 중심으로 모든 아시아지역 통화가 절하세로 전환되는 사건이 있었다. 둘째, 10월 말의 경우 두 신용등급회사가 한국의 국가신용등급을 하향조정하는 사건이 있었다. 그러나 동시에 10월 20~23일에는 아시아 주식시장이 붕괴하는 사건이 있기도 하였다.

다. 인출사태의 촉발요인

〈인출사태의 발생시점〉

11월 국내금융기관이 국제금융시장에서 자금을 조달하는 것이 불가능해지자, 한국은행은 이들 금융기관에 외환을 공급하였고, 그 결과 (가용)외환보유고가 고갈되었다는 것은 널리 알려져 있다. 자발적 자금공급자가 없어져 유동성 위기에 직면하는 것을 인출사태로 정의할 때, 따라서 국내금융기관이 한국은행에 의존하게 되는 시점을 인출사태의 발생시점으로 볼 수 있을 것이다.

한국은행이 사용한 구체적인 지원방법은 被지원은행에 대한 한국은행의 외화예금을 증가시키는 것이었다. 이 외화예금은 국내본점에 대한 수탁금은 '외화예탁금'으로, 국외지점에 대한 수탁금은 '해외지점 예치금'으로 한국은행 계정상 분류되었는데, 따라서 외화예탁금과 해외지점 예치금의 합계치(이하 '예치금 합계치'로 약칭)는 11월중 한국계 은행에 요구된 채권상환액에 대한 추정치를 제공해준다. 또한 그러므로 예치금 합계치의 日別추이를 관찰하면 인출사태의 발생시점을 가늠하는 것이 가능하다.

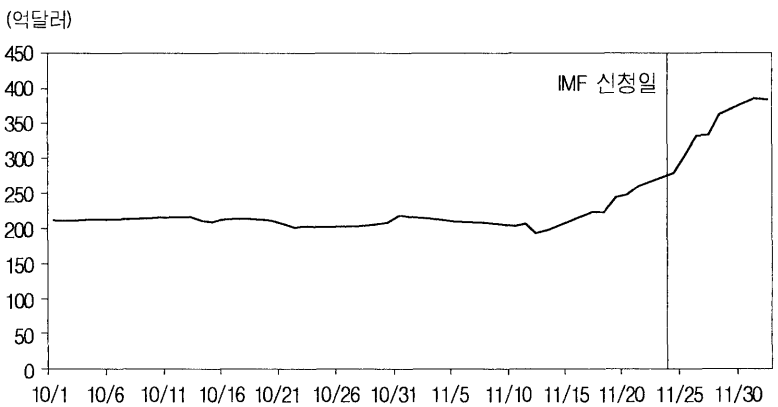
이 같은 추론에 근거하여 예치금 합계치의 10~11월중 추이를 보인 것이 〈표 11〉과 [그림 5]이다. 이들 자료에 의하면 인출사태는 11월 17일경에 시작된 것으로 보인다. 11월 14일까지 큰 변동이 없던[33] 예치금 합계치는 토요일과 일요일이었던 15, 16일을

〈표 11〉 97년 11월중 한국은행의 외화예탁금 및 해외지점 예치금 변동액

(단위: 억달러)

기 간	11/3~11/7	11/10~11/14	11/17~11/21	11/24~11/28	합 계
예탁금	-9.9	-10.6	35.0	41.2	55.7
예치금	0.5	7.9	19.4	61.3	89.1
합 계	-9.4	-2.7	54.4	102.5	144.8

[그림 5] 한국은행 국내본점 예탁금 및 해외지점 예치금 합계의 추이(97년 10~11월)



자료 : 한국은행.

지낸 뒤 뚜렷한 상승세로 전환하였기 때문이다.

〈인출사태의 촉발요인〉

技術的 정의에 의한 인출사태의 발생시점이 11월 셋째주이지만, 사실상 인출사태로의 사태악화는 11월에 들어서며 이미 예정된 경로였던 것으로 보인다. 〈표 10〉에서 알 수 있듯이 10월 말까지 85% 내외에 머물던 시중은행의 차환율이 11월 들어 급락세

33) 따로 자료를 제시하지는 않았으나 예치금 합계액은 8~10월간 별 변동을 보이지 않았다.

를 보이기 시작하였기 때문이다.

11월 들어 우리나라 금융기관의 신인도가 결정적으로 하락한 요인은 무엇이었을까? 내부적인 일련의 부정적인 상황전개가 신인도를 하락시키는 방향으로 작용하였으리라는 짐작은 가능하다. 그러나 문제가 되는 것은 과연 국내적 상황변화가 11월의 인출사태 발발을 설명할 만큼 충분한 것이었는가 하는 것이다. 그러나 이는 계량적인 검증이 불가능한 질문이다. 따라서 의미있는 질문은 역으로 외부적 여건으로서 당시의 인출사태 발발에 상당한 역할을 한 것으로 實證되는 요소가 있었는가 하는 것이어야 할 것이다.

그러한 가능성이 있는 외부여건 또는 외부충격으로서 최근 거론되고 있는 것이 '일본계 금융기관의 役割說'이다. 즉, 11월에 일본계 금융기관의 한국 금융기관에 대한 신용공급에 급격한 변동(shock)이 발생하였고 이로 인해 인출사태가 야기되었다는 주장이다. 이 주장은 최초로는 당시 정책당국자였던 임창렬에 의하여 언론에 피력되었고,[34] 이영섭 · 이종욱(1998)에 의해 가설적으로 제기된 바 있기도 하다.

현재로서 이 가설을 검증하기에는 자료가 역부족이다. 다만 필자가 입수할 수 있었던 자료는 13개 은행 외채의 지역별 구성이 분기별로 어떻게 변동하였는지를 보인 것이다. 이를 〈표 12〉에 정리하였는데, 표에 따르면 최소한 4/4분기중 인출금액에 있어 일본계 은행이 두드러진 역할을 하였다는 증거는 보이지 않는다. 비록 절대금액에 있어 국가별로는 일본계 은행이 최대액을 기록하였으나 구성비로는 일본의 비중이 오히려 상승하고 유럽계가

34) 11월 20일 경제부총리였던 임창렬이 "일본의 금융기관들이 roll-over 대신 상환을 요구하고 있다"며 이것이 당시 사태악화의 주요 원인이라는 주장을 피력한 것으로 *Financial Times*는 보도하고 있다(Burton[1998] 참조).

〈표 12〉 97년중 13개 은행[1] 외채의 지역별 추이

(단위: 억달러, %)

	96. 12	97. 3	97. 6	97. 9	97. 12
일 본	259.7(50.2)	212.8(42.0)	220.9(44.8)	206.3(45.8)	139.5(47.6)
미 국	70.1(13.5)	88.3(17.4)	86.4(17.5)	70.5(15.7)	46.3(15.8)
유 럽	187.6(36.3)	205.4(40.6)	185.8(37.7)	173.0(38.5)	107.1(36.6)
합 계	517.4(100.0)	506.4(100.0)	493.1(100.0)	449.8(100.0)	292.9(100.0)

주 : 1) 7대 市中銀行 및 6개 특수은행.
2) 일본, 미국, 유럽에 속하지 않는 채권은행은 제외된 통계임.
자료 : KDI 내부자료.

하락하여, 유럽국적 은행의 인출이 보다 활발하였음을 시사한다. 또한 은행 차환율이 80%대로 하락하기 시작한 3/4분기에 있어서도 주된 상환요구자는 미국계 은행이었음을 알 수 있다. 그러므로 분기별 추이에 의할 때 일본계 금융기관에 의한 외부충격설은 지지되기 어렵다고 하겠다.

남는 가능성은 일본계 금융기관이 인출사태 발발기인 11월 1~2주간 선도적 역할을 하였는지의 여부일 것이다. 그러나 이에 대해서는 본 논문에서 이렇다 하게 언급할 만한 근거가 없다.

라. 최종대부자의 부재 – IMF 구제금융 신청소식의 역할

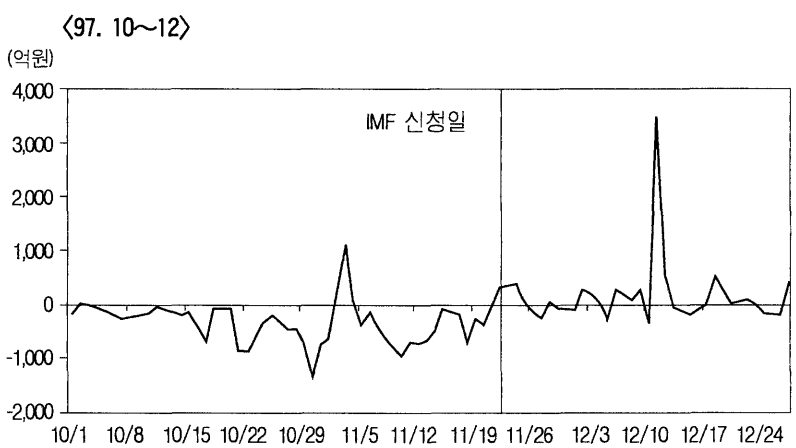
11월 21일 금요일 오후 10시 30분 한국정부는 IMF구제금융 신청방침을 발표한다. 그러나 〈표 10〉이 보여주듯이 11월 마지막주 차환율은 한층 하락하고 인출사태는 계속하여 악화되고 만다.

이 사건은 어떻게 해석해야 되는 것일까? 세 가지 가설의 설정이 가능하다고 생각한다. 첫째, 상황은 다른 요인에 의하여 악화되고 있었으며, IMF구제금융 소식은 아직 시장참가자의 기대에 아무런 영향을 미치지 못하고 있었다; 둘째, (IMF프로그램에 일반적으로 포함되는) 긴축적 거시정책이 야기할 경기침체효과

를 예상하여 시장이 한국경제의 단기적 전망을 한층 비관적으로 갖게 된 결과였다; 셋째, IMF 구제금융 신청소식은 아직 인출사태에 참여하지 않았던 채권자에게 인출사태가 발생했음을 알려주었고, IMF가 주도하는 인출사태 대응 프로그램하에서는 현시점에서의 채권인출이 최선의 대응이었기에 인출이 가속화되었다.

이들 세 가지 가설 중 그럴듯한 것은 마지막 가설이다. 왜냐하면 앞의 두 가설에 대해서는 반대의 증거가 존재하기 때문이다. [그림 6]은 11～12월중 한국 주식시장에서 외국인의 주식순매수액을 도시한 것이다. 이에 따르면 11월 셋째주까지 純매도를 계속하였던 외국인투자자들은 IMF구제금융 신청소식이 전해진 직후인 마지막주에 純매수를 기록하기 시작하였음을 알 수 있다. IMF구제금융 신청소식은 (첫번째 가설과는 달리) 국제금융시장 참가자의 기대에 영향을 미쳤을 뿐만 아니라 (둘째 가설과 달리) 그 영향이 주식시장 참가자들에 대해서는 부정적이지 않았던 것이다.

[그림 6] 외국인 주식 매수액



마지막 가설에 대해서는 반대증거를 찾기 어렵다. 먼저 IMF구제금융 신청소식이 인출사태의 발생을 신호하였을 것임은 두말할 나위가 없다. 이때 채권은행들의 대응을 결정하는 데 있어서 중요한 것은 최종조정자인 IMF의 인출사태 대응프로그램의 성격이었을 것이다. 국내금융시장의 예를 보면 최종조정자가 인출사태의 진정을 위하여 선택하는 방법은 ① 상환의 일시정지후 구조조정 또는 ② 유동성의 충분한 공급에 의한 불안심리 해소이다. IMF의 대응은 이상의 어느 것도 아니었다. 외환유동성의 충분한 공급이 이루어지지 않은 상태에서 인출요구에 대한 채무이행은 계속될 것이 권고되었다. 이 같은 상황하에 채권은행의 입장에서 최선의 선택은 현 시점에서의 채권인출이었던 것이다.

Ⅳ. 結　　論

1. 要約 및 向後 硏究課題

(1) 본 논문은 한국 외환위기의 발생메커니즘이 투기적 공격모형에 의하여 설명될 수 없음을 주장하였다. 나아가 한국의 외환위기는 국제금융시장에서의 인출사태(banking panic)로 설명되어야 함을 주장하였다. 이들 주장의 주된 근거는 97년 11월 자본유출을 주도한 요소가 외환채권인출이었다는 점이다.

(2) 본 논문은 국제금융시장에서의 인출사태 발생에 필요한 조건을 ① 잠재적 외환유동성 부족, ② 인출사태 촉발요인의 등장, ③ 인출사태에 대한 대비장치 부재 등 세 가지로 규정하였다. 그리고 잠재적 외환유동성 부족의 조건은 96년 거시정책의 실패

및 94~96년간의 금융기관 해외지점의 급팽창에 의하여 마련되었음을 보였다. 또한 인출사태에 대한 대비장치의 부재가 實在하였음을 인출사태 진정과 관련한 IMF구제금융의 無力을 보임으로써 실증하였다.

(3) 그러나 인출사태 촉발요인에 대해서는 본 논문은 최종결론을 유보하고 있다. 본 논문은 촉발요인에 대한 논란이 내부요인설, 외부충격설, 자기실현설(sun spot설) 등 세 가지가 있음을 설명하고 이중 외부충격으로 논의되고 있는 일본금융기관의 역할설에 대한 부정적 증거를 제시한다. 그러나 제시된 증거가 모든 가능성을 배제할 수 있는 성격의 것이 아니므로, 촉발요인에 대한 구명은 향후 연구과제로 남겨져 있다.

2. 政策 示唆點

(1) 세 가지 인출사태 발생조건 중 제도적 장치의 마련 등에 의하여 예방의 여지가 존재하였던 요인들은 무엇일까? 인출사태의 촉발요인을 사전적 예방이 곤란한 갑작스런 '충격'으로 규정하는 것에 큰 문제가 없다고 생각되므로, 결국 여지가 있었다면 그것은 첫번째와 세번째의 조건이었을 것이다. 그리고 첫번째 조건의 형성에 있어 96년 거시정책의 오류와 금융기관 해외지점의 급팽창이 큰 역할을 하였다는 사실은 거시정책 및 금융감독정책의 운용에 대한 반성과 새로운 틀의 모색이 첫번째 정책시사점임을 알려준다.[35)]

(2) 그러나 본 논문에서 강조하고 싶은 것은 세번째 조건인 '인출사태에 대한 대비장치의 부재'이다. 본 논문은 현재의 국제금융시장에 인출사태에 대한 제도적 대비장치가 부재하다는 사

35) 거시정책상의 교훈에 대한 논의는 신인석(1998)에서 자세히 다루고 있다.

실과 한국의 외환위기는 이로 인하여 그 규모가 증폭되었음을 실증하기 때문이다. 즉, 한국의 외환위기는 현존하는 국제금융질서의 허점을 실증한 사건으로서 해석되어야 하며, 이 허점에 대한 대안마련이 향후 세계경제에 제기된 초미의 과제라는 점에 국제적 합의가 이루어져야 할 것이다.

▷ 參 考 文 獻 ◁

김명직 · 박대근, 「한국의 자본자유화와 자본이동성」, 『한국경제분석』, 제2권 제2호, 한국경제의 분석패널, 1996, pp. 86~114.

박대근 · 이창용, 「한국의 외환위기: 전개과정과 교훈」, HERI Working Paper 98-2, 1998.

신인석, 『90년대 환율정책과 외환거래 자유화정책 분석 — 외환위기의 정책적 원인과 교훈 —』, 정책연구시리즈 98-07, 한국개발연구원, 1998.

이영섭 · 이종욱, 「한국의 외환위기 예측가능했는가?」, 국제금융연구회주최 심포지엄 '한국의 외환위기: 그 원인과 대책' 발표논문, 1998.

좌승희, 「1980년대 이후의 자본자유화에 대한 국별비교평가」, 『한국개발연구』, 제17권 제1호, 한국개발연구원, 1995, pp. 107~126.

한국개발연구원, 『KDI 경제전망』, 제14권 제2호, 제3호, 1997.

Backus, David and John Driffill, "Inflation and Reputation," *American*

Economic Review, Vol. 75, 1985, pp. 530~538.

Barro, Robert and David Gordon, "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model," *Journal of Political Economy*, Vol. 91, 1983, pp. 589~610.

Burton, John, "S Korea Crisis Deepens as Japan's Banks Squeeze Credit," *Financial Times,* Friday, November 21st, 1998.

Calomiris, Charles and Gary Gorton, "The Origins of Banking Panics," in R. Glenn Hubbard(ed.), *Financial Markets and Financial Crises,* The University of Chicago Press, 1991.

Calvo, Guillermo, Lenard Leiderman, and Carmen Reinhart, "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors," *IMF Staff Papers*, Vol. 40, No. 1, 1993, pp. 108~150.

Calvo, Guilermo and Enrique Mendoza, "Mexico's Balance-of-Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold," *Journal of International Economics*, Vol. 41, 1996, pp. 235~264.

Cantor, Richard and Frank Packer, "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings," *FRB NewYork Economic Policy Review*, Oct. 1996, pp. 37~53.

Chang, Robert and Andres Velasco, "Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model," Working Paper 98-10, Federal Reserve Bank of Atlanta, 1998.

Cole, Harold and Timothy Kehoe, "Self-Fulfilling Debt Crises," Staff Report 211, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1996.

Diamond, Douglas and Philip Dybvig, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 3, 1983, pp. 401~419.

Diaz-Alejandro, Carlos, "Latin American Debt: I Don't Think We Are in Kansas Anymore," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2, 1984, pp. 335~389.

Dornbusch, Rudiger and Sebastian Edwards, "The Macroeconomics of Populism in Latin America," NBER Working Paper 2986, 1989.

Eaton, Jonathan and Mark Gersovitz, "Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis," *Review of Economic Studies*, Vol. 48, 1981, pp. 284~309.

Eichengreen, Barry, Andrew Rose, and Charles Wyplosz, "Contagious Currency Crises," NBER Working Paper 5681, 1996.

Flood, Robert and Peter Garber, "Collapsing Exchange-Rate Regimes: Some Linear Examples," *Journal of International Economics*, Vol. 17, 1984, pp. 1~13.

Garber, Peter, "Comment on Krugman," *NBER Macroeconomics Annual, 1996*, 1996, pp. 403~406.

Goldfajn, Ilan and Rodrigo Valdes, "Capital Flows and the Twin Crises," IMF Working Paper 97/87, 1997.

Jacklin, Charles and S. Bhattacharya, "Distingushing Panics and Infromation-Based Bank Runs: Welfare and Policy Implications," *Journal of Polictical Economy*, Vol. 96, 1988, pp. 568~592.

Kaminsky, Garciela and Carmen Reinhart, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payment Problems," International Finance Discussion Papers, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1996.

Kehoe, Timothy, "Comments on Krugman," *NBER Macroeconomics Annual, 1996,* 1996, pp. 378~392.

Krugman, Paul, "A Model of Balance-of-Payment Crisis," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, 1979, pp. 311~325.

Kydland, Finn and Edward Prescott, "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans," *Journal of Political Economy*, Vol. 87, 1977, pp. 473~492.

Obstfeld, Maurice, "The Logic of Currency Crises," NBER Working Paper 4640, 1994.

_____, "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features," NBER Working Paper 5285, 1995.

Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff, "The Mirage of Fixed Exchange Rates," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, 1995, pp. 73~96.

Radelet, Steven and Jefferey Sachs, "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects," mimeo, Harvard Institute for International Development, 1998.

Rose, Andrew and Lars Svensson, "European Exchange Rate Credibility Before the Fall," *European Economic Review*, Vol. 38, 1994, pp. 1185~1216.

Sachs, Jefferey, Aaron Tornell and Andres Velasco, "The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?" *Journal of International Economics*, Vol. 41, 1996, pp. 265~283.

Shin, Inseok and Hahm Joon-Ho, "The Korean Crisis—Causes and Resolution," A Paper Presented at the KDI/EWC Conference, August 1998.

Velasco, Andres, "Financial Crises and Balance of Payment Crises: A Simple Model of the Southern Cone Experience," *Journal of Development Economics*, Vol. 27, 1987, pp.263~283.

_____, "Fixed Exchange Rates: Credibility, Flexibility and Multiplicity," *European Economic Review*, Vol. 40, 1996, pp. 1023~1035.

Walsh, Carl, "Optimal Contracts for Central Bankers," *American Economic Review*, Vol. 85, 1995, pp. 150~167.

〈부표〉 Moody's 및 S&P社의 신용등급 조정일지

〈96~97년중〉

신용등급 조정일자	주요 조정사유
• 96. 1. 25 Moody's '신한'의 단기신용등급 하향조정 ▶ P1 → P2	- 대출실적의 급신장에도 불구, 유가증권(주식) 투자손실로 인한 자기자본구조 악화
• 96. 10. 10 Moody's '주택은행' 장기(A1), 단기(P1)	
• 97. 1. 30 Moody's, S&P '제일은행' 요주의 대상 지정	
• 97. 2. 20 Moody's '조흥, 제일, 외환'의 장기신용등급 하향조정 ▶ 조흥 · 외환(A3 → Baal), 제일(Baal → Baa2) ▶ 재무건전도 : 외환 · 제일(D → E+), 조흥(D+ → D)	- 한보 등 부실대기업에 대한 여신과다로 자산건전성 악화 - 유가증권(주식) 투자손실에 따른 자본잠식
• 97. 4. 18 S&P '제일'의 장 · 단기신용등급 하향조정 ▶ 장기(BBB+ → BBB-), 단기(A2 → A3)	- 한보, 삼미 등 잇따른 대기업 부도로 부실여신 증가 - 행장 구속 등에 따른 대외이미지 실추
• 97. 6. 24 Moody's '주택은행'(장기: A1, 단기: P1)	
• 97. 8. 5 Moody's 우리나라 국가신용등급(장기: A1, 단기: P1) 중 단기등급을 (P1)에서 (P2)로 하향 검토	
• 97. 8. 6 S&P 우리나라 국가신용등급 전망: 안정적 → 부정적	
• 97. 9. 27 S&P '제일, 한일, 외환, 장기신용, 신한' → [감시대상]으로 분류	
• 97. 9. 27 Moody's '외환, 제일, 상업, 서울' → 신용등급 하향조정방안 검토 발표	

신용등급 하향조정	주요 조정사유
• 97. 10. 2 S&P '한일, 외환, 신한'의 장·단기신용등급 하향조정 ▸ 한일(장기 : A- → BBB+) ▸ 외환(단기 : A2 → A3) ▸ 신한(장기 : A → A-, 단기 : A1 → A2)	- 기아그룹 등 대기업의 연쇄부도에 따른 해당은행들의 부실여신규모 증가 - 금융시스템의 불안정성 등
• 97. 10. 24 S&P 우리나라 국가신용등급(Sovereign rating) 하향조정 ▸ 장기(AA- → A+), 단기(A1+ →A1)	- 대기업의 연쇄부도 및 이에 따른 금융기관 부실을 정부가 지원해줌으로써 공공부문의 부담 증가 우려 - 주가하락, 원화절하압력, 투자자 신뢰약화 및 대선관련 정국불안 등으로 한국경제의 회복여부 불투명 - 북한의 경제난에 따른 급격한 통일 가능성 증대 * 통일비용 부담 증가를 의미
• 97. 10. 28 Moody's 우리나라 국가신용등급(Sovereign rating) 하향조정 ▸ 장기(A1 → 유지), 단기(P1 → P2) ▸ 장기신용등급에 대한 전망을 Negative(부정적)로 평가 ▸ 산업은행, 기업은행, 주택은행 장기(A1 → A2), 단기(P1 → P2)	- 한국의 단기외채 급증 및 기업재무구조 악화로 금융시스템의 불안정성 심화
• 97. 10. 31 Moody's '외환, 상업, 제일, 서울'의 장·단기 신용등급 하향조정 ▸ 장기 : 외환(Baal → Baa2), 상업·제일·서울(Baa2 → Baa3) ▸ 단기 : 외환·상업·제일·서울(P2 → P3) ▸ 제일, 서울의 재무건전도(E+ → E) 하향	- 한보·삼미·기아 등 대기업에 대한 부실여신 급증으로 해당은행들의 자산건전성 악화 지속 - 정부 등 외부지원의 불가피성

신용등급 하향조정	주요 조정사유
• 97. 11. 26 S&P 우리나라 국가신용등급(Sovereign rating) 하향조정 ▸ 장기(A+ → A-), 단기(A1 → A2)	- 부실은행 지원을 위한 정부 부담 가중 - 한국정부의 IMF 프로그램 이행여부에 대한 투자자들의 불안감 - 기업의 연쇄부도
• 97. 11. 28 Moody's 우리나라 국가신용등급(Sovereign rating) 하향조정 ▸ 장기(A1 → A3), 단기(P2 → P3)	- 과다한 단기외채 * 총외채의 약 2/3가 1년내 만기도래
• 97. 12. 10 Moody's 우리나라 국가신용등급(Sovereign rating) 하향조정 ▸ 장기(A3 → Baa2), 단기(P3 → Not Prime) ▸ Possible Downgrade Review	- 단기외채가 이전 발표수준보다 크고 외환보유액도 예상보다 적어, 한국의 외채상환 능력에 의문 - 98년중 경기침체(마이너스 성장)가 예상됨에 따라 기업 부도가 크게 증가할 것으로 예상됨
• 97. 12. 11 S&P 우리나라 국가신용등급(Sovereign rating) 하향조정 ▸ 장기(A- → BBB-), 단기(A2 → A3) ▸ 요주의로 추가적 하락가능성 언급	- 단기외채 수준에 비해 낮은 가용외환보유액 수준 * 중앙은행의 가용외환보유액이 1개월 수입금액보다 적음
• 97. 12. 22 Moody's 우리나라 국가신용등급(Sovereign rating) 하향조정 ▸ 장기(Baa2 → Ba1) ▸ 투자부적격등급으로 하락 ▸ 상업, 동화, 외환, 제일, 서울(Baa3 → B1) ※ 태국, 인도네시아, 말레이시아의 장기 신용등급도 동시에 하향조정 ▸ 태국, 인도네시아: Baa3 → Ba1 ▸ 말레이시아: A1 → A2	- 자본유출, 통화가치 폭락 등으로 동아시아 전체가 금융위기상태에 직면 - 아시아 최대의 무역국이자 자금공여국인 일본의 경기침체로 동아시아 경제의 성장이 단기적으로 한계에 도달 - 한국의 경우 가용외환보유액의 급감으로 인해 단기외화자금 부족에 대비한 조달필요액이 예상보다 클 것으로 예상

신용등급 하향조정	주요 조정사유
• 97. 12. 23 S&P 우리나라 국가신용등급(Sovereign rating) 하향조정 ▸ 장기(BBB- → B+), 단기(A3 → C) ▸ 국민, 장기신용, 신한, 한일, 부산 장기외환등급(BBB- → B+) ▸ 제일은행(BB → B) ▸ S&P 한국정부의 신용전망 부정적(Negative)	- 부실은행에 대한 정부지원 부담 증가 * 제일, 서울은행에 대한 현물출자에 부정적인 입장을 보임 - 이는 IMF 프로그램의 취지에도 위배

論 評

李 永 燮
(숙명여자대학교 경제학부 교수)

외환위기의 발생원인에 관한 논의에 따르면, 외환위기는 구조적 요인, 촉발요인 및 정부대처요인 등 세 요인이 결합되어 발생한다. 대부분의 문헌들은 세 가지 요인 중 정경유착, 도덕적 해이, 금융부문 부실, 기업지배구조, 감독기능 소홀 등 구조적 요인에만 초점을 맞추어왔고 촉발요인 및 정부대처요인 등에는 별다른 관심을 기울이지 않았다. 특히 촉발요인은 말 그대로 우연한 사건 또는 예상하지 못한 이유(sun-spot)이기 때문에 특별한 설명을 할 수 없는 것으로 도외시되어왔다.

이 논문은 다른 문헌에서 취급하지 못한 문제, 즉 한국 외환위기의 촉발요인까지도 실증적으로 분석하고 있다. 촉발요인에 대한 분석들은 기본적으로 어떤 이유 때문에 국제자본이 갑작스럽게 유출되었는지를 파악하고자 하는데, 이에 대한 설명방식으로는 크게 투기적 공격이론과 인출사태이론을 들 수 있다. 이 논문은 외환에 대한 수요요인을 분석해 투기적 공격이론은 설득력이 없다고 결론짓고, 일본의 금융불안 및 IMF 구제금융신청의 파급효과 등을 고려해볼 때 한국의 외환위기는 인출사태이론으로 설명해야 한다고 주장하고 있다.

이와 같은 결론에 대해 논평자도 전적으로 동의하는 입장이다. 다만, 주장을 입증하는 과정에서 정황증거 이상의 증거를 제시해 주었으면 보다 설득력을 가졌을 것이라는 점을 지적하고 싶다. 첫째, 투기적 공격이론의 주장을 반박할 때 외환에 대한 수요를

환위험에 노출된 항목과 그렇지 않은 항목으로 나누어 비교한 것은 아주 산뜻한 아이디어로서, 〈표 7〉을 보는 순간 국제채권은행의 인출이 보다 중요한 역할을 했음을 한눈에 간파할 수 있다. 즉, 1997년 11월중 투기적 공격은 채권인출의 20% 이하에 불과했고 또한 채권인출의 변화추세에 있어서 급격한 jump가 있다는 것은 외환위기가 투기적 공격보다는 채권인출에 의해 촉발되었다는 증거로 볼 수 있다.

〈표 7〉의 해석에 대해서 논평자도 기본적으로 저자와 입장을 같이하고 있으나, 다음과 같이 반대의 입장에서 해석할 수도 있는 가능성을 제시하고자 한다. 예를 들어, 저자가 제시한 1997년 11월중의 대규모의 인출은 외환위기의 원인이 아니라, 투기적 공격 때문에 발생된 위기가 전개되는 과정에서 나타나는 국제채권단의 반응으로 볼 수도 있다. 〈표 7〉을 보면 투기적 공격은 그 이전부터 발생하지만 채권인출은 11월에만 발생하고 있으므로, 이는 10월말 및 11월 초에 발생하기 시작한 위기에 대한 대응처럼 보일 수도 있다. 〈표 7〉을 어떻게 해석하느냐는 외환위기의 시점을 언제로 잡느냐와 상당한 관련이 있다. 만일 외환위기의 시작을 11월 중하순(예를 들어, IMF구제금융 신청일인 11월 21일)으로 잡으면 저자의 해석에 대해 반박하기가 어려울 것이다. 그러나 외환위기의 시작을 10월 하순(예를 들어, 기아사태처리 발표 및 홍콩증시 폭락이 발생한 10월 22~23일)으로 잡으면 이상에서 제시한 바와 같이 저자와 대립되는 해석도 충분히 가능하다고 본다.

따라서 투기적 이론을 반박하기 위해서는 보다 직접적인 실증분석, 즉 위기 전후 국제투자자들의 움직임을 분석하는 것이 필요할 것으로 보인다. 예를 들어, 해외투자자들의 거래가 국내투자자들의 거래에 선행했는가를 살펴보고, 만일 선행했다면 이를

투기적 공격의 증거로 볼 수 있고 선행하지 않았다면 투기적 공격이론을 반박하는 증거로 간주할 수 있을 것이다(Choe, Kho, and Stultz[1998]).

둘째, 국제채권은행의 인출이 수요자측 요인에 의한 것인가 아니면 공급자측 요인에 의한 것인가를 밝히고자 할 때도 유사한 접근이 필요하다. 저자는 〈표 12〉에 13개 은행의 외채의 지역별 구성추이를 제시하면서 일본계은행에 의한 외부충격을 부정하고 있다. 그런데 여기서 하나 지적할 수 있는 것은, 만일 저자가 주장한 바와 같이 미국 및 유럽계 금융기관들도 동시에 인출을 했다면 이는 국제금융기관들이 한국의 내부적인 상황이 어렵다는 것을 동시에 인식하고 있었으며 따라서 채권자들의 인출은 공급자측 문제 때문이 아니라 수요자측 문제 때문이라는 주장의 근거가 된다는 것이다. 이러한 결과는 이 연구의 가장 큰 공헌을 퇴색시킬 우려가 있다.

따라서 이 연구의 핵심인 공급자 측면에서의 외부촉발요인(예를 들어 일본의 금융불안 등)을 증명하기 위해서는 우선 일본 금융기관들이 한국 및 동아시아뿐만 아니라 다른 지역에서도 자금을 회수하고 있다는 것을 보여주고, 또한 한국에서 회수할 때도 다른 국가들의 금융기관들보다 선행한다는 것을 보여주어야 할 것이다. 전자와 관련해서는 일본 금융기관들의 내부자료를 수집하여 일본 내에서의 사건들(BIS 요구조건 강화 등)이 자금인출 요구를 증대시켰는지를 살펴보아야 할 것이다. 후자와 관련해서는 외환위기 직전 한국에서의 자본유출 중 일본 금융기관들의 자금인출이 다른 국가 금융기관들에 비해 선행했는지를 보아야 할 것이다. 후자와 관련해 정확한 자료는 없지만, 최근 외환위기 청문회 증언 및 일부 문헌에 의하면 1997년 10월 및 11월중 일본 금융기관들이 약 90억달러의 자금을 회수해갔기 때문에 일본

의 행태는 다른 나라 단기자금 퇴출의 신호탄이 되었다(김영호[1998]).

기타 몇 가지 지엽적인 논평을 추가하고자 한다. 첫째, 외환위기모형과 관련해 검증 가능한 주요 가정은 크게 사전적 징후와 사후적 증상으로 나누어볼 수 있다. 저자가 논문에서 제1세대 모형과 관련해 검증 가능한 가정으로 제시한 것들은 모두 사전적 징후와 관련된 것들이다. 그러나 저자가 서론에서 지적한 바와 같이,[1] 모형의 적합성은 사전적 징후에 대한 설명뿐만 아니라 사후적 증상에 대해서도 설명할 수 있어야 한다. 따라서 제1세대 모형과 관련해 저자가 제시한 바와 같이 사전적 징후와 관련된 가정들뿐만 아니라, 아래와 같이 제1세대 모형에서 제시되고 있는 사후적 증상과 관련된 가정을 추가적으로 검증해보는 것도 유용하다고 본다(Sachs, Tornell, and Velasco[1996]).

가정 : "투기적 공격 이후 실질이자율 격차가 감소된다."

둘째, 제2세대 모형의 적합성 검증에서 경제여건의 일정한 악화상태를 보여주기 위해 성장률을 제시했는데, 제시된 숫자(8.9%→7.1%→6.1%)가 경제여건의 악화를 나타낸다고 보기에는 너무 높은 수준이다. 실제적으로 경제여건의 악화를 보다 잘 나타내기 위해서는 기업의 수익률 등을 제시하는 것도 고려해볼 만하다. 기업의 수익률을 보면 1995년까지의 추세와 1996년의 수치가 급격하게 달라진다.

셋째, 〈표 10〉의 차환율 추세를 주의 깊게 보면 두번 정도의 추세변화가 있었던 것으로 파악된다. 하나는 7월 2주까지는 거의

1) 저자는 서론(p. 7)에서 인출사태모형의 적합성을 제시하면서 "이들 모형의 또 하나의 장점은 한국의 외환위기가 급작스러우면서도 큰 실물경제에의 부정적 효과를 수반한 이유를 설명할 수 있다"고 사후적인 증상을 언급하고 있다.

100% 가까이 유지되던 차환율이 7월 3주부터 80%대로 하락하지만 이후 큰 변동없이 일정한 수준을 유지하고 있으며, 또다른 하나는 10월 4주까지 80%대에 머물러 있던 차환율이 10월 5주(11월 1주) 이후 급락하고 있다는 것이다. 이는 7월 중순경 동남아시아 위기로 인해 국제금융기관들이 아시아 전체에 대한 신용포지션을 조정하는 과정에서 우리나라도 일부 영향을 받기는 하지만 외환위기를 가져올 정도는 아니었으나,[2] (이 논문에서 밝혀내지는 못했지만) 10월말경의 어떤 충격은 국제금융기관으로 하여금 신용라인 자체를 폐쇄하도록 만들어 유동성 위기를 야기시켰다는 것을 의미하는 것으로 해석할 수도 있다.

● 참고문헌

김명직 · 장국현, 「97 한국 외환위기의 계량적 재평가」, 아태경제학회 발표논문, 1998.

김영호, 「아시아 경제위기 구조」, 경북대학교-교토대학교-한국경제신문 공동심포지엄, 세계자본주의의 변동과 동아시아 경제위기 발표논문, 1998.

Choe, Hyuk, Bong-Chan Kho, and R.M. Stultz, "Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? : The Korean Experience in 1997," mimeo, 1998.

Sachs, Jeffrey, Aaron Tornell, and Andres Velasco, "The Mexican Peso Crisis : Sudden Death or Death Foretild?" *Journal of International Economics* 41, 1996, pp. 265~283.

2) 이와 같은 맥락에서, 김명직 · 장국현(1998)은 동남아의 외환위기가 우리나라에 전염효과가 있었다는 실증적 결과를 발견하기 어렵다고 주장하고 있다.

曺 東 徹
(본원 연구위원)

이 논문은 최근 극단적인 경제위기의 결정적 단초가 되었던 외환위기의 발생과정에 대한 저자의 고민어린 관찰이 흠씬 배어나고 있는 작품이라고 생각된다. 우선 저자는 투기적 공격모형들을 개괄하고 이로부터 함축되는 논리의 핵심이 과연 우리나라의 외환위기를 설명하는 데에 적합한지를 검정하고 있으며, 이에 대한 결론은 부정적인 것으로 판단하고 있다. 이에 반하여 우리 경제의 외환위기는 오히려 국제채권은행의 인출사태모형에 의하여 잘 설명될 수 있는 부분이 많으며, 그와 같은 인출사태를 촉발한 주요 원인으로는 국내에서의 외환유동성 관리 실패와 국제금융시장의 제도적 대비장치 부재를 거론하고 있다.

이 논문의 곳곳에서 저자의 논지를 검증할 수 있는 형태의 가설로 적절히 변환하고, 이와 같은 가설들을 실제 자료를 통하여 검증함으로써 가능한 한 객관적인 결론을 도출하고자 노력하였다. 논리의 명쾌함이나 저자의 직관 및 자료의 적절성 등을 감안할 때 논평자에게는 어떠한 계량경제학 기법을 활용한 논문보다도 이 논문의 결론은 설득력이 높은 것으로 받아들여진다.

단, 보다 학구적인 독자들의 호기심을 만족시켜주기에는 이 논문이 다소 취약한 것도 사실인 듯하다. 예를 들어, p. 22의 "정책당국의 가용외환자원이 필요외환에 비하여 한계에 도달하였다고 보이지 않는" 이유로 제시한 근거가(물론 논평자 본인은 충분히 공감하지만) 어떠한 객관적인 의미에서 그러한 것인지에 대해 의문을 제기하는 독자들도 있을 것이다. 혹은 바로 다음 절에서 논의하고 있는 '사전적인 시장의 외환위기 예측'이 없었다는 점에 대한 근거도 분석적이라기보다는 직관에 호소하고 있는 듯하

다. 이를테면 이와 같은 금융시장의 위기예측이 외환위기를 겪었던 다른 나라들에서는 어떠한 형태로 나타났었는가를 비교, 분석한다면 더욱 설득력있고 흥미로운 논문으로 발전될 수 있을 것이다. 또한 p. 25에서 논의하고 있는 부분－즉, 정책당국자의 손실함수에서 환율변동이 차지하는 정도－도 다분히 직관적이어서 까다로운 독자를 만족시키기에는 한계가 있을 듯하다.

아울러 굳이 사족을 붙인다면, 이 논문에서 취급하고 있는 모형에 대한 설명이 조금 더 친절하였으면 한다. 물론, 이 논문의 취지가 모형을 전개하고자 하는 것이 아니라는 점에서 구체적인 상술은 필요하지 않겠으나, 이 논문의 논의전개를 이해하기 위하여 독자들이 인용된 원문을 다시 읽고 이해해야 하는 번거로움을 겪어야 할 필요는 없을 정도로 설명해주는 것이 바람직할 것으로 보인다.

그러나 전반적으로 이 논문은 우리나라의 외환위기를 관찰함에 있어 그 논의의 포괄성이나 논리의 전개과정 및 적절한 자료의 제공이라는 측면에서 아주 기술적인 분석에 치중하지 않는 독자들을 만족시켜주기에 충분한 것으로 보인다. 아울러 이 논문에 제시된, 그러나 크게 엄밀한 분석을 통한 검증작업을 거치지 않은 많은 가설들에 대한 보다 정교한 실증분석들은, 이 논문의 저자 및 여타 학자들에게 향후의 적절한 연구주제로 자리매김할 것으로 보인다.