

# kiri Weekly

2014.2.17 제271호

## 이슈

미국의 양적완화정책 축소와 Fragile 5의 외환위기 가능성

## 글로벌 이슈

최근 부각된 비트코인의 문제점과 시사점

영국 손해보험회사의 배당정책과 시사점

## 금융시장 주요지표

**kiri** 보험연구원  
Korea Insurance Research Institute

이슈와 포커스는 연구자 개인의 의견이며, 보험연구원의 공식 견해가 아님을 밝힙니다.

서울시 영등포구 여의도동 35-4 8층 보험연구원 (문의 : 김세환 부장 / 02-3775-9051)



# 미국의 양적완화정책 축소와 Fragile 5의 외환위기 가능성

동향분석실

## 요약

- 1990년 이후 멕시코, 아르헨티나, 태국, 브라질, 인도네시아, 러시아 등에서 발생한 외환위기는 취약한 경제 펀더멘털과 고평가된 환율, 그리고 미국의 통화 긴축정책 등에 영향을 받아 발생하였음.
- 최근 미국의 양적완화정책 축소가 시작됨에 따라 특히 터키, 브라질, 남아공, 인도, 인도네시아 등 5개국의 경우 외환위기 가능성이 높은 국가(Fragile 5)로 평가됨.
- 과거 외환위기 경험국과 Fragile 5 간의 경제 펀더멘털을 비교한 결과 총외채/외환보유액을 제외하고 유사한 것으로 나타나 이들 국가의 금융시장 불안은 경제 펀더멘털 취약에 근거함을 알 수 있음.
- 그러나 Fragile 5 외환위기 가능성은 다음과 같은 이유에 의해 과거 외환위기 경험국에 비해 낮을 것으로 보임.
  - 첫째, 과거 외환위기 경험국의 경우 악화되고 있는 경제 펀더멘털에도 불구하고 환율을 낮게(통화가치 고평가) 유지함으로써 미국의 금리 인상 등 대외충격에 취약한 상황이었으나 Fragile 5의 경우 환율이 2011년부터 점진적으로 상승하는 등 경제 펀더멘털을 반영하고 있음.
  - 둘째, 과거와 달리 미 연준의 통화정책이 예측가능하며 점진적이고 단계적으로 시행되고 있기 때문에 과거보다 금융시장에 미치는 충격이 크지 않을 것으로 예상됨.
- 우리나라의 경우 경제 펀더멘털 측면에서 과거 외환위기 경험국과 Fragile 5에 비해 매우 양호한 상태이며 상대적으로 높은 단기외채 비중도 막대한 경상수지 흑자에 따른 수출 기업의 환위험 헤지 과정에서 나타난 결과로 문제가 없음.
- 다만 미국의 통화정책 변화 시기에 우리나라 금융시장의 변동성이 확대되었다는 경험에 비추어 볼 때 미국의 양적완화정책 축소 및 이의 영향에 대한 대비가 필요함.

## 1. 검토 배경



■ 2008년 미 연준(Fed)의 양적완화정책 시행 이후 2013년 5월부터 양적완화정책 축소 가능성이 제기되었으며, 2014년부터 양적완화정책이 축소되기 시작함.

- 미 연준은 서브프라임모기지 사태가 글로벌 금융위기로 확대되자 2008년 11월부터 3차에 걸쳐 양적완화정책을 실시함.
- 2013년 5월 버냉키 당시 미 연준 의장이 양적완화정책 축소 가능성을 시사하였고, 2013년 12월 미 연준은 2014년 1월부터 양적완화(자산매입) 규모를 월 850억 달러에서 750억 달러로 축소하기로 결정함.
- 또한 2014년 1월 미 연준은 2월부터 자산매입 규모를 다시 650억 달러로 100억 달러 추가 축소하기로 결정함.

■ 1990년 이후<sup>1)</sup> 미 연준이 1994년, 1999년, 2004년 정책금리를 인상하는 등 통화정책을 긴축으로 전환하였는데, 이 시기 일부 경제 펀더멘털이 취약한 신흥국에서 외환위기\*가 발생한 사례가 있음.

\* 본 고에서 외환위기는 외화유동성 부족 등으로 외채상환이 어려워지는 지급불능 상태를 의미함.

- 미 연준은 1994년 2월부터 1995년 2월까지 인플레이션 억제를 위해 정책금리를 3.0%에서 6.0%로 인상하였으며, 이 시기 멕시코와 아르헨티나에서 외환위기가 발생함.
  - 1997년 미 연준은 정책금리를 5.25%에서 5.5%로 인상하였고, 이 시기에 태국, 인도네시아, 러시아, 한국 등에서 외환위기가 발생하였는데, 금리 인상폭이 매우 작아 외환위기와의 연관성은 크지 않음.
  - 오히려 1994년부터 1995년 동안 미 연준의 정책금리 인상이 이들 국가의 외환위기에 영향을 미친 것으로 알려짐.
- 미 연준은 자산가격 거품을 우려하여 1999년 5월부터 2000년 5월까지 정책금리를 4.75%에서 6.5%로 인상하였으며, 이 당시 브라질, 아르헨티나 등에서 외환위기가 발생함.
- 미 연준은 2004년 6월부터 2006년 6월까지 정책금리를 1.0%에서 5.25%로 인상하였으나 금리

1) 1970년대 말부터 1980년대 초반까지 미국이 인플레이션을 억제하기 위해 금리를 지속적으로 인상함에 따라 1982년 멕시코와 브라질이 외환위기를 경험한 사례가 있었음.

인상에 대해 시장에 선제적으로 시그널을 보냈고 세계경제가 호조를 보임에 따라 신흥국시장에 대한 충격은 크지 않았음.

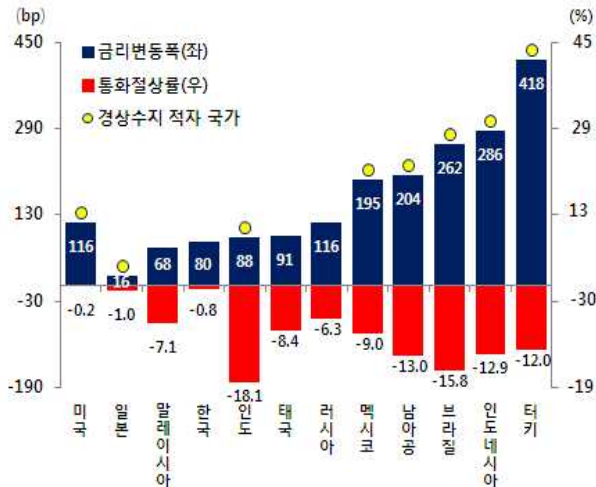
■ 미 연준의 양적완화정책 축소로 인해 선진국과 신흥국 금융시장 모두 변동성이 확대되었는데, 신흥국 중 특히 터키, 브라질, 남아공, 인도, 인도네시아 5개국(Fragile 5)의 경우 외환위기 가능성이 높은 것으로 거론되고 있음.

● 2013년 5월부터 8월까지 미 연준의 양적완화정책 축소 가능성 시사만으로도 미국의 국채수익률이 급등하였고 신흥국으로부터 자금이 대규모로 유출되었는데, 특히 경상수지 적자를 보이고 있는 신흥국의 금리 및 환율이 크게 상승(통화가치 하락)하였음(〈그림 1〉과 〈그림 2〉 참조).

〈그림 1〉 신흥국 자금 유출입 추이



〈그림 2〉 신흥국의 금리 및 통화절상률 추이



자료: 한국은행(2013).

● 이 당시 인도, 멕시코, 남아공, 브라질, 인도네시아, 터키 등이 큰 충격을 받았으며, 이 중 멕시코를 제외한 나머지 5개국의 경우 미국의 양적완화정책 축소로 인해 외환위기 가능성이 높은 국가(Fragile 5)로 평가되고 있음.

- Fragile 5의 환율은 양적완화정책 축소 논의가 시작된 2013년 5월부터 상승세가 두드러지게 나타났으며 2014년 2월 3일 기준으로 통화가치가 2013년 초에 비해 15% 이상 하락하였음.
- Fragile 5의 주가지수의 경우에도 양적완화정책 축소가 시사된 2013년 5월과 양적완화정책 축소 가능성이 크게 부각된 8월 사이 큰 폭의 하락세를 나타냈으며, 2014년 들어서도 인도네시아를 제외한 나머지 국가들은 약세를 보이고 있음.

- Fragile 5의 국제수익률도 2013년 5월 이후 상승세를 보이고 있으며 양적완화정책 축소가 시작된 2014년 1월부터 일부 국가들은 상승세가 가속화됨.

■ 본고는 과거 외환위기를 경험한 국가와 Fragile 5의 경제 펀더멘털을 비교하여 Fragile 5의 외환위기 가능성을 대략적으로 가늠해 보고자 함.

- 경제 펀더멘털이 취약한 국가들의 외환위기가 미국의 통화정책이 긴축으로 전환한 시기에 발생하였다는 점을 주목하여 분석하고자 함.

## 2. 1990년대 이후 외환위기 사례



■ 1990년대 들어 외환위기를 경험한 신흥국가는 우리나라(1997년)를 비롯하여 멕시코(1994년)<sup>2)</sup>, 아르헨티나(1994년, 2001년), 태국(1997년), 인도네시아(1997년), 러시아(1997년), 브라질(1999년) 등이 대표적임.

- 이들 국가의 경우 경제의 펀더멘털이 취약한 상황에서 외화유동성이 부족해짐에 따라 외채상환이 어려워지고 외환위기가 발생하였음.
- 외환위기 발생 전에 미국이 정책금리를 인상함에 따라 국제자금 흐름의 변동성이 확대되었음.

■ 이들 국가의 외환위기는 자본유출입의 변동성 확대와 위기의 전염(Contagion) 등으로 발생한 경우가 빈번함.

- 멕시코의 해외자본유입 촉진정책, 태국의 자본유입 촉진을 위한 외환정책, 인도네시아의 관리변동환율제도에 따른 민간부문의 취약한 환위험 헤지, 체제 전환 이후 러시아 금융기관의 외채 차입에 의한 단기수익 추구 등에 기인한 자본유출입의 변동성 확대가 외환위기를 초래하였음.
- 멕시코, 브라질의 경우 미국의 정책금리인상 영향도 있었던 것으로 평가되고, 러시아의 경우 아시아 국가들의 외환위기로 인한 대외신뢰도 저하가 자본유출을 확대하여 외환위기를 발생시켰음.

2) 멕시코는 1982년과 1987년에 이미 외환위기를 경험한 바 있음. 주된 원인은 경상수지 적자 누적과 포퓰리즘에 의한 재정 적자 확대, 환율 고평가 등으로 1994년 외환위기 원인과 동일함.

- 멕시코, 아르헨티나, 브라질의 경우 정치적 불안과 사회적 갈등도 자본유출을 확대시켜 외환위기 발생에 영향을 미쳤던 것으로 분석됨.

〈표 1〉 외환위기 원인 비교

국가	발생 시기	경제정책	경제편더멘탈	정치/사회 상황	환경 요인
멕시코	1994	해외자본 유입을 위한 폐소화 고평가정책	경상수지 적자, 재정건전성 악화로 자본유출	대통령 선거에 따른 정치 불안	94년 미국의 정책금리 인상
아르헨티나	1994  2001	□ 90년대 초반 성장세 지속 • 노동법개정, 사회보장 축소 • 공기업 민영화  재정적자/ 경상수지 적자	경상수지 적자 지속과 대외채무 증가  방만한 재정운용에 따른 재정적자	공기업 민영화에 따른 실업 증가	멕시코 외환위기 발생의 영향
인도네시아	1997	97년 이전까지 관리변동환율제 유지	□ 관리변동환율제로 인한 환위험 헤지 미비 □ 외채과다 및 민간부문의 외화표시 채무 과다		94년 미국의 정책금리 인상
태국	1997	자본유입 촉진을 위한 고정환율제 유지	□ 바트화 고평가 □ 92년 자본자유화 이후 해외자본의 주식/부동산 시장 유입 □ 자산가격 거품 및 과잉투자		94년 미국의 정책금리 인상
러시아	1997	□ 95년부터 긴축정책으로 루블화 가치 안정 □ 루블화 가치 안정에 따른 해외자본 유입	□ 경기둔화 □ 재정적자 확대 □ 대외부채 증가	소련에서 러시아로의 체제 전환	아시아 외환위기로 인한 신뢰도 저하
브라질	1999	□ 브래디플랜으로 대외채무 탕감/ 만기연장 □ 아시아 외환위기 이후 긴축정책 전환과 경기위축	구조적인 경상수지 적자	높은 실업률 수준에서 사회보장법 개혁으로 정치적 불안 고조	□ 아시아 외환위기 □ 99.6월 미국의 정책금리 인상

주: 자세한 내용은 〈별첨〉 1990년대 금융위기 사례 참조.

■ 그러나 근본적으로는 경제의 편더멘탈, 특히 재정적자 및 경상수지 적자 누적으로 외채가 증가하고 있었음에도 불구하고 통화가치를 높게 유지함으로써 외화유동성 충격에 취약한 상태였기 때문임.

- 이들 국가의 GDP 대비 경상수지 적자가 평균 4%에 달하였고 경상수지 적자 지속에 따라 외환보유액 대비 총외채 규모도 평균 6배 수준을 보임.

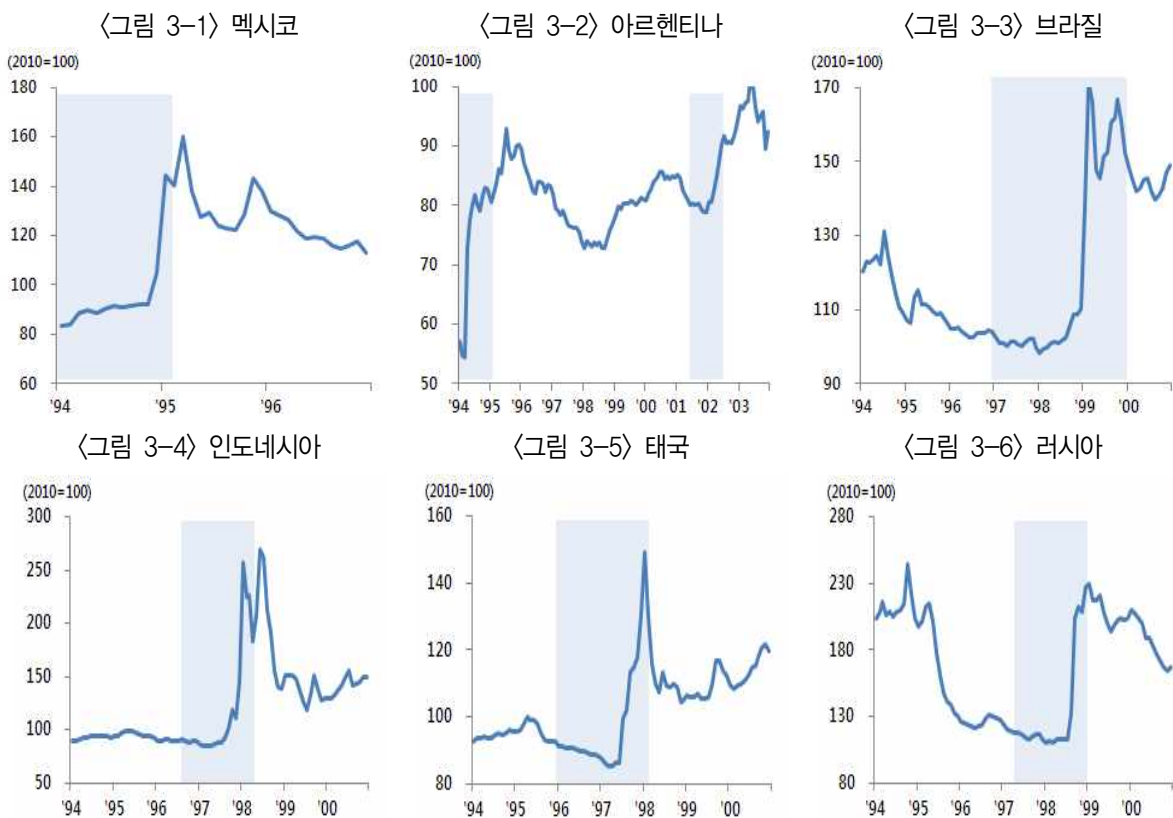
〈표 2〉 외환위기 경험국들의 위기 발생 1년 전의 경제 펀더멘털 비교

구분	멕시코	아르헨티나	브라질	인도네시아	태국	러시아	평균
GDP성장률(%)	2.62	-0.79	0.04	7.80	5.90	1.40	2.83
소비자물가상승률(%)	9.76	-0.94	3.20	8.40	5.80	14.80	6.84
재정수지/GDP(%)				-1.16	-2.75		-1.96
경상수지/GDP(%)	-4.59	-3.15	-3.94	-3.20	-7.90	0.00	-3.80
총외채/외환보유액(배)	5.20	5.85	5.68	7.07	2.99	10.28	6.18
단기외채/총외채(%)	28	19	12	25	42	5	22

자료: IMF, World Bank.

- 구매력까지 고려한 실질실효환율 추이를 보더라도 외환위기 발생 이전에 오히려 낮아지는(실질통화가치 상승) 모습을 보였고, 외환위기 발생 직전부터 급등하였으며, 외환위기 이후 이전 수준을 회복하지 못하였음.
  - 환율 움직임이 경제의 펀더멘털을 반영하여 점진적으로 상승하는 모습이 아니라 위기 발생 직전까지도 낮은 수준을 유지하는 등 펀더멘털과의 괴리가 심화되었음.
  - 펀더멘털과의 괴리로 인해 미국의 정책금리 인상 등 대외충격에 취약할 수밖에 없었음.

〈그림 3〉 외환위기 경험국 실질실효환율 추이



주: 1) BIS에서 발표한 실질실효환율의 역수를 2010년 평균이 100이 되도록 지수화함.  
 자료: BIS, 보험연구원.

### 3. Fragile 5의 펀더멘탈과 비교

- 현재 미 연준의 양적완화정책 축소에 따라 외환위기 가능성이 우려되는 Fragile 5의 경상수지 적자와 재정적자는 과거 외환위기를 경험한 멕시코, 아르헨티나, 브라질, 러시아, 태국, 인도네시아 등에 비해 우려할 만한 수준임.
- 과거 외환위기를 경험한 국가의 GDP 대비 경상수지 적자 수준이 3.8% 정도인데 반해 터키, 남아공, 인도의 경우 동 수준을 초과하고 있음.

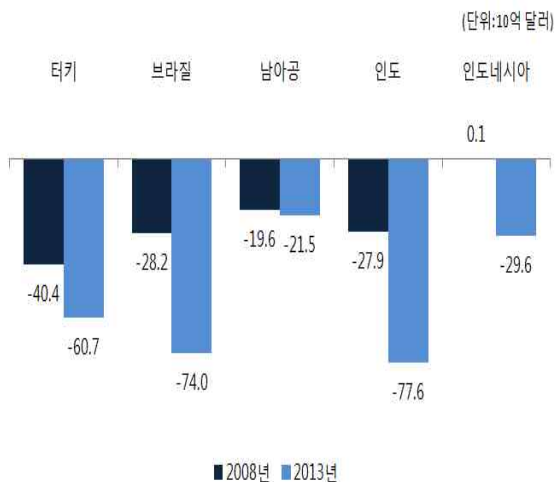
〈표 3〉 Fragile 5와 우리나라의 펀더멘털(최근 2개년 평균)

구분	경험국 평균	터키	브라질	남아공	인도	인도네시아	한국
GDP성장률(%)	2.83	3.00	1.70	2.27	3.52	5.76	2.40
소비자물가상승률(%)	6.84	8.30	5.88	5.75	10.66	5.76	1.75
재정수지/GDP(%)	-1.96	-1.94	-2.83	-4.86	-8.22	-1.92	1.65
경상수지/GDP(%)	-3.80	-6.72	-2.89	-6.17	-4.60	-3.08	4.21
총외채/외환보유액(배)	6.18	3.64	1.17	2.91	1.32	2.23	1.28
단기외채/총외채(%)	22	28	9	19	24	17	33

자료: IMF, World Bank, 한국은행.

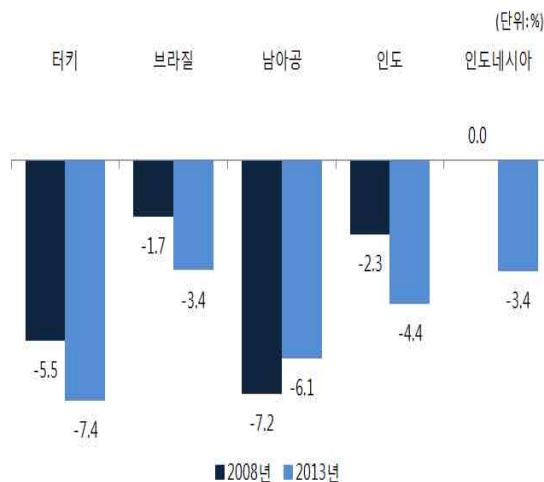
- 더욱이 글로벌 금융위기 이후 선진국 경제 성장률 둔화로 이들 5개 신흥국의 경상수지 적자 규모는 2008년에 비해 확대되었음.
- GDP 대비 경상수지 적자 비율의 경우 남아공을 제외한 나머지 국가들이 2008년 글로벌 금융위기보다 확대되었으며, 남아공도 6%를 초과하는 등 여전히 높은 수준을 보이고 있음.

〈그림 4〉 경상수지 적자규모



자료: IMF.

〈그림 5〉 GDP 대비 경상수지 적자규모



자료: IMF.

- GDP 대비 재정적자 비율은 글로벌 금융위기에 대한 대응으로 확대된 후 국가별로 다소 차이가 있으나, 남아공과 인도의 경우 4.9%, 8.5%로 5개 국가 중 상대적으로 높은 수준임.

〈그림 6〉 Fragile 5의 GDP 대비 재정수지

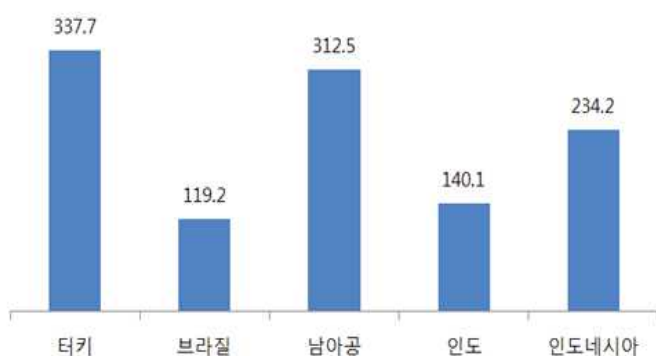


■ 대외채무는 경상수지 및 재정적자에 비해 상대적으로 양호한 편이나 터키의 경우 단기외채가 외환보유액보다 많아 상대적으로 외화유동성 위기 가능성이 높음.

- 외환위기 경험국의 총외채/외환보유액은 위기발생 직전년도에 6배를 초과하였으나 Fragile 5의 경우 터키와 남아공만이 3배를 넘어섰음.
  - 총외채대비 단기외채 비중은 외환위기 경험국 평균이 22%인데 터키와 인도가 이보다 높은 수준을 보이고 있음.
- 단기외채/외환보유액의 경우 터키가 100%를 초과하고 있어 이들 국가 중 외화유동성 충격에 가장 취약한 모습을 보임.

〈그림 7〉 5개 신흥국 총외채/외환보유액

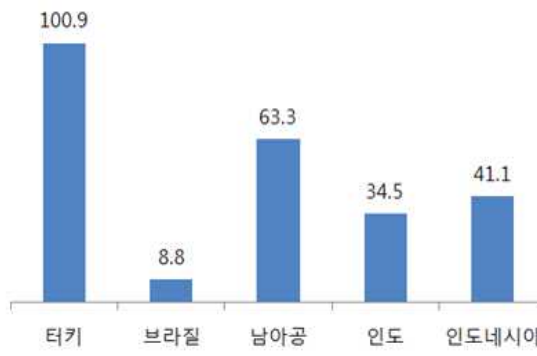
(단위: %)



자료: World Bank,

〈그림 8〉 5개 신흥국 단기외채/외환보유액

(단위: %)

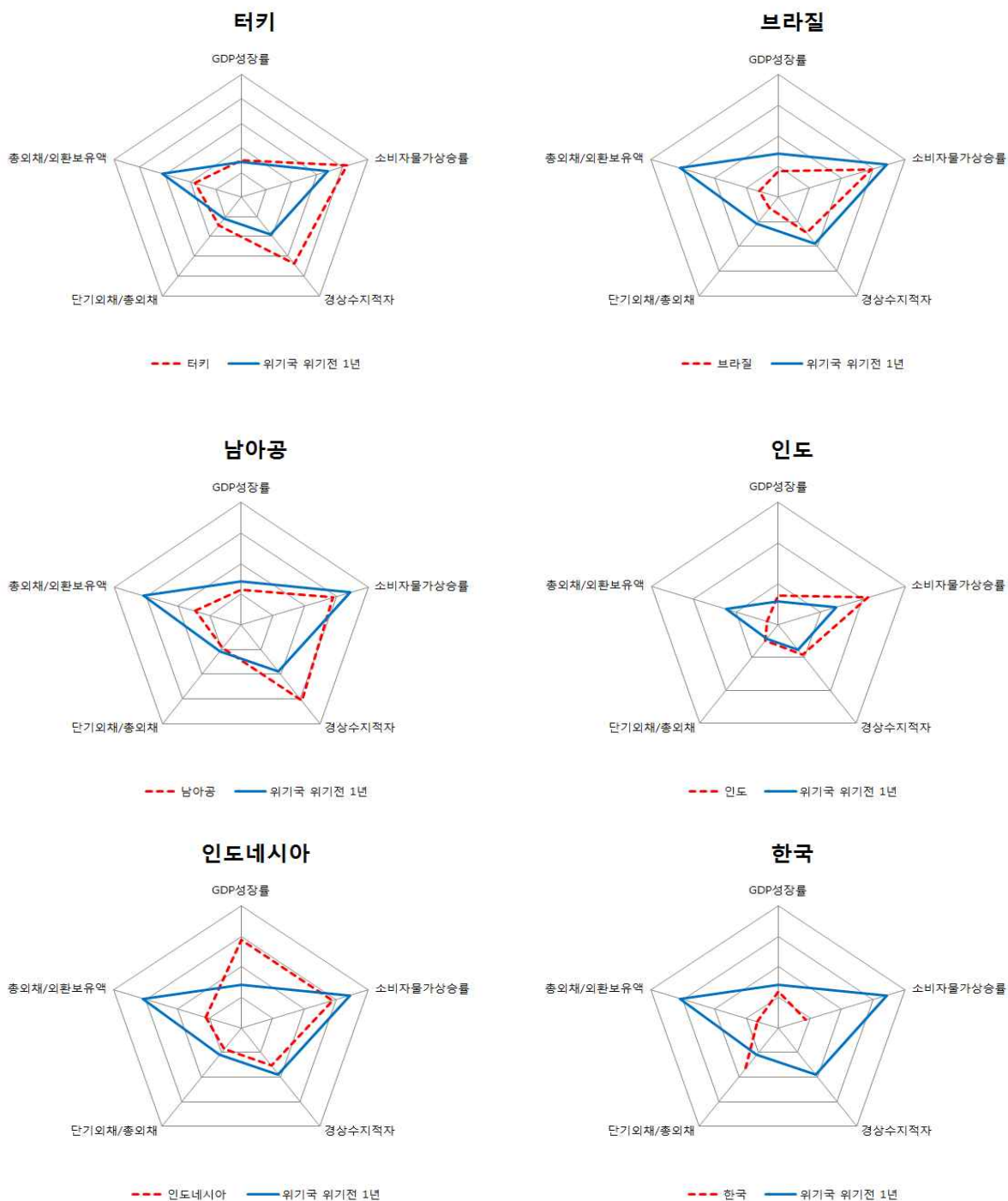


자료: World Bank,

■ 이러한 모습은 Fragile 5개국 각국과 과거 외환위기 경험국과의 비교에서 잘 나타남.

- <그림 9>에서 실선은 과거 외환위기 경험국의 위기 발생 1년전 경제 펀더멘털을 보여주고 있으며, 점선은 Fragile 5의 2년 평균 펀더멘털임.

<그림 9> Fragile 5개국 및 우리나라와 과거 금융위기 경험국과의 비교



■ 터키 경제의 펀더멘털은 경제성장률과 총외채/외환보유액을 제외한 나머지 부문에서 과거 외환위기 경험국보다 취약한 상태임.

- 브라질은 경제성장률을 제외한 나머지 부문에서 과거 외환위기 경험국보다 펀더멘털이 양호함.
- 남아공은 경제성장률과 경상수지 적자 부분이 과거 외환위기 경험국보다 상대적으로 좋지 않음.
- 인도는 경제성장률은 양호하나, 소비자물가상승률, 단기외채 비중, 경상수지 적자 비중 등에서 펀더멘털이 좋지 않음.
- 인도네시아는 모든 부문에서 과거 외환위기 경험국보다 양호한 펀더멘털을 보이고 있음.
- 한편, 우리나라는 경제성장률과 단기외채 비중을 제외한 나머지 부문에서 과거 외환위기 경험국에 비해 매우 양호함.
  - 우리나라는 Fragile 5와 달리 경상수지가 막대한 흑자를 보이고 있어서 <그림 9>에서 경상수지 적자 비중 부분 표시가 빠져 있음.

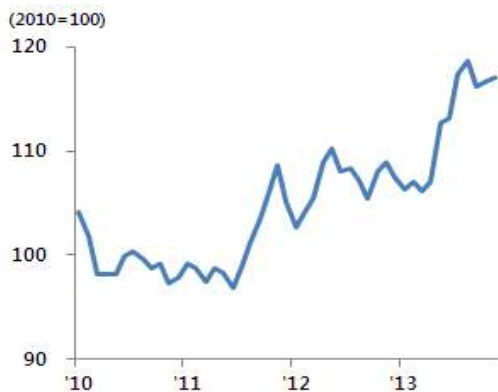
■ 이처럼 Fragile 5 경제의 펀더멘털은 외환위기 경험국의 외환위기 1년 전과 비교해 볼 때 외환보유액 대비 총외채는 양호하나 경상수지 적자 문제가 더 심각한 것으로 보이며 이들 국가의 금융시장 불안은 경상수지 적자가 가장 큰 원인으로 판단됨.

■ 그러나 과거 금융위기 경험국가와는 달리 Fragile 5의 경우 실질실효환율의 움직임이 이러한 경제 펀더멘털 취약성을 반영하고 있음.

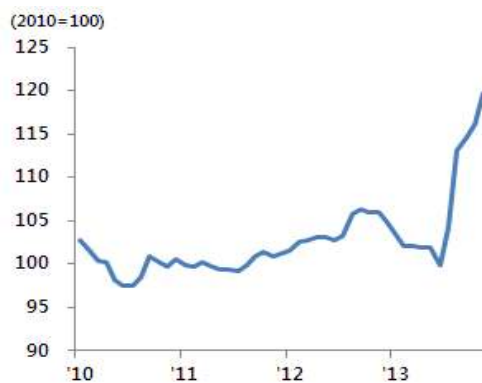
- 과거 외환위기 경험국의 실질실효환율은 외환위기 발생 직전까지 취약한 경제 펀더멘털을 반영하지 못하고 고평가되어 있었음.
- 그러나 글로벌 금융위기가 선진국에서 발생하였기 때문에 하락하던 Fragile 5의 실질실효환율은 외환위기 가능성이 부각되기 훨씬 이전인 2011년을 전후하여 상승하는 모습으로 전환됨.
  - 이는 취약한 경제 펀더멘털이 환율에 반영되고 있음을 시사함.
- 따라서 과거 외환위기 경험국과 비교해 볼 때 환율이 고평가되어 있다고 보기 어렵기 때문에 미국의 양적완화정책 축소에 따라 자본이 급격히 유출될 가능성은 크게 낮은 것으로 보임.

〈그림 10〉 Fragile 5의 실질실효환율 추이

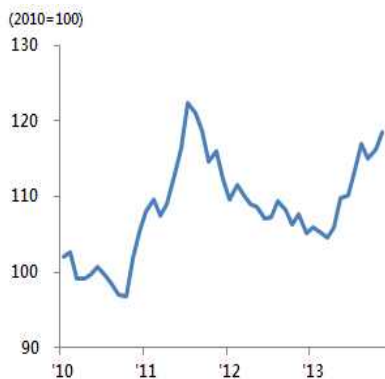
〈그림 10-1〉 인도



〈그림 10-2〉 인도네시아



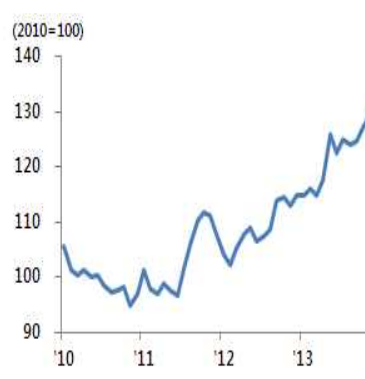
〈그림 10-3〉 터키



〈그림 10-4〉 브라질



〈그림 10-5〉 남아프리카공화국



주: BIS에서 발표한 실질실효환율의 역수를 2010년 평균이 100이 되도록 지수화함.  
 자료: BIS, 보험연구원.

- 현재 이들 국가는 금리를 인상하여 자본유출에 대응하고 있는데, 경제의 펀더멘털 측면에서 가장 위험한 터키가 5.5%p 인상하는 등 가장 적극적인 모습을 보이고 있음.

〈표 4〉 Fragile 5의 금리인상 추이

구분	터키	브라질	남아공	인도	인도네시아
금리인상시기	2014. 1월	2013. 9월	2014. 1. 29	2014. 1월	2013. 9월
인상폭 (현재수준)	5.5%p (10.0%)	0.5%p (9.0%)	0.5%p (5.5%)	0.25%p (8.0%)	0.5%p (7.5%)

### 3. 시사점



- 미국의 양적완화정책 축소로 인해 외환위기가 발생할 가능성이 높은 Fragile 5 경제의 펀더멘털과 과거 외환위기를 경험한 국가의 위기 발생 1년전의 펀더멘털을 비교한 결과 총외채/외환보유액을 제외하고 거의 유사한 것으로 나타나, 이들 국가의 금융시장 불안은 펀더멘털 취약에 근거함을 알 수 있음.
  - 따라서 이들 국가의 경제 펀더멘털이 더욱 악화되고 외환보유액이 감소할 경우 금융위기가 발생할 가능성을 배제할 수 없어 보임.
  - 이들 국가는 환율이 경제 펀더멘털을 반영하도록 환율정책을 가져가는 한편, 금리 인상을 통해 자본유입 유인을 높이고, 경상수지 적자 및 재정적자를 줄이기 위해 긴축정책과 구조조정 정책 등으로 미국의 양적완화정책 축소에 대응할 필요가 있을 것임.
  
- 그러나 Fragile 5의 경우 다음과 같이 두 가지 측면에서 이전에 비해 외환위기 발생 가능성이 낮을 것으로 판단됨.
  - 첫째, Fragile 5의 경우 경제의 펀더멘털이 취약해짐에 따라 통화 가치가 하락해 왔기 때문에 투기적 공격 등 급격한 자본유출 가능성은 크지 않을 것으로 보임.
    - 과거 외환위기 경험국의 경우 통화 가치를 위기 발생 직전까지 높게 유지함으로써 투기적 공격을 받았고 이에 따라 외화유동성 위기를 겪음.
  - 둘째, 미국의 통화정책의 경우 과거에는 시장이 예측하기 어려웠으나 현재는 시장과의 소통 등으로 시그널을 주는 등 예측가능한 수준에서 결정되고 점진적·단계적으로 시행되기 때문에 시장이 이에 대비할 수 있음.
    - 2004년에서 2006년간 미 연준이 정책금리를 4.25%p 인상하였음에도 불구하고 신흥국에 이렇다 할 충격이 없었음.
    - 엘렌 신임 미 연준 의장도 양적완화정책 축소에도 초저금리를 계속해서 유지하겠다고 언급함.
    - IMF도 미국의 양적완화정책 축소에도 신흥국으로의 자본유입 규모는 크게 변화하지 않을 것이라고 전망하였음.
  
- 우리나라의 경우 경제 펀더멘털은 상당히 양호하고 Fragile 5와의 교역량도 크지 않아 이들 금융시장 불안의 직접적인 영향은 미미할 것으로 보이나 과거 미국의 통화정책 변화에 우리 금융시장이 크게

반응했던 경험에 비춰보면 단기적인 금융시장 변동성 확대는 피할 수 없을 것으로 보임.

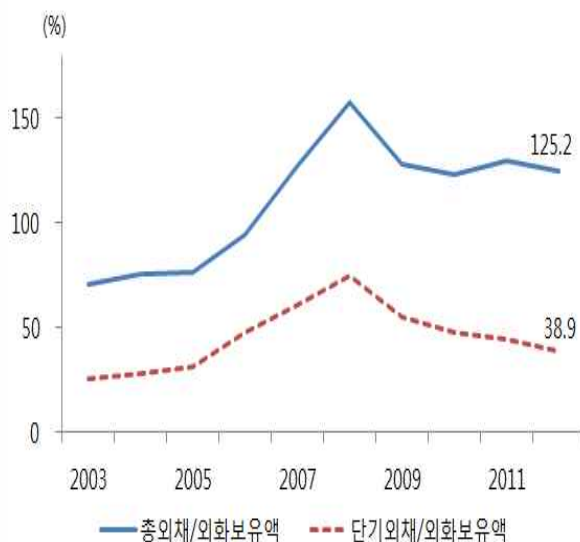
- Fragile 5에 비해 우리나라의 경우 단기외채 비중이 높은 편이나 단기외채 비중이 줄어들고 있으며, 단기외채도 대부분 막대한 경상수지 흑자를 보이고 있는 수출기업의 선물환 매도에 대해 금융기관이 단기차입에 의해 현물환을 매도하는 등 환위험을 헤지하는 과정에서 불가피하게 나타난 것이기 때문에 우려할 부분은 아님.

〈그림 11〉 한국 단기외채 비중  
(단위:%)



자료: 한국은행.

〈그림 12〉 한국 외환보유액 대비 총외채/단기외채 비율



자료: 한국은행.

- 2013년 브라질과의 교역량은 우리나라 교역량의 1.4%에 불과하고 인도네시아 2.3%, 인도 1.6%로 매우 미미함.
- 1990년대에는 미국의 정책금리 인상에 따라 우리나라 주가 및 원화가치는 하락하였으나 2000년대 들어 아르헨티나 금융위기 이후부터 미국의 긴축정책이 우리나라 금융시장에 큰 충격을 미치지 못하였음.
  - 2004년 이후 미국의 긴축 통화정책 시기에 우리나라 주가는 상승하였으며 환율은 절상되었음.
  - 미국 역시 장기채권 수익률이 정책금리 인상(4.25%p)보다 소폭 상승하는 모습을 보임.
  - 미 연준의 경우 시장의 소통 확대로 인해 통화정책 변화가 금융시장에 미치는 충격은 과거보다 크게 줄어들고 있음.

〈표 5〉 정책금리 인상기 및 미국 국채수익률 급등기의 한국과 미국의 금융지표 변동

시기	원인	미국			한국		
		국채1) 수익률(bp)	주가 (%)	달러 인덱스(%)	국채1) 수익률(bp)	주가 (%)	원/달러 환율(%)
1994.2.4~ 1995.2.1	정책금리 인상 (인플레이션 상승 억제)	179	-0.62	-9.27	-	-4.03	-2.97
1997.3.1~ 1997.3.30	정책금리 인상 (일본 엔화 약세)	36	-1.99	-0.21	-	-1.38	4.03
1999.6.30~ 2000.5.16	정책금리 인상	64	-0.33	8.23	-	-15.43	-3.86
2001.11.1~ 2002.4.1	아르헨티나 디폴트 선언('01. 11)	119	11.86	2.81	150	60.97	2.20
2004.6.30~ 2006.6.29	정책금리 인상	51	7.47	-3.90	69	62.19	-16.62
2013.5.2~ 2013.12.31	미국 재정 불안 QE3 조기종료 우려	140	11.77	-2.66	43	2.77	-4.70

주: 1) 미국은 10년 만기 국채 금리 기준, 한국은 3년 만기 국채 금리 기준. 한국의 경우, 3년 만기 국채 금리가 2000년 8월부터 제공되어 이전의 국채금리 변동은 생략함.

2) 정책금리 인상 시기의 경우 정책금리 인상일 전일의 국채수익률, 주가, 환율과 마지막 정책금리 인상일의 국채수익률, 주가, 환율을 비교함.

자료: Bloomberg.

■ 금융시장 변동성 확대가 국내경제에 미칠 수 있는 영향이 상당할 수 있다는 우려가 제기되고 있어 이에 대한 대비가 필요함.

- 금리가 인상될 경우 가계부채 상환부담이 커질 수 있고 가계의 소비위축으로 이어질 우려가 있음.
- 금융시장 불안정성이 확대될 경우 투자주체의 안전자산 선호현상이 확대될 수 있어 기업의 투자위축으로 이어질 수 있음. **kiri**

## 별첨: 과거 외환위기 경험국의 사례



- 멕시코는 막대한 경상수지 적자와 포퓰리즘에 의한 재정 건전성 악화 등 펀더멘탈이 부실해졌음에도 불구하고 해외자본 유입을 위해 폐소화의 고평가 정책을 유지하였는데, 대통령 선거 이전의 정치적 불안 고조와 미국의 정책금리 인상으로 1994년 해외자본 유입이 중단되어 외환위기가 발생함.
  - 1994년 멕시코의 경상수지 적자는 GDP의 5.6%까지 증가하였으며, 경상수지 적자와 저조한 저축률에 의한 자금 부족을 외화표시채권 발행 등 대규모 해외차입을 통해 보전함.
  - 치아파스 주의 농민반란과 제도혁명당(PRI)의 대통령 후보 꼴로시오가 암살되는 등 대통령선거를 앞두고 정치적 불확실성이 확대되었음.
  - 미 연준은 과도한 인플레이션을 억제하기 위해 1994년 2월부터 1995년 2월까지 정책금리를 3%에서 6%로 크게 인상하였으며, 이에 따라 다른 신흥국들의 금리도 경쟁적으로 상승하여 멕시코에 유입되었던 해외자본이 유출되기 시작함.
  
- 현재 사실상 외환위기를 겪고 있는 아르헨티나는 1994년과 2001년 1994년의 멕시코와 같은 이유로 외환위기가 발생함.
  - 1990년대 초반 메넴 대통령의 강력한 경제개혁으로 초인플레이션이 진정되고 해외자본이 유입되는 등 경제가 안정세를 회복하였으나, 경상수지 적자에 의한 대외채무가 증가하고 멕시코에서 외환위기가 발생하는 등 대내외 여건이 악화되어 1994년 외환위기가 발생함.
    - 메넴 정권은 노동법을 개정하고 재정적자를 감축하기 위해 사회보장제도를 축소하는 한편 공기업을 민영화 하거나 외국에 매각함.
    - 이러한 노력으로 1990년대 초반까지 경제성장이 지속되었지만 대외채무의 증가, 폐소화 고평가에 따른 경상수지 적자 지속 등 펀더멘탈이 악화됨.
    - 공기업의 매각 과정에서 실업이 증가함에 따라 사회불안이 심화되었고 경제성장률이 1992년을 정점으로 둔화됨.
    - 1994년 멕시코 금융위기가 남미 국가로 확산되면서 아르헨티나도 자본이 유출되는 등 위기가 발생함.
  - 1970년대 이후 세 차례에 걸친 외환위기에도 불구하고 외채부담이 감소하지 않았고 재정적자 및 경상수지 적자가 지속되는 등 취약한 펀더멘탈로 인해 2001년 외환위기가 재발함.

- 아르헨티나의 경우 외채 상환일정 조정 및 단기차입을 통해 외환위기에 대응함에 따라 외채 규모가 지속적으로 증가하였음.
- 방만한 재정운영 등으로 재정적자 문제가 확대되었고 교역구조가 개선되지 않아 경상수지 적자 문제도 지속됨.

■ 1997년 태국의 외환위기는 1990년대 중반 이후 주식 및 부동산 시장으로 유입된 해외자본과 바트화의 고평가로 인해 발생함.

- 1992년 정치적 안정기에 들어선 태국은 경제발전을 위한 자본조달을 위하여 자본자유화를 실시하였으며 원활한 해외자본 유입을 위한 고정환율제도를 실시함.
  - 태국에 유입된 외국자본은 주로 주식과 부동산 시장에 투자되었으며, 이에 따라 자산가격 거품과 부동산 과잉투자가 발생함.
  - 이를 우려한 태국정부는 1994년 부동산관련 대출규제, 1995년 긴축적 금융정책을 실시함.
- 1996년 경기 둔화와 부동산 가격 하락의 부작용이 본격적으로 나타나기 시작하였으며, 이와 관련한 부동산 관련 회사의 파산과 부동산 대출관련 금융기관들이 부실화됨.
  - 이 시기에 경상수지 적자를 메워주던 해외자본 유입도 1994년부터 시작된 미국의 정책금리 인상으로 감소하기 시작함.
- 경제의 펀더멘탈이 악화되고 있음에도 불구하고 고정환율제로 인해 바트화가 고평가되었다고 인식됨에 따라 바트화에 대한 공격적인 투매가 발생하였고 외환위기가 발생함.

■ 1997년 태국의 외환위기가 전이되며 인도네시아 역시 외환위기가 발생하였는데, 외환위기의 직접적인 원인은 민간 발행 외화표시 채무에 대한 환위험 헤지였음.

- 인도네시아는 1997년 이전까지 관리변동환율제도를 유지하였고 매년 루피아화를 3~4% 평가절하함에 따라 환율 고평가 문제는 심각하지 않았음.
  - 루피아화에 대한 평가절하는 관리변동환율제 하에서 이루어졌기 때문에 환위험이 예상 가능하였으며, 이에 따라 인도네시아 은행, 기업 등 민간부문은 외화표시 채무를 가지고 있었으면서도 환위험을 헤지를 하지 않았음.
  - 당시 인도네시아의 민간부문은 국내 이자율보다 이자율이 낮은 외화표시 채무 보유 유인이 있었으며, 이에 따라 외채 규모도 상당하였음.
- 그러나 태국의 외환위기 발생을 계기로 자유변동환율제로 이행함에 따라 민간부문이 외화표시 채

무에 대한 환위험을 헤지 해야 하는 상황이 발생하였고, 달러화 수요가 크게 확대되면서 루피아 환율이 급등함.

■ 러시아의 외환위기는 대외적으로 태국에서 시작된 아시아 외환위기의 영향을 받아 1997년부터 시작되었으며 재정 건전성 악화, 경직된 환율시스템 등의 문제로 1998년 모라토리엄을 선언함.

- 러시아는 신자유주의 경제 체제로의 급진적인 개혁을 실행하였고, 국제기구와 서방세계의 자문을 수용하여 1995년부터 긴축정책을 통해 루블화 가치를 안정시켰으나 이로 인해 경기가 둔화되었고 재정적자가 확대되었으며 대외부채가 증가함.
  - 루블화의 안정에 따라 러시아가 발행한 채권의 높은 수익률 때문에 해외 투기성 자금이 러시아로 대규모 유입됨.
  - 또한 당시 러시아 국내 은행들은 이자율이 낮은 단기 해외자본을 통한 수익 창출에 집중하고 있었음.
- 태국의 외환위기로 시작된 아시아 외환위기는 신흥시장에 대한 신뢰도를 저하시켰으며, 이러한 영향으로 러시아 주가가 폭락하고 해외자본이 급격히 유출됨.
- 러시아에 대한 국제기구 및 서방 세계의 지원이 러시아에게 일방적으로 미국식 모델과 긴축 재정정책을 강요한 측면도 러시아 외환위기 원인 중 하나임.
  - 러시아 대외부채의 대부분이 구소련으로부터 승계된 것을 고려할 때 체제전환을 맞이한 새로운 자본주의 국가의 탄생에 대해서 국제기구의 금융지원이 부족하였음.

■ 브라질은 1999년 막대한 대외채무와 GDP의 7%가 넘는 재정적자 등 경제의 펀더멘탈이 취약한 상황에서 경제정책에 대한 국민들의 반발과 정치적 갈등이 결합되어 외환위기가 발생함.

- 1980년대 초반 중남미 금융위기 이후 이를 해결하기 위한 브래디 플랜(Brady Plan)에 의해 브라질의 대외채무가 상당부분 탕감되었고, 만기가 연장되었으나 구조적인 경상수지 적자로 인해 외채가 누적되어 왔음.
  - 브라질 총외채는 1995년 GNI 대비 21.2%였으나 1999년 43.1%로 크게 증가함.
- 아시아 외환위기 이후 긴축정책으로 인해 경기가 위축되었고 실업률이 높아진 상황에서 사회보장법 개혁이 실시됨에 따라 정치적으로 국민과 야당의 반발이 야기됨.
- 브라질 경제의 과도한 외채규모와 재정적자와 더불어 1998년 8월 러시아의 모라토리엄 선언 이후 주식 및 외환시장이 급격히 동요하며 금융위기가 발생함.
  - 미국의 정책금리 인상도 브라질의 외환위기에 영향을 미침.