



우리나라 金融市場開放의 추진방향*

朴 英 哲 (연구자문위원, 한국금융연구원 원장)

금융시장을 개방한다면 금융산업의 효율성은 증가할 것으로 예상되나, 그 결과는 계량적으로 추정하기 어려울 뿐만 아니라 장기간에 걸쳐서 나타나게 된다. 반면에 과도한 자본유입으로 인해 유발되는 경제의 불안정성은 단기간에 가시화될 뿐만 아니라 경제 전반에 걸쳐 여러가지 부작용을 초래하게 된다. 특히 자본의 유입으로 인한 원화의 절상이 한국의 수출산업에 치명적인 타격을 미칠 가능성이 없지 않다. 한국경제는 아직 국제금융 시장에서 큰 손은 고사하고 작은 손의 역할도 제대로 수행할 능력을 구비하지 못하고 있다. 더구나 대부분의 투자재원을 국내저축으로 조달할 수 있으므로 국제금융은 경상수지의 일시적인 불균형을 해소하는 채널이 되어 왔고 또한 앞으로도 계속될 것이다. 바로 이러한 구조적인 특수성들이 금융시장개방의 걸림돌들이 되고 있다.

한국 자본시장의 개방

1991년의 자본시장개방 조치 이후 해외로부터의 자본유입은 대폭 증가해 왔다. 1991~92년간에 순자본유입은 42억 달러에서 83억 달러로 두 배 가까이 증가하였으며, 그 결과 종합수지는 49억 달러의 흑자를 기록하였다. 순자본유입은 1993년에 69억 달러로 감소하였으나 1994년과 1995년에는 각각 90억 달러와 135억 달러로 증가하였다. 만약 이러한 추세가 지속된다면 1996년의 순자본유입 규모는 150억 달러를 상회하게 될 것으로 보인다.

* Harvard International Review誌에 게재된 영문논문의 내용중 일부를 발췌한 것임.

1991~94년간에는 예상된 바와 같이 포트폴리오 투자가 자본유입의 대종을 차지하였으며, 또한 한국 기업들이 해외금융시장에서 발행한 증권이 포트폴리오 투자의 주된 대상이었다. 한국 주식시장이 부분적으로 개방되었던 1992년부터 1995년 7월까지 한국 주식에 대한 외국인 순투자규모는 총자본 유입의 38%에 달했다.

한국의 시장개방정책의 성과를 결론짓기에는 아직 개방의 폭과 시간의 경과가 충분하지 않으나, 개방에도 불구하고 국내금융시장이 그동안 비교적 안정성을 유지하고 있는 데는 몇 가지 이유를 생각해 볼 수 있다. 1990년 이후의 대규모 자본유입에도 불구하고 순자본유입은 1995년의 경우 GNP의 3%에 불과하였다. 태국의 경우 그 비율이 10%에 달했던 점에 비추어 본다면, 한국정부가 자본유입으로 인한 잠재적인 부작용을 막을 수 있는 조치를 전혀 취하지 않았다고 하더라도, 한국의 금융시장이 그 정도 규모의 자본유입으로 심각한 충격을 받았을 것으로 보기는 어렵다. 더구나 한국정부는 외국자본의 유입과 유출을 주의깊게 감시하고 규제해 왔다. 예를 들면, 국내 주식시장에 대한 외국인투자가 지나치게 증가할 경우 정부는 국내 기업이나 금융기관에 대하여 국제금융시장으로부터 증권발행을 통한 자금조달을 억제함으로써 외국인 증권투자로 인한 자본유입이 국내금융시장에 미치는 압력을 상쇄시키는 조치를 취해 왔다. 물론 이러한 직접적 규제는 완전히 자유화된 금융체제하에서는 불가능한 것이다. 또한 중앙은행은 외자유입에 대한 不胎化政策을 통해 원화의 절상압력이 완화되도록 외환시장에 개입해 왔다. 이러한 개입적인 정책운영으로 인하여 종합수지흑자에도 불구하고 명목환율은 1993년 말까지 지속적으로 절하되는 현상이 나타났다.

1994년부터 정책당국은 이러한 개입적인 정책운영에서 탈피하여 자본유입 증가에 따른 달러대비 원화의 절상을 허용하였다. 이러한 정책전환은 중앙은행이 더이상 외환시장에 적극적으로 개입하지 않음을 시사한다는 점에서 주목된다.

변동성(Volatility)과 자유화

자본거래 자유화로 인하여 이자율, 주가, 환율의 변동폭이 크게 증가했다는 증거는 나타나지 않고 있으나 외국인투자자들의 투자행태가 상당히 投機的인 성향을 띠고 있음도 부인할 수는 없다. 한국경제의 잠재성장력에 영향을 미칠 수 있는 별다른 변화가 거의 없었음에도 불구하고 1992년 이후 한국 주식시장에 대한 외국인의 직접투자 규모가 커다란 변동성을 보이고 있는데 이러한 투자의 불안정성이 개방에 따른 우려를 증폭시킬 수 있다.

향후 자본거래자유화 계획의 추진에 있어 정부 당국은 이러한 변동성의 문제가 보다 심각하게 대두될 가능성을 인식하고, 이에 따라 투기적인 단기자본이동을 완화할 수 있는 간접적인 자본조절장치를 제도화할 계획을 수립하고 있다.

물론 한국경제의 입장에서 볼 때 외국 자본의 급격한 유출이나 자본 흐름의 불안정성 위험을 최소화하면서 외자를 유치할 수 있는 최선의 방법은 신뢰성 있는 투명한 거시경

제정책을 수행하는 것이다. 물론 그러한 거시경제정책은 물가와 경상수지의 안정을 유지하는 동시에 적절한 수준의 성장률을 달성할 수 있어야 할 것이다. 정부 당국자들은 신뢰성 있는 거시경제정책과 그 운영의 성과가 국내 자본시장이 완전히 개방된 단계에서 단기적인 투기성 자금의 유입·유출로부터 국내 경제를 보호할 수 있는 최선의 대안임을 인식해야 한다.

한국경제에 대하여 충분한 정보를 가지고 있는 투자자들조차도 한국경제의 잠재발전능력을 분석하고 판단하는 데 어려움을 느끼고 있는 것으로 보인다. 현재까지는 한국경제가 기본적으로 건전하며 따라서 자본시장개방과 관련하여 금융시장의 급변이나 거시경제의 불안정성을 우려할 필요가 없다는 광범위한 인식이 형성되어 있다. 지난 몇 년 동안의 개방경험에 비추어 볼 때 외국인 기관투자자들은 한국경제의 잠재력과 안정성에 대한 평가와는 상관없이 주요 거시경제지표의 단기적이고도 순환적인 변동에 지나치게 민감하게 반응하고 있다. 사실 외국인 포트폴리오 투자자들이 가장 주목하는 경제변수는 경상수지의 적자나 흑자의 규모인 것 같다. 경상수지 적자가 증가하거나 앞으로 증가가 예상되는 경우, 그러한 적자가 투자확대에 의해 발생한 것일지라도 한국경제 전망에 대한 비관론이 대두되고 비합리적인 거래가 뒤따라 일어나는 현상이 발생하기도 한다.

이러한 양상은 공산품의 수출에 주력하는 대외지향적 개발전략으로 성공한 한국경제의 구조적 특수성을 반영한 것으로 해석된다. 수출부문이 경제에서 차지하는 비중이 높고 따라서 정책적으로 민감할 수밖에 없는 한국경제의 구조하에서 정부 당국은 환율을 안정시켜야 하는 압력을 받게 되며, 통화정책이 때로는 환율안정을 목표로 운영됨에 따라 금융시장의 완전한 개방에는 한계가 있을 수밖에 없다. 또한 국내외의 심각한 이자율 격차 역시 단기적으로 금융시장의 개방을 제약하고 있다. 왜냐하면 자본시장에 대하여 직접적인 통제를 할 수 없는 여건하에서는 국내외간의 이자율 격차에 의해 유발되는 자본의 과잉 유입을 간접적으로 통제하기란 극히 어려운 일이기 때문이다.

해외로부터의 위험

정책당국은 장기적인 성장 잠재력이 건실하고 안정에도 별 문제가 예상되지 않는다고 해도 “금융의 전염효과(contagion effect)”, 즉 어떤 국가에 대규모의 자본유출과 같은 금융위기가 발생할 경우 그 영향이 인접 국가에까지 금융불안을 초래하는 위험을 간과할 수 없다. 한국의 경우 멕시코 금융위기의 직접적인 영향권에 들지는 않았으나, 한국이 이러한 위험으로부터 항상 벗어나 있다고 볼 수는 없다. 따라서 한국정부는 단기자본 유입을 억제하기 위한 다양한 조치를 검토하고 있다. 그러나 자본거래에 대한 직접적 규제가 경제를 심각하게 왜곡시킬 수 있으며, 이로 인해 시장에 대한 규제가 더욱 필요하게 될 수도 있다는 점도 인식하고 있다. 따라서 정부는 금융거래에 대한 과세, 혹은 특정 증권에 대한 매입 금지와 같은 강력한 규제조치들은 “국내 금융시장과 금융기관들이 안정성

과 효율성을 확보하여 외부의 충격을 쉽게 흡수할 수 있는 시점까지만 유지되어야 한다”
는 IMF의 권고안을 따를 것으로 보인다.

자유시장 주창자들은 한국의 경험은 정부에 의해 자본이동이 통제된 극단적인 경우이며, 따라서 비판받아 마땅하다고 주장할 수도 있다. 금융시장개방은 바람직한 정책이며 현실적으로 불가피하다는 점에 대해서는 대부분의 전문가들이 동의하고 있다. 그러나 여러 국가들의 경험은 자유화 과정을 성공적으로 추진하는 것이 매우 어려운 과제라는 것을 시사하고 있다. 이러한 자유화 추진의 어려움에 비추어 볼 때 한국의 신중한 접근방식은 앞으로도 지속되어야 할 것이다.

필자 약력

서울대학교 경제학사(1963)

미국 Minnesota 주립대 경제학 박사(1968)

국제통화기금(IMF) 경제조사관(1968-72)

고려대학교 경제학과 교수(1976~86, 1989~현재)

한국개발연구원 원장(1986~87)

대통령 경제수석비서관(1987~88)

한국금융연구원장(1992~현재)

세계경제연구원 연구자문위원(1993~현재)

세계경제연구원 후원회 가입안내

- 후원회원의 종류 : 법인회원, 개인회원
- 후원회원에 대한 주요 서비스 :
 - 연구원주관 행사에 우선 초청 및 참가비 할인
 - 연구원 발간 각종 간행물 및 회의자료 제공
 - 주요 행사의 비디오 및 녹음 테이프 제공
 - 법인회원을 위한 특별 세미나 및 간담회 개최
 - 법인회원을 위한 해외연수 프로그램 개발
- 후원회비에 대한 세금 공제 근거 :
 - 법인회원 : 법인세법 시행령 제42조 4호
 - 개인회원 : 소득세법 시행령 제80조 4호
- 회원 가입 문의 : 551-3334~7

세 계 경 제 연 구 원

Institute for Global Economics

서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505

전화 : 551-3334/7

Fax : 551-3339