



대외경제정책연구원 [www.kiep.go.kr](http://www.kiep.go.kr) 137-747 서울시 서초구 염곡동 300-4 2007년 2월 27일

제07-08호

## 태국 통화절상으로 유발된 동아시아 외환위기로 평가

신중협 국제거시금융실 국제금융팀 부연구위원 (jshin@kiep.go.kr, Tel: 3460-1209)

이재호 세계지역연구센터 동서남아팀 연구원 (jhlee@kiep.go.kr, Tel: 3460-1134)

### 주요 내용

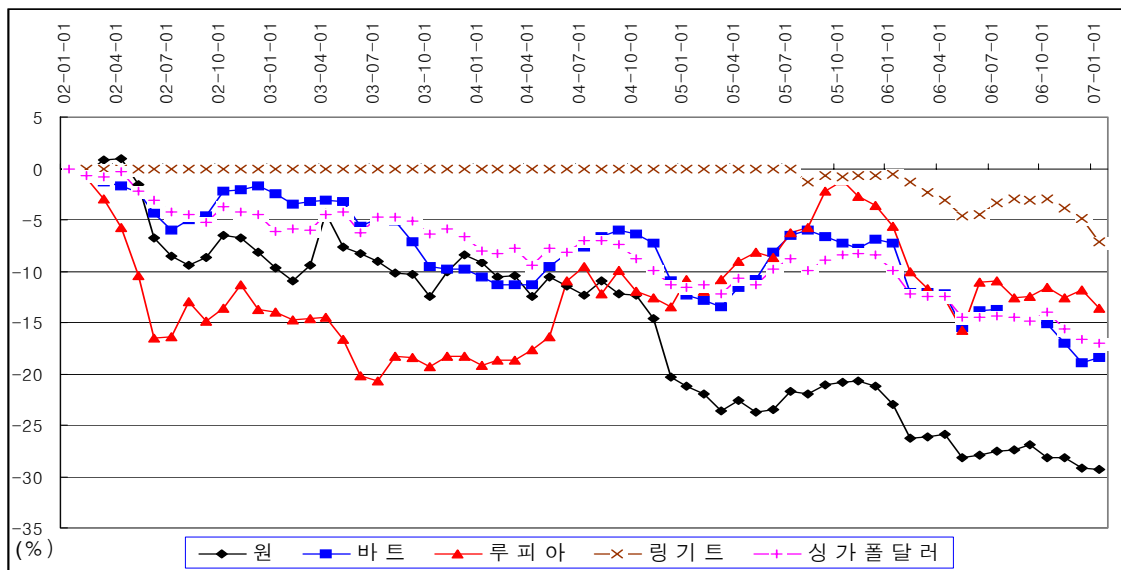
- 최근 미국 달러화 약세의 영향으로 동아시아국가들의 통화가 강세를 보이고 있는 가운데, 2006년 중 태국 바트화가 미국 달러화에 대해 14% 정도 절상되면서 급등세를 보이자 국제금융시장에서 동아시아 외환위기 재발 가능성이 조심스럽게 대두되기 시작함.
- 동아시아 외환위기로의 중심에 위치한 태국은 정치적 불안이 경제에 나쁜 영향을 미치고 있는 상태에서 최근 도입한 일련의 외환규제 조치마저 큰 실효를 거두지 못하고 있기 때문에, 환차익을 노린 외국 투기자금의 급격한 유입을 초래하고 있음.
  - 2006년 말과 2007년 초에 걸쳐 태국 중앙은행은 외환시장을 안정시키기 위한 일련의 외환규제 조치를 발표하였으나, 외국투자자들의 반발을 초래하는 등 부작용을 양산하고 있어 현재까지 별다른 성과를 거두지 못하고 있음.
- 태국과 더불어 동아시아국가들 중 상대적으로 큰 폭의 통화절상을 경험하고 있는 한국은 경상수지 흑자 등의 구조적인 요인이 투기자금에 의한 환공격보다 통화절상에 더 큰 역할을 한 것으로 평가되고 있음.
  - 외국투기자본의 유입을 억제하려는 태국의 경우와는 반대로 한국은 외환규제를 완화하여 국내자본의 해외유출을 촉진함으로써 통화의 절상 압력을 완화시키려 하고 있음.
- 동아시아 국가들의 2006년 말 경제지표는 1997년 외환위기 발생 직전 및 1994년 멕시코의 경제지표에 비해 크게 호전된 양상을 보이고 있어 경제지표상으로 볼 때 동아시아 외환위기 재발 가능성은 희박한 것으로 판단됨.
  - 다만 태국의 정치불안정이 경제상황의 악화로 연결되어 외환위기의 단초를 제공할 가능성은 배제할 수 없음. 그러나 이 경우에도 위기의 양상은 태국에 국한된 국지적 성격을 띠는 것으로 보임.

# 1. 동아시아 외환위기론의 대두

## 가. 동아시아국가 통화의 절상 기초

- 최근 동아시아국가들의 통화는 미국 달러화의 약세에 영향을 받아 절상추세를 보이고 있으며, 당분간 미국 달러화의 약세가 지속될 것으로 전망됨에 따라 이들 국가의 통화 역시 향후 강세를 이어나갈 것으로 보임.
- 2002년 초와 비교했을 때 미국 달러화에 대해 원화는 약 30% 정도, 태국 바트화는 약 20% 정도 절상된 것으로 나타났으며, 그 외 국가들도 5% 이상의 절상률을 보인 것으로 나타남.
- 동아시아국가들의 통화가 전반적인 절상 기초를 보이고 있는 가운데, 원화는 다른 통화에 비하여 상대적으로 절상 정도가 높은 것으로 나타남.

그림 1. 동아시아 국가들의 환율 변화 추이



주: 2002년 1월 2일부터 2007년 1월 19일까지의 데이터가 사용되었으며, 각 국가별로 2002년 1월 2일자 환율을 기준으로 증감률을 표시한 것임.

자료: 한국은행

- 2006년 초를 기준으로 하여 절상 정도를 비교하였을 때, 2007년 1월 19일 현재 태국 바트화는 미국 달러화에 대해 약 14% 정도의 절상률을 보여 한국을 비롯한 여타 국가들의 절상률(약 7% 정도)을 크게 상회하고 있음.

- 1997년 발생한 동아시아 외환위기의 시발점이 태국이었다는 사실은 최근 태국 바트화의 급속한 절상 기조와 맞물려 국제금융시장에서 제2의 동아시아 외환위기론에 대한 우려를 불러일으키고 있음.
- o 태국 바트화가 크게 절상된 상태에서 외국투기자들이 태국 바트화를 미국 달러화 등 주요국 통화와 교환하여 환차익을 남긴 뒤 이들 자금을 일시에 회수할 경우, 바트화가 대폭 절하되면서 외환위기를 초래할 수 있음.

## 나. 동아시아국가 통화의 절상 원인

### ■ 국제유동성 증가 및 이들 자금의 아시아 시장 집중

- 영국의 『이코노미스트』 최근호(1월 4일자)가 각국의 외환보유액과 미국 통화량을 조사하는 방식으로 국제유동성을 조사한 결과에 따르면, 지난 4년간 국제유동성이 연평균 18%나 증가하여 최근 들어 가장 빠른 속도로 늘어난 것으로 나타났음.
- 이러한 국제유동성은 아시아시장으로 몰려 각국 통화를 대폭 절상시키고 아시아국가 수출업체들의 가격경쟁력을 떨어뜨리는 역할을 하였음.
- UN 통계에 따르면 2006년 중 아시아 개발도상국에 유입된 해외 투자자본은 총 980억 달러로 이는 1998년부터 2004년까지의 연 평균 유입액보다 4배 가까이 급증한 수준임.

### ■ 국제적인 저금리 때문에 미국 국채 등 안전한 선진국 상품의 수익률에 만족하지 못하는 투자자금이 동아시아국가들을 중심으로 한 신흥시장의 주식, 채권, 부동산 시장에 밀려들고 있음.

### ■ 또한 이들 신흥시장은 금리가 낮은 국가 통화로 돈을 빌려 고금리 국가에게 돈을 빌려주는 캐리 트레이드의 집중 타겟이 되고 있으며, 동시에 파생상품투자가 활성화되기 시작하여 국제금융시장의 유희자금을 흡수하는 역할을 하고 있음.

- 엔 캐리 트레이드의 경우 다양한 통화로 거래되고 있기 때문에 정확한 액수를 알 수 없지만, JP 모건은 보고서를 통해 그 규모를 3,310억 달러로 추정하는 등 엔 캐리 규모가 대략 1,000억 달러에서 1조 달러에 이르는 것으로 추정되고 있음. 이러한 엔 캐리 자금은 중국인도의 부동산, 태국 바트화, 아프리카 국가의 채권 등 거의 모든 투기자산에 유입되고 있음.

- 동아시아국가들 중 최근 급격한 통화절상으로 어려움을 겪고 있는 태국의 현황을 살펴보고 이에 기초하여 동아시아 외환위기론에 대한 평가를 내리기로 함.

## 2. 태국의 현황

### 가. 태국 바트화의 급등 원인

- 1997년 바트화의 폭락으로 시작된 동아시아 외환위기는 외국자본의 이탈이 주된 원인이었으나, 최근의 태국 금융위기는 당시와는 정반대로 과도한 외자유입으로 인한 바트화의 강세가 그 원인이 되고 있음.
- 태국은 주요 선진국에 비하여 상대적으로 높은 금리수준을 유지하고 있기 때문에, 태국 자본시장에 매력을 느낀 외국투자자들이 1년 미만의 단기성 투기자금을 태국 국내로 유입시킨 것이 바트화 절상의 주원인으로 지적되고 있음.
- 이처럼 1년 미만의 단기성 자금이 주로 유입된 데에는 태국의 정치, 경제 상황이 그리 낙관적이지 않아 단기적으로 이익을 내고 철수하기 위한 것으로 보임.

표 1. 태국의 주요 경제지표

	2005년	2006년	2007년	
			G.I.	EIU
경제성장률(%)	4.5	4.6	5.3	4.5
소비자물가상승률(% , 평균)	4.6	4.6	3.2	3.6
단기금리(% , BOT 금리)	4.29	6.28	6.13	7.6
통화증가율(% , M2)	8.2	8.4	9.0	-
경상수지(십억 달러)	-3.7	3.8	-	0.4
경상수지/GDP(%)	-4.5	1.9	0.9	0.2
재정수지/GDP(%)	3.6	0.4	0.1	-1.2
외환보유고(십억 달러)	50.9	60.9*	-	-
외채(십억 달러)	51.0	54.0	-	58.2
환율(바트/달러, 평균)	40.22	37.99	36.56	35.10

주: \* 2006년 10월 실적치.

자료: EIU(2007), *Country Report*, Jan.; Global Insight(2007), *Country Report*, Jan.

- 또한 정치적 불안정이 경제에 악영향을 미치고 있는 가운데 최근 실시한 일련의 외환규제 조치들이 큰 실효를 거두지 못하고 있는 태국의 경제상황은 외국투기자들에게 환차익을 노릴 수 있는 좋은 기회를 제공하여 환율의 매매차익을 노린 자금 역시 급격히 유입되고 있는 실정임.
  - 태국이 공세적 환투기(speculative attack)의 주요 대상이 되고 있는 이유로는 적당한 크기의 경제규모를 들 수 있음. 경제규모가 너무 크면 환공격이 효력을 발휘하기 어렵고 반대로 경제규모가 너무 작으면 환공격으로 얻을 수 있는 이익이 적기 때문에 외국투기자들은 적당한 크기의 경제규모를 선호하는 경향이 있는 것으로 보임.
  - 태국에 대한 외국인 포트폴리오투자는 2005년 현재 76억 달러를 기록하여 2004년의 18억 달러에 비해 4배 이상 증가하는 등 최근 단기적 수익을 목적으로 한 자금의 유입 역시 증가하고 있음.
- 금리인하를 통해 태국 채권의 수익성을 낮추는 방법으로 외국자본의 과다유입을 막을 수 있다는 주장은 문제의 본질을 제대로 파악하지 못한 것이라는 지적이 있음.
  - DBS 은행의 이코노미스트인 데이비드 카본은 “태국 중앙은행이 진정으로 걱정하는 것은 바트화의 강세가 아니라 과도한 유동성” 이라면서 “금리인하는 유동성을 오히려 증대시킬 것이며 신용대출 증가, 인플레이션, 자산가격 상승 등의 문제를 더욱 악화시킬 것” 이라고 경고함.
  - 또한 중앙은행이 환율방어에 나설 경우 바트화의 급등은 막겠지만 국내 유동성은 오히려 늘게 될 것이라고 주장함.
- 한국, 대만 등 아시아 각국의 중앙은행들도 태국과 비슷한 고민을 하고 있음.
  - 루비니 글로벌 이코노믹스의 이코노미스트인 브래드 세서는 “무역수지 흑자와 외국인 투자 자금이 늘어나면서 아시아 중앙은행들이 달러를 어쩔 수 없이 매수하고 있다” 고 표현함으로써 아시아국가들이 처한 어려움을 대변하고 있음.
  - 이에 따라 중국 등 동아시아국가들은 자국민에 대한 해외투자 규제를 완화하는 등 통화절상 압력을 해소하려 노력하고 있지만 현재까지 큰 성과를 거두지 못하고 있음.

## 나. 태국정부의 대응 조치

- 태국 중앙은행은 국내 주식시장으로의 외국단기자본 유입이 과다해 태국 바트화의 변동성을 증가시킨다는 사실을 직시하고 국내 금융기관에 대해 비거주자와의 채권 및 주식 거래를 자제해 달라고 2006년 12월 4일 공식적으로 요청함.
  - 태국 중앙은행은 바트화 투자를 방지하기 위한 일환으로 국내 금융기관들에 채권거래 자제를 요청하면서 채권 보유기간을 3개월 이상으로 제한하고 스왑거래 만기를 3개월 연장하는 등 단기자금융입 억제에 나섰다.
- 바트화의 절상을 막기 위해 태국 중앙은행은 2006년 12월 18일 이후 무역거래 및 해외직접투자 회수금을 제외한 외국인투자자금이 2만 달러가 넘을 경우, 투자액의 30%를 중앙은행에 1년간 무이자로 예치토록 함.
  - 이 규제로 230억 달러어치의 외국자본이 일시에 빠지면서 증시가 15% 폭락하는 등 금융시장이 요동을 치자 증권 및 선물 부문을 의무예치안에서 제외하는 등 규제를 완화함.
- 태국은행은 통화정책의 효율성과 투명성을 높이면서 태국 금융시장의 지속적 발전을 도모하기 위하여 통화정책위원회(Monetary Policy Committee: MPC)의 동의하에 통화운용체계에 대한 개혁을 단행함(2006년 12월 25일 발표, 2007년 1월 17일부터 발효).
  - 정책금리(policy rate)를 14일 환매기준율(14-day Repurchase Rate)에서 1일 환매기준율로 변경하여 금융기관의 단기유동성 관리를 통화정책에 더욱 용이하게 반영하고 단기이자율도 시장상황에 맞게 관리할 수 있도록 함.
  - 태국 중앙은행은 일몰유동성조정창(End-of-day Liquidity Adjustment Window)을 개설하여 50bp 수준의 저금리로 야간 금융기관 대출 및 차용을 허용함으로써 낮은 이자율에 의한 시중금리 변동제한을 도모함.
  - 지급준비금을 보유하도록 요구되는 모든 금융기관에 대해 지급준비금 납부기간을 통화정책위원회 개최일과 일치시킴으로써 금융기관의 유동성 및 단기금리 변동성을 낮추려 함.
- 2007년 1월 8일자 『월 스트리트 저널』 지는 태국정부가 외국기업의 소유제한 규정을 재검

토하기로 한 뒤 관련 규제가 강화될 것이라는 우려가 외국인투자자들 사이에서 확산되고 있다고 보도함.

- 현재 외국인들은 태국기업에 대한 주식소유제한 규제를 피하기 위해 현지 파트너를 내세워 기업을 소유하고 있으며 이를 통해 태국은 막대한 양의 외국인투자를 유치하고 있음.
- 전문가들은 태국정부가 주식에 부여된 의결권을 기초로 회사의 소유관계를 규정할 것으로 전망하고 있으며, 이렇게 될 경우 외국인투자자들은 투표권의 대부분을 태국 현지 파트너에게 넘겨야 할 것으로 보임.
- 상기 개정안이 시행되면 태국내 기업의 소유지분이 50%가 넘는 외국인투자자는 1년 안에 주식을 매각해 소유지분을 50% 이내로 낮추어야 하며, 주주총회 의결권이 50%를 넘는 외국인투자자도 시행 시점으로부터 2년 안에 의결권을 그 이하로 줄여야 함.
- 이러한 외국자본 규제에 대한 우려는 태국 금융시장을 더욱 불안하게 만드는 요인이 되고 있음.
- 태국정부는 자금유출 규제완화를 위해 자국 기업 및 개인의 연간 해외투자 상한선을 1천만 달러에서 5천만 달러로 상향 조정함(2007년 1월 15일).
- 태국은 외환의무예치, 신년 방콕 폭탄테러, 외국인투자법 개정 등으로 하락한 국가신인도를 회복하고 경기를 부양하기 위해 1일 환매기준율을 기존 연 4.9375%에서 연 4.75%로 인하함(2007년 1월 17일).
- 타리사 태국 중앙은행 총재는 “외환 투기자금이 아니고 진정한 투자를 목적으로 한 자금이라면 이를 기꺼이 받아들일 준비가 되어있다”고 밝히면서, 자국 통화인 바트화의 달러 대비 환율이 안정세를 유지할 경우 지난해 말부터 시행하고 있는 외환규제책을 완화할 수 있다고 발표함(2007년 1월 24일).
- 수랏 삭카코손 태국 중앙은행 외환관리국장은 외국계회사의 태국내 자회사 확장을 위한 외국 자본유입은 규제대상에서 제외하는 등 광범위한 외환규제 완화책을 검토 중이라고 밝힘.
- 상기 발표는 태국정부의 외환규제정책으로 건전한 외국자본까지 이탈하는 등 외국인투자자들

의 반발이 거세지자 이를 진정시키기 위한 조치의 일환으로 보임.

- 외환시장을 안정시키기 위해 태국 중앙은행이 실시한 일련의 조치에도 불구하고 바트화의 강세 행진은 계속되고 있어 아직까지는 이러한 규제조치들이 큰 실효를 거두지 못하고 있는 실정임.
- 외환규제가 큰 실효를 거두지 못하고 있는 상태에서 정치적 불안이 경제에까지 나쁜 영향을 미치고 있어 환차익을 노린 외국 단기투자자금의 유입은 당분간 지속될 것으로 보임.

### 3. 동아시아 외환위기에 대한 평가

- 1997년 동아시아 외환위기 발생 이전 『이코노미스트』 지는 당시 IMF 경제분석가 Morris Goldstein의 분석기법을 사용하여 동아시아 국가들 및 1994년 멕시코의 경제지표를 상호 비교하는 방식을 통하여 동아시아 국가들의 외환위기 발생가능성을 파악한 바 있음.
- Morris Goldstein이 제시한 경제지표에 동아시아국가들의 2006년 말 데이터를 첨가하여 연도별, 국가별 비교를 통한 동아시아지역 외환위기 재발 가능성을 평가해보고자 함.
- 동아시아국가들에 대해 1997년 외환위기 직전의 경제지표와 최근의 경제지표를 상호 비교하여 보았을 때, 가장 두드러지게 나타나는 차이점은 동아시아 각국의 외환보유고 증가로 외환보유고/단기외채 비율 및 외환보유고의 수입총당 개월 수가 크게 호전되었다는 것임.
- 이들 국가의 높은 외환보유고 수준은 국제 헤지펀드의 환공격으로 인한 외환위기 발생 가능성을 크게 떨어뜨리는 요인이 되고 있음.
- 또한 단기 금융지원을 통한 외환위기 발생 방지라는 목표하에 도입된 치앙마이 이니셔티브도 외환위기 발생을 저지하는 역할을 할 것임.
  - 치앙마이 이니셔티브는 2000년 5월 태국 치앙마이에서 열린 ASEAN+3 재무장관회의에서 도입한 것으로, 금융위기 발생시 통화스왑을 통해 자금을 지원해주는 제도임.
- 1997년 외환위기 이전에는 만성적인 경상수지 적자를 기록하였던 동아시아 국가들이 최근 경상수지 흑자로 돌아섬에 따라 경상수지/GDP 비율이 양의 값을 기록하였으며, 외채/GDP



비율도 외환위기 당시와 비교하여 소폭 개선되었음.

표 2. 동아시아 국가들의 주요 경제지표<sup>1),2)</sup>

항 목	연도	인도네시아	말레이시아	필리핀	태 국	멕시코 (1994)
외환보유/단기외채(%)	1996	73	186	84	109	20
	2006 <sup>3)</sup>	362	290	380	296	
수입충당 개월 수	1996	4.4	3.7	3.4	6.6	1.0
	2006 <sup>4)</sup>	5.7	7.3	4.1	5.2	
외채/GDP(%)	1996	47	39	54	46	35
	2006	36	34	53	27	
경상수지/GDP(%)	1996	-3.7	-9.7	-1.7	-7.7	-7.8
	2006	1.7	14.3	4.3	1.9	
국내저축/GDP(%)	1996	29	32	19	36	15
	2006	-	-	-	-	
재정수지/GDP(%)	1996	-2.4	0.7	0.9	2.9	-0.7
	2006	-1.0	-3.8	-1.1	0.4	
(FDI+경상수지)/GDP(%)	1996	-1.8	-3.8	0.0	-7.5	-5.6
	2006 <sup>5)</sup>	4.7	17.3	5.4	4.5	
통화의 고평가(%) <sup>6)</sup>	1996	-26	-36	-30	-20	5
	2006	-5.6	-2.6	-6.9	-5.8	
통화증가율(%)	1996	21	16	24	18	23
	2006	11.3	6.1	10.4	8.4	

주: 1) 별다른 언급이 없으면 1996년 8월 데이터와 2006년 말 데이터를 상호 비교하였음.

2) 2006년 말 데이터는 EIU와 Global Insight의 추정치 또는 전망치를 사용.

3) 2006년 Q2 또는 Q3 실적치.

4) 2005년 말 실적치.

5) 2006년 말 추정치와 2005년 말 실적치를 조합하여 구한 수치임.

6) 연평균환율의 전년대비 증가율로 수치가 높을수록 절하 정도가 큼을 의미.

자료: EIU(2007), *Country Report*, Jan.; Global Insight(2007), *Country Report*, Jan.; IMF(2006), *International Financial Statistics*, Dec.; 각국 중앙은행 자료.

- 동아시아국가들의 재정수지는 1996년 8월과 비교하여 다소 악화된 것으로 나타났으나, 통화증가율은 눈에 띄게 감소하였으며 통화의 고평가 정도 역시 외환위기 당시와 비교하였을 때 크게 개선된 것으로 나타남.

- 태국의 외환규제 조치가 현재까지 큰 실효를 거두지 못하고 있는 것은 사실이나, 1997년 외환위기 당시와 비교해볼 때 동아시아국가 통화의 고평가 정도는 그리 심각한 수준이 아닌 것으로 판단됨.

- 전반적으로 동아시아 국가들의 2006년 말 경제지표는 1997년 외환위기 직전 및 1994년 멕시코의 경제지표와 비교하여 크게 호전된 양상을 보이고 있으므로, 경제지표상의 비교를 통한 분석결과로만 볼 때 외환위기 재발가능성은 희박한 것으로 나타남.
  
- 다만 1997년 동아시아 외환위기의 시발점이 되었던 태국의 경우 최근 극심한 정치적 혼란을 겪고 있는데, 이러한 정치적 불안정이 경제상황의 악화로 연결되어 외환위기의 단초를 제공할 가능성은 배제할 수 없음. 그러나 이 경우에도 위기의 양상은 1997년과는 달리 태국에 국한된 국지적 성격을 띠 것으로 보임.