

신흥국의 경제위기에 대비하기 위한 정책운용*

- 신흥국의 경제가 ①미국의 금융완화 종료, ②신흥국 경제의 취약성, ③중국경제의 감속 등을 배경으로 자금유출, 환율 급락 등 위기 처해 있음
- 신흥국의 대량자금 유출을 방지하고 경제위기에 대비하기 위해서는, ①시장과의 유기적인 대화로 충격(쇼크)을 피하는 방향으로 선진국의 금융정책 운용, ②경상수지 개선 및 인플레이션 억제 등 구조적인 문제의 해결노력을 전제로 신흥국의 금리정책, ③국제적 안전망 구축을 위한 공조가 필요

* 내용은 아리요시 아키라(有吉章) 히토즈바시대학 교수가 2014년 2월 17일자 「일본경제신문 경제교실 : 신흥국 경제, 위기에 대비」에 기고한 내용을 정리한 것임

□ 신흥국의 리스크 대두

- 2013년 5월 미연방준비이사회(FRB) 버네키 의장의 발언을 계기로, 양적 금융완화의 종료를 의식한 미국 장기국채의 매도와 함께 신흥국으로부터의 자금이 유출되어, 신흥국들의 통화가치가 하락
- 그 후 시장은 일시적으로 안정되었으나, 2014년 1월말 아르헨티나와 터키의 환율 급락을 계기로 다시 신흥국 통화를 비롯하여 많은 위험자산의 가격이 하락, 신흥국의 위기설이 대두

□ 신흥국 시장의 동요 배경

1) 미국의 금융완화 종료

- 대규모의 유동성 공급과 장기간의 제로 금리하에서 투자자들이 조금이라도 높은 금리를 찾아 신흥국에 투자해왔는데, 바로 이 자금이 역류하기 시작

□ 미국 금융완화의 대 신흥국 투자축진 메커니즘

- 미국의 양적 완화에 대하여, 버네키 전위원장은 장래 시간을 두고 양적완화에 대한 추가적인 축소를 표명만 했을 뿐 정책을 전혀 변경하지 않았음에도 불구하고 금리가 급등하여 신흥국으로의 자금흐름이 역전됨

- 그렇다면 앞으로 실제로 완화를 축소함에 따라 더욱 자본유출이 확대될 것인가 아니면, 완화종료의 영향이 반영된 상태인가?
- 이 점에 대해서는 양적완화가 신흥국에 대한 투자를 촉진하는 메커니즘을 이해할 필요가 있는데, 보통 투자자들은 장기적인 펀더멘털 분석에 기초하여 투자대상을 결정함
- 그러나 초 금융완화로 장기간에 걸쳐 저금리가 지속되기 때문에 저리자금을 단기로 빌려 채권이나 주식에 투자하는 캐리트레이드(Carry Trade)나, 환리스크는 있으나 금리가 높은 신흥국에 대한 투자가 확대
 - 그 결과 미국에서는 10년물 장기국채 금리가 1.7%를 기록하는 장기금리의 비정상적인 저하현상이 반복되는 한편, 신흥국에서는 자금유입으로 환율의 상승압력이 증가
- 이와 같은 투자행동에는 본질적인 위험이 따르기 마련이며, 이러한 투자는 장기적인 적정수준에 비하여 높다고 판단하면서도, 가격조정이 이루어지기 전에 팔고 빠져나가는 것을 전제로 성립
 - 대다수 투자자들은 자금이 빠지지 않는 동안에는 가격이 높은 수준에서 하락하지 않기 때문에 수익은 유지할 수 있음
 - 그러나 어떤 요인에 의해서든지 가격이 하락하기 시작하면, 여타 투자자들이 빠져나가기 전에 팔고 빠져나가는 행동이 상승효과를 일으키기 때문에 가격이 일시에 하락해버림
- 미국의 장기국채는 2013년 5월 이후 조정되어 금리가 거의 1% 상승, 버블적인 요소는 어느 정도 수정되고 가격급락 위험도 감소됨
- 한편, 2013년 10월 공표된 IMF 추계로는 신흥국으로의 자본유입은 채권투자만으로도 잔고면에서 47조엔을 상회
 - 그 후 유출이 있었다고는 하나, 개별 신흥국에서는 과거에 유입된 단기투자가 아직 누적되어있는 상태이며 잠재적인 폭탄을 안고 있음

2) 신흥국의 경제적 취약성

- 대규모 자본유입은 자금조달비용을 저하시켜 신흥국들의 고도성장을 가능케 했으나, 몇몇 국가에서는 경상수지적자가 확대되어 인플레이션의 가속 등 미래에 대한 불안이 증가

□ 미국 금융완화 축소가 신흥국 경제에 미치는 영향

- 미국의 금융완화 수정과 동시에 신흥국으로부터 자본이 유출되는 것 자체는 어쩔 수 없다 하더라도, 문제는 위기를 초래할 정도의 규모로 급격이 일어날 것인가, 아니면 서서히 조정될 것인가 하는 것임
- 이 문제에 대해서는 취약성을 안고 있는 국가일수록 투자자들의 심리는 불안정해지며 어떤 계기로든 급격한 유출 가능성이 큼
- 이와 관련하여 1997년 아시아 금융위기 시에 비하면, 신흥국의 펀더멘털이 전반적으로 개선되고 있는 점은 밝은 측면임
 - 이번 동요의 계기가 된 아르헨티나는 돌출된 문제점을 지닌 국가이며, 이 외에 많은 신흥국들의 경제적 취약성은 과거 위기 시에 비하여 적어지고 있음
- 그러나 대대적인 금융완화 국면에서 단기적인 자금유입에 의해 가격이 펀더멘털을 넘어 상승하고 있는 경우에는, 시장의 동요를 계기로 불안이 확대되어 자금이 급격히 유출되고, 그것이 더욱 가격하락 예상을 촉발시켜 과급될 위험이 있음
 - 특히, 경상수지 적자폭이 큰 국가는 적자보전을 위한 자본유입이 상존하기 때문에 전반적인 자본유출에 의해 영향받기 쉽다고 간주되어 맨 먼저 영향을 받게 됨
- 5개 취약통화로 지목되고 있고 경상수지 적자폭이 큰 터키, 남아공화국, 인도, 인도네시아, 브라질의 환율은 크게 하락하고 있음
 - 물론 경제상황이 양호한 국가에서도 투자자심리가 변하면, 대규모의 자금유출이 발생할 가능성이 있는 점에 주의할 필요가 있으나, 오히려 경제상황이 좋을수록 자금의 유입·유출 규모도 클 우려가 있음
- 미국과 유럽의 경기 동향도 당연히 중요함
 - 선진국경제가 감속하는 경우, 취약성을 안고 있는 신흥국들이 성장을 지속하기가 어려울 것이라는 점에서 큰 영향을 받을 가능성이 높음

3) 중국경제의 감속 리스크

- '14년 1월 들어 중국의 경기지표가 악화, 500억엔에 달하는 세도우뱅크(은행을 통하지 않은 금융거래)의 금융상품이 디폴트 될 우려가 발생, 중국경제의 감속 시나리오를 강하게 의식하기 시작
- 그동안 중국의 수요증가에 따른 가격상승으로 자원·식량 수출국들이 혜택을 입었고, 신흥 공업제품 수출국들도 중국의 수요에 의존해왔던 만큼, 중국리스크가 신흥국 전체에 파급될 수 있음
- 중국의 경우는 정부의 채무 잔고가 아직 적고, 정부가 금융시스템의 안정을 유지하여 성장을 지탱하는 재정적 여력 있음
 - 경제성장이 다소 감속하더라도 정부가 큰 혼란을 허용하는 일을 없을 것임
 - 그러나 이 같은 중국정부의 자세가 보다 명확해질 때까지, 중국정부에 대한 나쁜 뉴스에는 시장이 민감하게 반응할 것임

□ 시사점

- 이상의 분석결과는 투자자심리의 동요에 의한 대량의 자본유출을 피하기 위해서는 다음과 같은 조치가 필요함을 시사

1) 선진국의 금융정책

- 선진국, 특히 미국의 금융정책에 대해서는 시장과의 원활한 대화로 충격(쇼크)을 피하는 것이 바람직함
- 그러나 초금융완화가 계속되는 한, 미래에 대한 확약을 제공하면, 캐리트레이드 등에도 안심감을 제공하는 셈이 되어, 신흥국으로의 자본유입을 다시 증가시킬 것으로 써 미래에 대한 문제를 확대시킬 우려도 있음

2) 신흥국

- 신흥국은 단기자금의 연결고리 봉쇄가 필요하며 금리를 인상하지 않을 수 없음
- 그러나 취약성이 높아 환율 하락 위험이 높다고 간주되면 금리인상 효과가 적음

- 금리인상이 효과를 거두기 위해서는 동시에 경상수지 개선 및 인플레이 억제 등 구조적인 문제에 대처, 투자가에 안심감을 심어줄 필요가 있음
- 인도가 금리인상에 의해 안정화에 어느 정도 성공한 것은 인도준비은행 총재가 인플레이션 억제에 강한 결의를 보였기 때문임
- 다만, 거액의 단기차입이 남아있는 점에는 변함이 없고, 펀더멘털 개선에 의해 단기자금을 장기자금으로 대체해나가는 착실한 노력이 필요

3) 국제적 안전망 구축을 위한 공조

- 국제적인 자본이동이 투자가의 심리에 좌우되는 한, 개별 국가의 정책으로 위기 가능성을 완전히 배제하기는 어려움
- 위기는 있을 수 있다고 생각하고 대비해 두는 것이 중요
- 미 의회의 반대로 좌절된 IMF 증자를 실현시키는 한편, 아시아 역내 상호지원체제를 조기에 운용 가능케 하는 등 국제적인 안전망 정비를 서두를 필요가 있음