

자본유출입에 대한 정책대응 사례와 평가

I. 머리말

II. 자본유출입 변동성 완화를 위한 정책대응 개관

1. 자본유출입에 대응한 정책수단
2. 글로벌 금융위기 이전 정책대응 사례

III. 글로벌 금융위기 이후의 사례와 평가

1. 개관
2. 국가별 사례 및 평가

IV. 시사점

I. 머리말

글로벌 금융위기를 전후로 신흥시장국에 대한 자본유출입의 변동성이 커짐에 따라 이를 완화하기 위한 정책대응이 필요하다는 국제적 공감대가 확산되었다. 자본유출입의 변동성을 완화하기 위한 정책노력은 국제적으로 중앙은행간 통화스왑, 국제기구의 금융지원, 지역금융협력 등 국제금융안전망(GFSN: global financial safety net)을 확충하는 한편 개별국가 차원에서 자본유출입 관련 정책대응을 강화하는 방향으로 진행되었다. 글로벌 금융위기 이후 자본유출입에 대한 정책대응은 이전에 비해 많은 신흥시장국에서 시행되고 있으며 다양한 정책수단이 시도되고 있다는 점에서 차이가 있다. 우리나라의 경우도 은행에 대한 선물환포지션 한도 부과(2010.10월), 외국인 채권투자에 대한 과세 환원(2011.1월), 외환건전성 부담금 도입(금년 8월 예정) 등 다양한 거시건전성 정책이 도입되었다.

본고는 글로벌 금융위기 이후 주요 신흥시장국이 도입한 정책대응수단의 내용과 효과를 정리해 보고자 한다. 대다수 정책수단들이 도입된 지 얼마 되지 않아 그 효과를 평가하기에 아직 이른 감이 없지 않으나 가능한 자료범위 내에서 분석한 후 이를 토대로 정책적 시사점을 모색하였다.

본고의 구성은 다음과 같다. II장에서는 자본유출입 관련 정책대응수단의 개념을 정리하고 과거 도입사례를 분석하였다. III장에서 글로벌 금융위기 이후 주요 신흥시장국이 도입한 정책대응의 내용 및 효과를 살펴본 후 IV장에서는 이를 바탕으로 정책적 시사점을 제시하였다.

II. 자본유출입 변동성 완화를 위한 정책대응 개관

1. 자본유출입에 대응한 정책수단

자본유출입의 변동성을 완화하기 위한 정책대응수단은 자본이동규제(capital controls)와 거시건전성 정책(macro-prudential measures)으로 대별된다.¹⁾ 개념적으로 보면 자본이동규제는 자본흐름 자체에 규제를 부과하는 정책인데 반해 거시건전성 정책은 경제의 시스템 리스크 축소를 통해 간접적으로 자본흐름에 영향을 미치는 정책이라 할 수 있다. 그러나 현실적으로 양자를 명확히 구분하기 어려운 경우가 많다. 참고로 IMF(2010)는 거주자와 비거주자간에 차별을 두는 경우 자본이동규제,²⁾ 차별이 없을 경우 건전성 정책으로 구분하고 있으며 OECD는 거주자와 비거주자간 거래에 대한 직접규제를 자본통제로 정의하고 있다.³⁾

자본이동규제는 규제방식에 따라 직접규제와 간접규제로 구분되는데 직접규제는 특정 거래의 금지, 한도 부여 등 양적 제한을 의미하며, 간접규제는 거래에 수반되는 비용을 상승시킴으로써 거래를 억제하는 방식을 가리킨다(IMF, 2010).⁴⁾ 규제대상을 기준으로 유입규제(비거주자의 국내투자)와 유출규제(거주자의 해외투자)로 구분되기도 한다.

거시건전성 정책은 금융부문의 시스템리스크를 축소하기 위한 건전성 정책⁵⁾을 의미한다. 글로벌 금융위기를 계기로 신흥시장국에서 외환관련 리스크 방지의 중요성이 부각됨에 따라 IMF(2011a)는 건전성정책을 외환건전성정책(FX-related prudential measure)과 기타 건전성정책(other prudential measure)으로 구분하였다. 본고에서 거시건전성 정책은 자본유출입에 영향을 미치는 외환 및 기타 정책을 포괄하는 의미로

1) 금리인하, 환율절상, 긴축적 재정정책 등 거시정책적 대응도 고려할 수 있으나 이는 상시적 정책수단일 뿐만 아니라 자본유입에 대한 대응여부 판별, 효과 측정 등이 용이하지 않아 본고의 논의대상에서 제외하였다.

2) In some cases, they discriminate between international and domestic capital transactions and, as such, may be economically equivalent to capital control (IMF GFSR, 2010.4).

3) Taxes on financial and capital transaction ... may constitute restrictions, if they penalize specifically international transactions between residents and non-residents (OECD Code of Liberalization User's Guide, 2008).

4) 예를 들어 거주자의 해외차입 한도 부과, 외국인의 증권투자 제한 등은 직접규제에 해당되며 거래세 부과, 무이자 예치제(URR: Unremunerated Reserve Requirement) 등은 간접규제에 해당한다.

5) "... macro-prudential policy is a policy that uses primarily prudential tools to limit systemic or system-wide financial risk, thereby limiting the incidence of disruptions in the provision of key financial services that can have serious consequences for the real economy ..." (FSB · IMF · BIS, 2011.2, G20 재무장관/중앙은행총재 회의 제출자료)

사용되었다.

최근 IMF(2011b)는 자본유출입에 영향을 미치기 위해 설계된 행정적 규제, 세제, 건전성 조치 등을 포괄한 자본유출입 관리정책(CFMs: capital flow management measures)의 개념을 도입하였다. 자본유출입 관리정책은 거주성에 따른 차별여부에 따라 차별적(residency-based) CFM과 기타 CFM으로 구분되는데, 차별적 CFM⁶⁾은 앞서 자본이동규제와 마찬가지로 비거주자에 대한 금융거래세 부과, 비거주자 예금에 대한 지준부과 등이 해당되고 기타 CFM은 우리나라가 최근 도입한 선물환포지션 한도제도, 외환건전성 부담금 제도 등이 대표적 예라고 할 수 있다.

| 〈표 1〉 자본유출입 정책대응의 종류(예시) | | | |
|--------------------------|-----------------------------------|-------------------|----------------------------------|
| | 직접규제 | 간접규제 | 외환건전성 정책 |
| 유입 규제 | - 외국자본의 국내기업 지분소유 제한 - 해외차입 제한 | - 은행세 - 무이자예치제 | - 외국환포지션 한도 - 외화유동성비율 |
| 유출 규제 | - 외화 태환성 제한 - 해외자산취득 제한 | - 은행세 | - 외화예금에 별도 지준율 적용 - 외화대출 용도제한 |

자료: 정규일 · 김승원(2010)에서 재인용

2. 글로벌 금융위기 이전 정책대응 사례

1973년 브레튼우즈 체제 붕괴를 계기로 범세계적으로 자본자유화가 추진되었으나⁷⁾ 1990년대 이후 신흥시장국에서 자본유출입의 변동성이 커지고 외환위기가 발생하면서 일부국가에서 자본이동 규제조치가 다시 도입되기 시작하였다. 자본이동 규제의 대표적 형태는 금융거래세(Tobin tax) 부과, 무이자예치제(URR) 신설이며 주요국의 도입사례는 다음과 같다.

6) Residency-based CFMs, often referred to as capital controls, which encompass a variety of measures affecting cross-border financial activity that discriminate on the basis of residency (Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-cutting Themes and Possible Guidelines, 2011.2)

7) 1974년 미국의 주요 자본규제 철폐 이후 캐나다, 영국, 일본 등 주요 선진국의 자본규제 철폐가 1970년대 말까지 진행되었고, 1980년대 이후에는 규제완화, 무역자유화, 자본자유화를 주요 내용으로 하는 워싱턴 컨센서스가 보편적으로 받아들여지면서 신흥시장국의 자본규제도 크게 완화되었다.

먼저 남미에서는 칠레, 브라질, 콜롬비아 등이 자본이동 규제조치를 도입하였다. 칠레는 1991년 6월 무이자예치제를 도입하였다가⁸⁾ 1998년 아시아 외환위기 이후 점진적으로 폐지하였다. 브라질은 1993~97년중 자본유입에 대한 금융거래세 부과⁹⁾와 해외차입 최소만기요건 강화 등의 조치를 시행하였다. 글로벌 금융위기 직전인 2008년 3월에 외국인 포트폴리오 투자에 대해 2%의 금융거래세를 재도입하였으나 글로벌 금융위기 발생에 따라 동년 10월 이를 폐지하였다. 콜롬비아도 1990~2000년대중 두 차례에 걸쳐 무이자예치제를 도입한 바 있다.¹⁰⁾

아시아 및 유럽에서 자본이동 규제조치를 시행한 사례로는 말레이시아, 태국, 크로아티아 등을 들 수 있다. 말레이시아는 자본유입 급증에 대응하여 1994년 외국인의 단기 금융상품 투자 금지, 상업은행에 대한 무역과 무관한 스왑거래 금지 등 직접규제를 실시하는 한편 외국 금융기관이 국내은행에 예치한 링기트화 자금을 중앙은행에 예치토록 하였다. 태국은 1995~97년중 외국인의 바트화 단기예금 및 금융기관의 단기 외화차입에 대한 지급준비율을 인상하고, 금융기관에 대해 외환 매도포지션 한도를 매입포지션 한도보다 낮게 설정하는 비대칭적 외환포지션규제를 실시하였다. 또한 2006~08년중에는 자본유입 증가에 대응하여 무이자예치제를 도입하였다.¹¹⁾ 크로아티아는 2004년 은행의 신규외화차입에 대한 한계지준제(marginal reserve requirement)를 도입한 데 이어 2006년에는 채권발행을 통한 은행부채증가액에 대해 특별지준제(special reserve requirement)를 적용하였다.¹²⁾

8) 은행 등의 해외차입에 대해 20%를 중앙은행에 예치(1991.6월)하도록 하였다가 이후 예치대상을 외화예금(1992.1월), 해외주식예탁증서(1995.7월)로 확대하였고 예치율도 30%로 상향조정(1992)하였다.

9) 1993~97년중 브라질의 금융거래세 부과 및 변경 내용은 다음과 같다.

| | 93.11월 | 94.10월 | 95.3월 | 95.8월 |
|------|--------|----------|----------|----------|
| 해외차입 | 3% | 7%(+4%p) | 폐지 | 5% |
| 주식투자 | 1% | 1%(-) | 폐지 | - |
| 채권투자 | 5% | 9%(+4%p) | 5%(-4%p) | 7%(+2%p) |

10) 1993~98년중 은행의 만기 18개월 이하 단기차입에 대해 47%를 중앙은행에 예치하도록 하고, 자본유출규제 완화 등을 병행하였다. 2007~2008년중에는 은행의 해외차입 및 외국인 포트폴리오자금의 40%를 6개월간 중앙은행에 예치하도록 하는 조치를 취하였다가 글로벌 금융위기를 계기로 폐지하였다.

11) 만기 1년 이하 2만달러 이상의 자기자본에 대해 30%를 1년간 중앙은행에 예치하도록 하고(2006.12.18일) 1년 이내에 자금을 회수할 경우 예치금의 2/3만 지급하는 조치를 취하였다. 다만 외국인 주식자금의 경우 조치 발표 직후 주가가 15% 폭락함에 따라 시행 다음날 규제조치가 철회되었다. 여타 자금에 대해서는 2008.2월까지 동 규제가 존속되었다.

12) 2006년에는 신규채권발행을 통한 은행부채 증가액중 허용한도 초과규모에 대해 50%의 특별지준제를 적용하였다. 아울러 2007년에는 허용한도를 초과하는 은행의 신용증가액에 대해 50%에 상응하는 자금을 중앙은행채권 매입에 사용하도록 의무화하였다.

〈표 2〉 과거 신흥시장국의 주요 자본유입규제 사례 및 효과¹⁾

| 규제종류 | 자본흐름 형태 | 정책 목적 | 유효성 | | | 국가 |
|-----------------|-----------------------|------------------------------|-----------------|-----------------|--------------|------------------|
| | | | 순유입 규모축소 | 만기 장기화 | 환율절상 압력완화 | |
| 금융 거래세 | -단기자본유입 | • 통화정책 독립성 확보 • 환율절상압력 완화 | △ | ○ ²⁾ | × | 브라질 (93~97) |
| | -대출과 채권 | • 환율절상압력 완화 | × | × | × | 브라질 (08.3~10) |
| 무이자 예치제(URR) | -은행 해외차입 -비부채성 유출입 | • 통화정책 독립성 확보 • 수출경쟁력 유지 | × | ○ | × | 칠레 (91~98) |
| | -은행 단기 해외차입 | • 수출경쟁력 유지 | × | ○ | × | 콜롬비아 (93~98) |
| | -해외차입 -채권투자 유출입 | • 수출경쟁력 유지 | △ ³⁾ | × | × | 태국 (06~08) |
| | -은행 해외차입 -포트폴리오 유입 | • 수출경쟁력 유지 | × | × | × | 콜롬비아 (07~08) |
| 직접규제 | -단기 부채유입 | • 통화정책 독립성 확보 • 해외부채 축소 | ○ | ○ | ○ | 말레이시아 (94) |
| 외환건전성 규제 | -단기 해외차입과 대출 | • 고정환율 유지 • 긴축적 통화정책 | ○ | ○ | ○ | 태국 (95~97) |
| | -은행 해외차입 | • 신용팽창 억제 • 금융안정 | ○ | - | ○ | 크로아티아 (04~06) |

주 : 1) ○는 장단기효과, △는 단기효과, ×는 효과 없음, -는 판단할 수 없음을 각각 표시
 2) 대규모 우회거래 발생
 3) URR이 유출을 증가시킴으로써 순유입을 축소
 4) 규제도입 1년후까지 VAR(Vector Auto-Regression) 모형으로 추정
 자료 : IMF GFSR(2010.4월)

이러한 자본이동규제의 효과를 분석한 연구결과들의 주요내용을 종합해 보면 다음과 같다(IMF 글로벌금융안정보고서, 2010.4월). 첫째, 자본이동규제와 외환건전성 정책을 병행할 경우 자본유입의 규모 축소 및 만기 장기화, 환율절상압력의 해소 등 정책목표 달성에 상당히 효과적인 것으로 나타났다. 둘째, 말레이시아를 제외하고 규제정책의 자본유입규모 축소효과가 거의 없거나 단기에 그쳤으며 이에 따라 환율절상압력의 완화효과도 미미하였다. 브라질 등 일부국가에서는 규제 우회거래가 대규모로 발생하였다. 셋째, 유입자본 만기의 장기화 효과는 반 이상의 사례에서 나타났다. 넷째, 말레이시아의 경우 규제의 포괄성, 지속적 제도보완 등에 힘입어 정책효과가 가장 뚜렷한 사례로 평가되었다.

Ⅲ. 글로벌 금융위기 이후의 사례와 평가

1. 개관

(1) 자본유출입 관련 정책대응의 특징

글로벌 금융위기 이후 한국, 태국, 인도네시아, 대만, 브라질 등 다수의 신흥시장국에서 자본유출입 변동성 증가에 대응하기 위하여 다양한 정책수단이 도입되었다.

최근 도입된 자본이동 대응정책의 주요 특징은 다음과 같다. 첫째, 지역별로는 아시아 신흥시장국이 가장 적극적으로 대응하고 있다. 둘째, 과거에 비해 자본유입에 대한 정책대응이 매우 신속하게 이루어지고 있다. 셋째, 글로벌 금융위기 이전에는 주로 자본이동 규제가 중심을 이루었으나 최근에는 외환건전성정책을 도입하는 사례가 많다.

먼저 아시아 국가들이 자본유출입 대응에 적극적인 것은 아시아 외환위기 이후 급격한 자본유출입의 위협에 대한 경각심이 커진 데다 2009년 이후 자본유입 규모가 여타 지역에 비해 상대적으로 크기 때문인 것으로 보인다. 아시아 신흥시장국의 경우 상대적으로 빠른 경제회복세(two-speed recovery)에 힘입어 자본유입의 재개 시점이 여타 지역에 비해 빨랐던 데다 2010년 이후 민간자본 순유입 규모가 글로벌 금융위기 이전 수준을 크게 상회하고 있다.

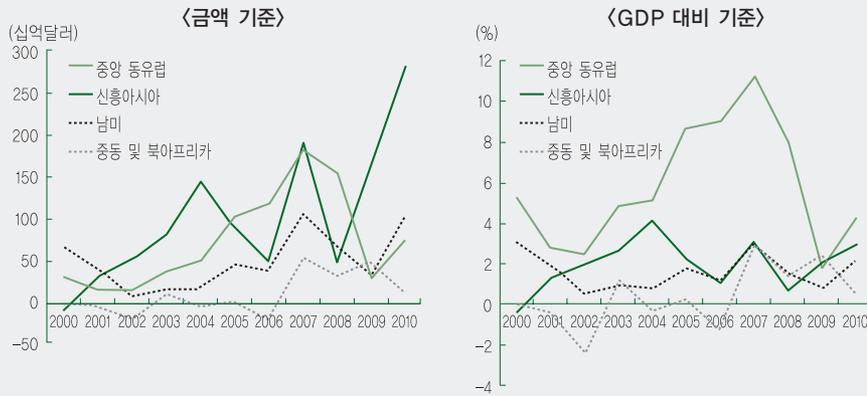
다음으로 자본유입에 대한 정책대응이 신속하게 이루어진 것은 글로벌 금융위기를 계기로 정책대응의 필요성에 대한 인식이 고조된 데다 이에 대한 국제사회의 부정적 여론이 완화된 데도 힘입은 바 컸다. 2009년 9월 프랑스가 G20 정상회의에서 단기 외환거래 규제를 위해 토빈세(Tobin tax)를 도입할 것을 주장한 데 이어 2010년 2월 IMF는 일정한 조건하에서 자본이동규제가 개별국가에 도움이 될 수 있고 글로벌 시스템의 안정성을 높일 수 있다¹³⁾는 점을 인정하고 단기적·제한적 범위에서 자본이동규제를 검토할 수 있다는 입장으로 선회하였다. 2010년 11월 G20 서울회의 정상선언문은 신흥시장국

13) "... as controls reduce countries' precautionary demand for reserves by curtailing inflows of hot money ... they could contribute to reducing global imbalances and thus enhance systemic stability. A multilateral framework governing the reimposition of controls, ... could be helpful in managing possible cross-country spillovers."(IMF 2010,2 「Capital Inflows: The Role of Controls」)

〈표 3〉 주요 신흥시장국의 자본유출입 관련 정책도입 현황

| 국가 | 도입 시기 | 규제대상 | | |
|-------|---------|-----------------------------------|-------------------------------------|------------------------|
| | | 주식 | 채권 | 기 타 |
| 한 국 | 2010.10 | | | ● (선물환포지션 규제) |
| | 2011. 1 | | ● (원천과세 부활) | |
| | 2011. 8 | | | ● (외환간전성부담금 부과) |
| 태 국 | 2010.10 | | ● (원천과세 부활) | |
| 인도네시아 | 2010. 6 | | ● (중앙은행채권(SBI) 매입시 최소보유기간 설정) | |
| | 2011. 3 | | | ● (외화예금에 대한 기준율 인상) |
| | 2011. 4 | | | ● (은행 단기역외차입 한도 설정) |
| | 2011. 6 | | | ● (외화예금에 대한 기준율 인상) |
| 대 만 | 2009.11 | ● (투자자금의 1년미만 외화정기 예금 운용금지) | | |
| | 2010.11 | | ● (국채 및 MMF에 대한 투자규 모 제한) | |
| 브라질 | 2009.10 | ● (거래세 부과) | ● (거래세 부과) | |
| | 2010.10 | | ● (거래세 인상) | |
| | 2011. 4 | | | ● (외화차입에 거래세 부과) |

〈그림 1〉 지역별 민간자본 순수출입



자료: IMF World Economic Outlook(2011.4)

으로의 자본유입 급증으로 인한 자본 변동성 위험을 고려하여 제한된 요건¹⁴⁾이 충족되는 경우 거시건전성 규제가 필요하다는 내용을 포함하였다. 다만 금년 4월 G20 재무장관/중앙은행총재회의에서 자본이동 관리를 위한 정책체계(Policy Framework for Managing Capital Inflows) 도입이 브라질을 중심으로 한 신흥시장국의 반대로 무산되면서 논의의 추진력이 다소 약화된 상황이다. 이에 따라 G20는 향후 각국의 경험을 바탕으로 자본이동 관리를 위한 정합성 있는 결론(coherent conclusions)을 마련하는데 주력하기로 합의하였다.

(2) 자본유출입 관련 정책대응의 효과

글로벌 금융위기 이후 주요 신흥시장국들이 자본유출입 변동성 완화를 위해 도입한 정책들은 도입 직후 정책효과가 비교적 뚜렷이 나타나는 모습을 보였다. 다수의 국가에서 정책대응수단의 도입 이후 자본순유입 규모가 축소되고 자본유입 구성이 장기화 되었다. 다만 일부 국가에서는 시간이 지나면서 이러한 효과가 다소 약화되는 모습을 보이고 있으나 국내외 여건 변화의 영향이 혼재되어 있는 점을 감안하면 정책효과의 지속성을 정확하게 평가하기는 어렵다.

14) 제한된 요건은 ①충분한 외환보유고를 가지고 있고, ②변동환율제하에서 환율의 고평가가 심화되며, ③자본유입 등으로 과도한 정책조정 부담에 직면하고 있는 상황을 의미한다.

〈표 4〉 주요 신흥시장국의 자본이동 정책대응 효과¹⁾

| | 조치내용 | 효 과 | | | |
|-------------------|----------------------------------|--------------|-----------|---------------|-------------|
| | | 순유입 규모 축소 | 만기 장기화 | 환율절상 압력 완화 | 금리하락세 완화 |
| 한 국 ²⁾ | 외환건전성 정책 등 (자본유출입 변동 완화방안) | ○ | ○ | △ | △ |
| | 외환건전성 정책 등 (채권투자 이익 원천과세) | ○ | ○ | × | △ |
| 태 국 | 외환건전성 정책 등 (채권투자 이익 원천과세) | ○ | .. | ○ | ○ |
| 인도네시아 | 외환건전성 정책 등 (중앙은행채권 최소보유기간 설정) | ○ | ○ | ○ | × |
| 대 만 | 직접규제 (주식투자자금 운용제한) | ○ | .. | ○ | × |
| | 직접규제 (국채 및 MMF 투자 제한) | △ | .. | × | ○ |
| 브 라 질 | 간접규제 (포트폴리오 거래세 2% 부과) | ○ | .. | ○ | △ |
| | 간접규제 (채권투자 거래세 4%, 6%로 인상) | ○ | .. | ○ | △ |

주: 1) ○는 단기적으로 효과가 뚜렷, △은 효과가 크지 않음, ×는 효과 없음, ..는 판단할 수 없음을 나타냄
 2) 한국의 경우 규제발표의 효과를 포함

2. 국가별 사례 및 평가

(1) 한 국

(도입 이전 경제상황)

우리나라는 2008년 글로벌 금융위기시 대규모 자본유출을 경험하였으나 지속적인 경상수지 흑자¹⁵⁾ 및 양호한 경기회복세 등으로 인해 2009년 2/4분기 이후 외국인 포트폴리오 자금이 재유입되면서 환율하락세 및 주가상승세를 시현하였다. 글로벌 금융위기 이전에는 은행차입 및 채권투자가, 이후에는 주식 및 채권투자가 자본유입을 주도하였다.

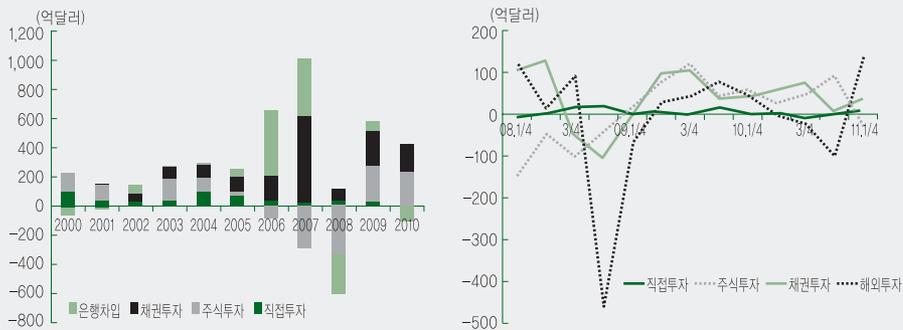
한편 글로벌 금융위기중 우리나라는 해외차입에서 대규모 유출이 발생하면서 외화유동성 위기에 직면하였고 동 위기가 다시 실물부문에 영향을 미치는 악순환을 경험하였다. 해외차입자금의 유출은 금융위기 이전 조선·중공업체, 자산운용사 등의 선물환매도

15) 2010.3월 흑자로 전환된 후 금년 3월까지 13개월 연속 흑자를 기록하였다.

로 늘어난 은행 단기차입 부문에서 글로벌 유동성 사정 악화로 차환이 어려워지면서 발생하였다. 이와 같이 대규모 자본유출이 1997년 아시아 외환위기에 이어 이번 글로벌 금융위기시에도 반복됨으로써 금융경제의 안정을 위한 자본유출입의 변동성을 완화시켜야 할 필요성이 강조되었다.

〈그림 2〉

우리나라의 자본유입



자료: 한국은행, CEIC

〈표 5〉

경상수지 및 GDP 성장률

| | (억달러, 전년동기비 %) | | | | | | | | | | | | |
|--------|----------------|-----|-------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 2008 | | | | 2009 | | | | 2010 | | | | 2011 |
| | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 1/4 |
| 경상수지 | 0.9 | 6.0 | -39.8 | 65.0 | 45.4 | 115.6 | 86.1 | 80.8 | 2.6 | 88.6 | 99.3 | 91.6 | 27.2 |
| GDP성장률 | 5.5 | 4.4 | 3.3 | -3.3 | -4.3 | -2.2 | 1.0 | 6.0 | 8.1 | 7.2 | 4.4 | 4.8 | 4.2 |

자료: 한국은행

〈표 6〉

해외차입

| | (억달러) | | | | | | | | | | | | |
|---------------|-------|------|-------|--------|-------|------|------|------|------|------|-------|--------|-------|
| | 2008 | | | | 2009 | | | | 2010 | | | | 2011 |
| | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 1/4 |
| 해외차입 | 123.2 | 11.8 | 92.6 | -469.1 | -71.6 | 29.6 | 43.1 | 77.4 | 46.1 | -0.9 | -22.6 | -99.5 | 137.8 |
| (예금취급기관 단기차입) | 108.5 | 11.9 | 102.2 | -483.7 | -75.0 | 15.6 | 18.9 | 72.5 | 34.7 | -7.1 | -58.5 | -107.5 | 118.6 |

자료: 한국은행

(정책대응 내용)

2010년 10월 9일부터 은행 등의 과도한 선물환매입으로 인한 외화 단기차입 증가를 억제하기 위해 선물환포지션¹⁶⁾ 한도를 도입하였다. 이에 따라 국내은행 및 증권·종금사는 전월말 자기자본의 50%, 외은지점은 250%의 선물환포지션 한도를 적용받게 되었다. 2011년 1월부터는 외국인 채권투자에 대한 기존의 세제혜택을 취소하고 이자소득(14%) 및 양도차익(20%)에 대한 법인세 및 소득세를 원천징수하는 조치를 시행하였다.¹⁷⁾ 아울러 외국환은행에 외환건전성부담금을 부과하기 위한 외국환거래법 개정안이 2011년 4월 국회 본회의를 통과하였으며 시행령의 입법예고기간을 거쳐 금년 8월부터 시행될 예정이다. 외환건전성부담금 제도는 외화차입의 비용을 상승시켜 증가를 억제하는 한편 단기부채에 상대적으로 높은 요율을 적용¹⁸⁾함으로써 외화부채의 장기화를 유도하기 위한 조치이다. 동 부담금은 비예금 외화부채를 부과대상로 하는 한편 위기시 금융기관에 대한 외화유동성 지원에 활용될 예정이다.

(정책대응 효과)

거시건전성 정책의 발표 이후 자본의 유입이 크게 둔화되는 모습을 보였다. 외국환은행에 대한 선물환포지션 한도 도입 발표(2010.6.13일) 이후 은행부문의 선물환 포지션과 단기차입이 크게 감소하였다. 이에 따라 2009년 이후 다시 증가세를 보였던 외은지점의 단기외채가 2010년 2/4분기 이후 감소세로 반전되었고, 단기외채비중 하락세도 두드러졌다. 다만 선물환포지션 비율이 한도(50%)를 크게 하회하는 국내은행의 경우 규제 영향이 상대적으로 크지 않았다.

외국인 채권투자는 2010년 3/4분기부터 단기채권투자가 순유출로 전환되었고 과세조치 발표(2010.11.18일) 이후에는 장기채권 투자자금 유입도 둔화되었다. 이에 따라 외국인의 국내채권 보유잔액이 감소하였을 뿐만 아니라 투자자금 구성이 장기화되었다. 다만 금년 들어서는 NDF시장에서 원화 매입거래가 증가하고 국내시장에서 외화채권발행이 늘어나면서 은행부문 단기외채 및 선물환 포지션 규모가 다소 증가하였다.

전체 자본유입 규모가 감소하면서 원/달러 환율과 시장금리는 이들 조치의 도입을 전후하여 종전의 하락세에서 횡보 또는 소폭의 상승세로 돌아서는 모습을 보였다.

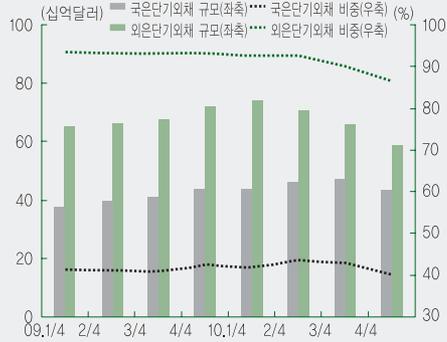
16) 선물, 외환·통화스왑, NDF 등 통화관련 모든 파생상품을 포함한다.

17) 동 조치는 2009.5월부터 시행된 외국인 채권투자에 대한 법인세 및 소득세 원천징수 면제 조치를 취소한 것이다.

18) 만기 1년이하: 20bp, 1년초과~3년이하: 10bp, 3년초과~5년이하: 5bp, 5년초과: 2bp (외국환거래법 시행령 개정안)

〈그림 3〉

국내은행 및 외은 지점의
단기외채 현황



자료: 한국은행

〈그림 4〉

외국인의 국내채권 투자



자료: 금융감독원

〈표 7〉

외국인 자본 유출입

(억달러)

| | 2008 | 2009 | 2010 | | 2011 1/4 | | | | | |
|------|--------|-------|-------|------|-------------|------|------|-------|--------|-------|
| | | | 3/4 | 4/4 | | | | | | |
| 은행차입 | -267.3 | 72.6 | 31.9 | 82.7 | -104.0 | 38.5 | -9.3 | -37.3 | -96.0 | 130.8 |
| 장기 | -6.3 | 40.7 | 13.0 | 10.2 | 34.3 | 3.8 | -2.2 | 21.2 | 11.5 | 12.2 |
| 단기 | -261.1 | 32.0 | 18.9 | 72.5 | -138.4 | 34.8 | -7.1 | -58.5 | -107.5 | 118.6 |
| 채권투자 | 40.4 | 144.9 | 62.5 | 60.0 | 145.0 | 45.6 | 53.0 | 50.3 | -3.8 | 10.7 |
| 장기 | 38.2 | 101.9 | 60.0 | 48.7 | 157.6 | 36.1 | 51.0 | 59.8 | 10.7 | 24.6 |
| 단기 | 2.3 | 43.1 | 2.4 | 11.4 | -12.5 | 9.5 | 2.0 | -9.5 | -14.5 | -13.9 |
| 주식투자 | -336.2 | 248.6 | 121.3 | 43.2 | 230.3 | 59.1 | 26.9 | 50.3 | 94.0 | -28.6 |

자료: 한국은행

〈그림 5〉

한국 환율



자료: Bloomberg

〈그림 6〉

한국 금리¹⁾



주: 1) 국채5년물 기준

(2) 태국

(도입 이전 경제상황)

태국은 2009년 이후 경상수지 흑자 지속, 2009년 4/4분기 이후 경제성장률의 플러스 전환 등 양호한 경제여건을 배경으로 해외자본이 꾸준히 유입되면서 바트화가 강세를 보이고 주가지수(SET지수)도 큰 폭으로 상승하였다.

바트화는 2009년중 4.3% 절상된 데 이어 2010.1~9월중 10.9% 절상되면서 아시아에서 엔화에 이어 두 번째로 높은 절상률¹⁹⁾을 기록하였다. 주가지수도 가파른 상승세를 보이며 2010년 10월 들어 16년래 최고치를 기록하면서 2010년 10월말에는 2008년말 대비 118.8% 상승한 984.46을 기록하였다.

19) 일본(12.7%), 태국(10.9%), 말레이시아(10.2%), 싱가포르(7.1%), 필리핀(5.7%), 인도네시아(5.1%), 인도(4.2%), 한국(2.4%) 등

〈그림 7〉

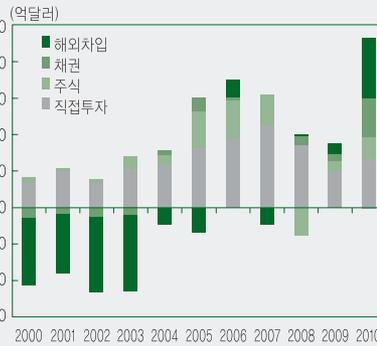
태국의 주가와 환율



자료: Bloomberg, CEIC

〈그림 8〉

태국의 자본유입



〈표 8〉

경상수지 및 GDP 성장률

(억달러, 전년동기비 %)

| | 2008 | | | | 2009 | | | | 2010 | | | | 2011 |
|--------|------|-----|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 1/4 |
| 경상수지 | 37.7 | 4.3 | -7.1 | -12.8 | 99.1 | 31.9 | 41.6 | 46.0 | 55.4 | 16.9 | 20.5 | 55.1 | 67.9 |
| GDP성장률 | 6.4 | 5.2 | 2.9 | -4.2 | -7.1 | -4.9 | -2.7 | 5.9 | 12.0 | 9.2 | 6.6 | 3.8 | .. |

자료: CEIC

자본형태별로는 외국인 채권투자자와 해외차입의 규모가 과거에 비해 크게 늘어났고, 주식투자도 소폭 증가하였다. 한편 지난 글로벌 금융위기시에는 주식투자자금의 유출규모가 컸었다.²⁰⁾

20) 글로벌 금융위기 이후 자본형태별 유출입규모(억달러)

| | 08.1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 09.1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 |
|------|--------|-----|-----|-----|--------|-----|-----|-----|
| 직접투자 | 30 | 23 | 25 | 8 | 15 | 10 | 10 | 15 |
| 주식투자 | 9 | -13 | -22 | -13 | 2 | 9 | 11 | -8 |
| 채권투자 | 18 | 2 | -1 | -5 | -2 | -1 | 10 | 3 |
| 해외차입 | -9 | 3 | -1 | 9 | -2 | -8 | 6 | 19 |

자료: CEIC

(정책대응 내용)

태국은 자본유입 증가에 대응하여 자본유출 자유화 확대와 외국인 채권투자 과세 조치를 병행하였다. 자본유출 촉진을 위해 2010년 9월 거주자의 해외자산 매입 규모를 확대(500 → 1,000만달러)한 데 이어 10월에는 해외직접투자 및 해외 자회사에 대한 대출 규제 완화, 해외부동산에 대한 매입한도 상향 조정 등의 조치를 취하였다. 한편 10월 12일에는 외국인 채권투자의 이자 및 자본 수익에 대한 15%의 원천과세제도를 부활하였다.

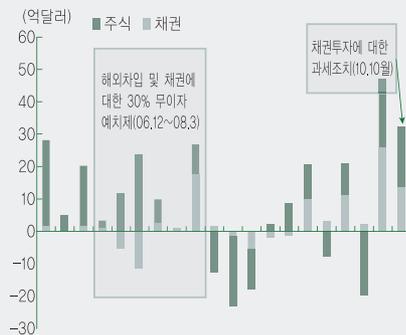
(정책대응 효과)

외국인 채권투자에 대한 원천과세 부활 직후 외국인 채권투자 자금유입이 크게 축소되었다. 채권투자 순수입 규모는 2010년 9월중 23.4억달러를 기록하였다가 정책이 발표된 10월에는 13.1억달러로 줄어들었고 11월중 5.3억달러로 더욱 줄어들었다. 그러나 12월 들어 순수입 규모가 23.6억달러로 다시 늘어나기 시작하여 2011년 1월과 2월에는 각각 41.9억달러, 27.2억달러로 더욱 확대되었다.

외환·금융시장의 반응을 살펴보면 2010년 10월 외국인 채권투자에 대한 과세 환원 조치를 계기로 바트/달러화 환율은 그 동안 하락세에서 상승세로 반전되었으나 금년 2월 이후 다시 하락세로 돌아섰다. 시장금리는 과세조치 이후 가파른 상승세를 보였으나 금년 들어서는 두 차례의 정책금리 인상에도 불구하고 오히려 하락하는 모습을 보이고 있다.

<그림 9>

외국인 자본유입과 자본규제



자료: IMF, IFS

<그림 10>

최근 태국에 대한 외국인 자본유입



자료: Thai Bond Market Association

〈그림 11〉

태국 환율



자료: Bloomberg

〈그림 12〉

태국 금리¹⁾



주: 1) 국제 5년물 기준

(3) 인도네시아

(도입 이전 경제상황)

인도네시아는 2009년 이후 경상수지 흑자 지속 및 양호한 경제성장 등의 영향으로 해외자본 유입이 지속되면서 환율이 빠른 속도로 하락한 반면 주가지수는 빠르게 상승하였다.²¹⁾ 루피아화는 2009년 및 2010년 1~6월중 각각 14.6%, 3.5% 절상되었으며 주가지수(JKSE지수)도 2010년 6월말 2,913.68을 기록하면서 2008년말 대비 115.0% 상승하였다.

자본형태별로는 외국인 채권투자 및 직접투자가 전체자본유입을 주도하고 있는데 주식투자자금은 소폭으로 꾸준하게 유입되었다. 한편 지난 글로벌 금융위기시에는 채권투자자금이 대거 유출되면서 위기의 주요 전달경로로 작용하였다.²²⁾

21) 인도네시아의 경우 2008년중 GDP 성장률이 플러스를 유지하고 2008년 2/4분기 이후 경상수지 적자 규모가 감소하는 등 글로벌 금융위기 충격이 여타 신흥시장국보다 상대적으로 적었던 것으로 보인다.

22) 글로벌 금융위기 전후 자본형태별 유출입규모(억달러)

| | 08,1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 09,1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 |
|------|--------|-----|-----|-----|--------|-----|-----|-----|
| 직접투자 | 24 | 16 | 34 | 19 | 19 | 14 | 10 | 5 |
| 주식투자 | 0 | 5 | -1 | -1 | -4 | 4 | 5 | 3 |
| 채권투자 | 28 | 36 | 2 | -39 | 23 | 11 | 28 | 36 |
| 해외차입 | -2 | -5 | 15 | 20 | 6 | -23 | 25 | 11 |

자료: CEIC

〈그림 13〉

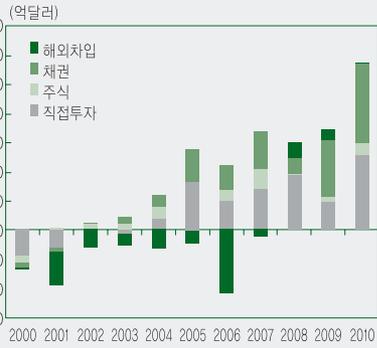
인도네시아의 주가와 환율



자료: Bloomberg, CEIC

〈그림 14〉

인도네시아의 자본유입



〈표 9〉

경상수지 및 GDP 성장률

(억달러, 전년동기비 %)

| | 2008 | | | | 2009 | | | | 2010 | | | | 2011 |
|--------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 1/4 |
| 경상수지 | 27.4 | -10.1 | -9.7 | -6.4 | 26.9 | 23.8 | 17.8 | 37.8 | 19.4 | 14.1 | 12.1 | 11.0 | 19.3 |
| GDP성장률 | 6.2 | 6.3 | 6.2 | 5.3 | 4.5 | 4.1 | 4.2 | 5.4 | 5.6 | 6.2 | 5.8 | 6.9 | 6.5 |

자료 : CEIC, 인도네시아 중앙은행

(정책대응 내용)

인도네시아는 2010년 6월 16일 외국인의 국내채권투자자금 유입을 억제하기 위하여 중앙은행채권(SBI) 매입시 최소 28일 보유의무를 부과²³⁾하였다. 아울러 외국인 투자자의 장기투자를 유도하기 위하여 만기 6개월 이하 중앙은행채권의 발행을 줄이고 9개월 및 12개월 만기의 중앙은행채권 발행을 확대하였다. 금년 들어서는 외화예금에 대한 지원율을 1%에서 5%로 인상(3.1일)하였으며 6월초 8%로 인상할 계획이다. 이와 함께 4월에는 은행의 단기 역외차입에 대한 한도를 자본의 30%로 제한하였다.²⁴⁾

23) 의무보유기간 이전에 매각할 경우 유통시장이 아닌 중앙은행에 매각하여야 한다.

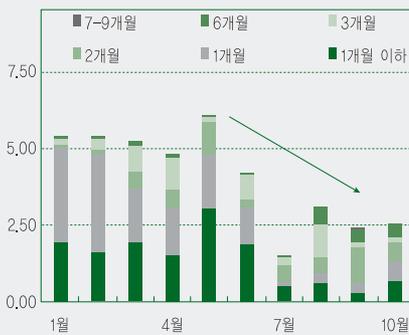
24) 글로벌 금융위기중 은행들의 단기자금 조달을 위해 폐지되었던 조치를 부활시킨 것이다.

(정책대응 효과)

2010년 6월 SBI의 최소 보유기간 설정 이후 유통시장에서 SBI 거래규모가 줄어들고 외국인 투자의 만기가 장기화되는 등 정책의 직접적 효과가 발생하였다. 동 조치 이후 SBI 투자를 중심으로 전체 외국인의 포트폴리오 투자자금 유입 규모도 축소되었다. 3/4 분기중에는 외국인의 반발매수 등으로 일시적으로 포트폴리오 투자자금 유입이 확대되기도 하였으나 4/4분기중에는 다시 감소세로 돌아섰다. 또한 외국인의 단기채권투자가 감소하면서 전체 외국인 채권투자중 장기채권이 차지하는 비중이 2009년 61.9%에서 2010년 81.1%로 높아졌다.

<그림 15>

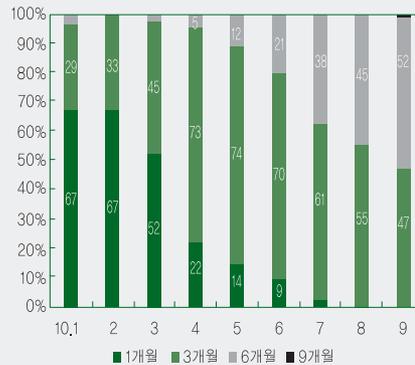
외국인 SBI 거래



자료: 인도네시아 중앙은행

<그림 16>

외국인 보유 SBI



<표 10>

인도네시아의 외국인 포트폴리오 투자

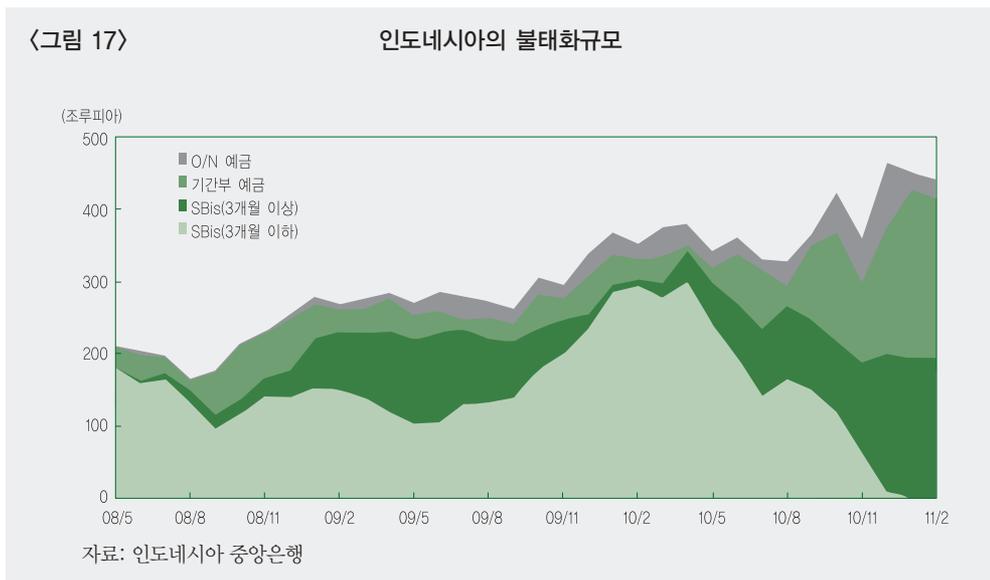
(억달러)

| | 2008 | 2009 | 2010 | | 2011 1/4 | | | | | |
|---------|-------|-------|------|------|-------------|------|-------|------|-------|------|
| | | | 3/4 | 4/4 | | | | | | |
| 포트폴리오투자 | 30.6 | 104.8 | 33.0 | 38.3 | 157.0 | 65.7 | 12.4 | 61.1 | 17.7 | 41.5 |
| 주식 | 3.2 | 7.9 | 5.4 | 2.7 | 21.3 | 3.7 | 4.2 | 12.9 | 0.5 | -8.0 |
| 채권 | 27.4 | 96.9 | 27.6 | 35.6 | 135.7 | 62.0 | 8.2 | 48.2 | 17.3 | 49.6 |
| (장기) | 46.7 | 60.0 | 11.6 | 26.1 | 110.0 | 39.5 | 24.8 | 17.8 | 28.0 | .. |
| (단기) | -19.4 | 36.9 | 16.0 | 9.5 | 25.7 | 22.5 | -16.6 | 30.5 | -10.7 | .. |
| 중앙은행 | -19.8 | 35.6 | 16.2 | 8.2 | 12.8 | 20.5 | -22.5 | 25.7 | -10.9 | 25.8 |
| 중앙정부 | 53.4 | 60.2 | 9.8 | 15.6 | 122.5 | 45.1 | 32.5 | 22.5 | 22.4 | 18.1 |
| 민간부문 | -3.0 | 9.0 | 7.1 | 14.5 | 21.7 | 0.1 | 2.4 | 13.0 | 6.2 | -2.3 |

자료 : CEIC, 인도네시아 중앙은행

그러나 2011년 들어서는 외화지준율 인상(3.1일, 6.1일), 은행의 단기차입억제(4.30일) 등의 추가적 거시건전성 조치에도 불구하고 자본유입억제 효과는 크지 않은 것으로 보인다. 금년 1/4분기중 채권자금이 49.6억달러 유입되면서 2010년 1/4분기 이후 최대치를 기록했고, 인도네시아 중앙은행은 SBI발행 대신 기간부 예금(term deposit)을 통해 시중 유동성을 흡수하고 있다.

루피아 환율은 2010년 6월 조치 이후 하락세가 둔화되는 모습이었으나 금년 2월 이후에는 외화지준율 인상 등에도 불구하고 급격한 하락세를 보였다.



〈그림 18〉

인도네시아 환율



자료: Bloomberg

〈그림 19〉

인도네시아 금리¹⁾



주: 1) 국제 5년물 기준

(4) 대만

(도입 이전 경제상황)

2009년 이후 경상수지 흑자폭이 크게 확대된 데다 2009년 4/4분기 이후에는 경제성장률이 플러스로 전환되면서 해외자본유입이 증가하고 대만 달러화 환율은 하락세, 주가(TWSE지수)는 상승세를 시현하였다.

대만 달러화는 2009년 1~11월과 2010년 1~11월중 각각 2.0%, 5.3% 절상되었으며 주가지수도 동 기간중 각각 65.1%, 3.2% 상승하였다. 해외자본은 주로 외국인 주식투자자와 해외차입을 중심으로 유입되었고 채권투자는 소폭으로 꾸준히 유입되는 모습을 나타내었다. 한편 지난 글로벌 금융위기시에는 주식 등 포트폴리오 자금이 대거 유출되었고²⁵⁾ 실물경기도 크게 위축되었다. 2009년 1/4분기 GDP 성장률이 -8.6%로 여타 신흥시장국(브라질, 한국: -3~-4%)보다 경기위축이 심각하였다.

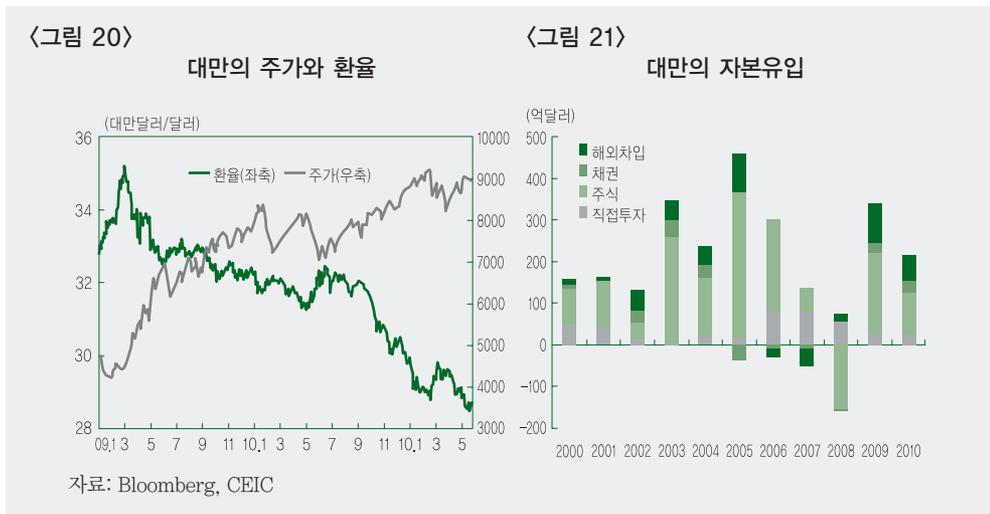
25) 글로벌 금융위기 전후 자본형태별 유출입규모(억달러)

| | 08.1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 09.1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 |
|------|--------|-----|------|-----|--------|-----|-----|-----|
| 직접투자 | 6 | 11 | 10 | 27 | 3 | 5 | 10 | 10 |
| 주식투자 | 25 | -28 | -105 | -46 | -3 | 74 | 69 | 54 |
| 채권투자 | 68 | -8 | -47 | -16 | -7 | 13 | 0 | 13 |
| 해외차입 | 21 | 34 | -4 | -28 | 24 | 22 | 36 | 18 |

자료 : CEIC

(정책대응 내용)

2009년 11월 10일부터 외국인 주식투자자금의 30% 이내에서 운용할 수 있는 1년 미만의 단기금융상품에서 정기예금을 제외²⁶⁾하였다. 2010년 1월 4일에는 대만 달러를 과도하게 보유한 외국인 명단을 감독당국에 통보토록 조치하였으며 외국계은행을 포함한 은행들에게 고객들로부터 받은 외화주문을 당일내에 처리하도록 촉구하였다. 동년 10월 14일 유가증권의 위탁보증금으로 미달러화를 사용할 수 없도록 조치한 데 이어 11월 11일부터 대만 국채 및 만기 1년 이하의 금융상품²⁷⁾ 투자를 대만 달러로 환전된 외국자본의 30%로 제한²⁸⁾하였다.



<표 11> 경상수지 및 GDP 성장률 (억달러, 전년동기비 %)

| | 2008 | | | | 2009 | | | | 2010 | | | | 2011 |
|--------|------|------|------|------|-------|-------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|
| | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 1/4 |
| 경상수지 | 91.1 | 76.9 | 27.0 | 80.0 | 131.3 | 102.9 | 80.5 | 114.5 | 103.1 | 111.5 | 90.6 | 101.0 | 107.5 |
| GDP성장률 | 7.5 | 5.7 | -1.2 | -7.5 | -8.6 | -7.2 | -1.2 | 9.2 | 13.6 | 12.9 | 9.8 | 6.9 | 6.2 |

자료 : CEIC, 대만중앙은행, 대만통계청

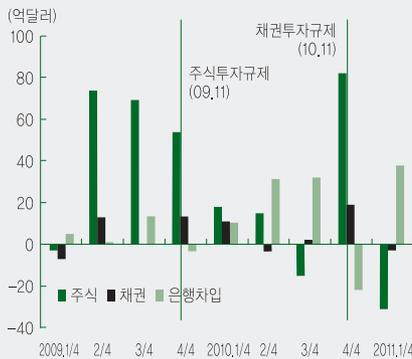
26) 해외투자자금이 주식투자자보다는 고금리 은행상품에 몰리자 외국인이 예치할 수 있는 상품중 금리가 가장 높은 정기예금을 제외(이전에는 정기예금 3개월 예치후 1회에 한해 최장 3개월 연장 가능)하였다.
 27) 만기 90일이하의 시장성어음, money market fund, 장외주식관련옵션, 장외이자율파생상품, 장외구조화상품 및 전환공사채 등이 이에 해당한다.
 28) 이번 조치는 1995.7월 폐지되었던 규제를 부활시킨 것으로 당시에는 외국인의 1년 미만의 단기 국채 투자에 대해서만 30% 제한 규제를 적용하였으나 이번에는 1년 이상의 국채에 대해서도 적용한다.

(정책대응 효과)

2009년 11월 주식투자 규제 이후 외국인의 주식투자자금 유입 규모가 감소하기 시작하다가 2010년 3/4분기중에는 순유출을 기록하였으나 4/4분기에 글로벌 금융위기 이후 최대 규모로 다시 증가하였다. 외국인 채권투자는 2010년 11월 채권투자 규제에도 불구하고 2010년 4/4분기중에는 전분기에 비해 증가했다. 다만 금년 1/4분기중에는 소폭 유출되었다.

<그림 22>

대만의 외국인 자본 유출입



자료: 대만 중앙은행

<그림 23>

최근 글로벌 주식펀드 유입



자료: EPFR(Emerging Portfolio Fund Research)

<그림 24>

대만 환율



자료: Bloomberg

<그림 25>

대만 금리¹⁾



주: 1) 국채 5년물 기준

대만 달러화 환율은 2010년 3/4분기까지 대체로 안정적인 모습을 보였으나 4/4분기 이후 대규모 주식자금 유입에 따라 급격한 하락세를 시현하였다. 장기금리는 2010년 10월 이후 상승세로 전환되었으나 금년중에는 횡보하는 모습을 보이고 있다.

(5) 브라질

(도입 이전 경제상황)

2009년 4/4분기 이후 경제성장률의 플러스 전환 및 상대적으로 높은 금리 수준 등의 영향으로 해외자본 유입이 급증하면서 헤알화 가치가 절상되는 한편 주가지수(BVSP지수)가 급등하고 경상수지 적자가 확대되었다. 헤알화는 2009년 1~10월과 2010년 1~10월중 각각 24.0%, 2.6% 절상되었는데 이러한 통화가치의 급격한 상승으로 수출경쟁력이 약화되면서 2009년 4/4분기 이후 경상수지는 5분기 연속 100억달러 이상의 적자²⁹⁾를 기록하고 있다. 주가지수도 2009년 1~10월과 2010년 1~10월중 각각 52.9%, 3.0% 상승하였다. 자본유입의 형태별로는 2009년 이후 포트폴리오투자가 해외자본유입중 가장 큰 비중을 차지해온 직접투자 규모를 상회함으로써 외국인 포트폴리오자금의 영향이 확대되었다. 아울러 국내유동성 증가에 따라 금융부문의 신용총량도 급속히 확대되고 있으며 2010년 들어서는 인플레이션 압력도 커졌다.

한편 지난 글로벌 금융위기시에는 외국인 포트폴리오 투자, 해외차입자금이 대규모 유출되면서 위기전파경로로 작용하였다.³⁰⁾

29) 동 기간중 GDP대비 경상수지 적자 비율도 1%대에서 2%대로 상승하였다.

30)

글로벌 금융위기 전후 자본형태별 유출입규모(억달러)

| | 08.1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 09.1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 |
|------|--------|------|-------|--------|--------|------|-------|-------|
| 직접투자 | 88.0 | 79.1 | 141.5 | 142.0 | 53.4 | 73.2 | 50.1 | 82.8 |
| 주식투자 | -20.7 | 68.9 | -36.6 | -87.3 | -0.3 | 30.6 | 142.4 | 198.0 |
| 채권투자 | 82.6 | 1.9 | 73.4 | -90.0 | -35.0 | 27.3 | 61.9 | 36.6 |
| 해외차입 | 48.7 | 61.4 | 95.5 | -153.8 | -25.8 | 88.7 | -1.9 | -11.7 |

자료 : CEIC

<그림 26>

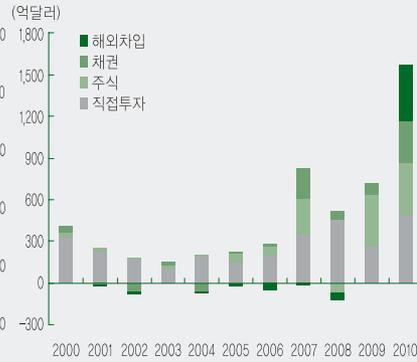
브라질의 주가와 환율



자료: Bloomberg, IMF BOP

<그림 27>

브라질의 자본유입



<표 12>

주요 경제지표

(억달러, 전년동기비 %, GDP 대비 %)

| | 2008 | | | | 2009 | | | | 2010 | | | | 2011 |
|------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 1/4 | 2/4 | 3/4 | 4/4 | 1/4 |
| 경상수지 | -102.6 | -66.1 | -60.1 | -53.1 | -49.4 | -22.4 | -48.8 | -122.4 | -119.5 | -119.0 | -115.1 | -120.1 | -146.3 |
| GDP성장률 | 6.3 | 6.5 | 7.1 | 0.8 | -3.0 | -2.8 | -1.8 | 5.0 | 9.3 | 9.2 | 6.7 | 5.0 | · |
| 물가상승률 | 4.6 | 5.5 | 6.2 | 6.2 | 5.8 | 5.2 | 4.4 | 4.2 | 4.9 | 5.1 | 4.6 | 5.6 | 6.1 |
| 신용총량 (GDP 대비) | 36.3 | 37.8 | 39.4 | 40.5 | 40.7 | 41.5 | 43.6 | 44.4 | 44.0 | 44.6 | 45.4 | 46.4 | 46.4 |

자료 : 브라질 중앙은행 등

(정책대응 내용)

브라질은 2009년 10월부터 헤알화 표시 채권 및 주식 투자자금에 대해 2%의 금융거래세³¹⁾를 부과하였으며 2009년 11월에는 금융거래세 회피를 위한 우회거래를 방지하기 위해 미국예금증서(American Depository Receipt)를 국내주식으로 전환하는 경우에도 1.5%의 세금을 부과하였다. 이러한 조치로 인해 둔화되었던 외국인 포트폴리오 자금 유입이 2010년 2/4분기 이후 채권자금을 중심으로 다시 증가하기 시작하자 브라질 정부는 2010년 10월 이후 채권투자 거래세를 4%(10.5일), 6%(10.19일)로 단계적으로 인상하였다.

한편 이같은 일련의 조치에도 불구하고 해외차입 자금유입이 커짐에 따라 브라질 정부는 2011년 1월 금융기관에 미달러화 매도포지션의 60%를 지급준비금으로 예치토록 하는 한편 2011년 3월과 4월에는 은행과 기업의 해외차입에 대한 거래세 부과 조치를 발표하였다. 아울러 3월 29일에는 ① 상환기간 90일 이하의 단기 외화차입에 대한 세율(5.38%)을 6%로 인상하고, ② 360일 이하 차입분에 대해서도 6%의 거래세를 부과하기로 하였으나 동 조치 발표 이후에도 헤알화가 지속적으로 하락하자 4월 6일 부과대상을 720일 이하 해외차입으로 확대하였다.

(정책대응 효과)

2009년 10월 외국인 포트폴리오 투자에 대한 거래세(2%) 도입 및 2010년 10월 채권에 대한 거래세의 두차례 인상(2%→4%→6%)에 따라 그 동안의 자본유입 증가세가 다소 둔화되었다. 전체 자금유입의 구성 변화를 보더라도 거래세 부과가 유입자금 구성에 미치는 영향이 뚜렷하였다. 규제대상이 아닌 은행의 해외차입 비중이 꾸준히 상승하여 2011년 1/4분기중에는 전체자금의 52%를 기록하였다. 한편 주식과 채권의 경우를 비교해 보면 2009년 10월 동일한 거래세율을 부과하였음에도 불구하고 수익률 변화에 민감한 주식투자자금의 유입이 뚜렷이 줄어들었고 2010년 10월 채권에 대한 추가적 거래세 인상 이후에는 채권자금 유입이 완화되었다.

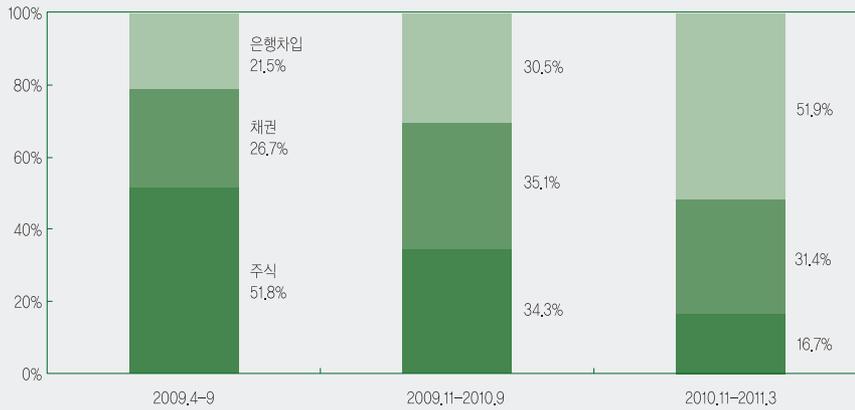
헤알화 환율은 2010년 하반기 들어 하락세를 보이다가 10월 규제강화 이후 일시적 상승세를 나타냈으나 이후 다시 하락세로 전환되었다. 시장금리도 2010년 10월 이후 상승세로 돌아선 이후 정책금리 인상 등의 영향으로 꾸준한 상승세가 지속되고 있다.

31) 브라질 정부는 2008.3월에도 헤알화 강세를 막고자 외국인 채권투자에 대해 1.5%의 거래세를 부과하였으나 같은 해 10월 글로벌 금융위기로 신용경색이 나타나자 폐지하였다.

〈그림 28〉 브라질의 외국인 포트폴리오 투자



〈그림 29〉 규제 전후 자본형태별 구성



〈그림 30〉

브라질 환율



자료: Bloomberg

〈그림 31〉

브라질 금리¹⁾



주 : 1) 국제 4년물 기준

IV. 시사점

글로벌 금융위기 이후 자본유출입의 변동성 완화를 위해 한국, 태국, 인도네시아, 대만, 브라질 등 주요 신흥시장국에서 다양한 정책대응수단이 시행되었다. 최근 도입된 정책대응수단은 과거에 비해 다음과 같은 특징을 가지고 있다. 첫째, 지역별로는 자본유입이 집중된 아시아 신흥시장국의 정책대응이 가장 적극적이다. 둘째, 자본유출입 관련 정책의 필요성에 대한 국제적 공감대를 바탕으로 각국의 정책대응이 매우 신속하게 이루어졌다. 셋째, 글로벌 금융위기 이전에는 주로 자본이동규제가 중심을 이루었으나 최근에는 외환건전성 정책을 도입하는 사례가 많다.

이러한 정책대응의 효과를 살펴보면 대다수 국가에서 정책이 발표된 직후부터 공시효과(announcement effect) 등으로 파급효과가 뚜렷한 모습을 보였다. 즉 대다수 국가에서 자본유입의 규모 축소 및 만기 장기화, 환율 및 시장금리 하락압력의 완화 등의 효과가 나타났다. 다만 시간이 지나면서 일부 국가에서는 이러한 효과가 다소 약화되는 모습을 보였으나 대부분의 정책들이 도입된 지 얼마되지 않은 데다 국내외 여건 변화의 영향이 혼재되어 있어 정책효과의 지속성을 판단하기는 어려운 실정이다.

향후 자본유출입 관련 정책대응수단이 효과적으로 운영되고 부작용을 최소화하기 위해서는 다음과 같은 정책노력이 필요할 것으로 보인다. 첫째, 최근과 같이 국제금융시장의 통합이 진전된 상황에서 개별국가 차원의 정책대응은 한계가 있으므로 자본유출입 변동성 완화를 위한 국제적 공조가 필요하다. 현재 G20 차원에서 자본유출입 관리(CFM)에 관한 논의가 진행되고 있지만 각국의 경제상황 및 이해관계의 차이 등으로 인해 공동의 규율이 마련되기가 쉽지 않은 상황이다. 이를 감안하여 우선적으로 경제여건이 유사한 역내국간 공조체제를 강화하는 것이 바람직하다.

둘째, 글로벌 자금흐름에 대한 정보갭을 축소할 필요가 있다. 이를 위해 국제적으로 자본흐름 및 글로벌 유동성에 대한 정보공유체계를 강화하는 한편 IMF, BIS 등 국제기구를 통한 감시체제 구축을 검토할 필요가 있다.

셋째, 자본유출입 관련 정책대응수단을 도입한 신흥시장국은 여건변화를 보아가며 제도를 신중적으로 운영할 필요가 있다. 아울러 정책의 국제적 정합성을 홍보하는 한편 자본이동 규율 관련 국제논의가 선진국과 신흥시장국간 이해관계를 균형적으로 대변할 수 있는 방향으로 진행될 수 있도록 이에 적극적으로 참여할 필요가 있다.³²⁾

〈국제국 국제연구팀 과장 조석방, 홍용광〉

32) OECD 자본이동 자유화 규약(1961년 도입, 1989년 개정)은 자본통제와 거시건전성 정책을 동일하게 취급하는 등 최근의 국제적 흐름을 반영하지 못하고 있으며 IMF 중심의 CFM은 정책수단별 구분기준과 거시건전성 정책 운용기준 등의 설정에 있어 객관성이 결여되고 선진국 중심으로 논의가 진행되고 있는 등의 문제점이 있는 것으로 평가되고 있다.

〈참고문헌〉

- 성병목·채민석(2010), “국제자본이동 규제에 관한 최근논의 및 전망,” 『해외경제정보』 2010-29, 한국은행.
- 이승호·안성근·정복용(2009), “주요국의 Sudden Stop 및 정책대응 사례분석과 시사점,” 『업무참고자료』 2009-4, 한국은행.
- 정규일·김승원(2010), “자본이동 규제의 유효성과 향후 대응방향,” mimeo, 한국은행.
- Binici, M, M. Hutchison, M. Schindler(2010), “Controlling Capital · Legal Restrictions and the Asset Composition of International Financial Flows,” *Journal of International Money and Finance*, 29.
- BIS(2005), “Capital Controls and Foreign Exchange Market Intervention in Colombia,” *BIS Working Paper*, No 23.
- IMF(1997), “Capital Flows to Brazil: The Endogeneity of Capital Controls,” *IMF Working Paper*, WP/97/115.
- _____(2000), “Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization,” *IMF Occasional paper*.
- _____(2010), “Global Liquidity Expansion: Effects on “Receiving” Economies and Policy Response Options,” *Global Financial Stability Report*, Ch.4.
- _____(2011a), “Managing Capital Inflows: What Tools to Use?,” *IMF Staff Discussion Note*, SDN/11/06.
- _____(2011b), “Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Policy Framework,” *IMF Occasional Paper*.
- _____(2011c), “Policy Responses to Capital Flows in Emerging Markets,” *IMF Occasional Paper*.
- _____(2011d), “Managing the Next Phase of Growth,” *Regional Economic Outlook*.
- Magud, N. E., C. Reinhart, K. Rogoff(2007), “Capital Controls: Myth and Reality, A Portfolio Balance Approach to Capital Controls,” *FRB of San Francisco Working Paper Series*, 2007-31.