

# 동아시아의 멕시코 위기 재연 가능성

이 자료는 The Economist지(96년 8월 24일~30일)에 게재된 "Emerging Asia's sombre era"와 "Wobbly tigers"를 요약·정리한 내용임. <편집자주>

**최** 근 동아시아 개도국들은 전반적으로 수출신장률이 크게 둔화되고 경상수지 적자가 큰 폭으로 확대되는 등 경제적으로 큰 어려움을 겪고 있어 외국투자자들은 동아시아에서도 94년말에 있었던 멕시코 폐쇄화 위기가 재연되는 것이 아닌지 매우 우려하고 있음.

최근 동아시아 개도국의 경제상황은 단기부채 대비 외환보유액비율(73~186%) 및 재정수지 등에 있어서 94년 멕시코 폐쇄화 위기시의 경제상황보다는 안정적인. 또한 동아시아 개도국 통화는 저평가되어 있어 투기자들의 공격적인 환투기 유인이 낮음.

그러나 일부 아시아 개도국의 경우 GDP대비 경상수지 적자 규모가 94년 당시의 멕시코 수준을 상회하고 있어 급속한 통화 팽창으로 인해 인플레이션 자산가격이 거품소멸과 함께 하락하면서 금융기관이 거액의 부실채권을 안게 되는 등 국민경제가 위협에 처할 수 있음.

특히 경상수지 적자비율 및 외채비율이 높을 뿐만 아니라 경상수지 적자를 주로 단기성 투기자금으로 보전하고 있는 태국이 아시아의 멕시코(Asia's Mexico)가 될 징후가 많음. 그러나 태국도 외환보유액의 원만한 완충기능, 건전한 재정흑자구조 유지, 자국 통화의 저평가 지속 등에 비추어 멕시코와 같은 전면적인 위기로 발전되지는 않을 것임.

## 1. 동아시아 개도국의 경제상황

- 최근 동아시아 「호랑이들」의 경제가 전반적으로 수출 신장세가 크게 둔화되는 가운데 일부 나라에서는 경상수지 적자가 매우 큰 폭으로 확대되는 등 휘청거리고 있는 것처럼 보임.
  - 또한 서울에서부터 자카르타에 걸친 정치적 불안정은 이러한 경제적 어려움을 가중시키고 있음.
  - 실제적으로 경제적 어려움과 함께 정치적 혼란 때문에 태국, 말레이시아 및 인도네시아의 통화는 금년 들어 투기자들의 공격대상이 되어 왔음.
- 일부 외국투자자들은 94년말에 있었던 멕시코 폐쇄화 위기가 동아시아에서도 재연되는 것이 아닌지 매우 우려하고 있으며, 그렇게 심각하게 생각하지 않는 사람들도 최소한 지금까지 동아시아 개도국이 누려온 기적의 시대는 끝났다고 결론짓고 있음.
- 최근 일련의 경제지표들은 이와 같은 비관적 견해가 상당한 타당성을 지니고 있음을 입증하고 있음.
  - 지난 해 27%의 높은 증가를 보인 태국의 수출이 금년 상반기에는 7% 신장에 그쳤으며 중국의 수출

도 감소하고 있음.

- 96년중 말레이시아와 태국의 GDP대비 경상수지 적자비율은 각각 10%와 8%로 멕시코 경제가 파탄에 빠졌던 당시와 유사한 수준임.

- 또한 앞으로 동아시아 개도국의 경제성장이 전반적으로 둔화될 것으로 전망됨.

○ 이에 따라 동아시아 개도국들의 경제가 멕시코 폐소화 위기의 전철을 답습하게 될 것인지에 대해 의문이 제기됨.

- 대규모 경상수지 적자를 기록하고 있다는 점에서 위기 당시의 멕시코와 서로 유사함.

- 94년중 멕시코 정부처럼 동아시아 개도국 정부들도 국제수지가 위기로 치달고 있다는 우려를 애써 경시하고 있는데, 비판자들은 이러한 자세야말로 위기 발생을 예고하는 분명한 신호라고 주장

- 그러나 어떠한 것이 동아시아에서 멕시코 폐소화 위기와 같은 문제가 야기되고 있다는 징후를 조기에 경보해 주는 보다 정확한 지표가 될 수 있는지에 대해 의문이 있음.

## 2. 동아시아 개도국과 '94년 멕시코의 경제상황 비교

○ IMF의 경제학자인 *Morris Goldstein*은 멕시코 위기의 교훈을 바탕으로 잠재적 위험을 예고하는 일련의 지표를 선정

- <표-1>은 동아시아 신흥개도국 5개국과 폐소화 위기가 발생하였던 94년의 멕시코 경제상황을 비교

### (1) 외환보유액과 단기부채와의 불일치 (mismatch)

○ 투자자들은 당해국의 채무이행 능력이 의문시 되면 만기도래 대출채권의 회전을 기피하게 되는데, 이 점

<표-1> 동아시아 5개국(1996)과 멕시코 경제(1994)의 비교

(단위 : %)

	1996 <sup>1)</sup>					1994
	인도네시아	말레이시아	필리핀	한국	태국	멕시코
단기부채대비 외환보유액	73	186	84	147	109	20
수입금액대비 외환보유액(개월)	4.4	3.7	3.4	3.2	6.6	1.0
GDP대비 외채	47	39	54	17	46	35
GDP대비 경상수지 적자	3.7	9.7	1.7	2.3	7.7	7.8
GDP대비 국내저축	29	32	19	32	36	15
GDP대비 재정수지	-2.4	0.7	0.9	1.0	2.9	-0.7
GDP대비 FDI와 경상수지 적자의 합	-1.8	-3.8	0.0	-2.1	-7.5	-5.6
환율의 고평가 정도 <sup>2)</sup>	-26	-36	-30	19	-20	5
연간 통화증가율	21	16	24	15	18	23

<주> 1) 가장 최근치 및 전망치

2) Big Mac 지수 기준

<자료> EIU, ING Baring, J.P. Morgan, national statistics

이 멕시코 경제를 파탄에 이르게 한 아킬레스의 건 (Achilles' heel)이 되었음.

- 이와 같은 유동성 위축시 멕시코의 외환보유액에 의한 단기외채변제비율은 20%에 불과하였으나, 동아시아 5개국은 훨씬 높은 비율을 유지하고 있음.

• 동아시아 개도국의 단기부채대비 외환보유액 비율 (reserve cover)은 73%(인도네시아)~186%(말레이시아)에 달함.

○ 한편 수입금액 대비 외환보유액 비율은 외환보유액으로 몇 개월 동안의 수입금액을 지불할 수 있는지를 비교하고 있음.

- 이 지표에 따르면 아시아 개도국들은 자국통화를 방어하기 위한 충분한 여력이 있는 것으로 나타남.

### (2) 대규모 경상수지 적자

○ 수익성 높은 투자기회가 많은 고도성장국가가 부국으로부터 자본유입을 하는 것은 긍정적이며, 따라서 이와 같은 경상수지 적자 확대가 반드시 나쁜 것은 아님.

- 그러나 경상수지 적자규모가 일정수준을 초과하게 되면 국민경제가 이를 지탱하기 어렵게 됨.
  - 국민경제가 지탱할 수 있는 경상수지 적자규모는 몇가지 요인에 따라 결정되는데, 외채가 적을수록 그리고 경제성장률이 높을 수록 거대한 경상수지 적자를 보전할 수 있는 자금조달이 보다 용이해짐.
- 인도네시아, 말레이시아, 필리핀 및 태국의 경우 GDP대비 외채비율이 94년 당시의 멕시코 수준을 상회하고 있음.
  - 사실 급성장하고 있는 아시아 국가가 저성장의 남미 국가들 보다 더 큰 규모의 경상수지 적자를 지탱할 수 있겠으나, GDP대비 경상수지 적자비율이 지속적으로 5%를 초과한다면 이들 국가들은 위험한 모험을 하고 있는 것이라고 Goldstein은 지적
  - 96년중 태국은 동 비율이 8%로 94년 당시 멕시코와 비슷한 수준이 될 것이며, 말레이시아는 이를 상회하는 약 10%에 달할 것으로 전망

### (3) 투자자금 또는 소비지출 여부

- 투자는 향후 경제의 부채 상환능력을 향상시키는 바, 만일 경상수지 적자가 소비지출보다는 주로 투자확대에 기인한 것이라면 경상수지 적자를 지탱할 수 있는 경제여력이 확대될 것임.
- 90~94년중 멕시코 경상수지 적자 증가의 80%가 낮은 저축률과 높은 소비수준에 기인한 것으로 나타난 반면 동아시아 국가들의 경상수지 적자폭 확대는 소비가 아닌 높은 투자를 반영한 것임.
  - 그러나 말레이시아의 경우 최근 일련의 새로운 정부청사와 높은 사무실 빌딩의 건설을 위한 투자가 얼마나 생산적이며 경제성장을 촉진시킬지 의구시 됨.

### (4) 재정적자

- 영국의 전 재무장관인 Nigel Lawson의 이름을 따서 만들어진 Lawson 법칙("Lawson Doctrine")에 의

하면 경상수지 적자가 재정적자의 결과인 경우에만 문제시됨

- 한편 경상수지 적자가 저축과 투자에 대한 민간부문의 결정을 반영한 것이라면 이는 걱정할 정도는 아님.
- 태국, 말레이시아, 한국의 경우 상당한 재정흑자를 보이고 있으나, 인도네시아는 재정적자를 보이고 있음.
  - 인도네시아 재정적자 규모는 96년중 GDP대비 2.4%에 달할 것으로 전망되며, 94년 당시 멕시코도 0.7%의 재정적자 비율을 시현

### (5) 자본유입의 구성

- 경상수지 적자가 해외직접투자(FDI)에 의해 보전되는지 또는 유출입이 빈번한 포트폴리오 투자자금에 의해 보전되는지에 따라 경제에 미치는 영향이 상이함.
  - 직접투자의 비중이 높을수록 갑작스런 자본유출의 사태에 직면할 가능성이 낮음.
- 한편 순직접투자와 경상수지 적자 합계액의 대GDP 비율의 경우 동 비율의 부(負)의 숫자가 커질수록 당해 국가가 단기성 투기자금에 의존도가 높음을 의미함.
  - 말레이시아, 인도네시아 및 한국은 94년 당시의 멕시코에 비해 양호한 수준을 보이고 있으나, 태국은 훨씬 더 걱정스러운 상태임. 사실상 태국은 경상수지 적자를 거의 전부 단기 해외차입으로 보전하고 있는 실정임.

### (6) 환율의 고평가

- 환율의 고평가가 예상될수록 투기자들의 공격적인 환투기 유인이 높아지게 됨.
- 그러나 달러와 연계되어 있는 대다수 아시아 개도국 통화의 실효환율은 최근 미달러화의 강세에 힘입어 상승세를 보여 왔으나 그 상승폭은 지난 2년간

5~8%에 불과함.

○ 실제로 구매력평가(purchasing power parity, PPP) 기준에 의하면, 아시아 개도국들의 통화는 대부분 저평가되어 있음.

- 비록 정교하지는 않지만 구매력평가에 관한 지침이 될 수 있는 *The Economist*지의 *Big Mac* 지수에 따르면 태국의 바트화, 말레이시아의 링기트화는 달러화에 대해 각각 20% 및 36% 저평가된 것으로 나타남.

- 또한 달러화 자체가 주요 통화에 대하여 저평가되어 있기 때문에 아시안 국가들의 통화는 엔화 또는 마르크화에 대해서는 더욱 저평가되어 있음.

• 반면 94년 당시 멕시코의 페소(peso)화는 달러화에 대해 약 5% 정도 고평가되어 있었음.

○ 한편 이처럼 자국통화가 크게 저평가되고 있음에도 불구하고 당해 국가의 경상수지 적자가 확대되는 것은 모순임.

- 그러나 달러가치가 저평가되어 있다는 폭 넓은 인식에도 불구하고 지속적인 경상수지 적자를 보이고 있는 미국의 경우를 생각하여 보면 이러한 모순에 대한 해답을 찾을 수 있을 것임.

- 즉 경상수지 적자는 해당통화의 상대적 가치를 반영한 것이 아니고 당해국가의 저축과 투자간의 불균형에 기인함.

### (7) 급속한 통화팽창

○ 통화의 급속한 팽창으로 인플레이션 자산가격이 거품 소멸과 함께 하락하면서 금융기관들이 거액의 부실채권을 보유하게 되는 경우 국민경제가 위협에 처할 수 있음.

- 94년 당시 멕시코의 경우와 마찬가지로 일부 아시아 국가들 역시 너무나 많은 부동산자금이 넘쳐 흐르고 있음.

## 3. 동아시아개도국 경제에 대한 평가

○ 사실상 문제의 발생소지를 정확하게 예측할 수 있는 단일지표는 있을 수 없음.

- 일부 지표들은 아시아 국가들의 경제가 멕시코보다 양호한 상태에 있음을 보여 주고 있음.

- 한편 여타 지표에 따르면 나쁜 정도가 94년 당시 멕시코 수준에 지나지 않으며, 이주 소수의 경우에만 멕시코보다 악화된 상태를 보이고 있음.

○ 따라서 아시아 개도국중 어느 국가가 아시아의 멕시코(Asia's Mexico)가 될 가능성이 높을 것인가 하는 의문이 제기됨.

- 경상수지 적자규모 기준으로는 말레이시아가 제일 위험한 것으로 보이나, 직접투자를 통한 자금유입이 크다는 점과 단기채무의 2배 정도까지 외환보유액으로 변제가 가능한 점에서 안전함.

- 두 번째로 고려될 수 있는 국가는 인도네시아인데 경상수지 적자규모가 GDP대비 3.7%에 불과하지만 외환보유액이 단기채무의 3/4에 불과하여 위기에 처할 가능성이 있음.

- 그러나 아시아 개도국중에서 다른 어느 나라보다 멕시코 통화위기의 재연 징후가 많은 국가는 태국임.

• 태국의 경우 경상수지 적자비율 및 외채비율이 높을 뿐만 아니라 경상수지 적자를 주로 단기성 투기자금("hot money")으로 보전하고 있음.

• 그러나 엄밀히 말하면 태국도 외환보유액의 원만한 완충기능, 건전한 재정흑자기조 유지, 자국통화의 과소 평가 등에 비추어 멕시코와 같은 전면적인 위기로 발전되지는 않을 것임.

- 그렇지만 태국과 그 밖의 다른 아시아 국가의 정책 당국은 투자자들이 당해 국가의 시장을 이탈하면 멕시코 위기때와는 달리 이들 국가를 위협에서 기꺼이 구해 줄 수 있는 재력이 풍부한 이웃나라가 없다는 점을 명심해야 할 것임. ♣ <한은정보>