

몽골 외환위기의 원인과 경로 분석

염동호

(사)한국매니페스토정책연구소

1. 서론

□ 경위

- 몽골은 IMF에 6번째 EFF(확대금융 지원) 프로그램을 신청,
- 2017.5월 IMF 이사회 승인 확보
- 2017-2019년간 시행되며, 지원규모는 IMF 4.4억달러를 포함, 총 55억달러 상당
- 1990년 민주화 이후 6번째로 IMF 구제 금융을 받게 됨.
- 최근 IMF 금융지원은 2009-2010년 사이에 2억 4,200만 달러.
- IMF 권고안을 받아들여 부분적으로 경제·재정 분야 개혁 추진.

□ 기존 견해와 문제점

- 기존 외환위기의 원인 진단: 자원 가격 하락으로 인한 경상수지 적자
- 국내요인 경시(?)
- 이론을 토대로 체계적으로 분석할 필요가 있음.
- 부채구조 중요
 - 가. 민간부문의 과잉 부채
 - 나. 민간부문 부채 구성 내역: 대외채무로 외화채무 비율이 높음.

□ 본 연구의 목적

- 1) 6차례의 외환위기의 근본적인 원인은 무엇인가?
- 2) 재현 가능성은 없는가?

□ 본 연구의 구성

1. 서론
2. 선행연구 고찰: 외환위기 이론과 유형 정리
3. 몽골 외환위기 원인 분석
4. 몽골 외환위기 재현 가능성 분석: 내부 요인을 중심으로
5. 결론

II. 선행연구 고찰

2.1 경제위기의 유형

<표 1> 경제위기 유형

종류	내용
외환위기(Currency Crisis)	- 특정 통화에 대한 투기적 공격으로 통화가치가 큰 폭으로 하락하여 해당국 정부가 대규모 외환 보유액을 사용하거나 금리 인상 등을 통해 환율을 방어하는 상태 - 통화 가치가 전년도보다 10% 이상 하락하고 당해 연도에 25% 이상 급락한 경우
협약의 금융위기 (Banking Crisis)	- 실제적 혹은 잠재적 은행 파산으로 은행들이 예금인출 요구에 응하지 못해 정부가 개입하는 상태
체계적 금융위기 (Systemic Financial Crisis)	- 금융시장이 심각한 위기 상태에 있는 경우 위기 확산으로 금융시장의 효율적인 중개기능에 문제 발생. 이로 인해 실물경제에 부정적인 영향 발생
외채위기 (Debt Crisis)	- 특정국의 공공부분 또는 민간부분의 대외채무에 대한 지급의무를 이행하지 못하는 채무불이행 상태

주:IMF 기준

2.2 금융위기의 유형

- 은행위기(Banking Crisis)
- 외환위기(Currency Crisis)
- 외채위기(Foreign-Debt Crisis)
- 복합위기(Twin/Multi Crisis)

2.3 외환위기의 개념 및 이론 모델

<표 2> 외환위기 관련 이론 모델

종류	내용	비고
1세대 모델 (First Generation Model(First Generation Model) Krugman(1979)	경상 및 재정주시 악화, 경제성장 둔화 등 경제 펀더멘탈의 악화로 위기 발생	80년대 초 중남미 외환 위기
2세대 모델(Second Generation Model) Obstfeld(1996)	경제 펀더멘탈과는 관계 없이 정부빚 jdcor 변화에 따라 자기실현적(Self-Fulfilling)으로 위기 발생	90년대 초 유럽 외환위기(E MS Crisis)
3세대 모델(Third Generation Model) Kaminsky & Reinhart(1996, 1999)	- 외환위기(Currency Crisis)와 금융위기 등 동시 발생 및 파급	97년 동아시아 외환위기
도덕적 해이 모델(Moral Hazard Model)	금융기관에 대한 정부의 암묵적 지급보증이 도덕적 해이를 초래해 결국 금융기관 부실과 외환위기 초래	
금융공황 모델(Financial Panic Model)	금융기관들이 구조적으로 부실화 되지 않더라도 일시적 유동성 부족에 직면하게 되어 부도 및 외환위기 초래	
호황과 붕괴 사이클 모델 버스트(Boom-Bust Cycle Model) Sachs(1997) McKinnon & Pill(1966) Krugman(1998)	신용팽창에 따른 호황과 이로 인한 후유증이 버블 붕괴로 나타나면서 외환위기 발생	70년대 이후 신흥국의 외환위기
전염효과(Contagion Effect)	특정 국가의 외환위기가 주변국 또는 경쟁 관계에 있는 국가들로 전염된다는 이론	90년대 이후 외환위기의 특징

1) 1세대 모델 : 중남미 국가의 반복적인 외환위기

- 해당국 경제의 기초여건(경제 펀더멘탈) 악화로 인해 금융위기 발생
- 저성장, 재정적자 확대, 과다한 통화팽창 및 경상수지 적자의 누적, 외환보유고

부족 및 고정환율제의 유지 등 중장기적으로 지속 불가능한 경제정책과 기본적인 경제여건의 문제로 인해 시장의 기대가 동일한 방향으로 형성될 경우, 외환 위기 발생

- 경상수지 적자 누적-> 해당국 통화 **평가절하의 압박**-> 시세차익을 노리는 시장 참가자들이 달러를 구매-> 해당국 통화의 평가절하 가속-> 해당국의 **평가절하를 막는 과정에서 외환보유고 고갈**.
- 해당국 기업들의 재무상태가 **"투명하지 못하"거나 "경영상태"가 좋지 못할 경우** -> 시장참가자들이 자금 회수-> 해당국 통화가치가 폭락.

2) 2세대 모델: 92년 유럽 선진국의 외환위기

- 시장참가자 간의 '자기실현적 예측(self-fulfilling)' 으로 인해 금융위기 발생.
- 경제 펀더멘탈 양호: 국제자본시장에서 자금조달 가능, 인플레이션도 안정적 수준 유지
- 경제정책 변화에 대한 예상 등을 토대로 새로운 균형점을 향해 동시에 움직이는 자기실현적 기대(Self-Fulfilling Expectation)로 외환위기 초래.

3) 3세대 모델: 복합위기(Kaminsky & Reinhart(1996, 1999)

- 외환위기(Currency Crisis)와 금융위기 등이 동시에 발생 및 파급
- 국내 금융기관이 조달한 해외자본이 글로벌 금융 및 경제상황의 급변 등으로 인해 자극을 받아 한꺼번에 빠져 나가게 될 경우, 외환 및 금융위기가 동시에 발생할 수 있음.
- 금융기관의 유동성 불일치(만기 불일치) 및 유동성 부족 가능성 존재
- 외화자금 유출에 따른 외환수급 불균형으로 외환위기 발생

4) 외환위기에서 금융위기로 확대(상기 3의 상세 과정)

▷ 발생경로

- 외부충격 발생(해외 금리상승 등) -> 자국통화 절하 압력 발생->고정환율제 유지, 또는 환율가치 유지 위해 시장개입-> 외환 보유고 감소 및 불충분한 불태화 정책으로 국내 통화량 감소-> 신용경색 초래-> 외환위기가 금융위기로 확대
- 은행부채의 상당 부분이 외화표시 부채인 경우-> 외환위기로 통화가치가 큰 폭으로 하락-> 은행 경영상태 악화-> 예금 인출사태 발생-> 금융위기로 발전

▷ 몽골 이외의 경험

- 1970년대 이후 개도국에서 금융위기와 외환위기 동시 발생.
- 1997년 동아시아 위기는 트리플 위기(외환-금융-외채위기)가 동시에 발생한 경제위기
- 1990년대 일본과 노르웨이 등 일부 선진국: 외환위기를 동반하지 않은 극심한

금융위기 발생,

- 1992년의 유럽위기: 외환위기와 금융위기 혼재. 노르웨이 금융위기, 스웨덴과 핀란드는 트윈위기, 영국 외환위기.

5) 도덕적 해이 모델: 97년 동아시아 외환위기

- 금융기관의 도덕적 해이-> 기업의 과잉투자 초래-> 금융기관 부실-> 금융위기 및 외환위기 발생
- 자금(외화 포함) 중개 기능을 가진 금융기관: 대규모 자금 차입. 만기구조 불일치로-> 급격한 자본유출로 유동성위기 발생
- 대마불사 등의 논리로 '도덕적해이'에 빠짐-> 부실대출 발생.

6) 금융공황 모델: 97년 동아시아 외환위기

- 특정 요인에 의한 일시적 유동성 부족
- 저금리 단기 조달 장기대출-> 일시적인 유동성 위기 직면
- 해외투자자의 군집행동에 의한 상환요구 등 대외적 요인에 의해 위기 발생

6) 자본자유화와 Boom-Bust Cycle Model

- 금융자유화와 자본자유화로 과다차입 및 과잉투자 발생-> 외자유입 촉진으로 붐-버스트 사이클 심화-> 거품붕괴로 은행도산 및 외자유출-> 외환위기 발생
- 자본자유화 등으로 인한 외자유입-> 통화팽창(고정환율제) 또는 평가절상(변동환율제), 두 가지가 동시 발생-> 자산가격(부동산 및 주식 등) 버블-> 경제 붐 형성-> 수입증가 및 수출경쟁력 약화-> 경상수지 적자 누적 등 경제 펀더멘털 악화
- 경상수지 적자 누적에도 자본유입 지속-> 통화 고평가 지속-> 외국인 투자자 경제 건전성에 회의-> 자본회수 가능성 고조-> 신규 자본유입 감소-> 경상수지 적자 영향으로 시장 환율 절하 압력-> 외자유출로 인한 외화 수급불균형 확대-> 통화 가치 급락
- 통화 절하 및 통화 감소-> 버스트 발생-> 신용경색 심화-> 금융위기-> 경제 악화

7) 전염효과(Contagion) :

- 시장 참가자들이 서로 다른 국가를 '비슷하다고 인식'-> '위기가 전염'.
- 경제의 기초여건과 상관없이, 시장 참가자들의 '인식' 만으로 자본유출-> 위기 전염.

▷ 사례

- 1980~90년대의 특징으로 1992-93년 유럽 외환위기 이후 1994-95년 멕시코 외환위기 및 1997~98년 동아시아 외환위기를 들 수 있다.

▷ 배경: 문순효과, 연계효과(Spillover), 순수 전염효과

- 문순효과: 여러 나라가 공통의 외부충격으로 해외차입이 과도하거나 경제구조가 취약한 국가가 먼저 외환위기를 겪고 순차적으로 확산
- 연계효과(무역과 투자): 특정 국의 통화가 외환위기로 급격히 평가절하될 경우, 그 국가와 무역 또는 금융시장을 통해 긴밀하게 연계되어 있는 인접국들이 자국 통화를 경쟁적으로 평가절하하는 과정에서 투기세력의 공격 등으로 외환위기가 전파되는 효과
- 순수 전염효과: 특정 국가의 외환위기가 유사한 경제구조를 보유한 국가에 대해 투자자들이 동일한 인식을 갖게 됨으로써 위기가 전염되는 효과

2.4 현대금융위기의 특징

- 지역적 파급에 의한 광역성, 센터간 파급에 의한 복합성, 국제유동성 위기, 민간 자본주도의 4가지로 정리할 수 있음.
- 첫 번째 특징: 지역적 파급성
- 두 번째 특징: 위기 섹터 간에 파급 연동-> 몇 가지 위기가 중첩적으로 나타나는 복합적(통화위기, 자산디플레이션, 은행위기, 경제위기) 위기
- 세 번째 특징: 국제유동성위기이다
- 네 번째 특징: 세계적인 초저금리 기조 환경 지속되는 가운데, 부채 축소(deleveraging) 실패한 가계, 낮은 퍼포먼스(영업이익)의 기업 발생

III. 몽골 외환위기 분석

3.1 경제 펀더멘털

1) 경제성장률

- 2008년 이후 경제성장률 추이 불안정
- 2010년 이후 2016년까지 하락

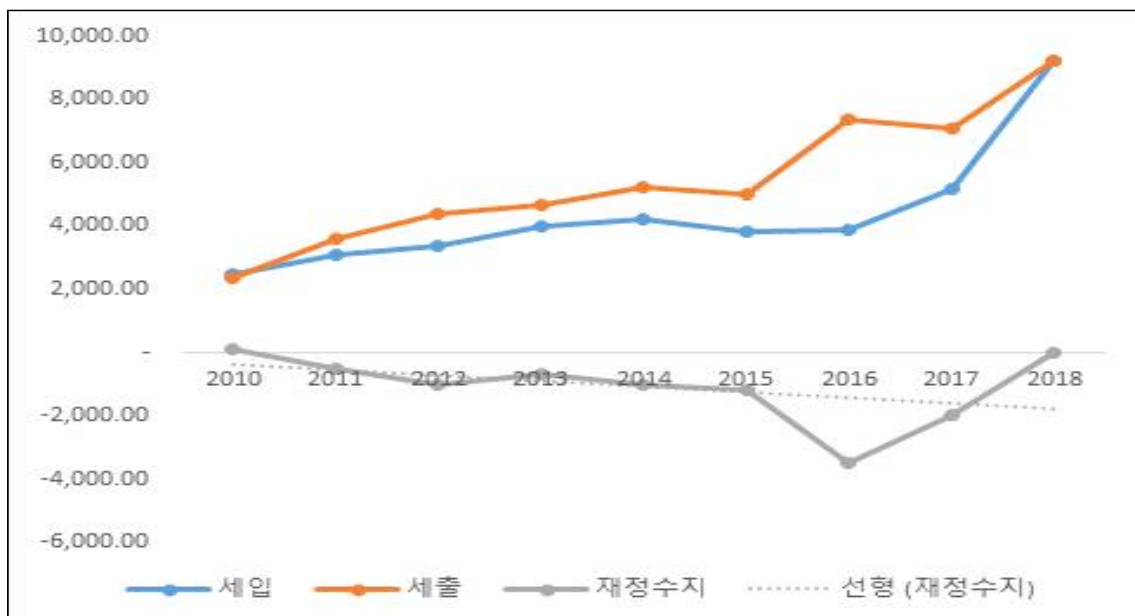
<그림 1> 경제성장률



2) 재정수지

- 재정적자 장기 지속
- 2014년부터 2016년까지 세입 감소

<그림 2> 재정수지 추이



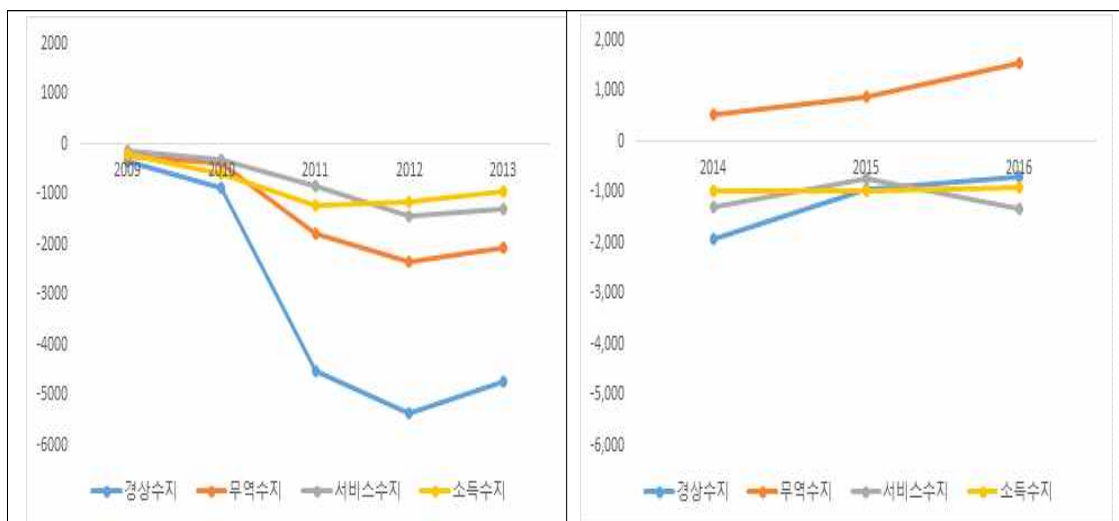
3) 경상수지

- 2006년 이후 경상수지 적자 지속
- 2012~2016년 사이 경상수지 개선
- 경상수지 구조 변화
- 수출입 추이 변화

<그림 3> 경상수지 추이

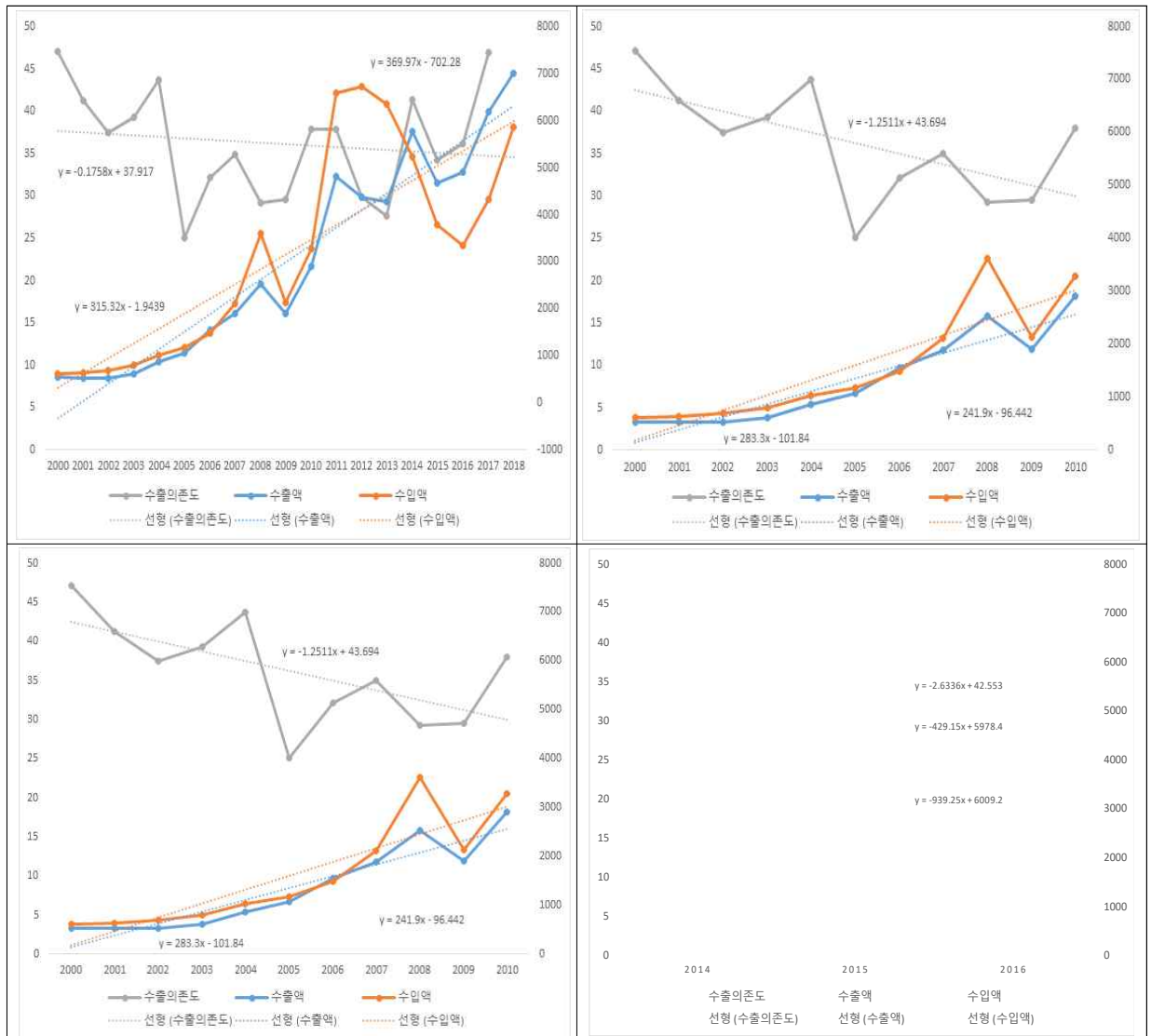


<그림 4> 경상수지 구조 변화



<그림 5> 수출입 추이

단위: 백만달러, %

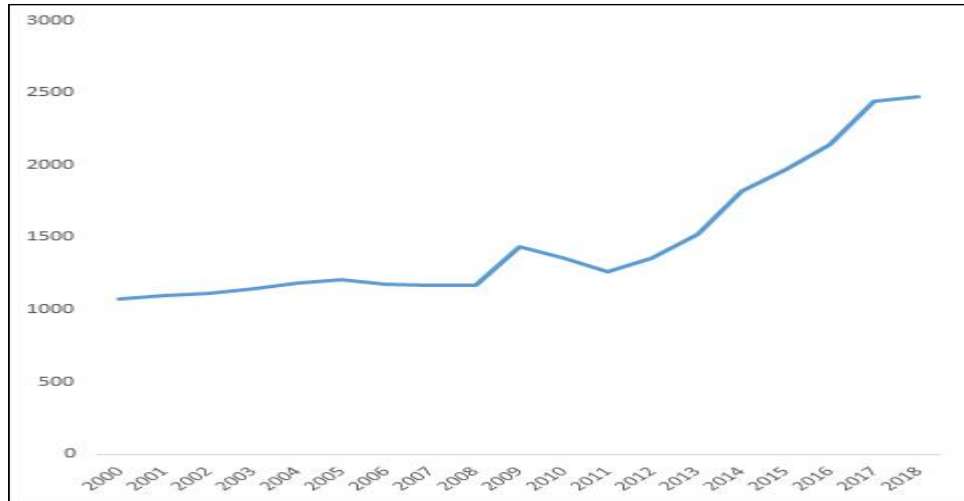


자료: UNCTAD. 2019.7.

4) 환율

- 수출 감소에 교역조건 변화 영향 없는 것으로 판단.

<그림 6> 환율추이



3.2 자기실현적 투기공격

- 2세대 모델 검증을 위해서는 평가절하에 대한 시장참가자들의 예상 등 심리적 변수를 계량화하여야 함
- 따라서 외환보유액 추이, 가용 외환보유액을 토대로 검증.

<표 1> 외환유동성 추이

단위: 100만US\$

	외화보유액	외채발행잔액	순외채	대외순자산
2010	2196.7	275	1921.7	-6489.1
2011	2275.2	295	1980.2	-12314.4
2012	3930.3	2,655	1275.3	-19237.6
2013	2095.8	2,811	-715.2	-24641.3
2014	1540.4	2,889	-1348.6	-27229.3
2015	1246.5	3,711	-2464.5	-28631.6
2016	1240.1	4,701	-3460.9	-29345.5
2017	2839.2	6,868	-4028.8	-32025.9
2018	2779.9	6,701	-3921.1	-33367.3

자료: 외화보유액 IMF, 외채발행잔액 BIS

주: 대외순자산은 대외자산에서 대외부채액을 차감한 금액. 직접투자, 증권투자, 금융파생상품, 기타투자(차입, 현예금, 대출), 외화준비액의 잔액이 포함됨.
각 연말잔액 기준.

- 대외 순부채가 지속적으로 증가하고 있음.

- 외채발행액 기준으로 순외채가 2013년 마이너스로 전락한 이후 2014년부터 급속히 증가
- 2013년부터 외화준비액이 감소하기 시작하여 2016년까지 지속

<표 2> 외채발행구조

	외채발행잔액	금융기관	정부	기업
2010	275	175		100
2011	295	195		100
2012	2,655	1,055	1,500	100
2013	2,811	1,191	1,500	120
2014	2,889	1,269	1,500	120
2015	3,711	1,437	2,154	120
2016	4,701	1,437	3,144	120
2017	6,868	766	5,982	120
2018	6,701	1,273	5,328	100

- 외화 자본유입 경로: 정부, 금융기관, 기업
- 경상수지적자와 잠재적인 외환유동성 부족으로 인해 자본유출이 발생하고 외환보유고가 감소했지만, 헤지펀드 등에 의한 환차익을 목적으로 한 투기적 행위는 크게 나타나지 않은 것으로 판단됨.

▷ 2세대 모델을 확인하기 위한 남은 과제

- 거주자외화예금: 증가라면 자기실현적 투기 or 감소(?) -> 자기실현적 투기공격 or 합리적 경제행위 ? 개인의 달러 매입(?)
- 외국인 주식투자자금 변화: 순유출(?)
- 선물환율 > 현물환율

IV. 몽골의 부채구조

4.1 부채에 대한 기존 견해

- Vague(2014) 민간부문의 채무가 GDP대비 100~150%(공적부문 55%)에서 경제위기 발생. 1991년 일본, 2007~2008년 미국, 2016~2017년 몽골.
- Hudson(2013) 채무 디플레이션 스파이럴은 민간채무 과열의 결과.
- Ritholtz(2012) 금융위기 예측에서 공적채무보다 민간채무 실태 파악이 더 중요.

4.2 몽골 부채구조의 특징

1) 부채 현황

- 채무 총액은 120억달러, GDP 대비 330%. 대부분이 민간부분에 의한 것임.
- 2016년 말 현재, 부채 총액은 73.4조 투그릭, GDP 대비 303%.
- 이 가운데 공적부문은 92%, 민간부문은 211%
- 2008년에는 채무총액 83%, 공적채무 32%, 민간채무 51%.
- 공적부채 증가

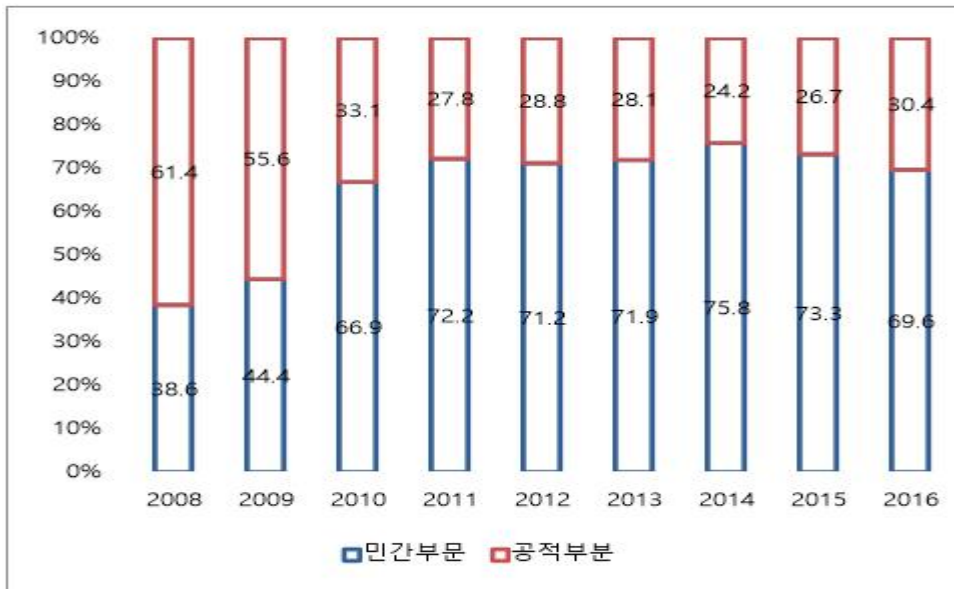
<그림 7> 부채현황: GDP대비



2) 부채 구성

- 2008년 민간부채 비중은 총부채의 14%, 2011년에 72%로 증가하여 70% 전후에 머물러 있음
- 민간부채 증가는 2008~2012년 사이의 채굴 붐의 영향
- 이 시기의 민간부채는 대부분 상환기간이 5~8년으로 2020년에 만기가 도래

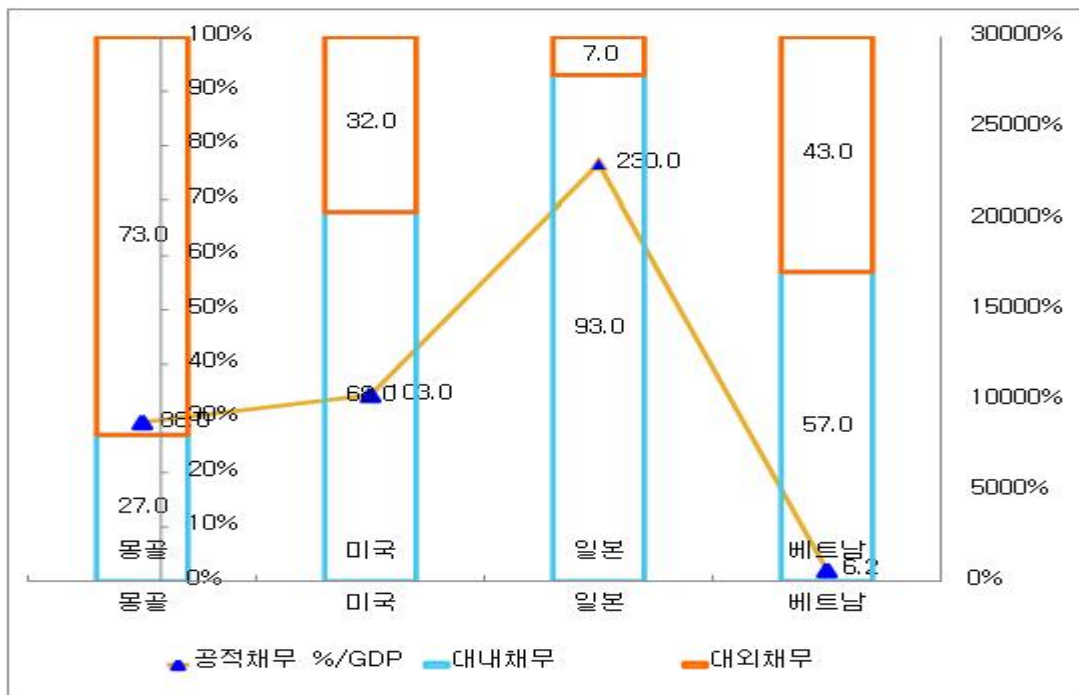
<그림 8> 부채구성: 공적부채와 민간부채



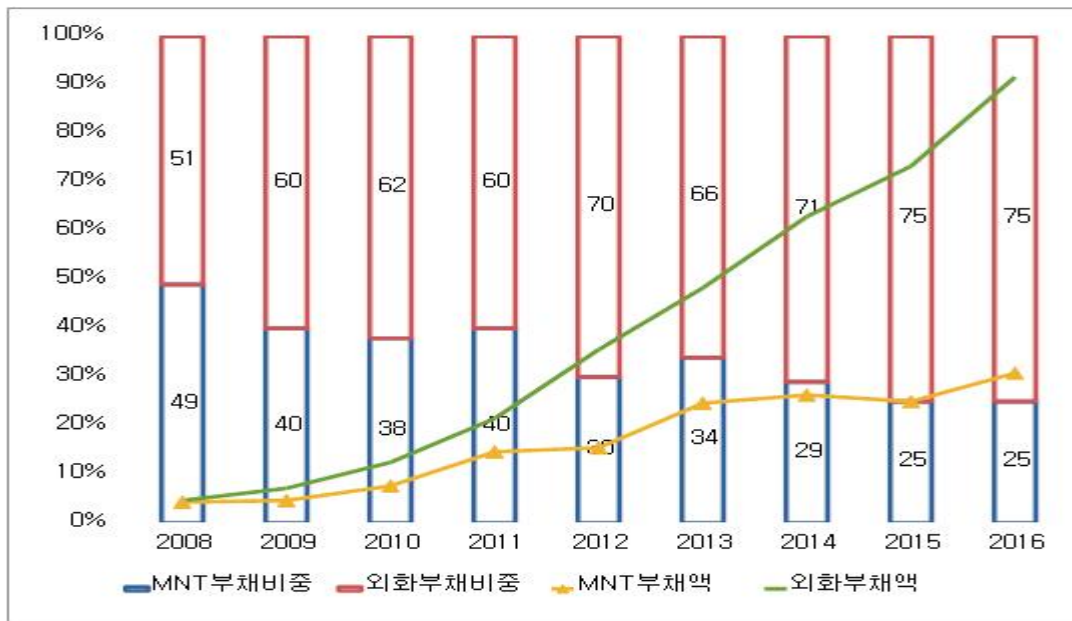
3) 외화부채와 MNT부채

- 대외 채무 비중 높음
- 외화부채액 급격히 상승
- 외화부채 비중 확대

<그림 9> 공적채무 구성비와 대GDP 비중



<그림 10> 부채액과 통화구성 추이

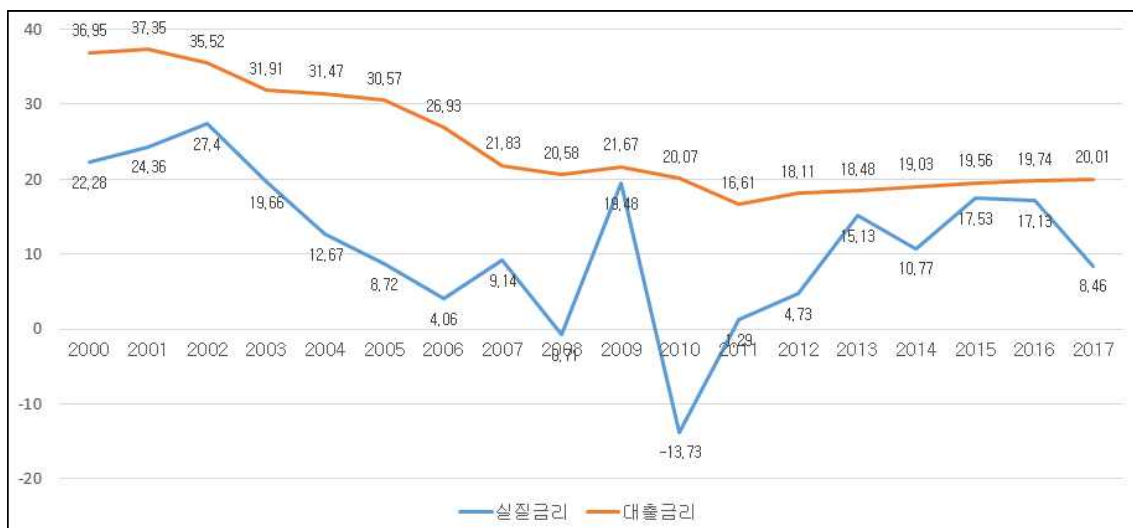


V. 몽골의 자본시장 구조: 채권시장

5.1 금리구조

- 고금리 지속

<그림 11> 금리구조



5.2 시장환경

- 시장환경: 자원가격 하락, 경기침체, 고금리, 부실채권, 은행 대출시장 냉각
- 기업: 자금조달 의욕 저조
- 정부: 공적채무 GDP의 85%(2017년), 국채발행 지속.
- 금융기관: 은행 부실채권문제로 용자규모 축소 추세
- 결과: 자금 운용처-> 국채

2. 국채시장

- 국채신규발행 3/4 중앙은행 옥션으로 매각(매주 월요일). 1/4는 증권시장.
- 매주 월요일 옥션, 참가자 대부분 은행.
- 1/4는 증권회사(대부분 은행 자회사)
- 결과적으로 신규발행 90% 은행 보유
- 국채시장의 1차 시장만 활성화
- 은행: 고금리의 운용처로서 국채 매입, 만기보유.
- 2차 시장 거래액은 발행잔액의 15% 수준.
- 직접거래, 은행간 규모 및 재무 건정성에 격차도 큰 요인
- 높은 국채금리(2017년 13~14%)로 외국 투자가가 매입. IMF 이후(2018년) 10%로 하락

2. 단기금융시장

- 은행 유동성 과잉: 대출 시장 신용경색 -> 은행 간 거래 저조, 리보 시장 부재.
- 최대 원인: 중앙은행의 지속적인 국채발행(1, 3, 6개월 만기/ 주 2회 발생)
- 은행의 과잉 유동성: 중앙은행채 매입-> 은행간 거래 인센티브 제로.
- 은행 B/S: 국채보유 70%, 중앙은행채 30%

V. 결론

1) 몽골 외환위기의 원인

기존 견해:

- 과도한 천연자원 의존 경제구조. 이로 인한 경제 불안정.
- 2014년 대비 환율 폭락
- 높은 정책금리(2016년 15%대)
- 불안정한 금융정책, 재정구조.

본 연구:

- 1세대 모델에 가장 근접한 것으로 분석됨.

2. 외환위기 재현 가능성

- 재현 가능성 구조적으로 잠재
- 국내 자본시장 활성화 및 금융시스템 개혁 필요
- 민간부문 부채구조 개선 시급

###