

우리나라 換率制度의 改編方向

한국 조세 연구원

序 言

WTO體制的 出帆, OECD 加入 등에 대비하고 國內企業의 國際競爭力을 提高하기 위하여 政府는 1995년부터 外換 및 資本에 대한 규제를 점차 緩和하는 내용의 外換制度改革計劃을 발표하였다. 이 計劃에 따르면 第2段階 기간(1996~1997년)중에 換率制度를 先進國形의 變動換率制度로 이행하도록 검토하는 것으로 되어 있다.

資本流出入에 대한 規制가 완화될 경우 資本移動의 규모가 증가하게 되고 外換去來의 규모도 증가하게 될 것이다. 이에 대하여 外換集中制를 正지하고 外換의 保有 및 去來에 대한 規制를 완화할 경우 中央銀行의 外換에 대한 장악력이 약화될 것이다. 이에 따라 中央銀行 등 管理當局이 外換市場에 介入하여 換率을 효율적으로 조정하기가 어렵게 될 것이다.

특히 國內金利가 國際金利에 比하여 상당폭 높은 수준을 유지하고 있는 상황에서 外換 및 資本自由化를 추진하고 있기 때문에 海外로부터 資金이 대규모로 유입되어 國內通貨의 가치를 상승시키는 압력으로 작용하게 될 우려가 있다. 이와 같은 海外資本流入으로 인한 國內通貨 가치의 上昇效果를 차단하기 위하여 中央銀行이 外換을 매입할 경우 通貨管理가 매우 어렵게 될 것이다. 게다가 현재와 같이 換率의 日間 變動幅을 제한하는 등으로 國內通貨의 가치가 점진적으로 상승하도록 유도할 경우 가까운 미래에 國內通貨의 가치가 더욱 상승할 것이라는 期待가 형성될 수 있다. 이때 換差益을 노린 핫머니가 大量으로 유입되어 換率 및 通貨管理는 더욱 어렵게 될 것이다.

한편 變動換率制度로 이행할 경우 換率의 短期變動性이 증가하고

換率이 때때로 經常收支를 균형시키는 적정한 수준으로부터 큰 폭으로 離脫할 수 있기 때문에 國內企業의 輸出競爭力이 약화되고 貿易收支가 악화되는 결과를 초래할 수 있을 것이다. 우리나라의 경우 국내에서 생산되는 제품 중 海外로 輸出되는 비중이 높기 때문에 輸出이 부진하게 될 경우 經濟에 미치는 惡影響이 상당히 클 것으로 예상된다.

이와 같은 사실들을 고려할 때 앞으로 우리나라가 어떤 換率制度를 채택하고 換率을 어떻게 운용해야 될 것인가에 대한 體系의인 研究가 절실하게 요구되는 상황이다. 本 研究에서는 각 換率制度 하에서 換率變動의 특성을 實證의으로 분석하고 우리나라의 경우 換率變動이 輸出에 미치는 影響 및 換率運用이 通貨管理에 미치는 影響 등을 綜合的으로 검토하여 換率制度의 改編方向을 제시하였다. 研究의 결과는 換率政策의 立案이나 다른 研究에 있어서 좋은 참고가 될 것으로 기대된다.

어려운 與件下에서도 研究와 報告書의 집필을 담당한 本 研究院 金宗萬 博士의 노고를 치하하는 바이다. 아울러 報告書의 草稿를 읽고 값진 論評과 提案을 아끼지 않은 弘益大學校의 朴元巖 教授와 韓國開發研究院의 趙東徹 博士에 감사드린다. 또한 院內세미나에서 본 연구원의 많은 博士들이 여러가지 유익한 論評과 提案을 하여 연구의 가치를 더욱 높이는 데 기여하였다. 研究를 수행함에 있어서 資料 및 原稿整理를 위하여 수고한 李除憲 研究員과 廉世羅 研究助員의 노고도 치하하는 바이다.

끝으로 本 報告書에 수록된 내용은 전적으로 筆者 個人的 意見이며 本 研究院의 公式見解가 아님을 밝혀 둔다.

1996년 10월

韓國租稅研究院 院長 崔 洸

目 次

第 I 章 序 論	11
第 II 章 換率制度와 換率變動의 特性	17
1. 各國의 換率制度	18
2. 換率制度와 換率의 短期變動性	22
3. 換率制度와 換率의 均衡水準 離脫	37
4. 通貨政策의 規律弛緩 및 國際的인 資本移動과 換率變動	48
5. 換率의 短期變動性增加 및 均衡水準 離脫이 經濟에 미치는 影響	63
第 III 章 換率變動과 輸出競爭力	68
1. 換率變動이 輸出價格에 미치는 影響	70
가. 換率變動의 直接效果	71
나. 換率變動의 間接效果	75
2. 換率變動이 輸出價格에 미치는 非對稱的 效果?	85
3. 輸出價格과 輸出物量 變動	96
4. 원/달러 換率變動과 輸出價格 및 輸出物量의 調整過程	101
5. 換率變動과 交易條件	108
第 IV 章 換率運用과 通貨管理	116
1. 外換需給과 通貨管理의 變遷	118
2. 外換 및 通貨管理 費用	122
3. 外換 및 資本自由化와 通貨管理	139
4. 未來 換率에 대한 期待와 핫머니의 流出入	151

第 V 章 外國의 換率制度變更 및 換率運用 事例	161
1. 臺 灣	161
2. 濠 洲	168
3. 뉴질랜드	174
4. 싱가포르	179
5. 우리나라 換率制度 改編과 관련된 示唆點	184
第 VI 章 우리나라 換率制度의 改編方向	186
1. 現행의 市場平均換率制度를 유지하는 方案	188
2. 目標換率帶制度로 移行하는 方案	193
3. 變動換率制度로 移行하는 方案	198
4. 結論 및 政策 示唆點	203
參 考 文 獻	212

表 目 次

〈表 II - 1〉 換率制度別 IMF會員國 數	19
〈表 II - 2〉 固定換率制度下에서 換率의 短期變動性	23
〈表 II - 3〉 變動換率制度下에서 換率의 短期變動性	25
〈表 II - 4〉 EMS 參與通貨間 換率의 短期變動性	28
〈表 II - 5〉 其他 主要國 換率制度의 變遷과 對美달러 換率의 短期變動性	30
〈表 II - 6〉 主要國 通貨의 其他通貨에 대한 換率의 短期變動性	36
〈表 II - 7〉 主要國 通貨 實質實效換率의 最大振幅	39
〈表 II - 8〉 EMS 發足 以後 主要國 通貨 實質實效換率의 最大振幅(1979年 1/4分期~1995年 2/4分期) ...	41
〈表 II - 9〉 主要國의 貿易相對國別 輸出入 比重(1994年) ...	43
〈表 II - 10〉 其他 主要國의 換率制度와 實效換率의 最大振幅 ...	44
〈表 II - 11〉 主要國 外換市場의 現物換去來와 輸出入 規模	52
〈表 II - 12〉 1995年 4月中 3大 外換市場의 通貨別 日平均 去來規模	53
〈表 II - 13〉 期間別 世界 및 主要國의 年平均 輸出入 增加率 ...	64
〈表 III - 1〉 원/달러 換率 1% 上昇으로 인한 生産原價 要素價格의 1次的인 上昇效果	83
〈表 III - 2〉 원/달러 換率이 1% 上昇할 경우 輸出價格의 1次的 下落 效果	84
〈表 III - 3〉 원/달러 換率이 1% 變動할 경우 原價要素에 미치는 1次的인 效果	93

〈表 III - 4〉 원/달러 換率이 1% 變動할 경우 輸出價格에 미치는 1次的인 效果	94
〈表 III - 5〉 원/달러 換率 1% 上昇 以後 原價要素 價格 및 輸出價格 調整	104
〈表 III - 6〉 원/달러 換率 1% 上昇으로 인한 輸出價格, 輸出物量 및 輸出金額 調整	106
〈表 III - 7〉 원/달러 換率變動의 影響이 非對稱的인 것으로 假定할 경우 調整 過程	107
〈表 IV - 1〉 國際收支 推移	118
〈表 IV - 2〉 部門別 本源通貨 供給推移	119
〈表 IV - 3〉 手段別 民間部門 本源通貨 還收 推移	123
〈表 IV - 4〉 國內外 年平均 金利 推移	126
〈表 IV - 5〉 韓國銀行 支給利子와 割引料 推移	127
〈表 IV - 6〉 韓國銀行 損益 推移	129
〈表 IV - 7〉 韓國銀行 統計 基準 海外部門 通貨管理 費用 推定	131
〈表 IV - 8〉 韓國銀行 外貨資産 運用 및 收益 規模 推定 ..	134
〈表 IV - 9〉 實際 海外部門 通貨管理 費用 推定	137
〈表 IV - 10〉 最近 國際收支 推移 및 展望	140
〈表 IV - 11〉 經常收支 및 資本收支 展望值가 원/달러 換率에 미치는 影響	143
〈表 IV - 12〉 원/달러 換率變動으로 인한 貿易收支 變動效果 ..	144
〈表 IV - 13〉 本源通貨管理 및 通貨還收額 展望	145
〈表 IV - 14〉 通貨安定證券 發行殘額 및 割引料 展望	147
〈表 IV - 15〉 韓國銀行 收支 展望	148
〈表 IV - 16〉 韓國銀行 收支差로 인한 通貨增加 效果	149
〈表 IV - 17〉 期間 換率變動率의 時系列的 特性	153
〈表 VI - 18〉 臺灣의 資本流出入 關聯 統計	156

〈表 V-1〉	臺灣의 主要 經濟指標 推移	164
〈表 V-2〉	濠洲의 主要 經濟指標 推移	171
〈表 V-3〉	뉴질랜드의 主要 經濟指標 推移	176
〈表 V-4〉	싱가포르의 主要 經濟指標 推移	181
〈表 VI-1〉	우리나라 貿易의 決濟通貨 構成比	189
〈表 VI-2〉	우리나라 統合財政收支	205
〈表 VI-3〉	우리나라 稅入豫算 內譯	205

圖 目 次

[圖 III-1]	원/달러 換率 1% 上昇으로 인한 原價要素 價格 및 輸出價格 調整	103
[圖 III-2]	원/달러 換率이 1% 上昇할 경우 輸出價格, 輸出物量 및 輸出金額 調整過程	105
[圖 IV-1]	外貨資産 流入과 運用의 흐름	132
[圖 V-1]	臺灣의 總通貨(M ₂) 및 換率變動	165
[圖 V-2]	臺灣의 短期金利 變動	167
[圖 V-3]	濠洲의 總通貨(M ₂) 및 換率變動	172
[圖 V-4]	濠洲의 短期金利 推移	173
[圖 V-5]	뉴질랜드의 總通貨(M ₂) 및 換率變動	177
[圖 V-6]	뉴질랜드의 利子率 變動推移	178
[圖 V-7]	싱가포르의 總通貨(M ₂) 및 換率變動	182
[圖 V-8]	싱가포르의 利子率 推移	183

第 I 章 序 論

우리나라는 해방 이후 최근까지 中央銀行이 外換을 集中하여 관리하고 換率의 결정에 있어서도 直·間接적으로 干涉해 온 것이 사실이다. 특히, 1986년부터 1989년까지의 기간을 제외하고는 經常收支가 장기간 赤字를 기록하였기 때문에 換率이 國內企業의 輸出競爭力을 유지하기에 적절한 水準에서 安定되도록 많은 노력을 기울여 왔다. 그 결과 輸出이 급격하게 증가하여 經濟成長에 큰 도움이 되었던 것으로 판단된다.

그런데, 이와 같은 外換 및 換率運用은 通貨管理에 큰 부담을 주게 되었다. 1986년부터 1989년까지 經常收支黑字와 1992년 이후 資本收支黑字로 인한 外換의 超過供給을 中央銀行이 買入하여 흡수하는 과정에서 증가한 本源通貨를 通貨安定證券을 발행하는 등으로 還收하였다. 그 결과 1995년 말에는 通貨安定證券의 發行殘額이 2兆 5千億원을 초과하게 되었으며 같은 해 通貨安定證券 發行割引料가 2兆 5千億원을 초과하는 등 通貨管理費用이 급증하게 되었다. 이와 같은 通貨管理費用의 증가는 中央銀行의 收支를 악화시킴과 동시에 自動的인 通貨膨脹의 요인으로 작용하게 되었다. 또한 中央銀行이 매년 막대한 규모의 通貨安定證券을 발행하게 됨에 따라 驅逐效果가 발생하여 國內金利의 下向安定을 저해하는 요인으로 작용할 수도 있게 되었다.

앞으로 換率이 적절한 수준에서 유지되도록 管理할 경우 通貨管理가 매우 어렵게 될 것이다. 즉 資本移動의 규모가 증가함에 따른 換率變動의 효과를 차단하기 위하여서는 中央銀行이 外換市場에 대 규모로 介入하여야 하기 때문에 이에 따른 通貨量 변동의 폭이 더

욱 커지게 될 것이다. 게다가 換率이 점진적으로 조정되도록 관리할 경우 換率變動의 前後關係를 이용하여 가까운 미래의 換率變動을 예측할 수 있게 되기 때문에 換差益을 노린 핫머니의 流出入으로 인하여 通貨管理가 더욱 어렵게 될 것이다¹⁾.

外換 및 資本自由化가 추진됨에 따라 管理當局이 가능한 手段을 동원하여 換率을 적정한 수준에서 유지되도록 관리하기가 어렵게 될 것이다. 먼저, 外換集中制가 정지되고 民間의 外換保有 및 去來에 대한 規制가 철폐됨에 따라 中央銀行을 비롯한 管理當局의 外換에 대한 獨占力이 약화되기 때문에 換率이 의도하는 방향으로 調整되도록 유도하기가 어렵게 될 것이다²⁾.

또한 資本流出入에 대한 規制가 緩和될 경우 換率은 資本移動의 방향이 바뀔에 따라 크게 변동하게 될 것이다. 과거 우리나라는 海外資本의 導入에 있어서 經常收支의 변동을 고려하여 결정하거나 海外施設財의 導入과 連繫하여 허용하는 등으로 外換의 需給을 源泉的으로 관리해 왔기 때문에 資本流出入이 換率에 미치는 영향은 크지 않았다. 그러나 資本自由化가 진전됨에 따라 이와 같은 外換需給의 源泉的인 관리가 어려워질 것이기 때문에 換率管理가 그만큼 어렵게 될 것이다.

게다가 外換 및 資本에 대한 規制가 緩和될 경우 換率은 현재의 國內經濟狀況 뿐만이 아니고 미래에 예상되는 경제상황의 변동과 利率 등 外國經濟狀況의 변동도 반영하여 변동하게 된다. 따라서 管理當局이 현재에 동원 가능한 政策을 조정함으로써 換率에 영향을 미치기가 어렵게 될 것이다.

- 1) 換率管理의 방법에 따른 미래의 換率變動에 대한 豫測可能性의 차이와 이로 인한 핫머니의 流出入 및 通貨管理에 미치는 영향 등에 대한 보다 자세한 論議는 金宗萬, 『國際通貨制度의 改編論議와 우리나라의 對應』, 1996 참조.
- 2) 外換 및 資本自由化가 換率에 미치는 영향에 관하여 보다 자세한 논의는 金宗萬, 『外換 및 資本自由化가 換率에 미치는 影響』, 1995 참조.

한편 國際經濟環境의 변동이나 OECD 加入 등을 고려할 때 우리나라는 外換 및 資本에 대한 規制를 완화하지 않을 수 없는 상황인 것으로 판단된다. WTO體制의 출범으로 인하여 國境을 超越한 無限競爭時代에 돌입하게 되었다. 이와 같은 상황에서도 外換의 保有 및 去來나 資本流出入에 대한 規制를 계속할 경우 國內企業의 競爭力을 약화시키는 결과를 초래하게 될 것이다. 게다가 外換 및 資本에 대한 規制를 계속하고 金融市場 開放을 보류할 경우 外國과의 貿易摩擦이 더욱 심화될 것이다. 또한 우리나라가 OECD에 加入할 경우 外換 및 資本에 대한 規制를 緩和하고 國內金融市場을 開放하지 않을 수 없을 것이다.

先進國이 變動換率制度로 이행한 후 주요 通貨間 換率의 短期變動性이 증가하고 換率이 때때로 적정한 均衡水準에서 큰 폭으로 離脫하고 있기 때문에 世界經濟 전체에 큰 악영향을 미치게 되었다고 주장하는 사람들도 있다. 이와 같은 문제를 해결하기 위해서는 주요 通貨間 換率을 보다 안정적으로 관리할 수 있는 새로운 國際通貨制度로의 改編이 필요하다는 주장이 대두되고 있다. 그런데, 현재 주요 先進國들의 經濟狀況을 고려할 때 가까운 시일 내에 國際通貨制度의 改編이 단행되기는 어려울 것으로 판단된다³⁾.

이러한 國內外的 상황을 고려할 때 앞으로 우리나라가 어떤 換率制度를 채택하고 換率을 어떻게 관리할 것인가에 대한 體系的인 研究가 필요한 것으로 판단된다. 특히 換率變動이 輸出入 등 實物經濟에 미치는 영향과 外換 및 換率運用이 通貨管理에 미치는 영향을 종합적으로 分析 評價하여 換率制度를 어떻게 改編해야 할 것인가에 대한 연구가 필요하다.

이와 같은 필요성에 부응하여 本 研究에서는 世界各國이 채택하고 있는 換率制度下에서 換率變動의 特性을 비교해 보고 이에 따른

3) 國際通貨制度의 改編의 方向, 可能性 및 展望에 대한 보다 자세한 論議는 金宗萬 前掲書 참조.

經濟的인 문제점들을 파악해 보았다. 또한 우리나라의 경우 換率變動이 輸出入에 미치는 영향을 파악해 봄으로써 換率制度 改編의 결과 換率變動의 특성이 달라짐에 따라 實物經濟에 미치는 영향을 추정해 보았으며, 현행 換率制度下에서 外換 및 換率運用의 결과 通貨管理에 미치는 영향을 분석해 보았다. 나아가 經濟發展의 단계가 우리나라보다 약간 앞서거나 유사한 것으로 평가되는 다른 나라들의 換率制度和 換率運用의 실태를 비교해 보았으며 마지막으로 우리나라 換率制度 改編의 方案에 대하여 고찰해 보았다.

연구의 결과를 종합할 때 外換 및 資本自由化를 추진함에 따라 換率을 현재와 같이 관리하기가 어려워질 것이라는 결론에 도달하게 되었다. 특히 資本移動에 따르는 外換需給의 변동이 換率에 미치는 영향을 차단하기 위하여 中央銀行이 外換市場에 개입할 경우 通貨管理에 막대한 부담을 주게 될 것이다. 이 점을 고려할 때 앞으로 外換 및 資本自由化가 어느 정도 진전된 상황에서는 變動換率制度로의 改編이 불가피할 것으로 판단된다. 그런데 變動換率制度로 이행할 경우 換率의 短期變動性이 증가하고 換率을 國內企業이 輸出競爭力을 유지하기에 적절한 수준에서 관리하기가 어려워지기 때문에 輸出에 상당한 타격을 입히게 될 것으로 판단된다.

本 報告書의 구성은, 다음의 第II章에는 世界各國이 채택하고 있는 여러 種類의 換率制度下에서 換率變動의 特性을 분석한 결과를 수록하였다. 특히 각 換率制度下에서 換率의 短期變動性和 換率이 均衡水準으로부터 離脫하는 정도를 比較·分析하여 정리하였다. 또한 각 換率制度下에서 換率의 變動이 그와 같은 特性을 갖게 되는 원인을 분석하고 그 결과 經濟에 미치는 영향을 파악한 결과도 수록하였다.

換率制度 및 換率運用의 결과 實物部門 중 輸出入에 가장 직접적으로 영향을 미치게 될 것으로 판단된다. 우리나라의 경우 國內에서 생산되는 제품 중 海外로 輸出되는 비중이 높기 때문에 輸出이

不振할 경우 經濟成長에 큰 지장을 초래하게 되는 것으로 파악되고 있다. 이와 같은 점을 감안하여 第Ⅲ章에는 換率變動이 輸出에 미치는 영향을 實證적으로 분석한 결과를 정리하였다. 특히 換率變動이 輸出價格에 미치는 직접적인 영향과 原價要素價格의 변동을 통한 간접적인 영향을 綜合하여 換率變動의 결과 輸出價格이 조정되는 과정을 추정하여 수록하였다. 또한 輸出價格의 변동에 따른 輸出物量의 변동효과를 추정하여 換率變動이 輸出에 미치는 長·短期的인 영향을 분석한 결과를 정리하였다.

第Ⅳ章에는 우리나라 外換 및 換率運用이 通貨管理에 미치는 영향을 분석한 결과를 정리하였다. 해방 이후 최근까지 우리나라 外換需給狀況의 변천과 通貨供給의 經路를 비교하여 外換 및 換率을 관리하기 위하여 海外部門에서 공급된 通貨의 규모를 파악하고 이를 還收하기 위하여 동원한 수단들을 파악하여 수록하였다. 또한 이와 같은 通貨管理를 위하여 中央銀行이 부담하는 費用의 규모를 파악하고, 이로 인하여 中央銀行의 收支 및 通貨量에 미치는 영향을 분석한 결과를 정리하였다. 나아가 앞으로 外換 및 資本自由化가 추진될 경우 海外資本의 流入이 換率 및 通貨管理에 미치는 영향을 분석한 결과도 정리하였다.

우리나라와 經濟發展段階가 유사한 臺灣은 1989년에 變動換率制度로 이행하였다. 또한 濠洲와 뉴질랜드는 각각 1983년과 1985년에 變動換率制度로 이행하였다. 이들 나라들이 換率制度를 개편하게 된 背景과 換率制度 改編을 전후한 기간에 있어서 經濟狀況을 비교해 봄으로써 많은 시사점을 발견할 수 있을 것이다. 이와 같은 관점에서 第Ⅴ章에는 臺灣, 濠洲 및 뉴질랜드가 變動換率制度로 이행하게 된 이유를 파악해 보고 換率制度를 改編하기 이전과 이후의 기간에 있어서 經濟成長, 通貨, 物價, 國際收支, 換率 및 金利 등 주요 經濟指標를 비교한 결과를 수록하였다. 아울러 外換 및 資本에 대한 규제가 완전히 撤廢되어 세계적인 國際金融의 중심지로 자리

잡고 있음에도 불구하고 아직도 換率을 관리하고 있는 싱가포르의 換率運用과 經濟狀況을 파악한 결과도 정리하였다.

마지막으로 第Ⅵ章에는 研究의 결과 파악된 중요한 점들을 요약하고 이에 비추어 우리나라 換率制度의 改編方案을 제시하였다. 특히, 현행의 市場平均換率制度를 유지하는 방안과 目標換率帶制度로 이행하는 방안 및 變動換率制度로 이행하는 방안 등 세 경우에 있어서 換率變動의 長·短期的인 특성이 輸出에 미치는 영향과 外換 및 換率運用의 결과 通貨管理에 미치는 부담 등을 비교하여 정리하였다. 아울러 앞으로 換率運用에 있어서 유의할 示唆點들을 정리하였다.

第 II 章 換率制度와 換率變動의 特性

經濟的인 측면에서 換率制度가 중요한 의미를 갖는 이유는 換率을 어떻게 管理하느냐에 따라 換率 短期變動性(short-term variance)의 크기와 換率이 中長期的으로 적정한 均衡水準에서 離脫하는 정도와 같은 換率變動의 特性이 달라지고 그 결과 貿易收支나 經常收支의 均衡을 비롯한 對外均衡(external balance)과 적정한 수준의 經濟成長과 就業率 등 對內均衡(internal balance)의 달성에 큰 영향을 미치게 되기 때문이다.

또한 換率의 變動을 규제하기 위해서는 中央銀行 등 管理當局이 外換市場에 개입하여 外換의 需給을 조절하여야 하고 이 과정에서 國內通貨의 供給量이 변동하기 때문에 換率制度에 따라 通貨政策 獨立性的 강도가 달라지게 된다. 즉, 外換의 超過供給이 발생하여 國內通貨의 가치가 지나치게 上昇하는 경우 이를 저지하기 위하여 中央銀行은 外換市場에서 外國通貨를 買入하고 그 대가를 國內通貨로 지급하기 때문에 通貨量이 증가하게 되어 物價上昇의 요인으로 작용할 수 있다. 반대로 外換에 대한 超過需要가 발생할 경우 國內通貨價値의 下落을 저지하기 위하여 中央銀行이 保有하고 있는 外換을 매각하면 民間이 보유하고 있는 通貨를 還收하게 되어 市中の 流動性이 감소하기 때문에 金利가 상승하고 投資가 萎縮되는 결과를 초래할 수 있다.

이와 같은 점을 고려하여 本 章에서는 현재 여러 나라가 채택하고 있는 換率制度는 어떤 것이 있으며, 각 換率制度下에서 短期 및 長期에 걸친 換率變動이 어떠한 特性을 가지는지에 대하여 實證的으로 分析해 보기로 하겠다. 아울러 換率制度 이외에 換率變動의

特性에 영향을 미칠 수 있는 通貨政策의 規律弛緩과 國際的인 資本移動 등 다른 요인에 대하여도 考察해 보기로 하겠다. 또한 換率의 短期變動性 증가와 均衡水準 離脫이 경제에 미치는 영향에 대하여서도 검토해 보기로 하겠다.

1. 各國의 換率制度

自國通貨와 外國通貨 사이의 교환비율 즉 換率의 변동을 규제하는 制度를 換率制度라 한다. 과거 각 나라가 채택하였거나 현재 세계 각국이 채택하고 있는 換率制度의 종류를 분류하여 系統表를 작성할 경우 한쪽 끝은 換率이 일정한 수준에서 고정되도록 통제하는 固定換率制度가 차지하고 반대편의 끝은 換率이 外換市場의 需要와 供給에 따라 자유롭게 결정되도록 허용하는 自由變動換率制度가 차지하게 된다. 이들 양 극단 사이에 換率의 변동을 어느만큼 엄격하게 규제하느냐에 따라 여러가지 다양한 형태의 換率制度가 존재하며 國際通貨基金(IMF) 會員國들이 채택하고 있는 換率制度를 分類整理한 결과는 <表 II-1>의 내용과 같다.

<表 II-1>에서 1995년 3/4分期 현재 IMF의 전체 會員 179個國 중 3분의 1을 약간 넘는 67個國이 固定換率制度를 채택하고 있는 것으로 나타나고 있다. 이 중 47個國은 自國通貨의 교환가치를 單一 外國通貨의 가치에 固定시키고 있고 나머지 20個國은 複數 外國通貨로 구성된 通貨바스켓의 가치에 고정시키고 있다.

單一の 外國通貨에 대하여 固定換率制度를 채택하고 있는 나라 중 아르헨티나, 베네수엘라, 파나마 등 일부 中南美 국가들과 이라크, 오만 등 일부 中東地域의 국가들 및 라이베리아, 나이지리아 등 일부 아프리카 國家들 등 23個國은 美國 달러貨에 대한 固定換率制度를 채택하고 있다. 우리나라의 경우 解放 이후 1979년 말까지의 기간에는 몇번에 걸쳐서 換率의 변동을 허용하는 등 우여곡절이 있

〈表 II-1〉 換率制度別 IMF會員國 數

(單位：個國)

		1989	1991	1993	1994	1995 (3/4分期)
單一通貨에 대한 固定 換率制度	美 달러 固定	32	24	21	23	23
	프랑스 프랑 固定	14	14	14	14	14
	SDR 固定	7	6	4	4	3
	其他通貨 固定	5	4	8	8	7
	小 計	58	48	47	49	47
通貨 바스켓에 대한 固定換率制度		35	33	26	21	20
固定換率制度 合計		93	81	73	70	67
管理變動 · 換率制度	單一通貨에 대한 제한的變動換率 ¹⁾	4	4	4	4	4
	제한的인 集團變動換率 ²⁾	9	10	9	9	10
	指數連繫變動換率	5	5	4	3	3
	其他管理變動換率	21	27	29	33	38
	小 計	39	46	46	49	55
獨立的인變動換率制度		20	29	56	58	57
IMF會員國 總數		152	156	175	178	179

註：1) 對美 달러 制限的變動換率, 2) EMS 會員國
 資料：IMF, *International Financial Statistics*, 1996년 1월호

기도 하였지만 美國 달러貨에 대한 固定換率制度가 기초를 이루었다. 카메룬, 가봉 등 과거 프랑스 植民地에서 獨立한 14個國은 프랑貨에 대한 固定換率制度를 채택하고 있다. 또한 리비아, 미얀마, 세이셸리스 등 3個國은 IMF의 特別引出權(Special Drawing Right : SDR)¹⁾에 대하여 固定換率制度를 채택하고 있고 7個國은 기타 다

1) SDR은 美國 달러(比重：40), 獨逸 마르크(21), 日本 엔(17), 英國 파운드(11) 및 프랑스 프랑(11) 등 5個 通貨로 구성된 通貨바스켓이기 때문에 이에 대한 固定換率制度를 通貨바스켓에 대한 固定換率制度로 구분할 수도 있을 것이다.

른 外國通貨에 대하여 固定換率制度를 채택하고 있다²⁾.

현재 複數의 外國通貨로 구성된 通貨바스켓에 대하여 固定換率制度를 채택하고 있는 나라에는 쿠웨이트, 요르단 등 중근동 국가들과 태국, 방글라데시 등 아시아 국가들 및 체코, 슬로바키아, 아이슬란드 등이 포함된다. 이들 國家들이 自國通貨의 가치를 固定시키기 위하여 外國通貨 바스켓을 구성함에 있어서 각 外國通貨에 적용하는 加重值를 해당국에 輸出入의 비중에 따라 결정하는 경우가 대부분이다. 우리나라의 경우 1980년 초부터 1990년 2월까지 通貨바스켓에 대한 固定換率制度를 채택하였다.

그런데 현재 대부분의 國家들이 通貨自體의 內在價値가 전혀 없는 紙幣(paper money)本位制度를 채택하고 있기 때문에 固定換率制度를 채택하더라도 換率을 어떤 한 수준에서 영원히 고정시키는 경우는 극히 드물고 換率을 일정한 水準에서 유지하다가 國際收支나 經濟狀況이 변동할 경우 基準換率(parity rate)을 조정한 수준에서 다시 換率을 고정시키는 과정을 반복하는 固定換率制度의 형태를 취하는 경우가 대부분이다³⁾.

같은 表에서 현재 換率의 變動을 허용하되 여러가지 방식으로 자유로운 변동을 제한하는 管理變動換率制度를 채택하고 있는 나라는 55個國인 것으로 나타나고 있다. 이 중 사우디아라비아, 바레인, 카타르, 아랍土侯國聯邦 등 4개국은 美國 달러貨에 대하여 管理變動換率制度를 채택하고 있으며 칠레, 에콰도르, 니카라과 등 3個國은 각국이 정한 指數(indicator)의 변동에 따라 換率을 조정하고 있다. 獨逸, 프랑스, 스페인 등 유럽의 10個國은 유럽通貨體制(European Monetary System : EMS)를 구성하고 참여국 통화 상호간의 換率

2) 레소토, 스와질란드, 나미비아 등 세 나라는 남아프리카의 랜드貨, 부탄은 印度의 루피貨, 산마리노는 이탈리아의 리라貨, 키리바티는 濠洲 달러貨, 에스토니아는 獨逸 마르크貨에 대하여 각각 固定換率制度를 채택하고 있다.

3) 이와 같은 固定換率制度를 'crawling peg'라 한다.

이 基準換率을 중심으로 일정한 범위 내에서만 變動하도록 허용하고 있다. 中國, 싱가포르, 말레이시아 등 아시아 지역의 國家들과 브라질, 콜롬비아, 우루과이 등 南美 國家들 및 폴란드, 러시아聯合 등 과거 共產圈 國家들을 포함하여 38個國은 換率의 變動을 허용하되 여러가지 방법으로 制限하는 기타 형태의 管理變動換率制度를 채택하고 있다.

우리나라는 1990년 3월부터 日間 換率變動의 許容幅을 직전거래일의 각 外換去來의 金額과 적용된 換率을 기준으로 산출한 加重平均換率을 중심으로 일정한 범위로 한정하고 있다. IMF는 이와 같은 현재 우리나라의 換率制度를 기타 형태의 管理變動換率制度로 분류하고 있다.

自國通貨의 가치를 어떤 外國通貨의 가치에도 連繫시키지 않고 獨立的으로 變動換率制度를 채택하고 있는 나라는 전체 IMF 會員 179個國 중 3분의 1에 약간 못미치는 57個國인 것으로 나타나고 있다. 美國을 비롯하여 日本, 英國, 이탈리아, 캐나다, 스위스 등 주요국들이 變動換率制度를 채택하고 있으며 EMS에 참여하고 있는 국가들도 自國通貨의 이들 주요국 通貨에 대한 換率은 자유롭게 變動하도록 허용하고 있다⁴⁾. 世界經濟 전체에서 이들 나라가 차지하는 比重이 크고 國際 外換市場에서 거래되는 外換의 대부분이 이들 국가의 通貨間 거래이기 때문에 현재 國際通貨體制에 있어서 變動換率制度의 비중이 매우 큰 것으로 평가할 수 있다. 이들 주요국 이외에 濠洲, 뉴질랜드, 스웨덴, 멕시코⁵⁾ 등 나머지 OECD 會員國 대부분이 變動換率制度를 채택하고 있으며 印度, 필리핀, 남아프리카 등 開發途上國들과 몽고, 모잠비크, 라오스 등 低開發國家들도 變動換率制度를 채택하고 있는 경우가 많다.

4) 영국과 이탈리아는 한때 EMS의 會員國이었으나 1992년 9월 通貨危機가 발생한 후 EMS를 탈퇴하였다.

5) 멕시코는 1995년부터 變動換率制度로 이행하였다.

變動換率制度를 채택하고 있는 경우에도 換率變動이 國際收支를 비롯한 經濟全般에 매우 큰 영향을 미치기 때문에 換率決定을 外換市場의 需給調節機能에 일임하는 自由放任的인 형태를 취하는 경우는 극히 드물며, 때때로 中央銀行이나 管理當局이 外換市場에 개입하여 換率의 의도하는 방향으로 調整되도록 유도하는 경우가 많다.

<表 II-1>에서 固定換率制度를 채택하고 있는 국가의 數는 1989년 93個國에서 1995년 3/4分期에는 67個國으로 감소한 것으로 나타나고 있다. 이에 대하여 같은 기간 管理變動換率制度를 채택하고 있는 나라의 數는 39個國에서 55個國으로 증가하였으며 變動換率制度를 채택하고 있는 나라의 數는 20個國에서 57個國으로 증가하였다. 따라서 世界的으로 固定換率制度에서 管理變動換率制度나 變動換率制度로 이행해 가는 것이 최근의 추세인 것으로 판단할 수 있다.

2. 換率制度和 換率의 短期變動性

換率의 短期變動性은 月間, 分期間과 같은 비교적 短期間에 있어서 換率의 不安定性이 어느 정도인지를 나타내는 指標이다. 換率의 短期變動性은 각 기간 變動率의 標準偏差로 그 크기를 측정할 수 있다. 換率制度에 따라 換率의 短期變動性이 어떻게 달라지는지를 알아보기 위하여 여러가지 다른 換率制度下에서 각 換率變動率의 標準偏差를 비교해 보기로 하겠다.

엄격한 固定換率制度下에서는 基準換率을 조정하는 경우를 제외하고는 換率은 변동하지 않는다. 따라서 평상시에는 換率의 短期變動性은 '0(零)'이다. 그러나 基準換率을 조정하는 경우에는 換率은 일시에 비교적 큰 幅으로 변동하게 된다.

第2次大戰 이후 國際적으로 固定換率制度가 유지된 기간은 大戰 직후부터 1971년 8월까지 브레튼우즈(Bretton Woods)體制的 기간과 1971년 12월부터 1973년 초까지 스미소니언(Smithsonian)體制

의 기간이다⁶⁾. 이들 두 固定換率制度 기간 동안 美國 달러貨와 주요국 通貨間 換率의 短期變動性을 추정 한 결과는 <表 II-2>에 정리되어 있다.

<表 II-2> 固定換率制度下에서 換率의 短期變動性

(單位: %)

	브레튼우즈 固定換率體制		스미소니언 固定換率體制
	月間 變動率 標準偏差	分期間 變動率 標準偏差	月間 變動率 標準偏差
엔/달러 換率	0.229	0.362	2.908
마르크/달러 換率	0.626	1.124	2.824
파운드/달러 換率	1.091	1.990	2.501
(프)프랑/달러 換率	2.043	3.533	2.816
리라/달러 換率	0.147	0.244	0.760
(캐)달러/달러 換率	0.700	1.197	0.570
길더/달러 換率	0.466	0.735	2.971

註: 브레튼우즈 固定換率體制的 資料는 1957년 1월부터 1971년 7월까지, 스미소니언 固定換率體制的 資料는 1972년 1월부터 1973년 2월까지임.
資料: IMF, IFS tape.

6) 브레튼우즈 換率體制에서 美國 달러貨의 金에 대한 兌換이 보장되었기 때문에 金本位制度가 확립되었던 것으로 이해할 수 있다. 英國이나 獨逸 및 日本 등 다른 주요국의 通貨는 金에 대한 兌換이 직접적으로 보장되지 않은 대신 달러貨와의 교환비율 즉 基準換率(parity rate)을 정함으로써 간접적으로 金의 가치에 連繫시키는 형태를 취하였다. 평상시 外換去來에 있어서 적용되는 換率은 外換市場의 需給狀況에 따라 基準換率 중심으로 上下 1% 범위 내에서 변동할 수 있도록 허용되었으며 과도한 經常收支의 赤字가 발생하거나 經濟成長率이 저하되고 失業率이 상승하는 등 한 나라의 經濟事情이 惡化될 경우 해당국 通貨의 基準換率을 조정할 수 있었다. 브레튼우즈 換率體制는 1971년 8월 15일 美國 닉슨 大統領이 달러貨의 金兌換을 중지시킴으로써 崩壞되었다. 이에 따라 엔貨와 마르크貨 등 주요 通貨에 대한 달러貨의 가치가 下向調整될 것이라는 期待와 함께 달러貨의 投賣로 인하여 극심한 혼란에 빠지게 되었기 때문에 주요국들의 外換市場은 1週日間 閉鎖되었다. 外換市場의 재개와 함께 주요 通貨間 換率은 플로팅(floating)되었다. 1971년 12월 17~18 兩日間 스미소니언 博物館에서 개최된 國際通貨會議에서 固定換率體制로 복귀하기로 결정하였는바, 이를 스미소니언(smithonian)體制라 한다. 스미소니언體制와 브레튼우즈體制的 중요한 차이는 달러貨의 金兌換 규정이 배제되고 換率變動의 許容幅이 基準換率을 중심으로 上下 2.25%로 확대된 점이다.

〈表 II-2〉에서 브레튼우즈 固定換率體制가 유지된 1957년부터 1971년 7월까지 미국 달러貨에 대한 換率의 短期變動性이 상대적으로 작았던 通貨는 이탈리아 리라貨와 日本 엔貨였던 것으로 나타나고 있다. 이 기간 동안 리라/달러 및 엔/달러 換率의 月間 變動率 標準偏差는 각각 약 0.15%와 0.23%였던 것으로 추정되었으며 分期間 변동률의 표준편차는 각각 약 0.24%와 0.36%에 지나지 않았던 것으로 추정되었다. 이들 두 換率의 短期變動性이 작았던 이유는 全期間을 통하여 基準換率이 조정되지 않고 實際換率이 허용된 범위 내에서 변동하였기 때문이다.

이에 대하여 같은 기간 프랑/달러 基準換率は 3차에 걸쳐서 큰 폭으로 조정되었기 때문에 月間 및 分期間 變動率의 標準偏差가 각각 2.04%, 3.53%로 추정되어 주요 환율 중 短期變動性이 가장 컸던 것으로 나타나고 있다⁷⁾. 또한 파운드/달러 基準換率에도 한 차례 큰 폭의 調整이 있었기 때문에 月間 및 分期間 변동률의 標準偏差가 1.09%와 1.99%로 프랑/달러 換率에 이어 각각 두번째로 컸던 것으로 추정되었다⁸⁾. 한편 같은 기간 마르크/달러, (캐나다)달러/달러 및 길더/달러 基準換率は 각각 몇 차례에 걸쳐서 소폭 조정되었으며 이들 換率의 短期變動性은 파운드/달러 換率의 경우보다는 작았으나 엔/달러 換率의 경우에 비해서는 컸던 것으로 나타나고 있다⁹⁾.

〈表 II-2〉에서 스미소니언 固定換率體制下에서 (캐)달러/달러

-
- 7) 프랑/달러 基準換率は 1957년 11월에 20%(3.5에서 4.2로) 上向調整(프랑貨의 平價切下)되었으며 1958년 12월에 17.55%(4.2에서 4.9371로), 1969년 8월에 12.5%(4.9371에서 5.5542로) 각각 上向調整되었다.
 - 8) 파운드/달러 基準換率は 1967년 11월에 0.357142(달러/파운드 : 2.8)에서 0.413223(파운드/달러 : 2.42)로 15.7% 上향조정(파운드貨의 平價切下)되었다.
 - 9) 마르크/달러 基準換率は 1961년 3월에 5%, 1969년 9월과 10월에 각각 3%, 4% 下向調整되었으며, 길더/달러 基準換率は 1961년 3월에 5.2% 하향조정되었고 (캐나다)달러/달러 基準換率は 여러 차례에 걸쳐서 소폭의 조정이 있었던 것으로 판단된다.

換率을 제외한 다른 주요 換率들 月間 變動率의 標準偏差가 브레튼우즈 固定換率體制에서와 비교하여 크게 상승한 것으로 나타나고 있다. 이와 같이 스미소니언 固定換率體制로 이행된 후 주요 換率의 短期變動性이 증가한 이유는 換率變動의 허용폭을 확대하였기 때문일 수도 있을 것이다. 또한 스미소니언 固定換率體制에서는 달러貨의 金兌換을 보장하지 않은 결과 國際通貨體制에 대한 信賴性이 저하되었기 때문에 換投機 등으로 인하여 外換市場의 혼란이 계속된 것으로 짐작된다.

〈表 II-3〉에는 先進國들이 變動換率制度로 이행한 1973년 3월 이후 미국 달러貨와 주요국 通貨間 換率의 短期變動性을 추정한 결과가 정리되어 있다. 이 表에서 각 주요 換率變動率의 標準偏差는 〈表 II-2〉에 정리된 브레튼우즈 固定換率體制나 스미소니언 固定換率體制에서 보다 큰 폭으로 증가한 것을 알 수 있다.

〈表 II-3〉 變動換率制度下에서 換率의 短期變動性

(單位: %)

	1973年 4月~1980年 12月		1981年 1月~1995年 10月	
	月間 變動率 標準偏差	分期間 變動率 標準偏差	月間 變動率 標準偏差	分期間 變動率 標準偏差
엔/달러 換率	3.106	5.059	3.403	6.621
마르크/달러 換率	3.477	6.414	3.454	6.679
파운드/달러 換率	2.733	4.475	3.568	6.213
(프)프랑/달러 換率	3.077	5.284	3.467	6.663
리라/달러 換率	2.798	5.220	3.379	6.411
(캐)달러/달러 換率	1.306	2.069	1.280	2.259
길더/달러 換率	3.377	5.870	3.483	6.740

資料: IMF, IFS tape.

브레튼우즈 固定換率制度가 유지된 기간과 비교할 때 變動換率制度의 初期에 해당하는 1973년 4월부터 1980년 말까지의 기간 동안 리라/달러 換率과 엔/달러 換率의 月間 및 分期間 변동률의 標準

偏差는 10배 이상으로 증가하였으며 마르크/달러 환율과 (캐)달러/달러 환율 및 길더/달러 환율의 경우에도 月間 및 分期間 변동률의 標準偏差가 5배 이상으로 증가하였다. 브레튼우즈 固定換率制度가 유지된 기간 동안 다른 환율에 비하여 短期變動性이 상대적으로 컸던 프랑/달러 환율과 파운드/달러 환율의 경우에도 變動換率制度로 이행된 후 短期變動性이 상당폭 증가한 것으로 나타나고 있다. 또한 變動換率制度로 이행된 후 각 주요 환율의 月間 變動性은 스미소니언 固定換率制度의 기간에 비해서도 상당폭 증가하였음을 알 수 있다.

〈表 II-3〉에 정리된 내용은 變動換率制度로 이행된 후 환율의 短期變動性이 증가한 것은 國際通貨制度의 改編으로 야기된 과도기적인 현상이 아니라 사실에 말해주고 있는 것으로 해석할 수 있다. 이와 같이 판단하는 이유는 變動換率制度로 이행된 후 상당한 기간이 경과한 1981년부터 1995년 10월까지의 기간에 있어서도 주요 환율의 月間 및 分期間 변동률의 標準偏差는 높은 수준을 유지하고 있기 때문이다. 특히 엔/달러 환율과 파운드/달러 및 리라/달러 환율의 경우 이 기간의 短期變動性이 變動換率制度 초기에 비하여 상당폭 증가한 것으로 나타나고 있다¹⁰⁾. 獨逸(당시 西獨)과 프랑스, 이탈리아, 네델란드 등을 중심으로 하는 유럽經濟共同體(European Economic Community : EEC) 國家들은 1973년 스미소니언 固定換率體制가 붕괴된 후에도 환율의 급격한 변동으로 인하여 域內 國家間 교역이 위축되고 經濟協力에 있어서 장애요인으로 작용하게 될 것을 우려하였다. 따라서 域內 通貨間 환율의 변동을 중

10) 1973년 4월부터 1980년 말까지의 기간과 1981년부터 1995년 10월까지의 기간에 있어서 파운드/달러 환율과 리라/달러 환율의 月間 變動性이 동일하였다는 歸無假說은 각각 5% 有意水準에서 기각할 수 있다. 또한 같은 두 기간에 있어서 엔/달러 환율과 파운드/달러 환율의 分期間 變動性이 같았다는 歸無假說은 각각 5% 有意水準에서 기각할 수 있으며, 리라/달러 환율의 分期間 變動性이 같았다는 歸無假說은 10% 有意水準에서 기각할 수 있는 것으로 파악되었다.

전과 같이 基準換率을 중심으로 上下 2.25% 이내로 제한하는 이른바 스네이크體制를 운영하였다¹¹⁾. 1979년 3월에는 유럽의 주요국들이 스네이크體制를 擴大 改編하여 유럽通貨體制(EMS)를 결성하여 參與國 通貨間 換率의 급격한 변동을 통제하고 있다. 그런데 1992년 9월에 발생한 通貨危機로 인하여 英國, 이탈리아 등 일부 國家들이 탈퇴하고 다른 참여국 通貨間 基準換率을 대폭 조정하는 등 EMS體制는 崩壞危機에 직면하게 되었다. 1995년 말 현재 EMS體制에 참여하고 있거나 한때 참여하였던 國家들의 通貨와 EMS體制에서 가장 중요한 基軸通貨의 역할을 수행하고 있는 獨逸 마르크貨간 換率의 短期變動性을 추정한 결과는 <表 II-4>에 정리되어 있다.

이 表에서 1979년 3월부터 1992년 9월까지 獨逸 마르크貨에 대한 각 通貨 換率의 月間 變動率 標準偏差를 비교해 보면 전 기간에 걸쳐서 會員國의 지위를 유지하였던 프랑스, 네덜란드, 벨기에 및 아일랜드의 通貨의 경우 약 0.55%(길더/마르크 換率) 내지 1.04%((프)프랑/마르크 換率)로 다른 換率의 경우에 비하여 상대적으로 작았던 것으로 추정되었다. 같은 기간 전체에 걸쳐서 EMS體制의 會員國 지위를 유지하였으나 換率變動의 許容範圍가 다른 會員國 통화간 換率에 비하여 컸던 이탈리아 리라貨와 獨逸 마르크貨간 換率의 경우 月間 변동률의 標準偏差가 약 1.42%였던 것으로 추정되었다¹²⁾. 이에 대하여 뒤늦게 EMS體制에 가입한 英國, 스페인 및 포르투갈 通貨의 獨逸 마르크貨에 대한 換率月間 變動率의 標準偏差는 약 1.91%(페세타/마르크 換率) 내지 2.77%((英)파운드/마르크

11) 域內 通貨間 換率이 基準換率을 중심으로 上下 2.25%를 벗어날 경우 中央銀行들이 공동으로 外換市場에 개입하여 허용된 범위 이내로 되돌리기 때문에 換率의 움직임이 洞窟속을 기어가는 뱀의 움직임과 같아하여 스네이크體制라는 명칭이 붙었다.

12) EMS體制에서 이탈리아 리라貨의 경우 基準換率을 중심으로 上下 6% 範圍에서 변동할 수 있도록 허용되었다.

換率)로 상대적으로 컸던 것으로 나타나고 있다¹³⁾. 分期間 換率變動率의 標準偏差도 계속해서 EMS體制 會員國의 지위를 유지한 나라들 통화의 마르크貨에 대한 換率의 경우에는 상대적으로 작았던 것으로 추정되고 있다.

〈表 II-4〉 EMS 參與通貨間 換率의 短期變動性

(單位: %)

	1979. 3~1992. 9		1992.10~1995.10	
	月間 變動率 標準偏差	分期間 變動率 標準偏差	月間 變動率 標準偏差	分期間 變動率 標準偏差
(프)프랑/마르크 換率	1.037	1.707	0.830	2.015
길더/마르크 換率	0.552	0.654	0.231	0.207
(벨)프랑/마르크 換率	0.793	1.616	0.723	1.749
(덴)크로네/마르크 換率	0.775	1.557	1.156	1.798
(아)파운드/마르크 換率	0.957	1.747	1.905	3.514
리라/마르크 換率	1.419	2.524	2.876	6.532
(英)파운드/마르크 換率	2.768	4.972	1.941	3.539
페세타/마르크 換率	1.913	3.662	2.504	3.425
에스쿠도/마르크 換率	1.957	3.755	1.496	2.377

資料: IMF, IFS tape.

같은 表에서 1992년 9월에 시작된 유럽通貨危機 이후 EMS를 脫退한 이탈리아 리라貨의 경우 마르크貨에 대한 換率의 短期變動性이 대폭 커진 것으로 나타나고 있다. 또한 EMS體制를 탈퇴하지는 않았지만 1993년 8월부터 換率變動의 허용범위가 기준환율을 중심으로 상하 15%로 확대된 덴마크 크로네貨와 아일랜드 파운드貨, 스페인 페세타貨 및 포르투갈 에스쿠도貨의 경우 마르크貨에 대한 換率의 短期變動性이 이전에 비하여 상당폭 커진 것으로 나타나고 있다. 이에 대하여 프랑스 프랑貨와 벨기에 프랑貨와 獨逸 마르크

13) 스페인이 EMS體制에 가입한 때는 1989년 6월이며, 英國과 포르투갈이 동 體制에 가입한 것은 각각 1990년 10월과 1992년 4월이다.

貨間 환율의 短期變動性은 크게 변하지 않았으며 通貨危機에도 불구하고 換率變動의 허용폭이 확대되지 않았던 네덜란드 길더貨와 獨逸 마르크貨間 換率의 경우 短期變動性이 오히려 작아진 것으로 나타나고 있다.

〈表 II-4〉에서 각 기간 (프)프랑/마르크 換率과 길더/마르크 換率의 月間 및 分期間 變動率 標準偏差는 〈表 II-3〉의 각 기간에 있어서 (프)프랑/달러 換率과 길더/달러 換率變動率의 標準偏差와 비교하여 상대적으로 작았던 것을 알 수 있다. 또한 이탈리아가 EMS를 脫退하기 이전까지 리라/마르크 換率變動率의 標準偏差는 리라/달러 換率變動率의 標準偏差에 비하여 작았던 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 사실들을 고려할 때 EMS體制가 短期的으로 參與國 통화間 換率을 안정시키는 데 상당히 공헌한 것으로 평가할 수 있을 것이다.

換率이 적정한 수준에서 유지되도록 관리하기 위하여 獨自的으로 여러가지 형태로 換率을 관리하고 있는 나라들도 많다. 또한 현재 變動換率制度를 채택하고 있는 나라들 중 일부는 최근까지도 換率의 자유로운 변동을 규제하였던 경우도 있다. 〈表 II-5〉에는 우리나라를 비롯하여 經濟發展의 정도가 우리나라와 유사하거나 다소 앞선 것으로 평가되는 나라들에 있어서 換率制度의 變遷과 각 期間 換率의 短期變動性을 추정한 결과가 요약되어 있다.

우리나라의 경우 複數通貨 바스켓페그 換率制度를 채택하였던 1980년 2월부터 1990년 2월까지 月間 및 分期間 원/달러 換率 변동률의 標準偏差는 각각 약 0.92%와 2.38%였던 것으로 추정되었다. 이에 대하여 1990년 3월 市場平均換率制度로 이행된 후에는 원/달러 換率 月間 변동률의 標準偏差는 약 0.58%로 감소하였으며 分期間 변동률의 標準偏差는 약 1.32%로 감소한 것으로 나타나고 있다.

〈表 II-5〉 其他 主要國 換率制度의 變遷과 對美달러 換率의 短期變動性
(換率變動率 標準偏差의 單位: %)

國名(推定對象 換率)		換率制度 期間別 標準偏差			
韓 國 (원/달러 換率)	換率制度 (期 間)	複數通貨 바스켓·페그 (1980. 2~1990. 2)		市場平均換率制度 (1990. 3~1995. 10)	
	換率變動率 標準偏差	月 間	分期間	月 間	分期間
臺 灣 (NT 달러/ 美달러 換率)	換率制度 (期 間)	中心換率制度 (1982. 9~1989. 3)		變動換率制度 (1989. 4~1995. 10)	
	換率變動率 標準偏差	月 間	分期間	月 間	分期間
濠 洲 (濠洲 달러/ 美달러 換率)	換率制度 (期 間)	複數通貨 바스켓 管理 (1974. 9~1983. 11)		變動換率制度 (1983. 12~1995. 10)	
	換率變動率 標準偏差	月 間	分期間	月 間	分期間
뉴질랜드 (뉴질랜드 달러 /美달러 換率)	換率制度 (期 間)	複數通貨 바스켓 管理 (1975. 1~1985. 2)		變動換率制度 (1985. 3~1995. 10)	
	換率變動率 標準偏差	月 間	分期間	月 間	分期間
싱가포르 (싱가포르 달러 /美달러 換率)	換率制度 (期 間)	複數通貨 바스켓 管理 (1973. 6~1980. 12)		複數通貨 바스켓 管理 (1981. 1~1995. 10)	
	換率變動率 標準偏差	月 間	分期間	月 間	分期間

資料: IMF, IFS tape, 臺灣 資料는 臺灣 中央銀行 『金融統計月報』

臺灣의 경우 1982년 9월부터 1989년 3월까지 日間 NT달러/美달러 換率이 直前去來日의 加重平均換率을 중심으로 上下 2.25% 범 위 내에서 변동하도록 규제하는 中心換率制度를 채택하였으며¹⁴⁾, 1989년 4월부터는 變動換率制度로 이행하였다. 〈表 II-5〉에서 月間 및 分期間 NT달러/美달러 換率 변동률의 標準偏差를 살펴보면 臺灣이 中心換率制度를 채택하였던 기간 동안에는 각각 약 1.06%

14) 臺灣의 中心換率制度는 내용적으로 우리나라의 市場平均換率制度和 같다.

와 2.48%였던 것으로 推定되었으며 變動換率制度로 이행한 후에는 각각 약 1.30%와 2.27%였던 것으로 추정되었다. 따라서 臺灣의 경우 變動換率制度로 이행한 후에도 換率의 短期變動性이 크게 증가하지는 않았음을 알 수 있다.

濠洲와 뉴질랜드는 1980년대 중반까지 自國通貨의 가치를 주요 貿易相對國들의 通貨에 해당국과의 貿易比重을 가중치로 사용하여 산출한 複數通貨 바스켓의 가치에 連繫시켜서 관리하였다¹⁵⁾. 그런데 濠洲의 경우 1983년 12월에, 뉴질랜드의 경우 1985년 3월에 각각 變動換率制度로 이행하였다.

換率制度가 바뀔에 따라 濠洲달러/美달러 換率 月間 변동률의 標準偏差는 약 2.82%에서 3.16%로 증가하였으며 分期間 변동률의 標準偏差는 약 3.96%에서 5.21%로 증가하였다. 이에 대하여 變動換率制度로 이행하기 以前과 以後 뉴질랜드달러/美달러 換率 月間 변동률의 標準偏差는 각각 3.25%와 3.27%로 큰 변동이 없었으며 分期間 변동률의 標準偏差는 각각 5.94%와 4.83%로 變動換率制度로 이행한 이후 오히려 작아진 것으로 파악되고 있다. 그런데 뉴질랜드는 變動換率制度로 이행하기 直前(1984년 7월)에 自國通貨의 가치를 20% 下落시키는 조치를 취한 바 있다. 이와 같은 조치를 취하기 이전까지 複數通貨 바스켓 管理變動換率制度下에서 뉴질랜드달러/美달러 換率 변동률의 標準偏差는 월간 변동률의 경우 약 2.44%였으며 分期間 변동률의 경우 약 4.66%였던 것으로 추정되었다. 따라서 濠洲와 뉴질랜드의 경우 모두 管理變動換率制度에서 變動換率制度로 이행함에 따라 환율의 變動性이 증가하는 일반적인

15) 濠洲의 경우 1974년 9월부터 1976년 12월까지 貿易加重值指數(Trade Weighted Index : TWI)에 대한 固定換率制度를 채택하였으며 그 이후 1983년 12월까지는 TWI에 대한 管理變動(crawling peg)換率制度를 채택하고 있었다. 뉴질랜드의 경우 1975년부터 1979년까지 TWI 固定換率制度를 채택하였고 1979년부터 1982년까지는 TWI 管理變動換率制度로 이행하였으며 1982년부터 1985년 3월까지의 TWI 固定換率制度로 還元하였다.

경우로 해석할 수 있다.

싱가포르의 경우 1973년 6월 이후 줄곧 自國通貨의 가치를 해당국에 대한 貿易比重을 加重值로 적용하여 構成한 通貨바스켓의 가치에 連繫시키는 管理變動換率制度를 유지하고 있다¹⁶⁾. 싱가포르달러/美달러 換率의 月間 및 分期間 변동률 標準偏差는 1980년 말까지 각각 약 1.90%와 3.15%에서 1981년부터 1995년 10월까지의 기간에는 각각 약 1.27%와 2.22%로 낮아진 것으로 나타나고 있다.

그런데 <表 II-5>에서 주목할 사실은 濠洲 및 뉴질랜드가 管理變動換率制度를 채택한 기간의 주된 介入通貨(intervening currency)였던 美國 달러貨에 대한 이들 두 나라 通貨 換率의 短期變動性이 管理變動換率制度를 채택한 다른 나라 通貨의 경우와 비교하여 상대적으로 컸던 점이다¹⁷⁾. 複數通貨 바스켓 管理變動換率制度 기간 동안 濠洲달러/美달러 換率과 뉴질랜드달러/美달러 환율의 短期變動性이 유사한 형태의 관리변동환율제도인 複數通貨 바스켓페그 환율제도하에서 원/달러 換率의 경우에 비하여 3배 가까이 컸던 것으로 나타나고 있다. 또한 동일한 형태의 管理變動換率制度下에서 싱가포르달러/美달러 換率이나 中心換率制度下에서 NT달러/美달러 換率의 短期變動性과 비교하여서도 상대적으로 컸던 것으로 추정되고 있다.

이는 이들 두 나라가 自國通貨의 가치를 美國 달러貨의 가치에 連繫(link)시켜서 管理한 比率이 다른 나라가 自國通貨의 가치를 美國 달러貨의 가치에 連繫시켜 管理한 비율에 비하여 상대적으로

16) 싱가포르는 바스켓을 構成하는 각 通貨에 대한 加重值를 발표하지 않고 있다.

17) 대부분 管理變動換率制度를 채택하고 있는 나라의 경우 주된 介入通貨는 미국 달러貨이다. 그러나 EMS에서는 주된 介入通貨가 獨逸 마르크貨이다.

낮았기 때문인 것으로 판단된다¹⁸⁾.

國際的으로 주요국 通貨間 換率의 플로팅되고 있는 상황을 생각해 보자. 이때 自國通貨의 가치를 주요 통화 중 하나의 가치에만 連繫시키는 管理變動換率制度를 채택할 경우 그 통화에 대한 自國通貨 換率은 관리할 수 있다. 그러나 다른 주요국 通貨에 대한 自國通貨의 換率은 國際外換市場에서 결정된 주요국 통화간 換率을 기준으로 裁定條件(arbitrage condition)에 따라 自動的으로 결정되기 때문에 직접 관리할 수 없다¹⁹⁾. 따라서 自國通貨의 가치를 관리하는 대상이 되는 通貨에 대한 換率의 短期變動性은 비교적 낮은 수준으로 유지할 수 있지만 다른 주요국 通貨에 대한 換率의 短期變動性은 낮은 수준으로 유지할 수 없게 된다. 같은 이유로 美國 달러貨를 포함하는 複數通貨 바스켓에 대한 管理變動換率制度를 채택하고 있는 경우 바스켓을 구성함에 있어서 美國 달러貨에 부여하는 加重值

18) 濠洲의 경우 1983년 10월 주요 바스켓 構成通貨의 加重值는 美國 달러 0.288, 日本 엔 0.244, 英國 파운드 0.069, 西獨 마르크 0.049, 뉴질랜드 달러 0.043 등이었던 것으로 알려지고 있다(韓國銀行, 『환율제도의 개요 및 아시아 주요국의 환율제도』, 1992, p. 95의 表 참조). 뉴질랜드의 경우에는 바스켓이 美國 달러, 日本 엔, 濠洲 달러, 英國 파운드, 西獨 마르크 등 5개 通貨로 구성되었는바, 變動換率制度로 이행하기 전체인 1984년의 경우 해당국과의 貿易比重은 美國 0.145, 日本 0.178, 濠洲 0.177, 英國 0.093, 西獨 0.033이었던 것으로 파악되었다(IMF, Direction of Trade Statistics, 1991, 참조). 우리나라의 경우 複數通貨 바스켓페그 換率制度를 채택한 기간 동안 주요 通貨에 할당된 加重值는 SDR 加重值(β)와 우리나라 자체의 加重值($1-\beta$)를 중심으로 管理當局의 자의적인 調整值(α)를 가미하여 원/달러 換率을 결정하였는바, α 및 β 의 값은公表되지 않았다. 그러나 우리나라와 美國 사이의 전통적인 관계, SDR 바스켓의 構成에 있어서 달러貨의 비중 등을 감안할 때 달러貨에 할당된 比重이 상당히 높았을 것으로 판단된다. 臺灣의 경우 中心換率制度 하에서 NT달러貨의 가치를 주로 美國 달러貨의 가치와 連繫시켜서 관리하였다.

19) 예를 들면 우리나라가 원貨의 美國 달러貨에 대한 換率을 관리할 경우 中央銀行이 外換市場에 介入하는 등의 방법으로 원/달러 換率의 決定에는 영향을 미칠 수 있다. 그러나 원/엔 換率은 국내에서 결정된 원/달러 換率을 國際外換市場(주로 뉴욕 外換市場)에서 결정된 엔/달러 換率로 나누어서 자동적으로 결정된다. 이와 같은 관계를 벗어날 경우 원貨와 달러貨 및 엔貨 사이에 三角裁定の 기회가 발생하게 된다.

가 클수록 自國通貨의 달러貨에 대한 換率은 안정적으로 운용할 수 있는 반면 다른 通貨에 대한 換率은 안정적으로 운용하기가 어렵게 된다.

이와 같은 관계를 확인하기 위하여 <表 II-5>에 정리된 주요국들의 각 換率制度下에서 해당국 通貨의 美國 달러貨 이외 다른 주요 外國通貨에 대한 換率의 短期變動性을 추정한 결과는 <表 II-6>에 정리되어 있다. 우리나라의 경우 複數通貨 바스켓페그 換率制度和 市場平均換率制度下에서 원/엔 換率 및 원/마르크 換率의 短期變動性은 <表 II-3>에서 엔/달러 換率이나 마르크/달러 換率의 경우와 거의 비슷한 정도로 크게 나타나고 있다. 또한 <表 II-5>에서 市場平均換率制度로 이행한 후 원/달러 換率의 短期變動性은 감소한 것으로 나타났지만 원/엔 換率이나 원/마르크 換率의 短期變動性은 크게 변하지 않았음을 알 수 있다. 이러한 결과가 초래된 이유는 우리나라가 市場平均換率制度로 이행한 후 管理當局이 換率을 운용함에 있어서 美國 달러貨에 대한 換率의 비중을 더욱 높였기 때문인 것으로 판단된다²⁰⁾.

20) 複數通貨 바스켓페그 換率制度의 기간에 있어서 長期的인 換率變動의 特性으로 인하여 이와 같은 결과가 초래되었을 것으로 이해하는 사람들도 있을 것이다. 즉, 원/달러 換率은 1980년 초 1달러당 580원에서 점차 上昇하여 1985년 말에는 890원에 이르렀고, 이후 점차 下落하여 1989년 중반에는 666원에 이르는 등 장기간에 걸쳐서 큰 폭으로 변동하였다. 이와 같은 換率의 上昇 및 下落으로 인하여 複數通貨 바스켓페그 換率制度를 채택한 기간에 있어서 月間 및 分期間 환율변동률의 平均은 작게 나타나는 반면 標準偏差는 크게 나타나는 것이라고 설명할 수 있을 것이다. 이러한 주장의 타당성을 확인하기 위하여 複數通貨 바스켓페그 換率制度의 기간을 두 기간으로 구분한 후 각 기간에 있어서 원/달러 換率의 短期變動性을 추정해 보았다. 그 결과 月間 및 分期間 원/달러 換率의 標準偏差가 1980년 초부터 1985년 말까지의 기간에 있어서는 약 0.71%와 1.32%였던 것으로 추정되었으며 그 이후의 기간에 있어서는 약 0.79%와 2.01%로 推定되어 각각 市場平均 換率制度 기간보다 상대적으로 컸던 것으로 나타났다. 따라서 複數通貨 바스켓페그 換率制度 기간에 있어서 장기적인 換率變動의 特性으로 인하여 短期變動性이 크게 추정된 것만은 아닌 것으로 판단된다.

臺灣의 경우에도 中心換率制度下에서 NT달러/엔 換率과 NT달러/마르크 換率의 短期變動性은 NT달러/美달러 換率의 경우에 비하여 상당히 컸던 것으로 나타나고 있다. 또한 變動換率制度로 이행한 후에도 이들 換率의 短期變動性은 상당히 높은 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 사실은 臺灣이 變動換率制度로 이행한 후에도 自國通貨의 對外價値를 美國 달러貨에 대한 換率을 중심으로 관리하고 있음을 말해주는 證據인 것으로 해석될 수 있을 것이다.

濠洲의 경우 變動換率制度로 이행한 후 濠洲달러/엔 換率과 濠洲달러/뉴질랜드달러 換率의 短期變動性이 대폭 증가한 것으로 나타나고 있다. 이는 管理換率制度를 채택한 기간중 엔貨와 뉴질랜드달러貨가 通貨바스켓 구성에 있어서 상당히 높은 비중을 차지하였기 때문인 것으로 판단된다. 같은 이유로 뉴질랜드가 複數通貨 바스켓에 대한 換率을 관리한 기간 동안 뉴질랜드 달러貨의 日本 엔貨와 英國 파운드貨에 대한 換率의 短期變動性이 상대적으로 작았다. 특히 비슷한 기간에 호주와 뉴질랜드가 동시에 상대국의 通貨가 포함된 바스켓에 대한 換率을 관리하고 있었기 때문에 濠洲달러/뉴질랜드달러 換率의 短期變動性이 작았던 것으로 나타나고 있다.

〈表 II-5〉에서 1981년 이후 싱가포르 달러貨의 美國 달러貨에 대한 換率의 短期變動性은 상당폭 감소한 것으로 나타났음에 대하여 〈表 II-6〉에서 영국 파운드貨에 대한 환율의 단기변동성은 대폭 증가한 것으로 나타나고 있다. 이는 換率管理를 위한 通貨바스켓을 구성함에 있어서 과거에 비하여 美國 달러貨의 比重은 높은 반면 英國 파운드貨의 比重은 낮게 적용하였기 때문인 것으로 해석할 수 있다.

이상에서 파악된 換率制度和 換率의 短期變動性과의 일반적인 관계를 다음과 같이 정리할 수 있다. 첫째, 換率이 자유롭게 변동하도록 허용할 경우 換率의 短期變動性이 커진다. 둘째, 國際적으로 주요국 通貨間 變動換率制度가 채택되고 있는 현재와 같은 상황에서

〈表 II-6〉 主要國 通貨의 其他通貨에 대한 換率의 短期變動性

(換率變動率 標準偏差의 單位: %)

		換率制度 期間別 換率變動率의 標準偏差			
韓 國	換率制度 (期 間)	複數通貨 바스켓페그 (1980. 2~1990. 2)		市場平均換率制度 (1990. 3~1995. 10)	
	換率變動率 標準偏差	月 間	分期間	月 間	分期間
		원/엔換率	3.509	7.109	3.108
	원/마르크換率	3.429	6.760	3.382	7.093
臺 灣	換率制度 (期 間)	中心換率制度 (1982. 9~1989. 3)		變動換率制度 (1989. 4~1995. 10)	
	換率變動率 標準偏差	月 間	分期間	月 間	分期間
		NT달러/엔	3.381	6.458	3.116
	NT달러/마르크	3.618	6.355	3.320	6.929
濠 洲	換率制度 (期 間)	複數通貨 바스켓管理 (1974. 9~1983. 11)		變動換率制度 (1983.12~1995.10)	
	換率變動率 標準偏差	月 間	分期間	月 間	分期間
		濠·달러/엔	3.403	4.735	4.475
	濠·달러/뉴·달러	2.323	3.751	3.626	5.632
뉴질랜드	換率制度 (期 間)	複數通貨 바스켓管理 (1975. 1~1985. 2)		變動換率制度 (1985. 3~1995. 10)	
	換率變動率 標準偏差	月 間	分期間	月 間	分期間
		뉴·달러/엔	3.478	5.778	4.096
	뉴·달러/英·파운드	3.237	4.979	4.112	6.200
싱가포르	換率制度 (期 間)	複數通貨 바스켓管理 (1973. 6~1980. 12)		複數通貨 바스켓管理 (1981. 1~1995. 10)	
	換率變動率 標準偏差	月 間	分期間	月 間	分期間
		싱·달러/엔	2.717	4.433	2.821
	싱·달러/英·파운드	2.348	3.562	3.102	5.190

資料: IMF, IFS tape 및 臺灣 中央銀行 『金融統計月報』

單一의 外國通貨에 대한 自國通貨의 換率의 變動을 통제하는 換率制度를 채택할 경우 關리의 직접적인 대상이 되는 換率의 短期變動性은 낮은 수준으로 유지할 수 있으나 다른 外國通貨에 대한 換率의 短期變動性을 관리하기는 거의 불가능한 것으로 판단된다. 셋째,

自國通貨의 가치를 通貨바스켓의 가치에 連繫시켜서 관리할 경우 介入通貨에 대한 換率의 短期變動性은 單一通貨에 대한 管理換率制度를 채택하고 있는 경우에 비하여 커지게 된다.

3. 換率制度和 換率의 均衡水準 離脫

換率의 短期變動性이 비교적 단기간에 있어서 換率의 不安定性的 정도를 나타내는 데 대하여 換率의 均衡水準 離脫(misalignment)은 보다 規範的(normative)인 관점에서 換率이 머물러야 할 것으로 판단되는 적정한 均衡水準으로부터 벗어난 정도를 지칭한다. 換率의 適正水準에 대한 평가를 위해서는 보다 長期間에 걸친 해당국 經濟變數들의 상대적인 변동을 파악하여야 된다. 따라서 換率이 적정한 均衡水準에서 離脫하는 정도는 中期 및 長期間에 걸친 換率變動의 特性을 나타내는 것으로 이해할 수 있을 것이다.

어떤 시점의 換率이 均衡水準에서 離脫한 정도를 파악하는 傳統的인 접근방법은 기본적으로 購買力平價說(purchasing power parity theorem)에 입각하여 해당국의 物價水準, 國際收支 및 經濟成長率 등 經濟變數의 상대적인 변동을 고려하여 평가한 實質實效換率의 適正水準과 실제 實質實效換率과의 차이를 추정하는 방법이다. 이때 歷史적으로 換率이 적정한 수준에 있었던 것으로 評價되는 時點 또는 期間의 實質實效換率을 基準으로 그 이후 해당국 經濟變數들의 상대적인 변동을 감안하여 해당 시점에 있어서 實質實效換率의 適正水準을 算出하게 된다.

美國 國際經濟研究院(Institute for International Economics : IIE)의 윌리엄슨(Williamson) 博士는 1983년에 주요 通貨의 換率의 適正水準을 파악하기 위하여 1976~1977년간의 평균 實質實效換率을 기준으로 그 이후 주요국들 資本收支와 景氣循環의 局面 등을 감안하여 經常收支의 目標를 달성할 수 있는 實質實效換率을 推

定하였다²¹⁾. 이때 換率變動으로 인한 經常收支의 變動效果는 IMF의 아트스와 맥귀크(Artus and McGuirk)에 의하여 1981년에 수정한 多國換率模型(multilateral exchange rate model: MERM)으로 推定한 結果를 적용하였다²²⁾.

換率이 적정한 均衡水準으로부터 離脫한 정도를 파악하기 위해서는 歴史的으로 換率이 적정한 수준을 유지하였다고 評價되는 時點이나 期間을 정하는 문제와 각국의 經濟狀況 및 國際收支 目標의 適正性을 평하는 문제 등 많은 어려운 단계를 거쳐야 한다. 게다가 적정한 貿易收支 目標을 달성할 수 있는 換率水準을 파악하기 위해서는 多國間 貿易에 있어서 均衡關係를 기준으로 換率變動과 貿易收支와의 關係를 정확하게 파악하여야 한다. 따라서 한 個人의 研究에서 換率이 均衡水準으로부터 離脫한 정도를 정확하게 파악하기 는 거의 불가능하다²³⁾.

이와 같은 어려움을 극복하고 일정한 기간 동안 換率이 均衡水準으로부터 최대한으로 離脫한 정도를 개략적으로 파악하는 방법은

21) J. Williamson, *The Exchange Rate System*, Institute for International Economics, 1985, pp. 19~36 참조.

22) 1981년 아트스와 맥귀크는 1973년 아트스와 롬버그(Artus and Rhomberg)의 MERM을 일부 수정하여 18個 주요 先進國과 石油輸出國들 및 기타 세계 모든 나라들 등 20個 國家 및 國家群의 換率變動과 貿易收支의 關係를 추정하였다(Artus, J. R. and A. K. McGuirk(1981) 참조). 이후 1983년 맥귀크는 石油波動 이후 國際原油價의 급등을 고려하여 주요국의 換率變動과 貿易收支와의 關係를 새롭게 추정한 결과를 발표하였다(A. K. McGuirk(1983) 참조). 그러나 그 이후 MERM에 의한 주요국 換率變動과 貿易收支와의 關係를 推定하려는 노력은 중단되었다.

23) MERM에서 換率變動이 貿易收支에 미치는 영향을 추정하기 위하여 各 國 産業의 投入產出表(input output table), 各 産業에 대한 原材料, 資本, 勞動 등 生産要素의 투입 비율 등 生産과 관련된 資料와 品目別 輸出入 需要의 價格彈性性 등을 기초자료로 사용하여야 한다. 그런데 이와 같은 資料는 産業構造와 消費者의 嗜好 등에 따라 변하게 된다. 따라서 MERM에서 1976~1977년 資料를 사용하여 換率變動과 貿易收支와의 關係를 추정한 결과를 기준으로 현 時點에서 經常收支 目標을 달성할 수 있는 적정한 換率水準을 推算해 보는 것은 의미가 없을 것으로 판단된다.

같은 기간 實質實效換率의 最高水準에서 最低水準을 차감한 最大振幅(maximum swing)을 파악해 보는 방법이다.

윌리엄슨(Williamson) 博士는 국제적으로 固定換率制度가 유지되었던 기간과 變動換率制度로 이행한 이후 주요 通貨의 換率이 均衡水準에서 離脫한 정도를 비교하기 위하여 固定換率制度 마지막 10년간과 變動換率制度로 移行된 후 초기 10년간 生産者物價基準 實質實效換率의 最大振幅을 파악하였다²⁴⁾.

〈表 II-7〉에서 첫번째 列과 두번째 列에는 윌리엄슨이 計算한 固定換率制度의 마지막 10년간과 變動換率制度로 이행한 후 初期 10년간 주요 通貨의 生産者物價基準 實質實效換率의 最高水準에서 最低水準을 차감한 最大振幅이 각각 정리되어 있다. 이 表에서 固定換率制度 마지막 10년간 生産者物價基準 實質實效換率의 最大振幅을 살펴보면 프랑스 프랑貨의 경우가 27%로 가장 컸던 것으로 나타나고 있다. 같은 기간 生産者物價基準 實質實效換率의 最高와 最低水準의 중간이 적정수준인 것으로 가정하면 프랑스 프랑貨 換率의

〈表 II-7〉 主要國 通貨 實質實效換率의 最大振幅

(單位: %)

通貨	1963~1972 ¹⁾	1973~1982 ¹⁾	1983~1992 ²⁾
美國 달러	14	32	52
日本 엔	14	35	33
獨逸 마르크	13	22	12
英國 파운드	17	60	16
프랑스 프랑	27	19	12
平均	17	34	25

註: 1) Williamson이 IMF, IFS의 生産者物價基準 實質實效換率을 기준으로 작성한 資料(Williamson(1985), p.17, Table 2 참조).

2) IMF, IFS의 生産者物價基準 實質實效換率(line 63ey)을 기준으로 筆者가 作成한 資料.

24) J. Williamson의 前掲書 pp. 17~19 참조.

경우 適正水準에서 최대한 離脫한 정도는 약 13.5%였던 것으로 짐작할 수 있다. 같은 방법으로 固定換率制度 마지막 10년간 다른 주요 通貨들의 換率이 적정한 수준으로부터 最大한 離脫한 정도를 파악해 보면, 英國 파운드貨의 경우 약 8.5%였으며, 美國 달러貨와 日本 엔貨의 경우 각각 약 7%, 獨逸(당시 西獨) 마르크貨의 경우 약 6.5%였던 것으로 짐작할 수 있으며 주요 5개국 通貨의 평균은 약 8.5%였던 것으로 짐작할 수 있다.

〈表 II-7〉의 첫번째와 두번째 列의 자료를 비교할 때 變動換率制度로 이행한 후 초기 10년간 프랑스 프랑貨를 제외한 다른 주요 通貨의 換率이 均衡水準으로부터 이탈한 폭이 固定換率制度 마지막 10년간에 비하여 크게 확대되었음을 알 수 있다. 生産者物價基準 實質實效換率의 最大振幅이 英國 파운드貨의 경우 60%로 확대되었으며, 美國 달러貨와 日本 엔貨의 경우 각각 32%와 35%로 확대되었다. 이에 대하여 獨逸 마르크貨의 경우 22%로 小幅 확대되는 데 그쳤으며 프랑스 프랑貨의 경우 19%로 오히려 縮小된 것으로 나타나고 있다. 變動換率制度로 이행한 初期 10년간 주요 5個國 通貨의 換率이 적정한 수준에서 최대한 이탈한 폭의 平均은 약 17%로 固定換率制度 마지막 10년간에 비하여 약 두 배로 확대된 것으로 나타나고 있다.

같은 表의 세번째 列에는 주요국들이 變動換率制度로 이행한 후 10년이 경과한 1983년부터 1992년까지의 10년간에 있어서 주요 通貨 生産者物價基準 實質實效換率의 最大振幅이 정리되어 있다. 이를 기준으로 같은 기간 각 주요 通貨의 換率이 적정한 수준으로부터 최대로 離脫한 정도를 짐작해 보면, 美國 달러貨의 경우 약 26%로 固定換率制度 마지막 10년간에 비하여서는 큰 폭으로 확대되었으며 變動換率制度 초기에 비하여서도 상당폭 확대되었던 것으로 판단된다. 日本 엔貨의 경우 약 16.5%로 固定換率制度 마지막 10년간에 비하여서는 확대되었지만 變動換率制度 초기와는 유사한 폭이었던

것으로 나타나고 있으며, 英國 파운드貨의 경우 약 8%로 固定換率制度 마지막 10년간과는 유사한 폭이었으나 變動換率制度 초기 10년에 비하여서는 大幅 縮小되었다. 이에 대하여 獨逸 마르크貨와 프랑스 프랑貨의 경우 각각 약 6%로 固定換率制度 마지막 10년간이나 變動換率制度 初期 10년간에 비하여 오히려 축소된 것으로 나타나고 있다.

〈表 II-7〉에 정리된 資料를 기준으로 판단할 때 獨逸 마르크貨와 프랑스 프랑貨의 경우를 제외하고는 變動換率制度로 이행한 후 換率이 均衡水準에서 離脫하는 정도가 대폭 확대된 것으로 짐작된다. 그렇다면 獨逸 마르크貨와 프랑스 프랑貨 換率의 경우 變動換率制度로 이행한 후에도 均衡水準에서 離脫하는 정도가 확대되지 않은 이유는 무엇일까? 이 質問에 대한 回答은 유럽의 地域通貨體制에 있는 것으로 판단된다.

앞에서 언급한 바와 같이 1973년 3월 世界的으로 스미소니언 固定換率體制가 붕괴된 후에도 유럽에서는 EC會員國들이 중심이 되

〈表 II-8〉 EMS 發足 以後 主要國 通貨 實質實效換率의 最大振幅
(1979年 1/4分期~1995年 2/4分期)

(單位: %)

	生産者物價基準 實質實效換率	消費者物價基準 實質實效換率	單位當 勞務費基準 實質實效換率
美國 달러	60.0	59.9	78.5
日本 엔	62.5	82.8	89.0
캐나다 달러	14.8	29.4	27.3
英國 파운드	28.4	33.6	44.0
獨逸 마르크	19.3	22.4	42.2
프랑스 프랑	13.5	16.7	13.3
네덜란드 길더	17.8	19.7	37.5
이탈리아 리라	23.2	30.0	39.7

註: 사용한 資料의 期間은 1979년 1/4分期부터 1995년 2/4分期까지임.

資料: 消費者物價基準 實質實效換率, IFS line rec. 單位當勞務費基準 實質實效換率, IFS line reu.

어 스네이크體制를 운영하면서 會員國通貨 상호간 換率의 급격한 변동을 규제하였다. 또한 1979년 3월부터는 EMS가 발족되어 參與國 通貨間 換率이 일정한 범위 내에서 유지되도록 관리하고 있다. 그 결과 <表 II-7>에서 주요국 通貨 중 스네이크體制와 EMS에 참여한 獨逸 마르크貨와 프랑스 프랑貨 換率의 경우 變動換率制度로 이행된 후에도 均衡離脫의 정도가 固定換率制度下에서와 비교하여 均衡離脫의 정도가 오히려 縮小되거나 小幅 증가하는 데 그쳤을 수도 있을 것이다.

이와 같은 점을 보다 명확히 하기 위하여 <表 II-8>에는 EMS가 發足한 1979년 1/4分期부터 1995년 2/4分期까지 동 체제에 참여한 주요국들과 참여하지 않은 주요국들 通貨의 生産者物價와 消費者物價 및 單位當 勞務費基準 實質實效換率의 最大振幅을 추정하여 정리하였다. 이 表에서 EMS에 참여하지 않은 美國 달러貨와 日本 엔貨의 경우 세 가지 實質實效換率 모두의 最大振幅이 同 體制에 계속 참여한 獨逸 마르크貨와 프랑스 프랑貨 및 네덜란드 길더貨의 경우에 비하여 월등히 컸던 것으로 나타나고 있다. 그러나 캐나다 달러貨의 경우 EMS體制에 참여치 않았음에도 불구하고 각 實質實效換率의 最大振幅이 상대적으로 작았던 것으로 나타나고 있다.

유럽 국가들의 通貨 중 EMS가 발족한 후 뒤늦게 1990년 10월에 同 체제에 가입하였다가 1992년 9월에 脫退한 英國 파운드貨의 경우 각 實質實效換率의 最大振幅이 계속해서 會員國의 지위를 유지한 국가들 通貨의 경우에 비하여 상대적으로 컸던 것으로 나타나고 있다. 또한 EMS 創設國 중 하나였다가 1992년 9월에 同 體制를 脫退한 이탈리아 리라貨의 경우에도 각 實質實效換率의 最大振幅이 상대적으로 컸던 것으로 나타나고 있다.

<表 II-8>에서 EMS體制에 참여한 국가들 통화의 경우 각 實質實效換率의 最大振幅이 상대적으로 작게 나타나는 또다른 이유는 換率이 비교적 안정된 體制內 국가들 상호간의 貿易比重이 상대적

으로 높기 때문인 것으로 판단된다. 이러한 사실을 확인하기 위하여 <表 II-9>에는 1994년 주요국 상호간의 貿易比重을 정리하였다.

<表 II-9> 主要國의 貿易相對國別 輸出入 比重(1994年)

(單位: %)

	貿 易 相 對 國								
	美國	日本	獨逸	英國	프랑스	이탈리아	캐나다	네덜란드	其他
美 國		14.6	4.3	4.4	2.6	1.9	20.5	1.7	50.0
日 本	27.0		4.3	2.8	1.6	1.2	2.2	1.5	59.4
獨 逸	7.7	3.7		7.1	11.5	7.9	0.7	7.7	53.7
英 國	12.5	4.2	12.9		9.4	4.6	1.3	6.4	48.7
프 랑 스	7.7	2.8	17.3	8.9		9.7	0.7	4.8	48.1
이탈리아	6.3	2.2	19.1	6.3	13.3		0.9	4.2	47.7
캐 나 다	73.5	4.8	1.5	1.8	0.9	0.9		0.5	16.1
네덜란드	5.4	2.1	21.4	7.6	7.5	3.7	0.5		51.8

註: 1994년 全體 輸出入에 대한 貿易相對國 輸出入의 比重(%)임.
 資料: IMF, *Direction of Trade Statistics Yearbook*, 1995.

이 表에서 美國의 경우 全體 輸出入 중 캐나다와 日本에 대한 것이 각각 20.5%와 14.6% 상당히 높았고 유럽 國家들과의 교역규모는 상대적으로 작았던 것으로 나타나고 있다. 또한 日本의 경우에도 美國과의 交易比重이 27%로 가장 높았고 유럽 국가들과의 交易比重은 상대적으로 낮았던 것을 알 수 있다.

이에 대하여 獨逸의 경우 EMS 會員國인 프랑스, 네덜란드와의 交易比重이 全體 輸出入의 11.5%와 7.7%로 상당히 높았고 1992년 9월까지 EMS의 會員國이었던 이탈리아와의 교역비중도 7.9%로 상당히 높았던 것으로 나타나고 있다. 이에 대하여 美國 및 日本과 交易比重은 각각 7.7%와 3.7%였던 것으로 나타났는바, 이들 두 나라의 經濟規模가 세계에서 가장 크다는 사실을 감안할 때 이와 같은 교역의 비중은 상대적으로 낮은 것으로 평가할 수 있을 것이다. 프랑스와 네덜란드 등 다른 EMS 參與國들의 경우에도 體制內 국가

들과의 交易比重이 상대적으로 높았던 것으로 나타나고 있다.

이와 같은 사실들을 감안할 때 自國通貨의 換率을 어떤 통화에 대하여서도 관리하지 않고 獨立인 變動換率制度를 채택하고 있는

〈表 II-10〉 其他 主要國의 換率制度와 實效換率의 最大振幅

(單位: %)

		換率制度 期間別 最大振幅	
韓 國	換率制度 (期 間)	複數通貨 바스켓페그 (1980. I ~ 1989. IV)	市場平均換率制度 (1990. I ~ 1995. III)
	生産者物價基準 實質實效換率	34.1	15.3
	消費者物價基準 實質實效換率	35.7	12.1
臺 灣	換率制度 (期 間)	中心換率制度 (1982. IV ~ 1989. I)	變動換率制度 (1989. II ~ 1995. III)
	生産者物價基準 實質實效換率	16.1	16.7
	消費者物價基準 實質實效換率	18.0	13.9
濠 洲	換率制度 (期 間)	複數通貨 바스켓管理 (1974. I ~ 1983. IV)	變動換率制度 (1984. I ~ 1995. III)
	生産者物價基準 實質實效換率	21.1	33.9
	消費者物價基準 實質實效換率	36.0	43.7
뉴질랜드	換率制度 (期 間)	複數通貨 바스켓管理 (1975. I ~ 1985. I)	變動換率制度 (1985. II ~ 1995. III)
	生産者物價基準 實質實效換率	20.3	22.5
	消費者物價基準 實質實效換率	29.0	30.8
싱가포르	換率制度 (期 間)	複數通貨 바스켓管理 (1974. I ~ 1980. IV)	複數通貨 바스켓管理 (1981. I ~ 1995. III)
	生産者物價基準 實質實效換率	24.9	40.4
	消費者物價基準 實質實效換率	37.3	23.2

註: 實質實效換率을 算出함에 있어서 各國에 10大 貿易相對國(香港 除外)과 의 1988년부터 1992년까지 5년간 貿易比重을 加重值로 사용하였으며, 各 物價指數는 1990=100을 기준으로 하였음. 各 期間 實效換率의 最高水準과 最低水準의 차이임.

資料: 韓國, 호주, 뉴질랜드, 싱가포르의 換率 및 物價 資料는 IMF의 IFS tape, 相對國別 貿易量 資料는 IMF, *Direction of Trade Yearbook*, 1995, 臺灣의 換率 및 物價 資料는 臺灣 IFS이며 相對國別 貿易量 資料는 臺灣 財政部 統計處 『進出口 貿易統計月報』, 1995. 12.

美國과 日本 등은 때때로 換率의 適正한 수준으로부터 離脫하는 정도가 크기 때문에 이들 국가와의 交易比重이 높은 나라들의 경우에도 實質實效換率의 진폭이 커지게 될 수 있는 것으로 판단된다. 이에 대하여 EMS와 같이 참여국 상호간의 交易比重이 높고 역내 通貨間 換率의 變動을 규제하고 있는 나라들의 경우에는 實質實效換率의 振幅이 작아지는 것으로 평가할 수 있다.

〈表 II-8〉에서 한 가지 특이한 점은 캐나다의 경우 獨立的인 變動換率制度를 채택하고 있음에도 불구하고 각 實質實效換率의 最大振幅이 상대적으로 낮았다는 사실이다. 이는 〈表 II-9〉에서 보는 바와 같이 美國과의 交易比重이 매우 높기 때문에 캐나다는 國內物價의 안정 등을 위하여 自國通貨의 美國 달러貨에 대한 換率을 특별하게 관리하고 있기 때문일 것으로 판단된다. 그 결과 〈表 II-3〉에서 變動換率制度로 이행한 후에도 캐나다달러/美달러 換率의 短期變動性은 다른 나라 通貨와 美國 달러貨 사이의 換率의 경우에 비하여 상대적으로 작게 나타난 것으로 추측된다.

우리나라를 비롯하여 臺灣, 濠洲, 뉴질랜드 및 싱가포르 등 주요 국가들이 換率制度를 이행한 前後의 각 期間에 있어서 生産者物價 및 消費者物價基準 實質實效換率의 最大振幅을 파악한 결과는 〈表 II-10〉에 정리되어 있다. 이 表에서 각 나라 通貨의 實質實效換率は 10大 貿易相對國(香港 제외)의 通貨에 대한 實質換率에 1988년부터 1992년까지 5년간 輸出入 金額의 比重을 加重値로 적용하여 산출하였다²⁵⁾.

25) 實質實效換率의 산정에 있어서 포함된 10大 貿易相對國은 우리나라의 경우 美國, 日本, 獨逸, 英國, 캐나다, 濠洲, 臺灣, 싱가포르, 이탈리아, 네덜란드이며 臺灣의 경우 우리나라가 포함되며 나머지 9個國은 우리나라의 경우와 같다. 濠洲의 경우 캐나다 대신 뉴질랜드가 포함되고 뉴질랜드의 경우 캐나다가 포함되고 臺灣이 제외되었다. 싱가포르의 경우 이탈리아와 캐나다 대신 말레이시아와 泰國가 포함되었다.

우리나라가 複數通貨 바스켓페그 換率制度를 채택하였던 期間에 있어서 元貨의 生産者物價와 消費者物價基準 實質實效換率의 最大振幅은 각각 약 34%와 36%로 상당히 컸던 것으로 추정되었다. 이 기간 實質實效換率을 기준으로 판단할 때 元貨의 가치가 가장 高評價된 시기는 複數通貨 바스켓페그 換率制度의 초기에 해당하는 1980년이었으며 가장 低評價되었던 시기는 1987년 初였던 것으로 파악되었다²⁶⁾.

市場平均換率制度로 이행한 후에는 最大振幅이 生産者物價基準 實質實效換率의 경우 약 15%, 消費者物價基準 實質實效換率의 경우 약 12%로 이전의 複數通貨 바스켓페그 換率制度에서보다 상당히 축소되었다²⁷⁾. 이와 같이 우리나라가 市場平均換率制度로 이행한 후 實質實效換率의 振幅이 작아진 데에는 기간이 상대적으로 짧기 때문인 점도 있을 것이다. 또한 管理當局이 換率을 안정적으로 관리하기 위하여 보다 많은 노력을 기울인 결과 적정한 수준에서 이탈한 정도가 상대적으로 작아진 때문인 것으로 해석할 수도 있을 것이다.

臺灣의 경우 中心換率制度를 채택하였던 기간과 變動換率制度로 이행한 후의 기간에 있어서 NT달러貨 生産者物價基準 實質實效換率의 最大振幅은 각각 약 16%와 17%로 거의 같았던 것으로 파악되었으며, 消費者物價基準 實質實效換率의 最大振幅은 18%에서 약

26) 複數通貨 바스켓페그 換率制度 全期間을 통하여 元貨의 實質實效換率 이 가장 높았던 때는 1981년 3/4分期(1990년 평균을 100으로 할 때 生産者物價基準 實質實效換率 122.4, 消費者物價基準 實質實效換率 114.7)였으며 가장 낮았던 때는 1987년 1/4分期(生産者物價基準 實質實效換率 88.2, 消費者物價基準 實質實效換率 79.0)였던 것으로 파악되었다.

27) 市場平均換率制度로 이행한 후 全期間을 통하여 元貨의 實質實效換率 이 가장 높았던 때는 1990년 2/4分期(1990년 平均을 100으로 할 때 生産者物價基準 實質實效換率 103.0, 消費者物價基準 實質實效換率 103.2)였던 것으로 파악되었다. 生産者 物價基準 實質實效換率이 가장 낮았던 때는 1994년 4/4分期(87.7)였으며 消費者物價基準 實質實效換率이 가장 낮았던 때는 1993년 3/4分期(93.3)였던 것으로 나타났다.

14%로 4% 포인트 정도 축소된 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 사실은 臺灣이 變動換率制度로 이행한 후에도 換率을 적정한 均衡水準으로 유지하기 위하여 많은 노력을 기울이고 있음을 암시하는 증거로 볼 수도 있을 것이다.

〈表 II-10〉에서 濠洲의 경우 變動換率制度로 이행한 후 實質實效換率의 最大振幅은 대폭 확대되었다. 複數通貨 바스켓 管理換率制度 기간 동안 生産者物價基準 實質實效換率의 最大振幅은 약 21%였으나 變動換率制度로 이행한 후의 기간에는 약 34%로 확대되었으며 消費者物價基準 實質實效換率의 最大振幅은 36%에서 약 44%로 확대된 것으로 나타나고 있다. 이에 대하여 뉴질랜드의 경우 變動換率制度로 이행한 후 實質實效換率의 最大振幅이 소폭 확대되는데 그친 것으로 파악되었다.

싱가포르의 경우 複數通貨 바스켓 管理變動換率制度의 초기에 해당하는 1974년 1/4分期부터 1980년 4/4分期까지 生産者物價基準 實質實效換率의 最大振幅은 약 25%였으며 消費者物價基準 實質實效換率의 最大振幅은 약 37%였던 것으로 파악되었다. 이에 대하여 1981년 1/4分期부터 1995년 3/4分期까지의 기간에 있어서는 生産者物價基準 實質實效換率의 最大振幅은 약 40%로 확대된 반면 消費者物價基準 實質實效換率의 最大振幅은 약 23%로 축소된 것으로 나타나고 있다. 이는 싱가포르가 換率管理 目標의 중점을 1980년 말까지는 國內의 生産者物價를 안정시키는 데 두었으나 그 이후에는 消費者物價를 안정시키는 것으로 수정한 때문일 수도 있을 것이다.

이상에서 實質實效換率의 最大振幅을 기준으로 파악한 換率制度和 換率의 均衡水準 離脫과의 일반적인 관계는 換率의 자유로운 변동을 허용하는 換率制度下에서는 換率이 均衡水準에서 離脫하는 정도가 深化되는 것으로 판단된다. 이와 같은 일반적인 관계는 國際적으로 固定換率體制가 유지된 기간에 비하여 變動換率制度로 이행된 1973년 이후 주요 通貨 實質實效換率의 最大振幅이 급격하게 확

대된 사실에서 확인할 수 있다. 또한 1979년 이후에도 域內 通貨間 換率이 일정한 범위 내에서 유지되도록 規制하고 있는 ERM에 참여하고 있는 通貨의 경우 實質實效換率의 最大振幅이 상대적으로 작았던 점도 이와 같은 판단의 증거로 제시될 수 있다. 濠洲 달러와 뉴질랜드 달러의 경우에도 變動換率制度로 이행된 후 實質實效換率의 最大振幅이 확대된 것으로 파악되었다. 예외적으로 臺灣의 경우 變動換率制度로 이행한 1989년 이후에도 NT달러貨 實質實效換率의 최대진폭이 확대되지는 않은 것으로 파악되었다.

4. 通貨政策의 規律弛緩 및 國際的인 資本移動과 換率變動

앞에서 일반적으로 固定換率制度나 管理變動換率制度로부터 變動換率制度로 이행됨에 따라 換率의 短期變動性이 증가하는 것으로 파악되었다. 또한 일정 기간에 있어서 實質實效換率 最大振幅의 크기를 기준으로 판단할 때 變動換率制度로 이행됨에 따라 換率이 때때로 적정한 수준으로부터 離脫하는 폭이 深化된다는 결론에 도달하였다. 그렇다면 이와 같은 短期 및 中·長期的인 換率變動特性的 변화가 전적으로 換率制度의 이행으로부터 기인되는 것일까?

예외적으로 臺灣의 경우 1989년 4월부터 變動換率制度로 移行하였음에도 불구하고 NT달러/美달러 換率의 短期變動性이 증가하지 않았으며 NT달러貨 實質實效換率의 最大振幅도 中心換率制度를 채택하였던 기간과 비교하여 확대되지 않았다. 이와 같은 사실을 고려할 때 換率의 短期變動性과 均衡離脫 등 換率變動의 特性을 결정하는 요인으로서 換率制度 이외에 다른 要因도 작용하는 것으로 판단된다.

政治經濟的인 관점에서는 1970년대 初 國際的으로 固定換率制度가 崩壞되고, 變動換率制度로 이행한 후 주요 換率의 短期變動性이 급격하게 증가하고 均衡離脫의 정도가 심화되는 등 一連의 현상을

주요국들의 經濟政策, 특히 通貨政策의 規律(discipline)이 弛緩되었기 때문에 야기된 것으로 설명하고 있다.

政治적으로 근래에 이르러 각국 通貨政策의 規律이 이완된 근본적인 이유를 民主化가 진행됨에 따라 參政權의 범위가 확대되고 여러 계층의 주민들이 선거에 참여할 수 있게 되었기 때문으로 보는 견해도 있다²⁸⁾. 즉, 모든 住民에게 參政權이 주어짐에 따라 利害가 對立되는 집단들이 議會나 政府가 經濟政策을 樹立·執行하는 과정에 영향을 미치게 된 결과 集團別 租稅負擔의 歸着이나 受惠集團別 政府豫算의 支出을 조정하기가 어렵게 되었다. 이에 따라 政府의 財政이 硬直化되었기 때문에 景氣調節이나 失業率管理 등 기본적으로 經濟의 對內均衡(internal balance)과 관련된 문제를 해결함에 있어서도 通貨量이나 利子率 등 通貨政策의 수단에 과도하게 의존하게 되었다²⁹⁾. 그 결과 換率의 안정적인 運用을 위하여 通貨政策의 手段들을 적정한 수준으로 관리할 수 없게 됨으로 말미암아 換率이 불안정하게 되었다는 견해이다.

주요국들이 變動換率制度로 이행한 후 通貨政策의 規律이 弛緩된 또다른 이유는 通貨政策의 獨立性에 대한 과신 때문인 점도 있는 것으로 판단된다. 즉, 變動換率制度를 주장한 學者들은 變動換率制度下에서 한 나라의 通貨膨脹으로 인한 物價上昇 문제는 通貨가 膨

28) B. Eichengreen, "Prerequisites for International Monetary Stability," *Bretton Woods: Looking to the Future*, Bretton Woods Commission, 1994, pp. C-39~52 참조.

29) 1970년대 이후 先進國들의 財政이 硬直化된 가장 직접적인 이유는 높은 失業率 때문인 것으로 판단된다. OECD 諸國의 평균 失業率은 固定換率制度 마지막 10년간(1963~1972년) 2.94%에서 變動換率制度 초기 10년간(1973~1982년) 5.34%로 상승하였으며 1983년부터 1994년까지의 기간에 있어서는 7.33%로 상승하였다. 이와 같은 失業率의 상승으로 인하여 財政支出이 증가하였음에 대하여 租稅收入은 감소하였기 때문에 만성적인 재정적자가 계속되었다. 그 결과 政府의 負債가 큰 폭으로 증가하였으며 이에 대한 利子負擔으로 인하여 財政赤字의 규모가 더욱 확대되는 惡循環이 계속되었다. 따라서 景氣調節이나 失業率管理 등을 위하여 財政政策의 手段들을 조절할 수 있는 여지가 줄어들게 되었다.

脹하는 나라에만 국한되고 다른 나라에 파급되지 않는다고 주장하였다³⁰⁾. 이와 같은 理論에 입각하여 각 나라의 經濟政策 담당자들은 다른 나라에 대하여 도의적인 죄책감을 느끼지 않고 通貨에 대한 管理를 緩和하였다. 같은 이유로 IMF와 같은 國際機構도 각 나라 通貨政策에 대한 감시활동을 소홀히 하였다. 그 결과 주요국들 通貨政策의 規律弛緩이 가속화되었다.

이와 같은 政治經濟的인 이유로 通貨政策의 規律이 대폭 이완되었기 때문에 通貨價値에 대한 불안감이 조성되고 미래의 通貨價値에 대한 評價가 바뀔에 따라 換率이 급격하게 변동하게 되었다는 해석이다. 게다가 각 나라의 通貨政策에 대한 信賴性이 저하되었기 때문에 政策當局이 換率을 안정시키기 위한 措置를 취하더라도 미래의 換率政策에 대한 不確實性으로 인하여 실제로 換率을 안정시키는 효과를 거두지 못하는 경우가 많아지게 되었다는 주장도 있다³¹⁾.

外換市場의 需給狀況 변동과 관련하여 1970년대부터 國際的인 資本移動에 대한 規制가 緩和되었다. 그 결과 국가간 資本收益率의 차이와 미래의 換率變動에 대한 期待 및 外換危險에 대한 評價 등이 바뀔에 따라 國際的인 資本移動이 급격하게 일어나게 되었다. 따라서 대규모 資本의 國際的인 이동이 外換市場을 攪亂시키는 要因으로 작용하게 되었으며 換率이 단기적으로 급격하게 변동하고 때때로 적정한 均衡水準으로부터 큰 폭으로 離脫하게 되었다는 주장이 있다³²⁾.

주요 外換市場에서 거래되는 外換은 대부분이 資本去來를 決濟하기 위한 것이다. 1995년 4월중 世界 26個 주요 外換市場에서 거래된 外換의 규모는 日平均 1兆 5,722億달러였던 것으로 조사되고 있

30) M. Friedman, "The Case for Flexible Exchange Rate", 1953 참조.

31) Bretton Woods Commission, *Bretton Woods: Looking to the Future*, 1994 참조.

32) R. I. Mckinnon, "Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability: A Proposal," 1988 참조.

다³³⁾. 이를 기준으로 같은 해 이들 外換市場에서 거래된 外換의 총 규모를 추산하면 약 393兆달러에 달하며³⁴⁾, 이 중 약 절반이 先物 換去來나 스왑去來 등 派生的(derivative)인 外換去來였던 것으로 가정할 경우 실제 資本去來와 經常去來를 결제하기 위한 現物換去來는 약 200兆달러였던 것으로 짐작할 수 있다. 그런데 1995년중 세계 전체 輸出金額과 輸入金額의 합계는 약 10兆달러였던 것으로 짐작된다³⁵⁾. 따라서 世界全體의 輸出入代金を 결제하기 위한 外換去來의 규모는 26個 주요 外換市場에서 거래된 전체 外換의 5%에 불과한 것으로 짐작할 수 있다³⁶⁾. 이와 같은 사실을 근거로 世界 外換市場에서 이루어지고 있는 대부분의 外換去來는 資本去來를 決濟하기 위한 것이라는 판단을 내릴 수 있다.

世界的인 國際金融 중심의 外換市場에서 外換去來되는 外換의 경우 資本去來를 결제하기 위한 去來의 비중이 더욱 높을 것으로 판단된다. 이와 같은 사실을 확인하기 위하여 <表 II-11>에는 1992년과 1995년 런던, 뉴욕, 東京 및 프랑크푸르트 外換市場의 現物換 거래규모와 英國, 美國, 日本 및 獨逸의 輸出入金額을 비교해 보았다³⁷⁾.

33) 韓國銀行 調査 第1部, 『최근 世界外換市場 현황』, 1996. 3. 참조.

34) 각 外換市場의 연간 거래일 수를 250일로 가정하고 4월의 평균 外換去來 金額 1兆 5,722億달러를 기준으로 연간 거래규모를 추산하면 393兆 500億달러가 된다.

35) IMF의 IFS에 의하면 1994년 세계전체의 輸出과 收入金額은 각각 약 4兆 3千億달러였다. 1995년 세계전체의 輸出入金額이 각각 전년에 비하여 14% 증가한 것으로 가정할 경우 같은 해 輸出入金額의 합계는 약 9兆 8千億달러였던 것으로 추정할 수 있다.

36) 世界全體로 볼 때 한 나라의 輸出은 다른 나라들의 輸入으로 집계되고 輸出入 과정에서 대개 1회의 外換去來가 일어나는 점을 감안할 경우 1995년 世界全體의 輸出入 去來를 결제하기 위한 外換去來의 규모는 같은 해 주요 外換市場에서 거래된 外換의 약 2.5%였던 것으로 파악할 수 있다.

37) 이 表에서 英國, 美國 및 日本 外換市場의 연간 現物換去來 규모는 런던, 뉴욕 및 東京 外換市場의 各 年度 4월중 日平均 外換去來額에 250을 곱하고 각 市場의 現物換去來 比率을 곱하여 추정하였다.

〈表 II-11〉 主要國 外換市場의 現物換去來의 輸出入 規模

(單位: 10億달러, %)

	1992年			1995年		
	現物換去來 規模(A)	輸出入金額 (B)	B/A	現物換去來 規模(C)	輸出入金額 (D)	D/C
英 國	36,213	412	1.1	46,450	501	1.1
美 國	23,783	1,002	4.2	33,605	1,324	3.9
日 本	12,020	573	4.8	13,711	670	4.9
獨 逸	7,413	825	11.1			

註: 年間 現物換去來 規模는 각 年度 4월중 日平均 外換去來 規模와 現物換去來 比率資料를 기초로 推定하였음.

資料: 去來規模 및 去來內譯은 英國, 美國, 日本 外換市場의 경우 韓國銀行 調査 第1部, 『최근의 世界 外換市場 現況』, 1996. 3. 1992年 獨逸의 資料는 韓國銀行 外換管理部 『세계 외환시장의 거래 동향』, 1993. 4. 輸出入金額資料는 IMF의 IFS 및 韓國銀行 『주간 해외경제 동향』 각호.

이 表에서 1992년과 1995년 英國의 輸出入 總額은 같은 해 런던 外換市場에서 거래된 現物換 總額의 각각 1.1%에 불과하였던 것으로 파악되었다. 뉴욕 및 東京 外換市場에서 거래된 現物換 총액에 대한 美國과 日本 輸出入 總額의 비율도 5%를 초과하지 않았던 것으로 추정된다. 이에 대하여 1992년 獨逸의 輸出入金額은 프랑크푸르트 外換市場에서 거래된 現物換 總額의 약 11%에 달한 것으로 추정되었다.

美國 달러貨와 日本 엔貨 및 獨逸 마르크貨 등 주요 國際通貨間 外換去來의 경우 자본거래의 비중이 더욱 높을 것으로 짐작된다. 1995년 4월중 런던, 뉴욕 및 東京 등 世界 3大 外換市場에서 거래된 엔/달러 및 마르크/달러 外換의 日平均 거래액은 각각 2,501億 달러와 1,916億달러였던 것으로 조사되었다. 이 중 약 43%가 現物換去來였던 것으로 가정하고 이들 市場에서 1995년중 거래된 엔/달러 및 마르크/달러 現物換의 규모를 추정하면 각각 약 27兆달러와 21兆달러였던 것으로 파악할 수 있다. 1995년 日本 및 獨逸의

輸出入金額은 3大 外換市場에서 거래된 엔/달러, 마르크/달러 現物 換去來 금액의 각각 약 2.5%와 4.3%에 불과하였던 것으로 짐작할 수 있다³⁸⁾.

〈表 II-12〉 1995年 4月中 3大 外換市場의 通貨別 日平均 去來規模
(單位: 10億달러, %)

	엔/달러	마르크/달러	파운드/달러	스위스 프랑/달러	其他通貨	去來總額	現物換去來比率
런던外換市場	789	999	511	232	2,114	4,645	40
뉴욕外換市場	493	728	196	171	856	2,444	55
東京外換市場	1,219	189	32	16	157	1,613	34
計	2,501	1,916	739	419	3,118	8,702	43

資料: 韓國銀行 調査 第1部, 『최근 世界 外換市場 現況』, 1996. 3.

한편, 實證分析의 결과에서 엔/달러 換率과 마르크/달러 換率의 경우 같은 규모의 外換去來일지라도 經常去來를 決濟하기 위한 外換去來에 비하여 資本去來를 決濟하기 위한 外換去來가 換率變動에 미치는 영향이 큰 것으로 파악되었다. 엔/달러 換率의 경우 日本과 美國 資本收支의 상대적인 변동으로 인한 換率變動의 효과가 같은 규모 經常收支 변동의 영향에 비하여 약 2.3배 내지 2.7배로 크게 추정되었다³⁹⁾. 또한 獨逸과 美國 資本收支의 상대적인 변동으로 인한 마르크/달러 換率變動의 효과는 같은 크기 經常收支 변동의 영향에 비하여 약 1.4배 내지 2.1배로 크게 추정되었다⁴⁰⁾. 經常收支와 資本收支는 각각 經常去來와 資本去來를 結濟하기 위한 外換去來와

38) 1995년 日本의 輸出入金額은 〈表 II-11〉 참조. 1994년 獨逸의 輸出 및 輸入金額 합계는 약 8千億달러였다. 1995년 獨逸의 輸出 및 輸入金額이 각각 전년에 비하여 10% 증가한 것으로 가정할 경우 輸出入金額은 약 8千 8百億달러였던 것으로 추정할 수 있다.

39) 金宗萬, 『外換 및 資本 自由化가 換率에 미치는 影響』, 1995, p. 54, 〈表 II-3〉의 내용 참조.

40) 前掲書 p. 65, 〈表 II-4〉의 내용 참조.

관련이 있다. 따라서 이와 같은 實證分析의 결과를 근거로 資本去來를 결제하기 위한 外換去來가 換率에 미치는 영향이 같은 규모의 經常去來를 결제하기 위한 外換去來의 영향에 비하여 상대적으로 크다는 결론을 내릴 수 있을 것이다.

國際 外換市場의 거래 내용을 분석한 결과에서 資本去來를 결제하기 위한 外換去來의 규모가 經常去來를 결제하기 위한 外換去來의 규모에 비하여 압도적으로 크다는 점을 파악할 수 있었다. 이와 같은 사실과 資本去來를 결제하기 위한 外換去來로 인한 換率變動의 효과가 같은 규모의 經常去來를 決濟하기 위한 外換去來가 換率에 미치는 영향에 비하여 상대적으로 크다는 實證分析의 결과를 종합할 때 주요 換率의 경우 國際的인 資本去來로 인한 換率變動의 전체효과는 經常去來의 영향에 비하여 압도적으로 크다는 결론에 도달할 수 있을 것이다.

理論的으로 通貨政策의 規律弛緩과 國際的인 資本移動이 換率의 短期變動性 및 均衡離脫에 미치는 효과는 브렌슨(Branson) 類의 資產理論(asset theory) 또는 포트폴리오殘額理論(portfolio balance theory)으로 분석할 수 있다. 각 나라의 資產市場이 어느 정도 隔離되고 外國通貨와 自國通貨로 표시된 資產 사이에 完全代替關係(perfect substitutability)가 존재하지 않는 경우를 가정해 보자⁴¹⁾. 아울러 管理當局(中央銀行)은 換率의 의도하는 방향으로 움직이도록 유도하기 위하여 때때로 外換市場에 介入하고 그 결과는 對外準備高(foreign reserve)의 증감으로 나타나는 경우를 생각해 보자.

이때 投資家들의 포트폴리오에서 國內通貨와 外國通貨로 표시된 資產(債券)의 교체관계를 고려할 때 資產市場에서 外國通貨로 표시된 資產(外換)에 대한 投資需要는 國內外 金利差와 自國通貨에 대

41) 이 부분은 Branson(1983) 深尾京司(1983)의 論文을 참고하여 筆者의 拙著, 『外換 및 資本 自由化가 換率에 미치는 影響』, 1995, 第II章에서 정리한 내용을 위주로 설명하였다.

한 外國通貨 價値上昇率의 期待値에 따라 달라지게 될 것이다. 따라서 國內市場에서 外貨資産에 대한 投資需要는 다음 식 (II-1)과 같이 표시할 수 있다.

$$F_t^d = b(i_t^* - i_t + E_t s_{t+1} - s_t) \dots\dots\dots (II-1)$$

여기서 F_t^d 는 時點 t에서 國內投資家の 外貨資産에 대한 投資需要, s_t 는 外國通貨에 대한 自國通貨 名目換率(外國通貨 價値基準: 예, 원/달러)의 自然對數, i_t, i_t^* 는 각각 自國 및 外國의 名目利子率, $E_t s_{t+1}$ 은 時點 t에서 t+1의 換率水準(自然對數)에 대한 期待値를 표시하며, $b > 0$ 는 外貨表示 資産投資의 期待收益率의 차이에 대한 感應度を 나타낸다.

國內市場에서 外貨資産의 供給은 經常收支나 資本收支의 黑字를 통하여 증가할 것이다. 時點 t에서 國內外 物價水準, 勞動生産性, 企業들의 輸出競爭力 등의 상대적인 수준 등을 감안할 때 經常收支의 均衡을 이룰 수 있는 換率의 適正水準을 \bar{s}_t 로 표시할 경우 經常收支의 黑字規模는 현재의 換率 s_t 와 \bar{s}_t 와의 차이에 따라 달라지게 될 것이다. 資本收支는 國內外 金利差 등 여러 가지 요인에 의하여 결정된다고 가정할 경우 전체 外貨資産 供給의 변천은 식 (II-2)와 같이 나타낼 수 있다⁴²⁾.

$$F_t = F_{t-1} + a(s_t - \bar{s}_t) + A_t \dots\dots\dots (II-2)$$

여기서 \bar{s}_t 는 國際收支 특히 經常收支를 均衡시키는 長期均衡 換

42) 단순화하기 위하여 기존 外貨資産에 대한 利子は 무시하였다. 내외 金利차에 따른 資本의 流出入은 外貨表示 資産에 대한 投資需要의 변동과 중복되므로 해외자산의 공급에는 표시하지 않았다. 金利차와 직접적으로 관련이 없는 資本의 유입은 海外同胞의 送金 등 移轉收支와 直接投資, 輸出先手金, 株式投資 등이 있을 수 있다.

率, A_t 는 内外 金利差와 관련 없는 資本收支 黑字를 각각 표시하며, $a > 0$ 는 貿易收支 또는 經常收支의 換率 변동에 대한 感應度を 나타낸다.

中央銀行에 의한 外換市場 介入은 換率이 經常收支를 均衡시키는 적절한 수준에서 이탈할 경우 그 差異($\bar{s}_t - s_t$)를 줄이기 위한 目的⁴³⁾으로 行하여지고 外換市場 介入의 結果로 對外準備高가 변동될 경우 中央銀行 對外準備高의 변천은 식 (II-3)과 같이 표시할 수 있다.

$$R_t = R_{t-1} + c(\bar{s}_t - s_t) \dots\dots\dots (II-3)$$

여기서 R_t 는 時點 t 에서 中央銀行의 對外準備高, $c > 0$ 는 換率이 經常收支를 均衡시키는 적절한 수준으로부터 離脫한 정도에 대한 中央銀行 市場介入의 反應度を 나타낸다.

民間部分의 投資對象이 될 수 있는 外貨資産은 전체 外貨資産의 供給에서 中央銀行이 外換市場介入을 통하여 흡수한 對外準備高를 제외한 金額이 될 것이다. 外貨資産市場의 均衡이 이루어지기 위해서는 사후적으로 外貨資産에 대한 民間의 投資需要와 民間에 공급되는 外貨資産의 규모가 일치하여야 할 것이다. 따라서 外貨資産市場의 均衡關係를 다음 식 (II-4)와 같이 나타낼 수 있다.

$$F_t - R_t = b(i_t^* - i_t + E_t s_{t+1} - s_t) \dots\dots\dots (II-4)$$

식 (II-2) 및 (II-3)을 이용하여 $k \geq 2$ 의 경우 時點 t 에 있어서 未來換率에 대한 期待值(expected value) 사이의 관계는 식 (II-5)와 같이 나타낼 수 있다.

43) 이와 같은 형태의 外換市場介入을 風勢對抗의(leaning against the wind type) 介入이라 한다.

$$E_t s_{t+k+1} - \left(\frac{a+c}{b} + 2\right) E_t s_{t+k} + E_{t+k-1} = E_t (i_{t+k} - i_{t+k}^*) - E_t (i_{t+k/1} - i_{t+k/1}^*) + \frac{a+c}{b} [E_t A_{t+k} - E_t \bar{s}_{t+k}] \dots (II-5)$$

未來換率에 대한 期待値에 관한 差分方程式 (II-5)의 解를 구하기 위한 定差方程式과 換率이 有限의 값을 가지기 위한 根 λ 는 다음 식 (II-6)과 같다.

$$\lambda^2 - \left(\frac{a+c}{b} + 2\right)\lambda + 1 = 0,$$

$$\lambda = \frac{\frac{a+c}{b} + 2 - \sqrt{\left(\frac{a+c}{b} + 2\right)^2 - 4}}{2} \dots \dots \dots (II-6)$$

定差方程式의 根 λ 를 이용하여 合理的 期待假說(rational expectation hypothesis)에 따른 換率 수준은 다음과 같이 구할 수 있다⁴⁴⁾.

$$s_t = (1-\lambda) \sum_{j=0}^{\infty} \lambda^j E_t \bar{s}_{t+j} + \lambda \sum_{j=0}^{\infty} E_t \lambda^j (i_{t+j}^* - i_{t+j}) - \frac{1-\lambda}{a+c} \left[\sum_{j=0}^{\infty} \lambda^j E_t A_{t+j} + (F_{t-1} - R_{t-1}) \right] \dots \dots \dots (II-7)$$

식 (II-7)에서 현재(時點 t) 換率水準 s_t 는 直前時點(t-1)에서 外貨資産의 總額 중 中央銀行 對外準備高를 제외한 金額($F_{t-1} - R_{t-1}$)이 증가함에 따라 上昇(國內通貨 가치의 下落)하는 것을 알 수 있다. 이 金額은 時點 t에서 民間의 投資對象이 될 수 있는 外貨資産의 總供給額이다. 그런데 이 금액은 과거 모든 時點의 經常收支 및 資本收支의 黑字金額의 累計에서 中央銀行이 外換市場介入을

44) 換率水準을 구하는 보다 자세한 과정에 대하여서는 金宗萬 『外換 및 資本自由化가 換率에 미치는 影響』, 1995, 第II章 참조.

통하여 매입한 外換의 累計額을 공제한 것이다. 따라서 과거 모든 시점의 國際收支와 中央銀行 外換市場介入은 현재의 換率에 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다.

현재의 換率水準에 영향을 미치는 것은 均衡換率(經常收支를 均衡시키기에 적절한 換率: \bar{s}_t)이나 內外 金利差($i_t^* - i_t$), 資本流入(A_t) 등 經濟變數⁴⁵⁾들의 현재 수준뿐만이 아니고 미래의 모든 시점에 예상되는 수준이 期間割引을 통하여 현재의 換率水準에 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 그런데 期間割引率은 $\lambda(0 < \lambda < 1)$ 의 크기에 따라 달라지게 된다. 즉, λ 의 값이 커지면 미래에 예상되는 經濟變數들의 값에 대한 期間割引率⁴⁵⁾이 작아지게 된다. 따라서 λ 의 값이 커짐에 따라 먼 미래에 예상되는 經濟變數들의 값이 현재의 換率에 미치는 영향이 커지게 된다. 반대로 λ 의 값이 작을 경우 현재 및 가까운 미래에 예상되는 經濟變數들의 값이 換率에 미치는 영향이 커지게 된다.

이와 같이 현재의 換率은 미래의 모든 時點에 예상되는 變動의 영향을 받기 때문에 현재의 상황에서 적절한 均衡水準이라고 판단되는 수준으로부터 離脫할 수 있다. 또한 미래의 경제상황에 대한 평가가 바뀔 때 따라 현재의 환율이 변동하기 때문에 단기적인 환율변동의 폭은 현재 경제상황의 변동을 고려할 때 적절하다고 인정되는 것보다 클 수 있고, 따라서 換率의 短期變動性이 커지는 것으로 이해할 수 있다. 예를 들면 技術開發 등으로 인하여 미래의 어느 時點에 均衡換率의 수준이 상승할 것으로 예상될 경우 현재의 換率은 상승하게 된다. 또한 미래에 外國의 金利가 國內金利에 비하여 상대적으로 상승할 것으로 예상되거나 海外直接投資 등으로 인하여 資金이 海外로 流出될 것으로 예상될 경우 현재의 換率은 上昇하게 된다.

이러한 사실을 고려할 換率의 短期變動性과 換率이 현재의 適正한 수준으로부터 離脫하는 정도는 미래에 예상되는 상황변동이 현재의 換

45) 이들 經濟變數를 換率을 결정하는 根本經濟變數(forcing variable)라 한다.

率에 미치는 영향이 커짐에 따라 확대될 수 있다. 그런데 미래에 豫想되는 經濟變數의 수준이 期間割引되어 현재의 換率에 미치는 영향은 식 (II-7)에서 λ 의 값에 따라 결정된다. 즉 λ 의 값이 클수록 먼 未來에 예상되는 상황변동이 現在の 換率에 미치는 영향이 커지기 때문에 換率이 적정한 수준으로부터 離脫하는 폭이 커지게 되고 換率의 短期變動性도 증가하게 되는 것으로 이해할 수 있다.

식 (II-6)에서 λ 의 크기를 결정하는 것은 a(經常收支의 換率에 대한 感應度), b(外貨資産에 대한 投資需要의 金利差에 대한 感應度), 및 c(中央銀行 外換市場介入의 換率에 대한 感應度)의 상대적인 크기인 것을 알 수 있다. 즉, $(a+c)$ 의 값이 주어진 경우 b의 값이 無限大로 커지면 λ 의 값은 1에 收斂하게 된다. 이에 대하여 b의 값이 주어진 경우 $(a+c)$ 의 값이 無限大로 커지면 λ 의 값은 0에 收斂하게 된다. 일반적으로 $(a+c)$ 의 값에 비하여 b의 값이 상대적으로 클 경우 λ 의 값은 커지고 반대의 경우 λ 의 값은 작아지게 된다.

그렇다면 a, b 및 c의 크기를 결정하는 요인은 무엇일까? a의 크기에 영향을 미치는 요소는 國內輸出品에 대한 海外需要와 海外로부터 輸入되는 物品에 대한 國內需要의 價格彈力性일 것으로 판단된다. 즉, 輸出品 및 輸入品에 대한 國內外 需要의 價格彈力성이 큰 경우 a의 값은 커질 것이다⁴⁶⁾.

b의 값에 가장 큰 영향을 미치는 요소는 國家間 資本移動에 대한 規制일 것으로 판단된다. 資本移動이 금지된 경우 國內金利에 비하여 外國의 金利가 높고 外國通貨의 가치가 상승할 것으로 기대되더라도 國內投資家들의 外貨表示資産에 대한 需要는 작고 따라서 b의 값은 0에 가까울 것이다. 반대로 資本移動에 대한 규제가 전혀 없

46) 예를 들면 外國通貨에 대한 國內通貨의 가치가 下落할 경우 外國通貨로 표시된 輸出品의 가격은 下落하고 國內通貨로 표시된 輸入品の 價格은 상승하기 때문에 輸出品 및 輸入品에 대한 國內外 需要의 價格彈力성이 큰 경우 經常收支의 改善效果가 클 것이다.

을 경우 b의 값은 매우 커질 것이다⁴⁷⁾.

c의 값을 결정하는 요소는 換率運用과 관련된 管理當局(中央銀行)의 政策意志일 것으로 판단된다. 즉, 換率을 적정한 均衡水準으로 관리하려는 의지가 강한 경우 c의 값은 커질 것이다. 반대로 換率이 적절한 수준으로부터 다소 離脫하더라도 여러가지 이유로 인하여 이를 허용할 경우 c의 값은 작아질 것이다.

이와 같은 관점에서 通貨政策의 規律弛緩 및 國際的인 資本移動과 換率變動의 특성과의 관계를 분석해 보기로 하자. 먼저 通貨政策의 規律이 弛緩될 경우 中央銀行 外換市場介入의 換率에 대한 感應度 c의 값은 작아질 것이다. 政府의 財政이 극도로 硬直化된 경우를 생각해 보자. 景氣調節이나 失業率管理 등 對內均衡의 달성을 위하여 財政政策의 수단들을 조정할 수 없기 때문에 通貨量이나 金利 등 通貨政策의 수단에 의존할 수밖에 없을 것이다. 한편 換率을 적정한 수준으로 관리하기 위하여 中央銀行이 外換市場에 개입할 경우 通貨量과 國內金利에 영향을 미치게 된다. 즉, 中央銀行이 外換을 買入할 경우 國內通貨의 공급이 증가하고 반대로 外換을 賣却할 경우 國內通貨의 供給이 감소하는 결과를 가져오게 되고 이에 따라 市中の 流動性에 영향을 미치기 때문에 國內金利가 변동하는 결과를 초래할 수 있다.

그런데 對內均衡을 달성하기 위한 通貨政策의 방향과 換率을 適正한 수준으로 관리하기 위한 通貨政策의 방향이 일치하지 않을 수도 있다. 이때 通貨政策目標의 優先順位가 對內均衡의 달성에 두어진 경우 中央銀行은 外換市場介入을 꺼리게 될 것이다. 따라서 通貨政策의 規律이 弛緩된 경우 中央銀行에 의한 外換市場介入의 換率水準에 대한 感應度 c가 작아지고 그 결과 식 (II-6)에서 λ 의

47) b의 값이 無限大로 커질 경우 피셔開放(Fisher Open)關係가 성립한다. 資本移動에 대한 규제가 전혀 없더라도 外換危險 등을 고려할 경우 b의 값이 無限大로 커지기는 어려울 것이다.

값이 커지게 될 것이다. 앞에서 설명한 바와 같이 λ 의 값이 커지면 먼 미래에 예상되는 經濟狀況의 變動으로 인한 현재의 換率 變動效果가 커지기 때문에 換率의 短期變動性은 커지게 되고 換率이 때때로 현재 상황에서 적정한 수준으로부터 離脫하는 폭이 커지게 되는 것으로 이해할 수 있다.

國際的인 資本移動에 대한 規制가 緩和됨에 따라 b 의 값이 커지고 λ 의 값도 커지게 된다. 따라서 먼 미래에 예상되는 經濟狀況의 변동이 현재의 換率에 미치는 영향이 커지기 때문에 換率의 短期變動性이 증가함과 동시에 換率이 현재의 適正한 수준으로부터 離脫하는 정도가 深化될 수 있다. 資本移動에 대한 規制가 緩和될 경우 國內外 金利의 상대적인 변동과 관계없는 資本移動(식 (II-7)에서 A_1)의 方向이 급격하게 바뀔 수 있기 때문에 換率의 短期變動性이 증가하고 均衡離脫의 폭이 증가하는 효과도 있을 것이다. 게다가 미래에 예상되는 資本移動 방향의 변동도 현재의 換率水準에 영향을 미칠 수 있기 때문에 換率의 短期變動性和 均衡離脫의 정도는 더욱 커질 수 있을 것이다.

주요 先進國들의 경우 變動換率制度로 이행한 이후 中央銀行이 外換市場에 介入하는 빈도를 대폭 축소하였다. 이는 外換市場介入의 換率水準에 대한 感應度 c 의 값이 작아졌음을 의미한다. 또한 資本移動에 대한 規制를 완화하였기 때문에 b 의 값이 커진 것으로 해석할 수 있다. 그 결과 미래에 예상되는 經濟狀況 변동이 현재의 換率에 미치는 影響을 期間割引하는 효과가 작아졌기 때문에(λ 의 값이 커졌기 때문에) 換率의 短期變動性이 증가하고 換率이 때때로 적정한 均衡水準으로부터 離脫하는 정도가 심해진 것으로 이해할 수 있다.

濠洲와 뉴질랜드의 경우에도 變動換率制度로 이행한 이후 특별한 경우를 제외하고는 中央銀行의 外換市場介入을 자제하고 있으며 資本移動에 대한 規制를 대폭 완화하였다. 따라서 이들 두 나라의 경우에도 變動換率制度로 이행한 이후 <表 II-5> 및 <表 II-6>에

서 보는 바와 같이 換率의 短期變動性이 증가하였으며 <表 II-10>에서 보는 바와 같이 實質實效換率의 最大振幅이 커진 것으로 설명할 수 있다.

이에 대하여 캐나다의 경우 <表 II-9>에서 보는 바와 같이 美國과의 貿易比重이 매우 크기 때문에 變動換率制度로 이행한 후에도 自國通貨의 對美 달러 換率이 적정한 수준에서 유지되도록 하기 위하여 많은 노력을 기울이고 있는 것으로 알려지고 있다. 이와 같은 換率政策은 中央銀行 外換市場介入의 換率水準에 대한 感應度 c의 값이 큼을 의미한다. 따라서 미래에 예상되는 狀況變動의 영향을 期間割引하는 효과가 큰(λ 의 값이 작은) 것으로 이해할 수 있다. 이와 같은 이유 때문에 變動換率制度로 이행한 후에도 <表 II-3>에서 보는 바와 같이 캐나다달러/美달러 換率의 短期變動性이 상대적으로 작고, <表 II-8>에서 보는 바와 같이 캐나다 달러貨 實質實效換率의 最大振幅이 다른 주요국 通貨의 경우에 비하여 상대적으로 작게 나타난 것으로 설명할 수 있을 것이다.

한편 臺灣은 變動換率制度로 이행한 후에도 資本移動, 특히 海外로부터의 資本流入을 상당히 규제하고 있기⁴⁸⁾ 때문에 外貨資產에 대한 投資需要의 感應度 b의 값이 작은 것으로 추측할 수 있다. 따라서 미래에 예상되는 狀況變動이 현재의 換率에 미치는 영향을 期間割引하는 효과가 크기(λ 의 값이 작기) 때문에 變動換率制度로 이행하기 이전과 비교하여 NT달러/美달러 換率의 短期變動性이 증가하지 않았으며 NT달러貨 實質實效換率의 最大振幅이 확대되지도 않은 것으로 설명할 수 있다⁴⁹⁾.

48) 臺灣의 外換 및 資本自由化와 관련된 주요 措置에 대하여 金宗萬, 『外換 및 資本自由化가 換率에 미치는 影響』, 1995 pp. 225~232, <附表 2> 참조.

49) 臺灣이 變動換率制度로 移行하기 이전과 이후의 기간에 있어서 NT달러/美달러 換率의 短期變動性 및 NT달러貨 實質實效換率 最大振幅 비교는 각각 <表 II-5>와 <表 II-10> 참조.

이와 같은 사실들을 고려할 때 換率의 短期變動性 및 均衡水準離脫의 정도 등 換率變動의 特性을 결정하는 요소는 換率制度만은 아닌 것으로 판단되며 通貨政策, 특히 換率政策의 내용 및 資本自由化의 정도 등도 換率變動의 特性을 결정하는 중요한 要因들인 것으로 사료된다.

5. 換率의 短期變動性增加 및 均衡水準離脫이 經濟에 미치는 影響

換率의 短期變動性이 증가함에 따라 外換危險이 증가하기 때문에 되도록 외환포지션을 취하지 않으려 할 것이다. 그런데 輸出入 등 국제적인 經常去來나 海外借入, 海外投資 등 資本去來를 하게 될 경우 필연적으로 外換포지션을 취하게 되므로 換率의 短期變動性增加로 인하여 이와 같은 國際去來가 위축될 우려가 있다. 국제거래가 위축될 경우 국제적인 資源配分에 지장을 초래하게 되어 세계 전체의 經濟成長이 둔화되는 결과를 초래할 수도 있을 것이다.

주요 先進國들이 變動換率制度로 이행한 이후 주요 通貨間 換率의 短期變動性 증가로 인하여 輸出入 등 國際的인 經常去來가 위축되었는지 여부를 확인하기 위하여 固定換率制度 마지막 10년간과 變動換率制度로 이행된 이후의 각 기간에 있어서 세계전체 및 主要國들 輸出入金額의 年平均 增加率을 조사한 결과는 <表 II-13>에 정리되어 있다.

美國의 달러貨는 變動換率制度로 이행한 후에도 각국 輸出入代金の 決濟通貨로서 가장 중요한 역할을 수행하고 있다. 그런데 <表 II-2> 및 <表 II-3>에서 보는 바와 같이 變動換率制度로 이행된 후 초기 10년간 美國 달러貨와 다른 주요국 通貨間 換率의 短期變動性은 대폭 증가하였다. 그럼에도 불구하고 <表 II-13>에서 變動換率制度 초기 10년간 世界全體 및 주요국들 輸出入金額의 연평균

〈表 II-13〉 期間別 世界 및 主要國의 年平均 輸出入 增加率

(單位: %)

	1963~1972年		1973~1982年		1983~1994年	
	平均輸出 增加率	平均輸入 增加率	平均輸出 增加率	平均輸入 增加率	平均輸出 增加率	平均輸入 增加率
世界全體	11.9	11.3	17.5	17.4	7.9	7.5
美 國	9.0	12.9	17.0	16.8	7.7	8.9
日 本	19.6	15.7	17.9	20.9	9.3	6.7
獨 逸	13.5	12.9	15.2	15.4	8.2	8.3
英 國	7.8	8.0	15.8	15.0	6.8	7.5
프 랑 스	13.8	13.8	14.8	16.9	8.2	6.5

註: 美國 달러貨 표시 金額 基準.

資料: IMF의 IFS tape.

증가율은 固定換率制度 마지막 10년간에 비하여 오히려 높았던 것으로 나타나고 있다.

이에 대하여 〈表 II-3〉에서 보는 바와 같이 1983년부터 1994년까지의 기간에 있어서는 美國 달러貨와 주요 通貨間 換率의 短期變動性은 變動換率制度 초기 10년간과 거의 같았으나 이 기간 世界全體와 주요국들의 輸出 및 輸入金額의 연평균 增加率は 대폭 하락하였으며 固定換率制度 마지막 10년간에 비하여서도 상당폭 하락한 것으로 나타나고 있다.

게다가 獨逸과 프랑스의 경우 1979년부터 주요 貿易相對國들인 유럽의 다른 나라들과 함께 EMS를 결성하고 會員國 通貨 상호간 換率을 안정적으로 관리하였기 때문에 〈表 II-4〉에서 보는 바와 같이 역내 通貨間 換率의 短期變動性이 상대적으로 작았다. 그럼에도 불구하고 1983년부터 1994년까지의 기간에 있어서 이들 국가의 輸出 및 輸入金額의 연평균 增加率도 다른 주요국들의 경우와 마찬가지로 낮았던 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 사실들을 고려할 때 換率의 短期變動性 증가가 반드시 輸出入 등 國際的인 經常去來

를 위축시키는 요인이 되는 것으로 보기는 어려울 것으로 판단된다.

주요국 通貨間 換率의 경우 先物換市場이나 通貨先物 및 通貨옵션 시장이 잘 발달되어 있다. 輸出入에 있어서 外換포지션은 비교적 短期間에 걸치는 경우가 대부분이고 契約에 의하여 그 期間 및 金額이 확정되어 있기 때문에 先物換契約 등을 통하여 外換危險을 회피하기가 용이하다. 따라서 換率의 短期變動性 증가가 輸出入에 있어서 外換危險 부담의 증가로 이어지지는 않을 수도 있다. 그렇기 때문에 주요국들이 變動換率制度로 이행한 후 초기 10년간 주요 換率의 短期變動性이 큰 폭으로 증가하였음에도 불구하고 세계 및 주요국들 輸出入의 增加趨勢가 둔화되지 않았던 것으로 이해할 수 있을 것이다.

그러나 長期契約에 의한 輸出이나 延支給輸入 등의 경우에 있어서는 장기간에 걸쳐서 外換포지션을 취하게 되기 때문에 先物換契約 등을 통하여 外換危險을 회피하기가 어려울 것이다. 또한 전반적인 國際營業이나 海外直接投資 등의 경우에는 外換危險에 露出되는 정도를 정확하게 추정하기가 어렵기 때문에 外換危險을 회피하기 위하여 적절한 조치를 취하기가 어려울 것이다.

換率의 均衡水準 離脫로 인한 經濟的인 弊害는 短期變動性 증가의 영향에 비하여 보다 심각한 것으로 이해되고 있다. 換率이 때때로 적절한 均衡水準으로부터 큰 폭으로 이탈하기 때문에 발생할 수 있는 중요한 經濟的인 問題들을 다음과 같은 세 가지로 정리할 수 있다⁵⁰⁾.

첫째, 産業構造調整에 따르는 失業이 발생하고 投資費用의 증가 및 危險負擔의 증가로 인하여 전반적인 投資가 감소하게 된다. 全體産業을 交易財產業(tradable goods industry)과 非交易財產業(nontradable goods industry)으로 구분할 수 있는 경우를 생각해 보자. 國內通貨의 가치가 큰 폭으로 高評價된 경우 國內의 交易財

50) J. Williamson, *The Exchange Rate System*, 1985 참조. 換率의 均衡水準 離脫로 인하여 발생하는 經濟的 損失에 대한 보다 자세한 논의는 金宗萬, 『國際通貨制度의 改編論議와 우리나라의 對應』, 1996 참조.

産業은 競爭力을 잃게 될 것이다. 이때 국내에서 交易財를 생산하는 기업들은 非交易財産業으로 전환하려 할 것이다. 반대로 國內通貨의 가치가 큰 폭으로 低評價된 경우에는 국내에서 非交易財를 생산하는 企業들은 交易財産業으로 전환하려 할 것이다. 그런데 交易財産業에서 非交易財産業으로 혹은 그 반대 방향으로의 전환은 단기간에 이루어질 수 없는 경우가 많기 때문에 産業構造를 調整하는 과정에서 일시적으로 失業이 발생할 수 있다.

게다가 현재에는 國內通貨의 가치가 큰 폭으로 高評價되었다고 미래의 어느 시점에는 큰 폭으로 低評價되는 상황이 도래할 수 있다. 따라서 현 時點에서 交易財産業에서 非交易財産業으로 전환을 단행하더라도 미래의 어느 시점에서는 반대 방향의 産業構造調整을 단행할 필요가 발생할 수도 있다. 産業構造를 조정하는 데에는 비교적 長期間에 걸친 막대한 규모의 投資가 소요되기 때문에 産業構造調整의 시기를 잘못 판단할 경우 막대한 損失을 입게 될 수도 있다. 이와 같은 危險 때문에 企業家들은 産業構造調整을 위한 투자를 꺼리게 되고 그 결과 전반적인 투자의 규모가 감소하고 失業率 이 증가할 수 있다.

둘째, 産業空洞化(deindustrialization)로 인하여 전반적인 生産能力이 저하되고 經濟成長率 저하 및 失業率 상승 등의 문제가 발생할 수 있다. 일반적으로 製造業의 경우 工場立地の 選擇, 建物 및 附帶施設의 建設, 生産裝備의 設置 등으로 인하여 投資資本의 廻姪期間이 길다. 또한 製造業에 投下된 資本은 장기간에 걸쳐서 점진적으로 회수하여야 하는 특징이 있다. 따라서 製造業에 대한 투자를 유도하기 위해서는 장기간에 걸친 營業展望이 밝아야 한다. 그런데 換率이 때때로 대폭 高評價 혹은 低評價됨으로 인하여 長期的인 營業展望이 불투명한 경우 製造業에 대한 투자를 꺼리게 될 것이다. 따라서 産業空洞化가 촉진되고 전체적인 生産能力이 저하될 수 있다. 또한 전반적인 投資의 규모가 축소됨으로 말미암아 經濟

成長이 鈍化되고 失業率이 상승할 수 있다.

셋째, 換率變動이 物價에 미치는 쇄기效果(ratchet effect)로 인하여 物價上昇을 촉진할 수 있다. 國內通貨의 가치가 低評價된 경우 輸入品の 國內價格이 상승할 것이다. 그런데 일단 상승한 輸入品の 가격은 國內通貨의 가치가 下落하더라도 下向調整되지 않고 여전히 높은 수준에 머무를 수 있다. 이와 같은 쇄기效果로 인하여 換率이 때때로 큰 폭으로 高評價 혹은 低評價 되는 경우에는 物價上昇을 촉진하는 결과를 가져올 수 있다.

變動換率制度下에서 주요 通貨間 換率의 短期變動性이 증가하고 均衡수준 離脫의 폭이 확대됨으로 말미암아 세계경제 전체에 미치는 악영향을 해소하기 위하여 換率을 적정한 수준에서 안정적으로 관리할 수 있는 새로운 國際通貨制度로 改編하여야 한다는 주장이 대두되고 있다⁵¹⁾. 그러나 美國을 비롯한 주요 先進國들의 政府가 長期間에 걸쳐서 財政赤字를 기록하고 있고 이로 인하여 政府의 負債가 누적되어 利子支給의 부담이 매우 크기 때문에 財政이 극도로 硬直化되었다. 따라서 失業率管理 등 經濟의 對內均衡을 달성하기 위하여서도 通貨量이나 金利 등 通貨政策의 수단에 의존하게 되었다. 그 결과 換率을 적정한 수준에서 관리하기 위하여 通貨政策을 조절할 수 있는 여지가 줄어들게 되었다. 이와 같은 상황에서는 國際通貨制度의 改編이 단행되더라도 장기간 유지되기는 어려울 것이다. 따라서 美國, 獨逸 등 주요국들은 國際通貨制度의 개편에 대하여 留保的인 입장을 취하고 있다. 이와 같은 점을 고려할 때 빠른 시일 내에 國際通貨制度의 改編이 단행되기는 어려울 것으로 판단된다⁵²⁾.

51) 새로운 國際通貨制度에 관한 주요 제안들은 윌리엄슨(Williamson) 博士(1983)의 目標換率帶制度(target zone system)와 매키논(McKinnon) 教授(1988)의 固定換率制度 및 브레튼우즈 委員會(1994)의 제안 등이 있다.

52) 國際通貨制度의 개편에 관한 보다 자세한 내용 및 展望에 대하여서는 金宗萬, 『國際通貨制度의 改編論議와 우리나라의 對應』, 1996 참조.

第 III 章 換率變動과 輸出競爭力

앞 章에서 살펴본 바와 같이 換率制度에 따라 換率變動의 特性이 달라질 수 있기 때문에 輸出에 큰 영향을 미칠 수 있다. 換率의 短期變動性이 증가할 경우 輸出에 따르는 外換危險의 부담이 커지게 된다. 그런데 輸出企業들은 外換危險을 회피할 수 없을 경우 輸出單價를 인상함으로써 증가하는 危險負擔에 대한 보상을 받으려고 할 것이다¹⁾. 실제로 輸出價格을 인상할 경우 국내 企業들의 輸出競爭力은 弱化될 것이다. 換率變動으로 인한 外換危險은 先物換契約 등을 통하여 回避할 수도 있을 것이다. 그러나 이때 추가적인 비용을 지불하여야 하기 때문에 輸出의 收益性이 그만큼 떨어지게 될 것이다.

보다 큰 문제는 國內通貨의 가치가 企業의 輸出競爭力을 유지하기에 적정한 수준보다 큰 폭으로 高評價 되는 경우에 발생하게 된다. 우리나라의 경우 輸出價格이 대부분 外國通貨 특히 美國 달러貨로 표시되기 때문에 원/달러 換率이 下落함에 대하여 달러貨로 표시된 輸出價格을 인상하지 않을 경우 輸出의 收益性이 하락하거나 損失을 보게 된다²⁾. 이와 같은 損失을 補填하기 위하여 輸出企

1) 設問調査의 결과 우리나라 輸出企業 중 약 60%가 換率의 短期變動性 증가로 인하여 外換危險의 부담이 증가함에 대하여 이를 回避할 다른 수단이 없을 경우 輸出單價를 인상함으로써 대응하겠다고 회답하였다. 金宗萬, 『換率制度和 外換危險管理』, 1990 참조.

2) 우리나라의 전체 輸出 중 美國 달러貨로 代金이 決済된 비율은 1981년 95%에서 점차 하락하여 1994년에는 88.9%였던 것으로 조사되고 있다. 1994년의 경우 전체 輸出 중 日本 엔貨와 獨逸 마르크貨로 代金이 決済된 비율은 각각 6.4%와 2.6%였으며 기타 通貨로 대금이 결제된 비율은 2.1%였다. 金宗萬, 『國際通貨制度的 改編論議와 우리나라의 對應』, 1996, p. 155, <表 VI-5> 참조.

業들은 外國通貨로 표시된 輸出價格을 인상할 것이다.

國內通貨의 가치상승으로 인하여 輸出價格이 인상될 경우 輸出物량은 감소하게 될 것이다. 특히 우리나라가 輸出하는 物品에 대한 海外需要의 價格彈力性이 높기 때문에 輸出價格이 인상될 경우 輸出物량은 대폭 감소할 수 있다³⁾. 그 결과 經濟成長이 鈍化되고 失業이 증가하는 등 문제가 발생하게 될 것이다. 우리나라의 경우 生産하는 製品 중 海外로 輸出되는 비중이 높기 때문에 輸出이 不振하게 될 경우 經濟成長이 鈍化되는 효과가 큰 것으로 평가되고 있다.

앞 章에서 우리나라가 市場平均換率制度로 이행한 후 實質實效換率의 最大振幅이 다른 나라의 경우에 비하여 상대적으로 작았던 것으로 파악되었다⁴⁾. 따라서 現行의 換率制度下에서는 國內通貨의 가치가 적정한 수준으로부터 離脫함으로 말미암아 야기되는 문제는 크지 않은 것으로 해석할 수 있다. 그런데 外換 및 資本自由化를 추진함과 함께 變動換率制度로 이행할 경우 換率을 적정한 수준에서 안정적으로 관리하기가 어렵게 될 것이다. 이때 國內通貨의 가치가 적정한 수준보다 큰 폭으로 高評價될 경우 輸出이 不振하게 되는 결과 經濟成長이 鈍化되는 등 문제가 발생할 수 있다.

이와 같은 점을 고려하여 이 章에서는 우리나라의 경우 換率變動이 輸出에 어떤 영향을 미치는지에 대하여 분석해 보기로 하겠다. 특히 換率이 適正水準으로부터 離脫하는 幅과 관련하여 國內通貨의 價値가 上昇하는 경우와 下落하는 경우에 있어서 輸出價格에 미치는 影響의 차이를 비교해 보고자 한다. 그 결과 輸出物량에 미치는

3) 우리나라 輸出의 價格彈力性은 약 2.3 내지 2.9인 것으로 추정되고 있다(金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 231, <附表 C-1> 참조). 이에 대하여 日本 輸出의 價格彈力性은 약 0.8 내지 1.5인 것으로 推定되었으며(金宗萬, 『日本 換率政策의 방향과 우리나라 輸出入에 미치는 影響』, 1993, p. 67, <表 III-7> 참조), 臺灣 輸出의 價格彈力性은 약 1.5 내지 2.5인 것으로 추정되었다(金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1993, p. 105, <表 V-2> 참조).

4) <表 II-10> 참조.

영향의 차이를 비교해 봄으로써 때때로 國內通貨의 가치가 적정한 수준보다 큰 폭으로 高評價 혹은 低評價됨으로 인하여 輸出에 미치는 악영향을 파악해 보기로 하겠다. 아울러 급격한 換率變動이 交易條件(terms of trade)에 미치는 영향을 분석해 봄으로써 換率이 적정한 수준으로부터 離脫할 경우 國富에 미치는 효과도 파악해 보겠다.

1. 換率變動이 輸出價格에 미치는 影響

換率變動이 輸出에 미치는 영향은 外國通貨로 표시된 輸出價格의 변동을 통하여 나타나게 된다. 國內通貨의 가치가 下落할 경우 外國通貨로 표시된 輸出品의 價格이 하락하기 때문에 輸出物量은 증가하게 될 것이다. 輸出價格이 하락하고 輸出物量이 증가함에 따라 外國通貨로 표시된 輸出金額이 변동하게 될 것이다. 이때 輸出의 價格彈力性이 1보다 클 경우 輸出價格이 하락하는 비율보다 輸出物量이 증가하는 비율이 높기 때문에 輸出金額은 증가하게 될 것이다.

換率變動으로 인한 輸出價格의 變動效果는 直接效果와 間接效果로 나누어 생각해 볼 수 있다. 國內通貨의 가치가 上昇(예를 들면 원/달러 換率이 下落)함에도 불구하고 輸出品의 價格을 종전과 같이 유지할 경우 輸出의 收益性이 하락하거나 損失이 발생하게 된다. 이와 같은 손실을 피하기 위하여 輸出企業들은 外國通貨로 표시된 輸出品의 가격을 인상할 것이다. 반대로 國內通貨의 가치가 下落할 경우 輸出의 收益性이 개선되기 때문에 外國通貨로 표시된 輸出品의 價格을 引下할 수 있는 여유가 발생하게 된다. 이때 輸出企業들이 輸出物量을 증가시키기 위하여 外國通貨로 표시된 輸出價格을 인하하게 될 것이다. 이와 같이 換率變動으로 인하여 輸出의 收益性이 변동하기 때문에 外國通貨로 표시된 輸出品의 價格이 조

정되는 효과를 直接效果로 구분할 수 있다⁵⁾.

한편, 國內通貨의 가치가 상승하더라도 外國通貨로 표시된 輸入品の 國際價格이 보다 낮은 비율로 상승할 경우 國內通貨로 換算한 輸入品の 가격은 下落하게 된다. 輸入品の 國內價格이 하락함에 따라 生産者物價와 消費者物價 등 國內物價가 下落하게 되고 그 결과 勞動組合 등에 의한 賃金引上 압력이 緩和되면 勤勞者의 名目賃金이 안정되는 효과도 있다. 이때 材料費와 勞務費 등 輸出品의 製造原價가 하락하기 때문에 輸出品의 價格이 下落하는 효과를 기대할 수 있을 것이다⁶⁾. 이와 같이 換率變動의 결과 輸出品 製造原價의 변동을 통하여 輸出價格에 미치는 變動效果를 間接效果로 구분할 수 있을 것이다.

그런데 換率變動이 輸出價格에 미치는 直接效果和 間接效果는 서로 반대방향으로 작용하게 된다. 즉, 國內通貨의 가치가 상승할 경우 直接效果는 外國通貨로 표시된 輸出價格을 上昇시키는 방향으로 작용함에 대하여 輸出品 製造原價의 變動을 통한 間接效果는 輸出價格을 下落시키는 방향으로 작용하게 된다. 間接效果에 비하여 直接效果가 상대적으로 클 경우 國內通貨의 가치가 상승함에 따라 外國通貨로 표시된 輸出品의 가격은 上昇하게 될 것이다.

가. 換率變動의 直接效果

우리나라의 경우 대부분 輸出品의 價格이 달러貨로 表示되기 때문에 短期的으로 輸出價格에 가장 큰 영향을 미치는 換率은 원/달러 名目換率인 것으로 분석되고 있다⁷⁾. 따라서 本 研究에서는 원/

5) 換率變動이 輸出價格에 미치는 直·間接效果에 대한 보다 자세한 설명과 效果의 方向 및 그 흐름에 대하여 金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994 참조.

6) 勤勞者들의 名目賃金이 안정될 경우 勞動生産性 증가로 인하여 製品生産에 있어서 투입되는 勞務費는 감소할 수 있다.

7) 金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994 참조.

달러 환율의 변동이 輸出價格에 미치는 영향을 중심으로 分析하기로 하겠다. 筆者의 다른 研究에서 우리나라 輸出價格에 영향을 미치는 것은 같은 分期와 直前 分期의 원/달러 名目換率의 변동이며 2分期 이전의 원/달러 名目換率 변동은 輸出價格에 큰 영향을 미치지 않는 것으로 파악되었다⁸⁾.

원/달러 換率 이외에 最近(4分期 전부터 直前 分期까지)의 輸出物量의 변동도 輸出價格에 상당히 큰 영향을 미치는 것으로 파악되고 있다. 輸出品 材料費 요소의 가격으로 원貨로 표시된 輸入品の 國內價格과 生産者物價가 있으며, 勞務費 요소로서 勞動生産性的 변동을 감안한 製造業 勤勞者 賃金の 변동도 輸出品 製造原價에 상당히 중요한 부분을 차지한다. 또한 金融費用을 결정하는 요소로서 利率의 變動도 輸出價格에 영향을 미치는 것으로 파악되고 있다.

우리나라의 경우 輸出品 生産을 위한 資本財 및 中間財의 對日 의존도가 높고 많은 경우 우리나라 製品과 日本 製品이 海外市場에서 競爭關係에 있는 이유 등으로 엔/달러 換率의 변동도 우리나라 輸出價格에 큰 영향을 미칠 수 있다. 實證分析의 결과에서 直前 分期 엔/달러 換率의 변동은 우리나라 輸出價格에 상당히 큰 영향을 미치는 것으로 파악되었다.

이와 같은 점들을 고려하여 달러貨로 표시된 輸出價格의 變動을 설명하기 위한 回歸方程式을 식 (III-1)과 같이 정립하였다⁹⁾.

8) 우리나라 輸出價格을 결정하는 각 要素의 變動과 輸出價格 變動 사이의 時差關係에 대하여서는 金宗萬, 前掲書 p. 196, <附表 A-1>, 첫번째 推定 참조.

9) 輸出價格이나 換率, 輸出物量, 賃金, 物價 등 주요 經濟變數들은 自然對數의 水準에 각기 1개의 單位根(unit root)을 가지는 不安定的(nonstationary)인 時系列들인 것으로 알려지고 있다. 이때 이들 經濟變數들 사이에 共積分(cointegration) 關係가 존재하지 않으면 自然對數의 水準資料를 대상으로 回歸分析을 할 경우 經濟變數들의 사이의 關係를 나타내는 係數의 추정치들에 오류가 발생할 수 있다. 이와 같은 문제를 回避하기 위하여 本 研究에서는 變數들의 自然對數를 1次 差分한 資料(變動率)를 대상으로 回歸分析을 하였다.

$$\Delta dxp_t = \alpha + \sum_{h=1}^4 \beta_h \Delta xq_{t-h} + \gamma \Delta mp_t + \delta \Delta pp_t + \eta \Delta lc_t + \zeta \Delta ir_t + \sum_{i=0}^1 \theta \Delta ws_{t-i} + \nu \Delta ys_{t-i} + \varepsilon_t \quad (III-1)$$

여기서 $d xp_t$ 와 $x q_t$ 는 각각 t 期 달러表示 우리나라 輸出單價指數(1990=100)와 輸出物量指數의 自然對數를 표시하고 mp_t , pp_t 및 lc_t 는 각각 t 期 원貨表示 輸入單價指數(달러表示 輸入單價指數를 원/달러 名目換率指數로 곱하고 100으로 나누어서 算出)와 生産者物價指數 및 單位當勞務費指數(製造業 勤勞者의 名目貨金指數를 勞動生産性指數로 나누고 100을 곱하여 算出)의 自然對數를 표시하며, ir_t 는 t 期 平均利子率(會社債 收益率, 銀行의 商業어음 割引率, 貿易어음 割引率 및 私債市場 金利의 單純平均)을 표시한다. 또한 ws_t 와 ys_t 는 각각 t 期 원/달러 및 엔/달러 名目換率 平均의 自然對數를 표시하고 ε_t 는 回歸分析에 있어서의 通常의인 誤差項을 나타내며, Δ 는 각 變數의 1次 差分을 표시한다($\Delta xp_t = xp_t - xp_{t-1}$ 등).

1975년 1/4分期부터 1995년 3/4分期까지 分期間 資料를 사용하여 通常의인 最小自乘法(OLS)으로 달러表示 輸出價格의 自然對數의 變動을 설명하는 回歸方程式 (III-1)을 추정한 결과는 식 (III-1)'에 정리되어 있다¹⁰⁾. 이 推定의 結果에서 輸出物量이 1% 증가할 경우 달러表示 輸出價格은 1分期 후부터 4分期 후까지 1년에 걸쳐서 약 0.18% 上昇하는 것으로 나타나고 있다. 2分期 및 3分期前 輸出物量 1% 증가로 인한 輸出價格의 상승효과는 각각 약 0.08%와 0.06%로 상당히 크고, 추정된 係數들의 t 統計를 기준으로 판단할 때 통계적인 有意性도 상당히 높은 것을 알 수 있다.

10) 輸出物量과 生産者物價 및 單位當勞務費의 分期間 變動率은 季節性이 상당히 높은 것으로 알려지고 있다. 이들 변수의 自然對數를 EZX11技法을 적용하여 季節調整을 한 후 1次 差分 資料를 사용하여 輸出價格 變動률을 추정한 결과 전체적인 추정의 適合度가 季節調整을 하지 않은 資料를 사용하여 推定한 結果보다 떨어지는 것으로 확인되었다. 식 (III-1)'에 정리된 내용은 季節調整을 하지 않은 資料를 사용하여 추정한 結果이다. 誤差項의 1次 自己相關關係를 修整하기 위하여 Cochrane-Orcutt技法을 적용하여 추정하였다.

$$\begin{aligned} \Delta dx_{p_t} = & -0.003(1.054) + 0.020(0.913) \Delta x_{q_{t-1}} + 0.081(3.821) \Delta x_{q_{t-2}} \\ & + 0.064(3.237) \Delta x_{q_{t-3}} + 0.016(0.721) \Delta x_{q_{t-4}} + 0.356(4.717) \Delta mp_t \\ & + 0.115(1.031) \Delta pp_t + 0.157(4.293) \Delta c_t + 0.117(0.480) \Delta ir_t \\ & - 0.598(5.387) \Delta ws_t - 0.180(2.301) \Delta ws_{t-1} \\ & - 0.105(2.715) \Delta ys_{t-1} \dots \dots \dots \text{(III-1)}' \end{aligned}$$

$$R^2/\bar{R}^2 = 0.620/0.560 \quad D. W. = 1.891 \quad Q(27) = 22.87 \quad (p.v. = 0.692)$$

$$\rho = -0.178(1.465)$$

여기서 R^2 과 \bar{R}^2 은 각각 推定의 결과 被說明變數의 變動性을 說明하는 比率을 나타내는 전체적인 推定의 適合度와 自由度 調整後 推定의 適合度를 표시하며, D.W.는 Durbin-Watson 統計를, Q(p.v.)는 Box-Jung 統計(p값)를 나타내고 ρ 는 誤差項의 1次 自己 相關係數 推定值이다. () 안의 숫자는 각 推定係數 t統計의 절대값이다.

원貨로 표시된 輸入品の 國內價格이 1% 상승할 경우 輸出價格은 같은 分期에 약 0.36% 상승하는 것으로 추정되었으며, 生産者物價가 1% 상승할 경우에는 輸出價格이 같은 分期에 약 0.12% 상승하는 관계에 있는 것으로 나타나고 있다. 또한 單位當 勞務費가 1% 상승할 경우 輸出價格은 같은 分期에 약 0.16% 상승하고 平均金利 1% 포인트 上昇으로 인한 輸出價格의 상승효과는 같은 分期에 약 0.12%인 것으로 추정되었다. 엔/달러 換率이 1% 上昇(원貨 價値 下落)할 경우 우리나라의 輸出價格은 다음 分期에 약 0.11% 下落하는 관계에 있는 것으로 추정되었다.

같은 推定의 결과에서 원/달러 換率 1% 上昇(원貨 價値 下落)으로 인한 달러表示 輸出價格의 하락효과는 換率이 下落하는 것과 같은 分期에 약 0.6%, 차후 1分期에 약 0.18%, 포함 약 0.78%인 것으로 나타나고 있다. 이와 같이 추정된 원/달러 換率의 상승으로 인한 輸出價格의 하락효과는 統計的 有意性이 매우 높은 것으로 평가할 수 있다.

나. 換率變動의 間接效果

원/달러 換率의 상승할 경우 달러表示로 표시된 輸出價格에 미치는 영향은 앞에서 파악한 것과 같은 直接的인 下落效果 이외에 원貨로 표시된 輸入品의 國內價格 상승 및 生産者物價의 상승과 國內消費者物價 상승의 결과 勤勞者 賃金의 上昇壓力 등 輸出品 製造原價의 상승으로 인한 輸出價格에 미치는 間接的인 上昇效果도 있다.

먼저 원/달러 換率의 상승의 결과 輸入品 國內價格의 상승으로 인한 輸出價格 상승효과 크기는 원/달러 換率의 상승이 輸入品의 國際價格에 미치는 영향과 輸入業者들의 換率上昇分을 어느 정도 輸入品의 使用者들에게 轉嫁하느냐에 따라 달라질 것으로 판단된다. 즉, 원/달러 換率의 상승하더라도 달러貨로 표시된 輸入品의 國際價格이 변하지 않고 輸入業者들이 換率上昇分 전체를 輸入品 使用者들에게 轉嫁할 경우 輸入品의 國內價格은 원/달러 換率의 상승하는 것과 같은 比率로 상승하게 될 것이다. 이때 원/달러 換率의 1% 상승할 경우 輸入品의 國內價格도 1% 상승하게 되고 이로 인한 輸出價格의 上昇效果는 식 (III-1)'에서 추정된 바와 같이 0.36%에 달하게 될 것이다.

그러나 원/달러 換率이 변동함으로 인하여 輸入品에 대한 國內需要가 변동하고 따라서 輸入品의 國際價格이 변동하거나 輸入業者들이 換率變動分 전체를 輸入品의 使用者들에게 轉嫁하지 않을 경우에는 輸入品 國內價格의 변동으로 인한 輸出價格의 변동효과는 식 (III-1)'에서 추정된 것과 달라질 것이다.

筆者의 다른 研究에서 달러貨로 표시된 우리나라 輸入品의 國際價格을 결정하는 요소에는 世界全體의 輸出價格과 日本 輸出價格 및 最近(直前 分期 및 같은 分期)의 國際 原油價格 등이 있는 것으로 파악되었으며, 最近(1分期 前) 輸入物量의 변동도 輸入價格에 다소 영향을 미치는 것으로 파악되었다¹¹⁾. 이와 같은 既存의 研究

11) 金宗萬, 前掲書 p. 215, <附表 B-1> 참조.

結果를 참고하여 本 研究에서는 달러貨로 표시된 우리나라 輸入 品價格의 變動을 설명하는 回歸方程式을 식 (III-2)와 같이 整理 하였다.

$$\Delta dmp_t = \alpha + \beta \Delta mq_{t-1} + \gamma \Delta dwxp_t + \zeta \Delta djxp_{t-1} + \sum_{i=0}^1 \theta_i \Delta dop_{t-i} + \xi \Delta ws_t + \varepsilon_t \dots \dots \dots \quad (\text{III-2})$$

여기서 dmp_t , $dwxp_t$, $djxp_t$ 및 dop_t 는 각각 t 期의 달러表示 우리나라 輸入 單價指數, 世界 輸出單價指數, 日本 輸出單價指數 및 國際原油價格指數의 自然對數를 나타내며 mq_t 는 t 期 우리나라 輸入物量指數의 自然對數를 표시 하고, ws_t 는 t 期 원/달러 名目換率 平均의 自然對數를, ε_t 는 回歸分析의 通常的인 誤差項을 각각 표시한다. Δ 는 1次 差分을 표시한다.

1975년 1/4分期부터 1995년 3/4分期까지의 分期間 資料를 사용 하여 回歸方程式 (III-2)를 추정한 結果는 식 (III-2)' 와 같다¹²⁾.

$$\begin{aligned} \Delta dmp_t = & -0.003(0.846) + 0.025(1.316) \Delta mq_{t-1} + 0.592(6.867) \Delta dwxp_t \\ & + 0.122(1.766) \Delta djxp_t + 0.039(2.232) \Delta dop_t \\ & + 0.059(3.584) \Delta dop_{t-1} - 0.041(0.443) \Delta ws_t \\ & \dots \dots \dots \quad (\text{III-2})' \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} R^2/\overline{R^2} = & 0.657/0.625, \quad D.W. = 1.942, \quad Q(27) = 22.975 (p.v. = 0.686) \\ & \rho = 0.265(2.372) \end{aligned}$$

식 (III-2)' 에서 달러貨로 表示된 世界全體의 輸出價格이 1% 상승할 경우 우리나라의 輸入價格(달러表示)은 같은 分期에 약 0.59% 상승하는 것으로 나타나고 있으며, 國際原油價格이 1% 상승 할 경우 우리나라의 輸入價格은 같은 分期에 약 0.04%, 直後 分期 에 약 0.06%, 道합 약 0.1% 상승하는 關係에 있음을 알 수 있다.

12) OLS로 推定하였으며 誤差項의 1次 自己相關關係를 調整하기 위하여 Cochrane-Orcutt技法을 적용하였다.

또한 달러貨로 표시된 日本의 輸出價格이 1% 상승할 경우 우리나라 輸入價格은 直後 分期에 약 0.12% 상승하는 것으로 나타나고 있다¹³⁾.

같은 식에서 우리나라의 輸入物量이 1% 증가할 경우 달러貨로 표시된 輸入價格은 直後 分期에 약 0.03% 상승하는 것으로 나타나고 있다¹⁴⁾. 또한 원/달러 換率이 1% 상승할 경우 우리나라의 달러表示 輸入價格은 약 0.04% 下落하는 것으로 추정되었으나 이와 같은 관계를 나타내는 係數 推定值의 統計的 有意性은 매우 낮은 것으로 평가된다.

식 (Ⅲ-2)'에서 추정된 바와 같이 원/달러 환율이 1% 상승할 경우 달러表示 輸入價格이 약 0.04% 下落하는 것으로 가정하면 원貨表示 輸入品의 國內價格은 약 0.96% 상승하는 것으로 추산할 수 있다¹⁵⁾. 그런데 추정된 원/달러 換率變動의 영향을 표시하는 係數의 推定值가 매우 작고 統計的 有意性도 매우 낮은 점을 감안할 때 현실적으로 원/달러 換率이 변동하더라도 달러貨로 표시된 輸入價格은 변동하지 않고, 원貨로 표시된 輸入品의 國內價格은 원/달러 換率變動과 같은 비율로 變動하는 것으로 가정하여도 무방할 것으로 판단된다.

다음으로 원/달러 換率이 변동함으로 인하여 國內 生産者物價의 變動을 통한 輸出價格의 間接的인 변동효과를 推算해 보기로 하자.

13) 1975년 1/4分期부터 1992년 4/4分期까지의 資料를 사용하여 推定한 결과에서는 달러貨로 표시된 日本의 輸出價格이 1% 상승할 경우 우리나라의 輸入價格(달러表示)은 약 0.22% 내지 0.32% 상승하는 것으로 나타났다(金宗萬, 前掲書 참조).

14) 같은 分期 輸入物量의 증가가 輸入價格에 미치는 영향은 마이너스(-)로 推定되었다.

15) 1975년 1/4分期부터 1992년 4/4分期까지의 資料를 사용하여 분석한 결과에서는 원/달러 換率이 변동하더라도 달러表示 輸入價格은 거의 변동하지 않는 것으로 분석되었다(金宗萬, 前掲書 참조). 回歸方程式 (Ⅲ-2)에서 被說明變數를 원貨表示 輸入價格으로 하여 推定한 결과 원/달러 換率의 1% 상승할 경우 원貨表示 輸入價格은 약 0.959($t=10.281$)% 상승하는 것으로 推定되었다.

우리나라의 生産者物價의 변동에 영향을 미치는 요소로는 最近(2分期前~直前分期)의 總通貨(M₂) 변동과 實質 GDP의 變動(3分期前~같은分期), 元貨表示 輸入價格의 變動(直前分期~같은分期) 및 單位當 勞務費 또는 製造業 勤勞者 名目賃金の 변동(直前分期) 등이 있는 것으로 파악되고 있다¹⁶⁾. 生産者物價의 변동은 季節的인 요인도 다소 작용하는 것으로 파악되었다.

이와 같은 점을 고려하여 分期間 生産者物價의 變動을 說明하기 위한 回歸方程式을 식 (III-3)과 같이 정립하였다.

$$\Delta pp_t = \alpha + \sum_{i=1}^2 \beta_i \Delta m_{2,t-i} + \sum_{j=0}^3 \gamma_j \Delta y_{t-j} + \sum_{k=0}^1 \delta_k \Delta mp_{t-k} + \zeta \Delta wg_{t-1} + \eta d_2 + \theta d_3 + \xi d_4 + \varepsilon_t \dots \dots \dots (III-3)$$

여기서 pp_t, m₂, y_t, mp_t 및 wg_t는 각각 t期 生産者物價指數와 總通貨(M₂: 平殘基準)指數, 實質 GDP(1990년 不變價格)指數, 元貨表示 輸入單價指數 및 單位當 勞務費指數의 自然對數를 표시하며, d₂, d₃, 및 d₄는 각각 2/4分期, 3/4分期, 4/4分期를 표시하는 더미(dummy)變數이다.

1975년 1/4分期부터 1995년 3/4分期까지 分期間 자료를 사용하여 回歸方程式 (III-3)을 추정 한 결과는 식 (III-3)' 에 정리되어 있다.

$$\begin{aligned} \Delta pp_t = & -0.007(0.734) + 0.329(3.361) \Delta m_{2,t-1} + 0.129(1.425) \Delta m_{2,t-2} \\ & - 0.183(3.512) \Delta y_t - 0.150(2.7771) \Delta y_{t-1} - 0.161(3.108) \Delta y_{t-2} \\ & - 0.176(3.537) \Delta y_{t-3} + 0.259(6.291) \Delta mp_t + 0.163(4.094) \Delta mp_{t-1} \\ & + 0.086(1.737) \Delta wg_{t-1} + 0.020(1.639) d_2 + 0.010(0.833) d_3 \\ & - 0.008(0.699) d_4 \dots \dots \dots (III-3)' \end{aligned}$$

$$R^2/\overline{R^2} = 0.795/0.756, D.W. = 1.972, Q(27) = 21.486(p.v. = 0.763) \\ \rho = 0.336(2.931)$$

16) 金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 218, <附表 B-2> 참조.

이 추정의 결과에서 總通貨가 1% 증가할 경우 生産者物價는 直後 1分期에 약 0.33%, 2分期 후에 약 0.13%, 도합 약 0.46% 상승하는 것으로 나타나고 있다. 實質 GDP가 1%(年率 基準) 증가할 경우 生産者物價는 같은 分期와 直後 3分期에 걸쳐서 약 0.67% 下落하는 효과가 있는 것으로 추정되었다. 또한 製造業 勤勞者의 名目賃金이 1% 상승할 경우 生産者物價는 直後 1分期에 약 0.09% 상승하는 관계에 있는 것으로 나타나고 있다¹⁷⁾.

같은 추정의 결과에서 輸入品の 國內價格이 1% 상승할 경우 生産者物價는 같은 分期에 약 0.26%, 直後 1分期에 약 0.16%, 도합 약 0.42% 상승하게 되는 것으로 나타나고 있다. 앞에서 원/달러 換率이 1% 상승할 경우 輸入品の 國內價格이 약 1% 상승하는 것으로 추정되었으므로 원/달러 換率 1% 上昇이 輸入品 國內價格의 상승을 통하여 生産者物價에 미치는 上昇效果는 약 0.42%인 것으로 推算할 수 있다.

筆者의 다른 研究에서 消費者物價의 상승으로 인하여 輸出價格에 미치는 直接的인 上昇效果는 크지 않은 것으로 파악되었다¹⁸⁾. 그러나 消費者物價의 상승은 勤勞者 賃金의 上昇壓力으로 작용하게 되고, 그 결과 輸出品の 製造原價가 상승함에 따라 輸出品の 價格이 상승하게 되는 間接的인 효과는 상당히 큰 것으로 파악되었다. 이와 같은 관계를 고려할 때, 원/달러 換率의 變動이 勤勞者의 賃金 上昇을 통하여 輸出價格에 미치는 間接的인 효과를 파악하기 위해서는 먼저 消費者物價에 미치는 영향을 추정해 보아야 할 것이다.

우리나라의 경우 消費者物價에 영향을 미치는 요소에는 最近(2分期 前)의 總通貨 變動과, 生産者物價의 變動(2分期 前~같은 分

17) 製造業 勤勞者의 名目賃金 대신 單位當 勞務費의 變動率을 說明變數로 사용하여 推定한 결과에서는 單位當 勞務費가 1% 상승할 경우 生産者物價는 直後 分期에 약 0.06% 상승하는 것으로 나타났다.

18) 金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994 참조.

期), 輸入品 國內價格의 변동(直前 分期) 및 平均失業率(11分期 前 ~ 같은 分期) 등이 있는 것으로 파악되었다¹⁹⁾. 또한 消費者物價의 變動에는 季節的인 요인이 상당히 크게 작용하는 것으로 분석되었다. 이와 같은 사실을 고려하여 消費者物價의 變동을 설명하기 위한 回歸方程式을 (III-4)와 같이 정립하였다.

$$\Delta cp_t = \alpha + \beta \Delta m_{2,t-2} + \sum_{i=0}^3 \gamma_i \Delta pp_{t-i} + \delta \Delta mp_{t-1} + \zeta aun_t + \theta d_2 + \xi d_3 + \psi d_4 + \varepsilon_t \dots \dots \dots (III-4)$$

여기서 cp_t , $m_{2,t}$, pp_t , mp_t 는 각각 t 分期 消費者物價指數, 總通貨(M_2 :平殘基準)指數, 生産者物價指數 및 輸入單價(원貨表示)指數의 自然對數를 표시하고 aun_t 는 $t-11$ 分期 前부터 t 分期까지의 平均失業率을 표시한다. d_2 , d_3 , 및 d_4 는 각각 2/4分期, 3/4分期 및 4/4分期를 표시하는 虛變數를 표시하며 Δ 는 각 變數의 1次 差分을 표시한다.

1975년 1/4分期부터 1995년 3/4分期까지의 分期間 資料를 사용하여 消費者物價의 變동을 설명하는 回歸方程式 (III-4)를 추정한 결과는 식 (III-4)'에 정리되어 있다.

추정의 결과에서 總通貨가 1% 증가할 경우 消費者物價에 미치는 直接的인 상승효과는 2분기 후에 약 0.18%인 것으로 나타나고 있다²⁰⁾. 生産者物價 1% 上昇으로 인한 消費者物價의 變動효과는 같은 分期에 약 0.36% 상승하고, 1分期 후에는 0.06% 下落하며 2分期 후에는 약 0.31% 상승하여 道합 약 0.61% 上昇하는 것으로 추정되었다. 또한 輸入品の 國內價格이 1% 상승할 경우 消費者物價는 1分期 후에 약 0.09% 상승하는 것으로 나타나고 있으며, 11分期 前부터 같은 分期까지의 平均 失業率이 1% 포인트 상승할 경우

19) 金宗萬, 前掲書, p. 220, <附表 B-3> 참조.

20) 通貨量의 變動으로 인한 消費者物價의 變動效果는 이와 같은 直接的인 효과 이외에 生産者物價의 變동을 통한 間接的인 變動효과도 있다.

消費者物價는 약 0.21% 下落하는 관계에 있는 것으로 추정되었다²¹⁾.

$$\begin{aligned} \Delta cp_t = & 0.011(2.124) + 0.176(3.002) \Delta m_{t-2} + 0.360(5.967) \Delta pp_t \\ & - 0.058(0.754) \Delta pp_{t-1} + 0.311(5.506) \Delta pp_{t-2} + 0.094(2.464) \Delta mp_{t-1} \\ & - 0.213(1.656) \Delta un_t + 0.004(1.332) d_2 - 0.007(2.569) d_3 \\ & - 0.005(1.554) d_4 \dots\dots\dots (III-4)' \end{aligned}$$

$$R^2/\bar{R}^2 = 0.839/0.817, D.W. = 1.935, Q(27) = 22.106 (p.v. = 0.732)$$

$$\rho = -0.026(0.214)$$

식 (III-4)' 에서 推定된 결과를 기준으로 평가할 때 원/달러 換率이 1% 上昇할 경우 消費者物價에 미치는 1次的인 上昇效果는 輸入品 國內價格의 상승으로 인하여 약 0.09%, 生産者物價의 상승으로 인하여 약 0.26%, 포함 약 0.35%인 것으로 推산할 수 있다²²⁾.

이와 같은 消費者物價의 상승이 單位當 勞務費에 미치는 影響을 평가하기 위하여 製造業 勤勞者의 名目賃金에 影響을 미치는 要素들을 생각해 보자. 우리나라의 경우 製造業 勤勞者의 名目賃金에 影響을 미치는 要素에는 最近 3년간(11分期 前~같은 分期)의 平均失業率과, 最近(5分期 前~1分期 前)의 1人當 實質所得(實質 GDP를 人口 數로 나누어 산출)의 變動 및 最近(3分期 前~1分期 前)의 消費者物價 變動 등이 있는 것으로 파악되었다. 또한 勤勞者 名目賃金의 경우에도 季節的인 影響을 크게 받는 것으로 파악되고 있다²³⁾.

21) 이와 같이 失業率이 上昇할 경우 消費者物價가 下落하는 이유는 消費 支出이 감소하기 때문인 것으로 해석할 수 있다.

22) 원/달러 換率이 1% 上昇할 경우 元貨로 표시된 輸入品の 國內價格도 1% 上昇하는 것으로 가정하면 이로 인한 消費者物價의 上昇效果는 약 0.09%인 것으로 推산할 수 있다. 한편 生産者物價의 상승을 통하여 消費者物價에 미치는 상승효과는 원/달러 換率의 상승으로 인한 生産者物價의 上昇效果(약 0.42%)에 生産者物價의 상승으로 인한 消費者物價의 上昇效果(약 0.61%)을 곱하여 算出할 수 있다.

23) 金宗萬, 前掲書, p. 222, <附表 B-4> 참조.

이와 같은 점들을 고려하여 製造業 勤勞者 名目賃金の 변동을 설명하기 위한 回歸方程式을 식 (III-5)와 같이 정립하였다.

$$\begin{aligned} \Delta wgt_t = & \alpha + \beta aun_t + \sum_{i=1}^5 \gamma_i \Delta py_{t-i} + \sum_{j=1}^3 \delta_j \Delta cp_{t-j} \\ & + \zeta d_2 + \theta d_3 + \xi d_4 + \varepsilon_t \dots\dots\dots (III-5) \end{aligned}$$

여기서 다른 變數 및 符號의 표시는 식 (III-4)의 경우와 같으며, py_t 는 t 期 1人當 實質所得(實質GDP/人口數)指數의 自然對數를 표시한다.

실제자료(1975년 1/4分期부터 1995년 3/4分期까지)를 사용하여 製造業 勤勞者 名目賃金の 변동을 설명하는 回歸方程式 (III-5)를 推定한 결과는 식 (III-5)'에 정리되어 있다.

이 식에서 最近 3년간 失業率이 1% 포인트 상승할 경우 製造業 勤勞者의 名目賃金은 약 0.15% 下落하는 관계에 있는 것으로 나타나고 있다. 또한 1人當 實質所得이 1% 증가할 경우 勤勞者의 名目賃金은 直後 分期부터 5分期 후까지 5個 分期에 걸쳐서 약 1.31% 상승하는 것으로 推定되었다. 消費者物價 1% 상승으로 인한 名目賃金의 上昇效果는 直後 分期부터 3分期 후까지 3個 分期에 걸쳐서 약 1.01%인 것으로 나타나고 있다.

$$\begin{aligned} \Delta wgt_t = & -0.125(5.708) - 0.147(0.429)aun_t + 0.045(0.385) \Delta py_{t-1} \\ & + 0.434(4.615) \Delta py_{t-2} + 0.305(3.213) \Delta py_{t-3} + 0.255(2.718) \Delta py_{t-4} \\ & + 0.272(2.360) \Delta py_{t-5} + 0.311(1.269) \Delta cp_{t-1} + 0.626(2.243) \Delta cp_{t-2} \\ & + 0.070(0.300) \Delta cp_{t-3} + 0.154(5.488)d_2 + 0.231(8.641)d_3 \\ & + 0.125(4.506) \Delta d_4 \dots\dots\dots (III-5)' \end{aligned}$$

$$R^2/\bar{R}^2 = 0.877/0.853, D.W. = 1.958, Q(27) = 31.432(p.v. = 0.254)$$

$$\rho = -0.191(1.611)$$

앞에서 원/달러 換率이 1% 상승할 경우 消費者物價에 미치는 1

次的인 上昇效果는 약 0.35%인 것으로 推算되었다. 이와 같은 관계와 식 (III-5)'에서 推定된 결과를 기준으로 판단할 때 원/달러 換率 1% 상승으로 인한 製造業 勤勞者 名目賃金の 1次的인 上昇效果는 약 0.35%인 것으로 推산할 수 있다.

〈表 III-1〉 원/달러 換率 1% 上昇으로 인한 生産原價 要素價格의 1次的인 上昇效果

(單位: %)

	輸入品 ¹⁾ 國內價格	生産者 物價 ²⁾	消費者 物價 ³⁾	製造業 賃金 ⁴⁾
換率變動의 直接效果	+1.000			
輸入價格을 통한 間接效果		+0.422		
生産者物價를 통한 間接效果			+0.094	
消費者物價를 통한 間接效果			+0.256	+0.354
換率變動 直·間接效果計	+1.000	+0.422	+0.350	+0.354

註: 1), 2), 3), 4)는 각각 식(III-2)', (III-3)', (III-4)' 및 (III-5)'의 推定結果를 기준으로 推算하였음.

지금까지 분석한 결과 원/달러 換率 1% 상승으로 인한 輸入品の 國內價格과 國內 生産者物價와 消費者物價 및 勤勞者의 名目賃金 등 生産要素價格의 1次的인 上昇效果는 〈表 III-1〉에 요약되어 있다. 이 표에 정리된 1次的인 效果를 기준으로 원/달러 換率 1% 상승이 輸出價格에 미치는 間接的인 效果를 推算해 보기로 하자.

식 (III-1)'에서 輸入品 國內價格 1%에 따른 輸出價格은 약 0.36%인 것으로 추정되었으므로 원/달러 換率이 1% 상승할 경우 輸入品 國內價格의 상승으로 인하여 輸出價格은 약 0.36% 상승하게 되는 것으로 推算할 수 있다.

원/달러 換率 1% 상승이 輸入品 國內價格의 상승을 통하여 生産者物價에 미치는 1次的인 上昇效果는 약 0.42%인 것으로 추정되고, 輸出價格의 變動要因을 추정한 결과에서 生産者物價가 1% 상

승할 경우 輸出價格은 약 0.12% 상승하는 것으로 파악되었다. 따라서 원/달러 換率 1% 상승이 生産者物價의 상승을 통하여 輸出價格에 미치는 1次的인 上昇效果는 약 0.05%인 것으로 推算할 수 있다²⁴⁾.

원/달러 換率 1% 상승이 消費者物價의 상승을 통하여 製造業 勤勞者의 名目賃金에 미치는 1次的인 上昇효과는 약 0.35%인 것으로 파악되었다. 식 (III-1)'에서 單位當 勞務費가 1% 상승할 경우 輸出價格은 약 0.16% 상승하는 것으로 추정되었으므로 勞動生産性에 변동이 없을 경우 원/달러 換率 1% 상승이 輸出價格에 미치는 1次的인 上昇효과는 약 0.06%인 것으로 推算할 수 있다.

〈表 III-2〉 원/달러 換率이 1% 上昇할 경우 輸出價格의 1次的 下落 效果

(單位: %)

直接效果 ¹⁾	間接效果 ²⁾			合 計
	輸入品 國內 價格 上昇效果	生産者物價 上昇效果	製造業 賃金 上昇效果	
-0.778	+0.356	+0.049	+0.055	-0.318

註: 1) 식 (III-1)'의 推定效果를 기준으로 算出하였음. 2) 식 (III-1)'의 推定效果와 〈表 III-1〉의 推算結果를 기준으로 算出하였음.

輸入品 國內價格의 상승과 生産者物價의 상승 및 製造業 勤勞者 賃金の 상승 등으로 인하여 製造原價가 상승하기 때문에 원/달러 換率이 1% 상승할 경우 輸出價格의 1次的인 上昇효과는 약 0.47%에 달하는 것으로 집계된다. 앞에서 원/달러 換率 1% 상승으로 인한 輸出價格의 直接的인 下落效果는 약 0.78%인 것으로 파악되었으므로 直接效果와 間接效果를 합할 경우 원/달러 換率이 1% 상승

24) 이와 같은 1차적인 上昇效果 이외에 製造業 勤勞者의 賃금이 上昇함으로 말미암아 生産者物價가 상승하는 2次的인 效果도 있을 것이다.

함에 따라 輸出價格은 1次的으로 약 0.32% 下落하게 되는 것으로 추산할 수 있다.

2. 換率變動이 輸出價格에 미치는 非對稱的 效果?

앞에서는 원/달러 換率이 上昇하는 경우와 下落할 경우 달러貨로 표시된 輸出價格과 輸入品の 國內價格에 미치는 變動效果가 對稱的인 것으로 가정하고 輸出價格에 미치는 直·間接的인 效果를 분석하였다. 즉, 원/달러 換率이 1% 上昇할 경우와 下落할 경우 輸出價格에 미치는 直接的인 下落效果와 上昇效果의 크기가 같은 것으로 가정하였으며 輸入品の 國內價格에 미치는 上昇效果와 下落效果의 크기도 같은 것으로 가정하였다.

그런데 이와 같은 가정은 반드시 성립하지 않을 수도 있을 것이다. 예를 들면 海外市場에서 競爭이 치열할 경우 輸出企業들은 國內通貨 價値의 下落에 따른 引下要因은 輸出價格에 즉각 반영하는데 반하여 國內通貨의 가치가 上昇할 경우 輸出物量의 감소를 우려하여 輸出價格을 인상하지 않을 수도 있을 것이다. 또한 輸入業者들은 國內通貨의 가치가 上昇하는 경우와 下落하는 경우 輸入品の 國內價格을 非對稱的으로 조정할 수도 있을 것이다²⁵⁾.

우리나라의 경우 원/달러 換率이 上昇하는 경우와 下落하는 경우에 있어서 달러貨로 표시된 輸出價格이 非對稱的으로 조정되는지 여부를 알아보기 위하여 輸出價格의 變動을 설명하는 回歸方程式을 (III-6)과 같이 수정하였다.

25) 이와 같이 換率變動이 輸出價格 및 輸入價格에 미치는 非對稱的인 效果를 'hysteresis effect'라 한다. 換率變動이 輸出入 價格에 미치는 非對稱的인 效果를 實證的으로 분석한 결과는 R. C. Feenstra(1987) 및 R. Baldwin(1988) 참조. 원/달러 換率의 변동이 우리나라 輸出入 價格에 미치는 非對稱的 效果는 정지만과 박동순(1995) 참조.

$$\begin{aligned} \Delta xp_t = & \alpha + \sum_{i=1}^4 \beta_i \Delta xq_{t-i} + \gamma \Delta mp_t + \delta \Delta pp_t + \eta \Delta lc_t \\ & + \zeta \Delta ir_t + \sum_{j=0}^1 \theta_j \Delta wsp_{t-j} + \sum_{j=0}^1 \xi_j \Delta wsn_{t-j} \\ & + \nu \Delta ys_{t-1} + \varepsilon_t \dots \dots \dots (III-6) \end{aligned}$$

여기서 다른 變數 및 表示는 식 (III-1)의 경우와 같다. Δwsp_t 와 Δwsn_t 는 각각 t기 원/달러 換率의 上昇(원貨 가치 下落)率과 下落(원貨 가치 上昇)率을 표시한다.

식 (III-1)'을 推定하기 위하여 사용한 것과 같은 資料를 사용하여 回歸方程式 (III-6)을 推定한 결과는 식 (III-6)'에 정리되어 있다. 식 (III-1)'와 比較할 때 원/달러 換率變動 이외에 다른 요인들의 변동으로 인한 輸出價格의 變動效果는 유사한 것을 알 수 있다.

$$\begin{aligned} \Delta xp_t = & -0.002(0.578) + 0.017(0.742) \Delta xq_{t-1} + 0.082(3.636) \Delta xq_{t-2} \\ & + 0.062(3.050) \Delta xq_{t-3} + 0.015(0.640) \Delta xq_{t-4} + 0.359 \Delta mp_t \\ & + 0.130(1.132) \Delta pp_t + 0.155(3.935) \Delta lc_t + 0.128(0.517) \Delta ir_t \\ & - 0.642(4.832) \Delta wsp_t - 0.198(2.014) \Delta wsp_{t-1} - 0.512(1.663) \Delta wsn_t \\ & - 0.154(0.497) \Delta wsn_{t-1} - 0.106(2.709) \Delta ys_{t-1} \dots (III-6)' \end{aligned}$$

$$R^2/\bar{R}^2 = 0.623/0.551, D.W. = 1.894, Q(27) = 22.414 (p.v. = 0.716)$$

$$\rho = -0.181(1.465)$$

식 (III-6)'에서 원/달러 換率이 上昇하는 경우와 下落하는 경우 輸出價格에 미치는 영향이 다르게 나타나고 있다. 즉, 원/달러 換率이 1% 上昇(원貨의 가치 下落)할 경우에는 輸出價格이 같은 分期에 약 0.64%, 直後 分期에 약 0.20%, 도합 약 0.84% 下落하는 것으로 推定되었다. 이에 대하여 원/달러 換率이 1% 下落(원貨의 가치 上昇)할 경우 輸出價格은 같은 分期에 약 0.51%, 直後 分

期에 약 0.15%, 도합 약 0.67% 上昇하는 것으로 나타나고 있다²⁶⁾.

한편, 원/달러 換率의 변동이 달러貨로 표시된 輸入品の 價格에 미치는 非對稱的인 變動效果를 추정하기 위하여 輸入價格의 변동을 설명하는 回歸方程式 (III-2)를 식 (III-7)과 같이 수정하였다.

$$\Delta dmp_t = \alpha + \beta \Delta mq_{t-1} + \gamma \Delta dwxp_t + \Delta djxp_{t-1} + \sum_{i=0}^1 \theta_i \Delta dop_{t-i} + \zeta \Delta wsp_t + \nu \Delta wsn_t + \varepsilon_t \dots\dots (III-7)$$

여기서 Δwsp_t 와 Δwsn_t 는 각각 t期 원/달러 換率의 上昇率과 下落率을 표시하며 나머지 다른 變數와 表示는 식 (III-2)에서와 같다.

回歸方程式 (III-7)을 推定한 結果는 식 (III-7)'에 정리되어 있다.

$$\begin{aligned} \Delta dmp_t = & -0.006(1.871) + 0.026(1.390) \Delta mq_{t-1} \\ & + 0.566(6.737) \Delta dwxp_t + 0.118(1.745) \Delta djxp_{t-1} \\ & + 0.040(2.390) \Delta dop_t + 0.061(3.803) \Delta dop_{t-1} \\ & + 0.083(0.811) \Delta wsp_t - 0.583(2.449) \Delta wsn_t \\ & \dots\dots\dots (III-7)' \end{aligned}$$

$$R^2/\bar{R}^2 = 0.682/0.647, D.W. = 1.972, Q(27) = 19.806(p.v. = 0.839)$$

$$\rho = 0.203(1.718)$$

이 식에서 원/달러 換率이 1% 上昇할 경우 달러貨로 표시된 輸入價格은 약 0.08% 상승하는 것으로 추정되었으나 이와 같은 관계를 나타내는 係數 추정치의 統計的 有意性은 낮은 것으로 평가된다. 이에 대하여 원/달러 換率이 1% 下落할 경우에는 달러貨로 表

26) 식 (III-6)'의 推定結果에서 원/달러 換率變動이 달러貨로 표시된 輸出價格에 對稱的으로 영향을 미친다는 歸無假說은 95% 信賴水準에서 기각할 수 없는 것으로 파악되었다(假說檢證을 위한 F統計는 약 0.475 (自由度=1, 68)이며 p값은 약 0.493인 것으로 나타났다).

示된 輸入價格이 약 0.58% 상승하는 관계에 있으며 係數 推定值의 統計的 有意性도 상당히 높은 것으로 평가할 수 있다.

식 (III-7)'의 推定 결과를 기준으로 원/달러 換率이 1% 상승할 경우 원貨로 표시된 輸入品의 國內價格은 약 1.08% 상승하는 것으로 추산할 수 있으며, 반대로 원/달러 換率이 1% 下落할 경우에는 輸入品의 國內價格은 약 0.42% 下落하는 것으로 推算할 수 있다²⁷⁾.

그런데 分析期間 동안 원/달러 換率이 下落(원貨의 가치가 상승)하였을 때 우리나라 輸入品의 가격이 상당히 큰 폭으로 상승한 것으로 나타난 이유는 무엇일까? 우리나라가 輸入하는 物品은 資本財나 製品生産을 위한 中間材 및 原材料가 대부분이기 때문에 달러貨로 표시된 輸入品 國際價格의 변동이나 원/달러 換率의 變動 등으로 인하여 輸入品의 國內價格이 변동하더라도 輸入物量은 크게 변동하지 않는 것으로 파악되고 있다²⁸⁾. 또한 식 (III-2)' 및 (III-7)'의 推定結果에서 우리나라 輸入物量의 변동이 달러貨로 표시된 輸入價格에 미치는 변동효과도 크지 않은 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 사실들을 종합해 볼 때 식 (III-7)'에서 원/달러 換率이 下落한 경우 달러貨로 표시된 輸入品의 가격이 下落한 것으로 추정된 이유가 원貨로 표시된 輸入品의 國內價格의 하락으로 인하여 輸入物量이 증가한 때문인 것으로 해석하기 어려울 것이다.

원/달러 換率이 下落한 기간 동안 輸入品의 國際價格이 下落한 다른 이유를 찾아보기 위하여 歷史的인 배경을 살펴보면, 분석기간 동안 分期間 원/달러 平均換率이 下落한 기간은 1986년 1/4分期부터 1989년 2/4分期까지의 기간과 1994년 1/4分期부터 1995년 2/4

27) 원貨表示된 輸入價格의 變動率을 被說明變數로 하여 推定한 결과에서 원貨로 표시된 輸入品의 國內價格은 원/달러 換率이 1% 上昇할 경우 약 1.083%($t=10.533$) 上昇하고 원/달러 換率이 1% 下落할 경우에는 약 0.417%($t=1.749$) 下落하는 것으로 나타났다.

28) 金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 245, <附表 C-2> 참조.

分期까지의 기간이다²⁹⁾. 이 두 기간에 우리나라 輸入品の 國際價格의 상승요인으로 작용하였을 가능성이 있는 國際經濟의 狀況變動은 OECD諸國을 비롯한 世界全體의 經濟成長率 상승과 엔/달러 換率의 下落(엔貨 가치의 上昇) 등인 것으로 판단된다.

OECD諸國의 經濟成長率은 1985년 中반 이후 國際原油價格의 下落을 계기로 상당폭 상승하였다³⁰⁾. 또한 1993년부터 美國과 英國의 經濟成長率이 상승하였으며 1994년과 1995년에는 日本을 제외한 다른 主要國들의 經濟成長率이 상당히 높았다³¹⁾. 이와 같이 볼 때 1985년 이후 원/달러 換率이 下落한 기간과 主要 先進國들의 經濟成長率이 높았던 기간이 대략 일치하는 것을 알 수 있다. 따라서 원/달러 換率이 下落한 기간 동안 OECD諸國을 비롯한 世界全體의 經濟成長率이 상승하였기 때문에 原材料 등 主要 品目の 國際價格이 상승하였을 수도 있을 것이다.

1985년 中반 이후 엔/달러 平均換率의 변동추이를 살펴보면 1985년 2/4分期에 1달러당 250.73엔에서 1988년 2/4分期에는 125.61엔으로 下落하였으며 1993년 1/4分期에 121.01엔에서 1995년 2/4分期에는 84.43엔으로 下落하는 등 두 차례에 걸쳐서 큰 폭으로 下落하였다. 이와 같은 엔/달러 換率이 下落한 기간과 원/달

29) 이 기간 이외에 원/달러 平均換率이 下落한 分期은 1990년 4/4分期과 1992년 4/4分期뿐이다.

30) 1985년부터 1988년까지 年平均 實質GDP 增加率이 OECD諸國 전체는 3.4%에 달하였으며 日本과 英國은 각각 4.6%와 4.2%의 높은 증가율을 기록하였고 美國은 3.3%, 獨逸과 프랑스는 각각 2.8%의 상당히 높은 증가율을 기록한 것으로 조사되었다. 1989년부터 1992년까지 기간에는 OECD 전체의 年平均 實質GDP 增加율이 1.7%로 下落하였으며, 日本을 제외한 다른 主要國들의 경우에도 같은 기간 實質GDP 增加率이 대폭 하락한 것으로 파악되었다(金宗萬 『日本 換率政策의 방향과 우리나라 輸出에 미치는 영향』, 1993, p. 91, <表 IV-2> 참조).

31) 1993년부터 美國과 英國의 實質GDP 增加率은 각각 3.1%와 2.2%를 기록하여 景氣沈滯에서 벗어나기 시작하였으며 1994년에는 實質GDP 增加率이 美國의 경우 4%를 상회하였으며 日本을 제외한 다른 主要國들도 2.5% 이상을 기록한 것으로 조사 되었다(金宗萬 『國際通貨制度의 改編論議와 우리나라의 對應』, 1996, p. 81 <表 IV-1> 참조).

러 환율이 下落한 기간은 대략 일치한다. 엔/달러 환율이 하락할 경우 달러貨로 표시된 日本의 輸出價格은 상승하게 된다. 그런데 우리나라는 資本財나 製品生産을 위한 中間材 등의 對日 의존도가 높기 때문에 日本의 輸出品의 價格이 상승함에 따라 달러貨로 표시된 우리나라 輸入品の 價格이 상승하였을 수도 있을 것이다.

원/달러 환율이 下落한 기간 동안 OECD諸國을 비롯한 世界全體의 經濟成長率 상승 및 엔/달러 환율의 하락으로 인하여 우리나라 輸入品の 國際價格이 상승하였는지 여부를 확인하기 위하여 回歸方程式 (III-7)에 2分期 前 OECD諸國의 實質GDP 增加率($\Delta \log dp_{t-2}$)과 같은 分期 엔/달러 환率變動率(Δys_t)을 說明變數로 추가하여 추정된 결과는 식 (III-7)"에 정리되어 있다³²⁾.

이 推定의 結果에서 달러貨로 표시된 우리나라 輸入品の 國際價格은 OECD諸國의 實質GDP가 1% 증가할 경우 2分期 後에 약 1.06% 상승하고, 엔/달러 환율이 1% 상승할 경우 같은 分期에 약 0.07% 상승하는 關係에 있는 것으로 나타나고 있다. 그런데 이와 같은 效果를 감안할 경우 원/달러 환율이 下落한 기간 동안 달러貨로 표시된 우리나라 輸入價格의 上昇效果는 식 (III-7)'에서보다 작아지기는 하였지만 상당히 컸던 것으로 나타나고 있다. 또한 식 (III-7)"에서는 원/달러 환율이 상승한 기간 동안 원/달러 환率 1% 上昇으로 인한 輸入價格의 上昇效果는 약 0.14%로 상당히 크게 推定되었다³³⁾.

32) 같은 分期와 直前 分期 OECD諸國의 實質GDP 變動率을 說明變數로 추가하여 추정된 結果에서 이들은 우리나라 輸入價格에 큰 影響을 미치지 않는 것으로 파악되었다.

33) 이 추정의 結果에서 원/달러 환율이 상승한 期間과 하락한 기간 동안 달러貨로 표시된 輸入價格에 미친 影響이 對稱的이었다는 歸無假說은 95% 信賴水準에서 棄却할 수 있는 것으로 파악되었다(假說檢證을 위한 F統計는 약 5.58(自由度는 1, 71)이고 p값은 약 0.021인 것으로 나타났다).

$$\begin{aligned} \Delta \text{dmp}_t = & -0.012(3.013) + 0.029(1.592) \Delta \text{mq}_{t-1} \\ & + 0.410(3.700) \Delta \text{dwxp}_t + 0.083(1.231) \Delta \text{djxp}_{t-1} \\ & + 0.053(3.054) \Delta \text{dop}_t + 0.067(4.110) \Delta \text{dop}_{t-1} \\ & + 0.140(1.368) \Delta \text{wsp}_t - 0.487(2.050) \Delta \text{wsn}_t \\ & + 1.058(2.454) \Delta \text{ogdp}_{t-2} - 0.073(1.441) \Delta \text{ys}_t \cdots \text{ (III-7)}'' \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} R^2/\bar{R}^2 = & 0.709/0.668, \text{ D.W.} = 2.000, \text{ Q}(27) = 21.168 (\text{p.v.} = 0.778) \\ \rho = & 0.220(1.780) \end{aligned}$$

엔/달러 換率이 변동할 경우 달러貨로 표시된 日本의 輸出價格이 非對稱的으로 조정되었을 수도 있을 것이다. 그 결과 우리나라가 日本으로부터 輸入하는 物品의 價格이 엔/달러 換率이 下落한 기간 동안 보다 큰 幅으로 상승하였기 때문에 원/달러 換率이 하락한 기간 동안 달러貨로 표시된 전체 우리나라 輸入品 價格의 上昇效果가 컸던 것으로 나타났을 수도 있을 것이다. 이와 같은 사실을 확인하기 위하여 식 (III-7)''에서 엔/달러 換率이 上昇(Δysp_t)한 경우와 下落(Δysn_t)한 경우로 분리하여 우리나라 輸入品의 價格에 미친 영향을 추정할 결과는 식 (III-7)'''에 정리되어 있다.

이 추정의 결과에서 엔/달러 換率의 변동이 달러貨로 표시된 우리나라의 輸入價格에 미친 영향도 상당히 非對稱的이었던 것으로 나타나고 있다. 즉 우리나라 輸入價格은 엔/달러 換率이 1% 상승한 경우 약 0.08% 上昇한 것으로 추정되었으며 반대로 엔/달러 換率이 1% 下落한 경우에도 약 0.17% 상승한 것으로 나타나고 있다. 같은 추정의 결과에도 원/달러 換率이 下落한 기간 동안 달러貨로 표시된 우리나라 輸入品 價格의 上昇效果는 컸던 것으로 나타나고 있다³⁴⁾.

34) 식 (III-7)'''의 推定結果에서 원/달러 換率의 변동이 달러貨로 표시된 輸入價格에 對稱的으로 영향을 미친다는 歸無假說은 95% 信賴水準

$$\begin{aligned} \Delta \text{dmp}_t = & -0.017(3.465) + 0.036(2.004) \Delta \text{mq}_{t-1} \\ & + 0.425(3.883) \Delta \text{dwxp}_t + 0.043(0.608) \Delta \text{djxp}_{t-1} \\ & + 0.049(2.887) \Delta \text{dop}_t + 0.062(3.878) \Delta \text{dop}_{t-1} \\ & + 0.130(1.300) \Delta \text{wsp}_t - 0.497(2.394) \Delta \text{wsn}_t \\ & + 1.026(2.394) \Delta \text{ogdp}_{t-2} + 0.077(0.776) \Delta \text{ysp}_t \\ & - 0.173(2.437) \Delta \text{ysn}_t \dots\dots\dots (III-7)'' \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} R^2/\bar{R}^2 = & 0.722/0.678, \text{ D.W.} = 2.015, \text{ Q}(27) = 22.489(\text{p.v.} = 0.712) \\ \rho = & 0.279(2.300) \end{aligned}$$

이상의 결과에서 分析期間 동안 달러貨로 표시된 輸入價格이 원/달러 換率의 변동에 非對稱的으로 반응한 것처럼 나타나게 하였을 것으로 판단되는 여러가지 요인들을 고려하여도 원/달러 換率變動 효과의 非對稱性은 사라지지 않는 것으로 파악되었다. 특히 원/달러 換率의 下落으로 인한 달러表示 輸入價格의 上昇效果는 검토한 모든 경우에 있어서 상당히 크게 추정되었다. 식 (III-7)''의 추정 결과를 기준으로 할 경우 원貨로 표시된 輸入品の 國內價格은 원/달러 換率이 1% 上昇한 때에는 약 1.13% 상승하고 반대로 원/달러 換率이 1% 下落한 경우에는 약 0.50% 下落한 것으로 판단할 수 있다.

원/달러 변동이 輸入品の 國內價格에는 非對稱的으로 영향을 미치는 것으로 가정하고 輸入價格의 變動으로 인한 國內物價와 製造業 勤勞者의 賃金에 미치는 변동효과는 對稱的인 것으로 가정할 경우 원/달러 換率 1% 변동으로 인하여 原價要素의 價格에 미치는 變動效果는 <表 III-3>의 내용과 같은 것으로 정리할 수 있다.

이 表에서 원/달러 換率이 1% 상승할 경우 국내 生産者物價와 消費者物價는 1次的으로 각각 약 0.48%, 0.40% 上昇하고 製造業

에서 棄却할 수 있는 것으로 파악되었다(假說檢證을 위한 F統計는 약 5.44(自由度=1, 70)이며 p값은 약 0.023인 것으로 파악되었다)

勤勞者의 名目賃金은 약 0.42% 상승하는 것으로 나타나고 있다. 이에 대하여 원/달러 換率이 1% 下落할 경우에는 生産者物價와 消費者物價의 1次的인 下落效果는 각각 약 0.21%와 0.18%이며 製造業 勤勞者 名目賃金의 1次的인 下落效果는 약 0.19%인 것으로 推算되었다.

〈表 III-3〉 원/달러 換率이 1% 變動할 경우 原價要素에 미치는 1次的인 效果

(單位: %)

	輸入品の 國內價格	國 生産者物價	國 消費者物價	製造業 名目賃金
원/달러 換率이 1% 上昇할 경우	+1.130	+0.477	+0.400	+0.420
원/달러 換率이 1% 下落할 경우	-0.503	-0.212	-0.176	-0.187

註: 輸入品の 國內價格이 1% 變動함으로 인한 生産者物價와 消費者物價 및 製造業 賃金의 變動效果는 〈表 III-1〉의 내용을 기준으로 推算하였음.

원/달러 換率의 변동으로 인하여 달러表示된 輸出價格에 미치는 直接效果와 輸出品 製造原價 要素의 변동으로 인한 間接效果를 합친 전체적인 변동효과는 〈表 III-4〉에 정리되어 있다. 원/달러 換率이 1% 상승할 경우 輸出價格에 미치는 直接的인 下落效果는 약 0.84%이며, 輸入品の 國內價格과 生産者物價 및 製造業 勤勞者 名目賃金의 상승으로 인한 間接的인 上昇效果의 합계는 약 0.53%인 것으로 추산되었다. 따라서 원/달러 환율이 1% 상승할 경우 달러貨로 표시된 우리나라의 輸出價格은 1次的으로 약 0.31% 下落하는 것으로 추산할 수 있다.

이에 대하여 원/달러 換率 1% 下落으로 인한 輸出價格의 直接的인 上昇效果는 약 0.67%이고, 輸出品 製造原價의 下落으로 인한 間接的인 下落效果는 약 0.24%인 것으로 추산되었다. 이들 直接效果와 間接效果를 합산하면 원/달러 換率이 1% 下落할 경우 달러貨

로 표시된 우리나라 輸出品의 價格은 1次的으로 약 0.43% 상승하게 되는 것으로 추산할 수 있다.

〈表 III-4〉 원/달러 換率이 1% 變動할 경우 輸出價格에 미치는 1次的인 效果

(單位: %)

	直接效果	間接效果			合計
		輸入品 國內價格 變動效果	生産者物價 의 變動效果	製造業賃金 의 變動效果	
원/달러 換率이 1% 上昇할 경우	-0.840	+0.406	+0.062	+0.065	-0.307
원/달러 換率이 1% 下落할 경우	+0.666	-0.180	-0.028	-0.029	+0.429

註: 원/달러 換率變動이 輸出價格에 미치는 變動效果는 식 (III-6)' 및 <表 III-2>에 정리된 내용을 기준으로 推算하였음.

〈表 III-4〉에서 한 가지 특이한 점은 원/달러 換率의 변동으로 인한 달러表示 輸出價格의 直接的인 변동효과는 원/달러 換率이 上昇(원貨 價値 下落)하는 경우에 보다 크지만 間接的인 效果를 감안한 전체효과는 원/달러 換率이 下落하는 경우에 보다 큰 것으로 추산되고 있다는 점이다. 이와 같이 원/달러 換率이 上昇할 경우와 下落할 경우에 있어서 輸出價格의 直接的인 變動效果의 크기와 전체적인 效果의 크기가 逆轉되는 이유는 원/달러 換率의 變動이 달러表示 輸入價格에 非對稱的으로 영향을 미치기 때문이다.

이와 같은 원/달러 換率의 변동이 輸出價格에 미치는 非對稱的인 變動效果가 未來에도 나타날 수 있을 것이냐에 대하여서는 疑問의 여지가 있는 것으로 판단된다. 우리나라 輸出品에 대한 海外需要의 價格彈力性이 높고 海外市場에서의 競爭關係 등을 감안할 때 換率變動이 輸出價格에 미치는 直接的인 效果의 非對稱性은 미래에도 나타나게 될 수도 있을 것이다. 그런데 식 (III-6)'에서 推定된 원

/달러 換率의 변동으로 인한 直接的인 輸出價格 變動效果의 非對稱性은 統計的 有意性이 높지 않은 것으로 파악되었다.

그러나 輸入品에 대한 國內需要의 價格彈力性이 낮기 때문에 원/달러 換率이 變動하더라도 輸入物量에는 큰 영향을 미치지 않는 것으로 판단된다. 게다가 우리나라가 輸入하는 物量이 世界全體의 輸出物量에서 차지하는 비중이 낮기 때문에 輸入物量이 다소 변동하더라도 輸入品の 國際價格에는 큰 영향을 미치지 않을 것이다. 이와 같은 관점에서 볼 때 實證分析의 결과에서 원/달러 換率이 下落한 기간 동안 달러貨로 표시된 輸入價格이 상승한 것으로 나타나는 이유는 같은 기간 國際經濟의 특수한 상황에서 다른 요인이 작용하였기 때문일 가능성이 높은 것으로 판단된다.

따라서 원/달러 換率의 변동이 輸入品の 國際價格에 미치는 非對稱的인 變動效果가 미래에는 나타나지 않을 수도 있을 것이다. 또한 원/달러 換率變動이 輸出價格에 미치는 直接的인 效果의 非對稱性도 統計的 有意性이 낮은 점을 감안할 때 앞으로 원/달러 換率이 上昇하는 경우와 下落하는 경우 輸出價格에 미치는 영향을 평가함에 있어서 變動效果가 非對稱的인 것으로 가정하기보다는 對稱的인 것으로 가정하는 편이 보다 합리적일 수도 있을 것으로 판단된다.

원/달러 換率이 上昇하는 경우와 下落하는 경우 달러貨로 표시된 輸入品の 國際價格에 미치는 영향이 對稱的인 것으로 가정하고 輸入價格의 變동을 설명하기 위한 回歸方程式 (III-7)에 OECD諸國의 實質GDP 變動과 엔/달러 換率의 變동을 說明變數로 추가하여 추정한 결과는 식 (III-7)'''에 정리되어 있다. 이 推定的의 결과에서는 원/달러 換率이 변동할 경우 원貨로 표시된 輸入品の 國內價格은 같은 비율로 변동하는 것으로 가정하더라도 큰 무리는 없을 것으로 판단된다³⁵⁾.

35) 원/달러 換率이 1% 변동함으로 인한 輸出價格의 1次的인 變動效果는 <表 III-4>의 추산결과를 기준으로 평가하는 것보다 <表 III-2>의 추산결과를 기준으로 評價하는 것이 보다 정확할 수 있을 것이다.

$$\begin{aligned} \Delta \text{dmp}_t = & -0.009(2.251) + 0.029(1.616) \Delta \text{mq}_{t-1} \\ & + 0.408(3.576) \Delta \text{dwxp}_t + 0.079(1.157) \Delta \text{djxp}_{t-1} \\ & + 0.052(2.987) \Delta \text{dop}_t + 0.066(3.998) \Delta \text{dop}_{t-1} \\ & + 0.030(0.314) \Delta \text{ws}_t + 1.103(2.477) \Delta \text{ogdp}_{t-2} \\ & - 0.096(1.848) \Delta \text{ys}_t \dots\dots\dots(\text{III}-7)''' \end{aligned}$$

$$R^2/\bar{R}^2 = 0.688/0.649, D.W. = 1.991, Q(27) = 21.157(p.v. = 0.779)$$

$$\rho = 0.309(2.689)$$

3. 輸出價格과 輸出物量 變動

換率이 變動할 경우 달러貨로 표시된 輸出價格이 변동하기 때문에 輸出物量에 영향을 미치게 된다. 따라서 원/달러 換率變動으로 인하여 輸出物量에 미치는 變動效果를 알아보기 위해서는 먼저 輸出價格 변동의 輸出物量 변동의 관계를 파악해 보아야 할 것이다.

우리나라 輸出物量에 영향을 미치는 요소로는 달러貨로 표시된 우리나라의 輸出價格 이외에 相對價格으로서 世界全體의 輸出價格과 輸出品에 대한 需要를 결정하는 要素로서 OECD諸國의 實質 GDP 등이 있는 것으로 파악되고 있다³⁶⁾. 또한 우리나라의 輸出物

36) 우리나라의 輸出物量을 결정하는 요소에 대한 보다 자세한 論議는 金宗萬, 『換率, 金利 및 貨金變動이 輸出에 미치는 影響』, 1992 및 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994 등 참조. 우리나라의 全體輸出은 世界全體를 對象으로 하는 만큼 輸出品에 대한 需要를 결정하는 요소로서 世界全體의 所得變動을 고려하는 것이 보다 적절할 것이다. 그러나 世界全體의 所得에 대하여서는 體系의으로 조사되어 발표되는 자료가 없기 때문에 實證分析에 있어서 OECD諸國의 所得資料를 대신 사용하는 것이 일반적이다. 최근에는 中國 및 東南亞 國家들과 南美 및 과거 共產圈 國家들에 대한 輸出比重이 증가하고 있기 때문에 이들 지역 國家들의 소득변동이 우리나라 輸出物量에 상당히 큰 영향을 미칠 수 있을 것으로 판단된다. 그럼에도 불구하고 이들 國家의 經濟成長이나 所得變動에 대한 체계적으로 정리된 資料를 입수하기가 매우 어렵기 때문에 實證分析을 함에 있어서 이를 고려하지 못하는 한계가 있다.

量的 分期間 변동은 季節性이 매우 높은 것으로 파악되고 있다. 이와 같은 점들을 고려하여 輸出物量의 變動要因을 추정하기 위한 기본적인 回歸方程式을 식 (III-9)와 같이 定立하였다.

$$\Delta x_{qt} = \alpha + \sum_{i=0}^{12} \beta_i \Delta dxp_{t-i} + \sum_{j=0}^{12} \gamma_j \Delta dwxp_{t-j} + \delta \Delta \log dp_t + \zeta d_2 + \theta d_3 + \xi d_4 + \varepsilon_t \dots\dots\dots (III-9)$$

여기서 x_{qt} 는 t期 우리나라 輸出物量指數(1990=100)의 自然對數, $d xp_t$ 및 $d wxp_t$ 는 각각 달러貨로 표시된 t期の 우리나라 및 世界全體 輸出單價指數의 自然對數, $ogdp_t$ 는 t期 OECD諸國 GDP 物量(volume)指數의 自然對數를 표시하며, d_2 와 d_3 및 d_4 는 각각 2/4分기와 3/4分기 및 4/4分기를 표시하는 虛變數를 나타내며 Δ 는 1次 差分을 나타내는 표시이다. ε_t 는 回歸分析의 통상적인 誤差項을 표시한다.

1975년 1/4分기부터 1995년 3/4分기까지의 자료를 사용하여 回歸方程式 (III-9)를 推定한 결과는 식 (III-9)'에 정리되어 있다³⁷⁾. 이 추정의 결과에서 달러貨로 표시된 우리나라의 輸出價格이 1% 상승할 경우 輸出物量은 같은 分기와 향후 3년(12分기)에 걸쳐서 약 2.52% 減少하는 것으로 나타나고 있다. 이 추정의 결과를 기준으로 판단할 때 우리나라 輸出品의 需要의 長期 價格彈力性은 약 2.5인 것으로 해석할 수 있다.

같은 추정의 결과에서 世界全體의 輸出價格이 1% 상승할 경우 우리나라 輸出物量은 같은 分기와 차후 3년에 걸쳐서 약 2.26% 증가하는 것으로 나타나고 있다. 따라서 우리나라 輸出品의 相對價格을 世界全體의 輸出價格으로 볼 경우 交叉彈力性은 약 2.3인 것으로 해석할 수 있다. 또한 OECD諸國의 實質GDP(GDP volume)가 1%(年率 基準) 증가할 경우 우리나라 輸出物量은 같은 分기에 약

37) 우리나라 輸出價格 및 世界全體 輸出價格 변동의 效果는 2次 PDL技法을 적용하여 推定하였으며 誤差項의 1次 自己相關關係를 수정하기 위하여 Cochrane-Orcutt技法을 적용하였다.

3.85% 증가하는 관계에 있는 것으로 推定되었다³⁸⁾.

$$\begin{aligned}
 \Delta xq_t = & -0.1822(10.466) - 0.498(4.072) \Delta dxp_t \\
 & - 0.392(4.859) \Delta dxp_{t-1} - 0.310(3.701) \Delta dxp_{t-2} \\
 & - 0.247(3.701) \Delta dxp_{t-3} - 0.201(2.954) \Delta dxp_{t-4} \\
 & - 0.168(2.509) \Delta dxp_{t-5} - 0.146(2.234) \Delta dxp_{t-6} \\
 & - 0.130(2.005) \Delta dxp_{t-7} - 0.118(1.773) \Delta dxp_{t-8} \\
 & - 0.107(1.557) \Delta dxp_{t-9} - 0.093(1.384) \Delta dxp_{t-10} \\
 & - 0.073(1.256) \Delta dxp_{t-11} - 0.042(1.165) \Delta dxp_{t-12} \\
 & + 0.253(1.871) \Delta dwxp_t + 0.248(2.939) \Delta dwxp_{t-1} \\
 & + 0.241(3.710) \Delta dwxp_{t-2} + 0.232(3.602) \Delta dwxp_{t-3} \\
 & + 0.221(3.350) \Delta dwxp_{t-4} + 0.208(3.256) \Delta dwxp_{t-5} \\
 & + 0.192(3.259) \Delta dwxp_{t-6} + 0.174(3.180) \Delta dwxp_{t-7} \\
 & + 0.153(2.849) \Delta dwxp_{t-8} + 0.129(2.338) \Delta dwxp_{t-9} \\
 & + 0.102(1.845) \Delta dwxp_{t-10} + 0.071(1.460) \Delta dwxp_{t-11} \\
 & + 0.037(1.177) \Delta dwxp_{t-12} + 3.850(3.610) \Delta \log dp_t \\
 & + 0.328(11.957)d_2 + 0.175(10.951)d_3 \\
 & + 0.249(9.017)d_4 \dots\dots\dots (III-9)'
 \end{aligned}$$

$$R^2/\bar{R}^2 = 0.856/0.833, D.W. = 2.156, Q(27) = 38.671(p.v. = 0.068)$$

$$\rho = -0.497(4.779)$$

식 (III-9)' 에 정리된 推定의 결과에서 우리나라 輸出價格에 대한 價格彈力性和 世界全體의 輸出價格에 대한 交叉彈力性的 전체적인 크기에 큰 차이가 없는 것을 알 수 있다³⁹⁾. 우리나라 輸出品에

38) OECD諸國의 實質GDP를 우리나라 輸出品에 대한 需要를 결정하는 所得으로 볼 경우 식 (III-9)'의 추정결과에서 우리나라 輸出品에 대한 需要의 所得彈力性は 약 3.8인 것으로 해석할 수 있을 것이다.

39) 식 (III-9)'의 推定結果에서 우리나라 輸出品의 價格彈力性和 交叉彈力性이 같다는 歸無假說을 90% 有意水準에서는 기각할 수 있지만 95% 有意水準에서는 기각할 수 없는 것으로 파악되었다(假說檢證을 위한 F統計(自由度=1, 70)는 약 3.77이고 p값은 약 0.056인 것으로 확인되었다).

대한 需要의 價格彈力性和 世界全體의 輸出價格에 대한 交叉彈力性의 크기가 같다고 가정할 경우 輸出物量의 變動을 설명하는 變數로 우리나라 輸出價格과 世界全體의 輸出價格의 變動을 각각 別도의 說明變數로 정의하는 것보다 우리나라의 輸出價格을 世界全體의 輸出價格으로 나눈 相對價格의 變動을 說明變數로 정의하는 편이 보다 간단하다. 이때 우리나라 輸出物量의 變動을 說明하기 위한 回歸方程式은 (III-10)과 같이 單純化 할 수 있다.

$$\Delta x_{qt} = \alpha + \sum_{i=0}^{12} \beta_i \Delta drxp_{t-i} + \delta \Delta \log dp_t + \zeta d_2 + \theta d_3 + \xi d_4 + \varepsilon_t \dots \dots \dots (III-10)$$

여기서 $drxp_t$ 는 t 기 달러貨 표시 世界全體의 輸出價格에 대한 우리나라 輸出價格의 相對指數(우리나라 輸出單價指數/世界全體의 輸出單價指數)의 自然對數를 표시하며 다른 變數나 표시는 식 (III-9)에서와 동일하다.

식 (III-9)'를 추정함에 있어서와 같은 자료를 사용하여 회귀방정식 (III-10)을 추정한 결과는 식 (III-10)'에 정리되어 있다.

$$\begin{aligned} \Delta x_{qt} = & -0.182(10.964) - 0.379(3.651) \Delta drxp_t \\ & - 0.335(4.808) \Delta drxp_{t-1} - 0.298(5.298) \Delta drxp_{t-2} \\ & - 0.266(4.927) \Delta drxp_{t-3} - 0.238(4.434) \Delta drxp_{t-4} \\ & - 0.213(4.064) \Delta drxp_{t-5} - 0.190(3.719) \Delta drxp_{t-6} \\ & - 0.169(3.269) \Delta drxp_{t-7} - 0.147(2.731) \Delta drxp_{t-8} \\ & - 0.124(2.221) \Delta drxp_{t-9} - 0.099(1.810) \Delta drxp_{t-10} \\ & - 0.071(1.503) \Delta drxp_{t-11} - 0.038(1.277) \Delta drxp_{t-12} \\ & + 3.524(3.312) \Delta \log dp_t + 0.329(12.343) d_2 \\ & + 0.175(10.836) d_3 + 0.247(9.208) d_4 \dots \dots (III-10)' \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} R^2/\overline{R^2} = & 0.848/0.832, D.W. = 2.103, Q(27) = 36.298(p.v. = 0.109), \\ \rho = & -0.476(4.614) \end{aligned}$$

식 (III-10)'의 推定結果에서 우리나라 輸出品에 대한 需要의 價格彈力性和 世界全體의 輸出價格에 대한 交叉彈力성은 각각 약 2.6이고 OECD諸國의 實質GDP에 대한 所得彈力성은 약 3.5인 것으로 나타나고 있다⁴⁰⁾.

4. 원/달러 換率變動과 輸出價格 및 輸出物量의 調整過程

달러貨로 표시된 輸出價格의 變動으로 인한 輸出物量의 變動效果

40) 海外市場에서 우리나라와 日本 輸出品이 경쟁관계에 있음을 고려할 때 엔/달러 換率의 변동으로 인하여 日本의 輸出與件이 변동할 경우 우리나라 輸出物量에 영향을 미칠 수 있을 것이다. 이와 같은 관계를 확인하기 위하여 우리나라 輸出物量을 설명하기 위한 回歸方程式에 엔/달러 換率과 日本 輸出物量의 변동을 說明變數로 추가할 수 있을 것이다. 回歸方程式 (III-9)에 같은 分期 엔/달러 換率 및 日本 輸出物量 變動率(自然對數의 1次 差分)을 說明變數로 추가하여 추정한 결과 엔/달러 換率이 1% 상승할 경우 우리나라 輸出物量은 약 0.13%($t=1.07$) 감소하는 것으로 나타났다. 한편 日本 輸出物量이 1% 증가할 경우 우리나라 輸出物量도 약 0.32%($t=1.73$) 증가하는 관계에 있는 것으로 파악되었다. 같은 추정의 결과에서 우리나라 輸出品의 價格彈力性和 世界全體의 輸出價格에 대한 交叉彈力성은 각각 약 2.27과 2.00인 것으로 나타났다으며, OECD諸國의 實質GDP에 대한 所得彈力성은 약 3.12인 것으로 나타났다. 엔/달러 換率과 우리나라 輸出物量 변동 사이의 관계는 엔/달러 換率의 상승함으로 인하여 달러貨로 표시된 日本 輸出品의 價格이 下落하기 때문에 우리나라 輸出物量이 감소하게 되는 것으로 해석될 수 있을 것이다. 그런데 우리나라와 日本 輸出品이 경쟁관계에 있다면 日本의 輸出物量이 증가 할 경우 우리나라 輸出物量은 減少하게 될 것이다. 이와 같은 점을 고려할 때 實證分析의 결과에서 우리나라와 日本 輸出物量이 같은 방향으로 변동하는 관계로 나타난 이유는 世界全體의 景氣變動이나 두 나라 모두에게 있어서 주요 輸出相對國들인 中國이나 東南亞諸國 景氣變動의 영향을 동시에 받기 때문인 것으로 추측된다. 回歸方程式 (III-10)에 엔/달러 換率 및 日本 輸出物量 變動率을 說明變數로 추가하여 추정한 결과에서는 엔/달러 換率의 1% 上昇할 경우 우리나라 輸出物量은 약 0.07%($t=0.55$) 減少하는 것으로 나타났으며, 日本 輸出物量이 1% 증가할 경우 우리나라 輸出物量은 약 0.33%($t=1.83$) 증가하는 관계에 있는 것으로 추정되었다. 같은 추정의 결과에서 우리나라 輸出品의 價格彈力性和 世界全體의 輸出價格에 대한 交叉彈力성은 각각 약 2.38인 것으로 나타났으며 OECD諸國의 實質GDP에 대한 所得彈力성은 약 2.88인 것으로 파악되었다.

가 식 (III-9)' 혹은 (III-10)'에서 추정된 결과와 같다고 가정할 때 앞의 第1節 및 第2節에서 파악된 輸出價格의 변동효과를 고려하여 원/달러 換率變動의 결과 輸出物量에 미치는 變動效果를 추산해 볼 수 있을 것이다. 그런데 換率變動이 輸出物量에 미치는 영향을 파악함에 있어서 한 가지 고려해야 할 사실은 輸出價格의 변동이 현재 및 未來의 輸出物量에 영향을 미침과 동시에 과거의 輸出物量 변동은 輸出價格에 영향을 미칠 수 있다는 점이다⁴¹⁾.

이 節에서는 원/달러 換率의 變動이 輸出價格에 미치는 直·間接效果와 輸出價格의 변동이 輸出物量에 미치는 변동효과 및 輸出物量의 변동으로 인한 輸出價格에 미치는 변동효과를 종합적으로 고려하여 원/달러 換率變動의 결과 輸出價格 및 輸出物量에 미치는 변동효과의 크기를 추산해 보기로 하겠다. 아울러 實證分析의 결과에서 파악된 換率과 輸出價格 변동 사이의 時差關係와 輸出價格 및 輸出物量 변동 상호간의 時差關係를 감안하여 換率變動 後 기간이 경과함에 따라 輸出價格과 輸出物量이 조정되는 과정에 대하여서도 검토해 보기로 하겠다.

원/달러 換率의 변동 이후 輸出價格과 輸出物量이 조정되는 과정을 推算하기 위하여 두 段階로 나누어서 접근하는 것이 편리할 것이다. 즉, 첫번째 段階에서는 먼저 원/달러 換率의 변동이 輸入品の 國內價格과 生産者物價 및 勤勞者의 賃金 등 原價要素 미치는 영향의 時差關係와 原價要素 價格變動 상호간의 時差關係를 고려하여 換率變動 이후 原價要素들의 價格이 조정되는 과정을 추산하고 換率의 변동이 輸出價格에 미치는 影響과 原價要素 價格의 변동을 통한 間接效果의 時差關係를 고려하여 輸出價格이 조정되는 과정을 1次的으로 추산할 수 있다. 두번째 段階에서는 輸出價格과 輸出物量 상

41) 金宗萬(1994)에서는 換率變動이 輸出에 미치는 영향을 파악함에 있어서 輸出價格의 변동으로 인한 輸出物量의 변동효과만을 파악하고 輸出物量의 변동이 輸出價格에 미치는 feed back 效果는 고려하지 않았다.

호간에 미치는 影響의 時差關係를 고려하여 輸出價格과 輸出物量이 조정되는 과정을 最終的으로 추적해 볼 수 있을 것이다⁴²⁾.

원/달러 換率의 변동이 輸出入價格에 미치는 영향의 非對稱性을 고려하지 않고 輸入品의 國內價格은 원/달러 換率과 같은 비율로 변동하는 것으로 가정해 보자. 이때 식 (III-3)', (III-4)' 및 (III-5)'에서 推定된 결과를 기초로 원/달러 換率이 1% 上昇할 경우 生産者物價와 消費者物價 및 製造業 勤勞者의 名目賃金이 조정되는 과정을 추산한 결과는 [圖 III-1]에 표시되어 있다.

이 그림에서 원/달러 換率이 1% 上昇할 경우 元貨로 표시된 輸入品의 國內價格이 상승하기 때문에 國內 生産者物價는 換率이 상승하는 것과 같은 分期에 약 0.26% 상승하고 1分期 후까지는 약 0.42% 상승하는 것으로 나타나고 있다. 2分期 후부터는 製造業 勤勞者 名目賃金 上昇의 영향으로 生産者物價가 점진적으로 상승하여 長期的으로는 換率上昇 이전과 비교하여 약 0.45% 上昇한 수준에서 안정되는 것으로 나타나고 있다.

이에 대하여 消費者物價는 輸入品 國內價格 상승의 영향으로 換率이 상승하는 것과 같은 分期에 약 0.09% 상승하고 1分期 후부터는 生産者物價 상승의 영향으로 점차 상승하여 4分期 후까지 약 0.36% 상승하고 長期的으로는 換率上昇 이전에 비하여 약 0.37% 상승한 수준에서 안정되는 것으로 추정되었다.

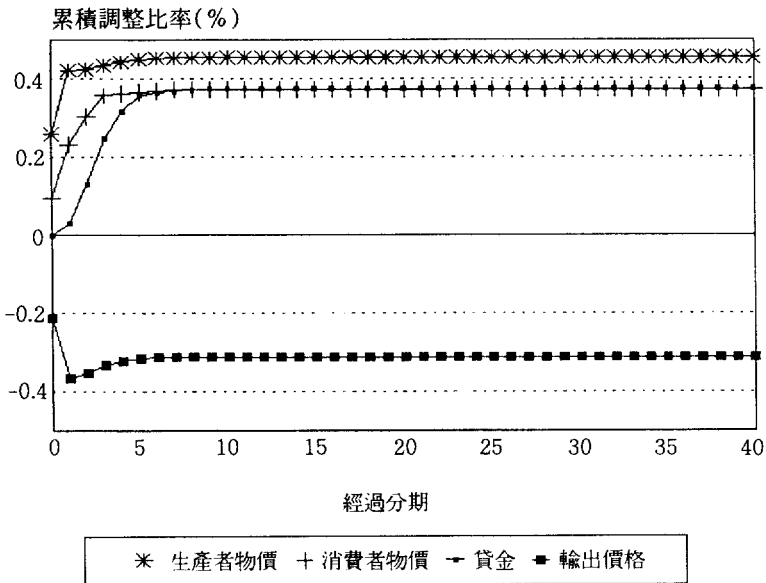
製造業 勤勞者의 名目賃金은 換率이 상승하는 것과 같은 분기에는 변동이 없지만 消費者物價 상승으로 인하여 1分期 후에는 약 0.03% 상승하고 이후 점진적으로 상승하여 4分期 후까지 약 0.32% 상승

42) 이때 輸出價格과 輸出物量이 상호 影響을 미치기 때문에 첫번째 단계에서 추정된 원/달러 換率變動 이후 輸出價格이 1차적으로 調整過程을 고려하여 輸出物量이 조정되는 과정을 추적하고 다시 輸出物量의 변동으로 인하여 輸出價格이 조정되는 과정을 추정하는 반복적인 과정을 되풀이하여 輸出價格과 輸出物量이 동시에 수렴하는 수준을 추적하여야 할 것이다.

하고 長期的으로는 약 0.37% 상승한 수준에 도달하게 되는 것으로 나타나고 있다.

같은 그림에 換率變動이 輸出價格에 미치는 직접적인 變動效果와 製造原價 要素價格의 변동으로 인한 間接적인 效果만을 고려할 경우 원/달러 換率 1% 상승 이후 달러貨로 표시된 輸出價格의 調整過程도 표시되어 있다. 여기서 輸出價格은 원/달러 換率 1% 상승하는 것과 같은 分期에 약 0.21% 하락하고 1分期 후까지 약 0.37% 하락한 수준에 도달하지만 2分期 후부터는 生産者物價와 賃金上昇의 영향으로 점차 上向調整되어 長期的으로는 換率上昇 이전에 비하여 약 0.31% 下落한 수준에서 안정되는 것으로 나타나고 있다.

[圖 III-1] 원/달러 換率 1% 上昇으로 인한 原價要素 價格 및 輸出價格 調整



원/달러 환율 상승 이후 주요 단계까지 原價要素 價格과 輸出價格이 1次的으로 調整되는 보다 精確한 比率은 <表 III-5>에 정리되어 있다.

<表 III-5> 원/달러 換率 1% 上昇 以後 原價要素 價格 및 輸出價格 調整 (單位: %)

	換率變動 後 經過期間							
	0分期	1分期	2分期	3分期	4分期	2年	3年	4年
輸入品 國內價格	+1.000	+1.000	+1.000	+1.000	+1.000	+1.000	-1.000	+1.000
生産者 物價	+0.259	+0.422	+0.425	+0.433	-0.443	+0.454	+0.454	+0.454
消費者 物價	+0.093	+0.231	-0.303	+0.357	+0.361	+0.372	+0.373	-0.373
製造業 賃金	-0.000	+0.029	+0.130	+0.246	+0.317	-0.373	+0.374	+0.374
달러表示 輸出價格	-0.212	-0.369	-0.353	-0.333	-0.321	-0.311	-0.311	-0.311

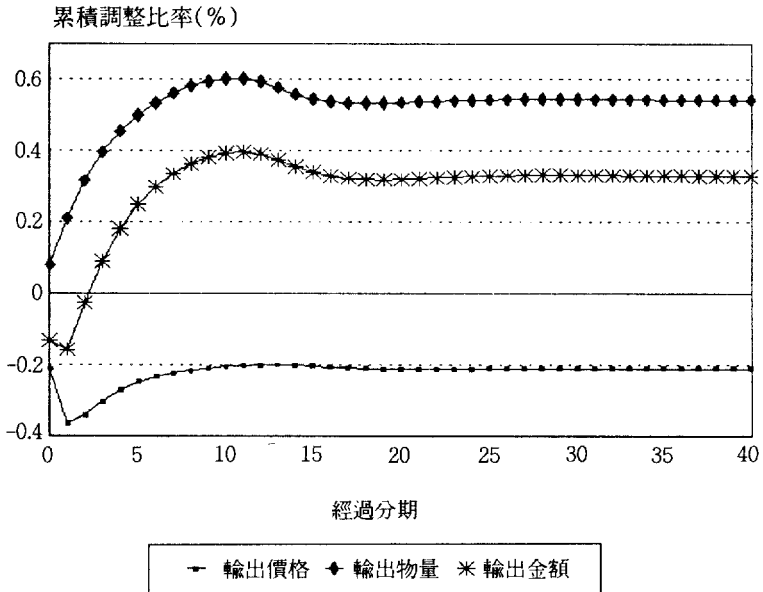
註: 換率 上昇 以前과 比較할 때 各 變數 水準의 차이를 표시함.

원/달러 換率이 1% 상승할 때 달러貨로 표시된 輸出價格이 1次的으로 [圖 III-1]과 같이 조정된다고 가정하고 식 (III-10)'에서 推定된 結果를 기준으로 하여 輸出物量과 輸出價格이 調整되는 과정을 推算한 結果는 [圖 III-2]에 표시되어 있다.

이 그림에서 輸出價格은 원/달러 換率이 1% 上昇하는 것과 같은 分期에 약 0.21% 下落하고 1分期 후에는 약 0.37% 下落한 수준에 도달하는 것으로 나타나고 있다. 2분기 후부터는 生産者物價와 賃金 등 生産要素 價格의 上昇과 輸出物量의 증가로 인하여 점차 上向調整되기 시작하여 長期的으로는 換率上昇 이전에 비하여 약 0.21% 下落한 수준에서 안정되는 것으로 나타나고 있다. [圖 III-1]에서와 比較할 때 輸出物量의 증가효과를 감안할 경우 輸出價格은 長期的으로 약 0.1% 높은 수준에서 안정되는 것을 알 수 있다.

輸出物量은 원/달러 換率이 1% 上昇하는 것과 같은 分期에 약 0.08% 증가하는데 그치고 기간이 경과함에 따라 점차 증가하여 10

[圖 III-2] 원/달러 換率이 1% 上昇할 경우 輸出價格, 輸出物量 및 輸出金額 調整過程



分期 후에는 換率上昇 이전에 비하여 약 0.6% 증가한 수준에 도달하게 되는 것으로 나타나고 있다. 그러나 11分期 후부터는 점차 下向調整되어 長期的으로는 換率上昇 이전에 비하여 약 0.54% 증가한 수준에서 안정되는 것으로 추산되고 있다.

이와 같은 輸出價格 및 輸出物量의 변동으로 인하여 輸出金額은 원/달러 換率이 1% 상승하는 것과 같은 分期에 약 0.13% 減少하고 1分期 후에는 약 0.15% 감소한 수준에 도달하는 것으로 나타나고 있으며 2分期 후까지도 換率上昇 이전의 수준을 밑도는 것으로 추산되었다. 이와 같이 輸出金額이 短期的으로 換率上昇(國內通貨 가치의 下落) 이전에 비하여 오히려 감소하는 이유는 輸出의 短期價格彈力性이 낮기 때문이다. 3分期 후부터는 輸出金額이 換率上昇 이전의 수준을 웃돌기 시작하여 11分期 후에는 약 0.4% 증가한 수

준에 도달하게 되는 것으로 나타나고 있다. 그러나 12分期 후부터는 점차 下向調整되어 長期的으로는 換率上昇 이전에 비하여 약 0.33% 증가한 수준에서 안정되는 것으로 나타나고 있다.

원/달러 換率이 1% 上昇한 이후 주요 段階까지 輸出價格과 輸出物量 및 輸出金額이 調整되는 보다 精確한 比率은 <表 III-6>에 정리되어 있다.

<表 III-6> 원/달러 換率 1% 上昇으로 인한 輸出價格, 輸出物量 및 輸出金額 調整
(單位: %)

	換率變動 後 經過期間							
	0分期	1分期	2分期	3分期	4分期	2年	3年	4年
달러表示 輸出價格	-0.212	-0.367	-0.342	-0.304	-0.272	-0.216	-0.201	-0.207
輸 出 物 量	+0.080	+0.210	+0.316	+0.397	+0.455	+0.581	+0.593	+0.537
輸 出 金 額	-0.132	-0.158	-0.027	+0.090	+0.182	+0.363	+0.391	+0.329

註: 換率上昇 以前과 比較할 때 水準의 차이를 표시함.

지금까지 원/달러 換率이 上昇하는 경우와 下落하는 경우에 있어서 原價要素 價格 및 輸出價格의 變動效果가 對稱的인 것으로 가정하고 원/달러 換率이 1% 上昇할 때 달러貨로 표시된 輸出價格과 輸出物量 및 輸出金額에 미치는 영향을 분석하였다. 換率變動의 영향이 對稱的인 것으로 가정할 경우에는 원/달러 換率이 1% 下落할 때에는 輸出價格과 輸出物量 등에 반대 방향으로 같은 크기만큼 영향을 미치는 것으로 해석하게 된다.

그러나 원/달러 換率이 上昇하는 경우와 下落하는 경우에 있어서 原價要素의 價格 및 輸出價格에 미치는 영향이 非對稱的인 것으로 가정할 때에는 換率變動 이후 輸出價格과 輸出物量의 調整過程에 다소 차이가 있을 것이다. <表 III-7>에는 원/달러 換率變動의 효과가 非對稱的인 것으로 가정할 경우 앞의 第2節에서 分析한 결과를 기준으로 換率變動 이후 原價要素의 價格과 輸出價格과 輸出金額

〈表 III-7〉 원/달러 換率變動의 影響이 非對稱的인 것으로 假定할 경우 調整 過程

(單位: %)

	원/달러 換率 1% 上昇 後 經過期間							
	0分期	1分期	2分期	3分期	4分期	2年	3年	4年
원貨表示 輸入價格	+1.140	+1.140	+1.140	+1.140	+1.140	+1.140	+1.140	+1.140
生産者物價	+0.295	+0.481	+0.484	+0.494	+0.505	+0.517	+0.518	+0.518
消費者物價	+0.106	+0.264	+0.346	+0.407	+0.411	+0.424	+0.425	+0.425
製造業賃金	+0.000	+0.033	+0.149	+0.280	+0.361	+0.423	+0.426	+0.426
달러表示 輸出價格	-0.195	-0.362	-0.335	-0.296	-0.262	-0.207	-0.193	-0.199
輸出物量	+0.074	+0.202	+0.306	+0.384	+0.441	+0.559	+0.569	+0.514
輸出金額	-0.121	-0.160	-0.030	+0.087	+0.177	+0.351	+0.376	+0.314
원貨表示 輸入價格	-0.513	-0.513	-0.513	-0.513	-0.513	-0.513	-0.513	-0.513
生産者物價	-0.133	-0.216	-0.217	-0.222	-0.227	-0.233	-0.233	-0.233
消費者物價	-0.048	-0.119	-0.155	-0.183	-0.185	-0.191	-0.191	-0.191
製造業賃金	-0.000	-0.015	-0.067	-0.126	-0.162	-0.190	-0.192	-0.192
달러表示 輸出價格	+0.311	+0.449	+0.428	+0.395	+0.364	+0.297	+0.275	+0.281
輸出物量	-0.118	-0.274	-0.405	-0.509	-0.590	-0.775	-0.801	-0.732
輸出金額	+0.192	+0.173	+0.021	-0.116	-0.229	-0.480	-0.528	-0.453

註: 換率變動 以前과 比較할 때 各 期間 經過 後 水準의 差이를 표시함.

등이 조정되는 과정을 推算한 結果가 요약되어 있다.

〈表 III-7〉에서 원/달러 換率이 1% 上昇하는 경우와 下落하는 경우를 比較하면 輸入品の 國內價格과 生産者物價 및 製造業 勤勞者의 名目賃金 등 原價要素 價格의 長期的인 變動幅은 원/달러 換率의 上昇하는 경우에 보다 큰 것을 알 수 있다. 즉, 원/달러 換率의 1% 上昇하는 경우에는 國內 生産者物價와 消費者物價 및 製造業 勤勞者 名目賃金의 長期的인 上昇效果는 각각 약 0.52%와 0.43% 및 0.43%인 것으로 나타나고 있다. 이에 대하여 원/달러 換率의 1% 下落할 경우 生産者物價와 消費者物價 및 名目賃金은 長期的으로 각각 약 0.23%, 0.19% 및 0.19% 下落하는 것으로 推산되었다. 이와 같이 원/달러 換率의 上昇하는 경우에 生産原價要素의 價格에 미치는 上昇效果가 보다 큰 것으로 나타나는 이유는 換率上昇으로

인하여 輸入品 國內價格에 미치는 上昇效果가 換率이 下落할 때의 下落效果에 비하여 크기 때문이다.

같은 표에서 輸出價格과 輸出物量의 長期的인 變動效果는 원/달러 換率이 下落하는 경우에 보다 큰 것으로 나타나고 있다. 즉, 원/달러 換率이 1% 상승할 경우 달러화로 표시된 輸出價格은 長期的으로 약 0.2% 下落하는 것으로 推算되었다. 이에 대하여 원/달러 換率이 1% 下落할 경우 輸出價格의 長期的인 上昇效果는 약 0.28%인 것으로 推算되었다. 이에 따라 원/달러 換率이 1% 상승할 경우와 下落할 경우 輸出物量의 長期的인 增加效果와 減少效果는 각각 0.51%와 0.73%로 換率이 下落할 경우에 보다 큰 폭으로 감소하는 것으로 추산되었다. 이와 같은 輸出價格 및 輸出物量의 변동으로 인하여 원/달러 換率이 1% 상승할 경우 輸出金額은 長期的으로 약 0.31% 증가하고, 반대로 원/달러 換率이 1% 下落할 경우에는 輸出金額이 長期的으로 약 0.45% 減少하는 것으로 추산되었다.

원/달러 換率의 상승할 경우 輸出價格에 미치는 直接的인 變動效果는 下落效果가 換率下落으로 인한 直接的인 上昇效果에 비하여 크지만 長期的인 輸出價格의 변동효과는 換率이 下落할 경우에 보다 큰 이유는 輸入品 國內價格의 변동으로 인하여 原價要素價格의 변동으로 相殺되는 효과가 換率이 上昇하는 경우에 보다 크기 때문이다. 그런데 앞에서 언급한 바와 같이 원/달러 換率이 下落할 때 輸入品の 國際價格이 下落하게 되는 경로에 대하여 疑問의 여지가 있는 만큼 換率變動이 輸出入價格에 미치는 非對稱의 효과가 앞으로 나타날 것인지에 대하여서는 명확한 결론을 내리기 어렵다.

5. 換率變動과 交易條件

일반적으로 換率變動으로 인하여 外國通貨로 표시된 輸出入品の 價格이 변동할 경우 交易條件(terms of trade)이 변동하게 된다.

특히 自國通貨의 價値가 下落함으로 말미암아 外國通貨로 표시된 輸出品 價格下落的 비율이 輸入品 價格下落的 비율에 비하여 상대적으로 큰 경우 交易條件은 惡化된다. 이때 外國으로부터 같은 量의 商品을 輸入하는 대가로 보다 많은 量의 國內商品을 輸出하여야 한다. 따라서 經濟學 理論에서는 自國通貨의 價値下落的을 통하여 輸出을 증대시키는 政策은 다른 나라와 自國의 生活水準을 동시에 떨어뜨리는 政策이라고 비판하고 있다.

앞의 實證分析에서 원/달러 換率의 상승할 경우 달러貨로 표시된 우리나라의 輸出價格이 하락하는 비율에 비하여 輸入品의 國際價格이 下落하는 비율이 상대적으로 작은 것으로 파악되었다. 따라서 우리나라의 경우에도 원貨의 가치가 下落할 경우 交易條件이 악화될 것이다. 이와 같은 사실을 확인하기 위하여 이 節에서는 換率變動과 交易條件變動과의 관계를 분석해 보기로 하겠다.

원/달러 換率의 上昇하는 경우와 下落하는 경우에 있어서 輸出入 價格에 미치는 影響이 非對稱的인 경우 交易條件에 미치는 影響의 크기도 달라질 것이다. 특히 원/달러 換率의 上昇할 경우에 있어서 交易條件이 惡化되는 比率이 원/달러 換率의 下落할 경우 交易條件 개선의 비율에 비하여 크면 원/달러 換率의 대폭 상승하였다가 다시 하락하는 등 變動의 幅이 확대됨에 따라 交易條件은 惡化될 것이다⁴³⁾. 이때 換率制度가 바뀜으로 말미암아 換率變動의 폭이 확대될 경우 外換危險의 증가 및 換率의 均衡離脫로 인하여 輸出이 부진하게 됨과 동시에 交易條件도 惡化되기 때문에 국가경제는 더욱 큰 어려움에 직면하게 될 것이다.

일반적으로 交易條件에 影響을 미치는 要素로는 換率變動 이외에

43) 정지만과 박동순의 論文(1995)에서는 우리나라의 경우 원/달러 換率의 변동으로 인하여 輸出入 價格에 미치는 影響이 非對稱的이기 때문에 換率變動의 幅이 확대됨에 따라 交易條件이 惡化될 수 있다고 주장하고 있다.

도 輸出品 및 輸入品の 需要에 영향을 미치는 요소로서 國內外 所得의 상대적인 變動과 石油波動과 같은 供給攪亂 등이 있는 것으로 알려지고 있다. 또한 앞에서 파악한 바와 같이 엔/달러 換率이 변동할 경우 달러貨로 표시된 우리나라 輸出入品の 價格이 변동하기 때문에 交易條件에도 영향을 미칠 수 있을 것으로 판단된다.

이와 같은 점들을 고려하여 우리나라 交易條件의 변동을 說明하기 위한 回歸方程式을 (III-11)과 같이 정립해 보았다.

$$\Delta \text{tot}_t = \alpha + \beta \Delta \text{ogdp}_t + \gamma \Delta \text{kgdp}_t + \delta \Delta \text{ws}_t + \sum_{i=0}^1 \zeta_i \Delta \text{ys}_{t-i} \\ + \sum_{j=0}^3 \xi_j \Delta \text{dop}_{t-j} + \varepsilon_t \dots \dots \dots \text{(III-11)}$$

여기서 tot_t 는 t期 交易條件(輸出單價指數/輸入單價指數)의 自然對數, ogdp_t 및 kgdp_t 는 각각 t期 OECD 및 우리나라 實質GDP의 自然對數, ws_t 및 ys_t 는 t기 平均 원/달러 및 엔/달러 名目換率의 自然對數, dop_t 는 t기 달러表示 國際原油價格指數의 自然對數를 표시하며, Δ 는 변수의 1차 차분을 표시한다. ε_t 는 通常의인 回歸分析에 있어서의 誤差項이다.

1980년 1/4分期부터 1995년 3/4分期까지의 자료를 사용하여 回歸方程式 (III-11)을 추정한 결과는 식 (III-11)'에 정리되어 있다⁴⁴⁾. 이 추정의 결과에서 輸出入品の 需要에 영향을 미칠 것으로 판단되는 우리나라와 OECD諸國 實質GDP의 변동은 우리나라 交易條件에 큰 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

같은 추정의 결과에서 원/달러 換率이 1% 상승할 경우 우리나라

44) 1975년부터 1979년까지 원/달러 換率이 固定되어 있었기 때문에 換率變動으로 인한 交易條件의變動效果를 보다 명확하게 파악하기 위하여 1980년 이후의 資料만을 사용하였다. 1975년 1/4分期부터 1995년 3/4分期까지의 資料를 사용하여 推定한 결과도 내용적으로 식 (III-11)'와 거의 같은 것으로 확인되었다.

의 交易條件은 약 0.23% 惡化되는 것으로 나타나고 있다⁴⁵⁾. 이와 같이 원/달러 換率在 上昇함에 따라 交易條件이 악화되는 이유는 달러貨로 표시된 輸出品의 價格이 하락함에 대하여 輸入品の 國際價格은 크게 변동하지 않기 때문인 것으로 추측된다.

$$\begin{aligned} \Delta \text{tot}_t = & 0.003(0.831) + 0.034(0.062) \Delta \text{ogdp}_t \\ & + 0.005(0.321) \Delta \text{kgdp}_t - 0.231(1.875) \Delta \text{ws}_t \\ & + 0.173(3.437) \Delta \text{ys}_t - 0.076(1.324) \Delta \text{ys}_{t-1} \\ & - 0.053(2.362) \Delta \text{dop}_t - 0.071(3.328) \Delta \text{dop}_{t-1} \\ & - 0.0004(0.019) \Delta \text{dop}_{t-2} - 0.037(1.837) \Delta \text{dop}_{t-3} \\ & \dots\dots\dots(\text{III}-11)' \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} R^2/\bar{R}^2 = & 0.448/0.339, \text{ D.W.} = 1.990, \text{ Q}(21) = 21.093(\text{p.v.} = 0.453) \\ \rho = & -0.146(1.009) \end{aligned}$$

한편, 엔/달러 換率變動이 우리나라의 交易條件에 미치는 영향은 복합적인 것으로 나타나고 있다. 엔/달러 換率在 1% 上昇(엔貨 價値 下落)할 경우 우리나라 交易條件은 같은 分期에 약 0.17% 改善되지만 1分期 후에는 약 0.08% 惡化되는 것으로 나타나고 있다. 엔/달러 換率在 상승하는 것과 같은 分期에 우리나라의 交易條件이 改善되는 이유는 달러貨로 표시된 日本 輸出價格의 下落으로 인하여 우리나라가 日本으로부터 輸入하는 資本財나 生産 中間材의 價格도 하락하기 때문인 것으로 해석할 수 있다. 엔/달러 換率在 상승한 直後 分期에 우리나라의 交易條件이 惡化되는 것으로 나타나는 이유는 日本 輸出價格이 하락함에 따라 海外市場에서 競爭關係

45) 直前 分期의 원/달러 換率變動을 說明變數로 추가하여 추정한 결과 交易條件에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 파악되었으며 같은 分期와 直前 分期 원/달러 換率의 변동이 交易條件에 미치는 영향의 합계는 식 (III-11)'의 推定結果에서 같은 分期 원/달러 換率變動의 효과와 거의 같은 것으로 확인되었다.

에 있는 우리나라 輸出品의 價格도 引下하여야 되는 때문인 것으로 해석할 수 있을 것이다.

식 (III-11)'의 推定結果에서 달러貨로 표시된 原油의 國際價格이 1% 상승할 경우 우리나라의 交易條件은 같은 分期와 차후 3分期에 걸쳐서 약 0.16% 惡化되는 것으로 나타나고 있다.

원/달러 換率이 上昇하는 경우와 下落하는 경우에 있어서 輸出入價格에 미치는 變動效果의 크기가 非對稱의이면 交易條件의 變動效果도 非對稱적으로 나타날 것이다. 원/달러 換率變動이 交易條件에 미치는 영향의 크기가 非對稱인지 여부를 확인하기 위하여 回歸方程式 (III-11)에서 우리나라와 OECD諸國 實質GDP의 變動을 說明變數에서 제외하고 원/달러 換率이 上昇하는 경우(Δwsp)와 下落하는 경우(Δwsn)를 구분하여 推定한 결과는 식 (III-11)"에 정리되어 있다.

$$\begin{aligned} \Delta tot_t = & 0.005(1.260) - 0.337(1.716) \Delta wsp_t \\ & - 0.198(0.821) \Delta wsn_{t-1} + 0.160(3.141) \Delta ys_t \\ & - 0.069(1.246) \Delta ys_{t-1} - 0.051(2.334) \Delta dop_t \\ & - 0.074(3.625) \Delta dop_{t-1} + 0.001(0.066) \Delta dop_{t-2} \\ & - 0.039(1.974) \Delta dop_{t-3} \dots \dots \dots (III-11)'' \end{aligned}$$

$$R^2/\bar{R}^2 = 0.465/0.373, D.W. = 1.982, Q(21) = 20.956(p.v. = 0.462)$$

$$\rho = -0.143(1.020)$$

이 추정의 결과에서 원/달러 換率이 上昇할 경우와 하락할 경우 交易條件에 미치는 變動效果의 크기와 時期에 다소 차이가 있는 것으로 나타나고 있다. 즉, 원/달러 換率이 1% 上昇할 경우에는 交易條件이 같은 分期에 약 0.34% 惡化되는 것으로 추정되었다. 이에 대하여 원/달러 換率이 1% 下落할 경우에는 交易條件이 다음 分期

에 약 0.2% 개선되는 것으로 추정되었다⁴⁶⁾. 그러나 이와 같이 다르게 추정된 換率變動 효과의 차이는 統計的으로 有意性은 높지 않은 것으로 판단된다⁴⁷⁾.

換率變動이 交易條件에 미치는 영향이 非對稱的인 경우 換率의 變動性이 증가함에 따라 交易條件이 惡化될 수 있다. 예를 들어 換率이 上昇(自國通貨의 가치 下落)할 때에는 交易條件이 큰 폭으로 惡化됨에 대하여 換率이 下落(自國通貨의 가치 上昇)할 경우에는 交易條件이 작은 폭으로 改善되는 등 換率變動이 交易條件에 非對稱的으로 영향을 미치는 경우를 생각해 보자. 이때 換率이 큰 幅으로 상승하였다가 다시 큰 폭으로 下落하여 원래의 水準으로 回復하더라도 交易條件은 惡化될 것이다. 정지만과 박동순의 연구결과에서 원/달러 換率의 變動性이 증가함에 따라 우리나라의 交易條件이 惡化되는 것으로 나타나고 있다⁴⁸⁾.

원/달러 換率의 變動性 增加가 실제로 交易條件을 惡化시키는지를 확인하기 위하여 3分期 전부터 같은 分期까지의 換率變動 제곱의 평균(wss_t)이 交易條件을 說明하는 변수로 추가하여 추정한 결과의 식 (III-11)''' 에 정리되어 있다⁴⁹⁾.

46) 원/달러 換率이 上昇할 경우 直後 分期의 交易條件에 미치는 변동효과와 원/달러 換率이 下落할 경우 같은 分期의 交易條件에 미치는 변동효과와는 크지 않은 것으로 확인되었다.

47) 식 (III-11)'''의 推定結果에서 원/달러 換率이 上昇할 경우 같은 分期 交易條件의 惡化效果와 원/달러 換率이 下落할 경우 直後 分期 交易條件 改善效果의 크기가 같다는 歸無假說은 10% 有意水準에서 棄却할 수 없는 것으로 확인되었다(假說檢證을 위한 F統計(自由度=1,51)는 약 0.161이고 p값은 약 0.690이다).

48) 정지만과 박동순, 『換率衝擊의 非對稱的 效果』, 1995 참조.

49) $wss_t = \{(\Delta ws_t)^2 + (\Delta ws_{t-1})^2 + (\Delta ws_{t-2})^2 + (\Delta ws_{t-3})^2\} / 4$, 정지만과 박동순도 月間 資料를 사용하여 같은 방법으로 換率의 變動性 增加가 交易條件에 미치는 영향을 推定하였다.

$$\begin{aligned} \Delta \text{tot}_t = & 0.004(1.475) - 0.221(1.706) \Delta \text{ws}_t + 0.171(3.387) \Delta \text{ys}_t \\ & - 0.075(1.342) \Delta \text{ys}_{t-1} - 0.051(2.348) \Delta \text{dop}_t \\ & - 0.072(3.4888) \Delta \text{dop}_{t-2} + 0.0004(0.017) \Delta \text{dop}_{t-2} \\ & - 0.037(1.802) \Delta \text{dop}_{t-3} - 0.457(0.233) \text{wss}_t \\ & \dots\dots\dots(III-11)''' \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} R^2/\bar{R}^2 = & 0.447/0.351, \text{ D.W.} = 1.993, \text{ Q}(21) = 20.814(\text{p.v.} = 0.470) \\ \rho = & -0.143(1.020) \end{aligned}$$

이 추정의 결과에서 최근 원/달러 환율 변동성의 증가는 交易條件에 큰 영향을 미치지 않는 것으로 나타나고 있다⁵⁰⁾. 따라서 이推定の 결과를 기준으로 판단할 때 환율의 변동성이 증가하더라도 환율水準이 변동하지 않는한 交易條件에는 큰 영향을 미치지 않는 것으로 해석할 수 있다.

그런데 정지만과 박동순이 유사한 방법으로 추정한 결과에서 원/달러 환율의 변동성이 증가함에 따라 交易條件이 惡化되는 것으로 나타난 이유는 무엇일까? 추정을 위하여 사용한 資料가 다르기 때문에⁵¹⁾ 기인된 차이를 논외로 한다면 정지만과 박동순의 분석에서 우리나라의 交易條件에 영향을 미치는 원/달러 환율의變動과 國際原油價格의 변동을 고려하지 않은 때문일 수도 있을 것이다.

이상의 분석에서 원/달러 환율 상승할 경우에 있어서 우리나라의 交易條件이 惡化되는 효과의 크기와 원/달러 환율이 下落할 경우에 있어서 交易條件이 改善되는 효과의 크기에 큰 차이가 없다는 결론에 도달하게 되었다. 또한 원/달러 환율의 변동성이 증가함으로 인

50) 원/달러 환율變動(Δws_t) 대신 같은 分期 원/달러 환율 上昇(Δwsp_t)과 直前 分期 원/달러 환율 下落(Δwsn_{t-1})을 說明變數로 추가한 경우 최근 원/달러 환율의 변동성(wss_t)이 증가함에 따라 交易條件은 오히려 개선되는 것으로 나타났으나 이와 같은 관계의 統計的 有意성은 낮은 것으로 파악되었다.

51) 정지만과 박동순은 場平均換率制度로 이행된 1990년 3월 이후의 月間 資料를 사용하여 분석하였다.

하여 交易條件의 惡化되는 效果도 크지 않은 것으로 파악되었다.

그렇다면 變動換率制度로 이행한 후 원/달러 換率在 短期間에 급격하게 변동하더라도 교역조건에 영향을 미치지 않을 것인가? 이 물음에 대하여는 명확한 대답을 하기 어렵다. 지금까지는 원/달러 換率在 점진적으로 변동해 왔기 때문에 미래의 換率變動에 대하여 어느 정도 예측할 수 있었고 따라서 企業들이 換率變動에 대응하여 輸出價格이나 輸入價格을 조정함에 있어서 時間的인 여유를 가지고 대처할 수 있었다. 그러나 換率在 短期間에 급격하게 변동하고 미래의 換率變動에 대한 예측이 거의 불가능한 상황에서는 輸出入品의 價格을 급격하게 조정하기 어려운 경우가 발생할 수 있기 때문에 換率의 變動性이 증가함에 따라 交易條件이 달라질 수도 있을 것이다.

第 IV 章 換率運用과 通貨管理

어떤 換率制度를 선택할 것이냐를 論함에 있어서 換率政策과 通貨政策과의 관계를 짚어보지 않을 수 없다. 왜냐하면 換率을 管理하기 위하여 中央銀行이 外換市場에 介入할 경우 通貨量에 직접적으로 영향을 미치기 때문이다. 특히 中央銀行이 外換을 買入하는 대가로 지불하는 國內通貨(現札 또는 支給準備金)는 本源通貨(high-powered money)이기 때문에 一般銀行들에 의한 預金創造의 과정을 거쳐서 몇 배의 總通貨(M_2) 증가로 이어지게 된다¹⁾.

1950年代에 벌어진 換率制度에 관한 論爭에 있어서도 가장 핵심적인 문제는 通貨管理와 관련된 것이었다. 즉, 固定換率制度下에서는 換率을 固定시키기 위하여 中央銀行이 自動적으로 外換市場에 介入하여야 되고 이에 따라 通貨量이 변동하기 때문에 通貨政策의 獨立性を 상실하게 된다. 이에 대하여 진정한 의미의 自由變動換率制度(free flexible exchange rate system)下에서는 換率을 固定시키기 위한 中央銀行의 外換市場 介入이 필요없기 때문에 通貨政策의 獨立성이 보장된다.

따라서 通貨量이나 利子率 등 通貨政策의 手段들을 經濟成長이나 失業率 관리 등 經濟의 對內均衡(internal balance)을 달성하기 위한 目的에 사용할 수 있는 여유가 발생하게 된다. 이와 같은 관점에서 通貨政策의 역할을 중시하는 通貨主義(monetarism) 經濟學者들은 당시의 國際的인 固定換率制度에서 變動換率制度로 이행할 것을

1) 1995년중 우리나라 本源通貨와 總通貨(M_2)의 平均殘額은 각각 24兆 3,227億원과 136兆 9,511億원이었다. 이를 기준으로 우리나라의 本源通貨에 대한 總通貨의 乘數는 약 5.6인 것으로 추측할 수 있다.

주장하였다²⁾.

中央銀行이 外換을 買入하는 과정에서 放出된 通貨는 證券을 발행하여 民間에 賣却하는 이른바 中和 또는 不胎化(sterilization)를 통하여 還收할 수 있다. 우리나라는 주로 中央銀行이 通貨安定證券을 발행하여 通貨를 還收하고 있다. 그런데 通貨安定證券에 대하여 中央銀行이 利子를 支給하여야 되는 문제가 있다. 中央銀行이 通貨安定證券에 대하여 利子를 지급할 경우 通貨膨脹의 요인으로 작용하기 때문에 利子支給額이 일정한 규모를 초과할 경우 이를 還收하기 위하여 새로운 通貨安定證券을 발행하여야 되는 惡循環이 시작될 수 있다. 따라서 通貨安定證券의 發行을 통한 通貨還收는 일시적인 방편에 불과하고 長期的인 通貨管理의 수단이 될 수 없다.

게다가 通貨安定證券에 대하여 支給하는 利子率보다 外貨資産을 운용함으로써 얻게 되는 收益率이 낮을 경우 中央銀行의 收支가 惡化될 수 있다. 또한 中央銀行이 通貨安定證券을 발행하여 金融市場에서 매각할 경우 國內金利가 상승하게 되는 결과를 초래할 수도 있다.

이와 같이 볼 때 通貨管理 문제는 어떤 換率制度를 선택하고 換率을 어떻게 관리할 것이냐를 결정함에 있어서 신중하게 고려되어야 할 것으로 판단된다. 따라서 本章에서는 앞으로 우리나라가 어떤 換率制度를 선택할 것인가를 論하기에 앞서 通貨管理의 문제를 검토해 보기로 하겠다. 특히 우리나라의 換率 및 外換管理와 관련하여 通貨管理의 實態와 問題點을 분석해 보고, 통화관리를 위하여 부담하는 費用의 규모를 파악해 보겠다. 나아가 앞으로 外換 및 資本自由化를 추진하는 과정에서 야기될 수 있는 通貨管理上の 문제점들을 짚어보기로 하겠다.

2) M. Friedman(1953), H. Johnson(1970) 등 참조.

1. 外換需給과 通貨管理의 變遷

그간 우리나라는 管理當局이 換率決定에 적극적으로 介入하고 中央銀行이 外換을 集中하여 管理해 왔기 때문에 外換需給의 변동은 通貨에 직접적으로 영향을 미쳤다³⁾. 우리나라 外換需給의 變動狀況을 파악하기 위하여 <表 IV-1>에는 國際收支의 推移를 정리하였다.

이 表에서 1985년까지는 經常收支가 赤字를 기록하였기 때문에 綜合收支가 대체로 赤字를 기록한 것으로 나타나고 있다. 이에 대하여 1986년부터 1990년까지의 기간에는 經常收支가 대폭 黑字를 기록하였기 때문에 資本收支가 赤字를 기록하였음에도 불구하고 綜合收支가 약 213억달러의 黑字를 기록하였다. 또한 1991년부터 1995년까지의 기간에는 資本收支가 대폭 黑字를 기록하였기 때문에

<表 IV-1> 國際收支 推移

(單位: 億달러)

	經常收支			資本收支	誤差 및 漏 落	綜合收支
	貿易 및 貿易外收支	移轉收支				
1950~60年	0.6	-24.0	24.6	0.0	0.0	0.6
1961~70年	-20.9	-43.1	22.2	23.7	-0.2	2.6
1971~75年	-54.4	-64.2	9.8	46.6	-0.3	-8.1
1976~80年	-108.6	-127.9	19.3	113.7	-12.8	-7.8
1981~85年	-111.6	-138.7	27.1	79.8	-44.2	-76.0
1986~90年	315.1	272.8	42.3	-90.3	-12.2	212.6
1991~95年	-262.2	-268.4	6.2	420.1	-21.9	136.0

註: 各金額은 기간별 累積值임.

資料: 韓國銀行, 『한국은행의 통계』, 1995 및 『조사통계월보』

- 3) 우리나라의 外換集中制度는 1948년 2월 外換證書制度의 실시로 시작되었으며 1950년 5월 韓國銀行法 제정시 預置集中制度가 명시되었으며, 1961년 2월에 제정된 「外國換管理規程」에서 보다 강력한 賣却集中制가 확립되었다. 1978년 12월부터는 少額의 外換에 대한 集中의 義務가 점차 完화되기 시작하여 1995년부터 外換集中制가 停止되었다.

經常收支가 赤字를 기록하였음에도 불구하고 綜合收支는 136億달러 黑字를 기록한 것으로 나타나고 있다.

이와 같은 外換需給의 변동이 國內通貨에 미친 영향은 <表 IV-2>에 정리된 本源通貨 供給經路의 變動推移에서 개략적으로 파악할 수 있다⁴⁾. 이 表에서 1970년 말까지 우리나라의 전체 本源通貨 중 海外部門에서 공급된 比重은 0.2%에 불과한 약 4億원에 지나지 않았던 것으로 나타나고 있다. 이때까지 대부분의 本源通貨는 國內部門에서 공급되었으며, 특히 預金銀行을 통한 供給(약 81%)과 政府를 통한 供給(약 12.3%)의 比重이 높았다.

<表 IV-2> 部門別 本源通貨 供給推移

(單位: 10億원)

	國內部門					海外部門 ⁵⁾	合計
	政府 및 代行機關 ¹⁾	預金 銀行 ²⁾	非通貨 金融機關 ³⁾	其他 ⁴⁾	國內部門 合計		
1970	36.9	242.9	-1.1	20.5	299.3	0.4	299.7
1975	549.8	675.5	-19.5	-33.0	1,172.8	-95.8	1,077.0
1980	605.8	2,371.8	14.2	-865.7	2,126.1	1,117.8	3,243.9
1985	1,457.2	3,526.3	-2,871.5	918.1	3,030.1	1,289.0	4,319.1
1990	-4,623.1	15,783.8	-9,939.0	1,985.0	3,206.7	10,604.5	13,811.2
1995	-4,306.6	8,902.0	-3,593.1	2,884.1	3,886.4	25,419.1	29,305.4

註: 各 年度 末 基準임. 1) 政府, 政府代行機關 및 公的機關을 포함하여 貸出金(+), 債券引受(+), 預金(-)의 純殘額. 2) 預金銀行(市中銀行, 地方銀行, 外國銀行 國內支店 및 特殊銀行, 1988년 이전까지 開發機關 포함)에 대한 貸出金(+), 外貨預託金(+), 通貨安定證券發行額 및 通貨安定計定(-), 外平基金債券發行額(-)의 純殘額. 3) 非通貨 金融機關(投資機關, 貯蓄機關 및 保險機關, 1988년부터 開發機關 포함)에 대한 貸出金(+), 外貨預託金(+), 通安證券發行額 및 通貨安定計定(-), 外貨豫受金(-)의 純殘額. 4) 其他資產(+), 其他負債(-)의 純殘額. 5) 海外資產(+), 海外負債(-)의 純殘額.

資料: 韓國銀行, 『통화금융』, 各號.

4) 韓國銀行의 通貨統計는 海外部門을 통한 本源通貨의 공급금액을 海外資產에서 海外負債를 公제하여 집계하고 있기 때문에 실제로 海外部門에서 공급된 本源通貨의 규모와 상당한 차이가 있다.

〈表 IV-1〉에서 보는 바와 같이 1971년부터 1975년까지의 기간에는 綜合收支가 약 8億달러의 赤字를 기록하였기 때문에 海外部門에서 本源通貨가 약 1千億원 還收되었다. 같은 기간 國內部門에서의 本源通貨는 주로 政府部門(약 5,100億원)과 預金銀行(약 4,300億원)을 통하여 공급되었으며 非通貨金融機關과 其他部門에서는 약 500億원이 還收된 것으로 나타나고 있다.

〈表 IV-2〉에서 한 가지 특이한 점은 1976년부터 1980년까지의 綜合收支 赤字累積額이 약 8億달러에 달하였음에도 불구하고 海外部門에서 本源通貨 供給이 약 1兆 2千億원 증가한 사실이다. 이와 같은 결과는 韓國銀行이 綜合收支와 海外部門 通貨增減을 집계함에 있어서 包括範圍를 달리하고 있기 때문에 발생하게 된 것으로 판단된다.

韓國銀行의 정의에 따르면 綜合收支는 政府와 民間部門(預金銀行 제외)에 의한 對外去來의 결과로 나타난 資金의 過不足 狀況을 나타낸다. 이에 대하여 海外部門을 통한 本源通貨의 增減은 金融部門(中央銀行과 預金銀行, 1988년 이전까지는 開發機關 포함) 純對外 資産의 增減額을 표시하게 된다.

따라서 非居住者의 원貨預金 및 外國銀行 國內支店の 甲計定을 통한 借款導入과 開發機關의 뱅크론導入 등은 綜合收支 計上에 있어서 제외된다. 그런데 이러한 방법으로 도입한 資金을 中央銀行이 스왑契約을 통하여 買入할 경우 海外部門에서의 通貨 增加로 計理된다⁵⁾. 한편, 調達한 資金을 民間部門에 貸出할 경우 金融部門의 外貨資産에는 변동이 없기 때문에 通貨에는 영향을 미치지 않는다. 그러나 民間部門이 貸出받은 資金을 輸入代金の 決濟에 사용할 경우 綜合收支 赤字가 증가하게 된다⁶⁾.

5) 이때 放出된 通貨를 通貨安定計定이나 通貨安定證券의 발행을 통하여 還收할 경우 國內部門에서의 通貨還收로 처리된다.

6) 韓國銀行, 『國際收支統計解說』, 1989, pp. 83~88 참조. 이 외에도 外國銀行 國內支店の 營業基金 買入은 資本收支 항목으로 計理되지만 通貨金融統計에서는 海外部門이 아니고 其他部門으로 계리된다.

이와 같은 會計處理의 技術的인 문제로 인하여 1976년부터 1980년까지의 기간에는 綜合收支 赤字에도 불구하고 海外部門에서 本源通貨가 증가한 것으로 나타나게 된 것으로 판단된다. 같은 기간 國內部門에서는 약 1兆원의 本源通貨가 증가하였는데 이 중 약 1兆 7千億원은 預金銀行을 통하여 증가하였으며 기타부문에서는 약 8千億원이 還收된 것으로 나타나고 있다.

1981년부터 1985년까지의 기간에 있어서 本源通貨가 약 1兆 1千億원 증가하였는데 이 중 약 9千億원은 國內部門에서 증가하였다. 國內部門 중 政府와 預金銀行 및 기타부문을 통하여서는 각각 약 9千億원, 1兆 2千億원, 1兆 7千億원이 증가하였으며 非通貨金融機關에서는 2兆 9千億원이 還收되었다. 이 기간에도 1976년에서 1980년까지의 기간에 있어서와 마찬가지로 綜合收支가 대폭(76億 달러) 赤字를 기록하였음에도 불구하고 海外部門에서 本源通貨가 약 2千億원 증가하였다.

1986년부터는 綜合收支가 黑字를 기록하게 됨에 따라 海外部門에서의 本源通貨 供給이 급증하였다. 1986년부터 1990년까지의 기간에는 대규모 經常收支 黑字로 인하여 海外部門에서 本源通貨가 약 9兆 3千億원 증가하였다. 이에 대하여 國內部門을 통한 本源通貨 증가는 약 2千億원에 그쳤으며 부문별로는 預金銀行과 기타부문을 통한 增加가 각각 약 12兆 3千億원과 1兆원이며 政府와 非通貨金融機關을 통하여서는 각각 약 6兆 1千億원과 7兆 1千億원이 還收되었다. 1985년 이후의 通貨管理에 있어서 또 한 가지 특징은 政府가 通貨還收에 있어서 중요한 역할을 하게 된 점이다.

1991년부터 1995년까지의 기간에는 經常收支가 대폭 赤字를 기록하였음에도 불구하고 資本收支黑字로 인하여 海外部門에서 本源通貨가 약 14兆 8千億원 증가하였다. 이 기간의 綜合收支 黑字規模가 1986년부터 1990년까지의 기간과 비교하여 상대적으로 작았음에도 불구하고 海外部門에서 本源通貨 증가의 규모가 보다 컸음을 알 수

있다. 이는 經常收支가 赤字를 기록하고 있는 狀況에서 海外資本의 流入으로 인한 國內通貨 價値의 上昇을 저지하기 위하여 中央銀行이 보다 적극적으로 外換市場에 介入하였기 때문일 수도 있을 것이다.

國內部門에서의 本源通貨 증가는 약 7千億원에 그쳤으며, 非通貨 金融機關과 其他部門 및 정부를 통한 本源通貨 증가가 각각 약 6兆 3千億원과 9千億원 및 약 3千億원이고, 預金銀行을 통한 通貨還收가 약 6兆 9千億원이었던 것으로 나타나고 있다. 따라서 이 기간 預金銀行을 통한 通貨緊縮이 두드러졌음을 알 수 있다.

2. 外換 및 通貨管理 費用

〈表 IV-2〉에서 보는 바와 같이 1986년부터 海外部門에서 本源通貨供給의 規模가 급증하였기 때문에 안정적인 通貨管理를 위해서는 國內部門에서 通貨를 還收하지 않을 수 없게 되었다. 이에 대하여 金融市場의 구조가 복잡해지고 金融自律化, 金利自由化가 추진됨에 따라 民間部門으로부터 通貨를 還收하기 위하여 동원한 手段도 달라지게 되었다. 특히, 通貨安定證券의 配定 등 半強制的인 방법으로 通貨를 還收할 수 없게 됨에 따라 通貨管理를 위한 費用이 급증하게 되었다. 그 결과 中央銀行의 收支가 惡化되고 자동적인 通貨增加의 요인으로 작용하게 되었다.

〈表 IV-3〉에는 각 手段을 통하여 民間部門(預金銀行과 非通貨 金融機關)으로부터 本源通貨를 還收한 金額의 추이가 정리되어 있다. 이 表에서 1975년까지는 民間部門으로부터 還收된 通貨의 규모는 크지 않았던 것으로 나타나고 있다. 그런데 1980년 말 民間部門으로부터 還收한 通貨의 규모가 약 9,700億원에 달하게 되었다. 通貨還收의 규모가 이와 같이 증가한 데에는 經常收支 赤字로 인한 外貨不足을 메우기 위하여 預金銀行(주로 韓國外換銀行)이나 開發機關(주로 韓國產業銀行)이 뱅크론 등을 통하여 外資를 도입토록

하고 이를 中央銀行이 外貨預受金 형태로 引受하거나 스왑(swap) 契約을 통하여 買入하는 과정에서 放出되는 通貨를 흡수하기 위하여 通貨安定證券을 發行하거나 通貨安定計定으로 묶었기 때문이다.

〈表 IV-3〉 手段別 民間部門 本源通貨 還收 推移

(單位: 10億원)

	通貨安定 證券發行	通貨安定 計定 ¹⁾	外貨 預受金	外國換 平衡基金 債券發行 ²⁾	還買契約 (RP) ³⁾	民間部門 通貨還收 合計
1970	0.3	1.1	10.4	—	—	11.8
1975	26.5	67.3	230.8	—	—	324.6
1980	529.6	50.0	385.6	—	—	965.2
1985	1,899.9	6,518.0	137.1	—	—	8,555.0
1990	15,611.5	11.0	19.9	2,780.0	1,979.9	20,402.3
1995	25,824.9	—	55.2	3,773.4	2,000.0	31,653.5

註: 各 年末基準. 1) 通貨安定計定은 1993년 5월부터 폐지되었음. 2) 外國換平衡基金債券의 發行은 1987년 3월부터 시작되었음. 3) RP를 통한 通貨還收는 1987년 7월부터 시작되었음.

資料: 〈表 IV-1〉과 同一.

1980년 이후 1985년까지의 기간에는 民間部門으로부터 還收한 通貨의 규모가 약 8兆 6千億원으로 대폭 확대되었다. 이는 1981년 7월과 11월 두 차례에 걸친 支準率 引下措置로 放出된 通貨를 通貨安定證券 發行을 통하여 吸收하였으며⁷⁾, 또한 預金銀行 등이 導入한 外資를 스왑契約을 통하여 인수하는 과정에서 放出되는 通貨를 묶기 위하여 通貨安定計定에 預置토록 하였기 때문이다⁸⁾.

7) 預金에 대한 支給準備率을 1981년 7월에 10%에서 5.5%로, 11월에는 3.5%로 引下하였다. 이에 따라 放出된 通貨를 吸收하기 위하여 通貨安定證券의 發行殘額과 通貨安定計定の 預金殘額이 1981년 6월 말 각각 약 9,600億원과 300億원에서 같은 해 말에는 각각 약 1兆 6,600億과 2,700億원으로 증가하게 되었다.

8) 通貨安定計定の 殘額은 1984년 말 약 1兆 2千億원에서 1985년 말에는 약 6兆 5千億원으로 대폭 증가하였다. 이는 預金銀行 등이 신규로 導入

앞에서 살펴본 바와 같이 1986년부터 經常收支가 黑字로 반전되어 綜合收支가 黑字를 기록하게 된 결과 海外部門을 통한 本源通貨 공급이 급증하였다. 이에 따라 國內部門에서 通貨를 還收하기 위하여 여러가지 새로운 手段이 동원되었다. 먼저 <表 IV-1>에 나타난 바와 같이 政府部門이 과거에는 通貨供給의 경로였지만 중요한 通貨還收의 經路로 바뀌게 되었다. 또한 民間部門으로부터 通貨를 還收하기 위하여 通貨安定證券과 通貨安定計定 등 종래의 수단을 동원하는 이외에 外國換平衡基金債券의 發行(1987년 3월부터)과 還賣契約(repurchase agreement: RP, 1987년 7월부터) 등 새로운 手段들을 추가로 이용하게 되었다.

1990년 말 民間部門에서 還收한 本源通貨의 總額은 약 20兆 4千億원이었으며, 이 중 약 15兆 6千億원은 通貨安定證券을 발행하여 還收하였고 外國換平衡基金債券의 발행과 還賣契約을 통하여 환수한 本源通貨는 각각 약 2兆 8千億원과 2兆원이었던 것으로 나타나고 있다. 그런데 經常收支가 黑字를 기록하게 되어 預金銀行이나 開發機關을 내세워 外資를 借入할 필요가 없어지고 과거에 借入한 外資를 償還함에 따라 스왑資金을 凍結하기 위한 수단으로 사용되었던 通貨安定計定の 殘額은 점차 감소하게 되었다⁹⁾.

1992년부터는 海外資本의 流入으로 인하여 綜合收支가 黑字를 기록함에 따라 海外部門에서 通貨가 급속히 증가하였음에 대하여 政府部門에서의 通貨還收 규모는 감소하였기 때문에 民間部門에서의 通貨還收 부담이 더욱 커지게 되었다. 1995년 말 民間部門에서

한 外資를 스왑契約을 통하여 인수하는 과정에서 放出되는 通貨를 通貨安定計定에 대한 預金으로 묶은 것도 있지만 1984년 10월 法人稅法 施行令 개정으로 通貨安定證券에 대한 利子が 法人稅 源泉徵收의 대상으로 바뀌게 됨에 따라 이전에 通貨安定證券을 발행하여 還收한 스왑資金을 通貨安定計定에 대한 預金으로 대체한 때문인 점도 있다. 이에 따라 通貨安定證券의 發行殘額은 1984년 말 약 4兆 6千億원에서 1985년 말에는 약 1兆 9千億원으로 감소하였다. 韓國銀行 『연차보고서』, 1985, pp. 94~95 참조.

9) 通貨安定計定은 1993년 5월부터 閉止되었다.

還收된 本源通貨의 總額은 약 31兆 7千億원이었다. 이 중 약 25兆 8千億원은 通貨安定證券의 發行을 통하여 還收되었으며 약 3兆 8千億원과 2兆원은 각각 外國換平衡基金債券 發行과 還賣契約을 통하여 還收되었다.

이와 같이 債券發行이나 還賣契約 등을 통하여 民間部門에서 還收한 通貨의 규모가 막대해짐에 따라 中央銀行이 通貨管理를 위하여 지급하는 費用이 급증하게 되었다. 게다가 과거에는 通貨安定證券의 割引率이 市中の 實勢金利에 비하여 낮게 책정하여 銀行 등 金融機關에 強制로 배정하였으나 1993년 4월부터는 競爭入札方式으로 발행방법이 바뀌게 되었다¹⁰⁾. 還賣契約에 있어서도 1993년 3월부터 競爭入札方式이 도입되었다¹¹⁾. 이에 따라 通貨安定證券의 發行이나 還賣契約을 체결함에 있어서 市中の 實勢金利에 해당하는 利子費用을 지급하게 되고 實勢金利이 상승할 경우 通貨管理를 위한 費用이 더욱 과증되는 결과를 초래할 수 있다.

國內 金融市場의 實勢金利를 대표하는 會社債 收益率과 通貨安定證券의 流通收益率 및 通貨安定證券 發行割引率의 상대적인 추이는 <表 IV-4>에 정리되어 있다. 이 表에서 銀行 등 金融機關에 配定하는 方式으로 通貨安定證券이 發行되었던 1993년 이전까지는 會社債 收益率에 비하여 通貨安定證券 發行割引率이 상당폭 낮았던 것으로 나타나고 있다. 또한 通貨安定證券의 發行割引率은 流通收益率에 비하여서도 상당폭 낮았다. 예를 들면 1991년의 평균 通貨安定證券의 發行割引率은 會社債 收益率에 비하여 5.9% 포인트 낮았으며 通貨安定證券의 流通收益率에 비하여서도 4.68% 포인트 낮았던 것으로 나타나고 있다.

10) 通貨安定證券을 발행함에 있어서 競爭入札方式이 導入된 것은 1988년 12월이다. 그런데 1989년 2월에는 競爭入札方式에 의한 通貨安定證券의 發行이 중지되었다.

11) 韓國銀行 『연차보고서』, 1993, p. 93 참조.

그러나 競爭入札에 의한 發行方式이 도입된 1993년부터는 通貨安定證券 發行割引率이 實勢金利인 會社債 收益率에 거의 접근하고 있는 것으로 나타나고 있다. 1995년의 경우 通貨安定證券 發行割引率은 會社債 收益率에 비하여 年平均 0.57% 포인트 낮았으며 通貨安定證券의 流通收益率에 비하여서는 年平均 0.24% 포인트 낮았던 것으로 조사되었다. 내포된 投資危險의 차이를 감안할 때 會社債 收益率에 비하여 通貨安定證券의 收益率이 다소 낮은 것이 정상일 것이다. 또한 一般投資家에의 賣却費用 등을 감안할 때 通貨安定證券의 發行割引率이 流通收益率에 비하여 다소 낮은 것이 정상일 것이다¹²⁾. 이와 같은 점들을 감안할 때 1994년부터는 通貨安定證券 發行割引率이 市中의 實勢金利를 반영하는 것으로 보아도 무방할 것이다.

〈表 IV-4〉 國內外 年平均 金利 推移

(單位: 年率%)

	會社債 收益率 (A)	通安證券 流通收益率 (B)	通安證券 發行割引率 (C)	LIBOR 金利 (D)	(A-C)	(B-C)	(C-D)
1987	12.6	12.86	12.50	7.11	0.10	0.36	5.39
1988	14.2	14.95	12.65	7.97	1.55	2.30	4.68
1989	15.2	15.24	13.01	9.10	2.19	2.23	3.91
1990	16.5	15.58	13.00	8.21	3.50	2.58	4.79
1991	18.9	17.68	13.00	5.89	5.90	4.68	7.11
1992	16.2	15.78	13.00	3.77	3.20	2.78	9.23
1993	12.6	12.39	11.77	3.25	0.83	0.62	8.52
1994	12.9	12.34	12.00	4.67	0.90	0.34	7.33
1995	13.8	13.47	13.23	5.98	0.57	0.24	7.25

註: 國內 利率은 月平均 利率을 年間으로 單純 平均한 것임. 會社債收益率은 3年 滿期 銀行保證物 기준, 通安證券은 364日物 기준임.

資料: 韓國銀行, 『조사통계월보』, 『통화금융』 및 IMF, IFS, 각호.

12) 通貨安定證券의 流通側面에서 볼 때 發行割引率은 都賣金利로, 流通收益率은 小賣金利로 이해할 수 있을 것이다.

〈表 IV-4〉에서 通貨安定證券의 發行割引率은 대표적인 國際金利인 유러달러金利에 비하여 매년 상당히 높았던 것으로 나타나고 있다. 따라서 中央銀行이 外貨를 매입하는 과정에서 放出되는 通貨를 환수하기 위하여 通貨安定證券을 발행하고, 買入한 外貨資產을 國際金融市場에서 운용할 경우 이와 같은 金利差로 인하여 中央銀行의 收支가 악화되는 결과를 초래하게 되었을 것이다.

通貨管理를 위한 비용은 〈表 IV-5〉에 정리되어 있는 韓國銀行의 支給利子和 割引料에 포함되어 있다. 이 表에서 韓國銀行의 支給利子和 割引料 總額은 1986년부터 급격하게 증가하기 시작하여 1994년에는 2兆 8千億원을 초과하게 되었으며, 1995년에는 전년에 비하여 다소 감소한 것으로 나타나고 있다.

〈表 IV-5〉 韓國銀行 支給利子和 割引料 推移

(單位: 10億원)

	通貨安定證券 割引料	通貨安定計定 利子	其 他	合 計
1970	1.5	0.4	3.1	5.0
1975	3.5	4.6	57.1	65.2
1980	100.0	5.3	23.2	128.5
1985	207.6	375.0	265.1	847.7
1986	252.1	517.3	189.2	958.6
1987	735.9	326.5	179.4	1,241.8
1988	1,469.8	273.5	134.5	1,877.8
1989	2,015.7	60.1	118.7	2,194.5
1990	1,893.5	4.3	185.2	2,083.0
1991	1,707.6	1.5	368.1	2,077.2
1992	1,912.1	3.8	677.8	2,593.7
1993	2,428.8	1.0	351.0	2,780.8
1994	2,420.9	—	418.4	2,839.3
1995	2,521.9	—	288.4	2,810.3

資料: 韓國銀行, 『연차보고서』, 各 年號.

1970년의 경우 通貨安定證券 割引料과 通貨安定計定에 대한 利子は 각각 15億원과 4億원에 불과하였으며 기타 利子 및 割引料도 31億원에 불과하여 通貨管理를 위한 費用의 규모는 크지 않았던 것으로 판단된다. 같은 해 韓國銀行이 지급한 利子和 割引料의 전체 규모는 50億원으로 全體收益 249億원의 20%였다.

1975년에는 預金銀行 등이 海外에서 借入한 자금을 外貨預受金 형태로 흡수하거나 스왑契約을 통하여 흡수하는 과정에서 放出된 通貨를 通貨安定計定에 대한 預金이나 通貨安定證券의 발행을 통하여 還收하였기 때문에 支給利子和 割引料의 전체규모가 652億원으로 증가하였다. 그런데 이들 預金이나 通貨安定證券에 대한 利子 및 割引料는 預金銀行 등의 海外借入金에 대한 利子を 補填해 준 것이기 때문에 엄격한 의미에서 通貨管理를 위한 費用이 아닌 것으로 해석할 수 있다. 같은 이유로 韓國銀行의 支給利子和 割引料가 1980년에는 1,285億원으로 증가하였다.

1985년 韓國銀行의 支給利子和 割引料 8,477億원 중 通貨安定計定에 대한 利子 3,750億원은 엄격한 의미에서 通貨管理를 위한 비용이 아니다. 그러나 1985년에는 스왑資金を 還收하기 위한 通貨安定證券은 通貨安定計定으로 대체하였기 때문에 通貨安定證券의 割引料 2,706億원은 國內部門에서 通貨를 환수하기 위하여 지급한 通貨管理費用인 것으로 해석할 수 있다.

通貨安定計定에 대한 利子は 1986년에는 5,173億원으로 증가하였으나 1987년부터는 經常收支黑字로 流入된 外貨를 사용하여 과거에 預金銀行 등이 導入한 外資를 償還해 감에 따라 점차 감소하여 1994년부터는 완전히 없어지게 되었다. 또한 1986년부터는 外貨預受金 殘額도 대폭 감소하였다. 따라서 1985년 이후에는 기타 支給利子和 割引料도 대부분 通貨管理를 위하여 지급한 費用인 것으로 해석할 수 있다.

〈表 IV-6〉 韓國銀行 損益 推移

(單位: 10億圓)

	費用 및 當期純利益				收 益		
	支給利子 割引料	其 他 ¹⁾ 費 用	當 期 ²⁾ 純利益	合 計	收入利子 割引料	其 他 收 益	合 計
1970	5.0	8.0	11.9	24.9	24.0	0.9	24.9
1975	65.2	18.8	1.2	85.2	73.3	11.9	85.2
1980	128.5	113.6	501.7	743.8	530.5	213.3	743.8
1985	847.7	102.5	-130.6	819.6	772.7	46.9	819.6
1986	958.6	137.8	-57.2	1,039.2	1,008.9	30.3	1,039.2
1987	1,241.8	173.5	-87.0	1,328.3	1,300.9	27.4	1,328.3
1988	1,877.8	254.0	48.4	2,180.2	2,134.8	45.4	2,180.2
1989	2,194.5	322.9	294.8	2,812.2	2,710.1	102.1	2,812.2
1990	2,083.0	422.6	654.3	3,159.9	3,035.5	124.4	3,159.9
1991	2,077.2	462.5	563.7	3,103.4	2,943.0	160.4	3,103.4
1992	2,593.7	322.3	62.4	2,978.4	2,900.8	77.6	2,978.4
1993	2,780.8	262.1	-142.8	2,900.1	2,817.3	82.8	2,900.1
1994	2,839.3	328.5	-73.3	3,094.5	3,043.8	50.7	3,094.5
1995	2,810.3	557.2	349.4	3,716.9	3,607.4	109.5	3,716.9

註: 1) 通貨製造費, 一般管理業務費, 銀行監督費, 法人稅 등 포함.

2) ‘-’ 符號는 當期純損失을 표시함.

資料: 韓國銀行, 『연차보고서』, 各 年號

通貨安定證券 割引料는 1987년부터 급격하게 증가하여 1989년에는 2兆圓을 초과하게 되었다. 通貨安定證券의 發行殘額이 1989년 말 약 18兆圓에서 1990년 말에는 약 15兆 6千億圓으로 減少하였으며, 1991년 말에는 약 13兆 9千億圓으로 減少하였기 때문에 通貨安定證券 割引料가 1990년에는 약 1兆 9千億圓으로 감소하였으며 1991년에는 약 1兆 7千億圓으로 감소하였다. 그러나 1992년부터는 通貨安定證券의 發行殘額이 다시 증가하기 시작하였기 때문에 通貨安定證券 割引料도 증가하게 되었다.

1995년의 경우 通貨管理를 위하여 韓國銀行이 支拂한 費用總額

은 通貨安定證券 割引料 약 2兆 5千億원과 기타 利子 및 割引料 약 3千億원을 합하여 약 2兆 8千億원이었던 것으로 추측되며 같은 해 收益總額 약 3兆 7千億원의 약 76%에 달하게 되었다. 이와 같이 通貨管理을 위한 비용이 막대한 규모에 달하게 됨에 따라 中央銀行 收支가 惡化되었다. 그 결과 <表 IV-6>에서 韓國銀行은 1985년부터 1987년까지 赤字를 기록하였으며 1993년과 1994년에도 赤字를 기록한 것으로 나타나고 있다.

그런데, 通貨管理을 위한 費用 全體가 外換 및 換率運用과 관련된 것은 아니다. <表 IV-2>에서 1995년 말 현재 海外部門에서 공급된 本源通貨 약 25兆 4千億원과 <表 IV-3>에서 通貨安定證券 發行殘額 약 25兆 8千億원으로 두 金額이 유사한 수준인 점을 감안할 때 같은 해 通貨安定證券 割引料는 대부분 外換 및 換率의 관리와 관련하여 지불된 通貨管理 費用인 것으로 해석할 수 있다. 그러나, 그 이전에는 外換 및 換率管理과 관련하여 海外部門을 통한 本源通貨 공급액에 비하여 通貨安定證券 發行殘額이 상대적으로 많았던 점을 감안할 때 通貨安定證券 割引料 중 일부는 國內部門에서 증가한 本源通貨를 환수하기 위한 費用인 것으로 보아야 할 것이다.

韓國銀行의 通貨統計를 기준으로 1987년부터 1995년까지 通貨安定證券의 平均殘額과 海外部門을 통한 本源通貨 供給額의 평균을 기준으로 外換 및 換率運用과 관련하여 발생한 通貨管理 費用을 추정한 결과는 <表 IV-7>에 정리되어 있다¹³⁾ 이 表에서 海外部門을 통하여 供給된 本源通貨를 환수하기 위한 費用은 1987년 약 1,800億원에서 점차 증가하여 1989년에는 1兆원을 초과하게 되었으며 1995년에는 약 2兆 6千億원 규모에 이르게 된 것으로 나타나고 있다.

13) 年平均 通貨安定證券 發行殘額과 海外部門 本源通貨 供給額은 매월 말 殘額을 單純平均하여 산출하였다.

〈表 IV-7〉 韓國銀行 統計 基準 海外部門 通貨管理 費用 推定

(單位: 10億원)

	通貨安定證券 平均殘額 (A)	海外部門本源 通貨供給金額 平均(B)	C=B/A	通貨安定證券 發行割引料 (D)	海外部門通貨 管理費用 (C×D)
1987	7,201.4	1,731.8	0.240	735.9	177.0
1988	14,215.6	6,650.7	0.468	1,469.8	687.6
1989	18,302.2	10,612.7	0.580	2,015.7	1,168.8
1990	16,828.9	10,397.1	0.618	1,893.5	1,169.8
1991	15,121.9	9,880.2	0.653	1,707.6	1,115.7
1992	17,060.2	11,145.4	0.653	1,912.1	1,249.2
1993	23,062.0	15,307.0	0.664	2,428.8	1,612.1
1994	23,760.8	17,780.4	0.748	2,420.9	1,811.6
1995	22,397.0	22,892.8	1.022	2,521.9	2,577.7

註: 通貨安定證券 發行殘額 平均과 海外部門 本源通貨供給金額 平均은 各 年度 每月 末 殘額을 단순평균하여 산출하였음.

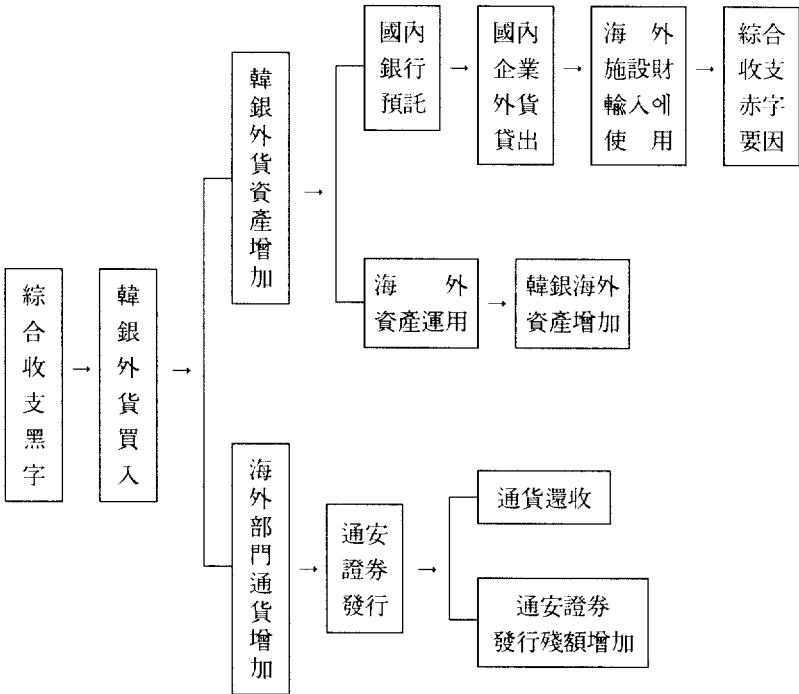
資料: 韓國銀行, 『조사통계월보』, 『연차보고서』, 각호.

한편, 中央銀行이 外換 및 換率을 管理하기 위하여 外貨資產을 買入할 경우 이를 運用하여 收益을 올릴 수 있기 때문에 海外部門에서 공급된 本源通貨를 還收하기 위한 비용 전체가 外換 및 換率을 관리하기 위한 費用은 아니다. 外換 및 換率運用과 관련하여 지급된 費用 및 收益의 규모를 보다 정확하게 파악하기 위하여 韓國銀行의 外貨資產 運用과 通貨管理과의 관계를 개략적으로 정리한 것이 [圖 IV-1]이다.

이 그림에서 보는 바와 같이 綜合收支 黑字로 인한 外換의 超過 供給을 흡수하기 위하여 韓國銀行이 外貨를 買入할 경우 負債인 海外部門 本源通貨가 증가함과 동시에 外貨資產이 증가하게 된다. 이 때 증가한 本源通貨를 還收하기 위하여 通貨安定證券을 발행할 경우 本源通貨가 감소하는 대신 다른 負債인 通貨安定證券 發行殘額이 증가하게 된다.

外貨資産의 運用과 관련하여서는 이를 직접 保有할 경우 收益이 발생하지 않기 때문에 대부분 國內銀行에 預託하거나 海外證券의 買入, 外國銀行 預置 등 海外資産으로 運用하게 된다¹⁴⁾. 1995년 말 현재 韓國銀行의 國內銀行 外貨預託金은 약 25兆 9千億원이었으며 海外證券 買入額과 外國銀行 外貨預託金은 각각 약 16兆 4千億원과 8兆 3千億원이었다.

[圖 IV-1] 外貨資産 流入과 運用의 흐름



14) 이 밖에도 IMF, World Bank, Asia Development Bank 등 國際機構에 出資할 수도 있다. 또한 金塊이나 銀塊를 買入하여 保有할 수도 있다. 1995년 말 현재 이와 같은 형태로 韓國銀行이 保有하고 있는 外貨資産은 약 1兆 4千億원이다.

外貨資産 운용방법 중 國內銀行에 預託한 外貨資産에 대하여 적용되는 利率은 리보(LIBOR)金利에 비하여 약간 낮은 수준인 것으로 알려지고 있다. 國內銀行은 韓國銀行으로부터 預託받은 外貨資金을 國內企業에 外貨表記로 貸出하는데 이때 적용되는 利率은 리보金利에 비하여 약간 높은 수준이다. 企業들은 銀行으로부터 貸出받은 外貨資金을 주로 海外施設財 導入 등을 위하여 사용하게 된다¹⁵⁾. 따라서 韓國銀行의 國內銀行 外貨預託金은 國內企業의 外貨負債와 상계되어 實際로는 존재하지 않기 때문에 對外支給을 위하여 사용할 수 없다.

企業들이 海外施設財를 導入하거나 海外投資 등을 위하여 韓國銀行이 保有하고 있는 外貨를 買入할 경우 綜合收支 赤字로 인하여 海外部門에서 通貨還收가 일어나게 된다. 그러나 韓國銀行이 預託한 外貨資金을 借入하여 施設財導入 代金 등을 지불할 경우 綜合收支 赤字要因으로 작용하지만 通貨還收는 일어나지 않는다. 다만 企業들이 外貨負債에 대한 利率을 支給하거나 償還할 경우 外貨를 買入하거나 이에 상당하는 元貨資金을 支給하기 때문에 通貨還收 效果가 발생하게 된다. 따라서 通貨管理 費用의 규모를 파악함에 있어서는 外貨를 賣出하여 通貨를 還收할 수 있었음에도 불구하고 外貨를 貸出해 줌으로써 通貨還收가 일어나지 않았기 때문에 國內銀行 外貨預託金에 대한 利率收入은 控除되어야 할 것이다¹⁶⁾.

韓國銀行이 外國證券 買入이나 外國銀行 預置 등으로 운용하고 있는 海外資産은 對外支給에 사용될 수 있다¹⁷⁾. 이와 같은 海外資産

15) 外貨貸出資金의 用途를 海外施設財 導入資金, 計劃造船用 機資材 輸入資金, 中小企業 尖端技術 導入費 및 用役費, 海外直接投資 資金, 輸出入 銀行의 協助融資資金, 施設貸與會社의 施設財 導入資金 등 6가지로 제한하고 있다. 韓國銀行 外貨 與受信 業務에 관한 規程 第3條 참조.

16) 1995년 말 현재 韓國銀行의 國內銀行 外貨預託金 25兆 9千億원을 모두 還收할 경우 通貨安定證券 發行殘額 약 25兆 8千億원 전액을 변제할 수 있었다.

17) 對外準備高(foreign reserve)에는 海外資産만 포함되고 國內銀行에 預託한 外貨資産은 포함되지 않는다.

運用에서 發生하는 收益率은 리보金利에 비하여 약간 높은 것으로 알려져 있다. 海外資産 運用收益은 通貨管理 費用에서 제외되어야 할 것이다. 海外資産 運用收益은 海外에서 外貨로 발생하기 때문에 직접적인 通貨還收效果는 일어나지 않는다¹⁸⁾.

〈表 IV-8〉 韓國銀行 外貨資産 運用 및 收益 規模 推定

(單位: 10億원)

	國內銀行 預託		外國證券 買入		外國銀行 預置		合 計	
	平 均 運用規模	收 益	平 均 運用規模	收 益	平 均 運用規模	收 益	平 均 運用規模	收 益
1987	3,833.4	272.6	2,195.6	156.1	672.3	47.8	6,701.3	476.5
1988	9,565.2	762.3	3,581.6	285.5	3,307.7	263.6	16,454.6	1,311.4
1989	10,980.3	999.2	6,704.0	610.1	3,818.9	347.5	21,503.2	1,956.8
1990	13,291.9	1,091.3	6,148.3	504.8	4,036.6	331.4	23,476.9	1,927.5
1991	14,774.7	870.2	5,790.6	341.1	3,933.3	231.7	24,498.6	1,443.0
1992	15,074.1	568.3	6,863.6	258.8	4,989.3	188.1	26,927.0	1,016.2
1993	17,141.1	557.1	8,866.1	288.1	6,259.7	203.4	32,266.8	1,048.7
1994	22,482.0	1,049.9	10,456.8	488.3	7,089.8	331.1	40,028.6	1,869.3
1995	23,893.8	1,428.9	14,595.0	872.8	7,920.7	473.7	46,409.4	2,775.3

註: 年平均 外貨資産의 運用規模는 해당 年度의 매월 말 外貨資産의 規模를 單純平均하여 算出하였음. 外貨資産 運用收益은 年平均 外貨資産 운용규모에 리보金利를 곱하여 산출하였음.

資料: 外貨資産 運用規模는 韓國銀行, 『조사통계월보』, 리보金利는 IMF, IFS.

- 18) 韓國銀行은 海外部門을 통한 本源通貨 供給額을 海外資産에서 海外負債를 공제한 잔액으로 파악하기 때문에 海外資産 運用收益이 발생할 경우 海外資産이 증가하게 되므로 海外部門을 통한 本源通貨 공급의 규모가 증가하게 된다. 따라서 이 집계방법에 따라 경우 海外部門을 통한 本源通貨 공급의 규모가 海外資産 運用收益의 累積額만큼 과대계상된다. 1987년부터 1995년까지 海外資産 運用에서 발생한 收益의 累積金額이 약 6兆 2千億원으로 추정되고 있음을 감안할 때(〈表 IV-8〉 참조) 韓國銀行이 발표한 1995년 말 海外部門을 통한 本源通貨 공급액은 약 6兆원 이상이 過多計上된 것으로 판단된다. 그러나 海外資産 運用收益은 기타부문 本源通貨 增加要因인 韓國銀行의 費用에서 공제되므로 이와 같은 방법으로 집계하더라도 전체 本源通貨 供給額에는 영향을 미치지 않는다.

韓國銀行이 國內外 外貨資産 운용에서 얻게 되는 收益率을 리보金利와 같은 것으로 가정하고, 年平均 外貨資産의 운용규모와 리보金利를 기준으로 外貨資産 運用에서 발생한 收益의 규모를 추산한 결과는 <表 IV-8>에 정리되어 있다¹⁹⁾. 이 表에서 1987년 韓國銀行의 外貨資産 運用收益은 약 5千億원이었던 것으로 추정되었다. 1988년과 1989년에는 外貨資産의 운용규모가 증가함과 동시에 <表 IV-4>에서 보는 바와 같이 國際金利가 상승하였기 때문에 外貨資産 運用收益은 각각 약 1兆 3千億원과 2조원 가까지로 대폭 증가한 것으로 추정된다.

그러나 1990년부터 1993년까지의 기간에는 外貨資産의 운용규모가 점차 확대되었음에도 불구하고 리보金利가 下落하였기 때문에 外貨資産 運用收益은 점차 감소하여 1992년과 1993년에는 각각 1兆원을 약간 상회하는 수준까지 감소한 것으로 나타나고 있다. 1994년부터 리보金利가 다시 상승하고 外貨資産의 운용규모가 증가하였기 때문에 運用收益도 다시 증가하여 약 1兆 9千億원에 달하게 되었으며, 같은 이유로 1995년에는 外貨資産의 運用收益이 약 2兆 8千億원에 달하게 된 것으로 추정되었다.

<表 IV-8>에서 推定된 外貨資産 運用收益 중 海外에서 발생한 부분(外國債券 및 外國銀行 預置金에 대한 利子)은 韓國銀行 海外資産 증가의 원인이 된다. 그런데 韓國銀行의 계산방식에 따르면 海外資産이 증가할 경우 海外部門을 통한 本源通貨의 공급규모가 증가하게 된다. 그러나 실제로는 海外資産 運用收益이 발생하더라도 本源通貨의 供給은 일어나지 않기 때문에 韓國銀行의 集計方式에 따를 경우 海外部門을 통한 本源通貨 공급의 규모는 海外資産 運用收益의 累積額만큼 과대계상된다. 따라서 <表 IV-7>에서 추정된 海外部門 通貨管理 비용은 실제보다 과대 추정되었을 것으로 판

19) 年平均 外貨資産의 운용규모는 해당 年度 각 월말의 外貨資産 규모를 單純平均하여 산출하였다.

단된다.

이와 같은 점을 고려하여 韓國銀行의 통계를 기준으로 산출한 海外部門 通貨供給額 平均에서 <表 IV-8>에서 추정된 1987년부터 해당 연도까지의 海外資産 運用收益 累積額을 공제한 금액을 기준으로 海外部門 通貨管理 비용을 추정된 결과는 <表 IV-9>에 정리되어 있다²⁰⁾. 이 表에서 1995년의 경우 實際 海外部門 本源通貨 供給額 平均은 韓國銀行의 統計를 기준으로 算出한 <表 IV-7>의 海外部門 本源通貨 供給額 平均보다 약 5兆 5千億원이 적은 것으로 나타나고 있다. 이에 따라 같은 해 海外部門 通貨管理를 위한 費用도 <表 IV-7>에서보다 약 6千億원이 적게 추정되었다.

이 表에서 추정된 海外部門 通貨管理의 費用과 <表 IV-8>에서 추정된 外貨資産 運用收益을 비교해 보면 1993년을 제외하고는 매년 外貨資産 運用收益이 상대적으로 많았던 것을 알 수 있다. 따라서 아직까지는 外換 및 換率運用과 관련하여 부담하는 費用의 규모가 韓國銀行이 매년 연속 적자를 기록할 정도로 크지는 않음을 알 수 있다. 그러나 1995년의 경우 海外部門 通貨管理 비용이 2兆원에 육박하고 있음을 감안할 때 앞으로 國際金利가 하락할 경우 外貨資産 運用收益이 감소하게 되므로 韓國銀行의 수지가 악화될 수 있을 것으로 판단된다. 또한 海外資本의 流入으로 인한 綜合收支黑字를 韓國銀行이 매입하여 흡수하고 通貨安定證券을 발행하여 通貨를 還收할 경우 海外部門 通貨管理를 위한 비용이 증가하게 되므로 韓國銀行의 收支가 악화될 것으로 판단된다.

20) 1987년 이전까지는 韓國銀行의 海外資産 運用規模가 크지 않았고 <表 IV-2>에서 본 것처럼 1980년 이후 1985년까지 海外部門에서 증가한 本源通貨의 규모도 크지 않았기 때문에 海外資産 運用收益으로 인한 海外部門 通貨供給의 과대계상분도 크지 않았을 것으로 판단된다. 각 연도의 實際 海外部門 通貨供給額의 平均을 산출함에 있어서 해당 연도의 外貨資産 運用收益은 절반을 공제하였다.

〈表 IV-9〉 實際 海外部門 通貨管理 費用 推定

(單位:10億圓)

	通貨安定證券 平均殘額 (A)	實際海外部門 本源通貨供給 金額平均(B)	C=B/A	通貨安定證券 發行割引料 (D)	實際海外部門 通貨管理費用 (D×C)
1987	7,021.4	1,629.8	0.232	735.9	170.7
1988	14,215.6	6,172.7	0.434	1,469.8	637.9
1989	18,302.2	9,381.4	0.513	2,015.7	1,034.1
1990	16,828.9	8,268.9	0.491	1,893.5	927.7
1991	15,121.9	7,047.5	0.466	1,707.6	795.7
1992	17,060.2	7,802.8	0.457	1,912.1	873.8
1993	23,062.0	11,495.3	0.498	2,428.8	1,209.5
1994	23,760.8	13,313.3	0.560	2,420.9	1,355.7
1995	22,397.0	17,342.7	0.774	2,521.9	1,952.0

註: 實際海外部門 本源通貨 供給金額 平均은 韓國銀行의 統計를 基準으로 算出한 金額에서 〈表 IV-8〉에서 추정된 1987년부터 해당 年度까지 海外資產 運用收益 累積額을 公제하여 算出하였음. 이 때 해당 연도의 海外資產 運用收益은 절반만을 公제하였음.

資料: 〈表 IV-7〉과 同一.

그런데 海外部門 通貨管理 비용과 外貨資產 運用收益을 比較할 때 外換 및 換率運用과 관련하여 지급하는 비용으로 최근에는 상당한 규모의 通貨膨脹效果가 있게 된 것으로 판단된다. 매년 通貨安定證券 割引料 중 外換 및 換率運用과 관련된 비용인 海外部門 通貨管理 비용은 전액 通貨增加의 요인이 된 것으로 간주할 수 있다. 이에 대하여 外貨資產 運用收益 中 國內銀行 預託金에서 發生하는 수익만큼만 通貨還收效果가 있다.

〈表 IV-8〉에서 國內銀行 外貨預託金 利子收入額 추정치와 〈表 IV-9〉에서 海外部門 通貨管理 費用 추정치를 比較해 보면 1987년과 1988년에는 國內銀行 外貨預託金에 대한 이자수입이 상대적으로 많았으며, 1989년부터 1991년까지는 거의 같은 규모였던 것을 알 수 있다. 따라서 1991년 이전까지는 外換 및 換率運用과 관련하

여 발생하는 비용으로 인한 通貨增加의 규모가 크지 않았던 것으로 판단할 수 있다.

그러나 1992년부터는 海外部門 通貨管理 비용이 國內銀行 外貨 預託金の 이자를 초과하게 되었기 때문에 自動的인 通貨膨脹의 요인이 된 것으로 짐작된다. 특히 1993년의 경우 外換 및 換率管理의 비용으로 인하여 本源通貨가 6,500億원 증가하게 되었으며, 같은 이유로 1994년과 1995년에는 本源通貨가 각각 약 3千億원과 5千億원 증가하게 된 것으로 추측된다.

그 결과 1991년부터 1995년까지의 기간 동안 外換 및 換率運用과 관련된 비용으로 인하여 증가한 本源通貨는 실제로 國內部門에서 증가한 本源通貨 總額의 약 39%를 차지하게 된 것으로 추정할 수 있다²¹⁾. 이와 같이 볼 때 그간 우리나라는 中央銀行이 外換을 매입하는 과정에서 放出된 通貨를 通貨安定證券을 발행하여 還收하는 방법으로 換率 및 通貨管理를 해온 결과 이와 관련된 通貨管理 비용의 증가로 인하여 상당한 通貨膨脹 압력을 받게 되었다는 결론을 내릴 수 있다.

21) 韓國銀行의 統計에 의하면 1991년부터 1995년까지의 기간 동안 國內部門에서 증가한 本源通貨는 6,791億원이다(〈表 IV-2〉에서 3兆 8,864億원(1995년 말 國內部門 本源通貨 供給殘額) - 3兆 2,067億원(1990년 말 國內部門 本源通貨 供給殘額)). 그런데 韓國銀行의 集計方法에 따르면 海外資産 運用收益이 발생할 경우 실제로는 本源通貨가 增加하지 않음에도 불구하고 海外部門 本源通貨가 증가하고 國內의 其他部門에서 通貨還收되는 것으로 나타나게 된다. 通貨集計에 있어서 技術的인 문제로 인한 차이를 바로잡기 위해서는 海外部門을 통한 本源通貨 공급액에서 海外資産 運用收益만큼 차감하고 國內部門에서 공급한 本源通貨에 같은 금액만큼을 더해 주어야 한다. 이와 같은 관점에서 1991년부터 1995년까지의 기간 동안 實際로 國內部門에서 증가한 本源通貨의 규모는 〈表 IV-8〉에서 추정된 같은 기간 韓國銀行의 海外資産 運用收益 누계액 3兆 6,771億원을 합한 4兆 3,562億원인 것으로 추산할 수 있다. 한편, 같은 기간 海外部門 通貨管理費는 〈表 IV-9〉에서 6兆 1,667億원으로 추정되었으며, 〈表 IV-8〉에서 國內銀行 外貨預託金에 대한 收入利子는 4兆 4,744億원이었던 것으로 추정되었으므로 이들 두 金額의 차이로 인한 通貨增加 효과는 1兆 6,923億원이었던 것으로 추정할 수 있다.

3. 外換 및 資本自由化와 通貨管理

앞에서 분석한 결과에서 1986년 이후 經常收支 黑字 및 海外資本 유입으로 인한 外換의 超過供給을 흡수하기 위하여 中央銀行이 外換을 매입한 결과 通貨管理에 많은 문제가 발생하게 된 것으로 파악되었다. 그런데 앞으로 外換 및 資本自由化가 추진됨에 따라 海外資本의 流入이 증가할 것으로 예상되기 때문에 外換 및 換率運用과 관련하여 通貨管理가 더욱 어렵게 될 것으로 전망된다.

政府가 추진하고 있는 外換 및 資本自由化 計劃은 1995년부터 1999년까지 3段階에 걸쳐서 外換의 保有 및 去來와 관련된 規制를 철폐하고, 資本의 流出入과 관련된 規制를 대폭 완화하는 내용이다. 그 결과 3段階 自由化 계획이 완료되는 1999년 말에는 現金商業借款의 導入과 外國人의 國內債券에 대한 直接投資를 제외한 資本去來가 대폭 자유화될 것이다²²⁾.

현재 國內金利가 國際金利에 비하여 상당폭 높은 수준을 유지하고 있음을 감안할 때 이와 같이 資本 流出入과 관련된 規制가 완화되어 감에 따라 海外로부터 資本流入이 증가할 것으로 판단된다. 資本流入으로 인한 外換의 超過供給을 中央銀行이 買入하여 흡수할 경우 通貨가 膨脹하게 될 것이다. 한편, 外換買入으로 인한 通貨膨脹을 저지하기 위하여 通貨安定證券을 발행하여 通貨를 還收할 경우 通貨管理를 위한 費用의 증가로 인하여 中央銀行의 收支가 악화될 것이다. 게다가 通貨管理를 위한 費用은 通貨增加의 요인으로 작용하기 때문에 通貨管理가 더욱 어렵게 될 것이다.

外國人의 國內株式에 대한 直接投資를 허용하기 시작한 1992년부터 우리나라는 海外資本의 유입으로 인하여 <表 IV-10>에서 보는 바와 같이 매년 큰 규모의 資本收支 黑字를 기록하고 있다. 이에

22) 財務部, 『外換制度 改革(案)』, 1994. 12. 및 財政經濟院, 『外換制度 改革 計劃 修整方案』, 1995. 11 참조.

따라 1993년을 제외하고는 經常收支가 매년 赤字를 기록하였음에도 불구하고 綜合收支는 黑字를 기록하게 된 것으로 나타나고 있다. 특히 1995년의 경우 經常收支 赤字規模가 약 88億달러에 달하였음에도 불구하고 資本收支가 약 135億달러의 黑字를 기록하였기 때문에 綜合收支는 약 31億달러 黑字를 기록하게 되었다.

〈表 IV-10〉 最近 國際收支 推移 및 展望

(單位: 億달러)

	實 積				展 望			
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
經常收支	-45.3	3.8	-45.3	-88.2	-100	-60	-30	0
貿易收支	-21.5	18.6	-31.5	-47.5	-50	-10	25	55
貿易外收支	-23.8	-14.8	-13.8	-40.7	-50	-50	-55	-55
資本收支	83.4	68.8	90.2	135.3	160	165	170	175
長期資本收支	72.3	89.0	58.6	79.0	—	—	—	—
短期資本收支	11.1	-20.2	31.6	56.3	—	—	—	—
誤差 및 漏落	10.8	-7.2	-16.7	-16.4	—	—	—	—
綜合收支	49.0	65.4	28.2	30.8	60	105	140	175

註: 貿易外收支에는 移傳收支 포함.

資料: 韓國銀行, 『조사통계월보』 각호.

海外資本의 流入規模가 더욱 확대될 것이기 때문에 1996년에는 資本收支 黑字規模가 160億달러에 이를 전망이다. 이에 따라 經常收支 赤字規模가 100億달러로 확대되더라도 綜合收支는 60億달러 黑字를 기록하게 될 것으로 예상된다. 1997년부터 資本收支 黑字規模가 매년 5億달러 증가하는 것으로 가정할 경우 3段階 自由化 計劃이 완료되는 1999년에는 資本收支 黑字規模가 175億달러에 달하게 될 것이다. 한편 經常收支 赤字規模는 1997년부터 점차 축소되어 1999년에는 經常收支가 均衡을 이루게 되는 것으로 가정할 경우 같은 해 綜合收支 黑字規模가 175億달러에 달하게 되는 것으로 예

측할 수 있다²³⁾.

이와 같이 綜合收支가 黑字를 기록하게 됨에 따라 外換의 超過供給으로 인하여 元貨가 價値上昇 壓力을 받게 될 것이다. 實證分析의 결과에서 市場平均換率制度로 이행된 1990년 3월 이후 資本收支 黑字規模의 實質GDP에 대한 比率이 1% 포인트 증가할 경우 원/달러 換率은 약 0.9% 下落(元貨 價値 上昇)하는 것으로 파악되었다. 이에 대하여 實質GDP에 대한 經常收支 赤字의 比率이 1% 포인트 증가함으로 인하여 원/달러 換率에 미치는 上昇效果(元貨 價値 下落)는 약 1.5%인 것으로 파악되었다²⁴⁾.

이와 같은 實證分析의 결과를 <表 IV-10>의 國際收支 전망치에 적용하여 經常收支와 資本收支의 상대적인 변동으로 인한 원/달러 換率의 變動效果를 추정하면, 1996년에는 經常收支 赤字로 인한 上昇效果와 資本收支 黑字로 인한 下落效果가 相殺되어 원/달러 換率 이 크게 변동하지 않을 것으로 판단된다. 그러나 1997년부터는 資本收支 黑字로 인한 下落效果가 經常收支 赤字로 인한 上昇效果를 초과하게 되어 원/달러 換率이 下落壓力을 받게 될 것으로 예상된다.

그런데 過去의 資料를 사용하여 實證分析을 한 결과를 기준으로 이와 같은 推定을 함에 있어서 한 가지 유의할 점은 지금까지 우리나라는 資本流出入에 대하여 상당히 엄격하게 통제해 왔기 때문에 實證分析의 결과에서 資本收支의 변동으로 인한 원/달러 換率의 變動效果가 經常收支 변동의 효과에 비하여 상대적으로 작게 나타난다는 사실이다.

그간 우리나라는 海外資本의 導入에 있어서 經常收支의 변동을 고려하거나 海外施設財 導入을 위한 경우에 한하여 허용하는 등으

23) 이와 같은 國際收支 展望은 어디까지나 가산치에 불과하며 상황이 바뀔 때 따라 달라질 가능성이 크다. 특히 資本收支의 黑字規模는 이보다 커질 가능성이 높은 것으로 판단된다.

24) 金宗萬, 『外換 및 資本 自由化가 換率에 미치는 影響』, 1995, p. 160, <表 V-5>, 세번째 推定의 결과 참조.

로 규제해 왔다. 또한 國內企業들이 海外證券發行 등을 통하여 資金을 조달할 경우 일단 國內銀行의 海外支店 등에 예치하고 海外施設財의 代金を 직접 결제토록 함으로써 海外資本의 導入이 換率 및 國內通貨에 미치는 영향을 최소화하기 위하여 노력하였다. 이와 같은 규제는 資本收支의 변동으로 인한 換率變動의 效果를 작아지게 하였을 것이다.

資本에 대한 규제가 거의 없는 日本이나 獨逸의 경우 資本收支의 변동으로 인한 엔/달러 및 마르크/달러 換率變動의 效果가 經常收支變動의 效果에 비하여 큰 것으로 파악되었다²⁵⁾. 이와 같은 外國의 경우를 고려할 때 우리나라의 경우에도 資本流出入에 대한 規制가 완화됨에 따라 資本收支의 변동으로 인한 換率變動의 效果가 점차 커지게 될 것으로 판단된다.

우리나라와 日本, 獨逸, 臺灣 등 주요 外國의 換率變動 요인에 대하여 實證的으로 分析한 결과를 종합적으로 고려하여 <表 IV-10>에서 展望한 바와 같은 經常收支 및 資本收支의 상대적인 변동이 원/달러 換率에 미치는 變動效果를 推算한 결과는 <表 IV-11>에 정리되어 있다²⁶⁾.

25) 前掲書 p. 54, <表 III-3> 및 p. 65, <表 III-4>의 내용 참조.

26) <表 IV-11>에서 추산한 經常收支와 資本收支의 전망치가 원/달러 환율에 미치는 變動效果는 앞으로 資本自由化가 추진됨에 따라 資本收支의 變動으로 인한 환율변동의 效果가 점차 커지는 점을 고려하여 같은 규모의 經常收支 效果에 대비한 資本收支 效果의 비율을 1996년에 0.7로 하고 1997년부터 매년 0.1포인트씩 가산하여 1999년에는 經常收支와 資本收支의 效果가 같아지는 것으로 가정하였다. 또한 換率과 經常收支가 상호 영향을 미치는 점을 고려하여 먼저 <表 IV-10>에서 展望한 經常收支 및 資本收支로 인한 원/달러 換率의 變動效果를 추산하고, 그 결과를 이용하여 第三章에서 推定한 원/달러 換率이 輸出에 미치는 영향을 기준으로 換率變動으로 인한 經常收支의 變動效果를 산출한 결과를 이용하여 다시 換率變動의 效果를 산출하는 과정을 반복하여 換率과 經常收支가 각각 收斂하는 점을 구하였다. 이와 같은 추산의 결과 資本收支 赤字에서 經常收支 赤字를 제외한 外換의 超過供給은 中央銀行이 買入하여 흡수하는 것으로 가정하였다.

〈表 IV-11〉 經常收支 및 資本收支 展望值가 원/달러
換率에 미치는 影響

(單位: %)

	1996	1997	1998	1999
資本收支 效果	-5.06	-5.58	-5.73	-5.77
經常收支 效果	+3.95	+2.11	+1.99	+0.89
計	-1.11	-3.47	-3.74	-4.88

註: 〈表 IV-10〉에서 展望한 國際收支를 기준으로 換率 國際收支의 變動이 換率에 미치는 影響과 換率變動이 貿易收支에 미치는 影響을 동시에 감안하여 推定하였음.

이 表에서 1996년의 경우 원/달러 換率이 資本收支 黑字로 인하여 약 5.1% 下落壓力을 받게 됨에 대하여 經常收支 赤字로 인하여 약 4% 上昇壓力을 받게 되는 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 資本收支와 經常收支의 效果를 합하여 약 1.1% 下落效果가 있는 것으로 推산되었다.

〈表 IV-10〉에서 資本收支 黑字規模는 점차 커지는 것으로 가정하였기 때문에 이로 인한 원/달러 換率의 下落效果도 점차 커지게 되는 것으로 나타나고 있다. 이에 대하여 經常收支 赤字規模는 점차 작아지는 것으로 가정하였기 때문에 이로 인한 원/달러 換率의 上昇效果도 점차 작아지는 것으로 파악되었다. 1999년의 경우 〈表 IV-10〉에서는 經常收支가 均衡을 이루게 되는 것으로 가정하였지만 그간 원/달러 換率의 下落으로 인하여 輸出金額 減少 및 輸入金額의 증가로 經常收支가 약 26億달러 赤字를 기록하게 되는 것으로 파악되었다. 따라서 같은 해 원/달러 換率은 經常收支 赤字로 인하여 약 0.9% 上昇壓力을 받게 되고, 資本收支 黑字로 인하여 약 5.8% 下落壓力을 받게 되어 도합 약 4.9% 下落하는 效果가 있게 되는 것으로 推산되었다.

〈表 IV-12〉 원/달러 환率變動으로 인한 貿易收支 變動效果

(單位: 億달러)

	1996	1997	1998	1999
輸出金額	+0.3	+2.0	-3.0	-19.0
輸入金額	-1.1	+0.7	+3.6	+7.1
貿易收支	+1.4	+1.3	-6.6	-26.1

註: 〈表 IV-11〉에서 推算한 원/달러 환率의 下落效果에 中央銀行의 外換買入으로 인한 上昇效果를 가산하고, 第三章에서 파악한 원/달러 환率變動으로 인한 輸出金額의 變動效果와 金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994에서 주장한 輸入金額의 變動效果를 적용하여 推算하였음.

資本收支 黑字에서 經常收支 赤字를 제외한 外換의 超過供給을 中央銀行이 買入하여 흡수하는 것으로 가정할 경우 이로 인한 원/달러 환率의 上昇效果는 1996년에 약 0.6%이고 1997년에는 약 1%이며 1998년과 1999년에는 각각 약 1.1%인 것으로 추산되었다. J曲線效果로 인하여 1996년과 1997년에는 원/달러 환率의 下落이 貿易收支에 미치는 영향이 크지 않은 것으로 파악되었다. 그러나 1998년에는 貿易收支가 약 7億달러 惡化되고 1999년에는 약 26億달러 惡化되는 것으로 추산되었다²⁷⁾.

〈表 IV-10〉에서 전망한 資本收支 黑字金額에서 원/달러 환率의 변동으로 인한 貿易收支의 變動效果를 가감한 經常收支 赤字를 제외한 外換의 超過供給을 中央銀行이 買入하여 흡수하는 것으로 가정하면 1996년의 경우 海外部門에서 本源通貨 增加要因이 약 4兆 9千億원에 달하는 것으로 추정할 수 있다²⁸⁾. 같은 이유로 海外部門

27) 원/달러 환率 下落으로 인한 輸出의 減少效果가 장기간에 걸쳐서 나타나기 때문에 1999년 이후에는 원/달러 환率이 더 이상 下落하지 않는다고 가정하더라도 貿易收支가 2000년에는 약 51億달러 惡化되고 2001년에는 약 67億달러 惡化되는 것으로 추산되었다. 따라서 經常收支의 黑字轉換은 2000년 이후에도 상당기간 기대하기 어려울 것으로 판단된다.

28) 國內金利가 國際金利에 비하여 높은 수준을 유지하는 상황에서는 外換保有를 自由化하더라도 民間에 의한 外換保有는 크게 증가하지 않을 것이다. 따라서 外換의 超過供給을 中央銀行이 吸收하지 않을 경우 계속 元貨의 價値를 상승시키는 압력으로 작용하게 될 것이기 때문에 결국

에서 本源通貨가 1997년에는 약 8兆 5千億원 증가하게 되고 1998년과 1999년에는 각각 약 10兆 3千億원과 11兆 2千億원이 증가하게 될 것으로 전망된다.

〈表 IV-13〉 本源通貨管理 및 通貨還收額 展望

(單位: 10億원)

	1996	1997	1998	1999
本源通貨 增加要因				
海外部門	4,889.4	8,450.9	10,338.5	11,167.5
國內部門	3,000.0	3,000.0	3,000.0	3,000.0
本源通貨增加要因 合計	7,887.4	11,450.9	13,338.5	14,167.5
本源通貨 管理目標				
目標增加率	14%	14%	14%	14%
年初本源通貨殘額	26,565.4 ¹⁾	30,284.6	34,524.4	39,357.8
增加許容額	3,719.2	4,239.8	4,833.4	5,510.1
必要還收額	4,168.2	7,211.1	8,505.1	8,657.4

註: 1) 1996年 初의 本源通貨 實際殘額은 29兆 3,054億원이었다. 이 金額에서 4월에 단행한 支給準備率 引下 조치로 放出된 支給準備預金 2兆 7,400億원을 차감하여 1996年 初 本源通貨 殘額으로 表示하였다.

國內部門에서 本源通貨가 매년 3兆원씩 증가하는 것으로 가정할 경우 本源通貨 증가요인 총액은 1996년에는 약 7兆 9千億원에 이르고 점차 증가하여 1999년에는 약 14兆 2千億원에 달하게 되는 것으로 추산할 수 있다²⁹⁾.

中央銀行이 매입하여 흡수할 수밖에 없을 것이다. 〈表 IV-13〉의 外換買入으로 인한 海外部門 本源通貨 增加要因을 推算함에 있어서 적용한 원/달러 換率은 各 年度의 平均換率(年末과 年初 換率의 中間)이다.

29) 韓國銀行의 統計에 따르면 1991년부터 1995년까지 國內部門에서 本源通貨가 6,797億원 증가하는 데 그친 것으로 나타나지만 海外資産 運用收益으로 인한 海外部門 本源通貨 過大計上分 3兆 6,771億원을 감안하면 實際로는 國內部門에서 本源通貨가 4兆 3,568億원(年平均 8,717億원) 純增한 것으로 추산된다. 그런데 같은 기간 國內 民間部門에서 還收한 本源通貨가 11兆 2,521億원이었으므로 國內部門에서 증가한 本源通貨 總額은 15兆 6,089億원(年平均 3兆 1,218億원)이었던 것으로 추산할 수 있다.

한편, 通貨管理 측면에서 本源通貨에 대비한 總通貨의 比率(通貨乘數)이 일정할 경우 總通貨 增加率을 매년 14%로 유지하기 위해서는 本源通貨도 같은 비율로 증가하도록 管理하여야 할 것이다³⁰⁾. 本源通貨 增加率을 매년 14%로 억제할 경우 本源通貨의 증가를 허용할 수 있는 金額은 1996년과 1997년에 각각 약 3兆 7千億원과 4兆 2千億원이고, 1998년과 1999년에는 각각 약 4兆 8千億원과 5兆 5千億원인 것으로 계산할 수 있다.

通貨管理를 위하여 本源通貨 增加許容額을 초과하는 增加金額은 적절한 수단을 동원하여 還收하여야 될 것이다. 이때 還收하여야 할 本源通貨는 1996년에 약 4兆 2千億원이고 1997년에는 대폭 증가하여 약 7兆 2千億원에 이르게 되고, 1998년과 1999년에는 각각 약 8兆 5千億원과 8兆 7千億원에 달하게 되는 것으로 추산할 수 있다.

通貨還收를 위하여 財政에서 협조하지 않을 경우 결국 通貨安定證券을 발행하게 될 것이다. 이때 通貨安定證券의 發行殘額은 通貨還收額만큼 증가하게 될 것이다. 1996년의 경우 4월에 단행된 支給準備率 引下措置로 放出된 자금을 吸收하기 위하여 2兆 7,400億원의 通貨安定證券을 추가로 발행하였다³¹⁾. 따라서 <表 IV-13>에서 추산한 金額을 還收하기 위하여 신규로 발행하여야 할 金額을 합하여 약 6兆 9千億원의 通貨安定證券을 추가로 발행하여야 될 것이다. 그 결과 1996년 말 通貨安定證券 발행잔액은 약 32兆 7千億원에 달하게 될 것으로 예상된다.

1997년부터는 <表 IV-13>에서 推算한 金額을 還收하기 위해서

30) 政府의 通貨管理 목표는 總通貨 증가율을 12% 내지 16% 범위 내에서 안정적으로 관리하는 것으로 발표되었다.

31) 이에 따라 1996년 4월 말 通貨安定證券 發行殘額이 약 29兆 1천억원으로 증가하였다. CD의 發行限度를 철파하는 대신 發行殘額에 대하여 3% 支拂準備義務를 부과토록 할 예정이나 既存의 預金에 대한 支拂準備率을 0.375% 포인트 引下할 예정이기 때문에 支給準備金의 규모에는 큰 영향이 없을 것으로 판단된다.

만 通貨安定證券을 추가로 발행하더라도 通貨安定證券의 發行殘額은 점차 증가하여 1997년 말에는 약 39兆 9千億원에 달하게 되고, 1998년과 1999년 말에는 각각 약 48兆 4千億원과 57兆 1千億원에 달하게 되는 것으로 추산할 수 있다.

通貨安定證券 發行殘額이 매년 증가함에 따라 割引料 支給額도 빠른 속도로 증가하게 될 것으로 전망된다. 通貨安定證券 發行割引率이 年 11%인 것으로 가정할 경우 1996년 韓國銀行이 지급하게 될 通貨安定證券 割引料는 약 3兆 3千億원에 달하고 1997년에는 약 4兆원에 이르게 될 것으로 추산되며, 1998년과 1999년에는 각각 약 4兆 9千億원과 5兆 8千億원에 달하게 되는 것으로 추산되었다.

〈表 IV - 14〉 通貨安定證券 發行殘額 및 割引料 展望

(單位 : 10億원)

	1996	1997	1998	1999
通貨安定證券 發行殘額				
年初殘額	25,824.9	32,733.1	39,944.2	48,449.3
通貨還收를 위한 新規發行額	4,168.2	7,211.1	8,505.1	8,657.4
支準率引下로 放出된				
資金吸收를 위한 新規發行額	2,740.0			
年末發行殘額	32,733.1	39,944.2	48,449.3	57,106.7
通貨安定證券 割引料	3,270.9	3,997.2	4,861.7	5,805.6

註 : 1996년의 경우 4월에 단행된 支給準備率 引下로 인하여 放出된 資金을 흡수하기 위하여 2兆 7,400億원의 通貨安定證券을 추가로 發行하였음. 通貨安定證券 發行割引率은 年 11%인 것으로 가정하였으며 通貨還收를 위하여 매년 新規로 발행하는 분에 대한 당해 연도의 割引料는 연간 支給額의 절반인 것으로 가정하였음. 1996년 4월에 支準率 引下로 인하여 放出된 資金을 吸收하기 위하여 新規로 발행한 부분의 1996년 割引料는 연간 金額의 3분의 2를 적용하였음.

이에 따라 韓國銀行의 收支가 크게 惡化될 것으로 예상된다. 通貨安定證券 割引料를 제외한 다른 利子費用은 매년 1995년과 같은 규모로 발생하는 것으로 가정할 경우 韓國銀行의 支給利子和 割引

料 總額은 1996년에 약 3兆 7千億원에 달하게 되고 매년 증가하여 1999년에는 약 6兆 1千億원에 이를 전망이다. 이에 韓國銀行의 外貨資產(國內外貨預託金 및 海外資產) 運用收益率을 年 5.5%인 것으로 가정하고 國內部門 本源通貨 供給(어음割引 등)에서 발생하는

〈表 IV - 15〉 韓國銀行 收支 展望

(單位: 10億원)

	1996		1997		1998		1999	
	費用	收益	費用	收益	費用	收益	費用	收益
費 用								
通貨安定證券割引料	3,270.9		3,997.2		4,861.7		5,805.6	
其他支給利子 割引料	288.5		288.5		288.5		288.5	
支給手數料	50.0		50.0		50.0		50.0	
貨幣製造費	108.7		119.5		131.5		144.7	
管理業務費	188.8		207.7		228.4		251.3	
銀行監督費	35.1		38.6		42.5		46.7	
其他費用	106.9		117.6		129.4		142.3	
收 入								
國內外貨預置金利子		1,491.1		1,674.4		1,932.9		2,075.0
海外資產運用收益		1,425.4		1,608.8		1,867.2		2,162.9
國內利子, 割引料 收入		1,011.9		1,191.9		1,371.9		1,551.9
其他收入		64.0		64.0		64.0		64.0
當期純損失		56.5		280.0		556.0		875.3
合 計	4,048.9	4,048.9	4,819.1	4,819.1	5,792.0	5,792.0	6,729.1	6,729.1

註: 其他支給利자와 割引料와 支給手數料는 매년 1995년과 같은 규모로發生하는 것으로 가정하였음. 貨幣製造費와 銀行監督費 및 特別損失과 外換賣買損을 제외한 其他費用은 1995년 金融을 기준으로 매년 10%씩 증가하는 것으로 가정하였음. 管理業務費는 1995년 金額을 기준으로 매년 15%씩 증가하는 것으로 가정하였음. 國內銀行 外貨預託金과 海外資產 運用收益率은 年 5.5%로 가정하였음. 매년 買入한 外貨資產을 國內銀行 預託과 海外資產으로 각각 절반씩 運用하는 것으로 가정하였음. 매년 買入한 外貨資產의 당해 연도의 運用收益은 연간 金額의 50%인 것으로 가정하였음. 國內部門에서 신규로 供給한 本源通貨에서 發生하는 年 收益率은 6%인 것으로 가정하였으며 當該 年度 공급분에 대한 收益은 年間 收益의 절반으로 計上하였음. 特別利益 및 特別費用은 計上에서 除外하였음.

收益率은 年 6%인 것으로 가정할 경우 收入利子和 割引料 總額이 1996년에는 약 3兆 9千億원이고 점차 증가하여 1999년에는 약 5兆 8千億원에 이르게 될 것으로 추산된다. 支給利子和 割引料 이외에도 韓國銀行이 부담하여야 되는 貨幣製造費와 銀行監督費 및 管理業務費 등을 고려할 때 1996년 韓國銀行은 약 600億원의 純損失을 기록하게 될 것으로 예상되며, 純損失의 규모는 매년 증가하여 1997년에는 약 2,800億원, 1998년에는 약 5,600億원에 달하게 되고, 1999년에는 8千億원을 초과하게 될 것으로 추정되었다³⁵⁾.

韓國銀行의 純損失은 通貨를 증가시키는 요인으로 작용하게 될 것이다. 그런데 韓國銀行의 收入 중 海外資産 運用收益은 通貨還收效果를 수반하지 않고, 費用 중 실제 資金流出이 따르지 않는 諸充當金轉入額은 通貨增加效果가 없는 것으로 가정할 경우 韓國銀行의 收支差로 인한 通貨增加 효과는 純損失과 다를 것이다. 이와 같은 점을 고려하여 韓國銀行의 收支差로 인한 通貨增加效果를 추산한

〈表 IV-16〉 韓國銀行 收支差로 인한 通貨增加 效果

(單位: 10億원)

	1996	1997	1998	1999
當期純損失	56.5	280.0	556.0	875.3
通貨還收效果가 없는 收入(+)				
海外資産運用收入	1,425.4	1,608.8	1,867.2	2,162.9
通貨增加效果가 없는 費用(-)				
諸充當金轉入額	90.0	99.0	108.9	119.8
通貨增加效果	1,319.9	1,789.8	2,314.3	2,818.4

註: 韓國銀行의 費用 중 諸充當金 轉入額은 全額 通貨增加效果가 없는 것으로 간주하였으며 1995년의 약 818億원을 기준으로 매년 10%씩 증가하는 것으로 가정하였음(〈表 IV-15〉의 損益計算에서 諸充當金轉入額은 其他費用에 포함되어 있음).

35) 1999년까지 원/달러 換率下落으로 인한 外貨資産 評價損失 약 5兆 7千億원은 費用으로 計上하지 않았다.

결과 1996년과 1997년에는 각각 약 1兆 3千億원과 1兆 8千億원에 이르고 1998년과 1999년에는 각각 약 2兆 3千億원과 2兆 8千億원에 달하게 되는 것으로 파악되었다.

韓國銀行의 收支差로 인하여 自動적으로 增加하게 되는 本源通貨를 通貨安定證券을 발행하여 吸收할 경우 通貨安定證券 發行殘額의 규모는 <表 IV-14>에서 추산한 것보다 더욱 커지게 되어 1996년 말에는 약 34兆원에 이르고 점차 증가하여 1999년 말에는 약 65兆 3千億원에 달하게 되는 것으로 推算할 수 있다. 이에 따라 매년 韓國銀行이 支給하여야 할 通貨安定證券 割引料도 <表 IV-14>에서 추산한 금액보다 많아지게 되어 2000년에는 通貨安定證券의 新規發行이 전혀 없더라도 7兆원을 초과하게 될 것으로 추측된다. 그 결과 韓國銀行의 收支는 <表 IV-15>에서 추정한 것보다 더욱 惡化되고 매년 韓國銀行의 收支差로 인한 自動的인 通貨增加效果는 <表 IV-16>에서 추산한 金額보다 더욱 많아지게 될 것이다.

지금까지 分析한 결과를 기준으로 판단할 때 앞으로 外換 및 資本自由化를 추진함에 따라 海外에서 流入되는 資本으로 인하여 通貨管理가 매우 어렵게 될 것으로 예상된다. 이와 같은 상황에서 換率을 管理하기 위하여 中央銀行이 外換市場에 介入할 수 있을 것인가? 보다 구체적으로 國內通貨의 價値가 上昇(원/달러 換率이 下落)하는 것을 저지하기 위하여 外換을 적극적으로 買入할 수 있을까?

國內通貨의 價値가 상승하는 것을 방지하기 위하여 中央銀行이 外換을 買入할 경우 本源通貨가 증가하게 될 것이다. 이때 通貨安定證券을 발행하여 通貨를 還收할 경우 支給割引料 부담이 증가하기 때문에 中央銀行의 收支가 惡化될 것이다. 게다가 通貨安定證券 割引料는 自動的인 通貨膨脹要因으로 작용하기 때문에 이를 還收하기 위하여 또다시 通貨安定證券을 발행해야 하는 惡循環이 계속될 수 있다. 앞으로 우리나라는 이와 같은 惡循環이 시작될 수 있는 가

능성이 크기 때문에 현재와 같은 管理變動換率制度를 유지하기가 어렵게 될 것으로 판단된다.

4. 未來 換率에 대한 期待와 핫머니의 流出入

資本流出入을 자유롭게 허용하는 體制下에서는 가까운 미래에 換率이 어떤 방향으로 변동할 것으로 豫測되느냐에 따라 換差益을 노린 投機性 短期資金(이른바 핫머니: hot-money)의 유출입이 급격하게 일어날 수 있다. 이에 따라 通貨管理가 극도로 어렵게 됨은 물론 국내 流動性이 급격하게 변동하기 때문에 株式을 비롯한 證券이나 不動產의 價格이 급격하게 변동하고 物價不安의 요인으로 작용하는 등 많은 문제가 야기될 수 있다.

開放經濟體制下에서 外換危險을 감안하지 않을 경우 國內外 債券에 대한 投資에서 발생하는 期待收益率의 차이로 인하여 資本流出入이 일어나지 않기 위해서는 식 (IV-1)의 관계가 성립하여야 한다.

$$i_t = i_t^* + E_t(s_{t+1} - s_t) \dots\dots\dots(IV-1)$$

여기서 i_t 및 i_t^* 는 시점 t 에서 $t+1$ 까지의 기간 동안 國內 및 外國債券의 利子率(連續複利로 換算한 收益率), E_t 는 시점 t 에서의 期待(expectation)를 나타내는 符號, s_t 는 시점 t 의 外國通貨를 기준으로 표시한 自國通貨의 換率(예: 원/달러)의 自然對數를 각각 표시함.

식 (IV-1)의 의미는 國內外 債券投資에서 期待되는 收益率が 같지 않을 경우 기대수익률이 낮은 나라에서 높은 나라로 資本이 유입됨을 의미한다. 國內債券에 투자할 경우 期待收益率は 국내 利子率이다. 이에 대하여 外國債券에 投資할 경우 期待되는 收益率は 外國의 利子率과 外國通貨 價值上昇率 기대치의 합계이다. 따라서

國內外 利率가 동일하다면 外國通貨의 價値가 상승할 것으로 기대되는 경우(원/달러 換率이 상승할 것으로 기대되는 경우) 國內에서 海外로의 資本流出이 일어나고 반대로 國內通貨의 價値가 上昇할 것으로 기대되는 경우(원/달러 換率이 下落할 것으로 기대되는 경우)에는 海外에서 國內로 資本이 流入하게 된다. 이와 같이 볼 때 國內外 利率가 차이와 함께 가까운 미래에 換率이 어떤 방향으로 변동할 것인가에 期待는 資本흐름의 방향을 결정하는 중요한 要因임을 알 수 있다.

그런데 가까운 미래에 換率이 어떤 방향으로 움직일 것인가에 대한 豫測可能性은 換率制度에 따라 달라지게 된다. 즉, 換率이 점진적으로 調整되도록 관리하는 換率制度下에서는 비교적 長期間에 걸쳐서 換率이 같은 방향으로 조정되기 때문에 換率變動 사이의 前後關係(이와 같은 관계를 自己相關關係라 한다)를 이용하여 가까운 미래의 換率變動을 어느 정도 예측할 수 있게 된다. 그러나 換率의 자유로운 변동을 허용하는 變動換率制度下에서는 換率變動 사이에 특별한 前後關係가 성립하지 않기 때문에 時系列模型과 같은 간단한 기법을 사용하여 미래 換率의 변동을 예측하기가 매우 어렵게 된다.

우리나라와 주요국들의 각 換率制度下에서 月間 換率變動率의 時系列 資料를 사용하여 自己回歸模型(autoregressive model)을 추정 한 결과는 <表 IV-17>에 정리되어 있다. 이 表에서 우리나라의 複數通貨 마스켓페그 換率制度下에서 원/달러 換率變動率의 1次 自己回歸係數 추정치는 약 0.64였던 것으로 나타나고 있다. 이는 지난 달에 원/달러 換率이 1% 상승하였을 경우 이번 달에는 약 0.64% 상승하는 것과 같은 관계에 있었음을 의미한다.

〈表 IV - 17〉 期間 換率變動率의 時系列의 特性

換 率	換率制度 (期 間)	自己回歸型 推定係數				\bar{R}^2	SSR	D.W.
		常數	AR1	AR2	AR3			
원/달러	複數바스켓 (’80.2~’90.2)	0.001 (0.887)	0.642 (9.026)			0.403	0.007	2.189
	市場平均換率 (’90.3~’96.3)	0.001 (1.403)	0.412 (3.895)			0.164	0.005	2.120
NT달러/ 美달러	中心換率 (’82.9~’89.3)	-0.002 (-1.857)	0.277 (2.488)	0.035 (0.295)	0.255 (2.283)	0.165	0.010	2.069
	變動換率 (’89.4~’95.12)	0.000 (0.002)	0.122 (1.085)	-0.022 (0.195)	0.093 (0.832)	-0.014	0.130	1.886
엔/달러	變動換率 (’73.3~’96.3)	-0.003 (1.504)	0.098 (1.631)			0.006	0.033	2.006
마르크/달러	變動換率 (’73.3~’96.3)	-0.002 (1.092)	0.041 (0.674)			-0.002	0.034	2.005
파운드/달러	變動換率 (’73.3~’96.3)	0.002 (0.805)	0.096 (1.593)			0.006	0.033	2.003
(프)프랑/ 달러	變動換率 (’73.3~’96.3)	0.001 (0.185)	0.004 (0.061)			-0.004	0.033	2.000
(프)프랑/ 마르크	ERM (’79.3~’96.3)	0.002 (2.516)	-0.049 (0.747)			-0.002	0.011	1.828

註:() 안의 숫자는 推定된 係數 t統計의 절대값, \bar{R}^2 은 自由度調整後 R^2 , SSR은 誤差項의 標準偏差, D.W.는 Durbin-Watson 統計를 각각 표시함.

이와 같은 관계를 이용하여 다음 달의 원/달러 換率變動을 豫測할 수 있다. 즉, 이번 달에 원/달러 換率이 1% 下落하였을 경우 다음 달에는 약 0.64% 下落할 것이라는 예측이 가능하다. 複數通貨 바스켓페그 換率制度下에서 이와 같은 방법으로 바로 다음 달 말의 원/달러 換率을 예측하였을 경우 1個月 후의 원/달러 換率이 현재와 같을 것이라고 예측하는 경우와 비교할 때 豫測誤差의 變動性을 40% 가량 줄일 수 있었다.

市場平均換率制度로 이행된 후에는 원/달러 換率變動率 사이의 前後關係가 弱化되기는 하였지만 바로 다음 달의 換率變動을 豫測함에 있어서 여전히 상당한 도움을 줄 수 있는 것으로 판단된다. 예를 들면 이번 달에 원/달러 換率이 1% 下落하였을 때 다음 달에는 약 0.41% 下落하는 것으로 豫測할 경우 豫測誤差의 變動性을 약 16% 줄일 수 있다.

臺灣의 경우 현재 우리나라의 市場平均換率制度下에서와 유사한 방법으로 NT달러/美달러 換率을 管理하였던 中心換率制度下에서는 換率變動率 사이에 미래의 換率을 豫測함에 있어서 도움이 될 수 있을 정도로 상당히 강력한 前後關係가 존재하였던 것으로 판단된다. 예를 들면 NT달러/美달러 換率이 이번 달에 1% 상승하였을 때 1개월 후부터 3개월 후까지의 기간에 걸쳐서 0.57% 가량 上昇하는 것과 같은 방법으로 豫測하였을 경우 豫測誤差의 變動性을 약 16% 줄일 수 있었음을 알 수 있다. 그러나 臺灣이 變動換率制度로 이행한 후부터는 NT달러/美달러 換率變動率 사이의 前後關係가 약화되었기 때문에 가까운 미래의 換率을 豫測함에 있어서 거의 도움이 되지 못하게 된 것으로 판단된다.

變動換率制度를 채택하고 있는 日本과 獨逸, 英國 및 프랑스 등 주요국들 通貨의 美國 달러貨에 대한 換率의 變動率 사이에는 미래의 환율을 豫測함에 있어서 도움이 될만큼 강력한 自己相關關係가 존재하지 않는 것으로 판단된다. 특히, 유럽通貨體制(EMS)下에서 基準換率을 중심으로 일정한 範圍 내에서만 변동하도록 허용되고 있는 (프)프랑/마르크 換率의 경우에도 變動率 사이에도 미래의 換率을 豫測하는 데 도움이 될 정도의 前後關係가 존재하지 않는 것으로 나타나고 있다.

우리나라의 複數通貨 바스켓페그制度나 市場平均換率制度下에서와 臺灣의 中心換率制度下에서 換率變動率 사이에 상당히 강력한 自己相關關係가 존재하게 된 이유는 經濟狀況의 변동 등으로 인하

여 換率이 調整되어야 할 요인이 발생하더라도 일시에 대폭 調整되도록 허용하지 않고 기간을 두고 점진적으로 조정되도록 換率을 관리하였기 때문인 것으로 판단된다.

그러나 變動換率制度를 채택하고 있는 주요 선진국 通貨間 換率의 변동에는 이와 같은 규제가 존재하지 않는다. 따라서 調整要因이 발생할 경우 필요한 만큼 일시에 대폭 변동하기 때문에 換率變動率 사이에 前後關係가 약한 것으로 해석할 수 있다. 유럽通貨體制下에서 프랑貨와 마르크貨 사이의 基準換率을 조정할 필요가 발생할 경우에도 일시에 대폭 조정하기 때문에 換率變動率 사이의 自己相關關係가 약하게 나타나는 것으로 추측된다.

臺灣의 경우 1986년부터 1987년 사이에 당시 中心換率制度下에서 NT달러/美달러 換率이 점진적으로 下落(NT달러貨의 가치가 상승)하도록 관리하였기 때문에 가까운 미래에 換率이 더욱 下落할 것이라는 期待가 형성되어 海外로부터 換差益을 노린 短期資金이 대규모로 유입되어 通貨管理에 많은 어려움을 겪게 되었다.

美貨 1달러에 대한 臺灣 通貨의 換率은 1980년 초 36NT달러에서 점차 상승하여 1982년 말에는 40NT달러에 이른 후 1985년 말까지 거의 같은 수준을 유지하였다. 그러나 1986년 초부터 下落하기 시작하여 1986년중에는 10.9%가 下落하였으며, 1987년중에는 19.6%가 下落하였다. NT달러貨의 가치가 상승하는 과정에서 臺灣의 管理當局은 自國通貨 가치의 급격한 상승으로 인하여 輸出에 惡影響을 미치게 될 것을 우려한 나머지 中央銀行이 外換을 대량으로 買入하여 NT달러/美달러 換率을 점진적으로 下落하도록 유도하였다³³⁾.

이와 같은 換率運用的 결과 가까운 미래에 NT달러貨의 가치가

33) 自國通貨 價値上昇 속도의 차이가 輸出에 미치는 影響에 대하여 金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1993 및 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994 참조.

더욱 상승할 것이라는 期待가 형성되었기 때문에 海外로부터 換差益을 노린 핫머니가 대량으로 유입되어 <表 IV-18>에서 보는 바와 같이 1986년에는 短期資本收支가 86億달러 黑字를 기록하였으며 1987년에는 126億달러 黑字를 기록하게 되었다. 한 가지 주목할 사실은 핫머니의 流入을 방지하기 위하여 臺灣의 通貨當局은 國內金利가 國際金利에 비하여 상당폭 낮은 수준을 유지하도록 管理하였음에도 불구하고 NT달러貨의 가치가 큰 폭으로 상승한 1986년과 1987년에는 핫머니가 대량으로 유입된 점이다.

1986년과 1987년 臺灣에 流入된 短期資金이 換差益을 노린 投機的인 성격을 띠었다는 사실은 1988년 이후 短期資金 흐름의 방향을 보아 짐작할 수 있다. NT달러/美달러 換率이 1988년과 1989년에

<表 IV-18> 臺灣의 資本流出入 關聯 統計

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
長期資本收支 ¹⁾ (億달러)	-10	-17	-22	-46	-69	-56	-29	-37
短期資本收支 ²⁾ (億달러)	-22	86	126	-69	-53	-91	2	-29
NT달러/美달러 變動率(%)	+0.9	-10.9	-19.6	-1.3	-7.1	+3.6	-0.5	-1.4
定期預金利率 ³⁾ 3個月 滿期(%)	5.25~ 6.50	4.0~ 5.0	4.0	4.0~ 4.5	4.5~ 9.0	7.75~ 9.0	7.75~ 6.78	6.50
유로달러金利 3個月 滿期(%)	7.63~ 9.44	5.56~ 7.94	6.12~ 8.37	6.69~ 9.19	8.25~ 10.19	7.44~ 8.56	4.25~ 6.94	3.44~ 4.25
NT달러/美달러 平均換率	39.85	37.84	31.84	28.59	26.41	26.89	26.81	25.16
通貨(M _{1b})平殘 ⁴⁾ (10億NT달러)	676	896	1,311	1,705	1,932	1,878	1,989	2,297

註: 1) 長期資本收支는 直接投資 포함. 2) 短期資本收支는 포트폴리오 投資 포함. 3) 金利는 每月末 水準의 범위. 4) 通貨平殘金額은 日平均 殘額의 年間平均.

資料: 金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 124, <表 VI-1>.

는 각각 1.3%, 7.1% 下落하는 데 그쳤으며 1990년에는 3.6% 상승하였다. 그 결과 NT달러貨의 가치가 더 이상 대폭 상승하지는 않을 것으로 期待되었기 때문에 과거에 流入된 핫머니가 유출되어 1988년과 1989년 및 1990년에는 短期資本收支가 각각 69億달러와, 53億달러 및 91億달러 赤字를 기록하게 된 것으로 짐작할 수 있다.

더욱이 1990년에는 臺灣의 國內金利가 國際金利에 비하여 높은 수준을 유지하였음에도 불구하고 短期資本收支는 赤字를 기록한 것으로 나타나고 있다. 1988년부터 1990년 사이의 기간 동안 臺灣의 短期資本收支赤字 累計額은 213億달러로 1986년과 1987년의 短期資本收支黑字 누계액 212億달러와 거의 같았다. 이와 같은 사실들을 종합적으로 고려할 때 1986년부터 1987년 사이에 臺灣으로 유입된 短期資金은 換差益을 노린 핫머니였던 것으로 해석할 수 있을 것이다.

핫머니의 流入과 經常收支黑字로 인한 NT달러貨 가치의 급격한上昇을 저지하기 위하여 臺灣 中央銀行이 外換을 대량 매입하였기 때문에 通貨調節을 위한 채권을 대량으로 발행하는 등으로 通貨를 적극 還收하였음에도 불구하고 通貨가 급증하여 M_{1b} 의 平均殘額이 1986년과 1987년에 각각 32.5%, 46.3% 증가하였다³⁴⁾. 그 결과 시중의 流動性이 급증하여 臺灣의 株價指數는 1987년에 126% 상승하고 1988년과 1989년에는 각각 143.7%와 65.6% 상승하였다. 그러나 핫머니가 流出된 후 通貨增加率이 둔화된 1990년과 1991년 및 1992년 臺灣의 株價指數가 각각 21.4%와 34.5% 및 18.1% 下落한 것으로 조사되었다³⁵⁾.

換差益을 노린 핫머니의 流入規模에 영향을 미칠 수 있는 요인으

34) 臺灣의 M_{1b} 는 우리나라에서 분류하는 M_1 에 個人保有의 貯蓄預金을 합한 것이다. 臺灣 中央銀行 『金融統計月報』 참조.

35) 金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1993, p. 32, 〈表 II-8〉의 내용 참조.

로 內外 金利差와 換率變動에 대한 期待 이외에 外換危險이 있다. 換差益을 노리고 外國人이 國內로 자금을 流入시키거나 內國人이 外國資金을 들여올 경우 外換포지션을 취하게 되므로 外換危險을 부담하게 된다. 그런데 外換포지션의 크기가 같을 경우 미래 換率變動에 대한 豫測誤差의 變動性이 클수록 外換危險이 증가하게 된다.

〈表 IV-17〉에는 각 換率制度下에서 換率變動率 사이의 前後關係를 이용하여 換率變動을 예측하였을 경우 豫測誤差의 標準偏差(SSR)가 표시되어 있다. 臺灣의 中心換率制度下에서 NT달러/美달러 換率의 경우 月間 變動率 豫測誤差의 標準偏差가 1%였던 것으로 나타나고 있다. 이에 대하여 變動換率制度를 채택하고 있는 주요국 통화간 換率의 경우 月間 變動率 豫測誤差의 標準偏差가 3.3% 내지 3.4%로 NT달러/美달러 換率에 비하여 월등히 크게 추정되었다.

이는 臺灣人이 美國 달러貨로 표시된 外貨負債를 지거나 美國人이 NT달러貨로 표시된 資産을 보유함으로써 인하여 부담하게 되는 外換危險은 變動換率制度를 채택하고 있는 주요 先進國들의 國民이 다른 선진국의 通貨로 표시된 資産이나 負債를 보유할 경우에 부담하는 外換危險에 비하여 월등히 작았음을 의미한다. 즉, NT달러貨와 美國 달러貨 사이의 換投機에 따르는 外換危險은 크지 않았음을 알 수 있다. 臺灣의 中心換率制度下에서 換投機에 따르는 外換危險이 상대적으로 작았기 때문에 가까운 미래에 NT달러貨의 價値가 상승할 것으로 기대되었던 1986년과 1987년에는 안심하고 핫머니가 유입될 수 있었던 것으로 판단된다.

이와 같은 臺灣의 경험에는 앞으로 우리나라가 換率制度를 선택함에 있어서 참고할 수 있는 매우 중요한 示唆點이 내포되어 있다. 앞에서 살펴본 바와 같이 우리나라가 外換 및 資本自由化를 추진하는 과정에서 海外資本이 流入될 것으로 예상되기 때문에 원/달러 換率이 점차 下落할 가능성이 큰 것으로 판단된다. 그런데 현재의

市場平均換率制度에서와 같이 원/달러 換率의 日間 變動을 제한할 경우 換率이 점진적으로 下落하게 될 것이다³⁶⁾. 이에 따라 가까운 미래에 원/달러 換率이 더욱 下落할 것이라는 期待가 형성되고 換差益을 노린 핫머니의 流入이 촉발될 수 있을 것이다.

國內金利가 國際金利에 비하여 상당폭 높은 수준을 유지하고 있는 현재와 같은 상황에서는 가까운 미래에 원/달러 換率이 下落할 것으로 기대될 경우 핫머니가 流入될 동기가 더욱 큰 것으로 판단된다. <表 IV-18>에서 1986년과 1987년에는 臺灣의 國內金利가 國際金利에 비하여 낮았음에도 불구하고 NT달러貨의 價値上昇이 기대됨에 따라 핫머니가 유입되었다. 앞으로 원貨價値의 상승에 대한 期待値가 1986부터 1987년까지의 기간에 있어서 NT달러貨 價値上昇에 대한 기대치에 비하여 작기 때문에 핫머니의 流入規模가 상대적으로 작을 수도 있을 것이다. 그러나 國內金利가 國際金利에 비하여 상대적으로 높기 때문에 핫머니의 流入規模가 더욱 커질 가능성도 배제할 수 없다.

게다가 資本流出入에 대한 規制가 완화됨에 따라 핫머니의 流入을 규제하기가 더욱 어려워질 것이다. 海外로부터 短期資本의 유입을 금지하더라도 國內株式에 대한 投資나 輸出先受金, 輸入金融 등 허용된 형태를 가장한 사실상의 핫머니가 유입될 수 있을 것이다. 또한 金融自律化 등으로 인하여 外國換銀行 등 金融機關들의 營業에 대한 監督 및 規制가 완화됨에 따라 뱅크론 등을 통하여 핫머니가 유입되는 경우도 생각해 볼 수 있을 것이다³⁷⁾.

현재와 같이 원/달러 換率의 日間 變動幅을 제한할 경우 환율의

36) 현재 우리나라의 市場平均換率制度는 臺灣의 中心換率制度를 모방한 것이다. 中心換率制度下에서 NT달러/美달러 換率의 日間 變動幅은 직전 去來日의 加重平均換率을 중심으로 上下 2.25%로 제한되었다.

37) 臺灣의 경우 1986년부터 1987년 사이에 유입된 핫머니의 상당히 큰 부분이 先物換契約과 연계하여 外國換銀行들이 들여온 것으로 조사되었다. 金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1993, 第Ⅶ章 참조.

변동성이 상대적으로 작기 때문에 外換포지션을 취함에 따라 負擔하게 되는 外換危險이 작다. 따라서 가까운 미래에 원/달러 換率이 下落할 것으로 期待되고 國內金利가 國際金利에 비하여 높은 상황에서는 안심하고 핫머니가 유입할 가능성이 큰 것으로 판단된다. <表 IV-17>에서 우리나라가 市場平均換率制度로 이행한 후 원/달러 換率變動率 豫測誤差의 標準偏差는 臺灣의 中心換率制度下에서 NT달러/美달러 換率의 경우에 비하여 작은 것으로 추정되었다. 따라서 달러貨로 표시된 같은 규모의 핫머니를 國內로 유입시킬 경우 負擔하게 되는 外換危險은 中心換率制度下에서 臺灣으로 유입시킨 경우에 비하여 작은 것으로 평가할 수 있다.

이와 같은 점들을 종합적으로 고려할 때 資本自由化로 인하여 短期資金의 流出入에 대한 규제가 어렵게 되고 海外資本의 유입으로 인하여 원/달러 換率이 下落할 것으로 期待되는 상황에서는 換率이 점진적으로 調整되도록 관리하기가 어렵게 될 것으로 판단된다. 그럼에도 불구하고 원/달러 換率이 점진적으로 下落하도록 管理할 경우 換差益을 노린 핫머니가 대규모로 유입되어 通貨가 급격하게 膨脹하게 될 것이다. 그 결과 株式이나 不動產 등 資産의 가격이 급등하고 物價가 上昇하는 등 經濟의 安定基調가 흔들리게 될 가능성이 큰 것으로 판단된다.

第 V 章 外國의 換率制度 變更 및 換率運用 事例

앞으로 우리나라가 어떤 換率制度를 선택하고 換率을 어떻게 운용할 것인가에 대하여 결론을 내리기 전에 經濟發展의 단계가 우리와 유사한 주요국들의 換率制度 및 換率運用의 실태를 파악해 봄으로써 많은 示唆點을 발견할 수 있을 것이다.

특히 臺灣은 현재 우리나라의 市場平均換率制度和 유사한 中心換率制度에서 1989년 4월부터 變動換率制度로 이행하였다. 濠洲와 뉴질랜드는 1980년 2월부터 1990년 2월까지 우리나라가 채택하였던 複數通貨 바스켓페그制度和 유사한 換率制度에서 1983년 12월과 1985년 3월에 각각 變動換率制度로 이행하였다. 이들 나라가 換率制度를 변경하게 된 이유를 살펴보고, 새로운 換率制度로 이행하기 前後의 기간에 있어서 經濟狀況을 비교해 봄으로써 많은 교훈을 얻을 수 있을 것이다.

싱가포르의 경우 아직도 貿易比重을 기준으로 구성된 通貨바스켓에 대한 自國通貨의 換率을 관리하고 있다. 그럼에도 불구하고 外換의 保有 및 去來나 資本流出入에 대한 規制가 거의 없기 때문에 세계적인 國際金融 센터로 자리잡고 있다. 우리나라가 外換 및 資本自由化를 추진하고 있음을 감안할 때 外換 및 換率運用과 관련된 이와 같은 싱가포르의 경험도 좋은 참고가 될 것으로 판단된다.

1. 臺 灣

國民黨政府가 臺灣으로 이주한 후 막대한 軍事費 지출 등으로 慢

性的인 外換不足에 시달리게 되었기 때문에 外換은 귀중한 資産이라는 인식하에 外換의 流出에 대하여서는 엄격히 통제하는 대신 流入은 환영하는 것이 오랜동안 外換政策의 기초였다¹⁾. 이와 같은 外換政策의 일환으로 輸出은 적극 권장하고 輸入은 가능한 억제하였다. 이를 위하여 臺灣은 한때 二重換率制度를 쓰기도 하였다.

1次 石油波動 직후부터 臺灣의 經常收支가 黑字로 轉換되고 經常收支黑字가 장기간 지속됨에 따라 外換의 유입이 증가하였기 때문에 1980년대 초에는 外換 및 換率政策의 基調가 바뀌게 되었다. 그간 臺灣은 管理當局이 NT달러/美달러 換率을 적정한 수준에서 결정하였으나 1982년 9월에는 換率決定에 外換市場 需給狀況의 변동을 반영하되 日間 換率變動의 幅을 제한하는 中心換率制度로 행하였다. 이 制度下에서 매 去來日 NT달러/美달러 換率은 직전 거래일의 각 換率에 거래된 外換의 규모를 加重值로 하여 산출한 平均換率을 중심으로 상하 2.25% 범위에서 변동하도록 제한되었다.

中心換率制度로 이행된 후에도 臺灣의 經常收支 黑字規模는 계속 확대되어 1984년에는 약 70億달러에 달하고 1985년에는 90億달러를 초과하게 되었으며, 특히 美國과의 貿易에서 대폭적인 黑字를 기록하였다. 이에 따라 美國은 貿易逆調를 개선하기 위하여 NT달러貨의 가치를 상승시키도록 압력을 가하였다.

1986년부터 NT달러/美달러 換率은 下落(NT달러貨의 가치 상승)하기 시작하였다. 이 과정에서 臺灣當局은 自國通貨 가치의 급격한 상승으로 인한 輸出競爭力 惡化效果를 완화하기 위하여 NT달러貨의 가치가 점진적으로 상승하도록 유도하였다. NT달러/美달러 換率이 1987년까지 장기간에 걸쳐서 하락함에 따라 가까운 미래에 NT달러貨의 가치가 더욱 상승할 것이라는 기대가 형성되었다. 그 결과 1986년과 1987년에는 換差益을 노리고 핫머니가 대량으로 유

1) 李麗, 『臺灣의 外換市場과 換率制度』, 全國銀行聯合會 調查部(譯), 1990 참조.

입되어 通貨가 급격하게 증가하고 株式을 비롯한 資産의 가격이 급등하였으며, NT달러貨 가치의 上昇速度가 완화된 시 시작한 1988년부터는 핫머니가 대량으로 流出되는 등 많은 문제가 발생하였다²⁾.

換率이 점진적으로 조정되도록 유도하는 中心換率制度의 이와 같은 폐단을 시정하기 위하여 臺灣은 1989년 4월부터 變動換率制度로 이행하였다. <表 V-1>에는 變動換率制度로 이행하기 前後 기간에 있어서 臺灣의 주요 經濟指標가 비교되어 있다. 이 表에서 臺灣의 年平均 實質GDP 增加率은 中心換率制度를 채택하였던 1981년부터 1985년까지 6.9%였으나 1986년부터 1990년 사이에는 9.1%로 높아졌으며, 變動換率制度로 이행한 후 1991년부터 1994년까지의 기간에는 6.1%로 상당폭 낮아진 것으로 나타나고 있다. 그런데 1991년 이후 臺灣의 經濟成長率이 낮아진 데에는 美國을 비롯한 주요 先進國들의 國內景氣가 침체되었기 때문에 輸出增加率이 낮아진 것도 상당히 중요한 요인으로 작용하였을 것으로 판단된다³⁾.

變動換率制度로 이행된 후 臺灣의 通貨增加率이 상당폭 낮아졌음을 알 수 있다. 1986년부터 1990년 사이에 臺灣의 通貨(M_1) 및 總通貨(M_2) 年平均 증가율은 각각 약 22.1%와 18.9%를 기록하였다. 이에 대하여 1991년부터 1995년까지의 기간에는 通貨 및 總通貨의 年平均 증가율이 각각 약 6.3%와 15%로 낮아졌다.

變動換率制度로 이행된 후 臺灣의 通貨增加率이 낮아졌음에도 불구하고 物價上昇率은 오히려 높아졌다. 臺灣의 消費者物價는 1986년부터 1990년 사이에 年平均 약 2.2% 상승하였으나 1991년부터 1995년 사이에는 年平均 약 3.8% 상승한 것으로 나타나고 있다. 都賣物價는 1986년부터 1990년 사이에 연평균 약 1.9% 下落하였

2) 臺灣의 핫머니 流出入에 대하여 <表 IV-18>의 내용 참조.

3) OECD諸國의 實質GDP(物量指數: volume index)는 1985년부터 1989년까지 매년 2.5% 이상씩 증가하였다. 이에 대하여 1990년에는 약 2.3% 증가하였고 1991년과 1992년에는 각각 약 1.1% 증가하는 데 그쳤으며 1993년에는 약 0.4% 감소하였다. OECD, *National Accounts*, 1996 참조.

다. 이 기간 동안 臺灣의 都賣物價가 下落한 이유는 NT달러/美달러 換率이 대폭 하락하였기 때문에 NT달러貨로 환산한 輸入品의 가격이 하락한 때문인 것으로 판단된다. 그러나 1991년부터 1995년 사이에는 年平均 약 1.7% 상승한 것으로 나타나고 있다.

〈表 V-1〉 臺灣의 主要 經濟指標 推移

(單位：%, 億美달러)

	期 間				
	1981~ 1985	1986~ 1990	1991~ 1995	1994	1995
實質GNP增加率(年平均)	6.89	9.07	6.47 ¹⁾	6.08	-
M ₁ 增加率(年平均)	8.67	22.06	6.27	7.90	-4.42
M ₂ 增加率(年平均)	22.56	18.94	14.98	13.02	8.19
消費者物價上昇率(年平均)	3.62	2.20	3.76	4.09	3.75
都賣物價上昇率(年平均)	0.85	-1.85	1.68	2.08	7.43
經常收支(累積金額)	233.5	666.1	380.4	61.0	50.1
資本收支(累積金額)	-61.2	-214.0	-244.7	-14.0	-92.7

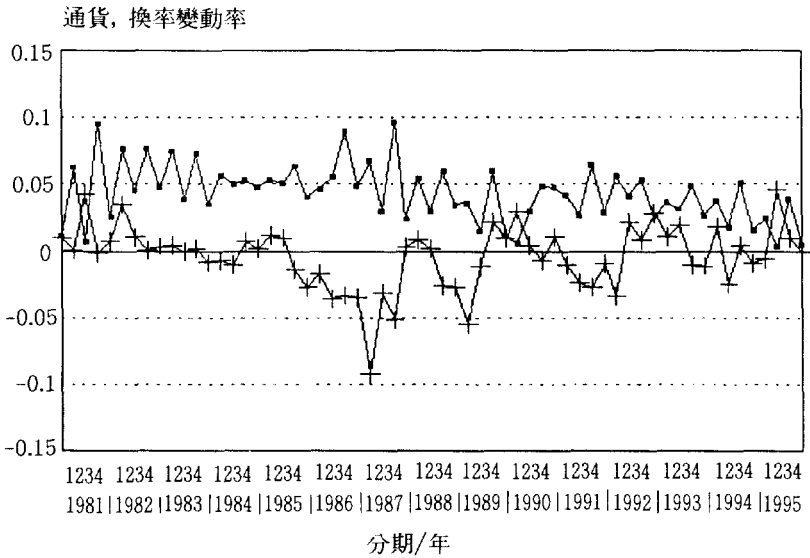
註：1) 1991~ 94년 平均.

資料：臺灣中央銀行, 『金融統計月報』, 각호, 韓國銀行, 『조사통계월보』, 각호, 臺灣 IFS 각호.

臺灣의 經常收支 黑字規模는 變動換率制度로 이행한 후 상당폭 축소된 것으로 나타나고 있다. 臺灣 經常收支 黑字累計額은 1986년부터 1990년 사이에 666億달러를 기록하였으나, 1991년부터 1995년까지의 기간에는 380億달러로 감소하였다. 經常收支 黑字에 대응하여 海外投資 등으로 인한 資本收支 赤字規模가 점차 확대되고 있는 것으로 나타나고 있다.

臺灣이 變動換率制度로 이행한 時點을 전후한 기간에 있어서 分期間 總通貨(M₂) 및 NT달러/美달러 換率의 변동상황은 [圖 V-1]에 표시되어 있다. 이 그림에서 臺灣의 總通貨 증가는 變動換

[圖 V-1] 臺灣의 總通貨(M₂) 및 換率變動



— 總通貨(M₂) 變動率 + NT달러/美달러變動率

率制度로 이행된 후 상당히 낮아졌음을 알 수 있다. 中心換率制度가 유지되었던 1989년 2/4分期까지는 대부분의 分期에 있어서 總通貨 증가율이 5% 이상을 기록한 것으로 나타나고 있다. 이에 대하여 變動換率制度로 이행한 1989년 3/4分期 이후에는 總通貨 증가율이 5%를 초과한 것은 3個 分期에 불과하며 대부분의 분기에 있어서는 5% 미만을 기록한 것으로 나타나고 있다.

變動換率制度로 이행한 후에도 換率은 상당히 안정되었다. 1989년 3/4분기 이후 분기간 NT달러/美달러 換率의 變動率이 5% 이상을 기록한 경우는 한 分期도 없으며 대부분의 分期에 있어서는 2%를 초과하지 않은 것으로 나타나고 있다. 變動換率制度를 채택하고 있는 日本, 獨逸, 英國, 프랑스 등 주요국 通貨의 對美 달러 換率은 分期間 변동률이 5%를 초과한 경우가 많으며 15%를 초과한 경우

도 있음을 감안할 때 NT달러/美달러 換率은 매우 안정된 것으로 평가할 수 있다⁴⁾.

이와 같이 變動換率制度로 이행된 후에도 臺灣의 換率이 안정된 이유는 資本流入에 대하여 상당히 엄격하게 통제하고 있기 때문인 것으로 판단된다. 臺灣은 1987년 7월 外換制度 개편에서 資本流出과 관련된 規制는 대폭 緩和하였다. 그러나 資本流入과 관련된 규제는 크게 緩和하지 않았으며 오히려 強化한 부분도 있다⁵⁾. 臺灣의 경우 1991년부터 自國內 株式에 대한 外國人의 直接投資를 허용하였지만 個別種目에 대한 投資比率 한도와 함께 外國人 投資總額을 제한하고 있고 投資元金の 海外送金은 流入 후 3개월이 경과하지 않으면 허용하지 않는 등 우리나라에 비하여 規制가 엄격한 것으로 알려지고 있다.

臺灣企業들의 輸出競爭力 유지와 관련하여 볼 때 보다 중요한 사실은 變動換率制度로 이행된 후 NT달러貨의 價値上昇 추세가 반전된 점이다. [圖 V-1]에서 1986년 1/4分期부터 1989년 2/4分期까지의 기간 동안 NT달러/美달러 換率은 1988년 1/4分期부터 3/4分期까지를 제외하고 每分期 下落한 것으로 나타나고 있다. 이에 대하여 1989년 3/4分期부터 1996년 1/4分期까지의 기간에는 NT달러/美달러 換率이 상승한 분기의 수가 下落한 분기의 수에 비하여 많은 것으로 나타나고 있다. 실제로 NT달러/美달러 換率은 1989년 3/4分期 말 1달러당 25.61NT달러에서 1996년 1/4분기 말

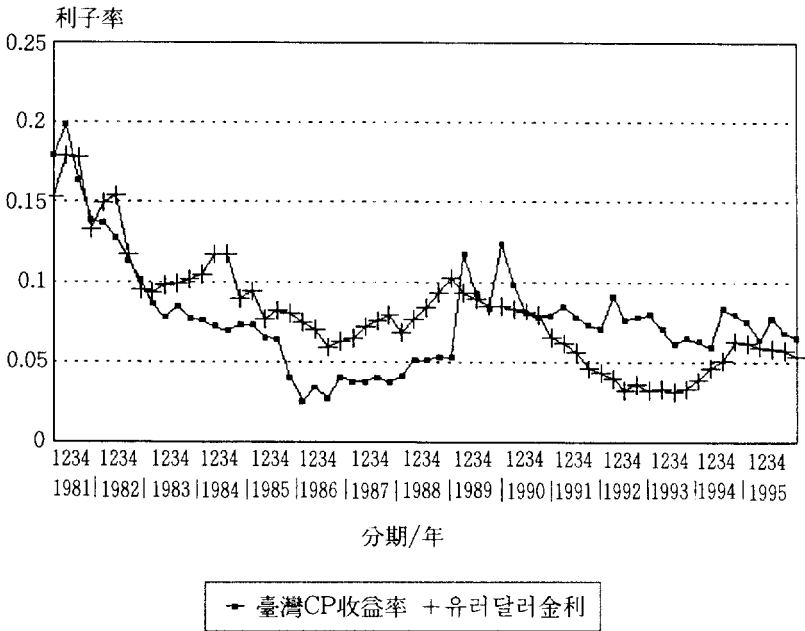
4) 엔/달러, 마르크/달러, 파운드/달러 및 프랑/달러 換率의 分期間 變動率에 대하여 金宗萬, 『國際通貨制度의 改編論議와 우리나라의 對應』, 1996, p. 30, [圖 II-3] 참조. 제 II 장의 <表 II-3>에서 엔/달러, 마르크/달러, 파운드/달러 및 프랑/달러 換率의 경우 分期間 變動率의 標準偏差가 6% 이상이다. 이에 대하여 <表 II-5>에서 臺灣이 變動換率制度로 이행한 후 분기간 NT달러/美달러 換率 變動率의 標準偏差는 약 2.27%인 것으로 추정되었다.

5) 臺灣의 外換 및 資本自由化 상황에 대하여 金宗萬, 『外換 및 資本自由化가 換率에 미치는 影響』, 1995, pp. 116~122 및 pp. 225~232, <附表 2> 참조.

에는 27.25NT달러로 상승하였다.

臺灣의 經常收支는 變動換率制度로 이행된 후에도 매년 黑字를 기록하였으며 <表 V-1>에서 보는 바와 같이 經常收支 黑字累積額은 資本收支 赤字累積額에 비하여 많았다. 따라서 變動換率制度로 이행한 후에도 臺灣의 外換市場에서 外換의 超過供給 상황이 지속된 것으로 해석할 수 있다. 그럼에도 불구하고 NT달러貨의 가치가 下落한 이유는 臺灣 中央銀行이 NT달러貨의 가치상승을 저지하기 위하여 外換을 買入하였기 때문인 것으로 판단된다⁶⁾.

[圖 V-2] 臺灣의 短期金利 變動



[圖 V-2]에는 臺灣의 CP 流通收益率과 유러달러金利의 변동추

6) 臺灣 中央銀行의 對外準備高(金 포함)는 1989년 말 약 780億달러에서 1995년 말에는 약 959億달러로 증가하였다.

이가 비교되어 있다⁷⁾. 이 그림에서 1983년부터 1989년 中盤까지 臺灣의 CP 流通收益率이 유러달러金利에 비하여 상대적으로 낮았던 것으로 나타나고 있다. 특히 1986년부터 1989년 3/4분기까지의 기간에는 臺灣의 CP 流通收益率이 유러달러金利에 비하여 年率 3~5% 포인트 낮은 수준을 유지하였다. 이와 같이 中心換率制度下에서 臺灣의 國內金利가 國際金利에 비하여 낮았던 이유는 핫머니의 유입을 방지하기 위하여 臺灣政府가 國內金利를 낮은 수준으로 통제했기 때문인 것으로 판단된다.

이에 대하여 臺灣이 變動換率制度로 이행한 직후인 1989년 4/4分期부터는 臺灣의 CP 流通收益率이 유러달러金利에 비하여 상대적으로 높은 수준을 유지한 것으로 나타나고 있다. 이와 같이 臺灣의 國內金利가 國際金利에 비하여 상대적으로 높았음에도 불구하고 NT달러貨의 가치가 상승할 것이라는 期待가 형성되지 않았기 때문에 핫머니의 流入은 일어나지 않았다.

이상에서 파악한 臺灣의 經濟狀況을 종합해 볼 때 變動換率制度에로의 移行은 상당히 성공적이었던 것으로 평가된다. 變動換率制度로 이행한 후에도 NT달러/美달러 換率은 안정되었으며 NT달러貨 가치의 上昇趨勢도 멈추게 되었다. 이에 따라 臺灣은 계속 經常收支 黑字를 기록하고 있다. 특히, 變動換率制度로 이행한 후 通貨增加率이 下落하고 通貨를 安定的으로 관리할 수 있게 됨에 따라 NT달러/美달러 換率이 상승하였음에도 불구하고 消費者物價 上昇率은 年平均 3%대에 머무르는 안정세를 보이고 있다.

2. 濠 洲

濠洲는 英國의 식민지였던 관계로 브레튼우즈體制下에서 自國通

7) 臺灣의 CP 流通收益率은 每分期 마지막 달의 91~180일 滿期 CP의 平均 流通(secondary market)收益率이며 유러달러金利는 每分期 마지막

貨의 가치를 英國 파운드貨의 가치에 連繫시켜서 운용하였으나 1971년 12월 國際換率制度가 스미소니언體制로 바뀌면서 美國 달러貨에 대한 固定換率制度를 채택하게 되었다. 1973년 3월 日本, 獨逸, 프랑스, 英國 등 주요 선진국들 通貨의 對美 달러 換率이 플로팅된 후에도 濠洲달러/美달러 換率은 1974년 9월까지 固定되었다.

1974년 9월 이후 貿易比重을 기준으로 산출한 바스켓指數(trade weighted basket index: TWI)에 대한 固定換率制度로 이행하였으며, 換投機 壓力으로 인하여 濠洲 달러貨의 가치를 상당폭 引下한 후 1976년 11월부터는 TWI에 대한 可變固定換率制度(crawling peg)로 전환하였다⁸⁾.

可變固定換率制度下에서 막대한 규모의 海外資金 특히 短期資金의 유출입으로 인하여 通貨管理가 매우 어렵게 되었기 때문에 濠洲는 1983년 12월부터 變動換率制度로 이행하게 되었는바, 그 배경을 요약하면 다음과 같다⁹⁾.

첫째, 1980년대 초부터 濠洲 金融市場이 급속하게 발전하고 規制가 緩和됨에 따라 換率體制에 상당한 부담을 주게 되었다. 특히 濠洲의 金融市場이 海外市場과 특히 아시아 金融市場과 보다 밀접해짐에 따라 企業들이 탄력적인 流動性管理를 위하여 海外資金에 의존하게 되었으며, 外換危險管理를 위하여 通貨웁션이나 通貨先物 등을 적극적으로 이용하게 되었다. 이와 같은 변화로 인하여 外換에 대한 規制는 효력을 잃게 되었으며 市場參與者들은 外部의 변화, 특히 미래의 豫想되는 주요 通貨間 換率의 變動에 민감하게 되

달의 90日 滿期 유러달러 資金의 평균 金利이다.

- 8) 可變固定換率制度下에서 매일 아침 9시 30분에 濠洲의 準備銀行은 그날의 外換去來에 적용할 TWI의 수준을 발표하고 이에 상응하는 濠洲달러/美달러 換率을 발표하였다. 따라서 이 제도는 기본적으로 우리나라가 1980년 2월부터 1990년 2월까지 채택한 複數通貨 바스켓페그制度和 같은 것이다
- 9) Laker, J.F. "Exchange rate policy in Australia," Working Paper, Reserve Bank of Australia 참조.

었다.

둘째, 그 결과 미래의 換率變動에 대한 期待가 바뀜에 따라 投機的인 短期資金이 대규모로 유입되거나 유출되어 通貨管理가 매우 어렵게 되었다. 濠洲의 準備銀行은 매일 발표된 換率에 外換去來가 이루어지도록 하기 위하여 超過供給이 발생할 경우 이를 買入하여 흡수하고 超過需要가 발생할 경우에는 外換을 賣却하여야 하였는 바, 이에 따라 通貨供給이 증가하거나 감소하게 되었다. 海外資金의 流出入이 通貨에 미치는 효과를 中和(sterilize)하기 위하여 公開市場造作을 하게 되면 國內金利가 변동하게 되었으며, 資金流出入의 규모가 더욱 확대되는 결과를 초래하게 되었다.

變動換率制度로 이행한 이후 濠洲의 準備銀行은 1986년 濠洲의 國際收支가 악화됨에 따라 호주 달러貨의 가치가 급격하게 하락한 경우와, 1988년 國際商品價格(commodity price)의 상승 및 美國株價가 급락한 후 濠洲 달러貨의 가치가 급격하게 상승한 경우를 제외하고는 대규모로 外換市場에 介入하지 않은 것으로 알려지고 있다. 이에 따라 美國 달러를 비롯한 주요 通貨에 대한 濠洲 달러貨 換率의 短期變動性은 증가하였으나 未來의 換率變動에 대한 期待가 바뀜에 따라 일어나던 短期資金의 流出入이 중단되었기 때문에 通貨管理의 부담이 줄어들게 되었다¹⁰⁾.

變動換率制度로 이행한 1983년 말을 전후한 기간에 있어서 濠洲의 주요 經濟指標들은 <表 V-2>에 비교되어 있다. 이 表에서 變動換率制度로 이행한 후 1984년부터 1988년까지 濠洲의 年平均 實質 GDP 增加率이 약 4.5%로 높아진 것으로 나타나고 있다. 그러나 이 기간에 經濟成長率이 높아진 것은 1985년 國際原油價格의 下

10) 이와 같은 결과에 대하여 濠洲의 準備銀行 당국자들은 매우 만족하고 있는 것으로 보인다. Macfarlane, I. J.(Deputy Governor of Reserve Bank of Australia), "The Exchange Rate, Monetary Policy And Intervention," Reserve Bank of Australia Bulletin, December, 1993, 참조.

〈表 V-2〉 濠洲의 主要 經濟指標 推移

(單位 : %, 億美달러)

	期 間					
	1974~ 1978	1979~ 1983	1984~ 1988	1989~ 1993	1994	1995
實質 GDP增加率(年平均)	2.59	2.22	4.53	2.12	5.20	3.07
M ₁ 增加率(年平均)	9.83	10.57	14.61	12.06	11.07	6.83
M ₂ 增加率(年平均)	11.67	11.87	15.31	10.95	9.72	8.59
消費者物價 上昇率(年平均)	12.85	10.03	7.09	4.16	1.89	4.72
生産者物價 上昇率(年平均)	11.99	10.86	6.78	3.21	0.08	3.59
經常收支(累積金額)	-136.9	-307.1	-485.3	-697.5	-174.8	-197.9
資本收支(累積金額)	91.5	357.3	545.5	703.9	164.7	134.7

資料 : IMF, IFS tape.

落 이후 先進國에 공통적으로 나타난 현상이기 때문에 換率制度의 변경으로 인하여 濠洲의 經濟成長이 촉진된 것으로 보기는 어렵다.

濠洲가 變動換率制度로 이행기를 전후한 기간에 있어서 年間 通貨 增加率에는 큰 차이가 없었으나, 消費者物價와 生産者物價 상승 륜은 變動換率制度로 이행했기 후 점차 낮아진 것으로 나타나고 있다. 그런데 1973년과 1980년의 두 차례에 걸친 石油波動으로 인하여 모든 나라의 物價가 크게 상승하였음을 감안할 때 1983년 이후 濠洲의 物價가 안정된 이유가 變動換率制度로 이행했기 때문인 것으로 보기는 어렵다.

같은 表에서 濠洲는 變動換率制度로 이행한 후에도 매년 큰 규모의 經常收支 赤字를 기록하고 있으며 이를 補填하기 위하여 필요한 外換 은 해외로부터의 資本流入에 의존하고 있는 것으로 나타나고 있다.

變動換率制度로 이행한 時點을 전후한 기간에 있어서 濠洲의 總 通貨(M₂)와 濠洲달러/美달러 換率의 분기간 변동률은 [圖 V-3] 에 표시되어 있다. 이 그림에서 濠洲가 變動換率制度로 이행한 후 에도 總通貨 변동의 특징이 크게 변하지 않았음을 알 수 있다. 그러나 濠洲달러/美달러 환율의 분기간 變動性은 상당폭 증가한 것으로

3. 뉴질랜드

뉴질랜드의 換率制度는 濠洲의 換率制度와 유사한 변천과정을 거쳐서 1985년 3월에 變動換率制度로 이행되었다. 브레튼우즈 固定換率體制가 유지된 1971년까지 뉴질랜드는 自國通貨의 가치를 英國 파운드貨의 가치에 連繫하여 관리하였다¹⁴⁾. 그러나 스미소니언 固定換率體制가 출범한 1971년 말부터는 美國 달러貨에 대한 固定換率制度로 이행하였으며 1975년부터는 貿易比重을 加重值로 하여 산출한 通貨바스켓指數(trade weighted basket index : TWI)에 대한 固定換率制度로 전환하고 1979년 중반부터는 TWI에 대한 可變固定換率制度로 이행하여 變動換率制度로 이행하기까지 유지하였다¹⁵⁾.

뉴질랜드가 變動換率制度로 이행한 배경은 濠洲와 다소 차이가 있다¹⁶⁾. 1982년 중반까지 지속된 膨脹的인 財政政策과 비탄력적인 商品, 勞動 및 金融市場으로 인하여 막대한 物價上昇 압력을 받게 되었으며 年間 實質GDP 增加率은 OECD 會員國 중 가장 낮은 1% 내외를 기록하는 등 뉴질랜드의 經濟가 매우 어려운 상황이었다. 이에 대응하여 뉴질랜드 政府는 換率調整을 중단하고 貨金, 物價 및 利子率을 동결하는 조치를 취하였다.

그러나 1984년 중반에는 이러한 措置가 효력을 잃게 되었으며 金融市場을 歪曲시키는 중대한 要因으로 작용하게 되었다. 또한 뉴질랜드 달러貨의 가치가 高評價되었다는 認識과 함께 언젠가는 대폭적인 換率調整이 있을 것이라는 期待가 형성되었다. 이와 같은 상황에서 1984년에 早期總選이 발표되자 머지않아 뉴질랜드 달러貨

14) 예를 들면 1967년 英國이 파운드貨의 對美 달러 가치를 14% 平價切下 하였을 때 뉴질랜드 파운드貨의 가치도 19% 평가절하하였다.

15) 뉴질랜드의 TWI 算出에 있어서 通貨바스켓은 美國 달러, 日本 엔, 英國 파운드, 獨逸 마르크, 濠洲 달러 등 5개 通貨로 구성되었다.

16) 뉴질랜드 換率制度의 變遷過程 및 變動換率制度로 이행한 배경에 대하여 International Department, Reserve Bank of New Zealand, *New Zealand Exchange Rate Policy*, 1989 참조.

가치가 平價切下될 것이라고 예상되었기 때문에 金融機關과 貿易業者들은 平價切下로 인한 손실을 피하기 위하여 막대한 규모의 資金을 海外로 도피시켰기 때문에 總選直前 4週間에만 약 12億달러의 자금이 海外로 流出되었다.

새로 집권한 勞動黨 政府는 1984년 7월에 美國 달러貨에 대한 뉴질랜드 달러貨의 가치를 20% 平價切下하였으며 10월에는 外換 달러의 포지션限度와 海外資本 借入에 대한 규제를 철폐하였으며 12월에는 外換에 대한 모든 규제를 사실상 폐지하였다. 이어서 다음 해 3월에는 變動換率制度로 이행하였다.

變動換率制度로의 이행 前後 기간에 있어서 뉴질랜드의 주요 經濟指標들은 <表 V-3>에 비교되어 있다. 이 表에서 뉴질랜드의 年平均 實質GDP 增加率은 變動換率制度로 이행한 직후인 1985년부터 1989년 사이에 약 0.8%로 낮아졌으며 1990년부터 1994년까지의 기간에도 약 1.5%로 낮은 수준을 기록한 것으로 나타나고 있다.

變動換率制度로 이행한 후에도 뉴질랜드의 通貨(M₁) 및 總通貨(M₂) 증가율은 상당히 높은 수준을 기록하고 있다. 1985년부터 1989년까지의 기간 동안 年平均 M1 增加率과 M2 增加率은 각각 약 46.3%와 22.2%를 기록하여 變動換率制度로 이행하기 이전에 비하여 상당폭 높아졌으며 1990년부터 1994년까지의 기간에도 年平均 M2 增加率은 20%를 초과한 것으로 나타나고 있다. 消費者物價와 生産者物價 상승률은 變動換率制度로 이행한 초기 5년간은 여전히 높은 수준을 유지하였으나 1990년 이후에는 상당폭 낮아져서 각각 年平均 3% 이하를 기록하게 되었다.

變動換率制度로 이행하기 직전인 1980년부터 1984년까지 5년간 뉴질랜드의 經常收支 赤字累計額은 77億(美)달러였다. 變動換率制度로 이행한 후 직후 5년간 經常收支 赤字累計額은 약 132億달러로 증가하였으며, 1990년부터 1994년까지의 기간에도 약 96億달러의 經常收支 赤字를 기록한 것으로 나타나고 있다. 資本收支는 變

動換率制度로 이행하기 직전 및 직후 5년간 각각 21億달러와 60億달러의 적자를 기록하였으나 1990년부터 1994년까지의 5년간에는 약 35億달러의 黑字를 기록한 것으로 나타나고 있다.

〈表 V-3〉 뉴질랜드의 主要 經濟指標 推移

(單位：%, 億美달러)

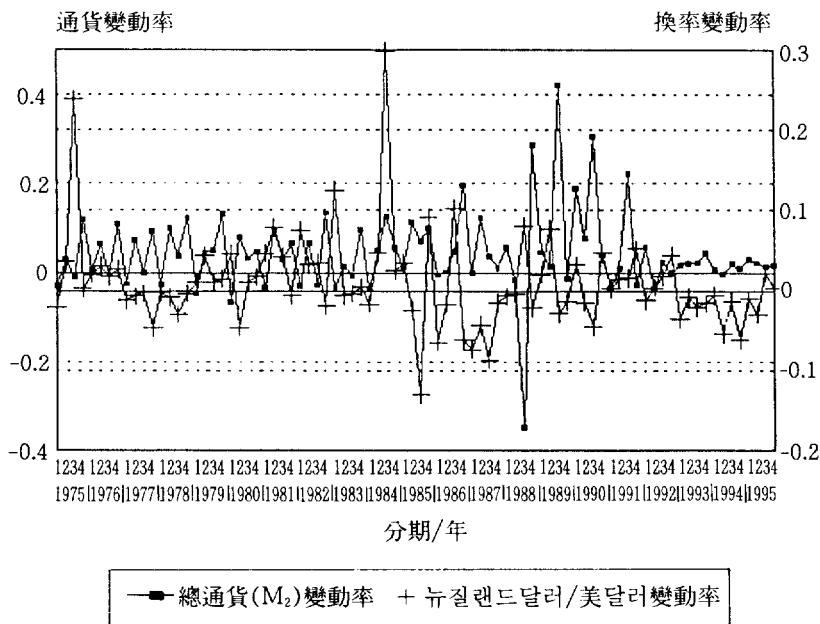
	期 間				
	1975~ 1979	1980~ 1984	1985~ 1989	1990~ 1994	1995
實質 GDP增加率(年平均)	0.03	3.87	0.78	1.47	-
M1增加率(年平均)	9.18	8.99	46.30	6.39	15.12
M2增加率(年平均)	17.40	13.33	22.24	21.64	8.55
消費者物價 上昇率(年平均)	14.30	12.41	11.31	2.54	3.75
生産者物價 上昇率(年平均)	16.25	13.48	8.28	2.27	0.07
經常收支(累積金額)	-39.2	-77.0	-131.7	-95.6	-
資本收支(累積金額)	-8.2	-21.1	-60.0	34.6	-

資料：IMF, IFS tape.

變動換率制度로의 이행 전후 기간에 있어서 뉴질랜드의 總通貨(왼쪽 축) 및 뉴질랜드달러/美달러 換率의 分期間 變動率(오른쪽 축)은 [圖 V-5]에 표시되어 있다. 이 그림에서 變動換率制度로 이행한 1985년 1/4분기 이후에도 뉴질랜드의 總通貨 증가율은 상당히 높은 수준을 유지한 것으로 나타나고 있다¹⁷⁾. 특히 1989년부터 1991년 초에 걸쳐서 總通貨가 급격히 膨脹한 것으로 나타나고 있다. 그러나 1991년 말부터는 總通貨 증가율이 대폭 낮아진 수준에 머무르고 있다.

17) 뉴질랜드 通貨集計의 기준이 바뀌었기 때문에 [圖 V-5]에서 1988년 3/4分期에는 總通貨가 대폭(약 35%) 감소한 것으로 나타나고 있다.

[圖 V-5] 뉴질랜드의 總通貨(M₂) 및 換率變動



같은 그림에서 變動換率制度로 이행한 직후부터 1988년 2/4分期까지 상당히 장기간에 걸쳐서 美國 달러貨에 대한 뉴질랜드 달러貨의 가치가 상승(뉴질랜드달러/美달러 換率 下落) 것으로 나타나고 있다¹⁸⁾. 또한 1992년 1/4分期부터 1995년 2/4분기까지의 기간에도 뉴질랜드 달러貨의 가치가 계속 상승한 것으로 나타나고 있다. 그 결과 美貨 1달러당 換率은 變動換率制度로 이행하기 직전인 1985년 2월 말 약 2.22뉴질랜드달러에서 1996년 3월 말에는 약 1.47뉴질랜드달러로 下落하였다.

18) 이 기간에 美國 달러貨에 대한 뉴질랜드 달러貨의 가치가 상승한 것은 1985년 9월 플라자合議에 따라 日本, 獨逸 등 주요국 通貨에 대한 美國 달러貨의 가치를 引下調整한 때문인 점도 있는 것으로 판단된다.

으로 판단된다²⁰⁾.

外換 및 資本에 대한 규제가 철폐된 1984년 말 이후에는 뉴질랜드의 國內金利가 國際金利에 비하여 상대적으로 높은 수준을 유지하고 있다. 특히 1985년부터 1988년 중반까지의 기간에는 뉴질랜드의 國內金利가 國際金利에 비하여 年率 10% 포인트 이상 높았던 것으로 나타나고 있다. 이와 같이 國內金利가 상대적으로 높았음에도 불구하고 <表 V-3>에서 1985년부터 1989년 사이에 뉴질랜드는 資本收支赤字를 기록하였다.

4. 싱가포르

싱가포르는 1965년 英國으로부터 獨立하였다. 獨立 直後 싱가포르 달러貨는 英國 파운드貨에 대한 固定換率이 적용되었다. 1967년 11월 美國 달러貨에 대한 英國 파운드貨의 가치가 平價切下된 것을 계기로 싱가포르 달러貨의 가치는 金과 美國 달러貨의 가치에 固定되었지만 介入通貨(intervention currency)는 여전히 英國 파운드貨였다. 그러나 1972년 파운드貨가 플로팅된 후에는 介入通貨를 美國 달러貨로 변경하였다.

1973년 3월 주요국 通貨들 사이의 換率이 플로팅된 직후 美國 달러貨의 가치가 하락하였으나 싱가포르달러/美달러 換率은 고정되었기 때문에 조만간 싱가포르 通貨의 가치가 上向調整될 것이라는 期待로 인하여 海外로부터 대규모의 資本이 유입되었다. 換率을 固定시키기 위하여 유입된 資金을 買入하여 흡수해야 하였기 때문에 通貨膨脹으로 인하여 物價上昇 압력을 받게 되었다. 이와 같은 문제를 해소하기 위하여 싱가포르는 1973년 6월부터 管理變動換率制

20) 뉴질랜드의 短期金利인 財務部證券(treasury bill)의 流通收益率은 1979년 10월부터 1983년 3월까지 年率 11.25%에 고정되었다.

度(managed floating system)로 이행하게 되었다²¹⁾.

현재 싱가포르의 貿易比重을 기준으로 構成한 通貨바스켓에 대한 싱가포르 달러貨의 換率이 적정한 수준에서 유지되도록 관리하고 있다²²⁾. 그러나 外換의 去來 및 保有에 대한 규제는 1978년 6월 이후 완전히 철폐되었기 때문에 量的인 규제는 전혀 없으며 換率變動의 폭에 대한 제한도 가하지 않고 있다. 다만 換率이 적정하다고 판단되는 範圍를 벗어날 경우 通貨當局이 市場에 介入하여 外換을 賣買함으로써 換率을 조정하고 있다.

싱가포르의 通貨當局이 추구하고 있는 目標은 輸出에 지장을 초래하지 않으면서 物價를 안정시키는 적정한 수준에서 換率을 관리하는 것이다. 그런데 싱가포르의 輸出은 대부분 輸入한 物품을 再分類하거나 單純加工하여 再輸出하는 ‘仲介貿易(entrepot trade)’의 성격을 띠고 있기 때문에 換率이 변동하더라도 輸出에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 분석되고 있다.

따라서 싱가포르 換率管理의 가장 중요한 目標은 物價를 안정시키는 것으로 판단된다. 1985년 중반 이후 美國 달러貨의 價値下落으로 인한 物價上昇을 방지하기 위하여 싱가포르 달러貨의 가치가 상승하도록 유도하였다. 또한 自國通貨에 대한 신뢰성을 확보하기 위하여 通貨發行額에 상당하는 金이나 外貨資產을 확보토록 하고 있다.

1975년부터 싱가포르 주요 經濟指標의 변동추이는 <表 V-4>에 정리되어 있다. 이 表에서 싱가포르의 年平均 實質GDP 증가율은 1970년대 후반 약 7.4%에서 1980년대 초반에는 약 8.5%로 상승하였다. 1980년대 후반에는 약 6% 수준으로 하락하였으나 1990년

21) 싱가포르 換率制度의 變遷過程에 대하여 Lee, S. Y. "Some Aspects of Foreign Exchange Management in Singapore," *Asia Pacific Journal of Management*, May 1984, pp. 207~217 참조.

22) 바스켓을 構成하는 통화와 구성 比率은 발표되지 않고 있다.

대에 들어서 약 8.4% 수준으로 회복된 것으로 나타나고 있다.

年平均 通貨(M₁) 및 總通貨(M₂) 增加率は 상당히 높은 수준을 기록하고 있으나 싱가포르가 소비하는 물품의 대부분을 輸入에 의존하고 있기 때문에 物價에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 판단된다²³⁾. 특히 1985년 이후 상당히 높은 M₁ 및 M₂ 증가율을 기록하였음에도 불구하고 生産者物價(都賣物價)는 下落하였다. 이는 싱가포르 달러貨의 가치가 점진적으로 상승하도록 換率을 管理하였기 때문이다.

싱가포르의 經常收支는 1980년대 중반까지 赤字를 기록하였으나 최근에는 黒字를 기록하고 있는 것으로 나타나고 있다. 특히 1990년부터 1994년까지의 經常收支 黒字累積額이 약 312億달러에 달하였다. 세계적으로 중요한 國際金融 센터인 관계로 金融資金의 유입으로 인하여 싱가포르의 資本收支는 계속 黒字를 기록하고 있다.

〈表 V-4〉 싱가포르의 主要 經濟指標 推移

(單位: %, 億美달러)

	期 間				
	1975~ 1979	1980~ 1984	1985~ 1989	1990~ 1994	1995
實質 GDP增加率(年平均)	7.44	8.53	6.04	8.35	-
M ₁ 增加率(年平均)	14.90	9.34	9.31	11.46	8.28
M ₂ 增加率(年平均)	13.34	16.22	13.91	12.84	8.50
消費者物價 上昇率(年平均)	2.54	4.89	0.70	2.89	1.79
生産者物價 上昇率(年平均)	5.14	3.00	-1.81	-2.31	0.11
經常收支(累積金額)	-26.40	-53.20	49.80	311.50	-
資本收支(累積金額)	40.50	101.00	21.70	114.00	-

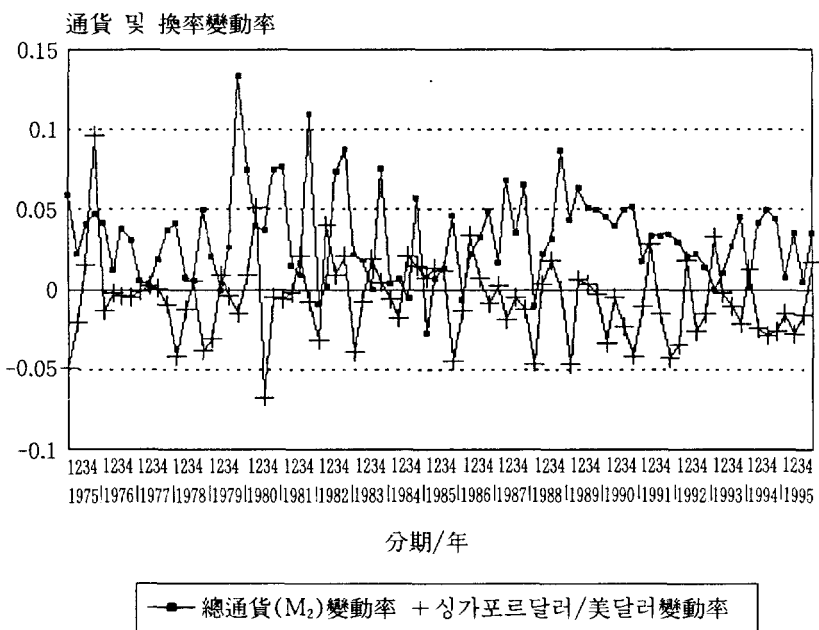
資料: IMF, IFS tape.

23) 싱가포르의 通貨當局은 通貨를 공급함에 있어서 供給額에 相當하는 금액의 金 또는 外貨資産을 확보하고 있기 때문에 通貨供給이 증가하더라도 換率에는 영향을 미치지 않으며, 物價에도 큰 영향을 미치지 않는 것으로 이해할 수 있다.

싱가포르의 總通貨(M₂) 및 싱가포르달러/美달러 換率의 分期間 변동률은 [圖 V-7]에 비교되어 있다. 이 그림에서 1980년부터 1985년까지의 기간에는 싱가포르의 總通貨가 상당히 급격하게 변동한 것으로 나타나고 있다. 그러나 1985년 이후에는 總通貨의 分期間 變動性이 상당히 축소되었다.

같은 그림에서 싱가포르달러/美달러 換率의 변동률을 살펴보면 1985년부터 變動性도 상당히 축소된 것으로 나타나고 있다. 또한 1985년 이후 대부분의 分期에 있어서 싱가포르 달러貨의 가치가 상승(싱가포르달러/美달러 換率이 下落)하였음을 알 수 있다²⁴⁾. 이는

[圖 V-7] 싱가포르의 總通貨(M₂) 및 換率變動



24) 美貨 1달러당 換率은 1985년 말 약 2.1싱가포르달러에서 1996년 3월 말에는 약 1.41싱가포르달러로 下落하였다.

싱가포르 通貨當局이 國內物價를 안정시키기 위하여 自國通貨의 가치가 상승하도록 유도하였기 때문이다.

싱가포르의 貨幣市場金利와 유러달러金利의 변동추이는 [圖 V-8]에 비교되어 있다²⁵⁾. 이 그림에서 싱가포르의 短期金利는 國際金利에 비하여 계속 낮은 수준을 유지하고 있는 것으로 나타나고 있다. 특히 國際金利가 급격하게 상승한 1980년대 초에는 싱가포르의 國內金利가 年率 10% 포인트 가까이 낮았으며 1989년 중반에도 年率 5% 포인트 가까이 낮았던 것으로 나타나고 있다.

[圖 V-8] 싱가포르의 利子率 推移



25) 싱가포르의 貨幣市場金利는 銀行間 3개월 滿期의 싱가포르 달러貨로 표기된 資金去來에 적용된 金利이며 每分期 마지막 달의 마지막 金曜日 혹은 마지막 金요일에 가장 가까운 去來日에 요구된 利子率들의 'mode' 이다

이와 같이 싱가포르의 國內金利가 國際金利에 비하여 상대적으로 낮은 수준을 유지하고 있음에도 불구하고 金融資金의 유입으로 인하여 <表 V-4>에서 싱가포르의 資本收支는 黑字를 기록하고 있다²⁶⁾.

5. 우리나라 換率制度 改編과 관련된 示唆點

앞에서 검토한 臺灣과 濠洲 및 뉴질랜드의 경우 1980년대에 들어 資本移動에 대한 규제를 완화하기 시작하였다. 그 결과 資本流出入의 규모가 증가하여 換率變動의 압력으로 작용하게 되었다. 管理變動換率制度下에서 이와 같은 換率變動의 효과를 차단하기 위하여 中央銀行이 外換市場에 개입한 결과 通貨管理에 부담을 주게 되어 物價不安의 원인이 되었다. 이와 같은 문제를 해소하기 위하여 이들 나라는 각각 1989년과 1983년 및 1985년에 變動換率制度로 이행한 것으로 판단된다.

이들 國家가 變動換率制度로 이행한 상황은 1970년대 초에 주요 先進國들이 변동환율제도로 이행한 것과 유사한 것으로 판단된다. 주요 先進國들은 1960년대 후반부터 資本移動에 대한 규제를 완화하기 시작하였다²⁷⁾. 그 결과 國家間 資本移動의 규모가 확대되어 換率을 管理하기가 어렵게 되었기 때문에 주요 先進國들은 1973년에 變動換率制度로 이행한 것으로 이해할 수 있다.

이와 같은 外國의 경험을 고려할 때 앞으로 우리나라가 資本流出入에 대한 規制를 점차 완화함에 따라 현재와 같은 管理變動換率制度를 유지하기가 어렵게 될 것으로 판단된다. 資本自由化에도 불구하고 換率을 적정한 수준으로 관리하기 위하여 中央銀行이 外換市

26) 싱가포르에서 거래되는 美國 달러貨 표기된 資金에 대한 利子率(SIBOR)은 유러달러金利와 큰 차이가 없다.

27) 그 이전에는 2次大戰 후 經濟復舊에 필요한 資本을 확보하기 위하여 주요 先進國들은 資本流出을 통제하였다.

場에 개입할 경우 通貨管理가 매우 어렵게 되고 物價不安으로 인하여 經濟의 安定基調가 흔들리게 될 것이다.

變動換率制度로 이행한 후 濠洲와 뉴질랜드는 資本移動에 대한 규제를 완전히 철폐하였기 때문에 換率의 變動性이 증가하였다. 이에 대하여 臺灣은 資本流入에 대한 規制를 계속하고 있기 때문에 換率이 상대적으로 안정된 것으로 판단된다. 이와 같은 사실을 고려할 때 우리나라가 變動換率制度로 이행할 경우 換率을 안정시키기 위하여서는 短期資金의 급격한 流出入에 대한 규제는 계속할 있는 것으로 판단된다.

싱가포르의 경우 經濟構造의 특이성으로 인하여 資本流出入에 대한 규제를 완전히 撤廢하였음에도 불구하고 換率이 적정한 수준으로 유지되도록 관리하고 있는 것으로 판단된다. 싱가포르의 경우 都市國家이기 때문에 國內에서 소비하는 物品의 대부분을 輸入에 依存하고 있다. 따라서 國內通貨의 가치가 下落할 경우 物價가 上昇하게 된다. 이와 같은 상황에서 國內物價를 안정시키기 위해서는 通貨量보다는 換率의 安定이 보다 중요하다. 이와 같은 經濟構造의 특성 때문에 싱가포르는 管理變動換率制度를 유지하고 있는 것으로 이해할 수 있다. 우리나라의 경우 經濟構造가 다르기 때문에 換率制度 및 換率運用과 관련하여 싱가포르의 경우를 참고하기는 어려울 것이다.

第 VI 章 우리나라 換率制度의 改編方向

현재 世界各國이 채택하고 있는 여러가지 換率制度下에서 換率變動의 특성을 분석해 본 결과 換率의 자유로운 변동을 허용하는 경우 換率의 短期變動性이 증가하고 換率이 때때로 적정한 均衡水準으로부터 離脫하는 폭이 확대되는 것으로 파악되었다. 이와 같은 점들을 고려할 때 우리나라가 變動換率制度로 이행할 경우 안정적인 換率管理가 어렵게 될 것으로 판단된다.

換率의 短期變動性이 증가할 경우 輸出入 등 對外去來에 따르는 外換危險의 부담이 증가하기 때문에 國內企業의 輸出競爭力을 약화시키는 결과를 초래할 수 있을 것이다. 換率變動에 따르는 外換危險은 先物換과 같은 外部契約을 통하여 회피할 수도 있다. 그러나 이를 위하여 추가적으로 費用을 지불하여야 하고 때로는 外換危險의 회피가 어려운 경우도 발생할 수 있다. 특히 우리나라의 경우 先物換市場이 活性化되어 있지 않기 때문에 輸出入에 따르는 外換危險을 회피하기가 어려울 것이다.

國內通貨의 價値가 큰 폭으로 高評價될 경우 輸出企業의 價格競爭力이 약화되기 때문에 輸出이 不振하게 되고 貿易 및 經常收支가 악화되는 결과를 초래할 수 있다. 實證的으로 분석한 결과 원/달러 換率이 1% 하락할 경우 달러貨로 표시된 우리나라의 輸出價格은 短期的(1分期 後까지) 약 0.37% 上昇하고 長期的(4年 後까지)으로는 약 0.21% 상승하는 것으로 파악되었다. 이와 같은 輸出價格의 上昇으로 인하여 輸出物量과 輸出金額은 長期的으로 각각 약 0.54%, 0.33% 減少하게 되는 것으로 추산되었다. 實證分析의 결과를 감안할 때 앞으로 우리나라가 換率의 자유로운 변동을 허용함에 따라

원貨 價値가 큰 쪽으로 高評價될 경우 輸出에 미치는 악영향은 상당히 클 것으로 판단된다.

그런데 換率이 적정한 水準에서 유지되도록 管理할 경우 通貨管理에 부담을 주게 된다. 지금까지 우리나라는 綜合收支黑字로 인한 外換의 超過供給이 國內通貨의 가치에 미치는 상승효과를 차단하기 위하여 中央銀行이 外換의 買入하여 흡수하였기 때문에 海外部門을 통하여 공급된 本源通貨가 큰 규모에 달하였다. 한편, 外換을 買入하는 과정에서 방출된 通貨를 通貨安定證券을 발행하여 還收하였기 때문에 1995년 말에는 通貨安定證券의 發行殘額이 약 26兆원에 달하게 되었다. 이에 따라 같은 해 通貨安定證券에 대한 利子支給額이 약 2兆 5千億원에 달하여 中央銀行의 收支를 압박하게 되었으며 자동적인 通貨膨脹의 요인으로 작용하게 되었다.

앞으로도 현재와 같이 換率이 적정한 수준에서 안정되도록 管理하려고 노력할 경우 通貨管理가 더욱 어려워질 것으로 예상된다. 國內外 상황을 綜合的으로 검토할 때 外換 및 資本自由化는 피할 수 없는 과제인 것으로 판단된다. 國內金利가 國際金利에 비하여 상당폭 높은 수준을 유지하고 있는 상황에서 資本流出入에 대한 규제를 완화할 경우 海外로부터 대규모의 資本이 유입되어 綜合收支가 黑字를 기록하게 될 것이다. 이로 인한 國內通貨 가치의 上昇效果를 차단하기 위하여서는 中央銀行이 外換의 超過供給을 매입하여 흡수할 수밖에 없을 것이다. 通貨膨脹效果를 완화하기 위하여서는 通貨安定證券을 발행하여 外換을 買入하는 과정에서 放出된 通貨를 환수하여야 될 것이다. 이때 通貨安定證券의 發行殘額이 매년 증가하고 이에 대한 利子支給으로 인하여 中央銀行의 收支가 극도로 악화되고 자동적인 通貨膨脹의 요인으로 작용하게 될 것으로 예상된다. 그 결과 通貨安定證券에 대한 利子を 환수하기 위하여 새로운 通貨安定證券을 발행하여야 되는 惡循環이 시작될 우려가 있다.

이와 같은 점들을 고려하여 다음에서는 앞으로 우리나라가 어떤

換率制度를 채택할 것인가에 대하여 검토해 보기로 하자.

1. 현행의 市場平均換率制度를 유지하는 方案

원貨의 對外 交換價値가 美國 달러貨에 대한 換率을 중심으로 적정한 수준에서 안정적으로 유지되도록 관리하고 있는 현재 우리나라의 市場平均換率制度는 國內企業의 輸出競爭力 유지에 상당한 도움이 되는 것으로 판단된다.

우리나라 貿易代金の 決濟는 <表 VI-1>에서 보는 바와 같이 아직도 대부분이 美國 달러貨로 이루어지고 있다. 1995년의 경우 우리나라 輸出代金 중 약 88%가 美國 달러貨로 決濟되었으며, 輸入代金 중 약 79%가 달러貨로 결제되었다. 이와 같이 貿易代金の 달러貨 決濟比重이 높을 경우 원貨의 달러貨에 대한 換率을 적정한 수준에서 안정적으로 관리함으로써 貿易 특히 輸出에 큰 도움을 줄 수 있다.

먼저 輸出入에 따르는 外換危險과 관련하여, 輸出入品の 單價 및 代金總額은 대개 계약시에 결정되는 데 대하여 代金決濟는 製品을 生産하여 船籍한 후에 이루어지기 때문에 代金を 外貨로 결제하기로 계약한 경우 일정기간 外換포지션을 취하게 된다. 이때 決濟通貨에 대한 國內通貨 換率의 短期變動性이 작을수록 부담하게 되는 外換危險은 작아지게 된다.

현재 市場平均換率制度下에서 日間 원/달러 換率變動의 폭을 直前 거래일의 加重平均換率을 중심으로 일정한 범위 이내로 제한하고 있기 때문에 <表 II-5>에서 보는 바와 같이 月間 및 分期間 원/달러 換率 변동률의 標準偏差가 다른 나라 通貨의 對美 달러 換率에 비하여 월등히 작다. 이에 대하여 <表 II-6>에서 보는 바와 같이 현행의 換率制度下에서도 원貨의 日本 엔貨와 獨逸 마르크貨 등 다른 주요국 通貨에 대한 換率의 短期變動性은 상당히 크다.

〈表 VI-1〉 우리나라 貿易의 決濟通貨 構成比

(單位: %)

	貿易收入(輸出)				貿易收入(輸出)			
	美國 달러	日本 엔	獨逸 마르크	其他	美國 달러	日本 엔	獨逸 마르크	其他
1981	95.0	2.1	1.6	1.3	92.6	4.9	1.4	1.1
1985	94.7	3.7	0.6	1.0	83.3	12.3	2.0	2.4
1990	88.0	7.8	2.1	2.1	79.1	12.7	4.1	4.1
1991	88.2	7.5	2.2	2.1	78.1	13.6	4.2	4.1
1992	88.8	6.3	2.8	2.1	78.6	13.6	3.8	4.0
1993	89.0	6.4	2.7	1.9	79.3	13.7	3.4	3.6
1994	88.9	6.4	2.6	2.1	76.8	14.7	4.1	4.4
1995	88.1	6.5	2.4	3.0	79.4	12.7	3.8	4.1

資料: 韓國銀行, 『조사통계월보』, 각호.

이와 같은 사실들을 감안할 때 輸出入 대금이 대부분 달러貨로 결제되는 우리나라의 경우 현재 우리나라의 換率制度下에서는 원/달러 換率의 短期變動性이 작기 때문에 外換포지션에 대한 外換危險을 줄여줌으로써 輸出入에 도움을 주고 있는 것으로 해석할 수 있다¹⁾.

換率의 短期變動性이 클 경우 先物換契約 등을 통하여 外換危險을 회피할 수 있을 것이다. 그러나 이때 추가적인 費用을 지불해야 되는 문제가 있다. 게다가 우리나라의 경우 아직도 先物換去來 등이 活性化되어 있지 않고 締結되는 先物換契約의 滿期가 대부분 극히 短期間이기 때문에 이를 통하여 輸出入에 따르는 外換危險을 회

1) 輸出의 경우 代金은 名目資産이기 때문에 전액 外換危險에 노출됨에 대하여 輸入의 경우 代金を 지불한 후 實物資産을 인수하기 때문에 換率變動으로 인한 外換危險에 대하여 자체적으로 어느 정도 헤지(hedge) 된다. 따라서 현행 우리나라의 換率制度下에서 원/달러 換率의 短期變動性이 작음으로 인하여 輸出이 輸入보다 큰 혜택을 받는 것으로 이해할 수 있다.

피하기가 매우 어렵다.

우리나라 輸出代金の 대부분이 달러貨로 決濟되고 있기 때문에 換率調整을 통한 輸出 및 貿易收支 調整의 효과와 관련하여서도 현재와 같이 달러貨에 대한 원貨의 換率을 중심으로 관리하는 것이 유리하다. 實證分析의 결과 우리나라의 경우 원/달러 名目換率의 變動이 短期的으로 輸出價格에 가장 큰 영향을 미치는 것으로 파악되었다. 즉, 원/달러 名目換率과 名目實效換率 및 여러 가지 방법으로 산출한 實質實效換率 등의 변동이 달러貨로 표시된 우리나라 輸出價格에 미치는 영향의 크기를 實證적으로 추정하여 비교해 본 결과 원/달러 名目換率의 변동이 短期的인 輸出價格에 미치는 영향이 가장 큰 것으로 파악되었다²⁾.

따라서 價格競爭力 저하로 인하여 輸出이 부진한 상황에서는 원/달러 換率을 上向調整함으로써 가장 큰 輸出價格 引下效果를 기대할 수 있는 등 換率調整의 효과를 極大化 할 수 있기 때문에 원/달러 換率을 중심으로 管理하는 것이 政策의 효과면에서 유리한 것으로 판단할 수 있다.

또한, 현재와 같은 管理變動換率制度下에서는 換率이 貿易 및 經常收支를 均衡시키기에 적절한 수준으로부터 離脫하는 것을 어느 정도 제한할 수 있기 때문에 中·長期的으로 經常收支赤字의 규모를 어느정도 통제할 수 있다.

<表 II-6>에서 市場平均換率制度로 이행한 후 우리나라 원貨의 實質實效換率들의 最大振幅이 다른 나라 通貨의 實質實效換率들의 경우에 비하여 상대적으로 작게 나타나고 있다. 이를 기준으로 판단할 때 현재 우리나라의 換率制度下에서는 中·長期的으로 換率이 적절한 均衡水準으로부터 離脫하는 폭이 상대적으로 작은 것으로 이해할 수 있다. 따라서 換率이 均衡水準으로부터 대폭 離脫함으로

2) 金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994, pp. 51~76 및 pp. 195~212 참조.

인하여 經常收支의 赤字幅이 확대되는 것을 어느 정도 방지할 수 있다.

특히, 우리나라의 경우 輸出品에 대한 海外需要의 長期的인 價格 彈力性이 日本이나 臺灣에 비하여 상대적으로 큰 것으로 분석되고 있다³⁾. 이에 대하여 實證分析의 결과 원/달러 換率의 變動이 우리나라 輸出價格에 미치는 영향의 크기는 엔/달러 및 NT달러/美달러 換率의 變動이 각각 日本 및 臺灣의 輸出價格에 미치는 영향과 유사한 것으로 파악되었다⁴⁾. 따라서 원/달러 換率이 均衡水準보다 낮아질 경우 우리나라 輸出에 미치는 長期的인 감소효과는 엔/달러 및 NT달러/美달러 換率이 각각 均衡水準보다 낮아질 경우 日本 및 臺灣 輸出에 미치는 長期的인 감소효과에 비하여 상대적으로 클 수 있는 것으로 판단된다.

이와 같이 國內企業의 輸出競爭力 維持 및 貿易收支나 經常收支를 적정한 수준으로 관리하는 측면에서는 현재와 같이 환율을 관리하는 것이 유리한 반면 換率을 管理하기 위하여 通貨管理에 막대한 부담을 주게 되는 短點이 있는 것으로 판단된다.

앞의 第IV章에서 살펴본 바와 같이 최근 우리나라는 換率을 적정한 수준으로 관리하기 위하여 綜合收支 黑字로 인한 外換의 超過供給을 中央銀行이 매입하여 흡수하였기 때문에 대부분의 本源通貨가 海外部門을 통하여 공급되었다. 이와 같이 海外部門에서 증가한 通貨를 通貨安定證券을 발행하여 還收한 결과 通貨安定證券의 發行殘額이 1995년 말 현재 26兆원에 육박하게 되었으며 같은 해에 通貨安定證券 發行割引料가 2兆 5千億원을 초과하게 되었다. 이와 같은

3) 第III章의 註記 3) 참조.

4) 원/달러 換率의 변동이 우리나라 輸出價格에 미치는 영향은 第III章의 分析內容 및 金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994 참조. 엔/달러 換率 變動이 日本 輸出價格에 미치는 영향은 金宗萬, 『日本 換率政策의 方向과 우리나라 輸出入에 미치는 影響』, 1993 참조. NT달러/美달러 換率의 變動이 臺灣의 輸出價格에 미치는 영향에 대하여서는 金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1993 참조.

막대한 規模의 通貨管理 비용은 中央銀行의 收支를 위협하게 되었으며 자동적인 本源通貨의 증가요인으로 작용하고 있는 것으로 파악되었다.

앞으로 外換 및 資本自由化가 추진됨에 따라 海外로부터 資本流入의 규모가 더욱 증가할 것으로 예상되기 때문에 外換의 超過供給狀況이 지속될 것으로 판단된다. 이와 같은 상황에서 換率을 현재와 같이 관리하기 위하여 中央銀行이 外換을 買入하여 흡수할 경우 海外部門에서 本源通貨가 급격하게 증가할 것이다. 通貨管理를 위해서는 海外部門에서 증가한 本源通貨를 대부분 還收하여야 될 것인바, 이를 위하여 通貨安定證券을 발행할 경우 外換 및 資本自由化 3段階計劃이 완료되는 1999년 말에는 通貨安定證券의 發行殘額이 약 67兆원에 달하게 되는 것으로 추산되었다.

이에 따라 通貨安定證券 發行割引料가 연간 약 7兆원에 달하게 되기 때문에 韓國銀行은 연간 1兆원 이상의 純損失을 기록하게 될 것이다. 게다가 通貨安定證券 發行割引料는 自動的인 本源通貨 증가요인으로 작용하기 때문에 이를 還收하기 위하여 추가로 通貨安定證券을 발행해야 하는 惡循環이 시작될 우려가 있는 것으로 판단된다. 또한 通貨安定證券의 발행규모가 증가함에 따라 국내 金融市場에서 驅逐效果(crowding out effect)로 인하여 金利가 상승하고 海外資本의 유입규모가 더욱 커지기 때문에 通貨管理의 어려움을 과증시키게 될 수도 있을 것이다.

海外資本의 流入으로 인하여 원/달러 換率이 하락할 것으로 예상되는 상황에서 현행의 換率制度를 유지하고 원/달러 換率이 점진적으로 下落하도록 유도할 경우 가까운 미래에 원/달러 換率이 더욱더 下落할 것이라는 期待가 형성될 수 있다. 이에 따라 換差益을 노린 핫머니가 流入되어 換率 및 通貨管理가 더욱 어렵게 될 수도 있을 것으로 예상된다.

國內金利가 國際金利에 비하여 높은 수준을 유지할 경우 핫머니

의 流入規模는 더욱 커질 수 있을 것이다. 또한 外換 및 資本自由化로 인하여 핫머니의 유입을 통제하기도 어려울 것이다. 게다가 현재의 換率制度下에서는 원/달러 換率의 短期變動性이 상대적으로 작기 때문에 外換危險에 대한 두려움 없이 핫머니가 流入할 수 있을 것이다.

이와 같은 점들을 감안할 때 앞으로 外換 및 資本自由化가 진행됨에 따라 현재의 市場平均換率制度를 유지하기가 어려워질 것으로 판단된다. 臺灣이나 濠洲 및 뉴질랜드의 경우에도 換率이 安定的으로 유지되도록 관리한 결과 通貨管理에 미치는 負擔이 과중되었기 때문에 變動換率制度로 이행하였다.

2. 目標換率帶制度로 移行하는 方案

目標換率帶制度(Target Zone System)는 經濟의 對外均衡을 달성하기에 적절하고, 對內均衡을 달성함에 있어서 큰 무리가 없을 것으로 판단되는 수준의 目標換率 혹은 中心換率을 정하고 실제로 市場에서 결정되는 換率은 目標換率을 중심으로 일정한 範圍(target zone) 내에서 변동할 수 있도록 허용하는 換率制度이다⁵⁾. 目標換率은 物價나 經濟成長, 經常收支 등 경제상황이 바뀔 때 따라 조정될 수 있다. 그러나 目標換率이 조정되기 이전에는 換率이 같은 範圍 내에서 변동하도록 통제하는 제도이다.

目標換率帶制度가 固定換率制度와 다른 점은 換率이 目標換率을 중심으로 비교적 넓은 범위 내에서 변동할 수 있도록 허용하는 점

5) 目標換率帶制度는 美國 國際經濟研究院의 윌리엄슨(Williamson) 博士 등이 變動換率制度下에서 換率의 短期變動性 증가와 均衡離脫로 인하여 야기되는 여러가지 경제적인 문제점들을 해결하기 위하여 주요 先進國 通貨間 換率에 도입하자고 주장한 제도이다(J. Williamson, *The Exchange Rate System*, 1983 참조). 그후 브레튼우즈 委員會도 國際通貨制度를 目標換率帶制度와 유사하게 改編하자고 提案하였다(Bretton Woods Commission, *Bretton Woods: Looking to the Future*, 1994 참조).

이다⁶⁾. 또한 目標換率帶制度에서는 目標換率이 調整되기 전에는 換率의 변동할 수 있는 範圍가 고정되는 점에서 基準換率이 매일 調整되고 이에 따라 換率變動의 範圍가 정해지는 현재 우리나라의 市場平均換率制度和 상이하다. 때때로 基準換率이 조정되는 경우를 제외하고는 換率이 일정한 範圍 내에서 유지되도록 관리하는 점에서 유럽通貨體制下에서의 換率運用과 유사한 점이 있다.

目標換率帶制度로 이행할 경우 輸出에 미치는 영향은 대체로 市場平均換率制度를 유지하는 경우와 유사한 반면 換率變動의 許容範圍를 확대할 경우 通貨管理에 미치는 負擔은 다소 緩和될 수 있을 것으로 판단된다. 그런데 美國이나 獨逸 등 주요 先進國들이 目標換率帶制度로 移行하기를 주저하고 있는 상황에서 우리나라가 이 제도를 단독으로 시행하기는 어려울 것이다⁷⁾.

내용면에서 目標換率帶制度和 유사한 방법으로 換率을 관리하고 있는 유럽通貨體制에 참여하고 있는 주요국 通貨間 換率의 短期變動性이 상대적으로 작게 추정되었다⁸⁾. 또한 이들 국가 通貨의 경우 實質實效換率의 最大振幅도 상대적으로 작은 것으로 파악되었다⁹⁾. 이와 같은 사실들을 고려할 때 目標換率帶制度로 이행할 경우 換率은 長·短期的으로 상당히 안정될 것으로 예상되기 때문에 輸出入에

6) 固定換率制度下에서도 換率의 基準換率이 조정될 수 있고 基準換率이 조정되지 않더라도 일정한 範圍 내에서 변동할 수 있도록 허용할 수 있다. 브레튼우즈體制와 스미소니언體制下에서 換率은 基準換率을 중심으로 각각 上下 1%와 2.25% 범위 내에서 변동할 수 있도록 허용되었다.

7) 慢性的인 財政赤字로 인하여 財政이 硬直化되었기 때문에 주요 先進國들은 景氣調節이나 失業率管理 등 經濟의 對內均衡을 달성하기 위하여서도 通貨政策에 과도하게 의존하고 있는 실정이다. 이와 같은 상황에서는 換率을 적정한 수준에서 관리하기 위하여 利子率이나 通貨量 등 通貨政策의 手段들을 조절할 수 있는 여유가 없기 때문에 目標換率帶制度로 이행하더라도 장기간 유지되기는 어려울 것이다. 따라서 美國, 獨逸 등 주요 선진국들은 目標換率帶制度로 이행하기를 주저하고 있다. 金宗萬, 『國際通貨制度的 改編論議와 우리나라의 對應』, 1996 참조.

8) <表 II-4> 참조.

9) <表 II-8> 참조.

따르는 外換危險은 크지 않을 것이다¹⁰⁾. 또한 經濟狀況의 변동으로 인하여 經常收支 赤字幅이 확대될 경우 目標換率을 조정할 수 있기 때문에 換率이 輸出競爭力을 유지할 수 있는 적절한 수준에서 유지 되도록 管理할 수도 있을 것이다.

그런데 換率이 目標範圍를 벗어날 경우 中央銀行이 外換市場에 介入하여야 하므로 通貨管理에 부담을 주게 될 것이다. 특히 目標範圍를 지나치게 좁게 잡을 경우 中央銀行이 빈번하게 外換市場에 介入하게 되므로 결국 固定換率制度에서와 유사한 정도의 通貨管理負擔을 지게 될 것이다. 이와 같은 점을 고려하여 目標換率帶制度로 이행할 경우 換率變動의 許容範圍를 상당히 넓게 잡아야 할 것이다¹¹⁾. 이때 換率은 단기간에 상당히 넓은 범위 내에서 변동할 수 있기 때문에 輸出에 지장을 초래할 수도 있을 것이다.

目標換率帶制度로 이행할 경우 目標換率을 어떻게 조정하느냐에 따라 攻撃的인 換投機(speculative attack)로 인하여 外換市場이 攪亂되고 결과적으로 目標換率을 원래에 의도하였던 것보다 早期에 大幅으로 조정해야 하는 경우가 발생할 수도 있을 것이다. 즉, 國內通貨 가치의 下向調整이 임박한 것으로 기대될 경우 대규모의 外國通貨 買集이 일어나고 반대의 경우에는 外國通貨의 投賣가 일어날 것이다¹²⁾. 이에 따라 外換市場은 혼란에 빠지게 되고, 中央銀行의 外換保有高가 바닥나거나 外換買入으로 인하여 國內通貨가 급격하게 증가할 경우, 결국 目標換率을 調整하거나 換率管理를 포기할 수밖에 없게 될 것이다. 게다가 目標換率이 期待되는 것과 반대 방

10) 目標換率帶制度나 유럽換率體制(ERM)에서 換率의 평균적인 短期變動性은 작지만 目標換率이나 基準換率이 조정될 경우 換率이 비교적 큰 폭으로 변동하기 때문에 이때 輸出入 業者가 부담하는 外換危險은 상당히 클 것이다.

11) 이와 관련하여 윌리엄슨은 目標換率을 중심으로 上下 10% 範圍 내에서 換率變動을 허용할 것을 提案하였다. J. Williamson의 前掲書 참조.

12) 目標換率은 일시에 비교적 큰 폭으로 조정되기 때문에 換率變動率 時系列의 前後關係를 이용하여 미래의 換率變動을 예측할 수는 없다.

향으로 조정될 가능성은 거의 없기 때문에 안심하고 換投機가 일어날 것이다¹³⁾.

이와 같은 점을 고려하여 윌리엄슨 博士는 目標換率을 비교적 小幅으로 빈번하게 조정할 것을 提案하였다¹⁴⁾. 즉, 目標換率의 調整要因이 상당한 幅에 이르기를 기다려서 일시에 大幅 조정할 경우 攻擊인 換投機가 성공할 경우 실현할 收益이 커지기 때문에 目標換率의 조정이 임박한 것으로 期待될 경우 대규모의 換投機가 일어날 수 있다. 이에 대하여 目標換率의 조정을 換率變動許容幅의 절반 이하로 단행할 경우 期待와 같이 目標換率이 조정되더라도 換投機의 결과 실현할 수 있는 利益이 상대적으로 작고, 實際換率이 目標換率의 조정폭 이하로 조정될 경우 損失을 보게될 危險이 있기 때문에 換投機의 규모가 작아질 수 있다는 주장이다.

目標換率의 範圍를 外換市場 참여자들이나 일반 國民들에게 公表할 것이냐에 대한 견해는 엇갈리고 있다. 학계의 견해는 目標換率과 換率變動의 허용범위를 공표함으로써 환율에 대한 불확실성으로 인한 弊害를 줄일 수 있다고 주장하고 있다. 이에 대하여 換率을 관리하는 當局者들은 目標換率을 공표함으로써 攻擊目標(target to shoot at)를 명확하게 제시하게 되기 때문에 換投機를 부추길 수 있고, 환율을 目標範圍 내에서 유지하지 못할 경우 管理當局의 公信用에 損傷을 입힐 수 있다는 점을 들어 目標換率이나 範圍의 공표에 대하여 반대하는 입장을 취하고 있다¹⁵⁾.

주요 先進國들이 變動換率制度를 고수하고 있는 상황에서 우리나라가 단독으로 目標換率帶制度로 이행할 경우 많은 어려움이 예상된다. 먼저 주요국 通貨間 換率이 급격하게 변동하고 있기 때문에

13) 이를 'one way option'이라 한다.

14) J. Williamson의 前掲書 pp. 65~67 참조.

15) 현재 目標換率帶制度와 유사한 방법으로 換率을 관리하고 있는 싱가포르의 경우 換率管理의 目標範圍를 公表하지 않고 있다.

어떤 주요 通貨에 대한 원貨의 換率을 관리할 것인지가 문제이다. 지금과 같이 美國 달러貨에 대한 원貨의 目標換率을 정하고 換率을 관리할 경우 다른 주요국들의 通貨(특히 日本 엔貨)에 대한 달러貨의 가치가 변동함에 따라 이들 通貨에 대한 원貨의 가치도 자동적으로 변동하게 될 것이다. 특히 달러貨의 가치가 상승하면 원貨의 가치도 따라서 상승하게 되어 國內企業의 輸出競爭力이 弱化될 수 있을 것이다¹⁶⁾. 이와 같은 점을 고려하여 주요국 通貨間 換率이 바뀔 때마다 目標換率을 조정할 경우 환율을 안정시키는 효과가 작아지게 될 것이다.

이와 같은 문제를 피하기 위하여 貿易比重 등을 기준으로 構成한 통화바스켓에 대한 目標換率을 정하고 원貨의 換率을 관리하는 경우를 고려해 볼 수 있다. 이때에는 目標換率을 조정하는 빈도는 상당히 줄어들 것이다. 그러나 通貨바스켓指數에 대한 원貨의 換率이 안정되도록 관리할 경우 특정한 通貨, 예를 들면 美國 달러貨에 대한 원貨의 換率은 안정시킬 수 없게 된다¹⁷⁾. 따라서 輸出入에 따르는 外換危險이 증가하고 國內企業의 競爭力을 약화시키는 결과를 초래할 수 있을 것이다.

先進國들이 주요 通貨間 換率을 안정시키기 위하여 協助하지 않는 상황에서 원貨의 換率을 안정시키는 부담을 전적으로 우리나라의 中央銀行이 지게 될 것이기 때문에 通貨管理에 어려움을 겪게 될 수도 있을 것이다. 換率이 目標範圍를 벗어날 경우 우리나라 中央銀行이 단독으로 外換市場에 개입하여 許容範圍 안으로 되돌려야

16) 1980년 초 우리나라가 複數通貨 바스켓페그 換率制度로 이행한 이유는 당시 美國 달러貨의 가치가 상승하는 상황에서 원貨의 換率을 달러貨를 중심으로 관리할 경우 우리나라 企業의 輸出競爭力이 약화될 것을 우려하였기 때문이다.

17) <表 II-6>에서 濠洲와 뉴질랜드가 貿易比重을 加重值로 하여 構成한 通貨바스켓에 대한 自國通貨의 換率을 관리한 기간 동안 美國 달러貨에 대한 이들 나라 通貨換率의 短期變動性이 상대적으로 컸던 이유는 이 때문이다.

할 것이다. 이를 위하여 대규모 外換市場 介入이 필요하고 通貨量이 급격하게 변동하게 될 것이다. 특히 外換 및 資本自由化가 추진됨에 따라 핫머니가 流入되거나 流出될 소지가 커지기 때문에 換率을 안정시키기가 더욱 어려워지고 通貨管理의 負擔이 과중될 것이다.

또한 目標換率을 조정할 때마다 經常收支를 改善하기 위하여 換率을 조정하고 있다는 外國의 의심을 사게 될 수도 있을 것이다. 이에 따라 목표환율의 조정과 관련하여 外國의 압력이 작용하게 되고 通商摩擦이 심화되는 등으로 필요한 때에 目標換率의 調整을 단행하지 못하는 경우도 발생할 수 있을 것이다¹⁸⁾.

이와 같은 점들을 고려할 때 주요 先進國들이 變動換率制度를 고수하고 換率安定을 위하여 협조하는 새로운 國際通貨體制로 이행하지 않는 상황에서 우리나라가 단독으로 目標換率帶制度를 성공적으로 시행하기는 어려울 것으로 판단된다.

3. 變動換率制度로 移行하는 方案

變動換率制度로 이행할 경우 현재의 市場平均換率制度를 유지하는 경우와 거의 반대의 효과를 거둘 수 있을 것으로 판단된다. 즉, 國內企業의 輸出競爭力 維持나 經常收支를 관리하기에 적정한 수준에서 換率을 관리하기가 어렵게 되는 데 반하여 通貨管理의 負擔은 줄어들게 될 것으로 예상된다.

變動換率制度로 이행할 경우 換率(특히 원/달러 換率)의 短期變動性이 증가하게 될 것이다. 이에 따라 輸出入 특히 輸出에 있어서 부담하게 되는 外換危險이 증가하기 때문에 國內企業의 輸出競爭力을 弱化시키는 결과를 초래할 수 있다. 현재와 같이 輸出에 따르는 外換危險을 헤지할 수 있는 적절한 방법이 존재하지 않는 상황에서

18) 1986년부터 원貨의 가치가 상승한 데에는 美國으로부터의 壓力이 상당히 작용하였다.

는 換率의 短期變動性이 커짐에 따라 外換危險이 증가할 경우 企業들은 輸出品의 單價를 인상하여 대응하게 될 것이다. 그 결과 輸出競爭力이 약화되는 결과를 초래할 수도 있다.

따라서 變動換率制度로 이행할 경우 先物換市場을 活性化하는 등으로 企業들이 外換危險을 회피할 수 있는 방법을 마련해 주는 것이 필요할 것이다. 특히 현재 우리나라에서 締結되고 있는 先物換契約의 滿期가 대부분 超短期이기 때문에 輸出에 따르는 外換危險을 헤지하기에는 부적절한 점을 감안할 때 滿期가 보다 긴 先物換거래가 이루어질 수 있도록 배려하여야 할 것이다.

先物換市場이 活性化되더라도 이를 통하여 外換危險을 회피하기 위해서는 추가적인 費用을 지불하여야 하기 때문에 輸出企業들에게 다소 부담이 될 것이다. 게다가 變動換率制度로 이행할 경우 외환위험을 관리하기가 보다 어려워질 것이다. 현재의 換率制度下에서는 원/달러 換率의 短期變動性이 작기 때문에 輸出入代金の 대부분이 달러貨로 決濟되고 있다. 따라서 기업들은 원/달러 換率變動에 따른 外換危險만을 중점적으로 관리할 수 있다. 그러나 變動換率制度로 이행할 경우 원/달러 換率의 短期變動性도 원/엔이나 원/마르크 換率의 경우와 마찬가지로 커지기 때문에 輸出入 代金の 決濟通貨가 보다 다양화되고 外換危險을 관리하기도 보다 어려워질 것이다.

變動換率制度로 이행할 경우 換率이 國內企業의 輸出競爭力을 유지하기에 적절한 수준에서 유지되도록 管理하기가 어려워질 것이기 때문에 經常收支를 관리하기가 어렵게 될 것이다. 특히 資本自由化가 추진됨에 따라 經常收支의 변동으로 인한 換率變動의 효과가 資本收支의 변동효과에 비하여 상대적으로 작아지기 때문에 經常收支가 赤字를 기록하더라도 資本收支가 黑字를 기록할 경우 國內通貨의 가치는 상승할 수 있을 것이다. 그 결과 經常收支 赤字는 長期間 지속될 수 있을 것이다. 濠洲와 뉴질랜드가 變動換率制度로 이행한 후 계속 經常收支 赤字를 기록하고 있는 이유는 이 때문인 것으로

판단된다.

換率調整이 輸出에 미치는 영향의 크기와 관련하여 貿易 및 經常收支가 적정한 범위에서 벗어날 경우 어떤 換率을 조정하여야 할 것인지를 판단하기가 어렵게 될 것이다. 앞에서 언급한 바와 같이 變動換率制度로 이행할 경우 원/달러 換率의 短期變動性도 커지기 때문에 輸出入代금이 엔貨나 마르크貨 등 다른 주요 通貨로 決済되는 비중이 커지게 될 것이다. 이에 따라 원/달러 換率의 變動이 輸出價格에 미치는 영향은 작아지고 원/엔 및 원/마르크 換率의 변동이 輸出價格에 미치는 영향은 커지게 될 것이다. 이때 貿易 및 經常收支를 적절한 수준으로 관리하기 위하여 이들 주요 通貨에 대한 원貨의 換率을 각각 어느 정도 조정해야 할 것인지에 대한 판단을 내리기가 어려워질 것이다.

이와 같은 이유로 變動換率制度로 이행한 후 輸出이 부진하게 되면 經濟成長이 둔화되는 결과를 초래할 수도 있을 것이다. 우리나라의 경우 전체 生産品 중 25% 이상을 海外에 輸出하고 있다¹⁹⁾. 輸出品을 생산하기 위하여 海外에서 수입된 生産要素의 투입비율이 약 25%인 것으로 가정할 경우, 輸出이 1% 감소하면 우리나라의 GDP는 약 0.2% 감소하는 것으로 추산할 수 있다²⁰⁾. 그런데 輸出이 다른 부문에 미치는 과급효과를 고려할 경우 輸出不振으로 인한 國內生産의 감소효과는 보다 클 수도 있을 것이다.

先進國들이 變動換率制度로 이행한 후 급격한 換率變動으로 인하여 産業이 空洞化되고 전반적인 投資가 감소하였기 때문에 經濟成長이 鈍化되고 失業이 증가하게 되었다는 주장도 있다²¹⁾. 이에 따라

19) 1995년 우리나라의 GDP는 약 4,517億달러였던 것으로 추정되고 있다. 같은 해 우리나라의 輸出은 약 1,250億달러였으므로 전체 生産品 중 輸出된 제품의 비중은 약 28%였던 것으로 추산할 수 있다.

20) 實證分析의 결과 우리나라의 輸出物量이 1% 증가하면 輸入物量은 약 0.27% 증가하게 되는 것으로 나타났다. 金宗萬, 『換率運用과 輸出競争力』, 1994, p. 245, 〈附表 C-2〉 참조.

21) 第二章 〈表 II-14〉 및 〈表 II-15〉 참조.

國際換率制度를 改編하자는 주장이 강력하게 대두되고 있음을 감안할 때 換率이 변동하게 될 경우 實物經濟에 미치는 악영향은 상당히 클 수도 있는 것으로 판단된다.

變動換率制度로 이행하고 換率의 자유로운 變動을 허용할 경우 通貨管理의 부담은 상당히 경감될 것으로 판단된다. 海外資本의 流入으로 外換의 超過供給이 발생하더라도 換率을 관리하기 위하여 中央銀行이 자동적으로 시장에 개입하여 外換을 매입하지 않기 때문에 海外部門에서 本源通貨의 增加速度가 둔화될 것이다. 이에 따라 通貨還收를 위하여 발행하여야 할 通貨安定證券의 增加速度도 둔화될 것이다.

海外部門에서 本源通貨의 증가속도가 鈍化될 경우 국내 金融市場의 상황변동에 따라 通貨政策을 조절할 수 있게 될 것이다. 특히 國內部門에서 通貨供給의 규모를 확대할 수 있기 때문에 國內金利가 下落하도록 유도할 수도 있을 것이다. 또한 通貨安定證券의 發行規模가 축소되기 때문에 驅逐效果로 인한 國內金利의 上昇要因도 줄어들게 될 것이다. 그 결과 실제로 國內金利가 하락하고 內外金利差가 축소될 경우 海外로부터의 資本流入이 감소하고 綜合收支의 黑字規模도 축소되기 때문에 國內通貨 가치의 上昇壓力이 완화될 수도 있을 것이다.

通貨安定證券 割引料의 增加速度가 둔화되기 때문에 中央銀行의 收支가 개선될 것이다. 民間部門에 대한 與信擴大를 통한 通貨供給의 규모를 증가시킬 경우 收入利子 및 割引料가 증가하기 때문에 中央銀行의 收支가 개선될 수 있을 것이다. 또한 國內部門에서 通貨供給이 증가할 경우 國內金利가 下落하기 때문에 通貨安定證券 發行割引料의 支給負擔이 줄어들게 되어 中央銀行의 收支가 개선될 수도 있을 것이다. 이와 같은 中央銀行의 收支改善은 通貨還收 요인으로 작용하기 때문에 通貨管理의 負擔이 더욱 줄어들게 될 것이다.

變動換率制度로 이행할 경우 換率이 장기간에 걸쳐서 같은 방향

으로 조정되지 않기 때문에 換率變動率 時系列資料의 前後關係를 이용하여 가까운 미래의 換率變動을 예측할 수 없게 된다. 따라서 가까운 미래의 換率變動에 대한 期待로 인한 핫머니의 流出入을 방지할 수 있기 때문에 換率 및 通貨管理의 負擔을 줄일 수 있다. 또한 換率의 短期變動性이 커지기 때문에 外換危險이 증가하게 되어 핫머니의 流出入을 저지하는 효과도 있을 것이다. 그러나 變動換率制度를 채택하고 있는 주요 先進國들의 경우에도 國際的인 金融危機 등으로 인하여 換率이 대폭 조정될 것으로 예상되는 경우 핫머니가 대규모로 이동하기 때문에 換率이 급격하게 변동하는 경우가 있다.

그런데, 變動換率制度로 이행한 후에도 國內金利가 國際金利에 비하여 상당폭 높은 수준을 유지할 경우 海外로부터의 資本流入이 계속되고 綜合收支 黑字로 인하여 外換의 超過供給 상황이 지속될 수 있을 것이다²²⁾. 한편 外換의 保有가 自由化 되더라도 國內金利가 國際金利에 비하여 상대적으로 높은 상황에서는 민간이 보유하기 위한 外貨資金의 需要는 크게 증가하지 않을 것이다. 따라서 外換의 超過供給이 발생할 경우 이를 中央銀行이 買入하여 흡수하지 않으면 계속적으로 國內通貨의 가치를 상승시키는 요인으로 작용하게 될 것이다. 이와 같은 효과를 차단하기 위하여 中央銀行이 外換의 超過供給을 매입할 경우 海外部門에서 本源通貨가 증가하기 때문에 通貨管理의 부담이 증가하게 될 것이다.

變動換率制度로 이행하더라도 資本移動을 어느 정도 제한할 경우 換率의 급격한 변동을 방지할 수 있을 것이다. 특히 短期的인 資本移動은 外換市場을 攪亂시키고 換率을 급격하게 變動시키는 요인이 될 수 있으므로 상당히 엄격하게 제한할 필요가 있을 것이다.

22) 變動換率制度로 이행한 후 換率의 短期變動性이 커질 경우 外換포지션에 대한 外換危險 부담이 증가하기 때문에 國內金利가 國際金利에 비하여 다소 높더라도 海外資本의 流入規模가 작아질 수 있다.

臺灣은 海外資本의 유입을 規制하고 中央銀行이 外換市場에 介入하여 外換의 需給을 조절하고 있기 때문에 變動換率制度로 이행한 후에도 NT달러/美달러 換率이 적절한 수준에서 安定的으로 管理되고 있는 것으로 판단된다.

NT달러/美달러 換率을 安정적으로 관리할 수 있었던 또 다른 이유는 臺灣의 外換市場이 地域市場(local market)의 성격을 띠기 때문인 것으로 판단된다. 즉, NT달러貨와 外國通貨 사이의 外換去來는 대부분 臺灣 國內에서만 거래되는 地域市場이고, 外換去來의 규모도 先進國들의 通貨에 비하여 월등히 작다. 따라서 臺灣의 中央銀行은 自國內의 外換市場에 介入하여 換率을 安정시킬 수 있다. 그러나 엔/달러 및 마르크/달러 등 주요국 通貨間 外換은 세계의 주요 外換市場에서 거래되는 國際性を 띠고, 外換去來의 규모도 막대하기 때문에 한 나라의 中央銀行이 自國內의 外換市場에만 介入하여 換率을 安정시키기 어렵다.

우리나라는 資本自由化 計劃에 따라 資本流出入에 대한 規制를 완화하고 있기 때문에 變動換率制度로 이행할 경우 換率이 적절한 수준에서 安정되도록 관리하기가 어려울 것이다. 그러나 우리나라의 元貨와 外國通貨 사이의 外換去來도 대부분 國內에서 거래되는 地域性を 띠고 있고, 外換去來의 규모도 상대적으로 작기 때문에 變動換率制度로 이행한 후에도 中央銀行이 外換市場에 介入하여 換率을 어느 정도 調整할 수 있을 것으로 판단된다.

4. 結論 및 政策 示唆點

우리나라의 경우 換率制度의 선택에 있어서 換率變動이 輸出에 미치는 影響과 換率運用의 결과 通貨管理에 미치는 영향을 가장 중점적으로 고려하여 결정하여야 할 것으로 판단된다.

國內企業이 輸出競爭力을 유지할 수 있는 적절한 수준에서 換率

을 안정적으로 운용하기 위해서는 현재의 市場平均換率制度를 유지하는 것이 유리할 것이다. 그런데 換率을 適正水準으로 유지하기 위해서는 中央銀行이 外換市場에 介入할 수밖에 없다. 특히 綜合收支가 黑字를 기록함으로써 인하여 外換의 超過供給이 발생할 경우 國內通貨의 가치상승을 저지하기 위해서는 中央銀行이 外換을 買入하여야 된다. 이때 本源通貨가 放出되기 때문에 通貨管理가 어렵게 된다. 지금까지 換率을 관리하기 위하여 공급된 通貨를 通貨安定證券을 발행하여 還收해 왔기 때문에 通貨安定證券 발행액이 매년 증가하고 있다. 그 결과 支給割引料가 막대한 규모에 달하게 되었고 결과적으로 자동적인 通貨膨脹의 요인으로 작용하고 있는 限界狀況에 도달한 것으로 판단된다.

현재 우리나라의 國內金利는 國際金利에 비하여 年利 5~6% 포인트 높은 수준을 유지하고 있다. 이와 같은 상황에서 資本流出에 대한 規制를 완화할 경우 海外로부터 대규모의 資本이 流入될 것으로 예상된다. 이에 따라 外換의 超過供給 상황이 지속되어 國內通貨의 가치를 상승시키는 요인으로 작용하게 될 것이다. 海外資本의 流入으로 인한 國內通貨 가치의 상승을 저지하기 위해서는 中央銀行이 外換의 超過供給을 매입하게 될 것이고 이때 本源通貨가 放出될 것이다. 通貨管理目標를 달성하기 위해서는 外換買入 과정에서 공급된 通貨를 還收하여야 될 것이다.

이와 같이 볼 때 우리나라가 어떤 換率制度를 선택할 것이냐는 문제는 通貨管理를 위하여 財政에서 어느 정도 협조할 수 있는가에 달려 있는 것으로 판단된다. 外換을 買入하는 과정에서 放出된 通貨를 財政黑字를 통하여 還收할 수 있을 경우에는 現在와 같은 換率管理가 가능할 것이다. 또한 財政黑字를 기록하지 않더라도 財政證券을 발행하거나 國營企業의 民營化 등을 통하여 조성된 資金을 放出하지 않고 中央銀行에 예치할 경우 通貨還收效果가 있기 때문에 通貨管理가 가능할 것이다.

현재 우리나라의 財政狀況을 고려할 때 財政黑字를 통한 대규모의 通貨還收를 기대하기는 어려울 것으로 판단된다. 1995년과 1996년의 豫算은 統合財政收支가 약 1兆 1千億원과 7千億원 赤字가 되도록 편성되었다. 게다가 WTO體制 出帆에 따른 農魚村支援, 敎育改革과 社會福祉를 위한 支出增大 및 社會間接資本(SOC)投資 등 앞으로 財政支出은 더욱 확대될 것이다. 따라서 稅率을 대폭 인

〈表 VI-2〉 우리나라 統合財政收支

(單位: 10億원)

	中央 政府		非金融 公企業		合 計	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996
經 常 收 支	18,873	23,299	△606	△400	18,267	22,899
資 本 收 支	△10,898	△14,113	△875	△1,502	△11,773	△15,615
融·出資收支	△7,600	△7,998	-	-	△7,600	△7,998
合 計	375	1,188	△1,481	△1,902	△1,106	△714

註: '△'는 赤字를 표시함.

資料: 財政經濟院, 『1996년도 예산 개요』, p. 431.

〈表 VI-3〉 우리나라 稅入豫算內譯

(單位: 10億원)

	1995	1996
內 國 稅	41,725	46,234
所 得 稅	13,423	14,503
法 人 稅	8,308	9,254
附 加 價 值 稅	14,522	16,020
其 他	5,472	6,457
關 稅	4,677	5,050
防 衛 稅	33	33
交 通 稅	3,556	4,770
稅 外 收 入	1,890	1,905
合 計	51,881	57,962

資料: 財政經濟院, 『1996년도 예산 개요』, 1996.

상하지 않을 경우 財政赤字를 통하여 대규모의 通貨를 환수하기는 어려울 것으로 판단된다.

한편 여러가지 사항을 종합적으로 검토할 때 稅率引上을 통한 稅收擴大를 달성하기도 쉬운 일은 아닐 것으로 판단된다. 먼저 稅金引上은 대부분의 국민이 반대할 것이기 때문에 이와 관련하여 政治的인 합의를 유도하기가 어려울 것이다. 또한 주요 稅入項目 중 어느 稅目的 부담을 증가시켜야 할 것인지에 대하여 논란이 일어날 수 있다. 附加價值稅率을 인상할 경우 物價上昇 압력으로 작용하게 될 우려가 있으며 所得稅率을 인상할 경우 勤勞者들의 稅金負擔이 증가하게 되어 租稅衡平性 문제를 심화시키는 결과를 초래할 수 있을 것이다. 또한 法人稅率을 인상할 경우 國內企業의 競爭力을 저하시키게 될 것이다.

財政證券을 발행하거나 國營企業의 民營化를 통하여 通貨還收에 필요한 財源을 마련하는 데에도 한계가 있을 것으로 판단된다. 우리나라의 경우 國債市場이 발달되어 있지 않기 때문에 金融市場이 대규모의 財政證券을 소화하기 어려울 것이다. 또한 財政證券을 대규모로 발행할 경우 驅逐效果로 인하여 國內金利가 상승하는 결과를 초래할 수도 있을 것이다. 그 결과 海外資本의 流入規模가 더욱 확대되어 換率 및 通貨管理의 어려움을 가중시키게 될 수도 있을 것이다.

資本自由化가 추진됨에 따라 國內外 金利差로 인하여 海外로부터 流入되는 外換을 매입하는 과정에서 放出되는 通貨를 還收하기 위하여 대대적인 財政支援이 없을 경우 通貨管理가 거의 불가능한 상황에 봉착하게 될 것이다. 이에 따라 현행의 市場平均換率制度를 유지하기가 어려워질 것으로 예상된다. 급격한 通貨膨脹을 방지하고 경제의 安定基調를 유지하기 위해서는 결국 變動換率制度로 이행할 수밖에 없게 될 것이다.

그런데 外換의 保有 및 去來에 대한 規制를 완전히 撤廢하더라도

國內金利가 國際金利에 비하여 상당폭 높은 수준을 유지하고 있는 상황에서는 民間이 保有하기 위한 外換需要는 크게 증가하지 않을 것이다²³⁾. 이때 綜合收支黑字로 인한 外換의 超過供給을 中央銀行이 매입하여 흡수하지 않을 경우 계속 國內通貨 가치를 상승시키는 압력으로 작용하기 때문에 元貨의 가치가 대폭 상승하게 될 것이다²⁴⁾. 따라서 變動換率制度로 이행하더라도 外換의 超過供給이 발생할 경우 國內通貨 가치의 대폭적인 상승을 방지하기 위해서는 결국 中央銀行이 外換을 買入할 수밖에 없을 것이고 그 결과 通貨管理에 부담을 주게 될 것이다.

그러나 變動換率制度로 이행할 경우 換率을 管理하기 위하여 中央銀行이 적극적으로 外換市場에 介入하지는 않기 때문에 通貨管理의 부담은 현행의 市場平均換率制度를 유지하는 경우에 비하여 상대적으로 줄어들게 될 것이다. 또한 換率이 長期間에 걸쳐서 같은 방향으로 조정되지는 않을 것이기 때문에 가까운 미래에 國內通貨의 가치가 상승할 것이라는 期待에 따른 핫머니의 유입을 방지할 수 있고 따라서, 換率 및 通貨管理의 부담이 줄어들게 되는 효과도 있을 것이다. 變動換率制度로 이행할 경우 換率의 短期變動性이 증가하게 될 것이다. 이때 外換포지션을 취함에 따르는 外換危險의

23) 民間의 外貨預金を 통하여 확보한 資金을 國內銀行이 國際金融市場에 투자할 경우 收益率은 國際金利와 유사한 수준일 것이다. 따라서 去來費用을 감안할 경우 外貨資金의 保有에서 발생하는 收益率은 國際金利에 비하여 약간 낮은 수준일 것이다. 이에 대하여 元貨 資金을 保有할 경우 收益率은 國內金利와 유사한 수준일 것이다. 따라서 國內金利가 國際金利에 비하여 높은 수준을 유지할 경우 民間이 保有하기 위한 外換需要는 크게 증가하지 않을 것이다.

24) 일부에서는 國內通貨의 가치가 상승할 경우 外換의 超過供給을 吸收하는 것으로 잘못 이해하고 있다. 外換의 超過供給분을 國內에서 民間部門이 아니면 中央銀行(管理當局)이 吸收하거나 海外로 유출되지 않으면 계속 超過供給 상황이 지속되기 때문에 國內通貨의 가치가 상승하게 된다. 換率은 外換의 需要와 供給을 연결하여 去來가 이루어지도록 하는 작용만을 수행할 뿐 그 자체가 外換의 超過需要나 超過供給을 흡수할 수는 없다. 다만 國內通貨의 가치가 상승하여 貿易收支가 악화될 경우에는 外換의 需要가 증가하게 된다.

부담이 증가하기 때문에 資本流入이 억제되어 通貨管理의 부담이 줄어들어 효과가 있을 것이다.

이와 같은 관점에서 앞으로 換率運用 및 換率制度의 改編에 있어서 유의하여야 할 政策의인 示唆點들을 정리하면 다음과 같다.

첫째, 外換 및 資本自由化를 추진함에 있어서 海外資本의 유입으로 인하여 換率 및 通貨管理가 어려워질 것으로 예상되는 이유는 國內金利가 國際金利에 비하여 상당폭 높은 수준을 유지하고 있기 때문이다. 따라서 換率과 通貨를 안정적으로 운용하기 위해서는 國內金利가 하락하여 國際金利 수준에 접근하도록 유도하는 것이 무엇보다도 필요한 것으로 판단된다. 國內(名目)金利가 下落하도록 유도하기 위해서는 안정적인 通貨管理 등을 통하여 인플레이心理를 해소하는 것이 필요할 것이다²⁵⁾. 또한 國內金利가 높은 수준을 유지하고 있는 근본적인 이유는 資金에 대한 超過需要 상황이 지속되고 있기 때문인 것으로 판단된다. 資金에 대한 超過需要가 발생하는 이유 중 하나는 國內企業의 他人資本 依存度가 높기 때문이다²⁶⁾. 따라서 國內金利의 下向安定을 위해서는 企業들이 財務構造를 개선하도록 誘導할 필요가 있는 것으로 판단된다. 보다 적극적으로 金利가 하락하도록 유도하기 위해서는 個人年金 등 長期貯蓄에 대한 免

25) 換率이 일정한 수준에서 유지될 것으로 期待되는 경우 國內物價의 상승에 대한 期待値가 외국에 비하여 상대적으로 높더라도 名目利子率이 外國에 비하여 상대적으로 높을 경우에는 海外資本이 유입될 수 있다. 우리나라의 경우 名目金利와 期待인플레이션率 사이에 1對1 對應關係(Fisher關係)는 성립하지 않더라도 인플레이율에 대한 기대치가 상승할 경우 名目金利가 상승하는 효과가 상당히 큰 것으로 밝혀지고 있다. 咸貞鎬·崔雲圭(1991), 金鎮浩(1994) 등 참조.

26) 1994년 우리나라 製造企業의 負債比率(負債/自己資本)은 302.5%였던 것으로 조사되고 있다(韓國銀行, 『기업경영분석』, 1995 참조). 이에 대하여 1993년 美國과 日本 및 臺灣 製造企業의 負債比率는 각각 174.5%, 212.5%, 88.0%였다. 우리나라 企業들은 기존의 負債償還 및 새로운 投資 등을 위한 外部資金 確保가 매우 중요한 課題이기 때문에 資金에 대한 假需要가 발생하게 되어 金利를 상승시키는 요인이 되는 것으로 판단된다.

稅惠澤의 범위를 확대함으로써 金融機關들의 資金調達費用이 인하되도록 유도하는 방법도 생각해 볼 수 있을 것이다²⁷⁾.

둘째, 國內金利가 國際金利에 비하여 높은 수준을 유지할 경우 外換의 保有를 자유롭게 허용하더라도 民間이 保有하기 위한 外換需要는 크게 증가하지 않을 것으로 예상된다. 이와 같은 상황에서 綜合收支가 黑字를 기록할 경우 中央銀行이 介入하여 外換을 買入하여 흡수하지 않으면 超過供給이 지속되기 때문에 國內通貨의 가치가 급격하게 상승하는 결과를 초래하게 될 수도 있을 것이다. 따라서 變動換率制度로 이행하더라도 당분간 中央銀行이 外換介入을 중단하기는 어려울 것으로 판단된다. 中央銀行이 外換을 買入하는 과정에서 방출되는 本源通貨를 通貨安定證券을 발행하여 還收할 경우 머지않아 通貨安定證券 利子を 환수하기 위하여 새로운 通貨安定證券을 발행해야 하는 惡循環이 시작될 수 있을 것이다. 이와 같은 점을 고려할 때 變動換率制度로의 이행여부와는 관계없이 당분간 通貨還收에 있어서 財政의 역할이 확대되어야 할 것으로 판단된다.

셋째, 주요 先進國 通貨間 換率의 움직임을 분석해 보면 國際的인 金融危機가 발생할 경우 短期資金이 대규모로 이동하기 때문에 換率이 급격하게 변동하였음을 알 수 있다²⁸⁾. 이와 같은 점을 고려

27) 현재 個人年金貯蓄에 대하여 1인당 年間 72만원까지 所得稅의 과표에서 공제해 주고 있다. 個人年金에 대한 稅金控除惠澤을 확대할 경우 다른 형태의 貯蓄이 個人年金으로 이동하는 효과도 있기 때문에 전체적인 貯蓄의 규모가 증가하는 효과는 크지 않을 수도 있을 것이다. 그러나 利子率이 하락하더라도 個人年金貯蓄의 稅後收益率은 상대적으로 높은 수준으로 유지할 수 있기 때문에 貯蓄率 下落을 방지할 수 있고 銀行 등 金融機關들의 資金調達 費用을 낮추는 효과를 기대할 수 있을 것이다. 그런데 貯蓄에 대한 免稅惠澤을 확대할 경우 稅收減少를 보충하는 문제가 대두될 수 있다.

28) 최근의 예를 들면 1992년 9월 유럽通貨體制가 崩壞 위기에 직면하게 되었기 때문에 상대적으로 안정적인 通貨로 평가되었던 엔貨에 대한 需要가 급증하였다. 그 결과 1993년 3월부터 엔貨의 가치가 급등하였다. 또한 1995년 3월에 발생한 멕시코 金融危機로 인하여 달러貨의 가치에 대한 不安心理가 확산되었기 때문에 엔貨와 마르크貨에 대한 需要가 급격하게 증가하고 이들 通貨의 가치가 대폭 상승하였다.

할 때 우리나라가 앞으로 資本移動에 대한 규제를 완화하고 變動換率制度로 이행할 경우 投機的인 短期資金의 이동으로 인하여 外換市場이 攪亂되고 換率이 급격하게 변동하는 경우가 발생할 수도 있을 것이다²⁹⁾. 이에 대비하여 유사시에 短期資金의 급격한 移動을 차단할 수 있는 제도적인 장치를 마련할 필요가 있을 것이다.

넷째, 外換 및 資本自由化를 추진하고 變動換率制度로 이행할 경우 換率이 적정한 수준에서 유지되도록 管理하기가 어렵게 될 것이다. 특히 경우에 따라서는 國內通貨의 가치가 適正水準보다 상당폭 高評價되어 國內輸出企業이 價格競爭力을 상실하는 경우도 발생할 수 있을 것이다. 따라서 앞으로는 저렴한 價格에 의존하는 輸出前略은 실효를 거두기 어렵게 될 것이다. 이와 같은 상황에 대비하여 國內企業들도 非價格競爭力을 확보하기 위하여 노력을 기울여야 할 것이다. 이를 위하여서는 產業構造調整 및 研究開發 등을 위한 投資가 확대되어야 할 것으로 판단된다.

다섯째, 資本流出入에 대한 규제를 완화하고 變動換率制度로 이행할 경우 換率, 특히 원/달러 換率의 短期變動性이 증가하게 되어 輸出入 등 對外去來에 따르는 外換危險이 증가하게 될 것이다. 이때 증가하는 外換危險을 회피할 수 있는 별도의 방법이 없을 경우 輸出業者들은 價格을 인상하여 대응할 것이기 때문에 國內企業의 輸出競爭力이 弱化되는 결과를 초래할 수 있다³⁰⁾. 輸出代金과 같은 決濟期限과 金額이 일정하지 않은 外換포지션에 따르는 外換危險을 관리하기 위한 가장 편리한 수단은 先物換契約일 것으로 판단된다. 그런데 輸出契約을 체결한 후 代金を 결제받기까지 평균 3個月이

29) 우리나라 원貨는 國際通貨가 아니기 때문에 國際的인 金融危機가 발생하더라도 短期資金이 대규모로 유입되지는 않을 것이다. 그러나 外換市場의 규모가 상대적으로 작기 때문에 작은 규모의 短期資金이 유입되더라도 換率에 미치는 영향은 클 수도 있을 것이다.

30) 說問調査의 결과 우리나라 輸出企業의 60% 이상이 증가하는 外換危險을 回避할 수 있는 다른 수단이 없을 경우 輸出價格을 인상하여 대응하겠다고 답하였다. 金宗萬(1990) '참조.

소요되는 것으로 파악되었다³¹⁾. 이에 대하여 현재 우리나라의 先物換去來는 대부분의 契約期間이 초단기(1주일 이내)이다. 따라서 企業들이 先物換契約를 통하여 輸出에 따르는 外換危險을 回避하기가 어려운 실정이다. 이와 같은 현실을 감안하여 先物換去來, 특히 契約期間이 3個月 이상인 비교적 長期間의 先物換去來를 活性化시키는 조치가 필요한 것으로 판단된다.

31) 金宗萬, 前掲書 참조.

參 考 文 獻

- 金圭漢, 『開放化時代의 通貨 및 換率政策』, 研究論文集 94-2, 韓國銀行 金融經濟研究所, 1994.
- 金宗萬, 『國際通貨制度의 改編論議와 우리나라의 對應』, 研究報告書 96-01, 韓國租稅研究院, 1996.
- _____, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 研究報告書 93-11, 韓國租稅研究院, 1993.
- _____, 『外換 및 資本自由화가 換率에 미치는 影響』, 研究報告書 95-03, 韓國租稅研究院, 1995.
- _____, 『日本 換率政策의 方向과 우리나라 輸出入에 미치는 影響』, 政策研究 93-10, 對外經濟政策研究院, 1993.
- _____, 『主要 換率變動의 特性과 政策示唆點』, 政策研究 91-02, 對外經濟政策研究院, 1991.
- _____, 『換率, 金利 및 貨金變動이 우리나라 輸出에 미치는 影響』, 政策研究 92-27, 對外經濟政策研究院, 1992.
- _____, 『換率運用과 輸出競爭力』, 研究報告書 94-09, 韓國租稅研究院, 1994.
- _____, 『換率制度와 外換危險管理』, 政策研究 90-03, 對外經濟政策研究院, 1990.
- 金浩鎮, 「國內 金利의 長期 피셔效果 및 實質金利의 正常性 分析」, 韓國金融研究院, 금융경제연구 94-2, 1994. 7.
- 李麗, 『臺灣의 外換市場과 換率制度』, 全國銀行聯合會 調查部 (譯), 1990.
- 李天杓, 『經濟自由化, 外換市場 活性化와 通貨管理體制의 改善』, 韓

- 國銀行 調查第1部, 1990.
- 財務部, 『外換制度改革(案)』, 1994.
- 財務部·韓國產業銀行, 『韓國外資導入 30年史』, 1993.
- 財政經濟院, 『外換制度改革計劃 修正方案』, 1995.
- 정지만·박동순, 「환율충격의 비대칭적 효과」, 1995.
- 曹琮和, 『EC通貨統合의 進展과 波及影響』, 政策資料 94-02, 對外經濟政策研究院.
- 證券監督院 調查部, 『臺灣의 資本市場』, 調查資料 第30輯, 1990.
- 崔長鳳, 『資本去來 自由化에 따른 效率的인 通貨 및 資本流出入 管理』, 研究報告書 94-01, 韓國租稅研究院, 1994.
- 韓國銀行, 『조사통계월보』, 1991. 3, pp. 3~50.
- 韓國銀行 外換管理部, 『세계 외환시장 외환거래 동향』, 외환업무자료 93-B-9, 1993.
- 韓國銀行 調查第1部, 『最近 東아시아 國家의 換率政策 運用現況』, 조사연구자료 96-12, 1996.
- 韓國銀行 調查第2部, 『國際收支統計解説』, 1989.
- 咸貞鎬·崔雲圭, 「우리나라의 金利決定要因分析」.
- 植田和男, 「最近における爲替レート理論と円 ドルレートの動き」, 『日本銀行 研究報告書』, 1983, pp. 8~26.
- 深尾京司, 「爲替レートの 決定要因と 爲替投機需要」, 『日本銀行 研究報告書』, 1983, pp. 27~66.
- Baldwin, R., "Some Empirical Evidence on Hysteresis in Aggregate US Import Prices," NBER Working Paper Series, No. 2483, 1988.
- Bordo, M. D. and A. J. Schwartz, "What Has Foreign Exchange Market Intervention since the Plaza Agreement Accomplished?," *Open Economic Review*, Vol. 2, 1991, pp. 39~64.

- Branson, W. H., "Macroeconomic Determinants of Real Exchange Risk," in Herring edited, *Managing International Risk*, Cambridge University Press, 1983, pp. 33~74.
- Bretton Woods Commission, *Bretton Woods: Looking to the Future*, 1994.
- Dornbusch, R., "Exchange Rate Economics: Where Do We Stand?," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, 1980, pp. 142~85.
- _____, "Doubts about McKinnon Standard," *Journal of Economic Perspective*, Vol. 2, No. 1, 1988, pp. 105~112.
- Eichengreen, B., "Prerequisites for International Monetary Stability," *Bretton Woods: Looking to the Future*, 1994, pp. C-39~52.
- Feenstra, R. C., "Symmetric Pass-Through of Tariffs and Exchange Rates under Imperfect Competition: An Empirical Test," NBER Working Paper Series, No. 2453, 1987.
- Fraser, B. W., "Australia's Recent Exchange Rate Experience," Reserve Bank of Australia Bulletin, June 1992.
- Frenkel, J. and M. L. Mussa, "The Efficiency of Foreign Exchange Markets and Measure of Turbulence," *American Economic Review*, May 1980, pp. 374~381.
- Friedman, M., "The Case for Flexible Exchange Rate," in Friedman Edited, *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, 1953, pp. 157~203.
- International Department, Reserve Bank of New Zealand, "New Zealand Exchange Rate Policy," September, 1989.
- Kenichi, Ohno, "The Case for a New System," *Bretton Woods: Looking to the Future*, Bretton Woods Commission, 1994,

- pp. C-5~12.
- Laker, J. F., "Exchange Rate Policy in Australia," Reserve Bank of Australia, 1989.
- Lee Sheng-Yi, "Some Aspects of Foreign Exchange Management in Singapore," *Asia Pacific Journal of Management*, Vol. 1, No. 3, May 1984, pp. 207~217.
- Lucas, R. J., "Econometric Policy Evaluation: A Critique," in Bruner and Metzler edited, *The Philips Curve and Labor Markets*, 1976, pp. 18~46.
- Macfarlane, I. F., "Open Market Operations Since the Float," Reserve Bank of Australia Bulletin, December 1986.
- _____, "The Exchange Rate, Monetary Policy and Intervention," Reserve Bank of Australia Bulletin, December 1993.
- Margaritis, D., D. Hyslop and D. Rae, "Financial Policy Reform in New Zealand," Discussion Paper G92/2, Reserve Bank of New Zealand, 1992.
- McKinnon, R. I., "Monetary and Exchange Rate for International Financial Stability: A Proposal," *Journal of Economic Perspective*, Vol. 2, No. 1, 1988, pp. 83~103.
- Mussa, M., "A Model of Exchange Rate Dynamics," *Journal of Political Economy*, Vol. 90, 1983, pp. 74~103.
- _____, "Empirical Regularities in the Behavior of Exchange Rate and Theories of the Foreign Exchange Market," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 11, 1979, pp. 9~75.
- Otani, I. and C. Sassanpour, "Financial, Exchange Rate, and Wage Policies in Singapore," IMF Working Paper, 1988.

- Yoich Funabashi, *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, Institute for International Economics, 1988.
- Yusuke Kashiwagi, "Future of the International Monetary System and the Role of the IMF," *Bretton Woods: Looking to the Future*, Bretton Woods Commission, 1994, pp. C-1~4.
- Williamson, J., *The Exchange Rate System*, Institute for International Economics, 1985.
- _____, "Comments on McKinnon's Monetary Rule," *Journal of Economic Perspective*, Vol. 2, No. 1, 1988, pp. 113~119.
- Williamson, J. and M. H. Miller, *Targets and Indicators: A Blue Print for the International Coordination of Economic Policy*, Institute for International Economics, 1987.