

外換 및 資本 自由化가 換率에 미치는 影響

韓國租稅研究院

序 言

금년 우리나라의 輸出規模는 1千億달러를 돌파하였으며 1人當 國民所得은 1萬달러를 초과하여 先進國 水準에의 진입을 눈앞에 두고 있다. 國際的으로는 WTO體制의 출범으로 국경을 초월한 無限競爭의 시대에 돌입하게 되었다. 國內外 經濟狀況의 변화에 대응하여 政府는 모든 부문에서 불필요한 規制를 緩和하고 開放化·國際化를 통하여 보다 效率的인 經濟體制를 구축하기 위하여 힘쓰고 있다. 이와 같은 노력의 일환으로 外換의 保有 및 去來에 대한 規制를 단계적으로 철폐하고 資本의 流出入에 대한 규제도 점차 완화할 계획이다.

그간 우리나라는 外換 및 海外資本의 流出入 등이 엄격하게 統制되었기 때문에 換率의 결정에 있어서 管理當局의 입김이 크게 작용한 것이 사실이다. 그러나 앞으로는 外換 및 資本 自由化가 추진됨에 따라 換率決定의 體系가 과거와 많이 달라질 것으로 예상된다. 따라서 새로운 상황에 부합하는 換率決定理論을 점검해 보고 이에 비추어 換率變動의 特性和 이에 따르는 문제점 등을 검토해 보는 研究가 필요하다. 또한 外換 및 資本 自由化를 추진하는 과정에서 海外資本의 流出入이 換率의 水準에 미치는 영향에 대하여서도 검토해 보아야 할 것이다.

이와 같은 필요성에 부응하여 本 研究에서는 우리나라가 추진하고 있는 外換 및 資本 自由化의 내용과 속도에 비추어 앞으로 換率決定의 체계는 어떻게 달라질 것이며 換率水準은 어느 정도 달라지게 될 것인가에 대하여 理論的인 考察과 함께 實證的인 분석을 통하여 규명하였다. 특히 우리나라에 비하여 外換 및 資本 自由化가

앞선 日本 및 臺灣의 경우 自由化의 각 단계에서 換率變動의 特性을 分析·比較하는 등 國際的인 研究도 병행함으로써 많은 示唆點을 도출하고 있다.

外換 및 資本 自由化가 換率의 決定體系 및 換率水準에 미칠 영향에 대하여 體系的이고 包括的인 연구의 결과가 많지 않은 사실을 감안할 때 本 研究의 결과는 앞으로 이와 관련된 政策立案에 있어서 많은 도움이 될 것으로 기대된다. 또한 換率決定에 대한 理論的인 검토 및 實證分析 등 學問的인 면에서도 本 研究는 크게 공헌할 것으로 판단된다.

本 報告書가 발간되기까지 많은 도움을 준 여러분께 감사 드린다. 먼저 어려운 여건하에서도 훌륭한 研究와 報告書를 執筆한 本 研究院 金宗萬 博士의 노고를 치하하는 바이다. 또한 報告書의 초안을 읽고 여러가지 유익한 論評을 하여준 弘益大學校의 朴元巖 教授와 國民大學校의 芮種洪 教授, 그리고 本 研究院의 여러 博士들께 감사드린다. 原稿의 정리와 교정을 위하여 수고한 李除憲 研究員과 廉世羅 研究助員의 도움도 컸다.

끝으로 本 報告書에 掲載된 내용은 筆者 개인의 意見이며 研究院의 公式的인 견해가 아님을 밝혀둔다.

1995年 12月

韓國租稅研究院

院長 崔 洸

目 次

第 I 章 序論	11
第 II 章 理論的 考察	14
1. 換率決定 理論	15
가. 長期均衡 換率	16
나. 長期均衡에서의 乖離와 市場均衡 換率	21
다. 外換市場 介入의 影響	29
2. 外換 및 資本自由化가 換率決定 및 換率水準에 미치는 影響 ...	34
가. 外換 및 資本自由化가 換率決定 및 換率管理에 미치는 影響	36
나. 換率水準에 미치는 影響	39
第 III 章 主要換率 變動要因 分析	45
1. 換率變動率 推定模型	46
2. 實證分析을 위한 資料	50
3. 엔/달러 換率 變動率	53
4. 마르크/달러 換率	64
5. NT달러/美달러 換率의 變動要因	71
第 IV 章 日本과 臺灣의 外換 및 資本 自由化와 換率變動 ...	87

1. 日本의 外換 및 資本 自由化 過程	88
2. 日本의 外換 및 資本 自由化가 換率에 미친 影響	95
3. 臺灣의 外換 및 資本 自由化 進展 狀況	116
4. 臺灣의 外換 및 資本 自由化와 換率 變動	122
第 V 章 外換 및 資本 自由化가 원/달러 換率 및 經濟에 미치는 影響	137
1. 1980년대 원/달러 換率變動의 特性	138
2. 最近의 원/달러 換率 變動要因 分析	150
3. 外換 및 資本 自由化와 換率變動	161
가. 換率의 決定 및 換率變動에 미치는 影響	161
나. 單位金額의 海外資本 流入이 換率水準에 미치는 影響	166
다. 資本流入 規模와 換率水準 變動	181
4. 資本流入 및 換率變動이 主要 經濟變數에 미치는 影響	188
第 VI 章 要約 및 政策 示唆點	199
1. 研究 結果 要約	199
2. 政策 示唆點	208
參考文獻	213
〈附 錄〉	215

表 目 次

〈表 III- 1〉 實證分析을 위한 主要 先進國 資料 明細	51
〈表 III- 2〉 臺灣 資料 明細	52
〈表 III- 3〉 엔/달러 換率變動率 方程式 推定結果	54
〈表 III- 4〉 마르크/달러 換率變動率 方程式 推定結果	65
〈表 III- 5〉 NT달러/美달러 換率變動率 方程式 推定結果	72
〈表 III- 6〉 臺灣과 美國의 再割引率 및 貿易收支의 相對的인 變動이 換率에 미치는 影響	83
〈表 III- 7〉 臺灣 外換需給의 變動이 換率에 미치는 影響	86
〈表 IV- 1〉 엔貨의 國際化 推移	93
〈表 IV- 2〉 期間別 分期間 엔/달러 換率變動率 統計	96
〈表 IV- 3〉 期間別 엔/달러 換率變動 要因 推定結果(1)	98
〈表 IV- 4〉 期間別 엔/달러 換率變動 要因 推定結果(2)	101
〈表 IV- 5〉 期間別 엔/달러 換率變動 要因 推定結果(3)	105
〈表 IV- 6〉 期間別 마르크/달러 換率變動 要因 推定結果(1) ...	107
〈表 IV- 7〉 期間別 마르크/달러 換率變動 要因 推定結果(2) ...	109
〈表 IV- 8〉 變動換率制度 初期 엔/달러 및 마르크/달러 換率變動 要因 分析	111
〈表 IV- 9〉 期間別 NT달러/美달러 換率變動 要因 推定結果(1) ...	124
〈表 IV- 10〉 臺灣 企業의 輸出入 代金 外貨 直接決濟 狀況	128
〈表 IV- 11〉 期間別 NT달러/美달러 換率變動 要因 推定結果(2) ...	131
〈表 IV- 12〉 期間別 NT달러/美달러 換率變動 要因 推定結果(3) ...	134
〈表 V- 1〉 원/달러換率 變動要因 分析 (1)	140

〈表 V - 2〉 分期間 國際收支 및 對外準備高 變動 關聯 資料의 相關關係	146
〈表 V - 3〉 원/달러換率 變動要因 分析 (2)	149
〈表 V - 4〉 원/달러換率 月間 變動要因 分析 (1)	154
〈表 V - 5〉 원/달러換率 月間 變動要因 分析 (2)	160
〈表 V - 6〉 最近 우리나라 國際收支 및 對外準備高 變動	170
〈表 V - 7〉 10億달러 海外資金 流入이 원/달러 換率에 미치는 影響.....	171
〈表 V - 8〉 該當國 經常收支 및 資本收支가 各 換率에 미치는 影響 比較.....	175
〈表 V - 9〉 自由化 이후 10億달러 流入이 원/달러 換率에 미치는 影響(1).....	177
〈表 V - 10〉 自由化 이후 10億달러 流入이 원/달러 換率에 미치는 影響(2).....	178
〈表 V - 11〉 資本流入 規模推定	182
〈表 V - 12〉 換率變動效果를 고려하지 않을 경우 輸出入 및 經常收支 展望.....	183
〈表 V - 13〉 원/달러 換率 推移 展望	187
〈表 V - 14〉 원/달러 換率變動이 輸出入 및 貿易收支에 미치는 影響.....	189
〈表 V - 15〉 원/달러 換率이 物價 및 經濟成長率에 미치는 影響.....	192
〈表 V - 16〉 本源通貨管理	194
〈表 V - 17〉 通貨安定證券 管理	195

圖 目 次

- [圖 III-1] 主要國 優待貸出金利 推移 78
- [圖 III-2] 臺灣 換率變動と 臺灣と 美國 再割引率 差異 79

第 I 章 序 論

解放 이후 우리나라의 外換 및 換率政策은 國內外 經濟環境의 변화에 대응하여 外換의 需給과 換率을 적절하게 관리할 수 있도록 바뀌어 왔다. 즉, 外換政策의 主眼點을 1985년까지 經濟開發에 필요한 外資의 효율적 導入과 運用에 두었다. 經常收支가 黑字를 나타낸 1986년부터 1989년까지의 기간 동안에는 通貨의 급격한 膨脹을 방지하기 위하여 外資導入을 억제하고 資本의 流出과 관련된 규제를 완화하였다. 1990년 이후에는 金融의 國際化를 추진하기 위하여 企業 및 金融機關의 國際金融市場 진출과 관련된 규제를 완화하기 시작하였다.

換率政策의 主眼點은 國內通貨의 對外價値를 안정시키고 換率을 輸出競爭力 유지에 적절한 수준에서 관리하는 데 두었다. 이를 위하여 外國通貨에 대한 國內通貨의 換率은 원/달러 換率을 중심으로 관리하였으며 國內通貨의 가치는 經常收支가 赤字를 기록한 기간 동안에는 下向調整하고 반대로 經常收支가 黑字를 기록한 기간 동안에는 上向調整하였다.

그런데 우리나라 經濟의 先進國 수준 진입에 따른 OECD 가입과 WTO體制의 출범에 따른 企業間 國境을 초월한 競爭의 격화 등 상황변동을 고려할 때 앞으로 外換 및 換率政策은 과거와 많이 달라질 것으로 예상된다. 政府는 1999년까지 3段階에 걸쳐서 外換의 保有 및 去來를 自由化하고 資本의 流出入에 관한 규제를 대폭 완화할 계획으로 있다. 또한 外國通貨에 대한 國內通貨의 교환가치는 外換市場의 需給狀況에 따라 결정되는 換率制度로 이행할 계획이다. 이에 따라 환율의 결정체제는 크게 달라질 것으로 예상된다. 특

히 管理當局이 貿易收支나 經常收支의 변동 등을 고려하여 換率을 적정한 수준으로 調整하기가 어렵게 될 것이다. 이와 같은 점을 감안하여 本 研究에서는 外換 및 資本 自由化가 換率의 決定 및 換率 水準에 미치는 영향에 대하여 분석해 보았다.

外換 및 資本 自由化가 진행됨에 따라 國內外 金利差나 資本의 流出入으로 인한 換率變動의 효과가 커질 것으로 예상된다. 또한 미래에 예상되는 國內外 經濟狀況의 변동이 현재의 換率에 미치는 影響도 확대될 것으로 판단된다. 이에 대하여 經常收支의 변동이 換率에 미치는 影響의 절대적인 크기는 과거와 큰 차이가 없을 것으로 예상되기 때문에 資本收支 효과와 비교하여 상대적으로 작아질 것으로 판단된다. 따라서 換率은 經常收支를 균형시키는 적절한 수준에서 장기간 이탈할 수도 있을 것이다. 더욱이 外換集中制의 정지 등으로 中央銀行을 비롯한 管理當局에 의한 外換市場介入의 효과는 과거에 비하여 작아질 것으로 예상되기 때문에 換率을 經常收支가 균형되는 적절한 수준에서 관리하기가 매우 어렵게 될 것으로 보인다.

國內金利가 國際金利에 비하여 상당폭 높은 상황에서 資本의 流出入에 대한 규제를 완화할 경우 海外資本의 純流入이 일어날 것으로 예상된다. 이에 따라 國內通貨의 가치는 점차 上昇할 것으로 예상되며 貿易 및 經常收支가 악화되고 輸出減少로 인하여 經濟成長이 둔화될 것으로 판단된다. 또한 資本流入으로 인한 海外部門의 通貨膨脹으로 通貨管理가 매우 어렵게 될 것으로 예상된다.

이와 같이 볼 때 우리 經濟의 先進化 및 世界化를 추진하고 國內 企業의 國際競爭力을 제고하기 위하여서는 外換 및 資本 自由化가 피할 수 없는 것이기는 하지만 이를 추진하는 과정에서 國內通貨 價値의 상승 및 通貨膨脹 등 많은 어려움이 예상되는 것도 사실이다. 따라서 앞으로 外換 및 換率政策의 主眼點은 이러한 어려움을 극복하고 經濟가 안정적으로 成長하여 명실공히 先進國 수준에 도

달할 수 있도록 하는 데 두어져야 할 것이다.

本 報告書의 構成은 다음과 같다. 第II章에는 外換 및 資本 自由化가 換率의 決定과 換率水準에 미치는 영향을 理論的으로 분석한 결과를 정리하였다. 第III章에는 換率決定 理論을 참고하여 換率變動의 요인을 분석할 수 있는 計量模型을 정립하고 資料를 사용하여 엔/달러 換率 및 마르크/달러 換率 등 主要國 通貨間 換率變動의 요인을 분석한 결과를 정리하였다. 또한 經濟의 發展段階가 우리나라와 유사한 臺灣의 NT달러貨와 美國 달러貨 사이의 換率變動을 분석한 결과도 정리하였다.

第IV章에는 外國의 경우 外換 및 資本 自由化가 換率에 어떤 影響을 미쳤는지를 알아보기 위하여 日本과 臺灣의 外換 및 資本에 대한 規制의 내용에 따라 期間을 구분하고 각 期間에 있어서 엔/달러 및 NT달러/美달러 換率變動의 요인을 분석·비교한 결과를 정리하였다. 第V章에는 外換 및 資本 自由化가 원/달러 換率에 미치는 영향을 알아보기 위하여 먼저 과거 複數通貨 바스켓·페그 換率制度下에서와 최근 市場平均換率制度下에서 원/달러 換率의 변동요인을 분석한 결과를 정리하였다.

또한 第V章에는 換率決定에 관한 理論과 日本 및 臺灣 등 다른 나라의 換率을 분석한 결과를 고려하여 앞으로 外換 및 資本 自由化의 결과 원/달러 換率의 변동이 과거와 어떻게 달라질 것인가에 대하여 분석한 결과를 정리하였다. 아울러 外換 및 資本 自由化를 추진하는 과정에서 海外資本의 流入이 원/달러 換率의 수준에 미치는 影響을 추산한 결과를 정리하였으며 國內通貨 價値의 상승으로 인한 輸出入 및 貿易收支와 國內物價, 經濟成長, 通貨管理 등에 미치는 영향도 分析·整理하였다.

마지막으로 第VI章에는 研究結果를 요약하고 政策立案에 있어서 참고할 사항들을 정리하였다.

第 II 章 理論的 考察

과거 우리나라 通貨의 外國通貨 특히 美國 달러貨에 대한 換率의 결정에 있어서 管理當局의 입김이 크게 작용한 것이 사실이다. 또한 民間에 의한 外換保有나 去來 및 海外資本의 流出入이 강력하게 통제되고 있었기 때문에 外換 需要와 供給의 변동이 換率에 미치는 영향은 크지 않았다. 그러나 政府는 앞으로 外換의 保有 및 去來를 대폭 自由化하고 資本의 流出入에 대한 規制도 점차 완화할 계획으로 있다.

이러한 변화의 결과로 換率의 決定體系는 과거와 많이 달라질 것으로 예상된다. 따라서 새로운 狀況에 부합하는 換率決定에 관한 理論을 검토해 보고 이에 비추어 새로운 體制下에서 換率決定의 특성과 그에 따른 問題點 등을 고찰해 보는 것이 필요하다. 또한 外換 및 資本 自由化가 換率의 결정이나 換率 수준에 미치는 영향을 實證的으로 분석해 보기 위해서는 먼저 換率을 결정하는 經濟變數에는 어떤 것이 있으며 이들 變數들이 換率에 어떠한 影響을 미치는지에 대하여 理論的으로 검토해 보는 것이 필요하다.

이와 같은 필요에 따라 本章에서는 換率決定에 관한 理論들을 종합적으로 검토하여 換率에 영향을 미치는 요소들을 파악하고 政府가 추진하고 있는 外換 및 資本 自由化로 인하여 이들 요소들이 換率에 미치는 영향이 어떻게 달라질 수 있는가에 대하여 고찰해 보기로 하겠다.

1. 換率決定 理論

換率에 관하여는 기본적으로 세가지 接近法이 있다. 즉 換率을 通貨의 상대적인 가격으로 파악하는 通貨論的 接近法(monetary approach)과 商品의 상대적인 가격으로 파악하는 彈力性 接近法(elasticity approach) 및 資産 특히 債券의 상대적인 가격으로 파악하는 資産的 接近法 또는 포트폴리오 발란스 接近法(asset approach or portfolio balance approach) 등이다¹⁾.

그런데 이들 理論이 설명하고자 하는 經濟現象이 다르기 때문에 換率을 決定하는 經濟變數에 차이가 있다. 즉 通貨論的 接近法에서는 通貨市場의 均衡關係를 중심으로 換率의 변동을 설명하기 때문에 兩國間 通貨供給 및 物價水準의 상대적인 차이가 換率決定의 가장 중요한 요인이 되는 것으로 이해하고 있다. 彈力性 接近法에서는 國家間의 交易, 특히 商品의 교역과 관련하여 貿易收支를 均衡시키는 換率을 중심으로 설명하고 있다. 이에 대하여 資産 또는 포트폴리오 발란스 接近法에서는 自國 및 外國通貨로 표시된 資産의 收益性이 변동할 경우 投資家들이 利潤極大化를 위하여 자신의 포트폴리오를 조정하는 관계를 중심으로 換率變動을 설명한다. 따라서 이 이론에서는 兩國間 金利의 상대적인 변동이 換率變動의 가장 중요한 요인이 되는 것으로 파악하고 있다.

1) Dornbusch, 1980 참조. 거의 모든 理論에서 換率決定을 部分均衡模型(partial equilibrium model)으로 說明하고 있다. 一般均衡模型(general equilibrium model)에 의한 경우 換率에 큰 영향을 미치는 것으로 알려지고 있는 物價變動, 經濟成長, 經常收支 및 資本收支와 金利 등을 모두 內生變數로 보아야 하고 外生變數로 볼 수 있는 것은 通貨供給과 같은 政策變數와 實物衝擊(real shock) 등 몇 개에 불과하다. 一般均衡模型에 의한 경우 이들 외생변수의 변동만으로 換率의 變動을 설명하여야 한다. 그러나 실제 換率의 변동을 一般均衡模型에서 외생변수만으로 설명할 수 있는 부분은 크지 않다. 오히려 해당국 物價上昇率 및 經濟成長率의 상대적인 차이나 國際收支의 상대적인 변동과 金利差 등 내생변수의 변동이 환율에 보다 큰 영향을 미치는 것으로 알려지고 있다. 이와 같은 實證的 측면을 고려하여 本 論文에서도 部分均衡模型을 중심으로 설명하겠다.

이들 理論은 반드시 서로 모순되지는 않으며 상호 보완적인 성격을 띠는 것으로 이해된다. 즉 通貨論的 接近法은 보다 長期的인 관점에서 均衡換率을 설명하는 것으로 이해할 수 있으며, 彈力性 接近法은 中期的으로 國際收支를 안정시키는 均衡換率에 대한 설명인 것으로 이해할 수 있다. 또한 포트폴리오 발란스 接近法은 短期的으로 資産市場의 수요와 공급을 균형시키는 換率에 대한 설명으로 파악된다. 이들 理論을 종합하여 換率決定의 전체적인 윤곽을 파악하기 위해서는 通貨論的 接近法에 따른 長期均衡 환율로부터 시작하는 것이 편리하다.

가. 長期均衡 換率

각 나라의 國際收支가 均衡을 이루고 外換市場에서 외환의 需給이 均衡을 이룬 상태에서 經濟적으로 상호 영향을 미칠 수 있는 두 나라를 생각해 보자²⁾. 편의상 두 나라를 自國과 外國으로 정의할 때 自國의 實質通貨에 대한 需要와 供給의 均衡關係는 다음 式으로 표시할 수 있다.

$$m_t - p_t = k_0 + k_1 y_t - k_2 i_t \dots\dots\dots (II - 1)$$

2) 이 부분은 Mussa, 1982와 植田和男, 1983의 論文을 참고하여 筆者가 새롭게 정리하였다. Mussa와 植田和男은 自國의 經濟的 상황의 變動은 外國 經濟에 影響을 미치지 못하는 小國(small country)으로 가정하고 換率 決定에 있어서 外國의 經濟狀況은 주어진 것으로 가정하고 있다. 이들은 自國의 立場에서 政策手段의 有效性과 관련하여 外國의 經濟狀況을 통제할 수 없기 때문에 이를 주어진 것으로 가정하고 있는 것으로 판단된다. 그런데 實證적으로 두 나라 通貨間 換率은 兩國 經濟狀況 變動의 影響을 동시에 받는 것으로 판단되기 때문에 本 研究에서는 自國이 小國이라는 가정에서 이탈하여 관련된 두 나라 經濟狀況의 變動을 동시에 고려하였다. 自國과 外國의 國際收支가 均衡을 이루고 있기 때문에 外貨資産의 총 규모에는 變動이 없으며 따라서 外換 및 資本의 流出入에 대한 규제나 中央銀行에 의한 外換市場 介入이 필요하지 않은 경우를 가정하겠다. 外貨資産의 供給 및 이에 대한 需要의 상대적인 變動과 中央銀行의 市場介入 등이 換率에 미치는 影響에 대하여서는 다음에서 說明하겠다.

여기서 m_t, p_t, y_t 는 각각 時點 t 에서 自國의 名目通貨, 物價 및 實質所得(實質 GDP 또는 GNP)의 自然對數, i_t 는 時點 t 에서 自國의 名目利子率, $k_1 > 0$ 및 $k_2 > 0$ 는 實質通貨에 대한 需要의 所得彈力性 및 利子率에 대한 세미 彈力性을 표시한다.

外國 通貨에 대하여서도 自國에서와 같은 관계가 성립한다고 가정하고 外國의 經濟變數를 '*'로 구분할 경우 다음 관계가 성립한다³⁾.

$$m_t^* - p_t^* = k_0 + k_1 y_t^* - k_2 i_t^* \dots\dots\dots (II-2)$$

自國의 利子率과 外國의 利子率 사이에 피셔 開放關係(Fisher Open : uncovered interest rate parity(UIRP))가 성립할 경우 다음과 같이 표시할 수 있다.

$$i_t = i_t^* + E_t s_{t+1} - s_t \dots\dots\dots (II-3)$$

여기서 s_t 는 時點 t 에서 自國通貨와 外國通貨間 換率(外國通貨 基準, 예 : 원/달러)의 自然對數, $E_t s_{t+1}$ 은 시점 t 에서 시점 $t+1$ 의 換率에 대한 期待值(expectation)의 自然對數를 표시한다.

自國과 外國間 實質所得의 차이는 投資의 차이와 관련하여 實質金利差와 貿易과 관련하여 實質換率과 石油波動이나 技術革新과 같은 實物要因의 변동에 따라 결정되는 것으로 가정할 경우 다음과 같이 표시할 수 있다.

$$y_t - y_t^* = \alpha_0 - \alpha_1 (r_t - r_t^*) + \alpha_2 (q_t - v_t) \dots\dots\dots (II-4)$$

여기서, $\alpha_1 > 0$ 및 $\alpha_2 > 0$, v_t 는 實物要因의 變動(real shock).

3) 편의상 自國과 外國 通貨需要의 所得彈力性과 利子率 세미 彈力性이 같은 것으로 표시하였다. 실제로 두 나라의 通貨에 대한 수요의 彈力性이 다른 경우 所得과 利子率의 단위를 조정함으로써 같은 식으로 표시할 수 있을 것이다.

自國과 外國의 實質利率은 名目利率에서 豫상되는 物價上昇率을 公제하여 다음과 같이 결정된다.

$$r_t = i_t - (E_t p_{t+1} - p_t), \quad r_t^* = i_t^* - (E_t p_{t+1}^* - p_t^*) \dots \dots \dots (II-5)$$

自國 通貨와 外國 通貨 간 實質換率은 다음과 같이 표시할 수 있다.

$$q_t = s_t + p_t^* - p_t = s_t - \pi_t \dots \dots \dots (II-6)$$

위의 式 (II-1)~(II-6)을 사용하여 實質換率 q_t 와 自國과 外國의 상대가격 $\pi_t (= p_t - p_t^*)$ 의 變遷에 대한 差分方程式을 다음과 같이 유도할 수 있다.

$$E_t q_{t+1} - q_t = \frac{\alpha_2}{\alpha_1} (q_t - Z_t) \dots \dots \dots (II-7)$$

여기서 $Z_t = v_t + \frac{1}{\alpha_2} (y_t - y_t^* - \alpha_0)$,

$$E_t \pi_{t+1} - \pi_t = \frac{1}{k_2} (\pi_t - \omega_t) - \frac{\alpha_2}{\alpha_1} (q_t - Z_t) \dots \dots \dots (II-8)$$

여기서 $\omega_t = (m_t - m_t^*) - k_1 (y_t - y_t^*)$.

合理的 期待假說(rational expectation hypothesis)에 따른 差分方程式 (II-7)과 (II-8)의 解를 구하면 均衡 實質換率과 均衡 相對價格은 각각 다음 式 (II-9) 및 (II-10)과 같다.

$$\bar{q}_t = \frac{\alpha_2}{\alpha_1 + \alpha_2} \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{\alpha_1}{\alpha_1 + \alpha_2} \right)^j E_t Z_{t+j} \dots \dots \dots (II-9)$$

$$\bar{\pi}_t = \frac{1}{k_2} \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1 + \frac{1}{k_2}} \right)^{j+1} E_t \omega_{t+j} + \frac{\alpha_2}{\alpha_1 + \alpha_2}$$

$$\sum_{j=0}^{\infty} \left[\frac{1}{\left(1 + \frac{1}{k_2}\right)^j} - \frac{\alpha_1^j \alpha_2}{(\alpha_1 + \alpha_2)^{j+1}} \right] E_t Z_{t+j} \dots \dots \dots (II-10)$$

또한 式 (II-6)의 관계를 이용하여 均衡 名目換率은 다음과 같이 표시할 수 있다.

$$\bar{s}_1 = \frac{1}{k_2} \sum_{j=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1 + \frac{1}{k_2}} \right)^{j+1} E_t \omega_{t+j} + \sum_{j=0}^{\infty} \left[\frac{\frac{\alpha_2}{\alpha_2 - \frac{\alpha_1}{k_2}}}{\left(1 + \frac{1}{k_2} \right)^{j+1}} - \frac{\frac{\alpha_2}{k_2}}{\alpha_2 - \frac{\alpha_1}{k_2}} \left(\frac{\alpha_1}{\alpha_1 + \alpha_2} \right)^{j+1} \right] E_t Z_{t+j} \dots\dots\dots (II-11)$$

式 (II-9), (II-10) 및 (II-11)에서와 같이 결정되는 均衡 實質換率과 相對價格 및 名目換率은 몇 가지 특징을 갖고 있다. 먼저 換率과 相對價格을 결정하는 요인에는 實物的인 要因(Z)과 貨幣的인 要因(ω)이 있는 것을 알 수 있다. 實物的인 요인을 구성하는 要素로는 實物要因의 變動(v)과 實質所得의 상대적인 차이(y-y*)이며, 貨幣的인 요인을 구성하는 요소에는 通貨供給의 상대적인 차이(m-m*)와 實質所得의 상대적인 차이이다. 實質換率의 均衡水準에 영향을 미치는 것은 實物要因뿐이며, 相對物價와 名目換率의 均衡수준은 實物要因과 貨幣要因의 영향을 동시에 받게 된다.

현재의 均衡換率이나 相對物價에 영향을 미치는 것은 이와 같은 根本經濟變數들(fundamental economic variables)의 현재뿐만이 아니고 미래에 예측되는 모든 변동이 期間割引을 통하여 현재의 均衡수준에 영향을 미치게 된다. 따라서 根本經濟變數들이 변동하더라도 그것이 과거에 이미 예측된 것이면 과거의 換率이나 相對物價에 반영되었고 현재의 換率을 변동시키는 요인이 되지 않는다⁴⁾.

미래 각 시점에 예상되는 根本經濟變數가 현재의 換率이나 相對

4) 이와 같은 결과는 不確實性에 대한 고려를 하지 않기 때문이다. 불확실성을 고려할 경우 현재 根本經濟變數의 변동이 과거에 예측되었더라도 확실한 것이 아니었으면 현재의 換率을 변동시키는 요인이 될 수 있다.

物價에 미치는 영향의 크기를 결정하는 期間割引率は 實質通貨에 대한 需要의 利子率 세미彈力性 k_2 와 相對實質所得의 實質金利差 α 및 實物要因 변동에 대한 反應度 α_2 의 상대적인 크기에 따라 달라지게 된다.

通貨論의 接近法에 따른 均衡換率は 長期均衡 換率로 해석하기에 적합한 몇 가지 特性을 지니고 있다. 먼저 貨幣의 中立性(neutrality of money)이 성립한다. 즉 自國과 外國通貨 공급의 상대적인 차이는 實質換率에는 영향을 미치지 못하고 相對物價와 名目換率에만 영향을 미친다. 또한 貨幣的 요인의 변동으로 인하여 換率이 변동하는 경우 購買力平價關係(purchasing power parity)가 성립한다. 즉 貨幣的인 요인의 변동이 相對價格과 名目換率에 미치는 영향은 동일하다⁵⁾. 이와 같은 점은 長期的인 均衡狀態를 설명하기에 적절한 것으로 판단된다.

그러나 通貨論의 接近法에 따른 均衡換率は 短期 및 中期的인 환율의 변동을 설명하는 데 몇 가지 단점을 가지고 있다. 많은 연구의 결과 貨幣의 中立性이 단기적으로는 성립하지 않는 것으로 밝혀지고 있다. 또한 貨幣的 요인의 변동에 의한 換率變動의 경우에도 購買力平價關係가 단기적으로 성립하는 것으로 보기는 어렵다. 通貨論의 接近法에 따른 均衡환율의 또 한가지 단점은 短期 및 中期的으로 환율에 큰 영향을 미치는 것으로 알려지고 있는 貿易收支를 비롯한 經常收支의 변동과 資本收支의 상대적인 변동 및 國內外 利子率의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향을 직접 파악할 수 없다는 점이다.

通貨論의 接近法에 따른 均衡換率의 이와 같은 단점은 外換市場

5) 많은 實證分析의 결과 先進國 통화간 換率의 경우 購買力平價關係는 短期는 물론 長期的으로도 성립하는 것으로 보기는 어렵다는 결론에 도달하였다. 本 研究에서는 이와 같은 결과를 고려하여 購買力平價關係가 성립하지 않는 경우를 가정하였다.

이 均衡을 이루고 있는 것으로 가정하고 있기 때문인 것으로 판단된다. 예를 들면 通貨論的 接近法에서는 暗默的으로 國際收支 특히 貿易收支를 포함하는 經常收支가 均衡을 이루고 있는 것으로 가정하기 때문에 外換市場에서 需給의 不均衡과 관련된 문제들에 대하여는 직접적으로 언급하지 않고 있다⁶⁾. 그런데 실제에 있어서는 각 나라의 國際收支가 항상 均衡을 이루고 있는 것은 아니며 때때로 外換 需給의 不均衡 문제도 발생하고 있다. 이에 따라 換率이 변동하는 경우도 많은 것으로 판단된다.

이와 같은 通貨論的 接近法에 따라 결정되는 均衡換率의 단점을 보완하기 위하여 다음에서는 短期 및 中期的인 外換 需給의 문제와 관련한 換率의 變動에 대하여 검토해 보기로 하자. 이를 위하여 포트폴리오 발란스 接近法을 참고하는 것이 편리하다.

나. 長期均衡에서의 乖離와 市場均衡 換率

自國과 外國의 資産市場이 어느 정도 隔離되고 自國通貨로 표시된 資産과 外國通貨로 표시된 資産 사이에 완전한 代替關係(perfect substitutability)가 존재하지 않는 경우를 가정해 보자⁷⁾. 國內市場에서 外貨表示 資産에 대한 投資需要는 내외간 金利差와 예상되는 外國通貨의 價値上昇率에 비례하는 것으로 가정할 경우 다음과 같이

-
- 6) 長期均衡 상태에서 國際收支 특히 經常收支의 不均衡 상태를 지속할 수 있다고 가정할 수는 없을 것이다. 어떤 나라도 經常收支의 赤字 상태를 영원히 지속할 수 있을 것으로 가정하기는 곤란하기 때문이다. 또한 長期均衡 상태에서 經常收支 赤字를 資本收支 黑字로 메우는 상황도 가정하기 어렵다. 經常收支 및 國際收支가 均衡을 이룬 상태에서는 外換 및 資本의 流出入에 대한 統制나 中央銀行에 의한 外換市場 介入은 필요하지 않을 것이다.
- 7) 각 나라의 資産市場이 완전히 통합되지 않고 어느 정도 구분된 地域市場의 성격을 띠는 이유는 國際間的 資本移動에 대한 통제, 國內外 投資에 있어서 情報의 차이, 危險의 차이, 外換去來 및 資本移動에 따르는 費用 등 여러 가지가 있을 수 있다. 이와 같은 점 때문에 理論的으로 위험의 분산을 위하여서는 海外投資의 利點이 있음에도 불구하고 資本自由化가 상당히 이루어진 先進國의 경우에도 대부분의 投資가 國內資産에 集中되고 있다.

표시할 수 있다⁸⁾.

$$F_t^d = b(i_t^* - i_t + E_t s_{t+1} - s_t) \dots\dots\dots (II-12)$$

여기서 F_t^d 는 時點 t 에서 國內投資家의 外貨資産에 대한 投資需要, s_t 는 名目換率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 t 에서 $t+1$ 의 換率水準(自然對數)에 대한 期待值을 표시하며, $b > 0$ 는 外貨表示 資産投資의 期待收益率 차이에 대한 感應度を 나타낸다. 이 式에서 b 의 값이 無限大인 경우에는 앞의 式 (II-3)에서와 같이 皮셔 開放關係가 성립하게 되나 그렇지 않은 경우에는 성립하지 않는 것을 알 수 있다.

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 증가하는 것으로 가정하고 經常收支의 黑字 規模는 현재의 換率이 長期均衡 換率 수준에 비하여 높음에 따라 증가하며 資本收支는 내외간 金利差 이외에도 여러 가지 요인에 의하여 결정된다고 가정할 경우 海外資産의 변천은 다음과 같이 나타낼 수 있다⁹⁾.

$$F_t = F_{t-1} + a(s_t - \bar{s}_t) + A_t \dots\dots\dots (II-13)$$

여기서 \bar{s}_t 는 國際收支 특히 經常收支를 均衡시키는 長期均衡 換率, A_t 는 內外 金利差와 관련 없는 資本收支 黑字를 각각 표시하며, $a > 0$ 는 貿易收支의 換率 變動에 대한 感應度を 나타낸다.

8) 이 부분은 Branson, 1983 및 深尾京司, 1983의 論文을 참고하여 筆者가 새롭게 정리하였다. 深尾京司(1983)는 實質換率을 중심으로 설명하였으나 輸出價格은 短期的으로 實質換率보다 名目換率의 變動에 민감하게 반응한다는 사실(金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994 참조)을 감안하여 名目換率을 중심으로 설명하겠다.

9) 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 變動과 중복되므로 해외자산의 공급에는 표시하지 않았다. 金利차와 직접적으로 관련이 없는 자본의 유출입은 海外 동포의 송금 등 移轉收支와 直接投資, 輸出先手金, 株式投資 등이 있을 수 있다.

中央銀行에 의한 外換市場 介入이 없을 경우 국내 外換市場이 균형을 이루기 위하여서는 外貨資産에 대한 需要와 供給이 일치하여야 하므로 式 (II-12)의 좌변에서 F_t^d 대신 F_t 로 대체할 수 있다. 式 (II-12)와 (II-13)을 이용하여 換率의 변천에 대한 다음의 式을 유도할 수 있다.

$$E_t s_{t+1} - \left(\frac{a}{b} + 1\right) s_t - E_{t-1} s_t + s_{t-1} = (i_t - i_t^*) - (i_{t-1} - i_{t-1}^*) - \frac{a}{b} s_t + \frac{1}{b} A_t \dots\dots\dots (II-14)$$

$k \geq 2$ 인 경우 時點 t 에서의 條件附期待(conditional expectation)는 다음과 같이 표시할 수 있다.

$$E s_{t+k+1} - \left(\frac{a}{b} + 2\right) E s_{t+k} + E s_{t+k-1} = E_t X_{t+k} \dots\dots\dots (II-15)$$

$$\text{여기서 } X_{t+k} = (i_{t+k} - i_{t+k}^*) - (i_{t+k-1} - i_{t+k-1}^*) - \frac{a}{b} s_{t+k} + \frac{1}{b} A_{t+k}$$

差分方程式 (II-15)를 풀기 위한 定差方程式은 다음과 같다.

$$\lambda^2 - \left(\frac{a}{b} + 2\right)\lambda + 1 = 0 \dots\dots\dots (II-16)$$

定差方程式 (II-16)의 두개의 根 중 換率이 有限의 값을 가지기 위하여 λ 의 값 및 (a/b) 와의 관계는 다음과 같다.

$$\lambda = \frac{\frac{a}{b} + 2 - \sqrt{\left(\frac{a}{b} + 2\right)^2 - 4}}{2}, \quad \frac{a}{b} = \frac{(1-\lambda)^2}{\lambda} \dots\dots\dots (II-17)$$

(II-17)을 이용하여 式 (II-15)를 다음과 같이 변형시킬 수 있다.

$$E s_{t+k} - \lambda E s_{t+k-1} = \lambda (E s_{t+k+1} - \lambda E s_{t+k}) - \lambda E_t X_{t+k} \dots\dots\dots (II-18)$$

위 式에서 右邊의 첫번째 항을 연속적으로 置換하여 다음의 관계를 얻을 수 있다.

$$E_t s_{t+k} - E_t s_{t+k-1} = \lambda^T (E_t s_{t+k+T} - \lambda E_t s_{t+k+T-1}) - \lambda \sum_{j=0}^{T-1} \lambda^j E_t X_{t+k+j} \dots\dots\dots (II-19)$$

式 (II-17) 에서 $0 < \lambda < 1$ 이므로 T가 無限大로 커질 경우 위의 式에서 右邊에서 첫번째 項은 0이 되고 두번째 項만 남게 된다. 따라서 $k=2$ 인 경우,

$$E_t s_{t+2} - E_t s_{t+1} = -\lambda \sum_{j=0}^{\infty} \lambda^j E_t X_{t+2+j} \dots\dots\dots (II-20)$$

의 관계가 성립한다. $k=1$ 인 경우와 $k=0$ 인 경우 각각 式 (II-21) 과 (II-22)의 관계가 성립한다.

$$E_t s_{t+2} - \left(\frac{a}{b} + 2\right) E_t s_{t+1} + s_t = E_t (i_{t+1} - i^*_{t+1}) - (i_t - i_t^*) - \frac{a}{b} E_t \bar{s}_{t+1} + \frac{1}{b} E_t A_{t+1} \dots\dots\dots (II-21)$$

$$b(i_t^* - i_t + E_t s_{t+1} - s_t) = F_{t-1} + a(s_t - \bar{s}_t) + A_t \dots\dots\dots (II-22)$$

이 두 관계를 이용하여 式 (II-20)으로부터 $E_t s_{t+2}$ 와 $E_t s_{t+1}$ 을 소거하면 현재의 均衡換率 s_t 는 다음과 같이 표시할 수 있다.

$$s_t = (1 - \lambda) \sum_{j=0}^{\infty} \lambda^j E_t \bar{s}_{t+j} + \lambda \sum_{j=0}^{\infty} \lambda^j E_t (i^*_{t+j} - i_{t+j}) - \frac{1 - \lambda}{a} \sum_{j=0}^{\infty} \lambda^j E_t A_{t+j} - \frac{1 - \lambda}{a} F_{t-1} \dots\dots\dots (II-23)$$

式 (II-23)에서 長期均衡 換率 \bar{s}_t 는 式 (II-11)에서와 유사하

게 결정되는 것으로 가정할 경우¹⁰⁾ s_t 는 長期均衡 換率과 短期的인 外換市場의 상황 및 中期的인 國際收支의 變動을 동시에 감안한 市場均衡 換率인 것으로 해석할 수 있다. 市場均衡 換率이 이와 같이 결정될 경우 換率이 短期 및 中期的으로 長期均衡 수준으로부터 이탈하는 것을 알 수 있다. 즉 自國과 外國의 이자율의 상대적인 變動과 國際收支의 變動은 市場의 均衡換率을 長期均衡 수준으로부터 乖離시키는 요인으로 작용하게 된다. 또한 國內 資本市場에서 外貨 資産의 공급이 증가할 경우 自國通貨의 가치는 상승하는 것으로 나타나고 있다. 즉 式 (II-23)에서 F_{t-1} 이 증가할 경우 s_t 는 下落(自國通貨 가치의 上昇)하게 된다.

각 나라의 資産市場이 어느정도 隔離되어 있을 경우 F_{t-1} 은 自國 市場에서 外貨資産의 공급을 표시하는 것으로 해석할 수 있다. 外貨 資産 공급의 증가는 그 가치를 하락시키는 요인으로 작용하게 되며 따라서 外國通貨의 가치도 하락하기 때문에 自國通貨의 가치가 상승하는 것으로 이해할 수 있다¹¹⁾. 國內시장에서 外貨資産의 총액은 과거에 있어서의 經常收支 및 資本收支 黑字額의 누적으로 해석할 경우 과거에 있어서의 國際收支 기록은 과거 換率의 變動을 통하여 현재의 換率水準에 영향을 미치는 것으로 이해할 수 있다.

10) 式 (II-12)에서 b 의 값이 無限大인 경우 式 (II-3)과 같이 圜서 開放(Fisher Open)關係가 성립하고 式 (II-23)에서 \bar{s}_t 는 式 (II-11)과 같이 결정되는 것으로 해석할 수 있다. 그러나 b 의 값이 無限大가 아닌 경우에는 式 (II-3)이 성립하지 않기 때문에 式 (II-11)과 (II-23)에서 \bar{s}_t 가 일치하는 것으로 볼 수는 없다.

11) 深尾京司(1983)은 式 (II-23)에서 外貨資産 F_{t-1} 이 증가할 경우 投資家들이 부담하게 되는 外換危險이 증가하기 때문에 外貨資産에 대한 需要가 감소하고 自國通貨의 가치가 상승하는 것으로 이해하고 있다. 그런데 外換危險은 外貨表示 資産이 증가하는 경우만이 아니고 外貨表示 負債가 증가하는 경우에도 증가하게 된다. 따라서 外換危險의 증가로 인하여 自國通貨의 가치가 상승한다면 式 (II-23)에서 F_{t-1} 이 負의 값을 가지는 경우에도 自國通貨의 가치는 상승하여야 될 것이다. 그러나 이 式에서 外貨資産이 負의 값을 가지는 경우, 즉 外貨負債가 증가할 경우 自國通貨의 가치는 下落하게 된다.

市場均衡 換率は 長期均衡 換率が 상승함에 따라 상승하게 된다. 그런데 현재의 市場均衡 換율에 영향을 미치는 것은 현재뿐만이 아니고 미래에 예측되는 長期均衡 換率도 期間割引을 통하여 현재의 市場均衡 換率에 영향을 미치게 된다. 미래 각 시점에 있어서의 長期均衡 換율의 期間割引을 결정하는 것은 λ 의 크기이다. 즉 λ 의 값이 클 경우 미래에 예측되는 長期均衡 換率が 할인되는 비율은 작아지게 되고 현재의 市場均衡 換率에 미치는 영향은 커지게 된다.

外國의 利率이 自國의 利率에 비하여 상대적으로 높을 경우 市場均衡 換率は 상승하게 된다. 이 점에서 市場均衡 換率は 自國의 金利가 상승할 경우 自國通貨의 가치가 상승하는 현실을 반영한다. 內外 金利差의 경우에도 현재의 市場均衡 換率에 영향을 미치는 것은 현재의 변동뿐만이 아니고 미래에 예상되는 모든 변동이 期間割引을 통하여 현재의 換率에 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 또한 미래 각 기간에 예측되는 內外 金利差의 割引率을 결정하는 것은 λ 의 크기이다. 즉 λ 의 값이 클 경우 먼 미래에 예상되는 金利差가 현재 환율에 미치는 영향은 커지고 반대의 경우 현재 또는 가까운 미래에 일어날 것으로 것으로 예측되는 內外 金利의 상대적인 변동이 현재의 換率에 미치는 영향이 커지게 된다.

λ 값의 크기는 각 시점에 있어서 예상되는 金利差가 현재의 換率에 영향을 미치는 가중치를 결정할 뿐만이 아니라 그 영향의 절대적인 크기도 결정하게 된다. 式 (II-23)에서 $(i_t^* - i_t)$ 의 값이 현재로부터 미래 영원히 1만큼 상승할 경우를 가정해 보자. 이때 市場均衡 換率 s_t 는 $\lambda/(1-\lambda)$ 만큼 상승한다. 그런데 $d(\lambda/(1-\lambda))/d\lambda$ 는 $1/(1-\lambda)^2 > 0$ 이다. 따라서 λ 의 값이 커짐에 따라 內外間 金利差가 상승할 경우 현재의 市場均衡 換率에 미치는 전체적인 영향은 커지게 된다.

換率이나 金利差와 직접적인 관계 없이 증가하는 國際收支 黑字

A도 自國通貨의 가치를 상승시키는 요인으로 작용하게 된다. 다른 요소와 마찬가지로 이 경우에도 현재는 물론 미래에 예상되는 모든 변동이 期間割引을 통하여 현재의 換率에 영향을 미치게 된다.

이와 관련하여 한 가지 유의할 점은 資本流入이 일어나더라도 그것이 恒久的인 流入이나 아니면 일시적으로 流入되었다가 다시 流出될 것으로 예상되느냐에 따라 換率에 미치는 영향이 달라진다는 점이다. 즉 현재 유입된 資本이 미래에 다시 流出될 것으로 기대되는 경우에는 미래에 예상되는 國際收支 赤字가 期間割引되어 현재의 換率에 반영되기 때문에 恒久的으로 流入되는 경우에 비하여 換率에 미치는 下落效果가 작다는 점이다.

앞에서 설명한 바와 같이 λ 의 값의 크기는 현재 및 미래에 발생할 것으로 예상되는 변동이 현재의 換率에 미치는 영향의 加重值 즉 期間割引率을 결정할 뿐만이 아니라 內外 金利差가 환율에 미치는 영향의 절대적인 크기도 결정하게 된다. 이와 같이 λ 의 크기가 換率에 절대적인 영향을 미치는 점을 고려할 때 그 값을 결정하는 요인들에 대하여 보다 자세하게 살펴볼 필요가 있다.

式 (II-17)에서 λ 의 값을 결정하는 것은 外貨資產 需要의 利子率에 대한 感應度 b 와 國際收支의 換率 변동에 대한 感應度 a 의 상대적인 크기이다. 즉 b 가 a 에 비하여 상대적으로 클 경우 λ 의 값은 커지고 반대의 경우 λ 의 값은 작아진다. a 의 값이 주어진 경우 b 의 값이 無限大로 커지면 λ 의 값은 1에 收斂하게 되고 b 의 값이 0에 수렴하면 λ 의 값도 0에 수렴하게 된다. 이에 대하여 b 의 값이 주어진 경우 a 의 값이 無限大로 커짐에 따라 λ 의 값은 0에 收斂하게 되고 a 의 값이 0에 收斂할 경우 λ 의 값은 1에 收斂하게 된다.

國際收支 항목 중 換率變動에 가장 민감하게 반응하는 것은 貿易收支일 것으로 판단된다. 換率變動에 대한 國際收支의 感應度 a 를 결정하는 요소는 換率 변동에 따른 輸出價格의 反應度, 輸出品에

대한 需要의 價格彈力性 및 輸入品 價格의 換率 변동에 대한 反應度와 輸入品에 대한 國內需要의 價格彈力性 동일 것이다. 즉, 換率變動에 대한 輸出價格의 감응도가 클수록 a 값은 증가할 것이다. 또한 輸出品 및 輸入品에 대한 國內外 需要의 價格彈力性이 클수록 a 의 값은 증가할 것이다.

外貨資產 需要의 內外 金利差에 대한 感應度 b 의 값을 결정하는 요인으로 먼저 投資家들의 外換危險 忌避의 정도 및 外換危險을 回避할 수 있는 수단의 유무를 지적할 수 있을 것이다. 국내 投資家들이 外換危險을 기피하는 정도가 높을 경우 b 의 값은 작을 것이다. 投資家들의 外換危險에 대한 忌避度가 높더라도 先物換契約 등의 방법으로 外換危險을 回避할 수 있는 수단이 존재할 경우 b 의 값은 작아지지 않을 수 있다.

海外資產에 대한 정보의 흐름도 b 의 값을 결정하는 중요한 요소로 작용할 수 있다. 국내 投資家들의 海外資產 투자에 대한 정보가 不確實한 경우 海外資產에 대한 투자를 기피하게 되고 b 의 값은 낮아지게 될 것이다. 반대로 國內 投資家들이 해외자산 투자에 대한 정확한 情報를 가지고 있는 경우 b 의 값은 커지게 될 것이다. 이와 같은 점을 고려할 때 국가간 情報 흐름의 속도가 빨라짐에 따라 b 의 값은 상승하게 될 것으로 추측할 수 있다. 실제로 通信 등 情報傳達의 수단이 발전함에 따라 海外投資의 규모가 커지고 있는 이유는 이 때문인 것으로 해석할 수 있다.

外換에 대한 統制의 정도는 b 의 값의 크기를 결정하는 가장 중요한 요소 중 하나이다. 自國政府의 外換에 대한 規制가 엄격할 경우 b 의 값은 작을 것이다. 自國通貨와 外國通貨間 교환이 자유롭게 보장되지 않을 경우 海外金利가 國內金利에 비하여 상당폭 높은 수준을 유지하더라도 海外資產에 대한 投資 需要는 크지 않을 것이다. 반대로 國內 金利가 海外 金利에 비하여 상당폭 높은 수준을 유지하더라도 海外送金 등이 통제되고 있는 상황에서는 外國人의 國內

資産에 대한 投資 需要가 낮을 것이다. 아울러 資本의 流出入에 대한 통제도 b 의 값을 낮게 하는 요인으로 작용할 것이다. 극단적으로 모든 外貨資産에 대하여 政府가 강력하게 통제하는 경우 b 의 값은 0에 가까울 것이다.

이 밖에도 外換去來에 따르는 費用도 b 의 크기에 영향을 미칠 수 있다. 즉 다른 조건이 같다면 外換去來의 비용이 클수록 b 의 값은 작아질 것이다. 外貨資産 투자에 따르는 外換去來 비용에는 투자에 필요한 外換을 買入하기 위한 비용과 外貨資産에 대한 投資를 회수할 경우 外換을 賣却하기 위한 비용이 포함된다. 또한 外貨資産 투자에 따르는 外換危險을 회피하기 위하여 先物換 契約이나 通貨先物 契約, 通貨 스와프(currency swap) 契約 등을 체결할 경우 이와 관련된 비용도 外換去來 비용에 포함되어야 할 것이다. 같은 목적으로 通貨 옵션(currency option) 계약을 체결할 경우 프리미엄(premium)의 일부도 外貨資産 투자를 위한 外換 거래 비용에 포함시켜야 할 것이다.

다. 外換市場 介入의 影響

지금까지는 換率이 中央銀行이나 政府 당국의 介入이 없을 때 自國과 外國의 화폐에 대한 수요와 공급의 상대적인 변동에 따라 결정되는 長期均衡 換率과 外換市場에서 外換의 供給과 이에 대한 需要의 상대적인 변동에 따라 短期 및 中期的으로 長期均衡 수준으로부터 乖離된 市場均衡 換率의 결정에 대하여 검토하였다. 그런데 換率은 貿易收支를 비롯한 國際收支와 物價 및 經濟成長 등 경제 전반에 큰 영향을 미치기 때문에 變動換率制度를 채택하고 있는 先進國의 경우에도 때때로 각국 中央銀行이 단독으로 혹은 여러 나라 中央銀行이 공동으로 外換市場에 개입하여 換率이 특정한 방향으로 움직이도록 誘導하려고 노력해 왔다. 특히 外換의 流出入을 統制하기 위하여 外換集中制度를 채택하고 있는 경우 中央銀行은 자동적

으로 外換市場에 介入하게 된다¹²⁾.

中央銀行 外換市場 개입의 효과에 대하여는 이론의 여지가 있다. 先進國 通貨 특히 세계적으로 基軸通貨의 역할을 담당하고 있는 美國 달러貨와 獨逸 마르크貨 및 日本 엔貨간 外換의 경우 거래되는 市場의 범위가 세계적이고 거래규모가 막대하다¹³⁾. 이와 같은 상황에서 한 나라의 中央銀行이 단독으로 제한된 對外準備高(foreign reserve)를 가지고 外換市場에 개입하여 換率에 장기적으로 영향을 미치기에는 역부족이라는 지적이 있다¹⁴⁾. 그러나 우리나라 원貨나 臺灣의 NT달러貨와 다른 나라 通貨간 外換來去는 주로 국내에서만 이루어지는 地域市場의 성격을 띠고 있고 거래규모가 中央銀行의 對外準備高에 비하여 상대적으로 작기 때문에 中央銀行에 의한 外換市場介入이 換率에 영향을 미칠 수도 있을 것이다¹⁵⁾.

中央銀行에 의한 外換市場 개입의 성격을 검토하기 위하여서는 이와 관련된 中央銀行의 행동양식에 관하여 검토해 보고 介入規則(intervention rule)을 정형화하는 것이 편리하다. 先進國들의 경우 中央銀行에 의한 外換市場 개입의 대부분은 市場에서 결정된 換率의 수준이 적정하다고 관정되는 수준에서 乖離될 경우 그 차이를 줄이기 위하여 행하여지는 것으로 조사되고 있다. 즉 自國通貨의 가치가 지나치게 高評價된(市場均衡 환율이 지나치게 낮을) 경우 中央銀行은 外換을 買入함으로써 自國通貨의 가치를 하락시키고 반대의 경우 外換을 매각함으로써 自國通貨의 가치를 상승시키기 위하

12) 外換集中制度는 日本의 경우 1972년 5월까지 유지되었으며 臺灣의 경우 1987년 7월까지 유지되었다. 우리나라의 경우 1995년부터 外換集中制度가 정지될 예정이다.

13) 韓國銀行의 조사에 따르면 1992년 4월중 런던과, 뉴욕, 東京 및 프랑크푸르트 등 세계 4대 外換市場에서의 日平均 외환거래 규모는 약 7千億달러이었다(한국은행, 『세계 외환시장의 외환거래 동향』, 1993 참조).

14) 이와 같은 주장 및 실제 조사에 대하여 Bordo와 Schwartz의 1991년 論文 참조.

15) 臺灣 중앙은행 외환시장 개입의 효과에 대하여 金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1993 참조.

여 노력하고 있다. 이와 같은 성격의 外換市場 介入을 風勢對抗의 介入(leaning against the wind type intervention)이라고 한다. 이때 적정하다고 판단되는 換率 수준이 長期均衡 수준과 관련이 있는 것으로 가정할 경우 중앙은행에 의한 市場介入의 규모는 長期均衡 환율 수준과 市場均衡 환율 수준의 차이, 즉 $(\bar{s}_t - s_t)$ 에 比例하는 것으로 볼 수 있을 것이다.

外換市場 개입이 市場均衡 換率을 長期均衡 수준에 접근시키기 위한 목적 이외에 다른 목적으로 행하여지는 경우도 생각해 볼 수 있다. 예를 들면 국내 物價가 급격하게 상승하는 상황에서 自國通貨의 가치를 高評價시킴으로써 物價上昇 압력을 완화시킬 수 있을 것이다. 또한 국내 경기가 일시적으로 침체된 상황에서 輸出增大를 목적으로 自國通貨의 가치를 저평가시키기 위한 市場介入도 생각해 볼 수 있다. 外換集中制度를 채택하고 있는 경우 換率의 상대적인 水準과는 상관 없이 자동적으로 개입이 일어날 수 있다.

中央銀行에 의한 外換市場 개입의 결과는 對外準備高의 증감으로 나타난다. 즉 中央銀行이 外換을 매입한 경우 對外準備高는 증가하게 된다. 반대로 외환을 매각할 경우에는 對外準備高가 감소한다. 이와 같은 점들을 고려할 때 중앙은행이 外換市場 개입을 통하여 外환을 매입한 결과 對外準備高의 변동상황은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$R_t = R_{t-1} + c(\bar{s}_t - s_t) + B_t \dots \dots \dots (II-24)$$

여기서 R_t 는 시점 t 에서 中央銀行의 對外準備高, $c > 0$ 는 長期均衡 換率로부터 市場均衡 환율이 乖離된 정도에 대한 中央銀行 市場介入의 反應度, B_t 는 換率 수준 조정과 관계 없는 外換買入을 표시한다.

中央銀行에 의한 外換市場 개입의 방법 및 그 결과 對外準備高의 변동상황을 式 (II-24)와 같이 정의할 때 換率決定과 관련하여 對

外準備高의 역할을 생각해 보아야 할 것이다. 經常收支나 資本收支 등 國際收支의 黑字를 통하여 國內市場에서 外貨資産의 공급이 증가하는 것으로 볼 때 中央銀行의 對外準備高 증가는 민간에 공급되는 外貨資産의 규모를 감소시키는 결과를 가져올 것이다. 즉 國際收支 黑字의 규모가 일정할 때 中央銀行이 外換을 매입하여 對外準備高가 증가할 경우 民間部門에 대한 外貨資産의 供給은 감소하고 반대로 中央銀行이 外換을 賣却하여 對外準備高가 감소할 경우 민간 부문에 대한 外貨資産의 공급은 증가하게 된다. 따라서 민간 부문에 대한 對外資産의 공급규모는 式 (II-13)의 전체 對外資産 F_t 에서 中央銀行의 對外準備高 R_t 를 제외한 금액이 될 것이다. 민간부문의 外貨資産에 대한 투자 수요는 式 (II-12)의 좌변과 같이 결정되고 가정하면 外貨資産에 대한 需要와 供給의 균형관계는 다음과 같이 표시할 수 있다.

$$F_t - R_t = b(i_t^* - i_t + E_t s_{t+1} - s_t) \dots\dots\dots (II-25)$$

전체 外貨資産 F_t 의 변천은 式 (II-13)과 같다고 가정하면 $k \geq 2$ 의 경우 시점 t 에 있어서 미래 換率에 대한 기대치 사이의 관계는 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$E_t s_{t+k+1} - \left(\frac{a+c}{b} + 2\right) E_t s_{t+k} + E_{t+k-1} = E_t (i_{t+k} - i_{t+k}^*) - E_t (i_{t+k-1} - i_{t+k-1}^*) + \frac{a+c}{b} [E_t (A_{t+k} - B_{t+k}) - E_t \bar{s}_{t+k}] \dots\dots\dots (II-26)$$

미래 換率에 대한 期待値에 관한 差分方程式 (II-26)의 解를 구하기 위한 定差方程式과 換率이 有限의 값을 가지기 위한 根 및 a , b , c 와의 관계는 다음과 같다.

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

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

$$\frac{a+c}{b} = \frac{(1-\lambda')^2}{\lambda'} \dots\dots\dots(II-27)$$

새로운 定差方程式의 根 λ' 를 이용하여 中央銀行의 外換市場 개입을 감안한 경우 合理的 期待假說에 따른 換率 수준은 다음과 같이 표시된다.

$$s_t = (1-\lambda') \sum_{j=0}^{\infty} \lambda'^j E_t \bar{s}_{t+j} + \lambda' \sum_{j=0}^{\infty} E_t \lambda'^j (i^*_{t+j} - i_{t+j}) -$$

$$\frac{1-\lambda'}{a+c} \left[\sum_{j=0}^{\infty} \lambda'^j E_t (A_{t+j} - B_{t+j}) + (F_{t-1} - R_{t-1}) \right] \dots\dots\dots(II-28)$$

式 (II-28)에서 中央銀行의 外換市場 개입을 고려할 경우 時點 t의 현재 換率 s_t 는 시장개입이 없을 경우와 유사하게 결정되는 것을 알 수 있다. 다만 外換市場에서 中央銀行 外換買入의 규모를 나타내는 B_t 나 R_{t-1} 등이 증가할 경우 s_t 는 上昇(自國通貨 가치의 하락)하게 된다. 즉 時點 t-1에서 中央銀行의 對外準備高 R_{t-1} 은 먼 과거로부터 당시까지 中央銀行이 개입하여온 결과 外換 純買入額의 누적분을 표시하는 것이기 때문에 과거의 換率 상승을 통하여 현재의 換率 수준에 영향을 미치게 된다. 또한 현재 및 미래 각 시점에 있어서 예상되는 중앙은행의 外換 매입액은 期間割引을 통하여 현재의 換率 수준을 상승시키게 된다.

中央銀行이 風勢對抗的으로 外환시장에 개입할 경우 式 (II-24)에서 c가 0보다 크게 된다. 따라서 式 (II-27)에서 外貨資産에 대한 投資需要의 金利差에 대한 感應度 b와 國際收支의 환율에 대한 感應度 a가 정해진 경우 미래 각 時點에 예상되는 변동의 期間割引

率과 金利差의 전체적인 영향의 크기를 결정하는 特性根 λ' 는 式 (II-17)에서 λ 에 비하여 작은 것을 알 수 있다. 式 (II-23)에서 λ 의 값이 작아질 경우 미래에 예상되는 변동이 현재의 換率에 미치는 影響은 작아지게 되고 內外間 金利差가 환율에 미치는 전체적인 影響의 크기도 작아지게 된다. 따라서 中央銀行에 의한 外換市場 介入을 감안한 式 (II-28)에서 미래 經濟狀況의 변동이나 國內外 金利差가 換率에 미치는 영향이 式 (II-23)에서보다 작은 것을 알 수 있다.

2. 外換 및 資本 自由化가 換率決定 및 換率水準에 미치는 影響

앞에서 長期均衡 換率 수준의 결정과 外貨資産의 수급과 관련된 내외 金利差 및 國際收支의 변동으로 인하여 市場均衡 換率에 단기 및 중기적으로 長期均衡 換率 수준으로부터 乖離되는 상황에 대하여 분석해 보았다. 또한 中央銀行에 의한 外換市場 개입이 換率決定에 미치는 影響에 대하여서도 검토하였다. 이와 같은 분석의 결과를 기준으로 현재 우리나라가 추진하고 있는 外換 및 資本自由化가 향후 換率決定에 미칠 수 있는 影響을 추측해 볼 수 있다.

政府가 1994년 12월에 발표한 계획에 따르면 앞으로 1999년까지 外換 및 資本自由化가 단계적으로 추진될 전망이다. 그 주요 내용을 살펴보면 먼저 민간의 外換保有을 제한하고 中央銀行 또는 外國換銀行에 예치토록 함으로써 강력한 外換統制의 수단이 되어온 外換集中制가 1995년부터 정지될 것이다¹⁶⁾.

이와 동시에 經常支給을 위한 外換去來에 대하여 認證制에서 申告制로 전환되고 海外送金이나 先物換去來에 대한 實需要證明 면제

16) 財務部, 『外換制度改革(案)』, 1994. 12. 5 참조.

의 폭이 확대되어 外換去來의 절차가 대폭 간소화될 것이다. 또한 個人 및 企業의 對外經費 支給限度가 상향 조정되고 그 절차가 간소화될 것이다. 換率制度는 현재 운용되고 있는 市場平均換率制度下에서 환율의 一日 變動幅이 점차 확대되고 1996년 또는 1997년까지 變動換率制度로 이행될 전망이다.

資本의 流出과 관련하여 海外旅行經費와 滞在費 및 海外移住費用의 한도가 확대되고 既移住者의 國內資産 搬出도 허용될 것이다. 海外直接 投資는 1997년까지 완전 자유화되고 機關의 海外證券投資는 1995년까지 자유화되며 個人의 海外證券投資는 1997년까지 자유화될 전망이다. 居住者의 海外預金은 機關投資家의 경우 1997년까지는 자유화되고 一般企業의 경우 1999년까지 자유화될 것이다. 機關投資家와 일반법인의 海外與信供與는 1995년에 각각 1社當 1,000萬달러와 30萬달러까지 허용되고 이후 그 한도가 점차 확대될 것이다. 이 밖에 海外不動產 投資도 제한된 범위 내에서 허용될 전망이다.

資本의 流入에 대한 規制緩和은 外國人의 國內 株式投資限度가 1995년에 發行株式의 15%로 확대되고 이후 허용한도가 더욱 확대될 것이다. 外國人의 國內 債券投資는 1995년에 投信社, 펀드(fund)를 통한 間接投資가 허용되고 1997년까지 中小企業이 발행한 無保證 長期債에 대한 투자가 제한적으로 허용되며 1999년까지 일반기업의 無保證 長期債에 대한 투자가 제한적으로 허용될 것으로 보인다.

內國人의 海外證券發行을 통한 資本調達은 1995년에 海外施設財 도입이나 海外投資 등 특수한 목적의 경우에 한하여 그 한도가 확대되고 1997년까지 株式과 連繫된 海外證券 發行이 자유화되며 1999년까지 모든 海外證券 발행이 자유화될 전망이다.

商業借款을 통한 外資導入은 1987년 이후 일부 공기업의 경우를 제외하고는 허용되지 않았다. 그런데 1995년에 高度技術隋伴 外國

人 投資企業이나 社會間接資本 參與企業, 尖端技術業種 企業 및 中小企業 등의 施設財 도입용 商業借款 도입이 제한적으로 허용되고 1997년까지 시설재 도입용 商業借款은 일반기업에게도 허용되며 1999년까지 자유화될 것이다.

이 밖에도 經常去來와 관련된 사실상 資本導入의 방법으로 이용되고 있는 輸出先受金 및 着手金과 延支給輸入에 대한 규제가 대폭 완화되어 사실상 자유화될 것이다. 따라서 3단계 자유화 조치가 완료되는 1999년까지는 외국인의 국내 債券投資와 現金商業借款 도입을 제외한 모든 資本去來가 자유화될 것으로 예상된다.

가. 外換 및 資本自由化가 換率決定 및 換率管理에 미치는 影響

資本自由化가 換率決定에 미치는 영향과 換率管理와 관련된 문제를 살펴보기로 하자. 엄격한 外換集中制度下에서는 中央銀行만이 外貨資産을 보유할 수 있기 때문에 民間의 모든 外換去來는 中央銀行과 이루어지게 된다. 따라서 中央銀行은 自動적으로 外換市場에 개입하게 된다. 보다 완화된 外換集中制의 형태인 預置集中制度下에서는 민간은 모든 外換을 外國換銀行에 預置하여야 된다. 이때에도 外國換銀行의 外換 포지션(position)에 限度가 설정되어 있을 경우 그 한도를 초과하는 外國換銀行의 外換保有에 대하여 中央銀行이 자동적으로 買入 또는 賣却하게 된다.

外換集中制度의 정지는 이와 같은 中央銀行의 자동적인 外換市場 개입이 중단됨을 의미한다. 따라서 中央銀行 市場介入의 빈도는 낮아지고 介入하는 金額의 규모도 작아질 것이다. 이로 인하여 換率決定에 미치는 영향을 크게 두 가지로 요약할 수 있다.

먼저 外換市場 개입의 직접적인 효과와 관련하여 民間部門의 外換에 대한 需要와 供給을 中央銀行이 완충시키는 역할이 축소되기 때문에 內外 金利差 등으로 인한 資本收支의 변동이 환율에 미치는 영향은 커지게 된다. 따라서 外換 및 資本自由化 이후 資本收支가

黒字을 기록할 경우 國內通貨 가치에 미치는 상승효과는 커지게 될 것으로 판단된다.

더욱이 式 (II-28)에서 현재의 換率에 영향을 미치는 것은 현 시점의 中央銀行 外換買入뿐만이 아니고 미래에 예상되는 모든 매입이 期間割引을 통하여 현재의 환율에 영향을 미치게 된다. 따라서 중앙은행 외환매입의 감소가 미래에도 계속될 것으로 예상될 경우 이와 같은 期待效果로 인한 國內通貨 가치의 상승효과는 현재 外換買入 감소의 효과보다 커질 수 있을 것이다.

中央銀行의 外換市場 개입 규모가 축소될 경우 外換 供給物量의 변동을 통한 직접적인 효과 이외에 미래의 經濟狀況 변동에 적용되는 期間割引率과 金利差의 전체적인 효과에 미치는 간접적인 영향도 있다. 즉, 式 (II-27)에서 현재 換率이 長期均衡 환율에서 이탈함에 대한 中央銀行 外換市場 개입의 反應度 c 가 감소할 경우 g 의 값은 증가하게 된다. 이때 式 (II-28)에서 먼 미래의 변동이 현재의 換率에 미치는 영향과 内外間 金利差가 환율에 미치는 전체적인 효과도 커지게 된다.

그런데 미래의 國內 經濟狀況과 外國의 經濟狀況 및 그에 대한 期待를 통제하기는 매우 어렵다. 經濟政策의 가변성 등을 고려할 때 현 시점에서 어떤 經濟政策의 시행으로 미래의 經濟狀況에 대한 기대에 영향을 미치기는 어려울 것이다. 또한 각 나라가 獨自적으로 經濟政策을 樹立·執行하고 있는 만큼 國家間 정책의 調律 등을 감안하더라도 외국의 經濟狀況 변동에 영향을 미치기는 쉽지 않다.

이와 같은 점들을 고려할 때 外換集中制 정치 이후 中央銀行에 의한 自動的인 외환시장 개입이 중단될 경우 현재에 가용한 政策手段을 동원하여 換率에 영향을 미치기 어렵게 될 것이다. 또한 현재 및 미래에 예상되는 國內外 經濟狀況의 변동이 현재의 환율에 미치는 영향이 확대되기 때문에 換率의 變動性이 커지게 되고 外換 포지션에 따라 부담하게 되는 外換危險이 증가하게 될 것이다.

다음으로 民間의 外換保有 및 外換去來에 대한 규제완화의 효과에 대하여 검토해 보자. 外換의 보유 및 거래에 대한 규제가 완화되면 外貨資産에 대한 需要의 金利差에 대한 感應度 b 가 상승하게 될 것이다. 이로 인하여 환율결정에 미치는 효과는 外換集中制의 정지와 유사할 것으로 판단된다. 즉, 式 (II-27)에서 λ '의 값이 증가하고 이에 따라 먼 미래에 예상되는 변동이 현재의 換率에 미치는 영향이 커지고 內外間 金利差가 환율에 미치는 전체적인 영향도 증가하게 된다. 또한 현재에 가능한 政策手段을 동원하여 換率을 관리하기가 어렵게 될 것이다.

內外間 金利差가 換率에 미치는 영향은 資本 流出入의 결과 外換 공급의 변동을 통하여 실현된다. 즉 國內金利가 海外金利에 비하여 상대적으로 높을 경우 해외로부터 자금이 유입되고 이에 따라 국내 시장에서 外換의 공급이 증가하여 外國通貨의 가치는 하락하고 國內通貨의 가치는 상승하게 된다. 반대로 海外金利가 상대적으로 높을 경우 資金 流出이 일어나고 外換의 供給이 감소하게 되어 外國通貨의 가치는 상승하게 된다.

그런데 지금까지는 資本의 유출입이 통제되었기 때문에 國內外金利差의 변동이 환율에 影響을 미치는 경로가 차단되고 金利政策은 換率에 영향을 미치는 유효한 수단이 되지 못하였다. 그러나 자본의 유출입에 대한 규제가 완화될 경우 國內 및 國際金利의 변동이 換率에 미치는 영향이 커지게 될 것이며 금리정책이 환율에 영향을 미칠 수 있는 유효한 정책이 될 수 있을 것이다.

또한 資本自由化가 진행됨에 따라 外貨資産 수요의 금리차에 대한 감응도 b 가 상승하게 될 것이다. 日本의 경우 새로운 外換法이 시행되고 실질적으로 資本自由化가 단행된 1980년 이후 外貨資産 需要의 金利差에 대한 感應도가 상승한 것으로 분석되고 있다¹⁷⁾. 外

17) 深尾京司, 1983 참조.

貨資産에 대한 需要의 金利差에 대한 感應도가 상승함에 따라 式 (II-27)에서 λ 의 값이 증가하게 된다. 이에 따라 미래에 일어날 것으로 예상되는 經濟狀況의 변동과 내외 金利差가 換率에 미치는 영향이 상승하게 될 것이다. 또한 현재에 가능한 政策手段을 동원하여 換率에 영향을 미칠 수 있는 여지는 줄어들게 될 것이다.

外換 및 資本 自由化가 진행되더라도 國際收支 특히 貿易收支의 換率變動에 대한 感應度 a 는 크게 변하지 않을 것으로 판단된다. 왜냐하면 貿易收支의 換率變動에 대한 감응도를 결정하는 요소인 輸出品 및 輸入品에 대한 國內外 需要의 價格彈性 등에는 큰 변동이 없을 것으로 예상되기 때문이다. 그런데 外換 및 資本 自由化로 인하여 미래에 예상되는 經濟狀況의 변동이나 國內外 金利差 및 資本의 流出入 등이 환율에 미치는 영향이 커질 경우 貿易收支나 經常收支의 변동이 환율에 미치는 영향은 상대적으로 감소하게 될 것이다. 따라서 換率은 貿易收支나 經常收支를 균형시키기에 적절한 수준에서 이탈하여 결정될 수 있을 것이다. 이에 대하여 앞에서 논의한 바와 같이 현재에 가능한 政策手段을 동원하여 換率에 영향을 미치기 어렵게 되기 때문에 貿易 및 經常收支의 不均衡 상태는 상당히 장기간 지속될 수 있을 것이다¹⁸⁾.

나. 換率水準에 미치는 影響

外換 및 資本 自由化가 換率水準에 미치는 영향은 外換의 需要와 供給에 미치는 영향에 따라 결정될 것이다. 資本 自由化 이후 海外로부터 資本流入이 증가하면 국내 外換市場에 공급되는 外換이 증가하고 外國通貨에 대한 國內通貨의 교환가치는 상승하게 되고 반대의 경우 國內通貨의 가치는 하락하게 될 것이다. 따라서 자유화

18) 1985년 이후 엔/달러 換率이 큰 폭으로 下落(엔貨 價値의 上昇)하였음에도 불구하고 美國과 日本 사이의 貿易 不均衡이 시정되지 않고 있는 것은 이와 같은 이유 때문인 것으로 해석할 수 있다.

이후 예상되는 자본흐름의 방향에 대하여 검토해 봄으로써 換率變動의 방향을 짐작해 볼 수 있다. 또한 外換自由化로 인하여 民間部門의 外貨資産에 대한 需要의 변동과 經常收支의 변동으로 인한 外換需要의 변동도 換率水準에 영향을 미칠 수 있을 것이다.

먼저 자본유입에 대한 규제완화 조치 중 외국인의 國內株式에 대한 投資限度의 확대에 의한 자본유입은 상당한 규모에 이를 수 있을 것이다. 經濟의 成長潛在力이나 企業의 成長速度 등을 감안할 때 우리나라 株式은 아직도 低評價되어 있기 때문에 추가상승에 따른 期待收益率は 상당히 높다는 주장이 있다. 또한 資本自由化로 國內金利가 하락할 경우 이에 따른 株價上昇도 기대할 수 있다. 게다가 외국의 투자자들이 우리나라 株式에 투자할 경우 危險分散의 효과도 상당히 큰 것으로 분석되고 있다¹⁹⁾. 國內株式 투자의 이와 같은 利點을 고려할 때 외국인 주식투자 한도가 확대됨에 따라 海外로부터 유입되는 자본의 규모가 증가하고 國內通貨의 가치를 상승시키는 요인으로 작용할 수 있을 것이다.

현재 國內金利는 國際金利보다 상당히 높은 수준을 유지하고 있다. 게다가 은행을 비롯한 金融機關에 대한 與信限度 등 규제에 의하여 기업들이 국내에서 자금을 조달하는 데 한계가 있기 때문에 海外資本에 대한 需要가 상당히 크다. 이와 같은 상황에서 SOC참여 企業 등에 대하여 施設財 도입용 商業借款을 허용할 경우 이를 이용한 資本導入 증가는 國內通貨의 가치를 상승시키는 요인으로 작용하게 될 것이다²⁰⁾.

19) 金宗萬, 『우리나라 株式市場 開放의 效果分析』, 1991 참조.

20) 施設財의 도입을 위하여 商業借款을 도입하는 경우 資本收支 黑字가 증가하는 대신 시설재 도입으로 인하여 經常收支 赤字가 증가하기 때문에 전체적인 外換供給에는 영향을 미치지 못하고 따라서 換率水準에 영향을 미치지 않는다는 주장이 있다. 그러나 商業借款의 도입을 허용하지 않더라도 施設財를 해외에서 도입한다면 經常收支 赤字는 증가하게 될 것이다. 이 경우에는 施設財 도입을 위한 商業借款의 도입도 外換의 供給을 증가시키는 것으로 볼 수 있다. 해외 시설재의 도입을 위하여 商業借款 등 外資導入을 허용하는 경

海外證券 발행이나 輸出先受金이나 延支給輸入 등 經常去來와 관련된 사실상의 資本導入에 대한 규제가 완화될 경우 이를 이용한 資本導入이 증가할 것이다. 특히 國內企業의 海外支社나 子會社の 現地金融에 대한 규제가 대폭 완화되기 때문에 이들이 海外에서 자금을 조달하고 변칙적인 방법을 동원하여 國內 本社의 輸出先受金 등으로 제공할 수 있을 것이다. 따라서 經常去來와 관련된 사실상의 資本導入 및 이로 인한 國內通貨의 가치상승 효과도 무시할 수 없는 수준에 이를 수 있다. 또한 株式과 연계된 海外證券의 발행은 1997년까지 완전 자유화될 것으로 예상되기 때문에 이로 인한 資本流入 및 國內通貨의 가치상승 효과는 상당히 클 수 있다.

外國의 投信社나 펀드에게 國內債券에 대한 투자를 허용할 경우 이를 통한 資本流入을 기대할 수 있다. 그러나 中小企業이 발행한 無保證 長期債에 대한 外國人의 투자를 허용하더라도 投資對象이 제한되어 있고 危險負擔이 크기 때문에 이로 인한 자본유입 규모는 크지 않을 것으로 예상된다²¹⁾.

3단계 자유화가 완료되는 1999년까지 國內企業의 現金商業借款의 도입이나 外國人의 國內債券에 대한 투자는 제한될 것으로 예상되기 때문에 國內金利는 國際金利에 비하여 상당히 높은 수준을 유지할 수 있을 것이다. 따라서 허용된 방법을 통한 자본의 유입은 상당히 장기간에 걸쳐서 점진적으로 일어날 수 있으며 國內通貨의 가치상승도 漸進的으로 진행될 수 있다.

國內通貨의 가치가 장기간에 걸쳐서 점진적으로 上昇할 경우 가

우 企業들은 國內에서 조달할 수 있는 시설제도 輸入하게 되고 따라서 國內에서 시설재를 생산하는 企業을 위축시키는 부작용을 초래할 수 있다.

21) 國內에서 流通되고 있는 一般企業 會社債의 대부분은 銀行 또는 證券會社가 지급을 保證하고 있다. 무보증 會社債는 信用이 양호한 大企業이나 金融機關 등이 발행한 것이다. 따라서 대부분 會社債는 外國인의 직접투자 대상에 포함되지 않는다. 中小企業의 경우 信用도가 낮기 때문에 商業借款이나 海外證券 발행을 통한 資本導入이 허용되더라도 실제로 資本을 도입하기는 어려울 것이다.

까운 미래에 國內通貨의 가치가 더욱 上昇할 것이라는 期待가 형성될 수 있다. 이때 外貨로 표시된 負債에 대한 豫想 資本費用이 감소하기 때문에 허용된 방법을 통한 外資導入을 촉진시키게 되고 國內通貨의 가치를 상승시키는 요인으로 작용할 수 있다. 또한 가까운 미래에 國內通貨의 가치가 상승할 것으로 예상될 경우 換差益을 노린 핫머니가 유입되어 國內通貨의 가치가 더욱 상승되는 결과를 초래할 수 있다²²⁾.

資本流出에 대한 규제완화의 결과로 내외 金利差와 직접적으로 관계없는 資本流出은 증가할 수 있을 것이다. 즉 海外移住者의 國內資産 搬出이나 海外不動産 구입을 위한 資本流出 등은 금리차를 이용한 資産投資의 수익을 높이기 위한 것이 아니기 때문에 이들에 대한 규제가 완화될 경우 國內金利가 國際金利에 비하여 높은 수준을 유지하더라도 資本流出이 일어날 수 있을 것이다. 또한 海外直接投資의 立地를 결정함에 있어서는 資本費用 이외에도 제품 生産要件이나 市場 등 여러가지 다른 요소들을 고려하여야 될 것이다. 따라서 海外直接投資가 자유화되면 國內金利가 國際金利에 비하여 상대적으로 높더라도 資本流出이 증가할 수 있다.

그러나 海外證券投資나 海外預金 및 海外與信供與 등에 대한 규제를 완화하더라도 이로 인한 資本流出 규모는 크지 않을 것으로 예상된다. 海外證券投資의 경우 海外債券에 대한 투자와 海外株式에 대한 투자로 나누어 볼 수 있다. 海外債券에 대한 투자는 國內債券의 收益率이 海外債券의 수익률에 비하여 높기 때문에 이를 위한 資本流出 규모는 크지 않을 것이다. 海外株式에 대한 投資는 國內株

22) 臺灣의 경우 1986년부터 1987년에 걸쳐서 NT달러貨의 가치가 점진적으로 상승하였다. 이에 따라 가까운 미래에 NT달러貨의 가치가 더욱 상승할 것이라는 기대가 형성되어 막대한 규모의 핫머니가 유입되었다. 핫머니의 유입은 NT달러貨의 價値를 더욱 상승시키는 요인으로 작용한 이외에 通貨가 급격하게 膨脹하고 國內資産의 가격이 급격하게 상승하는 요인으로 작용하는 등 많은 부작용을 초래하였다. 金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競争力』, 1993 참조.

式 투자보다 높은 收益率이 기대되는 東南亞 등 일부 국가들에 대한 投資가 증가할 수 있다. 그런데 이들 나라의 株式에 투자할 경우 높은 危險을 부담하여야 한다. 海外預金이나 海外與信供與 등은 金利差의 영향을 직접적으로 받게 되는 만큼 國內金利가 國際金利에 비하여 높은 상황에서는 이를 통한 資本流出은 거의 일어나지 않을 것이다.

外換保有에 대한 규제가 완화되더라도 民間의 外換에 대한 需要는 크게 증가하지는 않을 것으로 예상된다. 國內에서 外貨表示 預金에 대하여 지급하는 金利는 國際金利와 연동되어 있기 때문에 元貨表示 預金の 金리에 비하여 낮다. 따라서 企業이나 일반 民間인들은 資金을 外貨의 형태로 보관하지 않으려 할 것이다. 國內通貨의 가치가 상승할 것으로 기대되는 상황에서는 外貨表示 資産을 보유할 경우 換差損이 예상되기 때문에 外貨資産 보유를 더욱 기피하게 될 것이다²³⁾.

經常收支 赤字로 인한 外貨資産의 유출은 資本收支 黑字로 인한 國內通貨의 가치상승 효과를 상쇄할 수 있다. 특히 商業借款이나 海外證券 발행을 통한 外資導入을 시설재의 도입과 연계시킬 경우 海外施設財 도입의 증가로 經常收支의 적자규모가 확대될 수 있을 것이다.

종합적으로 검토할 때 資本流入出에 대한 규제완화의 결과 施設財 도입의 증가를 감안하더라도 海外로 流出되는 자본의 규모에 비하여 海外로부터 유입되는 자본의 규모가 클 것으로 예상된다. 따라서 資本收支의 黑字로 인한 外換의 供給이 증가하게 될 것으로 예

23) 臺灣의 경우 1987년 7월부터 企業들이 輸出代金を 國內通貨로 換錢하지 않고 外貨로 보유할 수 있도록 하고 輸入代金を 決濟하는 등의 목적으로 사용할 수 있도록 허용하였다. 그런데 國內通貨의 가치가 상승할 것으로 기대되는 경우 輸出代金を 외화의 형태로 보유하는 비율은 낮아지는 반면 輸入代金を 保有外貨로 직접 결제하는 비율은 높아지는 것으로 분석되었다. 金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1993, p. 34, 〈表 II-12〉 참조.

상되는 데 대하여 外換 自由化의 결과 民間部門의 外換保有를 위한 需要는 크게 증가하지 않을 것으로 판단된다. 이와 같은 점을 고려할 때 經常收支의 赤字가 큰 쪽으로 확대되지 않는 한 外換의 超過供給 현상이 발생하게 될 것이다. 따라서 中央銀行이 外換의 超過供給分을 매입하지 않을 경우 國內通貨의 가치는 상당히 큰 쪽으로 상승할 수 있을 것이다.

第 III 章 主要換率 變動要因 分析

앞 章에서 換率決定에 영향을 미치는 要素들을 크게 세 가지로 분류할 수 있는 것으로 파악하였다. 즉, 長期均衡 換率水準을 결정하는 요소들과 短期 또는 中期的으로 外換市場의 需給變動에 영향을 미치는 요소들 및 中央銀行에 의한 外換市場 介入 등이 그것이다.

長期均衡 換率水準은 각 通貨에 대한 需要와 供給의 상대적인 수준에 따라 결정되는 것으로 가정하였다. 그런데 각 나라 通貨의 공급규모는 政府當局에 의하여 政策的으로 결정된다. 각 통화에 대한 需要에 가장 큰 영향을 미치는 것은 그 나라의 經濟規模 또는 所得水準인 것으로 파악하였다. 또한 한 나라의 通貨가 가지는 내재가치는 購買力으로 평가되고 通貨의 購買力은 그 通貨로 표시된 物價水準에 반비례하기 때문에 해당 국가 物價水準의 변동도 換率에 영향을 미칠 수 있다.

國內 外換市場에서 外換에 대한 需要를 결정하는 것은 國內外 金利差이다. 外國의 금리가 國內金利에 비하여 높을 경우 外國債券에 대한 投資가 증가하기 때문에 外換에 대한 需要도 증가하게 된다. 반대로 國內金利가 상대적으로 높을 경우 投資家들은 外國債券을 처분하고 國內債券에 대한 투자를 증가시키기 때문에 外換의 需要가 감소하게 된다. 이에 대하여 국내에서 外換의 供給은 國際收支의 상황에 따라 변동하게 된다. 國際收支가 赤字를 기록할 경우 外換의 공급은 증가하고 赤字를 기록할 경우에는 外換의 공급이 감소한다.

中央銀行은 外換市場 介入을 통하여 民間部門에 공급되는 外換의 규모를 조정할 수 있다. 즉 中央銀行이 外換을 매입할 경우 민간부

문에 공급되는 外換의 규모는 감소하고 보유하고 있던 外換을 매각할 경우 민간에 공급되는 外換의 규모는 증가하게 된다. 따라서 中央銀行은 外換市場 介入의 頻度와 規模를 조절함으로써 自國通貨와 外國通貨間 換率에 영향을 미칠 수 있다.

이와 같은 점들을 고려하여 이 章에서는 換率變動을 설명하는 計量模型을 정립하고 자료를 사용하여 엔/달러 및 마르크/달러 등 주요 換率의 變動要因을 실증적으로 분석해 보기로 하겠다. 또한 經濟의 發展段階나 構造가 우리나라와 유사한 반면 外換 및 資本自由化 면에서 우리나라보다 한 발 앞선 것으로 평가되고 있는 臺灣通貨와 美國 달러貨 사이의 換率에 대하여서도 분석해 보겠다.

1. 換率變動率 推定模型

앞 章에서 長期均衡 換率과 外換市場의 需給狀況 및 中央銀行의 시장개입 등을 감안할 경우 환율은 式 (II-28)에서와 같이 결정되는 것으로 파악하였다. 裁定去來가 일어나지 않기 위해서는 각 外換市場에서 결정된 같은 時點의 동일 通貨間 換率は 서로 같아야 한다. 따라서 自國과 外國通貨間 환율은 두 나라 外換市場 需給狀況 변동의 영향을 동시에 받게 될 것이다. 또한 自國 中央銀行의 外換市場 介入에 대응하여 外國의 中央銀行도 같은 방법으로 外換市場에 개입할 수 있다. 이때 換率は 두 나라 中央銀行에 의한 市場介入의 상대적인 규모에 따라 결정될 것이다.

같은 式에서 현재의 換率에 영향을 미치는 것은 각 經濟變數의 현재수준뿐만이 아니고 미래에 예상되는 모든 상황의 변동이 期間割引을 통하여 현재의 환율수준에 영향을 미치게 된다. 그런데 미래 經濟狀況을 예측함에 있어서 현재의 경제상황이 가장 중요한 길잡이가 될 것이다. 이와 같은 점을 감안하여 두 나라 通貨 사이의 換率水準을 결정하는 函數를 다음 式 (III-1)과 같이 표시할 수 있다.

$$S=G(Y/Y^*, M/M^*, P/P^*, V, i-i^*, F/F^*, RS/RS^*)\cdots(III-1)$$

여기서 S는 두 통화간 換率

Y/Y^* 는 해당국의 所得比率

M/M^* 은 해당국의 通貨量比率

P/P^* 는 해당국 物價水準比率

V는 實物 shock

$i-i^*$ 는 해당국의 金利差

F/F^* 는 해당국의 海外資産 規模比率

RS/RS^* 는 중앙은행 對外準備高比率

式 (III-1)의 換率水準을 결정하는 函數에서 해당국의 所得比率 과 通貨量比率, 物價水準比率 및 實物 쇼크(shock) 등은 長期均衡水準을 결정하는 요소들이다. 이에 대하여 해당국 金利差와 海外資産의 비율은 短期 및 中期的인 外換市場 需給狀況의 변동을 나타내는 요소들이며 中央銀行 對外準備高의 비율은 상대적인 外換市場介入의 정도를 표시하는 요소이다. 이 式으로부터 換率水準의 變動을 回歸分析技法을 적용하여 설명하기 위한 對數線形模型(log linear model)을 유도하면 다음 式 (III-2)와 같다.

$$s_t = \alpha_0 + \alpha_1(y_t - y_t^*) + \alpha_2(m_t - m_t^*) + \alpha_3(p_t - p_t^*) + \alpha_4 v_t + \alpha_5(i_t - i_t^*) + \alpha_6(f_t - f_t^*) + \alpha_7(rs_t - rs_t^*) + \varepsilon_t \cdots \cdots (III-2)$$

여기서 s_t 는 時點 t에서 換率水準의 自然對數,

$y_t - y_t^*$, $m_t - m_t^*$, $p_t - p_t^*$, $f_t - f_t^*$, $rs_t - rs_t^*$ 등은 時點 t에서 해당국 所得, 通貨, 物價, 外貨資産 總額 및 對外準備高 自然對數의 차이,

$i_t - i_t^*$ 및 v_t 는 時點 t에서 兩國間 金利差 및 實物 shock의 自然對數

ε_t 는 통상적인 誤差項

자료를 사용하여 실제로 回歸方程式 (III-2)를 추정하는 데에는 몇 가지 문제가 있다. 먼저 기술적인 문제점으로 換率을 비롯하여

각국의 實質所得(GNP 또는 GDP), 通貨量, 物價水準의 自然對數 등 주요 經濟變數들의 時系列資料들은 각각 한개의 單位根(unit root)을 갖는 不安定的(nonstationary)인 것으로 밝혀지고 있다¹⁾. 이 경우 說明變數들과 被說明變數 사이에 共積分(cointegration) 관계가 존재하지 않는 한 水準資料를 사용한 回歸分析의 결과를 기준으로 假說檢證(hypothesis test)을 하면 誤謬가 발생할 수 있다. 이와 같은 문제를 회피하기 위하여 주요 經濟變數의 自然對數를 1次 差分(경제변수 자연대수를 1차 차분하면 期間 變動率이 된다.)하여 安定的(stationary)인 時系列資料로 변화시킨 다음 回歸分析을 할 수 있다.

回歸方程式(III-2)를 추정함에 있어서 필요한 資料를 모두 입수할 수 없는 문제가 발생한다. 각국의 外貨資產總額은 정기적으로 조사되어 발표되지 않는다. 우리나라의 경우에도 對外負債의 總額이나 純對外資產의 總額 등은 年末 등 특별한 경우를 제외하고는 발표되지 않고 있다. 민간의 外換保有가 자유화된 주요 先進國의 경우 국내 外貨資產의 總額을 정확하게 파악하는 것은 거의 불가능하다.

換率水準를 분석할 경우 발생하는 이와 같은 자료상의 문제를 변동률 분석을 함으로써 회피할 수 있다. 즉, 한 나라 外貨資產의 총액은 그 나라의 國際收支에 따라 증가하거나 감소하게 된다. 따라서 國際收支 記錄을 조사함으로써 外貨資產 增減의 규모를 간접적으로 파악할 수 있다. 즉, 각 나라는 國際收支를 貿易收支와 經常收支 및 資本收支 등으로 세분하여 月間, 分期間, 年間 등 정기적으로 조사하여 발표하고 있기 때문에 換率變動率과 해당국들의 國際收支 金額을 대비시킴으로써 자료상의 문제를 회피할 수 있다.

그런데 일정 기간 동안 각 나라의 國際收支 記錄은 발표되지만 각 期間이 시작되는 시점에 있어서 外貨資產의 總額에 관한 자료가 없기 때문에 外貨資產의 변동비율은 구할 수 없는 문제가 있다. 또

1) 換率決定과 관련된 주요 經濟變數들의 水準資料에 대한 單位根 檢證의 결과에 대하여 金宗萬, 『主要 換率變動의 特性和 政策 示唆點』, 1991 참조.

한 각국의 國際收支는 때때로 赤字를 기록하기 때문에 각 기간의 國際收支 金額을 自然對數로 표시할 수 없는 문제가 발생한다. 따라서 換率變動率을 설명하는 變數로서 각국 國際收支의 상대적인 변동은 金額單位로 나타내거나 通貨量 또는 所得 등에 대한 대한 비율로 표시함으로써 正常化(normalize)시켜야 할 것이다²⁾.

外貨資産 總額의 변동을 표시한다는 점에서 貿易收支 및 經常收支와 資本收支의 사이에 차이가 없다. 그러나 貿易收支 및 經常收支는 국가간 財貨나 用役의 거래를 決濟한 결과로 나타나기 때문에 그 변동이 급격하지 않다. 그러나 資本去來는 재화나 용역의 거래를 수반하지 않고도 일어날 수 있기 때문에 資本收支는 貿易收支나 經常收支에 비하여 급격하게 변동하는 특징이 있다. 따라서 貿易收支나 經常收支의 金額과 資本收支 金額이 같은 경우에도 換率에 미치는 영향은 다를 수 있다. 이 점을 고려하여 換率變動을 설명함에 있어서 각국 貿易收支 또는 經常收支와 資本收支의 상대적인 변동의 영향을 구분하여 추정하는 것이 보다 합리적일 수 있다.

필자의 다른 研究³⁾에서 主要國 通貨間 換率變動은 해당국가 金利差의 變動보다 金利水準 차이의 영향을 크게 받는 것으로 밝혀졌다. 따라서 本 研究에서도 換率變動率을 설명하는 變數로서 해당국 金利水準의 상대적인 차이를 사용하기로 하겠다. 이상에서 논의된 점들을 고려하여 換率變動率을 설명하는 回歸方程式을 다음 式 (III-3)과 같이 나타낼 수 있다.

$$\begin{aligned}
 ds_t = & \beta_0 + \beta_1(dy_t - dy_t^*) + \beta_2(dm_t - dm_t^*) + \beta_3(dp_t - dp_t^*) + \\
 & \beta_4dv_t + \beta_5(i_t - i_t^*) + \beta_6(ab_t - ab_t^*) + \\
 & \beta_7(cb_t - cb_t^*) + \beta_8(drs_t - drs_t^*) + \eta_t \dots\dots\dots(III-3)
 \end{aligned}$$

2) 國際收支金額의 절대값은 經濟規模가 커짐에 따라 증가하게 된다. 이때 國際收支 金額 자체를 換率變動率의 說明變數로 사용할 경우 異分散(heteroscedasticity) 문제가 발생할 수 있다.
 3) 金宗萬, 『主要 換率變動의 特性和 政策示唆點』, 1991 참조.

여기서 $ds_t = s_t - s_{t-1}$ 등

ab_t, ab_t^* 는 t期 自國과 外國의 貿易收支 또는 經常收支

cb_t, cb_t^* 는 t期 自國과 外國의 資本收支

η_t 는 통상적인 誤差項

本 研究에서 주요 換率의 變動要因을 實證的으로 분석하기 위하여 적용할 回歸方程式은 기본적으로 式 (III-3)이다. 이 式에서 實物 쇼크의 變動을 주요국들이 變動換率制度로 이행한 1973년 이후 世界經濟에 가장 큰 영향을 미친 것으로 평가되고 있는 國際原油價格의 變動으로 대신할 수 있을 것이다. 이 回歸方程式의 說明變數에서 中央銀行 外換市場 介入의 상황을 나타내는 對外準備高의 상대적인 變動을 제외하면 필자가 다른 연구에서 主要換率의 變動要因을 분석하기 위하여 정의하였던 回歸方程式과 유사하다⁴⁾.

2. 實證分析을 위한 資料

換率變動率을 설명하는 回歸方程式 (III-3)을 추정하기 위하여 환율을 비롯하여 해당국의 所得, 通貨量, 物價, 金利, 貿易收支 및 中央銀行의 對外準備高에 대한 資料가 필요하다. 또한 實物 쇼크를 나타내는 國際原油價格 資料도 입수하여야 한다. 이들 중 다른 자료는 월별로도 집계되지만 각국의 所得이 집계되는 최소의 기간단위는 分期이다. 따라서 필요한 모든 자료를 갖추고 回歸方程式 (III-3)을 추정할 수 있는 최소의 기간단위는 分期間이다.

엔/달러 換率과 마르크/달러 換率의 變動率 方程式을 추정하기 위하여서는 美國을 비롯하여 日本 및 獨逸의 資料가 필요한바, 本 研究에서 사용한 分期別 資料의 明細는 <表 III-1>에 정리되어 있다.

4) 金宗萬, 『主要 換率變動의 特性和 政策 示唆點』, 1991 및 『우리나라 株式市場 開放의 效果分析』, 1991 참조.

(表 III-1) 實證分析을 위한 主要 先進國 資料 明細

該當國家	資料名	出處	備考
美國, 日本, 獨逸 資料	換率:		
	달러/SDR 換率	IFS tape	分期末, 分期平均換率 line sa, sb.
	엔/달러 換率	IFS tape	分期末, 分期平均換率 line ae, rf.
	마르크/달러 換率	IFS tape	分期末, 分期平均換率 line ae, rf.
	所得:		
	美國, 獨逸 GDP	IFS tape	1990年 不變價格 line 99b·r
	日本 GNP	IFS tape	1990年 不變價格 line 99a·r
	通貨	IFS tape	本源通貨+要求拂預金 line 34
	物價:		
	生産者物價	IFS tape	物價指數(1990=100) line 63
	消費者物價	IFS tape	物價指數(1990=100) line 64
	國際原油價格	IFS tape	매럴당 달러 價格指數(사우디아 라비아, 아랍에미레이트聯合 原油輸出價格 指數) line 44576aad, line 44676aad
	金利:		
	中央銀行 再割引率	IFS tape	分期末 基準 line 60
	優待貸出金利	IFS tape	分期 마지막 月平均 line 60p
	政府公債金利	JP Morgan 및 韓國銀行	3~5년 滿期 中央政府公債 流通 收益率
	國際收支:		
	貿易收支	IFS tape	國際收支基準 달러金額line 77acd
經常收支	IFS tape	달러金額 line 77a·d	
資本收支	IFS tape	달러金額 line 77bad(直接通貨)+ line 77bbd(포트폴리오投資)+ line 77g·d(其他 資本收支)	
中央銀行 對外準 備高	OECD	金(gold) 除外 SDR 金額	

註: IFS tape에서 美國, 日本 및 獨逸의 國家 code는 각각 111, 158 및 134이다. 備考에서 해당국의 國家 code는 생략하였다.

NT달러/美달러 환율의 變動率을 추정하기 위하여는 美國의 자료 이외에 臺灣의 자료가 필요하다. 그런데 臺灣이 UN, IMF 등 國際機構로부터 축출된 이후 일관성 있는 臺灣의 經濟資料를 구하기가 매우 어렵게 되었다.

本 研究에서는 주로 臺灣이 IMF의 IFS 형식에 따라 자체적으로 작성·발표하고 있는 資料(이를 臺灣 IFS 資料라 한다)와 臺灣 中央銀行이 조사하여 발표하는 『金融統計月報』資料에 의존하였으며 이들 자료의 明細는 〈表 III-2〉에 정리되어 있다. 그런데 臺灣 資料는 과거에 印刷되어 발표된 冊子에서 수집하였기 때문에 基準年度가 바뀌는 등의 경우 앞과 뒤의 자료를 연결시키는 문제가 발생하였다. 이를 해결하기 위하여 과거의 기준에 따라 작성된 자료와 새로운 기준으로 작성된 자료를 참고하여 앞뒤의 자료를 통일시켰다. 따라서 臺灣 자료에는 일관성에 다소의 문제가 있음을 밝혀둔다.

〈表 III-2〉 臺灣 資料 明細

資 料 名	出 處	備 考
NT달러/美달러 換率	臺灣 IFS	分期末, 分期平均 line ae, rf.
實質GNP	臺灣 IFS	1985年 不變價格 line 99a·p
都賣物價	臺灣 IFS	物價指數(1985=100) line 63
消費者物價	臺灣 IFS	物價指數(1985=100) line 64
通貨	金融統計月報 (臺灣 中央銀行)	本源通貨+要求拂預金+pass book savings deposit(M,B)
中央銀行再割引率	金融統計月報	期末基準
優待貸出金利	金融統計月報	每分期 마지막 月平均
貿易收支	臺灣 IFS	國際收支基準 美달러金額 line 77acd
經常收支	臺灣 IFS	美달러金額 line 77a·d
資本收支	臺灣 IFS	美달러金額 line 77bad(直接投資) +line 77bbd(포트폴리오投資) +line 77g·d(其他 資本收支)
中央銀行對外準備高	韓國銀行 『조사통계 월보』	金(gold) 포함, 美달러金額

3. 엔/달러 換率 變動率

美國과 日本을 비롯한 주요 선진국들이 變動換率制度로 이행한 1973년 1/4분기 이후 1994년 1/4분기까지의 資料를 사용하여 엔/달러 換率의 分期間 變動率을 설명하는 回歸方程式을 推定한 결과는 〈表 III-3〉에 정리되어 있다.

이 表의 첫번째 및 두번째 推定에서 사용된 說明變數 중 日本과 美國의 經常收支와 資本收支의 상대적인 차이는 달러 金額(10億달러)으로 표시된 자료를 사용하였다. 또한 두 나라 中央銀行 對外準備高의 상대적인 變動을 표시하는 說明變數로는 SDR로 표시된 금액(10億 SDR) 자료를 사용하였다.

첫번째 推定の 결과에서 換率의 長期的인 均衡水準을 결정하는 요소 중 日本과 美國 實質所得(日本의 경우 GNP, 美國의 경우 GDP) 增加率의 상대적인 차이가 분기간 換率變動에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 나타났다. 日本의 實質所得 증가율이 美國에 비하여 상대적으로 1%(年率로 換算) 포인트 높을 경우 엔/달러 換率은 약 0.44% 下落(엔貨 價値 上昇)하는 것으로 추정되었다. t統計를 기준으로 판단할 때 이와 같이 추정된 상대적인 所得 增加率이 換率에 미치는 影響의 有意性은 그다지 높지 않은 것을 알 수 있다.

이에 대하여 두 나라 通貨 增加率의 상대적인 차이가 換率에 미치는 影響의 統計的 有意性은 상당히 높은 것으로 파악되었다. 日本의 분기간 通貨 增加率이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 엔/달러 換率은 같은 분기에 약 0.25% 上昇(엔貨 價値 下落)하고 直後 분기에 약 0.28% 상승하여 道합 약 0.53% 상승하는 것으로 推定되었다.

購買力評價說에서는 物價上昇率이 상대적으로 높은 나라 通貨의 價値가 물가상승률의 차이와 같은 비율로 下落하는 것으로 설명하고 있다. 따라서 이 理論의 주장에 따르면 日本의 物價上昇率이 美

(表 III-3) 엔/달러 換率變動率 方程式 推定結果

說明變數	說明變數로 사용된 國際收支 및 對外準備高 變動資料의 形態					
	金額 (10億달러, SDR)	金額 (10億달러, SDR)	實質所得 에 대한 比 率(固定換 率適用)	實質所得 에 대한 比 率(期間平 均換率適用)	通貨量에 대한 比率 (固定換率 適用)	通貨量에 대한 比率 (期間平均 換率適用)
常數	-0.0077 (-0.7558)	-0.0109 (-1.0834)	-0.0080 (-0.7996)	0.0001 (0.0091)	-0.0010 (-0.1051)	0.0069 (0.7756)
實質所得增加率差異	-0.4406 (-0.7923)	-0.5016 (-0.9145)	-0.4179 (-0.7542)	-0.0009 (-0.1778)	-0.2813 (-0.5167)	-0.0500 (-0.1024)
通貨增加率差異 (當期)	0.2496 (1.5989)	0.2483 (1.6162)	0.2369 (1.5598)	0.1720 (1.1787)	0.2272 (1.5273)	0.2887 (2.0437)
通貨增加率差異 (前期)	0.2807 (1.7899)	0.2859 (1.8516)	0.2675 (1.7376)	0.1541 (1.0215)	0.2767 (1.8612)	0.1838 (1.2547)
生産者物價上昇率差異	0.3621 (1.0351)	0.3514 (1.0357)	0.2736 (0.8128)	0.1705 (0.5458)	0.1768 (0.5362)	0.0664 (0.2159)
國際油價上昇率	0.0119 (0.3214)	0.0067 (0.1848)	0.0077 (0.2143)	0.0110 (0.3259)	-0.0001 (-0.0022)	0.0039 (0.1212)
利子率差異 (優待金利)	-0.5459 (-2.3272)	-0.4849 (-2.8412)	-0.4689 (-2.8328)	-0.4254 (-2.8516)	-0.4805 (-3.0783)	-0.4745 (-3.3884)
利子率差異 (平均金利 ¹⁾)	-0.5459 (-2.3272)	-0.4849 (-2.8412)	-0.4689 (-2.8328)	-0.4254 (-2.8516)	-0.4805 (-3.0783)	-0.4745 (-3.3884)
經常收支差異	-0.0011 (-2.0049)	-0.0010 (-1.9610)	-5.8721 (-2.4346)	-9.2386 (-4.4792)	-1.2135 (-3.0441)	-1.6461 (-4.8935)
資本收支差異	-0.0026 (-1.5725)	-0.0027 (-1.6729)	-15.746 (-2.1946)	-24.842 (-4.1014)	-2.7540 (-2.6331)	-3.8949 (-4.3575)
對外準備高變動差異	-0.0018 (-1.0082)	-0.0014 (-0.8184)	-1.7110 (-0.4124)	7.2502 (1.8715)	-1.0790 (-0.2789)	1.4675 (1.9217)
R ² ²⁾	0.1602	0.1852	0.2151	0.2882	0.2426	0.2998
D.W. ³⁾	1.9846	1.9923	1.9959	1.9983	2.0322	2.0608
ρ ⁴⁾	-0.0081 (-0.6738)	-0.1200 (-0.9193)	-0.1323 (-1.0131)	-0.2104 (-1.5899)	-0.1871 (-1.4619)	-0.2841 (-2.2044)

- 註: 1. 國際油價上昇率을 제외한 모든 說明變數는 日本과 美國 資料 (日本-美國)의 상대적인 差異임.
2. 각 推定에서 사용된 經常收支, 資本收支 및 對外準備高 變動 資料의 형태는 表의 상단에 설명되어 있으며 달러貨 및 SDR로 표시된 자료를 엔貨로 전환함에 있어서 적용된 換率은 ()안에 표시되어 있음.
3. 誤差項의 1次 自己相關關係를 수정하기 위하여 Cochrane-Orcutt 技法을 적용하였음.
4. ()안의 숫자는 推定된 계수의 t統計임.
- 1) 再割引率, 優待貸出金利, 政府公債 流通收益率의 平均, 2) 自由度調整後 R², 3) Durbin-Watson統計, 4) 誤差項의 1次 自己相關係數 推定值.

國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 엔/달러 換率은 1% 상승하여야 할 것이다. 그런데 실제 推定의 결과에서는 日本의 분기간 都賣者物價 上昇率이 美國의 生産者物價 上昇率에 비하여 1% 포인트 높을 경우 엔/달러 換率이 약 0.35% 上昇(엔貨의 價値下落)하는 데 그치는 것으로 나타나고 있다.

두 나라의 消費者物價 자료를 사용하여 추정한 결과에서는 日本의 분기간 消費者物價 상승률이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 엔/달러 換率은 약 0.54(統計의 절대값 약 0.82)% 下落(엔貨의 價値上昇)하는 것으로 나타났으며 이와 같은 결과는 購買力評價說의 주장과 모순된다.

보다 과거(1973년 2/4분기~1989년 4/4분기)의 資料를 사용한 筆者의 다른 研究에서 國際原油價格의 상승이 엔/달러 換率이나 마르크/달러 換率에 미치는 上昇效果는 상당히 큰 것으로 분석되었다⁵⁾. 그런데 1990년 1/4분기부터 1994년 1/4분기까지의 자료를 추가하여 분석한 本 研究의 결과에서는 國際原油價格의 上昇이 엔/달러 換率에 큰 영향을 미치지 않는 것으로 나타나고 있다. 1985년 중반 이후 石油輸出國機構(OPEC)의 결속력이 약화되고 原油價格이 대폭 下落하였다. 이에 따라 國際油價의 변동이 엔/달러 換率決定의 주요 요소가 되지 못하는 것으로 판단된다.

이상의 분석결과를 기준으로 판단할 때 엔/달러 換率의 경우 日本과 美國 所得水準이나 通貨量 및 物價水準의 상대적인 變動 등 長期的인 均衡水準을 결정하는 것으로 판단되는 요소 중 通貨量の 변동을 제외하고는 短期 換率變動에 큰 영향을 미치지 않는 것으로 해석할 수 있다.

日本과 美國 中央銀行 再割引率과 商業銀行의 優待貸出金利 및 中央政府公債(3~5년 滿期) 流通收益率 등 3개 利率率 平均의 상대

5) 金宗萬, 『主要 換率變動의 特性과 政策 示唆點』, 1991 및 『우리나라 株式市場 開放의 效果分析』, 1991 등 참조.

적인 차이가 엔/달러 환율에 미치는 영향은 상당히 큰 것으로 나타났다. 즉 日本의 平均金利(年率)가 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 엔/달러 환율은 약 0.55% 下落하는 것으로 추정되었다. 두 나라 國際收支의 상대적인 변동의 영향을 살펴보면, 日本의 經常收支 黑字金額이 美國에 비하여 상대적으로 10億달러 많을 경우 엔/달러 환율은 약 0.11% 하락하는 것으로 추정되었다. 또한 日本의 資本收支 黑字規模가 美國에 비하여 상대적으로 10億달러 클 경우에는 엔/달러 환율이 약 0.26% 下落하는 것으로 나타났다. 이와 같이 추정된 國際收支 변동 효과들의 統計的 有意性은 상당히 높다.

해당국 金利水準의 상대적인 差異나 國際收支의 상대적인 변동은 短期 및 中期的으로 外換市場의 需要와 供給에 영향을 미치는 요소들이다. 엔/달러 환율의 분기간 變動率을 추정한 결과에서 長期的인 均衡水準을 결정하는 요소들의 상대적인 변동이 환율에 미치는 영향은 크지 않는 것으로 나타난 반면 外換市場의 需要와 供給을 변동시키는 요소들의 영향은 상당히 큰 것으로 나타나고 있는 점은 유의할 만한 사실이다.

각국의 中央銀行이 風勢對抗的(leaning against the wind)으로 外換市場에 介入할 경우 中央銀行 對外準備高가 상대적으로 많이 증가한 나라의 通貨의 價値가 下落하게 될 것이다. 그런데 첫번째 推定의 결과에서는 日本 中央銀行의 對外準備高 증가분이 美國 中央銀行 對外準備高의 증가분에 비하여 상대적으로 10億SDR 많을 경우 엔/달러 환율은 0.18% 下落(엔貨 價値上昇)하는 것으로 나타났다. 이와 같은 분석의 결과는 中央銀行이 外換市場에서 外貨를 매입할 경우 自國通貨의 가치가 오히려 上昇하였음을 의미한다. 따라서 첫번째 推定의 결과에서 나타난 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 환율에 미치는 영향은 일반적으로 인식되는 市場介入의 효과와 반대인 것으로 해석할 수 있다.

첫번째 추정의 결과 自由度 조정 후 R^2 는 약 0.16이다. 따라서 이 추정에 사용된 日本과 美國 經濟變數들의 상대적인 변동이 엔/달러 換率의 變動性(variance)을 설명할 수 있는 비율은 약 16%인 것으로 해석할 수 있다⁶⁾.

〈表 III-3〉의 두번째 推定에서는 서로 다른 利率의 상대적인 차이가 換率變動을 설명하는 정도를 비교해 보기 위하여 다른 說明變數들은 첫번째 推定에서와 같게 하고 앞에서 설명한 日本과 美國 平均利率의 차이 대신 優待貸出金利의 차이를 설명변수로 사용하였다. 첫번째 추정의 결과와 비교할 때 두번째 추정의 결과에서 상대적인 금리차가 환율에 미치는 下落效果는 약간 감소하였다. 그러나 推定된 係數의 t統計를 기준으로 판단할 때 그 영향의 有意性은 오히려 높은 것을 알 수 있다. 두번째 추정의 결과에서 환율의 變動性을 설명할 수 있는 比率은 약 18.5%로 첫번째 추정의 결과에 비하여 약 2.5% 포인트 높다.

필자의 다른 研究에서 先進國 通貨間 換率의 경우 해당국 長期金利의 상대적인 차이에 비하여 短期金利의 상대적인 차이가 換率變動을 설명하는 비율이 높은 것으로 분석되었다⁷⁾.

첫번째와 두번째 推定에서 문제점으로 지적될 수 있는 점들은 세 가지가 있다. 먼저, 각국의 經濟規模가 확대됨에 따라 交易規模도 확대되고 國際收支 변동의 절대값도 커지기 때문에 金額으로 표시된 經常收支나 資本收支의 變動性이 커지게 된다. 따라서 금액으로 표시된 國際收支 자료를 回歸分析에서 說明變數로 사용할 경우 異分散(heteroscedasticity) 문제가 발생할 수 있다. 이와 같은 문제를

6) 變動換率制度를 채택하고 있는 先進國 通貨間 換率의 경우 어떤 模型에 따라 實證的으로 분석한 결과 換率變動을 설명할 수 있는 비율은 높지 않다. Mussa(1979)는 換率의 變動性을 25% 정도 설명할 수 있는 模型은 대단히 성공적인 것이라고 하였다.

7) 金宗萬, 『主要 換率變動의 特性과 政策 示唆點』, 1991, pp. 86~87, 〈表 2-20〉~〈表 2-23〉 참조.

회피하기 위하여 國際收支 금액의 自然對數를 說明變數로 사용하는 방법을 생각해 볼 수 있다. 그런데 國際收支의 경우 때때로 赤字(-)를 기록하기 때문에 自然對數를 취할 수 없는 문제가 있다.

또 한 가지 문제점은 기간이 경과함에 따라 經濟規模가 확대되고 국제간의 交易規模가 증가하게 된다. 이에 따라 外換市場의 거래량도 증가하기 때문에 같은 금액의 國際收支가 換率에 미치는 영향도 기간이 경과함에 따라 달라질 수도 있다는 사실이 고려되지 않은 점이다.

마지막으로 주요 先進國들이 變動換率制度로 이행한 1973년 2월 말 이후 1994년 1/4분기 말까지 엔/달러 換率은 1달러당 300엔 수준에서 103엔으로 하락하였다. 따라서 美國과 日本 國際收支의 상대적인 차이 10億달러가 變動換率制度로 이행한 초기에 있어서 換率에 미친 영향과 1994년 초에 미친 영향은 서로 다를 수 있을 것이다.

〈表 III-3〉의 세번째와 네번째 추정에서는 앞에서 지적한 세 가지 문제를 교정하기 위하여 經常收支 및 資本收支 금액과 中央銀行 對外準備高 변동금액 대신 이들 금액을 해당국 實質所得 金額으로 나눈 비율의 상대적인 차이를 說明變數로 사용하였다.

그런데 IMF의 IFS에서는 日本의 國際收支를 달러 金額으로 표시하여 발표하고 있다. 이에 대하여 實質所得(GNP)은 엔貨로 표시되어 있기 때문에 國際收支 金額의 實質所得에 대한 비율을 구하기 위하여서는 國際收支 金額을 엔貨로 환산하여야 한다. 이때 어떤 換率을 적용하느냐는 문제가 발생하게 된다. 또한 각국 中央銀行의 對外準備高는 SDR 금액으로 표시되어 있음에 대하여 美國과 日本의 實質所得은 각각 달러와 엔으로 표시되어 있기 때문에 金額換算에 있어서 적용할 달러/SDR 및 엔/SDR 換率이 문제가 된다.

세번째 推定에서는 換率變動의 효과를 배제하고 經濟規模의 擴大 效果만을 반영하기 위하여 換率을 고정시킨 다음 國際收支 금액이

나 中央銀行 對外準備高 변동 금액의 實質所得에 대한 비율을 구하여 그 상대적인 차이를 說明變數로 사용하였다. 즉 달러貨로 표시된 日本의 國際收支와 對外準備高를 엔貨 표시 금액으로 換算함에 있어서 1990년 말의 엔/달러 換率(1달러당 134.4엔으로 固定)을 적용하였다. 또한 SDR로 표시된 각국 中央銀行의 對外準備高를 달러로 환산함에 있어서는 같은 시점의 달러/SDR 換率(1SDR당 1.4227달러로 固定)을 적용하였다.

이 推定에서 日本과 美國의 國際收支 및 두 나라 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동을 나타내는 說明變數들을 제외한 다른 說明變數들은 두번째 추정에서와 같다. 추정의 결과에서 이들 다른 변수의 영향을 나타내는 係數의 推定值들은 두번째 추정의 결과에서와 큰 차이가 없는 것으로 나타났다.

그러나 國際收支나 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향은 두번째 추정의 결과와 상당히 다른 것으로 나타났다. 日本 經常收支 黑字金額의 實質所得에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 엔/달러 換率은 약 5.87% 下落하는 것으로 추정되었다. 또한 日本 資本收支 黑字比率이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우에는 엔/달러 換率은 약 15.75% 下落하는 것으로 파악되었다. 이들 國際收支의 상대적인 變動의 영향을 나타내는 係數 推定值들의 統計的 有意性은 두번째 추정의 결과에서보다 상당히 높아졌다.

日本 中央銀行 對外準備高 증가액의 實質所得에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 엔/달러 換率은 약 1.71% 下落하는 관계에 있는 것으로 추정되었으나 계수 추정치의 統計를 기준으로 판단할 때 그 有意性은 높지 않은 것을 알 수 있다.

네번째 推定에서는 달러貨로 표시된 日本의 國際收支 金額과 中央銀行 對外準備高 변동금액에 각 기간의 平均 엔/달러 換率을 적

용하여 換算한 자료를 사용하였다. 또한 SDR로 표시된 두 나라 中央銀行 對外準備高는 각 期間平均 달러/SDR 換率을 적용하여 환산하였다⁸⁾.

이 推定의 결과에서 日本과 美國의 實質所得이나 通貨量 및 物價의 상대적인 변동 등 다른 說明變數가 엔/달러 換率에 미치는 영향은 세번째 추정 결과에 비하여 약간 작게 나타났다. 그러나 國際收支 및 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 환율에 미치는 영향은 상당히 크게 推定되었다.

日本 經常收支와 資本收支 黑字金額의 實質所得에 대한 비율이 美國에 비하여 각각 1% 포인트 높을 경우 엔/달러 換率은 각각 약 9.24% 및 24.84% 下落하는 것으로 추정되었다. 양국 國際收支의 상대적인 변동의 영향을 나타내는 係數 推定值들의 統計的 有意性은 매우 높은 것으로 판단된다.

日本 中央銀行 對外準備高 增加金額의 實質所得에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 엔/달러 換率은 약 7.25% 上昇(엔貨 價値下落)하는 것으로 나타났으며 계수 추정치의 統計的 有意性도 상당히 높다. 이와 같이 추정된 兩國 中央銀行 對外準備高의 상대적인變動과 두 나라 通貨間 換率과의 관계는 일반적으로 인식되고 있는 中央銀行 外換市場 介入의 효과와 일치한

8) 엄격한 의미에서 엔/달러 換率變動率이 被說明變數인 경우 엔/달러 換率을 적용하여 환산한 資料를 說明變數로 사용하면 문제가 발생할 수 있다. t기의 엔/달러 換率水準을 S_t 라 하고 그 自然對數를 s_t 및 變動率을 ds_t 로 각각 표시할 때 $ds_t = s_t - s_{t-1}$ 의 관계에 있다. 즉 s_t 에는 ds_t 가 포함되어 있다. 그런데 自然對數函數는 單純增加函數이기 때문에 S_t 가 증가하면 s_t 도 증가하고 逆의 관계도 성립한다. 따라서 각 期末의 엔/달러로 환산한 금액을 사용하여 산출한 자료를 說明變數로 사용할 경우 說明變數에 被說明變數의 일부가 포함되는 결과를 초래하게 된다. 이와 같은 문제를 완화시키기 위하여 각 기간의 평균 엔/달러 환율을 적용하여 환산하였다. 또한 日本의 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 變動金額은 實質所得에 비하여 극히 작기 때문에 달러貨로 표시된 이들 금액을 기간평균 엔/달러 환율을 적용하여 환산한 금액을 실질소득으로 나눈 비율을 說明變數로 사용할 경우 심각한 문제는 발생하지 않을 것으로 판단된다.

다. 즉, 日本과 美國의 中央銀行이 각각 風勢對抗的으로 外換市場에 개입할 경우 日本 中央銀行의 對外準備高가 상대적으로 증가하면 엔/달러 換率在 上昇하게 될 것이다.

그런데 엔貨와 달러貨는 全世界的으로 통용되는 國際通貨이며 外換市場에서 거래규모가 막대하기 때문에 中央銀行에 의한 外換市場 介入이 換率에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 이해되고 있다.

네번째 추정 결과에서 나타난 日本과 美國 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동으로 인한 엔/달러 換率의 變動效果가 상당히 큰 것으로 나타난 것은 이러한 일반적인 인식과는 일치하지 않는 점이다.

세번째 추정의 결과와 비교할 때 네번째 추정의 결과에서 換率의 變動性을 설명하는 비율이 상당히 상승하였다. 즉 네번째 추정에서 換率의 變動性을 설명하는 비율이 약 28.8%인 것으로 나타나고 있어서 세번째 推定의 결과와 비교할 때 약 7.3% 포인트 높아진 것을 알 수 있다. 네번째 추정결과에서 약간의 문제점으로 지적될 수 있는 것은 오차항 사이의 1次 自己相關係數 推定値가 다소 높아진 점이다.

〈表 III-3〉의 다섯번째와 여섯번째 추정에서는 각국 經濟規模의 擴大로 인한 國際收支나 中央銀行 對外準備高의 변동에 미치는 영향을 감안하기 위하여 이들 금액의 實質所得에 대한 비율 대신 通貨量에 대한 비율의 상대적인 차이를 換率 變動率의 說明變數로 사용하였다. 國際收支의 변동이나 中央銀行 對外準備高의 변동은 外換의 需要와 供給에 영향을 미치고 엔貨나 달러貨의 전체적인 供給의 변동은 각 通貨量의 변동과 관련이 있다. 이와 같은 관점에서 볼 때 이들 金額의 通貨量에 대한 비율의 상대적인 차이를 換率變動의 說明變數로 사용하는 것이 보다 나은 결과를 가져올 수도 있을 것이다.

다섯번째 推定에서는 세번째 추정에서와 마찬가지로 달러貨로 표시된 각 기간 日本의 國際收支와 中央銀行 對外準備高 금액을 엔貨

로 환산함에 있어서 1990년 말 엔/달러 換率을 적용하였다. 또한 SDR로 표시된 美國과 日本의 中央銀行 對外準備高를 달러貨로 전환함에 있어서는 같은 시점의 달러/SDR 換率을 적용하였다. 推定の 결과 自由度 조정 후 R^2 가 약 0.243으로 나타나고 있어서 세번째 추정 결과와 비교하여 換率의 變動性을 설명하는 비율이 약 2.7% 포인트 높아진 것을 알 수 있다.

日本 經常收支 黑字金額의 通貨量에 대한 비율이 美國에 비하여 1% 포인트 상대적으로 높을 경우 엔/달러 換率은 약 1.23% 하락하는 것으로 추정되었다. 또한 日本 資本收支 黑字金額의 通貨量에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우에는 엔/달러 換率은 약 2.75% 하락하는 것으로 나타났다. 이와 같은 양국 國際收支의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향을 표시하는 係數 추정치들은 統計的 有意性이 매우 높으며 세번째 추정의 결과와 비교할 때 이들 係數 推定值들의 統計的 有意性이 상당 폭 상승하였다⁹⁾.

다섯번째 推定の 결과에서도 세번째 推定の 결과에서와 마찬가지로 日本 中央銀行의 對外準備高가 美國 中央銀行 對外準備高에 비하여 상대적으로 증가하면 엔/달러 換率은 下落하는 것으로 나타났다.

여섯번째 推定에서는 네번째 推定에서와 같이 달러貨로 표시된 각 기간의 日本 國際收支 금액과 中央銀行 對外準備高 금액을 엔貨

9) 세번째 및 네번째 推定の 결과에서 日本과 美國 國際收支 및 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동의 영향을 표시하는 係數 推定值들을 다섯번째나 여섯번째 推定の 결과에서와 직접 비교할 수는 없다. IFS 자료에서는 美國과 日本의 분기간 實質 GDP 및 GNP를 年間 기준으로 추정하기 때문에 양국 實質所得의 규모가 通貨量에 비하여 크고 따라서 國際收支나 中央銀行 對外準備高 變動額의 實質所得에 대한 비율이 通貨量에 대한 비율에 비하여 상대적으로 작다. 따라서 세번째 및 네번째 推定에서 兩國 國際收支의 상대적인 변동이나 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동의 영향을 표시하는 係數 推定值들의 절대값이 다섯번째나 여섯번째 추정의 결과에서보다 크게 나타나게 된다.

로 환산함에 있어서 期間平均 엔/달러 換率을 적용하였으며 SDR로 표시된 兩國 中央銀行 對外準備高 金額을 달러貨로 환산함에 있어서 期間平均 달러/SDR 換率을 적용하였다. 自由度 調整 후 R²를 기준으로 판단할 때 〈表 III-3〉에서 여섯번째 推定의 결과가 가장 良好한 것으로 判定할 수 있다. 이 推定의 결과 自由度 調整 후 R²가 약 0.30으로 나타나고 있어서 換率의 變動性을 설명할 수 있는 비율이 약 30%이다.

여섯번째 推定의 결과 日本 經常收支와 資本收支 黑字金額의 通貨量에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 각각 1% 포인트 높을 때 엔/달러 換率은 각각 약 1.65%, 3.89% 下落하는 것으로 나타났다. 이와 같이 推定된 兩國 國際收支의 상대적인 변동의 영향은 다섯번째 推定의 결과에서보다 크다. 또한 이들 영향의 統計的 有意性도 다섯번째 推定의 결과에서보다 높게 나타났다. 國際收支 金額이나 中央銀行 對外準備高 金額을 동일한 방법으로 환산한 네번째 推定의 결과와 비교할 때에도 이들 係數 推定值들의 統計的 有意性이 높다.

日本 中央銀行 對外準備高 증가금액의 通貨量에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 엔/달러 換率은 약 1.47% 上昇하는 것으로 推定되었으며 推定된 係數의 統計的 有意性도 상당히 높은 것으로 判定된다.

〈表 III-3〉의 각 推定에서 나타난 사실들을 기준으로 판단할 때 엔/달러 換率의 分期間 변동은 日本과 美國의 實質所得이나 通貨量, 物價 등 長期均衡 수준에 영향을 미치는 것으로 判定되는 요인들의 상대적인 변동보다는 兩國의 金利差나 國際收支의 상대적인變動 등 外換市場에서 外換 需給을 결정하는 요소들의 영향을 크게 받는 것을 알 수 있다.

4. 마르크/달러 換率

엔/달러 換率分析에서와 같은 期間의 자료를 사용하여 마르크/달러 換率의 變動要因을 분석한 결과는 〈表 III-4〉에 정리되어 있다. 이 表에서 첫번째와 두번째 추정에서는 獨逸과 美國 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 變動의 상대적인 차이를 각각 10億달러와 10億SDR 등 금액으로 표시된 자료를 說明變數로 사용하였다.

첫번째 추정의 결과에서 獨逸의 實質 GDP 증가율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 마르크/달러 환율은 약 0.7% 下落(마르크貨 價値上昇)하는 것으로 나타났으며 獨逸의 通貨 증가율이 美國에 비하여 1% 포인트 높을 경우 마르크/달러 換率は 약 0.31% 하락하는 것으로 추정되었다.

獨逸과 美國 消費者物價 上昇率의 상대적인 차이가 두 나라 通貨間 換率에 미치는 영향은 상당히 큰 것으로 분석되었다. 즉 獨逸의 분기간 消費者物價 상승률이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 마르크/달러 換率は 약 1.71% 상승(마르크貨의 價値下落)하는 것으로 추정되었다¹⁰⁾.

國際原油價格의 상승이 마르크/달러 換率에 미치는 영향은 엔/달러 換率에 미치는 영향에 비하여 상대적으로 큰 것으로 파악되었다. 국제원유가격이 1분기 후에 1% 상승할 경우 마르크/달러 換率は 약 0.046% 上昇(마르크貨 價値下落)하는 것으로 추정되었다. 이와 같이 國際油價의 상승이 마르크貨 價値下落의 요인으로 작용하는 이유는 獨逸은 原油 소비량의 대부분을 輸入에 의존하고 있음에

10) 마르크/달러 換率의 경우 獨逸과 美國 生産者物價 상승률의 상대적인 차이에 비하여 消費者物價 상승률의 상대적인 차이의 영향을 크게 받는 것으로 파악되었다. 〈表 III-4〉의 첫번째 추정에서 消費者物價의 상대적인 차이 대신 生産者物價의 상대적인 차이를 說明變數로 사용하여 추정한 결과에서 獨逸의 분기간 生産者物價 상승률이 미국에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 마르크/달러 換率は 약 0.02%(t統計 약 0.04) 상승하는 것으로 나타났다.

〈表 III-4〉 마르크/달러 換率變動率 方程式 推定結果

說明變數	說明變數로 사용된 國際收支 및 對外準備高 變動資料의 形態					
	金額 (10億달러, SDR)	金額 (10億달러, SDR)	實質所得 에 대한 比 率(固定換 率適用)	實質所得 에 대한 比 率(期間平 均換率適用)	通貨量에 대한 比率 (固定換率 適用)	通貨量에 대한 比率 (期間平均 換率適用)
常 數	0.0209 (1.9579)	0.0256 (2.3117)	0.0228 (2.3619)	0.0270 (3.1555)	0.0280 (3.0597)	0.0308 (3.6559)
實質所得增加率差異 (前 期)	-0.7027 (-1.3671)	-0.7079 (-1.3772)	-0.6910 (-1.3910)	-0.8137 (-1.7752)	-0.7401 (-1.5859)	-0.7659 (-1.7266)
通貨增加率差異	0.3108 (1.5032)	0.2840 (1.3784)	0.2844 (1.4308)	0.2604 (1.3539)	0.3034 (1.5803)	0.3214 (1.6616)
消費者物價上昇率差異	1.7095 (1.7805)	1.8236 (1.8308)	1.8824 (2.0507)	1.9499 (2.2518)	1.8873 (2.1739)	1.9344 (2.2753)
國際油價上昇率 (次 期)	0.0463 (1.1886)	0.0490 (1.2454)	0.0453 (1.2237)	0.0410 (1.1658)	0.0429 (1.2180)	0.0461 (1.3576)
利子率差異 (優待金利)		-0.3059 (-1.3766)				
利子率差異 (平均金利 ¹⁾)	-0.3694 (-1.3623)		-0.4569 (-1.7619)	-0.4166 (-1.7261)	-0.5376 (-2.2580)	-0.5240 (-2.3193)
經常收支差異	-0.0018 (-2.6525)	-0.0017 (-2.5043)	-7.6460 (-3.2092)	-9.2951 (-5.4691)	-1.3043 (-4.3071)	-1.2882 (-6.2216)
資本收支差異	-0.0025 (-1.3549)	-0.0024 (-1.2646)	-12.7732 (-1.9583)	-19.3899 (-4.0323)	-2.2401 (-2.8608)	-2.4153 (-4.5354)
對外準備高變動差異	-0.0026 (-1.7870)	-0.0026 (-1.8173)	-0.7192 (-0.2868)	2.9924 (1.4709)	-0.8647 (-0.4539)	0.1606 (0.7484)
R ² ²⁾	0.1973	0.1975	0.2520	0.3032	0.3035	0.3269
D.W. ³⁾	2.0096	2.0049	2.0109	2.0164	2.0207	2.0306
ρ ⁴⁾	-0.0113 (-0.0969)	-0.0150 (-0.1285)	-0.0342 (-0.2932)	-0.0946 (-0.7925)	-0.0886 (-0.7546)	-0.1400 (-1.1710)

註：1. 國際油價上昇率을 제외한 모든 說明變數로 獨逸과 美國 資料 (獨逸-美國)의 상대적인 差異임.

2. 각 推定에서 사용된 經常收支, 資本收支 및 對外準備高 變動 資料의 형태는 表의 상단에 설명되어 있으며 달러貨 및 SDR로 표시된 자료를 엔貨로 전환함에 있어서 적용된 換率은 ()안에 표시되어 있음.

3. 誤差項의 1次 自己相關關係를 수정하기 위하여 Cochrane-Orcutt 技法을 적용하였음.

4. ()안의 숫자는 推定된 계수의 t統計임.

1) 再割引率, 優待貸出金利, 政府公債流通收益率의 平均, 2) 自由度調整後 R², 3) Durbin-Watson統計, 4) 誤差項의 1次 自己相關係數推定值.

대하여 美國의 경우 原油 소비량의 상당부분을 國內에서 생산하고 있어서 原油價格이 상승할 경우 獨逸經濟에 미치는 타격이 상대적으로 크기 때문인 것으로 해석할 수 있다¹¹⁾. 다음 분기의 國際油價 변동이 현재 分期의 換率에 영향을 미치는 것으로 나타나는 이유는 1次 및 2次 石油波動 기간 동안 原油輸出國機構(OPEC)에서 다음 분기 原油의 輸出價格을 예시하였기 때문인 것으로 판단된다.

獨逸의 中央銀行 再割引率과 商業銀行의 優待貸出金利 및 中央政府公債의 流通收益率 등 3개 利子率의 평균이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 마르크/달러 환율은 약 0.37% 하락하는 것으로 추정되었다.

獨逸의 經常收支 및 資本收支 黑字金額이 美國에 비하여 각각 10億달러 상대적으로 많을 경우 마르크/달러 換率은 각각 약 0.18%, 0.25% 下落하는 것으로 추정되었다. 또한 獨逸 中央銀行 對外準備高의 증가금액이 美國에 비하여 10億SDR 많을 경우 마르크/달러 換率은 약 0.26% 下落하는 것으로 나타났으며 推定된 係數의 統計的 유의성도 상당히 높다. 이와 같이 추정된 두 나라 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향은 일반적으로 인식되는 外換市場 개입의 效果와 방향이 반대이다. 첫번째 推定の 結果에서 마르크/달러 換率의 變動性을 설명하는 비율은 약 19.7%인 것으로 나타났다.

두번째 推定에서는 서로 다른 金利의 상대적인 차이가 換率에 미치는 영향의 차이를 파악하기 위하여 다른 說明變數는 첫번째 推定에서와 같게 하고 獨逸과 美國 平均金利의 차이 대신 두 나라 商業

11) 1989년 4/4分期까지의 자료를 사용하여 분석한 결과에서 다음 分期에 國際 原油價格이 1% 상승할 경우 마르크/달러 換率은 약 0.11%(t統計 약 3.04) 상승하는 것으로 추정되었다(金宗萬, 『主要 換率變動의 特性과 政策 示唆點』, 1991, p. 57, 〈表 3-13〉 참조). 따라서 1989년 이후의 자료를 추가한 결과 國際油價의 상승이 마르크/달러 換率에 미치는 영향이 작아진 것을 알 수 있다.

銀行 優待貸出金利의 차이를 說明變數로 사용하였다. 推定의 결과는 첫번째 推定의 결과와 거의 같게 나타났다.

세번째 推定에서는 經濟規模의 확대로 인한 國際收支 및 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동효과를 감안하기 위하여 이들 金額의 實質 GDP에 대한 비율의 상대적인 차이를 說明變數로 사용하였다. 이때 달러貨로 표시된 獨逸의 각 기간 國際收支 金額과 中央銀行 對外準備高를 마르크貨로 환산함에 있어서 1990년 말의 마르크/달러 換率(1달러당 1.494마르크)을 적용하였다. 또한 SDR로 표시된 獨逸과 美國 中央銀行 對外準備高 金額을 달러貨로 환산함에 있어서는 같은 시점의 달러/SDR 換率을 적용하였다. 세번째 추정에서 다른 說明變數들은 첫번째 推定에서와 동일하다.

첫번째 推定의 결과와 비교하여 세번째 추정의 결과에서 獨逸과 美國間 實質 GDP 및 通貨 增加率의 상대적인 차이와 國際油價의 상승이 마르크/달러 換率에 미치는 영향을 표시하는 係數의 推定值들은 큰 차이가 없는 것으로 나타났다. 그러나 兩國 消費者物價 상승률의 상대적인 차이와 平均金利의 차이가 換率에 미치는 영향을 표시하는 係數 推定值들의 절대값은 첫번째 추정의 결과에서보다 상승하였으며 이들 계수의 統計的 有意性도 첫번째 추정의 결과에서보다 상승하였다.

獨逸 經常收支 및 資本收支 金額의 實質 GDP에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 각각 1% 포인트 높을 경우 마르크/달러 換率은 각각 약 7.65%, 12.77% 下落하는 것으로 나타났다. 이와 같이 추정된 두 나라 國際收支의 상대적인 변동의 영향을 표시하는 係數 推定值들의 統計的 有意性은 첫번째 추정의 결과에 비하여 상당히 높다.

獨逸 中央銀行 對外準備高 증가금액의 實質 GDP에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 마르크/달러 換率

이 약 0.72% 下落하는 것으로 나타났다. 이와 같이 추정된 두 나라 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향의 統計的 有意性이 첫번째 推定의 결과에 비하여 낮아지기는 하였다. 그러나 그 방향은 첫번째 추정의 결과와 마찬가지로 일반적으로 인식되는 中央銀行 外換市場 介入의 효과와는 반대이다.

세번째 추정의 결과 自由度 調整 후 R^2 는 약 0.252로 換率의 變動性을 설명하는 비율이 약 25.2%인 것을 알 수 있으며 첫번째 推定의 결과와 비교하여 약 5.5% 포인트 상승하였다.

〈表 III-4〉의 네번째 추정에서는 세번째 추정의 경우와 마찬가지로 獨逸과 美國 國際收支와 中央銀行 對外準備高 변동액의 實質 GDP에 대한 비율의 상대적인 차이를 說明變數로 사용하였다. 세번째 추정에서와는 달리 다른 통화로 표시된 각 기간의 금액을 환산함에 있어서 1990년 말의 換率 대신 각 기간의 평균 換率을 적용하였다.

이 推定의 결과에서 다른 요소들이 換率에 미치는 影響은 첫번째 및 세번째 推定의 결과와 거의 같게 나타났다. 그러나 獨逸과 美國 國際收支의 상대적인 차이 및 양국 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향은 세번째 추정의 결과와 상당히 큰 차이가 있다.

獨逸 經常收支 및 資本收支 黑字金額의 實質 GDP에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 마르크/달러 換率은 각각 약 9.30%, 19.39% 下落하는 것으로 추정되었다. 이와 같이 推定된 두 나라 國際收支의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향의 절대값들은 세번째 推定의 결과와 비교하여 상당 폭 크게 나타났다. 또한 이들 係數 推定值의 統計的 有意性도 세번째 推定의 결과에 비하여 상당히 높다.

세번째 推定의 결과와 가장 큰 차이점은 두 나라 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향이다. 네번째 推定의

결과에서 獨逸 中央銀行 對外準備高 증가금액의 實質 GDP에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 마르크/달러 換率は 약 2.99% 上昇하는 것으로 나타났다. 이와 같이 추정된 兩國 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향은 일반적으로 인식되는 중앙은행 外換市場 개입의 효과와 방향이 일치한다. 또한 추정된 계수의 統計를 기준으로 판단할 때 그 영향의 統計의 有意性이 상당히 높은 것을 알 수 있다.

네번째 推定의 결과 換率의 變動性을 설명하는 비율은 약 30.3%로 첫번째나 두번째 추정의 결과와 비교하여 10% 포인트 이상 높으며 세번째 推定의 결과와 비교하여서도 약 5.1% 포인트 높다.

〈表 III-4〉에서 다섯번째와 여섯번째 推定에서는 獨逸과 美國 國際收支 金額과 中央銀行 對外準備高 변동액의 通貨量에 대한 비율의 상대적인 차이를 說明變數로 사용하였다. 두 推定에서 다른 점은 金額換算에 적용한 換率이다. 즉, 다섯번째 推定에서는 각 기간의 國際收支 金額이나 中央銀行 對外準備高 금액을 해당국의 통화로 표시된 금액으로 換算함에 있어서 1990년 말의 換率을 적용하였음에 대하여 여섯번째 推定에서는 각 기간의 平均換率을 적용하였다.

다섯번째 推定의 결과 다른 要素들의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향은 앞의 네 추정의 결과와 거의 같게 나타났다. 그러나 두 나라 利子率의 상대적인 차이가 換率에 미치는 영향은 앞의 다른 推定의 결과에서보다 상당히 크게 나타났으며 國際收支 및 中央銀行 對外準備高의 상대적인 차이로 인한 換率變動의 효과는 상당히 다르게 推定되었다.

獨逸 經常收支 및 資本收支 黑字金額의 通貨量에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 각각 1% 포인트 높을 경우 마르크/달러 換率は 각각 약 1.30% 및 2.24% 下落하는 것으로 추정되었다. 이들 兩國 國際收支의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향의 統計의 有

意性은 네번째 推定의 결과에서보다 상대적으로 낮으나 세번째 推定의 결과와 비교하여서는 상대적으로 높다.

다섯번째 推定의 결과에서 獨逸과 美國 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 두 나라 通貨間 換率에 미치는 영향은 세번째 추정 결과에서와 같이 일반적으로 인식되는 효과와 방향이 반대로 나타났다. 이 推定의 결과 換率의 變動性을 설명하는 비율은 약 30.4%로 네번째 推定의 결과와 거의 같고 세번째 推定의 결과와 비교하여서는 약 5.2% 포인트 높다.

여섯번째 推定의 결과에서 獨逸과 美國 두 나라 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향을 제외하고 다른 요소들 변동의 영향은 다섯번째 推定의 결과와 유사하게 나타났다. 이 추정의 결과에서 獨逸 中央銀行 對外準備高 증가금액의 通貨量에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 마르크/달러 換率은 약 0.16%上昇하는 것으로 나타났다. 이와 같이 推定된 對外準備高의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향은 일반적으로 인식되고 있는 中央銀行 市場介入의 영향과 그 방향이 일치한다. 그러나 추정된 영향의 統計的 有意性은 높지 않다.

〈表 III-4〉의 각 推定의 결과에서 마르크/달러 換率의 變動性을 설명하는 비율을 비교해 보면 여섯번째 推定의 결과가 가장 높은 것으로 나타나고 있다. 이 推定에서 換率의 變動性을 설명하는 비율은 약 32.7%로 첫번째나 두번째 推定의 결과와 비교하여 약 13% 포인트 높고, 네번째나 다섯번째 推定의 결과와 비교하여서는 약 2.3% 포인트 높다.

〈表 III-4〉의 분석결과와 〈表 III-3〉에서 엔/달러 換率變動의 요인을 분석한 결과와 비교할 때 마르크/달러 換率의 경우에는 엔/달러 換率에 비하여 獨逸과 美國 實質所得이나 通貨量 增加率 및 物價 上昇率 상대적인 차이 등 長期均衡 換率水準에 영향을 미치는 것으로 분류된 요소들의 영향을 크게 받는 것으로 나타났다. 이에

대하여 엔/달러 환율의變動은 短期的인 外換市場의 需給의 변동에 영향을 미치는 요소들인 日本과 美國 國際收支의 상대적인 변동의 영향을 보다 크게 받는 것으로 분석되었다.

5. NT달러/美달러 換率의 變動要因

臺灣은 1982년 9월부터 1989년 3월까지 中心換率制度¹²⁾를 채택하였으며 1989년 4월부터는 變動換率制度로 이행하였다. 1982년 9월 이후 1994년 2/4분기까지 NT달러/美달러 換率의 分期間 變動要因을 분석한 결과는 〈表 III-5〉에 정리되어 있다.

이 表의 첫번째 推定에서는 각 기간 臺灣과 美國의 經常收支와 資本收支 등 國際收支의 상대적인 차이 및 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동을 10億달러 단위로 환산하여 說明變數로 사용하였다. SDR로 표시된 美國 中央銀行의 對外準備高를 달러 표시 금액으로 換算함에 있어서는 각 期間平均 달러/SDR 換率을 적용하였다.

첫번째 추정 결과에서 臺灣의 實質 GNP 增加率(年率 基準)이 美國의 實質 GDP 증가율에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높은 경우 NT달러/美달러 換率は 약 0.15% 下落(NT달러貨의 價値上昇)하는 것으로 추정되었다.

臺灣과 美國 通貨量 增加率의 상대적인 차이가 換率에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 나타났다. 그러나 두 나라 生産者物價(臺灣의 경우 都賣物價) 上昇率의 상대적인 차이가 換率에 미치는 영향은 상당히 큰 것으로 추정되었다. 즉, 臺灣의 分期間 都賣物價 상승

12) 臺灣의 中心換率制度는 현재 우리나라가 채택하고 있는 市場平均換率制度和 유사한 제도로서 日中 換率(NT달러/美달러 換率)은 直前 去來日의 加重平均 換率을 중심으로 일정한 범위 내에서 변동할 수 있도록 許容하는 制度였다.

(表 III-5) NT달러/美달러 換率變動率 方程式 推定結果

說明變數	說明變數로 사용된 國際收支 및 對外準備高 變動資料의 形態				
	金額 (10億달러)	實質所得에 대한 比率 (固定換率 適用)	實質所得에 대한 比率 (期間平均 換率適用)	通貨量에 대 한 比率 (固定換率 適用)	通貨量에 대 한 比率 (期間平均 換率適用)
常 數	0.0092 (1.1751)	0.0127 (1.8880)	0.0043 (0.7776)	0.0023 (0.3151)	0.0023 (0.3510)
實質所得增加率差異	-0.1525 (-1.3277)	-0.0651 (-0.4531)	0.0817 (0.6461)	-0.2031 (-1.9308)	-0.1680 (-1.6233)
通貨增加率差異	0.0343 (0.5334)	0.0415 (0.6893)	0.0514 (0.9241)	-0.0544 (-0.5549)	0.1222 (1.3518)
生産者物價上昇率差異	1.1530 (3.9613)	1.1058 (4.3040)	0.7832 (2.9782)	1.2721 (4.6538)	0.8784 (2.6585)
國際油價上昇率	0.0202 (1.1019)	0.0216 (1.3533)	0.0119 (0.8168)	0.0268 (1.5223)	0.0083 (0.4521)
利子率差異 (平均金利 ¹⁾)	0.1633 (0.9025)	-0.0143 (-0.0981)	0.0577 (0.4393)	0.0665 (0.3623)	0.1720 (0.9231)
經常收支差異	-0.0004 (-1.2376)	-0.7782 (-2.3134)	-0.6636 (-3.1650)	-0.0169 (-0.1651)	-0.1134 (-1.5328)
資本收支差異	-0.0006 (-0.9565)	-0.7137 (-2.338)	-1.0243 (-5.4387)	-0.1827 (-1.6978)	-0.3079 (-4.2504)
對外準備高變動差異	-0.0021 (-2.6784)	0.1623 (0.7177)	0.5117 (3.4523)	-0.0879 (-0.9247)	0.1154 (1.4893)
R ^{2 2)}	0.4628	0.5696	0.6444	0.5294	0.5382
D.W. ³⁾	2.0169	1.9731	1.9407	2.0110	2.0382
ρ^4	0.1119 (0.5498)	-0.0828 (-0.4104)	-0.2245 (-1.2361)	-0.0812 (-0.4000)	-0.0747 (-0.3850)

- 註: 1. 國際油價上昇率을 제외한 모든 說明變數는 臺灣과 美國 經濟變數(臺灣-美國)의 상대적인 差異임.
 2. 각 推定에서 사용된 經常收支, 資本收支 및 對外準備高 變動資料의 형태는 表의 상단에 설명되어 있으며 달러貨 및 SDR로 표시된 자료를 해당국 통화로 전환함에 있어서 적용된 換率은 ()안에 표시되어 있음.
 3. 誤差項의 1次 自己相關關係를 수정하기 위하여 Cochrane-Orcutt 技法을 적용하였음.
 4. ()안의 숫자는 推定된 계수의 t統計임.
 1) 再割引率, 優待貸出金利의 平均. 2) 自由度 調整 後 R².
 3) Durbin-Watson統計. 4) 誤差項의 1次 自己相關係數 推定值.

률이 美國 生産者物價 상승률에 비하여 1% 높을 경우 NT달러/美달러 換率は 약 1.15% 上昇(NT달러貨의 가치 下落)하는 것으로 나타났다¹³⁾.

國際原油價格이 1% 상승할 경우 NT달러/美달러 換率は 약 0.02% 상승하는 것으로 추정되었다. 臺灣의 平均金利(年率로 표시된 中央銀行 再割引率과 商業銀行 優待貸出金利의 평균)가 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 NT달러/美달러 換率が 약 0.16% 上昇(NT달러貨의 價値下落)하는 것으로 추정되었다. 이와 같이 추정된 두 나라 金利의 상대적인 차이가 換率에 미치는 영향의 統計的 有意性이 그다지 높지는 않지만 앞에서 분석한 先進國 通貨間 換率의 경우 해당국 金利의 상대적인 差異가 換率에 미치는 영향과는 方向이 반대이다.

臺灣의 분기간 經常收支 및 資本收支의 黑字規模가 美國에 비하여 각각 10億달러 클 경우 NT달러/美달러 換率は 각각 약 0.04%, 0.06% 下落하는 것으로 추정되었으며 이들 國際收支의 상대적인 차이가 換率에 미치는 영향의 統計的 有意성은 그다지 높지 않다.

분기간 臺灣 中央銀行 對外準備高의 增加金額이 美國에 비하여 상대적으로 10億달러 많은 경우 NT달러/美달러 換率は 약 0.21% 下落하는 것으로 나타났으며 추정된 계수의 統計的 有意性도 상당히 높다. 그런데 이와 같이 추정된 두 나라 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향은 일반적으로 인식되고 있는 中央銀行 外換市場 개입의 효과와 방향이 반대이다.

첫번째 推定의 결과 NT달러/美달러 換率의 變動性을 설명하는

13) 〈表 III-5〉의 첫번째 推定에서 臺灣과 美國 生産者物價 상승률의 상대적인 차이 대신 消費者物價 상승률의 상대적인 차이를 說明變數로 사용한 결과 換率에 미치는 영향의 방향이 반대로 나타났다. 즉, 臺灣의 消費者物價 상승률이 美國에 비하여 1% 포인트 상대적으로 높을 경우 NT달러/美달러 換率は 약 0.11%(統計의 절대값 약 0.39) 下落(NT달러貨의 價値上昇)하는 것으로 추정되었다.

비율은 약 46.3%로 나타나고 있으며 〈表 III-3〉의 각 推定에서 엔/달러 換率의 變動性을 설명하는 비율이나 〈表 III-4〉의 각 推定에서 마르크/달러 換率의 變動性을 설명하는 비율에 비하여 현저히 높다.

〈表 III-5〉의 두번째와 세번째 推定에서는 經濟規模의 확대로 인한 두 나라 國際收支 및 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동효과를 감안하기 위하여 國際收支 금액과 中央銀行 對外準備高의 변동금액 대신 이들 금액을 해당국의 實質所得(GNP 또는 GDP)으로 나눈 비율의 차이를 說明變數로 사용하였다. 두번째 推定에서는 달러貨로 표시된 각 기간 臺灣의 國際收支와 對外準備高 금액을 1990년 말 NT달러/美달러 換率(1美달러당 27.108NT달러)을 적용하여 NT달러 表示 金額으로 換算하였다. 또한 SDR로 표시된 美國 中央銀行 對外準備高 금액은 1990년 말의 美달러/SDR 換率을 적용하여 美國 달러 표시 금액으로 환산하였다. 이에 대하여 세번째 추정에서는 각 기간의 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 금액을 환산함에 있어서 해당 기간의 平均換率을 적용하였다.

두번째 推定の 결과에서 兩國 實質所得 증가율의 상대적인 차이가 換率에 미치는 영향은 첫번째 推定の 결과에 비하여 작게 나타났다. 臺灣의 平均金利가 美國에 비하여 상대적으로 높을 경우 NT달러/美달러 換率이 下落(NT달러貨의 價値上昇)하는 것으로 나타났다. 推定된 係數의 統計的 有意性은 매우 낮다.

分期間 臺灣의 經常收支 및 資本收支 흑자금액의 實質所得에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 NT달러/美달러 換率은 각각 약 0.78%, 0.71% 下落하는 것으로 推定되었으며 이들 國際收支의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향의 統計的 有意性은 상당히 높다.

臺灣 中央銀行 對外準備高 증가금액의 實質所得에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 NT달러/美달러

換率は 약 0.16% 上昇(NT달러貨의 價値下落)하는 것으로 추정되었다. 이와 같이 추정된 兩國 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향은 일반적으로 인식되고 있는 中央銀行 外換市場 介入의 효과와 방향이 일치한다. 그러나 그 영향을 나타내는 係數 推定值의 統計的 有意性은 그다지 높지 않다.

두번째 推定의 결과에서 NT달러/美달러 換率의 變動性을 설명하는 비율은 약 57%로 앞에서 분석한 엔/달러 및 마르크/달러 換率의 變動性을 설명하는 비율에 비하여 월등히 높음은 물론 첫번째 推定의 결과에서 NT달러/美달러 換率의 變動性을 설명하는 비율에 비하여서도 약 11% 포인트 높다¹⁴⁾.

〈表 III-5〉의 세번째 推定의 결과에서 臺灣과 美國 實質所得 증가율의 상대적인 차이가 換率에 미치는 영향의 방향은 첫번째나 두번째 推定의 결과와 반대로 나타났다. 두 나라 生産者物價 상승률의 상대적인 차이가 換率에 미치는 영향은 첫번째나 두번째 推定의 결과에 비하여 상대적으로 작게 추정되었다. 첫번째 推定의 결과에서와 마찬가지로 臺灣의 平均金利가 美國에 비하여 상대적으로 높을 경우 美國 달러貨에 대한 NT달러貨의 가치가 下落하는 것으로 나타났다.

두번째 推定의 결과에서는 臺灣과 美國 經常收支의 상대적인 차이와 資本收支의 상대적인 차이가 두 나라 通貨間 換率에 미치는 영향이 거의 같게 推定되었음에 대하여 세번째 推定의 결과에서는 상대적인 資本收支 차이의 영향이 효과가 큰 것으로 나타났다. 즉, 臺灣의 분기간 經常收支 및 資本收支 흑자금액의 實質所得에 대한

14) Mussa(1979)는 分期間 換率의 변동을 설명하는 비율이 50%를 초과할 경우 模型이 잘못되었거나 새로운 聖者가 탄생하였음을 알리기 위하여 바티칸 敎皇廳에 보고하여야 한다고 주장하였다. 〈表 III-5〉의 각 추정에서 NT달러/美달러 換率의 變動性을 설명하는 비율이 先進國 通貨間 換率의 變動性을 설명하는 비율에 비하여 월등히 높은 이유는 臺灣 政府나 中央銀行이 換率을 物價나 國際收支 등 經濟狀況의 변동과 연관하여 변동하도록 관리했기 때문일 수도 있을 것이다.

비율이 美國에 비하여 상대적으로 각각 1% 포인트 높을 경우 NT 달러/美달러 換率의 下落效果는 각각 약 0.66%와 1.02%로 資本收支 變動의 效果가 상대적으로 크게 나타났으며 추정된 係數의 統計的 有意性도 상대적으로 높다.

세번째 推定의 結果에서 臺灣 中央銀行 對外準備高의 分기간 증가금액의 實質所得에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 NT달러/美달러 換率은 약 0.51% 上昇하는 것으로 나타났다. 이와 같이 推定된 效果의 統計的 有意性은 매우 높다. 이 추정의 結果 換率의 變動性을 설명하는 비율은 약 64.4%로 <表 III-5>에서 각 推定의 結果 중 가장 높다.

<表 III-5>의 네번째와 다섯번째 推定에서는 臺灣과 美國 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 變動액의 해당국 通貨量에 대한 비율의 차이를 說明變數로 사용하였다. 다른 通貨로 표시된 각 기간의 이들 金額을 해당국 通貨表示 金額으로 換算하기 위하여 네번째 推定에서는 1990년 말의 換率을 적용하였으며 다섯번째 推定에서는 각 기간의 平均換率을 적용하였다.

네번째 추정의 結果에서 NT달러/美달러 換率은 臺灣의 實質所得이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 약 0.20% 下落하는 것으로 나타났으며 臺灣의 通貨 증가율이 상대적으로 1% 높을 경우에는 약 0.05% 下落하는 것으로 推定되었다.

臺灣의 經常收支 및 資本收支 혹자금액의 通貨量에 대한 비율이 美國에 비하여 각각 1% 포인트 높을 경우 NT달러/美달러 換率은 각각 약 0.017%, 0.18% 下落하는 것으로 추정되었다. 이와 같이 추정된 兩國 國際收支의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향의 統計的 有意性은 두번째 및 세번째 推定의 結果에 비하여 상대적으로 낮다.

分期間 臺灣 中央銀行 對外準備高 증가금액의 實質所得에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 NT달러貨

의 美달러貨에 대한 가치는 약 0.088% 상승하는 것으로 나타났다. 이와 같이 추정된 효과를 中央銀行에 의한 정상적인 外換市場 介入의 결과로 보기는 어렵다. 네번째 추정의 결과 換率의 變動性을 설명하는 비율은 약 52.9%로 두번째나 세번째 推定의 결과에 비하여 상대적으로 낮다.

다섯번째 推定의 결과에서는 네번째 推定의 결과와 비교하여 臺灣과 美國 實質所得 증가율의 상대적인 차이가 換率에 미치는 영향이 약간 작게 나타났다. 臺灣의 분기간 通貨 增加率이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 NT달러貨는 美國 달러貨에 대하여 약 0.12% 평가절하되는 것으로 추정되었다.

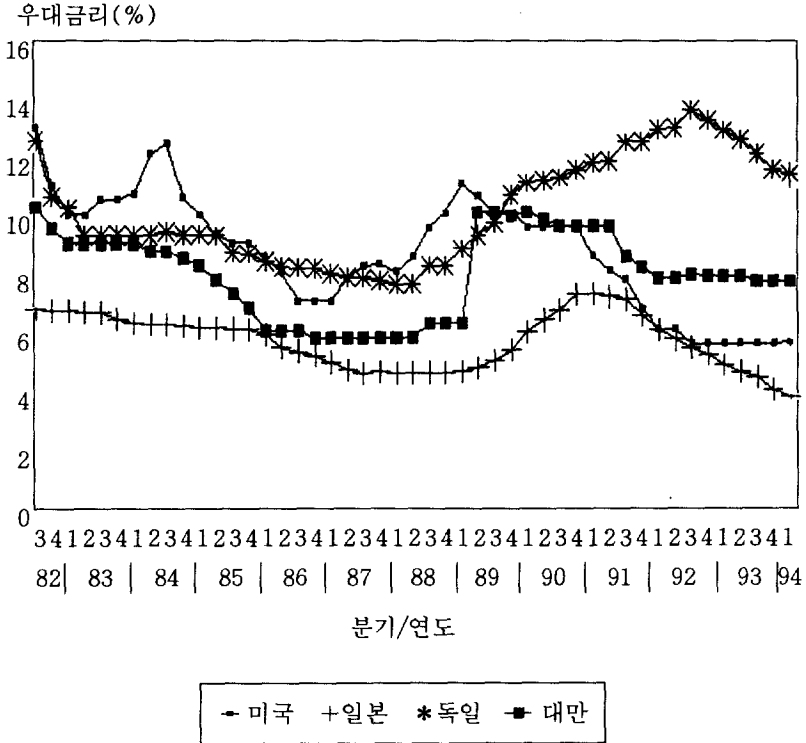
두 나라 經常收支와 資本收支 등 國際收支의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향은 네번째 推定의 결과에서 보다 크게 나타났으며 臺灣 中央銀行 對外準備高의 분기간 증가금액의 實質所得에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 NT달러/美달러 換率は 약 0.12% 상승하는 것으로 추정되었다.

〈表 III-5〉의 각 推定의 결과에서 한가지 특징으로 지적될 수 있는 점은 NT달러/美달러 換率의 변동은 臺灣과 美國 金리의 상대적인 변동의 영향을 거의 받지 않거나 영향의 방향이 先進國 通貨間 환율의 경우와 반대로 나타난 사실이다. 〈表 III-3〉 및 〈表 III-4〉에서 日本과 獨逸의 金리가 美國에 비하여 높을 경우 엔貨나 마르크貨의 달러貨에 대비한 가치는 上昇하는 것으로 나타났으며 해당국 金利差의 영향을 나타내는 係數 推定值의 統計的 유의성은 상당히 높다. 이에 대하여 〈表 III-5〉에서 두번째 推定을 제외한 다른 推定의 결과에서는 臺灣의 金리가 美國 金利에 비하여 상대적으로 높을 경우 NT달러貨의 價値가 下落하는 것으로 나타났다.

이와 같이 臺灣과 美國 金利差가 두 나라 통화間 換率에 미치는 영향이 先進國의 경우와 다른 이유는 무엇일까? 우선 지적할 수 있는 사실은 臺灣의 金利 조정은 先進國의 경우와 다르게 진행되었다

는 점이다. [圖 III-1]에서 美國을 비롯하여 日本과 독일 등 선진국 商業銀行의 優待貸出金利는 비교적 완만하게 연속적으로 변동하고 있는 것을 볼 수 있다. 이에 대하여 臺灣 商業銀行 優待貸出金利의 변동추이는 상당히 장기간 같은 수준에 머무르다가 일시에 급격하게 변동하는 등 階段函數(step function)의 軌跡과 같은 모양을 보이고 있다.

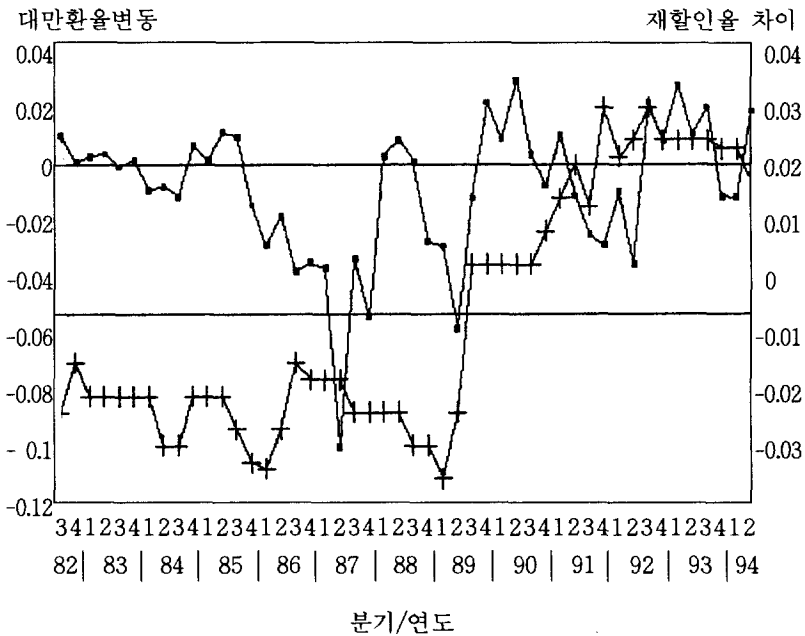
[圖 III-1] 主要國 優待貸出金利 推移



先進國의 商業銀行들은 資金調達의 費用과 다른 銀行들의 金利 등을 감안하여 자율적으로 대출금리를 결정하기 때문에 優待貸出金利는 實勢金利의 변동을 반영하게 된다. 그러나 金融全般에 대한 政府의 규제가 상대적으로 강하게 작용하는 臺灣에서는 상업은행의

優待貸出金利가 은행에 의하여 自律的으로 결정되지 못하고 政府當局에 의하여 통제되었기 때문에 [圖 III-1]과 같이 변동한 것으로 해석할 수 있다.

[圖 III-2] 臺灣 換率變動과 臺灣과 美國 再割引率 差異



분석 기간 동안 臺灣 金利政策의 내용은 어떠하였는가? [圖 III-2]에서 臺灣이 中心換率制度를 채택하였던 1982년 3/4분기부터 1989년 1/4분기까지 대부분의 分期에 있어서 NT달러/美달러 換率은 下落(NT달러貨의 價値上昇)하였다. 같은 기간 동안 臺灣 中央銀行의 再割引率은 美國 中央銀行 再割引率에 비하여 낮은 수준을 유지하였다. 이와 같은 사실을 기준으로 판단할 때 臺灣은 自國의 通

貨가 美國 달러貨에 대하여平價切上된 기간 동안 低金利政策을 유지하였으며 그 결과 [圖 III-1]에서 보는 바와 같이 1983년부터 1989년 중반까지 臺灣 商業銀行의 優待貸出金利는 美國이나 獨逸 商業銀行의 優待貸出金利에 비하여 상대적으로 낮았던 것으로 이해할 수 있다.

그렇다면 臺灣이 이와 같은 金利政策을 유지한 이유는 무엇일까? 먼저 輸出促進과 관련하여 自國通貨의平價切上으로 인한 輸出品價格의 上昇效果를 완화시키기 위하여 國內金利가 낮은 수준을 유지되도록 통제한 것으로 해석할 수 있다. 實證分析의 결과 NT달러/美달러 換率이 1% 하락할 경우 美國 달러貨로 표시된 臺灣의 輸出價格에 미치는 직접적인 상승효과는 약 0.67% 내지 약 0.71%인 것으로 나타났다¹⁵⁾. 같은 분석에서 臺灣 商業銀行의 貸出金利(最高와 最低 대출금리의 평균)가 1% 포인트 하락할 경우 臺灣 輸出品의 가격은 약 0.63% 내지 0.83% 下落하는 것으로 추정되었다. 臺灣의 換率 및 金利의 변동이 輸出價格에 미치는 영향이 이와 같은 경우 臺灣 通貨가 미국 달러貨에 대하여平價切上될 경우 國內金利를 낮은 수준에 유지되도록 統制함으로써 輸出價格의 上昇效果를 완화할 수 있다.

臺灣 通貨가 美國 달러貨에 대하여 점진적으로平價切上된 기간 동안 臺灣의 國內金利가 海外金利에 비하여 상대적으로 낮은 수준에 유지되도록 통제한 또 한가지 이유는 換差益을 노린 핫머니(hot money)의 流入을 억제하기 위한 목적이 있었던 것으로 판단된다. [圖 III-2]에서 1985년 4/4分期부터 1987년 4/4分期까지 NT달러/美달러 換率은 줄곧 下落(NT달러貨의平價切上)하였다. 이와 같이 NT달러貨가 장기간에 걸쳐서 평가절상될 당시 가까운 장래에 NT 달러貨가 더욱平價切上될 것이라는 期待가 형성되었다. 그 결과 海

15) 金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1993, p. 89, 〈表 IV-2〉 참조.

외로부터 換差益을 노린 短期資金이 대규모로 유입되었다¹⁶⁾. 短期資金의 유입으로 外換의 공급이 증가하여 換率이 더욱 平價切上되는 요인으로 작용하였으며 換率切上을 저지하기 위하여 中央銀行이 外貨를 매입한 결과 通貨가 급격하게 膨脹되는 등의 문제가 발생하였다.

國內通貨의 平價切上에 대한 기대로 인하여 海外로부터 핫머니가 유입될 경우 國內金利를 낮은 수준으로 유지함으로써 핫머니 流入의 규모를 줄일 수 있다. 즉, 國內로 유입되는 海外資金의 期待收益率은 國內金利와 예상되는 國內通貨 平價切上率의 합계이다. 따라서 國內金利를 낮출 경우 國內로 유입된 海外資金의 期待收益率이 그만큼 낮아지기 때문에 資本流入을 억제하는 효과를 기대할 수 있다.

[圖 III-2]에서 NT달러/美달러 換率의 下落趨勢가 진정되기 시작한 1989년 말 이후에는 臺灣 中央銀行의 再割引率이 美國 중앙은행의 재할인율에 비하여 상대적으로 높아진 것을 알 수 있다. 이와 같이 臺灣은 國內通貨의 가치가 상승한 단계에서 中央銀行 再割引率을 낮게 유지하고 환율이 安定된 단계에서는 再割引率을 상향조정된 결과 <表 III-5>의 각 推定에서 換率과 國內外 金利差와의 관계가 先進國의 경우와 다르게 나타난 것으로 판단된다.

NT달러/美달러 換率의 變動要因을 분석한 결과에서 엔/달러 換率이나 마르크/달러 換率의 변동요인을 분석한 결과와 다른 점이 또 한 가지 있다. <表 III-5>에서 臺灣과 美國의 國際收支 금액 및 中央銀行 對外準備高 변동액이 해당국 實質所得에 대한 비율의 상대적인 차이를 說明變數로 사용한 두번째와 세번째 推定の 결과가 이들 금액의 通貨量에 대한 비율의 상대적인 차이를 說明變數로 사용한 네번째와 다섯번째 推定の 결과에 비하여 良好하게 나타났다.

16) 1986년과 1987년 臺灣의 短期資本收支는 각각 86億달러와 126億달러의 赤字를 기록한 것으로 조사되었다(金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1993, p. 124, <表 IV-1> 참조).

이에 대하여 〈表 III-3〉과 〈表 III-4〉에서는 해당국 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 변동금액을 고정된 換率로 환산한 세번째와 다섯번째 추정의 결과를 비교할 때 이들 금액의 通貨量에 대한 비율의 상대적인 차이를 說明變數로 사용한 다섯번째 추정의 결과가 상대적으로 良好하게 나타났다. 또한 각 기간의 平均換率을 적용하여 환산한 金額比率의 차이를 說明變數로 사용한 결과를 비교하여도 通貨量에 대한 비율의 상대적인 차이를 說明變數로 사용한 여섯번째 추정의 결과가 實質所得에 대한 비율의 상대적인 차이를 說明變數로 사용한 네번째 推定의 결과에 비하여 良好하게 나타났다.

이와 같은 차이는 어디에 기인된 것일까? 臺灣의 경우 換率을 어느 정도 統制할 수 있었기 때문에 환율조정이 實物經濟의 狀況變動과 관련하여 이루어지도록 유도한 결과 短期的인 變動이 주로 外換需給의 변동을 반영하는 先進國 通貨間 換率의 경우와 다르게 나타날 수도 있을 것이다.

〈表 III-6〉의 각 推定에서는 臺灣과 美國 金利政策의 변동이 두 나라 通貨間 換率에 미친 영향을 파악하기 위하여 平均金利의 차이 대신 金利政策의 변동을 보다 잘 반영할 것으로 판단되는 두 나라 中央銀行 再割引率의 상대적인 차이를 說明變數로 사용하였다. 또한 實物經濟의 狀況變動과 보다 밀접한 관련이 있을 것으로 판단되는 貿易收支의 상대적인 차이를 經常收支의 차이 대신 說明變數로 사용하였다. 이 表의 각 추정에서 다른 설명변수는 〈表 III-5〉의 각 推定에서와 동일하다.

〈表 III-5〉의 각 추정 결과와 비교할 때 臺灣과 美國 中央銀行 再割引率의 상대적인 차이가 換率에 미친 영향은 두 나라 平均金利의 상대적인 차이의 영향과 크게 다르지 않은 것으로 나타났다. 臺灣과 美國의 상대적인 貿易收支의 차이가 換率에 미치는 영향도 經常收支 차이의 영향과 유사한 것으로 나타났다. 그러나 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 변동금액의 實質所得에 대한 비율의 차이를

〈表 III-6〉 臺灣과 美國의 再割引率 및 貿易收支의 相對的인 變動이 換率에 미치는 影響

說明變數	說明變數로 사용된 國際收支 및 對外準備高 變動資料의 形態				
	金額 (10億달러)	實質所得에 대한 比率 (固定換率 適用)	實質所得에 대한 比率 (期間平均 換率適用)	通貨量에 대 한 比率 (固定換率 適用)	通貨量에 대 한 比率 (期間平均 換率適用)
常 數	0.0170 (1.3898)	0.0282 (3.0052)	0.0147 (1.8678)	0.0009 (0.0884)	0.0042 (0.4761)
實質所得增加率差異	-0.1562 (-1.3459)	0.0539 (0.3576)	0.1259 (0.9510)	-0.2195 (-2.0427)	-0.1748 (-1.6526)
通貨增加率差異	0.0235 (0.3667)	0.0416 (0.7386)	0.0379 (0.7057)	-0.0830 (-0.8762)	0.1043 (1.1555)
生産者物價上昇率差異	1.1922 (4.1410)	1.0882 (4.4728)	0.8154 (3.1583)	1.3212 (4.8692)	0.9115 (2.7128)
國際油價上昇率	0.0189 (1.0387)	0.0246 (1.6257)	0.0140 (0.9690)	0.0289 (1.6292)	0.0084 (0.4482)
再割引率差異	0.2164 (1.3149)	-0.0655 (-0.4931)	-0.0367 (-0.2579)	0.0475 (0.2412)	0.1443 (0.7009)
貿易收支差異	-0.0006 (-1.3155)	-1.1633 (-3.1557)	-0.8011 (-3.3488)	0.0135 (0.1153)	-0.1078 (-1.3188)
資本收支差異	-0.0006 (-0.2982)	-0.8163 (-2.8326)	-1.0159 (-5.4380)	-0.1573 (-1.4324)	-0.3095 (-4.0617)
對外準備高變動差異	-0.0020 (-2.5116)	0.2401 (1.1418)	0.5059 (3.4806)	-0.1141 (-1.1677)	0.1134 (1.3633)
R^2 ¹⁾	0.4685	0.6119	0.6504	0.5272	0.5252
D.W. ²⁾	1.9995	1.9523	1.9260	2.0037	2.0390
ρ ³⁾	0.0590 (0.2913)	-0.1330 (-0.7104)	-0.2110 (-1.1721)	-0.0650 (-0.3334)	-0.0649 (-0.3334)

- 註：1. 國際油價上昇率을 제외한 모든 說明變數는 臺灣과 美國 資料 (臺灣-美國)의 상대적인 差異임.
 2. 각 推定에서 사용된 經常收支, 資本收支 및 對外準備高 變動 資料의 형태는 表의 상단에 설명되어 있으며 달러貨 및 SDR로 표시된 자료를 해당국 통화로 전환함에 있어서 적용된 換率은 ()안에 표시되어 있음.
 3. 誤差項의 1次 自己相關關係를 수정하기 위하여 Cochrane-Orcutt 技法을 적용하였음.
 4. ()안의 숫자는 推定된 계수의 t統計임.
 1) 自由度 調整 後 R^2 . 2) Durbin-Watson統計. 3) 誤差項의 1次 自己相關係數 推定值.

說明變數로 사용한 두번째와 세번째 推定의 결과에서는 상대적인 貿易收支 변동의 效果가 經常收支 변동의 效果에 비하여 크게 나타났다.

美國 달러貨와 日本 엔貨 및 獨逸의 마르크貨 등은 國際通貨로서 이들 통화로 표시된 外換은 전세계에 걸쳐서 거래되고 있다. 이에 대하여 臺灣의 NT달러貨나 우리나라의 원貨 등은 거래의 대부분이 自國 內에서 일어나는 地域通貨의 성격을 띠고 있다. 이와 같은 外換이 거래되는 地域的인 범위가 다르므로 인하여 야기되는 換率決定 구조의 차이를 규명해 볼 필요가 있을 것이다. 이를 위하여 먼저 換率을 결정하는 요소 중 外換市場의 범위와 직접 관련된 요소가 무엇인지를 파악하고 이들 요소들이 어떤 형태로 換率에 영향을 미치는지에 대하여 분석해 볼 수 있을 것이다.

앞에서 파악한 換率決定 요소들 중 長期的인 均衡水準을 결정하는 요소들은 外換市場의 범위와 직접적인 관련이 없을 것으로 판단된다. 즉, 長期均衡 換率水準은 기본적으로 해당국 物價의 상대적인 변동과 實物的인 충격으로 인한 經濟規模의 상대적인 변동 등에 따라 결정되기 때문에 外換市場의 범위와는 직접적인 관련이 없는 것으로 해석할 수 있다.

이에 대하여 外換市場 需給狀況의 변동을 표시하는 요소들은 市場의 범위에 따라 換率에 미치는 影響의 경로가 달라질 수 있을 것으로 판단된다. 예를 들면 엔貨와 달러貨가 각각 상대국의 外換市場에서도 거래되는 國際通貨인 경우에는 앞에서 분석한 바와 같이 두 나라 外換市場 需給狀況의 변동을 동시에 고려하여야 할 것이다. 그러나 NT달러貨와 같이 國內에서만 거래될 경우 국내 外換市場 需給狀況의 변동이 換率에 미치는 영향은 크지만 상대국 外換市場 需給狀況의 변동이 換率에 미치는 영향은 크지 않을 수 있을 것이다. 따라서 이 때에는 國內 外換市場 需給狀況의 변동만을 고려하는 것이 보다 합리적일 수도 있을 것이다.

〈表 III-5〉 및 〈表 III-6〉의 각 推定에서는 臺灣과 美國 外換市場 需給狀況의 變動을 동시에 감안하기 위하여 두 나라 經常收支와 資本收支 및 中央銀行 對外準備高 變動의 상대적인 차이를 說明變數로 사용하였다. 이에 대하여 臺灣 國內 外換市場 수급상황의 變動이 NT달러/美달러 換率에 미치는 영향을 알아보기 위하여서는 이들 변수의 상대적인 차이 대신 臺灣의 資料만을 說明變數로 사용하여 推定해 볼 수 있을 것이다.

〈表 III-7〉에는 〈表 III-5〉의 각 推定에서 臺灣과 美國의 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 變動의 상대적인 차이 대신 臺灣의 資料만을 說明變數로 사용하여 추정한 결과가 정리되어 있다. 이 表의 각 추정에서 다른 說明變數들은 〈表 III-5〉의 해당 推定과 동일하다.

〈表 III-5〉와 〈表 III-7〉의 推定 결과를 각각 비교해 보면 美國市場에서 外換需給의 變動은 NT달러/美달러 換率에 큰 영향을 미치지 않는 것으로 해석할 수 있다. 왜냐하면 〈表 III-5〉의 각 推定에서 두 나라 國際收支 및 對外準備高 變動의 상대적인 차이가 NT달러/美달러 換率에 미치는 影響과 〈表 III-7〉의 해당 推定에서 臺灣만의 國際收支 및 對外準備高의 變動의 영향이 거의 같게 나타나고 있기 때문이다. 두 表의 각 추정결과의 전체적인 적합도를 나타내는 自由度 調整 후 R^2 를 비교해 보면 세번째 추정의 결과를 제외하고는 臺灣 國內 外換市場의 需給狀況만을 고려한 〈表 III-7〉의 결과에서 오히려 높게 나타나고 있음을 알 수 있다¹⁷⁾.

17) 엔/달러 및 마르크/달러 換率의 경우 日本과 獨逸의 國內 外換市場 需給狀況만을 고려하여 추정한 결과에서는 〈表 III-3〉 및 〈表 III-4〉의 추정결과와 상당히 다르게 나타났으며 自由度 調整 後 R^2 는 상대적으로 낮은 것으로 파악되었다.

(表 III-7) 臺灣 外換需給의 變動이 換率에 미치는 影響

說明變數	說明變數로 사용된 國際收支 및 對外準備高 變動資料의 形態				
	金額 (10億달러)	實質所得에 대한 比率 (固定換率 適用)	實質所得에 대한 比率 (期間平均 換率適用)	通貨量에 대 한 比率 (固定換率 適用)	通貨量에 대 한 比率 (期間平均 換率適用)
常 數	0.0155 (2.7573)	0.0113 (1.8391)	0.0028 (0.5510)	0.0023 (0.3699)	0.0008 (0.1361)
實質所得增加率差異	-0.0993 (-0.9370)	-0.0801 (-0.5757)	0.0627 (0.5088)	-0.2154 (-2.1226)	-0.1839 (-1.8408)
通貨增加率差異	0.0483 (0.8142)	0.0390 (0.6474)	0.0501 (0.8982)	-0.0524 (-0.5442)	0.1201 (1.3435)
生産者物價上昇率差異	1.0314 (4.1056)	1.1079 (4.3219)	0.7939 (3.0351)	1.2911 (4.8501)	0.9175 (2.8754)
國際油價上昇率	0.0233 (1.5145)	0.0205 (1.2826)	0.0113 (0.7739)	0.0280 (1.6004)	0.0099 (0.5412)
利子率差異 (平均金利)	0.0804 (0.6716)	-0.0010 (-0.0070)	0.0694 (0.5389)	0.0497 (0.2962)	0.1972 (1.1316)
臺灣經常收支	-0.0085 (-2.9445)	-0.8328 (-2.3159)	-0.6718 (-3.0131)	-0.0030 (-0.0245)	-0.1035 (-1.2207)
臺灣資本收支	-0.0047 (-2.1297)	-0.7094 (-2.3274)	-1.0187 (-5.4325)	-0.1992 (-1.9124)	-0.3114 (-4.3511)
臺灣對外準備高變動	0.0005 (0.2667)	0.1592 (0.7090)	0.5021 (3.4421)	-0.0841 (-0.9377)	0.1072 (1.4443)
R^2 ¹⁾	0.5999	0.5712	0.6436	0.5329	0.5404
D.W. ²⁾	1.9919	1.9706	1.9463	2.0009	2.0427
ρ ³⁾	-0.1526 (-0.7652)	-0.1057 (-0.5332)	-0.2383 (-1.3276)	-0.1363 (-0.6675)	-0.1035 (-0.5350)

註：1. 實質所得 增加率, 通貨量 增加率, 生産者物價上昇率 및 平均金利 (中央銀行 再割引率과 優待貸出金利의 平均) 差異는 臺灣과 美國의 相對的인 差異임.

2. 각 推定에 사용된 國際收支 및 對外準備高의 變動과 관련된 資料의 形態는 表의 상단에 표시되어 있음.

3. 誤差項의 1次 自己相關關係를 수정하기 위하여 Cochrane-Orcutt 技法을 적용하였음.

4. ()안의 숫자는 推定된 係數의 t統計임.

1) 自由度 調整 後 R^2 . 2) Durbin-Watson統計. 3) 誤差項의 1次 自己相關係數 推定值.

第 IV 章 日本과 臺灣의 外換 및 資本 自由化와 換率變動

앞 章에서 주요 先進國들이 變動換率制度로 이행한 1973년 1/4分期 이후 1994년 1/4分期까지 전기간에 걸쳐서 엔/달러 換率과 마르크/달러 換率의 變動要因을 實證的으로 분석하여 보았다. 또한 臺灣이 變動換率制度로 移行한 1982년 3/4分期 이후 1994년 2/4分期까지 臺灣의 NT달러貨와 美國 달러貨間 換率의 변동요인도 분석하였다.

이와 같은 實證分析을 함에 있어서 暗默的으로 분석대상의 전체 기간을 통하여 각 要素의 변동이 환율에 미치는 影響은 동일한 것으로 假定하였다. 즉, 해당국 經濟成長이나 通貨增加率의 차이와 金利나 國際收支 및 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동 등이 通貨間 換率에 미치는 影響은 분석의 전 기간을 통하여 변하지 않는 것으로 간주하였다. 일반적으로 回歸分析을 통한 實證分析을 함에 있어서 이와 같은 假定을 하게 된다.

그런데 루카스(Lucas) 教授는 이와 같은 假定이 타당하지 않다고 批判하였다. 즉, 經濟變數들 사이의 관계는 政策이나 狀況이 변동함에 따라 달라지기 때문에 상황이 변동하기 이전에 經濟變數들 사이에 존재한 것으로 파악된 관계는 새로운 政策을 수립함에 있어서 적절한 판단의 기준이 되지 못할 수도 있음을 지적하였다¹⁾.

루카스 教授의 批評이 본 연구에 있어서 示唆하는 바는 外換이나 資本의 이동에 대한 規制가 바뀌고 換率制度가 변할 경우 이와 관련된 要素들의 변동이 換率에 미치는 影響이 달라질 수 있다는 점

1) Lucas, Jr., "Econometric Policy Evaluation : A Critique," 1976 참조.

이다. 第II章의 理論的인 분석에서도 外換이나 資本에 대한 規制가 바뀔때 따라 利率이나 國際收支의 상대적인 차이 및 中央銀行에 의한 外換市場 介入이 換率에 미치는 影響도 달라질 수 있는 것으로 파악되었다.

이와 같은 점을 고려하여 本章에서는 日本과 臺灣의 外換 및 資本에 대한 規制의 變動이 換率決定에 어떠한 影響을 미쳤는가에 대하여 검토해 보기로 하겠다. 특히 外換 및 資本 自由化가 진전됨에 따라 해당국의 金利 및 國際收支의 상대적인 변동과 中央銀行에 의한 外換市場 介入의 상대적인 차이가 換率에 미치는 影響이 어떻게 달라지는가에 대하여 중점을 두고 분석해 보겠다.

이를 위하여 먼저 日本과 臺灣의 外換 및 資本 流出入에 대한 規制의 내용을 기준으로 기간을 구분하고 각 기간에 있어서 이들 요소들의 상대적인 변동이 換率에 미친 影響을 비교하고 그 차이를 검토해 볼 수 있을 것이다.

1. 日本의 外換 및 資本 自由化 過程

주요 先進國들이 모두 變動換率制度로 이행한 1973년 3월 이후²⁾ 日本의 外換 및 資本에 대한 規制의 變遷過程을 검토해 보면 대략 3단계를 거쳐서 國際化 단계로 접어든 것을 알 수 있다³⁾.

1973년 3월부터 新外換法이 制定 施行된 1980년 말까지를 제1단계로 구분할 수 있는데 이 기간 동안 外換 및 資本去來를 原則적으로 금지하고 例外的으로 許容(이와 같은 제도를 「포지티브 시스템」(positive system)이라 한다)하는 舊外換管理法에 따라 外換의 保有,

2) 파운드/달러 換率은 1972년 6월부터 「플로팅」(floating)되기 시작하였으며 엔/달러 換率은 1973년 2월부터 「플로팅」되기 시작하였다. 1973년 3월 마르크/달러 換率과 프랑(프랑스)/달러 換率이 「플로팅」됨으로써 주요 先進國 通貨間 變動換率制度가 일반화되었다.

3) 〈附表 1〉 日本의 外換 및 資本에 대한 規制의 變遷 過程 참조.

去來 및 資本의 流出入이 비교적 엄격하게 통제되었다. 특히 資本의 유출입에 대한 규제는 換率(특히 엔/달러 換率)의 변동방향에 따라 強化되거나 緩和되었다. 즉 엔/달러 換率이 下落(엔貨의 價値上昇)할 경우 資本의 流入에 대한 規制가 強化되고 반대로 엔/달러 換率이 上昇(엔貨 價値下落)할 경우에는 資本流入에 대한 規制가 緩和되었다.

變動換率制度로 이행된 초기 엔貨는 달러貨에 대하여 強勢를 유지하여 1973년 7월 말 엔/달러 換率은 1달러당 263.4엔을 기록하였다. 그러나 1973년 11월부터 시작된 제1次 石油波動의 영향으로 엔貨는 달러貨에 대하여 弱勢로 반전되어 1974년 1월 말에는 1달러당 299엔으로 상승하였다. 엔貨 弱勢에 따라 資本流入과 관련된 規制가 완화되었는바 1973년 11월 外國人の 日本株式 購入限度가 撤廢되었으며 12월에는 外國換銀行의 엔轉限度에 대한 規制가 緩和되고 日本債券에 대한 外國人 구입한도가 撤廢되었다. 또한 自由엔預金에 대한 限界支準率이 50%에서 10%로 引下되었다.

엔/달러 換率은 1975년 12월 말 1달러당 302.5엔을 頂點으로 이후 점차 下落하기 시작하여 1978년 10월 말에는 176엔까지 下落하였다. 이에 따라 資本流入과 관련된 規制가 強化되었는바 1976년 6월 非居住者の 自由엔 計定에 대한 限界支準率이 0.25%로 다시 설정되었다. 같은 해 11월에는 非居住者 自由엔 計定에 대한 限界支準率이 50%로 引上되고 日本政府 短期債券의 발행방법을 변경함으로써 外國人の 구입을 사실상 중단시켰다. 또한 1978년 3월에는 外國人에 의한 1個月 내지 5年 滿期 엔貨表示債券의 구입을 금지시키고 非居住者の 自由엔 計定 預金에 대한 限界支準率을 100%로 인상하여 이 예금에 대한 利子支給을 사실상 금지시켰다.

1978년 11월부터 달러貨에 대한 엔貨의 가치는 점차 下落하였으며 이에 따라 日本 국내로의 資本流入에 대한 規制가 緩和되었다. 1979년 1월에는 外國人에 의한 엔貨表示 채권구입에 대한 規制가 완화되었다(禁止 대상의 범위가 1개월 내지 5年 滿期 債券에서 1개

월 내지 1년 滿期 債券으로 축소되었다). 같은 해 2월에는 外國人의 日本債券 구입에 대한 規制가 撤廢되고 非居住者 自由엔 計定에 대한 限界支準이 폐지되었다. 1979년 5월에는 非居住者의 젠사키市場(還買條件附 債券賣買 市場) 참여가 허용되고 1980년 3월에는 自由엔 計定에 대한 金利가 자유화되었다.

전반적인 外換去來의 규모를 統制하기 위하여 1968년 2월에 도입된 엔轉限度制度(yen conversion quota system)는 1977년 6월 純空賣限度(net short position) 管理制度로 변경되었으나 日本 外國換銀行이 外貨를 엔貨로 교환할 수 있는 규모는 엔轉限度制度가 완전히 폐지된 1984년 6월까지 統制되었다.

1980년 12월에는 新外換法이 公布·施行됨으로써 日本의 外換制度가 크게 바뀌었다. 舊外換法下에서는 外換의 保有 및 去來가 원칙적으로 금지되고 예외적으로 허용되었으나 新外換法에서는 原則적으로 自由化하고 例外的으로 규제할 수 있도록 하였다(이를 「네가티브 시스템」(negative system)이라고 한다). 이와 더불어 外換에 대한 非常時 管理體制로 전환되고 指定된 證券會社를 통하는 경우 外國人의 日本 株式 취득이 완전 自由化되었다.

新外換法の 施行에도 불구하고 1986년까지 換率變動의 방향에 따라 資本에 대한 規제는 계속되었다. 따라서 1981년부터 1986년까지를 엔貨 및 日本 金融의 國際化를 위한 준비단계로 구분할 수 있다.

1979년 10월 이후 上昇趨勢에 있던 엔/달러 換率は 1980년 2월 말 1달러당 249.8엔을 高點으로 다시 下落(엔貨 價値上昇)하기 시작하였다. 海外投資에 따르는 外換危險을 고려하여 資本流出에 대한 規제가 다소 強化되었는데 1982년 3월에는 日本人의 海外 無쿠폰(coupon) 債券의 구입이 禁止되었으며 다음 달에는 日本 生命保險會社에 의한 外貨表示債券의 추가적인 취득이 금지되었다.

엔貨의 國際化는 1984년 5월 엔/달러 委員會(Yen/Dollar Working Group)가 報告書를 통하여 처음 제기하였다. 이에 대하여 國際化로

인하여 엔貨의 價値가 상승할 경우 日本의 輸出이 타격을 입을 수 있다는 우려가 대두되었다. 그러나 1985년 3월 外國換等審議委員會의 答申은 엔貨의 國際化로 日本 企業들의 外換危險 헷지(hedge)에 도움이 될 수 있고 國際的으로 엔貨가 基軸通貨로서 달러貨의 기능을 보조할 수 있다는 긍정적인 측면을 지적하였다. 이에 따라 엔貨의 國際化와 아울러 日本 金融의 國際化가 적극적으로 추진되었다.

엔貨와 日本 金融의 國際化를 추진하기 위하여 外換 및 資本에 대한 규제는 더욱 완화되었다. 1984년 6월에는 엔轉限制度가 완전히 廢止되고 銀行들이 海外에서 資金을 調達하여 國內에서 貸出할 수 있도록 허용되었다. 또한 外國換銀行의 本支店計定을 통한 엔의 海外送金이 자유화되었으며 居住者에 대한 短期 유러엔의 貸出이 자유화되었다. 1984년 7월부터 非居住者의 日本 內 不動產 취득이 허용되었으며 12월부터는 短期 유러엔 CD 발행이 허용되었다.

日本 金融의 國際化를 위한 조치들은 1985년에도 계속되었다. 1985년 4월에는 日本 商業銀行의 非居住者에 대한 中長期 유러엔 貸出이 자유화되고 이어서 5월에는 居住者에 의한 短期 유러엔 借入時 事前申告義務가 免除되었다.

엔, 마르크 등 주요 通貨에 대한 달러貨의 가치는 1980년 말부터 상승하기 시작하여 1985년 초에는 1달러당 약 255엔 수준까지 상승하였다. 美國의 貿易收支 赤字規模는 1982년 약 365億달러에서 점차 확대되어 1984년에는 1千億달러를 돌파하고 1985년에는 약 1,222億달러로 확대되었다. 이와 같은 美國 貿易收支 적자 증가의 주요 원인이 달러貨의 高評價인 것으로 결론지은 美國을 비롯한 日本과 獨逸(당시 西獨) 등 주요 7개국(G7) 財務長官들과 中央銀行總裁들은 1985년 9월 뉴욕의 플라자(Plaza)호텔에서 회합을 갖고 달러화의 平價切下를 위하여 공동으로 外換市場에 개입하기로 合議하였다.

플라자合議 후 1985년 10월 말까지 主要國 中央銀行들은 外換市

場에서 공동으로 달러화의 가치를 하락시키기 위하여 약 102億달러⁴⁾를 매각하였다. 그 결과 엔/달러 환율은 1985년 12월 말에 1달러당 200엔 수준으로 下落하였다.

그러나 이와 같은 달러貨의 價値下落을 中央銀行들에 의한 外換市場 介入의 결과로 보지 않는 견해도 있다. 즉 1985년 중반 이후 石油輸出國機構(OPEC)의 결속력이 약화되면서 原油의 輸出價格이 暴落하기 시작하였다. 國際原油價格이 하락할 경우 輸入原油에 대한 의존도가 상대적으로 높은 日本과 西獨의 經濟가 받게 되는 혜택이 보다 크기 때문에 이들 나라 通貨의 美國 달러貨에 대한 가치가 상승하게 되었다는 주장이다.

실제로 엔/달러 환율이 下落하기 시작한 것은 플라자合議 이전인 原油價格이 하락하기 시작한 1985년 6월부터이다. 또한 主要國 中央銀行들에 의한 市場介入이 중단된 1985년 10월 이후에도 달러貨의 가치는 계속 하락하였다. 이와 같은 사실을 감안할 때 國際油價의 하락이 달러貨 價値下落의 주요 원인이 되었다는 주장의 타당성이 인정되는 점도 있는 것으로 판단된다.

1986년 들어서는 日本 金融機關들의 海外投資에 관한 規制가 대폭 완화되었다. 2월에는 貸付信託 및 合同運營金錢信託의 海外債券投資가 總資產의 1%까지 허용되었으며 6월에는 3%로 확대되었다. 이어서 3월과 4월에는 生命保險會社와 年金信託會社의 海外證券投資限度가 총자산의 10%까지에서 25%까지로 각각 확대되었으며, 8월에는 生命保險會社와 損害保險會社의 海外證券投資限度가 각각 總資產의 25%까지에서 30%까지로 확대되었다.

1986년 당시 日本은 막대한 규모의 經常收支 黑字를 기록하였고

4) 이 중 美國 中央銀行인 聯邦準備銀行(FRB)이 매각한 금액은 약 32億달러이며 日本, 西獨, 프랑스 및 英國 中央銀行이 매각한 금액의 합계는 약 50億달러이고 다른 G10國 中央銀行들이 매각한 금액의 합계는 약 20億달러인 것으로 알려지고 있다(Yoichi Funabashi, *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, 1988, p. 23 참조).

(1986년 日本 經常收支 黑字 858億 3千萬달러) 엔貨의 가치가 계속 上昇하여 12월 말에는 1달러당 159.1엔 수준에 도달하였다. 이와 같은 점을 감안할 때 日本 金融機關의 海外投資에 대한 規제를 완화한 데에는 海外로의 資本流出을 유도함으로써 엔貨의 價値上昇을 저지하기 위한 目的도 있었던 것으로 판단된다.

1986년 12월에는 日本域外市場(Japan Offshore Market : JOM)이 창설되어 日本 金融市場의 國際化는 크게 進전되었다. 이와 함께 外國換銀行과 非居住者間 預金이나 貸出 등에 대하여 金利規制나 預金保險 및 準備金의 적용을 제외하고 利子所得에 대하여서는 非課稅措置를 취하였다. 이에 따라 1989년 4월에는 東京外換市場의 거래규모가 日平均 약 1,152億달러로 런던과 뉴욕에 이어 세계 3대 外換市場으로 등장하였다. 또한 1989년 6월에는 株價指數先物, 金利先物 및 通貨先物 등 派生金融商品의 거래가 시작되어 日本 金融의 國際化는 거의 완성단계에 이르렀다. 따라서 1987년부터 현재(1995年初)까지를 엔 및 日本 金融이 國際化된 기간으로 분류할 수 있

〈表 IV-1〉 엔貨의 國際化 推移

(單位 : %)

		1980	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
日本貿易의 엔貨決濟比率	輸 出	29.4	39.3	36.5	33.4	34.3	34.7	37.5	39.4	—
	輸 入	2.4	7.3	9.7	10.6	13.6	14.1	14.4	15.6	—
유 리 債 通 貨 別 發 行 比 率	달 러	—	71	63	41	42	55	33	30	37
	마 르 크	—	7	9	11	13	8	8	7	10
	엔	—	5	10	16	9	7	14	13	11
	파 운 드	—	4	6	11	13	9	10	9	8
世 界 各 國 對 外 準 備 高 通 貨 構 成 比 率	달 러	68.6	64.9	67.1	67.2	64.9	60.2	57.5	58.4	64.4
	마 르 크	14.9	15.1	14.6	14.4	15.7	19.0	18.6	16.5	13.0
	엔	4.4	8.0	7.9	7.5	7.7	7.7	8.8	9.4	8.1
	파 운 드	2.9	3.0	2.6	2.4	2.8	2.7	3.4	3.6	3.2

資料 : 大藏省 國際金融局年報 各號.

을 것이다.

엔貨 國際化의 指標들을 살펴보면 日本 輸出의 엔貨 決済 비율은 1980년 29.4%에서 점차 상승하여 1991년에는 39.4%에 달하게 되었으며 日本 輸入의 엔貨 決済 비율은 같은 기간 동안 2.4%에서 15.6%로 상승하였다. 또한 尤利債 發行額 중 엔貨 표시의 비율은 1985년 5%에서 1992년에는 11%로 獨逸 마르크貨나 英國 파운드貨 표시 비율보다 높게 되었다. 세계 각국의 對外準備高 중 엔貨 표시 資産의 비율은 1980년 4.4%에서 1985년 8%로 상승한 후 거의 같은 수준을 유지하고 있는 것으로 조사되었다.

엔/달러 換率은 1986년 중 계속 하락하여 12월 말에는 1달러당 159.1엔 수준에 도달하게 되었으며 1987년 1월 말에는 152.5엔까지 하락하였다. 이와 같은 달러 弱勢, 엔 強勢에 대하여 美國과 日本을 비롯한 주요 先進國들은 우려를 표명하고 1987년 2월 르 아브르會議에서 주요 通貨間 換率을 당시의 수준에서 안정시키기로 合議하였다⁵⁾. 이후 달러화 가치의 下落을 방지하기 위하여 美國과 日本을 비롯한 先進國의 中央銀行들은 달러화를 대규모로 매입하는 등 협력하였다⁶⁾. 그 결과 1987년 3월부터 9월까지 엔/달러 換率은 1달러당 140엔 내지 146엔 水準에서 비교적 安定되었다.

그런데 1987년 10월 뉴욕 證券市場의 株價가 暴落하였다. 美國 政府는 주가의 하락을 방지하기 위하여 國內金利를 낮은 수준으

5) 1987년 2월 20일 엔/달러 換率은 1달러당 153.5엔, 마르크/달러 換率은 1달러당 1.825마르크였으며 다음 날의 先進國 財務長官과 中央銀行總裁 회의에서 換率이 이 수준을 중심으로 상하 2.5% 내에서 안정되도록 유도하기로 合의하였다(Yoichi Funabashi, *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, 1988, p. 183 참조).

6) 스위스 中央銀行의 집계에 따르면 1987년 한 해 동안 주요국 中央銀行들은 1987년 한 해 동안 약 1,400億달러 상당의 달러貨 表記 資産을 買入한 것으로 발표되었다(Yoichi Funabashi, *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, 1988, p. 192 참조).

7) 美國 中央銀行의 再割引率을 引下하지는 않았다.

로 유지하고 달러화의 가치하락을 방치하였다⁷⁾. 그 결과 1985년 이후 유지되어온 換率調整을 위한 先進國들의 국제적인 협조체제는 崩壞되고 1987년 12월 말 엔/달러 환율은 1달러당 123.5엔으로 하락하였다.

엔/달러 換率は 1988년 초부터 반등하기 시작하여 1990년 6월 말에는 1달러당 152.7엔 수준에 도달하였다. 1990년 중반 이후 1993年初까지 상당히 장기간 엔/달러 환율은 1달러당 120엔 내지 130엔 수준에서 안정되었다.

그러나 1993년 2월 이후 급격하게 下落하여 1995년 3월중에는 1달러당 85엔 수준까지 도달하게 되었다. 이와 같은 엔貨 價値의 급격한 上昇으로 인하여 輸出이 큰 타격을 받을 것으로 예상됨에도 불구하고 日本 當局은 外換이나 資本의 流出入에 대하여 별다른 規制措置를 취하지 않고 있다.

2. 日本의 外換 및 資本 自由化가 換率에 미친 影響

日本이 變動換率制度로 이행한 후 1980년 말까지 舊外換法下에서 外換 및 資本 流出入이 비교적 엄격하게 통제되었다. 이 기간을 變動換率制度 이행 초기로 구분할 수 있을 것이다. 新外換法이 시행된 1981년 초부터 1986년 말까지는 엔 및 日本 金融의 國際化를 위한 準備期로 구분할 수 있고 1986년 말 이후를 國際化가 완료된 기간으로 구분할 수 있다. 이와 같이 구분된 각 기간에서 日本의 外換 및 資本 자유화와 관련된 요소들이 換率에 미친 影響의 차이를 비교해 보기로 하자.

먼저 分析對象 全期間과 第1期(1973年 2/4分期~1980年 4/4分期), 第2期(1981年 1/4分期~1986年 4/4分期) 및 第3期(1987年 1/4分期~1994年 1/4分期)에 있어서 分期間 엔/달러 換率變動率에 관한 주요 統計를 비교해 보면 <表 IV-2>의 내용과 같다.

〈表 IV-2〉 期間別 分期間 엔/달러 換率變動率 統計

		全 期 間 (1973.Ⅱ~ 1994.Ⅰ)	第 1 期 (1973.Ⅱ~ 1980.Ⅳ)	第 2 期 (1981.Ⅰ~ 1986.Ⅳ)	第 3 期 (1987.Ⅰ~ 1994.Ⅰ)
分期間 換率變動率 平均		-0.0113	-0.0087	-0.0102	-0.0149
平均 變動率의 t統計		-1.7410	-0.9572	-0.7485	-1.2657
第2期 및 3期の 平均變動率이 第1期和 同一하다는 假說의 檢證	t統計	-	-	-0.0903 ³⁾	-0.4255 ³⁾
	P값	-	-	0.9284	0.6720
換率 變動率의 標準偏差		0.0593	0.0506	0.0665	0.0636
第2, 3期の 換率變動率의 分散이 第1期에서와 同一하다는 假說의 檢證	F統計	-	-	1.7272 ⁴⁾	1.5799 ⁴⁾
	P값	-	-	0.0798	0.1108

註 : 1) 自由度 53, 2) 自由度 58, 3) 自由度 (23, 30), 4) 自由度 (28, 30)

이 表에서 分析對象 전기간에 걸쳐서 엔/달러 換率은 분기간 平均 약 1.13% 下落(엔貨 價値上昇)한 것으로 나타났다. 期間別로 보면 變動換率制度 도입 초기인 第1期에는 분기간 平均 약 0.09% 下落하였으며 엔貨 國際化를 위한 준비기간인 第2期에는 분기간 平均 약 1.02% 하락하였다. 엔貨 및 日本金融이 거의 완전히 國際化된 第3期の 분기간 엔/달러 換率의 平均 下落率이 약 1.49%이었던 것으로 나타나고 있다. 따라서 國際化 이후 엔貨 價値上昇의 속도가 가속된 것을 알 수 있다.

換率의 變動性을 나타내는 분기간 變動率의 標準偏差는 전기간을 통하여 약 5.93%이었던 것으로 나타나고 있다. 期間別로 分期間 換率 變動率의 標準偏差를 비교해 보면 第1期에는 약 5.06%로 가장 낮았고 第2期 및 第3期은 각각 약 6.65%와 6.36%로 각각 第1期和 비교하여 상승한 것으로 나타나고 있다. 第2期の 分期間 엔/달러 換率의 變動性이 第1期에서와 같다는 歸無假說의 P값(P value)은 약 0.08로 나타나고 있어서 同 假說을 10% 有意水準에서 棄却할 수 있다. 第1期和 第3期에 있어서 분기간 엔/달러 換率의 變動性이 동

일하다는 歸無假說은 10% 有意水準에서 기각할 수는 없지만 P값이 약 0.11로 상당히 낮다.

이와 같은 결과와 第1期에 비하여 第2期和 第3期에 日本의 外換 및 資本 自由化가 보다 진전되었다는 점을 종합적으로 고려할 때 外換이나 資本流出入에 대한 規制가 완화될수록 換率의 變動性이 증가하는 것으로 판단할 수 있을 것이다.

앞 章의 〈表 III-3〉에서 각 推定 중 여섯번째 推定 결과의 自由度 조정 후 R^2 가 가장 높다. 이 推定을 기준으로 換率變動에 대한 說明力이 가장 큰 日本과 美國의 通貨增加率의 상대적인 차이와 優待貸出金利의 상대적인 차이 및 通貨量에 대비한 國際收支와 中央銀行 對外準備高 變動金額 比率⁸⁾의 상대적인 차이만을 說明變數로 사용하여 각 기간에 있어서 분기간 엔/달러 換率 變動率 方程式을 추정한 결과는 〈表 IV-3〉에 정리되어 있다.

이 表에서 分析對象 전기간에 걸친 分期間 엔/달러 換率의 變動率을 추정한 결과 각 요인의 변동이 換率에 미치는 영향은 〈表 III-3〉의 여섯번째 推定에서 해당 요소가 換率에 미치는 영향과 유사한 것으로 나타나고 있다. 다만 日本과 美國 優待貸出金利의 상대적인 차이가 엔/달러 換率에 미치는 영향은 다소 작게 推定된 반면 다른 요소들의 영향은 다소 크게 나타났다.

變動換率制度로 이행한 초기에 해당하는 第1期에 있어서 日本의 분기간 通貨增加率이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 엔/달러 환율은 약 0.15% 상승한 것으로 推定되었다. 日本 商業銀行들의 優待貸出金利가 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 엔/달러 換率은 약 0.22% 下落하는 관계에 있었다.

8) 각국 通貨에 대한 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 변동금액의 비율을 산출하기 위하여 外國通貨로 표시된 각 기간의 이들 금액을 각 기간의 平均換率을 적용하여 해당국 通貨表示 金額으로 換算하였다.

〈表 IV-3〉 期間別 엔/달러 換率變動 要因 推定結果(1)

說明 變數	全 期 間	第 1 期	第 2 期	第 3 期
	(1973.II~1994.I)	(1973.II~1980.IV)	(1981.I~1986.IV)	(1987.I~1994.I)
常 數	0.0097 (1.1619)	0.0080 (0.6401)	0.0210 (0.5021)	0.0100 (0.4020)
通貨增加率差異	0.3067 (2.2175)	0.1477 (0.6936)	0.6072 (1.7088)	0.3060 (1.1361)
優待貸出金利差異	-0.4668 (-3.5579)	-0.2237 (-1.0358)	-0.2786 (-0.6437)	-1.0307 (-1.7799)
通貨量에 對한 經常收支比率差異	-1.7907 (-6.2386)	-1.7871 (-3.5093)	-1.7017 (-1.8830)	-1.7259 (-2.8258)
通貨量에 對한 資本收支比率差異	-4.1757 (-5.2932)	-3.5622 (-2.4763)	-3.8082 (-1.5929)	-3.2005 (-1.9749)
通貨量에 對한 對外 準備高變動比率差異	1.7851 (2.5226)	0.6561 (0.4874)	5.4338 (3.5665)	1.5762 (1.0087)
R^2 ¹⁾	0.3212	0.3265	0.4330	0.1844
D.W. ²⁾	2.0303	1.9236	1.6999	2.2596
ρ ³⁾	-0.2934 (-2.4480)	-0.0679 (-0.2721)	-0.4650 (-1.9199)	-0.3308 (-1.5381)

註: 1. 各說明變數는 日本과 美國 資料의 상대적인 差異임.

2. 通貨量에 대한 國際收支 및 對外準備高의 比率을 算出하기 위하여 外國通貨로 표시된 金額을 각 期間 平均換率을 적용하여 해당국 通貨로 換算하였음.

3. 誤差項의 1次 自己相關關係를 수정하기 위하여 Cochrane-Orcutt 技法을 적용하였음.

4. () 안의 숫자는 推定된 係數의 t統計임.

1) 自由度 調整 後 R^2 . 2) Durbin-Watson統計. 3) 誤差項의 1次 自己相關係數 推定值.

日本の 經常收支 및 資本收支 黑字金額의 通貨量에 대한 비율이 美國에 비하여 각각 1% 포인트 높을 경우 엔/달러 換率은 각각 약 1.79%, 3.56% 下落한 것으로 추정되었다. 또한 日本 中央銀行 對外準備高 增加金額의 通貨量에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트

트 높을 경우 엔/달러 換率은 약 0.66% 上昇한 것으로 나타났다.

엔貨 및 日本金融의 國際化를 위한 준비단계에 해당하는 第2期에 있어서 日本의 분기간 通貨增加率이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 엔/달러 換率은 약 0.61% 上昇한 것으로 추정되었다. 제1기에서와 비교할 때 兩國 通貨增加率의 상대적인 차이가 換率에 미친 영향이 상당히 높아진 것으로 나타났다.

이에 대하여 兩國 商業銀行 優待貸出金利의 상대적인 차이가 엔/달러 換率에 미친 영향은 第1期에서와 유사한 것으로 추정되었다. 또한 日本과 美國 國際收支의 상대적인 변동이 換率에 미친 영향도 第1期에서와 유사하게 推定되었다.

第2期の 推定結果에서 가장 특이한 점은 中央銀行에 의한 外換市場 개입의 효과를 표시하는 兩國 對外準備高의 상대적인 변동이 換率에 미치는 影響이 다른 기간에 비하여 매우 높게 나타난 사실이다. 第2期の 추정에서 日本 中央銀行 對外準備高 증가금액의 通貨量에 대한 比率이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 엔/달러 換率은 약 5.43% 上昇한 것으로 推定되었다⁹⁾.

엔貨 및 日本金融의 國際化가 완료된 第3期에는 日本과 美國 通貨增加率의 상대적인 차이가 兩國 通貨間 換率에 미친 영향이 第2期에서보다 감소한 것으로 추정되었다. 이에 대하여 兩國 金利의 상대적인 차이가 엔/달러 換率에 미친 영향은 큰 폭으로 上昇하였다. 즉 日本 商業銀行의 優待貸出金利가 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 엔/달러 換率은 약 1.03% 下落한 것으로 추정되었다¹⁰⁾.

9) 第2期에 있어서 日本과 美國 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 환율에 미치는 효과가 第1期나 第3期에서와 같다는 歸無假說은 각각 99%, 95% 信賴性을 가지고 棄却할 수 있다.

10) 第3期에 있어서 日本과 美國 商業銀行 優待貸出金利의 상대적인 차이가 엔/달러 환율에 미친 영향이 第1期나 第2期에서와 같다는 歸無假說의 P價는 각각 0.178과 0.208인 것으로 파악되어 同 假說들을 90% 이상의 信賴性을 가지고 棄却할 수는 없다.

第3期에 있어서 日本과 美國 經常收支와 資本收支의 상대적인 변동이 엔/달러 換率에 미친 영향은 第1期 및 第2期에서와 유사하게 推定되었다. 日本 中央銀行 對外準備高 증가금액의 通貨量에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 엔/달러 換率은 약 1.57% 상승한 것으로 나타났다. 이와 같이 推定된 兩國 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 換率에 미친 영향은 第1期보다 커진 반면 第2期보다는 작아진 것을 알 수 있다.

〈表 IV-3〉에서 각 推定の 結果를 비교해 볼 때 일반적으로 인식되고 있는 바와 다른 점은 中央銀行 外換市場 개입의 규모를 표시하는 對外準備高의 상대적인 변동이 換率에 미친 영향이다. 中央銀行에 의한 市場介入이 換率에 미치는 영향은 外換 및 資本의 流出入에 대한 규제가 緩和될수록 작아지는 것으로 이해되고 있다.

그런데 〈表 IV-3〉에서 日本과 美國 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 엔/달러 換率에 미친 영향은 舊外換管理法下에서 日本의 外換 및 資本 流出入에 대한 규제가 비교적 엄격하였던 第1期에 가장 작았던 것으로 나타났다. 이에 대하여 日本의 新外換管理法이 시행된 후 外換 및 資本에 대한 규제가 어느 정도 緩和된 第2期에 있어서 두 나라 中央銀行 대외준비고의 상대적인 변동이 換率에 미친 영향이 가장 크게 추정되었다. 또한 엔貨와 日本 金融이 완전히 國際化된 第3期에 있어서의 영향이 第1期에서보다 크게 추정되었다.

이와 같은 결과는 어디에서 기인된 것일까? 먼저 換率變動을 說明하는 變數의 形態가 不適切하기 때문일 수 있을 것이다. 이를 확인하기 위하여 〈表 IV-3〉에서 說明變數로 사용된 日本과 美國 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 변동금액의 通貨量에 대한 비율의 상대적인 차이 대신 이들 金額의 實質所得에 대한 비율의 상대적인 차이를 說明變數로 사용하여 추정한 결과는 〈表 IV-4〉에 정리되어 있다.

이 表에서도 〈表 IV-3〉에서와 마찬가지로 日本과 美國 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동으로 인한 換率變動의 효과가 第2期에서 가장 컸던 것으로 나타나고 있다. 그러나 〈表 IV-3〉과는 달리 第3期에서의 효과가 第1期에서보다 작았던 것으로 추정되었다.

〈表 IV-4〉 期間別 엔/달러 換率變動 要因 推定結果(2)

說明 變數	全 期 間	第 1 期	第 2 期	第 3 期
	(1973.II~1994.I)	(1973.II~1980.IV)	(1981.I~1986.IV)	(1987.I~1994.I)
常 數	0.0028 (0.3285)	0.0211 (2.6092)	0.0308 (0.9564)	0.0234 (0.7095)
通貨增加率差異	0.1516 (1.0611)	0.0129 (0.0730)	0.1477 (0.4855)	0.1832 (0.7197)
優待金利差異	-0.4052 (-2.8410)	-0.3336 (-2.1248)	-0.1228 (-0.3512)	-0.8350 (-1.7028)
實質所得에 對한 經常收支比率 差異	-10.332 (-5.7093)	-20.807 (-6.6985)	-18.616 (-3.8160)	-9.5447 (-2.8514)
實質所得에 對한 資本收支比率 差異	-27.178 (-4.9957)	-60.367 (-5.308)	-48.910 (-3.4794)	-17.366 (-2.0393)
實質所得에 對한 對外 準備高變動比率 差異	8.6419 (2.4400)	23.870 (3.1070)	32.685 (4.8619)	9.5739 (1.3790)
R^2 ¹⁾	0.3100	0.5851	0.5544	0.1957
D.W. ²⁾	1.9170	2.0847	1.6763	2.2292
ρ ³⁾	-0.1984 (-1.6172)	-0.3469 (-1.6118)	-0.6324 (-2.8224)	-0.2862 (-1.2800)

- 註: 1. 各 說明變數는 日本과 美國 資料의 상대적인 差異임.
 2. 實質所得에 대한 國際收支 및 對外準備高의 比率을 算出하기 위하여 外國通貨로 표시된 金額을 각 期間 平均換率을 적용하여 해당국 通貨로 換算하였음.
 3. 誤差項의 1次 自己相關關係를 수정하기 위하여 Cochrane-Orcutt 技法을 적용하였음.
 4. () 안의 숫자는 推定된 係數의 t統計임.
 1) 自由度 調整 後 R^2 . 2) Durbin-Watson統計. 3) 誤差項의 1次 自己相關係數 推定值.

〈表 IV-4〉의 推定 結果도 일반적으로 인정되는 상식과 완전히 일치하는 것은 아니다. 즉, 日本의 外換 및 資本에 대한 規制가 보다 완화된 第2期에서 中央銀行에 의한 外換市場 개입으로 換率에 미치는 영향이 第1期에서보다 컸던 것으로 나타나고 있기 때문이다.

〈表 IV-3〉 및 〈表 IV-4〉에서 第2期에 日本과 美國 中央銀行 對 外準備高의 상대적인 변동으로 인한 換率變動의 효과가 다른 기간에 비하여 컸던 것으로 나타난 이유는 이 기간 동안 換率調整을 위한 國際的인 共助體制가 강화되고 주요국의 中央銀行들이 협력하여 外換市場에 介入하였기 때문일 수도 있다.

즉, 第2期에는 1985년 9월 달러貨의 高評價 상황을 시정하기로 합의한 플라자合議 이후 선진국 中央銀行들이 外換市場에 공동으로 개입하여 달러貨를 매각하고 엔貨나 마르크貨 등을 매입하였다. 또한 그 이후에도 주요 先進國들 사이에는 명시적으로 발표하지는 않았지만 換率을 일정한 범위 내에서 안정시킨다는 暫定的인 합의가 있었던 것으로 알려지고 있다¹¹⁾. 이 기간 동안 換率이 暫定的으로 합의된 目標水準의 범위를 벗어나지 않도록 하기 위하여 주요 先進國의 中央銀行들은 공동으로 外換市場에 介入하였음은 물론 각국이 財政政策이나 通貨政策을 수립함에 있어서도 긴밀하게 협조하였던 것으로 알려지고 있다.

이와 같은 주요 先進國들의 공조체제는 약간의 조정상의 문제가 있기는 하였지만 1987년 2월 르아브르會議 이후 같은 해 9월까지 유지되었던 것으로 평가된다. 그러나 1987년 10월 뉴욕 證券市場의 株式價格이 폭락하자 美國은 換率 안정을 위한 國際的인 공조체제를 유지하기보다는 國內의 經濟問題를 우선적으로 해결하기 위하여 노력하기 시작하였다. 이후 선진 각국은 國內問題 우선정책으로 돌

11) Yoichi Funabashi, *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, 1988 참조.

아셨으며 그 결과 國際的인 共助體制는 약화된 것으로 알려지고 있다.

換率調整을 위한 주요 선진국들의 政策調整 및 공동적인 外換市場 介入으로 인하여 中央銀行에 의한 外換市場 개입의 효과는 증대될 수 있을 것이다. 먼저 換率을 어떤 수준에서 안정시킬 것이라는 보다 확실한 信號를 전달할 수 있기 때문에 外換市場에 미치는 心理的인 효과가 있을 것이다. 先進國 中央銀行이 공동으로 개입할 경우 개별적인 介入의 경우에 비하여 보다 많은 對外準備高를 사용하여 外換을 매입할 수 있기 때문에 介入의 결과 換率에 미치는 영향이 클 수 있다. 또한 개별적인 介入의 경우 한 나라 中央銀行 外換市場 개입의 효과가 다른 나라 中央銀行의 外換市場 介入으로 상쇄되는 문제도 배제될 수 있다.

따라서 第2期에 있어서 日本과 美國 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동으로 인한 엔/달러 換率變動의 효과가 다른 기간에 비하여 컸던 이유는 이 기간이 換率調整 및 安定을 위한 선진국간 國際的인 共助體制가 강화되었던 1985년과 1986년을 포함하고 있기 때문인 것으로 이해할 수도 있을 것이다.

이와 같은 해석이 사실이라면 先進國間 共助體制가 유지되었던 것으로 알려진 1987년 3/4분기까지 中央銀行에 의한 外換市場 개입이 換率에 미치는 효과가 높았어야 할 것이다. 그런데 〈表 IV-3〉 및 〈表 IV-4〉의 期間區分에 있어서 1987년 1/4分期에서 3/4分期까지의 기간은 第3期에 포함되어 있다. 이와 같은 期間區分으로 인하여 第3期에 있어서의 中央銀行에 의한 外換市場 介入의 효과가 높았던 것으로 推定되었을 수도 있을 것이다.

先進國間 共助體制가 유지되었던 기간과 〈表 IV-3〉 및 〈表 IV-4〉에서의 期間區分이 일치하지 않기 때문에 第3期에서 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동으로 인한 換率變動의 효과가 크게 推定되었는지의 여부를 확인하기 위하여 第2期の 기간을 1981년 1/4분

기부터 1987년 3/4분기까지로 延長하고 그 이후를 第3期로 구분하여 두 기간에 있어서 엔/달러 換率變動率을 추정한 결과는 〈表 IV-5〉에 정리되어 있다.

이 表에서 첫번째와 두번째 推定에서는 〈表 IV-3〉에서와 같이 日本과 美國의 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 변동금액의 해당 國 通貨量에 대한 比率의 상대적인 차이를 說明變數로 사용하였다. 첫번째 第2期の 추정결과에서 日本 中央銀行 對外準備高 변동액의 通貨量에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 엔/달러 換率의 상승효과는 약 3.61%로 〈表 IV-3〉에서 第2期로 구분된 기간에서보다 낮게 추정되었다. 두번째 추정의 결과 새롭게 구분된 第3期에 있어서 日本과 美國 中央銀行 대외준비고의 상대적인 變動이 엔/달러 換率에 미친 효과는 〈表 IV-3〉의 第3期에서보다 작게 나타났다.

〈表 IV-5〉에서 세번째 및 네번째 推定の 결과 새롭게 區分된 第2期 및 第3期에 있어서 日本과 美國 中央銀行 대외준비고의 상대적인 변동이 엔/달러 換率에 미친 영향도 〈表 IV-4〉에서 해당 기간의 影響에 비하여 각각 작게 나타나고 있다. 이와 같은 分析의 결과를 기준으로 판단할 때 1987년 1/4분기부터 같은 해 3/4분기까지 기간에 있어서 日本과 美國의 中央銀行에 의한 상대적인 外換市場 介入으로 인한 換率變動의 효과는 1981년 1/4分期부터 1986년 4/4分期까지의 기간에서보다는 작았으나 1987년 4/4分期부터 1994년 1/4分期까지의 기간에 있어서보다는 컸던 것으로 추측할 수 있다.

두번째 추정의 결과에서 새롭게 구분된 第3期에 있어서의 日本과 美國 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 엔/달러 換率變動에 미친 효과는 〈表 IV-3〉의 第1期에서의 효과와 유사하였던 것으로 推定되었다.

〈表 IV-5〉 期間別 엔/달러 換率變動 要因 推定結果(3)

說明 變數	第 2 期	第 3 期	第 2 期	第 3 期
	(1981. I ~ 1987. III)	(1987. IV ~ 1994. I)	(1981. I ~ 1987. III)	(1987. IV ~ 1994. I)
常 數	-0.0074 (-0.1762)	-0.0002 (-0.0075)	0.0122 (0.3730)	0.0079 (0.2171)
通貨增加率差異	0.1902 (0.5966)	0.2903 (1.0656)	-0.0974 (-0.3270)	0.2415 (0.9412)
優待貸出金利差異	-0.6322 (-1.4782)	-0.9062 (-1.5476)	-0.3707 (-1.0676)	-0.8175 (-1.6113)
通貨量에 對한 經常收支比率 差異	-1.6844 (-1.9019)	-1.2309 (-1.6925)		
通貨量에 對한 資本收支比率 差異	-3.8768 (-1.6971)	-2.4159 (-1.3585)		
通貨量에 對한 對外 準備高變動比率 差異	3.6101 (2.9020)	0.6766 (0.3816)		
實質所得에 對한 經常收支比率 差異			-19.054 (-3.9078)	-6.411 (-1.6509)
實質所得에 對한 資本收支比率 差異			-50.054 (-3.6628)	-11.807 (-1.2443)
實質所得에 對한 對外 準備高變動比率 差異			26.499 (4.4132)	5.9655 (0.7395)
R ²	0.3299	0.0874	0.4656	0.0795
D.W.	1.8424	2.3933	2.0141	2.3468
ρ	-0.4501 (-1.9699)	-0.2909 (-1.3337)	-0.6502 (-3.4748)	-0.2493 (-1.1065)

註: 〈表 IV-3〉 및 〈表 IV-4〉의 註記 참조.

기간구분을 새롭게 하여 추정한 결과인 〈表 IV-5〉의 내용은 換率의 調整 및 安定을 위한 先進國間 共助體制가 유지되었기 때문에 中央銀行에 의한 外換市場 개입의 효과가 상승하고 따라서 第2期에 있어서 中央銀行 外換準備高의 상대적인 變動으로 인한 換率變動의

효과가 증가하였다는 가정을 뒷받침하는 것으로 해석할 수도 있다. 先進國間 공조체제가 계속된 것으로 알려진 1987년 1/4分期부터 같은 해 3/4分期까지의 기간 동안 對外準備高의 상대적인 변동으로 인한 換率變動의 효과가 공조관계가 거의 와해된 1987년 3/4分期부터 1994년 1/4分期까지의 기간보다 높았던 것으로 해석할 수 있기 때문이다.

주요 先進國間 經濟政策의 調整 및 中央銀行들의 협조 등으로 인하여 1981년 1/4分期부터 1987년 3/4分期까지의 기간에 있어서 中央銀行에 의한 外換市場 介入의 효과가 다른 기간에서보다 상승하였다면 다른 換率의 경우에 있어서도 같은 결과가 나타나야 할 것이다. 즉, 經濟政策의 조정이나 中央銀行間 협조는 美國과 日本의 政府 및 中央銀行 사이에만 행하여졌던 것이 아니고 獨逸(당시 西獨)과 英國, 프랑스 등 다른 先進國들도 참여하였다. 따라서 같은 기간 이들 국가의 中央銀行에 의한 外換市場 介入이 換率變動에 미친 영향이 다른 기간에 비하여 컸던 것으로 추정되어야 할 것이다¹²⁾.

이 점을 확인하기 위하여 각 期間別로 마르크/달러 換率의 變動 要因을 推定한 결과는 <表 IV-6>과 <表 IV-7>에 정리되어 있다. 먼저 獨逸과 美國 經常收支 및 資本收支와 中央銀行 對外準備高 변동금액을 通貨量으로 나눈 비율의 상대적인 차이를 說明變數로 사용하여 추정한 결과인 <表 IV-6>에서 각 기간의 換率變動 要因을 비교해 보자.

第1期(1973년 2/4分期부터 1980년 4/4分期까지)에 있어서는 獨逸의 中央銀行 對外準備高가 美國에 비하여 상대적으로 증가할 경우

12) 1987년 1/4分期부터 3/4分期까지의 기간 동안 中央銀行에 의한 外換市場 介入의 효과가 1981년 1/4分期부터 1986년 4/4分期까지의 기간에 비하여 작았던 이유는 이 기간 동안 先進國間 共助關係가 점차 약화되었기 때문인 것으로 해석할 수 있을 것이다.

(表 IV-6) 期間別 마르크/달러 換率變動 要因 推定結果(1)

說明 變數	全 期間 (1973.II~1994.I)	第 1 期 (1973.II~1980.IV)	第 2 期 (1981.I~1987.III)	第 3 期 (1987.IV~1994.I)
常 數	0.0368 (4.0612)	0.0158 (1.0914)	0.0340 (1.2279)	0.1095 (1.4780)
實質所得增加率差異 (前 期)	-0.7215 (-1.6168)	0.1537 (0.2291)	-0.8181 (-1.0487)	-2.5404 (-1.5154)
通貨增加率差異	0.2729 (1.4031)	0.3574 (1.0133)	1.2028 (2.6134)	0.2547 (0.5658)
消費者物價上昇率差異	1.6761 (1.9462)	0.3492 (0.3050)	1.7521 (1.0870)	-0.4958 (-0.1447)
優待貸出金利差異	-0.3456 (-1.8831)	-0.0138 (-0.0506)	-0.8717 (-0.9401)	-1.4362 (-1.1447)
通貨量에 對한 經常收支比率 差異	-1.2860 (-6.1492)	-1.2935 (-3.9003)	-1.0407 (-2.0434)	-2.4103 (-2.5113)
通貨量에 對한 資本收支比率 差異	-2.4115 (-4.4393)	-2.5736 (-3.6240)	-1.9906 (-1.7935)	-3.3466 (-1.8587)
通貨量에 對한 對外 準備高變動比率 差異	0.1563 (0.7163)	-0.0803 (-0.2372)	0.6238 (1.8087)	0.5104 (0.6616)
R^2 ¹⁾	0.3121	0.3915	0.3910	0.1692
D.W. ²⁾	1.9957	2.3906	2.0950	2.1030
ρ ³⁾	-0.1378 (-1.1491)	-0.3602 (-1.7459)	-0.3735 (-1.3827)	

- 註 : 1. 各 說明變數는 獨逸과 美國 資料의 상대적인 差異임.
 2. 通貨量에 대한 國際收支 및 對外準備高의 比率를 算出하기 위하여 外國通貨로 표시된 金額을 각 期間 平均換率을 적용하여 해당국 通貨로 換算하였음.
 3. 誤差項의 1次 自己相關關係를 수정하기 위하여 필요한 경우 Cochrane-Orcutt技法을 적용하였음.
 4. () 안의 숫자는 推定된 係數의 t統計임.
 1) 自由度 調整 後 R^2 . 2) Durbin-Watson統計. 3) 誤差項의 1次 自己相關係數 推定值.

마르크/달러 換率は 下落한 것으로 나타났다. 이에 대하여 第2期(1981년 1/4分期부터 1987년 3/4分期까지)에 있어서는 獨逸 中央銀行 對外準備高 증가금액의 通貨量에 대한 比率이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높았을 때 마르크/달러 換率は 약 0.62% 上昇한 것으로 추정되었다. 이와 같이 推定된 두 나라 對外準備高의 상대적인 變動이 換率에 미친 영향은 中央銀行이 風勢對抗的으로 換率을 조정하기 위하여 外換市場에 介入한다는 일반적인 인식과 일치하는 것이며 係數推定值의 統計的 有意性도 상당히 높은 것으로 판단된다. 第3期(1987년 4/4分期부터 1994년 1/4分期까지)에 있어서는 獨逸 中央銀行 對外準備高 증가금액의 通貨量에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높았을 때 마르크/달러 換率は 약 0.51% 上昇한 것으로 나타나고 있다.

〈表 IV-7〉의 기간별 推定에서는 獨逸과 美國의 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 변동금액의 通貨量에 대한 比率의 상대적인 차이 대신 實質所得에 대한 比率의 상대적인 차이를 說明變數로 사용하였다. 이 表에서도 第2期에 있어서 獨逸 中央銀行 對外準備高 증가금액의 實質所得에 대한 比率이 美國에 비하여 상대적으로 1% 높았을 때 마르크/달러 換率에 미친 上昇效果는 약 7.82%로 推定되어 第1期(약 3.53%) 및 第3期(약 2.19%)에 있어서보다 높았던 것으로 나타났다.

〈表 IV-6〉 및 〈表 IV-7〉의 기간별 마르크/달러 換率 變動率을 推定한 결과는 第2期에 있어서 換率調整 및 安定을 위한 주요 先進國間 協력이 강화되었기 때문에 中央銀行에 의한 外換市場 介入의 效果가 上昇하였다는 주장의 타당성을 높이는 증거로 해석할 수 있다. 같은 기간 동안 엔/달러 換率뿐만이 아니고 마르크/달러 換率의 경우에도 해당국 中央銀行들의 상대적인 外換市場 개입으로 인한 換率變動의 效果가 다른 기간에서보다 컸던 것으로 나타나고 있기 때문이다.

〈表 IV-7〉 期間別 마르크/달러 換率變動 要因 推定結果(2)

說明 變數	全 期 間 (1973.II~1994.I)	第 1 期 (1973.II~1980.IV)	第 2 期 (1981.I~1987.III)	第 3 期 (1987.IV~1994.I)
常 數	0.0323 (3.5265)	0.0133 (0.9228)	0.0298 (1.1962)	0.0973 (1.4032)
實質所得增加率差異 (前 期)	-0.7816 (-1.7060)	0.2166 (0.3134)	-0.7838 (-1.0537)	-2.2473 (-1.3908)
通貨增加率差異	0.2252 (1.1760)	0.3231 (0.9289)	1.0351 (2.3547)	0.0659 (0.1738)
消費者物價上昇率差異	1.7402 (2.0059)	0.2183 (0.1948)	1.5221 (0.9494)	-0.2040 (-0.0596)
優待貸出金利差異	-0.2767 (-1.4282)	-0.0200 (-0.0771)	-0.7779 (-0.8634)	-1.3103 (-1.0815)
實質所得에 對한 經常收支比率 差異	-9.4349 (-5.5392)	-13.329 (-3.9112)	-9.1605 (-2.4834)	-12.777 (-2.3907)
實質所得에 對한 資本收支比率 差異	-19.753 (-4.0620)	-30.636 (-3.5804)	-20.424 (-2.2822)	-16.787 (-1.6375)
實質所得에 對한 對外 準備高變動比率 差異	3.0833 (1.5039)	3.5302 (0.7169)	7.8224 (2.3028)	2.1890 (0.5390)
R^2 ¹⁾	0.2970	0.3782	0.4111	0.1649
D.W. ²⁾	1.9887	2.4554	2.1980	2.0697
ρ ³⁾	-0.1003 (-0.8407)	-0.3738 (-1.7531)	-0.3732 (-1.4534)	

- 註：1. 各 說明變數는 獨逸과 美國 資料의 상대적인 差異임.
 2. 實質所得에 대한 國際收支 및 對外準備高의 比率을 算出하기 위하여 外國通貨로 표시된 金額을 각 期間 平均換率을 적용하여 해당국 通貨로 換算하였음.
 3. 誤差項의 1次 自己相關關係를 수정하기 위하여 필요한 경우 Cochrane-Orcutt技法을 적용하였음.
 4. () 안의 숫자는 推定된 係數의 t統計임.
 1) 自由度 調整 後 R^2 . 2) Durbin-Watson統計. 3) 誤差項의 1次 自己相關係數 推定值.

이와 같은 사실을 감안하여 第2期(1981년 1/4分期부터 1987년 3/4分期까지)에는 先進國間 共助體制가 강화되었기 때문에 中央銀行에 의한 外換市場 개입의 효과가 상승하였다고 의심 없이 단정할 수 있을 것인가? 이와 같은 결론을 내리기 위하여서는 또 한 가지 확인하여야 할 점이 있다.

즉, 주요 通貨間 換率 調整을 위하여 協力體制가 강화되기 시작한 것은 美國 달러貨의 高評價 상황을 시정하기 위하여 先進國들이 협력한 1985년부터인 것으로 알려지고 있다. 그 이전의 기간에 있어서도 換率의 調整 및 安定을 위하여 先進國들이 협력하였는지 여부는 밝혀지지 않고 있다. 그렇다면 先進國들의 협조로 인하여 第2期에 있어서 中央銀行에 의한 外換市場 개입의 효과가 上昇하였는지의 여부를 확인하기 위하여 1981년 1/4分期부터 1984년 4/4分期까지의 기간에 있어서 對外準備高 金額의 상대적인 변동이 換率에 미친 영향을 확인해 보아야 할 것이다.

이를 위하여 <表 IV-8>에는 1981년 1/4分期부터 1984년 4/4分期까지 기간을 第1期에 포함시켜 엔/달러 및 마르크/달러 換率 變動率을 추정된 결과가 정리되어 있다.

이 表의 첫번째 推定結果에서 變動換率制度로 이행한 직후부터 1984년 4/4分期까지 日本과 美國 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 엔/달러 換率에 미친 영향이 <表 IV-3>의 第1期(1973년 2/4分期부터 1980년 4/4分期까지)에 있어서보다 컸던 것으로 추정되었다¹³⁾. 따라서 이 推定의 결과만을 기준으로 판단한다면 1980년 1/4分期부터 1984년 4/4分期까지 기간 동안 日本과 美國의 中央銀行에 의한 外換市場 介入의 효과가 1973년 2/4分期부터 1980년 4/4分期

13) <表 IV-8>의 첫번째 推定에서 日本과 美國 中央銀行 對外準備高의 상대적인 變動으로 인한 엔/달러 換率變動의 효과가 <表 IV-3>의 第1期에서와 같다는 歸無假說은 90% 信賴性(P價 약 0.097)을 가지고 기각할 수 있는 것으로 파악되었다.

〈表 IV-8〉 變動換率制度 初期 엔/달러 및 마르크/달러 換率變動 要因分析

說明 變數	엔/달러 換率		마르크/달러 換率	
	1973.II~1984.IV	1973.II~1984.IV	1973.II~1984.IV	1973.II~1984.IV
常 數	0.0175 (1.8909)	0.0180 (2.8832)	0.0382 (3.2742)	0.0359 (3.2669)
實質所得增加率差異 (前 期)			-0.4449 (-0.7602)	-0.3692 (-0.6324)
通貨增加率差異	0.3038 (1.6056)	0.1044 (0.7029)	0.3144 (1.0477)	0.2095 (0.7261)
消費者物價上昇率差異			2.0145 (2.1902)	2.0370 (2.2990)
優待貸出金利 差異	-0.3814 (-3.1720)	-0.3250 (-3.7145)	-0.4068 (-1.6965)	-0.4164 (-1.8855)
通貨量에 對한 經常收支比率 差異	-1.9597 (-5.2589)		-1.1434 (-3.8489)	
通貨量에 對한 資本收支比率 差異	-5.2515 (-5.4795)		-2.4502 (-3.7438)	
通貨量에 對한 對外 準備高變動比率 差異	2.3172 (2.2712)		0.1087 (0.4076)	
實質所得에 對한 經常收支比率 差異		-19.614 (-8.6970)		-11.631 (-4.1905)
實質所得에 對한 資本收支比率 差異		-55.971 (-8.9481)		-28.929 (-4.1548)
實質所得에 對한 對外 準備高變動比率 差異		21.128 (4.8559)		5.1558 (1.4883)
R ²	0.3629	0.6046	0.2713	0.2738
D.W.	1.9917	2.1409	2.0031	2.1071
ρ	-0.3592 (-2.2134)	-0.4826 (-3.2716)	-0.2378 (-1.3784)	-0.3190 (-1.8512)

註：〈表 IV-3〉~〈表 IV-7〉의 註記 참조.

까지의 기간에서보다 컸던 것으로 유추할 수 있다.

그러나 두번째 推定의 결과에서는 같은 기간 동안 두 나라 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 엔/달러 換率에 미친 영향이 〈表 IV-4〉의 第1期에서보다 약간 작았던 것으로 나타나고 있다. 따라서 이 推定의 결과에서는 1981년 1/4分期부터 1984년 4/4分期까지의 기간에 있어서 日本과 美國 中央銀行에 의한 外換市場 介入의 상대적인 차이가 엔/달러 換率에 미친 영향이 〈表 IV-3〉에서 第1期로 구분된 기간에 비하여 작았던 것으로 판단할 수 있다.

마르크/달러 換率의 變動要因을 추정한 결과에서 같은 기간 동안 獨逸 中央銀行 對外準備高 증가금액의 通貨量에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 마르크/달러 환율이 약간 상승한 것으로 나타나기는 하였지만 〈表 IV-6〉에서 第1期에 있어서와 큰 차이가 없었던 것으로 판단된다. 〈表 IV-8〉의 네번째 推定에서 獨逸 中央銀行 對外準備高 증가금액의 實質所得에 대한 비율이 美國에 비하여 1% 포인트 높을 경우 마르크/달러 換率에 미치는 上昇效果는 〈表 IV-7〉의 第1期에서보다 크게 推定되었다¹⁴⁾.

〈表 IV-8〉의 推定結果에 나타난 사실들은 1980년대 중반에 있어서 先進國間 共助體制의 강화로 인하여 日本과 美國 中央銀行들에 의한 外換市場 개입의 효과가 상승하였고 따라서 〈表 IV-3〉 및 〈表 IV-4〉의 推定結果 第2期에서 對外準備高의 상대적인 변동으로 인한 엔/달러 換率變動의 효과가 上昇하였다는 주장을 확인하는 증거로 해석할 수 없다. 왜냐하면 첫번째 推定의 결과에서 先進國間 公조체제가 강화된 것으로 확인되지 않은 1981년 1/4分期부터 1984

14) 〈表 IV-8〉의 네번째 推定에서 獨逸과 美國 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 마르크/달러 換率에 미친 影響이 〈表 IV-7〉의 第1期에서와 같다는 歸無假說은 90% 이상의 信賴性을 가지고 棄却할 수 없는 것으로 파악되었다(P價 약 0.642).

년 4/4分期 사이의 기간에 있어서도 양국 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동으로 인한 換率變動의 효과가 變動換率制度 이행 초기에 있어서보다 크게 추정되었기 때문이다.

그렇다고 이와 같은 주장을 반박하는 증거라고 해석할 수도 없는 것으로 판단된다. 그 이유는 두번째 推定의 결과에서는 같은 기간 日本과 美國 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동으로 인한 엔/달러 換率變動의 효과가 變動換率制度로 이행한 초기에 비하여 작았던 것으로 해석할 수 있기 때문이다. 또한 세번째 및 네번째 推定의 結果에서는 같은 기간 동안 獨逸과 美國 中央銀行에 의한 상대적인 外換市場 介入口 마르크/달러 換率에 미친 效果가 變動換率制度 초기와 비교하여 큰 차이가 없었던 것으로 해석할 수도 있다.

1980년대 중반 換率의 調整 및 安定을 위한 先進國들의 協力 強化로 인하여 中央銀行들에 의한 外換市場 介入口의 效率性이 증대된 것이 사실일 경우 國際換率制度 및 換率의 調整可能性과 관련하여 示唆하는 바가 크다. 先進國 通貨間 外換의 경우 去來規模가 막대하고 市場이 世界市場의 성격을 띠기 때문에 한 나라의 中央銀行이 단독으로 外換市場에 개입하여 換率을 조정하는 데에는 한계가 있는 것으로 알려지고 있다. 그러나 主要國들이 협력할 경우 中央銀行에 의한 外換市場에 介入口의 效率性이 증대되기 때문에 환율을 조정할 수 있음을 의미한다.

주요 先進國들이 變動換率制度로 이행한 후 換率의 變動性이 급격하게 증가하여 國際去來에 따르는 外換危險이 상승하였다. 이에 대하여 先物換契約 등을 통한 危險 縮小의 방법이 있기는 하지만 이를 위한 費用이 문제가 되며 적절한 措置를 취하더라도 換率變動으로 인한 위험을 완전히 회피할 수는 없기 때문에 貿易 등 國際去來가 위축될 가능성이 있다. 또한 換率이 장기간에 걸쳐서 적정수준에서 상당히 큰 폭으로 이탈하여 失業이나 産業構造의 조정 등 많

은 문제를 야기하고 있다는 주장도 있다¹⁵⁾.

이와 같은 自由變動換率制度의 문제점을 보완하기 위하여 환율을 일정한 범위 내에서 변동하도록 허용하는 目標換率帶制度(target zone system)의 도입이 필요하다는 주장이 대두되었다. 換率을 일정한 범위 내에서 유지하기 위하여 先進國 中央銀行들이 단독으로 혹은 공동으로 外換市場에 개입하여야 하는바 이때 外換市場 介入의 效率性이 문제가 된다. 즉, 中央銀行에 의한 外換市場 介入이 換率에 影響을 미칠 수 없을 경우 目標換率帶制度를 도입하더라도 이 制度가 장기간 유지되기는 불가능하다. 그러나 주요국 中央銀行들이 협력하여 外換市場에 개입함으로써 換率에 큰 영향을 미칠 수 있을 경우에는 目標換率制度가 유지될 수 있을 것이다¹⁶⁾.

선진국 中央銀行이 협력할 경우 外換市場 개입의 효과가 증대된다는 사실을 市場價格의 決定力(market power)과 관련지어 해석할 때 우리나라의 換率制度 移行 문제에도 示唆하는 바가 있는 것으로 판단된다. 즉, 우리나라 원貨와 外國 通貨 특히 달러貨 사이의 거래는 대부분 國內에서만 이루어지는 地域市場의 성격을 띠고 있고 去來規模가 상대적으로 작기 때문에 變動換率制度로 이행된 후에도 中央銀行에 의한 換率決定力이 어느 정도 유지될 수도 있을 것이다¹⁷⁾.

日本의 外換 및 資本自由化의 각 단계에서 엔/달러 換率變動의 요인을 분석한 결과 파악된 사실들은 本 報告書의 第II章에서 검토

15) J. Williamson, *The Exchange Rate System*, 1983 참조.

16) 그러나 이때 換率을 일정한 범위 내에서 안정시키기 위하여 주요 先進國들이 실제로 협조할 것이냐에 대한 의문이 있다. 즉, 換率을 일정한 수준에서 유지하기 위하여는 通貨 및 財政 등 주요 政策이 換率政策과 조화를 이루어야 하는데 이로 인하여 國內의 經濟問題에 대하여 적절하게 대응하지 못하는 경우도 발생할 수 있다. 따라서 目標換率帶制度의 도입에 대하여 美國과 日本 및 獨逸 등 주요국들은 유보적인 입장을 취하고 있다.

17) 우리나라 원貨의 國際化와 관련하여서도 示唆하는 바가 있다. 원貨의 國際化가 성공할 경우 원貨의 市場도 世界市場이 될 것이고 去來規模도 증가하게 될 것이다. 이에 따라 換率이 적절한 수준에서 이탈할 경우 中央銀行의 外換市場 介入으로 조정하기가 어렵게 될 것이다.

한 換率決定 理論이 뜻하는 바와 모순되지 않는 것으로 판단된다. 즉, 理論적으로 外換 및 資本 自由化가 진행될수록 外貨資産에 대한 需要의 金利差에 대한 感應度가 상승하기 때문에 國內外 金利差로 인한 換率變動의 효과가 증대되는 것으로 파악되었다. 實證分析의 결과에서 엔貨 및 日本 金融의 國際化가 완료되고 外換 및 資本流出入에 대한 통제가 거의 撤廢된 1988년 이후 日本과 美國의 金利차로 인한 엔/달러 換率의 變動效果가 그 이전에 비하여 큰 폭으로 상승한 것으로 파악되었다.

이와 더불어 外換 및 資本 自由化가 진행될수록 미래에 예상되는 상황이나 外國의 金利 등 통제할 수 없는 요소들의 변동이 換率에 미치는 影響은 커지기 때문에 換率의 變動性이 上昇하는 것으로 파악되었다. 실제로 엔/달러 換率의 분기간 變動性은 1980년 이후 變動換率制度 초기에 비하여 상당폭 상승한 것으로 분석되었다.

이에 대하여 日本과 美國 經常收支의 상대적인 변동으로 인한 엔/달러 換率變動의 효과는 1973년 이후 큰 변동이 없었던 것으로 파악되었다. 그런데 日本의 外換 및 資本 自由化가 진전됨에 따라 外國의 金利差로 인한 換率變動의 효과가 상승하였기 때문에 貿易收支를 포함하는 經常收支의 변동으로 인한 換率變動의 효과는 상대적으로 작아진 것으로 해석할 수 있다.

1981년 1/4分期부터 1987년 3/4分期까지의 기간 동안 日本과 美國 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동으로 인한 엔/달러 換率變動의 효과가 다른 기간에 비하여 상당히 컸던 것으로 파악되었다. 이와 같은 결과는 換率決定 理論이 뜻하는 바와 모순되는 것으로 해석될 수도 있을 것이다. 그런데 1985년부터 1987년 3/4分期까지의 기간 동안 換率의 調整 및 安定을 위하여 주요 先進國間의 共助體制가 강화되고 中央銀行들이 협력하여 外換市場에 개입한 것으로 알려지고 있다. 이로 인하여 中央銀行에 의한 外換市場 介入의 효과가 상승하였기 때문에 對外準備高의 상대적인 변동으로 인한 換率

變動의 효과가 상승한 것으로 해석할 수도 있을 것이다. 마르크/달러 환율의 경우에도 같은 기간 동안 獨逸과 美國 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동의 영향을 다른 기간에 있어서보다 크게 받았던 것으로 나타나고 있는 점을 감안할 때 이와 같은 해석의 타당성이 전혀 없지는 않은 것으로 판단된다.

3. 臺灣의 外換 및 資本 自由化 進展 狀況

國民黨 政府가 臺灣으로 건너간 후 經濟開發 및 막중한 軍費負擔 등으로 만성적인 外換 不足에 시달리게 되었다. 따라서 臺灣은 外換 保有高가 급격하게 증가한 1985년 이전까지 外換을 고귀한 資産으로 인식하고 그 流出은 엄격하게 統制한 반면 流入은 환영하였다. 같은 이유로 輸出은 적극적으로 勸奨한 반면 輸入에 대하여서는 되도록 억제하는 정책을 유지하였다.

그 결과 1980년 초부터 經常收支 및 資本收支가 黑字를 기록하여 外換保有高는 매년 큰 폭으로 증가하기 시작하였다. 1981년 臺灣의 經常收支는 약 5億달러 黑字를 기록하고 資本收支는 약 46億달러 黑字를 기록하여 中央銀行의 對外準備高는 약 71億달러로 증가하였다. 1982년 經常收支는 22億 5千萬달러 黑字를 기록한 반면 資本收支는 약 6億 4千萬달러 赤字를 기록하여 같은 해 말 中央銀行의 對外準備高는 전년 말에 비하여 약 12億달러 증가하였다. 그 후 經常收支 黑字의 증가는 가속되어 1985년에는 약 92億달러에 달하게 되었으며 年末 中央銀行의 對外準備高는 약 225億달러로 증가하였다.

이와 같은 經常收支 黑字로 인한 外貨의 유입에도 불구하고 NT 달러/美달러 換率은 1980년 말 美貨 1달러當 30.03NT달러에서 1985년 말 약 40NT달러로 臺灣 通貨의 가치가 점차 하락하였다. 그 이유는 NT달러貨의 가치가上昇할 輸出競爭力이 약화될 것을 우려

한 나머지 中央銀行이 적극적으로 外換市場에 개입하여 대규모의 外換을 買入함으로써 經常收支 黑字로 인한 NT달러貨 價値上昇의 효과를 차단하였기 때문이다.

臺灣의 外換去來에 있어서 중심적인 역할을 담당하여 온 것은 1978년 12월에 발족한 外換去來 센터이다¹⁸⁾. 1979년 3월 이후 엄격한 外換集中制가 일부 緩和되어 民間이 지정된 外國換銀行에 外換을 預置할 수 있도록 허용하는 預置集中制로 이행되었다. 또한 指定된 外國換銀行은 일정한 限度 내에서 外換을 保有할 수 있도록 허용되었다. 指定 外國換銀行의 外換 포지션에 대한 統制는 1984년 8월부터 超過買入(O/B) 限度는 철폐되고 超過賣却(O/S) 限度만을 制限하도록 緩和되었다.

臺灣의 換率制度는 1978년 8월에 NT달러貨의 交換價値를 美國 달러貨의 가치에 連繫시키는 固定換率制度에서 管理變動換率制度로 바뀌었다. 1979년 2월에는 中央銀行과 外換去來 센터가 협의하여 매일 外換去來에 있어서 기준이 되는 中心換率을 결정하고 실제 外換去來에 적용되는 換率은 中心換率에서 일정한 비율을 가감할 수 있도록 허용하였다. 1982년 9월부터는 매 去來日의 換率이 직전 거래일의 加重平均換率을 중심으로 上下 2.25% 범위 내에서 변동할 수 있도록 허용하는 制度로 이행되었다.

外國人の 臺灣 國內證券에 대한 投資는 1983년 5월 投資信託會社를 통한 間接投資를 허용하고 같은 해 7월 國際證券投資信託會社가 設立되어 美國과 유럽의 投資家를 대상으로 펀드를 모금함으로써 비롯되었다. 이후 1985년과 1986년에 臺灣 證券에 投資하기 위한 投資信託會社의 設立이 추가적으로 허용되어 이들을 통한 外國人の 間接投資 기회가 확대되었다. 臺灣 居住者の 外國證券에 대한 投資

18) 初期 外換去來 센터는 臺灣銀行, 中國商業銀行, 第一銀行, 華南銀行, 彰化銀行 등 5大 商業銀行의 代表로 構成되었다.

는 1986년 1월부터 극히 制限的으로 허용되기 시작하였는데 그 限度는 1人當 年間 5千달러에 불과하였다.

臺灣 外換管理의 구도가 근본적으로 바뀌게 된 契機는 1986년과 1987년에 걸친 대규모의 經常收支 黑字와 海外로부터의 資本流入으로 通貨 및 換率管理가 극도로 어렵게 되었기 때문이다. 臺灣의 經常收支 黑字規模는 1986년과 1987년에 각각 약 162億 7千萬달러와 180億달러로 증가하였다. 資本收支 黑字規模는 1986년에 69億 4千萬달러를 기록하고 1987년에는 약 104億달러로 증가하였다¹⁹⁾.

이와 같은 經常收支 및 資本收支의 대폭적인 黑字로 外換의 공급이 급증하였는바 이로 인한 換率切上 壓力을 완화하기 위하여 臺灣 中央銀行은 外換을 대규모로 買入하였다²⁰⁾. 外換을 買入하는 과정에서 通貨가 膨脹되어 政府 및 中央銀行에 의한 적극적인 通貨還收 노력에도 불구하고 市中의 流動性은 급격하게 증가하여 株式 및 不動產 등 資産의 가격이 급등하고 物價 不安의 요인이 되었던 것으로 파악되고 있다²¹⁾.

臺灣의 外換管理法은 1987년 7월에 대폭적으로 改正되었다. 그 주요 내용을 살펴보면 먼저 中央銀行의 通貨管理 負擔을 덜어주기 위하여 外換集中制가 정지되었다. 또한 經常收支의 만성적인 흑자로 인하여 넘쳐흐르는 外貨를 民間이 흡수하도록 유도하기 위하여 居住者 1人當 年間 500萬달러까지 外貨를 매입하여 보관할 수 있도록 許容되었다. 輸出代金에 대하여 指定外國換銀行에의 신고제도가 폐

19) 1986년과 1987년에 臺灣의 資本收支가 대규모 黑字를 기록하였던 이유는 NT달러貨의 美國 달러貨에 대한 가치가 점진적으로 上昇하였기 때문에 가까운 미래에 NT달러貨의 가치가 더욱 上昇할 것이라는 期待가 형성되고 換差益을 노린 投機性 短期資金이 海外로부터 流入되었기 때문이다. 1986년과 1987년 臺灣의 短期資本收支는 각각 약 83億달러와 128億달러의 黑字를 기록하였다.

20) 臺灣 中央銀行의 적극적인 外換市場 개입에도 불구하고 NT달러/美달러 換率은 1985년 말 1달러당 40NT달러에서 1986년 말에는 35.55NT달러로 下落하고 1987년 말에는 28.55NT달러로 下落하였다.

21) 金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1993, pp. 29~38 참조.

지되고 이를 國內通貨로 換錢하지 않고 外貨를 직접 保有하고 輸入代金の 決済 등을 위하여 사용할 수 있도록 許容되었다.

企業의 輸出競爭力 強化를 위하여 運用되어 왔으나 中央銀行에 막대한 손실을 초래하고 外國換銀行에 의한 短期 外資導入의 요인으로 작용하였던 先物換去來制度和 관련하여서도 일대 改革이 단행되었다. 先物換去來法이 폐지되고 外換去來法上的 포괄적인 규정으로 先物換去來가 이루어질 수 있도록 허용되었다. 外國換銀行이 顧客과 체결한 先物換契約 중 일부를 中央銀行에 이전할 수 있었던 종래의 관행이 폐지되었다²²⁾. 또한 外國換銀行의 外換 포지션 산정에 있어서 契約基準에서 現金受取基準으로 전환하였기 때문에 先物換 契約額은 포지션 산정에 있어서 제외되었다. 게다가 外國換銀行의 外貨負債가 동결되었기 때문에 短期外資를 도입하여 現物換 市場에서 賣却하고 顧客과 先物換 買入契約을 체결하는 방식으로 일어나던 先物換去來는 전면적으로 중단되었다.

資本의 流出에 대하여서는 엄격하게 統制하고 流入은 환영하였던 종래의 관행과는 반대로 流出은 관대하게 許容하고 流入에 대하여서는 비교적 엄격하게 統制하게 되었다. 즉 證券 및 不動產 등에 投資하기 위한 海外로의 送金은 1人當 年間 500萬달러까지 조건 없이 許容하였으나 海外로부터의 送金領收 限度는 1人當 年間 5萬달러로 제한하였다. 또한 貿易外 거래를 위한 經常支給에 대하여서는 年間 500萬달러까지 指定外國換銀行에 申告만으로 가능하도록 許容하였

22) 臺灣은 先物換 市場을 활성화시키기 위하여 外國換銀行이 顧客과 체결한 先物換契約 중 일부를 中央銀行에 移轉할 수 있도록 허용하였다. 그 결과 外國換銀行들이 顧客과 체결한 先物換契約 중 유리한 것은 자신들이 보유하고 불리한 것은 中央銀行에 移轉하는 일종의 道德的解弛(moral hazard) 현상이 발생하였다. 따라서 中央銀行이 막대한 손실을 입게 되었는데 1987년 1월부터 5월까지 이와 같은 先物換去來로 인한 臺灣 中央銀行의 損失額은 약 296億NT달러(당시 換率로 환산할 경우 약 9億美달러)에 달하였던 것으로 밝혀지고 있다. 金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1993, pp. 155~170 참조.

다. 그러나 貿易外 經常收入에 대하여서는 비교적 엄격하게 통제하게 되었다.

이와 같은 臺灣의 外換 및 資本 流出入에 관한 規制制度의 대폭적인 개혁으로 1988년에는 資本收支 赤字金額이 經常收支 黑字金額을 초과하고 NT달러/美달러 換率은 年末까지 1달러當 28NT달러 내외에서 비교적 안정되었다²³⁾.

1989년 1월부터 臺灣의 새로운 證券去來法이 公布·施行되었는바 證券會社의 設立에 대한 規制를 免許制에서 申告制로 완화하고 外國證券會社의 支店 設置과 臺灣 證券會社에의 持分參與를 許容하였다.

1985년 이후 NT달러貨가 美國 달러貨에 대하여 대폭적으로 平價 切上되었음에도 불구하고 臺灣의 經常收支 黑字規模는 年間 100億 달러를 상회하였으며 美國은 臺灣이 輸出을 증가시키기 위하여 換率을 조작하고 있다는 의혹을 버리지 않았다. 이와 같은 의혹을 해소하기 위하여 1989년 4월부터 從來 換率의 日間 變動許容幅을 철폐함으로써 變動換率制度로 이행하였다. 이와 동시에 投機的인 거래로 인하여 換率이 급격하게 변동하는 것을 방지하기 위하여 外國換銀行의 外換 пози션에 대한 規制를 強化하였다²⁴⁾.

從來에는 證券投資信託會社를 통한 間接投資만이 허용되었으나 1991년 1월부터 外國 機關投資家の 臺灣 株式에 대한 直接投資가 제한적으로 허용되었다. 外國人 投資限度는 總額이 25億달러로 제한되었으며 허용 대상 上場會社 發行株式 총수의 10%까지 투자할 수 있었다. 外國人 個人的 臺灣 株式에 대한 投資는 허용하지 않고

23) 1888년 臺灣의 經常收支는 약 101億 8千萬달러 黑字를 기록하였으며 資本收支는 약 114億 6千萬달러 赤字를 기록하였다.

24) 外國換銀行의 外換 пози션 限度는 O/B 限度의 경우 大銀行은 最高 5千萬 달러를 限度로 資本金의 규모를 참고하여 銀行別로 결정하였으며 小銀行의 경우 最高 2千萬달러를 한도로 각 銀行別 資本金 比例로 결정하였다. O/S пози션의 경우 大小銀行 구분 없이 300萬달러로 限定하였다.

外國 機關投資家の 경우에도 일정한 資格을 구비할 것을 요하였으며 投資利益의 送金에 대하여서도 제한을 가하였다²⁵⁾.

이와 같은 점들을 감안할 때 1991년 臺灣의 株式市場 開放은 1992년 우리나라 株式市場 開放과 비교하여 그 幅이 상대적으로 작았던 것을 알 수 있다. 株式市場 開放 첫해인 1991년과 두번째 해인 1992년 臺灣의 資本收支 항목 중 포트폴리오投資의 黑字金額이 각각 약 2億 7千萬달러와 1億 3千萬달러였던 점을 감안할 때 株式市場 開放으로 인하여 海外資本의 流入規模는 크지 않았던 것으로 판단된다.

1991년 11월에는 變動換率制度로 이행함과 동시에 強化되었던 外國換銀行의 外換 пози션에 대한 規制가 다소 緩和되었다. 즉, 超過買入(O/B) пози션에 대한 規制는 종래의 現物換 пози션 金額에 대한 規制에서 現物換과 先物換 契約額을 합친 綜合пози션(over-all-position) 金額에 대한 規制로 다소 완화되고 超過賣却(O/S) 綜合пози션 限度는 600만달러로 擴大되었다.

臺灣 株式에 대한 外國人 投資의 總金額 한도는 1993년 말과 1994년 3월 등 두 차례에 걸쳐서 130億달러로 확대되었다²⁶⁾. 그러나 上場會社의 發行株式 總數에서 外國人이 投資할 수 있는 比率 한도는 10%로 변함이 없으며 外國人 個人의 直接投資는 아직도 제한되고 있다. 臺灣 證券去來委員會(SEC)는 1995년 2월에 外國人 投資 比率 限度를 12%로 확대할 것을 건의하였으나 4월 말 현재 政府의 인가를 받지는 못한 것으로 파악되었다.

綜合적으로 평가할 때 臺灣의 경우 1987년부터 居住者 1人當 年間 500萬달러까지 매입하여 보관하거나 海外投資 등을 위하여 임의

25) 1991년 臺灣 株式市場의 開放 내용에 관하여 金宗萬, 『우리나라 株式市場 開放의 效果分析』, 1991, pp. 92~98 참조.

26) 이 중 75億달러는 直接投資, 25億달러는 펀드를 통한 間接投資, 나머지 30億달러는 CB나 GDR 발행을 통한 投資 限度로 구분되어 있다.

로 처분할 수 있도록 허용되었으며 1989년부터 1人當 年間 100萬달러까지 海外로부터 送金을 받을 수 있도록 허용된 점 등을 감안할 때 外換 自由化에 관한 한 우리나라에 비하여 한 발 앞선 것으로 판단된다. 또한 臺灣은 1989년 4월부터는 換率의 日間 變動 許容幅에 관한 규제가 철폐되어 적어도 외관상으로는 換率이 市場機能에 의하여 결정되고 있다.

그러나 臺灣 株式에 대한 外國人의 投資에 대하여 總金額 한도와 種目當 比率 한도를 동시에 적용하고 있고 外國人 個人의 直接投資는 제한하고 있으며 種目當 投資比率 限度가 10%로 제한되고 있는 점 등을 감안할 때 臺灣 資本市場 개방의 정도는 우리나라에 비하여 다소 미흡한 점이 있는 것으로 판단된다.

4. 臺灣의 外換 및 資本 自由化와 換率 變動

臺灣의 換率制度는 1989년 4월부터 현재의 우리나라가 施行하고 있는 市場平均換率制度和 유사한 中心換率制度에서 變動換率制度로 이행되었다. 따라서 變動換率制度로 바뀌기 이전과 이후에 있어서 換率을 결정하는 각 要因의 변동이 換率에 미치는 영향의 차이를 파악해 보는 것이 의미있는 일일 것이다.

이를 위하여 <表 IV-9>에는 <表 III-5>에서 세번째 推定에서와 같은 방법으로 臺灣과 美國의 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 變動규모의 상대적인 차이를 計算하여 說明變數로 사용하고 1989년 1/4분기까지와 그 이후의 기간에 있어서 換率에 미친 영향의 차이를 推定한 결과가 정리되어 있다.

이 表의 첫번째 추정에서는 <表 III-5>의 세번째 추정의 결과 NT달러/美달러 換率의 변동에 큰 영향을 미치지 않는 것으로 나타난 두 나라 實質所得 및 通貨增加率의 상대적인 차이와 國際油價 상승률을 제외한 나머지 變數들만을 說明變數로 하고 1982년 9월

이후 전기간에 걸친 資料를 사용하였다. 〈表 III-5〉의 세번째 推定의 결과와 비교할 때 두 나라 都賣物價 上昇率 및 平均金利의 상대적인 차이가 換率에 미치는 영향은 유사한 것으로 나타났다. 그러나 經常收支와 資本收支 및 中央銀行 對外準備高의 상대적인 變動이 換率에 미치는 영향의 크기는 〈表 III-5〉의 세번째 推定의 결과에서보다 약간 작게 나타났다.

〈表 IV-9〉의 두번째 推定에서는 첫번째 추정에서 사용한 說明變數 이외에 1989년 1/4分期까지와 그 이후 기간에 있어서 金利差異와 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 變動의 상대적인 차이가 換率에 미친 영향의 차이를 파악하기 위하여 期間區分을 표시하는 더미(dummy)變數(이 더미變數의 값은 1982년 2/4分期부터 1989년 1/4分期까지 0으로 놓고 1989년 2/4분기부터 1994년 2/4분기까지는 1로 하였다)와 이들 변수의 값을 곱하여 산출한 變數들을 說明變數로 추가하였다²⁷⁾. 두번째 推定의 결과에서 臺灣이 變動換率制度로 이행하기 이전에 있어서 臺灣과 美國의 平均金利 및 國際收支와 中央銀行 對外準備高의 상대적인 變動이 換率에 미친 영향은 이들 변수들 원래의 값을 사용한 說明變數의 係數推定值로 해석할 수 있다. 이에 대하여 變動換率制度로 移行된 이후 이들 요소들의 변동이 換率에 미친 영향은 원래 變數들의 係數推定值와 새롭게 說明變數로 추가한 해당 變數의 係數推定值의 합계인 것으로 해석할 수 있다.

臺灣이 變動換率制度로 이행되기 이전의 기간에 있어서는 臺灣 中央銀行 再割引率과 商業銀行 優待貸出金利의 평균이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 NT달러/美달러 換率은 약 0.78% 상승한 것으로 나타났으며 추정된 係數의 統計的 有意성은

27) 두번째 推定에서 새롭게 추가한 說明變數들의 값은 1989년 1/4分期까지는 0이고 1989년 2/4分期부터 1994년 2/4分期까지는 원래 變數의 값과 같다. 이와 같이 期間區分 더미變數를 사용하여 새로운 變數들을 산출하여 說明變數로 사용한 이유는 전체 자료의 수가 많지 않기 때문에 기간을 나누어서 推定함으로써 自由度의 손실을 될 수 있으면 줄이기 위함이다.

상당히 높은 것으로 판단된다. 이와 같이 推定된 두 나라 金利의 상대적인 차이가 換率에 미치는 효과는 先進國 通貨間 換率의 경우와 큰 차이가 있다.

〈表 IV-9〉 期間別 NT달러/美달러 換率變動 要因 推定結果(1)

	推 定 期 間			
	1982.Ⅳ~1994.Ⅱ	1982.Ⅳ~1994.Ⅱ	1982.Ⅳ~1989.Ⅰ	1989.Ⅱ~1994.Ⅱ
常 數	0.0040 (0.7499)	0.0195 (2.1758)	0.0317 (3.6413)	-0.0004 (-0.0185)
都 賣 物 價 上 昇 率 差 異	0.7556 (3.9126)	0.7285 (3.7796)	0.7545 (3.0689)	0.7934 (2.8463)
平 均 金 利 差 異	0.0540 (0.4278)	0.7781 (2.2177)	1.0212 (3.4240)	0.1390 (0.2676)
實 質 所 得 에 對 한 經 常 收 支 金 額 比 率 差 異	-0.5654 (-3.5952)	-0.5831 (-3.8361)	-0.7357 (-5.6296)	-0.4296 (-0.5683)
實 質 所 得 에 對 한 資 本 收 支 金 額 比 率 差 異	-0.9209 (-6.1254)	-0.9816 (-5.2179)	-0.9067 (-5.4416)	-0.8802 (-3.2251)
實 質 所 得 에 對 한 對 外 準 備 高 變 動 比 率 差 異	0.4436 (4.2668)	0.4006 (3.3176)	0.3756 (3.6117)	0.3866 (1.7557)
平 均 金 利 差 異 (1989.Ⅱ~1994.Ⅱ)*		-0.9437 (-1.7713)		
實 質 所 得 에 對 한 經 常 收 支 * 金 額 比 率 差 異 (1989.Ⅱ~1994.Ⅱ)		-0.7097 (-2.0945)		
實 質 所 得 에 對 한 資 本 收 支 * 金 額 比 率 差 異 (1989.Ⅱ~1994.Ⅱ)		0.0398 (0.1474)		
實 質 所 得 에 對 한 對 外 準 備 高 * 變 動 比 率 差 異 (1989.Ⅱ~1994.Ⅱ)		0.1089 (0.5359)		
R ²	0.6543	0.6676	0.7683	0.3385
D.W.	1.9699	2.0919	2.1927	2.0441
ρ	-0.2259 (-1.3871)	-0.3464 (-2.0316)	-0.4506 (-1.9312)	-0.3278 (-1.2396)

註: 〈表 III-5〉의 註記 참조. 두 번째 推定의 說明變數 중 '*'로 표시된 變數들은 期間區分더미(1982.Ⅳ~1989.Ⅰ : 0, 1989.Ⅱ~1994.Ⅱ : 1) 곱하기 해당 變數들의 값으로 算出하였음.

즉, 엔/달러 및 마르크/달러 換率變動의 要因을 분석한 결과에서는 日本과 獨逸의 金利가 美國에 비하여 상대적으로 높을 경우 달러貨에 대한 엔貨나 마르크貨의 가치는 상승하는 것으로 나타났다. 그런데 이 推定의 결과에서는 臺灣의 金利가 美國 金利에 비하여 상대적으로 높을 경우 NT달러貨의 가치가 下落하는 것으로 나타나고 있어서 주요 先進國 通貨間 換率의 경우와 반대인 것을 알 수 있다.

臺灣이 變動換率制度로 이행한 이후에는 그 이전과 비교하여 兩國 金利의 상대적인 차이가 換率에 미친 영향이 상당히 달라진 것으로 나타났다. 즉, 1989년 2/4分期부터의 期間에는 臺灣의 平均金利가 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 NT달러/美달러 換率は 약 0.16% 下落하는 관계에 있는 것으로 推定되었다²⁸⁾. 이와 같이 추정된 臺灣과 美國 金利의 상대적인 차이가 두 나라 通貨間 換率에 미치는 영향의 방향은 선진국 通貨間 換率의 경우와 같은 것을 알 수 있다.

그렇다면 臺灣과 美國 金利의 상대적인 차이가 두 나라 通貨間 換率에 미친 영향이 이와 같이 나타나는 이유는 무엇일까? 이 질문에 대한 해답은 앞의 [圖 III-2]에서 추측해 볼 수 있다. 이 그림에서 臺灣이 變動換率制度로 이행하기 이전인 1982년 3/4분기부터 1989년 1/4분기까지 NT달러/美달러 換率は 대부분의 分期에 있어서 하락한 것으로 나타나고 있다. 같은 기간 동안 臺灣 中央銀行의 再割引率は 美國 FRB의 再割引率에 비하여 낮은 수준을 유지하였다. 따라서 이 기간 동안 두 나라 金利의 상대적인 차이와 換率 變動率 사이에 正(+)의 相關關係가 존재하게 되었고 이로 인하여 <表 IV-9>의 두번째 推定에서 원래 平均金利差 변수의 係數推定值

28) 變動換率制度로 移行된 1989년 2/4分期부터 1994년 2/4分期까지의 期間에 있어서 두 나라 平均金利 차이가 換率에 미친 影響은 原來變數의 係數推定值 약 0.78과 期間區分 더미變數를 곱하여 산출한 變數의 係數推定值 약 -0.94를 합하여 약 -0.16인 것으로 計算할 수 있다.

의 값이 '正'으로 나타나게 된 것으로 해석할 수 있다.

그러나 臺灣이 變動換率制度로 移行한 후 1989년 3/4分期부터는 臺灣 中央銀行의 再割引率이 美國 FRB의 再割引率보다 높은 수준을 유지하였던 것으로 나타나고 있다. 이에 대하여 NT달러/美달러 換率は 11개 分期에는 上昇하였고 9개 分期에는 下落하였다. 따라서 變動換率制度로 이행되기 이전에 존재하였던 양국 中央銀行 再割引率의 상대적인 차이와 換率變動率 사이에 존재하였던 正(+)
의 相關關係는 사라지게 된 것으로 이해할 수 있다.

앞 章에서 설명한 바와 같이 變動換率制度로 移行하기 이전에 臺灣이 國內金利를 상대적으로 낮은 수준으로 유지하였던 이유는 企業들의 競爭力 특히 輸出競爭力을 強化하기 위함이었다. 더욱이 1986년부터 1987년까지의 기간에는 NT달러貨의 가치가 점진적으로 上昇하였기 때문에 가까운 미래에 NT달러貨의 가치가 더욱 上昇할 것이라는 期待가 형성되었고 이로 인하여 海外로부터 換差益을 노린 投機性 短期資金이 빠른 속도로 流入되었다. 이와 같은 短期資金의 流入으로 NT달러貨의 가치가 더욱 상승하고 이로 인하여 企業의 輸出競爭力 弱화 효과를 緩和시키기 위하여 國內金利를 낮은 수준에 유지하였던 것으로 추측할 수 있다.

〈表 IV-9〉의 두번째 推定의 結果에서 가장 특이한 점은 臺灣이 變動換率制度로 이행한 이후 經常收支 黑字規模의 상대적인 증가로 인한 換率切上の 효과가 이전에 비하여 상승한 것으로 나타난 사실이다. 즉, 變動換率制度로 移行되기 이전의 기간에 있어서는 臺灣 經常收支 金額의 實質所得에 대한 比率이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 NT달러/美달러 換率は 약 0.58% 下落한 관계에 있었다. 그런데 變動換率制度로 이행된 후에는 같은 경우 NT달러/美달러 換率は 약 1.29% 下落한 것으로 推定되고 있어서 두 나라 經常收支 黑字規模의 상대적인 變動으로 인한 換率變動의 효과가 이전에 비하여 큰 폭으로 확대되었다.

이와 같은 결과는 理論적으로 說明되기 어렵다. 즉, 第II章의 換率 決定 理論에서 外換 및 資本 自由化가 進行될수록 미래 狀況變動에 대한 期待나 內外 金利差 및 資本의 이동 등이 換率에 미치는 影響이 커지기 때문에 經常收支의 변동이 換率에 미치는 영향은 상대적으로 축소되는 것으로 파악되었다. 그런데 <表 IV-9>에서 두번째 推定의 결과에서는 臺灣의 外換 및 資本의 流出入에 대한 規制가 보다 緩和된 것으로 평가되는 變動換率制度로 이행된 이후의 期間에 있어서 經常收支 黑字規模의 상대적인 증가로 인한 NT달러貨 平價切上의 효과가 이전의 期間에서보다 상당히 커진 것으로 나타나고 있어서 換率決定 理論이 含義하는 바와 모순되는 것으로 해석할 수 있다.

臺灣이 變動換率制度로 移行한 후의 期間에 있어서 經常收支의 상대적인 黑字로 인한 NT달러貨 價值上昇의 平價切上 효과가 증대된 것으로 나타난 결과는 臺灣 外換規制의 현실에 비추어 볼 때에도 납득되기 어려운 점이 있다. 1987년 7월 臺灣의 外換管理法이 개정된 이후 企業들은 輸出代金を 결제받는 과정에서 취득한 外貨를 NT달러화로 교환하지 않고 직접 보유할 수 있도록 허용되었다. 또한 輸入代金の 결제에 있어서도 보유하고 있는 外貨를 사용하여 직접 결제할 수 있었다. 이와 같이 企業들이 輸出代金を 外貨로 직접 보유하고 輸入代金を 外貨로 직접 決濟할 수 있도록 許容한 이유는 貿易收支 黑字로 인한 NT달러貨 가치상승의 效果를 完化시키기 위함이었다.

그 결과 <表 IV-10>에서 보는 바와 같이 輸出代金 중 NT달러貨로 交換되지 않고 外貨로 직접 보유된 比率은 점차 상승하여 1994년에는 약 49.3%에 달하게 되었으며 輸入代금이 保有하고 있던 外貨로 직접 決濟된 비중도 점차 상승한 것으로 나타나고 있다²⁹⁾.

29) 輸出代금이 外貨로 직접 보유된 비율과 輸入代금이 직접 決濟된 비율의 變動要因에 대하여서는 金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1993, pp. 40~46 참조.

〈表 IV-10〉 臺灣 企業의 輸出入 代金 外貨 直接決濟 狀況

(單位：百萬달러, %)

	輸 出 代 金			輸 入 代 金		
	總額(A)	外貨直接 保有(B)	(B)/(A)	總額(C)	外貨直接 決濟(D)	(D)/(C)
1987(8~12)	26,718	2,895	10.8	13,213	1,125	8.5
1988	61,801	10,036	16.2	43,785	5,677	13.0
1989	67,474	13,860	20.5	50,581	9,191	18.2
1990	68,444	18,961	27.7	57,257	12,806	22.4
1991	78,358	24,058	30.7	59,486	14,856	25.0
1992	84,679	28,769	34.0	71,925	17,303	24.1
1993	87,994	37,618	42.8	74,105	22,622	30.5
1994	100,020	49,300	49.3	83,644	31,810	38.0

註：輸出入 金額은 決濟基準.

資料：臺灣 中央銀行, 『金融統計月報』, 各號.

이와 같이 輸出代金を 外貨로 직접 보유할 수 있도록 許容한 결과 臺灣의 經常收支 黑字로 인하여 NT달러/美달러 換率에 미치는 下落效果는 이전에 비하여 감소하였을 것으로 추측할 수 있다. 왜냐하면 貿易收支가 黑字를 기록하여 外貨의 流入이 증가하더라도 그 중 일부가 NT달러貨로 交換되지 않고 外貨로 직접 보유될 경우 外換의 供給은 그만큼 감소할 것이기 때문이다.

그런데 〈表 IV-9〉에서 두번째 推定의 結果에서는 輸出代金 중 外貨로 직접 보유된 비율이 점차 증가한 1989년 2/4分期부터 1994년 2/4分期까지의 期間에 있어서 臺灣의 經常收支 黑字로 인한 NT달러/美달러 換率의 下落效果가 그 이전의 期間에 있어서보다 더욱 커진 것으로 나타나고 있다. 따라서 이 推定의 結果에서 臺灣이 變動換率制度로 移行하기 이전의 期間과 이후의 期間에 있어서 臺灣과 美國 經常收支의 상대적인 變動으로 인한 NT달러/美달러 換率 變動 效果의 비교의 結果에는 문제가 있는 것으로 판단된다.

같은 推定의 結果에서 臺灣이 變動換率制度로 이행한 후 臺灣과 美國 資本收支와 中央銀行 對外準備高의 상대적인 變動이 NT달러/美달러 換率變動에 미친 效果는 이전의 기간에 있어서와 크게 달라지지 않은 것으로 나타났다. 臺灣의 通貨量에 대한 資本收支 黑字金額의 比率이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 NT달러/美달러 換율의 下落效果는 變動換率制度로 이행되기 이전의 기간에서는 약 0.98%로 推定되었으며 變動換率制度로 이행된 후의 期間에서는 약 0.94%로 推定되었다.

臺灣이 變動換率制度로 移行하기 이전의 기간에 있어서 臺灣 中央銀行 對外準備高 變動金額의 通貨量에 대한 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 NT달러/美달러 換率は 약 0.40% 上昇한 것으로 推定되었다. 이에 대하여 變動換率制度로 移行된 이후의 기간에 있어서는 같은 경우 NT달러/美달러 換率在 약 0.51% 上昇한 것으로 나타났다.

〈表 IV-9〉에서 세번째와 네번째 推定에는 臺灣이 變動換率制度로 移行하기 이전과 이후의 期間을 구분하여 推定한 결과 各 要因들의 變動으로 인한 NT달러/美달러 換率의 變動效果가 비교되어 있다. 두 나라 都賣物價의 상대적인 變動으로 인한 換率變動의 效果는 두 기간 사이에 큰 차이가 없었던 것으로 나타났다.

그러나 臺灣의 平均金利가 美國에 비하여 상대적으로 1% 높을 경우 NT달러/美달러 換率에 미친 上昇效果는 臺灣이 變動換率制度로 移行하기 이전의 기간에 있어서는 약 1.02%이었던 것으로 推定되었음에 대하여 그 이후의 期間에 있어서는 약 0.14%로 推定되고 있어서 두 기간 사이에 상당히 큰 차이가 있었던 것으로 분석되었다.

세번째와 네번째 推定의 結果를 비교할 때 두번째 推定의 結果와 크게 다른 점은 臺灣과 美國 經常收支의 상대적인 變動으로 인한 두 나라 通貨間 換率變動 效果의 期間 차이이다. 두번째 推定의 結果에서는 臺灣이 變動換率制度로 移行한 이후의 期間에 있어서 臺

灣의 經常收支 黑字規模가 美國에 비하여 상대적으로 클 경우 NT 달러/美달러 換率의 下落效果가 그 이전의 기간에 있어서보다 컸던 것으로 나타났다.

그러나 세번째 推定의 결과에서는 變動換率制度로 移行되기 이전의 期間에 있어서 臺灣 經常收支 黑字金額의 通貨量에 대한 比率이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높았을 때 NT달러/美달러 換率은 약 0.74% 下落한 것으로 나타났다. 이에 대하여 네번째 推定의 결과 變動換率制度로 移行된 이후의 期間에 있어서는 같은 경우 NT달러/美달러 換率의 下落效果는 약 0.43%로 推定되고 있어서 그 이전의 期間에 있어서보다 작게 나타나고 있다.

앞에서 논의한 바와 같이 換率決定 理論이 含意하는 내용과 臺灣의 外換規制의 變動 등을 감안할 때 臺灣이 變動換率制度로 移行되기 이전과 이후의 期間에 있어서 두 나라 經常收支 규모의 상대적인 變動이 換率에 미친 영향의 차이는 <表 IV-9>에서 두번째 推定의 결과보다 세번째와 네번째 추정 결과의 차이가 事實을 보다 정확하게 반영하는 것으로 판단할 수 있다.

세번째와 네번째 推定의 결과를 비교하여도 두번째 推定의 結果에서와 마찬가지로 臺灣이 變動換率制度로 移行하기 이전과 이후의 期間에 있어서 臺灣과 美國 資本收支의 상대적인 變動과 두 나라 中央銀行 對外準備高의 상대적인 變動으로 인한 換率變動의 효과는 큰 차이가 없었던 것으로 것으로 판단할 수 있다.

<表 IV-11>에는 <表 III-5>의 다섯번째 推定에서와 마찬가지로 臺灣과 美國의 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 變動金額을 通貨量으로 나눈 比率의 상대적인 차이를 說明變數로 사용하여 臺灣이 變動換率制度로 移行하기 이전과 이후의 期間에 있어서 각 要因의 변동이 換率에 미친 影響의 차이를 분석한 결과가 정리되어 있다. <表 III-5>의 다섯번째 推定의 결과에서 臺灣과 美國 通貨 增加率의 상대적인 차이와 國際油價의 變動率이 NT달러/美달러 換率에

〈表 IV-11〉 期間別 NT달러/美달러 換率變動 要因 推定結果(2)

	推 定 期 間			
	1982.IV~1994.II	1982.IV~1994.II	1982.IV~1989.I	1989.II~1994.II
常 數	0.0024 (0.3691)	0.0126 (1.0246)	0.0377 (3.2210)	-0.0293 (-1.4925)
通貨量增加率差異	-0.1864 (-1.9090)	-0.0894 (-0.7070)	-0.1102 (-0.7634)	-0.4496 (-2.4141)
都賣物價上昇率差異	0.9194 (3.7205)	0.8194 (2.8116)	0.9348 (2.1252)	1.1892 (3.6172)
平均金利差異	0.1284 (0.7067)	0.3138 (0.6281)	0.8830 (2.0514)	0.4765 (1.0478)
通貨量에 對한 經常收支 金額比率差異	-0.0748 (-1.2145)	-0.1416 (-1.7877)	-0.2251 (-3.4209)	0.5347 (1.6609)
通貨量에 對한 資本收支 金額比率差異	-0.2406 (-4.8775)	-0.2674 (-4.4638)	-0.2600 (-5.4833)	-0.2174 (-2.2682)
通貨量에 對한 對外準備高 變動比率差異	0.0569 (1.1706)	0.1207 (1.6178)	0.1261 (1.7283)	0.0261 (0.3126)
平均金利差異(1989.II~1994.II)*		-0.3479 (-0.4598)		
通貨量에 對한 經常收支* 金額比率差異(1989.II~1994.II)		-0.1387 (-0.7193)		
通貨量에 對한 資本收支* 金額比率差異(1989.II~1994.II)		0.0316 (0.2419)		
通貨量에 對한 對外準備高* 變動比率差異(1989.II~1994.II)		-0.1150 (-1.1171)		
R ²	0.5324	0.5090	0.6875	0.3020
D.W.	2.0358	2.0087	2.0409	2.2467
ρ	-0.0943 (-0.5065)	-0.1102 (-0.5542)	-0.3274 (-1.3580)	-0.4888 (-2.0568)

註: 〈表 III-5〉의 註記 참조. 두번째 推定의 說明變數 중 '*'로 표시된 變數들은 期間區分더미(1982.IV~1989.I : 0, 1989.II~1994.II : 1) 곱하기 해당 變數들의 값으로 算出하였음.

미치는 영향은 비교적 작은 것으로 나타났기 때문에 分析對象 標本의 크기가 충분치 못하다는 사실을 감안하여 說明變數에서 제외하였다.

이 表의 첫번째 推定에서는 分析對象 全期間에 걸쳐서 나머지 說明變數들의 變動이 NT달러/美달러 換率에 미친 영향을 파악한 결과가 정리되어 있다. 〈表 III-5〉에서 다섯번째 推定の 결과와 비교할 때 臺灣과 美國 實質所得 增加率과 都賣物價 上昇率의 상대적인 차이가 두 나라 通貨間 換率에 미치는 영향은 다소 크게 推定된 반면 平均金利의 차이가 換率에 미치는 影響은 다소 작게 推定되었다. 또한 두 나라 經常收支 및 資本收支와 中央銀行 對外準備高의 상대적인 차이가 換率에 미치는 影響들은 다소 작게 推定된 것을 알 수 있다.

〈表 IV-11〉의 두번째 推定에서는 〈表 IV-9〉의 두번째 推定에서와 마찬가지로 期間區分을 위한 더미變數를 이용하여 臺灣이 變動換率制度로 이행한 이후의 期間에 있어서 臺灣과 美國의 平均金利差와 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 변동의 상대적인 차이를 나타내는 變數들을 산출하여 說明變數로 추가하였다.

이 推定の 結果에서 臺灣이 變動換率制度로 移行된 후 臺灣의 平均金利가 美國에 비하여 상대적으로 높음으로 인한 NT달러/美달러 換率의 上昇效果는 이전에 비하여 축소된 것으로 나타났다. 이에 대하여 臺灣 通貨量에 대한 經常收支 黑字金額의 比率이 美國에 비하여 상대적으로 높을 경우 NT달러貨 가치상승 효과는 變動換率制度로 이행된 이후에 오히려 커진 것으로 推定되었다. 또한 臺灣과 美國 資本收支의 상대적인 變動으로 인한 換率變動의 효과는 두 期間 사이에 큰 차이가 없었던 것으로 나타났으나 中央銀行 對外準備高의 상대적인 變動으로 인한 換率變動의 효과는 臺灣이 變動換率制度로 移行한 이후에 감소한 것으로 나타났다.

세번째와 네번째 推定에서는 臺灣이 變動換率制度로 移行하기 이전과 이후의 기간으로 구분하여 각 期間에 있어서 각 要因의 變動

이 NT달러/美달러 換率에 미친 영향을 분석하였다. 이들 두 推定의 결과를 비교할 때 臺灣과 美國 實質所得 增加率의 상대적인 차이가 NT달러/美달러 換率에 미친 下落效果와 두 나라 都賣物價 上昇率의 상대적인 차이가 換率에 미친 上昇效果는 臺灣이 變動換率制度로 이행한 후에 상당히 커진 것을 알 수 있다. 그러나 臺灣의 平均金利가 美國에 비하여 상대적으로 높을 경우 NT달러/美달러 換率의 상승효과는 臺灣이 變動換率制度로 이행한 이후에 작아진 것으로 나타났다.

〈表 IV-9〉에서와 마찬가지로 두번째 推定의 결과와 세번째와 네번째 推定의 결과를 비교할 때 가장 큰 차이점은 臺灣이 變動換率制度로 이행하기 이전과 이후의 기간에 있어서 臺灣과 美國 經常收支의 상대적인 변동으로 인한 換率變動 효과의 차이이다. 세번째 推定의 결과에서 臺灣이 變動換率制度로 移行하기 이전의 기간에 있어서 臺灣 經常收支의 通貨量에 대한 比率이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 NT달러/美달러 換率은 약 0.23% 下落한 것으로 推定되었다. 이에 대하여 臺灣이 變動換率制度로 移行한 이후의 資料를 對象으로 분석한 네번째 推定의 결과에서는 같은 경우 NT달러/美달러 換率이 약 0.53% 上昇한 것으로 나타났다.

臺灣과 美國 資本收支의 상대적인 변동으로 인한 두 나라 通貨間 換率變動의 효과는 臺灣이 變動換率制度로 이행하기 이전과 이후의 기간 사이에 큰 차이가 없었던 것으로 나타났다. 그러나 臺灣 中央銀行의 對外準備高가 美國 FRB의 對外準備高에 비하여 상대적으로 증가할 경우 NT달러/美달러 換率에 미치는 上昇效果는 臺灣이 變動換率制度로 이행된 후 상당히 작아진 것으로 推定되었다.

〈表 IV-12〉에는 〈表 III-6〉의 세번째 推定에서와 같이 臺灣과 美國의 平均金利와 經常收支 대신 中央銀行 再割引率과 貿易收支의 상대적인 차이를 說明變數로 사용하여 각 기간별 NT달러/美달러 換率의 變動要因을 분석한 결과가 정리되어 있다.

〈表 IV-12〉 期間別 NT달러/美달러 換率變動 要因 推定結果(3)

	推 定 期 間			
	1982.IV~1994.II	1982.IV~1994.II	1982.IV~1989.I	1989.II~1994.II
常 數	0.0110 (1.5047)	0.0344 (3.5645)	0.0455 (4.4372)	0.0255 (1.0535)
都 賣 物 價 上 昇 率 差 異	0.7984 (0.0055)	0.8032 (4.5610)	0.8971 (3.6446)	0.7756 (3.0287)
中 央 銀 行 再 割 引 率 差 異	0.0405	1.4889 (3.0705)	1.7144 (3.8369)	-0.2448 (-0.5083)
實 質 所 得 에 對 한 經 常 收 支 金 額 比 率 差 異	-0.6214 (-3.6107)	-0.6403 (-4.3957)	-0.7678 (-5.5449)	-0.9646 (-1.6275)
實 質 所 得 에 對 한 資 本 收 支 金 額 比 率 差 異	-0.9102 (-5.9670)	-1.1148 (-6.1483)	-1.0647 (-6.2148)	-0.7737 (-2.9249)
實 質 所 得 에 對 한 對 外 準 備 高 變 動 比 率 差 異	0.4138 (4.0069)	0.4552 (4.1126)	0.4420 (4.3073)	0.3225 (1.5755)
中 央 銀 行 再 割 引 率 差 異 * (1989.II~1994.II)		-1.7175 (-2.7409)		
實 質 所 得 에 對 한 貿 易 收 支 * 金 額 比 率 差 異 (1989.II~1994.II)		-0.7302 (-3.0138)		
實 質 所 得 에 對 한 資 本 收 支 * 金 額 比 率 差 異 (1989.II~1994.II)		0.1843 (0.7154)		
實 質 所 得 에 對 한 對 外 準 備 高 * 變 動 比 率 差 異 (1989.II~1994.II)		0.0126 (0.0659)		
R ²	0.6538	0.6991	0.7587	0.4199
D.W.	1.9702	2.2104	2.4319	2.1957
ρ	-0.2133 (-1.2924)	-0.4480 (-2.7262)	-0.5197 (-2.3672)	-0.3191 (-1.2699)

註 : 〈表 III-6〉의 註記 참조. 두 번째 推定의 說明變數 中 '*'로 표시된 變數들은 期間區分더미(1982.IV~1989.I : 0, 1989.II~1994.II : 1) 곱하기 해당 變數들의 값으로 算出하였음.

이 表의 두번째 추정에서도 臺灣이 變動換率制度로 이행하기 이전의 기간에 있어서는 臺灣의 中央銀行의 再割引率이 美國에 비하여 상대적으로 높을 때 NT달러/美달러 換率의 상승효과가 상당히 컸던 것으로 나타났다. 그러나 臺灣이 變動換率制度로 이행한 후의 기간에 있어서는 臺灣과 美國 中央銀行 再割引率의 상대적인 차이와 두 나라 通貨間 換率變動 사이에 이와 같은 관계가 상당히 弱化된 것으로 분석되었다.

같은 추정의 결과에서 臺灣과 美國 貿易收支의 상대적인 변동이 NT달러/美달러 換率에 미치는 下落效果가 臺灣이 變動換率制度로 이행한 이후에 상당히 커진 것으로 나타났다. 그러나 두 나라 資本收支 및 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 환율에 미치는 영향은 臺灣이 變動換率制度로 이행하기 이전과 이후의 期間 사이에 큰 차이가 없었던 것으로 추정되었다.

세번째와 네번째 推定の 결과를 비교해 보면 臺灣 中央銀行 再割引率의 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 臺灣이 變動換率制度로 이행하기 이전에는 NT달러/美달러 換率이 약 1.71% 상승한 것으로 나타났다. 그러나 臺灣이 變動換率制度로 이행한 후에는 같은 경우 NT달러/美달러 換率이 약 0.24% 下落한 것으로 추정되었다.

〈表 IV-12〉에서 臺灣이 變動換率制度로 移行하기 전과 후의 기간에 있어서 臺灣과 美國 中央銀行 再割引率의 상대적인 차이가 두 나라 通貨間 換率에 미친 영향의 차이는 〈表 IV-9〉에서 두 나라 平均金利의 상대적인 차이가 換率에 미친 영향의 차이에 비하여 컸던 것으로 나타나고 있다. 일반적으로 한 나라의 中央銀行 再割引率이 商業銀行 優待貸出金利에 비하여 그 나라의 金利政策의 변동을 보다 잘 반영하는 것으로 해석할 때 이와 같은 사실은 臺灣이 變動換率制度로 이행하기 이전과 이후의 기간에 있어서 換率의 運用과 관련하여 金利政策을 수정하였음을 시사하는 것으로

해석할 수 있을 것이다. 즉, 變動換率制度로 이행하기 이전에는 NT달러貨의 平價切上을 저지하기 위하여 상대적으로 低金利政策을 견지하였으나 그 이후에는 이와 같은 政策을 수정한 것으로 이해할 수 있을 것이다.

〈表 IV-12〉의 세번째와 네번째 推定の 결과에서 臺灣이 變動換率制度로 移行하기 이전의 期間과 비교할 때 이후의 기간에 있어서 臺灣과 美國 貿易收支의 상대적인 변동이 NT달러/美달러 通貨間 환율에 미친 영향은 다소 上昇한 것으로 나타났다. 그러나 두 나라 資本收支의 상대적인 변동의 영향은 다소 下落한 것으로 推定되었다.

第 V 章 外換 및 資本 自由化가 원/달러 換率 및 經濟에 미치는 影響

앞에서 日本과 臺灣의 경우 外換 및 資本 自由化가 진전됨에 따라 換率을 결정하는 요소들 특히 비교적 단기적인 外換需給의 變動과 관련된 요소들이 換率에 미치는 影響의 크기가 달라지는 것으로 파악되었다. 또한 NT달러貨와 美國 달러貨간 外換이 거래되는 市場은 地域市場의 성격을 띠고 있기 때문에 이들 두 通貨間 換率의 변동은 國際通貨인 엔貨, 마르크貨와 달러貨 등 주요 통화간 換率의 경우와 비교할 때 臺灣의 국내 外換市場 需給狀況 변동의 影響을 보다 크게 받은 것으로 분석되었다. NT달러/美달러 換率變動을 분석한 결과 또 하나의 특징은 輸出促進이나 物價의 안정과 관련된 政策의 변동도 直·間接적으로 換率에 影響을 미쳤다는 점이다.

이와 같은 사실은 향후 우리나라가 外換 및 換率 政策을 수립함에 있어서 중요한 示唆點들을 내포하고 있는 것으로 판단된다. 특히 經濟發展의 단계가 우리나라와 유사한 臺灣의 NT달러貨 換率變動을 분석한 결과는 外換 및 資本 自由化를 추진하는 데 많은 참고가 될 수 있을 것이다.

앞으로 우리나라가 外換 및 資本 自由化를 추진함에 따라 원貨와 外國通貨間 換率 특히 원/달러 換率의 결정은 과거와 많이 달라질 것으로 예상된다. 지금까지는 外換의 保有 및 거래가 제한되고 또한 資本의 유출입이 엄격하게 규제되었기 때문에 원/달러 換率의 결정에 있어서 外換市場 需給狀況의 변동이 換率에 미치는 影響은 크지 않았다. 그러나 앞으로 이와 같은 規制가 撤廢되거나 緩和될 경우 外換市場 需給狀況의 변동으로 인한 換率變動의 效果가 증대

될 것이다.

또한 換率의 결정에는 外換市場의 성격 및 經濟政策의 특성 등 많은 다른 요소들도 영향을 미치게 되므로 향후 원/달러 換率의 움직임을 파악하기 위하여서는 우리나라의 특수성을 고려하여야 할 것이다. 특히, 원貨와 外國通貨間 外換의 거래는 주로 국내에서만 이루어지는 地域市場의 성격을 띠고 있기 때문에 換率의 결정에 있어서 국내 經濟狀況의 변동이 보다 큰 영향을 미칠 수 있을 것이다. 게다가 우리나라의 경우 國內市場이 협소하기 때문에 國內 生産품 중 해외로 輸出되는 제품의 비중이 높다. 그렇기 때문에 輸出品의 價格競爭力과 직결되는 換率을 조정함에 있어서 通貨, 物價 및 經濟成長 등 다른 經濟變數와의 유기적인 관계를 중시해온 것이 사실이다. 따라서 外換 및 資本 自由化가 환율에 미치는 影響을 파악함에 있어서 이와 같은 우리나라의 特殊性을 고려하지 않으면 안 될 것이다.

이와 같은 점들을 고려하여 本章에서는 먼저 1980년대 및 최근 원/달러 換率變動의 요인을 분석함으로써 우리나라 外換需給 조정의 慣行과 換率政策의 내용 등을 추측해 보고 이와 관련하여 換率 決定의 특성을 분석해 보기로 하겠다. 또한 우리나라 換率變動을 분석한 결과와 日本 및 臺灣 등 外國의 분석 결과를 참고하여 外換 및 資本 自由化가 원/달러 換率의 決定과 換率水準에 미칠 영향을 추정해 보기로 하겠다. 나아가 海外資本의 流入 및 換率의 변동이 주요 經濟變數에 미치는 영향에 대하여서도 검토해 보기로 하겠다.

1. 1980년대 원/달러 換率變動의 特性

우리나라 換率政策의 歷史的인 배경을 파악하기 위하여 1980년대 원/달러 換率의 변동의 요인을 분석해 볼 필요가 있다. 1980년 2월부터 1990년 2월까지 10년 동안 우리나라는 複數通貨 바스켓

페그 換率制度를 채택하고 있었다. 이 制度下에서 원/달러 換率은 美國 달러貨를 비롯하여 日本 엔貨, 獨逸 마르크貨 등 주요 통화간 換率의 상대적인 변동과 國內 經濟상황의 변동 등을 고려하여 當局이 적정한 수준에서 결정하였다. 따라서 이 기간 동안 外換市場 需給狀況의 변동은 원/달러 換率의 결정에 큰 영향을 미치지 않았을 수도 있을 것이다.

이와 같은 점을 고려할 때 外換市場의 需給調節 기능에 따라 환율이 결정되는 경우를 중심으로 정립된 기존의 換率決定理論에 기초를 둔 기법을 적용하여 1980년대 원/달러 환율의 변동을 분석하기에는 부적합한 면도 있을 것으로 판단된다. 그럼에도 불구하고 앞에서 주요국 통화간 換率變動을 분석함에 있어서 적용한 것과 같은 방법으로 이 기간 동안 원/달러 換率變動의 特徵을 파악함으로써 換率의 決定 및 調整과 관련된 과거 우리나라 政策의 특성을 가늠해 볼 수 있을 것이다.

우리나라가 複數通貨 바스켓 페그 換率制度를 채택하고 있었던 1980년 2/4分期부터 1989년 4/4分期까지 각 요소의 변동이 원/달러 換率에 미친 영향을 분석한 결과는 〈表 V-1〉에 정리되어 있다¹⁾.

이 표의 첫번째 推定에서는 우리나라와 美國의 國際收支 및 中央銀行 對外準備高²⁾ 변동의 자료는 10億달러 단위로 표시된 金額資料를 사용하였다. 이 추정의 결과에서 換率의 長期的인 均衡水準을 결정하는 것으로 판단되는 우리나라와 美國 두 나라 實質所得 및 物價水準의 상대적인 변동이 分期間 원/달러 換率變動에 미친 영향은

-
- 1) 分期間 원/달러 換率의 분석에 사용된 美國의 資料는 엔/달러 換率과 마르크/달러 換率 및 NT달러/美달러 換率을 분석함에 있어서 사용한 資料와 같다. 韓國 資料의 출처는 IMF의 IFS이며 이중 實質 GDP는 원래의 資料를 EZX11 방법으로 季節調整한 資料를 사용하였다.
 - 2) 우리나라 中央銀行 對外準備高는 韓國銀行이 보유하고 있는 海外資産(foreign asset)과 SDR 및 IMF 포지션을 포함하여 산출된 金額이다.

〈表 V-1〉 원/달러換率 變動要因 分析(1)(1980.II~1989.IV)

說明變數	說明變數로 사용된 國際收支 및 對外準備高 變動 資料의 形態				
	金額 (10億달라)	實質所得에 대한 比率(固 定換率適用)	實質所得에 대한 比率(期 間 平均換率 適用)	通貨量(M ₁) 에 대한 比率 (固定換率適 用)	通貨量(M ₁) 에 대한 比率 (期間平均換 率適用)
常 數	0.0072 (1.3899)	0.0039 (1.2228)	0.0050 (1.5177)	0.0025 (0.8653)	0.0033 (1.1110)
實質GDP增加率差異	-0.1704 (-2.6290)	-0.3895 (-5.7022)	-0.4017 (-5.5116)	-0.2780 (-4.2374)	-0.2942 (-4.3728)
通貨增加率差異	-0.0072 (-0.2810)	0.0266 (1.1398)	0.0376 (1.5860)	0.0143 (0.5723)	0.0207 (0.8275)
生産者物價上昇率差異	0.8789 (3.6529)	0.5760 (2.4621)	0.6786 (2.8624)	0.5173 (1.9381)	0.6051 (2.2384)
再割引率 差異	-0.3879 (-4.0140)	-0.2118 (-2.6713)	-0.2016 (-2.4031)	-0.2273 (-2.5602)	-0.2084 (-2.2665)
經常收支差異 (當 期)	0.0001 (0.1474)	1.2840 (1.9601)	1.2394 (1.9068)	0.0521 (1.1606)	0.0568 (1.2915)
經常收支差異 (前 期)	-0.0007 (-1.9201)	-1.1130 (-2.6577)	-1.2025 (-2.9530)	-0.0686 (-2.3042)	-0.0754 (-2.6288)
資本收支差異 (當 期)	-0.0008 (-1.5028)	1.1917 (1.7955)	1.0522 (1.5587)	0.0439 (1.2484)	0.0433 (1.2130)
對外準備高變動差異 (當 期)	-0.0027 (-3.2483)	-2.4578 (-3.6165)	-2.2689 (-3.1455)	-0.0994 (-2.9004)	-0.0982 (-2.6751)
對外準備高變動差異 (前 期)	0.0011 (1.1365)	0.6020 (1.3084)	0.4586 (0.9488)	0.0155 (0.6429)	0.0117 (0.4586)
R ² ¹⁾	0.7333	0.7766	0.7609	0.7527	0.7458
D.W. ²⁾	2.2461	2.1439	2.1704	2.0676	2.1328
ρ ³⁾	0.0885 (0.4838)	-0.3013 (-1.6930)	-0.3169 (-1.7612)	-0.1158 (-0.5580)	-0.1417 (-0.7006)

- 註: 1. 常數를 제외한 모든 說明變數는 韓國과 美國 資料의 相對的인 差異임.
 2. 國際收支 및 對外準備高 資料의 形態는 表의 상단에 표시되어 있으며, 달러貨로 표시된 자료를 원貨로 환산함에 있어서 적용한 원/달러換率은 () 안에 표시되어 있음.
 3. 誤差項의 1次 自己相關關係를 수정하기 위하여 Cochrane-Orcutt 技法을 적용하였음.
 4. () 안의 숫자는 推定된 係數의 t統計임.
 1) 自由度 調整後 R². 2) Durbin-Watson統計. 3) 誤差項의 1次 自己相關係數 推定值.

비교적 컸던 것으로 나타났다. 年率로 환산한 우리나라의 實質 GDP 增加率이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 원/달러 換率은 약 0.17% 下落(원貨 가치 上昇)한 것으로 추정되었다. 또한 우리나라 生産者物價 上昇率이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 원/달러 換率은 약 0.88% 上昇(원貨 가치 下落)한 것으로 나타났다.

이와 같은 결과를 기준으로 판단할 때 이 기간 동안 管理當局이 원/달러 換率水準을 결정함에 있어서 우리나라와 美國間 實質所得과 物價水準의 상대적인 변동을 상당히 고려하였던 것으로 추측할 수 있다. 그러나 두 나라 通貨 增加率의 상대적인 차이가 換率에 미친 영향은 크지 않았던 것으로 분석되었다. 같은 분석의 결과에서 우리나라 中央銀行의 再割引率이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 원/달러 환율은 약 0.39% 下落한 것으로 추정되었다.

우리나라와 美國 外換需給의 변동을 표시하는 요소들의 상대적인 변동이 원/달러 換率에 미친 영향을 나타내는 係數의 推定値들은 주요 先進國 통화간 환율의 경우와 큰 차이가 있는 것을 알 수 있다. 같은 分期 우리나라 經常收支 黑字金額이 美國에 비하여 상대적으로 10億달러 많을 경우 원/달러 換率은 약 0.01% 上昇(원貨 가치 下落)한 것으로 추정되었다. 그러나 直前 分期 우리나라 經常收支 黑字金額이 美國에 비하여 상대적으로 10億달러 많았을 경우에는 원/달러 換率은 약 0.07% 下落(원貨 가치 上昇)한 것으로 나타났다.

經常收支가 黑字를 기록할 경우 外換의 供給이 증가하기 때문에 自國通貨의 가치가 상승한다는 換率決定理論에 따를 경우 經常收支가 黑字를 기록하는 것과 같은 分期에 自國通貨의 가치가 상승하여야 할 것이다. 그런데 分析의 결과에서는 과거 經常收支 黑字가 현재 기간에 있어서 自國通貨 價值上昇의 요인으로 작용하게 되는 것

으로 나타나고 있다. 따라서 이 기간 동안 우리나라와 美國 經常收支의 상대적인 변동과 원/달러 환율변동 사이의 관계는 外換需給의 논리로 설명하기 어렵다.

그렇다면 複數通貨 바스켓 페그 換率制度를 채택한 기간 동안 經常收支의 상대적인變動과 換率變動 사이에 이와 같은 관계로 나타난 이유는 무엇일까? 설명 가능한 이유는 과거의 經常收支 변동을 고려하여 換率水準을 결정한 결과 이와 같은 관계로 나타나는 경우이다. 즉, 과거에 經常收支가 赤字를 기록하였을 경우 이를 시정하기 위하여 國內通貨의 가치를 下落시키고 반대의 경우 國內通貨의 價値를 上昇시킬 경우 經常收支와 換率變動 사이에 이와 같은 時差關係가 성립될 수 있을 것이다. 분석 기간 동안 當局이 원/달러 換率水準을 결정함에 있어서 經常收支의 변동추세를 고려하였던 점을 감안할 때 이러한 추측의 타당성이 전혀 없지는 않을 것으로 판단된다.

같은 推定の 결과에서 우리나라와 美國 資本收支의 상대적인 차이로 인한 換率變動의 효과는 크지 않았던 것으로 나타났다. 美國과 비교하여 우리나라 中央銀行 對外準備高가 상대적으로 증가한 경우 달러에 대한 원화의 가치는 상승한 것으로 나타났다. 즉 분기간 우리나라 中央銀行 對外準備高 증가금액이 美國에 비하여 상대적으로 10億달러 많았을 때 원/달러 換率은 같은 分期에 약 0.27% 下落하고 直後 分期에 약 0.11% 上昇한 것으로 推定되어 이 두 효과를 합할 경우 약 0.17% 下落하였던 것으로 추산할 수 있다. 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동과 환율변동 사이의 이와 같은 관계는 外換市場 調節을 위한 정상적인 中央銀行 介入의 효과로 해석하기는 어렵다.

〈表 V-1〉의 두번째와 세번째 分析에서는 經濟規模의 확대로 인한 國際收支 및 中央銀行 對外準備高의 변동효과를 감안하기 위하여 이들 변수의 金額資料 대신 實質 GDP에 대한 비율의 상대적인 차이를 說明變數로 사용하였다. 두 분석 사이에 다른 점은 달러貨로

표시된 우리나라의 國際收支 및 對外準備高 金額을 원화로 환산함에 있어서 적용한 換率의 차이이다. 즉, 두번째 분석에서는 1990년 말의 원/달러 換率(1달러당 716.4원)을 적용하였음에 대하여 세번째 분석에서는 각 期間의 平均換率을 적용하였다.

이와 같은 차이에도 불구하고 두 추정의 결과 각 요인의 변동과 원/달러 변동과의 관계는 거의 같게 나타났다. 이들 두 추정의 결과는 내용적으로 첫번째 추정의 결과와 유사한 것으로 판단할 수 있다. 다만 첫번째 推定의 결과와 비교하여 우리나라와 美國 實質 GDP 增加率의 차이가 換率에 미친 영향은 상대적으로 크게 추정된 반면 두 나라 生産者物價 上昇率 차이의 影響은 상대적으로 작게 나타났다.

첫번째 추정의 결과와 두번째 및 세번째 추정의 결과 가장 큰 차이점은 우리나라와 美國 資本收支의 상대적인 변동과 원/달러 換率 變動 사이의 관계이다. 즉, 두번째와 세번째 추정의 결과에서 우리나라 實質 GDP(年間 규모로 환산한 금액)에 대한 資本收支의 비율이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높을 경우 원/달러 換率은 약 1.19% 및 1.05% 上昇(원화 가치 하락)한 것으로 각각 추정되었다. 이와 같은 資本收支의 변동의 효과는 外換需給의 변동을 통하여 換率에 미치는 영향과 반대이다.

두번째와 세번째 추정의 결과에서도 첫번째 추정의 결과에서와 같이 우리나라 經常收支가 美國에 비하여 상대적으로 개선된 경우 같은 分期에 원/달러 換率은 상승한 것으로 나타났다. 또한 우리나라 中央銀行 對外準備高가 美國에 비하여 상대적으로 증가한 것과 같은 分期에 원/달러 換率은 하락한 것으로 추정되었다.

經濟規模의 확대에 의한 國際收支 및 中央銀行 對外準備高의 변동효과를 감안하기 위하여 이들 金額의 通貨量(M_1)에 대한 비율의 상대적인 차이를 說明變數로 사용하여 분석한 결과는 <表 V-1>의 네번째와 다섯번째 칸에 정리되어 있다. 네번째 推定에서는 달러貨

로 표시된 각 기간 동안 우리나라의 國際收支 및 對外準備高 금액을 1990년 말의 원/달러 환율을 적용하여 원화로 환산하였으며 다섯번째 推定에서는 같은 목적을 위하여 각 기간의 원/달러 平均換率을 적용하였다.

이들 두 추정의 결과는 내용적으로 두번째 및 세번째 推定の 결과와 유사한 것으로 판단할 수 있다. 다만 우리나라와 美國 實質 GDP 增加率의 상대적인 차이가 원/달러에 미친 영향을 나타내는 계수가 다소 작게 추정되었으며 전체적인 추정의 適合度를 표시하는 自由度 조정후 R^2 값이 두번째 및 세번째 추정의 결과에 비하여 다소 작게 나타났다.

〈表 V-1〉에서 1980년대 원/달러 換率의 변동을 분석한 결과와 앞에서 엔/달러 및 마르크/달러 등 주요 통화간 換率 및 NT달러/美달러 換率의 변동을 분석한 결과를 비교할 때 가장 큰 차이점은 國際收支 및 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동과 換率變動과의 관계이다. 앞에서 검토한 다른 換率들의 경우 日本이나 獨逸 및 臺灣의 經常收支와 資本收支의 흑자규모가 美國에 비하여 상대적으로 증가한 것과 같은 分期에 이들 나라 通貨의 달러화에 대한 가치가上昇한 것으로 나타났다. 그러나 과거 經常收支나 資本收支의 변동은 현재의 換率變動에 거의 영향을 미치지 않는 것으로 분석되었다. 전체적으로 엔/달러 및 마르크/달러 換率의 경우 해당국 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 換率에 미친 영향은 크지 않았던 것으로 파악되었다.

이에 대하여 複數通貨 바스켓 페그 換率制度下에서 원/달러 換率의 변동을 분석한 결과에서는 같은 分期 우리나라 經常收支가 상대적으로 개선된 경우 원貨의 가치는 오히려 下落한 것으로 나타났다. 그러나 과거 經常收支의 상대적인 改善은 현재 원貨 가치를上昇시키는 요인으로 작용한 것으로 분석되었다. 우리나라 資本收支 黑字規模가 상대적으로 증가한 경우 원화 가치는 오히려 下落한 것

으로 분석되었다. 또한 우리나라 中央銀行 對外準備高가 상대적으로 증가한 경우 원화의 가치가 오히려 上昇한 것으로 추정되었다.

이와 같은 차이는 이 기간 동안 원/달러 換率이 外換市場 需給狀況에 따라 결정되지 않고 管理當局에 의하여 결정되었기 때문인 것으로 이해할 수 있다. 특히 經常收支 및 資本收支와 換率變動과의 관계를 고려할 때 當局이 人爲的으로 外換의 需給을 조절하였던 것으로 판단된다. 또한 中央銀行 對外準備高와 환율변동 사이의 관계를 기준으로 판단할 때 이 기간 동안 우리나라 당국은 先進國의 경우와 같은 外換市場 介入의 방법으로 환율을 조정하지 않았던 것으로 판단된다.

그렇다면 이 기간 동안 우리나라 經常收支 및 資本收支와 관련된 外換의 需給은 어떤 방법으로 조정되었을까? 이 문제를 살펴보기 위하여 1980년대와 1990년대 초기 우리나라 國際收支 및 이와 관련된 經濟變數 사이의 相關關係를 분석한 결과는 〈表 V-2〉에 정리되어 있다.

이 表에서 1980년대 우리나라 經常收支와 資本收支金額 사이에 상당히 높은 負(-)의 相關關係가 있었던 것으로 나타나고 있다³⁾. 이와 같은 관계는 당시 우리나라 外換管理 당국이 經常收支와 資本收支를 상호 연계하여 조정함으로써 外換의 수급을 조절하였기 때문에 형성된 것으로 판단된다. 예를 들면 海外資本의 도입에 있어서 海外로부터의 資本財의 導入을 위한 경우에만 허용하거나 經常收支

3) 臺灣이 中心換率制度를 채택하였던 1982년 9월부터 1989년 3월까지의 기간 동안 分期間 經常收支와 資本收支 금액 사이의 相關關係係數의 추정치는 약 0.149이었던 것으로 추정되어 우리나라의 경우와는 달리 두 變數 사이에 正(+)의 相關關係가 있었던 것으로 분석되었다. 그런데 변동환율제도를 채택하고 있는 국가들의 경우 中央銀行은 예외적인 경우에만 外換市場에 介入하기 때문에 經常收支 黑字는 대부분 資本收支의 赤字로 흡수된다. 따라서 두 변수 사이에 매우 높은 負의 相關關係가 형성될 수 있다. 예를 들면 1973년 2/4分期부터 1994년 1/4分期까지의 기간 동안 日本의 분기간 經常收支와 資本收支 금액 사이의 相關係數는 약 -0.943이었던 것으로 추정되었다.

가 赤字를 기록할 경우에 허용하는 등으로 통제하였기 때문에 資本收支 黑字와 經常收支 赤字가 동시에 발생하여 두 변수 사이에 負의 相關關係가 형성된 것으로 이해할 수 있다.

〈表 V-2〉 分期間 國際收支 및 對外準備高 變動 關聯 資料의 相關關係

	1980.Ⅱ分期~1989.Ⅳ分期				1990.Ⅰ分期~1994.Ⅳ分期			
	資本 收支	對外準備 高變動	通貨量 變動	產業生產 變動	資本 收支	對外準備 高變動	通貨量 變動	產業生產 變動
經常收支	-0.7670	0.5242	0.3297	0.2753	-0.7352	0.1695	0.1163	-0.1588
資本收支		0.0721	-0.3205	-0.1024		0.3885	0.0658	0.3825
對外準備高變動			-0.0860	0.1415			0.2179	0.2378
通貨量(M ₁)變動				0.2576				0.1613

註：關聯 變數 사이의 相關係數 推定值를 표시함. 國際收支 및 對外準備高 變動은 달러(10億) 金額이며 通貨量은 원貨(10億) 표시 金額임. 產業生產 變動은 產業生產指數 自然對數의 變動임.

같은 기간 동안 우리나라 經常收支 金額과 中央銀行 對外準備高의 변동金額 사이에 상당히 높은 正(+)의 相關關係가 있었던 것으로 분석되었다. 따라서 經常收支 黑字로 인하여 外換의 유입이 증가할 경우 中央銀行이 이 중 상당부분을 매입하여 흡수한 것으로 추측할 수 있다. 이에 대하여 資本收支 金額과 中央銀行 對外準備高 金額變動 사이의 相關係數 추정치는 負(-)의 값을 가지고 있어서 資本收支 흑자로 인한 外換流入이 中央銀行의 매입을 통하여 흡수되지는 않았던 것으로 짐작할 수 있다.

1980년대 우리나라 經常收支의 흑자는 通貨量 증가의 요인으로 작용한 것으로 판단되는 반면 資本收支의 흑자는 通貨量 증가의 요인으로 작용하지 않았던 것으로 추측된다. 왜냐하면 같은 기간 동안 經常收支 金額과 通貨量 변동金額 사이에는 正의 상관관계가 존재하였던 것으로 나타났다음에 대하여 자본수지와 通貨量 변동金額 사이에는 負의 相關關係가 존재하였던 것으로 분석되었기 때문이다.

또한 相關關係 분석의 결과를 기준으로 판단할 때 中央銀行 對外 準備高의 변동은 단기적으로 通貨量과 직접적인 관계가 없었던 것으로 해석할 수 있다. 이는 中央銀行이 外換을 매입하는 과정에서 발행된 通貨가 通安證券의 발행 등 이른바 不胎化 조치를 통하여 대부분 還收되었기 때문인 것으로 해석할 수 있다.

이상에서 분석한 1980년대 우리나라의 外換需給 조정의 특징은 經常收支 흑자의 상당부분은 中央銀行의 外換買入을 통하여 흡수되었다는 점이다. 이 과정에서 增發된 通貨는 대부분 通安證券의 발행을 통하여 흡수되었기 때문에 단기적으로 對外準備高와 通貨量 사이에는 직접적인 관계가 없었던 것으로 판단된다. 또한 資本收支 흑자는 대부분 經常收支의 적자를 통하여 흡수되었기 때문에 中央銀行 對外準備高나 通貨量에는 영향을 미치지 않았던 것으로 추측할 수 있다.

〈表 V-1〉에 정리된 換率變動의 요인을 분석한 결과와 〈表 V-2〉에 정리된 相關分析의 결과를 종합할 때 1980년대 관리 당국이 원/달러 換率의 수준을 결정함에 있어서 고려한 사항들을 추측해 볼 수 있다. 먼저 實質所得 및 物價 등 주요 巨視經濟變數와의 조화를 고려하여 換率水準을 조정한 것으로 판단된다. 즉, 輸出好調 등으로 인하여 국내 경기가 活況인 경우 國內通貨의 가치를 상승시키고 不況인 경우 수출을 촉진시키기 위하여 國內通貨의 가치를 하락시켰던 것으로 추측된다.

換率水準을 결정함에 있어서 國內物價의 상대적인 수준을 고려한 이유는 國內通貨의 가치가 상대적인 物價水準에 비하여 지나치게 高評價될 경우 輸出品 製造原價의 상승으로 輸出의 수익성이 저하되고 나아가 수출이 不振하게 될 것을 우려한 때문인 것으로 해석할 수 있다.

원/달러 換率의 水準을 조정함에 있어서 현재 經常收支의 변동보다는 直前 分期 등 가까운 過去의 經常收支를 주로 고려한 것으로

판단된다. 經常收支 특히 貿易收支는 季節性 등 不確實한 요인으로 인하여 변동하는 경우가 많기 때문에 현재 기간에 있어서의 변동이 돌발적인 것인지 아니면 추세의 변동으로 인한 것인지 판단하기 어려운 경우가 많다. 따라서 經常收支가 변동하더라도 어떤 이유에서 기인된 것인가를 판단하기 위하여서는 과거의 趨勢를 고려할 필요가 있었을 것이다⁴⁾.

같은 이유로 현재 기간에 있어서 經常收支의 변동으로 인한 外換需給의 조정은 대부분 中央銀行 對外準備高의 변동을 통하여 이루어진 것으로 판단된다. 같은 분기 經常收支 흑자로 인한 外換을 中央銀行이 매입하는 과정에서 발생하는 通貨膨脹 효과는 通安證券의 발행을 통하여 대부분 흡수하였던 것으로 판단된다. 그런데, 中央銀行 對外準備高가 지나치게 증가할 경우 通貨管理에 부담을 주게 되므로 國內通貨의 가치를 上昇시킴으로써 經常收支의 수준을 조절하였던 것으로 추측할 수 있다.

한편 海外資本의 도입은 經常收支 赤字를 補填하기 위한 경우 또는 海外施設財의 도입을 위한 경우 등과 連繫된 경우에 허용하였기 때문에 資本收支 흑자로 인한 外換供給은 대부분 經常收支 적자로 흡수되었던 것으로 판단된다. 따라서 資本收支가 흑자를 기록하더라도 中央銀行이 外換을 매입할 필요가 없었으며 通貨增加의 효과도 거의 없었던 것으로 추측된다. 이와 같이 볼 때 當局이 換率水準을 결정함에 있어서 資本收支의 변동상황을 거의 고려하지 않았던 점을 이해할 수 있을 것이다.

1980년대 기간중 우리나라의 換率當局이 원/달러 換率을 결정함에 있어서 美國과 비교한 우리나라 經濟狀況의 상대적인 변동을 고려하기보다는 國內狀況의 변동을 주로 고려하였을 수도 있을 것이다. 특히 國內 外換需給의 조정과 관련하여 우리나라와 美國

4) 經常收支의 자료를 집계함에 있어서 시차가 따르기 때문에 換率을 조정함에 있어서 과거의 資料를 참고한 경우도 있었을 것이다.

〈表 V-3〉 원/달러換率 變動要因 分析(2)(1980.II~1989.IV)

說明變數	說明變數로 사용된 國際收支 및 對外準備高 變動 資料의 形態				
	金額 (10億달러)	實質所得에 대한 比率(固 定換率適用)	實質所得에 대한 比率(期 間平均換率 適用)	通貨量(M ₁) 에 대한 比率 (固定換率適 用)	通貨量(M ₁) 에 대한 比率 (期間平均換 率適用)
常 數	0.0089 (3.6495)	0.0049 (2.2365)	0.0060 (2.6260)	0.0028 (1.1496)	0.0038 (1.5665)
實質GDP增加率差異	-0.3296 (-4.6868)	-0.3626 (-4.8182)	-0.3626 (-4.5667)	-0.2612 (-3.9504)	-0.2741 (-4.0300)
通貨增加率差異	0.0505 (2.1699)	0.0419 (1.7641)	0.0538 (2.2337)	0.0248 (0.9854)	0.0323 (1.2784)
生産者物價上昇率差異	0.3146 (1.3140)	0.3143 (1.2624)	0.3809 (1.4998)	0.2693 (0.9992)	0.3290 (1.2121)
再割引率差異	-0.0599 (-0.7067)	-0.1393 (-1.7001)	-0.1105 (-1.2824)	-0.1651 (-1.8495)	-0.1322 (-1.4418)
韓國經常收支 (當 期)	0.0064 (1.0509)	1.0848 (1.4649)	0.9891 (1.1269)	0.0370 (0.7631)	0.0421 (0.8815)
韓國經常收支 (前 期)	-0.0091 (-3.0107)	-1.5021 (-2.9203)	-1.6336 (-3.3324)	-0.0824 (-2.5543)	-0.0920 (-2.9716)
韓國資本收支 (當 期)	0.0076 (1.3048)	1.1280 (-1.7001)	0.8856 (1.1399)	0.0399 (1.0957)	0.0370 (0.9886)
韓國對外準備高變動 (當 期)	-0.0119 (-2.0290)	-2.0539 (-2.6625)	-1.8045 (-2.2128)	-0.0859 (-2.4808)	-0.0829 (-2.2131)
韓國對外準備高變動 (前 期)	0.0047 (1.7938)	0.6465 (1.4112)	0.4397 (0.9076)	0.0166 (0.6780)	0.0122 (0.4732)
R ² ¹⁾	0.7637	0.7632	0.7471	0.7467	0.7379
D.W. ²⁾	2.0065	2.0476	2.0528	2.0581	2.0805
ρ ³⁾	-0.3897 (-2.0970)	-0.2961 (-1.5226)	-0.3221 (-1.6582)	-0.1205 (-0.5652)	-0.1662 (-0.7972)

註: 1. 國際收支 및 對外準備高의 變動은 韓國의 資料만을 說明變數로 사용하였음.
 2. 國際收支 및 對外準備高 資料의 形態는 表의 상단에 표시되어 있으며, 달러貨로 표시된 자료를 원貨로 환산함에 있어서 적용한 원/달러換率은 () 안에 표시되어 있음.
 3. 誤差項의 1次 自己相關關係를 수정하기 위하여 Cochrane-Orcutt 技法을 적용하였음.
 4. () 안의 숫자는 推定된 係數의 t統計임.
 1) 自由度 調整後 R². 2) Durbin-Watson統計. 3) 誤差項의 1次 自己相關係數 推定值.

의 國際收支 및 中央銀行 對外準備高의 변동 등을 동시에 고려하지 않고 우리나라의 상황만을 고려하였을 수도 있을 것이다.

이와 같은 점을 확인하기 위하여 〈表 V-3〉에는 1980년대 원/달러 換率變動의 요인을 분석함에 있어서 우리나라와 美國의 經常收支와 資本收支 및 中央銀行 對外準備高 변동의 상대적인 차이 대신 우리나라의 資料만을 說明變數로 사용하여 추정한 결과가 정리되어 있다. 이 表의 각 推定에서 이들 변수를 제외한 다른 說明變數들은 〈表 V-1〉에서와 동일하다.

〈表 V-3〉과 〈表 V-1〉의 각 추정 결과를 각각 비교해 보면 내용적으로 거의 같은 것을 알 수 있다. 특히 각 表의 두번째부터 다섯번째 추정에서 經常收支 및 中央銀行 對外準備高의 변동과 換率變動과의 時差關係는 일치하게 나타났다. 다만 〈表 V-1〉의 첫번째 推定에서는 같은 分期 우리나라 資本收支의 흑자규모가 美國에 비하여 상대적으로 증가한 경우 원/달러 換率이 下落한 것으로 나타났다음에 대하여 〈表 V-3〉의 첫번째 추정에서는 우리나라 資本收支의 흑자가 증가한 경우 원/달러 換率은 上昇(원貨 가치 下落)한 것으로 나타난 점이 다를 뿐이다.

두 表에서 각 推定の 결과 전체적인 추정의 適合度를 나타내는 自由度 調整後 R^2 를 각각 비교해 보아도 서로 큰 차이가 없는 것을 알 수 있다. 이와 같은 결과를 고려할 때 複數通貨 바스켓 페그 換率制度를 채택하였던 기간 동안 當局이 원/달러 환율을 결정함에 있어서 우리나라 국내 外換需給의 변동을 주로 고려하였던 것으로 판단할 수 있다.

2. 最近의 원/달러 換率 變動要因 分析

우리나라는 1990년 3월 2일부터 市場平均換率制度로 이행하였다. 이 制度下에서 원/달러 換率은 直前 去來日의 加重平均換率을 중심

으로 제한된 범위 내⁵⁾에서 변동할 수 있도록 허용되었다. 이에 따라 外換市場 需給狀況의 변동은 換率에 어느 정도 영향을 미칠 수 있게 되었다.

市場平均換率制度로 이행된 이후 우리나라의 分期間 外換需給과 관련된 變數들의 相關關係를 분석한 결과는 <表 V-2>의 오른쪽에 정리되어 있다. 이 표에서 1990년 1/4분기 이후 관련 변수 사이의 相關關係는 1980년대와 비교할 때 다소 달라진 것을 알 수 있다. 따라서 換率制度가 바뀐 이후 換率의 결정뿐만이 아니고 外換需給을 조절하는 방법에도 변화가 있었던 것으로 짐작할 수 있다.

經常收支와 資本收支 금액 사이에 負(-)의 相關關係는 여전히 높은 것으로 추정되고 있어서 市場平均換率制度로 이행된 후에도 海外資本 導入의 상당부분이 海外施設財의 도입과 연계되어 허용되거나 經常收支가 赤字를 기록한 경우에 허용되는 등으로 통제되었던 것으로 짐작할 수 있다. 그런데 經常收支 금액과 中央銀行 對外準備高 변동액 사이의 相關關係는 1980년대에 비하여 상당폭 낮아진 것을 알 수 있다. 이에 대하여 資本收支 금액과 中央銀行 對外準備高 변동액 사이의 相關關係는 負(-)에서 正(+)으로 변한 것으로 나타나고 있다. 따라서 經常收支 중 對外準備高의 변동으로 조정되는 비율은 하락하였으나 資本收支 금액 중 對外準備高의 변동으로 흡수된 비율은 상승한 것으로 짐작할 수 있다. 通貨量과의 相關關係를 기준으로 판단할 때 中央銀行에 의한 外換買入의 일부는 通貨增加의 요인으로 작용하였던 것으로 추측된다.

이와 같은 차이를 감안할 때 市場平均換率制度로 이행된 후 원/

5) 市場平均換率制度를 채택한 이후 日間 換率變動의 허용 범위는 점차 확대되었다. 초기에는 基準換率(直前 去來日의 加重平均 換率)을 중심으로 상하 0.4% 범위 내에서 변동할 수 있도록 허용되었으나 1991년 9월부터 상하 0.6%, 1992년 7월부터는 상하 0.8%, 1993년 10월부터 상하 1.0%로 각각 확대되었으며 1994년 11월부터는 상하 1.5%로 확대되었다.

달러 환율의 변동요인은 이전에 비하여 달라졌을 것으로 판단할 수 있다. 따라서 1990년 3월 이후 원/달러 환율의 변동은 그 이전과 구분하여 분석하여야 할 것이다.

市場平均換率制度로 이행된 후 원/달러 환율 변동의 要因을 파악하기 위하여 입수 가능한 약 5년간의 分期間 자료를 대상으로 回歸分析을 할 경우 자료의 부족으로 인하여 의미 있는 결과를 기대하기 어려울 것이다. 이와 같은 점을 고려하여 本 研究에서는 보다 많은 數의 標本을 구할 수 있는 月間 資料를 사용하여 回歸分析을 하였다.

그런데 앞의 分期間 분석에서 사용한 資料 중 일부는 月間으로 集計되지 않기 때문에 문제가 발생한다. 먼저 우리나라를 비롯한 대부분의 국가들이 實質所得(GDP 또는 GNP)을 집계하는 기간의 최소 단위는 分期間이다. 따라서 월간 實質所得의 자료는 구할 수 없는 어려움이 있다. 그런데 1980년대 분기간 원/달러 환율의 변동을 분석한 결과에서 우리나라와 美國 實質 GDP 增加率의 상대적인 차이는 두 나라 通貨間 換率에 상당히 큰 영향을 미쳤던 것으로 파악되었다. 따라서 換率變動의 요인을 분석함에 있어서 實質所得 변동의 영향을 감안하지 않을 경우 전체적인 분석의 결과가 왜곡될 危險이 있다. 이와 같은 점을 고려하여 月間 분석에서는 實質所得의 변동과 相關關係가 높을 것으로 판단되는 産業生産指數의 변동 資料를 대신 說明變數로 사용하였다⁶⁾.

資料와 관련된 또 하나의 난관은 IMF의 IFS에서는 각 나라의 月間 經常收支 및 資本收支 등 國際收支 자료를 발표하지 않고 있기 때문에 美國의 월간 國際收支 자료는 구할 수 없는 것이 문제이다. 이러한 자료 입수의 문제 때문에 월간 분석에서는 外換의 需給과

6) 1980년 2/4分기부터 1994년 2/4分기까지의 기간 동안 우리나라의 분기간 實質 GDP 增加率과 産業生産指數 上昇率 사이의 相關係數는 약 0.595이었던 것으로 推定되었다.

관련된 經常收支와 資本收支 및 中央銀行 對外準備高 자료는 우리나라의 자료만을 사용하여 분석하였다. 앞의 1980년대 원/달러換率 분석에서 外換의 需給과 관련된 우리나라의 資料만을 사용하여 분석한 결과와 美國과의 상대적인 차이를 사용하여 분석한 결과 사이에 큰 차이가 없는 것으로 파악되었다. 또한 臺灣의 換率을 분석한 결과에서도 臺灣의 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 자료만을 사용하여 분석한 경우와 美國과의 상대적인 차이 자료를 사용하여 분석한 결과 사이에 큰 차이가 없는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과가 초래되는 이유는 우리나라와 臺灣의 通貨의 경우 地域通貨이기 때문에 換率의 변동이 주로 국내 外換市場의 상황에 따라 결정되기 때문인 것으로 추측된다. 따라서 원/달러換率의 월간 분석을 함에 있어서 外換의 需給과 관련된 우리나라의 資料만을 사용하더라도 이들 요소의 변동이 換率에 미치는 影響을 파악하는 데에는 큰 지장이 없을 것으로 판단된다.

1990년 3월부터 1994년 12월까지 月間 원/달러換率의 변동요인을 추정한 결과는 〈表 V-4〉에 정리되어 있다⁷⁾. 이 表의 첫번째 추정에서는 10億달러 단위로 표시된 우리나라 經常收支와 資本收支 및 中央銀行 對外準備高 變動額을 설명변수로 사용하였다. 이에 대하여 두번째와 세번째 추정에서는 같은 분기 實質 GDP(季節調整 후 年間 金額)에 대한 이들 금액의 비율을 說明變數로 사용하였으며 네번째와 다섯번째 推定에서는 같은 달 末 通貨量(M_1)에 대한 비율을 說明變數로 사용하였다. 각 추정에서 달러貨로 표시된 이들 金額을 원貨로 환산함에 있어서 적용한 원/달러換率은 表의 상단 () 안에 표시되어 있다.

7) 月間 원/달러換率의 변동을 분석함에 있어서 사용한 資料의 출처는 우리나라의 經常收支 및 資本收支 자료의 경우 韓國銀行의 『조사통계월보』이며 다른 資料의 경우 IMF의 IFS 테이프이다.

〈表 V-4〉 원/달러換率 月間 變動要因 分析(1)(1990.3~1994.12)

說明變數	說明變數로 사용된 國際收支 및 對外準備高 變動 資料의 形態				
	金額 (10億달러)	實質所得에 대한 比率(固 定換率適用)	實質所得에 대한 比率(期 間平均換率 適用)	通貨量(M ₁) 에 대한 比率 (固定換率適 用)	通貨量(M ₁) 에 대한 比率 (期間平均換 率適用)
常 數	0.0011 (-0.5358)	-0.0012 (-0.5940)	-0.0012 (-0.6032)	-0.0005 (-0.2228)	-0.0005 (-0.2152)
産業生産增加率差異 (當月~2個月前)	0.0446 (1.2959)	0.0387 (1.1901)	0.0405 (1.2268)	0.0274 (0.7536)	0.0292 (0.7940)
通貨量增加率差異 (3 個 月 前)	-0.0154 (-1.8077)	-0.0152 (-1.8580)	-0.0158 (-1.9329)	-0.0127 (-1.3750)	-0.0126 (-1.3636)
生産者物價上昇率差異 (當月~2個月前)	0.0629 (0.4357)	0.1036 (0.5540)	0.1251 (0.6728)	0.0051 (0.0251)	0.0098 (0.0482)
再 割 引 率 差 異	0.1310 (1.6949)	0.1332 (1.6986)	0.1295 (1.6376)	0.1163 (1.3846)	0.1156 (1.3783)
韓 國 經 常 收 支 (當 月)	-0.0010 (-0.9231)	-0.2869 (-0.9808)	-0.2851 (-1.0166)	-0.0250 (-0.8964)	-0.0236 (-0.8667)
韓 國 經 常 收 支 (1 個 月 前)	-0.0023 (-1.9719)	-0.7612 (-2.3214)	-0.7253 (-2.2964)	-0.0668 (-2.0325)	-0.0627 (-1.9758)
韓 國 資 本 收 支 (當 月)	-0.0024 (-2.4808)	-0.6457 (-2.5498)	-0.6565 (-2.5915)	-0.0790 (-2.3074)	-0.0795 (-2.3081)
韓國對外準備高變動 (當 月)	-0.0011 (-1.2123)	-0.3841 (-1.5030)	-0.2925 (-1.2003)	-0.0023 (-0.1763)	0.0002 (0.0134)
韓國對外準備高變動 (1 個 月 前)	0.0015 (1.4123)	0.4743 (1.6218)	0.5288 (1.9155)	0.0146 (0.9648)	0.0151 (1.0539)
R ² ¹⁾	0.3957	0.4276	0.4192	0.2993	0.2943
D.W. ²⁾	2.0174	1.9485	1.9586	1.9976	2.0068
ρ ³⁾	0.5373 (4.0911)	0.5603 (4.4019)	0.5599 (4.3190)	0.5450 (4.1249)	0.5426 (4.0602)

註: 1. 産業生産 增加率, 通貨量 增加率, 生産者物價 上昇率과 再割引率의 차이는 각각 韓國과 美國 資料와의 차이를 표시함.

2. 國際收支 및 對外準備高의 變動은 韓國의 資料만을 說明變數로 사용하였음.

3. 誤差項의 1次 自己相關關係를 수정하기 위하여 Cochrane-Orcutt 技法을 적용하였음.

4. () 안의 숫자는 推定된 係數의 t統計임.

1) 自由度 調整後 R². 2) Durbin-Watson統計. 3) 誤差項의 1次 自己相關係數 推定值.

각 추정 의 결과에서 같은 달부터 과거 2개월에 걸친 기간 동안 우리나라의 産業生産 增加率이 美國에 비하여 상대적으로 높았을 경우 원/달러 換率은 上昇(원화 가치의 下落)한 것으로 추정되었다. 1980년대 分期間 원/달러 換率의 변동요인을 분석함에 있어서 우리나라와 미국 實質 GDP 增加率의 상대적인 차이 대신 産業生産指數 上昇率의 차이를 說明變數로 사용하여 추정한 결과 우리나라 産業生産 增加率이 상대적으로 높았을 때 원/달러 換率은 하락한 것으로 파악되었다⁸⁾. 그런데 1990년 3월 이후의 月間 자료를 분석한 결과에서는 産業生産 增加率의 상대적인 차이가 換率에 미친 영향이 1980년대에 있어서와 반대로 나타난 점은 주목할 만한 변화이다.

이와 같이 産業生産 增加率의 상대적인 차이가 換率에 미치는 영향이 달라진 이유는 무엇일까? 이 질문에 대하여 설명 가능한 해답은 우리나라 産業生産의 변동과 經常收支와의 관계에서 찾을 수 있다. <表 V-2>의 相關關係 분석에서 1980년대에는 우리나라 産業生産 변동률과 經常收支 사이의 相關係數 추정치는 正(+)⁹⁾의 값으로 나타나고 있다. 따라서 이 기간 동안 産業生産이 증가하면 經常收支가 개선되는 관계에 있었던 것으로 해석할 수 있으며 이와 같은 관계를 고려하여 當局은 국내 産業生産이 증가하면 원화의 가치를 上向 調整한 것으로 추측할 수 있다. 그러나 1990년 1/4分期 이후에는 産業生産의 증가와 經常收支 사이에 負의 相關關係로 바뀌었다. 이와 같은 변화, 즉 産業生産이 증가하면 經常收支의 赤字가 증가하여 外換의 需要가 增加하였기 때문에, 産業生産이 증가하면 원화의 가치는 下落하는 관계로 바뀌게 되었을 것이다.

각 추정 의 결과에서 3개월 前 우리나라의 通貨 增加率이 美國에

8) <表 V-1>의 두번째 추정에서 우리나라 産業生産 增加率이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높았을 때 원/달러 換率이 같은 분기에 약 0.23% 하락(係數 推定值의 統計 약 -2.324)한 것으로 나타났으며 다른 推定의 결과에서도 유사한 관계로 나타났다.

비하여 상대적으로 높았을 경우 원/달러 換率은 下落(원화 가치 상승)한 것으로 나타나고 있다⁹⁾. 과거 通貨 增加率의 상대적인 차이와 換率變動과의 이와 같은 관계는 理論的으로 설명하기 곤란하다. 그러나 管理當局이 換率을 조절하기 위하여 外換市場에 介入함에 있어서 가까운 과거의 通貨 增加率을 고려하는 상황에서는 이러한 관계가 성립될 수 있을 것으로 판단된다. 과거의 통화 증가율이 지나치게 높을 경우를 생각해 보자. 이때 通貨 增加를 억제하기 위하여 中央銀行은 外換買入의 규모를 축소할 수 있다. 그 결과 自國通貨의 가치가 上昇하게 되면 과거 通貨量이 증가할 경우 換率이 下落(自國通貨 가치 上昇)하는 관계로 나타날 수 있을 것이다.

각 추정의 결과에서 우리나라 中央銀行의 再割引率이 美國에 비하여 상대적으로 높았을 경우 원/달러 換率은 上昇(원화 가치 하락)한 것으로 추정되었다. 利率의 상대적인 차이와 換率變動과의 이와 같은 관계는 外貨資産에 대한 投資需要의 변동으로 설명하기 곤란하다. 그런데 外換 및 資本의 流出入에 대하여 엄격하게 통제함과 동시에 관리당국이 換率을 조정함에 있어서 先進國 通貨間 換率의 변동을 고려할 경우 이와 같은 관계가 가능할 것으로 추측된다.

분석 기간중 우리나라는 外換의 保有나 資本의 流出入을 비교적 엄격하게 통제하였기 때문에 國內外 金利의 상대적인 변동이 換率에 미친 직접적인 영향은 크지 않았을 것이다. 第三章의 분석결과에서 美國의 金利가 日本에 비하여 상대적으로 높을 경우 엔貨에 대한 달러貨의 가치는 상승하는 것으로 나타났다. 따라서 엔/달러 換率이 下落하는 경우 이를 저지하기 위하여 美國은 再割引率을 인상할 수 있을 것이다. 그런데 엔/달러 換率이 下落하면 우리나라의 輸出競爭力은 개선되기 때문에 원/달러 換率을 다소 下向調整하더라

9) 같은 달과 直前 2개월의 우리나라와 美國 통화 증가율의 상대적인 차이는 換率에 거의 영향을 미치지 않았던 것으로 파악되었다.

도 輸出競爭力에는 큰 지장을 초래하지 않을 것이다¹⁰⁾. 한편 엔/달러換率이 下落하면 日本으로부터 輸入되는 物品의 國內價格이 상승하게 되어 전체적인 물가상승의 요인으로 작용하게 된다. 이와 같은 國內物價 상승효과를 차단하기 위하여 엔/달러換率을 하락할 경우 우리나라 당국이 원/달러換率을 下向調整하면 美國의 再割引率과 원/달러 환율이 동시에 하락하는 관계가 성립될 수 있을 것이다.

〈表 V-4〉의 첫번째 추정에서 우리나라의 經常收支가 10億달러 흑자를 기록한 경우 원/달러換率은 같은 달에 약 0.10% 下落하고 다음 달에 약 0.23% 下落한 것으로 나타났으며 다른 추정의 결과에서도 유사한 관계에 있는 것으로 나타나고 있다. 經常收支와 換率變動 사이의 이와 같은 관계는 外換需給의 변동으로 인한 것으로 설명할 수 있다. 즉, 經常收支가 黑字를 기록할 경우 外換의 供給이 증가하기 때문에 自國通貨의 가치가 상승하게 되는 정상적인 관계로 볼 수 있다.

外換供給의 효과만을 고려한다면 우리나라 經常收支가 개선될 경우 원/달러換率은 같은 기간에 下落하고 과거 기간의 經常收支의 개선은 현재 기간의 換率變動에 큰 영향을 미치지 않는 관계로 나타날 것이다. 이와 같은 經常收支의變動이 外換需給의變動을 통하여 換率에 영향을 미칠 경우의 정상적인 時差關係를 고려할 때 같은 달 經常收支 黑字로 인한 換率下落의 효과에 비하여 지난 달 經

10) 엔/달러換率이 下落할 경우 우리나라 輸出이 輸入에 비하여 큰 폭으로 증가하기 때문에 貿易收支는 개선되는 것으로 분석되고 있다(金宗萬, 『日本 換率政策의 方向과 우리나라 輸出入에 미치는 影響』, 1993 참조). 따라서 엔/달러換率이 下落할 경우 원/달러換率을 어느 정도 下向調整하더라도 輸出에 타격을 미치지 않을 수 있다. 그런데 우리나라의 경우 資本財 및 輸出品 生産을 위한 中間材의 對日 輸入依存도가 높기 때문에 엔/달러換率이 下落함으로 인하여 달러貨로 표시된 日本 輸出品의 가격이 上昇하면 우리나라 國內物價 上昇의 요인으로 작용하게 된다. 이와 같은 관계를 감안하여 엔/달러換率이 下落할 경우 원/달러換率을 下向調整할 수 있을 것이다.

常收支 혹자로 인한 환율하락의 효과가 보다 크게 나타난 〈表 V-4〉의 각 추정 결과는 外換需給의 변동효과만으로 설명하기는 곤란한 점이 있다.

그러나 管理當局이 換率을 어느정도 조정할 수 있는 상황에서 과거 經常收支의 변동을 고려하여 換率이 적정한 수준으로 변동하도록 유도한다면 經常收支와 換率變動과의 관계가 〈表 V-4〉에 정리된 각 추정의 결과에서와 같이 나타날 수도 있을 것이다.

〈表 V-4〉의 각 추정에서 우리나라 資本收支가 黑字를 기록한 경우 같은 달에 美國 달러화에 대한 원화의 가치는 상승한 것으로 나타났다. 첫번째 추정의 결과에서 우리나라 資本收支 黑字金額이 10億달러일 경우 원/달러 換率은 같은 달에 약 0.24% 下落한 것으로 나타났으며 係數 推定值의 統計的 有意性도 상당히 높은 것으로 판단할 수 있다¹¹⁾. 이와 같은 분석의 결과를 기준으로 市場平均換率制度로 이행된 후 資本收支의 변동으로 인한 外換需給 변동의 영향이 환율에 어느 정도 반영된 것으로 판단할 수 있다.

〈表 V-4〉에 정리된 각 추정의 결과에서 中央銀行 對外準備高의 변동과 換率變動과의 관계는 外換市場 介入이 外換市場 需給調節을 통하여 환율에 미치는 정상적인 효과로 보기는 어렵다. 다섯번째 추정을 제외한 다른 推定의 결과에서 中央銀行 對外準備高가 증가한 것과 같은 달에 원/달러 換率은 下落(원화 가치 상승)한 것으로 나타나고 있다. 그러나 각 推定의 결과에서 中央銀行 對外準備高가 증가할 경우 원/달러 換率은 다음 달에 上昇한 것으로 나타났다.

中央銀行에 의한 外換市場 개입이 需給調節을 통하여 換率에 영향을 미칠 경우 對外準備高가 증가하면 같은 기간에 自國通貨의 가치는 하락하고 미래 기간에 換率變動과는 관계가 없는 것으로 나타날 것이다. 그런데 〈表 V-4〉의 각 추정에서는 外換市場 개입의 需

11) 〈表 V-4〉의 각 推定에서 1개월 前 등 과거 資本收支는 換率에 큰 영향을 미치지 않는 것으로 파악되었다.

給調節 효과가 다음 달에 실현된 것으로 나타나고 있다.

이와 같은 점을 고려할 때 市場平均換率制度로 이행된 후에도 中央銀行이 외환을 매매함으로써 換率을 조정한 이외에 海外資本 도입의 시기를 조절하는 등 外換의 공급을 원천적으로 통제함으로써 환율에 영향을 미친 경우도 있었던 것으로 판단된다. 〈表 V-2〉에서 1990년 1/4分期 이후에도 우리나라 經常收支와 資本收支 금액 사이에 負(-)의 相關關係가 여전히 높게 추정되고 있는 이유는 關稅國이 經常收支의 변동을 고려하여 海外資本의 도입을 허용하는 등 外換의 需給管理를 하였기 때문인 것으로 해석할 수도 있을 것이다.

市場平均換率制度로 이행된 후 管理當局이 원/달러 換率을 조정함에 있어서 우리나라와 美國 經濟狀況의 상대적인 변동보다는 國內狀況의 변동을 주로 고려하였을 가능성도 있다. 특히 단기간의 換率變動을 조절함에 있어서는 美國 經濟變數에 변동에 관한 情報의 부족 등으로 국내 經濟變數의 변동만을 고려하여 원/달러 換率을 조정하였을 수도 있을 것이다.

이와 같은 점을 확인하기 위하여 우리나라와 美國 產業生産 및 通貨量 增加率과 生産者物價 상승률의 상대적인 차이를 說明變數로 사용하는 대신 우리나라 資料만을 說明變數로 사용하여 월간 원/달러 換率 變動率에 대한 回歸分析을 한 결과는 〈表 V-5〉에 정리되어 있다. 이 表의 각 推定에서 이들 說明變數 이외에 다른 說明變數들은 〈表 V-4〉의 각 해당 推定에서와 동일하다.

이 表에 정리된 각 推定の 결과와 〈表 V-4〉의 결과는 내용적으로 일치하는 것으로 판단된다. 같은 달부터 2개월 전까지의 우리나라 產業生産의 增加와 生産者物價의 상승이 원/달러 換率에 미친 상승효과는 〈表 V-4〉의 각 해당 추정에서보다 다소 크게 나타났다. 3개월 전 우리나라 通貨量の 증가로 인한 원/달러 換率의 下落效果는 〈表 V-4〉의 각 추정의 결과와 큰 차이가 없는 것으로 판

〈表 V-5〉 원/달러換率 月間 變動要因 分析(2)(1990. 3~1994. 12)

說明變數	說明變數로 사용된 國際收支 및 對外準備高 變動 資料의 形態				
	金額 (10億달러)	實質所得에 대한 比率(固 定換率適用)	實質所得에 대한 比率(期 間平均換率 適用)	通貨量(M ₁) 에 대한 比率 (固定換率適 用)	通貨量(M ₁) 에 대한 比率 (期間平均換 率適用)
常數	-0.0034 (-1.4156)	-0.0032 (-1.3603)	-0.0034 (-1.4014)	-0.0023 (-0.9056)	-0.0023 (-0.8981)
韓國產業生産增加率 (當月~2個月前)	0.0627 (20326)	0.0534 (1.7874)	0.0559 (1.8630)	0.0421 (1.2314)	0.0432 (1.2519)
韓國通貨量增加率 (3個月前)	-0.0162 (-2.5910)	-0.0167 (-2.6345)	-0.0171 (-2.7253)	-0.0138 (-1.8948)	-0.0135 (-1.8673)
韓國生産者物價上昇率 (當月~2個月前)	0.2911 (1.4708)	0.4627 (1.7997)	0.4900 (1.9026)	0.4188 (1.4422)	0.4167 (1.4268)
再割引率 差異	0.1833 (20579)	0.1781 (2.0096)	0.1764 (1.9699)	0.1596 (1.6959)	0.1585 (1.6814)
韓國經常收支 (當月)	-0.0016 (-1.6576)	-0.4906 (-1.8261)	-0.4549 (-1.7845)	-0.0375 (-1.4605)	-0.0347 (-1.3874)
韓國經常收支 (1個月前)	-0.0030 (-2.7703)	-0.9407 (-3.0254)	-0.9131 (-3.0714)	-0.0682 (-2.2649)	-0.0650 (-2.2252)
韓國資本收支 (當月)	-0.0034 (-3.9849)	-0.8898 (-3.9151)	-0.8938 (-3.9714)	-0.1005 (-3.3460)	-0.1004 (-3.3200)
韓國對外準備高變動 (當月)	-0.0009 (-1.2184)	-0.2652 (-1.2513)	-0.2163 (-1.0663)	-0.0022 (-0.1891)	-0.0006 (-0.0530)
韓國對外準備高變動 (1個月前)	0.0016 (1.9546)	0.5412 (2.2349)	0.5747 (2.4962)	0.0179 (1.4146)	0.0178 (1.4791)
R ² ¹⁾	0.5316	0.5381	0.5390	0.4106	0.4063
D.W. ²⁾	1.6460	1.6720	1.6416	1.8042	1.8031
ρ ³⁾	0.6675 (5.7881)	0.6668 (5.7429)	0.6739 (5.8245)	0.6305 (5.0877)	0.6289 (5.0467)

- 註: 1. 再割引率 差異는 韓國과 美國 中央銀行 再割引率의 差異임.
 2. 國際收支 및 對外準備高 資料의 形態는 表의 상단에 표시되어 있으며, 달러貨로 표시된 자료를 원貨로 환산함에 있어서 적용한 원/달러換率은 () 안에 표시되어 있음.
 3. 誤差項의 1次 自己相關關係를 수정하기 위하여 Cochrane-Orcutt技法을 적용하였음.
 4. () 안의 숫자는 推定된 係數의 統計임.
 1) 自由度 調整後 R². 2) Durbin-Watson統計. 3) 誤差項의 1次 自己相關係數 推定值.

단된다. 우리나라와 美國 中央銀行 再割引率의 상대적인 차이의 효과는 다소 작게 나타난 반면 經常收支 및 資本收支가 환율에 미친 영향은 〈表 V-4〉의 각 추정에서보다 다소 크게 추정되었으며 中央銀行 對外準備高 변동의 효과는 유사하게 나타났다.

각 說明變數와 원/달러 換率과의 관계를 표시하는 係數 추정치들의 統計的 유의성은 상대적으로 높은 것으로 평가되며 전체적인 추정의 適合度를 나타내는 自由度 調整後 R^2 는 〈表 V-4〉에서 각 推定의 결과와 비교할 때 큰 폭으로 상승한 것을 알 수 있다.

이와 같은 분석의 결과를 고려할 때 市場平均換率制度로 이행된 후 月間 원/달러 換率變動은 우리나라와 美國經濟의 상대적인 변동의 영향보다는 國內要因 변동의 영향을 크게 받은 것으로 짐작할 수 있다.

3. 外換 및 資本 自由化와 換率變動

가. 換率의 決定 및 換率變動에 미치는 影響

複數通貨 바스켓 페그 換率制度를 채택하였던 1980년대에는 當局이 적정하다고 판단되는 수준에서 換率을 결정하였기 때문에 이 기간 동안 원/달러 換率變動의 요인을 분석한 결과 선진국 通貨間 換率의 경우와 많은 점에서 차이가 있었던 것으로 파악되었다. 먼저 우리나라와 美國의 實質 GDP 및 生産者物價의 상대적인 변동이 원/달러 換率에 미친 영향이 컸던 것으로 분석되었다. 이와 같은 결과는 當局이 換率을 所得 및 物價의 변동과 연계시켜서 조정하였기 때문에 초래된 것으로 판단된다. 그러나 外換 및 資本 自由化가 진전되고 換率이 外換市場에서 需要와 供給의 상대적인 변동에 따라 결정될 경우 換率과 所得 및 物價 등 經濟變數 사이에 과거와 같은 유기적인 관계는 유지되기 어려울 것이다.

또한 이 기간 동안 管理當局은 換率을 조정함에 있어서 과거 經

常收支의 動向을 고려하여 결정한 것으로 파악되었다. 그 이유는 換率을 輸出競爭力을 유지할 수 있는 적절한 수준에서 결정하려고 노력한 때문인 것으로 판단된다. 海外資本의 도입은 經常去來의 결과 外換需給의 조절을 위하여 허용하는 등으로 통제되었기 때문에 換率調整에 있어서 資本收支의 변동상황은 고려의 대상이 되지 않았던 것으로 판단된다. 外換 및 資本의 유출입에 대한 규제를 통하여 外換의 需給을 원천적으로 통제할 수 있었기 때문에 中央銀行 對 外準備高의 변동은 外換市場 需給調節을 위한 수단으로 사용되지 않았던 것으로 짐작된다.

〈表 V-4〉 및 〈表 V-5〉에서 각 추정의 결과를 기준으로 판단할 때 市場平均換率制度로 이행된 후 원/달러 換率의 변동은 外換市場 需給狀況의 변동을 어느 정도 반영한 것으로 평가할 수 있다. 각 推定에서 파악된 우리나라 經常收支 및 資本收支와 換率變動과의 관계는 外換市場 需給의 변동을 통한 관계로 해석할 수 있다.

그러나 換率이 市場外的인 요인으로 조정되었음을 암시하는 흔적을 여러 곳에서 찾아볼 수 있다. 각 추정에서 誤差項의 1次 自己相關係數 추정치가 매우 크게 나타나고 있으며 각 추정치의 統計的 유의성은 매우 높다. 이와 같은 사실은 換率의 조정이 점진적으로 이루어졌음을 의미하는 것이다. 즉, 換率調整의 요인이 발생한 경우 市場原理에 따라 수시로 조정되지 않고 비교적 장기간에 걸쳐서 점진적으로 조정되었기 때문에 換率變動率의 時系列 자료에 높은 自己相關關係가 형성된 것으로 해석할 수 있다.

換率變動率 사이의 自己相關關係는 가까운 미래의 환율변동을 예측함에 있어서 도움이 될 수 있다. 그러나 外換 및 資本 自由化가 진전됨에 따라 外換市場의 狀況變動으로 인한 환율변동의 효과가 증대되기 때문에 換率變動率 사이의 自己相關關係는 낮아지게 되고 미래의 환율을 예측하기가 더욱 어렵게 될 것이다. 그 결과 輸出入

등 國際去來나 外貨負債 등 외환 포지션에 따르는 外換危險은 증가하게 될 것으로 판단된다. 더욱이 엔/달러 換率을 분석한 결과에서 파악된 바와 같이 外換 및 資本 自由化에 따라 환율의 變動性이 상승하게 될 것으로 예상되기 때문에 外換危險의 부담은 가중될 것이다.

市場平均換率制度로 이행된 후 3개월 전 국내 通貨量의 증가는 원/달러 換率 下落의 요인이 되었던 것으로 추정되었다. 通貨量과 換率 사이의 이와 같은 관계는 通貨需給의 변동이 換率에 미치는 정상적인 관계인 것으로 보기 어렵다. 이 기간 동안 당국이 通貨와 物價 및 換率과 中央銀行 外換市場 介入 등을 종합적으로 고려하여 관리하였기 때문에 이와 같은 관계가 형성된 것으로 추측된다. 그러나 外換 및 資本 자유화가 진전될 경우 이와 같은 종합적인 관리가 어렵게 될 것으로 판단된다.

최근 우리나라 中央銀行 再割引率이 美國에 비하여 상대적으로 높았을 때 원/달러 환율이 하락한 것으로 나타난 것도 外貨資產의 수급에 관한 이론으로 설명할 수 없는 관계이다. 우리나라 中央銀行 再割引率이 장기간 고정되어 있었다¹²⁾. 이에 대하여 美國의 再割引率은 엔, 마르크 등 주요 통화에 대한 달러貨의 가치를 조정하기 위하여 수시로 조정되었다. 이와 같은 상황에서 우리나라 換率當局이 원/달러 換率을 조정함에 있어서 주요 통화간 換率, 특히 엔/달러 換率의 변동을 고려하였던 것으로 추측된다. 그 결과 우리나라와 美國 再割引率의 상대적인 차이가 下落(美國 再割引率의 상승)하면 원/달러 換率의 하락하는 관계가 형성된 것으로 볼 수 있다. 이와 같은 조정은 기본적으로 資本의 流出入이 통제되고 있었기 때문에 가능하였던 것으로 판단된다.

資本의 流出入에 대한 규제가 완화되면 國內金利가 상대적으로

12) 우리나라 中央銀行의 再割引率은 1989년 11월부터 1992년 12월까지 年 7%로 고정되어 있었으며 그 이후에는 年 5%에 고정되어 있었다.

상승할 경우 海外로부터 資本流入이 증가하기 때문에 國內通貨의 가치는 상승하는 관계로 바뀌게 될 것이다. 더욱이 엔/달러 換率을 분석한 결과에서 日本의 資本自由化가 진전됨에 따라 國內外金利의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향이 더욱 현저해지는 것으로 파악되었다. 이와 같은 점을 감안할 때 앞으로는 國內金利의 수준을 조정함에 있어서 換率과의 관계를 고려하여야 할 것이다.

최근 經常收支의 변동으로 인한 換率變動의 효과가 같은 달보다 다음 달에 크게 나타난 점도 정상적인 市場論理로 설명하기 어렵다. 經常收支의 변동이 外換市場 需給의 변동을 통하여 換率에 미치는 영향은 단시일 내에 나타나게 될 것이다. 이와 같은 점을 감안할 때 市場平均換率制度 도입 이후에도 원/달러 換率을 조정함에 있어서 經常收支의 변동상황을 고려하여 결정하였던 과거의 慣行이 계속되고 있는 것으로 추측할 수 있다. 換率이 市場原理에 따라 결정될 경우 經常收支가 換率變動에 미치는 時差效果는 사라지게 될 것이다.

市場平均換率制度로 이행된 후 우리나라 資本收支의 黑字規模가 증가하면 원貨의 달러貨에 대한 가치가 상승하는 관계로 바뀌었다. 이와 같은 관계는 外換市場 需給의 변동을 통한 관계로 해석할 수 있다. 그런데 우리나라 資本收支 흑자의 증가로 인한 원貨 가치의 上昇效果는 經常收支 黑字의 효과에 비하여 상대적으로 작았던 것으로 파악되었다. 그러나 日本이나 獨逸 및 臺灣 資本收支의 黑字가 엔貨나 마르크貨 및 NT달러貨 가치에 미친 上昇效果는 經常收支 黑字의 효과에 비하여 상대적으로 크게 추정되었다.

이와 같은 차이는 우리나라 당국이 國內通貨 가치에 미치는 상승의 효과를 완화시키기 위하여 海外資本 도입의 시기를 조절하거나 經常收支의 변동을 고려하여 허용하는 등 원천적으로 관리하였기 때문인 것으로 추측할 수 있다. 外換 및 資本自由化로 인하여 外換

需給의 조절과 관련된 과거의 관행이 사라지게 될 경우 資本收支의 흑자로 인한 國內通貨 가치상승의 효과가 과거에 비하여 커질 것으로 판단된다.

우리나라 中央銀行 對外準備高의 증가로 인한 원/달러 환율변동의 효과는 전체적으로 상승한 것으로 추정되었으나 換率이 對外準備高가 증가한 것과 같은 달에는 下落(원화 가치의 上昇)하고 다음 달에는 上昇한 것으로 추정되고 있다. 이와 같은 中央銀行 對外準備高의 변동과 換率과의 관계는 外換市場 介入의 需給調節 효과로 인한 관계로 해석하기 어렵다. 外換 및 資本 自由化로 인하여 中央銀行에 의한 市場介入의 효과가 需給調節을 통하여서만 나타나게 될 경우 對外準備高의 변동과 換率과의 관계는 달라지게 될 것이다. 특히 엔/달러 및 마르크/달러 換率을 분석한 결과에서 換率調整을 위한 先進國들의 협조가 강화된 시기를 제외하고는 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 환율에 미친 영향은 크지 않았던 것으로 파악되었다. 이와 같은 점을 감안할 때 外換 및 資本 自由化 이후 中央銀行에 의한 外換市場 개입의 효과는 크지 않게 될 수도 있을 것이다.

전체적으로 평가할 때 市場平均換率制度 도입 후 外換市場의 수급상황의 변동으로 인한 換率變動의 효과가 과거에 비하여 커진 것으로 판단할 수 있다. 그러나 外換의 保有 및 去來가 제한되고 資本의 流出入이 통제되었기 때문에 換率이 市場外的인 요인의 변동으로 조정된 경우도 많았음을 암시하는 증거도 발견되었다. 外換 및 資本 自由化가 진전됨에 따라 이와 같은 市場外的인 요인으로 인하여 換率이 변동하는 효과는 점차 축소되고 外換市場 需給의 변동으로 인한 換率變動의 효과가 증대될 것으로 판단된다. 따라서 앞으로 우리나라 通貨의 外國通貨 특히 美國 달러화에 대한 換率의 결정 및 변동은 과거와 많은 점에서 달라질 수 있을 것이다.

나. 單位金額의 海外資本 流入이 換率水準에 미치는 影響

현재(1995년 초) 우리나라의 國內金利는 國際金利에 비하여 상당히 높은 수준이기 때문에 資本 自由化가 추진됨으로 말미암아 資金의 流出入에 대한 규제가 완화될 경우 海外資金의 유입이 증가할 것으로 예상된다. 이에 따라 外換市場에 공급되는 外換의 量이 증가하고 國內通貨의 가치가 上昇하게 될 것이다.

資本 自由化를 추진하는 과정에서 유입되는 자본이 國內通貨의 가치에 미치는 上昇效果를 파악하기 위해서는 單位金額(예를 들면 10億달러)의 海外資本이 유입될 경우 換率에 미치는 효과가 어느 정도인지를 파악하여야 할 것이다. 다음으로 自由化의 각 단계에서 海外로부터 유입될 資本의 규모를 추정하여 單位金額의 효과와 결합하면 전체적인 換率變動의 효과를 파악할 수 있을 것이다. 이와 같은 분석의 순서를 고려하여 먼저 單位金額의 海外資本 유입이 換率에 미치는 영향을 추산해 보기로 하자.

이를 위하여 앞에서 換率變動의 요인을 분석한 결과를 참고할 수 있을 것이다. 즉, 換率變動의 요인을 분석한 결과 資本收支 黑字가 환율에 미치는 효과를 참고하여 海外資本 유입의 효과를 짐작해 볼 수 있을 것이다.

그런데 같은 金額의 資本收支 黑字가 換率變動에 미치는 효과는 換率制度나 外換 및 資本의 유출입에 대한 規制의 정도 등 상황에 따라 달라질 수 있다. 또한 外換이 거래되는 市場의 범위 등 성격에 따라 달라질 수도 있으며 外換이 세계적으로 거래되는 엔/달러 및 마르크/달러 등 선진국 通貨間 환율의 경우에도 각기 다른 것으로 파악되었다.

따라서 우리나라가 外換 및 資本 自由化를 추진하는 과정에서 유입되는 자본이 원/달러 換率에 미치는 영향을 파악하기 위하여서는 과거 換率變動의 요인을 분석한 결과를 참고함과 동시에 自由化의

결과 변화될 우리나라 外換市場의 성격이나 換率決定 체계에 미칠 수 있는 영향도 고려하여야 할 것이다.

먼저 經常收支 및 資本收支와 中央銀行 對外準備高의 변동으로 인한 換率變動의 효과가 市場平均換率制度를 채택한 1990년 3월부터 1994년 12월과 같을 것이라고 가정해 보자. 이때에는 <表 V-5>의 분석결과를 기준으로 환율변동의 효과를 추산할 수 있다¹³⁾. 분석의 始發點을 이와 같이 잡은 이유는 市場平均換率制度가 당분간 유지될 것으로 예상되기 때문이다. 또한 앞에서 분석한 결과에서 1990년 3월부터 換率制度가 바뀐 후에도 外換需給의 조절 및 外資導入의 결정과 관련된 과거의 慣行들이 상당부분 지속된 것으로 판단되는 점을 감안할 때 앞으로도 과거 관행의 일부는 당분간 지속될 것으로 가정할 수 있기 때문이다.

이와 같은 가정하에서 海外資本의 純流入 규모가 10億달러인 경우 원/달러 換率에 미치는 효과를 추정해 보기로 하자. 그런데 같은 金額의 外貨資金 純流入이 일어나더라도 어떤 형태로 흡수되느냐에 따라 換率에 미치는 純效果는 달라질 수 있다. 國內 金融市場에서 外貨表示 자금에 대한 利率이 원貨表示 資金에 비하여 상당폭 낮은 점¹⁴⁾을 감안할 때 民間이 外貨資金을 그대로 보유하는 경우는 거의 없을 것으로 판단할 수 있다. 그렇다면 결국 流入된 外貨資金은 經常去來와 관련된 海外支給의 수단으로 흡수되거나 中央銀行 對外準備金 증가의 형태로 흡수될 수밖에 없을 것이다. 이때 같은 금액의 經常收支 赤字와 對外準備高 증가로 인한 換率變動의 효과가 다르기 때문에 각 형태로 흡수되는 比率에 따라 換率에 미치는 영향

13) <表 V-5>에 정리된 추정의 結果를 基準으로 하는 이유는 전체적인 추정의 適合度 등 분석의 結果가 <表 V-4>의 結果에 비하여 상대적으로 良好한 것으로 판단되기 때문이다.

14) 1995년 7월 11일 國內 金融市場에서 1년 滿期 預金에 대한 利率을 비교할 때 원화예금의 경우 年 10% 내지 11%임에 대하여 달러표시 예금에 대한 이자율은 4.9%(居住者) 내지 5.5%(非居住者)인 것으로 파악되었다.

은 달라지게 된다.

그렇다면 海外로부터 유입되는 資金이 經常收支 赤字 및 中央銀行 對外準備高의 증가로 흡수되는 比率은 각각 어느 정도일까? 이 질문에 대한 해답은 資金이 유입되는 경로에 따라 다를 것으로 판단된다. 예를 들면 外國인이 國內株式에 投資할 경우 유입되는 資金은 經常去來와 連繫된 것이 아니기 때문에 經常收支 赤字를 통하여 흡수되는 비율이 낮고 대부분 中央銀行 對外準備高 증가의 형태로 흡수될 것이다. 그러나 海外施設財의 導入과 연계하여 허용되는 海外證券發行이나 商業借款 및 輸出先受金 등을 통한 資金流入은 대부분 經常收支 赤字를 통하여 흡수될 것이다¹⁵⁾.

市場平均換率制度로 이행된 이후 1994년 말까지의 기간 동안 전체적으로 볼 때 資本收支 黑字가 經常收支 赤字 및 中央銀行 對外準備高 증가로 흡수된 比率의 구성은 〈表 V-2〉에 정리된 相關關係 분석의 결과를 기준으로 추측해 볼 수 있을 것이다. 이 表에서 분기간 資本收支와 經常收支 金額 사이의 相關係數는 약 -0.74였던 것으로 추정되었다. 이에 대하여 資本收支 金額과 中央銀行 對外準備高 변동금액 사이의 相關係數는 약 0.39였던 것으로 추정되었다. 이와 같은 相關關係를 기준으로 판단할 때 市場平均換率制度를 채택한 기간 동안 海外로부터 유입된 資金이 經常收支의 赤字를 통

15) 이때 資本收支 黑字와 經常收支 赤字 사이에 時差가 발생할 수 있다. 企業이 海外施設財 도입을 위한 資金導入을 허용할 경우 國內通貨에 미치는 영향을 차단하기 위하여 海外에서 調達한 資金을 일단 海外 金融機關에 예치토록 하고 施設財를 도입할 경우 대금을 해외에서 직접 지급하도록 統制한 경우가 많았다. 國內企業이 海外資金을 조달하고 이를 해외에 예치하면 長期資本收支의 黑字와 短期資本收支의 赤字가 相殺되어 전체적인 資本收支는 변동이 없게 된다. 도입하는 施設財에 대한 대금을 지급할 경우 經常收支의 赤字要因과 短期資本收支의 黑字要因(赤字要因의 減少)이 발생하게 된다. 따라서 이때에는 資本收支 黑字와 經常收支 赤字 사이에 時差가 없게 된다. 輸出先受金 형태로 短期資金이 유입되는 경우에는 일단 資本收支의 黑字가 발생하고 輸出이 실행될 경우 資本收支 赤字要因(黑字要因의 減少)과 經常收支 黑字要因이 발생하게 된다.

하여 흡수된 比率이 中央銀行 對外準備高의 증가를 통하여 흡수된 비율에 비하여 높았던 것으로 짐작할 수 있다.

韓國銀行 金圭漢 博士는 1990년 3월부터 1993년 말까지의 기간 동안 資本去來의 外換市場 참가비중은 약 29.3%였던 것으로 분석하고 있다¹⁶⁾. 海外資金의 유입으로 인한 資本收支 黑字가 經常收支 赤字와 相殺될 경우 外換市場 참가비중은 낮을 것이다. 이에 대하여 유입된 資金이 經常收支 赤字로 흡수되지 않고 外換市場에 유입될 경우 결국 中央銀行이 買入하게 될 것이다. 이와 같은 관점에서 볼 때 資本去來의 外換市場 참가비중은 유입된 資金이 中央銀行 對外準備高의 증가를 통하여 흡수되는 비율과 유사할 것으로 판단할 수 있다.

1990년부터 1994년까지 우리나라 資本收支와 經常收支 및 中央銀行 對外準備高의 변동상황은 <表 V-6>에 정리되어 있다. 이 기간 동안 資本收支 黑字 累計額은 약 324億달러에 달하였으며 經常收支 赤字 累計額은 약 198億달러를 기록하였다. 같은 기간 동안 中央銀行의 對外準備高(金 포함) 增加金額은 약 104億달러였다. 따라서 이 기간 동안 海外로부터 유입된 資本이 經常收支 赤字와 中央銀行 對外準備高의 증가로 흡수된 비율은 각각 약 61%와 32%였던 것으로 추산할 수 있다¹⁷⁾.

이와 같은 사실들을 감안할 때 市場平均換率制度로 이행된 후 海外로부터 유입된 資金 중 약 60%는 經常收支 赤字로 相殺되고 약 40%는 中央銀行 對外準備高의 증가를 통하여 흡수된 것으로 가정해 볼 수 있다. 外換需給의 調節과 관련된 관행이 과거와 같이 계속될 것이라는 가정하에 <表 V-5>에 정리된 각 推定의 결과를 기준

16) 金圭漢, 『開放化 時代의 通貨 및 換率政策』, 1994, p. 153, <부록 1> 및 p. 159, 註記 참조.

17) <表 V-6>에서 資本收支 黑字에 대한 經常收支 赤字와 中央銀行 對外準備高 增加金額 비율의 합계가 정확하게 1(100%)이 되지 않는 이유는 國際收支 集計上의 誤差 및 漏落 때문이다.

〈表 V-6〉 最近 우리나라 國際收支 및 對外準備高 變動

(單位: 億달러, %)

	資本收支 (A)	經常收支 (B)	對外準備高變動 (C)	(-B/A)	C/A
1990	38.8	-21.8	-4.2	56.2	-10.8
1991	42.3	-87.3	-10.9	206.4	-25.8
1992	83.4	-45.3	34.2	54.3	41.0
1993	68.8	3.8	31.1	-5.5	45.2
1994	90.8	-47.8	54.1	52.6	59.6
累 計	324.1	-198.4	104.3	61.2	32.2

註: 對外準備高는 中央銀行 保有外貨資産과 SDR, IMF 포지션 및 金 포함.
 資料: 韓國銀行, 『조사통계월보』, 1995. 3.

으로 하여 海外로부터 유입되는 資金이 10億달러인 경우 원/달러 換率의 變動效果를 추산한 결과는 〈表 V-7〉의 윗부분에 정리되어 있다.

각 추산에서 10億달러 資本收支 黑字로 인한 원/달러 환율의 下落效果는 약 0.24%(資本收支 金額의 通貨量(M_1)에 대한 비율을 기준으로 추산한 결과) 내지 약 0.34%(資本收支 金額을 기준으로 추산한 결과)인 것으로 나타났다. 그런데 유입된 資金 중 6億달러는 經常收支 赤字를 통하여 흡수될 경우 이로 인한 원/달러 換率의 上昇效果는 약 0.14% 내지 약 0.28%인 것으로 추산되었다. 나머지 4億달러는 中央銀行이 對外準備高의 형태로 흡수할 경우 원/달러 환율의 上昇效果는 약 0.02% 내지 0.05%인 것으로 파악되었다.

資本收支 및 經常收支 效果와 中央銀行 對外準備高의 변동효과를 종합할 때 海外資金이 10億달러 유입함에 따른 원/달러 환율변동의 방향은 추산 방법에 따라 다르게 나타남을 알 수 있다. 즉, 國際收

(表 V-7) 10億달러 海外資金 流入이 원/달러換率에 미치는 影響
(外換 및 資本에 對한 規制가 過去와 같다고 假定한 경우)

(單位: %)

資本收支 黑字로 인한 外換需給 調節方法		換率 變動率 分析에 사용된 國際收支 및 對外準備高의 形態				
		金額基準	實質 GDP에 대한 比率 (固定換率適用)	實質 GDP에 대한 比率 (期間平均換率適用)	通貨量에 대한 比率 (固定換率適用)	通貨量에 대한 比率 (期間平均換率適用)
經常收支赤字 對 外準備高增加로 각각 60%, 40%	資本收支效果	-0.337	-0.287	-0.288	-0.235	-0.235
	經常收支效果	+0.277	+0.276	+0.264	+0.148	+0.140
	準備高變動效果	+0.029	+0.036	+0.047	+0.015	+0.016
	合計	-0.031	+0.025	+0.023	-0.072	-0.079
經常收支赤字 對 外準備高增加로 각각 40%, 60%	資本收支效果	-0.337	-0.287	-0.288	-0.235	-0.235
	經常收支效果	+0.184	+0.184	+0.176	+0.099	+0.093
	準備高變動效果	+0.044	+0.054	+0.070	+0.022	+0.024
	合計	-0.109	-0.049	-0.042	-0.114	-0.118

註: 實質 GDP 및 通貨量은 각각 1994년 잠정 推計值 235兆 9,130億원과 1994년 말 M₁ 32兆 5,106億원을 기준으로 推算하였음. 원/달러換率은 1 달러당 760원을 적용하였음.

支 및 對外準備高 變動의 通貨量에 대한 비율을 기준으로 추산한 결과에서는 원/달러 환율이 약 0.07% 내지 0.08% 下落(원화 가치 상승)하는 것으로 나타났으며 金額을 기준으로 추산한 결과에서는 약 0.03% 하락하는 것으로 나타났다. 이에 대하여 實質 GDP에 대한 비율을 기준으로 추산한 결과에서는 약 0.02% 上昇(원화 가치 下落)하는 것으로 나타났다.

推算의 결과를 기준으로 평가할 때 外換 및 資本에 대한 規制와 外換需給 調節 慣行이 과거 市場平均換率制度下에서와 같은 경우 海外資本의 流入으로 인한 원/달러換率의 下落(원화 가치 상승)效果는 크지 않은 것으로 판단할 수 있다.

실제로 1990년부터 1994년까지의 기간 동안 經常收支가 赤字를 기록하였음에도 불구하고 資本收支가 대폭적인 黑字를 기록하였기 때문에 綜合收支 黑字의 累計額은 약 102億달러였다. 이에 대하여 원/달러 換率은 1989년 말 1달러당 679.6원에서 1994년 말 788.7원으로 약 16.1% 상승(원화 가치 하락)하였다. 따라서 市場平均換率制度를 채택한 기간 동안 海外資本의 유입으로 인한 원/달러 換率의 下落效果는 크지 않았던 것으로 평가할 수 있다.

이와 같은 분석의 결과 및 歷史上의 사실을 감안할 때 外換 및 資本에 대한 規制가 과거 市場平均換率制度下에서와 같고 外換需給 조절과 관련된 과거의 慣行이 계속될 경우 海外資本의 유입으로 인한 원/달러 換率의 下落效果는 크지 않을 것으로 짐작할 수 있다.

그런데 앞으로 外換 및 資本 自由化를 추진함에도 불구하고 유입되는 資本 중 60%가 經常收支 赤字를 통하여 흡수될 것이라는 가정은 무리가 있는 것으로 판단된다. <表 V-6>에서 우리나라 資本收支에 대한 經常收支 및 中央銀行 對外準備高 변동금액 비율의 추이를 살펴보면 1992년부터 資本收支 黑字가 經常收支 赤字로 흡수된 비율은 그 이전에 비하여 낮아진 반면 中央銀行 對外準備高의 증가의 형태로 흡수된 비율은 높아진 것으로 나타나고 있다. 1992년부터 1994년까지의 기간 동안 資本收支 黑字 累計額은 약 243億달러였으며 經常收支 赤字 累計額과 中央銀行 對外準備高 증가액은 각각 약 89億달러와 119億달러였다. 따라서 이 기간 동안 海外로부터 유입된 資本 중 經常收支 赤字와 中央銀行 對外準備高 증가로 흡수된 비율은 각각 약 37%와 49%였던 것으로 推算할 수 있다.

전체적인 外換需給의 調節에 이와 같은 변화가 발생한 이유는 1992년부터 國內株式에 대한 外國人의 投資가 제한적으로 허용되었

기 때문인 것으로 판단된다. 1994년 말까지 外國人 주식투자로 인한 海外資本의 純流入 규모는 90億달러를 상회한 것으로 집계되고 있다. 外國人 株式投資로 인한 海外資本의 유입은 海外施設財의 도입 등과 連繫시킬 수 없고 또한 허용된 한도 내에서는 資本流入의 時期를 조절하는 것도 거의 불가능하다. 이와 같은 이유로 1992년 이후에는 資本收支 黑字가 經常收支 赤字로 흡수된 비율이 낮아진 것으로 해석할 수 있을 것이다. 따라서 앞으로 外換 및 資本 自由化가 추진됨에 따라 해외로부터 유입되는 資本이 經常收支 赤字로 흡수되는 비율은 점차 낮아질 것으로 판단된다.

이와 같은 점들을 고려할 때 앞으로 海外로부터 流入되는 資本 중 經常收支 赤字로 흡수되는 비율이 과거와 같이 높을 것으로 보기는 어렵다. 따라서 海外資本의 유입으로 인한 換率變動의 효과를 과약함에 있어서 60%에 상당하는 金額의 經常收支 赤字效果를 차감한 앞의 추산에서는 資本流入의 효과가 過小評價되었을 가능성이 큰 것으로 판단된다.

〈表 V-7〉에는 海外로부터 유입되는 資金이 10億달러일 때 經常收支 赤字로 4億달러(40%)가 흡수되고 나머지 6億달러는 中央銀行 對外準備高로 흡수된다고 가정할 경우의 원/달러 환율의 변동효과를 추산한 결과가 정리되어 있다.

여기서 資本收支 黑字로 인한 원/달러 換率의 하락효과는 앞의 추산에서와 같다. 그러나 經常收支 적자로 인한 換率의 상승효과가 앞의 推算에서보다 작고 中央銀行 對外準備高 증가로 인한 換率上昇의 효과는 앞에서보다 크다. 그 결과 海外資金 10億달러의 유입으로 인한 원/달러 換率의 下落效果는 약 0.04% 내지 약 0.12%인 것으로 推算되었다.

지금까지는 外換 및 資本에 대한 規制와 外換需給 調節慣行 및 資本收支와 經常收支의 변동으로 인한 換率變動의 효과가 과거 市場平均換率制度下에서와 같을 것이라고 가정하고 單位金額(10億달

러)의 海外資金 유입이 원/달러 換率에 미치는 영향을 推算해 보았다. 그런데 外換 및 資本 自由化가 추진된 후에도 當局이 外換 및 資本에 대하여 과거와 같이 統制할 수 있을 것이라는 가정은 현실성이 없다. 특히 外換集中制가 정지되면 中央銀行의 外換需給 調節技能이 약화될 것이다. 또한 資本流入에 대한 규제가 완화되면 資本導入을 海外施設財의 도입과 연계하여 허용하거나 도입의 時期를 조절하는 등으로 資本流入이 換率 및 通貨에 미치는 영향을 완화시켜온 과거의 慣行을 지속하기가 어렵게 될 것이다.

이와 같은 변화가 海外資本의 유입으로 인한 換率變動의 효과에 어떤 영향을 미칠 것인가? 資本收支 黑字의 상당부분이 經常收支 赤字로 흡수되는 상황에서는 海外資本 유입이 換率에 미치는 전체적인 효과를 파악함에 있어서 資本收支와 經常收支의 변동이 換率에 미치는 영향의 상대적인 차이가 중요한 역할을 하게 된다. 앞의 〈表 V-7〉에서와 같이 資本流入으로 인한 換率下落의 전체적인 효과를 추산함에 있어서 資本流入과 관련된 經常收支 赤字로 인한 換率의 上昇效果를 공제하여야 된다. 이때 資本流入으로 인한 經常收支 赤字의 유발효과가 일정하고 中央銀行 對外準備高의 변동이 환율에 미치는 효과가 정해진 경우 資本收支와 經常收支가 換率에 미치는 영향의 상대적인 차이가 전체적인 영향의 크기를 결정하게 된다.

원/달러 換率의 變動要因을 분석한 〈表 V-5〉에서 각 추정의 결과를 엔/달러 및 마르크/달러 등 주요 通貨間 換率을 분석한 결과나 NT달러/美달러 환율을 분석한 결과와 비교할 때 차이점 중 하나는 資本收支가 換率에 미치는 영향이 經常收支의 영향에 비하여 상대적으로 작게 나타난 점이다. 〈表 V-8〉에 다시 정리되어 있는 바와 같이 원/달러 換率을 분석한 결과에서는 資本收支 黑字로 인한 換率變動의 효과를 經常收支의 효과로 나눈 비율이 0.65 내지 1.01로 나타나고 있다. 따라서 우리나라가 市場平均換率制度를 채택한 기간 동안 資本收支 黑字로 인한 원/달러 換率의 下落效果에 비

해 經常收支 赤字로 인한 換率上昇의 효과가 상대적으로 컸던 것으로 짐작할 수 있다.

이에 대하여 變動換率制度를 채택한 全期間 동안 日本의 경우 資本收支의 흑자로 인한 엔/달러 환율의 下落效果를 經常收支 赤字의 효과로 나눈 比率은 2.27 내지 2.70이었던 것으로 나타나고 있다. 같은 기간 동안 獨逸의 資本收支와 經常收支가 마르크/달러 換率에 미친 영향의 比率은 1.29 내지 2.09였던 것으로 파악되었다. 따라서 이들 두 換率의 경우 해당국 資本收支의 변동으로 인한 換率變動의 효과가 經常收支의 효과에 비하여 상대적으로 큰 것을 알 수 있다. 1982년 3/4分期 이후 NT달러/美달러 換率을 분석한 결과에서도 한 경우를 제외하고는 資本收支의 효과가 상대적으로 크게 나타났다.

〈表 V-8〉 該當國 經常收支 및 資本收支가 各 換率에 미치는 影響 比較

		推定에 사용된 國際收支 資料의 形態				
		金額 (10億달러)	實質 GDP 에 대한 比 率(固定換 率適用)	實質 GDP에 대한 比率 (期間平均 換率適用)	通貨量에 대한 比率 (固定換率 適用)	通貨量에 대한 比率 (期間平均 換率適用)
원 / 달 러 換 率	經常收支效果(A)	-0.0046	-1.4313	-1.3680	-0.1059	-0.0997
	資本收支效果(B)	-0.0034	-0.8898	-0.8938	-0.1005	-0.1004
	B/A	0.74	0.62	0.65	0.95	1.01
엔 / 달 러 換 率	經常收支效果(C)	-0.0010	-5.8721	-9.2386	-1.2135	-1.6461
	資本收支效果(D)	-0.0027	-15.746	-24.842	-2.7540	-3.8949
	D/C	2.70	2.68	2.69	2.27	2.37
마 르 크 / 달 러 換 率	經常收支效果(E)	-0.0018	-7.6460	-9.2951	-1.3043	-1.2882
	資本收支效果(F)	-0.0025	-12.773	-19.390	-2.2401	-2.4153
	F/E	1.39	1.67	2.09	1.72	1.87
NT달러/美달러 換 率	經常收支效果(H)	-0.0004	-0.7782	-0.6636	-0.0169	-0.1134
	資本收支效果(I)	-0.0006	-0.7137	-1.0243	-0.1827	-0.3079
	I/H	1.50	0.92	1.54	10.81	2.72

註: 원/달러, 엔/달러, 마르크/달러, NT달러/美달러 換率의 變動效果는 각각 〈表 V-5〉, 〈表 III-3〉, 〈表 III-4〉 및 〈表 III-5〉의 각 推定에서 經常收支 및 資本收支가 換率에 미치는 影響임.

우리나라의 경우 資本收支의 黑字가 환율에 미치는 영향이 經常收支 黑字의 영향에 비하여 상대적으로 작게 나타난 이유는 管理當局이 外資導入의 시기를 조절하거나 經常收支의 변동을 고려하여 허용하는 등으로 통제하였기 때문인 것으로 해석할 수 있다. 그런데 資本流入에 대한 규제를 완화할 경우 이와 같은 조정이 어렵게 되고 資本收支의 변동으로 인한 換率變動의 효과가 과거에 비하여 커질 것으로 예상할 수 있다.

그렇다면 資本自由化 이후 單位金額의 海外資本 유입으로 인한 換率變動의 효과는 어느 정도 확대될 것인가? 엔/달러, 마르크/달러 및 NT달러/美달러 환율변동을 분석한 결과에서 각 나라 外換市場의 성격이 다르기 때문에 經常收支 및 資本收支가 환율에 미치는 영향의 크기는 다른 것으로 나타났다. 우리나라 外換市場의 성격은 日本이나 獨逸 및 臺灣 外換市場의 성격과 다를 수 있다는 사실을 감안할 때 資本自由化 이후 資本流入이 원/달러 換率에 미치는 영향을 추산함에 있어서 다른 환율의 변동을 분석한 결과 파악된 資本收支 효과의 크기를 참고하는 것은 合理的이지 못한 것으로 판단된다.

우리나라는 市場平均換率制度를 채택한 이후에도 資本去來는 상당히 엄격하게 규제되었으나 經常去來에 대한 규제는 거의 없었다. 따라서 經常去來에 수반되는 代金の 支給이나 領收로 인한 外換需給의 변동이 換率에 미친 영향은 資本收支의 효과와 비교할 때 규제로 인한 歪曲의 정도가 상대적으로 작았던 것으로 판단할 수 있을 것이다. 이와 같은 점을 감안할 때 원/달러 換率의 변동을 분석한 결과인 <表 V-5>에서 經常收支와 換率變動 사이의 時差關係 등 다소의 문제가 있기는 하지만 換率에 미친 영향의 크기는 外換需給 변동의 영향을 상대적으로 정확하게 나타내는 것으로 해석할 수 있다.

이와 같은 점을 고려하여 外換 및 資本自由化 이후 資本收支 黑字로 인한 換率變動의 효과가 확대되어 과거 市場平均換率制度下에서 經常收支 黑字로 인한 換率變動의 효과와 같아질 경우를 가정해

보자. 이때 中央銀行 對外準備高의 증가로 인한 환율변동의 효과는 과거와 같을 것으로 가정하고 海外資金 10億달러 流入으로 인한 원/달러 換率의 변동효과를 推算한 결과는 <表 V-9>에 정리되어 있다.

이 表에서 流入된 海外資本 중 60%는 經常收支 赤字로 흡수되고 나머지 40%는 中央銀行 對外準備高로 흡수될 경우 원/달러 換率의 下落效果는 약 0.08%(通貨量에 대한 比率을 기준으로 推算한 결과) 내지 0.16%(金額을 기준으로 推算한 결과)인 것으로 나타났다. 또한 유입되는 자본의 40%만이 經常收支 赤字로 흡수되고 60%는 中央銀行 對外準備高로 흡수되는 것으로 가정할 경우에는 원/달러의 下落效果가 약 0.12% 내지 약 0.23%인 것으로 推算되었다.

<表 V-9> 自由化 이후 10億달러 流入이 원/달러 換率에 미치는 影響(1)
(資本收支의 效果가 經常收支 效果와 같아지는 경우)
(單位: %)

資本收支 黑字로 인한 外換需給調節方法		換率 變動率 分析에 사용된 國際收支 및 對外準備高				
		金額基準	實質 GDP에 대한 比率(固定換率適用)	實質 GDP에 대한 比率(期間平均換率適用)	通貨量에 대한 比率(固定換率適用)	通貨量에 대한 比率(期間平均換率適用)
經常收支 赤字 對外準備高增加 로 각각 60%, 40% 흡수	資本收支 效果	-0.461	-0.460	-0.440	-0.247	-0.233
	經常收支 效果	+0.277	+0.276	+0.264	+0.148	+0.140
	準備高變動 效果	+0.029	+0.036	+0.047	+0.015	+0.016
	計	-0.155	-0.148	-0.129	-0.084	-0.077
經常收支 赤字 對外準備高增加 로 각각 40%, 60% 흡수	資本收支 效果	-0.461	-0.460	-0.440	-0.247	-0.233
	經常收支 效果	+0.184	+0.184	+0.176	+0.099	+0.093
	準備高變動 效果	+0.044	+0.054	+0.070	+0.022	+0.024
	計	-0.233	-0.222	-0.194	-0.126	-0.116

註: <表 V-6>의 註記 참조. 外換 및 資本 自由化로 인하여 資本流入으로 인한 換率 下落의 效果가 증가하여 經常收支 效果의 크기와 같아질 것으로 가정한 경우임.

〈表 V-8〉에서 다른 換率을 분석한 결과를 고려할 때 自由化와 더불어 外換 및 資本에 대한 規制가 完化됨에 따라 海外資本의 入口으로 인한 元/달러 換率의 下落效果가 經常收支 黑字의 效果에 비하여 상대적으로 커질 수도 있을 것으로 판단된다. 특히 資本流入에 대한 規制가 상당히 남아 있는 臺灣의 경우에도 資本收支의 변동으로 인한 換率變動의 效果가 經常收支 변동의 效果에 비하여 상대적으로 크게 나타난 점을 고려할 때 우리나라의 경우에도 그렇게 될 가능성이 전혀 없지는 않을 것이다.

〈表 V-10〉 自由化 이후 10億달러 流入이 元/달러 換率에 미치는 影響(2)
(資本收支의 效果가 經常收支 效果와 1.5배인 경우)

(單位: %)

資本收支 黑字로 인한 外換需給調節方法		換率變動率 分析에 사용된 國際收支 및 對外準備高				
		金額基準	實質GDP에 대한比率(固定換率適用)	實質GDP에 대한比率(期間平均換率適用)	通貨量에 대한比率(固定換率適用)	通貨量에 대한比率(期間平均換率適用)
經常收支赤字	資本收支效果	-0.692	-0.690	-0.660	-0.371	-0.350
對外準備高增加로 각각 60%, 40% 縮수	經常收支效果	+0.277	+0.276	+0.264	+0.148	+0.140
	準備高變動效果	+0.029	+0.036	+0.047	+0.015	+0.016
	計	-0.386	-0.378	-0.349	-0.208	-0.194
經常收支赤字	資本收支效果	-0.692	-0.690	-0.660	-0.371	-0.350
對外準備高增加로 각각 40%, 60% 縮수	經常收支效果	+0.184	+0.184	+0.176	+0.099	+0.093
	準備高變動效果	+0.044	+0.054	+0.070	+0.022	+0.024
	計	-0.464	-0.452	-0.414	-0.250	-0.233

註: 〈表 V-6〉의 註記 참조. 外換 및 資本 自由化로 인하여 資本流入으로 인한 換率 下落의 效果가 증가하여 經常收支 效果의 1.5배에 달하는 것으로 가정한 경우임.

이와 같은 가능성을 고려하여 外換 및 資本 自由化 이후 資本收支 黑字로 인한 換率變動의 효과가 과거 經常收支 黑字效果의 1.5배에 달할 경우 海外資金 10億달러 流入이 원/달러 換率에 미치는 變動效果를 推算한 결과는 <表 V-10>에 정리되어 있다. 이 表에서 유입된 資本이 經常收支 赤字와 中央銀行 對外準備高 증가로 각각 60%와 40% 흡수될 경우 원/달러 환율의 下落效果는 약 0.19% 내지 약 0.39%로 나타나고 있다. 또한 經常收支 赤字와 中央銀行 對外準備高 증가로 흡수되는 比率이 각각 40%와 60%인 경우에는 원/달러 換率은 약 0.23% 내지 약 0.46% 下落하는 것으로 推算되었다.

앞에서 推算한 결과에서 파악된 바와 같이 外換 및 資本 自由化 이후 單位金額의 海外資金 유입이 換率에 미치는 전체적인 영향의 크기는 資本收支와 經常收支 및 中央銀行 對外準備高 변동이 換率에 미치는 영향의 상대적인 크기에 따라 달라지는 것을 알 수 있다. 즉, 資本收支의 변동으로 인한 換率變動의 효과가 經常收支나 對外準備高 변동의 효과에 비하여 클 경우 換率에 미치는 효과는 크게 나타날 것이다. 또한 流入된 資本이 어떤 형태로 흡수되느냐에 따라 換率에 미치는 영향이 달라질 수 있다. 經常收支의 변동으로 인한 환율변동의 효과가 中央銀行 對外準備高의 변동으로 인한 효과에 비하여 클 경우 經常收支 赤字로 흡수되는 비율이 낮을수록 海外資本 유입으로 인한 換率下落(원화 가치 상승)의 전체적인 효과는 클 것이다.

그런데 資本收支가 환율에 미치는 영향의 상대적인 크기와 流入된 資金이 經常收支 및 中央銀行 對外準備高 증가의 형태로 흡수되는 比率의 구성은 外換 및 資本에 대한 規制의 강도에 따라 달라질 것으로 판단된다. 外國의 경우를 고려할 때 外換 및 資本에 대한 규제가 완화됨에 따라 資本收支가 換率에 미치는 영향은 상대적으로 커지게 될 것으로 판단된다. 또한 資本의 流出入에 대한 규제가 완화됨에 따라 政府當局이 外換需給을 조절할 수 있는 여지가 줄어들

것으로 예상되기 때문에 流入된 資本이 經常收支 赤字로 흡수되는 비율은 下落하게 될 것으로 추측된다. 이와 같은 점을 고려할 때 外換 및 資本 自由化가 진전됨에 따라 單位金額의 海外資本 유입이 國內通貨에 미치는 價値上昇 효과는 커지게 될 것으로 예상할 수 있을 것이다.

앞에서 추산한 결과를 이해함에 있어서 한 가지 유의할 사실은 각 경우 經常收支 적자 전체를 자본유입으로 인한 효과로 볼 수는 없다는 점이다. 市場平均換率制度로 이행된 후 海外로부터 유입된 資本 중 상당부분이 經常收支 赤字로 흡수된 것이 사실이지만 이 기간 동안 經常收支 赤字 전체가 海外資本의 유입으로 인하여 발생한 것으로 볼 수는 없을 것이다. 1990년 이후 우리나라 經常收支가 적자로 반전된 주된 이유는 民主化 과정에서 발생한 극심한 勞使紛糾와 賃金의 급격한 상승 및 1985년 이후 원화 가치의 上昇 등으로 輸出의 競爭力이 저하된 때문이라고 설명하고 있다¹⁸⁾.

海外資本의 도입을 허용함에 있어서 通貨 및 換率에 미치는 영향을 고려하여 海外施設財의 도입 등과 연계시킬 경우 經常收支 赤字가 증가하는 효과도 있을 것이다. 더욱이 國際金利가 國內金利에 비하여 상대적으로 낮은 경우에는 海外施設財 도입을 위한 海外資金 조달이 허용되면 국내에서 조달할 수 있는 施設財도 海外로부터 도입할 수 있기 때문에 經常收支 赤字는 확대될 수 있다.

그러나 海外物品의 도입이 꼭 필요한 경우에는 海外資本의 導入을 허용하지 않더라도 經常收支 赤字는 증가할 것이다. 예를 들어 企業이 生産施設을 확충하기 위하여 海外施設財의 도입이 필요한 경우를 생각해 보자. 이때 海外資金의 도입이 허용되지 않더라도 필요한 施設財는 도입할 것이다. 이를 위한 資金은 國內에서 조달하고 外貨를 매입하여 輸入代金을 決濟할 수 있다. 이 경우에는 經常收支

18) 金宗萬, 『換率, 金利 및 賃金變動이 우리나라 輸出에 미치는 影響』, 1992 참조.

赤字가 발생하는 대신 外國換銀行이나 中央銀行의 外換保有高가 감소하게 될 것이다¹⁹⁾.

이와 같은 점을 고려할 때 海外資本의 유입으로 인한 換率變動의 순수 효과를 추산하기 위하여서는 資本流入으로 유발된 經常收支 적자 증가의 효과만을 공제하여야 할 것이다. 그렇다면 海外資本의 流入으로 인한 經常收支 赤字의 증가효과는 어느 정도일까? 이 질문에 대한 답을 함에 있어서 참고할 수 있는 명확한 증거는 구하기 어렵다. 또한 經常收支와 資本收支 사이의 相關關係가 높은 경우 回歸分析 등을 통하여서도 資本收支의 변동으로 인한 經常收支 변동의 효과를 정확하게 추정하기도 쉽지 않다²⁰⁾.

그러나 분명한 사실은 과거 海外資本의 유입으로 유발된 經常收支 적자 규모는 전체 經常收支 赤字보다 작았을 것이라는 점이다. 그렇다면 앞의 각 경우에는 海外로부터 유입되는 資本이 經常收支 赤字로 흡수되는 효과 전체를 공제하였기 때문에 資本流入으로 인한 換率變動의 實際效果보다 작게 推算되었을 가능성이 큰 것으로 판단할 수 있다.

다. 資本流入 規模와 換率水準 變動

지금까지 外換 및 資本 自由化 과정에서 海外로부터 유입되는 資本이 換率에 미치는 영향을 파악하기 위하여 單位金額의 海外資本 流入이 환율에 미치는 효과를 분석해 보았다. 다음 단계로 資本流入의 規模를 가늠해 보고 이로 인한 國內通貨 價値의 上昇效果를 추산해 보기로 하자.

19) 과거 우리나라는 外換集中制를 시행하고 外國換銀行의 외환 포지션을 규제하였기 때문에 海外資金의 도입이 허용되지 않는 상황에서 經常收支 赤字가 발생할 경우 中央銀行 對外準備高가 감소하였을 것이다.

20) 이때 經常收支의 變動을 설명하기 위하여 다른 說明變數와 함께 資本收支 자료를 說明變數로 사용하여 回歸分析을 할 경우 經常收支 변동의 대부분이 資本收支의 변동으로 설명되는 것처럼 나타날 것이다.

〈表 V-11〉 資本流入 規模推定

(單位: 億달러)

	1994	1995		1996	1997	1998	1999
		上半期	下半期				
長期資本收支	58.6	16.6	76.0	80.0	88.0	98.0	100.0
證券關係資金	24.8	-3.5	32.0	30.0	35.0	40.0	45.0
外貨證券發行	28.5	18.4	19.0	35.0	40.0	45.0	50.0
金融機關借入 ¹⁾	42.2	27.2	40.0	63.0	69.0	71.0	76.0
商業借款	-	-	3.0	5.0	7.0	10.0	12.0
S O C 借入	7.5	-	3.0	5.0	7.0	9.0	10.0
外國人直接投資	7.6	6.3	4.0	12.0	14.0	16.0	16.0
其他借入 ²⁾	11.2	9.4	4.0	10.0	9.0	9.0	10.0
海外直接投資	-20.8	-12.0	-12.0	-30.0	-35.0	-40.0	-45.0
海外證券投資	-4.7	-0.4	-5.0	-5.0	-10.0	-12.0	-20.0
諸償還金	-37.7	-28.8	-11.0	-45.0	-48.0	-50.0	-55.0
短期資本收支	31.6	35.0	15.0	42.0	40.0	45.0	40.0
貿易信用	25.1	28.7	6.0	30.0	25.0	28.0	20.0
輸出先受金	7.4	4.3	6.0	10.0	15.0	17.0	10.0
開發機關短期借入	-0.9	2.0	3.0	2.0	0.0	0.0	0.0
資本收支計	90.2	51.6	91.0	122.0	128.0	143.0	140.0

註: 1) 開發機關, 리스, 綜合金融社의 長期借入 및 國際金融리스 포함.

2) 輸出着手金, 外國人投資企業借入 및 公共借款 포함.

自由化 3段階計劃이 완료되는 1999년까지 海外資本의 純流入 규모를 추정한 결과는 〈表 V-11〉에 정리되어 있다. 이 表에서 海外資本 유입형태 중 규모가 가장 큰 것은 金融機關의 海外資金 차입으로 1995년 하반기에 40億달러, 1996년에는 63億달러에 달하고 이후 점차 증가하여 1999년에는 76億달러에 이를 것으로 예상된다. 國內企業의 海外證券發行을 통한 資本導入 규모는 1996년 36億달러에서 점차 증가하여 1999년에는 50億달러에 이를 것으로 추측된다. 國內株式에 대한 外國人 投資限度가 점차 확대됨에 따라 證券市場에 유입

되는 海外資金의 규모도 점차 증가하여 1999년에는 45億달러에 이를 것으로 예상된다. 또한 延支給收入이나, 輸出先受金 등 經常去來와 연계된 資本流入의 규모도 점차 증가할 것으로 판단된다.

이에 대하여 海外로 流出되는 資本의 규모는 借入金 등의 상환으로 인한 것이 1996년 45億달러에서 점차 증가하여 1999년에는 55億달러에 달할 것으로 예상된다. 또한 國內企業의 海外直接投資로 인한 資本流出의 규모는 1995년 하반기 12億달러, 1996년 30億달러 수준에서 점차 증가하여 1999년에는 45億달러에 달할 것으로 예상된다. 이와 같이 볼 때 海外로부터 유입될 것으로 예상되는 金額에서 유출될 것으로 예상되는 金額을 공제한 純流入의 규모는 1995년 하반기는 91億달러, 1996년부터 1999년까지는 年間 120億달러 내지 140億달러 내외에 이를 것으로 전망된다.

한편 換率變動의 효과를 고려하지 않을 경우 1995년 年間 輸出은 약 1,251億달러에 달하고 輸入은 약 1,308億달러에 이르러 貿易收支는 약 57億달러 赤字를 기록할 것으로 예상된다. 貿易外收支는 약 31億달러 赤字를 기록하여 經常收支 赤字의 규모는 약 88億달러에 이를 것으로 展望된다.

〈表 V-12〉 換率變動效果를 고려하지 않을 경우 輸出入 및 經常收支 展望

(單位: 億달러)

	1994	1995		1996	1997	1998	1999
		上半期	下半期				
貿易收支	-31.4	-41.9	-15.0	-25.0	8.0	42.0	66.0
商品輸出	936.8	575.5	676.0	1,427.0	1,568.0	1,725.0	1,898.0
商品輸入	968.2	617.4	691.0	1,452.0	1,560.0	1,683.0	1,832.0
貿易外收支 ¹⁾	-19.9	-16.0	-15.0	-35.0	-38.0	-42.0	-46.0
經常收支	-45.3	-57.9	-30.0	-60.0	-30.0	0.0	20.0

註: 國際收支 基準.

1) 移轉收支 포함.

1996년 輸出은 전년에 비하여 15% 증가하고 輸入은 11% 증가하는 것으로 가정할 경우 輸出과 輸入 금액은 각각 1,427億달러와 1,452億달러에 이르고 貿易收支는 25億달러 赤字를 기록하게 될 것이다. 貿易外收支 赤字의 규모가 35億달러에 이를 것으로 가정하면 같은 해 經常收支는 60億달러 赤字를 기록할 것이다. 1997년 이후 輸出은 年間 10%씩 증가하고 輸入은 7~8%씩 증가할 것으로 가정하면 貿易收支는 1997년에는 거의 均衡을 이룰 수 있을 것이며 1998년 부터는 黑字를 기록할 것으로 예상된다. 이와 같이 輸出 增加率이 輸入 增加率보다 높을 것으로 가정하더라도 貿易外收支의 赤字規模가 점차 확대될 것으로 예상되기 때문에 經常收支의 黑字 轉換은 1999년에야 가능할 것으로 예상된다.

1995년 下半期부터 1999년까지 資本收支 및 經常收支의 규모를 각각 〈表 V-11〉 및 〈表 V-12〉와 같다고 가정할 경우 이와 같은 國際收支의 변동이 원/달러 換率에 미치는 影響을 추산해 볼 수 있다. 그런데 換率變動의 효과를 推算하기 앞서 고려하여야 할 사항이 두 가지 있다.

먼저 〈表 V-5〉에서 國際收支 및 中央銀行 對外準備高의 변동이 환율에 미친 영향을 분석한 각 결과 중 어떤 결과를 기준으로 추산하느냐는 문제이다. 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 변동액의 通貨量에 대한 비율을 說明變數로 사용한 결과에서는 전체적인 推定の 適合度(自由度 調整後 R^2)가 상대적으로 낮기 때문에 이 推定の 결과를 기준으로 換率變動의 효과를 推算하는 것은 合理的이지 못한 것으로 판단된다.

金額 自體(10億달러 單位)를 說明變數로 사용하여 추정된 결과에서 추정의 適合度는 상당히 높게 나타나고 있다. 그런데 이 推定の 결과를 기준으로 推算할 경우 經濟規模가 확대되더라도 같은 金額의 資本流入이 換率에 미치는 효과는 같은 것으로 가정하게 되는 문제가 있다. 즉, 海外資金 10億달러 流入으로 인한 환율변동의 호

과가 1995년에 유입되거나 경제규모가 보다 확대된 1999년에 유입되거나에 관계 없이 동일할 것으로 가정하게 되는 문제가 있다.

이와 같은 문제점들을 고려하여 本 研究에서는 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 변동금액의 實質 GDP(年間 基準으로 과약한 金額)에 대한 比率를 說明變數로 사용하여 추정한 결과(〈表 V-5〉에서 세번째 推定의 결과)를 기준으로 추산하였다. 이때 우리나라 實質 GDP 增加率은 1995년과 1996년은 각각 9%와 8%일 것으로 가정하고 1997년부터 1999년까지는 매년 7%일 것으로 가정하였다.

또 한 가지 고려하여야 할 사항은 外換 및 資本 自由化가 진전됨에 따라 資本流入의 規模나 時期 등을 조절하기가 어렵게 됨에 따라 單位金額의 資本流入으로 인한 換率下落의 효과가 커질 것으로 예상되는바, 이때 각 단계에서 單位資金의 유입으로 인한 換率下落의 효과가 어느 정도일 것으로 가정하느냐는 문제이다. 앞서도 설명한 바와 같이 각 나라 외환시장의 특성이 제각기 다르기 때문에 다른 나라의 경우를 참고하는 것은 합리적이지 못한 것으로 판단된다.

本 研究에서는 〈表 V-5〉의 세번째 추정의 결과에서 經常收支의 변동으로 인한 換率變動의 효과는 外換市場 需給狀況의 변동으로 인한 환율변동의 효과를 비교적 정확하게 나타내는 것으로 이해하고 單位金額의 經常收支 효과에 대비한 資本收支의 효과가 점차 확대되는 것으로 가정하였다. 즉, 1995년 하반기에는 같은 금액 資本收支 黑字로 인한 換率下落의 효과가 經常收支 黑字 효과의 80%일 것으로 가정하고 1996년에는 두 효과가 같게 될 것으로 가정하였다. 外換 및 資本 自由化가 보다 진전된 1997년과 1998년에는 資本收支의 효과가 經常收支 효과의 110%(1.1배)에 달할 것으로 가정하고 1999년에는 120%에 달하게 될 것으로 가정하였다.

國際收支 및 中央銀行 對外準備高의 변동으로 인한 換率變動의 효과를 감안하지 않을 경우의 1999년까지 經常收支가 〈表 V-12〉

의 내용과 같다고 가정하더라도 환율이 변동하면 輸出 및 輸入이 변동하기 때문에 經常收支는 달라지게 될 것이며 이로 인한 환율변동의 효과를 고려하여야 하는 등 循環的인 관계가 성립하게 된다. 따라서 換率變動의 효과를 추산하기 위해서는 먼저 經常收支가 〈表 V-12〉의 내용과 같다고 가정하고 換率變動의 효과를 추산한 다음 換率變動으로 인한 輸出 및 輸入의 변동효과²¹⁾를 적용하여 經常收支의 변동을 추산하고 다시 환율변동의 효과를 추산하는 과정을 반복하여 換率과 輸出 및 輸入의 규모가 동시에 收斂하는 수준을 찾아야 할 것이다.

〈表 V-5〉에서 세번째 추정 결과의 결과를 기준으로 3段階 自由化 계획이 완료되는 1999년까지 資本流入의 규모가 〈表 V-11〉의 내용과 같을 것으로 가정하고 환율변동을 고려하지 않을 경우 經常收支는 〈表 V-12〉의 내용과 같을 것으로 가정할 때 國際收支 및 對外準備高의 변동으로 인한 원/달러 換率의 변동을 추산한 결과는 〈表 V-13〉에 정리되어 있다²²⁾.

이 表에서 보는 바와 같이 원/달러 換率は 1995년 8월 말 1달러당 775.7원에서 1995년 하반기에 약 1.12% 下落하여 연말에는 1달러당 약 766원 수준에 이르게 될 것으로 추산되었다. 1996년과 1997년에는 각각 약 1.76%와 2.9% 下落하여 1997년 말에는 1달러당 약 731원에 달하는 것으로 나타났다. 1998년과 1999년에는 원貨 가치 上昇의 속도가 더욱 가속화되어 원/달러 換率は 각각 약 3.46%, 3.42% 下落하게 되는 것으로 나타났으며 그 결과 1999년 말 원/달러 換率

21) 원/달러 換率의 변동이 우리나라 輸出 및 輸入金額에 미치는 影響은 金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994 참고.

22) 資本收支 黑字에서 經常收支 赤字를 차감한 外換의 초과공급이 발생할 경우 이를 일단 中央銀行이 흡수하는 것으로 가정하였다. 이와 같이 가정한 이유는 앞으로 상당기간 國內金利가 國際金利에 비하여 높은 수준을 유지할 것으로 예상되고 또한 원貨의 가치가 점차 上昇할 것으로 예상되기 때문에 民間이 投資를 목적으로 外貨表示 자금을 보유하는 규모는 크게 증가하지 않을 것으로 예상되기 때문이다.

〈表 V-13〉 원/달러換率 推移 展望

(單位：%)

	1995(下半年)	1996	1997	1998	1999
資本收支效果	-2.99	-4.74	-5.00	-5.06	-4.88
經常收支效果	+1.219	+2.36	+1.23	+0.54	+0.54
對外準備高變動效果	+0.66	+0.62	+0.87	+1.06	+0.92
換率變動效果計	-1.12	-1.76	-2.90	-3.46	-3.42
期末원/달러換率	766.3	752.8	730.9	705.7	681.6

註：1995년 8월 말 원/달러換率 1달러당 774.4원을 기준으로 산출하였음. 單位金額의 資本收支金額이換率에 미치는 效果의 같은金額 經常收支效果에 대한比率은 1995년 下半年 0.8배, 1996년 1배, 1997년과 1998년 각각 1.1배, 1999년 1.2배로 가정하였음.

은 1995년 6월 말에 비하여 약 12% 下落한 1달러당 약 682원 수준에 이르게 되는 것으로 推算되었다.

外換 및 資本 自由化를 추진하는 과정에서 海外로부터 유입되는 資本 및 經常收支와 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동으로 인한 원/달러 환율변동의 效果가 〈表 V-13〉의 내용과 같다고 가정할 경우 1999년 말 원/달러換率은 1985년 이후 가장 낮은 수준에 도달하였던 1989년 중반과 거의 같은 수준에 도달하게 될 것으로 예상할 수 있다²³⁾. 1985년 이후 1989년 중반까지 원/달러換率이 下落한 원인은 經常收支가 赤字를 기록하였기 때문이다. 이와는 달리 앞으로 원/달러換率이 下落하게 되는 원인은 海外로부터의 資本流入이라는 점에 차이가 있다.

1986년부터 1989년 중반에 걸친 원貨價値의 上昇으로 1990년 이후 우리나라의 輸出競爭力이 弱化되고 經常收支가 赤字로 반전되는 등 많은 문제점이 발생하였음을 감안할 때 앞으로 海外資本의 流入으로 인하여 원貨의 가치가 〈表 V-13〉과 같이 上昇할 경우 輸出

23) 1989년 4월 말 원/달러換率은 1달러당 666.3원으로 1985년 말 이후 가장 낮은 수준에 도달하였다.

에 큰 타격을 줄 수 있을 것으로 짐작된다. 더욱이 1995년 우리나라 經常收支는 대폭적인 赤字를 기록할 것으로 예상되는바 이와 같은 상황에서 원/달러 換率이 下落할 경우 經常收支가 더욱 악화되는 결과를 초래할 수 있을 것이다.

4. 資本流入 및 換率變動이 主要 經濟變數에 미치는 影響

앞에서 外換 및 資本 自由化 3段階 計劃이 완료되는 1999년까지 海外資本의 유입 규모와 그로 인한 國內通貨 가치의 上昇效果를 검토해 보았다. 이와 같은 資本流入 및 國內通貨 가치의 상승이 주요 巨視經濟 변수에 미치는 영향을 검토해 보기로 하자.

國內通貨 가치의 상승으로 인하여 가장 직접적인 영향을 받는 巨視經濟 변수는 輸出入 및 貿易收支일 것으로 판단된다. 특히 우리나라 輸出品에 대한 海外需要의 價格彈力性²⁴⁾이 높기 때문에 國內通貨 가치의 상승으로 인하여 달러貨로 표시된 輸出品의 價格이 상승할 경우 輸出物量과 輸出金額의 減少效果와 貿易收支의 惡化效果는 상당히 클 것으로 우려된다.

〈表 V-14〉에는 1999년까지 원/달러 換率의 〈表 V-13〉에서와 같이 점차 下落할 경우 달러貨로 표시된 輸出價格과 輸出入物量 및 貿易收支의 변동효과가 정리되어 있다²⁵⁾. 이 表에서 원/달러 換率의 下落으로 인하여 輸出價格은 1995년 하반기에 약 0.27% 상승하는 것으로 나타났으며 1996년과 1997년중에는 각각 약 0.55%, 0.90% 上昇하는 것으로 추산되었다. 또한 1998년과 1999년중에는 각각 약

24) 우리나라 輸出物量의 長期 價格彈力性은 약 2.3 내지 2.9인 것으로 추정되었다(金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 231, 〈附表 C-1〉 참조).

25) 원/달러 換率이 1% 下落할 경우 輸出價格, 輸出物量 및 輸出金額과 輸入金額 및 貿易收支의 變動效果는 金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 179, 〈表 VIII-3〉, p. 184, 〈表 VIII-4〉(變動率 分析), 및 p. 226, [附圖 B-2], p. 234, [附圖 C-1], p. 240, [附圖 C-3] 참조.

1.08%, 1.05% 上昇하는 것으로 나타났으며 長期的으로는 換率下落이 없었을 경우에 비하여 약 3.91% 上昇하는 것으로 推算되었다.

〈表 V-14〉 원/달러 換率變動이 輸出入 및 貿易收支에 미치는 影響

	1995(下半年)	1996	1997	1998	1999	2000	2001
달러表示輸出價格(%)	+0.27	+0.55	+0.90	+1.08	+1.05	+0.07	-0.03
輸出物量(%)	-0.06	-0.26	-0.85	-1.52	-2.00	-2.04	-1.06
輸出金額(%)	+0.12	+0.02	-0.07	-0.35	-0.93	-1.41	-1.16
輸入物量(%)	-0.01	+0.08	+0.15	+0.18	+0.14	+0.08	-0.23
貿易收支(億달러)	+0.92	+1.16	-6.52	-14.22	-35.93	-67.73	-90.45

註：輸出價格의 각 年末까지 變動의 效果이며 다른 變數의 경우 期間中 變動의 效果임. 2000년 貿易收支 效果는 換率變動 效果를 고려하지 않은 輸出과 輸入金額이 각각 2,000億달러인 경우를 기준으로 산출하였으며 2001년 貿易收支는 輸出入 金額이 각각 2,100億달러인 경우를 기준으로 산출하였음.

輸出價格의 상승으로 인한 輸出物量의 減少效果는 1995년 하반기에 약 0.06%인 것으로 推算되었으며 1996년과 1997년중에는 각각 약 0.26%와 0.85%인 것으로 나타났다. 1998년과 1999년중 輸出物量의 감소효과는 각각 약 1.52%와 2.00%인 것으로 추산되었다. 우리나라의 경우 輸出價格의 上昇으로 인한 輸出物量의 減少效果는 약 2년 반에 걸쳐서 나타나기 때문에 1999년까지 원/달러 換率이 〈表 V-13〉과 같이 下落하고 그 이후에는 더이상 下落하지 않는다고 가정하더라도 輸出物量의 감소는 2001년까지 지속될 것으로 전망된다. 2000년과 2001년중 輸出物量의 減少效果는 각각 약 2.04%와 1.06%이며 換率下落이 없었을 경우와 비교할 때 長期的으로 輸出物量의 수준은 약 8.15% 減少하는 것으로 추산할 수 있다.

이와 같은 輸出價格 및 輸出物量 變動의 결과 1995년 하반기와 1996년 輸出金額은 이른바 J曲線效果로 인하여 각각 약 0.12%, 0.02% 증가하게 되는 것으로 추정되었다. 輸出金額의 감소효과는

1997년부터 나타나기 시작할 것으로 전망되며 1998년과 1999년중 輸出金額의 減少比率은 각각 약 0.35%와 0.93%일 것으로 추산되었다. 輸出金額은 換率下落으로 인한 J曲線效果가 사라지는 2000년과 2001년에 보다 큰 폭으로 減少하게 될 것으로 전망되며 이 두 해 동안 수출금액은 각각 약 1.41%와 1.16% 감소하여 長期的으로는 換率下落이 없었을 경우와 비교하여 약 4.32% 減少하는 것으로 추산되었다.

원/달러 換率의 변동이 달러貨로 표시된 우리나라 輸入品の 가격에 미치는 영향은 거의 없는 것으로 분석되고 있다²⁶⁾. 따라서 원/달러 換率이 하락할 경우 원貨로 표시된 輸入品の 國內價格은 같은 비율로 하락하게 될 것으로 전망된다. 輸入品の 國內價格 하락에 따른 輸入物量의 增加效果와 輸出物量의 감소에 따른 輸入物量의 減少效果²⁷⁾를 감안할 경우 1995년 하반기 輸入物量은 약 0.01% 감소하고 1996년부터 점차 증가하여 1999년에는 換率下落이 없었을 경우와 비교하여 약 0.62% 증가한 수준에 도달하며 2000년부터는 輸出物量의 감소효과로 인하여 점차 감소하여 長期的으로는 약 0.28% 증가한 수준으로 하향조정되는 것으로 추산할 수 있다.

원/달러 換率下落의 효과를 감안하지 않은 경우 1995년 하반기 이후 1999년까지 輸出入 金額이 <表 V-12>와 같다고 가정하면 換率下落으로 인한 輸出入 金額²⁸⁾의 변동을 고려할 경우 貿易收支는 1995년 하반기와 1996년에 각각 약 9千萬달러와 1億 2千萬달러 改善될 것으로 추산된다. 그러나 1997년에는 약 6億 5千萬달러 惡化

26) 金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 90, <表 IV-1> 및 p. 215, <附表 B-1> 참조.

27) 우리나라의 경우 輸出品 생산을 위한 中間材와 原材料 등의 輸入으로 인하여 輸出物量이 1% 증가할 경우 收入物量은 약 0.25% 내지 0.34% 증가하는 것으로 분석되었다(金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 245, <附表 C-2> 참조).

28) 원/달러 換率의 변동이 달러貨로 표시된 輸入品 價格의 變動效果를 무시할 경우 輸入金額의 변동효과와 輸入物量의 변동효과와 같을 것이다.

되고 1998년과 1999년에는 각각 약 14億 2千萬달러와 35億 9千萬달러 악화될 것으로 추산된다. 따라서 經常收支가 1998년에는 均衡을 이루고 1999년에는 20億달러의 黑字를 기록할 것이라는 당초의 가정은 달성할 수 없게 되고 각각 약 14億달러와 16億달러의 赤字를 기록하게 될 것으로 전망된다. 원/달러 換率의 下落으로 인한 經常收支의 惡化效果는 2000년 이후에 더욱 커질 것으로 예상되는바, 換率下落이 없을 경우 연간 輸出入 金額이 각각 2千億달러인 것으로 가정할 경우 2000년 貿易 및 經常收支의 惡化效果는 약 68億달러에 달하게 될 것으로 추산할 수 있다. 따라서 經常收支 黑字는 2000년 이후에도 상당 기간 기대하기 어려울 것이다.

원/달러 換率이 下落하면 元貨로 표시된 輸入品 國內價格의 하락으로 인하여 國內物價에 미치는 下落效果를 기대할 수 있을 것이다²⁹⁾. 外換 및 資本 自由化를 추진하는 과정에서 원/달러 換率이 〈表 V-13〉에서와 같이 下落할 경우 生産者物價와 消費者物價의 下落效果는 1995년 하반기에 각각 약 0.41%와 0.17%인 것으로 추산되었다. 生産者物價의 하락효과는 1996년중에 약 0.84%이고 1997년에는 약 1.48%이며 1998년과 1999년중에는 각각 약 1.82%와 1.85%에 이를 것이다. 消費者物價의 하락효과는 1996년중에 약 0.54%이고 1997년에는 약 1.08%이며 1998년과 1999년중에는 각각 1.44%와 약 1.53%에 이를 것으로 전망된다. 원/달러 換率의 下落이 없었을 경우와 비교할 때 生産者物價와 消費者物價의 수준은 長期的으로 각각 약 6.85%, 5.66% 낮아지게 되는 것으로 추산할 수 있다.

우리나라의 경우 國內에서 생산되는 物品 중 海外로 輸出되는 비

29) 원/달러 換率이 1% 下落할 경우 國內 生産者物價 및 消費者物價에 미치는 下落效果는 金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 176, 〈表 VIII-2〉(變動率分析) 및 p. 218, 〈附表 B-2〉, p. 220, 〈附表 B-3〉 및 p. 224, [附圖 B-1] 참조.

중이 높은 점을 감안할 때 원/달러 환율의 下落으로 인하여 輸出物량이 감소할 경우 國內總生産(實質 GDP)에 미치는 減少效果는 상당히 클 것으로 짐작된다. 1995년 國內總生産에 대비한 輸出의 비중은 약 27%에 이를 것이다. 이를 기준으로 輸出品의 모든 요소가 國內에서 생산된다고 가정하면 輸出物량이 1% 감소함으로써 인한 國內總生産의 직접적인 減少效果는 약 0.27%인 것으로 추정할 수 있다. 그러나 輸出品 構成要素 중 약 29%가 海外에서 輸入된다고 가정하면 輸出物량 1% 감소로 인한 國內總生産의 직접적인 감소효과는 약 0.19%인 것으로 추산할 수 있다. 그런데 輸出減少의 과급효과로 인한 間接的인 효과를 直接效果의 절반인 것으로 가정할 경우 輸出物량 1% 감소로 인한 國內總生産의 감소효과는 약 0.29%인 것으로 추산할 수 있다.

〈表 V-15〉 원/달러 환율이 物價 및 經濟成長率에 미치는 影響

(單位: %)

	1995(下半年)	1996	1997	1998	1999	2000	2001
生産者物價上昇率	-0.41	-0.84	-1.48	-1.82	-1.85	-0.41	-0.03
消費者物價上昇率	-0.17	-0.54	-1.08	-1.44	-1.53	-0.81	-0.08
實質GDP增加率	-0.02	-0.08	-0.25	-0.44	-0.58	-0.59	-0.30

註: 實質GDP增加率에 미치는 影響은 輸出物량에 미치는 影響을 기준으로 GDP에 對한 輸出의 比重 및 輸出의 輸入誘發效果와 輸出이 國內經濟에 미치는 과급효과 등을 감안하여 推算하였음.

이와 같은 가정하에 輸出物량 감소가 國內總生産 增加率에 미치는 下落效果를 추산하면 1995년 하반기와 1996년에는 각각 0.02% 포인트와 0.08% 포인트로 크지 않을 것으로 전망되나 1997년에는 약 0.25% 포인트에 이르고 1998년과 1999년에는 각각 약 0.44% 포인트와 0.58% 포인트에 달하게 될 것이다. 輸出物량의 감소로 인한 國內總生産 증가율의 下落效果는 2000년과

2001년에도 각각 약 0.59% 포인트와 0.30% 포인트로 상당히 클 것으로 전망된다. 원/달러 換率이 없었을 경우와 비교할 때 國內總生産의 규모는 長期的으로 약 2.37% 감소하는 것으로 推算할 수 있다.

1995년 하반기 이후 資本流入의 규모가 각각 〈表 V-11〉과 같고 經常收支는 〈表 V-12〉에서 換率變動으로 인한 〈表 V-14〉의 貿易收支의 惡化效果를 감안한 규모와 같다고 가정하고 이로 인한 外換의 超過供給을 中央銀行이 모두 매입함으로써 흡수한다고 가정할 경우 通貨管理에 많은 어려움이 있을 것으로 예상된다. 〈表 V-16〉에는 1994년 말 우리나라의 本源通貨 殘額 24兆 8,409億원을 기준으로 연간 增加率을 14%로 관리할 경우 海外部門 및 國內部門의 통화증가 요인을 감안한 필요 通貨還收 금액이 정리되어 있다³⁰⁾.

이 表에서 本源通貨의 증가 許容金額은 1995년 하반기에 3兆 8,918億원이며 1996년중에는 4兆 226億원인 것을 알 수 있다. 資本收支 및 經常收支로 인한 外換의 超過供給을 中央銀行이 모두 매입하여 흡수한다고 가정할 경우 이로 인한 海外部門의 本源通貨 증가요인은 1995년 하반기에 4兆 5,808億원이며 1996년중에는 4兆 6,620億원에 달하는 등으로 나타나고 있다.

이와 같이 볼 때 1995년 하반기 이후 1999년까지 매년 海外部門의 通貨增加要因이 通貨增加 허용액을 초과할 것으로 예상할 수 있다. 특히 1998년과 1999년에는 해외부문 통화증가요인은 각각 9兆 1,825億원과 8兆 5,363億원으로 通貨增加 許容額 5兆 2,278億원과 5兆 9,596億원을 훨씬 초과하는 것으로 나타나고 있다.

30) 物價를 안정시키기 위해서는 현재 總通貨(M₂)의 연간 增加率 目標을 15~16%에서 14%로 축소하여야 한다는 주장이 있다. 通貨乘數가 일정하다고 가정할 경우 總通貨 增加率을 14%로 유지하기 위하여서는 本源通貨 증가율도 14%로 유지하여야 할 것이다.

〈表 V-16〉 本源通貨管理

(單位: 億圓)

		1995(下半年)	1996	1997	1998	1999
通貨管理 目 標	目標增加率(年間,%)	14.0	14.0	14.0	14.0	14.0
	期末本源通貨	287,327	327,553	373,410	425,688	485,284
	增加許容額	38,918 ¹⁾	40,226	45,857	52,278	59,596
通貨增加 要 因	海外要因	46,836	47,649	70,420	91,825	85,363
	國內要因 ²⁾	19,459	20,113	22,929	26,139	29,798
	計	66,295	67,762	93,349	117,964	115,161
必要還收額		27,377	27,336	47,492	65,686	55,565

註: 海外要因은 資本收支 및 經常收支 合計額에 各 期間의 換率을 적용하여 산출하였음.

1) 1995년 하반기 증가허용액은 年末目標額에서 1995년 6월말 殘額 24兆 8,409億圓을 公제하여 산출하였음.

2) 國內要因은 增加許容額의 50%로 假定하였음.

그런데 經濟의 원활한 運用을 위해서는 國內部門에도 通貨를 매년 일정량씩 증가시켜야 할 것이다. 특히 信用問題 등으로 海外로부터 資本을 도입할 수 없는 中小企業 등에 對한 與信을 증가시키기 위하여서는 國內부분 通貨增加가 必要할 것이다. 이와 같은 점을 고려하여 國內部門 通貨增加 요인을 매년 通貨增加 許容額의 절반인 것으로 假定할 경우 海外 및 國內部門을 合친 本源通貨 증가요인 총액은 1995년 하반기에 6兆 6,295億圓이고 1996년에는 6兆 7,762億圓 等인 것으로 파악할 수 있다.

本源通貨 증가요인 총액에서 증가 許容額을 公제한 必要還收額은 1995년 하반기에 2兆 7,377億圓이며 1996년에는 2兆 7,336億圓 等인 것으로 推산할 수 있다. 이 推산에서 1997년 및 1998년과 1999년의 本源通貨 필요 還收額은 각각 4兆 7,492億圓, 6兆 5,686億圓과 5兆 5,565億圓인 것으로 파악할 수 있다.

이와 같은 규모의 通貨還收를 爲하여 어떤 方法을 動員할 것인

가? 우리나라의 경우 지금까지 通貨還收를 위하여 通貨安定證券을 발행하여 왔다. 그 결과 1995년 6월 말 通貨安定證券 發行殘額은 20兆 8,151億원인 것으로 파악되고 있다. 따라서 通貨安定證券에 대한 利子 지급은 이를 위하여 새로운 通貨安定證券을 발행하지 않는 한 자동적인 通貨膨脹의 요인으로 작용하고 있다.

이와 같은 기존의 通貨安定證券으로 인한 문제에도 불구하고 <表 V-16>에서 추산된 규모의 本源通貨 還收를 通貨安定證券의 발행을 통하여 이행할 경우 이를 위한 新規發行 및 기존의 發行額에 대한 이자 지급을 위한 新規發行 등을 포함한 發行殘額의 추이는 <表 V-17>의 윗 부분에 推算되어 있다.

<表 V-17> 通貨安定證券 管理 (單位: 億圓)

		1995(下半年)	1996	1997	1998	1999
시나리오 I	期初殘額	208,151	248,838	307,674	394,937	511,956
(通貨還收를	通貨還收를	27,377	27,336	47,492	65,686	55,565
모두 通安債	위한 新規發行					
發行으로	通安債利子	13,310	31,500	39,771	51,333	64,774
하는 경우)	期末殘額	248,838	307,674	394,937	511,956	632,295
시나리오 II	期初殘額	208,151	248,838	297,287	362,103	453,982
(通貨還收	通貨還收를	27,377	17,536	27,492	45,686	35,565
중 일부를	위한 新規發行	(-)	(10,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
財政에서	(財政에서 還收)					
담당하는	通安債利子	13,310	30,913	37,324	46,193	56,612
경우)	期末殘額	248,838	297,287	362,103	453,982	546,159

註: 通安債 利子率은 年 12%로 가정하였음.

이 推算의 결과에서 1995년 말 通貨安定證券 發行殘額은 24兆 8,838億원에 달하게 되는 것으로 나타났으며 이후 점차 증가하여 1999년 말에는 63兆 2,295億원에 달하게 되는 것으로 나타나고 있다. 그 결과 通貨安定證券의 利子率을 年 12%로 가정할 경우 1999

년 利子 支給額은 6兆 4,774億원에 달하게 되어 같은 해 本源通貨 증가 許容額 5兆 9,596億원보다 많아지게 되는 것으로 나타났다. 더욱이 2000년에는 通貨還收을 위한 通貨安定證券의 新規發行이 없다고 가정하더라도 기존 發行額에 대한 利子만도 7兆 5千億원 이상에 달하여 자동적인 通貨膨脹의 요인으로 작용하게 될 것으로 예상할 수 있다.

通貨還收을 通貨安定證券의 발행으로 시행할 경우 또 한 가지 문제점은 資本市場에서 驅逐效果(crowding out effect)가 발생하여 國內金利를 상승시키는 요인으로 작용하게 될 위험이 있다는 점이다. 특히 金融 自律化와 함께 金利 自由化가 단계적으로 추진되고 있기 때문에 과거와 같이 通貨安定證券을 金融機關에 강제로 배정하기는 어려울 것이다. 따라서 通貨安定證券의 금리는 시중의 實勢金利와 같은 수준이어야 할 것이고 발행액이 증가하면 會社債나 다른 債券과의 경쟁으로 인하여 시중의 실세금리를 상승시키는 결과를 초래하게 될 것이다. 이로 인하여 國內金利가 상승할 경우 海外로부터 유입되는 資本의 규모는 더욱 커지는 결과를 초래하게 되어 通貨管理의 어려움을 가중시킬 수도 있을 것이다.

通貨安定證券의 발행을 통한 通貨還收의 문제점을 완화시키기 위하여 財政黑字를 통한 통화환수를 생각해 볼 수 있다. <表 V-17>에는 재정흑자를 통한 통화환수 금액이 1996년에는 1兆원, 1997년부터 1999년까지는 매년 2兆원으로 가정하고 나머지는 通貨安定證券을 발행하여 還收한다는 가정하에 추산된 通貨安定證券의 발행잔액 추이가 정리되어 있다. 이 경우 1999년 말 發行殘額은 54兆 6,159億원에 달하게 되는 것으로 추산되었으며 같은 해 通貨安定證券에 대한 利子 支給額은 5兆 6,612億원에 이르게 되는 것으로 추산되었다. 이 결과에서도 通貨安定證券의 규모는 通貨의 안정적인 관리를 위협하는 수준인 것으로 판단된다. 따라서 앞으로 通貨의 원활한 관리를 위해서는 財政黑字를 통한 通貨還收 금액이 매년 3兆 내지 4兆원 이상이 되어야 할 것으로 판단된다.

財政黑字를 통한 通貨還收에도 문제가 있다. 먼저 財政黑字를 실현하기 위해서는 財政收入의 확대를 위하여 稅法을 개정하고 豫算을 편성하여 國會의 동의를 얻어야 하는 등 필요한 절차를 밟아야 되기 때문에 장기간이 소요된다. 이에 대하여 海外資本의 유입으로 인한 通貨膨脹은 급격하게 진행될 수 있기 때문에 財政黑字만으로 通貨를 흡수하는 데에는 시기적인 대응의 적절성에 문제가 발생할 수 있다. 따라서 通貨가 급격하게 膨脹할 경우 먼저 通貨安定證券을 발행하여 흡수하고 사후적으로 재정흑자 자금을 사용하여 通貨安定證券을 매입하는 등의 방법을 고려하여야 할 것이다.

보다 근본적인 문제는 通貨還收에 필요한 만큼의 財政黑字를 실현할 수 있을 것이냐는 점이다. 앞에서도 살펴본 바와 같이 1999년 이후 通貨管理에 실질적으로 도움을 주기 위해서는 향후 1999년까지 매년 3~4兆원 정도의 通貨還收을 財政에서 담당하여야 될 것이다. 그런데 여러 가지 사정을 고려할 때 이 정도의 財政黑字를 실현하기는 어려울 것으로 판단된다.

通貨還收을 財政에서 담당할 경우 財政證券을 발행하여 필요한 자금을 조달하는 방법도 생각해 볼 수 있다. 그러나 이 때에도 通貨安定證券을 발행하는 경우와 마찬가지로 國內 資本市場에서 驅逐效果가 발생하여 國內金利를 상승시키는 결과를 초래할 위험이 있다.

外換 및 資本 自由化를 추진하는 과정에서 유입되는 海外資本으로 인하여 우리나라가 겪게 될 通貨管理의 문제는 1986년부터 1988년 중반까지 臺灣이 경험하였던 문제와 유사할 것으로 판단된다. 이 기간 동안 臺灣은 대폭적인 經常收支 黑字와 함께 海外로부터 막대한 규모의 資本이 유입되어 通貨管理에 많은 어려움을 겪었다³¹⁾.

31) 이 기간 동안 臺灣에 海外資本이 유입된 가장 큰 이유는 NT달러貨의 가치를 점진적으로 상승시켰기 때문에 가까운 미래에 NT달러貨의 가치가 더욱 상승할 것이라는 기대가 형성되어 換差益을 노린 投機性 短期資金(hot money)이 대규모로 유입되었기 때문인 것으로 분석되고 있다(金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1993 참조).

당시 臺灣 中央銀行은 乙種國庫債券(TB), 中央銀行預金證書(CD) 및 貯蓄債券(SB) 등 通貨調節을 위한 채권을 대량으로 발행하여 通貨를 還收하는 한편 銀行 등 金融機關에 대한 貸出金を 回收하는 등 金融緊縮을 단행하였다. 또한 臺灣政府는 財政剩餘金の 中央銀行 預置를 증가시킴으로써 通貨還收에 도움을 주었던 것으로 파악되고 있다³²⁾. 이와 같은 노력에도 불구하고 같은 기간 臺灣의 通貨量과 市中流動性은 급격히 증가하여 株式 및 不動產 등 資産의 가격이 급등하고 物價不安의 요인으로 작용하였던 것으로 분석되었다³³⁾.

우리나라의 경우에도 1986년 이후 經常收支가 흑자를 기록함에 따라 海外部門의 通貨가 급증하였다. 이에 따라 中央銀行은 通貨安定證券을 발행하여 通貨를 흡수하는 한편 貿易金融의 규모를 축소하는 등 金融緊縮을 단행함으로써 國內部門의 通貨增加를 억제하려고 노력하였다. 이와 동시에 商業借款의 도입을 억제하여 海外資本의 유입을 억제하는 한편 海外投資를 장려하는 등 海外部門 通貨增加를 억제하려고 노력하였다.

이와 같은 우리나라와 外國의 경험을 고려할 때 外換 및 資本 자유화를 추진하는 과정에서 유입되는 海外資本으로 인한 通貨膨脹을 억제하기 위하여 海外直接投資 및 海外證券投資 등의 과감한 自由化를 통하여 資本流出을 유도하는 조치가 필요할 것으로 판단된다. 또한 國內部門의 通貨增加를 억제하기 위하여 政策金融 등 中央銀行의 金融機關에 대한 與信의 규모를 축소하는 조치가 필요할 것이다. 이와 동시에 財政赤字를 통한 通貨還收도 적극적으로 검토해야 할 것으로 판단된다.

32) 金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1993, p. 36, 〈表 II-9〉 참조.

33) 前掲書, p. 32, 〈表 II-8〉 참조.

第 VI 章 要約 및 政策示唆點

1. 研究 結果 要約

本 研究에서는 政府가 추진하고 있는 外換 및 資本 自由化가 換率의 결정과 換率水準에 미칠 수 있는 영향에 대하여 고찰해 보았다. 이를 위하여 먼저 理論的인 측면에서 換率決定 模型을 정리하고 外換 및 資本 自由化의 결과 換率을 결정하는 요소들의 변동과 換率變動 사이의 관계가 어떻게 달라질 것인가에 대하여 검토하였다.

理論的인 분석의 결과 外換集中制가 정지되고 民間의 外換去來 및 保有에 대한 규제가 완화될 경우 미래에 예상되는 經濟狀況이나 外國의 경제상황 등 統制할 수 없는 요소의 변동이 換率에 미치는 영향이 커지기 때문에 가능한 政策手段을 동원하여 換率을 管理하기가 보다 어렵게 되는 것으로 파악되었다. 이와 더불어 換率의 變動性이 증대되기 때문에 미래 換率의 변동을 예측하기는 더욱 어렵게 되고 貿易이나 資本去來 등 國際去來에 따르는 外換危險은 증대되는 것으로 분석되었다.

또한 外換 및 資本 自由化가 진전됨에 따라 外貨資産에 대한 投資需要의 內外 金利差에 대한 感應度가 커지기 때문에 換率은 國內金利와 國際金利의 상대적인 변동에 민감하게 반응하게 되는 것으로 분석되었다. 우리나라의 경우 지금까지 外換 및 資本의 流出入에 대하여 엄격하게 통제하여 왔기 때문에 內外 金利差가 換率에 미친 영향은 극히 미미하였던 것으로 판단된다. 그러나 앞으로 國內 및 國際金利의 상대적인 변동이 資本 흐름의 방향을 결정함과 동시에 換率에 큰 영향을 미치게 될 것으로 예상되므로 金利政策과

換率政策을 수립함에 있어서 유기적인 관계를 고려하지 않으면 안 될 것이다.

현재와 같이 國內金利가 國際金利보다 높은 상황에서 資本의 流出入에 대한 규제가 완화될 경우 流出되는 資本에 비하여 流入되는 자본의 규모가 클 것으로 예상된다. 이에 따라 國內 外換市場에서 外환의 超過供給 현상이 발생하고 國內通貨의 가치가 상승하는 결과를 초래할 수 있을 것이다. 그 결과 輸出이 감소하고 輸入이 증가하여 貿易收支 및 經常收支가 악화될 수 있을 것이다.

더욱이 미래에 예상되는 經濟狀況의 변동이나 內外 金利差 등의 변동이 換率에 미치는 영향이 커지기 때문에 貿易收支나 經常收支의 변동이 換率에 미치는 영향은 상대적으로 축소될 것으로 예상된다. 이에 따라 貿易收支나 經常收支의 赤字가 발생하더라도 換率 이들 國際收支를 균형시키는 적절한 수준으로 調整되는 데에는 장기간이 소요되고 國際收支의 不均衡 상태는 장기간 지속될 수 있을 것이다.

다음으로 換率決定 理論에 입각하여 長期均衡 要素와 市場均衡 要素 및 外換市場 介人 등 換率에 영향을 미치는 요소들을 망라하여 각 요소들의 변동이 換率에 미치는 영향을 추정할 수 있는 計量模型을 유도하였다. 유도된 計量模型을 엔/달러, 마르크/달러 등 주요 換率에 적용하여 추정해 봄으로써 실제 換率의 변동을 理論적으로 설명할 수 있는지 확인하였다.

實證分析의 결과 長期均衡 換率의 수준을 결정하는 요소들이 비교적 短期間인 分期間 換率의 변동을 설명하는 부분은 크지 않은 것으로 파악되었다. 이에 대하여 金利의 상대적인 차이나 國際收支의 상대적인 변동 등 外換需給의 변동과 관련된 요소들이 分期間 환율변동을 설명하는 부분은 상당히 큰 것으로 분석되었다. 정립된 模型이 分期間 變動性을 설명하는 比率은 엔/달러 換率의 경우 약 30%이고 마르크/달러 換率의 경우 약 32%인 것으로 나타나 지금

까지 개발된 다른 模型에 비하여 손색이 없는 것으로 파악되었다. 또한 産業構造와 經濟發展의 段階가 우리나라와 유사한 臺灣의 NT 달러貨와 美國 달러貨 사이의 換率에 적용하여 분석해 본 결과에서도 분기간 換率變動을 설명하는 비율이 상당히 높게 나타났다.

이와 같은 분석의 결과를 기준으로 판단할 때 本 研究에서 정립된 計量模型은 外換 및 資本 自由化의 결과 각 要素의 변동과 換率變動과의 관계가 어떻게 달라질 것인지를 분석하기에 적절한 것으로 사료된다. 특히, 外換 및 資本 自由化의 결과 外換市場 需給의 변동으로 인한 換率變動의 효과가 커질 것으로 예상되기 때문에 이와 같은 효과를 비교적 정확하게 推定할 수 있다는 점에서 유도된 計量模型을 기준으로 분석하는 방법론의 타당성이 인정될 수 있을 것이다.

우리나라의 外換 및 資本 自由化가 換率에 미치는 영향을 파악하기에 앞서 日本과 臺灣의 경우 외환 및 자본 자유화가 환율에 어떠한 영향을 미쳤는가를 분석해 보았다. 이를 위하여 이들 나라의 外換 및 資本에 대한 規制의 정도를 기준으로 期間을 구분하고 각 기간에 있어서 換率變動의 特性和 換率을 결정하는 각 요소의 변동이 換率에 미치는 영향의 크기를 비교해 보았다.

그 결과 日本의 外換 및 資本 自由化가 진전됨에 따라 엔/달러 換率의 變動性이 커진 것으로 분석되었다. 즉, 日本이 外換管理法를 개정하여 外換의 保有 및 去來에 관한 規制를 대폭 自由化한 1980년 말 이후 엔/달러 換率의 분기간 변동성은 그 이전에 비하여 상당히 높아진 것으로 분석되었다.

또한 엔貨 및 日本金融의 國際化가 완료되고 外換 및 資本의 輸出에 대한 規制가 대부분 撤廢된 1988년 이후 日本과 美國 金利의 상대적인 차이로 인한 엔/달러 換率의 變動效果는 그 이전에 비하여 대폭 커진 것으로 나타났다. 이에 대하여 日本과 美國 經常收支의 상대적인 차이가 엔/달러 換率에 미친 영향은 두 나라가 變動

換率制度로 이행한 1973년 이후 큰 변동이 없었던 것으로 분석되었다.

外換 및 資本 自由化가 진전됨에 따라 엔/달러 換率의 變動性이 커진 이유는 미래에 예상되는 經濟狀況의 변동 등 통제할 수 없는 요소들이 換率에 미치는 영향이 커졌기 때문인 것으로 해석할 수 있다. 또한 日本의 外換 및 資本 自由化가 진전됨에 따라 日本과 美國 利子率의 상대적인 차이가 換率에 미치는 영향이 커진 점을 감안할 때 日本 經常收支의 변동이 換率에 미치는 영향은 과거에 비하여 상대적으로 작아진 것으로 평가할 수 있을 것이다.

外換市場 개입의 효과와 관련하여 日本과 美國 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 엔/달러 換率에 미치는 영향은 換率安定을 위한 주요 先進國들의 협조체제가 강화된 1985년부터 1987년까지 기간 동안에 있어서 다른 기간에 비하여 컸던 것으로 추정되었다. 그 이유는 이 기간 동안 先進國 中央銀行들이 협력하여 공동으로 外換市場에 개입하였기 때문에 시장에 대한 中央銀行의 영향력이 커진 것으로 해석할 수 있을 것이다.

臺灣의 경우 외환 및 자본에 대한 규제가 상당히 남아 있기 때문에 환율을 결정하는 각 요소의 변동이 NT달러/美달러 換率에 미치는 영향은 선진국 통화간 환율의 경우와 상당히 다른 것으로 파악되었다. 中心換率制度를 채택한 기간 동안 臺灣의 利子率이 美國에 비하여 상대적으로 높을 경우 NT달러貨의 가치는 下落한 것으로 분석되었다. 그 이유는 이 기간 동안 臺灣政府가 自國通貨 가치의 상승이 輸出에 미치는 악영향을 축소하기 위하여 NT달러貨의 가치가 상승하는 기간 동안 國內金利를 낮은 수준에서 통제하였기 때문인 것으로 판단된다. 그런데 1989년 9월 臺灣이 변동환율제도로 이행한 이후에는 그 이전 金利와 換率 사이의 異常的인 관계가 약화되거나 분석 방법에 따라서는 先進國 通貨間 換率에서와 같은 正常的인 관계로 바뀐 것으로 나타났다.

臺灣이 變動換率制度로 이행하기 以前과 以後를 비교할 때 臺灣과 美國 經常收支와 資本收支의 상대적인 변동이 NT달러/美달러 換率에 미친 영향에는 큰 차이가 없는 것으로 분석되었다. 이에 대하여 두 나라 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향은 다소 작아진 것으로 파악되었다. 즉, 變動換率制度로 이행한 후 臺灣 中央銀行의 對外準備高가 美國에 비하여 상대적으로 증가할 경우 NT달러/美달러 換率에 미치는 上昇效果가 그 이전에 비하여 작아진 것으로 나타났다. 이와 같은 차이는 外換集中制가 정지되고 變動換率制度로 이행됨과 아울러 民間에 의한 外換의 保有 및 去來에 대한 규제가 완화됨에 따라 外換市場에 있어서 中央銀行의 영향력이 축소되었기 때문인 것으로 해석할 수 있을 것이다.

엔/달러 換率이나 마르크/달러 換率 및 NT달러/美달러 換率을 분석한 결과 각 나라의 外換市場 및 外換政策의 特殊性에 따라 換率을 결정하는 각 요소의 변동으로 인한 換率變動의 효과가 크게 다른 것으로 파악되었다. 이와 같은 점을 고려할 때 우리나라의 外換 및 資本 自由化가 換率에 미치는 영향을 분석하기 위하여서는 먼저 우리나라 外換市場의 特性和 換率運用과 관련된 과거의 관행 등을 파악하여야 될 것으로 판단된다.

이를 위하여 다른 換率의 변동을 분석함에 있어서 적용한 것과 같은 방법으로 과거 複數通貨 바스켓 페그 換率制度和 최근 市場平均換率制度下에서 원/달러 換率變動의 원인을 분석하였다. 분석의 결과 複數通貨 바스켓 페그 換率制度下에서 원/달러 換率은 外換市場에서 需要와 供給의 상대적인 변동에 따라 결정되기도는 管理當局이 적절하다고 판단되는 수준에서 결정하였기 때문에 각 요소의 변동이 환율에 미친 영향이 다른 換率의 경우와 크게 달랐던 것으로 파악되었다.

먼저 우리나라와 美國 經濟 成長率과 物價 上昇率의 상대적인 차

이가 원/달러 換率에 미친 영향이 상당히 크게 나타났다. 이는 같은 기간 동안 管理當局이 換率의 適正水準을 관정함에 있어서 이들 요소들의 상대적인 변동을 고려하였기 때문인 것으로 풀이할 수 있다. 이에 대하여 外換市場의 需給變動과 관련된 요소들이 환율에 미친 영향은 상대적으로 작게 추정되었다. 즉, 우리나라의 經常收支와 資本收支가 美國에 비하여 상대적으로 개선된 경우 같은 分期 원/달러 換率은 상승한 것으로 추정되었다. 또한 外換集中制를 실시하고 外換 및 資本의 流出入에 대하여 강력하게 통제하였음에도 불구하고 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 원/달러 換率에 미친 영향도 크지 않았던 것으로 분석되었다.

市場平均換率制度로 이행된 후 원/달러 換率의 변동은 外換市場 需給狀況의 변동을 반영하는 정도가 과거에 비하여 커진 것으로 나타났다. 즉, 우리나라의 經常收支와 資本收支 黑字規模가 증가할 경우 같은 分期에 원/달러 換率은 하락한 것으로 추정되었는바, 이와 같은 관계는 國際收支의 변동이 外換市場 수급상황의 변동을 통하여 換率에 미치는 관계로 해석할 수 있다.

이와 같은 변화에도 불구하고 최근까지 원/달러 換率의 변동이 市場外的인 요소에 의하여 決定되었음을 암시하는 증거들도 다수 발견되었다. 먼저 우리나라 中央銀行의 再割引率이 美國에 비하여 상대적으로 上昇할 경우 원/달러 換率도 上昇한 것으로 분석되었다. 이는 外換 및 資本의 流出入이 강력하게 통제되고 있는 상황에서 管理當局이 엔/달러 환율 등 다른 換率의 변동을 고려하여 원/달러 換率을 조정되도록 유도하였기 때문인 것으로 해석할 수 있다.

또한 우리나라 經常收支 黑字規模가 증가할 경우 원/달러 換率에 미치는 下落效果가 같은 달보다 다음 달에 더욱 크게 나타났다. 經常收支의 변동이 外換市場 需給의 변동을 통하여 환율에 영향을 미칠 경우 같은 기간의 換率變動에만 영향을 미치고 미래 기간의 환

을 변동에는 영향을 미치지 않는 것으로 나타날 것이다.

따라서 분석의 결과 파악된 원/달러 환율의 변동과 우리나라 經常收支 사이의 時差關係는 환율이 市場外的인 요소에 의하여 결정된 부분도 있었음을 암시하는 증거로 해석할 수 있다.

분석의 결과 파악된 우리나라 中央銀行 對外準備高의 변동과 원/달러 환율變動의 관계도 外換市場 需給의 논리로 설명하기 어려운 것으로 판단된다. 즉, 우리나라 中央銀行 對外準備高가 증가한 경우 원/달러 환율이 같은 달에는 下落한 것으로 나타난 반면 다음 달에는 上昇한 것으로 분석되었다. 中央銀行이 外換을 매입하는 방법으로 外換市場에 개입할 경우 對外準備高가 증가한 기간에만 自國通貨의 가치가 下落하고 미래 기간의 환율에는 영향을 미치지 않는 관계로 나타날 것이다.

다른 환율의 변동을 분석한 결과와 비교할 때 市場平均換率制度下에서 우리나라 資本收支 黑字規模의 증가로 인한 원/달러 환율 下落效果가 經常收支 黑字의 효과보다 상대적으로 작았던 것으로 나타났다. 이는 같은 기간 동안 海外資本의 導入을 허용함에 있어서 海外施設財의 도입과 連繫시키거나 經常收支의 상황을 고려하여 時期的으로 조절하는 등으로 外換의 수급을 源泉의으로 규제하였기 때문인 것으로 판단된다.

앞으로 外換 및 資本 自由化가 진전됨에 따라 환율이 外換市場의 需給狀況을 반영하여 결정될 경우 이와 같은 市場外的인 요소들이 환율에 미치는 영향은 점차 줄어들 것으로 판단된다. 특히, 國內金利가 상대적으로 상승하면 國內通貨의 가치는 上昇하게 될 것이며 資本收支 黑字로 인한 國內通貨 가치의 上昇效果도 커질 것으로 예상된다.

實證分析의 결과 파악된 사항들을 고려하여 外換 및 資本 自由化 3段階 計劃이 완료되는 1999년까지의 원/달러 환율의 변동을 試算해 보았다. 이 실험에서 海外로부터 純流入되는 자본의 규모는 年

間 120億달러 내지 140億달러 내외로 가정하고 換率變動을 감안하지 않을 경우 經常收支는 1996년 60億달러 赤字에서 점차 개선되어 1998년에는 均衡을 이루고 1999년에는 20億달러 黑字를 기록하는 것으로 가정하였다.

시산의 결과 원/달러 換率은 1995년 8월 말부터 연말까지 약 1% 下落하여 1달러당 약 766원 수준에 이르는 것으로 나타났다. 이후 원/달러 換率의 下落幅은 매년 확대되어 1999년 말에는 1995년 8월 말보다 약 12% 下落한 1달러당 약 680원 수준에 도달하는 것으로 推算되었다. 원/달러 換率이 試算의 결과와 같이 下落할 경우 1985년 이후 원화의 가치가 가장 높았던 1989년 중반과 같은 수준에 도달하게 되는 것을 알 수 있다.

이와 같은 國內通貨 가치의 상승으로 인하여 輸出이 감소 및 輸入은 증가하여 貿易收支는 1998년에 약 14億달러 惡化되고 1999년에는 약 36億달러 악화될 것으로 예상되며, 經常收支가 1998년에는 均衡을 이루고 1999년에는 黑字로 轉換할 것이라는 당초의 기대는 실현되기 어려울 것으로 전망된다. 國內通貨 가치의 상승으로 인한 輸出價格의 상승이 輸出物量에 미치는 장기적인 효과를 감안할 때 2000년부터는 國內通貨의 가치가 더이상 상승하지 않는 것으로 가정하더라도 輸出의 감소 및 貿易收支의 악화는 2001년까지 지속될 것으로 예상된다. 따라서 經常收支는 2000년 이후에도 상당기간 赤字를 기록하게 될 것으로 憂慮된다.

外換 및 資本 自由化에 따라 國內外 金利의 상대적인 차이나 資本의 流出入으로 인한 換率變動의 효과는 커짐에 대하여 經常收支의 변동으로 인한 換率變動의 효과는 상대적으로 작아질 것으로 예상된다. 따라서 經常收支 赤字가 발생하더라도 원/달러 換率이 적정한 수준으로 下落하는 데에는 長期間이 소요될 수 있을 것이다. 이에 대하여 外換集中制의 정지 및 外換去來 규모의 증가 등으로 中央銀行에 의한 外換市場 介入의 效果는 과거에 비하여 작아질 것

으로 예상되기 때문에 經常收支를 均衡시키기 위하여 換率을 적절한 수준에서 안정적으로 관리하기가 매우 어렵게 될 것이다.

원/달러 換率의 下落으로 인하여 輸出物量이 감소할 경우 經濟成長은 둔화될 것이다. 특히 우리나라의 경우 國內에서 生産되는 제품 중 輸出되는 비중이 높기 때문에 원/달러 換率의 下落 및 輸出物量의 감소로 인한 經濟成長率의 下落效果는 상당히 클 것으로 예상된다. 推算의 결과 원/달러 換率의 下落으로 인하여 實質 GDP 增加率은 1998년과 1999년에 각각 약 0.44% 포인트, 0.58% 포인트 下落하고 2000년에는 약 0.59% 포인트 下落하는 것으로 나타났다.

國內通貨의 가치가 상승할 경우 원貨로 표시된 輸入品の 國內價格이 하락하기 때문에 國內物價에 미치는 下落效果도 있을 것으로 판단된다. 推算의 결과 원/달러 換率의 下落으로 인한 國內生産者物價의 下落效果는 1996년과 1997년에 각각 약 0.84%, 1.48%이고 1998년과 1999년에는 각각 약 1.82%와 1.85%인 것으로 나타났다.

外換의 保有에 대한 규제가 완화되더라도 원貨表示 資金의 利子率에 비하여 外貨表示 資金에 대한 이자율이 상대적으로 낮기 때문에 民間이 外貨를 보유하기 위한 外換需要는 크게 증가하지 않을 것으로 예상된다. 더욱이 國內通貨의 가치가 상승할 것으로 기대되기 때문에 民間의 外換에 대한 投資需要는 극히 작을 것으로 판단된다. 따라서 外換 및 資本 自由化를 추진하는 과정에서 海外資本의 유입으로 인한 資本收支 黑字에서 經常收支 赤字를 제외한 外換의 超過供給이 國內通貨에 미치는 지속적인 가치상승 압력을 해소하기 위해서는 中央銀行이 이를 買入하여 흡수하여야 할 것이다.

그런데 中央銀行의 外換買入 과정에서 증가하는 通貨를 還收할 수 있는 手段이 여의치 않기 때문에 通貨管理가 매우 어렵게 될 것으로 예상된다. 특히 이미 발행된 通貨安定證券의 殘額이 20兆원을 초과하고 있고 이에 대한 利子が 年間 3兆원 가까이에 달하여 자동

적인 通貨增加 요인으로 작용하고 있기 때문에 通貨安定證券을 추가로 발행하여 대규모의 通貨를 還收하기는 어려울 것이다. 또한 현재의 財政形便과 앞으로 教育改編 및 UR 農漁民對策을 위한 財政支出의 증가 등을 감안할 때 財政黑字를 통한 대규모 通貨還收도 어려울 것이다.

2. 政策 示唆點

外換 및 資本 自由化를 추진하는 과정에서 通貨가 膨脹하고 國內 通貨의 價値가 상승할 것으로 예상되는 이유는 海外資本이 유입될 것으로 기대되기 때문이며, 海外資本이 유입될 것으로 기대되는 이유는 國內金利가 國際金利에 비하여 상당폭 높은 수준을 유지할 것으로 예상되기 때문이다. 따라서 海外資本의 流入으로 인한 문제들을 해소하기 위해서는 國內外 金利差를 축소하는 것이 무엇보다 중요하며 이를 위해서는 國內金利의 下向安定을 유도하는 정책이 강구되어야 할 것이다.

일부에서는 資本流入에 대한 규제가 완화될 경우 海外資本의 流入으로 인하여 자본의 供給이 증가하기 때문에 國內金利가 자동적으로 國際金利 수준으로 下落할 것이라고 주장하고 있다. 長期的으로 볼 때 이러한 주장의 妥當性이 인정되나 여러 가지 상황을 고려할 때 資本 自由化가 추진되더라도 상당기간 國內金利는 國際金利에 비하여 상당폭 높은 수준을 유지할 것으로 판단된다.

먼저 3段階 自由化 計劃이 완료되는 1999년까지 現金商業借款의 導入은 허용되지 않을 것이며 外國人의 國內債券에 대한 投資는 제한적으로만 허용될 것이다. 이와 같은 規制가 유지되는 한 國內金利가 國際金利 수준으로 下落할 것으로 기대하기는 어려울 것이다. 資本流入으로 인하여 증가한 通貨를 흡수하기 위하여 通貨安定證券을 발행하거나 財政證券을 발행할 경우 驅逐效果로 인하여 國內金

리가 상승할 수도 있을 것이다. 資本流入의 결과 通貨가 팽창하여 物價上昇이 예상될 경우 名目金利가 상승할 수 있을 것이다. 이와 동시에 國內通貨의 價値가 상승할 것으로 기대될 경우에는 海外로부터 資本이 流入될 것이다.

우리나라의 경우 美國, 日本 등 先進國이나 臺灣 등 競爭國에 비하여 金利가 상대적으로 높은 가장 큰 이유는 우리나라 企業들의 負債比率이 이들 국가의 企業에 비하여 월등히 높기 때문인 것으로 판단된다. 우리나라 企業의 負債比率을 낮추도록 유도하기 위해서는 金融機關 등이 貸出을 할 경우나 企業이 會社債를 발행하는 경우 등에 있어서 負債比率에 따라 企業의 信用度를 조절하고 그 결과를 利率 결정에 반영하도록 유도하는 방법을 생각해 볼 수 있다. 또한 企業으로 하여금 新株의 發行 등 增資를 통하여 自己資本의 比重을 높이도록 유도하는 방법도 고려해 보아야 할 것이다.

國內金利가 下落할 경우 海外資本 유입의 規模가 감소되어 通貨膨脹 및 國內通貨 價値上昇 압력이 완화되는 효과 이외에 民間의 外換에 대한 需要가 증가하기 때문에 유입되는 外換의 일부를 國內에서 흡수하여 通貨膨脹 및 國內通貨 價値上昇의 압력을 완화시키는 효과도 기대할 수 있다.

外換 및 資本 自由化를 추진하는 과정에서 유입되는 外換으로 인한 通貨膨脹을 저지하기 위하여 通貨安定證券을 발행하는 방법뿐만 아니라 通貨를 還收할 경우 通貨安定證券의 發行殘額이 급증하게 될 것이다. 그 결과 머지않아 通貨安定證券에 대한 利率만도 本源通貨 억제목표를 초과하게 될 것으로 예상된다. 따라서 通貨膨脹을 억제하기 위한 다른 방안이 강구되어야 할 것으로 판단된다.

財政黑字를 통한 通貨還收가 적극적으로 검토되어야 할 것이다. 通常의인 財政黑字를 실현하기가 어려울 경우 國有財産을 매각하거나 公企業 民營化를 통하여 通貨還收에 필요한 財源을 마련하는 방법도 있을 것이다. 臺灣의 경우 1986년부터 1988년까지는 經常收

支 黒字 및 資本流入으로 인하여 通貨가 급격하게 膨脹할 당시 通貨를 환수함에 있어서 財政의 역할이 컸던 것으로 분석되고 있다¹⁾. 海外資本을 도입하는 기업에 대하여서는 國內與信의 限度를 축소하는 방법 등을 통하여 國內部門 通貨增加 요인을 억제하는 방안도 검토되어야 할 것이다.

通貨還收 부담을 줄이기 위하여 國內通貨 가치의 上昇으로 인한 物價下落의 효과를 감안하여 通貨增加 목표를 다소 上向調整하는 방법도 고려해 볼 수 있을 것이다. 1999년까지 年間 本源通貨 목표 증가율을 16%로 하고 國內部門 증가액을 本源通貨 增加許容額의 25%로 억제할 경우 本源通貨 必要 還收額은 1995년 하반기와 1996년에 각각 1兆 3,554億원과 1兆 2,515億원으로 감소할 것으로 추산된다. 또한 1997년에는 2兆 9,664億원, 1998년과 1999년에는 각각 4兆 4,549億원과 3兆 502億원으로 줄어들게 될 것이다.

이때 財政黒字를 통한 本源通貨의 還收規模를 〈表 V-17〉의 두번째 試算에서와 같이 1996년 1兆원, 1997년부터 1999년까지 매년 2兆원으로 가정하고 나머지는 通貨安定證券을 발행하여 흡수한다고 가정할 경우 通貨安定證券의 發行殘額은 1995년 말에 23兆 4,601億원에 달할 것으로 예상된다. 通貨安定證券의 發行殘額은 점차 증가하여 1999년 말에는 42兆 6,040億원에 달하게 되는 것으로 추산할 수 있으며 〈表 V-17〉의 두번째 推算結果와 비교할 때 12兆 119億원이 줄어들게 되는 것으로 추산할 수 있다. 이에 따라 같은 해 通貨安定證券 利子 支給額은 4兆 5,083億원으로 〈表 V-17〉의 두번째 시산에서보다 1兆 1,529億원 감소하게 될 것으로 예상된다.

企業의 海外資本 導入에 관한 규제를 완화하더라도 國際金融市場에서 資本을 調達할 수 있는 企業은 信用이 양호한 일부 大企業에

1) 金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1993, p. 36, 〈表 II-9〉 및 本文의 내용 참조.

한정되고 中小企業이나 信用狀態가 國際水準에 미달하는 기업이 國際金融市場에서 資本을 직접 調達하기는 어려울 것이다. 이때 海外資本 도입으로 인한 利益은 자본을 도입할 수 있는 기업들만 향유하는 데 대하여 資本流入으로 인하여 國內通貨의 가치가 상승할 경우 그 損失은 모든 기업이 부담하게 되는 衡平性 문제가 대두된다. 더욱이 일부 財閥企業들만이 海外資本을 도입하여 投資를 확대할 경우 經濟力 集中 문제가 악화될 수 있을 것이다. 이와 같은 점들을 고려하여 企業이 外資를 도입할 경우 일정한 比率의 中小企業債券을 引受토록 하거나 變動預置金制度(VDR)를 도입하여 資本導入額의 일정한 비율을 예치토록 하는 방법도 생각해 볼 수 있다. 이러한 방법으로 조성한 資金을 中小企業 등에 대한 貸出에 사용할 경우 國內與信의 축소로 인한 문제를 해소하는 데 도움이 될 수 있을 것이다.

우리나라 輸出品에 대한 海外需要의 價格彈力性이 높기 때문에 國內通貨 가치의 상승으로 인하여 달러表示 輸出價格이 상승할 경우 輸出物量에 미치는 감소효과가 큰 것으로 평가되고 있다. 이에 대하여 日本의 경우 輸出品의 價格彈力性이 낮기 때문에 엔貨의 가치가 상승하더라도 輸出金額에 미치는 감소효과는 크지 않은 것으로 분석되고 있으며 臺灣의 경우도 輸出品의 價格彈力性이 우리나라에 비하여 낮은 것으로 분석되고 있다²⁾. 이와 같은 점을 감안하여 産業構造의 高度化, 技術開發 등을 통하여 우리나라 輸出品의 價格彈力性이 낮아지도록 노력하여야 할 것이다.

2) 輸出物量의 價格彈力性은 日本의 경우 약 0.8 내지 1.5인 것으로 분석되었으며(金宗萬, 『日本 換率政策의 方向과 우리나라 輸出入에 미치는 影響』, 1993, p. 67, 〈表 III-7〉 참조), 臺灣의 경우 약 1.5 내지 2.2인 것으로 推定되었다(金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1993, p. 105, 〈表 V-2〉 참조). 이에 대하여 우리나라 輸出物量의 價格彈力性은 약 2.3 내지 2.9인 것으로 推定되었다(金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 231, 〈附表 C-1〉 참조).

外換 自由化의 추진 및 變動換率制度로의 移行과 관련하여 한가지 유의하여야 할 사실은 이에 따라 미래 換率變動에 대한 예측 가능성이 낮아지고 換率의 變動性이 높아진다는 점이다. 그 결과 輸出 入 등 經常去來나 資本去來에 따르는 外換危險의 부담이 증가하기 때문에 이를 回避할 수 있는 手段이 없을 경우 對外去來가 위축되고 輸出競爭力이 약화될 우려가 있다. 따라서 先物換 市場을 活性化하고 通貨先物이나 通貨옵션 등 派生商品 市場의 설립과 外換 仲介人制度의 도입을 통하여 通貨스와프 거래가 活性化되도록 유도하는 방법을 검토하여야 할 것이다.

〈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, 『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 資本自由化가 換率에 미치는 影響」, 『財政金融研究』, 제2권 제1호, 韓國租稅研究院, 1995.
- _____, 『우리나라 株式市場 開放의 效果分析』, 政策研究 91-9, 對外經濟政策研究院, 1991.
- _____, 『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.
- 財務部, 『外換制度改革(案)』, 1994.
- _____, 「外換政策의 變遷」, 外換制度改革 參考資料, 1994.
- 韓國銀行 外換管理部, 『외국환관리제도 변천추이』, 外換業務 資料 94-13, 1994.
- 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.
- 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.

- Bordo, M. D. and A. J. Schwartz, "What Has Foreign Exchange Market Intervention since the Plaza Agreement Accomplished?," *Open Economic Review*, Vol. 2, 1991.
- Branson, W. H., "Macroeconomic Determinants of Real Exchange Risk," in Herring edited, *Managing International Risk*, Cambridge University Press, 1983.
- Dornbusch, R., "Exchange Rate Economics : Where Do We Stand?," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, 1980.
- Lucas, R. J., "Econometric Policy Evaluation : A Critique," in Bruner and Metzler edited, *The Philips Curve and Labor Markets*, 1976.
- Mussa, M., "A Model of Exchange Rate Dynamics," *Journal of Political Economy*, Vol. 90, 1983.
- _____, "Empirical Regularities in the Behavior of Exchange Rate and Theories of the Foreign Exchange Market," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 11, 1979.
- Yoich, Funabashi, *Managing the Dollar : From the Plaza to the Louvre*, Institute for International Economics, Washington D. C., 1988.
- Williamson, J., *The Exchange Rate System*, Institute for International Economics, Washington D. C., 1985.

〈附表 1〉 1973年 2月 이후 日本의 外換 및 資本에 대한 規制의 變遷

期間區分	年 月	外換 및 資本規制와 관련된 主要 措置, 決定 및 事件 內容
第1期 (變動 換率制 移行 初期)	1973. 2.	• 엔/달러 換率 플로팅 시작, 엔貨 強勢(1달러당 301엔에서 270엔으로)
	1973. 3.	• 마르크/달러, 프랑(프랑스)/달러 換率 플로팅 시작
	1973. 4.	• 中央銀行 再割引率 4.25%에서 5%로 引上
	1973. 5.	• 再割引率 5.5%로 引上
		• 外國人 日本株式 投資限度로 發行株式 總數의 100%로 확대(단, 해당 企業의 同議 要, 17個 業種除外)
	1973. 8.	• 中央銀行 再割引率 6%로 引上
	1973. 9.	• 中央銀行 再割引率 7%로 引上
	1973.10.	• 1次 石油波動 시작, OPEC 原油輸出基準價格 배럴당 2.94달러에서 4.8달러로 상승
	1973.11.	• 輸出先受金 限度를 1萬달러로 확대
		• 外國人の 日本株式購入限度를 全面撤廢
	1973.12.	• 엔貨 弱勢(1달러=280엔)
		• 外國換銀行의 엔轉限度에 대한 規制緩和
		• 自由엔 預金에 대한 限界支準率 引下(50%에서 10%)
1974. 1.	• 中央銀行 再割引率 9%로 引上	
	• OPEC 原油輸出基準價格 배럴당 11.56달러로 上昇	
	• 1月末 엔/달러 換率 1달러당 299엔으로 上昇(엔貨 弱勢持續)	
	• 輸出先受金 限度를 10萬달러로 확대	
	• 居住者の 短期 外貨表示 證券購入에 대한 規制撤廢	
	• 새로운 外資預金計定 開發에 대하여 승인요구	
• 日本 商業銀行, 證券會社, 投資信託會社 및 保險會社에 대하여 海外 證券 純投資를 증가시키지 않도록 自律規制 要求		

〈附表 1〉의 계속

期間區分	年 月	外換 및 資本規制와 관련된 主要 措置, 決定 및 事件 內容
	1974. 3.	• 74년 1/4分期中 都賣物價 前年 同期比 35.4% 上昇, 實質GNP 1.6% 減少, 經常收支 32.9億달러 赤字
	1974. 6.	• 2/4分期中 都賣物價 前年 同期比 24.3% 上昇, 實質GNP 0.5% 減少, 鑛工業 生産 1.1% 減少, 經常收支 24億달러 赤字
	1974. 7.	• 輸出先受金限度를 50萬달러로 확대
	1974. 8.	• 短期 日本政府公債에 대한 外國人 投資 自由化
	1974. 9.	• 3/4分期中 都賣物價 前年 同期比 28.7% 上昇, 實質GNP 0.1% 增加, 鑛工業 生産 6.1% 減少, 經常收支 赤字 1.3億달러
	1974.12.	• 4/4分期中 都賣物價 前年 同期比 23.4% 上昇, 實質GNP 1.3% 減少, 鑛工業生産 6.1% 減少, 經常收支 11.3億달러 黑字 • 12月末 엔/달러 換率 1달러당 301엔으로 엔貨 弱勢持續
	1975. 3.	• 1/4分期中 都賣物價 前年 同期比 7.3% 上昇, 實質GNP 0.1% 增加, 鑛工業生産 18.6% 減少, 經常收支 9.3億달러 赤字 • 3月末 換率 1달러당 287엔으로 下落(엔貨 切上)
	1975. 4.	• 中央銀行 再割引率 8.5%로 引下
	1975. 6.	• 都賣物價 上昇率 下落(3.4%), 實質GNP 3.2% 增加 • 中央銀行 再割引率 8%로 引下 • 銀行을 제외한 證券會社, 投資信託會社, 保險會社 등 金融機關에 대한 海外 證券投資自律規制 撤廢
	1975. 8.	• 中央銀行 再割引率 7.5%로 引下
	1975.10.	• 中央銀行 再割引率 6.5%로 引下
	1975.12.	• 4/4分期 實質GNP 增加率 4.3%, 經常收支 5.7億달러 黑字 • 換率 1달러당 305엔으로 上昇(엔貨 弱勢)

〈附表 1〉의 계속

期間區分	年 月	外換 및 資本規制와 관련된 主要 措置, 決定 및 事件 內容
	1976.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 76년 4/4分期中 經常收支 黑字 18.7億달러 • 12月末 換率 1달러당 293엔
	1977. 3.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 6%로 引下
	1977. 4.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 5%로 引下
	1977. 6.	<ul style="list-style-type: none"> • 居住者の 海外短期證券購入에 대한 規制廢止(지금 까지 사실상 禁止) • 非居住者の 日本 株式 및 債券 購入에 대하여 自動承認制度로 移行 • 엔轉限度 net short position 管理制度로 전환 • 居住者外貨預金 殘額에 대한 規制廢止 • 居住者外貨預金 및 非居住者 自由엔 預金에 대한 限界支準率 0.25% 設定 • 6月末 換率 1달러당 268엔으로 下落
	1977. 9.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 4.25%로 引下
	1977.11.	<ul style="list-style-type: none"> • 非居住者 自由엔 預金에 대한 限界支準率을 50%로 引上 • 非居住者の 短期 日本政府公債購入을 사실상 禁止 (政府公債의 公募發行 停止를 통하여) • 外國人投資家の 엔貨債券取得規制 導入(滿期到來 까지 5年~1個月의 債券에 대하여) • 非居住者 自由엔 計定에 대한 限界支準率을 100%로 引上(사실상의 利子支給 禁止)
	1977.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 12月末 換率 1달러당 240엔
	1978. 3.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 3.5%로 引上 • 1/4分期中 都賣物價 1.7% 下落(前年 同期比), 經常收支 黑字 39.7億달러 • 3月末 換率 1달러당 222엔
	1978. 4.	<ul style="list-style-type: none"> • 海外證券投資의 危險헛지를 위한 先物換去來 許容 • 居住者の 外貨預金限度를 300萬엔으로 확대 • 輸入 usance期間을 120日에서 140日로 延長

〈附表 1〉의 계속

期間區分	年 月	外換 및 資本規制와 관련된 主要 措置, 決定 및 事件 內容
	1978. 6.	<ul style="list-style-type: none"> • 2/4分期 經常收支 黑字 45.8億달러 • 6月末 換率 1달러당 205엔
	1978. 9.	<ul style="list-style-type: none"> • 3/4分期 經常收支 黑字 51.5億달러 • 9月末 換率 1달러당 189엔
	1978.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 12月末 換率 1달러당 197.5엔으로 上昇(엔貨 弱勢 시작)
	1979. 1.	<ul style="list-style-type: none"> • 外國人 投資家の 엔貨表記 債券取得에 대한 規制 對象을 5年~1個月 滿期 債券에서 1年~1個月 滿期債券으로 緩和
	1979. 2.	<ul style="list-style-type: none"> • 外國人投資家の 日本債券取得에 관한 規制廢止 • 非居住者の 엔貨預金에 대한 限界支準廢止
	1979. 3.	<ul style="list-style-type: none"> • 3月末 換率 1달러당 209엔
	1979. 4.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 4.25%로 引上
	1979. 5.	<ul style="list-style-type: none"> • 非居住者の gensaki 市場 repo去來 許容 • 輸出先受金規制 撤廢 • 輸入 usance期間을 140日에서 180日로 延長 • 短期 impact loan(非連繫 外貨貸出) 許容
	1979. 8.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 5.25%로 引上
	1979.11.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 6.25%로 引上
	1979.12.	<ul style="list-style-type: none"> • impact loan 條件의 彈力的 適用 • OPEC 石油輸出基準價格 배럴당 23.5달러로 引上 (2次 石油波動 시작) • 12月末 換率 1달러당 240엔
	1980. 2.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 7.25%로 引上
	1980. 3.	<ul style="list-style-type: none"> • 自由엔 計定에 대한 金利自由化 • 外國換銀行 本支店間 海外엔 資金 취급을 彈力化 (同種 金額을 net short position 計算에서 除外) • 中央銀行 再割引率 9%로 引上 • 1/4分期 經常收支 赤字 50.1億달러

〈附表 1〉의 계속

期間區分	年 月	外換 및 資本規制와 관련된 主要 措置, 決定 및 事件 內容
	1980. 4.	<ul style="list-style-type: none"> • OPEC 原油輸出基準價格 배럴당 27.5달러로 引上
		<ul style="list-style-type: none"> • 3月末 換率 1달러당 250엔
	1980. 6.	<ul style="list-style-type: none"> • 6月末 換率 1달러당 217.6엔으로 下落
	1980. 8.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 8.25%로 引下
	1980.11.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 7.25%로 引下 • OPEC 原油輸出基準價格 배럴당 31.5달러로 引上
第2期 (엔貨 및 金融 國際化 準備期)	1980.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 新外換法 施行, 外換去來 原則禁止에서 原則自由로 전환 • 居住者의 外國換銀行에 대한 外貨預金 自由化 • impact loan의 完全自由化 • 指定證券會社를 통하는 경우 居住者의 海外證券取得 自由化(단, 直接投資를 위한 경우 申告 要) • 居住者에 의한 海外 不動產 取得自由化 • 非居住者 自由엔 計定으로부터 非居住者엔 計定으로 轉換(엔 交換에 대한 統制의 폐지에 따라 自由, 非自由엔 計定の 구분 없어짐) • 12月末 換率 1달러당 203엔
	1981. 1.	<ul style="list-style-type: none"> • 外貨預金の 支準率 引上(定期預金 0.25%에서 0.37%로 기타 預金 0.5%에서 1.25%로)
	1981. 3.	<ul style="list-style-type: none"> • 外貨預金 支準率 引下(定期預金 0.375%에서 0.25%로 其他預金 1.25%에서 0.5%로) • 中央銀行 再割引率 6.25%로 引下 • 1/4分期 經常收支 赤字 20.8億달러 • 3月末 換率 1달러당 211엔
	1981. 6.	<ul style="list-style-type: none"> • 2/4分期 經常收支 黑字 14.6億달러 • 6月末 換率 1달러당 226엔
	1981. 9.	<ul style="list-style-type: none"> • 3/4分期 經常收支 黑字 35.3億달러
	1981.10.	<ul style="list-style-type: none"> • OPEC 原油輸出基準價格 배럴당 33달러로 引上

〈附表 1〉의 계속

期間區分	年 月	外換 및 資本規制와 관련된 主要 措置, 決定 및 事件 內容
	1981.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 再割引率 5.5%로 引下 • 12月末 換率 1달러당 220엔
	1982. 3.	<ul style="list-style-type: none"> • 海外 無coupon 債券取得 自律規制 • 3月末 換率 1달러당 246.7엔으로 上昇
	1982. 4.	<ul style="list-style-type: none"> • 生命保險會社의 外貨表示 資産 추가 취득 規制 (1986年 8月까지 계속)
	1982. 9.	<ul style="list-style-type: none"> • 9月末 換率 1달러당 269.5엔으로 上昇
	1982.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 12月末 換率 1달러당 235엔으로 下落
	1983. 2.	<ul style="list-style-type: none"> • 無coupon 債券取得에 대한 規制 廢止
	1983. 5.	<ul style="list-style-type: none"> • 郵便生命保險의 海外證券投資 許容(總資産의 10%까지, 投資增加분에 대한 規制는 1986년 9월까지 계속)
	1983. 6.	<ul style="list-style-type: none"> • 外國換銀行 海外支店의 非居住者에 대한 短期 Euro-Yen 貸出自由化
	1983. 8.	<ul style="list-style-type: none"> • 8月末 換率 1달러당 246.7엔
	1983.10.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 5%로 引下
	1983.11.	<ul style="list-style-type: none"> • 年金信託의 外貨表記 資産 增加에 대한 規制(1986년 8월까지 지속) • 엔/달러 委員會(Yen/Dollar Working Group) 發足
	1983.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 12月末 換率 1달러당 232엔으로 下落
	1984. 3.	<ul style="list-style-type: none"> • 3月末 換率 1달러당 224.7엔으로 下落
	1984. 4.	<ul style="list-style-type: none"> • 先物換去來의 實需要原則 廢止 • 輸入 usance의 期間을 2年으로 延長 • 海外 CD 및 CP의 日本內 販賣 開始 • 銀行에 의한 엔貨 表示 海外貸出 自由化
	1984. 5.	<ul style="list-style-type: none"> • 엔/달러 委員會 報告書 엔貨의 國際化 建議
	1984. 6.	<ul style="list-style-type: none"> • 外國換銀行의 現物 position 緩和(엔轉限度 撤廢, 銀行의 海外資本調達→國內 貸出許容) • 外國換銀行의 本支店計定을 통한 海外 엔 送金 自由化 • 居住者의 短期 Euro-Yen 貸出 自由化 • 6月末 換率 1달러당 237.5엔으로 上昇

〈附表 1〉의 계속

期間區分	年 月	外換 및 資本規制와 관련된 主要 措置, 決定 및 事件 內容
	1984. 7.	• 非居住者の 日本內 不動産 取得 自由化
	1984.12.	• 短期 Euro-Yen CD 發行 許容 • 12月末 換率 1달러당 251.1엔으로 上昇
	1985. 3.	• 엔/달러 委員會報告書에 대한 答信, 엔貨의 國際化가 필요하다고 인정, 이후 엔貨 및 金融國際化 추진
	1985. 4.	• 日本銀行의 非居住者에 대한 長期 Euro-Yen 貸出 自由化
	1985. 5.	• 居住者 短期 Euro-Yen 借入時 事前申告義務 免除
	1985. 6.	• 6月末 換率 1달러당 248.9엔으로 약간 下落
	1985. 8.	• OPEC 原油基準價 下落 시작(1배럴당 27.2달러에서 24.08달러로)
	1985. 9.	• G7 Plaza合議, 달러貨 平價切下를 위한 市場介入 시작
	1985.12.	• 12月末 換率 1달러당 200.5엔으로 下落
	1986. 1.	• 中央銀行 再割引率 4.5%로 引下
	1986. 2.	• 貸付信託, 合同運營金錢信託의 海外債券投資 許容 (總資産의 1%까지) • 外國證券會社 6個社가 東證會員權 取得
	1986. 3.	• 中央銀行 再割引率 4%로 引下 • 3月末 換率 1달러당 179.6엔으로 下落
	1986. 4.	• 中央銀行 再割引率 3.5%로 引下 • 年金信託會社의 外貨資産 投資規制 緩和(總資産의 10%까지에서 25%까지로)
	1986. 5.	• OPEC 原油基準價 배럴당 10달러 이하로 下落(8.5달러)
	1986. 6.	• 貸付信託, 合同運營金錢信託의 海外債券投資規制 緩和(總資産의 1%까지에서 3%까지로) • 6月末 換率 1달러당 165엔으로 下落

〈附表 1〉의 계속

期間區分	年 月	外換 및 資本規制와 관련된 主要 措置, 決定 및 事件 內容
	1986. 8.	• 生命保險 및 損害保險會社의 海外證券投資 制限緩和(總資産의 25%까지에서 30%까지로)
	1986.10.	• 外國換銀行의 先物換 cover되지 않은 外貨證券投資 中 일부를 position 합산에서 제외
	1986.11.	• 中央銀行 再割引率 3%로 引下
	1986.12.	• 日本 offshore市場(JOM) 創設 • 外國換銀行과 非居住者間 預金借入, 貸出 등의 去來를 國內金融去來와 구분(金利規制, 預金保險, 準備金の 적용을 제외하고 利子所得에 대한 非課稅) • 1986년 美國의 貿易收支 赤字規模 史上 最大 記錄(1,450億달러) • 12月末 換率 1달러당 159.1엔
第3期 (國際化期)	1987. 2.	• 中央銀行 再割引率 2.5%로 引下
	1987. 3.	• 3月末 換率 1달러당 145.8엔
	1987. 4.	• 信託資金 外國債券投資 許容(總資産의 10%까지)
	1987. 6.	• 金融機關 등의 海外 金融先物去來 自由化 • 郵便生命保險의 外國證券投資 上限 확대(總資産의 10%까지에서 20%까지로)
	1987.11.	• 非居住者 Euro-Yen CD 發行 自由化
	1987.12.	• 1987년 美國 貿易赤字 規模 확대(1,595億달러) • 日本 經常收支 黑字 增加(870億달러) • 12月末 換率 1달러당 123.5엔
	1989. 2.	• 貸付信託, 合同運營金錢信託의 外國證券投資 限度 확대(總資産의 3%까지에서 5%까지로)
	1989. 5.	• 中央銀行 再割引率 3.25%로 引上 • 外國換銀行의 居住者에 대한 中長期 Euro-Yen 貸付 自律規制 廢止

〈附表 1〉의 계속

期間區分	年 月	外換 및 資本規制와 관련된 主要 措置, 決定 및 事件 內容
	1989. 6.	<ul style="list-style-type: none"> • 株價指數先物, 金利先物 및 通貨先物去來 개시 • 6月末 換率 1달러당 125.8엔으로 약간 上昇
	1989. 9.	<ul style="list-style-type: none"> • 美·日 構造調整會議(SII) 시작
	1989.10.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 3.75%로 引上
	1989.11.	<ul style="list-style-type: none"> • 獨逸統一合議
	1989.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 4.25%로 引上 • 12月末 換率 1달러당 143.5엔
	1990. 2.	<ul style="list-style-type: none"> • 外國企業에 대한 證券投資信託 委任業務 免許 부여
	1990. 3.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 5.25%로 引上
	1990. 6.	<ul style="list-style-type: none"> • 美·日 構造調整會議 報告書
	1990. 8.	<ul style="list-style-type: none"> • 이라크의 쿠웨이트 침공, Gulf戰 勃發 • 8月 10日 換率 1달러당 150.2엔으로 上昇 • 中央銀行 再割引率 6%로 引上
	1990.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 12月末 換率 1달러당 134.4엔 • 1990年 日本 經常收支 黑字 358.7億달러로 축소
	1991. 7.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 5.5%로 引下
	1991.11.	<ul style="list-style-type: none"> • 外國證券會社 東證會員權 取得 25個社로 증가 • 中央銀行 再割引率 5%로 引下 • 中央銀行 再割引率 4.5%로 引下
	1991.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 1991年 日本 經常收支 黑字規模 다시 증가(729.1 億달러) • 12月末 換率 1달러당 125.2엔
	1992. 4.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 3.75%로 引下
	1992. 7.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 3.25%로 引下
	1992.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 1992年 日本 經常收支 1,176.4億달러로 증가 • 12月末 換率 1달러당 124.75엔
	1993. 2.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 2.5%로 引下
	1993. 9.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 1.75%로 引下

〈附表 1〉의 계속

期間區分	年 月	外換 및 資本規制와 관련된 主要 措置, 決定 및 事件 內容
	1993.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 1993年 日本 經常收支 黑字規模 1,315.1億달러 • 12月末 換率 1달러당 111.85엔
	1994.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 12月末 換率 1달러당 99.74엔
	1995. 3.	<ul style="list-style-type: none"> • 3月末 換率 1달러당 86.25엔(뉴욕 外換市場)
	1978. 8.	<ul style="list-style-type: none"> • 對美달러 固定換率制度에서 管理變動換率制度로 移行

〈附表 2〉 臺灣의 外換 및 資本自由化 關聯 主要 措置 및 要件

期間區分	年 月	外換 및 資本規制와 關連된 主要 措置, 決定 및 事件 內容
	1978.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 臺灣 外換去來 센터 發足: 臺灣銀行, 中國商業銀行, 第一商業銀行, 華南商業銀行, 彰化商業銀行 등 5大 市中銀行 代表者로 構成, 外換市場의 中心을 이루었음
	1979. 2.	<ul style="list-style-type: none"> • 中心換率制度로 移行: 對美달러 中心換率 및 先物換率은 中央銀行과 協議하여 外換去來센터가 決定
	1979. 3.	<ul style="list-style-type: none"> • 指定外國換銀行間 先物換去來 許容
	1979. 4.	<ul style="list-style-type: none"> • 外換集中制 일부 緩和: 企業 및 個人的 指定銀行 預置集中 許容 • 指定銀行의 外換 пози션 許容: O/B пози션; 大銀行 600萬달러, 小銀行 300萬달러. O/S пози션; 大小銀行 구분 없이 150萬달러
	1980. 1.	<ul style="list-style-type: none"> • 月末 NT달러/美달러 換率 1美달러當 30.03NT달러
	1980. 3.	<ul style="list-style-type: none"> • 外換去來센터가 中央銀行과 協議 없이 中心換率, 先物換率 직접결정
	1980.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 月末 中央銀行 對外準備高 22億달러로 增加 • 年末 NT달러/美달러 換率 1美달러當 36.01 NT달러
	1981. 1.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 12%로 引上 • NT달러/美달러 換率 잠진적 下落 시작
	1981. 6.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 13.25%로 引上
	1981.10.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 12.25%로 引下
	1981.11.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 11.75%로 引下
	1981.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 年末 NT달러/美달러 환율 1美달러當 37.84NT달러로 上昇 • 1981년중 經常收支 黑字 5.2億달러, 資本收支 黑字 45.6億달러

(附表 2)의 계속

期間區分	年 月	外換 및 資本規制와 관련된 主要 措置, 決定 및 事件 內容
	1982. 4.	• 中央銀行 再割引率 10.25%로 引下
	1982. 7.	• 中央銀行 再割引率 9.25%로 引下
	1982. 9.	• 中央銀行 再割引率 8.5%로 引下 • 中心換率을 直前 去來日의 換率을 加重平均하여 算定, 日中 去來換率은 中心 換率을 基準으로 上下 2.25%로 制限
	1982.11.	• 月末 NT달러/美달러 換率 1美달러當 40.48NT달러로 上昇, 이후 1985년말까지 1美달러當 39 내지 40NT달러 水準에서 安定
	1982.12.	• 中央銀行 再割引率 7.75%로 引下 • 3段階 資本自由化計劃 發表: 第1段階(1983~1987年); 外國人 專用펀드를 통한 間接的인 證券投資 許容, 第2段階(1988年 以後); 外國機關投資家에 한하여 直接的인 證券投資 許容, 第3段階(1990年 以後); *모든 外國人의 直接的인 證券投資 許容 • 1982년중 經常收支 黑字 22.5億달러, 資本收支 赤字 6.4億달러
	1983. 3.	• 中央銀行 再割引率 7.25%로 引下
	1983. 5.	• 華僑 및 外國人 證券投資 및 決濟方法 制定: 證券投資信託會社를 통한 收益證券 發行과 펀드모집 방법으로 外國人의 間接的인 證券投資 許容
	1983. 7.	• 國際證券投資信託會社(International Investment Company) 設立: 美國과 유럽의 投資家를 對象으로 8,100萬달러 규모의 펀드 募金 • 中央銀行 再割引率 7%로 引下
	1983.12.	• 1983년중 經常收支 黑字 44.1億달러, 資本收支 赤字 7.2億달러

〈附表 2〉의 계속

期間區分	年 月	外換 및 資本規制와 관련된 主要 措置, 決定 및 事件 內容
	1984. 5.	<ul style="list-style-type: none"> • 指定銀行이 一定한 範圍 內에서 先物換率을 決定 할 수 있도록 許容: 先物換率은 參考換率을 基準으로 上下 0.2NT달러(약 0.6%) 범위 內에서 決定 하되 賣渡率과 買入率의 差이가 參考換率의 1%를 초과하지 못하며 參考換率은 直前 去來日의 先物換率을 加重平均하여 算定 • 指定銀行이 顧客과 締結한 先物換契約 중 中央銀行에 移轉할 수 있는 比率을 80%로 調整(從前 100% 이전 허용)
	1984. 8.	<ul style="list-style-type: none"> • 指定外國換銀行의 O/B пози션 限度 撤廢: 現物換 O/S пози션 限度는 300萬달러
	1984.11.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 6.75%로 引下
	1984.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 1984년중 經常收支 黑字 69.8億달러, 資本收支 赤字 60億달러
	1985. 2.	<ul style="list-style-type: none"> • 指定銀行이 顧客과 締結한 先物換契約 중 中央銀行에 移轉할 수 있는 比率을 65%로 引下
	1985. 6.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 6.25%로 引下
	1985. 9.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 5.75%로 引下
	1985.11.	<ul style="list-style-type: none"> • 先物換制度 擴大: 貿易外 및 資本去來에 따르는 外換危險의 回避를 위한 先物換去來 許容 • 光華證券投資信託會社(Kwang-hua Investment Trust Company) 設立: 유럽, 中東 및 아시아 投資家를 대상으로 2,500萬달러 기금 募金 • 建弘投資信託會社(National Investment Trust Company) 設立: 유럽, 中東 및 아시아 投資家를 對象으로 2,500萬달러 기금 募集 • 中央銀行 再割引率 5.25%로 引下 • 指定銀行이 顧客과 締結한 先物換契約 중 中央銀行에 移轉할 수 있는 比率을 40%로 引下

〈附表 2〉의 계속

期間區分	年 月	外換 및 資本規制와 관련된 主要 措置, 決定 및 事件 內容
	1985.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 1985년중 經常收支 黑字 92億달러, 資本收支 赤字 31.6億달러. 月末 中央銀行 對外準備高 225億달러로 增加
	1986. 1.	<ul style="list-style-type: none"> • 居住者의 海外證券投資 制限의 許容: 指定外國換銀行의 外貨信託基金을 하여 1人當 年間 5천달러까지 許容 • 月末 NT달러/美달러 換率 1美달러當 39.31NT달러, 이후 1987年 말까지 점진적으로 下落
	1986. 2.	<ul style="list-style-type: none"> • 中華證券投資信託會社(China Security Investment Trust Company) 設立: 美國 投資家를 對象으로 2,500萬달러 投資基金 募金
	1986. 3.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 4.75%로 引下
	1986. 6.	<ul style="list-style-type: none"> • 4大 商業銀行에 대하여 海外 CD發行 許容: 中國 國際商業銀行, 第一商業銀行, 華南商業銀行, 彰華商業銀行
	1986. 8.	<ul style="list-style-type: none"> • 美國과 臺灣 換率協商 시작 • 輸出入代金の 指定銀行 申告制로 轉換 • 指定銀行이 顧客과 締結한 先物換契約 중 中央銀行에 移轉할 수 있는 比率을 90%로 上向調整
	1986.10.	<ul style="list-style-type: none"> • 中央銀行 再割引率 4.5%로 引下
	1986.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 1986년중 經常收支 黑字 162.7億달러, 자본수지 흑자 69.4億달러, 短期資本流入 83億달러 • 月末 NT달러/美달러 換率 1美달러當 35.5NT달러로 下落(NT달러 平價切上) • 中央銀行 對外準備高 470億달러로 增加
	1987. 6.	<ul style="list-style-type: none"> • 指定外國換銀行의 外貨負債 凍結: 指定銀行의 外貨負債를 1987년 5月末 수준으로 凍結(1개월간 實施 豫定이었으나 9月末까지 延長施行) • 指定銀行이 顧客과 締結한 先物換契約 중 中央銀行에 移轉할 수 있는 比率을 40%로 下向調整

〈附表 2〉의 계속

期間區分	年 月	外換 및 資本規制와 관련된 主要 措置, 決定 및 事件 內容
	1987. 7.	<ul style="list-style-type: none"> • 外換法 改定：外換集中制 停止, 居住者의 外貨買入 年間 500萬달러까지 許容, 買入한 外換은 海外預置 海外株式 및 不動產 購入을 위한 資金으로 制限 없이 處分할 수 있도록 許容, 輸出入代金 決濟의 指定銀行 申告制 廢止, 外貨流入의 抑制을 위하여 貿易外 領收限度 設定; 外航運送業 및 保險業의 경우 件當 100萬달러까지, 其他의 경우 件當 1萬달러까지 許容, 範圍 超過時 中央銀行 認可要, 居住者의 年間 送金領收 限度는 5萬달러로 制限, 貿易外 支給의 年間限度를 擴大; 經常貿易外 支給의 경우 指定銀行에 申告만으로 可能, 기타의 경우 年間 500萬달러까지 指定銀行에 申告만으로 可能, 이외의 경우 中央銀行 許可 要 • 指定銀行 先物換去來法 廢止：指定銀行 外換去來法에서 先物換去來를 할 수 있도록 包括的으로 規程 • 指定外國換銀行의 先物換契約 中央銀行 移轉 禁止 • 居住者의 送金領收 限度는 年間 5만달러로 制限 • 指定外國換銀行 外換 포지션 算定에 있어서 契約 基準에서 現金收取基準으로 轉換：從來 外國換銀行이 先物換 買入契約을 締結함과 동시에 그 金額을 買入 포지션에 合算할 수 있었음. 그러나 새로운 基準下에서는 先物換契約 金額은 매입 포지션에서 제외. 따라서 外國換銀行의 O/S 포지션 한도 計算에서 先物換 買入額이 제외되고 새로운 先物換 契約을 체결할 수 없게 됨. • 民間의 海外送金에 關한 法 制定：年間 500萬달러 범위 내에서 별도의 許可 없이 海外 直·間接 投資 許容

〈附表 2〉의 계속

期間區分	年 月	外換 및 資本規制와 관련된 主要 措置, 決定 및 事件 內容
	1987.10.	<ul style="list-style-type: none"> • 指定外國換銀行의 外貨負債 凍結 解除 및 포지션 算定에 있어서 契約基準으로 還元, 그러나 10월 3일 外國換銀行의 外貨負債는 再凍結됨
	1987.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 年中 經常收支 黑字 188億달러, 資本收支 黑字 104億달러, 短期資本 流入 128億달러 • 月末 NT달러/美달러 換率 1美달러當 28.55NT달러로 下落, 이후 1988년 12월까지 1美달러當 28NT달러 內外에서 安定
	1988.12.	<ul style="list-style-type: none"> • 年中 經常收支 黑字 101.8億달러, 資本收支 赤字 114.6億달러 • 月末 NT달러/美달러 換率 1美달러當 28.18NT달러
	1989. 1.	<ul style="list-style-type: none"> • 新證券去來法 公布: 外國證券會社의 臺灣支店 設立 許容, 臺灣 證券會社에 대한 外國證券會社의 持分 參與 許容(持分 參與의 範圍는 1社當 10%, 總 40%까지), 證券會社의 設立基準 緩和(免許制에서 申告制로), 綜合證券會社制度 導入(證券의 賣買 仲介 및 引受 業務 兼業 許容) • NT달러/美달러 換率 急진적 下落 시작
	1989. 4.	<ul style="list-style-type: none"> • 變動換率制度로 移行: 換率의 一日 變動 制限幅 撤廢 • 外國換銀行의 포지션 規制 強化: O/B 포지션 限度; 最高 5,000萬달러 限度 내에서 銀行別 資本金 規模를 고려하여 策定, 外國銀行 支店의 경우 最高 2,000萬달러 범위 내에서 決定, O/S 포지션 限度; 300萬달러 • 中央銀行 再割引率 5.5%로 引上
	1989. 6.	<ul style="list-style-type: none"> • 外國證券會社 臺灣支店 設立 認可 基準 發表: 總 資産 200億달러 이상, 納入資本金 20億달러 이상, 뉴욕, 東京, 런던 證券去來所의 會員 • 居住者의 送金領收 限度를 年間 20萬달러로 擴大 • 月末 NT달러/美달러 換率 1美달러當 25.9NT달러로 下落

〈附表 2〉의 계속

期間區分	年 月	外換 및 資本規制와 관련된 主要 措置, 決定 및 事件 內容
	1989. 8.	• 美달러 外貨 賣 市場 開設
	1989. 9.	• 居住者의 送金領收 限度를 年間 50萬달러로 擴大
	1989.10.	• 總統選舉 및 民主化를 위한 示威 激化 등 政治不安으로 資本流出 시작
	1989.11.	• 居住者의 送金領收 限度를 年間 100萬달러로 擴大 • NT달러/美달러 換率 점진적 上昇 시작(1991년 3월까지 上昇)
	1989.12.	• 年中 經常收支 黑字 113.9億달러, 資本收支 赤字 121.3億달러 • 月末 NT달러/美달러 환율 1美달러當 26.17NT달러 • 中央銀行 再割引率을 7.75%로 引上
	1990.11.	• 日本 엔貨 賣 去來 追加
	1990.12.	• 연중 經常收支 黑字 107.7億달러, 資本收支 赤字 147億달러
	1991. 1.	• 外國人 機關投資家에 대하여 臺灣 證券直接投資 制限的 許容: 企業別 發行株式 總數의 10%까지, 단 1社當 5% 범위 내, 外國인 投資 總金額 限度 25億달러
	1991. 3.	• NT달러/美달러 換率 1美달러當 27.4 NT달러로 上昇
	1991. 4.	• NT달러/美달러 換率 下落 시작
	1991. 7.	• 中央銀行 再割引率 7.35%로 引下
	1991. 9.	• 中央銀行 再割引率 6.625%로 引下
	1991.11.	• 外國換銀行의 포지션 規制 緩和: 現物換, 先物換을 포함한 綜合 포지션 規制制度로 轉換, 綜合 O/B 포지션 限度; 5大 商業銀行 5,000萬달러 내에서 각 銀行別 資本金 規模를 고려하여 決定, 外國銀行 支店의 경우 最高 2,000萬달러, 綜合 O/S 포지션 限度; 구분 없이 600萬달러

〈附表 2〉의 계속

期間區分	年 月	外換 및 資本規制와 관련된 主要 措置, 決定 및 事件 內容
	1991.12.	• 연중 經常收支 黑字 120.2億달러, 資本收支 赤字 24億달러
	1992. 1.	• 中央銀行 再割引率 5.875%로 引下
	1992. 5.	• 中央銀行 再割引率 6.125%로 引上
	1992. 6.	• 月末 NT달러/美달러 換率 1美달러當 24.65NT달러로 歷史上 最低 水準, 이후 점차 上昇하여 1美달러當 25 내지 26NT달러 水準에서 安定
	1992.10.	• 中央銀行 再割引率 5.625%로 引下
	1992.12.	• 年中 經常收支 黑字 79億달러, 資本收支 赤字 65.4億달러
	1993.11.	• 中央銀行 再割引率 5.5%로 引下
	1993.12.	• 年中 經常收支 黑字 67.1億달러, 資本收支 赤字 46.7億달러
	1993.12.	• 月末 NT달러/美달러 換率 1美달러當 26.63 NT달러 • 外國人 機關投資家の 臺灣 株式投資 總金額限度를 50億달러로 擴大
	1994. 3.	• 外國人 機關投資家の 臺灣 株式投資 總金額限度를 130億달러로 擴大: 直接投資 75億달러, 펀드를 통한 間接投資 25億달러, CB(convertible bond) 및 GDR(global depositary receipt) 限度 30億달러, 種目當 外國人 投資比率 限度 및 1社當 投資比率 限度는 10%, 5%로 從前과 같이 유지
	1995. 2.	• 臺灣 SEC(Securities Exchange Commission)가 外國人 機關投資家の 臺灣株式 投資比率 限度를 種目當 12%로 擴大하고 1社當 投資比率 限度도 6%로 擴大하며 外國人 投資의 總金額 限度는 撤廢할 것을 建議(同 建議는 1995年 4月末 현재 政府의 認可를 받지는 않은 것으로 파악됨)

註: 李麗, 『臺灣의 外換市場과 換率制度』, 1990; 證券監督院, 『臺灣의 資本市場』, 1990 및 臺灣 中央銀行, 『金融統計月報』 등의 내용을 참고하여 整理하였음.