國際通貨制度의 改編論議와 우리나라의 對應

한 국 조 세 연 구 원

序　言

先進國들이 變動換率制度로 이행한 1973년 3월 이후 주요 通貨間 換率의 短期變動性이 급격하게 상승하였기 때문에 外換포지션을 취함에 따르는 外換危險의 증가로 인하여 輸出入이나 海外投資 등 국제적인 資本去來를 위축시키는 결과를 초래하였다는 비판이 자주 대두되어 왔다. 또한 換率이 때때로 적정한 수준에서 큰 폭으로 離脫하였기 때문에 產業構造調整의 문제가 발생하고, 전반적인 投資의 규모가 감소하였으며, 產業이 空洞化됨으로 인하여 經濟成長이 둔화되고 失業이 증가하게 되었다는 주장이 있다.

현재의 變動換率制度下에서 주요 換率의 급격한 변동으로 인하여 야기되는 이와 같은 문제를 해결하기 위하여서는 각 先進國들의 財政政策과 通貨政策 등 巨視經濟政策을 調律하여 長期的으로 換率을 안정시킬 수 있는 여건을 조성함과 아울러 각국의 中央銀行들이 협력하여 공동으로 外換市場에 개입함으로써 換率을 短期的으로 안정시켜야 한다는 내용의 國際通貨制度의 改編論議가 활발하게 진행되고 있다.

國際通貨制度의 개편이 단행될 경우 國內經濟에도 큰 영향을 미치게 될 것으로 예상된다. 특히 우리나라는 經濟의 國際化·世界化를 추진하기 위하여 外換 및 資本 自由化를 추진하고 있기 때문에 앞으로 國際通貨制度의 개편에 따른 國際金融秩序의 변동이 國內經濟에 미치는 파급효과는 과거에 비하여 훨씬 커지게 될 것으로 판단된다.

이와 같은 점을 고려하여 本 硏究에서는 國際通貨制度 改編論議의 背景과 內容을 검토하고 앞으로 國際通貨制度의 改編이 어떤 방

향으로 추진될 것인가에 대하여 심층적으로 분석해 보았다. 또한 주요 선진국들의 對內 및 對外經濟狀況 등을 점검함으로써 國際通貨制度 改編의 가능성을 검토해 보고, 改編이 가능한 時期에 대하여서도 전망해 보았다. 아울러 國際通貨制度의 改編이 단행될 경우 세계의 通貨 및 經濟秩序에 미치는 영향을 전망해 보았으며 나아가 國際通貨制度의 변동 및 國內經濟의 여건을 고려하여 우리나라의 外換 및 換率의 運用을 위한 制度와 政策은 어떻게 조정되어야 할 것인가에 대하여서도 검토해 보았다.

國際通貨制度의 改編과 관련하여 체계적으로 分析·整理한 자료가 많지 않음을 감안할 때 本 硏究의 결과는 앞으로 이와 관련된 硏究에 있어서 많은 참고가 될 것으로 기대된다. 또한 우리나라 換率의 運用과 政策의 立案에 있어서 좋은 길잡이가 될 것이다.

어려운 여건하에서도 硏究와 報告書의 집필을 담당한 金宗萬 博士의 노고를 치하하는 바이다. 아울러 報告書의 초고를 읽고 유익한 논평을 하여준 서울대학교의 金仁俊 敎授와 한양대학교의 朴大根 敎授께 감사드리며 院內 세미나에서 여러 가지 좋은 제안을 하여준 本 硏究院의 여러 博士들에게도 감사드린다. 또한 원고의 정리와 자료 수집을 위하여 수고한 李除憲 연구원과 廉世羅 연구조원에게도 감사의 뜻을 표하는 바이다.

마지막으로 本 報告書에 수록된 내용은 筆者 개인의 것이며 本 硏究院의 공식적인 견해가 아님을 밝혀둔다.

1996年 3月

韓國租稅硏究院

院長 崔 洸

目　　次

第 I 章　序　論 …… 11

第 II 章　國際通貨制度 改編論議의 背景 …… 14

1. 主要 換率의 均衡水準 離脫(Misalignment) …… 17
2. 主要 換率의 短期變動性 增加 …… 27
3. 經濟政策의 規律弛緩과 國際的인 資本 移動의 增加 …… 33

第 III 章　國際通貨制度 改編에 대한 諸構想 …… 48

1. 유럽通貨體制(EMS) …… 49
2. 目標換率帶制度(Target Zone System) …… 60
3. 매키논(McKinnon) 敎授의 固定換率制度 …… 67
4. 브레튼우즈 委員會의 提案 …… 71

第 IV 章　國際經濟 現況과 通貨制度 改編의 時期에 對한 展望 …… 77

1. 주요 先進國의 經濟現況 比較 …… 79
2. 先進國의 財政赤字 問題 …… 83
3. 中央銀行 外換市場 介入의 效率性 …… 94
4. 最近 主要 換率 水準의 適正性 …… 103
5. 國際通貨制度의 改編이 可能한 時期에 대한 展望 …… 107

第 V 章　國際通貨制度가 改編될 경우 世界通貨秩序의 變化 … 113

1. 3大 通貨地域의 形成과 國際通貨秩序의 變化 …… 114
2. 各 通貨地域이 經濟블록으로 發展할 可能性 …… 126

第Ⅵ章　우리나라의 對應 …… 134
1. 換率制度와 관련된 問題…… 135
2. 換率水準의 管理 問題…… 145
3. 國內通貨 價値와 外國通貨 價値의 連繫(link) 問題 …… 154

第Ⅶ章　要約 및 政策 示唆點 …… 170
1. 要約 및 結論 …… 170
2. 政策示唆點 …… 174

參考文獻 …… 181

表 目 次

〈表 II－1〉 主要 通貨 實質實效換率의 最大振幅 …… 17
〈表 II－2〉 主要國 年平均 實質 GDP 增加率 …… 22
〈表 II－3〉 主要國 年平均 失業率 變動 …… 23
〈表 II－4〉 主要國 年平均 消費者物價 上昇率 變動 …… 26
〈表 II－5〉 分期間 換率變動率의 標準偏差 比較 …… 28
〈表 II－6〉 主要國의 外換市場 去來 內譯 …… 37
〈表 II－7〉 엔/달러 換率의 分期間 變動要因 分析 …… 39
〈表 II－8〉 마르크/달러 換率의 分期間 變動要因 分析 …… 41
〈表 II－9〉 經常收支 및 資本收支가 換率에 미치는 影響 比較 44
〈表 III－1〉 ECU 바스켓의 構成 …… 51
〈表 III－2〉 EMS의 變遷 및 基準換率 調整 …… 54
〈表 III－3〉 主要 換率 變動率 統計 比較…… 57
〈表 IV－1〉 先進國의 主要 經濟指標 比較 …… 81
〈表 IV－2〉 主要國의 貿易 및 經常收支 …… 83
〈表 IV－3〉 主要 先進國의 GDP에 대한 財政收支 比率 …… 85
〈表 IV－4〉 主要 先進國 GDP에 대한 政府負債의 比率 …… 87
〈表 IV－5〉 主要國의 政府債 金利 …… 90
〈表 IV－6〉 主要國 政府의 純負債에 對한 利子支給 規模 推定 … 91
〈表 IV－7〉 엔/달러 換率 變動 要因 分析 …… 98
〈表 IV－8〉 마르크/달러 換率 變動 要因 分析 …… 101
〈表 IV－9〉 最近 主要 實質換率 및 實質實效換率 推移 …… 105
〈表 V－1〉 主要國의 國內總生產 推移 …… 116
〈表 V－2〉 달러, 엔, 마르크貨의 國際化 水準 比較…… 121

〈表 Ⅴ－3〉 유럽 通貨統合 接近指標(1995, 1996年) …… 123
〈表 Ⅴ－4〉 地域別 人口推移 …… 128
〈表 Ⅴ－5〉 地域別 總生產 推移 …… 129
〈表 Ⅴ－6〉 地域別 年平均 實質 GDP 增加率 …… 130
〈表 Ⅴ－7〉 世界 各 地域別 輸出 推移 …… 131
〈表 Ⅴ－8〉 世界 各 地域別 輸入 推移 …… 132
〈表 Ⅵ－1〉 換率變動率의 統計的 特性 …… 136
〈表 Ⅵ－2〉 月間 換率變動率의 時系列的 特性 …… 138
〈表 Ⅵ－3〉 臺灣 資本 流出入 關聯 統計 …… 140
〈表 Ⅵ－4〉 원/달러換率의 月間 變動要因 分析
(1990.3～1994.12) …… 148
〈表 Ⅵ－5〉 우리나라 貿易의 決濟通貨 構成比 …… 155
〈表 Ⅵ－6〉 원/달러, 원/엔, 원/마르크 換率變動이 우리나라
輸出價格에 미치는 影響 比較 …… 159
〈表 Ⅵ－7〉 엔/달러, 마르크/달러 換率의 變動이 우리나라
輸出價格에 미치는 影響 比較 …… 162
〈表 Ⅵ－8〉 最近 우리나라의 地域別 輸出 推移 …… 167
〈表 Ⅵ－9〉 最近 우리나라의 地域別 輸入 推移 …… 168

圖 目 次

[圖 II－1] 主要 通貨 實質實效換率 推移 …… 20
[圖 II－2] 固定換率制度下에서 分期間 換率 變動率 …… 29
[圖 II－3] 變動換率制度下에서 分期間 換率 變動率 …… 30
[圖 III－1] 分期間 유럽 主要 換率 變動…… 59

第 I 章 序 論

주요 先進國들이 變動換率制度로 이행한 1973년 이후 두 차례에 걸친 石油波動과 獨逸의 統一, 共產圈의 몰락 등 世界的으로 큰 衝擊들을 무리없이 吸收하고 資源의 國際的인 配分을 조절할 수 있었던 점에서 變動換率制度의 長點을 인정하는 사람들도 있다.

그러나 變動換率制度下에서 주요 通貨間 換率의 短期 變動性이 급격하게 확대되고 換率이 때때로 적정한 均衡水準에서 큰 폭으로 離脫하는 등 문제가 발생하고 있다. 換率의 短期 變動性이 커짐에 따라 國際去來 특히 海外直接投資 등에 따르는 外換危險이 증가하였기 때문에 國際去來를 萎縮시키는 결과를 초래하였다고 주장하는 사람들도 있다.

또한 주요 換率이 때때로 均衡水準에서 큰 폭으로 離脫하기 때문에 產業構造의 調整問題가 발생하고 전반적인 投資의 規模가 감소하였으며 產業이 空洞化되는 결과를 가져왔다는 주장도 대두되고 있다. 그 결과 世界 全體의 經濟成長이 둔화되고 失業率이 上昇하였으며 物價上昇의 요인이 된 것으로 지적되고 있다.

주요 通貨間 換率의 급격한 변동으로 인한 이와 같은 問題點들을 改善하기 위하여 國際通貨制度의 改編이 필요하다는 주장이 강력하게 대두되고 있다. 예를 들면 美國 國際經濟硏究院(IIE)의 윌리엄슨(Williamson) 博士는 1983년부터 주요 通貨間 換率을 관리하기 위한 目標帶(target zone)를 설정하고 주요 先進國들이 공동으로 外換市場에 介入하는 등 協助를 통하여 換率을 目標帶 내에서 안정시키도록 하자고 提案하고 있다. 이 밖에도 換率을 안정시키기 위한 方案들이 여러 學者들에 의하여 提案되었다.

1994년 國際通貨基金(IMF)과 世界銀行의 創立 50周年을 기념하기 위한 年次總會에서 브레튼우즈(Bretton Woods) 委員會는 이와 같은 여러 提案들을 종합적으로 검토하고 先進國들의 經濟狀況을 고려하여 國際通貨制度의 개편에 관한 報告書를 提出한 바 있다.

현재 國際通貨制度의 改編 및 目標換率帶의 설정과 관련하여 美國, 日本, 獨逸 등 주요국들의 利害가 대립되고 있다. 또한 이들 선진국들의 國內經濟 狀況을 고려할 때 새로운 國際通貨制度로의 개편이 단행되더라도 長期間 유지되기는 어려울 것으로 예상된다. 따라서 빠른 시일 내에 國際通貨制度의 改編이 단행되기는 어려울 것이다.

그러나 현행의 變動換率制度에서 換率의 短期 變動性과 均衡離脫로 인하여 世界經濟 전체에 큰 惡影響을 끼치고 있다는 認識이 점차 확산되고 있다. 또한 美國과 유럽의 先進國들이 財政赤字의 規模를 축소하는 등 經濟狀況을 개선하기 위하여 노력하고 있다. 따라서 앞으로 상당한 기간이 경과한 후 주요 先進國들의 經濟狀況이 改善되는 등 與件이 충족되면 새로운 國際通貨制度로의 改編이 단행될 가능성도 있는 것으로 판단된다.

이와 같은 점을 고려할 때 현행 國際通貨制度의 問題點과 이를 개선하기 위한 새로운 國際通貨制度의 내용 등을 검토해 볼 필요가 있을 것이다. 아울러 國際經濟의 상황에 비추어 과연 새로운 國際通貨制度로의 移行이 가능할 것인지에 대하여 점검해 보고 國際通貨制度의 改編이 단행될 경우 世界의 通貨 및 經濟秩序가 어떻게 바뀔 것인지에 대해서도 展望해 보아야 할 것이다.

우리나라는 1999년까지 3段階에 걸쳐서 外換 및 資本 自由化를 추진할 계획을 세우고 있다. 外換 및 資本 自由化가 진전됨에 따라 國際金融市場이나 國際外換市場의 狀況變動이 國內의 換率이나 金融市場 나아가 經濟 全體에 미치는 영향은 점차 확대될 것으로 예상된다. 따라서 國際通貨制度의 改編과 國內의 外換 및 資本 自由

化 등 狀況變動을 종합적으로 고려하여 우리나라는 어떻게 對應할 것인가에 대한 檢討가 필요할 것이다.

이와 같은 필요성에 부응하여 本 硏究에서는 國際通貨制度의 改編과 관련된 문제들을 體系的으로 分析하고 國際通貨制度의 개편이 가능한 時期에 대하여 展望해 보았다. 아울러 國際通貨制度의 개편이 단행될 경우 달러, 엔, 마르크 등 3大 通貨地域이 形成되고 이들 通貨地域이 각각 하나의 經濟블록으로 발전할 가능성 등 世界的인 通貨 및 經濟秩序의 變化에 대하여서도 검토해 보았다. 또한 이와 같은 國際經濟의 狀況變動에 對應하여 우리나라는 換率을 어떻게 運用하고 管理하여야 할 것인지에 대하여서도 점검해 보았다.

本 報告書의 構成은, 다음의 第Ⅱ章에는 現行의 變動換率制度下에서 주요 通貨間 換率變動의 特性과 그 원인을 分析한 결과를 정리하였다. 또한 換率變動의 각 特性으로 인하여 야기되는 經濟的인 問題點들을 간추려서 정리하였다. 第Ⅲ章에는 주요 通貨間 換率을 안정시키기 위한 여러 提案들을 간략하게 소개하고 각 提案의 實現 가능성에 대하여 評價한 결과를 정리하였다. 第Ⅳ章에는 國際通貨制度의 改編이 실현될 수 있을 것인지를 알아보기 위하여 주요 先進國들의 經濟狀況을 整理·分析하였으며 改編이 가능한 時期에 대하여 展望한 결과도 수록하였다. 第Ⅴ章에는 國際通貨制度의 改編이 실현될 경우를 가정하여 世界의 通貨 및 經濟秩序가 어떻게 바뀔 것인지에 대하여 展望한 결과를 정리하였다. 第Ⅵ章에는 國內外經濟狀況의 변동에 對應하여 우리나라의 換率運用은 어떻게 할 것인가에 대하여 分析한 결과를 정리하였으며 마지막으로 第Ⅶ章에는 硏究의 결과를 要約하고 外換 및 換率政策의 立案에 있어서 중요한 示唆點들을 정리하였다.

第 II 章 國際通貨制度 改編論議의 背景

브레튼우즈(Bretton Woods) 固定換率體制는 1971년 8월 15일 美國의 닉슨 大統領이 달러貨의 金兌換을 停止한다고 宣言함으로써 崩壞되었다. 이어서 같은 해 말 主要 先進國 통화간의 基準換率(parity rate)을 재조정하고 이를 중심으로 換率이 보다 확대된 범위 내에서 변동할 수 있도록 허용한 스미소니언(Smithonian)體制가 탄생하였다[1]. 그러나 새로운 固定換率體制는 극히 단명하여 1972년 6월 파운드/달러 換率이 플로팅(floating)됨으로써 붕괴되기 시작하였으며 1973년 2월에는 엔/달러 換率이 플로팅되고 같은 해 3월에는 마르크/달러 換率과 프랑/달러 換率이 플로팅됨으로써 先進國 通貨間에는 變動換率制度가 일반화되었다.

主要 通貨間 變動換率制度가 정착된 후 20여년이 경과한 現 時點에서 되돌아 볼 때 그간 두 차례의 石油波動과 같은 대규모의 實物衝擊(real shock)이 있었음에도 불구하고 큰 무리 없이 資源의 國際的인 分配를 조정할 수 있었다는 점에서 이 制度의 長點을 인정하는 사람들도 있다. 그러나 그간 주요 通貨間 換率의 지나친 변동으로 인하여 오히려 資源의 分配가 왜곡되고 결과적으로 世界經濟에 큰 악영향을 미쳤다는 주장이 강력하게 대두되었다.

變動換率制度로 이행된 후 國際通貨制度의 변동과 일부 관련이 있는 것으로 의심되는 世界經濟의 여러 가지 변동을 살펴보면, 첫

---

1) 브레튼우즈 體制下에서는 換率이 基準換率을 중심으로 上下 1% 범위 내에서 변동할 수 있도록 허용되었다. 그러나 스미소니언 體制下에서는 換率이 基準換率을 중심으로 상하 2.25% 내에서 변동할 수 있도록 허용되었다.

째, 1970년 이후 先進國의 經濟成長率이 큰 폭으로 下落한 점이다. 1950년부터 1970년까지의 기간 동안 G7 國家들과 전체 OECD 國家들의 年平均 實質 GNP 增加率은 4~5%에 달하였으나 1970년 이후에는 2~2.5%로 下落하였다. 또한 이들 國家의 平均 失業率은 2~3% 수준에서 5~6%대로 상승하였으며 최근에는 8~9%대에 달하게 되었다[2].

둘째, 國際的인 資本移動에 대한 先進國들의 規制緩和에도 불구하고 低開發國들이 經濟發展에 필요한 資本을 조달함에 있어서 어려움을 겪고 있다. 특히 1980년대 外債危機로 인하여 일부 開發途上國들의 經濟成長이 중단되고 社會的 및 物理的인 下部構造가 放棄됨으로 인하여 미래의 발전에도 惡影響을 미칠 것으로 예상되고 있다.

셋째, 世界經濟가 인플레로 인하여 몸살을 앓게 된 점이다. 先進國들의 年平均 消費者物價 상승률은 固定換率制度 마지막 10년간 4%대에 머물렀으나 變動換率制度 초기 10년간에는 10%로 상승하였다. 先進國의 경우 1980년대에 인플레가 진정되었지만 開發途上國의 경우 아직도 인플레가 심각한 문제로 남아 있다.

이와 같은 만족스럽지 못한 世界經濟의 상황이 모두 國際通貨制度가 變動換率制度로 바뀌었기 때문에 야기되었다고 할 수는 없을 것이다. 그러나 상황이 악화되기 시작한 시점과 變動換率制度로 이행된 시점이 일치하는 점을 고려할 때 國際通貨制度의 개편이 상황을 더욱 악화시킨 요인으로 작용하였을 수도 있었을 것이라는 의혹을 해소하기는 어려운 것이 사실이다.

變動換率制度의 主唱者들이 주장한 이 제도의 長點을 요약해 보면[3] 첫째, 換率變動으로 인하여 國家間 物價의 상대적인 변동이 신

---

2) Bretton Woods Commission, *Bretton Woods: Looking to the Future*, 1994, pp. 4~6 참조.

3) M. Freedman, "The Case for Flexible Exchange Rate," 1953 참조.

속하게 이루어질 수 있기 때문에 國際收支의 신속한 調整이 가능하다(이른바 'day light saving time' 論理)는 점과 둘째, 따라서 政府는 經濟의 對外均衡을 유지하기 위한 노력에서 해방되어 完全雇用이나 物價安定 등 對內均衡을 유지하는 데 보다 많은 노력을 기울일 수 있으며 셋째, 外部의 衝擊은 換率變動으로 흡수되기 때문에 각 나라 經濟政策, 특히 通貨政策의 獨立性이 확보될 수 있다는 점 등이다.

그런데, 지난 20여년간 變動換率制度의 이와 같은 長點이 실현되지 못하고 世界經濟에 앞에서 정리한 바와 같은 문제점들이 露呈된 이유는 換率이 때때로 適正한 均衡水準에서 離脫(misalignment)하여 國際的인 資源의 분배가 왜곡되고, 短期的인 換率의 變動性(volatility)이 증가함으로 말미암아 國際去來나 企業經營에 따르는 外換危險이 증가하였기 때문이라는 주장이 대두되고 있다[4].

한편, 變動換率制度로 이행된 후 換率이 때때로 적절한 均衡水準에서 이탈하고 短期的인 換率의 變動性이 급격히 상승한 이유는 각국 經濟政策 특히 通貨政策의 規律(discipline)이 弛緩되었기 때문에 미래 換率에 대한 不安心理가 확산되고 資本移動 특히 短期資本의 移動이 급증하여 外換市場을 攪亂시키는 요인으로 작용하고 있는 때문인 것으로 분석되고 있다.

이 章에서는 國際通貨制度의 改編을 주장하는 사람들이 제시하고 있는 새로운 國際通貨制度로 이행하여야 할 필요성과 관련하여 현행의 變動換率制度에서 主要 換率의 均衡水準 離脫과 短期變動性 增加의 정도 및 이로 인한 문제점에 대하여 검토해 보기로 하겠다. 또한 이와 같은 문제가 발생하게 된 원인으로 지적되고 있는 각국 經濟政策의 規律弛緩과 國際的인 資本移動에 대하여 보다 자세하게 살펴보기로 하겠다.

---

4) J. Williamson, *The Exchange Rate System*, 1985 참조.

1. 主要 換率의 均衡水準 離脫(Misalignment)

變動換率制度로 이행된 후 主要 先進國 通貨間 換率이 均衡水準에서 이탈한 폭이 확대되었음을 보여주기 위하여 윌리엄슨 博士는 實質實效換率의 最高水準과 最低水準의 차이 즉 最大振幅(maximum swing)을 비교하였다. 〈表 Ⅱ－1〉에는 윌리엄슨 博士가 산출한 브레튼우즈 및 스미소니언 固定換率制度의 마지막 10년간(1963년부터 1972년까지)과 變動換率制度 초기 10년간(1973년부터 1982년까지) 主要國 通貨의 實質實效換率의 最大振幅이 첫번째 列과 두번째 列에 각각 정리되어 있다.

固定換率制度 마지막 10년간 각 實質實效換率의 最大振幅을 살펴보면 프랑스 프랑貨의 경우가 27%로 가장 컸고 다음은 英國 파운드貨의 경우로 17%였던 것으로 나타나고 있다. 이 기간 동안 이들 두 通貨 實質實效換率의 最大振幅이 다른 주요 통화의 경우에 비하여 상대적으로 컸던 것으로 나타나는 이유는 1967년 1/4分期에는 파운드/달러 基準換率 15%, 1968년 3/4分期에 프랑/달러 基準換

〈表 Ⅱ－1〉 **主要 通貨 實質實效換率의 最大振幅**(最高－最低)

(單位 : %)

通　　貨	1963～1972[1]	1973～1982[1]	1983～1992[2]
美國 달러	14	32	66
英國 파운드	17	60	21
獨逸 마르크	13	22	13
日本 엔	14	35	43
프랑스 프랑	27	19	9
平　　均	17	34	30

註 : 1) 윌리엄슨이 都賣物價를 기준으로 實質實效換率을 작성하여 산출한 資料(윌리엄슨(1985), p. 17, Table 2 참조).
2) IMF의 單位 勞務費基準 實質實效換率(IFS line reu) 消費者物價 實質實效換率(IFS line rec)의 平均을 기준으로 筆者가 算出한 結果

率이 약 11% 등 일시에 큰 폭으로 引上(파운드貨와 프랑貨의 價値下落)되었기 때문이다. 固定換率制度 마지막 10년간 나머지 通貨 實質實效換率의 최대진폭은 13% 내지 14%로 비교적 작았던 것으로 나타나고 있다.

變動換率制度로 이행된 후 초기 10년간 實質實效換率의 最大振幅은 프랑스 프랑貨를 제외한 나머지 4個 主要 通貨의 경우 모두 큰 폭으로 확대된 것으로 나타나고 있다. 특히 英國 파운드貨의 경우 17%에서 60%로 3배 이상 확대되었으며, 日本 엔貨와 美國 달러貨의 경우도 각각 14%에서 35%와 32%로 2배 이상 확대되었다. 또한 獨逸 마르크貨의 경우에는 13%에서 22%로 2배 가까이 확대되었다. 이에 대하여 프랑스 프랑貨의 경우 27%에서 19%로 축소된 것으로 나타나고 있다. 주요 5個 通貨 實質實效換率 最大振幅의 平均은 17%에서 2배로 확대되어 34%에 이른 것으로 나타나고 있다.

각 期間 實質實效換率의 最高値와 最低値의 중간이 根本均衡換率(FEER)과 유사한 것으로 가정할 경우, 固定換率制度 마지막 10년간 각 通貨의 換率이 根本均衡水準으로부터 최대한 離脫한 정도는 프랑貨의 경우 약 13.5%, 파운드貨의 경우 약 8.5%였던 것으로 짐작할 수 있으며 나머지 通貨의 경우 6% 내지 7%였던 것으로 파악할 수 있다. 이에 대하여 變動換率制度로 이행된 후 초기 10년간 均衡離脫의 정도는 파운드貨의 경우 약 30%에 달하였으며 달러貨와 엔貨의 경우 각각 16%와 17% 내외에 달하는 등 큰 폭으로 확대된 것으로 짐작할 수 있다.

〈表 Ⅱ-1〉의 마지막 列에는 主要 先進國들이 變動換率制度로 이행한 후 10년이 경과한 1983년부터 1992년까지 10년간 IMF의 實質實效換率의 最大振幅이 정리되어 있다[5]. 이 기간 동안 美國 달러貨와 日本 엔貨 및 英國 파운드貨 實質實效換率의 최대진폭은 固定

5) IMF 實質實效換率은 單位當 勞務費 基準 實質實效換率(IFS의 line reu)과 消費者物價 基準 實質實效換率(IFS line rec)의 單純平均이다.

換率制度 마지막 10년간에 비하여 컸던 것으로 나타나고 있다. 주목할 사실은 가장 중요한 國際通貨인 美國 달러貨의 경우 實質實效換率의 最大振幅이 66%로 나타나고 있어서 적정한 根本均衡 換率水準에서 가장 크게 離脫한 경우 약 33% 過大評價되거나 過小評價되었다는 점이며 이로 인하여 國際的인 通貨不安이 가중되었던 것으로 짐작할 수 있다.

이에 대하여 프랑스 프랑貨의 경우 實質實效換率의 最大振幅이 9%로 固定換率制度 마지막 10년간에 비하여 축소된 것으로 나타났으며 獨逸 마르크貨 實質實效換率의 최대진폭은 13%로 固定換率制度 마지막 10년간과 같았던 것으로 나타나고 있다. 變動換率制度로 이행된 후 이들 두 通貨 實質實效換率의 최대진폭이 비교적 작았던 이유는 國際的인 固定換率體制가 붕괴된 후에도 유럽에서는 獨逸과 프랑스를 중심으로 역내 通貨間 換率의 변동을 일정한 범위 이내로 제한하는 地域通貨體制를 유지하고 있다는 사실과 관련이 있을 것으로 판단된다[6].

主要 先進國들이 變動換率制度로 이행한 1973년 이후 6년이 경과한 1979년 1/4分期부터 1994년 3/4分期까지 美國 달러貨와 日本 엔貨 및 獨逸 마르크貨 등 3개 通貨 實質實效換率의 변동추이를 살펴보면 [圖 Ⅱ-1]과 같다[7].

이 그림에서 1985년 중반 美國 달러貨의 實質價値는 1979에 비하여 약 1.6배 가까이 높아졌으며 1994년 중반 日本 엔貨의 실질가치는 1985년 중반에 비하여 약 1.7배 높아지는 등 큰 폭으로 변동한 것으로 나타나고 있다. 각 通貨의 가치를 결정하는 根本經濟變數들

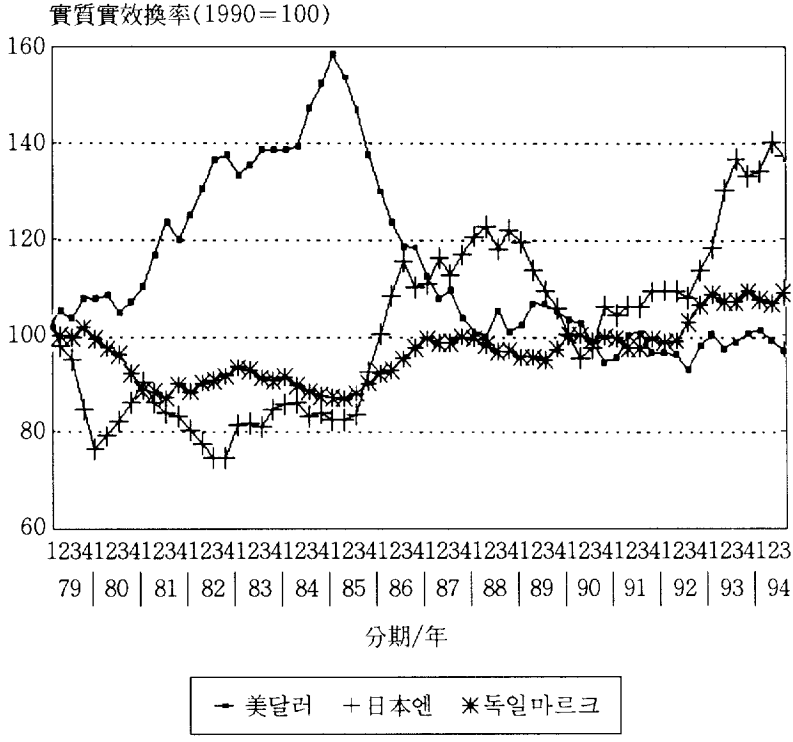
---

6) 유럽 국가들 通貨間 換率變動을 제한하는 제도는 초기에는 이른바 스네이크體制에서(snake in the tunnel) 1979년부터는 유럽通貨體制(EMS)로 변형되었다. 유럽 국가들의 경우 域內貿易의 比重이 크기 때문에 地域通貨間 換率이 안정될 경우 實效換率의 안정에 크게 기여하게 되는 것으로 판단된다.

7) [圖 Ⅱ-1]에 표시된 實質實效換率은 IMF의 單位當 勞務費 基準 實質實效換率과 消費者物價 基準 實質實效換率의 單純平均이다.

이 단기간에 급격하게 변동하지 않는 점을 감안할 때 [圖 Ⅱ－1]에 나타난 각 통화가치의 급격한 변동은 換率이 때때로 적정한 均衡水準에서 큰 폭으로 이탈하고 있음을 나타내는 것으로 해석될 수 있다.

[圖 Ⅱ－1] 主要 通貨 實質實效換率 推移



主要 先進國들이 變動換率制度로 이행한 후 換率이 根本均衡水準에서 離脫하는 폭이 확대되고 또한 均衡水準에서 이탈한 상태가 장기간 지속되었기 때문에 해당 국가의 경제는 물론 世界經濟 전체에 악영향을 미치게 되었다고 주장하는 학자들이 있다[8]. 이들의 주장

8) J. Williamson, *The Exchange Rate System*, 1985, pp. 38～45; Ohno Kenichi, "The Case for a New System," *Bretton Woods: Looking to the Future*, 1994, pp. C-5～C-12 등 참조.

을 살펴보면 대략 다음과 같다.

먼저 產業構造 調整에 문제가 발생하고 이로 인하여 投資가 위축되고 產業空洞化 현상이 발생하여 生產이 감소하기 때문에 經濟成長이 둔화되고 失業이 증가하게 된다는 점을 들고 있다. 한 나라의 通貨가 때때로 高評價되거나 低評價되는 경우를 생각해 보자. 自國의 通貨가 큰 폭으로 高評價될 경우 國內에서 交易財(tradable goods)를 生產하는 企業은 外國企業에 비하여 競爭力이 저하될 것이다. 따라서 이때 國內 企業들은 交易財產業에서 非交易財產業(nontradable goods industry)으로 轉換하려고 할 것이다. 반대로 國內通貨의 가치가 低評價될 경우 交易財產業이 보다 유리하기 때문에 非交易財를 생산하는 기업은 交易財產業으로 轉換하려 할 것이다.

그런데 企業이 交易財產業에서 非交易財產業으로 혹은 반대 방향으로 전환하는 것과 같은 產業構造의 조정은 일시에 단행되기 어렵다. 개별 企業의 입장에서 業種을 轉換하기 위하여서는 적절한 業種의 選擇, 工場立地의 선정, 마케팅戰略의 樹立 등 計劃過程에 장기간이 소요되고 生產設備의 交替, 從業員들의 再敎育 등에도 장기간이 소요되는 것이 보통이다.

따라서 國內通貨의 가치가 高評價된 상황에서 기업이 非交易財產業으로 전환할 것을 결정하고 投資를 하였을 경우 製品을 生產할 단계에서는 國內通貨의 가치가 역전되어 低評價된 상황으로 바뀌게 될 수 있다. 이와 같은 危險이 있기 때문에 企業들은 構造調整을 위한 投資를 꺼리게 되고 換率이 불리한 상황에서 損失을 감수하다가 倒產하는 기업이 증가하게 될 것이다. 이로 인하여 投資가 전반적으로 減少하기 때문에 經濟成長은 둔화되고 失業率은 상승하게 되는 결과를 초래하게 될 것이다.

또한 미래의 換率이 不確實하기 때문에 기업들은 投資資本의 懷姙期間이 긴 產業에 대한 投資를 꺼리게 되고 서비스 產業이나 流

通産業에 대한 投資를 증가시키게 될 것이다. 그 결과 産業空洞化 문제가 발생하고 전반적인 生産의 규모가 축소될 수 있을 것이다. 더욱이 이와 같은 投資의 減少와 産業空洞化는 한 나라에만 국한되지 않고 世界經濟 전체에 확산될 수 있을 것이다.

실제로 主要 先進國들이 變動換率制度로 이행한 1973년 이후 OECD 諸國의 經濟成長은 눈에 띄게 둔화된 것으로 조사되고 있다. 〈表 Ⅱ－2〉에서 보는 바와 같이 OECD 全體의 年平均 實質 GDP 增加率은 固定換率制度 기간인 1964년부터 1972년까지 약 4.8%에 달하였다. 그러나 變動換率制度로 이행한 1973년부터 1982년까지 10년간에는 약 2.5%로 하락하였으며 1983년부터 1994년까지에는 약 2.7%였던 것으로 나타나고 있다. 같은 表에서 變動換率制度로 이행된 후 成長率의 하락은 美國, 日本, 獨逸 등 主要國의 經濟에 공통적으로 나타난 현상임을 알 수 있다.

〈表 Ⅱ－2〉 主要國 年平均 實質 GDP 增加率

(單位 : %)

	1963～1972	1973～1982	1983～1994
OECD 全體	4.81[1]	2.53	2.72
美國	3.85	1.97	2.98
日本	9.40	3.96	3.35
獨逸	4.56	1.92	2.96[2]
英國	3.00	1.46	2.50
프랑스	5.29	2.77	1.96

註 : 1) 1964년부터 1972년까지 平均.
2) 1983년부터 1992년까지 平均(舊東獨地域 除外).
資料 : OECD, *Main Economic Indicator.*

〈表 Ⅱ－3〉에는 固定換率制度 마지막 9년간과 變動換率制度로 이행된 후 OECD 全體 및 주요 先進國들의 平均 失業率이 비교되어 있다. 이 表에서 1964년부터 1972년까지 OECD 全體의 平均 失

業率은 약 2.9%였던 것으로 조사되었다. 이에 대하여 變動換率制度로 이행된 후 초기 10년간 OECD 全體의 平均 失業率은 약 5.3%로 상승하였으며 1983년부터 1994년까지의 기간에는 더욱 높아져서 약 7.3%에 달한 것으로 나타나고 있다. 變動換率制度로 이행된 후 失業率이 증가한 것도 主要國에 공통적으로 나타난 현상이었음을 알 수 있다[9].

〈表 Ⅱ-3〉 主要國 年平均 失業率 變動

(單位 : %)

	1963~1972	1973~1982	1983~1994
OECD 全體	2.94	5.34	7.33
美國	3.98	6.89	6.33
日本	1.09	1.95	2.51
獨逸	0.71	3.30	7.48
英國	2.64	6.02	9.83
프랑스	1.96	5.15	10.11

資料 : OECD, *Main Economic Indicator.*

그런데 1973년 이후 先進國 經濟成長率의 下落과 失業率의 上昇이 變動換率制度로 이행된 후 主要 通貨間 換率이 때때로 根本均衡 수준에서 큰 폭으로 離脫함으로 말미암아 投資가 감소하고 資源의 國際的인 配分이 비효율적으로 진행된 때문이라고 보는 데에는 異論의 여지가 있다.

固定換率制度가 유지된 기간은 主要國들의 戰後 復舊期에 해당한다. 第2次 世界大戰 기간중 美國을 제외한 주요국들의 產業施設은 戰爭의 피해로 인하여 거의 마비되었기 때문에 生產規模가 대폭 축소되었다. 따라서 經濟發展 段階로 구분해 볼 때 2次 世界大戰 직

9) 〈表 Ⅱ-3〉에서 1983년부터 1994년까지 기간 동안 獨逸의 平均 失業率이 약 7.5%로 대폭 상승하였는데 이는 獨逸의 통일로 인하여 舊東獨 지역의 失業率이 포함된 때문인 점도 있다.

후부터 固定換率制度가 유지된 기간은 先進國 경제에 있어서는 初期段階 및 跳躍段階에 해당하는 것으로 볼 수 있다. 이 기간 동안 先進國들의 經濟는 빠른 속도로 성장할 수 있었고 失業率도 낮았던 것으로 볼 수 있다.

그러나 主要國들이 變動換率制度로 이행한 1973년은 戰爭 終了 후 28년이 경과한 해로서 이들 國家의 經濟復舊가 거의 완료된 상황이었다. 따라서 그 이후에는 先進國들의 經濟成長은 둔화되고 失業率은 상승한 것으로 볼 수도 있다. 또한 1973년과 1980년 등 두 차례에 걸친 石油波動과 같은 實物衝擊(real shock) 때문에 先進國들을 비롯한 세계 전체의 經濟成長이 鈍化되었다고 보는 견해도 있다.

이와 같은 異論에도 불구하고 先進國의 經濟成長이 둔화되고 失業率이 상승하기 시작한 시점과 이들 국가들이 變動換率制度로 이행한 시점이 일치하기 때문에 國際換率制度가 변경된 후 주요 통화간 換率의 불안으로 投資가 감소하고 經濟가 위축되는 결과를 초래하게 되었을 가능성을 완전히 배제할 수는 없을 것으로 판단된다.

두번째로 지적되는 문제는 換率이 根本均衡水準에서 큰폭으로 이탈할 경우 自國通貨의 가치가 過大評價된 나라에서 保護貿易主義가 대두되고 이로 인하여 國際貿易이 위축될 위험이 있다는 점이다. 自國通貨의 가치가 큰 폭으로 高評價된 경우를 생각해 보자. 이때 國內에서 交易財를 생산하는 企業은 競爭力을 상실하기 때문에 外國製品의 輸入을 억제하는 조치를 취하도록 政府나 議會 등에 압력을 가하게 될 것이다. 이와 같은 압력에 굴복하여 실제로 外國商品의 輸入을 제한하는 조치를 취하게 되면 相對國에서도 상응하는 조치를 취하게 되고 保護貿易主義가 확산되어 國際貿易이 위축되는 결과를 초래하게 될 것이다.

실제로 1980년대 초에는 달러貨가 高評價되었기 때문에 企業들은 競爭力을 상실하게 된 결과 美國의 貿易收支는 막대한 규모의 赤字를 기록하였다. 이에 따라 美國은 外國企業의 不公正한 競爭으로부터

自國企業을 보호하기 위하여 反덤핑關稅(anti-dumping duty)나 相計關稅(counter-vailing duty) 制度를 도입하였으며 이에 對應하여 유럽의 여러 나라들도 유사한 제도들을 도입하였다. 그런데 이와 같은 制度는 外國商品의 수입을 억제하는 효과를 가지고 있기 때문에 保護貿易主義的인 색채를 띠는 것으로 해석할 수 있다. 이와 같은 조치에도 불구하고 美國의 貿易收支는 개선되지 않았기 때문에 美國議會는 슈퍼301條라는 法律을 제정하여 우리나라를 비롯한 日本, 臺灣 등이 國內市場을 開放하도록 유도하고 이에 응하지 않을 경우 報復措置를 취하는 등 위협을 가하고 있다.

세번째로 消費者의 福祉와 관련하여 換率變動으로 인한 消費調整의 과정에서 消費效用의 감소문제를 들고 있다. 먼저 換率의 均衡水準 離脫로 인한 消費效用의 감소 문제를 살펴보면 國內通貨의 가치가 過大評價된 경우 外國으로부터 輸入되는 製品의 國內價格이 하락하게 되므로 이에 대한 소비가 증가하게 될 것이다. 이로 인하여 經常收支가 赤字를 기록하게 되면 미래의 어떤 기간에는 交易財의 國內消費를 억제하여 經常收支가 黑字를 기록하도록 함으로써 보충하여야 할 것이다. 또한 國內通貨의 가치가 過大評價된 경우 국내에서 非交易財의 생산이 증가하게 되므로 이를 흡수하기 위해서는 非交易財의 消費를 長期的으로 적정한 수준보다 증가시켜야 할 것이다. 이와 같이 消費水準이 변동할 경우 長期的으로 일정한 消費水準을 지속하는 경우에 비하여 전체적인 效用은 감소하게 된다는 주장이다.

네번째로 換率變動의 쐐기效果(rachet effect)로 인하여 物價上昇을 촉진하게 되는 문제이다. 國內通貨의 가치가 하락할 경우 海外에서 수입되는 商品의 國內價格은 상승하게 된다. 그런데 한번 상승한 輸入品의 가격은 國內通貨의 가치가 상승하더라도 下向調整되지 않고 계속 높은 수준에서 머무르는 경향이 있다. 이와 같은 쐐기효과로 인하여 國內通貨 가치의 下落은 전체적인 物價水準의 上昇

을 가속시키고 반대로 國內通貨 가치의 상승은 물가안정에 큰 도움이 되지 않기 때문에 장기적인 관점에서 換率變動이 物價를 上昇시키는 요인으로 작용할 수 있다는 주장이다.

〈表 Ⅱ－4〉에는 固定換率制度 마지막 10년간과 變動換率制度로 이행된 후 OECD全體 및 主要國들의 消費者物價의 평균 상승률이 비교되어 있다. 變動換率制度 초기 10년간 主要國들의 消費者物價는 固定換率制度 마지막 10년간에 비하여 월등히 높은 上昇率을 기록한 것으로 나타나고 있다. 그러나 變動換率制度로 이행된 후 10년이 경과한 1983년부터 1994년까지의 기간 동안에는 OECD 全體를 비롯한 主要 先進國들의 消費者物價는 상당히 안정되었다. 특히 이 기간 동안 日本과 獨逸, 英國 및 프랑스 消費者物價의 平均 上昇率은 固定換率制度 마지막 10년간에 비하여 오히려 낮았던 것으로 나타나고 있다.

〈表 Ⅱ－4〉 主要國 年平均 消費者物價 上昇率 變動

(單位 : %)

	1963～1972	1973～1982	1983～1994
OECD 全 體	4.09	10.90	6.61
美 國	3.28	8.76	3.64
日 本	5.67	8.76	1.65
獨 逸	3.15	5.17	2.44
英 國	4.98	14.21	4.92
프 랑 스	4.37	11.05	3.98

資料 : OECD, *Main Economic Indicator.* 獨逸의 경우 IMF, IFS

이와 같은 사실을 기준으로 판단할 때 變動換率制度로 이행된 후 급격한 換率變動으로 인하여 先進國들의 物價上昇 문제가 악화되었다는 주장의 타당성은 높지 않은 것으로 보인다. 變動換率制度 초기 10년간 先進國들의 物價가 급격하게 상승한 이유는 두 차례에

걸친 石油波動으로 인하여 原油를 비롯한 에너지製品 가격의 급등에 따른 製品原價의 上昇效果 때문인 것으로 풀이할 수도 있을 것이다.

2. 主要 換率의 短期變動性 增加

주요 先進國들이 變動換率制度로 이행한 이후 換率의 短期變動性이 큰 폭으로 증가하였기 때문에 國際去來 등 經濟活動에 커다란 惡影響을 미친 것으로 평가되고 있다. 즉, 換率의 短期變動性이 증가할 경우 輸出入 등 經常去來나 國際間의 資本去來 및 國際的인 企業活動에 따르는 外換危險이 증가하게 된다. 그런데 外換危險은 先物換契約을 체결하는 등 적절한 방법으로 回避할 수 있는 경우도 있다. 그러나 이를 위하여 추가적으로 費用을 부담하여야 되는 문제가 있다. 더욱이 外換危險을 回避할 수 없는 경우도 있기 때문에 國際的인 經濟活動을 위축시키는 요인으로 작용할 수 있다.

이와 같은 문제를 살펴보기 위하여 먼저 變動換率制度로 이행된 후 主要 換率의 短期變動性이 어느 정도 증가하였는지를 파악해 보기로 하자. 〈表 Ⅱ－5〉에는 固定換率制度 마지막 10년간과 變動換率制度로 이행된 후 각 기간에 있어서 主要 換率의 短期變動性을 나타내는 分期間 變動率의 標準偏差가 비교되어 있다. 固定換率制度 마지막 10년간 分期間 主要 換率 變動率의 標準偏差는 마르크/달러 換率의 경우 약 1.4%로 가장 작았고 엔/달러 換率의 경우 약 1.5%로 상대적으로 작았다. 이에 대하여 프랑/달러 換率과 파운드/달러 換率의 경우 각각 약 2.4%와 2.9%로 비교적 컸던 것으로 나타나고 있다.

〈表 Ⅱ－5〉 分期間 換率變動率의 標準偏差 比較

(單位 : %)

	1963～1972	1973～1982	1983～1995. Ⅱ
엔/달러 換率	1.48	5.88	5.80
마르크/달러 換率	1.42	6.67	6.70
파운드/달러 換率	2.86	5.19	6.22
프랑/달러 換率	2.36	6.24	6.46
平　　均	2.03	6.00	6.30

資料 : IMF, IFS tape.

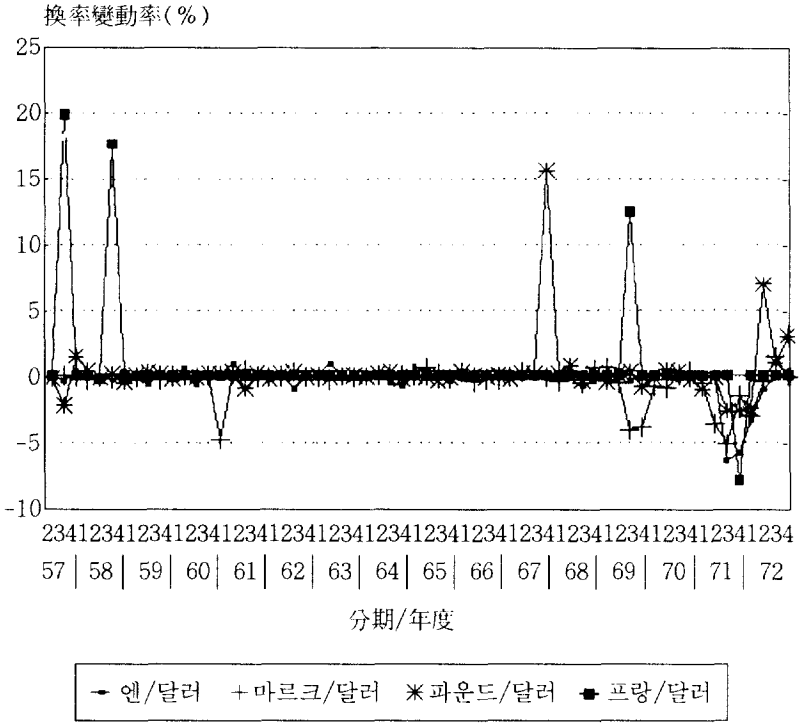
같은 表에서 變動換率制度로 이행된 후 이들 換率의 短期變動性이 큰 폭으로 증가하였음을 알 수 있다. 變動換率制度 초기 10년간 마르크/달러 換率의 경우 分期間 變動率의 標準偏差가 固定換率制度下에서보다 4.5배 이상 증가한 약 6.7%에 이른 것을 비롯하여 프랑/달러 換率의 경우 약 6.2%에 이르는 등 主要 4個 換率의 경우 모두 分期間 變動率의 標準偏差가 대폭 증가한 것으로 나타나고 있다.

變動換率制度로 이행된 후 10년이 경과한 1983년부터 1995년 2/4 分期까지의 기간동안 主要 換率의 短期 變動性은 變動換率制度 초기 10년간에 비하여 더욱 확대된 것으로 나타나고 있으며 固定換率制度 마지막 10년간과 비교하여서는 평균 3배 이상 증가한 것으로 나타나고 있다.

固定換率制度下에서 主要 換率의 分期間 變動率은 [圖 Ⅱ－2]에 표시되어 있다. 이 그림에서 브레튼우즈 固定換率制度가 유지된 1971년 중반까지 基準換率(parity rate)를 조정한 경우 비교적 큰 폭으로 변동한 것을 제외하고 主要 換率은 제한된 범위(上下 1%) 내에서 움직인 것으로 나타나고 있다. 1971년 8월 브레튼우즈 固定換率體制가 붕괴된 후 같은 해 말 스미소니언 固定換率體制로 移行되기까지 換率의 새로운 均衡水準을 탐색하기 위하여 일시적으로

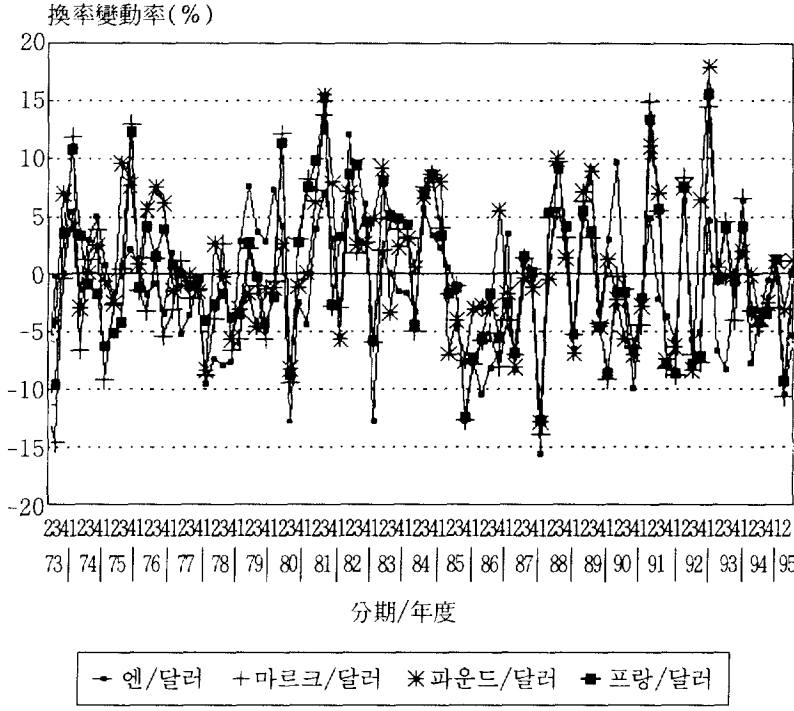
主要 通貨間 換率이 자유롭게 변동하도록 허용하였던바 이 기간 동안 換率의 조정이 상당히 급격하게 진행되었음을 알 수 있다.

[圖 Ⅱ－2] 固定換率制度下에서 分期間 換率 變動率



變動換率制度로 이행된 후 主要 換率의 分期間 變動性이 확대된 사실은 [圖 Ⅱ－3]에 요약되어 있다. 이 그림에서 1973년 이후 主要 換率의 分期間 變動率이 5% 이상을 기록한 경우는 전체 기간중 약 절반 정도를 차지하는 것으로 나타나고 있으며 10% 이상의 變動率을 기록한 경우도 상당히 많았던 것을 알 수 있다. 이에 대하여 [圖 Ⅱ－2]에서 固定換率制度 기간 동안 換率이 한 分期에 10% 이상 조정된 경우는 4回에 불과하며 5% 이상 조정된 경우도 많지 않았던 것으로 나타나고 있다.

[圖 Ⅱ－3] 變動換率制度下에서 分期間 換率 變動率



[圖 Ⅱ－3]에서 한 가지 留意할 사실은 變動換率制度下에서 주요 換率의 變動性이 기간별로 일정하지 않고 비교적 컸던 시기와 작았던 시기가 교차되고 있다는 점이다. 즉, 變動換率制度로 이행된 직후부터 1976년 중반까지는 換率의 變動性이 비교적 컸던 반면 그 이후 1979년 중반까지는 비교적 작았던 것으로 나타나고 있다. 또한 1980년대 초반에는 換率의 變動性이 비교적 컸으나 1984년 중반부터 1986년 말까지는 비교적 작았던 것으로 평가되며 1987년부터는 다시 커지는 등 換率이 급격하게 변동한 期間과 비교적 안정된 기간이 교차되고 있다[10].

10) 이와 같은 사실이 外換市場의 非效率性(inefficiency)을 나타내는 證據라고 주장하는 사람들도 있다. Ohno Kenichi, "The Case for a New System," *Bretton Woods: Looking to the Future*, 1994, pp. C-5～C-12 참조.

이 그림에서 또 한 가지 주목할 사실은 變動換率制度下에서 비교적 단기간 이내에 같은 換率이 큰 폭으로 騰落을 거듭하였다는 점이다. 예를 들면, 마르크/달러 換率의 경우 1993년 1/4分期와 2/4分期에 각각 약 11%, 14% 下落한 반면 같은 해 4/4分期에는 약 12% 上昇하는 등 한 방향으로 대폭 변동한 換率이 비교적 짧은 기간 내에 반대 방향으로 대폭 조정된 경우가 많았던 것으로 나타나고 있다. 이에 대하여 [圖 Ⅱ－2]에서 보는 바와 같이 固定換率制度下에서는 장기간에 걸쳐서 換率이 일정한 방향으로만 조정된 것을 알 수 있다. 예를 들면 1957년부터 1970년 말까지 프랑/달러 換率은 상승(프랑貨의 가치 下落)하는 방향으로만 조정되었고 반대로 마르크/달러 換率은 하락(마르크貨의 가치 上昇)하는 방향으로만 조정된 것으로 나타나고 있다.

換率의 根本均衡水準을 결정하는 經濟指標들이 단기간에 급격하게 변동하지는 않는다는 점을 감안할 때 이와 같은 사실은 變動換率制度下에서 換率이 때때로 根本均衡 수준에서 離脫한다는 주장의 證據에 해당하는 것으로 볼 수 있다. 또한 관련된 情報가 적정하게 평가되어 換率에 반영되기 때문에 外換市場이 效率的(efficiency of foreign exchange market)이라는 주장을 반박하는 證據로 볼 수도 있을 것이다.

換率의 短期 變動性이 상승할 경우 輸出入 등 國際的인 經常去來나 資本去來에 따르는 外換危險이 증가하게 된다. 輸出價格이 外國通貨로 결정되는 경우를 생각해 보자. 우리나라의 경우 輸出價格은 대개 契約段階에서 결정되고 輸出契約과 代金回收 시점 사이에 평균 3개월의 時差가 있는 것으로 조사되었다[11]. 이때 輸出契約이 체

11) 外國의 輸入業者가 信用狀(L/C)을 발행하는 방법을 통하여 輸出品의 代金을 지급하는 경우 輸出業者는 物品을 船積하고 信用狀과 船舶會社가 발행한 船荷證券 등을 첨부하여 지정된 銀行에 輸出代金의 지급을 요청(이를 네고(nego)라 한다)함으로써 代金을 回收할 수 있다. 필자의 조사에 따르면 우리나라의 경우 輸出契約과 代金네고의 시점 사이에 平均 3個月의 時差가 있는 것으로 나타났다(金宗萬, 『換率制度와 外換危險管理』, 1990 참조).

결된 후 代金回收 時點까지의 기간 동안 輸出價格이 표시된 外國通貨(이를 送狀通貨(invoice currency)라 한다)와 國內通貨 사이의 換率이 변동할 수 있기 때문에 輸出業者는 外換危險을 부담하게 된다. 예를 들면 輸出業者가 네고(nego) 시점의 換率을 예측하고 일정한 比率의 利益을 가산하여 價格으로 輸出契約을 체결한 경우 代金 네고의 시점까지 國內通貨의 가치가 예상 利益率보다 큰 폭으로 상승하면 損失을 보게 된다. 또한 輸入品의 價格이 外國通貨로 표시되고 輸入契約과 輸入品의 대금을 지급하는 시점 사이의 기간 동안 國內通貨의 가치가 下落하더라도 국내에서 판매되는 輸入品의 가격을 인상할 수 없을 경우 輸入業者는 損失을 보게 된다.

國際的인 資本去來의 경우에도 換率의 변동으로 인하여 손실을 보게 될 危險이 있다. 日本의 投資家가 美國의 3個月 滿期, 利子率 6%의 財務部證券(T Bill)에 投資하는 경우를 생각해 보자. 이때 滿期 시점까지 엔/달러 換率의 변동이 없을 경우 期待收益率은 약 1.5%(年率 약 6%)이다. 그런데 실제로 財務部證券의 滿期까지 엔/달러 換率이 1.5% 이상 下落하면 日本 投資家는 損失을 보게 된다[12].

國際去來에 따르는 外換危險에 대하여 外換 포지션의 金額과 期間이 확정된 경우에는 적절한 방법으로 回避할 수 있다. 예를 들면 輸出入에 따르는 外換危險은 代金의 回收와 支給의 시기를 앞으로 당기거나(leading) 뒤로 미루는(lagging) 등의 방법으로 일치(matching)시킴으로써 外換危險을 회피할 수 있다. 이와 같은 방법을 통하여 내부적으로 外換危險을 회피할 수 없을 경우 先物換契約(forward contract)이나 通貨先物契約(currency future contract) 및 通貨옵션契約(currency option contract) 등을 통하여 回避할 수 있다. 外部와의 契約을 통하여 外換危險을 회피할 경우 費用을 수반하게 되는 문제가 있다.

---

12) [圖 Ⅱ-3]에서 變動換率制度로 이행된 후 3個月間 주요 換率의 變動率이 1.5% 이상에 달한 경우가 많았음을 알 수 있다.

그러나 外換危險을 회피할 수 없는 경우도 많다. 그 이유는 통상적인 營業과 관련된 不確實性으로 인하여 外換危險에 露出(exposure)된 정도를 정확하게 파악할 수 없기 때문이다. 예를 들면 어떤 企業이 새로운 電子製品을 개발한 경우 商業的인 성공의 여부는 技術革新, 마케팅 努力, 競爭 企業의 對應, 消費者 嗜好의 변화, 當局의 統制, 特許權 保護, 外國의 政策 변화, 換率 變動 등 여러 가지 요인에 의하여 좌우될 수 있다. 이와 같은 不確實性 때문에 企業은 미래의 營業活動에 따르는 外換危險 露出의 크기나 기간 및 通貨構成 등을 정확하게 파악할 수 없게 되고 外換危險 回避를 위한 적절한 조치를 취할 수 없게 된다. 따라서 事前的으로 볼 때 變動換率制度下에서 外換危險은 營業活動을 함에 있어서 피할 수 없는 하나의 비용으로 받아들일 수밖에 없다. 또한 海外直接投資와 같이 外國通貨로 표시된 資產을 장기간 보유하는 경우에도 滿期가 긴 先物換契約을 체결하기가 어렵기 때문에 外換危險을 효과적으로 회피할 수 없다.

이와 같이 볼 때 주요 先進國들이 變動換率制度로 이행한 후 換率의 變動性이 증가하였기 때문에 國際去來에 따르는 外換危險을 회피하기 위한 費用의 부담이 증가하고 많은 경우 國際的인 營業活動에 따르는 外換危險을 회피할 수 없는 등의 문제로 인하여 이들 經濟活動이 위축되는 결과를 초래한 점도 있을 것이다.

3. 經濟政策의 規律弛緩과 國際的인 資本 移動의 增加

先進國들이 變動換率制度로 이행한 1973년 이후 主要 換率이 때때로 根本均衡 水準에서 이탈하고 換率의 短期 變動性이 상승한 첫 번째 이유는 主要國들 經濟政策 특히 通貨政策의 規律弛緩으로 인하여 政府의 政策에 대한 信賴性이 하락하였기 때문이라고 보는 견해가 지배적이다. 主要 換率의 均衡水準 이탈 및 短期變動性 증가의 또 한 가지 이유는 國家間 資本移動에 대한 規制緩和의 결과 資

本去來의 규모가 확대된 때문이라는 주장도 있다.

主要國 經濟政策의 規律弛緩은 政治經濟的인 이유와 變動換率制度로 이행된 후 각국 通貨政策의 獨立性이 濫用된 점 등 두 가지 측면이 있다. 먼저 政治經濟的인 측면을 살펴보면 第1次 大戰 이후 각 先進國에서 參政權의 범위가 확대됨에 따라 다양한 階層이나 集團의 住民들이 選擧權을 가지게 되었으며 政權을 담당하는 사람들은 選擧를 의식하여 有權者들의 상이한 慾求에 귀를 기울이지 않을 수 없게 되었다. 특히 勞動者들의 政治參與에 따라 議會에서 이들의 利益을 대표하는 政治集團의 發言權이 강화되었다. 그 결과 전반적인 經濟政策의 방향에 대한 論爭이 격화됨과 동시에 財政 및 通貨政策이 硬直化되고 規律이 弛緩되었다.

예를 들면 財政緊縮을 위하여 稅率의 인상과 함께 財政支出을 감소시켜야 할 경우 企業家나 勞動者 중 어느 集團의 稅率을 상승시키고 어느 집단을 위한 財政支出을 減少시켜야 하느냐에 대한 政策決定이 어렵게 되었다. 이에 따라 景氣變動 등에 대응하여 經濟政策을 원활하게 調整할 수 없게 되었으며, 특히 住民의 福祉 向上을 위한 財政支出이나 支援金의 축소 등 財政政策의 調整이 매우 어렵게 되었다. 또한 通貨政策의 변동이 景氣 및 失業率에 미치는 영향으로 인하여 中央銀行의 政策決定이 政治化되었기 때문에 通貨政策의 規律도 弛緩되는 결과를 가져왔다.

國際通貨制度의 개편을 주장하는 사람들은 變動換率制度로 이행된 후 각 나라의 通貨供給과 관련하여 管理當局의 規律遵守에 대한 義務感이 약화되고 IMF의 감시가 소홀해졌기 때문에 通貨政策의 規律이 弛緩되는 결과를 가져왔다고 주장하고 있다. 變動換率制度의 主唱者들은 換率이 자유롭게 변동하도록 허용될 경우 한 나라가 通貨를 膨脹시킴으로 말미암아 物價가 상승하더라도 物價上昇 문제는 그 나라에만 그치고 다른 나라로 擴散되지 않는다고 주장하였다. 즉, 變動換率制度下에서는 각 나라가 獨自的으로 通貨政策을 펴

더라도 外國의 物價에는 영향을 미치지 않는다는 이른바 通貨政策의 獨立性 주장이다.

이와 같은 理論的인 根據에 따라 變動換率制度로 이행된 1973년 이후 先進國 經濟政策의 主眼點은 經濟成長이나 失業 등 對內均衡의 달성에 두어졌다. 특히 앞에서 살펴본 바와 같이 經濟成長이 둔화되고 失業率이 상승하였기 때문에 物價不安을 다소 감수하더라도 通貨供給의 규모를 확대한 측면도 있었다. 더욱이 각국의 當局者들은 이와 같은 自國의 通貨政策으로 인하여 外國의 物價에 미치는 영향을 고려할 필요가 없는 것으로 인식하였기 때문에 道德的인 죄책감 없이 放漫하게 通貨를 管理하였기 때문에 通貨政策의 規律弛緩을 가속시킨 점도 있는 것으로 판단된다.

固定換率制度下에서는 IMF의 주요 기능이 基準換率의 유지를 통한 國際的인 通貨價値의 安定에 있었다. IMF는 이와 같은 목적을 달성하기 위하여 각 나라의 通貨政策은 물론 財政政策의 내용까지도 평가하고 換率安定 목적과 부합되는지의 여부를 판단하여 政策의 修正을 권고하는 등 監視活動을 하였기 때문에 각국 政策의 規律弛緩을 어느 정도 방지할 수 있었다. 그러나 變動換率制度로 이행된 후에는 각국의 經濟政策에 대한 國際的인 감시가 소홀해졌기 때문에 政策의 規律弛緩이 가속된 측면도 있다.

이와 같이 先進國 經濟政策 특히 通貨政策의 規律이 弛緩되었기 때문에 정책의 불확실성이 확대되고 그 결과 換率의 短期 變動性이 확대되었다. 또한 經濟政策의 規律弛緩으로 인하여 정책에 대한 信賴性이 저하됨으로 인하여 政府가 換率을 어떤 수준에서 안정시키기로 약속하고 이를 위하여 필요한 조치를 취할 경우 미래에도 같은 政策의 基調가 지속될 것이라는 確信을 주지 못하기 때문에 실제로 換率을 안정시키지 못하는 경우가 많았다. 즉, 換率이 적정하다고 판단되는 수준에서 離脫할 경우 政府가 가능한 手段이나 政策을 동원하여 換率이 원하는 방향으로 調整되도록 유도하기가 어렵게 되었기 때문

에 換率은 때때로 根本均衡 수준에서 큰 폭으로 離脫하게 되었다.

變動換率制度로 이행된 후 主要 換率이 급격하게 변동하고 있는 또 다른 이유는 先進國間 資本移動에 대한 規制緩和의 결과 資本去來를 결제하기 위한 外換去來의 규모가 확대되었기 때문이다. 특히 가까운 미래에 換率이 대폭 변동할 것으로 예상되거나 國際的인 金融危機가 발생할 경우 換差益을 노린 投機的인 短期資本(이를 hot-money라 한다)의 去來規模가 폭증하기 때문에 外換市場을 攪亂시키고 換率을 急激하게 변동시키는 요인이 되고 있는 것으로 분석되고 있다.

브레튼우즈 固定換率制度 초기에는 美國을 제외한 主要國들은 戰後復舊에 필요한 資本이 부족하였기 때문에 資本流出에 대하여 엄격하게 統制하였다[13]. 이와 같은 주요국들의 資本流出에 대한 규제는 1960년대 말까지 계속되었다. 따라서 固定換率制度가 유지된 거의 전기간 동안 國際的인 資本移動으로 인한 外換市場의 攪亂效果는 크지 않았다.

그러나 1970년대 초부터 主要國들은 資本의 流出入에 대한 규제를 緩和하기 시작하였기 때문에 國際的인 資本移動의 규모가 확대되었으며 資本去來를 決濟하기 위한 外換去來의 규모도 커지게 되었다. 최근에는 世界의 주요 外換市場에서 거래되는 外換은 대부분 資本去來를 결제하기 위한 것으로 추정되고 있다. 〈表 Ⅱ－6〉에서 보는 바와 같이 1992년 世界 주요 外換市場에서 거래된 外換總額의 추정치에 대한 해당국 輸出入總額의 비율은 英國의 경우 약 0.7%에 불과하고 美國과 日本의 경우 각각 약 2.1%와 1.8%에 불과한 것으로 나타나고 있다. 獨逸의 경우에도 약 5.8%에 지나지 않았던 것으로 나타나고 있다.

---

13) 주요 先進國 중 資本이 상대적으로 풍부하였던 美國도 利子率均衡稅(interest rate equalization tax)를 도입하는 등으로 資本의 流出을 규제하였다.

外換危險을 회피하기 위한 先物換 去來 등을 감안하여 輸出入代金의 결제에 수반되는 外換去來의 규모가 실제 輸出入金額의 2배인 것으로 가정하더라도 주요국 外換市場에서 거래되는 外換 중 輸出入 등 經常去來를 決濟하기 위한 것의 비율은 10% 이내일 것으로 판단된다. 따라서 주요 外換市場에서 거래되는 外換은 대부분 國際的인 資本去來를 決濟하기 위한 것임을 알 수 있다.

〈表 Ⅱ-6〉 主要國의 外換市場 去來 內譯

(單位 : 億달러, %)

	調査年度	總去來規模[1](A)	輸出+輸入(B)	B/A
英 國	1989	467,500	3,500	0.8
(런 던)	1992	750,000	4,115	0.6
美 國	1989	322,500	8,569	2.7
(뉴 욕)	1992	480,000	10,012	2.1
日 本	1989	288,750	4,836	1.7
(東 京)	1992	315,000	5,717	1.8
獨 逸	1989	—	—	—
(프랑크푸르트)	1992	141,250	8,235	5.8

註 : 1) 4월중 日平均 去來規模 × 250.
資料 : 韓國銀行, 「세계 외환시장의 외환거래 동향」, 1993.

輸出入 등 國際的인 經常去來의 규모는 物品의 生產能力이나 消費의 규모가 급격하게 변하지는 않기 때문에 점진적으로 변동하는 특성이 있다. 또한 代金決濟를 위한 信用狀(L/C)의 來到나 發行 및 輸入許可證(I/L)의 발행실적 등을 참고하여 가까운 미래의 輸出入 변동을 어느 정도 예측할 수 있다. 이에 대하여 國際的인 資本去來는 신속하게 일어나고 일시에 대규모의 거래가 이루어지는 것이 보통이며 資本移動의 방향을 예측하기 어려운 경우가 많다.

이와 같은 이유 때문에 實證分析의 결과 經常去來를 결제하기 위한 外換去來로 인한 換率變動의 효과에 비하여 같은 규모의 資本去

來를 결제하기 위한 外換去來가 換率에 미치는 영향이 큰 것으로 파악되었다.

같은 규모의 經常去來로 인한 換率變動의 효과와 資本去來로 인한 換率變動의 효과를 비교해 보기 위하여[14] 주요 선진국들이 變動換率制度로 이행한 직후인 1973년 2/4分期부터 1994년 1/4分期까지 엔/달러 換率과 마르크/달러 換率의 分期間 變動率을 설명하는 回歸方程式을 추정한 결과는 〈表 Ⅱ-7〉과 〈表 Ⅱ-8〉에 각각 정리되어 있다[15].

---

14) 〈表 Ⅱ-7〉 및 〈表 Ⅱ-8〉의 實證分析에 있어서 換率變動率을 설명하기 위한 回歸方程式을 誘導하기 위하여 通貨論的 接近法(monetary approach)과 포트폴리오 발란스 接近法(portfolio balance approach)을 주로 참고하였다. 이들 換率決定 理論에 대하여 Mussa, 1983 및 Branson, 1983 참조.

15) 〈表 Ⅱ-7〉 및 〈表 Ⅱ-8〉의 각 推定에서 서로 다른 점은 該當 國 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 金額變動과 관련된 資料의 형태이다. 각 表에서 첫번째와 두번째 列에 결과가 정리된 추정에서는 이들 資料의 金額을 說明變數로 사용하였다. 그런데 金額資料를 說明變數로 사용하여 回歸分析을 할 경우 技術的으로 異分散(heteroscdaticity)의 문제가 발생하여 추정의 결과가 歪曲될 우려가 있다. 또한 개념적으로 이들 變數의 金額을 說明變數로 사용할 경우 經濟의 規模가 확대되더라도 같은 金額의 國際收支나 中央銀行 對外準備高의 변동으로 인한 換率變動의 효과가 같다는 暗默的인 가정을 하게 되는 문제가 있다. 이와 같은 문제를 회피하기 위하여 각 表의 세번째와 네번째 列에 결과가 정리된 추정에서는 해당국의 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 변동금액의 實質 GDP에 대한 比率을 說明變數로 사용하였다. 이에 대하여 다섯번째와 여섯번째 列에 결과가 정리된 추정에서는 이들 金額의 通貨量(M1)에 대한 比率을 說明變數로 사용하였다. 세번째와 네번째 및 다섯번째와 여섯번째 列에 결과가 정리된 추정이 서로 다른 점은 달러貨로 표시된 日本과 獨逸의 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 金額을 엔貨와 마르크貨 표시 금액으로 換算함과 SDR로 표시된 각 나라 中央銀行 對外準備高 金額을 달러貨 표시 금액으로 환산함에 있어서 적용한 換率이다. 즉, 각 기간의 金額을 환산함에 있어서 세번째와 다섯번째 列의 推定에서는 1990년 말의 該當 換率을 적용하였다. 그러나 네번째와 여섯번째 列의 推定에서는 각 期間의 平均換率을 적용하였다. 〈表 Ⅱ-7〉의 각 推定의 결과에서 엔/달러 換率의 분기간 變動率을 설명하는 比率(自由度 調整後 R^2)은 첫번째 열과 두번째 열의 추정에서 각각 약 16%와 19%로 비교적 낮으나 세번째와 네번째 열의 추정에서는 각각 22%와 29%, 그리고 다섯번째와 여섯번째 열의 추정에서는 각각 약 24%와 30%로 상당히 높게 나타났다. 〈表 Ⅱ-8〉의 각 추정에서 마르크/달러 換率의 變動率을 설명하는 比率은 〈表 Ⅱ-7〉의 같은 방법으로 추정한 결과에서 엔/달러 換率의 변동률을 설명하는 比率에 비하여 다소 높은 것을 알 수 있다.

〈表 Ⅱ－7〉 엔/달러 換率의 分期間 變動要因 分析

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	－0.0109	－0.0080	0.0001	－0.0010	0.0069
	(－0.7558)	(－1.0834)	(－0.7996)	(0.0091)	(－0.1051)	(0.7756)
實質所得增加率差異	－0.4406	－0.5016	－0.4179	－0.0009	－0.2813	－0.0500
	(－0.7923)	(－0.9145)	(－0.7542)	(－0.1778)	(－0.5167)	(－0.1024)
通貨增加率差異	0.2496	0.2483	0.2369	0.1720	0.2272	0.2887
(當 期)	(1.5989)	(1.6162)	(1.5598)	(1.1787)	(1.5273)	(2.0437)
通貨增加率差異	0.2807	0.2859	0.2675	0.1541	0.2767	0.1838
(前 期)	(1.7899)	(1.8516)	(1.7376)	(1.0215)	(1.8612)	(1.2547)
生產物價上昇率差異	0.3621	0.3514	0.2736	0.1705	0.1768	0.0664
	(1.0351)	(1.0357)	(0.8128)	(0.5458)	(0.5362)	(0.2159)
國際油價上昇率	0.0119	0.0067	0.0077	0.0110	－0.0001	0.0039
	(0.3214)	(0.1848)	(0.2143)	(0.3259)	(－0.0022)	(0.1212)
利子率差異		－0.4849	－0.4689	－0.4254	－0.4805	－0.4745
(優待金利)		(－2.8412)	(－2.8328)	(－2.8516)	(－3.0783)	(－3.3884)
利子率差異	－0.5459					
(平均金利[1])	(－2.3272)					

(뒷면에 계속)

〈表 Ⅱ－7〉의 계속

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)
經常收支 差異	−0.0011	−0.0010	−5.8721	−9.2386	−1.2135	−1.6461
	(−2.0049)	(−1.9610)	(−2.4346)	(−4.4792)	(−3.0441)	(−4.8935)
資本收支 差異	−0.0026	−0.0027	−15.746	−24.842	−2.7540	−3.8949
	(−1.5725)	(−1.6729)	(−2.1946)	(−4.1014)	(−2.6331)	(−4.3575)
對外準備高 變動差異	−0.0018	−0.0014	−1.7110	7.2502	−1.0790	1.4675
	(−1.0082)	(−0.8184)	(−0.4124)	(1.8715)	(−0.2789)	(1.9217)
$\overline{R}^{2}$ 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	−0.1200	−0.1323	−0.2104	−0.1871	−0.2841
	(−0.6738)	(−0.9193)	(−1.0131)	(−1.5899)	(−1.4619)	(−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 R^2,
3) Durbin-Watson統計, 4) 誤差項의 1次 自己相關係數 推定値.

資料：金宗萬, 『外換 및 資本 自由化가 換率에 미치는 影響』, 1995, p. 54, 〈表 Ⅲ－3〉.

〈表 Ⅱ－8〉 마르크/달러 換率의 分期間 變動要因 分析

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	0.0256	0.0228	0.0270	0.0280	0.0308
	(1.9579)	(2.3117)	(2.3619)	(3.1555)	(3.0597)	(3.6559)
實質所得增加率差異	－0.7027	－0.7079	－0.6910	－0.8137	－0.7401	－0.7659
(前 期)	(－1.3671)	(－1.3772)	(－1.3910)	(－1.7752)	(－1.5859)	(－1.7266)
通貨增加率差異	0.3108	0.2840	0.2844	0.2604	0.3034	0.3214
	(1.5032)	(1.3784)	(1.4308)	(1.3539)	(1.5803)	(1.6616)
消費者物價上昇率差異	1.7095	1.8236	1.8824	1.9499	1.8873	1.9344
	(1.7805)	(1.8308)	(2.0507)	(2.2518)	(2.1739)	(2.2753)
國際油價上昇率	0.0463	0.0490	0.0453	0.0410	0.0429	0.0461
(次 期)	(1.1886)	(1.2454)	(1.2237)	(1.1658)	(1.2180)	(1.3576)
利子率差異		－0.3059				
(優待金利)		(－1.3766)				
利子率差異	－0.3694		－0.4569	－0.4166	－0.5376	－0.5240
(平均金利[1])	(－1.3623)		(－1.7619)	(－1.7261)	(－2.2580)	(－2.3193)

(뒷면에 계속)

〈表 Ⅱ－8〉의 계속

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)
經常收支 差異	−0.0018	−0.0017	−7.6460	−9.2951	−1.3043	−1.2882
	(−2.6525)	(−2.5043)	(−3.2092)	(−5.4691)	(−4.3071)	(−6.2216)
資本收支 差異	−0.0025	−0.0024	−12.7732	−19.3899	−2.2401	−2.4153
	(−1.3549)	(−1.2646)	(−1.9583)	(−4.0323)	(−2.8608)	(−4.5354)
對外準備高 變動差異	−0.0026	−0.0026	−0.7192	2.9924	−0.8647	0.1606
	(−1.7870)	(−1.8173)	(−0.2868)	(1.4709)	(−0.4539)	(0.7484)
$\overline{R}^{2}$ 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	−0.0150	−0.0342	−0.0946	−0.0886	−0.1400
	(−0.0969)	(−0.1285)	(−0.2932)	(−0.7925)	(−0.7546)	(−1.1710)

註：1. 國際油價上昇率을 제외한 모든 說明變數는 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 R^2,
3) Durbin-Watson統計, 4) 誤差項의 1次 自己相關係數 推定値.

資料：金宗萬, 『外換 및 資本 自由化가 換率에 미치는 影響』, 1995, p. 65, 〈表 Ⅲ－4〉.

엔/달러 換率의 變動率을 추정한 결과를 정리한 〈表 Ⅱ－7〉에서 日本과 美國 國際收支의 상대적인 차이로 인한 換率變動의 효과를 살펴보면 첫번째와 두번째 推定의 결과에서 日本의 經常收支 黑字規模가 美國에 비하여 상대적으로 10億달러 클 경우 엔/달러 換率은 각각 약 0.11%, 0.1% 下落(엔貨의 價値上昇)하는 것으로 나타났다. 이에 대하여 같은 推定들에서 日本의 資本收支 黑字規模가 美國에 비하여 상대적으로 10億달러 클 경우 엔/달러 換率은 각각 약 0.26%, 0.27% 下落하는 것으로 파악되었다.

이들 두 推定의 결과에서 日本과 美國 經常收支의 상대적인 변동으로 인한 엔/달러 換率變動의 효과에 대한 두 나라 資本收支의 상대적인 變動으로 인한 換率變動 효과의 비율은 첫번째 열의 분석에서는 약 2.4배, 두번째 열의 분석에서는 약 2.7배로 나타나고 있다. 같은 表에서 다른 列에 정리된 분석의 결과에서도 日本과 美國 經常收支의 상대적인 변동으로 인한 엔/달러 換率變動의 효과에 비하여 두 나라 資本收支의 상대적인 변동으로 인한 換率變動의 효과가 크게 나타나고 있다. 또한 〈表 Ⅱ－8〉의 각 분석의 결과에서 獨逸과 美國 經常收支의 상대적인 변동으로 인한 마르크/달러 換率變動의 효과보다 두 나라 資本收支의 상대적인 변동으로 인한 換率變動의 효과가 큰 것으로 나타나고 있다.

該當國 經常收支의 상대적인 변동으로 인한 換率變動의 효과는 經常去來를 決濟하기 위한 外換去來가 換率에 미치는 영향인 것으로 해석할 수 있다. 이에 대하여 資本收支의 상대적인 변동으로 인한 換率變動의 효과는 資本去來에 따르는 外換去來가 환율에 미치는 영향인 것으로 해석할 수 있다. 이와 같은 관점에서 〈表 Ⅱ－7〉 및 〈表 Ⅱ－8〉에 정리된 實證分析의 결과를 기준으로 판단할 때 變動換率制度下에서 資本去來를 결제하기 위한 外換需給의 변동으로 인한 換率變動의 효과가 經常去來를 결제하기 위한 外換需給 變動의 효과에 비하여 큰 것으로 이해할 수 있다.

〈表 Ⅱ－9〉 經常收支 및 資本收支가 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)	金 額 (10億달러)	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)
엔/달러換率	經常收支 效果(A)	－0.0011	－0.0010	－5.8721	－9.2386	－1.2135	－1.6461
	資本收支 效果(B)	－0.0026	－0.0027	－15.746	－24.842	－2.7540	－3.8949
	B/A	2.36	2.70	2.68	2.69	2.27	2.37
마르크/달러 換 率	經常收支 效果(C)	－0.0018	－0.0017	－7.6460	－9.2951	－1.3043	－1.2882
	資本收支 效果(D)	－0.0025	－0.0024	－12.773	－19.390	－2.2401	－2.4153
	D/C	1.39	1.41	1.67	2.09	1.72	1.87

같은 규모의 經常收支와 資本收支의 변동이 換率에 미치는 영향을 實證的으로 분석한 결과와 앞에서 살펴본 바와 같이 주요 外換市場에서 經常去來을 결제하기 위한 外換去來의 규모에 비하여 資本去來를 결제하기 위한 外換去來의 규모가 월등히 크다는 사실을 종합적으로 고려할 때 주요 通貨間 換率의 경우 經常去來에 따른 外換去來로 인한 換率變動의 全體效果에 비하여 資本去來에 따른 外換去來로 인한 換率變動의 全體效果가 월등히 큰 것으로 짐작할 수 있다.

따라서 주요 통화간 換率變動은 대부분 資本去來로 인하여 야기되며 國際的인 資本移動의 규모가 증가하였기 때문에 換率이 급격하게 변동하게 되고 따라서 換率의 短期 變動性이 상승함은 물론 換率이 때때로 根本均衡 수준에서 離脫하게 된 것으로 해석할 수 있다.

國際的인 資本移動의 증가로 인하여 換率의 短期 變動性이 증가하고 때때로 換率이 根本均衡 수준에서 이탈하게 된 또 다른 측면은 國際的인 金融危機와 같은 유사시에 短期的인 投機를 위한 資本去來를 결제하기 위한 外換去來가 급증하여 外換市場을 교란시키고 換率을 급격하게 변동시키는 요인이 된다는 사실이다.

한 通貨의 가치가 上昇할 것으로 예측됨에 대하여 다른 통화의 가치가 下落할 것으로 예상되는 경우를 생각해 보자. 이때 國際 投資家들은 換差損을 피하기 위하여 가치가 하락할 것으로 예상되는 通貨로 표시된 資產을 賣却하고 가치가 상승할 것으로 예상되는 通貨로 표시된 資產을 買入할 것이다. 따라서 價値上昇이 예상되는 통화로 표시된 外換의 需要는 증가하고 반대로 價値下落이 예상되는 通貨로 표시된 外換의 供給은 증가하게 되어 換率變動과 관련된 期待는 실현될 것이다. 그런데 이와 같은 資本去來에 換投機꾼들이 편승하여 價値上昇이 기대되는 通貨를 買集하고 반대로 價値下落이 기대되는 通貨를 投賣하여 價値上昇이 예상되던 通貨의 가치는 더

욱 큰 폭으로 상승함에 대하여 價値下落이 예상되었던 通貨의 가치는 더욱 큰 폭으로 下落하는 결과를 가져올 수 있다(이를 band wagon effect라 한다).

실제로 1992년 9월 이후 유럽通貨體制가 혼란에 빠지게 되자 外換 投資家들은 상대적으로 가치가 안정된 엔貨를 集中的으로 買入한 반면 유럽 國家들의 通貨를 賣却하였기 때문에 1993년 2월 이후 엔貨의 가치가 급등하게 되었다. 또한 1995년 3월 멕시코의 金融危機로 인하여 美國 달러貨의 가치가 불안해지자 外換投資家들은 달러貨를 投賣하고 엔貨와 마르크貨를 집중적으로 買入하였기 때문에 엔貨와 마르크貨에 대한 달러貨의 가치는 급격히 下落하였다.

國際的인 資本去來로 인한 外換市場 攪亂 및 換率의 급격한 변동을 방지하기 위하여 外換去來에 稅金을 부과하자는 주장도 있다. 예일(Yale)大學의 토빈(Tobin) 敎授는 "과도하게 效率的인 國際通貨市場의 回轉軸에 모래를 좀 뿌리자(to throw some sand in the wheels of our excessively efficient international money markets)"고 提案하였다[16]. 특히 그는 모든 現物 外換去來에 國際的으로 합의된 同一한 比率의 稅金을 부과하자고 촉구하고 있다.

이와 같은 外換去來에 대한 稅金은 國際的인 포트폴리오 調整으로 발생하는 收益을 감소시킬 것이기 때문에 國家間 金利에 다소간의 차이를 허용할 수 있는 등 通貨政策의 自律性을 증대시킬 수 있을 것이다. 또한 外換去來稅의 부과로 인하여 短期的인 資本移動이 대폭 줄어들기 때문에 基本收支(經常收支와 長期資本收支)의 변동과 外換市場 介入이 換率에 미치는 영향이 커지게 될 것이다. 따라서 정책적으로

---

16) 토빈 敎授는 先物換去來나 通貨先物去來 등에도 稅金을 부과할 경우 輸出入 등 國際去來에 따르는 外換危險을 회피함에 있어서 지장을 초래할 수 있기 때문에 現物換(spot)去來에 대하여서만 稅金을 부과하도록 제안하였다. J. Tobin, "A Proposal for International Monetary Reform," Cowles Foundation Discussion Paper 506(Yale University, October 1978), p. 3.

막대한 규모의 短期 資本去來에 대처하여야 하는 부담에서 해방될 수 있고 金利政策을 國內의 目標을 추구하기 위하여 보다 자유롭게 구사할 수 있을 것이며 換率은 보다 안정될 것이라는 주장이다.

그런데 토빈稅의 導入으로 換率을 안정시키기 위해서는 모든 나라가 같은 比率의 外換去來稅를 부과하여야 할 것이다. 다른 모든 나라가 外換去來稅를 부과함에 대하여 한 나라가 부과하지 않을 경우 外換去來는 稅金이 부과되지 않는 나라에서 집중적으로 일어나고 換率을 안정시키는 효과가 없어질 것이다. 또한 外換去來에 적용하는 稅率이 나라마다 다를 경우 稅率이 낮은 나라에 國際金融業務가 집중될 것이기 때문에 각 나라가 國際的인 金融去來를 유치하기 위하여 競爭的으로 外換去來稅를 낮추게 되고 결과적으로 모든 나라가 外換去來稅를 부과하지 않게 될 것이다.

또한 外換去來에 稅金을 부과할 경우 일시적인 經常收支赤字로 인하여 外換이 부족한 나라가 短期資金을 조달함에 있어서 부담하는 費用을 증가시키게 되는 결과를 초래하게 될 것이라는 批判이 있다[17]. 즉, 外換이 부족한 나라가 資金의 流入을 유도하기 위해서는 國內金利를 外換去來에 부과되는 稅金에 해당하는 만큼 추가적으로 인상하여야 할 것이기 때문에 負擔이 과중하게 될 수 있다는 지적이다.

外換去來稅가 단기적인 資本去來를 제약할 뿐만이 아니라 經常去來와 長期的인 資本去來까지도 제약하게 될 것이기 때문에 外換市場의 流動性(liquidity)이 하락하게 될 우려도 있다[18].

---

17) R. Dornbusch, "Exchange Rate Economics: Where Do We Stand?," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 1980, pp. 143~185.

18) Bretton Woods Commission, *Bretton Woods: Looking to the Future*, 1994, p. B-11, Box 10 참조.

第 III 章 國際通貨制度 改編에 대한 諸構想

앞에서 살펴본 바와 같이 先進國들이 變動換率制度로 이행한 1973년 3월 이후 주요 通貨間 換率이 때때로 均衡水準에서 큰 폭으로 離脫하고 있다. 이로 인하여 產業構造의 調整의 문제가 발생하고, 產業이 空洞化되었으며, 經濟成長이 鈍化되고, 失業率이 上昇하는 등 여러 가지 문제가 발생하였다고 주장하는 사람들도 있다. 따라서 이러한 문제들이 換率의 均衡離脫로 인하여 야기되었다는 주장이 대두되었다. 또한 換率의 短期 變動性이 증가하였기 때문에 海外直接投資나 企業의 營業活動에 따르는 外換危險이 증가하는 등 많은 지장을 초래하게 되었다.

이와 같은 문제로 인하여 自由放任的인 變動換率制度에 대한 懷疑와 함께 換率의 變動을 일정한 範圍 내에서만 허용토록 하는 이른바 目標換率帶制度(target zone system)로 移行하자는 主張이 美國 國際經濟硏究院(Institute for International Economics)의 硏究員들을 중심으로 한 學者들에 의하여 제기되었다.

目標換率帶制度는 換率變動의 범위를 제한하는 점과 적정한 換率水準의 평가 및 새로운 基準換率(parity rate)의 調整 등 여러 가지 면에서 1992년 9월 이전까지 會員國 通貨間 換率의 안정적인 운영에 있어서 비교적 성공적이었다고 평가되는 유럽通貨體制(European Monetary System)와 유사한 점이 있다.

이에 대하여 스탠포드大學의 매키논(McKinnon) 敎授 등은 金本位制度에서와 같이 엄격한 固定換率制度(gold standard without gold)로 移行할 것을 促求하였다. 즉, 달러, 엔 및 마르크 등 주요 通

貨間 名目換率을 고정시키고 美國, 日本 및 獨逸(EMS 블록) 등 주요 국들이 공동의 通貨政策을 통하여 각국 交易財의 가격을 같은 수준으로 유지함으로써 世界 全體의 物價를 안정시키자는 提案이다.

한편 1994년 스페인에서 개최된 IMF와 世界銀行의 창립 50주년을 기념하는 年次總會에서 브레튼우즈 委員會(Bretton Woods Commission)는 國際通貨制度의 改編과 관련된 여러 提案들을 평가하고 先進國들이 變動換率制度로 이행된 이후 國際通貨體制가 당면한 여러 가지 문제와 世界經濟의 흐름 및 先進國들의 經濟狀況 등을 종합적으로 검토한 후 國際通貨體制에 대하여 새로운 제안을 하였다. 이 章에서는 이들 새로운 國際通貨體制에 대한 構想들에 대하여 검토해 보기로 하겠다.

1. 유럽通貨體制(EMS)

브레튼우즈 固定換率體制가 崩壞된 1971년 8월 이후 당시의 유럽經濟共同體(European Economic Community: EC, 西獨, 프랑스, 이탈리아, 네덜란드, 벨기에, 룩셈부르크 등 6個國으로 구성되었음) 國家들은 급격한 換率變動으로 인한 外換危險의 증가로 域內國家들 사이의 貿易과 資本去來가 위축되고 經濟的인 結束이 약화될 것을 우려하였다. 따라서 1972년 4월 유럽共同變動換率協約(European Joint Float Agreement)을 체결하고 加盟國 통화간 換率의 變動을 일정한 범위 내에서 統制하는 일명 스네이크體制(Snake System)를 채택하였다. 스네이크體制가 출범한 직후 EC 加盟國이 아닌 英國, 덴마크, 아일랜드, 노르웨이 등도 이 體制에 참가하였다.

스네이크體制에서 換率調整의 體系를 살펴보면, 유럽通貨計算單位(European Monetary Unit of Account: EMUA)를 구성하고 각 參加國의 通貨와 EMUA 사이의 基準換率(parity rate)을 설정하였다. 參加國 通貨間 市場換率은 가장 強勢인 通貨와 가장 弱勢인 通貨

사이의 換率이 EMUA 基準換率에서 2.25% 이상 離脫하지 않도록 규제하였다. 參加國 통화간 換率은 EMUA 基準換率을 중심으로 일정한 범위 내에서 변동할 수 있는 폭이 형성되는데 換率이 이 幅의 上限線이나 下限線에 접근하면 中央銀行이 外換市場에 개입함으로써 換率이 허용된 범위 내에 머무르도록 하였다. 따라서 換率의 움직임을 살펴보면 마치 뱀이 洞窟 속을 기어가는(snake in the tunnel) 것처럼 보이기 때문에 스네이크體制라고 불리워지게 되었다. 한편 美國 달러貨에 대한 스네이크體制의 基準換率은 1973년 3월 스미소니언 固定換率體制가 崩壞되기까지 上下 2.25% 내에서 변동하도록 허용되었다.

그런데 1972년 6월 대규모 勞使紛糾가 발생하는 등 英國의 經濟가 불안해짐과 동시에 파운드貨의 가치가 下向調整될 것으로 기대되었기 때문에 파운드貨는 강력한 賣渡壓力을 받게 되었다. 中央銀行이 外換市場에 적극적으로 개입하여 파운드貨의 賣渡壓力을 약화시키려고 노력하였으나 성공하지 못하고 英國은 결국 스네이크體制에서 탈퇴하였다. 또한 1973년 초에는 덴마크와 이탈리아도 탈퇴하여 스네이크體制는 縮小 弱化되었다. 스네이크體制의 會員國들은 스미소니언 固定換率體制의 崩壞에도 불구하고 域內 通貨間 換率의 안정을 위한 노력을 계속하였으나 각 加盟國이 처한 經濟的 상황의 차이 등으로 인하여 일부 加盟國들이 脫退하고 基準換率을 調整함에 있어서 加盟國들의 立場이 대립되는 등 여러 가지 문제로 인하여 불안한 상황이 지속되었다.

스네이크體制가 성공적으로 운영되지는 못하였지만 EC의 政治經濟的 결합을 공고히 하고 換率의 급격한 변동으로 인한 불안을 방지하기 위하여서는 會員國 通貨間 換率의 안정이 필요하다는 認識과 노력이 지속되었다. 그 결과 1979년 3월에는 유럽通貨體制(European Monetary System: EMS)가 탄생하게 되었다.

EMS의 運營體系는 加盟國의 中央銀行들이 보유하고 있는 對外準

備高(金 및 달러)의 20%를 유럽通貨協力基金(European Monetary Cooperation Fund: EMCF)에 預託하여 유럽通貨單位(European Currency Unit: ECU)를 창출하고 각 通貨間 換率을 조정함에 있어서 價値尺度의 基準으로 삼았다[1].

〈表 Ⅲ－1〉 ECU 바스켓의 構成

	通貨單位			構成比(%)		
	1979	1984	1989	1979	1984	1989
西獨 마르크	0.828	0.719	0.6242	33.0	36.9	30.1
프랑스 프랑	1.15	1.31	1.332	19.8	16.7	19.0
英國 파운드	0.0885	0.0878	0.08784	13.3	15.1	13.0
이탈리아 리라	109.0	140.0	151.8	9.5	7.9	10.15
네덜란드 길더	0.286	0.256	0.2198	10.5	11.3	9.4
벨기에 프랑	3.66	3.71	3.301	9.3	8.1	7.6
룩셈부르크 프랑	0.14	0.14	0.13	0.4	0.3	0.3
덴마크 크로네	0.217	0.219	0.1976	3.1	2.7	2.45
아일랜드 파운드	0.00759	0.00871	0.008552	1.1	1.0	1.1
그리스 드라크마	—	—	1.44	—	—	0.8
스페인 페세타	—	—	6.885	—	—	5.3
포르투갈 에스쿠도	—	—	1.393	—	—	0.8

資料 : 曺琮和, 『EC 通貨統合의 進展과 波及效果』, 1994, p. 16, 〈表 Ⅲ－1〉.

EMS 출범 당시 ECU는 각 加盟國의 通貨와 加盟國은 아니었으나 유럽地域에서 政治 經濟的으로 중요한 지위를 차지하고 있던 英國

1) 각 加盟國의 中央銀行이 對外準備高를 EMCF에 완전히 이양할 경우 각국의 通貨主權을 침해할 수도 있기 때문에 실제로는 각국 中央銀行이 對外準備高를 관리하고 3개월마다 갱신되는 스와프去來를 통하여 ECU를 배정받고 있다.

의 파운드貨[2] 바스켓으로 구성되었으며 각 通貨의 構成比率은 해당 국가의 GDP와 貿易規模 등을 기준으로 결정하였다. ECU 바스켓에서 각 通貨의 構成比率은 〈表 Ⅲ-1〉에 정리되어 있는 바와 같이 獨逸 마르크, 프랑스 프랑, 英國 파운드, 이탈리아 리라, 네덜란드 길더 등의 順으로 높다. ECU 通貨構成의 比率은 5년마다 조정되었으며[3] 1989년에 있은 第3次 ECU 通貨 構成比率 調整에 있어서는 신규가맹이 예상되던 스페인 페세타와 포르투갈 에스쿠도 및 그리스의 드라크마가 바스켓에 추가되었다[4].

EMS의 換率體系[5]는 각 加盟國의 通貨와 ECU 사이의 中心換率(central rate)을 정하고 이를 기준으로 각 通貨 상호간의 交換比率(이를 bilatral grid라 한다)이 형성된다. 한 加盟國 通貨의 對 ECU 換率이 乖離指標(divergence indicator)[6]가 최대 許容幅의 75%를 초과하여 이탈할 경우 각 加盟國의 中央銀行이 外換市場에 介入하거나 金利 등 經濟政策의 조정을 통하여 換率을 안정시키기 위한 노력이 시작된다. 乖離指標가 最大許容幅(既存 加盟國 通貨의 경우 上下 2.25%, 새로운 加盟國 通貨의 경우 上下 6%)에 접근할 경우 각 加盟國은 의무적으로 換率調整의 노력을 시작하여야 하며 이를 限界的 介入(marginal intervention)이라 한다.

---

2) 英國은 1990년 10월에 EMS에 참가하였다.

3) 원래의 계획에 따르면 第4次 構成比率 조정은 1994년에 이루어졌어야 하지만 1992년 9월 EMS體制의 혼란으로 인하여 계획대로 진행되지 못하고 1995년 12월에 단행될 예정인 것으로 알려지고 있다.

4) 스페인과 포르투갈은 각각 1989년과 1992년에 EMS體制에 加入하였다. 그리스 드라크마貨는 ECU 바스켓에 포함되고 ECU 中心換率도 가지지만 換率調整 체제에는 제외되어 있다.

5) 이를 유럽換率體系(European Exchange Rate Mechanism: ERM)라 한다.

6) 乖離指標는 한 加盟國의 通貨와 다른 각 가맹국 通貨間 換率이 ECU에 대한 換率을 매개로 산출한 基準換率에서 이탈한 정도를 계산하고 이를 加重平均하여 산출한다. 즉, 加盟國 i의 通貨의 乖離指標는 $d_i = \sum_{j \neq i} w_j d_{ij}$와 같이 산출되는데 여기서 w_j는 加盟國 j의 通貨에 부여된 加重値이며 d_{ij}는 i通貨와 j通貨間 換率이 基準換率에서 離脫한 비율이다.

각 加盟國 經濟狀況의 변동 등으로 인하여 일시적인 中央銀行의 外換市場 介入이나 經濟政策의 조정 등으로 基準換率을 유지하기가 어려울 것으로 판단될 경우 基準換率을 조정하게 된다. 그런데 基準換率을 조정할 요인이 발생할 경우 外換市場의 일반 去來者들도 乖離指標를 참고하여 基準換率의 調整要因이 발생하였음을 파악할 수 있다. 가까운 미래에 基準換率의 調整이 예상되는 경우 價値下落이 기대되는 通貨를 賣却하고 반대로 價値上昇이 예상되는 通貨를 매입하는 등 換投機로 인하여 外換市場이 혼란에 빠질 우려가 있다. 예상과 같이 基準換率의 조정이 실현될 경우 換投機로 인하여 막대한 換差益을 실현시킬 수 있다. 더욱이 基準換率의 조정이 실현되지 않고 기존의 基準換率이 유지되더라도 換投機로 인한 손실은 크지 않기 때문에 투기꾼들은 안심하고 換投機를 할 수 있다[7]. 이와 같은 攻擊的인 換投機(speculative attack)로 인하여 中央銀行의 對外準備高는 고갈되고 결과적으로 基準換率의 調整을 앞당기는 결과를 초래할 수 있다.

攻擊的인 換投機의 가능성을 고려할 때 基準換率을 조정함에 있어서 調整要因이 커지기를 기다려서 일시에 大幅的인 조정을 단행하기보다는 수시로 小幅的인 조정을 실행함으로써 換投機의 動機를 작게 하는 것이 바람직할 것이다. EMS가 출범한 1979년 3월부터 1987년 7월까지 약 8년 반의 기간 동안 11차례에 걸쳐서 37件의 基準換率 조정이 있었던 것으로 알려지고 있다. 이 중 2件의 경우 基準換率이 8% 이상 調整되었으며(1982년 2월 벨기에 및 룩셈부르크 프랑貨 8.5% 價値下落 및 1986년 6월 아일랜드 파운드貨 8% 價値下落) 6件의 경우 基準換率이 5~6% 調整되었고 나머지의 경우 基準換率이 조정된 비율이 5% 이내였던 것으로 파악되고 있다.

같은 기간 基準換率 조정의 방향을 살펴보면 獨逸(당시 西獨) 마

---

7) 이를 'one way option'이라 한다.

〈表 Ⅲ－2〉 EMS의 變遷 및 基準換率 調整

(單位: %)

	獨逸 마르크	프랑스 프랑	이탈리아 리라	네덜란드 길더	벨기에·룩셈부르크 프랑	아일랜드 파 운 드	덴마크 크로네	英國 파운드	스페인 페세타	포르투갈 에스쿠도
1979. 3	EMS 創立 換率變動 許容幅 ±2.25%, 이탈리아 리라의 경우 ±6%									
1979. 9	+2.0						−3.0			
1979. 11							−5.0			
1981. 3			−6.0							
1981. 10	+5.5	−3.0	−3.0	+5.5						
1982. 2					−8.5		−3.0			
1982. 6	+4.25	−5.75	−2.75	+4.25						
1983. 3	+5.5	−2.5	−2.5	+3.5	+1.5	−3.5	+2.5			
1985. 7	+2.0	+2.0	−6.0	+2.0	+2.0	+2.0	+2.0			
1986. 4	+3.0	−3.0		+3.0	+1.0		−1.0			
1986. 8						−8.0				
1987. 1	+3.0	+3.0	+2.0							
1989. 6									參	
1990. 1			−3.8							
1990. 10								參		
1992. 4										參
1992. 9			脫					脫	−5.0	
1993. 8	마르크, 길더를 제외한 다른 通貨의 경우 換率變動 許容幅을 ±15%로 확대									

註 : 參과 脫은 각각 參加와 脫退를 表示함. '+'와 '−' 符號는 각각 해당 通貨 價値의 上, 下向 調整을 表示함.
資料 : 『國際金融』, 日本, 1992年 11月 號

르크貨와 네덜란드 길더貨의 경우 價値가 上昇하는 방향으로만 조정된 반면 이탈리아 리라貨 및 아일랜드 파운드貨는 각각 1건의 경우를 제외하고는 價値가 下落하는 방향으로 基準換率이 조정되었다. 프랑스 프랑貨의 경우 2件을 제외한 경우 價値가 下向調整되었다. 따라서 EMS 내에서 마르크貨와 길더貨는 強勢를 유지하였던 반면 이탈리아 리라貨와 아일랜드 파운드貨 및 프랑스 프랑貨는 弱勢를 유지하였음을 알 수 있다.

〈表 Ⅲ－2〉에서 1987년 1월 이후 1992년 9월까지의 기간에는 1990년 1월 이탈리아 리라貨의 가치가 3.8% 下向調整된 것을 제외하고는 基準換率이 조정되지 않았던 것으로 나타나고 있다. 각 加盟國이 처한 經濟的인 상황이 상이하였음에도 불구하고 장기간에 걸쳐서 基準換率이 조정되지 않고 주어진 範圍 內에서만 변동하도록 통제되었다. 그 결과 실제 換率은 加盟國들이 對內 및 對外均衡을 유지하기에 적정한 수준에서 乖離되고 基準換率의 필요한 調整의 幅은 점차 누적되었다.

장기간에 걸쳐서 基準換率의 調整을 간과한 결과 문제점이 누적되어 EMS는 1992년 9월 崩壞에 직면하는 위기를 맞이하게 되었다. EMS의 換率體系가 혼란에 처한 직접적인 계기는 統一 이후 獨逸의 通貨 및 金利政策과 다른 加盟國의 經濟政策을 조정하는 데 실패하였기 때문이다. 즉 獨逸 政府는 統一에 따르는 財政支出의 증가로 인하여 國內物價가 상승하는 것을 방지하기 위하여 高金利와 通貨緊縮政策을 고수하였다. 이에 따라 EMS의 基準換率을 유지하기 위해서는 다른 加盟國들도 國內金利를 높은 수준으로 유지할 수밖에 없었다.

문제는 英國을 비롯한 프랑스, 이탈리아 등 주요 EMS 加盟國들은 經濟가 극심한 不況이었음에도 불구하고 高金利政策을 고수할 수밖에 없었으며 그 결과 投資가 萎縮되어 景氣를 더욱 惡化시키는 결과를 초래하게 되었다는 점이다. 게다가 高金利政策으로 인하여

각 加盟國들의 通貨는 美國의 달러貨나 日本 엔貨에 대하여 상당히 高評價되었기 때문에 輸出不振으로 이들 나라의 國內經濟가 더욱 어렵게 되었다.

이에 따라 英國을 비롯한 주요 加盟國들은 獨逸이 高金利政策을 포기하도록 요구하였으나 獨逸은 物價安定에 집착한 나머지 이들의 요구를 수용하지 않았으며 각 通貨間 基準換率의 조정에도 실패하였다. 이와 같은 문제점이 누적되었기 때문에 1992년 9월 英國의 파운드貨와 이탈리아의 리라貨는 EMS를 脫退하고 프랑스 프랑貨는 막대한 賣渡壓力에 시달리게 되는 등 극심한 혼란에 빠지게 되었으며 EMS는 崩壞에 직면하게 되었다.

프랑스 프랑貨의 賣渡壓力은 1993년에도 지속되었으며 프랑스와 獨逸 中央銀行에 의한 막대한 규모의 프랑貨 買入에도 불구하고 外換市場을 안정시킬 수 없었다. 이에 따라 1993년 8월에는 獨逸 마르크貨와 네덜란드 길더貨를 제외한 다른 加盟國들의 通貨는 基準換率을 중심으로 上下 15% 內에서 변동할 수 있도록 變動幅이 확대되었다.

EMS를 유지하는 데 여러 가지 문제점이 있었음에도 불구하고 體制 內 주요 通貨間 換率의 변동을 분석해 보면 同 體制가 換率의 안정에는 상당히 기여한 것으로 평가할 수 있다.

〈表 Ⅲ-3〉에는 1979년 3월 EMS가 출범한 이후 이 體制에 참여한 주요 通貨間 換率의 月間 및 分期間 變動率 統計가 정리되어 있다. 이 表에서 각 換率 變動率의 標準偏差를 비교해 보면 EMS體制에 참여한 통화간 換率의 變動性은 이들 각 通貨와 美國 달러貨 사이의 換率의 變動性에 비하여 상대적으로 작았던 것으로 나타나고 있다. 月間 및 分期間 變動率의 標準偏差는 달러/마르크 換率의 경우 각각 약 3.46%와 6.77%였으며 (프랑스)프랑/달러 換率의 경우 약 3.44%와 6.73%였던 것으로 나타나고 있다. 이에 대하여 EMS에서 가장 중심적인 역할을 수행하고 있는 (프랑스)프랑/마르

〈表 Ⅲ－3〉 主要 換率 變動率 統計 比較

(單位: %)

	換 率	月間 變動率		分期間 變動率	
		平均變動率	標準偏差	平均變動率	標準偏差
變動換率	마르크/달러	−0.0095 (−0.385)	3.455	−0.236 (−0.281)	6.771
	英·파운드/달러	0.193 (0.760)	3.556	0.586 (0.765)	6.168
	프·프랑/달러	0.111 (0.453)	3.440	0.408 (0.489)	6.730
	리라/달러	0.381 (1.572)	3.390	1.239 (1.533)	6.516
	길더/달러	−0.076 (−0.308)	3.456	−0.174 (−0.206)	6.804
EMS體制	프·프랑/마르크	0.212 (2.902)	1.025	0.665 (3.139)	1.707
	英·파운드/마르크	0.320 (1.687)	2.653	0.979 (1.619)	4.879
	리라/마르크	0.495 (3.834)	1.807	1.564 (3.439)	3.667
	길더/마르크	0.020 (0.551)	0.513	−0.062 (0.830)	0.605

註 : ( ) 안의 숫자는 平均變動率의 t統計, 月間 變動率 資料는 1979년 4월부터 1995년 7월까지, 分期間 變動率 資料는 1979년 2/4分期부터 1995년 2/4分期까지임.

資料 : IFS tape

크 換率의 경우 月間 및 分期間 變動率의 標準偏差가 각각 약 1.02%와 1.71%로 이들 두 通貨의 달러貨에 대한 換率 變動率 標準偏差에 비하여 월등히 작았던 것으로 나타나고 있다.

더욱이 길더/마르크 換率의 경우 月間 및 分期間 變動率의 標準偏差는 각각 약 0.51%와 0.61%로 길더/달러 換率 變動率의 標準偏差의 각각 약 1/7과 1/10에 불과하였던 것으로 나타나고 있다.

〈表 Ⅲ－3〉에서 EMS가 換率安定에 기여하였음을 示唆하는 또 한 가지 증거는 각 通貨가 이 體制에 가입한 기간에 따라 換率의 變動性이 다르게 나타난 점이다. EMS가 창설된 1979년 3월부터

1995년까지 계속 加盟國의 지위를 유지하였던 獨逸과 프랑스 및 네덜란드 通貨間 換率變動率의 標準偏差는 상대적으로 작게 나타나고 있다[8]. 이에 대하여 EMS의 創立國 중 하나이나 1992년 9월 同 體制를 脫退한 이탈리아의 리라貨와 獨逸 마르크貨間 換率 變動率의 標準偏差는 길더/마르크 換率이나 프랑/마르크 換率의 標準偏差에 비하여 상대적으로 크게 나타나고 있다. 또한 1990년 10월 EMS에 참가하였으나 1992년 9월에 同 體制를 脫退한 (英國) 파운드貨와 마르크貨間 換率 變動率의 標準偏差는 가장 크게 나타나고 있다.

유럽 主要國 通貨의 EMS 참여 여부에 따른 分期間 換率變動 양상의 차이는 [圖 Ⅲ-1]에 표시되어 있다. 이 그림에서 英國의 파운드貨가 EMS에 참가한 1990년 4/4分期 이전까지 파운드/마르크 換率은 상당히 급격하게 변동한 것으로 나타나고 있다. 같은 기간 프랑/마르크 換率이나 리라/마르크 및 길더/마르크 등 EMS 내의 通貨間 換率의 分期間 變動幅은 상대적으로 작았던 것을 알 수 있다.

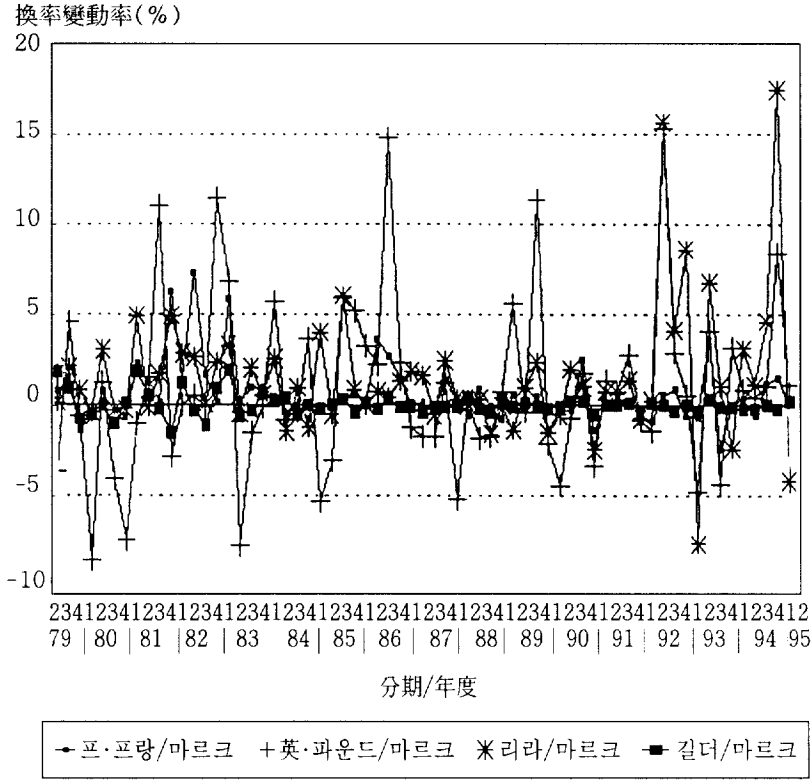
같은 그림에서 英國이 EMS에 참가한 1990년 4/4分期부터 1992년까지의 기간 동안 파운드/마르크 換率은 상당히 안정된 것으로 나타나고 있다. 그러나 英國이 EMS體制를 脫退한 이후 1993년부터 파운드/마르크 換率의 分期間 變動幅이 확대된 것을 알 수 있다. 또한 EMS를 脫退한 이후 이탈리아 리라貨와 獨逸 마르크貨 사이의 換率도 급격하게 변동한 것으로 나타나고 있다.

이에 대하여, 全期間을 통하여 EMS 加盟國의 지위를 유지한

---

8) 〈表 Ⅲ-3〉에서 프랑/마르크 換率 變動率의 標準偏差에 비하여 길더/마르크 換率 變動率의 標準偏差가 상대적으로 작게 나타나는 이유는 〈表 Ⅲ-2〉에서 보는 바와 같이 EMS體制의 基準換率을 조정함에 있어서 마르크貨와 길더貨의 가치는 대개 같은 방향으로 조정된 반면 프랑貨의 가치는 반대 방향으로 조정된 경우가 많았기 때문이다.

[圖 Ⅲ－1] 分期間 유럽 主要 換率 變動



프랑스의 프랑貨와 獨逸의 마르크貨 사이의 換率은 基準換率이 조정된 기간을 제외하고는 상당히 안정되었던 것으로 나타나고 있다. 특히 基準換率이 같은 방향으로 調整되었으며 1993년 8월 이후에도 換率變動의 許容幅을 확대하지 않은 네덜란드 길더貨와 獨逸 마르크貨 사이의 換率은 전기간을 통하여 매우 안정되었던 것으로 나타나고 있다.

EMS體制가 1992년 9월까지 상당히 장기간에 걸쳐서 비교적 성공적으로 운영된 이유는 각 加盟國의 經濟體制와 經濟發展의 단계가 유사하기 때문이라는 견해도 있다. 즉, EMS體制에서 중심적인

역할을 수행하고 있는 獨逸, 프랑스, 이탈리아, 네덜란드, 벨기에 및 룩셈부르크의 경우 1958년 이후 유럽經濟共同體(European Economic Community: EEC)의 會員國들로서 域內의 物資와 資本 및 人力의 移動을 自由化 하였기 때문에 이들 국가의 經濟體制는 유사한 점이 많으며 國民 일인당 所得 水準도 비슷하다. 따라서 이들 國家의 通貨間 換率을 안정시키기 위하여 通貨政策이나 기타 經濟政策을 조정하기가 비교적 용이하였기 때문에 換率의 급격한 변동을 방지할 수 있었던 것으로 해석할 수 있다.

그럼에도 불구하고 獨逸의 統一과 같은 衝擊으로 인하여 加盟國의 經濟政策을 調整하기가 어려워짐에 따라 1992년 9월 EMS는 崩壞에 직면하게 되었다. 이와 같은 점을 고려할 때 經濟體制나 所得水準이 현격히 다른 나라들이 EMS와 유사한 通貨體制를 형성하고 加盟國 通貨간 換率을 장기간 안정시키기는 매우 어려울 것이라는 주장도 있다[9].

2. 目標換率帶制度(Target Zone System)

目標換率帶制度(Target Zone System: TZS)는 1983년 美國 國際經濟硏究院(Institute for International Economics: IIE)의 硏究員인 윌리엄슨(Williamson) 博士가 『換率制度』(*The Exchange Rate System*)라는 冊子[10]에서 주요국 通貨間 換率의 안정을 도모하기 위

9) 이와 같은 주장은 最適通貨地域(optimal currency area)에 관한 理論으로 설명할 수 있다. 즉, 經濟의 發展段階나 所得水準이 유사한 地域들은 通貨를 單一化하고 공통적인 通貨政策을 수행함으로써 規模의 經濟를 달성할 수 있다. 그러나 經濟發展의 段階가 현격히 다른 지역들은 通貨單位를 분리하고 상호 獨立的인 通貨政策을 유지함으로써 經濟發展에 도움을 줄 수 있다. 따라서 經濟發展의 段階가 다른 나라들이 EMS體制와 같은 通貨同盟을 결성하여 성공적으로 運營하기는 어려울 것이다.

10) 윌리엄슨 博士는 1983년에 출판한 그의 著書 *The Exchange Rate System*을 수정하여 1985년 같은 제목으로 출판하였다.

하여 도입할 것을 주장한 制度이다.

TZS의 내용을 살펴보면 각 나라의 對外均衡을 달성하기에 적합하고 對內均衡을 달성함에 있어서 장애가 되지 않는 (實質)根本均衡換率((real)fundamental equilibrium exchange rate: FEER)을 추정하여 이를 기준으로 目標 또는 中心換率(target or central rate)로 정하고 실제 환율은 目標換率을 중심으로 일정한 範圍(zone or band) 내에서만 변동할 수 있도록 管理하는 制度이다.

윌리엄슨 博士가 제안한 目標帶(target zone)의 성격은 실제로 換率이 目標帶의 범위를 벗어나려 할 경우 해당국의 中央銀行이나 政府가 반드시 개입하여 이를 저지하는 형태(formal or hard margin)가 아니다. 이와는 달리 換率이 目標帶에서 일시적으로 離脫하더라도 이를 허용하되 換率의 安定을 위하여 현실적으로 가능한 최대한의 노력을 기울이도록 하는 등 柔軟性을 가미하고 있다(soft margin)[11].

換率變動 許容範圍(band)의 크기를 결정함에 있어서 고려하여야 할 점은 許容幅이 과도하게 좁을 경우 經濟狀況이 바뀜에 따라 中心換率을 자주 변경하여야 하고 中心換率의 변경이 豫想될 때마다 換投機로 인하여 外換市場이 攪亂될 우려가 있기 때문에 換率變動의 許容範圍는 상당히 넓어야 한다고 주장하고 있다. 또한 FEER을 산정함에 있어서 誤差가 따름을 감안할 때 산정된 FEER을 기준으로 설정하는 中心換率이 對外均衡을 달성하기에 적절한 換率과 정확하게 일치하지 않을 수도 있다. 이와 같은 점들을 감안하여 윌리엄슨 博士는 換率變動의 許容幅을 中心換率을 중심으로 上下 10%로 설정하는 것이 적절할 것이라고 記述하고 있다[12].

---

11) 換率이 許容範圍를 벗어날 경우 中央銀行이나 政府가 義務的으로 外換市場에 介入하지 않아도 된다는 점에서 TZS에서의 換率에 대한 감시는 EMS에서보다 엄격하지 않다.

12) TZS의 運營 초기에는 換率變動의 許容幅을 넓게 유지하다가 制度가 정착됨에 따라 점차 좁혀 갈 수도 있을 것이다.

該當國 物價上昇率의 차이로 인하여 實質換率이 변동할 경우 中心換率을 조정할 필요가 있다. 이때 中心換率調整의 頻度를 어떻게 할 것인가를 결정하여야 한다. 즉, 中心換率 調整의 幅을 작게 하면서 連續的으로(continuously) 조정할 것인지 아니면 調整의 要因이 어느 정도 확대될 때까지 기다려서 一時에 大幅, 非連續的으로(discontinuously) 조정할 것인지에 대한 선택의 문제가 있다. 中心換率을 일시에 大幅的으로 조정할 경우 조정의 시기가 임박함에 따라 一般 外換去來者들도 가까운 미래에 中心換率의 調整이 있을 것이라는 豫測을 할 수 있게 될 것이다. 이때 價値上昇(平價切上)이 예상되는 通貨를 매입하고 반대로 價値下落(平價切下)이 예상되는 通貨를 賣却하는 換投機로 인하여 外換市場이 혼란에 빠질 우려가 있다.

그러나 中心換率 調整의 폭을 작게 하면서 連續的으로 調整할 경우 換差益을 노린 投機를 줄일 수 있다. 즉, 中心換率 調整의 폭을 換率變動의 한쪽 許容幅(band의 1/2)보다 작게 할 경우 豫想과 같이 中心換率의 조정이 실현되더라도 앞에서와 같은 換投機의 결과 損失을 입게 될 危險이 있다. 또한 換投機로 인하여 기대되는 收益이 작기 때문에 外換 및 債券去來에 따르는 費用과 機會費用(外換을 現札의 형태로 보유할 경우 利子) 등을 감안할 때 실제로 換投機가 일어나지 않을 수 있다. 따라서 윌리엄슨 博士는 中心換率의 調整은 小幅, 連續的으로 단행하는 것이 좋을 것이라고 제안하고 있다[13].

다음으로 換率의 目標帶를 公表(publicate)할 것이냐 아니면 一般에게는 秘密로 유지할 것이냐의 문제가 있다. 이 점에 대한 學界(academic)와 管理當局(official)의 견해가 서로 다르게 모아지고 있다. 換率當局의 關係者들은 目標帶를 공표할 경우 攻擊의 標的(target to shoot at)이 되기 쉽고 換率이 目標帶를 벗어날 경우 當局의 信賴性에 손상을 가져온다는 점에서 非公表를 선호하는 경향이 있다.

---

13) 윌리엄슨 博士는 이와 같이 調整하는 範圍를 'crawling zone'이라고 命名하고 있다.

이에 대하여 學界에서는 TZS下에서도 換率이 때때로 目標帶를 벗어날 수 있음(soft margin)을 一般에게도 周知시키고 當局은 단지 換率이 目標帶 내에서 安定的으로 유지될 수 있도록 政策을 적절하게 調整한다는 점을 認識시킴과 동시에 目標帶를 공표하는 것이 바람직하다는 방향으로 다수의 의견이 모아지고 있다. 換率을 안정시키기 위한 目標帶를 公表함으로써 管理當局이 안정시키려는 換率이 어떤 水準인지에 대한 一般 外換去來者들의 不確實性으로 해소시킬 수 있기 때문에 外換市場을 안정시키는 효과를 거둘 수 있을 것이다. 또한 一般 去來者들은 換率이 당분간 발표된 目標帶 내에서 안정될 것으로 기대할 것이기 때문에 短期的인 外換投機가 감소하게 되는 결과 실제로 換率이 목표대에서 離脫하는 것을 방지하는 데 도움이 되는 효과도 기대할 수 있을 것이다.

換率을 目標帶 내에서 안정시키기 위한 政策手段(policy instruments)과 관련하여 윌리엄슨 博士는 通貨政策의 조정을 통한 換率調整이 바람직하다고 주장하고 있다. 換率調整의 문제는 기본적으로 通貨問題이기 때문에 政策割當(policy assignment)의 원칙에서 볼 때 通貨政策의 조정을 통한 換率調整이 바람직하다는 주장이다[14]. 通貨政策 중에서도 通貨量의 조정보다는 利子率의 조정이 보다 效率的일 것으로 판단하고 있다. 中央銀行이 外換市場에 介入할 경우 通貨量의 변동을 수반하지 않는 不胎化介入(sterilized intervention)보다는 通貨量의 變動을 수반하는 胎化介入(nonsterilized intervention)이 換率調整에 보다 效率的이라고 주장하고 있다. 그러나 參與國들이 協力하여 共同으로 外換市場에 개입할 경우 不胎化介入도 換率調整에 효과를 발휘할 수도 있을 것이라고 지적하고 있

14) 윌리엄슨 博士는 財政政策은 通貨政策에 비하여 伸縮的이지 못하기 때문에 換率 調整의 效率性에 있어서 比較優位가 낮다고 기술하고 있다. 다만 財政政策의 기조를 換率安定에 장애가 되지 않도록 유지하는 것이 필요하다고 주장하고 있다. *The Exchange Rate System*, 1985, p. 71 참조.

다. 또한 급격한 國際的인 資本移動으로 外換市場이 攪亂되고 換率이 급격하게 目標帶에서 離脫하는 것을 방지하기 위하여 資本去來에 대하여 統制를 가하는 방법도 제시하고 있다.

TZS를 運營함에 있어서 각 나라가 獨自的으로 FEER을 算定하고 換率運用의 目標帶를 설정하여 換率이 目標帶에서 벗어나면 個別的으로 外換市場에 개입할 경우 상호 모순이 발생할 수 있기 때문에 同 體制가 장기간 유지될 수 없을 것이다. 따라서 각 換率의 目標帶를 상호 조정하고 각 政府가 樹立 執行하는 政策이 換率을 目標帶 내에서 안정시키기에 적절한지 여부를 감시하는 역할을 수행하는 國際機構가 필요할 것이다. 윌리엄슨 博士는 IMF가 브레튼우즈 固定換率體制下에서 유사한 監視機能을 수행한 경험이 있음을 감안할 때 TZS를 도입할 경우에도 이와 같은 監視機能을 수행하는 것이 적절할 것이라고 주장하고 있다.

윌리엄슨 博士 등이 提案한 TZS가 주요 換率의 調整과 관련하여 끼친 影響을 살펴보면 프랑스는 1985년 5월 본(Bonn)에서 열린 先進國 頂上會談에서 주요국 通貨間 換率을 안정시키기 위하여 이 제도를 새로운 國際通貨制度로 도입하자고 제의하였다. 이 제의에 대하여 같은 해 6월 G10 會合의 보고서에는 '代表들의 다수는 현재의 상황에서 TZS의 도입은 바람직하지 않고 現實性도 없다는 점에 동의하였다'라고 하여 반대의사를 표명하였다.

그러나 같은 해 9월 G5의 代表들은 플라자 會議에서 당시의 근본적인 經濟狀況을 고려할 때 美國의 달러貨가 高評價되었다는 점에 의견을 같이 하였으며 달러貨 價値의 下向調整을 위하여 공동으로 外換市場에 개입함과 동시에 各國의 國內金利를 조정하였다. 이와 같은 措置는 주요 換率을 적정한 수준에서 안정시키자는 윌리엄슨 博士의 주장과 一脈 상통하는 점이 있다고 판단할 수 있다.

1986년 日本의 東京에서 열린 先進國 頂上會談(Tokyo Summit)에서는 주요국 巨視經濟政策을 포괄적으로 調整하기 위하여 주요

經濟指標들(indicators)을 개발하기로 합의하였다[15]. 그러나 國際的인 經濟政策의 조정을 위한 協商에서 가장 중요한 議題는 언제나 換率의 調整과 관련된 문제였다. 이어서 1987년 2월 르아브르(Louvre)에서 열린 G6(G7 중 이탈리아는 참석하지 않았다) 會議에서 당시의 주요국 通貨間 換率은 根本的인 經濟狀況을 고려할 때 크게 불합리하지 않다고 판단하고 '현재의 수준(around the current levels)'에서 換率을 안정시키기로 합의하였다. 같은 會議의 코뮤니케에 明示되지는 않았지만 주요국의 財務長官들은 換率을 안정적으로 관리를 위하여 參考範圍(reference range)를 설정하기로 합의하였다.

參考範圍가 윌리엄슨 博士 등이 제안한 目標帶와 다른 점은 첫째, 參考範圍의 경우 公表되지 않으며 둘째, 範圍(band)가 目標帶에 비하여 상대적으로 좁고 셋째, 參考範圍는 엔, 마르크 등 주요 通貨의 달러貨에 대한 名目換率 基準으로 설정되는 데 대하여 目標帶는 實質實效換率을 기준으로 설정되며 넷째, 參考範圍는 새로운 언급이 있을 때까지 有效하다는 점에서 臨時的(provisional)인 性格을 띤다는 점과 다섯째, 換率이 參考範圍를 벗어나려 할 경우 사전에 처방된 바와 같이 政策을 집행하기보다는 주요국들이 對策을 협의하기 시작하는 등 다섯 가지이다.

TZS를 실행하여 주요국 通貨間 換率을 안정시키기 위해서는 윌리엄슨 博士 지적과 같이 參與國들이 財政政策과 通貨政策 등 주요 經濟政策의 獨立性을 어느 정도 양보하여야 하며 각국의 政策이 國際的으로 조화를 이루어야 된다.

이에 대하여 주요 先進國들의 政府는 국민들의 選擧에 의하여 형

---

15) 조정 대상 經濟指標는 GNP 成長率, 物價上昇率, 利子率, 失業, 財政赤字比率, 經常收支 및 貿易收支, 通貨增加率, 對外準備高, 換率 등 10개 항목이었으며, 1987년 베니스 頂上會談에서는 經濟成長率, 物價上昇率, 貿易收支, 政府豫算, 通貨, 換率 등 6개 항목으로 축소되었다. Yoichi Funabashi, *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, 1988, p. 130, 本文 및 註記 참조.

성되기 때문에 經濟政策의 수립에 있어서 각기 다른 여러 집단의 利益을 고려하지 않을 수 없는 것이 현실임을 감안할 때 經濟政策을 조정하기가 매우 어려운 점이 있다. 더구나 換率의 安定 및 적정 수준의 經常收支(또는 貿易收支) 등 對外均衡을 달성하기 위하여 필요한 措置와 적정한 經濟成長率 및 失業率의 유지 등 對內均衡을 달성하기 위하여 필요한 조치가 상반될 경우 對內均衡의 달성을 저해하는 조치를 취하기는 더욱 어려울 것이다.

TZS의 도입과 관련한 주요국들의 立場의 차이를 살펴보면 프랑스는 경우 플라자 會議 때부터 TZS의 도입을 적극 주장하고 있다[16]. 日本은 1987년 2월 르아브르 會議 당시 엔貨 價値의 급격한 上昇趨勢를 저지할 수 있으면 어떤 형태의 範圍 제한도 받아들일 준비가 되어 있었으며 따라서 TZS에 대한 反感도 거의 없었던 것으로 알려지고 있다[17]. 그후 日本은 1995년 3월에 발생한 멕시코 金融危機 이후 엔貨의 價値가 급격히 상승하는 상황에서 같은 해 4월 워싱턴에서 개최된 G7 會議에서 TZS로 이행할 것을 촉구한 바 있다. 그러나 美國과 獨逸은 TZS의 도입에 대하여 留保的인 입장을 취해왔다[18].

이와 같은 점들을 고려할 때 윌리엄슨 博士가 제안한 目標換率帶制度(TZS)가 새로운 가까운 시일 내에 國際通貨制度로 채택되기는 어려울 것으로 판단된다. 그러나 그의 提案이 플라자 會議 이후 주요 先進國의 政策의 調整에 있어서 많은 영향을 끼쳤다는 점은 부인할 수 없다. 또한 TZS는 뒤에서 記述할 브레튼우즈 委員會의 提案에 큰 영향을 미친 것으로 판단된다.

---

16) 르아브르會議에서 TZS의 變形인 參考帶가 채택된 배경에는 프랑스 代表의 강력한 주장과 다른 나라의 代表들을 향한 설득이 작용한 것으로 알려지고 있다(前揭書 참조).

17) 前揭書, p. 202 참조.

18) Yoichi Funabashi, *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, 1988, pp. 200~202 참조.

3. 매키논(McKinnon) 教授의 固定換率制度

스탠포드大學의 매키논(McKinnon) 教授는 1971년부터 1973년 사이에 진행된 固定換率制度의 崩壞에도 굴하지 않고 1974년부터 줄곧 엄격한 固定換率制度에로의 복귀를 주장하고 있다. 그가 제안하고 있는 새로운 형태의 固定換率制度는 개별 國家水準(national)에서의 通貨主義(monetarism)的인 입장이 아니라 世界 全體의 通貨主義(world monetarism)的인 견해에서 출발하고 있다. 즉, 주요 通貨間 換率의 안정 및 세계적인 物價上昇을 억제하기 위하여서는 主要國의 通貨量을 전체적으로 관리하여야 한다는 주장이다. 또한 그의 固定換率體制에는 브레튼우즈 固定換率體制에서와는 달리 全世界의 通貨價値를 안정시키는 수단으로서 金이 전혀 介在되지 않기 때문에 無金金本位制度(gold standard without gold)라고 지칭되고 있다.

이와 같은 매키논 教授의 새로운 國際通貨制度에 관한은 제안은 1988에 발표한 그의 論文「國際金融의 安定을 위한 通貨 및 換率政策」[19]에 포괄적으로 기술되어 있는데 이 논문의 내용을 중심으로 提案의 내용를 보다 자세하게 검토해 보기로 하자.

먼저 매키논 教授가 새로운 國際通貨制度를 提案한 동기는 윌리엄슨 博士의 경우와 거의 동일하다. 즉, 主要國들이 變動換率制度로 이행된 후 주요 通貨間 換率이 큰 폭으로 變動하였기 때문에 國際的인 財貨의 去來와 金融의 흐름이 非效率的으로 되고 保護貿易主義가 復活하는 등 문제점이 대두되었다고 판단한 때문이다.

그의 주장에 따르면 1986년부터 1987년 사이에 엔貨의 가치가 갑자기 큰 폭으로 高評價되었기 때문에 日本의 企業家들은 工場을

---

19) R. I. McKinnon, "Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability: A Proposal," *Journal of Economic Perspective*, Vol. 2, Number 1, 1988, pp. 83~103.

閉鎖하고 勤勞者들을 退職시켜야 했으며 한때 유용하였던 機械裝置 등을 廢棄시켜야 되었다. 1981년부터 1985년까지 달러貨가 큰 폭으로 高評價된 기간 동안 美國에서도 이와 유사한 상황이 전개되었다.

매키논 敎授는 外換은 일종의 未來志向的인 資産으로 파악하고 投資家들은 未來에 실현될 것으로 期待되는 換率變動에 따라 단기간에 그들의 포트폴리오를 조정하기 때문에 換率이 급격하게 변동한다고 설명하고 있다[20]. 따라서 換率은 輸出入과 같은 經常收支의 변동에 따라 受動的으로 변동하기보다는 막대한 규모의 資本去來로 인한 換率變動의 효과가 압도적이게 되었다고 주장하고 있다.

이때 미래의 換率變動에 대한 豫測은 새롭게 流入되는 뉴스(news)에 따라 변동하게 된다. 그러나 一般 外換去來者들이 접하는 뉴스는 實際로 換率을 결정하는 중요한 사항들(economic fundamentals)과 큰 隔差가 있기 때문에 變動換率制度下에서 外換市場은 社會的으로 效率的이지 못하고 따라서 각국 通貨(法貨)의 상대적인 購買力은 매우 불안하게 된다.

이와 같은 문제를 해소하기 위해서는 美國, 日本 및 獨逸(또는 EMS 블록) 등 주요국의 中央銀行이 공동의 기준에 따라 通貨政策을 수행함으로써 國內物價 및 交易財 가격의 上昇率을 동일하게 유지하여야 한다고 주장하고 있다. 또한 새로운 政策의 執行을 위하여 엔/달러 및 마르크/달러 名目換率을 일정한 目標에서(적어도 目標를 중심으로 일정한 範圍 내에서) 固定시키겠다는 발표를 하도록 권고하고 있다.

매키논 敎授는 (實質)換率의 변동이 經常收支에 미치는 영향은 크지 않기 때문에 換率政策의 目標를 國際收支의 均衡보다는 換率의 안정에 둠으로써 換率不安으로 인한 여러가지 經濟的인 弊害를

---

20) J. Frenkel and M. L. Mussa, "The Efficiency of Foreign Exchange Markets and Measure of Turbulence," *American Economic Review*, May 1980, pp. 374~381 참조.

줄이도록 하여야 한다고 주장하고 있다. 예를 들면, 1985년 이후 달러貨의 가치는 엔貨 및 마르크貨에 대하여 큰 폭으로 下落하였지만 美國의 貿易收支赤字의 규모를 축소시키는 데에는 큰 도움이 되지 못하였으며 日本과 獨逸 貿易收支黑字의 規模도 크게 축소되지 않았다.

따라서 經常收支를 均衡시키기 위해서는 通貨政策의 調整을 통한 換率變動보다는 財政政策을 조정하는 것이 보다 效果的이라고 주장하고 있다. 예를 들면, 美國의 貿易赤字가 발생하는 이유는 美國의 消費가 生產을 초과하기 때문이며[21] 貿易赤字의 규모를 축소시키기 위해서는 美國의 貯蓄性向을 향상시키고 특히 財政赤字의 규모를 축소하여야 한다고 주장하고 있다.

名目換率을 固定시키기 위한 目標(target)를 설정함에 있어서는 각 通貨의 交易財에 대한 購買力을 기준으로 정하는 방법을 제시하고 있다. 매키논 敎授의 추정에 따르면 1987년 4/4分期 해당국의 都賣物價 또는 生產者物價[22]를 기준으로 평가할 때 1달러가 美國에서 購買할 수 있는 物量과 200엔이 日本에서 購買할 수 있는 物量 및 2.17마르크가 西獨에서 購買할 수 있는 物量이 거의 같았던 것으로 평가되었다. 그런데 같은 기간 平均換率은 1달러당 각각 약 136엔과 1.68마르크였기 때문에 달러貨의 가치가 購買力에 비하여 상대적으로 低評價된 상황이었다. 따라서 1987년 말의 市場換率을 기준으로 名目換率을 固定시키는 目標로 결정할 경우 過度한 購買力의 차이로 인하여 문제가 발생할 수 있었을 것이다.

한편 通貨價値가 高評價된 나라의 名目賃金이나 物價의 上昇 속도는 상대적으로 낮아지는 것으로 평가되고 있다. 예를 들면 1987년의 경우 달러貨의 가치는 低評價 되었음에 대하여 엔貨 및 마르

---

21) 이와 같은 주장을 absorption approach라 한다.

22) 都賣物價 및 生產者物價는 消費者物價와는 달리 서비스, 賃貸料 등 非交易財가 산정 항목으로 포함되지 않는다.

크貨의 가치는 高評價되었기 때문에 美國의 名目賃金과 物價上昇率은 각각 日本과 西獨에 비하여 상대적으로 높았다. 그런데 賃金 및 物價의 변동은 점진적으로 진행되는 특징이 있다.

이와 같은 점들을 종합적으로 고려하여 매키논 敎授는 1988년 1/4分期에 있어서 名目換率의 固定目標를 결정할 경우 엔/달러 換率은 1달러당 160엔 내지 180엔으로 결정하고 마르크/달러 換率의 경우 1달러당 1.9마르크 내지 2.1마르크로 정하는 것이 적정한 것으로 판정하였다. 이때 단기적으로는 名目換率과 각 通貨의 購買力에 다소 차이가 있지만 名目賃金 및 物價의 상대적인 변동으로 인하여 購買力의 격차는 점진적으로 축소되었을 것이라고 설명하고 있다.

世界 全體의 物價를 안정시키기 위하여 美國, 日本 및 獨逸(또는 EMS 블록) 등 參與國들은 세 블록 全體의 通貨量을 적정한 수준으로 유지하여야 한다고 주장하고 있다. 예를 들면 國際的으로 交易되는 財貨의 共同價格이 상승할 것으로 우려될 경우 이들 세 블록 전체의 通貨增加率을 下向調整하고 반대로 共同價格이 下落할 것으로 우려될 경우 通貨增加率을 上向調整함으로써 세계 전체의 물가를 안정시키기 위하여 노력하여야 한다는 주장이다. 이때 參與國들은 분쟁을 피하기 위하여 個別國家의 國內 消費者物價指數나 GNP 디플레이트 등을 通貨政策의 조정을 위한 指標로 삼아서는 안된다고 주장하고 있다.

또한 名目換率이 目標水準에서 벗어날 경우 各國의 中央銀行들은 不胎化되지 않은 對稱的인 外換市場에 介入(symmetrical unsterilized intervention)하여 이를 저지하여야 한다고 주장하고 있다. 예를 들면 엔/달러 換率의 下落을 저지하기 이하여 日本 中央銀行이 엔貨로 달러貨를 購買할 경우 美國은 通貨量을 축소하여야 한다. 또한 각 通貨間 基準換率(parity rate)을 때때로 조정할 경우 막대한 규모의 投機的인 資本去來로 인하여 혼란을 야기시킬 수 있기 때문에 名目換率을 영원히 固定시키는 것이 바람직하다고 주장하고 있다.

매키논 敎授가 제안한 새로운 國際通貨制度下에서 參與國들은 通貨政策의 獨立性을 완전히 포기하여야 한다. 또한 國家間 物價의 상대적인 변동을 조절하기 위하여 基準換率을 조정하여서도 안되며 經常收支의 不均衡은 財政政策의 조정을 통하여 시정하여야 되기 때문에 결과적으로 個別國家의 財政政策도 獨立性을 잃게 된다. 바꾸어 말하면 각 參與國의 政府는 진정한 世界政府의 입장에서 經濟政策을 立案하고 執行하여야 한다. 결과적으로 매키논 敎授는 全世界를 하나의 通貨地域(currency area)으로 統一할 것을 제안하고 있다.

美國과 獨逸 등 주요국들은 通貨 및 財政政策의 獨立性이 저해되는 결과를 초래할 것을 우려하여 각국 經濟政策의 自主性이 보다 큰폭으로 허용되고 신축적인 目標換率帶制度의 도입에 있어서도 留保的인 입장을 취하고 있다. 이와 같은 점을 감안할 때 매키논 敎授의 엄격한 固定換率制度가 새로운 國際通貨制度로 채택될 가능성은 희박한 것으로 판단된다. 또한 先進國들과 開發途上國들 및 低開發國들의 經濟發展 단계에 큰 격차가 있음을 감안할 때 世界 全體를 하나의 通貨地域으로 統一하려는 매키논 敎授의 제안에는 무리가 있는 것으로 판단된다.

4. 브레튼우즈 委員會의 提案

브레튼우즈 委員會(Bretton Woods Commission)는 주요 先進國政府들은 換率의 급격한 短期的인 변동과 심각한 均衡離脫을 방지할 수 있도록 國際通貨制度의 改編에 주력하여야 할 것이라고 건의하였다[23]. 이를 위하여서는 經濟政策의 폭넓은 개선이 필요하기 때문에 다음과 같이 두 段階에 걸쳐서 추진되어야 할 것이라고 제안하였다.

---

23) Bretton Woods Commission, *Bretton Woods: Looking to the Future*, 1994, p. A－1, Executive Summary 참조.

첫째, 주요 先進國의 巨視經濟政策을 強化함과 동시에 經濟를 더욱 接近시키고(achieve greater economic covergence):

둘째, 政策의 改善을 補助하고 換率의 과도한 均衡離脫과 變動을 방지하기 위하여 보다 公式的인 協助體制를 구축하며, 적당한 시기에 換率을 조정이 가능한 彈力的인 範圍(flexible band) 내에서 유지시키도록 할 수 있을 것이다.

이와 같은 改編에 있어서 IMF가 中心的인 역할을 수행하여야 하며, 특히 (IMF가) 본래의 기능인 國際通貨 문제와 會員國들 巨視經濟政策의 調整에 주력하여야 할 것이라고 권고하였다.

브레튼우즈 委員會의 提案을 보다 자세하게 검토해 보면, 먼저 각 나라가 物價를 안정시키고 지속적인 經濟成長을 추구함과 동시에 換率을 안정시키기 위해서는 財政政策과 通貨政策을 포함하여 巨視經濟政策의 조합을 조정할 수 있어야 한다. 그럼에도 불구하고 주요 先進國들의 財政이 硬直化되었기 때문에 거의 모든 先進國에서 通貨政策의 부담이 가중되었다. 따라서 換率을 안정시키기 위한 약속을 할 수 없게 되었다는 점을 감안하여 同 委員會는 主要國 巨視經濟政策의 改善과 관련하여 財政의 彈力性과 均衡(flexibility and balance)을 강조하였다.

브레튼우즈 委員會가 先進國 財政의 彈力性과 均衡을 강조하는 이유로 근래 주요국 政策의 두 가지 큰 문제를 들고 있다. 첫째, 景氣變動의 全局面에 걸쳐서 財政赤字의 비중이 매우 높고 둘째, 財政이 硬直化되었다는 점이다. OECD의 資料에 따르면 1970년대 중반 이후 先進國 전체의 GDP에 대한 財政赤字의 비율이 5%를 초과하여 6%에 육박하고 있다. 특히 好況期였던 1985년부터 1990년까지의 期間에 있어서도 財政赤字의 比率은 크게 하락하지 않고 4% 이상에 머물렀던 것으로 조사되고 있다[24].

---

24) Bretton Woods Commission, *Bretton Woods: Looking to the Future*, 1994, p. B－4, Box 4 참조.

주요 先進國 景氣變動의 全局面에 걸쳐서 財政赤字의 비중이 높기 때문에 財政의 景氣調節機能은 극히 제한되었다. 또한 政府支出에서 임의로 조정할 수 없는 固定支出의 비중이 높기 때문에 景氣調節 등을 위하여 財政支出의 규모를 조정하기도 어렵게 되었다. 이에 따라 先進國들은 物價의 안정이나 換率의 조정 등 기본적으로 通貨的인 문제는 물론 景氣의 調節이나 失業의 統制 등 거의 모든 經濟問題를 通貨政策의 조절을 통하여 해결하려고 노력하고 있다. 따라서 각국 通貨政策의 부담이 가중되었으며 換率을 안정시키기 위하여 通貨政策을 조절하기가 어렵게 되었다. 브레튼우즈 委員會가 주요국 財政政策의 強化와 彈力性을 강조하고 있는 이유는 財政赤字의 縮小와 財政의 彈力化를 통하여 經濟成長 및 失業의 統制 등에 있어서 財政의 기능을 강화함으로써 利子率이나 通貨量 등 通貨政策의 수단들은 物價나 換率의 안정 등 通貨的인 문제의 해결을 위하여 사용될 수 있도록 여유를 확보하는 것이 무엇보다 중요하기 때문이다.

또한 주요 先進國 經濟政策의 調和와 接近(convergence)을 강조하고 있는 이유는 世界經濟는 보다 統合되고(integrated) 金融은 世界化(globalization)되었기 때문에 주요국의 經濟가 상호 영향을 미치는 정도는 과거보다 더욱 커지게 되었기 때문이라고 기술하고 있다. 따라서 國內政策과 國際政策을 명확하게 구분하는 것은 타당하지 않으며 주요국은 財政 및 通貨政策을 보다 강화함과 동시에 國際的인 調和를 고려해야 한다고 주장하고 있다.

이와 같이 先進國 經濟政策 調和와 接近이 이루어지지 않을 경우 주요 通貨間 換率을 안정시키기 위한 어떠한 새로운 國際通貨制度도 장기간 유지될 수 없을 것이라고 주장하고 있다. 예를 들면 엔/달러 換率이 下落하는 상황에서 이를 안정시키기 위하여서는 日本의 金利를 下落시키고 美國의 金利를 상승시키는 조치가 필요하다. 그런데 國內金利를 인상할 경우 國內投資가 위축되기 때문에 經濟

成長이 둔화되고 失業이 증가할 것을 우려하여 美國政府는 金利引上을 주저할 것이다. 이때 두 나라 通貨間 換率을 안정시키기 어려울 것이다.

브레튼우즈 委員會는 國際通貨制度의 改編에 있어서 먼저 美國과 日本 및 獨逸 등 주요국의 노력이 先行되어야 한다고 주장하고 있다. 즉, 미래의 國際通貨制度는 交易과 資本去來에 있어서 주도적인 역할을 수행하는 달러貨와 엔貨 및 마르크貨(유럽의 通貨統合이 이루어질 경우 유럽의 單一通貨) 등 주요 通貨에 초점을 두어야 할 것이라고 주장하고 있다. 특히 이들 주요국 政府는 國際經濟 狀況의 변동에 대하여 巨視經濟政策의 조정과 공동의 外換市場 介入 등을 통하여 적절하게 대응할 것을 확고하게 약속하여야 한다. 이와 같은 先進國 政府의 약속은 結束力과 信賴性이 있어야 하며 明示的이고 분명할수록 市場의 期待(expectation)를 안정시키는 데 있어서 도움이 클 것이다.

國際的인 資本移動의 증가 및 미래 換率에 대한 市場의 期待 등을 고려할 때 주요 선진국 經濟政策 調和 및 接近이 이루어지지 않을 경우 換率의 안정을 기대하기는 어렵기 때문에 브레튼우즈 委員會는 즉각적으로 換率變動의 許容範圍(band)를 설정하도록 권고하지는 않고 있다. 다만 적당한 기간이 경과한 후(in time: 先進國의 政策協助와 外換市場에 共同介入 등을 통하여 충분한 경험과 신뢰를 쌓은 후)에야 換率의 變動을 허용하는 彈力的인 範圍(flexible exchange rate band: FERB)를 설정할 수 있을 것이라고 주장하고 있을 뿐이다.

여기서 주목할 말은 換率變動 許容範圍(exchange rate band)의 彈力性(flexibility)이다. 즉, 換率을 안정시키기 위한 目標의 範圍(target band)가 필요에 따라 조정될 수 있어야 한다는 점을 강조하고 있다. 새로운 國際通貨制度下에서 換率安定의 目標를 硬直的으로 運營할 경우 국가간 物價의 상대적인 변동이나 石油波動과 같

은 實物的인 衝擊이 각 나라에 미치는 영향의 차이 등을 조절하기 어려울 것이다.

또한 브레튼우즈 委員會는 換率이 허용된 範圍를 벗어나려 할 경우 각 政府가 취해야 할 措置에 대하여 규정함과 동시에 換率目標을 調整하는 규칙을 정하여 換率變動의 範圍를 새롭게 설정함에 있어서 적용할 수 있도록 하여야 될 것이라고 주장하고 있다. 이에 대한 명확한 규정이 없을 경우 換率調整을 위한 外換市場 介入이나 새로운 換率의 目標範圍를 정할 때마다 參與國들의 利己的인 행동으로 인하여 분쟁이 일어나게 되고 결국 새로운 國際通貨制度는 崩壞될 것이다.

G7 國家들이 주도적인 역할을 담당하는 현재의 즉흥적이고 느슨한 政策協助를 통하여서는 換率의 안정과 건전한 國內外 經濟政策의 수행에 필요한 支持를 확보하기 어려울 것이다. G7 政策協助의 기본적인 문제점은 이를 관장하는 機構가 없기 때문에 持續的이지 못하고 執行하는 實體가 없다는 점이다. G7회의에 事務局長을 둠으로써 持續性은 확보할 수 있을 것이다. 그러나 G7 政策協議는 정치적인 문제까지를 포함하는 등 광범위하기 때문에 事務局長이 經濟 및 通貨 문제에 效率的으로 전념하기 어려울 것이다.

따라서 브레튼우즈 委員會는 主要國의 巨視經濟政策을 調整하고 國際通貨制度의 改編을 추진함에 있어서 IMF가 주도적인 역할을 하여야 한다고 주장하고 있다. 브레튼우즈體制下에서 IMF는 換率을 안정시키고 國際 通貨秩序를 유지하기 위하여 각국의 經濟政策을 監視하는 역할을 수행한 경험이 있기 때문에 새로운 國際通貨制度를 도입함에 있어서 주도적인 역할을 수행하는 것이 합리적일 것이라고 주장하고 있다.

그러나 固定換率體制가 붕괴된 후 IMF는 본래의 機能을 수행하지 않게 되었으며 특히 1980년 外債波動 이후에는 外換이 부족한 나라에 短期資金을 공급하는 國際金融機關으로 전락하게 되었다.

이와 같은 점을 감안하여 브레튼우즈 委員會는 IMF가 國際通貨制度와 巨視經濟政策의 調整에 전념하고 貸出機能은 世界銀行에 이관하여야 한다고 주장하고 있다. 또한 IMF가 새로운 업무를 수행할 수 있도록 하기 위하여 그 監督(governance)機能의 強化를 권고하고 있으며 執行理事會級(Executive Board level)의 國際通貨問題를 전담하는 小委員會[25]를 설치할 것을 제안하고 있다.

25) 이 小委員會는 주요국에서 파견하는 理事(Executive Directors)도 포함하도록 권고하고 있다.

第 Ⅳ 章 國際經濟 現況과 通貨制度 改編의 時期에 對한 展望

앞 章에서는 주요 通貨間 換率을 안정시키기 위한 國際通貨制度의 改編과 관련된 여러가지 提案들을 검토해 보았다. 또한 域內 通貨間 換率을 안정시킴에 있어서 1992년 9월 이전까지는 비교적 성공적이었다고 평가되고 있는 유럽通貨體制에 대하여서도 살펴보았다.

世界 각국이 처한 經濟狀況에 큰 차이가 있음을 감안할 때 새로운 國際通貨制度에 관한 여러가지 提案 중 매키논 敎授의 제안과 같은 엄격한 형태의 固定換率制度로 이행되기는 어려울 것으로 판단된다. 각국 經濟狀況의 변동에 따라 換率의 安定目標를 조정할 수 있는 윌리엄슨 博士의 目標換率帶制度(target zone system)는 固定換率制度에 비하여 보다 현실적이고 실현 가능성이 높은 것으로 평가된다. 그러나 이 提案에 대한 주요 先進國의 입장이 서로 다르기 때문에 단시일 내에 새로운 國際通貨制度로 채택되기는 어려울 것이다.

歷史的으로 볼 때 1985년 플라자會議에서 1987년 르아브르會議에 이르는 기간 동안 G7 國家를 주축으로 하는 先進國들이 政策調律을 통하여 주요 通貨間 換率을 조정하는 데 어느 정도 성공한 경우도 있었다. 그러나 이와 같은 先進國들의 政策協助가 非連續的이고 卽興的(ad hoc)인 점을 감안할 때 이를 통하여 換率을 長期間 안정시키기는 어려울 것이다.

先進國 政策協議의 기록을 검토할 때 가장 큰 문제점은 經濟政策의 調整에 있어서 各國의 意見對立으로 인하여 어떠한 合議에도 도달하지 못한 경우가 대부분이었다는 사실이다. 이와 같은 결과는

각국의 經濟政策을 조정하기 위하여 노력하는 상설된 機關이 존재하지 않았기 때문일 수도 있을 것이다. 또한 先進國 政策協議에서 어떤 합의가 이루어지더라도 각 政府가 合議된 사항을 실제로 執行하는지 여부를 獨立的으로 監督하는 기관이 없다는 사실도 문제점으로 지적될 수 있다.

이와 같은 관점에서 볼 때 國際通貨制度의 改編과 관련된 여러가지 提案 중 브레튼우즈 委員會의 提案이 가장 현실적인 것으로 평가할 수 있다. 同 委員會는 먼저 先進國이 通貨政策과 財政政策 등 巨視經濟政策의 強化를 통하여 政策의 彈力性을 확보한 후 國際的인 協議를 통하여 각국 經濟政策을 調和(coordinate)시키고 接近(converge)시킨 다음, 적당한 時期(in time)에 換率을 안정시키기 위한 彈力的인 範圍(flexible band)를 설정하도록 하자고 제안하고 있다. 더욱이 同 委員會의 提案에는 國際通貨制度의 개편을 추진함에 있어서 주도적인 역할을 담당할 主體가 IMF가 되어야 할 것이며 새로운 國際通貨制度下에서 同 機構가 各國의 經濟政策을 조정하고 監督機能을 수행토록 하는 등 구체적인 사항들이 포함되어 있다.

이와 같이 볼 때 앞으로 주요 通貨間 換率의 급격한 變動과 지나친 均衡水準 離脫(misalignment)을 방지하기 위하여 國際通貨制度의 改編이 추진될 경우 브레튼우즈 委員會가 제안한 형태와 같은 방향으로 진행될 가능성이 가장 높은 것으로 판단된다.

따라서 本章에서는 앞으로 國際通貨制度가 브레튼우즈 委員會의 提案과 같이 改編될 경우를 가정하여 그 추진의 速度와 時期에 대하여 展望해 보기로 하겠다. 이를 위하여 주요국들의 經濟狀況을 비교해 보고 財政政策의 彈力性과 관련하여 財政赤字의 규모도 검토해 보기로 하겠다. 또한 주요 先進國들의 막대한 負債에 대한 利子支給 費用의 부담이 財政赤字의 중요한 요인으로 작용하고 있는 바 이 문제에 대하여서도 검토해 보기로 하겠다. 아울러 國際的인 資本去來로 인하여 매일 막대한 규모의 外換이 거래되고 있는 상황

에서 주요국 中央銀行들이 外換市場에 개입하여 실제로 換率을 안정시킬 수 있는지에 대하여서도 검토해 보겠다. 현재 주요 通貨間 換率이 적정한 수준에서 큰 폭으로 離脫되어 있을 경우 換率을 안정시키기 위한 範圍를 설정함에 있어서 當事國들의 이해가 대립될 수도 있기 때문에 새로운 國際通貨制度로의 改編에 있어서 걸림돌이 될 수도 있을 것이다. 이 점을 감안하여 최근 주요 換率水準의 適正性에 대하여서도 검토해 보기로 하겠다. 마지막으로 檢討한 여러가지 사항들을 종합하여 國際通貨制度로의 改編이 가능한 時期에 대하여 전망해 볼 수 있을 것이다.

1. 주요 先進國의 經濟現況 比較

브레튼우즈 委員會는 주요 換率의 급격한 變動과 과도한 均衡離脫을 방지할 수 있는 새로운 國際通貨制度로 개편하기 위하여서는 먼저 주요 先進國들이 巨視經濟政策을 強化하고 國際的인 協議를 통하여 각국 經濟政策의 調和와 接近을 달성하여야 한다고 주장하고 있다.

주요국들의 經濟政策을 調和시키고 接近시키기 위해서는 이들 국가가 처한 經濟的인 상황이 유사하여야 할 것이다. 즉, 주요 先進國들이 처한 經濟的인 상황에 현격한 차이가 있을 경우 각 국가의 經濟政策이 추구하는 目標의 優先順位가 다를 것이기 때문에 經濟政策의 調和나 接近은 달성되기 어려울 것이다.

예를 들면 한 나라가 經濟의 構造的인 문제로 인하여 失業率이 상승하고 經濟成長이 鈍化되는 등 문제에 봉착하고 있을 경우 이 나라는 對內均衡의 문제를 우선적으로 해결하기 위하여 經濟政策을 조정할 것이다. 이에 대하여 다른 나라는 經常收支가 惡化되고 있을 경우 對外均衡의 문제를 우선적으로 해결하려고 노력할 것이다. 이때 이들 나라가 政策協助를 통하여 經濟政策의 調和와 接近을 달

성하기는 어려울 것이다.

주요 先進國(G7)들 對內均衡의 달성상황을 비교해 보기 위하여 이들 國家의 實質 GDP 成長率과 消費者物價 上昇率 및 失業率 등 주요 經濟指標를 살펴볼 수 있을 것이다. 이 〈表 Ⅳ－1〉에서 實質 GDP 增加率의 상대적인 변동을 비교할 때 주요국들의 景氣變動의 週期에 상당한 차이가 있음을 알 수 있다.

즉, 주요 先進國 중 美國을 비롯한 英國과 캐나다 등 英語圈 국가들의 實質 GDP 成長率은 1994년을 頂點으로 1995년에는 다소 낮아지고 1996년에는 상당폭 하락할 것으로 예상된다. 獨逸과 프랑스 및 이탈리아 등 유럽大陸 주요국들의 경우 實質 GDP 增加率이 1993년 마이너스(－)에서 1994년에는 플러스(＋)로 상당폭 상승하였지만 頂點에 도달하는 시기는 1995년일 것으로 예상되며 1996년에도 상당히 높을 것으로 예상되고 있다.

이에 대하여 日本의 實質 GDP 增加率은 1993년 마이너스(－0.2%)에서 1994에는 플러스(＋0.6%)로 전환되기는 하였으나 소폭 상승에 그쳤으며 1995년에도 1.8%로 G7 국가들 중 가장 낮을 것으로 전망되고 있다. 1996년 日本의 實質 GDP 增加率은 3.5%로 주요 先進國 중 가장 높을 것으로 전망되고 있다.

이와 같은 주요 先進國들 景氣變動週期의 차이는 國際通貨制度의 개편을 추진할 경우 이들 국가의 經濟政策을 調整하여 調和와 接近을 달성함에 있어서 장애요인으로 작용할 수 있을 것이다.

先進國들의 國內物價 上昇率은 1980년대 중반 이후 낮은 수준을 유지하고 있고 이러한 주요국 物價의 安定趨勢는 〈表 Ⅳ－1〉에서 보는 바와 같이 당분간 유지될 것으로 전망되기 때문에 國際通貨制度의 개편을 추진함에 있어서 物價 문제가 큰 걸림돌이 되지는 않을 것으로 판단된다.

〈表 Ⅳ－1〉에서 日本을 제외한 다른 선진국들의 경우 실업률이 매우 높은 수준인 것으로 나타나고 있다. 英國과 프랑스, 이탈리아

〈表 Ⅳ－1〉 先進國의 主要 經濟指標 比較

(單位 : %)

		實績		展望	
		1993	1994	1995	1996
實質GDP增加率	美國	3.1	4.1	3.2	1.9
	日本	−0.2	0.6	1.8	3.5
	獨逸	−1.1	2.9	3.2	3.3
	英國	2.2	3.8	3.2	2.8
	프랑스	−1.0	2.5	3.2	3.0
	이탈리아	−0.7	2.5	3.0	3.0
	캐나다	2.2	4.5	4.3	2.6
消費者物價上昇率	美國	3.0	2.6	3.1	3.5
	日本	1.3	0.7	0.3	0.7
	獨逸	4.7	3.1	2.0	2.0
	英國	3.0	2.4	2.9	2.8
	프랑스	2.1	1.7	2.0	2.0
	이탈리아	4.4	4.0	5.2	4.2
	캐나다	1.8	0.2	2.0	6.9
失業率	美國	6.8	6.1	5.5	5.7
	日本	2.5	2.9	2.9	2.8
	獨逸	7.3	8.3	8.1	7.7
	英國	10.3	9.3	8.3	8.1
	프랑스	11.6	12.6	12.1	11.4
	이탈리아	10.2	11.3	11.3	10.6
	캐나다	12.1	10.4	9.2	9.0

資料 : IMF, *World Economic Outlook*, 1995年 5月號.

및 캐나다의 1993년중 失業率은 10%를 초과하였으며 英國을 제외한 다른 세 나라의 1994년중 失業率도 10%를 초과한 것으로 조사되었다. 또한 이들 나라의 1995년과 1996년 失業率도 10% 내외의 높은 수준에 머무를 것으로 예상된다.

美國의 경우 1993년과 1994년의 失業率이 각각 6.8%와 6.1%를 기록하였으며 1995년과 1996년에는 각각 5.5%와 5.7%에 이를 것

으로 전망되고 있다. 獨逸의 경우에도 8% 내외의 높은 失業率을 기록하고 있는 것으로 나타나고 있다.

주요 先進國들의 높은 失業率은 國際通貨制度의 개편에 있어서 커다란 걸림돌이 될 것으로 판단된다. 즉 失業率이 높기 때문에 선진국들의 정부는 經濟政策의 우선 목표를 失業率의 하향조정에 두게 될 것이기 때문에 金利나 通貨量 등 通貨政策의 수단들을 換率을 안정시키기 위하여 적절하게 조절할 여유가 없는 실정인 것으로 판단된다.

주요 先進國들의 經濟가 對外均衡을 달성하였는지 여부를 판정할 수 있는 이들 國家의 貿易收支와 經常收支 자료는 〈表 Ⅳ－2〉에 정리되어 있다. 이 表에서 보는 바와 같이 주요국들의 貿易 및 經常收支에 큰 차이가 있기 때문에 國際通貨制度를 개편하기 위한 선진국간 經濟政策의 調整이나 換率을 안정시키기 위한 目標를 설정함에 있어서 커다란 障碍要因으로 작용할 수 있을 것으로 판단된다.

특히 美國은 매년 큰 폭의 貿易赤字를 기록하고 있음에 대하여 日本은 막대한 규모의 貿易黑字를 기록하고 있는 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 美國과 日本 貿易收支의 격차로 인하여 두 나라 사이의 貿易摩擦이 심화되는 등 여러가지 문제가 야기되고 있다. 특히, 美國政府는 日本에 대한 貿易逆調를 개선하기 위하여 美·日 構造調整會議(SII)[1] 등을 통하여 日本 國內市場의 開放을 대폭 확대하도록 압력을 가하고 있는 실정이다. 또한 1985년 중반 이후 엔貨의 달러貨에 대한 가치가 대폭 上昇調整되도록 유도하였다. 그 결과 엔/달러 換率은 1985년 1/4分期中 1달러당 平均 약 257.7엔에서 1994년 4/4分期中에는 平均 약 98.8엔으로 엔貨의 달러貨에 대한 가치가 160% 이상 상승하였다. 그러나 美國과 日本 두 나라 貿易收支의 격차는 〈表 Ⅳ－2〉에서 보는 바와 같이 오히려 확대되고 있다.

---

1) 美·日 構造調整會議의 주요 合議 사항에 대하여서는 金宗萬, 『日本 換率政策의 方向과 우리나라 輸出入에 미치는 影響』, 1993, pp. 55～56 참조.

〈表 Ⅳ－2〉 主要國의 貿易 및 經常收支

(單位：億달러)

		1990	1991	1992	1993	1994
貿易收支	美 國	-1,090.2	-704.6	-961.0	-1,325.7	-1,663.6
	日 本	635.8	1,030.9	1,324.0	1,415.7	1,459.3
	獨 逸	622.5	109.6	196.8	330.9	457.1
	英 國	-327.4	-182.7	-234.3	-201.5	-160.1
	프 랑 스	-132.3	-95.4	23.4	77.5	91.3
	이탈리아	13.7	-4.5	30.9	328.8	355.5
	캐 나 다	83.3	38.7	57.0	79.3	122.0
經常收支	美 國	-919.8	-72.1	-683.0	-1,043.6	-1,561.6
	日 本	358.7	729.1	1,176.5	1,315.4	1,292.4
	獨 逸	427.5	-242.6	-270.5	-208.4	-253.0
	英 國	-330.4	-146.3	-178.5	-177.8	-0.1
	프 랑 스	-99.4	-64.7	39.3	103.0	88.3
	이탈리아	-175.9	-246.5	-287.3	94.1	145.9
	캐 나 다	-225.8	-245.7	-225.9	-233.9	-173.9

註：國際收支 基準
資料：IMF, IFS

美國과 日本 사이와 같이 크지는 않지만 유럽의 주요국들 사이에도 상당히 큰 貿易收支의 격차가 있는 것으로 나타나고 있다. 獨逸의 경우 貿易收支 흑자규모가 統一의 영향으로 1991년에는 감소하였으나 1992년부터 점차 증가하여 1994년에는 약 457億달러에 달한 것으로 나타나고 있다. 이에 대하여 英國은 매년 상당히 큰 규모의 貿易赤字를 기록하고 있는 것으로 나타나고 있다.

2. 先進國의 財政赤字 問題

브레튼우즈 委員會는 國際通貨制度의 改編을 통하여 주요 通貨間

換率의 안정을 꾀하기 위하여서는 먼저 주요국들이 財政政策의 彈力性을 강화함으로써 經濟成長이나 失業 등 對內均衡의 달성에 있어서 財政의 역할을 증대하여야 될 것이라고 주장하였다. 그 결과 對內均衡을 달성하기 위한 通貨政策의 부담을 줄이고 換率을 안정시키기 위하여 각국의 通貨政策을 조절할 수 있는 여유를 확보하여야 한다고 建議하였다.

주요 선진국들의 財政을 硬直化시키는 가장 큰 요인은 財政赤字인 것으로 지적되고 있다. 즉, 先進國들이 만성적인 財政赤字를 기록하고 있기 때문에 景氣變動 등에 대응하여 財政支出을 적절하게 조절할 여유가 없으며 따라서 對內均衡을 달성하기 위한 수단으로서 財政政策은 극히 제한적인 역할만을 담당하게 되었다.

IMF가 조사한 G7 국가들의 GDP에 대한 全體政府(中央政府와 地方政府 포함) 財政收支의 비율은 〈表 Ⅳ-3〉에 정리되어 있다. 이 表에서 實際 財政收支의 비율은 財政收支 金額을 實際 GDP로 나눈 비율이다. 이에 대하여 構造的인 財政收支의 비율은 景氣變動을 감안한 財政收支 金額을 潛在 GDP로 나눈 비율이다.

美國과 獨逸의 경우 1981년부터 1990년까지의 10년 동안 實際 財政赤字의 GDP에 대한 비율은 각각 2%를 상회한 것으로 나타나고 있다. 같은 기간 이들 나라의 構造的인 財政赤字의 GDP에 대한 비율은 각각 2.4%와 1.8%였던 것으로 조사되고 있다. 따라서 이들 나라의 財政赤字는 長期的이고 構造的인 문제임을 알 수 있다.

美國의 GDP에 대한 實際 財政赤字의 비율이 1991부터 1993년까지 3%를 초과하였으며 1994년부터는 景氣回復의 영향으로 다소 하락한 것으로 나타나고 있다. 獨逸의 경우 統一費用의 부담으로 1991년 이후 財政赤字의 비율이 높아진 것으로 나타나고 있다. 이들 두 나라의 경우 2000년까지 재정적자 문제를 해소하기 어려울 것으로 판단된다.

〈表 Ⅳ－3〉 主要 先進國의 GDP에 대한 財政收支 比率

(單位：%)

		1981～90	1991	1992	1993	1994	展望		
							1995	1996	2000
美國	實際	-2.5	-3.2	-4.3	-3.4	-2.0	-1.9	-2.1	-2.5
	構造的	-2.4	-2.9	-3.7	-3.0	-2.1	-2.4	-2.4	-2.5
日本 (社會保障 포함)	實際	-1.1	3.0	1.5	-1.4	-3.0	-3.4	-3.0	-3.4
	構造的	-1.2	2.2	1.7	0.1	-0.7	-0.8	-0.9	-3.3
	(實際)	-4.0	-0.7	-2.3	-5.2	-6.9	-7.1	-6.7	-5.6
	(構造的)	-4.1	-1.4	-2.0	-3.8	-4.7	-4.8	-4.8	-5.6
獨逸	實際	-2.1	-3.2	-2.6	-3.3	-2.5	-2.2	-1.8	-1.2
	構造的	-1.8	-5.3	-3.6	-2.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.2
英國	實際	-2.0	-2.6	-6.1	-7.8	-6.9	-4.0	-2.4	-0.3
	構造的	-1.3	-2.7	-3.7	-4.4	-4.1	-2.2	-1.2	-0.2
프랑스	實際	-2.0	-2.2	-3.9	-5.8	-5.8	-4.7	-3.7	-2.2
	構造的	-1.7	-2.1	-3.1	-3.3	-3.4	-2.9	-2.4	-2.2
이탈리아	實際	-10.9	-10.2	-9.5	-9.5	-9.2	-8.5	-7.9	-4.5
	構造的	-11.8	-11.2	-9.6	-8.1	-8.0	-7.7	-7.4	-4.4
캐나다	實際	-4.5	-6.6	-7.1	-7.1	-5.3	-4.4	-3.5	-1.4
	構造的	-4.3	-4.8	-4.3	-4.3	-3.6	-3.8	-2.9	-1.2

註：實際 財政赤字比率은 地方政府를 포함한 全體政府의 財政收支 金額을 實際 GDP로 나눈 比率, 構造的 財政赤字比率은 景氣變動을 감안한 財政收支 金額을 潛在 GDP로 나눈 比率임. 獨逸의 경우 1990년 이전까지는 西獨의 경우이며 1990년부터는 舊 東獨地域 포함.

資料：IMF, *World Economic Outlook*, 1995年 5月號.

日本의 경우 1981년부터 1990년까지 기간 동안 實際 財政赤字의 GDP에 대한 비율은 1.1%였으며 構造的 財政赤字의 비율은 1.2%를 기록하여 주요 先進國 중 가장 양호한 財政收支를 기록한 것으로 나타나고 있다. 1991년과 1992년의 경우 日本은 경기호황의 영향으로 財政黑字를 기록하였다. 그러나 1993년과 1994년에는 國內

景氣 沈滯의 영향으로 日本의 實際 財政收支는 赤字로 반전되었다.

그런데 최근까지 日本 財政赤字의 GDP에 대한 비율이 다른 先進國에 비하여 상대적으로 낮았던 이유는 日本 政府의 社會保障을 위한 支出이 상대적으로 적었기 때문이다. 日本의 社會保障을 위한 財政支出을 다른 先進國과 유사한 수준인 것으로 가정할 경우 財政赤字의 비율은 다른 선진국에 비하여 오히려 높은 것으로 파악되고 있다.

앞으로는 日本의 財政赤字 문제가 美國이나 獨逸에 비하여 오히려 심화될 것으로 예상된다. 1995년과 1996년 日本 實際 財政赤字는 GDP에 대한 비율은 각각 3.4%와 3%에 달할 전망이며 構造的인 財政赤字의 비율은 각각 0.8%와 0.9%에 달할 것으로 예상된다. 2000년 日本 實際 財政赤字의 比率은 3.4%에 이를 것으로 전망되며 構造的인 財政赤字의 비율은 3.3%에 달할 것으로 전망되고 있어서 美國이나 獨逸 등 주요국에 비하여 오히려 높아질 것으로 예상된다. 이와 같이 앞으로 日本의 財政收支가 다른 先進國에 비하여 惡化될 것으로 전망되는 이유는 日本 국민들의 高齡化로 인하여 稅收는 감소하는 반면 政府의 支出은 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

〈表 Ⅳ－3〉에서 영국, 프랑스, 이탈리아 등 다른 先進國들의 財政赤字는 더욱 심각한 문제임을 알 수 있다. 1994년 GDP에 대한 實際 財政赤字의 비율은 英國과 프랑스의 경우 각각 6.9%와 5.8%를 기록한 것으로 나타나고 있으며 이탈리아의 경우 9.2%에 달한 것으로 조사되고 있다.

주요 先進國들의 財政을 硬直化시키는 또 다른 요인은 慢性的인 財政赤字의 결과 政府의 負債가 막대한 규모로 累積되었기 때문에 政府의 負債에 대한 利子支給의 負擔이 과중하게 되고 財政收支를 개선하기가 더욱 어렵게 되었다는 점이다.

〈表 Ⅳ－4〉에는 IMF가 조사한 G7 國家들의 GDP에 대한 各國

政府의 總負債와 純負債의 비율이 정리되어 있다. 美國의 경우 GDP에 대한 政府의 總負債 비율이 1981년부터 1990년까지 기간에는 50.5%였으나 점차 상승하여 1994년에는 68.3%에 달하게 된 것으로 조사되고 있다. 美國政府의 純負債 비율은 1981년부터 1990년까지는 36.7% 수준이었으나 1991년부터 점차 상승하여 1994년에는 56%에 달하게 된 것으로 나타나고 있다.

〈表 Ⅳ－4〉 主要 先進國 GDP에 대한 政府負債의 比率

(單位 : %)

		實績					展望		
		1981~90	1991	1992	1993	1994	1995	1996	2000
美國	純負債	36.7	49.8	53.8	56.5	56.0	55.7	55.9	56.1
	總負債	50.5	63.7	66.8	68.8	68.3	67.9	68.1	68.3
日本	純負債	20.9	5.3	4.4	4.8	7.8	11.0	13.6	21.1
	總負債	66.7	67.7	71.2	76.6	83.7	89.7	93.0	99.7
獨逸	純負債	20.6	21.4	27.7	35.1	38.4	45.4	44.9	42.1
	總負債	39.8	41.1	43.7	47.7	51.0	58.0	57.5	54.7
英國	純負債	40.3	26.7	28.1	32.5	37.7	41.7	41.9	36.9
	總負債	48.0	33.6	34.9	40.4	46.0	48.2	48.4	43.2
프랑스	純負債	22.0	27.2	30.2	34.3	40.3	43.1	44.7	46.9
	總負債	29.6	35.4	39.4	44.4	48.8	50.7	51.8	53.0
이탈리아	純負債	81.7	96.2	103.0	111.2	112.9	112.2	110.7	107.8
	總負債	80.7	105.8	113.3	122.4	124.2	123.5	121.8	118.6
캐나다	純負債	30.1	49.8	57.1	62.0	64.2	65.0	65.6	63.4
	總負債	60.9	80.1	87.5	92.2	95.2	95.4	95.6	91.0

註 : 地方政府를 포함한 全體政府 負債의 GDP에 對한 比率임. 獨逸의 경우 1990년 이전까지는 西獨, 1990년부터는 舊 東獨地域 포함. 1981년부터 1990년까지 負債比率 중 프랑스의 경우 1983년부터 1990년까지, 이탈리아의 경우 純負債는 1984년부터 1990년까지 자료임. 이탈리아의 경우 純負債는 稅金還給 債務 포함.

資料 : IMF, *World Economic Outlook*, 1995年 5月號.

美國의 財政赤字가 가까운 시일 내에 해소되기 어려울 것으로 전망되기 때문에 2000년까지 美國의 GDP에 대한 政府負債의 비율은 상당히 높은 수준에 머무를 것으로 예상되고 있다. 1995년부터 2000년까지 美國政府의 總負債와 純負債의 GDP에 대한 비율은 각각 68%와 56% 내외의 수준을 유지할 것으로 예상된다.

日本 GDP에 대한 政府의 總負債와 純負債의 비율은 1981년부터 1990년까지 각각 66.7%와 20.9%였던 것으로 조사되었다. 1991년과 1992년에는 日本의 財政收支가 黑字를 기록하였기 때문에 總負債의 비율은 각각 67.7%와 71.2%로 상승하였지만 純負債의 비율은 각각 5.3%와 4.4%로 낮아졌다. 1993년부터 日本의 財政收支가 赤字로 전환되었기 때문에 政府의 總負債와 純負債의 비율이 동시에 상승하였다. 그러나 GDP에 대한 純負債의 비율을 기준으로 판단할 때 日本 政府의 負債規模는 다른 G7 국가들에 비하여 월등히 낮은 것을 알 수 있다.

日本 國民의 老齡化로 인하여 앞으로는 財政收支가 점차 악화될 것으로 예상되기 때문에 日本政府의 負債는 점차 증가할 것으로 전망되고 있다. 1995년 日本政府의 總負債와 純負債는 각각 GDP의 89.7%와 11%로 높아질 것으로 예상되며 2000년까지는 각각 99.7%와 21.1%로 높아질 것으로 추산되고 있다.

獨逸의 경우 1981년부터 1990년까지 GDP에 대한 政府의 總負債와 純負債의 비율은 각각 39.8%와 20.6%였다. 그런데 統一 이후 財政支出의 증가로 獨逸政府의 부채는 점차 증가하여 總負債와 純負債의 GDP에 대한 비율이 1994년에는 각각 58%와 45.4%에 달하게 되었으며 1995년에는 각각 58%와 45.4%로 높아질 것으로 예상된다. 그러나 獨逸政府의 負債比率은 1996년부터 다소 낮아지기 시작하여 2000년에는 總負債와 純負債의 비율이 각각 54.7%와 42.1%에 달하게 될 것으로 예상된다.

같은 表에서 다른 先進國들의 政府도 막대한 규모의 負債를 지고

있는 것으로 나타나고 있으며 특히 이탈리아의 경우 GDP에 대한 政府의 純負債 비율이 100%를 초과한 것으로 나타나고 있다. 또한 캐나다 政府의 總負債가 GDP와 거의 같은 규모인 것으로 조사되고 있다.

〈表 Ⅳ-4〉에서 보는 바와 같이 주요 先進國 政府의 부채규모가 막대하기 때문에 이에 대한 利子支給의 부담 또한 매우 클 것으로 추측할 수 있다. 그런데 先進國 政府의 負債에 대한 利子支給額의 규모에 대한 자료는 발표된 것이 없기 때문에 추정을 통하여 짐작해 볼 수밖에 없다.

先進國 政府의 負債에 대한 利子支給의 규모를 추정해 보기 위해서는 부채의 규모에 대한 자료와 함께 負債에 대하여 지급되는 利子率의 자료가 필요하다. 그런데 각 先進國 政府의 負債 支給期日이 다양하고 여러가지 다른 종류의 債務로 구성되어 있기 때문에 負債 總額과 利子率에 대한 資料가 주어지더라도 利子支給額을 정확하게 산출하기는 매우 어려운 한계가 있다.

先進國 政府의 負債에 대한 利子支給의 규모를 개략적으로 파악하기 위하여 각 나라의 中央政府가 발행한 公債에 대한 해당 기간의 平均 利子率을 조사한 결과는 〈表 Ⅳ-5〉에 정리되어 있다. 이 表에서 日本을 제외한 다른 나라의 短期金利는 90일 滿期 財務部證券(treasury bill)의 收益率이며 각국의 長期金利는 10년 이상 滿期의 財務部債券(treasury bond)의 평균 收益率이다. 日本의 경우 短期金利는 90일 滿期 CD 收益率이다.

〈表 Ⅳ-4〉에서 각 나라 政府의 總負債 純負債의 차이에 해당하는 政府의 資產에서 발생하는 收益率이 負債에 대하여 지급하는 利子率과 같다고 가정할 경우 政府가 지급하는 利子의 純支給額은 純負債의 규모를 기준으로 추정해 볼 수 있을 것이다. 또한 각 나라 政府負債의 滿期가 短期에서 長期까지 여러가지가 있을 것이나 이들에 지급되는 利子率의 平均은 〈表 Ⅳ-5〉에서 短期金利와 長期金

〈表 Ⅳ－5〉 主要國의 政府債 金利

(單位 : 年率, %)

		1990	1991	1992	1993	1994	1995 (上半期)
美 國	短 期	7.51	5.41	3.64	3.02	4.27	5.70
	長 期	8.55	7.86	7.01	5.82	7.11	7.05
日 本	短 期[1]	7.24	7.46	4.58	3.06	2.20	1.80
	長 期	7.36	6.53	4.94	3.69	3.71	3.13
獨 逸	短 期	8.13	8.27	8.32	6.22	5.05	4.85
	長 期	8.88	8.63	7.96	6.28	6.67	6.92
英 國	短 期	14.08	10.96	8.94	5.18	5.21	6.29
	長 期	11.08	9.92	9.15	7.87	8.05	8.39
프 랑 스	短 期	10.18	9.69	10.49	8.41	5.79	7.05
	長 期	9.96	9.05	8.60	6.91	7.35	7.90
이탈리아	短 期	12.38	12.54	14.32	10.58	9.17	10.86
	長 期	11.51	13.18	13.27	11.31	10.56	12.78
캐 나 다	短 期	12.81	8.73	6.59	4.84	5.54	7.67
	長 期	10.85	9.76	8.77	7.85	8.63	8.59

註 : 期間平均, 短期金利는 90일 滿期 treasury bill rate. 長期金利는 10年 이상 滿期 government bond rate. 1) 90日 滿期 CD rate.
資料 : IMF, IFS.

利의 중간인 것으로 가정해 볼 수 있을 것이다.

이와 같은 가정하에 先進國 政府의 負債에 대한 利子支給額의 각 나라 GDP에 대한 比率을 추산한 결과는 〈表 Ⅳ－6〉에 정리되어 있다. 이 表에서 각 나라의 1995년부터의 미래 利子支給의 규모를 산출함에 있어서는 1995년 上半期의 平均 利子率을 적용하였다.

美國의 경우 GDP에 대한 政府가 부담하는 利子支給額 推定値의 比率이 매년 약 3%에 달하여 政府의 財政赤字와 거의 맞먹는 규모인 것으로 추산되었다. 다시 말하면 美國 財政赤字의 대부분은 政

府負債에 대한 利子支給으로 인하여 발생한 것으로 볼 수 있다.

1993년의 경우 美國의 經常 GDP가 6兆 3,433億달러였음을 감안할 때 〈表 Ⅳ－6〉에서 추정한 같은 해 美國 全體政府(中央 및 地方政府 포함)의 負債에 대한 利子支給額의 규모는 약 1,586億달러에 이르는 것으로 추산할 수 있다. 그런데 1993년 美國 聯邦政府의 支出 總額이 1兆 4,924億달러였다[2]. 따라서 같은 해 美國의 全體政府는 負債에 대한 利子支給을 제외한 다른 豫算에서 聯邦政府 全體支出豫算의 10% 이상 흑자를 기록하지 않으면 利子支給을 포함한 全體豫算은 赤字를 기록할 수밖에 없었던 상황인 것으로 짐작할 수 있다.

政府債의 利子率이 1995년 상반기와 동일한 수준을 유지할 경우 2000년까지 美國政府의 부채에 대한 利子支給額의 推定値는 GDP

〈表 Ⅳ－6〉 主要國 政府의 純負債에 對한 利子支給 規模 推定
(GDP에 對한 比率)

(單位 : %)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	2000
美 國	3.31	2.87	2.50	3.19	3.55	3.57	3.58
日 本	0.37	0.21	0.16	0.23	0.27	0.34	0.52
獨 逸	1.81	2.25	2.19	2.25	2.67	2.64	2.48
英 國	2.79	2.54	2.12	2.50	3.06	3.08	2.69
프 랑 스	2.55	2.88	2.63	2.65	3.22	3.34	3.51
이탈리아	12.37	14.19	12.18	11.14	13.26	13.08	12.74
캐 나 다	5.89	5.28	4.87	4.55	5.28	5.33	5.15

註 : 각 나라 GDP에 대한 政府의 純負債의 比率에 短期 및 長期 政府債 金利의 平均을 적용하여 算出한 比率, 1995年부터 미래의 경우 政府債의 利子率이 1995년 上半期와 같은 수준을 유지할 것으로 가정하였음.

2) IMF, IFS 참조.

의 약 3.6% 수준을 유지할 것으로 예상된다. 따라서 앞으로 美國의 財政赤字를 GDP의 2% 내외로 억제하기 위해서는 利子支給을 제외한 다른 豫算에서 매년 GDP의 1.5% 이상의 黑字를 기록하여야 할 것이다[3].

日本의 경우 GDP에 대한 政府의 純負債 비율이 낮고 利子率 또한 상대적으로 낮기 때문에 〈表 Ⅳ-6〉에서 政府負債에 대한 利子支給의 부담이 다른 先進國에 비하여 월등히 낮은 것으로 추산되었다. 日本政府 利子支給額 推定値의 GDP 대한 비율은 1991년 0.37%에서 1992년과 1993년에는 각각 0.21%와 0.16%로 낮아졌으며 1994년에는 0.23%로 약간 높아진 것으로 推算되었다. 日本의 金利가 1995년 上半期와 같은 수준을 유지할 경우 GDP에 대한 政府의 利子支給額 추정치의 비율은 1995년과 1996년 각각 0.27%와 0.34%로 매우 낮을 것으로 예상되며 2000년에는 다소 높아져서 0.52%에 이를 것으로 추산된다.

獨逸의 경우 1981년부터 1990년까지 政府의 財政狀態가 비교적 健實하였기 때문에 1991년 GDP에 대한 政府의 純負債 비율이 21.4%로 日本을 제외한 다른 G7 국가들 중 가장 낮았다. 따라서 같은 해 獨逸의 金利가 美國이나 日本에 비하여 상대적으로 높았음에도 불구하고 獨逸政府의 負債에 대한 利子支給의 부담은 GDP의 1.81%로 비교적 낮게 추정되었으며 〈表 Ⅳ-3〉에서 GDP에 대한 實際財政赤字 비율 3.2%에 비하여 약 1.4% 포인트 낮았다. 그런데 統一 이후 매년 계속되는 財政赤字로 인하여 獨逸 政府의 純負債 규모가 점차 커짐에 따라 이에 대한 利子支給額 추정치의 규모도 점차 확대되어 1994년에는 GDP의 2.25%로 같은 해 GDP에 대한

---

3) 1995년의 경우 美國의 經常 GDP가 7兆달러에 이를 경우 政府의 利子支給을 제외한 다른 豫算에서 1,000億달러 이상의 黑字를 기록하여야 GDP에 대한 財政赤字의 비율을 〈表 Ⅳ-3〉에서와 같이 1.9%로 억제할 수 있을 것이다.

實際 財政赤字 비율 2.5%와 거의 같게 되었다.

獨逸의 金利가 1995년 上半期와 같은 수준을 유지할 것으로 가정할 경우 1995년과 1996년 政府의 負債에 대한 利子支給額의 규모는 각각 GDP의 2.67%와 2.64%에 달할 것으로 추산되어 해당 연도 財政赤字의 규모보다 각각 커질 것으로 추산되었으며 2000년에는 GDP에 대한 政府의 利子支給 추정치의 비율이 2.48%로 〈表 Ⅳ－3〉에서 같은 해 GDP에 대한 實際 財政赤字 비율 전망치 1.2%의 약 2배에 달하게 될 것으로 추산된다. 따라서 앞으로 獨逸의 경우도 美國의 경우와 같이 政府의 利子支給을 제외한 다른 豫算에서 상당히 큰 폭의 黑字를 기록하지 않는 한 利子支給을 포함한 全體豫算이 均衡을 이루기는 어려울 것이다.

英國과 프랑스의 경우에도 1991년부터 1994년까지 政府의 부채에 대한 利子支給額이 該當年度 GDP의 2%를 초과한 것으로 추정되었으며 따라서 財政赤字 중 상당히 큰 부분이 利子支給으로 인한 政府의 支出에서 기인된 것으로 짐작할 수 있다. 또한 1995년 이후 이들 나라의 金利가 각각 1995년 上半期와 같은 수준을 유지할 경우 1995년과 1996년 및 2000년에 이들 나라 政府의 純負債에 대한 利子支給額이 GDP의 3% 이상에 달하게 될 것으로 추정되고 있어서 매우 큰 財政的인 부담이 될 것으로 예상된다.

〈表 Ⅳ－6〉에 정리된 推定의 결과를 기준으로 판단할 때 G7 국가들 중 政府의 利子支給 부담이 가장 큰 나라는 이탈리아와 캐나다인 것을 알 수 있다. 특히 이탈리아의 경우 政府의 純負債에 대한 利子支給額이 매년 GDP의 10%를 훨씬 초과하는 것으로 추정되었다. 따라서 政府의 利子支給을 제외한 다른 豫算에서 막대한 규모의 黑字를 기록하지 않는 한 財政黑字를 실현하기가 거의 불가능한 실정임을 짐작할 수 있다.

3. 中央銀行 外換市場 介入의 效率性

주요 通貨間 換率의 급격한 變動과 지나친 均衡離脫을 방지하기 위하여서는 目標換率帶(target zone)와 같은 일정한 범위를 설정하고 실제 換率이 허용된 範圍 내에서 안정되도록 管理할 수 있는 手段이 존재하여야 될 것이다. 이때 先進國들은 보다 長期的인 관점에서 通貨政策과 財政政策이 換率政策과 조화를 유지할 수 있도록 조정하여야 할 것이다. 이와 동시에 換率이 일시적으로 目標範圍에서 벗어날 경우 外換市場에 介入하여 換率을 허용된 範圍로 되돌리도록 하는 노력이 필요할 것이다[4].

短期的으로 換率이 허용된 범위 내에서 안정되도록 유도하기 위하여 IMF와 같은 國際的인 監視機構와 先進國 中央銀行들이 外換市場 介入에 개입할 것이다. 그런데 中央銀行 등이 外換市場에 介入하여 실제로 換率이 의도하는 방향으로 조정되도록 유도하지 못할 경우에는 換率變動의 許容範圍를 설정하여 換率을 안정시키기 위한 새로운 國際通貨制度에 대한 信賴性이 低下되고 國際的인 金融危機가 발생할 때 攻擊的인 換投機로 인하여 外換市場이 극도로 攪亂되고 결국에 가서는 새로운 體制가 붕괴될 것이다. 따라서 國際通貨制度 改編의 가능성에 대하여 논하기에 앞서 中央銀行 등이 外換市場에 介入하여 換率을 의도하는 방향으로 誘導할 수 있는지에 대하여 확인해 보는 것이 필요하다.

中央銀行 등의 外換市場 介入이 실제로 換率을 안정시킬 수 있을 것인가에 대하여 疑問이 제기되고 있다[5]. 특히 앞에서 살펴본 바와

---

4) 브레튼우즈 委員會의 제안과 같이 換率의 변동을 허용하는 目標의 範圍가 長期的으로는 필요에 따라 조정될 수 있는 彈力性을 가질 수도 있을 것이다. 그러나 이 경우에도 새로운 目標帶가 설정될 때까지는 換率이 旣存의 目標帶에서 안정되도록 유도하여야 할 것이다.

5) M. D. Bordo and A. J. Schwartz, "What Has Foreign Exchange Market since the Plaza Agreement Accomplished?," *Open Economic Review*, Vol. 2, 1991, pp. 39~64 참조.

같이 國際的인 資本移動 등으로 인하여 매일 막대한 규모의 外換이 거래되고 있는 현실을 감안할 때 中央銀行 등이 제한된 규모로 外換市場에 介入함으로써 換率을 의도하는 방향으로 변동하도록 유도하기는 거의 불가능할 것이라는 懷疑的인 견해의 정당성이 인정될 수도 있을 것이다.

第II章의 〈表 II－7〉 및 〈表 II－8〉에 정리된 實證分析의 결과에서 주요 先進國들이 變動換率制度로 이행한 1973년 3월 이후 日本 및 獨逸과 美國 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동이 엔/달러 換率 및 마르크/달러 換率에 미친 영향은 크지 않았던 것으로 나타나고 있다. 특히 中央銀行들에 의한 外換市場 介入은 대부분의 경우 風勢對抗的(leaning against the wind)인 방법으로 이루어지고 있다. 따라서 中央銀行이 外換市場에 介入함으로써 換率을 의도하는 방향으로 조정할 수 있었다면 日本과 獨逸 中央銀行의 對外準備高가 美國 中央銀行의 對外準備高에 비해 상대적으로 증가함에 따라 엔/달러 換率과 마르크/달러 換率이 각각 상승한 것으로 나타나야 할 것이다. 그러나 〈表 Ⅳ－7〉과 〈表 Ⅳ－8〉에서 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동으로 인한 換率變動의 효과는 이러한 예상과 방향이 반대로 나타난 경우도 있는 것을 볼 수 있다. 이와 같은 결과는 外換市場에 介入함으로써 換率을 의도하는 방향으로 誘導하기가 매우 어렵다는 사실을 나타내는 증거로 해석될 수 있을 것이다.

그런데 變動換率制度로 이행된 후 換率을 안정시키기 위한 先進國 中央銀行들의 협조가 항상 이루어졌던 것은 아니다. 예를 들면 1993년 2월부터 엔貨의 달러貨에 대한 가치가 급격하게 상승하는 상황에서 日本 中央銀行은 엔貨의 가치상승을 저지하기 위하여 外換市場에 적극적으로 介入하고 엔/달러 換率을 안정시키기 위한 美國과의 共同 努力을 호소하였다. 그러나 美國政府와 FRB는 日本에 대한 貿易逆調를 개선하기 위하여 달러貨의 가치하락을 용인하는

태도를 취하였다. 더욱이 換率變動과 관련된 당사국들의 利害가 상반된 경우 中央銀行들은 換率에 미치는 효과가 서로 반대 방향으로 相殺되도록 外換市場에 介入한 경우도 있었다.

이와 같은 사실들을 감안할 때 〈表 II－7〉과 〈表 II－8〉의 각 추정에서 나타난 결과만을 근거로 中央銀行 등이 어떤 방법으로 外換市場에 개입하더라도 換率에 영향을 미치지 못할 것으로 단정하는 것은 성급한 결론이 될 수도 있는 것으로 판단된다. 換率을 안정시키기 위하여 모든 參與國들과 監視機構의 공동 노력을 전제로 하는 경우 中央銀行들의 상반된 外換市場 介入은 排除될 수 있다. 따라서 새로운 國際通貨制度로 이행된 후 換率을 실제로 안정시킬 수 있을지의 여부를 판단하기 위해서는 中央銀行들이 協力하여 外換市場에 공동으로 介入함으로써 換率을 의도하는 방향으로 誘導할 수 있는지에 대하여 검토해 보아야 할 것이다.

歷史的인 기록을 검토해 보면 주요 통화간 換率을 調整하거나 安定시키기 위한 先進國들의 협조가 비교적 잘 유지된 期間은 1985년 9월 플라자協定부터 1987년 2월 르아브르協定을 전후한 시점까지임을 알 수 있다[6]. 플라자協定 이후 주요 先進國의 中央銀行들은 달러貨의 가치를 下向調整하기 위하여 外換市場에 공동으로 개입하였다. 또한 르아브르會議에서 先進國들은 주요 換率을 당시의 수준('around the current levels')에서 안정시키기로 合議하고 이를 위하여 中央銀行들이 공동으로 外換市場에 개입하였다. 그러나 이와 같은 協助體制는 1987년 10월 美國 뉴욕 證券市場에서 株價가 폭락한 후 各 先進國이 國內問題를 우선적으로 해결하기 위하여 經濟政策의 기조를 旋回시킴과 동시에 약화되기 시작한 것으로 알려지고 있다.

이와 같은 歷史的인 사실을 고려할 때 새로운 國際通貨制度로 이

---

6) Yoichi Funabashi, *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, Institute for International Economics, 1988 참조.

행될 경우 先進國 中央銀行 등이 공동으로 外換市場에 介入하여 換率을 의도하는 방향으로 조정되도록 유도할 수 있는지를 알아보기 위하여는 先進國들의 協助體制가 비교적 잘 유지된 1985년 3/4分期부터 1987년 2/4分期까지의 기간 동안 中央銀行들의 外換市場 介入이 換率에 어떤 영향을 미쳤는지를 분석해 볼 필요가 있다.

그런데 換率의 調整 및 安定을 위한 주요 先進國間 協助體制가 유지된 것은 1985년 중반부터 1987년 중반까지의 비교적 짧은 期間이기 때문에 이 기간의 資料만을 사용하여 回歸分析을 하기에는 標本의 수가 너무 작은 문제가 있다. 이와 같은 資料不足의 문제를 克服하기 위하여 協助體制가 유지된 기간을 구분하는 더미變數를 說明變數로 사용하는 기법을 생각해 볼 수 있다. 즉, 期間을 구분하는 더미變數와 中央銀行 對外準備高의 변동을 표시하는 변수를 곱하여 協助體制가 유지된 기간 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동을 표시하는 새로운 변수를 산출할 수 있다[7]. 이 새로운 變數를 說明變數에 추가하여 換率變動을 설명하는 回歸方程式을 추정할 경우 協助體制가 유지된 기간에 있어서 中央銀行 對外準備高 변동이 換率에 미친 영향의 차이를 구분할 수 있을 것이다. 또한 기간을 구분하는 더미變數 자체도 說明變數로 추가할 경우 協助體制가 유지된 기간 동안 평균적인 換率變動의 차이도 파악할 수 있을 것이다.

이와 같은 방법으로 엔/달러 換率의 變動要因을 추정한 결과는 〈表 Ⅳ－7〉에 정리되어 있다. 이 表에서 先進國의 協助體制가 유지된 기간을 구분하는 더미變數와 같은 기간 中央銀行 對外準備高 변동의 상대적인 차이를 표시하는 변수이외의 다른 說明變數들은

---

7) 先進國들의 協助體制가 유지된 기간을 구분하는 더미變數는 1985년 3/4分期부터 1987년 2/4分期까지는 1의 값을 가지고 다른 기간에는 0의 값을 가지는 인위적인 變數이다. 따라서 中央銀行 對外準備高 변동을 표시하는 變數와 이 더미變數를 곱할 경우 協助體制가 유지된 기간에는 원래의 中央銀行 對外準備高 변동의 값과 같고 나머지 기간에는 0의 값을 가지는 새로운 變數가 된다.

〈表 Ⅳ－7〉 엔/달러 換率 變動 要因 分析

說 明 變 數	說明變數로 사용된 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 資料의 形態				
	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 對한 比率 (固定換率 適 用)	通貨量에 對한 比率 (期間平均 換率適用)
常 數	-0.0160	-0.0143	-0.0059	-0.0131	-0.0043
	(-1.7446)	(-1.5858)	(-0.6864)	(-1.4678)	(-0.4999)
都賣物價上昇率差異	0.3707	0.3291	0.2224	0.3045	0.2163
	(1.2121)	(1.0867)	(0.7972)	(1.0084)	(0.7611)
通貨量增加率差異	0.1676	0.1754	0.1235	0.1769	0.2940
(當 期)	(1.0818)	(1.1733)	(0.8869)	(1.1992)	(2.1265)
通貨量 增加率差異	0.1268	0.1100	-0.0056	0.1043	0.0162
(前 期)	(0.7752)	(0.6953)	(-0.0379)	(0.6697)	(0.1055)
金 利 差 異	-0.4397	-0.4037	-0.2883	-0.3906	-0.2739
(優待貸出金利)	(-2.7788)	(-2.6280)	(-1.9857)	(-2.5629)	(-1.8966)
經常收支 差異	-0.0032	-11.591	-17.040	-3.4260	-4.0259
	(-1.9873)	(-2.5845)	(-4.6945)	(-2.8543)	(-4.5171)
資本收支 差異	-0.0107	-37.795	-50.677	-10.986	-11.844
	(-2.2098)	(-2.7844)	(-4.9272)	(-3.0574)	(-4.7470)
中央銀行 對外準備高	-0.0016	-1.6752	10.469	-0.7318	1.9119
變動差異	(-0.5997)	(-0.3344)	(2.1502)	(-0.1465)	(2.0117)
中央銀行 對外準備高[1]	0.0082	16.105	10.654	15.957	1.8464
變動差異(1985.Ⅲ～87.Ⅱ)	(1.7309)	(1.8577)	(1.4711)	(1.8625)	(1.0578)
期間더미[2]	-0.0649	-0.0640	-0.0572	-0.0644	-0.0438
(1985.Ⅲ～87.Ⅱ)	(-2.7421)	(-2.8274)	(-2.7942)	(-2.8488)	(-2.3957)
$\bar{R}^2$	0.2301	0.2619	0.3655	0.2763	0.3450
D.W.	2.0344	2.0419	2.0089	2.0426	2.0265
ρ	-0.1671	-0.1800	-0.1797	-0.1777	-0.2164
	(-1.2405)	(-1.3335)	(-1.3361)	(-1.3174)	(-1.5797)

註：1) 中央銀行 對外準備高 變動差異(1985.Ⅲ～87.Ⅱ)는 中央銀行 對外準備高 變動差異에 期間더미를 곱하여 算出하였음.

2) 期間더미는 換率調整을 위한 先進國의 協助體制가 유지되었던 1985년 3/4分期부터 1987년 2/4分期까지를 1로 하고 다른 期間은 0으로 한 더미變數임. 다른 사항에 대하여서는 〈表 Ⅱ－7〉의 註記 참조.

〈表 II－7〉에서와 같다. 다만 〈表 II－7〉에서 엔/달러 換率에 큰 影響을 미치지 않는 것으로 나타난 日本과 美國 實質 GDP 增加率의 상대적인 차이와 國際油價 上昇率은 說明變數에서 제외하였다.

〈表 Ⅳ－7〉에 정리된 각 추정의 결과에서 先進國들의 協助體制가 유지된 기간 엔/달러 換率은 다른 기간에 비하여 상당히 큰 폭으로 下落한 것으로 나타나고 있다. 즉, 기간 더미變數의 係數 추정치는 약 －0.044(다섯번째 추정) 내지 －0.065(첫번째 추정)로 나타나고 있다. 이는 協助體制가 유지된 기간 동안 달러貨에 대한 엔貨의 가치가 다른 期間에 비하여 分期平均 4.4% 내지 6.5% 포인트 더 上昇하였음을 의미한다.

美國 달러貨의 가치는 1985년 초까지 과도하게 高評價되었기 때문에 美國의 貿易收支가 대폭적인 赤字를 기록하고 있었다. 이와 같은 사실에 대한 공동인식하에 1985년 9월 플라자會議에서 先進國들은 달러貨 가치를 下向調整시키기 위하여 協力하기로 결정한 것이 協助體制가 형성된 직접적인 계기가 되었다. 따라서 先進國의 協助體制가 유지된 기간동안 엔貨의 가치가 다른 기간에 비하여 상대적으로 상승한 것으로 나타나고 있다.

또한 先進國의 協助體制가 유지된 기간에는 中央銀行이 外換市場에 介入함으로써 換率을 意圖하는 방향으로 調整하는 효과가 다른 기간에 비하여 컸던 것으로 나타나고 있다. 즉, 각 推定의 결과에서 協助體制가 유지된 기간 동안 日本과 美國 中央銀行 對外準備高의 상대적인 변동의 효과를 표시하는 係數推定値의 값들이 모두 正(＋)의 符號를 갖고 있으며 각각의 t統計를 기준으로 판단할 때 統計的인 有意性도 상당히 높다. 이는 같은 기간 日本 中央銀行이 外換市場에 介入하여 外換(달러)을 賣却한 경우(혹은 美國 FRB가 엔貨를 買入한 경우) 엔/달러 換率이 下落(엔貨의 가치 上昇)하는

효과가 다른 기간에 비하여 컸음을 의미한다[8].

첫번째와 두번째 및 네번째 推定의 결과에서는 日本 中央銀行 對外準備高가 美國 中央銀行의 對外準備高에 비하여 상대적으로 증가한 경우 다른 기간에는 엔/달러 換率이 오히려 下落한 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 中央銀行에 의한 風勢對抗的인 外換市場 介入으로 다른 기간에는 換率을 의도하는 방향으로 조정하지 못함을 의미한다. 그러나 이들 推定의 결과에서도 協助體制가 유지된 기간에는 日本 中央銀行의 對外準備高가 상대적으로 증가한 경우 엔/달러 換率이 上昇한 것으로 나타나고 있다. 따라서 先進國의 協助體制가 유지된 기간에는 中央銀行의 外換市場 개입으로 인한 換率調整의 효과가 커진 것으로 해석할 수 있다.

같은 방법으로 마르크/달러 換率의 變動要因을 분석한 결과는 〈表 Ⅳ－8〉에 정리되어 있다[9]. 이 表의 各 推定에서도 先進國의 協助體制가 유지된 1985년 3/4分期부터 1987년 2/4分期까지의 기간 동안 마르크/달러 換率도 평균적으로 下落(마르크貨 가치의 상승)한 것으로 나타나고 있다.

또한 各 推定의 결과에서 協助體制가 유지된 기간 동안 獨逸 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 증가한 경우 마르크/달러 換率의 上昇效果가 다른 기간에 비하여 커진 것으로 나타나고 있다. 따라서 마르크/달러 換率의 경우에도 換率調整을 위하여 先進國의 中央銀行들이 협력하여 外換市場

---

8) 플라자會議에서 先進國 中央銀行들은 달러를 賣却하고 엔貨와 마르크貨 등 다른 주요 通貨를 買入하기 위하여 總 180億달러 규모의 對外準備高를 사용하기로 합의하였다. 실제로 1985년 10월 말까지 先進國 中央銀行들이 이와 같은 外換市場 介入을 위하여 사용한 對外準備高는 102億달러였던 것으로 조사되었다. Yoichi Funabashi, *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, 1988, p. 23 참조.

9) 〈表 Ⅳ－8〉의 各 推定에서는 〈表 Ⅱ－8〉에 정리된 各 推定의 결과에서 마르크/달러 換率에 큰 영향을 미치지 못하는 것으로 나타난 國際油價의 변동을 說明變數에서 제외하였다.

〈表 Ⅳ－8〉 마르크/달러 換率 變動 要因 分析

說 明 變 數	說明變數로 사용된 國際收支 및 中央銀行 對外準備高 資料의 形態				
	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 對한 比率 (固定換率 適 用)	通貨量에 對한 比率 (期間平均 換率適用)
常 數	0.0196	0.0131	0.0151	0.0157	0.0165
	(2.2491)	(1.6645)	(2.0650)	(2.0120)	(2.1318)
實質GDP增加率差異	-0.5220	-0.5056	-0.5049	-0.5871	-0.4963
(前 期)	(-1.0578)	(-1.0263)	(-1.1232)	(-1.2277)	(-1.0872)
消費者物價上昇率差異	1.8133	1.6089	1.7504	1.7118	1.6011
	(1.9726)	(1.8331)	(2.1423)	(2.0040)	(1.8799)
通貨量 增加率差異	0.1030	0.1203	0.0281	0.1011	0.1058
	(0.4906)	(0.5688)	(0.1401)	(0.4921)	(0.5224)
金 利 差 異	-0.4059	-0.4357	-0.3481	-0.3692	-0.3236
(優待貸出金利)	(-1.9472)	(-1.7272)	(-1.4789)	(-1.5549)	(-1.3621)
經常收支 差異	-0.0055	-8.9747	-11.410	-1.7287	-1.4424
	(-2.3497)	(-2.4361)	(-4.7119)	(-3.1624)	(-4.6956)
資本收支 差異	-0.0086	-14.720	-24.122	-3.2465	-2.9148
	(-1.5084)	(-1.5747)	(-3.8310)	(-2.2827)	(-3.8633)
中央銀行 對外準備高	-0.0004	-0.5730	3.6089	0.0669	0.1523
變動差異	(-0.1113)	(-0.1791)	(1.5193)	(0.0255)	(0.6261)
中央銀行 對外準備高[1]	0.0144	12.553	14.491	15.036	1.1704
變動差異(1985.Ⅲ～87.Ⅱ)	(1.3626)	(1.3515)	(2.0102)	(1.6412)	(1.4566)
期間더미[2]	-0.0574	-0.0533	-0.0193	-0.0538	-0.0209
(1985.Ⅲ～87.Ⅱ)	(-2.4270)	(-2.3471)	(-0.9137)	(-2.4371)	(-0.9134)
$\overline{R}^2$	0.2254	0.2352	0.3035	0.2660	0.2768
D.W.	2.0342	2.0422	2.0571	2.0226	2.0242
ρ	-0.1089	-0.1114	-0.1706	-0.1312	-0.1619
	(-0.9184)	(-0.9421)	(-1.4288)	(-1.1088)	(-1.3427)

註：1) 中央銀行 對外準備高 變動差異(1985.Ⅲ～87.Ⅱ)는 中央銀行 對外準備高 變動差異에 期間더미(1985.Ⅲ～87.Ⅱ)를 곱하여 算出하였음.

2) 期間더미(1985.Ⅲ～87.Ⅱ)는 換率調整을 위한 先進國의 協助體制가 유지되었던 1985년 3/4分期부터 1987년 2/4分期까지를 1로 하고 다른 期間은 0으로 한 더미 變數임.

다른 사항에 대하여서는 〈表 Ⅱ－8〉의 註記 참조.

에 介入함으로써 換率을 의도하는 방향으로 調整하는 효과가 커진 것으로 판단할 수 있다.

筆者의 다른 硏究에서는 先進國들이 變動換率制度로 이행된 후의 전체 기간을 몇 개의 期間으로 구분하여 각 기간에서 엔/달러 換率과 마르크/달러 換率의 變動要因을 분석하였다[10]. 이와 같은 分析의 결과에서도 換率調整을 위한 先進國들의 協助體制가 유지된 1985년 3/4分期부터 1987년 2/4分期까지를 포함하는 期間의 資料를 분석한 결과에서는 中央銀行에 의한 外換市場 介入이 換率을 의도하는 방향으로 調整하는 효과가 높았던 것으로 나타났다.

이와 같은 分析의 결과는 先進國의 中央銀行들이 협력하여 공동으로 外換市場에 介入할 경우 換率을 의도하는 방향으로 조정하는 효과가 커질 수 있음을 의미한다. 즉, 각국의 中央銀行이 개별적으로 外換市場에 介入할 경우에는 換率을 效率的으로 조정하지 못하더라도 中央銀行들이 공동으로 外換市場에 介入할 경우에는 換率을 의도하는 방향으로 조정할 수 있는 것으로 해석할 수 있다.

새로운 國際通貨制度로의 개편을 논함에 있어서 이러한 가능성은 중요한 의미를 지닌다. 즉, 國際的인 監視機構나 각국의 中央銀行이 共同으로 外換市場에 介入함으로써 換率을 단기적으로 안정시킬 수 있기 때문에 새로운 國際通貨制度에 대한 信賴를 구축할 수 있고 따라서 體制維持가 가능할 것으로 판단할 수 있기 때문이다.

換率을 허용된 범위에서 안정시키기 위하여 國際的인 監視機構와 각국 中央銀行들이 義務的으로 外換市場에 介入하도록 규정할 경우 換率을 안정시키기 위하여 모든 나라가 協力할 것으로 예상되기 때문에 一般 去來者들은 가까운 미래에 換率이 큰 폭으로 변동하지는 않을 것으로 예상할 것이다. 그 결과 단기적인 差益을 노린 攻擊的인 換投機(speculative attack)는 줄어들게 되어 換率의 급격한 變

10) 金宗萬, 『外換 및 資本 自由化가 換率에 미치는 影響』, 1995, pp. 97 ~ 116 참조.

動을 방지하는 데 도움이 될 것이다. 또한 이때 換率을 안정시키기 위한 中央銀行 등의 外換市場 介入은 보다 큰 효과를 발휘하게 될 수도 있을 것이다.

4. 最近 主要 換率水準의 適正性

새로운 國際通貨制度로 이행할 경우 주요 通貨間 換率을 안정시키기 위한 範圍 즉, 目標帶(target zone 또는 target range)를 정하여야 될 것이다. 이를 위하여 먼저 여러 상황을 고려하여 適正하다고 판단되는 水準을 中心換率(central rate)로 정하고 이를 기준으로 일정한 범위를 目標帶로 정하는 節次를 밟게 될 것이다.

國際通貨制度의 改編이 즉각 단행되는 경우를 가정해 보자. 이때 가장 먼저 해결하여야 할 사항은 주요 通貨間 中心換率들을 결정하는 일이다. 中心換率은 당사국들의 經濟狀況이나 經常收支 등을 고려하여 적정한 수준에서 결정하여야 될 것이다. 그런데 실제로 어떤 水準의 換率이 적정한가를 판단함에 있어서 당사국들의 利害가 대립될 수도 있다. 예를 들면 엔/달러 換率의 中心換率을 결정함에 있어서 日本은 엔貨와 달러貨의 상대적인 購買力을 기준으로 1달러당 150엔이 적정한 換率이라고 주장할 수 있을 것이다. 이에 대하여 美國은 두 나라 經常收支의 상대적인 차이를 감안할 때 1달러당 100엔이 적정한 換率이라고 주장할 수도 있을 것이다.

換率을 안정시키기 위한 目標帶의 설정과 관련하여 當事國들의 意見對立을 해소하기 위한 가장 손쉬운 길은 최근의 市場換率을 기준으로 中心換率을 결정하는 방법일 수도 있다[11]. 그런데 최근의 市

---

11) 르아브르會議에서 주요 換率을 어느 수준에서 안정시킬 것인지에 대하여 당사국들의 견해가 대립되었다. 이때 異見을 조정하는 방편으로 당시의 換率水準(around the current levels)에서 안정시키기로 합의하였다. Yoichi Funabashi, *Managing the Dollar : From the Plaza to the Louvre*, 1988, p. 183 참조.

場換率이 적정한 수준에서 큰 폭으로 離脫한 경우에는 이를 기준으로 中心換率을 결정하는 데에도 문제가 발생할 수 있고 따라서 새로운 國際通貨制度로 이행함에 있어서 걸림돌이 될 수도 있을 것이다. 이와 같은 관점에서 國際通貨制度의 改編이 즉각적으로 이루어질 수 있는지 여부를 판정하기 위하여 최근 주요 換率의 수준이 적정한지에 대하여 검토해 볼 필요가 있다.

換率의 적정성을 평가하는 방법으로 각 通貨의 상대적인 購買力과 換率을 비교해 볼 수 있을 것이다. 즉, 실제 換率이 購買力等價値에서 큰 폭으로 이탈한 경우 적정한 수준이라고 판정하기는 어려울 것이다.

매키논(McKinnon) 敎授는 購買力을 기준으로 評價한 결과 1985년 말 또는 1986년 초의 엔/달러 換率과 마르크/달러 換率은 적정한 수준이었다고 주장하였다. 그의 분석에 따르면 1985년 초에는 달러貨가 엔貨, 마르크貨에 비하여 高評價되었으며 반대로 1986년 중반에는 엔貨와 마르크貨가 高評價된 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 분석의 결과를 참고하여 1985년과 1986년의 平均換率이 적정한 수준이었던 것으로 가정하고 그간 해당국 物價水準의 상대적인 변동을 감안하여 최근의 엔/달러 및 마르크/달러 換率水準이 적정한지에 대하여 評價해 보기로 하자.

〈表 Ⅳ－9〉에는 1985년과 1986년의 平均을 100으로 할 때 최근 주요 通貨의 對美 달러 實質換率과 美國을 포함한 주요국 通貨의 實質實效換率 水準의 變動推移가 정리되어 있다. 이 表에서 각 實質換率은 名目換率과 해당국 都賣物價(生産者物價)의 상대적인 변동을 감안하여 산출하였으며 각 實質實效換率은 IMF가 산출한 都賣物價의 상대적인 변동을 고려한 實質實效換率(IFS tape의 line

---

12) R. I. McKinnon, "Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability : A Proposal," 1988, p. 91, Fig. 2 및 p. 92, Fig. 3 참조.

〈表 Ⅳ－9〉 最近 主要 實質換率 및 實質實效換率 推移
(1985·1986 平均 ＝100)

	1990	1991	1992	1993	1994	1994.Ⅳ	1995.Ⅰ	1995.Ⅱ
엔/달러 實質換率	84.8	78.9	75.7	70.1	66.8	65.2	64.5	58.2
마르크/달러 實質換率	72.2	72.6	67.8	72.9	72.0	68.6	66.4	63.2
파운드/달러 實質換率	73.4	70.2	68.8	78.6	76.2	73.5	73.4	72.8
프랑/달러 實質換率	72.0	75.7	72.7	81.2	79.7	74.8	71.9	68.2
리라/달러 實質換率	65.9	65.0	63.6					
캐나다달러/달러 實質換率	87.4	86.9	91.7	96.3	97.6	95.8	96.4	94.6
美·달러貨 實質實效換率	79.4	77.6	75.4	78.0	76.5	73.8		
日·엔貨 實質實效換率	100.3	107.3	110.3	126.8	132.2	132.8		
獨·마르크貨 實質實效換率	104.2	103.9	107.6	110.2	109.4	110.5		
英·파운드貨 實質實效換率	103.7	108.7	107.0	101.0	102.7	102.5		
프·프랑貨 實質實效換率	104.2	101.0	102.4	103.8	103.0	103.9		
伊·리라貨 實質實效換率	112.0	114.7	111.9	98.4	96.6	95.2		
캐·달러貨 實質實效換率	108.0	108.3	102.7	99.0	97.1	98.6		

註 : 主要 通貨의 對美달러 實質換率과 實質實效換率은 각각 都賣物價(生産者物價)의 상대적인 變動을 감안하여 算出하였으며 1985년과 1986년의 平均水準을 각각 100으로 할 때 상대적인 수준을 표시함. 實質實效換率은 IFS 資料(line 63ey)를 기준으로 換算하였음. IFS에서는 實質實效換率을 計算함에 있어서 相對國에 대한 貿易規模(輸出＋輸入)를 加重値로 사용하고 있음.

63ey : 基準年度 1990)의 基準을 조정한 것이다.

먼저 주요 通貨의 對美 달러 實質換率의 變動推移를 살펴보면 1985~1986년 平均과 비교할 때 최근 美國 달러貨는 日本 엔貨나 유럽 주요국의 通貨에 대하여 상당히 低評價되어 있는 것으로 나타나고 있다. 특히 1995년 2/4分期 엔/달러 實質換率은 58.2로 나타나고 있어서 달러貨의 엔貨에 대한 實質價値가 1985년과 1986년의 평균에 비하여 41.8% 下落하였으며 반대로 엔貨의 달러貨에 대한 實質價値는 71.8% 上昇하였음을 알 수 있다.

같은 分期 마르크/달러, 파운드/달러 및 프랑/달러 實質換率은 각각 63.2, 72.8 및 68.2로 나타나고 있어서 美國 달러貨의 獨逸 마르크貨와 英國 파운드貨 및 프랑스 프랑貨에 대한 實質價値는 1985~1986년 평균에 비하여 각각 36.8%, 27.2% 및 31.8% 下落하였음을 알 수 있다.

같은 表에서 各 實質實效換率의 變動推移를 비교해 보아도 最近 들어 달러貨는 다른 주요 通貨에 대하여 상당폭 低評價되었음을 알 수 있다. 1994년 4/4分期 美國 달러貨 實質實效換率은 73.8로 나타나고 있어서 美國의 各 貿易 相對國에 대한 輸出과 輸入 規模를 加重値로 적용한 달러貨의 實質價値는 1985~1986년 期間에 비하여 26.2% 下落한 것을 알 수 있다.

이에 대하여 1985~1986년 기간과 비교할 때 같은 방법으로 계산한 1994년 4/4分期 日本 엔貨의 實質價値는 32.8% 상승한 것으로 나타나고 있으며 獨逸 마르크貨와 英國 파운드貨 및 프랑스 프랑貨 등 유럽 주요국 通貨의 平均 實質價値는 각각 10.5%, 2.5% 및 3.9% 上昇한 것을 알 수 있다[13].

---

13) 〈表 Ⅳ-9〉에서 1994년 4/4分期 엔/달러 實質換率과 마르크/달러 實質換率은 각각 65.2와 68.6으로 큰 차이가 없었던 것으로 나타났고 이에 대하여 같은 分期 엔貨의 實質實效換率과 마르크貨의 實質實效換率은 각각 132.8과 110.5로 상당히 큰 차이가 있었던 것으로 나타났다. 그 이유는 日本과 獨逸 貿易 상대국의 比重이 다르기 때문이다. 즉, 日本의

매키논 敎授가 분석한 결과에서 各 通貨의 상대적인 購買力을 기준으로 1985년 말과 1986년 초 사이의 엔/달러, 마르크/달러 換率이 적정한 수준이었던 것으로 나타난 점을 감안할 때 〈表 Ⅳ－9〉에 정리된 내용은 최근 달러貨의 價値가 購買力에 비하여 크게 低評價되었음을 나타내는 증거인 것으로 해석할 수 있다. 또한 최근 日本 엔貨의 價値는 購買力에 비하여 크게 高評價되었으며 獨逸 마르크貨의 價値도 상당폭 高評價된 상태임을 나타내는 증거로 해석할 수 있다.

이와 같이 볼 때 최근 주요 通貨間 換率은 各 通貨의 상대적인 購買力을 기준으로 평가한 적정한 수준에서 상당히 크게 離脫한 것으로 評價되며, 換率을 안정시키기 위한 目標範圍를 최근의 市場換率을 중심으로 결정하는 것은 합리적이지 못한 것으로 판단된다. 따라서 즉각 새로운 國際通貨制度로 移行할 경우 각 換率의 目標帶를 결정함에 있어서 당사국들의 견해가 대립될 소지가 큰 것으로 판단된다. 換率을 안정시키기 위한 目標를 설정함에 있어서 주요 先進國間의 意見對立은 國際通貨制度의 改編에 걸림돌로 작용하게 될 것이다.

5. 國際通貨制度의 改編이 可能한 時期에 대한 展望

앞에서 살펴본 주요 先進國들의 經濟狀況과 주요국 政府의 財政狀態 및 최근 주요 換率의 수준 등을 종합적으로 고려할 때 가까운 시일 내에 주요 換率을 안정시킬 수 있는 새로운 國際通貨制度로의 개편이 단행되기는 어려울 것으로 판단된다.

먼저 주요국들의 經濟狀況을 비교한 결과에서 日本을 제외한 다

경우 가장 중요한 貿易 상대국이 美國과 아시아 國家들이며 엔貨의 이들 국가 通貨에 대한 가치는 상당폭 상승하였다. 이에 대하여 獨逸 등 유럽 국가들의 가장 중요한 貿易 상대국들은 유럽地域 내의 다른 國家들이며 EMS體制의 유지 등으로 인하여 유럽地域의 通貨間 換率은 상당히 안정되었다.

른 G7 國家들의 失業率이 매우 높은 것으로 나타났다. 특히 〈表 Ⅳ－1〉에서 보는 바와 같이 최근 유럽의 주요국들과 캐나다의 失業率은 10% 가까운 危險한 수준을 기록하고 있다. 따라서 이들 국가들은 經濟政策의 主眼點을 換率安定을 통한 對外均衡의 달성에 두기보다는 失業率의 하향조정 등 對內均衡의 달성에 두려고 할 것이다. 그렇기 때문에 이들 국가의 巨視經濟政策 특히 通貨政策을 調整하여 換率을 적정한 수준에서 안정시킬 수 있도록 調和를 이끌어 내기는 당분간 어려울 것으로 판단된다.

주요 선진국들 對外均衡의 상태와 관련하여서도 상당히 큰 문제가 있는 것으로 판단된다. 즉, 〈表 Ⅳ－2〉에서 보는 바와 같이 최근 주요국들의 貿易收支 및 經常收支에 큰 차이가 있는 것으로 나타나고 있기 때문에 각 換率을 안정시키기 위한 目標範圍를 설정함에 있어서 당사국들의 異見을 조정하기가 매우 어려울 것으로 판단된다.

특히 美國은 큰 규모의 經常收支 赤字를 기록하고 있음에 대하여 日本은 큰 폭의 經常收支 黑字를 기록하고 있다. 이와 같은 사실을 감안하여 美國은 엔/달러 換率을 안정시키기 위한 目標範圍를 현재의 市場換率보다 낮은(달러貨의 價値 下落) 수준으로 결정할 것을 주장할 것이다. 그러나 日本은 〈表 Ⅳ－9〉에서 보는 바와 같이 최근 엔貨의 가치는 購買力에 비하여 큰 폭으로 高評價되었음에 대하여 달러貨의 가치는 低評價된 점을 고려하여 엔/달러 換率을 안정시키기 위한 目標範圍를 현재의 市場換率보다 높은(엔貨의 價値 下落) 수준으로 결정할 것을 주장할 것이다.

換率安定의 目標範圍를 설정하는 과정에서 예견되는 이와 같은 주요국들의 意見對立은 새로운 國際通貨制度로의 이행에 있어서 커다란 걸림돌로 작용하게 될 것으로 판단되며 따라서 가까운 시일내에 國際通貨制度가 改編되기는 어려울 것으로 판단된다.

주요 通貨間 換率을 안정시키기 위하여 새로운 國際通貨制度로

즉각 이행하려 할 경우 가장 큰 障碍要因은 주요 先進國들의 財政赤字와 政府의 과도한 負債問題인 것으로 판단된다. 〈表 Ⅳ－3〉에서 보는 바와 같이 美國과 캐나다 및 유럽 주요국들은 최근 景氣變動의 全局面에 걸쳐서 큰 규모의 財政赤字를 기록하고 있다. 특히 慢性的인 財政赤字로 인하여 이들 國家의 政府는 〈表 Ⅳ－4〉에서 보는 바와 같이 과도한 규모의 負債를 지게 되었다. 그 결과 〈表 Ⅳ－6〉에서 보는 바와 같이 이들 政府의 負債에 대한 利子支給의 규모가 財政赤字의 규모와 거의 같거나 財政赤字의 규모에 비하여 오히려 큰 것으로 추정되고 있다.

따라서 이들 국가의 政府는 利子支給을 제외한 다른 豫算에서 상당히 큰 규모의 黑字를 실현하더라도 利子支給을 포함한 全體豫算은 赤字를 기록할 수밖에 없는 실정인 것으로 짐작할 수 있다. 이와 같은 점을 고려할 때 美國을 비롯한 주요국들은 財政赤字 문제를 쉽게 해결하기 어려울 것으로 판단되며 2000년까지도 상당한 규모의 財政赤字를 실현하게 될 것으로 예상된다.

주요 선진국들의 財政赤字 및 政府의 負債 규모가 막대한 수준에 도달하였기 때문에 對內均衡을 달성을 위한 財政政策의 역할이 극히 제한될 수밖에 없는 실정인 것으로 판단된다. 따라서 이들 國家의 經濟가 不況局面으로 접어들더라도 막대한 규모의 財政赤字 때문에 政府支出의 증가를 통하여 景氣振作을 꾀하기가 어렵게 되었다. 이와 같은 財政의 硬直化로 인하여 주요 先進國들의 政府는 對內均衡의 달성을 위하여 通貨政策에 과도하게 의존할 수밖에 없으며 따라서 換率을 안정시키기 위하여 通貨政策을 조정할 수 있는 충분한 彈力性을 확보하기가 어려운 실정인 것으로 판단된다.

브레튼우즈 委員會가 지적한 바와 같이 새로운 國際通貨制度로 이행하고 주요 通貨間 換率을 目標範圍 내에서 안정시키기 위해서는 先進國들의 經濟政策 특히 通貨政策이 조화를 유지하는 것이 필

수적인 조건이다. 그런데 先進國의 財政이 硬直化되고 對內均衡을 달성하기 위한 通貨政策의 負擔이 가중된 상황에서 換率을 안정시키기 위하여 通貨政策의 國際的인 調和를 이끌어내기는 매우 어려울 것으로 판단된다. 따라서 가까운 시일 내에 國際通貨制度가 改編되더라도 長期間 유지되기는 어려울 것이다. 이와 같은 현실적인 한계를 감안하여 브레튼우즈 委員會도 새로운 國際通貨制度로 이행하기 전에 먼저 주요 先進國들의 巨視經濟政策 특히 財政政策을 強化하여 彈力性(flexibility)을 확보하여야 한다고 주장한 것으로 추측된다.

즉각적으로 새로운 國際通貨制度로 이행함에 있어서 換率을 안정시키기 위하여 적정한 目標帶에 대한 당사국들의 견해가 대립될 경우 객관성이 있는 최근의 市場換率을 參考할 수 있을 것이다. 그런데 〈表 Ⅳ－9〉에서 살펴본 바와 같이 최근의 주요 通貨間 市場換率의 수준은 各 通貨의 상대적인 購買力을 기준으로 평가한 적정한 수준에서 크게 離脫한 상태에 있다. 특히 美國 달러貨는 큰 폭으로 低評價되어 있는 반면 日本 엔貨는 대폭 高評價된 것으로 나타나고 있다. 따라서 최근의 市場換率을 중심으로 換率變動의 許容範圍를 결정하기는 어려울 것이다.

최근과 같이 市場換率이 적정한 수준에서 큰 폭으로 離脫한 경우에는 目標換率帶를 점진적으로 조정하는 방법도 고려해 볼 수 있을 것이다. 예를 들면 1995년 2/4分期 엔/달러 市場換率이 1달러당 84.4엔 수준임에 대하여 상대적인 購買力을 기준으로 評價한 적정수준은 1달러당 약 145[14]엔 수준인 것으로 판단할 수 있다. 이때 換率을 안정시키기 위한 目標範圍를 일단 1달러당 100엔 내지 110

---

14) 1995년 2/4分期 엔/달러 平均換率은 1달러당 84.43엔이었다. 〈表 Ⅳ－9〉에서 1985～1986년 平均을 100으로 할 때 1995년 2/4分期 엔/달러 實質換率은 58.2였던 것으로 나타나고 있다. 이를 기준으로 같은 분기 상대적인 購買力을 감안한 엔/달러 換率의 適正水準은 1달러당 약 145엔이었던 것으로 추산할 수 있다.

엔으로 設定하고 美國과 日本 物價의 상대적인 변동을 고려하여 目標範圍를 점차 조정하는 방법도 있을 것이다. 그러나 이 경우에도 최초의 目標範圍와 調整의 速度 및 幅에 대하여 美國과 日本 등 당사국들의 합의가 선행되어야 할 것이다.

앞에서 검토한 여러가지 사항들을 종합할 때 換率을 안정시키기 위한 새로운 國際通貨制度로의 즉각적인 이행은 거의 불가능한 것으로 판단된다. 또한 주요 先進國들의 失業問題, 經常收支의 不均衡問題, 財政赤字 및 政府의 負債問題 등이 쉽게 해결되기 어려운 상황임을 고려할 때 2000년까지도 새로운 國際通貨制度로 이행하기가 어려울 것으로 판단된다.

그러나 현행의 變動換率制度下에서 주요 換率의 급격한 短期變動과 심각한 均衡離脫로 인하여 先進國 經濟는 물론 世界經濟 전체에 큰 악영향을 미치고 있다는 認識이 확산되고 있다. 또한 주요 先進國들은 현재 처한 經濟狀況이 바람직스럽지 못하다는 사실을 인지하고 있으며 이를 개선하기 위하여 노력하고 있다. 예를 들면 유럽의 여러 나라들은 通貨統合을 추진하기에 앞서 物價上昇率과 財政赤字 및 政府負債의 규모 등 주요 巨視經濟變數의 接近指標(convergence indicator)를 설정하고 각국의 經濟指標를 접근시킴과 동시에 經濟狀況을 개선하기 위하여 노력하고 있다[15]. 美國도 2002년까지 聯邦政府의 財政을 均衡시키기로 합의하고 이를 위하여 議會와 政府가 공동으로 노력하고 있는 것으로 알려지고 있다.

주요국들 중 프랑스와 日本은 換率을 안정시키기 위하여 目標換率制度를 도입할 것을 적극적으로 주장하고 있다. 이와 같은 사실

15) 유럽統合(European Union)에 관한 마스트리히트(Maastricht) 條約의 규정에는 1995년과 1996년의 경우 각국 주요 巨視經濟指標의 接近指數(convergence indicator)를 消費者物價 年間 上昇率은 3.5% 내지 3.7%로, GDP에 대한 中央政府 財政赤字와 政府의 總負債 比率은 각각 3%와 60%로, 長期金利는 年率 9.4% 내지 10.1%로 각각 정하고 있는 것으로 알려지고 있다. IMF, *World Economic Outlook*, May 1995, p. 29, Table 6 참조.

들을 감안할 때 새로운 國際通貨制度의 改編이 빠른 시일 내에 단행되기는 어렵더라도 상당한 기간이 경과한 후 열거한 앞에서 先進國들의 經濟問題가 해소되는 時點에 가서는 國際通貨制度의 改編과 관련된 論議가 본격적으로 진행될 수도 있을 것이다.

第 V 章 國際通貨制度가 改編될 경우 世界通貨秩序의 變化

앞 章에서는 國際通貨制度 改編의 可能性과 시기를 전망해 보기 위하여 주요 先進國들의 經濟狀況, 특히 對內均衡 및 對外均衡의 상황을 표시하는 주요 經濟變數들을 비교해 보았다. 그 결과 주요 국들의 經濟는 높은 失業率과 慢性的인 財政赤字, 막대한 규모의 政府負債, 貿易 및 經常收支의 不均衡 등 여러가지 어려운 문제들을 내포하고 있는 것으로 파악되었다. 이와 같은 점들을 고려할 때 換率을 안정시키기 위하여 즉각 새로운 國際通貨制度로 이행하기는 어려울 것이라는 結論에 도달하였다. 또한 주요 先進國들의 經濟가 직면하고 있는 여러가지 문제들이 쉽게 해소되기는 어려울 것으로 보이기 때문에 가까운 시일 내에 새로운 國際通貨制度로 개편될 가능성도 높지 않은 것으로 파악되었다.

그러나 美國과 유럽의 주요국들이 赤字財政의 해소를 위하여 노력하고 있고 현행의 變動換率制度下에서 換率의 급격한 短期變動과 均衡離脫로 인하여 先進國의 경제는 물론 世界經濟 전체에 악영향을 미치고 있다는 認識이 확산되고 있는 점 등을 감안할 때 國際經濟의 與件이 개선될 경우 國際通貨制度의 改編이 추진될 수도 있을 것으로 판단된다.

이와 같은 가능성을 고려하여 本章에서는 國際通貨制度의 改編이 이루어질 경우 世界의 通貨秩序는 어떻게 달라질 것이며 나아가 世界經濟에 미치는 影響은 무엇인지에 대하여 검토해 보기로 하겠다.

특히, 브레튼우즈 委員會는 새로운 國際通貨制度에서는 美國의 달러貨와 日本 엔貨 및 獨逸 마르크貨(유럽의 通貨統合이 이루어질

경우 유럽通貨)가 주도적인 역할을 담당하도록 提案하고 있다. 同委員會의 提案과 같이 國際通貨制度가 改編될 경우 이들 通貨를 基軸通貨(hub currency)로 하는 3大 通貨地域(currency area)이 형성될 가능성이 있는 것으로 지적되고 있다. 또한 이들 通貨地域이 각각 하나의 거대한 經濟블록(bloc)으로 발전할 가능성도 있는 것으로 점쳐지고 있다. 이와 같은 가능성들을 고려하여 이 章에서는 國際通貨制度가 改編될 경우 3大 通貨地域의 형성과 經濟블록의 출현에 따른 世界通貨秩序의 변화에 대하여 검토해 보기로 하겠다.

1. 3大 通貨地域의 形成과 國際通貨秩序의 變化

通貨(money, 특히 paper money의 경우)는 발행한 國家의 전체적인 經濟力이 그 가치를 보장한다는 점에서 企業이 발행한 株式과 유사한 점이 있다. 즉, 한 나라의 經濟狀況이 양호한 경우 그 나라의 通貨에 대한 信賴度가 상승하고 따라서 그 價値가 상승하게 된다. 예를 들면 1960년대 이후 經濟成長이나 物價安定, 就業率 및 經常收支 등 經濟의 여러 면에서 日本과 獨逸은 美國, 英國, 프랑스 등 다른 주요국에 비하여 상대적으로 優位에 있었다. 따라서 變動換率制度로 이행된 후 長期的으로 이들 나라 通貨의 價値가 上昇하게 된 것으로 이해할 수 있다.

이와 같은 관점에서 볼 때 새로운 國際通貨制度에서 주요 通貨間換率을 안정 시킴과 동시에 世界 全體의 物價를 안정시키기 위해서는 강력한 經濟力을 가진 나라의 通貨가 주도적인 역할을 담당하여야 될 것이다. 그렇지 않을 경우 中心的인 役割을 수행하는 通貨에 대한 不信으로 인하여 世界 全體의 通貨價値가 불안하게 되고 物價가 상승하는 등 문제가 발생할 것이기 때문에 새로운 國際通貨體制로의 개편이 단행되더라도 長期間 지속되기 어려울 것으로 예상된다.

브레튼우즈體制가 成立되고 崩壞된 過程을 되새겨 볼 때 이와 같은 사실을 명확하게 이해할 수 있다. 2차 대전 직후 美國의 經濟力이 다른 주요국에 비하여 압도적으로 優位에 있었기 때문에 달러貨에 대한 信賴만으로도 世界 全體의 通貨價値를 안정시킬 수 있었다[1]. 따라서 브레튼우즈體制가 출범할 당시 달러貨가 單獨으로 世界 全體의 基軸通貨의 기능을 수행하도록 결정되었던 것으로 판단된다.

美國 經濟力의 압도적인 優位는 1960년대 중반까지 유지되었으며 브레튼우즈體制도 유지될 수 있었다. 그러나 日本, 獨逸 등 다른 주요국들의 經濟가 상대적으로 빠르게 성장하였기 때문에 美國 經濟力의 優位는 점차 퇴색되었고 이에 따라 달러貨에 대한 信賴性도 점차 低下되었다. 그 결과 1971년에는 브레튼우즈體制가 崩壞된 것으로 이해할 수도 있다[2]. 이와 같은 歷史的인 사실을 확인해 보기 위하여 〈表 V－1〉에는 美國을 비롯한 G7 국가들의 經常 GDP와 1990년 價格으로 표시된 不變 GDP(日本의 경우 GNP)의 變動推移를 정리하였다. 이 表에서 美國을 제외한 다른 나라의 經常 GDP는 각 나라의 通貨로 표시된 經常 GDP를 해당 年度의 平均換率을 적용하여 달러貨 표시 金額으로 환산하였으며 不變價格 GDP는 1990년 價格으로 추산된 각국의 GDP를 같은 해의 平均換率을 적용하여 달러貨 表示로 換算한 金額이다.

---

1) 브레튼우즈體制에서는 달러貨의 金兌換이 보장되었으므로 당시 달러貨의 價値를 보장한 것은 美國의 經濟力과 함께 美國이 보유하고 있던 金이었다고 판단할 수 있다.

2) 브레튼우즈體制가 崩壞된 직접적인 동기는 美國이 越南戰 費用을 마련하기 위하여 通貨를 남발하였기 때문에 通貨價値가 하락하고 인플레壓力을 世界全體에 확산시키는 등 基軸通貨 發券國의 지위를 남용하였기 때문이라는 주장도 있다. 그런데 이와 같은 문제가 대두된 근본적인 원인은 美國 經濟力의 절대적인 優位가 퇴색되었기 때문이라고 이해할 수 있을 것이다. 1950년대 초기 韓國戰에 있어서도 美國이 주도적인 역할을 담당하였다. 그러나 당시에는 美國 經濟力의 압도적인 우위가 유지되었기 때문에 브레튼우즈體制가 崩壞되지 않았던 것으로 판단할 수 있을 것이다.

〈表 V－1〉 主要國의 國內總生產 推移

(單位：億달러)

		1955	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1994
經常 GDP	美國	4,043	5,134	7,027	10,168	15,981	27,401	40,387	55,222	67,384
	日本	233	445	913	2,037	5,612	10,593	13,433	29,321	45,909
	獨逸	430	721	1,148	1,845	4,173	8,092	6,203	15,306	18,349
	英國	540	725	1,009	1,386	2,783	5,392	4,632	9,836	10,244
	프랑스	491	601	979	1,435	3,423	6,646	5,231	11,954	13,293
	이탈리아	240	372	626	1,075	2,123	4,527	4,253	10,952	10,178
	캐나다	297	408	532	851	1,686	2,650	3,500	5,738	5,492
不變 價格 GDP	美國	20,020	22,340	28,004	32,560	36,475	42,756	48,455	55,222	60,504
	日本[1]	3,151	4,775	7,408	12,586	16,302	19,591	23,625	29,523	31,427
	獨逸	—	—	—	—	—	12,022	12,746	15,036	16,143
	英國	4,141	4,720	5,513	6,337	7,096	7,558	8,354	9,836	10,186
	프랑스	3,002	3,980	5,227	6,842	8,117	9,470	10,212	11,954	12,353
	이탈리아	—	3,488	4,494	6,077	6,970	8,797	9,430	10,951	—
	캐나다	1,370	1,664	2,201	2,755	3,555	4,310	4,969	5,738	6,071

註：經常GDP는 各國 通貨로 표시된 經常GDP를 같은 期間의 對美 달러 平均換率을 적용하여 換算하였음. 不變 GDP는 各國 通貨로 표시된 1990년 價格 GDP를 1990년 平均 對美 달러 換率을 적용하여 換算하였음. 1) GNP

資料：IMF, *International Financial Statistics Yearbook*, 1995 및 IFS tape.

經常 GDP의 상대적인 변동을 살펴보면, 1955년 日本과 유럽 주요국들 및 캐나다 등 6個國의 經常 GDP 總額은 2,231億달러였던 것으로 조사되고 있다. 이에 대하여 같은 해 美國의 經常 GDP는 4,043億달러로 6개국 전체 경상 GDP의 약 1.8배에 달하였던 것으로 나타나고 있다. 따라서 당시 美國의 經濟力은 다른 주요국에 비하여 압도적인 優位에 있었던 것을 알 수 있다[3].

그러나 이와 같은 美國 經濟力의 압도적인 優位는 다른 주요국들의 經濟가 보다 빠르게 성장함에 따라 점차 退色된 것을 알 수 있다. 日本 등 주요 6個國 전체에 대한 美國의 經常 GDP의 比率은 1960년에는 약 1.6배, 1965년에는 1.3배로 점차 낮아졌으며, 브레튼우즈體制가 崩壞되기 直前 해인 1970년에는 약 1.2배로 낮아졌다.

다른 주요국들과 비교한 美國 經濟力의 압도적인 優位가 점차 퇴색되었음은 1990년 價格과 같은 해의 平均換率을 적용하여 환산한 不變價格 GDP의 상대적인 추이를 보아도 알 수 있다. 〈表 V－1〉에서 1955년에는 美國의 不變價格 GDP가 주요 6個國 전체에 비하여 오히려 많았던 것으로 짐작된다[4]. 그러나 1960년에는 美國과 6個國의 不變價格 GDP가 거의 같게 되었으며 1965년에는 주요 6個國이 美國을 추월하게 된 것으로 나타나고 있다.

美國 經濟力의 優位가 점차 퇴색되었기 때문에 달러貨에 대한 信賴가 점차 下落하고 1971년에는 달러貨를 中心通貨로 하는 브레튼우즈體制가 崩壞된 것으로 이해할 수 있다. 같은 이유로 1971년 말에 출범한 스미소니언體制도 불과 6個月만에 崩壞되기 시작한 것으

---

3) 第2次 世界大戰이 종료된 후 10년간의 經濟復興期 동안 日本 및 유럽 주요국들의 經濟가 상대적으로 빠르게 成長하였음을 감안할 때 戰爭 直後 이들 국가에 대비한 美國 經濟力의 優位性은 보다 월등하였던 것으로 짐작할 수 있다.

4) 經常 GDP를 기준으로 판단할 때 1955년 不變價格 GDP는 獨逸과 프랑스가 유사하였을 것으로 판단되며 이탈리아는 캐나다와 유사하였을 것으로 판단된다. 따라서 같은 해 주요 6개국에 대한 美國 不變價格 GDP의 比率은 약 1.25배에 달하였던 것으로 짐작할 수 있다.

로 이해할 수 있다[5].

이와 같은 歷史的인 사실을 고려할 때, 현재 시점에서 주요 통화간 換率과 世界 全體의 物價를 안정시키기 위하여 새로운 國際通貨制度로 이행함에 있어서 또다시 美國 달러貨 單獨으로 基軸通貨의 역할을 담당하도록 결정할 경우 體制의 유지가 어려울 것으로 판단된다. 〈表 V－1〉에서 보는 바와 같이 주요 6개국의 經常 GDP 總額이 1975년에는 美國보다 오히려 많아지게 되었으며 1994년에는 약 1.5배에 달하게 되었다. 이처럼 美國의 經濟力이 상대적으로 萎縮되었기 때문에 달러貨에 대한 信賴만으로는 世界 全體의 通貨價値를 안정시키기가 힘들 것으로 판단된다. 이와 같은 점을 고려하여 브레튼우즈 委員會도 새로운 國際通貨制度로 改編할 경우 달러, 엔, 마르크 등 3個 通貨가 中心的인 역할을 하도록 제안한 것으로 짐작된다.

1994년 美國과 日本 및 獨逸의 經常 GDP는 각각 6兆 7,384億달러와 4兆 5,909億달러 및 1兆 8,349億달러로 합계 13兆 1,642億달러였던 것으로 집계되고 있다. 이를 기준으로 판단할 때 현재 世界 全體의 經濟에서 이들 세 나라의 經濟가 차지하는 비중은 브레튼우즈體制가 유지된 기간 동안 美國經濟의 比重보다 작지 않을 것으로 판단된다. 따라서 새로운 國際通貨體制에서 이들 세 나라의 經濟力이 價値를 보장하는 달러, 엔, 마르크 등 3大 通貨가 중심적인 역할을 수행하게 될 경우 體制의 유지가 가능할 것으로 판단되며 주요 통화간 換率과 世界 全體의 通貨價値를 안정시키려는 目標를 달성할 수 있을 것으로 판단된다.

더욱이 유럽의 通貨統合이 이루어질 경우 獨逸 마르크貨 대신 유

---

5) 스미소니언體制에서는 브레튼우즈體制에서와 달리 달러貨의 金兌換 보장이 없었다. 스미소니언體制는 1972년 6월 파운드/달러 換率이 플로팅(floating)되면서 崩壞되기 사작하였으며 1973년 2월에는 엔/달러 換率이 플로팅되고 다음 달에는 EMS體制 참여국들의 通貨와 달러貨間 換率이 플로팅됨으로써 완전히 崩壞되었다.

럽의 單一通貨가 달러貨 및 엔貨와 함께 새로운 國際通貨制度에서 중심적인 역할을 하게 될 것이다. 이 경우에는 프랑스와 英國 및 이탈리아 등 유럽의 다른 주요국들의 經濟力도 基軸通貨의 가치를 保障하는 데 一助를 할 수 있을 것이기 때문에 새롭게 개편되는 國際通貨體制는 더욱 확고해질 수 있을 것이다.

그러나 브레튼우즈體制에서는 달러貨가 單獨으로 基軸通貨의 역할을 수행하였음에 대하여 새로운 國際通貨制度에서는 複數의 通貨가 基軸通貨의 역할을 분담하여야 하기 때문에 체제가 불안하게 될 우려도 있다. 즉, 브레튼우즈體制에서는 美國이 단독으로 基軸通貨의 發券國 역할을 수행하였음에 대하여 새로운 國際通貨體制下에서는 같은 역할을 美國과 日本 및 獨逸(혹은 유럽聯合) 등 3個國이 분담하여야 하기 때문에 摩擦의 소지가 있으며 이들 주요국 사이에 협조가 이루어지지 않을 경우 體制의 維持가 어렵게 될 수도 있을 것이다. 그러나 새로운 國際通貨體制에서는 經濟力이 대등한 日本과 유럽聯合이 美國의 獨走를 견제하고 상호 監視할 수 있기 때문에 體制維持에 오히려 도움이 되는 점도 있을 것이다.

새로운 國際通貨制度로 이행된 후 달러, 엔 및 마르크 등 3개 通貨가 國際的인 基軸通貨의 역할을 하게 될 경우 이들을 中心通貨로 하여 世界가 3대 通貨地域(currency area)으로 구분되는 三極體制(tripolar system)로 변화될 가능성이 큰 것으로 지적되고 있다[6]. 즉, 美國을 중심으로 南北아메리카를 포함하는 달러地域과 日本을 중심으로 太平洋 沿岸의 아시아 國家들 및 濠洲, 뉴질랜드를 포함하는 엔地域 및 유럽地域 전체를 포함하는 마르크地域 등 3大 通貨地域이 자연스럽게 형성될 것으로 예상되고 있다.

---

6) 브레튼우즈 委員會 報告書의 背景論文(background paper)에서도 새로운 國際通貨制度下에서 世界가 3大 通貨地域으로 분할될 가능성이 높은 것으로 지적하고 있다. Yuske Kashiwagi, "Future of the International Monetary System and the Role of the IMF," *Bretton Woods: Looking to the Future*, pp. C−1~4 참조.

이와 같이 3개의 通貨地域이 형성될 경우 달러, 엔, 마르크는 각각 해당 通貨地域 내의 國際的인 거래에 있어서 決濟通貨의 역할을 하게 될 것으로 예상되며 域內 國家 通貨當局의 對外準備資産 중 큰 부분의 表示通貨가 될 것으로 예상된다[7]. 따라서 각 通貨地域은 각각 달러, 엔, 마르크를 基軸通貨로 하는 地域通貨體制로 발전할 가능성도 있는 것으로 점쳐지고 있다.

이때 國際的인 換率體系는 2元的인 構造를 가지게 될 것으로 판단된다. 즉, 달러, 엔 및 마르크 등 3大 基軸通貨間 換率의 目標範圍가 설정되고 當事國들과 國際的인 監視機構(예를 들면 IMF)는 이들 通貨間 換率을 目標範圍 내에서 안정시키도록 노력하게 될 것이다. 이때 各 通貨地域에서는 해당지역의 基軸通貨와 域內의 각 通貨間 換率을 중심으로 運營될 것이다. 즉, 域內의 各 通貨間 換率을 안정시키기 위하여 먼저 該當 地域의 基軸通貨와 各 通貨間 換率을 안정시키기 위한 目標範圍가 설정되고 이를 기준으로 各 通貨相互間 換率을 관리하게 될 것으로 예상된다[8].

이와 같은 構造에서 各 通貨間 換率과 世界 全體의 通貨價値를 안정시키기 위하여 달러, 엔, 마르크 등 3大 基軸通貨間 換率의 안정이 무엇보다 중요할 것이다. 따라서 美國, 日本 및 獨逸(혹은 유럽聯合) 등 주요국들은 세계적인 기축통화의 발권국들로서 이들 通貨間 換率을 안정시키기 위하여 각국의 通貨政策과 財政政策 등을 調整하고 공동으로 外換市場에 介入하는 등 노력을 기울여야 하는 의무를 지게 될 것이다.

---

7) 國際監視機構로서 IMF가 주요 換率을 안정시키기 위하여 外換市場에 직접 介入하고 각국의 經濟政策을 적합성을 監視하는 등 역할이 強化될 경우 SDR이 중요한 準備通貨의 역할을 수행하게 될 수도 있을 것이다.

8) 各 通貨地域에서 基軸通貨에 대한 換率을 基準으로 各 通貨 相互間의 換率이 간접적으로 관리되는 형태는 브레튼우즈 固定換率體制下에서 달러貨에 대한 換率을 기준으로 각 通貨 相互間의 換率이 결정된 것과 같은 형태가 될 것이다. EMS體制에서도 ECU에 대한 換率을 기준으로 參與國 各 通貨 相互間의 換率이 결정되고 있다.

〈表 Ⅴ－2〉 달러, 엔, 마르크貨의 國際化 水準 比較

(單位 : %)

		1989	1990	1991	1992	1993	1994
유러債 通貨別 發行比率	달러	41.7	55.2	33.3	29.7	36.9	36.0
	엔	8.9	7.3	13.5	12.6	11.2	9.6
	마르크	13.2	7.7	8.3	7.1	10.4	11.8
	其他	36.2	29.8	44.9	50.6	41.5	42.6
유러市場 殘額의 通貨構成 (年末基準)	달러	61.4	59.6	54.1	52.0	52.4	50.7
	엔	5.3	5.0	5.2	4.8	4.4	4.4
	마르크	12.2	13.8	15.0	14.8	15.8	16.2
	其他	21.0	21.6	25.7	28.4	27.4	28.7
各國通貨 當局의 保有高 通貨構成	달러	64.7	60.2	57.5	58.4	64.4	—
	엔	7.7	7.7	8.8	9.4	8.1	—
	마르크	15.7	19.0	18.6	16.5	13.0	—
	其他	11.9	13.1	15.1	15.7	14.5	—

資料 : 日本 大藏省 國際金融局, 『大藏省國際金融局年報』, 各號.

한 나라의 通貨가 世界的인 基軸通貨의 역할을 수행하기 위해서는 國際通貨로서 손색이 없어야 할 것이다. 따라서 새롭게 改編되는 國際通貨制度下에서 달러, 엔, 마르크 등 3大 通貨가 基軸通貨의 역할을 수행할 수 있을지 여부를 판단하기 위하여 이들 通貨의 國際化가 어느 정도 진전되었는지에 대하여 점검해 볼 필요가 있을 것이다.

〈表 Ⅴ－1〉에서 보는 바와 같이 아직도 世界에서 美國의 經濟力이 가장 큰 것이 사실이다. 따라서 달러貨는 브레튼우즈體制와 스미소니언體制가 崩壞된 후에도 가장 중요한 國際通貨의 역할을 수행하고 있다. 〈表 Ⅴ－2〉에서 1994년에 발행된 유러債(euro bond) 중 36%는 달러貨 표시였으며, 같은 해 말 유러市場의 전체 資金 중 50.7%는 달러貨로 표시된 資金이었다. 또한 1993년 世界 각 나라 通貨當局의 對外準備資產 중 64.4%가 달러貨 표시 資產이었던 것으로 조사되었다. 따라서 달러貨는 최근까지도 國際金融市場에서 가장 중요한 역할을 하고 있는 것으로 판단할 수 있다.

현재 달러貨는 國際貿易에 있어서 가장 중요한 決濟通貨의 기능을 수행하고 있으며 캐나다와 멕시코를 포함하는 北美 地域은 물론 中南美 각국에서도 國內通貨와 함께 流通되고 있는 것으로 알려지고 있다. 이와 같은 점을 고려할 때 새로운 國際通貨制度에서도 달러貨는 世界的으로 가장 中心的인 역할을 수행하는 基軸通貨가 될 것으로 판단된다. 즉, 달러貨는 南北아메리카를 포함하는 地域에서 基軸通貨의 역할을 수행함과 동시에 아프리카, 中東 등 其他地域에서도 基軸通貨의 역할을 수행하게 될 것으로 판단된다.

獨逸 마르크貨는 1979년 성립된 이후 상당히 성공적으로 運營되어온 것으로 평가되는 유럽通貨體制(EMS)에서 가장 中心的인 역할을 수행하고 있기 때문에 유럽地域에서는 달러貨를 능가하는 國際通貨로서의 기능을 수행하고 있는 것으로 평가되고 있다. 〈表 V-2〉에서 1994년 발행된 유러債의 11.8%와 같은 해 말 유러市場資金殘額의 16.2%는 마르크貨로 표시된 것으로 나타나고 있다. 또한 1993년 각 나라 通貨當局 對外準備資產 중 13%는 마르크貨 표시였다. 이와 같은 사실들을 기준으로 평가할 때 현재 마르크貨는 달러貨 다음으로 중요한 國際通貨인 것으로 판단할 수 있다.

獨逸 마르크貨는 西유럽 地域에서 중요한 基軸通貨의 역할을 수행하고 있을 뿐만 아니라 폴란드, 헝가리, 체코 등 東유럽 地域의 國家들도 마르크貨의 影響圈에 흡수되고 있는 것으로 알려지고 있다. 따라서 마르크貨는 西유럽과 東유럽(러시아 제외)을 포함하는 地域에서 基軸通貨의 역할을 수행할 수 있을 것으로 판단된다.

유럽의 通貨統合이 이루어질 경우 유럽의 單一通貨는 마르크貨를 대신하여 유럽地域에서 基軸通貨의 역할을 수행하게 될 것으로 판단된다. 유럽의 通貨統合은 經濟統合을 보다 강화시키기 위하여 추진되고 있다. 이를 위하여 마스트리히트(Maastricht)條約[9]에서는

9) 마스트리히트條約은 1991년 12월에 締結되었으며 各 參與國들의 비준을 거쳐 1993년 11월에 發效되었다.

먼저 각기 다른 參與國들의 經濟狀況을 通貨統合에 적합하도록 調和시키기 위한 指標를 설정하고 각국의 經濟指標를 接近目標에 收斂시킨 후 늦어도 1999년까지는 通貨統合을 완료하도록 목표를 정하고 있다.

그런데 1992년 9월 기존의 유럽通貨體制(EMS)가 崩壞에 직면하는 危機에 처한 이후 유럽의 通貨統合이 원래의 목표대로 달성될 수 있을지에 대하여 懷疑的인 견해가 확산되고 있다. 특히, 參與하는 많은 나라들의 경우 物價上昇率, GDP에 대한 財政赤字 및 政府

〈表 V－3〉 유럽 通貨統合 接近指標(1995, 1996年)

(單位 : %)

	消費者物價 上昇率		GDP에 대한 財政赤字 比率		GDP에 對한 政府 總負債比率		長期 金利[1]
	1995	1996	1995	1996	1995	1996	1993.3月
마스트리히트 接近目標	3.5～3.7	3.5～3.8	3.0	3.0	60	60	9.4～10.1
獨逸	2.0	2.0	2.2	1.8	58.0	57.5	7.4
프랑스	2.0	2.0	4.7	3.7	50.7	51.8	8.1
이탈리아	5.2	4.2	8.5	7.9	123.5	121.8	13.1
영국	2.9	2.8	4.0	2.4	48.2	48.4	8.4
4大國 平均	2.9	2.6	4.6	3.7	68.2	48.4	9.1
스페인	4.1	3.5	5.9	5.8	64.8	67.0	11.6
네덜란드	2.5	2.3	3.2	3.0	79.7	79.0	7.6
벨기에	2.3	2.3	4.4	4.2	134.5	131.8	8.3
스웨덴	3.2	3.4	10.1	6.8	99.1	102.7	10.8
오스트리아	2.5	2.7	4.5	3.7	64.4	64.6	7.7
덴마크	2.5	2.5	2.5	1.6	78.9	76.8	8.9
핀란드	2.3	2.8	5.5	4.1	65.9	68.5	10.2
그리스	8.6	7.3	11.5	10.0	123.8	126.2	19.5
포르투갈	4.5	4.0	6.0	5.5	70.6	70.0	11.5
아일랜드	2.5	2.5	2.5	2.5	83.7	79.1	8.8
룩셈부르크	2.2	2.3	1.0	1.0	9.8	9.9	8.3
11小國 平均	3.5	3.2	5.5	4.8	82.3	82.6	10.3
EU全體平均	3.1	2.8	4.8	4.0	72.3	72.3	9.4

註 : 1) 10年 滿期 政府公債 收益率.

資料 : IMF, *World Economic Outlook*, May 1995.

負債의 比率 등 주요 經濟指標의 接近目標(convergence target)를 달성하기 어려울 것으로 예상되기 때문에 유럽의 通貨統合은 원래의 일정보다 상당히 遲延될 가능성이 큰 것으로 판단된다.

마스트리히트條約에서는 유럽의 通貨統合을 위하여 1995년과 1996년에 걸쳐서 각 參與國은 消費者物價 上昇率을 年 3.5% 내지 3.8% 수준으로 抑制하고 GDP에 대한 財政赤字의 比率과 政府의 總負債 比率을 각각 3%와 60%로 억제하며 長期金利를 9.4% 내지 10.1%로 유지하도록 目標를 정하고 있다. 그러나 〈表 V－3〉에서 보는 바와 같이 이탈리아와 스페인 및 포르투갈의 경우 消費者物價 上昇率의 抑制目標를 달성하기 어려울 것으로 예상된다. 또한 프랑스, 이탈리아, 英國 등 큰 나라들을 비롯하여 대부분의 작은 參與國들이 財政赤字나 政府負債의 억제목표를 달성하기 어려울 것으로 판단되다. 특히 이탈리아와 벨기에, 그리스 등은 GDP에 대한 政府의 總負債 比率이 100%를 초과하고 있기 때문에 이를 단시일 내에 抑制目標까지 縮小시키기는 거의 불가능할 것이다.

유럽의 通貨統合이 원래의 日程보다 지연되더라도 統合을 추진한다는 목표를 정하고 각 參與國의 經濟指標들을 조정하기 위하여 노력하고 있는 점을 감안할 때 國際通貨制度의 改編보다는 먼저 단행될 수 있을 것으로 판단된다. 따라서 새로운 國際通貨制度에서는 統合된 유럽의 單一通貨가 달러貨 및 엔貨와 함께 基軸通貨의 역할을 하게 될 가능성이 큰 것으로 판단된다.

엔貨의 國際化는 달러貨나 마르크貨의 경우에 비하여 뒤늦게 추진되었다. 엔貨의 國際化가 본격적으로 추진된 것은 1986년부터이다[10]. 따라서 〈表 V－2〉에서 보는 바와 같이 엔貨 國際化의 정도

---

10) 엔貨의 國際化는 1984년 5월 엔·달러 委員會의 報告書에서 처음으로 제기되었다. 이에 대하여 國際化의 결과 엔貨의 가치가 上昇하면 日本企業의 輸出競爭力이 약화될 수 있다는 우려가 대두되었다. 그러나 1985년 3월 外國換等審議委員會의 答申에서는 엔貨 國際化로 인하여

는 달러貨나 마르크貨에 비하여 다소 떨어지는 것으로 나타나고 있다. 1994년에 발행된 유러債 중 9.6%가 엔貨表示 債券이었으며 같은 해 말 유러市場의 전체자금 중 엔貨表示 資金은 4.4%였으며 1993년 世界 각국의 通貨當局이 보유하는 對外準備資產 중 8.1%가 엔貨表示 資產이었던 것으로 조사되었는바 이들 비율은 달러貨나 마르크貨의 경우에 비하여 상대적으로 낮은 것을 알 수 있다.

東아시아와 아세안 國家들 및 濠洲, 뉴질랜드 등 太平洋 沿岸地域과 印度, 파키스탄 등 南아시아를 포함하는 日本의 周邊地域에서 엔貨가 國際去來의 決濟通貨로 사용되는 比重은 달러에 비하여 낮을 것으로 판단된다.

美國을 비롯하여 캐나다, 멕시코 등은 北美自由貿易地域(NAFTA)을 구축하였으며 유럽에서는 유럽聯合이 발족하는 등 經濟統合이 진행되고 있기 때문에 달러貨나 마르크貨는 각각 이들 地域에서 決濟通貨의 기능을 수행할 것으로 판단된다. 이에 대하여 아시아地域 國家間 經濟發展의 격차는 유럽이나 北美地域의 국가들 사이에 비하여 현격하게 크기 때문에 經濟統合을 추진하기가 상당히 어려울 것으로 판단된다. 따라서 단기간 내에 엔貨가 이 地域에서 中心的인 역할을 하기는 어려울 것이다. 그러나 日本의 막강한 經濟力을 고려할 때 머지않아 엔貨가 아시아地域에서 中心的인 役割을 수행하는 通貨로 자리잡게 될 수도 있을 것이다[11].

日本 企業들의 外換危險管理에 도움을 줄 수 있고 國際通貨로서 달러貨의 기능을 보조할 수 있는 긍정적인 효과가 있음을 지적하였다. 그 결과 日本은 1986년부터 엔貨 및 金融의 國際化를 적극적으로 추진하였다. 金宗萬, 『日本 換率政策의 方向과 우리나라 輸出入에 미치는 影響』, 1993, p. 48 참조.

11) 멕시코 1995년 3월 金融危機 후 日本의 大藏省 長官은 엔貨를 아시아地域 國家間의 去來에 있어서 決濟通貨로 사용하도록 提案한 바 있다.

2. 各 通貨地域이 經濟블록으로 發展할 可能性

國際通貨制度가 궁극적으로 달러, 엔, 마르크(또는 유럽通貨) 중심의 三極體制로 改編된 후 各 通貨地域 內의 국가들이 地域通貨體制를 구축하고 經濟的인 결속을 강화할 경우 各 地域이 經濟블록으로 發展할 가능성도 있는 것으로 판단된다.

北美地域에서는 1992년 美國과 캐나다 및 멕시코가 北美自由貿易地域(NAFTA)을 결성하였으며 中南美地域의 國家들은 라틴아메리카自由貿易地域(LAFTA)을 형성하여 經濟協力을 강화하고 있다. 國際通貨制度가 3極體制로 개편될 경우 이들 두 地域은 달러貨 影響圈에 속하게 될 것이기 때문에 南北아메리카 전체를 포함하는 經濟블록으로 발전할 가능성이 있다.

또한 유럽에서는 과거 유럽共同體(EC) 國家들과 유럽自由貿易地域(EFTA) 국가들을 포함하여 1992년에 유럽聯合(EU)이 발족하였다. 또한 과거 共產圈에 속하였던 폴란드, 헝가리, 체코 등도 市場經濟體制로 轉換한 후 빠른 속도로 西유럽의 經濟的인 影響圈으로 흡수되고 있다. 이와 같은 점을 고려할 때 머지않은 장래에 西·東유럽을 포함하는 經濟블록이 형성될 가능성이 높은 것으로 판단된다.

東南아시아 地域의 말레이시아, 泰國, 인도네시아, 필리핀, 싱가포르, 브루나이, 베트남 등 7개국은 동남아시아國家聯合(ASEAN)을 결성하고 域內 國家間 經濟協力, 貿易擴大 등을 추진하고 있다[12]. 東아시아와 大洋洲 및 美國과 캐나다, 멕시코 등 太平洋 沿岸國들을 포함하는 광대한 지역의 經濟協力을 추진하기 위하여 1989년 아시아太平洋經濟協力體(APEC)를 구성하고 經濟協力과 貿易自由化

---

12) ASEAN은 1967년 말레이시아, 泰國, 싱가포르, 인도네시아, 필리핀 등 5개국의 集團安保體制로 출범하였으며 브루나이는 1984년, 베트남은 1995년에 각각 참가하였다.

를 추진하고 있다. 그러나 아시아 地域 國家들간 經濟的인 결속의 정도는 유럽이나 北아메리카 地域의 국가들에 비하여 상대적으로 약한 것으로 평가된다.

더욱이 아시아地域 國家들 사이의 經濟的인 格差가 다른 地域에 비하여 현격하게 크기 때문에 貿易 및 資本自由化 등 經濟協力에 있어서 障碍要因이 되고 있다. 특히 中國과 印度 등 많은 人口와 넓은 國土를 가진 나라들이 經濟的으로 低開發國에 속하기 때문에 이 地域의 經濟統合이 빠른 시일 내에 달성되기는 어려울 것으로 판단된다. 그러나 유럽, 아메리카 등 다른 地域의 국가들이 經濟블록을 형성할 경우 이에 대응하기 위하여 아시아地域의 국가들도 貿易自由化 및 經濟協力을 強化하여 점차 經濟블록으로 발전할 수도 있을 것이다.

南北아메리카와 유럽이 각각 하나의 經濟블록으로 統合되고 東아시아와 大洋洲를 포함하는 太平洋 沿岸 국가들과 印度 등 南아시아 국가들이 참여하는 經濟블록이 형성될 경우 世界는 3大 經濟블록으로 분할될 것이다.

이들 經濟블록으로 발전할 수 있을 것으로 판단되는 각 地域을 비교해 보면, 먼저 1991년 東아시아와 南아시아 및 大洋洲를 포함하는 지역의 人口는 약 30億 5千萬名으로 南北아메리카지역과 유럽의 각각 약 7億 4千萬名과 5億名에 비하여 월등히 많은 것으로 조사되고 있다. 게다가 아시아지역의 人口 增加率이 다른 지역에 비하여 상대적으로 높기 때문에 이들 지역을 포함하는 經濟블록이 형성될 경우 世界全體人口의 약 60%를 포괄하는 거대한 地域이 될 것으로 판단된다.

東아시아와 南아시아 및 大洋洲를 포함하는 지역의 經濟規模는 南北아메리카나 유럽地域에 비하여 상대적으로 작다. 〈表 V－4〉에서 보는 바와 같이 1991년의 지역별 總生產 金額은 유럽地域이 약 8兆달러로 가장 많았고 南北아메리카地域은 약 7兆 4千億달러였던

〈表 V－4〉 地域別 人口推移

(單位：百萬名, %)

	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1991	1985～90年平均 人口 增加率
南北 아메리카	465 [13.9]	512 [13.8]	562 [13.8]	615 [13.8]	669 [13.8]	724 [13.7]	735 [13.6]	1.6
東아시아 및 南아시아	1,797 [53.9]	2,028 [54.8]	2,270 [55.7]	2,486 [55.9]	2,720 [56.1]	2,982 [56.3]	3,037 [56.4]	1.8
오세아니아	17 [0.5]	19 [0.5]	21 [0.5]	23 [0.5]	25 [0.5]	27 [0.5]	27 [0.5]	1.5
유럽	445 [13.3]	460 [12.4]	474 [11.6]	484 [10.9]	492 [10.1]	498 [9.4]	500 [9.3]	0.2
아프리카	317 [9.5]	362 [9.8]	413 [10.1]	477 [10.7]	552 [11.4]	642 [12.1]	662 [12.3]	3.0
中東 (西아시아)	64 [1.9]	74 [2.0]	85 [2.1]	99 [2.2]	115 [2.4]	132 [2.5]	135 [2.5]	2.8
舊蘇聯	231 [6.9]	243 [6.6]	254 [6.2]	266 [6.0]	278 [5.7]	289 [5.5]	291 [5.4]	0.8
世界全體	3,336 [100.0]	3,698 [100.0]	4,079 [100.0]	4,448 [100.0]	4,851 [100.0]	5,292 [100.0]	5,385 [100.0]	1.7

註：[ ] 안의 숫자는 世界 全體의 人口에 對한 比率(%)을 표시함.
資料：*UN Statistical Yearbook*, 1992 (1995年 發行).

〈表 V－5〉 地域別 總生產 推移

(單位 : 10億달러, %)

	1983	1985	1987	1989	1990	1991
南北아메리카	4,460.4 [37.3]	5,121.0 [40.3]	5,753.7 [33.4]	6,773.3 [33.6]	7,196.5 [32.3]	7,395.6 [32.4]
東아시아 및 南아시아	2,100.4 [17.6]	2,284.0 [18.0]	3,486.0 [20.2]	4,274.4 [21.2]	4,393.9 [19.7]	4,860.0 [21.3]
오세아니아	205.7 [1.7]	197.5 [1.65]	254.7 [1.5]	346.4 [1.7]	351.2 [1.6]	355.3 [1.6]
유럽	3,592.3 [30.0]	3,557.8 [28.0]	5,819.4 [33.8]	6,536.0 [32.4]	7,884.7 [35.4]	7,960.4 [34.8]
아프리카	406.0 [3.4]	403.5 [3.2]	421.1 [2.4]	435.7 [2.2]	457.3 [2.1]	431.9 [1.9]
西아시아 (中東)	582.1 [4.9]	561.3 [4.4]	704.3 [4.1]	855.5 [4.3]	1,047.8 [4.7]	1,098.9 [4.8]
러시아 (蘇聯解體後)	619.2 [5.2]	584.6 [4.6]	806.5 [4.7]	927.2 [4.6]	940.3 [4.2]	745.5 [3.36]
世界全體	11,966.1 [100.0]	12,709.7 [100.0]	17,245.7 [100.0]	20,148.5 [100.0]	22,271.7 [100.0]	22,847.6 [100.0]

註 : [ ] 안의 숫자는 世界 全體의 總生產에 對한 比率(%), 西아시아(中東) 地域의 國家들 중 사이프러스와 터키는 유럽 地域에 포함시켰으며 舊蘇聯 國家들 중 우크라이나, 벨로루시 등은 유럽에 포함시켰으며, 아제르바이잔, 그루지아, 키르기스탄, 카자흐스탄, 투르크메니스탄 등은 西아시아(中東) 地域에 포함시켰다.

것으로 나타나고 있다. 이에 대하여 같은 해 東아시아와 南아시아 및 大洋洲를 포함하는 地域의 總生產 金額은 5兆 2千億달러였다.

世界 全體의 總生產에 대한 東아시아와 南아시아 및 大洋洲를 포함하는 지역의 總生產 比重은 1983년 19.3%에서 1991년에는 22.9%로 3.6% 포인트 높아진 것으로 나타나고 있다[13]. 같은 기간 유럽

13) 〈表 V－1〉에서 1990년부터 1994년 사이에 日本의 經常 GDP가 약 2兆 9千億달러에서 4兆 6千億달러로 급증하였음을 감안할 때 1994년 世界 全體의 總生產에 대한 아시아 및 대양주를 포함하는 地域 總生產의 비율은 27% 내지 28%까지 높아졌을 것으로 추측된다.

地域 總生產의 比重은 30%에서 34.8%로 4.8% 포인트 높아졌으며 南北아메리카地域의 總生產 比重은 37.3%에서 32.4%로 약 4.9% 포인트 낮아졌다[14].

〈表 V－6〉 地域別 年平均 實質 GDP 增加率

(單位 : %)

		1965 ~69	1970 ~74	1975 ~79	1980 ~84	1985 ~89	1990 ~94	1965 ~94
南北	美國	4.2	3.1	3.2	1.8	3.1	2.0	2.9
아메리카	캐나다	5.4	5.2	4.0	2.3	3.9	1.1	3.7
地域	中南美諸國	7.1	6.7	5.0	1.4	2.5	2.7	4.2
太平洋연안	日本	10.3	5.9	4.5	3.5	4.6	2.2	5.2
및	호주	4.1	5.3	3.1	2.8	3.9	2.2	3.6
西南아시아	뉴질랜드	3.2	4.4	0.3	3.9	0.8	0.9	2.3
地域	東·南아시아	4.3	4.9	6.3	6.7	7.2	7.4	6.1
유럽 地域	OECD 유럽[1]	4.2	4.0	2.1	1.4	2.6	1.5	2.6
	獨逸	4.2	3.4	2.8	1.0	2.6	1.8	2.6
	英國	2.6	2.7	2.2	0.8	4.0	0.8	2.2
	프랑스	5.2	4.7	2.7	1.5	3.1	1.2	3.1
	이탈리아	5.8	5.5	3.4	1.7	3.1	1.4[3]	—
	其他 유럽	—	—	—	0.7	1.6	—	—
其他 地域	아프리카	4.0	4.9	3.1	1.9	3.2	1.4[2]	—
	中東	8.4	9.3	6.3	−0.1	1.3	6.0[2]	—
世界全體		4.9	4.0	3.8	2.4	3.8	2.7[2]	—

註 : 1) OECD유럽의 實質 GDP增加率은 GDP Volume 指數의 平均 增加率임.
2) 1990~1993년 平均.
3) 1990~1992년 平均.

資料 : IMF, *International Financial Statistics Yearbook*, 1995.
OECD, *Maineconomic Indicators*.

14) 〈表 V－5〉에서 1983년부터 1991년 사이에 世界 全體의 總生產에 대한 南北아메리카地域의 總生產 比率이 낮아진 데에는 주요 通貨間 換率變動의 영향도 있는 것으로 판단된다. 즉 같은 기간 美國 달러貨의 엔, 마르크 등 주요 通貨에 대한 가치가 下落하였기 때문에 각 나라의 通貨로 표시된 日本과 獨逸 등 다른 나라의 總生產額을 같은 年度의 平均換率에 적용하여 달러貨로 換算한 金額은 상대적으로 증가하게 된 것으로 나타나게 되었을 것이다.

〈表 Ⅴ－6〉에서 東아시아와 南아시아를 포함하는 地域의 經濟는 世界에서 가장 빠르게 成長하고 있는 것으로 나타나고 있다. 1985년부터 1994년까지 10년 동안 이 地域의 年平均 經濟成長率은 7%를 초과하였다. 이에 대하여 같은 기간 南北아메리카地域과 유럽地域의 年平均 經濟成長率은 각각 2.5%와 2% 內外였던 것으로 판단된다.

같은 表에서 아시아地域의 빠른 經濟成長은 最近의 一時的인 現象이 아니고 1975년 이후 장기간 지속되어온 것을 알 수 있다. 즉 1975년부터 1979년까지 5년 동안 東아시아와 南아시아를 포함하는 地域의 연평균 經濟成長率은 6.3%로 당시 石油價格의 上昇으로 높은 經濟成長을 이룩하였던 中東地域과 함께 世界에서 가장 높았다. 또한 1980년부터 1984년까지 5년간에는 이 地域의 연평균 經濟成長率이 6.7%를 기록하여 世界에서 가장 높았던 것으로 나타나고 있다.

아시아地域의 經濟는 최근 20년 동안 世界에서 가장 빠르게 成長하고 있으며 같은 趨勢가 앞으로도 계속될 경우 머지않아 이 地域과 日本 및 大洋洲를 포함하는 지역의 經濟規模가 世界에서 가장 크게 될 수도 있을 것으로 판단된다.

각 地域의 交易規模를 살펴보면, 〈表 Ⅴ－7〉에서 이 地域과 大洋洲地域의 總輸出額은 약 1兆 2千億달러로 世界 全體輸出 4兆 2千億달러의 29%를 차지한 것으로 나타나고 있다. 이에 대하여 같은 해 南北아메리카地域의 輸出總額은 8千 3百億달러였으며 유럽지역의 輸出總額은 1兆 9千億달러였던 것으로 조사되고 있다.

世界 全體의 輸出總額에 대한 南北아메리카地域의 비중은 1965년 27.2%에서 1994년에는 19.9%로 점차 하락하였으며 유럽地域의 경우에도 같은 기간 동안 49.2%에서 44.9% 점차 下落한 것으로 나타나고 있다. 이에 대하여 東·南아시아와 大洋洲를 포함하는 地域의 輸出比重은 1965년 14.2%에서 29.1%로 약 2배로 상승하였

다. 특히 이 地域의 輸出比重은 1975년 이후 빠른 속도로 상승한 것으로 나타나고 있다.

〈表 V－7〉 世界 各 地域別 輸出 推移

(單位 : 10億달러, %)

	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1994
南北 아메리카 地域諸國	46.8 [27.2]	75.7 [25.8]	184.9 [22.6]	396.9 [20.9]	408.6 [22.3]	649.5 [19.5]	835.3 [19.9]
東·南아시아 및 大洋州 諸國	24.4 [14.2]	42.3 [14.4]	124.1 [15.2]	321.4 [17.0]	414.5 [22.6]	788.8 [23.7]	1,223.7 [29.1]
유럽(東유럽 포함) 諸國	84.7 [49.2]	152.1 [51.8]	397.3 [48.7]	873.3 [46.1]	843.8 [46.0]	1,671.2 [50.1]	1,885.5 [44.9]
其他 (아프리카, 中東)	16.1 [9.4]	23.3 [7.9]	110.2 [13.5]	304.0 [16.0]	165.9 [9.1]	224.9 [6.7]	256.8 [6.1]
世界 全體	172.0 [100.0]	293.4 [100.0]	816.5 [100.0]	1,895.6 [100.0]	1,832.8 [100.0]	3,334.4 [100.0]	4,201.3 [100.0]

註 : [ ] 안의 숫자는 該當 年度 世界 全體의 輸出金額에 對한 比率(%)임.
資料 : IMF, *International Financial Statistics Yearbook*, 1995.

〈表 V－8〉 世界 各 地域別 輸入 推移

(單位 : 10億달러, %)

	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1994
南北 아메리카 地域諸國	43.0 [23.1]	74.1 [23.9]	195.2 [22.8]	434.8 [21.9]	505.7 [26.5]	752.3 [21.8]	1,044.7 [24.2]
東·南아시아 및 大洋州 諸國	28.4 [15.3]	47.0 [15.2]	138.2 [16.2]	349.3 [17.6]	384.9 [20.2]	772.7 [22.4]	1,144.0 [26.5]
유럽(東유럽 포함) 諸國	93.1 [50.1]	158.5 [51.2]	443.8 [51.9]	1,006.0 [50.6]	861.8 [45.2]	1,733.6 [50.2]	1,820.0 [42.1]
其他 (아프리카, 中東)	21.4 [11.5]	30.1 [9.7]	78.5 [9.2]	196.2 [9.9]	155.3 [8.1]	196.8 [5.7]	316.2 [7.3]
世界 全體	185.9 [100.0]	309.7 [100.0]	855.7 [100.0]	1,986.3 [100.0]	1,907.7 [100.0]	3,455.4 [100.0]	4,324.9 [100.0]

註 : [ ] 안의 숫자는 該當 年度 世界 全體의 輸出金額에 對한 比率(%)임.
資料 : IMF, *International Financial Statistics Yearbook*, 1995.

〈表 V－8〉에서 東아시아와 南아시아 및 大洋洲를 포함하는 地域의 輸入規模도 世界에서 가장 빠른 속도로 증가하고 있기 때문에 世界 全體의 輸入에서 이 地域의 輸入額이 차지하는 비중은 점차 커지고 있는 것으로 나타나고 있다. 이에 대하여 南北아메리카와 유럽 및 其他地域의 輸入規模는 상대적으로 느린 속도로 증가하고 있기 때문에 世界 全體의 輸入에 대한 이들 지역 輸入의 比重은 점차 작아지는 추세에 있음을 알 수 있다.

世界 각 地域의 經濟狀況을 비교한 결과에서 앞으로 國際通貨體制가 三極體制로 변화될 경우 엔貨地域에 속하게 될 것으로 예상되는 地域은 經濟成長의 속도가 빠르고 交易量이 증가하는 속도도 가장 빠른 力動的인 地域인 것을 알 수 있다[15].

15) 이와 같이 東아시아와 南아시아 및 大洋洲를 포함하는 지역이 經濟成長의 속도가 世界에서 가장 빠르고 貿易規模도 가장 빠르게 커지고 있는 가장 力動的인 地域이기 때문에 1995년 3월 멕시코 金融危機가 발생한 후 日本은 엔貨를 이 지역의 國際的인 거래의 決濟通貨로 사용하도록 提案한 것으로 판단된다. 엔貨를 이 地域의 決濟通貨로 사용할 경우 日本 企業들의 外換危險 부담을 줄일 수 있음과 동시에 엔貨의 國際化를 촉진시키고 아울러 國際社會에서 日本의 影響力을 확대할 수 있을 것이다. 또한 域內의 다른 국가들도 엔貨 가치의 상승에 대하여 반대할 것이기 때문에 美國이나 유럽 주요국들로부터의 엔貨 가치를 상승시키라는 壓力을 弱化시킬 수 있는 등 여러가지 이점이 있는 것으로 평가하였을 것이다.

第 VI 章 우리나라의 對應

앞에서 주요 通貨間 換率을 安定시키기 위한 國際通貨制度의 改編과 관련하여 그 가능성과 時期에 대하여 검토해 보았다. 현재 주요 先進國들의 經濟狀況을 검토한 결과 國際通貨制度의 改編이 빨라도 2000년까지는 단행되기 어려울 것으로 판단된다. 따라서 현재의 상당히 혼란스러운 國際通貨秩序는 당분간 지속될 것으로 예상된다[1]. 또한 주요 通貨間 換率의 短期 變動性은 상당히 높을 것으로 예상되며 外換市場에서 결정되는 換率은 適正한 수준에서 큰 폭으로 離脫하는 경우도 있을 것이다.

주요 先進國들의 經濟狀況이 改善된 후 國際通貨制度의 개편이 단행될 경우 새로운 體制에서는 달러, 엔 및 마르크(유럽의 通貨統合이 성공할 경우 유럽通貨) 등 3大 通貨가 基軸通貨의 역할을 수행하게 될 것이다. 이에 따라 世界는 이들 通貨를 중심으로 3大 通貨地域으로 분할될 가능성도 있다. 또한 각 通貨地域에서 域內 국가들의 經濟的인 결속이 強化될 경우 각각 하나의 經濟블록으로 발전할 가능성도 있는 것으로 평가되고 있다.

世界가 3大 通貨地域으로 분할될 경우 우리나라는 다른 아시아 국가들과 함께 日本의 엔貨가 중심이 되는 通貨地域에 속하게 될 것이다. 이에 따른 國際通貨秩序의 변화는 우리나라 經濟에 큰 영향을 미치게 될 것으로 예상된다.

우리나라는 解放 이후 政治·經濟的으로 美國과 긴밀한 관계를 유지하여 왔으며 美國은 우리나라의 가장 중요한 貿易相對國이었기

---

1) 브레튼우즈 委員會의 報告書에서는 현재의 國際通貨秩序를 無體制(nonsystem)라고 지칭하고 있다.

때문에 우리나라 通貨의 對外價値는 美國 달러貨에 대한 換率을 중심으로 관리되어 왔다. 그러나 國際通貨制度가 改編된 후 엔貨 중심의 通貨地域이 형성되고 나아가 經濟블록으로 발전할 경우 日本, 中國 및 아세안(ASEAN) 國家들과 濠洲, 뉴질랜드 등을 포함하는 太平洋沿岸 國家들과 印度, 파키스탄 등 南아시아 國家들과의 관계가 보다 중요하게 될 것으로 판단된다. 이와 같은 변화에 대응하여 앞으로 우리나라 通貨의 對外價値 안정이나 輸出競爭力의 유지 등을 위한 換率政策의 내용은 과거와 크게 달라져야 할 것이다.

한편, 國內的으로 우리나라는 앞으로 1999년까지 外換의 保有 및 去來와 관련된 規制를 撤廢하고 資本의 流出入과 관련된 規制도 점차 완화하는 등 自由化 計劃을 수립하여 실행하고 있다. 이와 같은 상황에서 앞으로 우리나라가 外換 및 換率運用과 관련하여 당면하게 될 문제점은 무엇이며 관련된 政策은 어떻게 調整되어야 할 것인지에 대하여 검토해 보기로 하자.

1. 換率制度와 관련된 問題

먼저 우리나라의 換率制度에 관하여 살펴보면, 1990년 3월부터 우리나라는 원/달러 換率에 대하여 直前 去來日의 각 換率에서 거래된 外換의 規模를 加重値로 하여 산출한 平均換率을 기준으로 일간 最大變動幅을 제한하는 市場平均換率制度를 채택하고 있다. 원/달러 換率의 日間變動 許容範圍는 市場平均換率制度로 이행한 초기에는 基準換率을 중심으로 上下 0.4%로 한정되었으나 점차 확대되어 1995년 12월부터는 基準換率을 중심으로 上下 2.25%까지 확대되었다. 한편 원貨의 다른 外國通貨에 대한 換率은 裁定去來(arbitrage transaction)의 기회를 없애기 위하여 원/달러 換率에 國際外換市場에서 결정된 각 通貨의 달러貨에 대한 換率을 적용하여 결정하고 있다. 이와 같은 현재 우리나라의 換率制度는 臺灣이 1982년

9월부터 1989년 3월까지 운용한 中心換率制度와 같은 것이다.

日間 換率變動의 範圍[2]를 제한하는 制度는 換率의 短期 變動性을 統制함에 있어서 상당히 효과적인 것으로 판단된다. 실제로 各 換率制度下에서 月間 및 分期間 換率의 短期 變動性을 추정한 결과 〈表 Ⅵ－1〉에서 보는 바와 같이 우리나라의 市場平均換率制度下에서 원/달러 換率과 臺灣의 中心換率制度下에서 NT달러/美달러 換率變動의 標準偏差가 다른 換率制度下에서 換率變動의 標準偏差에 비하여 작았던 것으로 나타나고 있다.

〈表 Ⅵ－1〉 換率變動率의 統計的 特性

(單位 : %)

換　率	換率制度	月間 變動率		分期間 變動率	
		平均變動率	標準偏差	平均變動率	標準偏差
원/달러	複數通貨바스켓 (1980.2～90.2)	0.157 (1.902)	0.907	0.315 (0.818)	2.373
	市場平均換率 (1990.3～93.5)	0.347 (4.587)	0.441	1.025 (3.158)	1.124
NT달러/달러	中心換率 (1982.9～89.3)	－0.418 (－2.986)	1.198	－1.112 (－2.205)	2.547
	變動換率 (1989.4～93.5)	0.001 (0.076)	1.011	－0.304 (－0.502)	2.421
마르크/달러	變動換率 (1973.3～93.3)	－0.223 (－0.981)	3.458	－0.669 (－0.904)	6.694
엔/달러	變動換率 (1973.3～93.3)	－0.380 (－1.786)	3.379	－1.141 (－1.675)	5.997
파운드/달러	變動換率 (1973.3～93.3)	0.188 (0.813)	3.522	0.565 (0.828)	5.990
프랑/마르크	EMS (1973.3～93.3)	0.288 (3.076)	1.417	0.866 (2.905)	2.617

註 : 1. 換率變動은 換率의 自然對數의 差分임.
2. (　) 안의 숫자는 t 統計임.

資料 : 金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 23, 〈表 Ⅱ－3〉

2) 市場平均換率制度는 換率變動을 억제하는 範圍가 매일 바뀌는 점에서 目標換率帶制度(target zone system)와 다르다. 目標換率帶制度에서는 目標帶를 調整하여 換率變動의 새로운 許容範圍가 결정되기 전에는 換率이 같은 範圍(目標帶) 내에서 變動하도록 관리하게 된다.

우리나라의 경우 1980년 2월부터 1990년 2월까지 複數通貨바스켓 換率制度를 채택하고 管理當局이 원/달러 換率을 적정한 수준에서 임의로 결정하는 등 엄격하게 管理하였다. 그런데 이 기간 동안 月間 및 分期間 원/달러 換率 變動率의 標準偏差가 각각 약 0.9%와 2.4%였던 것으로 추정되었다. 그러나 市場平均換率制度로 이행된 후에는 원/달러 換率 月間 變動率의 標準偏差는 약 0.44%로 작아졌으며 分期間 變動率의 標準偏差는 약 1.12% 작아진 것으로 나타나고 있다[3].

현행의 市場平均換率制度에서는 원/달러 換率의 短期 變動性이 크지 않기 때문에 輸出入 등 對外去來의 대금을 달러貨로 결제할 경우 外換危險이 상대적으로 작은 利點이 있다. 특히 우리나라의 경우 先物換去來가 活性化되어 있지 않고, 外換危險을 회피할 수 있는 다른 수단도 거의 존재하지 않는 실정이다. 따라서 대부분의 우리나라 輸出企業들은 換率의 短期 變動性이 커짐에 따라 증가하는 外換危險에 대하여 輸出品의 單價를 인상하여 대응하는 것으로 조사되었다[4]. 이와 같은 사실을 고려할 때 現行의 換率制度에서 換率의 短期 變動性이 작기 때문에 輸出競爭力을 強化시키는 효과도 있는 것으로 판단된다.

換率의 日間 變動幅을 제한하는 현행의 換率制度는 換率의 短期 變動性을 작게 하는 동시에 換率이 長期間에 걸쳐서 같은 方向으로

3) 〈表 Ⅵ-1〉에서 우리나라가 市場平均換率制度로 이행된 후 원/달러 換率의 短期 變動性이 작아진 이유 중 하나는 換率이 계속 같은 方向으로 조정되었기 때문인 점도 있다. 즉, 複數通貨바스켓 換率制度를 채택한 기간 동안 원/달러 換率은 1980년부터 1985년 말까지 上昇(원貨 價値 下落)하였으나 1986년부터 1989년 중반까지는 下落하였고 그 이후에는 上昇하는 등 큰 폭으로 변동하였다. 이와 같은 長期的인 換率變動으로 인하여 複數通貨바스켓 制度를 채택한 全體 期間 원/달러 換率 變動率의 標準偏差는 크게 추정될 수 있다. 즉, 換率이 상승한 기간과 하락한 기간을 포함함에 따라 平均 變動率은 작아질 것이다. 그러나 각 기간의 變動率에서 平均變動率을 차감한 값의 제곱은 커질 것이기 때문에 換率變動率의 標準偏差는 커지게 된 것으로 이해할 수 있다.

4) 金宗萬, 『換率制度와 外換危險管理』, 1990 참조.

조정되도록 유도하게 된다. 이에 따라 일반 外換市場 참여자들도 가까운 미래에 換率이 어떤 방향으로 변동할 것인지 어느 정도 예측할 수 있게 된다. 즉, 換率이 長期間에 걸쳐서 같은 방향으로 조정될 경우 最近에 換率이 上昇하였으면 가까운 未來에도 上昇할 것으로 예측하는 등 各 期間 換率 變動率의 前後關係를 이용하여 미래의 換率變動을 어느 정도 예측할 수 있다.

各 換率制度에서 月間 換率 變動率 사이의 前後關係를 분석한 결과는 〈表 Ⅵ－2〉에 정리되어 있다. 이 表에서 換率 變動率 前後關係는 複數通貨바스켓 換率制度에서 원/달러 환율이 가장 강했던 것으로 나타나고 있다. 즉 추정된 AR1 係數를 기준으로 판단할 때 바로 전 달에 원/달러 換率이 1% 上昇하였을 경우 이번 달에는 약 0.67% 上昇하는 것과 같은 전후관계가 있었던 것으로 나타나고 있다.

〈表 Ⅵ－2〉 月間 換率變動率의 時系列的 特性

換　率	換率制度	推定係數				$\overline{R}^2$ [1]	D·W [2]
		常數	AR1	AR2	AR3		
원/달러	複數通貨바스켓 (1980.2～90.2)	0.001 (0.918)	0.671 (9.777)			0.441	2.190
	市場平均換率 (1990.3～93.5)	0.002 (2.266)	0.450 (3.171)			0.197	2.057
NT달러/달러	中心換率 (1982.9～89.3)	－0.002 (－1.642)	0.294 (2.494)	0.077 (0.041)	0.259 (2.400)	0.175	1.890
	變動換率 (1989.4～93.3)	0.001 (0.251)	0.002 (0.018)	0.085 (0.730)	0.107 (0.905)	0.000	1.962
마르크/달러	變動換率 (1973.3～93.3)	－0.002 (－0.967)	0.012 (0.181)			0.000	2.006
엔/달러	變動換率 (1973.3～93.3)	－0.004 (－1.648)	0.026 (0.400)			0.000	1.984
파운드/달러	變動換率 (1973.3～93.3)	0.002 (0.736)	0.083 (1.251)			0.002	1.994
프랑/마르크	EMS (1973.3～93.3)	0.003 (2.824)	0.066 (1.007)			0.000	1.994

註：(　) 안의 숫자는 推定된 係數의 t 統計. 1) $\overline{R}^2$ 는 自由度 조정 후 R^2. 2) D.W.는 Durbin－Watson 統計.

資料：金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 27, 〈表 Ⅱ－5〉

원/달러 換率 變動率 사이의 前後關係는 市場平均換率制度로 이행된 후에도 상당히 강하게 추정되고 있다. 또한 臺灣의 中心換率制度에서 NT달러/美달러 換率 變動率 사이의 前後關係도 상당히 강하였던 것으로 나타났다. 이에 대하여 變動換率制度를 채택하고 있는 주요 先進國 通貨間 換率 변동률 사이의 前後關係는 약한 것으로 추정되었다. 특히 EMS에서 基準換率이 조정되기까지 換率을 일정한 範圍 내에서 유지하는 프랑/마르크 換率 變動率 사이의 前後關係도 變動換率制度를 채택하고 있는 엔/달러 換率이나 마르크/달러 換率의 경우와 마찬가지로 약하게 추정되었다[5].

換率이 長期間에 걸쳐서 같은 방향으로 조정됨에 따라 미래의 換率 變動을 어느 정도 예측할 수 있을 경우 未來 換率에 대한 期待에 따라 海外資本 특히 投機的인 短期資本(hot money)의 流出入이 급격하게 진행되어 換率 및 通貨管理가 어렵게 되는 등 문제가 발생할 가능성이 있다. 즉 가까운 未來에 國內通貨의 價値가 상승할 것으로 期待될 경우 海外로부터 換差益을 노린 短期資本이 대량으로 유입되어 國內通貨의 가치를 더욱 上昇시키는 요인으로 작용할 수 있다. 短期資本의 流入으로 인하여 國內通貨의 가치에 미치는 上昇效果를 차단하기 위하여 中央銀行이 外換市場에 介入하여 外換을 買入할 경우 本源通貨가 방출되기 때문에 通貨가 膨脹하고 결과적으로 國內物價가 상승하게 된다.

실제로 臺灣은 1986년부터 1987년까지 NT달러/美달러 換率이 漸進的으로 下落(NT달러貨 價値 上昇)하도록 유도한 결과 海外로부터 換差益을 노린 投機性 短期資本이 大量으로 유입되었다. 〈表 Ⅵ－3〉에서 보는 바와 같이 1986년과 1987년 臺灣의 國內金利가

---

5) EMS에서 프랑/마르크 換率을 안정시키기 위하여 일정한 範圍 내에서 變動하도록 統制하였음에도 불구하고 換率 變動率 사이의 前後關係가 강하지 않았던 것으로 나타나는 이유는 基準換率을 調整함에 있어서 漸進的으로 調整하지 않고 一時에 비교적 大幅 調整하였기 때문인 것으로 판단된다.

〈表 Ⅵ－3〉 臺灣 資本 流出入 關聯 統計

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
長期資本收支[1)] (億달러)	－10	－17	－22	－46	－69	－56	－29	－37
短期資本收支[2)] (億달러)	－22	86	126	－69	－53	－91	2	－29
NT달러/美달러變動率(%)	+0.9	－10.9	－19.6	－1.3	－7.1	+3.6	－0.5	－1.4
定期預金利子率[3)] 3個月 滿期(%)	5.25～6.50	4.0～5.0	4.0	4.0～4.5	4.5～9.0	7.75～9.0	7.75～6.78	6.50
유러달러金利 3個月 滿期(%)	7.63～9.44	5.56～7.94	6.12～8.37	6.69～9.19	8.25～10.19	7.44～8.56	4.25～6.94	3.44～4.25
NT달러/美달러平均換率	39.85	37.84	31.84	28.59	26.41	26.89	26.81	25.16
通貨(M1B)平殘[4)] (10億NT달러)	676	896	1,311	1,705	1,932	1,878	1,989	2,297

註：1) 長期資本收支는 直接投資 포함. 2) 短期資本收支는 포트폴리오 投資 포함.
3) 金利는 月末 基準 수준의 범위. 4) 通貨平殘金額은 日平均 殘額의 年間平均.
資料：金宗萬,『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 124, 〈表 Ⅵ－1〉.

國際金利에 비하여 상대적으로 낮았음에도 불구하고 短期資本收支는 각각 86億달러와 126億달러의 黑字를 기록하였다.

1986년부터 1987년까지의 기간 동안 臺灣으로 流入된 短期資金이 換差益을 노린 投機性 資本이었음은 1988년부터 1990년까지 자본흐름의 방향으로 짐작할 수 있다. 즉 이 期間에는 NT달러/美달러 換率이 큰 폭으로 하락하지 않고 어느 정도 안정되었으며 臺灣의 國內金利도 國際金利에 비하여 상대적으로 낮았기 때문에 1986년부터 1987년 사이에 流入된 投機性 海外資本이 다시 流出된 결과 短期資本收支는 상당한 폭의 적자를 기록하게 된 것으로 짐작할 수 있다[6].

이와 같이 國內通貨 價値의 상승에 대한 期待로 인하여 1986년과 1987년 사이에 流入된 海外資本이 NT달러貨의 가치에 미치는 上昇效果를 차단하기 위하여 臺灣 中央銀行이 外換을 대규모로 買入한 결과 1986년부터 1988년까지의 기간에 通貨量(M1 平殘基準)이 2.5배로 증가한 것으로 나타나고 있다[7].

臺灣의 경험을 고려할 때 앞으로 우리나라가 外換 및 資本 自由化를 추진하는 과정에서 현행의 市場平均換率制度를 유지할 경우 海外로부터 換投機를 위한 短期資本이 유입되어 國內通貨의 價値上昇을 가속시키는 동시에 通貨管理의 어려움을 가중시키는 문제가 발생할 가능성이 큰 것으로 판단된다.

현재 우리나라의 國內金利는 國際金利에 비하여 상당히 높은 수준을 유지하고 있다. 따라서 資本의 流出入에 대한 규제가 완화될

---

6) 〈表 Ⅵ－3〉에서 1986년부터 1987년까지 臺灣 短期資本收支의 黑字累計는 212億달러이고 1988년부터 1990년까지 赤字累計는 213億달러로 거의 같은 金額임을 알 수 있다. 따라서 1986부터 1987년까지 臺灣으로 流入된 短期資本은 1988년부터 1990까지의 기간에 全額 流出된 것으로 판단할 수 있다.

7) 이 기간 동안 臺灣의 經常收支도 대규모의 黑字를 기록하였기 때문에 이로 인한 海外資本의 流入도 NT달러貨의 價値上昇 및 通貨量 증가의 요인이 되었던 것으로 판단된다.

경우 海外資本의 純流入이 일어날 것으로 예상되며 이로 인한 外換의 供給의 증가로 國內通貨의 가치가 상승하게 될 것으로 판단된다. 筆者의 다른 硏究에서 앞으로 1999년까지 海外資本의 純流入 규모가 每年 120億달러 내지 140億달러로 가정하고 換率變動의 효과를 감안하지 않을 경우 1998년에는 經常收支가 均衡을 이루게 될 것으로 가정하는 등 여러가지 상황을 종합적으로 고려하여 원/달러 換率의 豫想推移를 推算해 보았다. 그 결과 1999년 말까지 원/달러 換率은 1달러당 약 680원 수준까지 下落하는 것으로 추산되었다[8].

이와 같은 상황에서 換率의 日間 變動幅을 제한하여 國內通貨의 가치가 점진적으로 上昇하도록 유도할 경우 어느 시점에서든 가까운 미래에 國內通貨의 가치가 더욱 上昇할 것이라는 期待가 형성될 수 있다. 이러한 期待로 인하여 海外로부터 換差益을 노린 投機性 短期資本(hot money)이 流入될 수 있을 것이다. 특히 우리나라의 경우 당분간 國內金利가 國際金利에 비하여 높은 수준을 유지할 것으로 예상되기 때문에 金利差와 換差益을 동시에 노리고 대규모의 短期資本이 流入될 가능성이 크다[9].

換率의 日間 變動幅을 제한함으로 말미암아 換率의 短期 變動性이 작아지기 때문에 短期資本의 流入을 촉진시키는 결과를 초래할 수도 있다. 즉, 換率의 短期 變動性이 작을 경우 換投機나 金利差를 노리고 流入되는 資本에 대하여 負擔하는 外換危險이 크지 않기 때문에 外換 投機者들은 안심하고 資本을 유입시킬 수 있을 것이며 결과적으로 投機性 短期資本의 流入規模를 확대시키는 결과를 초래할 수 있을 것이다.

이와 같은 점을 고려할 때 外換 및 資本 自由化를 추진하는 과정

---

8) 金宗萬, 『外換 및 資本 自由化가 換率에 미치는 影響』, 1995, 第V章 참조.

9) 政府가 발표한 外換 및 資本 自由化 계획에 따르면 資本 流入에 관한 規制가 緩和되더라도 外國人의 國內債券에 대한 投資는 1999년까지 制限될 것이기 때문에 國內金利는 國際金利에 비하여 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다. 財務部, 『外換制度改革(案)』, 1994 참조.

에서 市場平均換率制度를 유지할 경우 대규모의 投機性 短期資本이 海外로부터 유입될 가능성이 큰 것으로 판단된다. 短期資本의 유입으로 인한 外換供給의 증가는 國內通貨 가치의 上昇壓力으로 작용하게 될 것이다. 國內通貨에 미치는 가치상승 압력을 차단하기 위하여 中央銀行이 外換을 매입할 경우 通貨膨脹의 요인으로 작용하게 될 것이다[10].

投機性 短期資本의 流入에 대비하기 위하여 政府는 몇 가지 方案을 마련하고 있다. 먼저 海外로부터의 送金이나 短期借入 등 投機性이 농후한 短期資本의 流入을 억제하는 방안이다. 그런데 이와 같은 規制는 실효를 거두기 어려울 것으로 판단된다. 왜냐하면 國內株式에 대한 外國人의 投資를 허용하고 있고 輸出先受金이나 着手金, 延支給輸入 등 經常去來와 관련된 사실상의 短期資本 導入에 대한 규제를 대폭 완화하고 있기 때문에 허용된 형태를 가장한 사실상의 投機性 短期資本이 유입될 여지가 많기 때문이다.

다음으로 市場平均換率制度에서 換率의 日間變動 許容幅을 좁게 할 경우 換率의 短期 變動性이 작아지고 外換포지션에 대한 外換危險도 작아지기 때문에 投機性 短期資本의 流入을 촉진하는 결과를 초래하는 점을 고려하여 換率의 日間變動 許容幅을 점차 확대하는 방안을 고려하고 있다. 政府에서 원/달러 換率의 日間變動 許容幅을 1995년 12월부터 基準換率의 上下 2.25%로 확대한 것은 이와 같은 方策의 일환이다. 그런데 臺灣이 中心換率制度를 채택하고 있

---

10) 中央銀行이 外換을 買入하는 과정에서 放出되는 通貨를 通貨安定證券을 발행하여 還收할 수 있을 것이다. 그러나 1995년 말 通貨安定證券의 發行殘額이 약 25兆원에 이를 것으로 예상되며 이에 대한 利子支給額이 年間 약 3兆원에 이를 것으로 예상되어 자동적인 通貨 增加의 요인으로 작용할 것임을 감안할 때 추가적인 通貨安定證券의 發行을 통하여 通貨를 還收하는 데에는 한계가 있을 것으로 판단된다. 通貨安定證券의 發行殘額이 계속 증가하여 年間 利子支給額이 本源通貨의 增加許容額을 초과할 경우 通貨安定證券에 대하여 支給하는 利子를 還收하기 위하여 새로운 通貨安定證券을 발행하여야 되는 惡循環이 계속될 수 있다.

을 당시 NT달러/美달러 換率의 日間變動을 基準換率을 중심으로 上下 2.25%로 제한하였음에도 불구하고 換率의 短期 變動性은 상대적으로 낮았고 1986년부터 1987년 사이에 대규모의 投機性 短期資本이 流入되었다. 이와 같은 사실을 감안할 때 換率의 日間變動 허용폭을 확대하여 換率의 短期 變動性을 확대시킴으로써 短期資本의 流入을 억제하는 효과는 크지 않을 것으로 판단된다.

마지막으로 政府가 考慮하고 있는 方案은 變動換率制度로 移行하는 것이다. 政府가 발표한 外換制度改革 3段階計劃에 따르면 第2段階(1996～97년)에서 變動換率制度로의 移行을 檢討하는 것으로 되어 있다. 變動換率制度로 이행될 경우 換率은 外換市場 需給狀況이 바뀜에 따라 변동하게 될 것이다. 따라서 換率이 長期間에 걸쳐서 같은 방향으로 調整되는 현상이 사라지기 때문에 換率變動의 前後關係를 이용하여 미래의 換率을 예측하기가 어려워질 것이다. 그 결과 가까운 미래에 國內通貨의 가치가 상승할 것이라는 期待로 인하여 投機性 短期資本의 流入을 방지할 수 있을 것이다.

또한 變動換率制度下에서는 〈表 V－1〉에서 보는 바와 같이 換率의 短期 變動性이 커지기 때문에 外換危險의 증가로 인하여 投機性 短期資金의 流入을 억제하는 효과도 기대할 수 있다. 이와 같은 점을 고려하여 臺灣은 1989년 4월부터 變動換率制度로 이행하였다. 우리나라의 경우에도 현행의 市場平均換率制度를 유지하면서 外換 및 資本 自由化를 추진하는 과정에서 海外로부터 대규모의 投機性 短期資本이 유입되어 國內 金融市場이 혼란에 빠질 경우 결국 變動換率制度로 이행할 수밖에 없을 것으로 판단된다.

變動換率制度로 이행할 경우 한 가지 우려되는 점은 換率의 短期 變動性이 커지기 때문에 輸出 등 對外去來에 따르는 外換危險이 증가하고 輸出競爭力이 弱化되는 결과를 초래할 수 있다는 사실이다. 특히 우리나라의 경우 先物換市場이 活性化되어 있지 않는 등 輸出企業들이 外換危險을 回避할 수 있는 적절한 방법이 존재하지 않기

때문에 換率의 短期 變動性이 갑자기 커질 경우 輸出에 미치는 惡影響은 상당히 클 것으로 판단된다. 이와 같은 점을 고려하여 政府는 變動換率制度로 移行할 경우에 대비하여 先物換市場을 活性化시킬 수 있는 방안을 마련하여야 할 것이다.

한 가지 고무적인 사실은 〈表 V－1〉에서 臺灣이 變動換率制度로 이행된 후에도 NT달러/美달러 換率의 短期 變動性이 선진국 通貨間 換率에 비하여 상대적으로 작은 수준을 유지하고 있다는 점이다. 이와 같이 NT달러/美달러 換率의 短期 變動性이 낮은 수준을 유지하고 있은 이유는 臺灣이 아직도 資本의 流出入에 대하여 어느 정도 규제하고 있고 臺灣의 外換市場이 地域市場인 관계로 資本去來를 위한 外換去來의 규모가 상대적으로 작기 때문에 換率이 短期間에 급격하게 변하지 않는 점도 있을 것이다. 또한 臺灣의 外換市場에서 거래되는 外換의 규모에 비하여 中央銀行이 보유하고 있는 對外準備高의 규모가 월등하게 크기 때문에 外換市場 介入으로 換率을 안정시키는 효과가 상대적으로 큰 점도 있을 것이다. 우리나라도 資本의 流出入에 대하여 상당히 규제하고 있고, 外換市場이 地域市場의 성격을 띠고 있으며 中央銀行의 對外準備高가 外換去來의 규모에 비하여 매우 큰 점 등에 있어서 臺灣과 유사하다. 따라서 우리나라의 경우에도 變動換率制度로 이행하더라도 換率의 단기 변동성이 先進國 通貨間 換率의 경우와 같이 커지지는 않을 수도 있을 것이다.

2. 換率水準의 管理 問題

앞에서 國際通貨制度의 改編論議가 대두된 직접적인 동기 중 하나는 先進國들이 變動換率制度로 이행한 후 주요 通貨間 換率이 때때로 적정한 수준에서 큰 폭으로 離脫하였기 때문이다. 換率의 均衡離脫(misalignment)로 인하여 產業構造의 調整과 관련하여 전반

적인 投資가 감소하고 產業이 空洞化되었으며 經濟成長이 鈍化되고 失業率이 上昇하는 등 여러가지 문제가 발생하였다.

이와 같은 사실을 감안할 때 우리나라의 경우에도 換率을 적정한 수준에서 안정시키는 것이 輸出競爭力의 유지를 통하여 經常收支의 均衡을 달성함과 동시에 國內經濟의 건전한 發展을 위하여 매우 중요한 것으로 판단된다. 특히 先進國 通貨間 換率이 적정한 수준에서 큰 폭으로 離脫하는 원인 중 하나가 資本의 國家間 移動이 급격하게 일어나고 있기 때문인 점을 고려할 때 앞으로 우리나라가 資本 自由化를 추진할 경우 換率을 적정한 수준으로 管理하기가 어렵게 될 것으로 예상되며 따라서 換率水準의 管理가 더욱 중요한 문제로 대두될 것이다.

우리나라가 複數通貨바스켓 換率制度를 채택하였던 1980년부터 1989년까지의 기간동안에는 管理當局이 주요 通貨間 換率의 變動과 國內의 經濟狀況을 고려하여 원/달러 換率을 적정한 수준에서 결정하였기 때문에 換率의 均衡離脫 문제는 심각하지 않았던 것으로 판단된다. 또한 海外資本의 流出入이 엄격하게 규제되었기 때문에 資本收支의 변동이 換率에 미치는 영향도 크지 않았던 것으로 분석되었다[11].

市場平均換率制度로 移行한 후에도 換率의 日間 변동폭을 제한하는 방법으로 換率이 점진적으로 調整되도록 유도하였기 때문에 환율의 급격한 均衡水準 離脫은 일어나지 않았던 것으로 판단된다. 게다가 海外資本의 導入을 허용함에 있어서 經常收支의 變動狀況을 고려하거나 海外施設財의 導入과 연관하여 許容하는 등 外換의 需給을 원천적으로 관리하였기 때문에 資本收支의 변동으로 인한 換率變動의 효과는 같은 규모의 經常收支 變動의 효과에 비하여 상대적으로 작았고 따라서 급격한 資本移動으로 인한 換率의 급격한 均衡水準 離脫은 없었다.

---

11) 金宗萬, 『外換 및 資本 自由化가 換率에 미치는 影響』, 1995, 第Ⅴ章, 〈表 Ⅴ-1〉 및 〈表 Ⅴ-3〉 참조.

실제로 市場平均換率制度로 이행된 후 원/달러 換率의 變動要因을 분석한 결과에서 資本收支 변동이 換率에 미친 영향은 같은 규모의 經常收支 변동의 효과에 대한 비율이 선진국의 경우와 비교할 때 상대적으로 작았던 것으로 나타났다. 〈表 Ⅵ－4〉에서 같은 규모의 經常收支 變動의 효과에 대한 資本收支 변동효과의 比率이 약 0.62(두번째 分析) 내지 1.01(다섯번째 分析)로 〈表 Ⅱ－9〉에서 엔/달러 換率의 경우나 마르크/달러 換率의 경우와 비교할 때 상대적으로 작은 것을 알 수 있다. 게다가 우리나라의 外換市場의 外換去來 중 資本去來 결제 비율이 〈表 Ⅱ－6〉에서 先進國의 外換市場에서와 비교하여 훨씬 낮았다. 1992년의 경우 우리나라 外換市場에서 거래된 外換의 總規模가 약 4,200億달러이었음에 대하여 같은 해 우리나라의 輸出入 總額은 1,584億달러로 조사되었다[12]. 이와 같은 점들을 고려할 때 우리나라의 경우 資本移動으로 인한 換率變動의 全體效果가 先進國에 비하여 훨씬 작을 것으로 짐작된다.

그러나 앞으로 外換 및 資本 自由化가 추진됨에 따라 우리나라 換率變動의 양상은 과거와 크게 달라질 것으로 예상된다. 먼저, 當局이 企業 등의 海外資本 導入을 허용함에 있어서 經常收支의 변동상황을 고려하여 결정하거나 海外施設財 導入과 連繫하여 허용하는 등의 방법으로 資本移動과 관련된 外換의 需給變動을 源泉的으로 관리하기가 어렵게 될 것이다. 따라서 같은 規模의 資本 流出入으로 인한 換率變動의 효과가 과거에 비하여 점차 커지게 될 것으로 예상된다[13]. 또한 資本 自由化가 진행됨에 따라 우리나라 外換市場에서 資本去來를 決濟하기 위한 外換去來의 규모도 점차 커지게 될

12) 金宗萬, 『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 1994, p. 24, 〈表 Ⅱ－4〉 참조.

13) 資本 自由化가 진행됨에 따라 같은 규모의 資本去來로 인한 換率變動의 효과가 커지는 사실은 앞에서 엔/달러 換率이나 마르크/달러 換率 등 先進國 通貨間 換率變動의 要因을 實證的으로 분석한 결과를 토대로 유추할 수 있을 뿐만 아니라 理論的으로도 설명이 가능하다. 이에 대한 理論的 說明은 金宗萬, 『外換 및 資本 自由化가 換率에 미치는 影響』, 1995, 第Ⅱ章 참조.

〈表 Ⅵ－4〉 원/달러換率의 月間 變動要因 分析(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	－0.0032	－0.0034	－0.0023	－0.0023
	(－1.4156)	(－1.3603)	(－1.4014)	(－0.9056)	(－0.8981)
韓國 產業生產 增加率	0.0627	0.0534	0.0559	0.0421	0.0432
(當月～2個月前)	(2.0326)	(1.7874)	(1.8630)	(1.2314)	(1.2519)
韓國通貨量 增加率	－0.0162	－0.0167	－0.0171	－0.0138	－0.0135
(3個月前)	(－2.5910)	(－2.6345)	(－2.7253)	(－1.8948)	(－1.8673)
韓國生產者物價上昇率	0.2911	0.4627	0.4900	0.4188	0.4167
(當月～2個月前)	(1.4708)	(1.7997)	(1.9026)	(1.4422)	(1.4268)
再割引率 差異	0.1833	0.1781	0.1764	0.1596	0.1585
	(2.0579)	(2.0096)	(1.9699)	(1.6959)	(1.6814)
韓國 經常收支	－0.0016	－0.4906	－0.4549	－0.0375	－0.0347
(當 月)	(－1.6576)	(－1.8261)	(－1.7845)	(－1.4605)	(－1.3874)
韓國 經常收支	－0.0030	－0.9407	－0.9131	－0.0682	－0.0650
(1個月前)	(－2.7703)	(－3.0254)	(－3.0714)	(－2.2649)	(－2.2252)

(뒷면에 계속)

〈表 Ⅵ－4〉의 계속

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)
韓國 資本收支	－0.0034	－0.8898	－0.8938	－0.1005	－0.1004
(當 月)	(－3.9849)	(－3.9151)	(－3.9714)	(－3.3460)	(－3.3200)
韓國 對外準備高 變動	－0.0009	－0.2652	－0.2163	－0.0022	－0.0006
(當 月)	(－1.2184)	(－1.2513)	(－1.0663)	(－0.1891)	(－0.0530)
韓國 對外準備高 變動	0.0016	0.5412	0.5747	0.0179	0.0178
(1個月前)	(1.9546)	(2.2349)	(2.4962)	(1.4146)	(1.4791)
$\overline{R}^2$ 1)	0.5316	0.5381	0.5390	0.4106	0.4063
D.W.2)	1.6460	1.6720	1.6416	1.8042	1.8031
ρ3)	0.6675	0.6668	0.6739	0.6305	0.6289
	(5.7881)	(5.7429)	(5.8245)	(5.0877)	(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 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 推定値.

資料：金宗萬,『外換 및 資本 自由化가 換率에 미치는 影響』, 1995, p. 160, 〈表 Ⅴ－5〉.

것이다. 이와 같은 점들을 감안할 때 資本流出入으로 인한 換率變動의 全體效果는 과거에 비하여 커지게 될 것으로 예상된다.

國際的인 資本移動은 근본적인 經濟狀況의 변동과는 관계없이 급격하게 일어날 수 있기 때문에 先進國 通貨間 換率이 때때로 적정한 均衡水準에서 離脫하는 가장 큰 이유 중 하나로 지적되고 있는 점을 감안할 때 앞으로 우리나라의 경우에도 換率이 적정한 수준에서 상당폭 離脫할 수도 있을 것이다. 특히 經常收支의 變動이 換率에 미치는 影響은 상대적으로 작아지기[14] 때문에 換率은 經常收支를 均衡시키기에 적합한 수준에서 離脫할 수도 있을 것이다. 또한 이와 같은 상황이 長期間 지속될 수 있기 때문에 經常收支의 不均衡狀態도 상당히 장기간 지속될 수 있을 것으로 판단된다.

이에 대하여 外換集中制가 停止되고 外換의 保有 및 거래에 대한 規制가 완화됨에 따라 우리나라 外換市場에서 去來되는 外換의 규모가 커질 것이기 때문에 中央銀行이 外換市場에 介入하여 換率을 조정할 수 있는 여지는 점차 줄어들게 될 것이다. 따라서 換率을 적정한 水準에서 관리하기가 더욱 어렵게 될 것이다.

그렇다면 우리나라가 外換 및 資本 自由化를 계획대로 추진하고 變動換率制度로 이행할 경우 원/달러 換率이 적정한 均衡水準에서 離脫하는 정도가 엔/달러 換率이나 마르크/달러 換率 등 先進國 通貨間 換率의 경우와 같이 커질 것인가 하는 의문이 제기될 수 있다. 여러가지 점들을 고려할 때 원/달러 換率이 적정한 均衡水準에서 離脫하는 정도가 과거에 비하여서는 커질 것으로 예상되지만 先進國 通貨間 換率의 경우와 같이 커지지는 않을 것으로 판단된다.

先進國 通貨間 換率이 均衡水準에서 급격하게 離脫한 경우들을

---

14) 單位 金額의 經常收支 變動으로 인한 換率變動 效果의 절대적인 크기는 과거와 큰 차이가 없을 것이다. 그러나 資本收支의 變動으로 인한 換率變動의 효과가 커지기 때문에 전체 換率變動 중 經常收支의 變動으로 인한 부분은 상대적으로 작아지게 될 것이다.

분석해 보면 대개 國際的인 金融危機나 石油波動, 戰爭 등 國際的으로 큰 사건이 발생함에 따라 國際金融市場의 投機性 資金이 단기적으로 한 通貨를 買集하기 위하여 집중되기 때문이었음을 알 수 있다. 예를 들면 엔貨의 價値가 1992년 말 이후 두 차례에 걸쳐서 急激하게 상승한 것은 1992년 9월에 발생한 유럽의 金融危機와 1995년 3월에 발생한 멕시코의 金融危機와 관련이 있는 것으로 판단된다. 즉 이들 두 차례의 국제적인 金融危機가 발생하였을 당시 상대적으로 안전한 通貨로 評價되는 엔貨를 買集하기 위하여 國際金融市場의 短期資金이 집중되었기 때문에 엔貨의 가치가 상승한 것으로 설명할 수 있다. 그런데 우리나라 원貨는 國際通貨가 아니기 때문에 國際的인 金融危機가 발생하더라도 國際金融市場의 投機性 資金이 원貨로 集中되지는 않을 것이다.

또한 주요 先進國 通貨間 外換은 전세계의 주요 外換市場에서 거래되고 있기 때문에 한 나라의 中央銀行이 自國의 外換市場에 介入하더라도 換率에 미치는 영향이 크지 않을 수 있다. 그러나 원貨와 外國通貨의 거래는 대부분이 우리나라 國內에서만 거래되는 地域市場의 성격을 띠고 있기 때문에 中央銀行에 의한 外換市場 介入으로 換率을 조정하는 효과가 先進國 通貨間 換率에 비하여서는 상대적으로 클 수 있을 것으로 판단된다[15].

이와 같은 점들을 고려할 때 앞으로 원/달러 換率이 적정한 均衡水準으로부터 어느 정도 이탈하는 경우도 있겠지만 주요 先進國 通貨間 換率의 경우와 같이 均衡離脫의 정도가 크지는 않을 것으로

15) 第Ⅳ章에서 先進國 通貨間 換率의 경우에도 換率의 調整 및 安定을 위한 先進國들의 協助體制가 유지된 1985년 중반부터 1987년 중반까지는 中央銀行이 外換市場에 개입하여 換率을 의도하는 방향으로 調整하는 효과가 상당히 컸던 것으로 분석되었다. 원貨는 國內에서만 거래되는 地域市場의 성격을 띠고 있기 때문에 우리나라의 中央銀行이 단독으로 外換市場에 介入하더라도 주요 通貨間 換率을 調整하기에 先進國 中央銀行들이 共同으로 外換市場에 介入하는 것과 같은 효과를 발휘할 수도 있을 것이다.

판단된다. 臺灣은 1987년 7월에 外換集中制를 정지하고 1989년 4월부터 變動換率制度로 移行하였지만 最近 NT달러/美달러 換率은 상당히 安定的으로 변동하고 있다.

우리나라가 外換 및 資本 自由化로 인하여 換率이 적정한 均衡水準에서 離脫하는 것을 방지하기 위하여 어떤 조치를 취할 수 있을까? 먼저 短期資本의 急激한 流出入으로 인하여 外換市場이 攪亂되고 換率이 急激하게 변동하는 것을 방지하기 위하여 토빈(Tobin) 敎授가 제안한 바와 같이 外換去來稅를 賦課하는 방안을 검토해 보자. 外換去來稅를 부과할 경우 國內 外換市場에서 去來되는 外換의 규모가 축소될 것이다. 특히 短期資本去來를 決濟하기 위한 外換去來가 급격히 減少하기 때문에 外換市場의 流動性(liquidity)이 下落하여 경우에 따라서는 外國通貨와의 換錢이 어렵게 되고 그 결과 모든 國際去來가 위축될 수도 있을 것이다.

또한 海外로부터 短期資本을 導入하는 費用과 餘裕資金을 國際金融市場에서 단기적으로 運用하는 데 따르는 費用이 증가하기 때문에 金融機關들의 國際金融 活動이 대폭 위축될 위험이 있다. 게다가 輸出入 대금을 決濟하기 위한 外換去來에도 稅金이 부과될 것이기 때문에 國內企業의 輸出競爭力을 弱化시키는 결과를 초래할 수도 있을 것이다. 이와 같은 점을 고려할 때 토빈稅를 부과할 경우 많은 부작용이 따를 것으로 예상된다.

다음으로 外換의 保有 및 去來에 대한 規制는 완화하고 變動換率制度로 移行하되 資本의 流出入에 대하여서는 어느 정도 規制하는 방안을 검토해 볼 수 있다. 특히 短期資本의 流出入으로 인하여 外換市場이 攪亂될 우려가 큰 만큼 이에 대한 규제를 계속하는 방법을 고려해 볼 수 있을 것이다. 그런데 金融機關이나 企業의 國際營業을 고려할 때 모든 종류의 短期資本去來를 規制할 수는 없을 것이다. 특정한 종류의 短期資本去來를 제한할 경우 실제로는 금지된 短期資本去來가 허용된 형태로 위장하여 일어날 수 있기 때문에 長

期的인 효과를 기대하기 어려울 것이다. 그러나 外換市場이 攪亂될 경우 일시적으로 投機性이 농후한 短期資本의 流出入을 규제할 경우 短期的인 效果를 거둘 수는 있을 것이다.

매키논 敎授, 돈부쉬 敎授, 윌리엄슨 博士 등 專門家들의 견해를 종합해 볼 때 換率의 均衡離脫을 방지하기 위한 가장 근본적인 대책은 金利 및 通貨量 등 通貨政策의 수단들을 적절하게 관리하는 방법이다. 브레튼우즈 委員會의 報告書에서도 주요 通貨間 換率을 안정시키기 위하여서는 먼저 관계국들이 通貨政策을 조정할 수 있는 여유를 확보하여야 한다고 주장하고 있다.

따라서 우리나라의 경우에도 外換 및 資本 自由化를 추진한 결과 換率이 적정한 均衡水準으로부터 離脫하는 것을 방지하기 위하여서는 金利나 通貨量 등 通貨政策의 수단들을 상황에 따라 적절하게 조정하여야 할 것이다. 예를 들면 海外資本의 流入으로 인하여 國內通貨의 價値가 상승할 경우 國內金利를 下向調整하고 通貨量을 증가시키는 등으로 대응할 수 있을 것이다.

이와 같은 방법으로 換率을 조정할 수 있도록 하기 위해서는 먼저 通貨政策의 수단들을 彈力的으로 운용할 수 있는 여유를 확보하여야 할 것이다. 앞에서 살펴본 바와 같이 美國과 유럽의 先進國들은 GDP에 대비한 財政赤字와 政府負債의 比率이 높기 때문에 財政政策이 硬直化되었다. 따라서 經濟의 對內均衡을 달성하기 위하여 通貨政策에 의존하는 비중이 높기 때문에 換率을 안정시키기 위하여 通貨政策을 조정하기가 어려운 문제가 있다.

그간 우리나라는 景氣의 活性化나 投資의 促進 등 기본적으로 對內均衡의 달성과 관련된 課題를 수행하기 위하여 政策金融을 지원하거나 通貨量을 증가시키는 등 通貨信用政策에 의존하는 경우가 많았던 것이 사실이다. 그러나 앞으로는 對內均衡의 달성을 위한 財政政策의 역할을 확대하고 換率을 적정한 수준에서 관리할 수 있도록 하기 위하여 通貨政策의 手段들을 적절하게 調節할 수 있는

여유를 확보하여야 할 것이다. 다행히 우리나라의 경우 美國, 獨逸 등 先進國에 비하여 政府財政이 매우 건전하기 때문에 對內均衡을 달성하기 위하여 財政政策을 調整할 수 있는 여지가 충분히 있는 것으로 판단된다[16].

3. 國內通貨 價値와 外國通貨 價値의 連繫(link) 問題

解放 이후 우리나라는 政治·經濟的으로 美國과 긴밀한 관계를 유지해 왔기 때문에 우리나라 通貨의 對外價値는 달러貨에 대한 換率을 중심으로 管理되어 왔다. 그런데 舊共產圈의 몰락에 따라 冷戰體制가 해소되고 우리나라의 交易規模가 확대됨과 동시에 交易의 相對國이 다양화되는 등 國內外的인 여건이 바뀌고 있다. 이에 따라 달러貨 일변도의 換率政策에 대하여서도 다시 검토해 볼 필요가 있을 것이다.

특히 우리나라의 중요한 交易相對國들인 美國과 日本 및 獨逸 등 주요국 通貨間 換率이 급격하게 변동하고 있으나 이들 換率을 안정시키기 위하여 새로운 國際通貨制度로 개편되기는 당분간 어려울 것으로 예상된다. 따라서 우리나라 通貨의 對外價値를 달러, 엔, 마르크 등 주요 國際通貨 중 어느 通貨에 어느 정도 連繫(link)시켜서 運用하는 것이 보다 유리한지에 대하여 검토해 볼 필요가 있다.

이와 같은 문제를 검토하기에 앞서 어떤 기준에 따라 國內通貨의 이들 通貨에 대한 換率의 중요성을 평가할 것이냐를 결정하여야 할 것이다. 換率의 變動이 國內의 實物經濟에 미치는 가장 중요한 影

16) IMF의 자료에 의하면 우리나라 中央政府의 財政收支는 1987년부터 1989년까지 黑字를 기록한 것으로 나타나고 있다. 1990년과 1991년 및 1992년에는 각각 GDP 0.67%, 1.62%, 0.49% 규모의 財政赤字를 기록하였으나 1993년에는 GDP 0.64% 규모의 財政黑字를 기록하였다. 따라서 우리나라의 財政收支는 주요 先進國들에 비하여 매우 健全한 것으로 평가할 수 있다. IMF, *International Financial Statistics Yearbook*, 1995 참조.

響은 輸出入의 변동을 통하여 나타날 것으로 판단된다. 특히 우리나라의 경우 國內에서 생산되는 製品 중 海外로 輸出되는 製品의 비중이 높고, 제품생산을 위한 資本財나 原材料 등의 輸入依存度가 높기 때문에 換率變動으로 인하여 輸出入의 여건이 바뀔 경우 國內經濟에 미치는 영향이 대단히 큰 것으로 평가되고 있다. 따라서 여기서는 원貨의 각 주요 國際通貨에 대한 換率의 변동이 우리나라 輸出入에 미치는 影響의 크기를 기준으로 國內通貨 가치를 이들 通貨의 가치에 어느 정도 連繫시켜서 운용할 것인지에 대하여 검토해 보기로 하겠다.

國內通貨의 各 外國通貨에 대한 換率의 變動이 輸出入에 미치는 영향의 크기는 輸出入代金의 決濟가 어느 通貨로 이루어지느냐에 따라 달라질 수 있다. 즉, 輸出入代金의 決濟通貨로 사용되는 빈도가 높은 外國通貨에 대한 換率이 변동할 경우 國內通貨로 환산한 輸出入品의 價格에 미치는 영향이 크기 때문에 輸出入에 미치는 영향도 커지게 된다.

〈表 Ⅵ－5〉 우리나라 貿易의 決濟通貨 構成比

(單位 : %)

	貿易收入(輸出)				貿易支出(輸入)			
	美國달러	日本엔	獨逸마르크	其他	美國달러	日本엔	獨逸마르크	其他
1981	95.0	2.1	1.6	1.3	92.6	4.9	1.4	1.1
1985	94.7	3.7	0.6	1.0	83.3	12.3	2.0	2.4
1990	88.0	7.8	2.1	2.1	79.1	12.7	4.1	4.1
1991	88.2	7.5	2.2	2.1	78.1	13.6	4.2	4.1
1992	88.8	6.3	2.8	2.1	78.6	13.6	3.8	4.0
1993	89.0	6.4	2.7	1.9	79.3	13.7	3.4	3.6
1994	88.9	6.4	2.6	2.1	76.8	14.7	4.1	4.4

資料 : 韓國銀行, 『조사통계월보』, 각호.

〈表 Ⅵ－5〉에서 우리나라의 경우 輸出의 代金을 決濟하기 위하여 달러貨가 가장 빈번하게 사용되고 있는 것으로 나타나고 있다. 1981년 우리나라의 全體輸出 중 달러貨로 대금이 決濟된 비율은 95%였으며 엔貨와 마르크貨로 결제된 비율은 각각 2.1%와 1.6%였고, 나머지 1.3%는 英國 파운드貨 등 기타 通貨로 결제되었다. 輸出의 代金이 달러貨로 決濟된 비율은 1990년에는 88%로 낮아졌으며 1994년에는 88.9%였던 것으로 나타나고 있다. 엔貨로 결제된 比率은 1990년에는 7.8%로 높아졌으며 1994년에는 6.4%로 약간 낮아졌다. 마르크貨 決濟의 비율은 1990년까지 2.1%로 높아졌으며 1994년에는 2.6%로 약간 높아졌다.

같은 表에서 우리나라 輸入代金이 달러貨로 決濟되는 비율은 輸出의 경우에 비하여 다소 낮은 것으로 나타나고 있다. 全體輸入 중 代金이 달러貨로 決濟된 비율은 1981년 92.6%에서 1990년에는 79.1%로 낮아졌고 1994년에는 76.8%로 낮아지는 등 점차 下落하는 추세에 있음을 알 수 있다. 이에 대하여 엔貨로 決濟된 輸入代金의 비율은 1981년 4.9%에서 1990년에는 12.7%로 높아졌고 1994년에는 14.7%로 높아지는 등 점차 上昇하는 추세에 있다. 1994년의 경우 우리나라 전체 輸入 중 日本으로부터 輸入한 비중은 24.8%였다. 따라서 같은 해 日本으로부터의 輸入代金 중 절반 이상이 엔貨로 결제되었음을 알 수 있다. 마르크貨로 決濟된 輸入의 비율은 1981년 1.4%에서 1990년 4.1%로 높아진 이후 거의 같은 수준을 유지하고 있다.

〈表 Ⅵ－5〉에서 우리나라 輸出入의 代金이 대부분 달러貨로 결제되고 있는 까닭은 달러貨가 가장 중요한 國際通貨이기 때문이다. 또한 원/달러 換率의 短期 變動性이 원貨의 다른 주요 通貨에 대한 換率의 短期 變動性에 비하여 상대적으로 작기 때문에 달러貨로 輸出入 代金을 決濟함으로써 外換危險을 줄일 수 있는 것도 하나의 要因이다.

즉, 우리나라는 원/달러 換率이 점진적으로 變動하도록 管理해 왔기 때문에 〈表 Ⅵ－1〉에서 보는 바와 같이 원/달러 換率의 短期 變動性은 주요 先進國 通貨間 換率의 경우에 비하여 월등히 낮다. 이에 대하여 다른 外國通貨에 대한 換率은 國際外換市場(주로 뉴욕 外換市場)에서 결정된 달러貨에 대한 換率에 원/달러 換率을 적용하여 換算하여 결정하고 있다. 이때 달러貨와 다른 外國通貨間 換率의 短期 變動性이 높기 때문에 원貨와 이들 다른 外國通貨間 換率의 短期 變動性도 높게 된다[17]. 실제로 複數通貨바스켓 換率制度에서 원/엔 換率과 원/마르크 換率의 短期 變動性은 〈表 Ⅵ－1〉에서 엔/달러 換率이나 마르크/달러 換率의 경우와 같이 컸던 것으로 추정되었다[18]. 이와 같은 차이로 인하여 우리나라의 경우 輸出入의 代金을 달러貨로 決濟함으로써 다른 外國通貨로 결제하는 경우와 비교하여 外換危險을 줄일 수 있다[19].

〈表 Ⅵ－1〉에서 1994년 우리나라 輸出入代金의 決濟通貨 비율을 고려할 때 國內通貨의 가치를 약 87%는 달러貨의 가치에 連繫시키고 나머지 10%와 3%는 각각 엔貨와 마르크貨의 가치에 連繫하여 운용하는 것이 유리할 것으로 판단된다[20].

우리나라 輸出入代金이 달러貨로 決濟되는 비율이 〈表 Ⅵ－1〉에서 보는 바와 같이 높기 때문에 원/달러 換率의 變動이 輸出入 가격에 미치는 영향이 원貨의 다른 주요 通貨에 대한 換率變動의 效果에 비하여 매우 큰 것으로 분석되고 있다. 원/달러, 엔/달러 및 마

---

17) 이와 같은 점에 대하여 보다 자세한 說明은 金宗萬, 『換率制度와 外換危險管理』, 1990, pp. 34～38 참조.

18) 上揭書, p. 35, 〈表 3－5〉 참조.

19) 〈表 Ⅵ－5〉에서 1985년 이후 輸入品의 代金이 엔貨로 결제되는 비율이 높아진 이유는 엔貨 國際化의 영향도 있겠지만 日本의 輸出企業들이 外換危險을 회피하기 위하여 자신들이 輸出하는 物品의 대금을 엔貨로 決濟해 주기를 요구하기 때문인 점도 있는 것으로 판단된다.

20) 달러貨가 가장 중요한 國際通貨이기 때문에 〈表 Ⅵ－5〉에서 기타 通貨로 決濟된 輸出入 代金의 比率을 달러貨로 決濟된 비율에 合算하여 換率運用의 기준을 정하는 것이 합리적일 것으로 판단된다.

르크/달러 換率의 변동이 달러貨로 표시된 우리나라의 輸出價格[21]에 미치는 영향을 分析·比較한 결과는 〈表 Ⅵ－6〉에 정리되어 있다.

이 表의 첫번째 推定에서는 다른 說明變數와 함께 원貨의 3大 國際通貨에 대한 換率 變動率 중 원/달러 換率 變動率만을 說明變數로 추가하였다[22]. 이 推定의 결과에서 원/달러 換率의 變動이 輸出價格에 미치는 영향은 상당히 큰 것으로 나타나고 있다.

두번째와 세번째 推定에서는 원/엔 換率과 원/마르크 換率의 變動率을 각각 원/달러 換率 變動率 대신 說明變數로 사용하였다. 이들 추정의 결과에서 원/엔 및 원/마르크 換率의 變動이 輸出價格에 미치는 영향은 첫번째 推定의 결과에서 원/달러 換率變動의 영향에 비하여 상대적으로 작게 나타나고 있음을 알 수 있다. 또한 이들 추정의 결과에서 전체적인 추정의 適合度(自由度 調整後 R^2)는 각각 첫번째 推定의 결과와 비교하여 상당히 낮게 나타나고 있다.

같은 表에서 네번째와 다섯번째 推定에서 우리나라 輸出價格의 변동 중 원/달러 換率의 변동이 설명하지 못하는 부분을 원/엔 換

---

21) 우리나라가 輸入하는 物量이 世界 全體의 物動量에서 차지하는 比重이 극히 작기 때문에 원/달러 換率이 변동하더라도 달러貨로 표시된 輸入品의 가격에는 거의 영향을 미치지 않는 것으로 분석되었다. 따라서 원/달러 換率이 변동할 경우 輸入品의 國內價格(원貨 表示)은 換率變動과 같은 比率로 上昇하게 되는 것으로 분석되었다(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). 우리나라가 輸入品의 대부분이 生產設備 등 資本財나 製品生產을 위한 中間材, 原材料 등 需要의 價格彈力性이 낮은 品目들이기 때문에 國內通貨로 표시된 輸入品의 價格이 變動하더라도 輸入物量에 미치는 變動效果는 크지 않은 것으로 把握되었다(金宗萬, 前揭書, p. 159, 〈表 Ⅶ－1〉 및 p. 245, 〈附表 C－2〉 참조). 따라서 원/달러 換率이 변동하더라도 달러貨로 표시된 輸入金額은 크게 변동하지 않는 것으로 분석되었다. 그러나 원/달러 換率이 변동할 경우 輸入品의 國內價格은 같은 比率로 변동하기 때문에 國內物價 특히 生產者物價에 미치는 영향은 상당히 큰 것으로 分析되었다(金宗萬, 前揭書, p. 96, 〈表 Ⅳ－2〉 및 p. 218, 〈附表 B－2〉 참조).

22) 〈表 Ⅵ－6〉 및 〈表 Ⅵ－7〉에서 우리나라 輸出價格(달러 表示)函數를 정립하기 위한 理論的 배경이나 이로부터 輸出價格 變動率을 說明하기 위한 回歸方程式의 導出過程 및 다른 換率變動 이외의 다른 說明變數 등에 대한 자세한 說明은 金宗萬, 『換率運用과 輸出競爭力』, 1994 참조.

〈表 Ⅵ－6〉 원/달러, 원/엔, 원/마르크 換率變動이 우리나라 輸出價格에 미치는 影響 比較

說 明 變 數	被 說 明 變 數					
	輸出價格 變動率	輸出價格 變動率	輸出價格 變動率	輸出價格 變動率	輸出價格 變動率	輸出價格 變動率
常 數	0.0008	−0.0025	−0.2007	0.0011	0.0004	0.0007
	(0.1880)	(−0.4585)	(−0.3337)	(0.2961)	(0.0983)	(0.1995)
輸出物量 變動率	0.2373	0.3897	0.3580	0.2515	0.2394	0.2599
(4分期 前～1分期 前)	(3.3358)	(3.6652)	(3.1509)	(3.3891)	(3.3553)	(3.4829)
輸入物價 變動率	0.2049	0.1737	0.0785	0.2209	0.2054	0.2291
(當 分 期)	(2.6714)	(1.9231)	(0.8246)	(2.7294)	(2.6640)	(2.8171)
生産者物價 變動率	0.2062	−0.1006	−0.0727	0.1886	0.2087	0.1860
(當 分 期)	(1.6888)	(−0.7026)	(−0.4722)	(1.5065)	(1.7016)	(1.4869)
單位勞務費 變動率	0.0767	0.0919	0.1189	0.0652	0.0773	0.0614
(當 分 期)	(1.2117)	(1.4230)	(1.8643)	(0.9991)	(1.2113)	(0.9338)
利子率 變動	0.2064	0.1833	0.1614	0.2129	0.1939	0.1962
(當 分 期)	(0.8047)	(0.5969)	(0.5054)	(0.8219)	(0.7497)	(0.7558)
원/달러 換率變動率	−0.5132			−0.5049	−0.5102	−0.4989
(當 分 期)	(−4.2752)			(−4.1735)	(−4.2186)	(−4.1054)
원/달러 換率變動率	−0.2025			−0.1803	−0.2232	−0.2064
(前 分 期)	(−2.2390)			(−1.8893)	(−2.2351)	(−2.0406)

(뒷면에 계속)

〈表 Ⅵ－6〉의 계속

說 明 變 數	被 說 明 變 數					
	輸出價格 變動率	輸出價格 變動率	輸出價格 變動率	輸出價格 變動率	輸出價格 變動率	輸出價格 變動率
원/엔 換率變動率 (當 分 期)		−0.1273 (−2.2704)		−0.0348 (−0.7751)		−0.0480 (−1.0000)
원/엔 換率變動率 (前 分 期)		0.0454 (0.8951)				
원/마르크 換率變動率 (當 分 期)			−0.0224 (−0.3818)			
원/마르크 換率變動率 (前 分 期)			−0.0555 (−1.1172)		0.0206 (0.5202)	0.0356 (0.8323)
$\bar{R}^{2}$ 1)	0.4794	0.3007	0.2607	0.4757	0.4730	0.4729
D.W. 2)	1.9576	1.9596	1.9684	1.9514	1.9779	1.9503
ρ 3)	−0.1365 (−1.0338)	0.2261 (1.6456)	0.2775 (2.0562)	−0.1171 (−0.8691)	−0.1450 (−1.0890)	−0.1320 (−0.9688)

註 : 1. 推定에 사용된 資料의 期間은 1975년 1/4分期부터 1992년 4/4分期까지임.
2. 輸出物量 變動率의 영향은 1分期 전부터 4分期 전까지 2次 PDL 技法을 적용하여 추정한 합계임.
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) $\bar{R}^2$은 自由度 調整 후 R^2임. 2) D.W.는 Durbin−Watson統計임. 3) ρ는 誤差項의 1次 自己相關係數 推定値임.

率이나 원/마르크 換率의 變動이 설명할 수 있는지 여부를 알아보기 위하여 원/달러 환율 變動率과 함께 원/엔 換率 變動率과 원/마르크 換率 變動率을 각각 說明變數로 추가하였다. 이들 추정의 결과에서 원/엔 換率이나 원/마르크 換率의 변동이 우리나라 輸出價格의 변동을 설명하는 부분은 크지 않은 것으로 나타났다.

〈表 Ⅵ－6〉에서 마지막으로 여섯번째 推定에서는 원/달러 換率 變動率과 함께 엔/달러 換率과 원/마르크 換率의 變動率을 모두 輸出價格 변동률의 說明變數로 추가하였다. 이 추정의 결과에서도 원/엔 換率이나 원/마르크 換率의 變動이 우리나라 輸出價格에 미치는 影響은 크지 않은 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 分析의 결과를 基準으로 판단할 때 원/달러 換率의 變動이 우리나라 輸出價格에 미치는 影響은 엔/달러 換率이나 마르크/달러 換率變動의 影響에 비하여 큰 것으로 평가할 수 있다.

우리나라 輸出代金의 대부분이 달러貨로 決濟되고 있기 때문에 엔/달러 換率이나 마르크/달러 換率 등 주요 國際通貨間 換率의 변동이 우리나라의 輸出價格에 영향을 미칠 수도 있을 것이다. 예를 들면 엔/달러 換率이 上昇(엔貨 가치의 下落)함으로 인하여 달러貨로 표시된 日本 輸出品의 가격이 下落할 경우 競爭關係에 있는 우리나라 輸出品의 가격도 引下하여야 되는 경우도 있을 것이다.

이와 같은 관계를 파악해 보기 위하여 엔/달러 換率과 마르크/달러 換率의 변동이 우리나라 輸出價格에 미치는 영향을 분석한 결과는 〈表 Ⅵ－7〉에 정리되어 있다. 이 표의 첫번째와 두번째 推定에서는 〈表 Ⅵ－6〉에서 換率 變動率 이외의 다른 說明變數와 함께 각각 엔/달러 換率과 마르크/달러 換率 變動率을 說明變數로 사용하였다. 이들 추정의 결과에서 엔/달러 換率이나 마르크/달러 換率의 변동이 우리나라 輸出價格의 변동을 설명하는 부분은 크지 않은 것으로 나타나고 있다.

〈表 Ⅵ－7〉의 세번째와 네번째 推定에서는 원/달러 換率 變動率

〈表 Ⅵ－7〉 엔/달러, 마르크/달러 換率의 變動이 우리나라 輸出價格에 미치는 影響 比較

說 明 變 數	被 說 明 變 數				
	輸出價格 變動率	輸出價格 變動率	輸出價格 變動率	輸出價格 變動率	輸出價格 變動率
常數	−0.0040	−0.0034	−0.0004	0.0010	0.0004
	(−0.7520)	(−0.5760)	(−0.1112)	(0.2554)	(0.1065)
輸出物量 變動率	0.3515	0.3770	0.1902	0.2350	0.1788
(4分期 前～1分期 前)	(3.2648)	(3.3023)	(2.8620)	(3.2650)	(2.6860)
輸入物價 變動率	0.1275	0.0644	0.2185	0.2146	0.2485
(當 分 期)	(1.5126)	(0.7335)	(3.0170)	(2.5710)	(3.1831)
生產者物價 變動率	−0.0856	−0.0725	0.2179	0.1943	0.1825
(當 分 期)	(−0.5990)	(−0.4639)	(1.9045)	(1.5048)	(1.5213)
單位勞務費變動率	0.1283	0.1120	0.1023	0.0772	0.1077
(當 分 期)	(1.9917)	(1.7345)	(1.6446)	(1.2103)	(1.7187)
利子率 變動	0.1944	0.1599	0.1811	0.2216	0.2227
(當 分 期)	(0.6315)	(0.5023)	(0.7555)	(0.8410)	(0.9179)
원/달러 換率 變動率			−0.4755	−0.5239	−0.5032
(當 分 期)			(−4.1252)	(−4.1627)	(−4.2444)

(뒷면에 계속)

〈表 Ⅵ－7〉의 계속

說 明 變 數	被 說 明 變 數				
	輸出價格 變動率	輸出價格 變動率	輸出價格 變動率	輸出價格 變動率	輸出價格 變動率
원/달러 換率 變動率 (前 分 期)			−0.2176 (−2.4765)	−0.1977 (−2.1380)	−0.2044 (−2.2889)
엔/달러 換率 變動率 (當 分 期)	0.0646 (1.1891)				
엔/달러 換率 變動率 (前 分 期)	−0.1080 (−1.9587)		−0.1027 (−2.6030)		−0.1120 (−2.7858)
마르크/달러換率變動率 (當 分 期)		−0.2695 (−0.4788)		0.0134 (0.3036)	0.0391 (0.9485)
마르크/달러換率變動率 (前 分 期)		0.0096 (0.1784)			
$\overline{R}^2$ 1)	0.2916	0.2441	0.5218	0.4714	0.5208
D.W. 2)	1.9479	1.9546	2.0563	1.9741	2.0739
ρ 3)	0.2026 (1.4777)	0.2803 (2.0945)	−0.2209 (−1.6246)	−0.1374 (−1.0298)	−0.2399 (−1.7837)

註 : 1. 推定에 사용된 資料의 期間은 1975년 1/4分期부터 1992년 4/4分期까지임.
2. 輸出物量 變動率의 영향은 1分期 전부터 4分期 전까지 2次 PDL技法을 적용하여 추정한 합계임.
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) $\overline{R}^2$는 自由度 調整 후 R^2임. 2) D.W.는 Durbin－Watson統計임. 3) ρ는 誤差項의 1次 自己相關係數 推定値임.

과 함께 엔/달러 換率과 마르크/달러 換率 變動率을 각각 說明變數로 추가하였다. 세번째 推定의 결과에서 (直前 分期) 엔/달러 換率의 변동은 우리나라 輸出價格에 상당히 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 네번째 推定의 결과에서 마르크/달러 換率의 變動은 우리나라의 輸出價格에 큰 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

이 表에서 마지막 다섯번째 推定에서는 원/달러 換率 變動率과 함께 엔/달러 換率과 마르크/달러 換率의 變動率을 모두 우리나라 輸出價格 變動率의 說明變數로 추가하였다. 이 추정의 결과에서도 원/달러 換率과 엔/달러 換率의 變動은 우리나라 輸出價格에 큰 영향을 미치는 것으로 나타난 반면 마르크/달러 換率變動의 영향은 크지 않은 것으로 나타났다.

〈表 Ⅵ－7〉에 정리된 분석의 결과를 기준으로 판단할 때 엔/달러 換率의 變動으로 인하여 日本 輸出價格이 변동할 경우 우리나라 輸出品의 가격에 미치는 間接效果는 상당히 큰 것으로 짐작된다. 특히 〈表 Ⅵ－6〉의 분석에서 나타난 원/엔 換率의 변동으로 인한 우리나라 輸出價格에 미치는 직접적인 變動效果보다 엔/달러 換率의 變動으로 인한 間接的인 효과가 오히려 큰 것으로 나타나고 있다.

이와 같이 원/달러 換率의 변동이 우리나라 輸出價格에 큰 영향을 미치기 때문에 企業의 輸出競爭力을 유지하기 위해서는 원/달러 換率을 중심으로 관리하는 것이 유리하다는 결론을 내릴 수 있다. 원/달러 換率變動이 다른 환율의 변동보다 우리나라 輸出價格에 미치는 영향이 큰 이유는 〈表 Ⅵ－5〉에서 보는 바와 같이 우리나라 輸出代金이 대부분 달러貨로 決濟되고 있기 때문이다. 우리나라의 輸出代金 중 달러貨로 決濟되는 비율이 높은 이유는 앞에서 지적한 바와 같이 달러貨가 가장 중요한 國際通貨인 점과 원/달러 換率의 短期 變動性이 상대적으로 작기 때문에 外換危險을 줄이기 위한 방편이 되는 점 등이 있다.

그렇다면 앞으로 우리나라가 外換 및 資本 自由化를 추진하고 變

動換率制度로 이행할 경우 원貨 價値의 주요 國際通貨의 가치에 대한 連繫(link) 문제는 어떻게 달라질 것인가? 國際的으로 볼 때 달러貨가 앞으로도 가장 중요한 國際通貨의 역할을 수행함에는 변동이 없을 것이다. 또한 앞에서 지적한 바와 같이 주요 通貨間 換率을 안정시키기 위한 새로운 國際通貨制度로의 改編은 상당기간 실현되지 않을 것으로 판단된다. 따라서 엔/달러 換率이나 마르크/달러 換率 등 주요 換率의 短期 變動性은 앞으로도 매우 클 것이다.

이와 같은 상황에서 우리나라가 外換 및 資本 自由化를 추진하고 원/달러 換率이 점진적으로 變動하도록 제한하고 있는 현행의 市場平均換率制度에서 變動換率制度로 이행할 경우 원/달러 換率의 短期 變動性은 과거에 비하여 커지게 될 것이다. 이에 대하여 원/엔 換率이나 원/마르크 換率의 短期 變動性의 크기는 과거와 크게 달라지지 않을 것으로 예상된다. 이때 우리나라의 國際去來를 달러貨로 決濟함으로써 外換危險을 줄이는 효과는 과거에 비하여 작아질 것이다. 따라서 달러貨로 決濟되는 輸出入 등 國際去來의 비율이 과거에 비하여 점차 낮아지게 될 것으로 예상된다. 이때 換率運用에 있어서 원貨의 가치를 달러貨의 가치에 連繫하는 比率은 점차 낮추고 엔貨나 마르크貨 등 다른 주요 國際通貨의 가치에 連繫시키는 비율은 점차 높여서 운용하는 것이 유리할 것이다.

그렇다면 원貨의 가치를 달러貨의 가치에 連繫시키는 比率을 어느 정도로 낮추어야 할 것인가? 臺灣의 경우 變動換率制度로 이행된 후에도 NT달러/美달러 換率의 短期 變動性이 NT달러貨의 다른 주요 通貨에 대한 換率의 경우에 비하여 상대적으로 작은 수준을 유지하고 있다. 우리나라의 경우에도 變動換率制度로 이행하더라도 원/달러 換率의 短期 變動性은 다른 주요 통화와의 환율에 비하여 상대적으로 작을 것으로 예상된다. 따라서 우리나라의 對外去來가 달러貨로 決濟되는 비율은 상대적으로 높을 것으로 예상되기 때문에 원貨 가치를 달러貨의 가치에 連繫시키는 비율은 다른 주요 통

화의 가치에 連繫시키는 비율에 비하여 높게 운용하는 것이 유리할 것이다.

게다가 앞으로 企業들이 外換危險을 回避하는 데 도움을 주기 위하여 先物換去來나 通貨先物去來를 活性化할 경우 원/달러 換率을 중심으로 추진될 가능성이 크다. 이때 달러貨 外換포지션에 대한 外換危險을 가장 손쉽게 회피할 수 있기 때문에 우리나라의 對外去來의 代金을 달러貨로 決濟하는 비율이 높을 수도 있을 것으로 관단된다.

새로운 國際通貨制度로 改編되어 世界가 3大 通貨地域으로 분할되고 각각의 通貨地域이 經濟블록으로 발전할 경우에 대비하여 우리나라의 通貨價値를 어느 基軸通貨의 가치에 連繫하여 운용할 것인지에 대하여 고려해 보아야 할 것이다.

먼저 앞에서 논의한 바와 같이 世界가 달러地域과 엔地域 및 마르크(유럽 單一通貨)地域 등 3大 通貨地域으로 分割되고 各 通貨地域에서 달러, 엔 및 마르크貨가 각 地域 內의 國家間 거래에 있어서 決濟通貨로 사용되는 경우를 생각해 보자. 이때 우리나라는 엔貨地域에 속하게 되므로 우리나라의 對外去來 중 엔貨地域에 속하는 國家들과의 거래는 엔貨로 決濟하는 비중이 증가할 것이다. 엔貨地域 이외의 달러貨地域이나 마르크貨地域에 속하는 국가들과의 거래는 각각 달러貨나 마르크貨로 결제하게 될 가능성이 크다. 달러貨는 世界에서 가장 중요한 基軸通貨의 기능을 수행하게 될 것이기 때문에 이들 通貨地域에 속하지 않는 其他地域(아프리카, 中東 등) 국가들과의 거래는 달러貨로 결제하게 될 것으로 관단된다.

이때 國內通貨의 가치를 달러, 엔, 마르크 등 3大 基軸通貨의 가치에 連繫하는 비율을 對外去來 決濟通貨의 構成比率에 따라 결정할 경우 우리나라와 이들 각 지역에 속하는 국가들과의 去來規模가 문제가 될 것이다. 특히, 輸出入 去來를 決濟하는 通貨의 비율에 따라 各 基軸通貨에 대한 連繫比率을 결정함으로써 換率變動이 實物

經濟에 미치는 직접적인 惡影響을 最小化(혹은 換率을 변동시킴으로써 기대하는 效果를 最大化)할 수 있기 때문에 各 地域에 속하는 國家들과의 貿易規模에 따라 連繫比率을 결정할 수 있을 것이다.

우리나라와 各 通貨地域으로 구분될 것으로 예상되는 地域과의 輸出과 輸入 규모의 추이를 분석한 결과는 〈表 Ⅵ-8〉과 〈表 Ⅵ-9〉에 각각 정리되어 있다. 먼저 〈表 Ⅵ-8〉에서 1994년의 경우 우리나라 全體輸出 중 47.7%가 東아시아와 南아시아 및 大洋洲를 포함하는 엔貨圈에 속하게 될 國家들에 대한 것이었다. 달러貨圈에 속하게 될 南北아메리카와 其他地域에 대한 輸出의 비중은 39.9%였으며, 나머지 12.4%는 마르크貨圈에 속하게 될 유럽地域으로 輸出되었다. 또한 〈表 Ⅵ-9〉에서 같은 해 우리나라 全體輸入 중 엔貨圈, 달러貨圈과 其他地域 및 마르크貨圈으로부터 輸入된 比率은 각각 45%, 40.1%, 14.9%였던 것으로 나타나고 있다.

〈表 Ⅵ-8〉 最近 우리나라의 地域別 輸出 推移

(單位 : 百萬달러, %)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
南北아메리카 地域	23,677 [38.0]	23,204 [35.7]	22,465 [31.3]	24,597 [32.1]	23,338 [28.4]	27,029 [28.2]
東·南아시아, 大洋洲地域	23,967 [38.4]	25,151 [38.7]	29,701 [41.3]	34,233 [44.7]	39,075 [47.5]	45,801 [47.7]
유럽 地域	8,591 [13.8]	11,125 [17.1]	12,260 [17.1]	11,332 [14.8]	11,116 [13.5]	11,910 [12.4]
其他地域 (아프리카, 중동)	6,142 [9.8]	5,536 [8.5]	7,444 [10.4]	6,470 [8.4]	8,707 [10.6]	11,273 [11.7]
總計	62,377 [100.0]	65,016 [100.0]	71,870 [100.0]	76,632 [100.0]	82,236 [100.0]	96,013 [100.0]

註 : [ ] 안의 숫자는 該當 年度 全體 輸出金額에 對한 比率(%)임.
資料 : IMF, *Direction of Trade Statistics Yearbook*, 1995.

이와 같은 1994년 우리나라의 地域別 輸出入 비중을 고려할 때 새로운 國際通貨制度로 改編되고 世界가 달러, 엔 및 마르크貨 등 3大 通貨地域으로 분할될 경우 우리나라 全體輸出入의 代金 중 약 47%가 엔貨로 決濟되고 40%와 나머지 13% 가량은 각각 달러貨와 마르크貨로 決濟될 것으로 예상할 수 있다. 이때 輸出入의 決濟通貨 比率에 따라 원貨 가치의 주요 通貨에 대한 連繫 比率을 결정할 경우 달러貨와 엔貨 및 마르크貨 가치에 連繫 比率을 각각 40%, 47%, 13%로 運用하는 것이 유리할 것으로 판단된다.

그런데 〈表 Ⅵ-8〉 및 〈表 Ⅵ-9〉에서 우리나라 輸出入 중 엔貨地域에 속하게 될 國家들과의 交易比重이 점차 높아지고 있는 것을 알 수 있다. 이 地域에 대한 輸出의 比重은 1981년 38.4%에서 1994년에는 47.7%로 높아졌으며 輸入의 비중은 같은 期間에 42.8%에서 45%로 높아졌다. 이와 같은 趨勢를 고려할 때 우리나라를 비롯한 東아시아와 南아시아 및 大洋洲 지역을 포함하는 엔貨地

〈表 Ⅵ-9〉 最近 우리나라의 地域別 輸入 推移

(單位 : 百萬달러, %)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
南北아메리카 地域	18,598 [30.3]	20,165 [28.9]	23,081 [28.3]	22,350 [27.3]	21,472 [25.6]	26,262 [25.7]
東·南아시아, 大洋洲地域	26,329 [42.8]	29,412 [42.1]	37,600 [46.1]	36,967 [45.2]	37,929 [45.3]	46,105 [45.0]
유럽 地域	7,594 [12.4]	9,913 [14.2]	12,165 [14.9]	11,836 [14.5]	12,013 [14.3]	15,256 [14.9]
其他地域 (아프리카, 중동)	8,944 [14.6]	10,354 [14.8]	8,679 [10.6]	10,622 [13.0]	12,386 [14.8]	14,725 [14.4]
總計	61,465 [100.0]	69,844 [100.0]	81,525 [100.0]	81,775 [100.0]	83,800 [100.0]	102,348 [100.0]

註 : [ ] 안의 숫자는 該當 年度 全體 輸入金額에 對한 比率(%)임.
資料 : IMF, *Direction of Trade Statistics Yearbook*, 1995.

域이 탄생할 경우 우리나라는 원貨의 가치를 엔貨의 가치에 連繫하는 比率을 50% 이상으로 운용하는 것이 유리할 수도 있을 것으로 판단된다.

엔貨地域이 하나의 經濟블록으로 발전할 경우 원貨 가치를 엔貨의 가치에 連繫하여 運用하는 比率을 더욱 높여야 할 것이다. 이와 같이 國內通貨의 가치를 엔貨에 連繫시키는 比率을 높일 경우 한 가지 유의할 점이 있다. 현재 日本의 經濟構造는 國內에서 生産하는 物量에 비하여 消費하는 物量이 상대적으로 작기 때문에 貿易收支가 黑字를 기록할 수밖에 없도록 되어 있다. 이와 같은 상황에서는 長期的으로 달러貨나 마르크貨 등 다른 주요 通貨에 비하여 엔貨의 가치가 상승하게 될 것이다.

그런데 엔貨地域이 성립되고 하나의 經濟블록으로 발전함에 따라 國內通貨 가치의 엔貨 連繫 비율이 높아진 후에도 현재와 같은 趨勢가 계속될 경우 엔貨의 가치가 상승함에 따라 원貨의 가치도 자동적으로 상승하게 될 것이다. 이에 따라 우리나라 企業의 輸出競爭力이 弱化될 우려가 있다. 이와 같은 점을 고려하려 엔貨地域이 성립할 경우 域內의 국가들은 日本에 대하여 經濟構造를 調整하도록 설득하여야 될 것이다.

第 Ⅶ 章 要約 및 政策 示唆點

1. 要約 및 結論

주요 先進國들이 變動換率制度로 이행한 1973년 이후 엔/달러, 마르크/달러 등 주요 通貨間 換率의 短期變動性(variance)이 급격하게 커지고 이들 換率이 때때로 적정한 均衡水準에서 큰 폭으로 離脫(misalignment)하는 등 문제점이 발생하였다.

換率의 短期變動性 확대로 인하여 輸出入이나 海外投資 등 國際去來에 따르는 外換危險이 커지고 따라서 國際去來를 위축시키는 결과를 초래하였다는 주장이 대두되어 왔다. 先物換契約 등 적절한 방법으로 外換危險을 회피할 수 있는 경우도 있지만 海外投資 등에 따르는 外換危險은 회피할 수 없는 경우도 있다.

또한 換率이 때때로 적절한 均衡水準에서 큰 폭으로 離脫함으로 인하여 產業構造의 調整問題가 발생하였기 때문에 전반적인 投資의 규모가 감소하고 產業이 空洞化되는 등 문제가 발생하였으며, 世界全體의 經濟成長이 鈍化되고 失業率이 上昇하는 결과를 초래하였다는 주장이 대두되었다.

주요 先進國들이 變動換率制度로 이행된 후 주요 換率이 短期間에 급격하게 변동하고 때때로 國際外換市場이 攪亂되는 이유는 先進國들 經濟政策의 規律(discipline)이 弛緩되고 資本 自由化의 결과 國際的인 資本移動이 급격하게 일어나고 있기 때문인 것으로 지적되고 있다. 즉, 선진국들의 經濟政策 특히 通貨政策의 規律이 弛緩되었기 때문에 各國의 通貨政策에 대한 信賴性이 하락하고 通貨의 미래 價値에 대한 不安感이 조성되었으며 未來의 換率에 대한

期待(expectation)가 바뀜에 따라 현재의 換率이 급격하게 변동하는 결과를 초래하게 되었다.

이와 동시에 資本 自由化의 결과 國際投資家들은 필요에 따라 포트폴리오를 급속하게 조정할 수 있게 되었기 때문에 資本去來를 決濟하기 위한 外換去來의 規模가 증가하고 資本去來의 방향이 바뀜에 따라 換率에 미치는 영향도 커지게 되었다. 특히, 國際的인 金融危機가 발생할 경우 國際投資家들이 포트폴리오를 短期間에 급격히 조정하기 때문에 換率의 變動性이 커지고 換率이 적정한 均衡水準에서 빠른 속도로 離脫하게 되는 것으로 평가되고 있다.

이와 같은 문제점들을 해결하기 위하여 많은 사람들이 여러가지 제안을 한 바 있다. 예일大學의 토빈(Tobin) 敎授는 國際的인 資本移動으로 인하여 換率이 급격하게 변동하는 것을 방지하기 위하여 現物換(spot)去來에 모든 나라가 같은 비율의 稅金을 부과하도록 제안하였다. 그런데 外換去來에 稅金을 부과할 경우 短期的으로 外換이 부족한 나라의 資本調達 비용을 가중시키고 外換市場의 流動性을 하락시키는 등의 문제가 발생할 것이라는 비판이 있다. 또한 外換去來稅의 부과와 관련하여 모든 나라의 합의를 이끌어 내기도 어려울 것이다.

美國 國際經濟硏究院(IIE)의 윌리엄슨(Williamson) 博士는 주요 通貨間 換率을 안정시키기 위하여 換率變動을 許容하는 範圍를 정하고 換率이 이 범위를 벗어날 경우 당사국들이 공동으로 外換市場에 介入하는 등 國際的인 協力을 통하여 換率을 안정시키는 이른바 目標換率帶制度(Target Zone System: TZS)를 提案하였다. 윌리엄슨 博士가 提案한 TZS는 유럽共同體(EC)의 會員國들을 중심으로 1979년부터 운영해온 유럽通貨體制(European Monetary System: EMS)와 유사한 점이 많으며 1985년 중반 이후 先進國 通貨間 換率을 안정시키기 위한 협조에 큰 영향을 미친 것으로 평가된다.

한편 스탠포드大學의 매키논(McKinnon) 敎授는 美國, 日本, 獨

逸 등 주요국들이 협의하여 通貨供給의 속도를 조절하고 각 나라 交易財의 가격을 같은 수준을 유지함과 동시에 달러, 엔, 마르크 등 주요 通貨間 換率을 일정한 수준에서 고정시키는 새로운 형태의 固定換率制度로 이행하자고 제안하였다. 그런데 매키논 敎授의 제안에 따를 경우 주요국들이 通貨政策의 獨立性을 완전히 포기하고 世界政府의 입장에서 通貨供給의 속도를 조절하여야 된다. 따라서 주요국들이 國際通貨制度를 매키논 敎授의 提案과 같이 개편하도록 합의하기는 어려울 것으로 판단된다.

브레튼우즈 委員會는 國際通貨制度의 개편에 관한 여러가지 提案들을 검토하고 주요국들의 經濟狀況을 고려하여 새로운 提案을 제시하였다. 同 委員會는 換率을 안정시킬 수 있는 새로운 國際通貨制度로 이행하기 위하여 단계적으로 접근할 것을 건의하고 있다. 첫번째 단계에서는 주요 先進國들이 經濟政策의 規律을 強化하고 彈力性을 제고함으로써 새로운 國際通貨制度로 이행할 수 있는 기반을 조성하고, 두번째 단계에서 換率의 變動을 許容하는 彈力的인 範圍를 설정하여 換率을 안정시키도록 하자고 제안하고 있다.

주요 通貨間 換率을 안정시키기 위하여 換率變動을 허용하는 範圍를 설정하는 점에서 브레튼우즈 委員會의 提案은 윌리엄슨 博士의 提案과 유사하다. 그러나 브레튼우즈 委員會의 提案에서는 새로운 國際通貨制度로 이행하기 위한 조건으로서 주요 先進國들의 經濟狀況을 개선하여야 한다는 점을 지적하고 있으며 監視 및 執行機關으로서 IMF의 機能을 강화하는 등 보다 현실적인 면이 있는 것으로 평가된다.

國際通貨制度 改編의 가능성과 時期를 전망해 보기 위하여 주요 先進國들의 經濟狀況과 주요 換率의 현황 등을 점검해 보았다. 그 결과 美國과 獨逸, 英國, 프랑스, 이탈리아 및 캐나다 등 주요국들은 長期間에 걸쳐서 대규모의 財政赤字를 기록하고 있는 것으로 파악되었다. 또한 이들 先進國 政府의 負債가 막대한 규모이기 때문

에 이에 대한 利子支給의 負擔이 매우 큰 것으로 추정되었다. 그 결과 利子支給을 제외한 다른 豫算에서 黑字를 기록하더라도 全體豫算은 赤字를 기록할 수밖에 없는 것으로 파악되었다.

이에 따라 이들 先進國의 財政이 매우 硬直化되었기 때문에 景氣調節이나 失業率管理 등 對內均衡을 실현하기 위하여 財政政策을 조정할 수 있는 여지는 극히 제한되어 있는 것으로 파악되었다. 그 결과 經濟政策을 立案함에 있어서 通貨政策에 과도하게 의존하게 되었으며 換率의 安定이나 對外均衡의 달성을 위하여 金利, 通貨量 등 通貨政策의 수단들을 적정한 수준에서 관리하기가 어렵게 되었다. 이와 같은 상황에서는 換率을 안정시키기 위하여 새로운 國際通貨制度로 移行되더라도 長期間 유지되기는 어려울 것으로 판단된다.

현재 주요 先進國들의 貿易收支와 주요 通貨間 換率의 수준을 검토해 본 결과에서도 앞으로 상당기간 새로운 國際通貨制度로의 改編을 추진하기는 어려울 것이라는 결론에 도달하였다. 즉, 현재 주요국들 중 美國은 막대한 규모의 貿易赤字를 기록하고 있음에 대하여 日本은 막대한 규모의 貿易黑字를 기록하고 있다. 또한 주요 通貨의 購買力에 비하여 현재 달러貨의 가치는 낮게 評價되고 있음에 대하여 엔貨의 가치는 상당히 높게 評價되고 있는 상황인 것으로 파악되었다.

이와 같은 상황에서 엔/달러 換率을 안정시키기 위한 目標를 설정할 경우 美國은 貿易收支를 개선하기 위하여 달러貨의 價値를 현재보다 낮게 설정할 것을 주장할 것이다. 이에 대하여 日本은 현재의 엔貨의 가치가 高評價된 점을 들어 엔貨의 가치를 현재보다 낮게 설정할 것을 주장할 것이다. 이러한 先進國들의 利害對立으로 인하여 주요 換率을 안정시키기 위한 目標를 설정하기가 어려울 것으로 판단되며 새로운 國際通貨制度로의 改編이 실현되기는 당분간 어려울 것이다.

그러나 현행의 變動換率制度下에서 換率의 급격한 短期 變動과

均衡水準 離脫로 인하여 世界經濟 전체가 많은 어려움을 겪고 있다는 認識이 확산되고 있다. 또한 이러한 문제를 해결하기 위하여 새로운 國際通貨制度로 이행되어야 한다는 목소리가 커지고 있다. 美國을 비롯한 주요 先進國들은 財政赤字 등 國內經濟 문제를 해결하기 위하여 노력하고 있으며 유럽의 여러 나라들 사이에서는 通貨統合이 추진되고 있다. 이와 같은 점들을 감안할 때 長期的으로 여건이 조성될 경우 새로운 國際通貨制度로의 改編이 단행될 수도 있을 것으로 판단된다.

美國 經濟力의 압도적인 優位가 점차 退色되고 있기 때문에 새로운 國際通貨制度로 이행될 경우 달러貨에 대한 信賴만으로 世界全體의 通貨價値와 物價를 안정시키기 어려울 것으로 판단된다. 따라서 브레튼우즈 委員會는 새로운 國際通貨制度에서 달러貨와 함께 엔貨, 마르크貨(또는 유럽의 通貨統合이 이루어질 경우 유럽의 單一通貨)가 基軸通貨로서 중심적인 역할을 수행하도록 提案하고 있다.

이때 달러貨는 南北아메리카地域의 國家間 去來에 있어서 決濟通貨로 사용되는 등 中心的인 역할을 수행하고, 엔貨와 마르크貨는 각각 東·南 아시아 및 대양주를 포함하는 地域과 유럽地域에서 각각 중심적인 역할을 수행하는 등 役割分擔이 이루어질 수 있을 것으로 판단된다. 그 결과 世界가 달러地域과 엔地域 및 마르크地域 등 3개의 通貨地域으로 분할될 가능성도 있는 것으로 점쳐지고 있다. 또한, 이들 各 地域 내의 國家들이 經濟的인 結束을 強化할 경우 각각 하나의 經濟블록으로 發展할 가능성도 있는 것으로 평가되고 있다.

2. 政策示唆點

國際通貨制度의 개편에 대한 論議의 內容과 展望 등을 검토한 결과에서 우리나라의 換率運用과 換率政策의 立案에 있어서 몇 가지

중요한 示唆點을 발견할 수 있다. 게다가 우리나라가 外換 및 資本 自由化를 추진하고 있는 時點에서 현행 國際通貨制度의 문제점과 앞으로의 改編方向과 展望 등은 우리나라가 換率을 안정적으로 運用하고, 換率制度의 改編을 추진하는 데 있어서 참고가 될 중요한 사항들이 포함되어 있는 것으로 평가된다.

먼저 換率制度와 관련하여, 현재 우리나라는 원/달러 換率의 日間 變動幅을 제한하는 市場平均換率制度를 채택하고 있다. 따라서 원/달러 換率의 短期變動性은 變動換率制度를 채택하고 있는 주요 先進國 通貨間 換率의 경우에 비하여 상당히 작다.

그러나 앞으로 外換 및 資本 自由化가 추진됨에 따라 현재와 같은 換率運用이 어렵게 될 것으로 예상된다. 현행의 市場平均換率制度下에서는 원/달러 換率이 長期間에 걸쳐서 같은 방향으로 調整되기 때문에 기간별 換率變動 사이의 前後關係를 이용하여 가까운 미래의 換率變動을 어느 정도 예측할 수 있다. 예를 들면 최근에 원/달러 換率이 下落(원貨 價値의 上昇)하였으면 가까운 미래에도 下落할 것으로 예상할 수 있다. 이와 같은 방법으로 가까운 미래에 國內通貨의 價値가 上昇할 것으로 예측할 수 있을 경우 換差益을 노린 投機性 短期資本(hot money)이 海外로부터 유입하여 國內通貨의 가치를 더욱 상승시키고 通貨膨脹의 요인이 되는 등 많은 문제점을 초래할 수 있다.

특히 현재 우리나라 國內金利는 國際金利에 비하여 상당폭 높은 수준을 유지하고 있기 때문에 資本流出入에 대한 규제를 완화할 경우 海外로부터 상당한 규모의 資本이 流入될 것으로 판단된다. 이에 따라 國內通貨의 가치는 上昇하게 될 것이다. 그런데 현재와 같이 원/달러 換率이 점진적으로 下落하도록 유도할 경우 어느 시점에서든 가까운 미래에 換率이 더욱 下落할 것이라는 期待(expectation)가 형성될 수 있다. 이와 같은 期待로 인하여 해외로부터 投機性 短期資本이 유입될 수 있을 것으로 판단된다.

게다가 資本의 流出入에 대한 規制가 緩和될 경우 投機性 短期資本의 流入을 효과적으로 규제하기도 어렵게 될 것이다. 또한 현행의 市場平均換率制度下에서는 원/달러 換率의 短期 變動性이 작기 때문에 이와 같은 投機的인 短期資本 去來에 따르는 外換危險의 부담이 작고 短期資本의 流入을 더욱 촉진시키는 결과를 초래할 수 있다.

이와 같은 점을 고려할 때 앞으로 우리나라가 外換 및 資本 自由化를 추진하는 과정에서 投機性 短期資本이 大量으로 유입되어 國內 外換市場이 攪亂되고 원貨의 가치상승을 촉진하며 通貨가 急激하게 膨脹하는 등 어려움이 加重될 경우 결국 變動換率制度로 이행할 수밖에 없을 것으로 판단된다. 이때 미래의 換率에 대한 期待效果로 인한 投機性 短期資本이 유입되는 것을 저지할 수 있는 반면 換率의 短期變動性이 커지기 때문에 輸出入 등 對外去來에 따르는 外換危險이 증가하게 될 것이다. 따라서 先物換市場을 活性化하는 등 企業들이 外換危險을 회피할 수 있는 방안을 마련하여야 할 것이다.

그런데 여러가지 상황을 고려할 때 우리나라의 경우 變動換率制度로 이행하더라도 원/달러 換率의 短期 變動性이 先進國 通貨間 換率의 경우와 같이 커지지는 않을 것으로 판단된다. 우리나라와 經濟狀況이 유사한 臺灣의 경우 變動換率制度로 이행한 후에도 NT달러/美달러 換率의 短期變動性이 先進國 通貨間 換率의 경우에 비하여 훨씬 작은 것으로 조사되었다.

다음으로 換率水準의 관리와 관련하여, 앞에서 지적한 바와 같이 현행의 換率制度下에서는 원/달러 換率이 점진적으로 조정되도록 유도하고 있기 때문에 換率의 均衡水準 離脫로 인한 문제는 크지 않은 것으로 판단된다. 海外資本의 流出入에 대하여 상당히 엄격하게 규제하고 있기 때문에 先進國의 경우와 같이 대규모의 資本移動으로 인하여 換率이 均衡水準에서 급격하게 離脫하는 문제가 발생

할 가능성도 크지 않은 것으로 판단된다.

그러나 앞으로 資本의 流出入에 대한 規制를 緩和하고 變動換率制度로 이행할 경우에는 換率의 均衡離脫 문제가 발생할 수도 있을 것이다. 특히 企業이나 金融機關의 海外資本의 導入을 허용함에 있어서 經常收支의 變動狀況을 고려하여 결정하거나 海外施設財의 導入과 연관하여 허용하는 등 資本移動과 관련된 外換의 需給을 源泉的으로 조절하기가 어렵게 될 것이기 때문에 資本去來를 決濟하기 위한 外換去來의 換率에 미치는 變動效果가 커질 것으로 예상된다.

이에 대하여 輸出入 등 經常去來를 決濟하기 위한 外換去來가 換率變動에 미치는 효과의 絶對的인 크기는 과거와 큰 차이가 없을 것으로 예상된다. 그러나 전체 換率變動 중 經常收支의 변동으로 인한 부분은 과거에 비하여 상대적으로 작아질 수 있을 것이다. 따라서 換率은 經常收支를 均衡시키기에 적절한 수준에서 상당폭 乖離되어 결정될 수 있고 經常收支의 不均衡狀態는 상당히 長期間 지속될 수 있을 것이다.

급격한 資本移動 특히 短期資本의 流出入으로 인한 換率의 均衡水準 離脫을 방지하기 위하여 外換去來稅를 부과하는 방법을 고려해 볼 수 있을 것이다. 그러나 外換去來稅를 부과할 경우 國內 外換市場을 萎縮시키고 輸出入代金을 決濟하기 위한 外換去來에 있어서도 稅金을 부담하여야 되기 때문에 우리나라 輸出企業의 競爭力을 弱化시키는 결과를 초래할 수도 있다.

短期資本의 급격한 이동으로 인한 外換市場의 攪亂 및 換率의 급격한 均衡離脫을 방지하기 위하여 短期資本 특히 投機性 短期資本의 流出入을 규제하는 방법도 생각해 볼 수 있다. 그런데 資本 自由化를 추진할 경우 投機性 短期資本의 流出入을 규제하더라도 허용된 형태로 위장한 사실상의 投機性 短期資本의 유출입이 일어날 수 있기 때문에 長期的인 효과를 기대하기는 어려울 것이다. 그러나 일시적으로 外換市場이 攪亂되고 換率이 급격하게 변동하는 상황에

서는 短期資本의 流出入을 규제함으로써 단기적으로 外換市場의 安定效果를 거둘 수도 있을 것이다.

先進國의 경험으로 미루어 볼 때, 外換 및 資本 自由化가 추진될 경우 換率을 안정시키기 위한 보다 근본적인 대책은 金利, 通貨量 등 通貨政策의 手段들을 적절하게 조절하는 방법밖에 없는 것으로 판단된다. 즉, 國內通貨의 가치가 급격하게 上昇하는 狀況에서는 國內金利를 인하하고 通貨供給을 증가시키는 등 상황변동에 따라 通貨政策을 적절하게 조절함으로써 換率을 안정시키는 방법이다.

그런데 이와 같은 방법으로 換率을 管理하기 위해서는 상황에 따라 通貨政策을 조절할 수 있는 彈力性을 확보하여야 될 것이다. 즉, 景氣의 調節이나 失業率의 管理 등 經濟의 對內均衡을 달성하기 위하여 財政政策의 역할을 확대하고 通貨政策의 負擔을 줄임으로써 換率을 안정적으로 관리할 수 있도록 탄력성을 확보하지 않으면 안될 것이다. 다행히 우리나라 政府의 財政狀態는 美國이나 유럽의 주요국 등 先進國들의 경우에 비하여 매우 양호하기 때문에 財政政策의 역할을 확대하고 通貨政策의 彈力性을 확보하기가 先進國들과 같이 어렵지는 않을 것으로 판단된다.

우리나라가 外換 및 資本 自由化를 추진하고 變動換率制度로 移行하더라도 換率의 급격한 均衡離脫로 인한 문제가 先進國 通貨間 換率과 같은 정도로 심각하지는 않을 것으로 판단된다. 먼저 원貨는 國際通貨가 아니기 때문에 國際的인 金融危機가 발생하더라도 國際金融市場의 短期資金이 원貨를 買集하기 위하여 집중되지는 않을 것이다. 또한 원貨와 外國通貨間 外換去來는 대부분이 國內에서 거래되는 地域市場(local market)의 성격을 띠고 있기 때문에 外換去來의 규모가 작고 中央銀行이 外換市場에 介入하여 換率을 안정시키는 효과가 상대적으로 클 수도 있을 것이다. 臺灣의 경우 變動換率制度로 이행한 후에도 NT달러/美달러 換率은 상당히 안정된 것으로 조사되고 있다.

마지막으로 國內通貨 價値의 주요 國際通貨의 가치에의 連繫(link) 문제와 관련하여, 우리나라는 解放 이후 줄곧 政治·經濟的으로 美國과 긴밀한 관계를 유지해 왔기 때문에 國內通貨의 對外價値는 달러貨에 대한 換率을 중심으로 관리해 왔다. 따라서 최근에도 원/달러 換率의 短期 變動性은 원貨의 다른 주요 通貨에 대한 換率의 경우에 비하여 월등히 작다. 이와 같은 상황에서 輸出入 등에 따르는 外換危險을 줄이기 위한 방편으로 우리나라의 對外去來는 대부분 달러貨로 代金이 決濟되고 있다.

현재와 같은 상황이 계속될 경우에는 원貨의 가치를 달러, 엔, 마르크 등 주요 國際通貨 중 달러貨의 가치에 連繫시키는 비중을 높게 운영하는 것이 유리하다. 그러나 앞으로 變動換率制度로 이행할 경우 원/달러 換率의 短期變動性도 커지게 될 것으로 예상된다. 그 결과 우리나라의 對外去來 중 달러貨로 代金이 決濟되는 비중은 낮아지고 다른 國際通貨 특히 엔貨로 決濟되는 비중은 높아질 것으로 예상된다. 이때 원貨의 가치를 달러貨의 가치에 連繫하여 운용하는 비율은 축소하고 엔貨의 가치에 連繫시키는 비율을 확대하는 것이 유리할 것이다.

그런데 우리나라가 變動換率制度로 移行하더라도 원/달러 換率의 短期 變動性은 다른 주요 通貨에 대한 換率의 경우에 비하여 상대적으로 작을 것으로 판단된다. 또한 先物換去來나 通貨先物去來의 活性化 등 外換危險을 回避하기 위한 장치를 마련함에 있어서도 원/달러 換率을 중심으로 추진될 것으로 예상된다. 이와 같은 점들을 고려할 때 國內에서는 원/달러 換率의 變動으로 인한 外換危險을 回避하기가 상대적으로 용이할 것이다. 따라서 變動換率制度로 이행하더라도 우리나라 對外去來의 代金이 달러貨로 決濟되는 비중이 높을 것으로 예상되며 원貨의 가치를 달러貨의 가치에 連繫시키는 비율도 상대적으로 높게 운용하여야 될 것이다.

國際通貨制度가 改編되고 달러, 엔, 마르크 등 基軸通貨를 중심으

로 세계가 3大 通貨地域으로 분할될 경우 우리나라의 對外去來의 가장 큰 부분이 엔貨로 決濟될 것으로 예상된다. 또한 東아시아와 南아시아 및 大洋洲를 포함하는 地域이 하나의 經濟블록으로 發展하고 엔貨가 이 地域에서 중심적인 役割을 수행하게 될 경우 우리나라 對外去來의 代金이 엔貨로 결제되는 비중은 더욱 높아지게 될 것이다. 이와 같은 상황에서는 원貨의 가치를 엔貨의 가치에 連繫시키는 비율을 높게 운용하는 것이 보다 유리할 것이다.

그런데 현재 日本의 經濟構造는 生產에 비하여 消費가 상대적으로 작기 때문에 貿易收支가 黑字를 기록할 수밖에 없는 特性을 지니고 있다. 이와 같은 日本 經濟構造에 변함이 없을 경우 달러, 마르크 등 다른 基軸通貨에 엔貨의 가치는 長期的으로 상승할 것으로 예상된다. 이때 원貨의 가치를 엔貨의 가치에 連繫시키는 비율을 높일 경우 엔貨 가치의 상승에 따라 원貨의 가치도 자동적으로 상승하게 되어 우리나라 輸出企業의 競爭力을 弱化시키는 결과를 초래할 憂慮가 있다.

〈參 考 文 獻〉

金宗萬,『臺灣의 換率運用과 輸出競爭力』, 硏究報告書 93－11, 韓國租稅硏究院, 1993.

_____,『外換 및 資本自由化가 換率에 미치는 影響』, 硏究報告書 95－03, 韓國租稅硏究院, 1995.

_____,『日本 換率政策의 方向과 우리나라 輸出入에 미치는 影響』, 政策硏究 93－10, 對外經濟政策硏究院, 1993.

_____,『主要 換率變動의 特性과 政策示唆點』, 政策硏究 91－02, 對外經濟政策硏究院, 1991.

_____,『換率, 金利 및 賃金變動이 우리나라 輸出에 미치는 영향』, 政策硏究 92－27, 對外經濟政策硏究院, 1992.

_____,『換率運用과 輸出競爭力』, 硏究報告書 94－09, 韓國租稅硏究院, 1994.

_____,『換率制度와 外換危險管理』, 政策硏究 90－03, 對外經濟政策硏究院, 1990.

曺琮和,『EC 通貨統合의 進展과 波及影響』, 政策資料 94－02, 對外經濟政策硏究院.

財務部,『外換制度改革(案)』, 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 硏究報告書』, 1983, pp. 8～26.

深尾京司,「爲替レートの 決定要因と 爲替投機需要」,『日本銀行 硏究報告書』, 1983, pp. 27～66.

Bordo, M. D. and A. J. Schwartz, "What Has Foreign Exchange Market Intervention since the Plaza Agreement Accomplished?," *Open Economic Review,* Vol. 2, 1991, pp. 39～64.

Branson, W. H., "Macroeconomic Determinants of Real Exchange Risk," in Herring edited, *Managing International Risk,* Cambridge University Press, 1983, pp. 33~74.

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

Dornbusch, R., "Exchange Rate Economics: Where Do We Stand?," *Brookings Papers on Economic Activity,* No. 1, 1980, pp. 142~85.

_____, "Doubts about McKinnon Standard," *Journal of Economic Perspective,* Vol. 2, No. 1, 1988, pp. 105~112.

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

Frenkel, J. and M. L. Mussa, "The Efficiency of Foreign Exchange Markets and Measure of Turbulence," *American Economic Review,* May 1980, pp. 374~381.

Friedman, M., "The Case for Flexible Exchange Rate," in *Essays in Positive Economics,* in Friedman edited, University of Chicago Press, 1953, pp. 157~203.

Kenichi Ohno, "The Case for a New System," *Bretton Woods: Looking to the Future,* Bretton Woods Commission, 1994, pp. C-5~12.

Lucas, R. J., "Econometric Policy Evaluation: A Critique," in Bruner and Metzler edited, *The Philips Curve and Labor Markets,* 1976, pp. 18~46.

Mckinnon, R. I., "Monetary and Exchange Rate for International Financial Stability: A Proposal," *Journal of Economic Perspective,* Vol. 2, No. 1, 1988, pp. 83~103.

Mussa, M., "A Model of Exchange Rate Dynamics," *Journal of Political Economy,* Vol. 90, 1983, pp. 74~103.

_____, "Empirical Regularities in the Behavior of Exchange Rate and Theories of the Foreign Exchange Market," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 11, 1979, pp. 9~75.

Yoichi Funabashi, *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre,* Institute for International Economics, 1988.

Yusuke Kashiwagi, "Future of the International Monetary System and the Role of the IMF," *Bretton Woods: Looking to the Future,* Bretton Woods Commission, 1994, pp. C-1~4.

Williamson, J., *The Exchange Rate System,* Institute for International Economics, 1985.

_____, "Comments on McKinnons's Monetary Rule," *Journal of Economic Perspective,* Vol. 2, No. 1, 1988, pp. 113~119.

Williamson, J. and M. H. Miller, *Targets and Indicators: A Blue Print for the International Coordination of Economic Policy,* Institute for International Economics, 1987.