臺灣의 換率運用과 輸出競爭力

韓國租稅研究院

序 言

그간 눈부신 발전을 거듭한 우리나라 經濟는 많은 부문에서 國際化가 진행되었으며 그 완성 단계로 資本市場을 國際化시키려는 수준까지 이르게 되었다. 政府에서 발표한 新경제 5個年計劃은 앞으로 資本市場의 開放을 과감하게 추진하고 國際化시킴으로써 우리나라 經濟를 한 차원 높은 단계로 발전시키는 것을 목표로 하고 있다. 3段階 資本市場 自由化計劃에 따르면 점진적으로 外換去來가 自由化되고 資本의 流出·入에 대한 統制가 철폐되며 換率의 決定을 市場의 需給機能에 맡기는 制度로 이행될 전망이다.

經濟의 開放化, 國際化가 진행될수록 換率을 적정한 수준에서 運用하는 것이 중요한 문제로 대두된다. 換率이 지나치게 平價切上될 경우 우리나라 輸出品은 海外市場에서 競爭力을 잃게 되고 따라서 貿易收支는 악화될 것이다. 반대로 換率이 지나치게 平價切下될 경우 貿易收支의 黑字規模가 확대되어 다른 나라로부터 貿易摩擦이 제기될 우려가 있다. 더욱이 經常 및 資本去來의 自由化가 단행된 후에는 國際收支의 不均衡을 시정할 수 있는 다른 방법이 없기 때문에 換率을 통한 조정이 더욱 중요해진다.

外換 및 資本自由化計劃을 추진하기에 앞서 換率을 어떻게 運用할 것이며 換率이 일시적으로 均衡水準에서 벗어날 경우 어떤 방법으로 새로운 均衡水準에 이르도록 조정할 것인가에 대한 硏究가 필요하다. 이와 관련하여 다른 나라들의 經驗을 분석해 봄으로써 많은 교훈을 얻을 수 있을 것이다.

臺灣은 外換 및 資本自由化와 變動換率制度의 導入 등에 있어서 우리나라보다 한 발 앞서 가고 있다. 따라서 最近 臺灣의 外換 및 資本自由化를 추진하는 과정에서 外換에 대한 統制와 換率의 運用狀況과 그 經濟的 效果를 분석해 볼 필요가 있다.

전통적으로 臺湾의 換率政策은 輸出을 장려하고 輸入을 억제하도록 운용되어 왔다. 臺湾 政府는 換率을 平價切上하는 필요성이 발생할 경우 輸出에 미치는 악영향을 고려하여 換率을 급격하게 조정하지 않고 점진적으로 조정한 것으로 알려지고 있다. 本 研究에서는 臺湾이 이와 같은 換率政策을 추구한 결과 이것이 輸出에 미친 影響과 通貨 및 物價 등 經濟의 다른 部門에 미친 영향을 중심으로 분석하였다.

臺湾이 外換 및 換率에 대한 統制를 완화하기 시작한 1980년부터 最近까지의 資料를 分析對象으로 한 本 研究의 결과는 앞으로 우리나라가 外換 및 資本自由化를 추진하는 데 좋은 참고자료가 될 것으로 기대된다. 특히 臺湾 換率運用의 결과 輸出 및 通貨에 미친 영향을 분석한 결과는 政策樹立과 다른 研究에 있어서 좋은 길잡이가 될 것으로 확신한다.

어려운 여건하에서도 研究와 報告書의 집필을 담당한 金宗萬 博士의 노고를 치하하는 바이다. 또한 研究가 진행되는 과정에서 여러 가지 면에서 유익한 충고를 해주고 本 報告書의 草稿를 읽고 비평을 해 주신 本 研究院의 趙潤濟 博士와 朴宗奎 博士께 감사드린다. 本 報告書의 原稿 정리는 廉世羅 研究助員과 趙明熙 研究助員이 담당하였으며 마지막 교정은 李知妍 研究員이 보았다. 이들의 노고를 치하하는 바이다.

끝으로 本 報告書의 내용은 筆者 자신의 의견이며 本 研究院의 公式見解가 아님을 밝혀둔다.

1993年 12月

韓國租稅研究院

院長 朴 宗 淇

目　次

第 Ⅰ 章　序　論 ····· 13

第 Ⅱ 章　最近 臺湾의 換率政策과 換率運用 ····· 19

1. 最近 臺湾의 換率 推移 ····· 19
2. 中央銀行의 外換市場 介入과 換率變動의 特性 ····· 22
3. 國際收支 黑字와 通貨管理 ····· 29
4. 貿易去來의 外貨 直接決濟 ····· 38

第 Ⅲ 章　臺湾의 換率變動과 輸出品 生産要素 價格 ····· 47

1. 換率政策의 目標 ····· 47
2. 換率切上과 輸出品 生産要素 價格의 變動 ····· 50
3. 換率變動과 原價要素 價格 推移 ····· 58
4. 換率變動과 原價要素 價格 變動과의 關係 ····· 62
5. 換率切上과 生産要素 價格 調整 ····· 74

第 Ⅳ 章　臺湾의 換率變動과 輸出價格 調整 ····· 80

1. 輸出價格 方程式의 定立 ····· 80
2. 輸出價格 方程式의 推定 結果 ····· 84
3. 換率切上과 輸出價格 調整 ····· 90

第 Ⅴ 章　臺湾의 換率切上과 輸出物量 및 輸出金額 變動 ····· 98

1. 輸出物量 方程式의 定立 ····· 98
2. 輸出物量 方程式의 推定 結果 ····· 103

3. 換率切上과 輸出物量 및 輸出金額 調整 ····· 109

第 Ⅵ 章 換率變動에 대한 期待效果와 輸出競爭力 ····· 120

1. 換率 調整 方法과 未來 換率에 대한 期待效果 ····· 120
2. 換率切上에 대한 期待效果와 海外資本 流入 ····· 122
3. 未來 換率에 대한 期待效果로 인한 換率變動 ····· 128
4. 期待效果를 감안한 輸出物量 및 輸出金額 變動 ····· 131

第 Ⅶ 章 臺灣의 先物換制度의 運用과 輸出競爭力 ····· 145

1. 先物換制度의 變遷 過程 ····· 145
2. 先物換制度의 運用 ····· 155
3. 先物換制度 運用의 特性 ····· 170

第 Ⅷ 章 結論 및 政策 示唆點 ····· 175

1. 研究結果 要約 ····· 175
2. 政策 示唆點 ····· 183

〈參考文獻〉 ····· 197

附 錄 ····· 199

表 目 次

〈表 Ⅰ－ 1〉 NT달러/美달러 換率運用의 主要 段階 …… 16
〈表 Ⅱ－ 1〉 最近 臺湾의 換率 및 外換管理 關聯 主要 措置 …… 20
〈表 Ⅱ－ 2〉 名目 및 實質換率 推移(1985年 末 = 100) …… 20
〈表 Ⅱ－ 3〉 換率變動率의 統計的 特性 …… 23
〈表 Ⅱ－ 4〉 主要國 外換市場 去來 內譯 …… 24
〈表 Ⅱ－ 5〉 月間 換率 變動率의 時系列的 特性 …… 27
〈表 Ⅱ－ 6〉 分期間 換率 變動率의 時系列的 特性 …… 28
〈表 Ⅱ－ 7〉 臺湾의 國際收支 變動 推移 …… 30
〈表 Ⅱ－ 8〉 臺湾의 通貨 및 物價 推移 …… 32
〈表 Ⅱ－ 9〉 臺湾 中央銀行의 資産 및 負債 推移 …… 36
〈表 Ⅱ－10〉 輸出·入 代金의 外貨 直接 決濟 狀況 …… 39
〈表 Ⅱ－11〉 主要國 製造企業의 財務構造 推移 …… 40
〈表 Ⅱ－12〉 輸出·入 外貨 直接決濟比率 變動模型 推定 …… 43
〈表 Ⅱ－13〉 預金銀行 外貨預金 및 外貨信託 金額 推移 …… 46
〈表 Ⅲ－ 1〉 臺湾 換率變動과 輸入價格 變動 …… 64
〈表 Ⅲ－ 2〉 臺湾 換率變動이 都賣物價에 미치는 影響 …… 69
〈表 Ⅲ－ 3〉 臺湾 換率變動과 消費者物價 …… 70
〈表 Ⅲ－ 4〉 臺湾 換率變動과 製造業 賃金 …… 73
〈表 Ⅲ－ 5〉 臺湾 換率變動과 原價要素 價格 調整 過程(水準
分析: NT달러/美달러 換率 1% 上昇의 效果) …… 75
〈表 Ⅲ－ 6〉 臺湾 換率變動과 原價要素 價格 調整 過程(變動率
分析: NT달러/美달러 換率 1% 上昇의 效果) …… 77
〈表 Ⅳ－ 1〉 臺湾 輸出價格 水準 方程式 推定 結果 …… 86
〈表 Ⅳ－ 2〉 臺湾 輸出價格 變動率 方程式 推定 結果 …… 89
〈表 Ⅴ－ 1〉 臺湾 輸出物量 水準 方程式 推定 結果 …… 104

〈表 Ⅴ－ 2〉 臺湾 輸出物量 變動率 方程式 推定 結果 …… 105
〈表 Ⅵ－ 1〉 臺湾 資本 流出·入 關聯 統計 …… 124
〈表 Ⅵ－ 2〉 主要國 金利 및 資本收支 差異와 換率變動 …… 126
〈表 Ⅵ－ 3〉 換率 平價切上 計劃과 實際 換率變動에 대한
假定 …… 132
〈表 Ⅶ－ 1〉 臺湾 外國換銀行 對顧客 先物換契約 중 中央銀行
移轉 許容 比率 …… 149
〈表 Ⅶ－ 2〉 臺湾 先物換制度의 變遷 …… 152
〈表 Ⅶ－ 3〉 臺湾 外國換銀行의 對顧客 外換去來 推移 …… 159
〈表 Ⅶ－ 4〉 臺湾 輸入業者의 先物換 달러 買入 實現利益 …… 161
〈表 Ⅶ－ 5〉 先物換契約 引受로 인한 中央銀行의 損失 …… 166
〈表 Ⅶ－ 6〉 外國換銀行의 對顧客 先物換 賣買分散 …… 167
〈表 Ⅷ－ 1〉 臺湾 貿易關聯 統計 …… 180
〈表 Ⅷ－ 2〉 우리나라 國際收支 推移 …… 184
〈表 Ⅷ－ 3〉 우리나라 實效換率 推移 …… 187
〈表 Ⅷ－ 4〉 1993年 6月 末 韓國銀行 資産 및 負債構成 …… 189

圖 目 次

[圖 Ⅱ－ 1] 最近 韓國 및 臺湾 換率 推移 …… 21
[圖 Ⅱ－ 2] 最近 臺湾 國內·外 金利 推移 …… 41
[圖 Ⅲ－ 1] 換率 平價切上과 輸出價格 調整 …… 51
[圖 Ⅲ－ 2] 臺湾 換率變動과 輸入價格 및 都賣物價 變動 …… 59
[圖 Ⅲ－ 3] 臺湾 換率變動과 消費者物價 및 賃金 推移 …… 60
[圖 Ⅲ－ 4] 臺湾의 換率 및 金利 推移 …… 61

[圖 Ⅳ－ 1] NT달러/美달러 換率 1% 下落時 臺湾 輸出價格 調整 過程 ····· 90
[圖 Ⅳ－ 2] 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出價格 調整 (水準 分析) ····· 93
[圖 Ⅳ－ 3] 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出價格 調整 (變動率 分析) ····· 96
[圖 Ⅴ－ 1] 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出物量 調整 (水準 分析) ····· 108
[圖 Ⅴ－ 2] 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出金額 調整 (水準 分析) ····· 108
[圖 Ⅴ－ 3] 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出物量 調整 (變動率 分析) ····· 113
[圖 Ⅴ－ 4] 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出金額 調整 (變動率 分析) ····· 116
[圖 Ⅵ－ 1] 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出價格 調整 (水準 分析) ····· 133
[圖 Ⅵ－ 2] 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出物量 調整 (水準 分析) ····· 133
[圖 Ⅵ－ 3] 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出金額 調整 (水準 分析) ····· 136
[圖 Ⅵ－ 4] 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出價格 調整 (變動率 分析) ····· 137
[圖 Ⅵ－ 5] 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出物量 調整 (變動率 分析) ····· 140
[圖 Ⅵ－ 6] 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出金額 調整 (變動率 分析) ····· 142
[圖 Ⅶ－ 1] NT달러/美달러 90日 滿期 先物換率 推移 ····· 156
[圖 Ⅶ－ 2] 最近 NT달러/美달러 90日 滿期 先物換率 推移 ····· 169

附 錄 表 目 次

〈表 A－ 1〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出價格 調整
(水準 分析) ····· 201
〈表 A－ 2〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出價格 調整
(變動率 分析) ····· 202
〈表 A－ 3〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出物量 調整
(水準 分析) ····· 203
〈表 A－ 4〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 累積 輸出物量
變動(水準 分析) ····· 204
〈表 A－ 5〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出金額 調整
(水準 分析) ····· 205
〈表 A－ 6〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 累積 輸出金額
變動(水準 分析) ····· 206
〈表 A－ 7〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出物量 調整
(變動率 分析) ····· 207
〈表 A－ 8〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 累積 輸出物量
變動(變動率 分析) ····· 208
〈表 A－ 9〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出金額 調整
(變動率 分析) ····· 209
〈表 A－10〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 累積 輸出金額
變動(變動率 分析) ····· 210
〈表 A－11〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出價格 調整
(水準 分析) ····· 211
〈表 A－12〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出物量 調整
(水準 分析) ····· 212

〈表 A－13〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 累積 輸出物量
變動(水準 分析) ····· 213
〈表 A－14〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出金額
調整(水準 分析) ····· 214
〈表 A－15〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 累積 輸出金額
變動(水準 分析) ····· 215
〈表 A－16〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出價格 調整
(變動率 分析) ····· 216
〈表 A－17〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出物量 調整
(變動率 分析) ····· 217
〈表 A－18〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 累積 輸出物量
變動(變動率 分析) ····· 218
〈表 A－19〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出金額 調整
(變動率 分析) ····· 219
〈表 A－20〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 累積 輸出金額
變動(變動率 分析) ····· 220

第 I 章 序 論

잘 알려진 바와 같이 1949년 國民黨政府가 臺湾으로 옮겨간 후 經濟開發에 전력을 기울인 결과 1992년 臺湾의 1人當 GNP는 1萬 달러를 넘어서게 되었고 社會 및 經濟의 여러 측면에서 先進國 수준과 비슷한 단계에까지 도달하게 되었다. 産業發展 과정에서 國內市場의 규모가 상대적으로 작은 臺湾은 海外需要에 의존하게 되었고 따라서 輸出主導型의 經濟發展 전략을 세우고 政府가 輸出增進를 위하여 많은 노력을 기울여 온 점은 日本, 우리나라 등 다른 아시아 國家들의 경우와 동일하다.

臺湾의 經常收支가 赤字 상태를 유지하였던 1960년 이전까지는 輸出을 장려하고 輸入을 억제하기 위하여 사실상의 二重換率政策을 쓰기도 하였다. 經常收支가 黑字基調로 정착된 1970년대부터는 輸出과 輸入에 적용하는 換率을 달리하는 등 직접적이고 명시적인 방법을 통하여 輸出을 장려하기보다는 換率水準을 조정함으로써 輸出에 도움이 되도록 하는 政策을 사용하였다.

즉 1次 石油波動 이후 臺湾의 貿易收支는 계속적으로 黑字를 기록하였음에도 불구하고 美國 달러貨에 대한 NT달러 換率은 長期間 1 달러당 38 NT달러 수준에서 고정시켰으며 연간 貿易收支 黑字規模가 15億 달러 이상에 달한 1978년에 이르러서야 NT달러貨를 5% 平價切上시키는 데 그쳤다. 2次 石油波動이 시작된 1980년에도 臺湾의 貿易收支는 黑字를 기록하였으며 1981년부터는 貿易收支 黑字規模가 다시 확대되기 시작하였음에도 불구하고 NT달러貨를 서서히 平價切下시켜서 中心換率制度로 이행한 1982년 9월에는 1 달러당 40

NT달러 수준까지 이르도록 하였다.

현재 우리나라의 市場平均換率制度와 유사한 中心換率制度로 이행된 후에도 臺湾의 換率管理當局은 NT달러貨의 平價切上을 저지시키기 위하여 많은 노력을 기울였다. 그 결과 1985년 말까지 美國 달러貨에 대한 NT달러 換率은 1 달러당 40 NT달러 수준을 유지시켰다.

이와 같은 政府의 換率政策에 힘입어 臺湾의 貿易收支는 1982년 약 36億 달러 黑字를 기록하였으며 1983년에는 약 63億 달러, 1984년에는 약 92億 달러의 貿易黑字를 기록하였다. 臺湾의 貿易收支 黑字規模는 國際原油價格이 하락하기 시작한 1985년부터 더욱 확대되기 시작하여 NT달러貨가 상당 폭 平價切上된 1987년 이후에도 1991년까지 매년 100億 달러 이상의 貿易黑字를 기록하였다.

대규모 貿易收支 黑字에도 불구하고 輸出에 미치는 영향을 고려하여 NT달러/美달러 換率을 높은 수준에서 유지되도록 노력한 결과 臺湾 中央銀行의 外換保有高는 1987년에는 이미 700億 달러를 넘어섰으며 1990년에는 900億 달러에 달하게 되었다. 中央銀行이 NT달러貨의 급격한 平價切上을 저지시키기 위하여 外換市場에서 美國 달러貨를 매입하였기 때문에 通貨가 팽창하여 1986년부터 不動産, 株式 등 資産價格이 폭등하고 物價가 상승하는 등 부작용을 초래하기도 하였다.

大規模 貿易收支 黑字가 國內經濟에 미치는 부작용과 換率操作國이라는 外國으로부터의 비난을 감안하여 1989년 4월부터 臺湾은 變動換率制度로 이행하였으며 아울러 外換의 去來에 대하여 대폭적인 自由化 조치를 단행하였다. 그러나 變動換率制度로 이행한 후에도 中央銀行은 NT달러/美달러 換率의 급격한 변동을 방지하기 위하여 빈번하게 外換市場에 개입하고 있는 것으로 알려지고 있다.

臺湾은 우리나라보다 먼저 國際收支 黑字基調를 정착시켰으며 物價, 經濟成長 등 다른 指標들도 우리나라에 비하여 상대적으로 양호한 것으로 알려지고 있다. 따라서 臺湾 換率政策의 특성을 파악하고

換率運用의 결과 輸出 등 經濟에 미친 영향을 분석해 봄으로써 많은 교훈을 얻을 수 있을 것으로 생각된다.

특히 臺湾은 外換自由化나 資本去來에 대한 統制緩和 및 變動換率制度의 導入 등의 면에서 우리나라보다 한 발 앞서가고 있다. 앞으로 우리나라 經濟가 지향하는 바가 國際化, 開放化인 만큼 한 발 앞서간 臺湾의 경험을 주의 깊게 분석해 봄으로써 우리가 겪어야 할 시행착오를 줄이는 데 많은 도움이 될 것으로 판단된다.

이와 같은 의미에서 본 硏究에서는 臺湾의 外換 및 換率에 대한 規制가 완화되기 시작한 1980년 이후부터 최근까지 換率政策의 특징을 살펴보고 換率運用의 결과 輸出競爭力에 미친 영향을 體系的으로 분석하려고 노력하였다.

本 報告書의 구성은 다음의 第Ⅱ章에는 最近 臺湾 換率 및 外換管理의 特性과 問題點을 분석한 결과를 수록하였으며 특히 中央銀行이 換率變動의 속도를 조절하기 위하여 外換市場에 개입한 결과 通貨 및 物價 등에 미친 영향에 대하여 분석한 결과를 정리하였다. 第Ⅲ章에서는 臺湾 換率運用의 결과 輸出競爭力 특히 輸出價格의 調整에 미친 영향을 파악하기 위하여 換率變動과 輸出品 製造原價要素價格 變動과의 관계를 분석한 결과를 정리하였다. 第Ⅳ章에는 臺湾 輸出價格의 결정요인들을 實證的으로 분석한 결과를 기초로 換率調整과 輸出價格 조정과의 관계를 분석하여 정리하였다. 第Ⅴ章에는 臺湾의 輸出物量과 輸出價格과의 관계를 실증적으로 분석하고 그 결과와 換率調整과 輸出價格 調整과의 관계를 분석한 결과를 이용하여 換率調整의 方法이 輸出物量 및 輸出金額에 미치는 영향을 분석하여 정리하였다.

일반적으로 換率調整의 방법을 달리함에 따라 일반 外換去來者의 미래 換率에 대한 예측 가능성이 달라지게 된다. 換率을 단계적으로 조정할 경우 미래의 換率에 대하여 어느 정도 예측할 수 있게 된다. 이때 미래 換率에 대한 期待效果로 資本의 流出·入이 일어나고 이

〈表 Ⅰ-1〉 NT달러/美달러 換率運用의 主要 段階

(單位 : NT달러)

調整時期	買入換率	賣渡換率	備 考
1947. 6	5.00	5.00	1949년 6월 15일 臺湾 貨幣改革으로 單一換率 실행. 1 美달러 = 5 NT달러. 단, 7개월간 유지.
1950. 2	5.00	5.00~7.50	1950년 2월 産金小委에서 國營公司의 購買代理決濟證書의 價格은 1 美달러당 7.5 NT달러로 결정. 二重換率制度.
1950. 7	10.25	10.35	1950년 7월 各種 換率을 통일하여 賣買中間換率을 1 美달러당 10.30 NT달러로 결정.
1951. 4	10.25~15.85	10.30~15.95	1951년 4월 新金融措置와 더불어 換率이 政府公示價와 外換決濟證書의 換率로 나누어짐.
1953. 1	14.49~15.55	15.65	輸入 및 輸出은 모두 外換決濟證書에 의하도록 함.
1953. 9	14.49~15.55	15.65~18.78	輸入에 防衛稅를 부과하여 사실상 높은 換率 적용, 동시에 實積制度가 채택되고 輸出 奬勵金 獨立計定을 설치하여 輸出價格에 잠복환율이 조성됨.
1954. 1	15.55	18.78	모든 外換決濟는 外換決濟證書의 換率을 적용하고 輸入의 경우 防衛稅를 부과하여 사실상의 複數換率制度 유지.
1955. 3	15.55~34.00	18.78~35.58	外換貿易委員會가 설립되고 基本換率 이외에 臺湾銀行의 時價 및 公示價와 外換決濟證書의 換率과 함께 商業銀行의 外換決濟證書換率 등 극도로 복잡한 換率制度 형성.
1958. 3	24.58~36.08	24.78~36.38	外換改革과 더불어 基本換率은 買入率 1 美달러당 24.58 NT달러, 賣渡率은 24.78 NT달러로 정함. 輸入物資를 甲, 乙 二種으로 구분하여 甲種物資 輸入의 경우 적용하는 換率은 基本換率이었으며 乙種物資의 경우는 1 美달러당 11.60 NT달러를 덧붙임.

〈表 Ⅰ-1〉의 繼續

調整時期	買入換率	賣渡換率	備 考
1958.11	36.08	36.08	單一換率 實行, 外換決濟證書는 公示價(甲種物資 적용)와 時價가 있었으며 時價가 公示價에 비하여 높았기 때문에 실질적으로 複數換率制度 유지.
1959. 4	36.08~40.00	36.38~40.03	臺糖公司는 自體的으로 外換決濟證書의 價格을 공시하고 매각하였는데 처음에는 外換決濟證書의 價格을 1 美달러당 14.75 NT달러(基本換率을 합하여 1 美달러당 39.53 NT달러)를 적용함. 이후 實際換率은 줄곧 1 美달러당 40 NT달러 전후에서 결정됨.
1960. 7	40.00	40.03	모든 輸入 및 輸出에 外換決濟證書를 사용, 政府公示換率(1 美달러당 買入率 36.08 NT달러, 賣渡率 36.38 NT달러)은 사실상 사라짐.
1961. 6	40.00	40.03	政府는 정식으로 公示價를 1 美달러당 40.00 NT달러로 조정, 外換決濟證書는 사실상 폐기됨.
1963. 9	40.00	40.10	中央銀行의 外換換率公告 開始, 買入率 1 美달러당 40 NT달러, 賣渡率 40.10 NT달러.
1973. 2	37.90	38.10	NT달러 平價切上, 基本換率을 1 美달러당 38 NT달러로 조정하고 買入率 37.90 NT달러, 賣渡率 38.10 NT달러로 정함.
1974.12	37.95	38.05	美國 달러貨 賣買分散(bid-ask spread) 축소.
1978. 7	35.95	36.05	NT달러 2次 平價切上, 基本換率을 1 美달러당 36 NT달러로 인하.
1982. 8월 말	39.82	39.92	1982년 9월 1일부터 中心換率制度로 이행.

資料 : 李麗, 『臺湾의 外換市場과 換率制度』, 全國銀行聯合會 調査部(譯), 1990, pp. 23~26 表에서 정리.

는 다시 換率을 변동시키는 요인으로 작용하게 된다. 第Ⅵ章에서는

이와 같은 換率調整의 방법을 달리함에 따르는 期待效果를 감안할 경우 換率調整과 輸出物量 및 輸出金額調整과의 관계를 분석·정리하였다.

第Ⅶ章에는 臺湾 先物換制度 運用의 특징을 분석하고 그 결과 輸出에 미친 영향을 정리하였으며 마지막으로 第Ⅷ章에는 研究의 결과를 요약하고 政策的인 示唆點들을 정리하였다.

第 Ⅱ 章 最近 臺灣의 換率政策과 換率運用

1. 最近 臺湾의 換率 推移

臺湾의 換率 및 外換管理制度는 1989년을 기점으로 크게 변하였다. 같은 해 4월 3일부터는 1982년 9월 이후 유지되어 왔던 中心換率制度가 폐지되고 換率의 決定을 外換市場에 맡기는 變動換率制度로 이행하였다. 이와 동시에 一般銀行의 換率市場에 대한 영향력을 줄이고 投機的인 거래를 방지하기 위하여 각 銀行의 現物換 超過買入(OB) 및 超過賣却(OS) 「포지션」(position)을 資本金規模에 따라 制限하였다(각 「포지션」 限度에 관하여는 〈表 Ⅱ-1〉 참조).

變動換率制度가 어느 정도 정착한 것으로 평가된 1991년 11월부터는 一般換銀行의 外換 「포지션」 限度를 상당폭 완화하는 조치를 취하였다. 外國換銀行의 現物換 「포지션」을 制限하던 관행에서 現物換 「포지션」과 先物換 「포지션」을 합친 綜合 「포지션」(over-all position)을 制限하는 제도로 이행함으로써 一般銀行들이 보다 자유롭게 外換 「포지션」을 취할 수 있도록 허용하였다.

1985년 이후 NT달러/美달러 名目換率은 1986년과 1987년에 대폭적으로 하락(NT달러 平價切上)되어 1987년 말에는 1985년 말에 비하여 NT달러貨가 美國 달러貨에 비하여 약 40% 정도 切上되었다. 1988년 한 해 동안은 NT달러貨가 약간 平價切下되었으나 1989년 4월 變動換率制度 도입을 전후하여 NT달러貨가 美國 달러貨에 대하여 약 11% 平價切上된 수준에 머물렀으며 1992년 말에는 1985년 말에 비하여 약 57% 平價切上되었다.

〈表 Ⅱ－1〉 最近 臺湾의 換率 및 外換管理 關聯 主要 措置

	措置事項	內 容
1987. 7	· 外換集中制 정지 · 中央銀行 先物換市場 介入 중지	· 一般銀行의 對顧客 先物換 契約 中 一部(直前까지 40%)를 中央銀行에 移轉하도록 허용하였던 관행을 중지
1989. 4	· 變動換率制度移行 · 外國換銀行의 現物外換 「포지션」 制限	· 換率의 一日 變動幅을 中心換率(直前 去來日 加重平均換率)을 기준으로 ±2.25%로 제한하던 中心換率制度에서 制限幅을 철폐 · 超過買入 「포지션」(OB position): 대형 5개 銀行 5千萬 美달러, 기타 銀行 2千萬 美달러 · 超過賣却 「포지션」(OS position): 구분 없이 3百萬 美달러
1991.11	· 外國換銀行의 綜合 「포지션」 管理로 轉換	· 綜合 超過買入 「포지션」(over-all OB position) 限度: 대형 5개 銀行: 5千萬 美달러 기타 銀行 : 2千萬 美달러 · 綜合 超過賣却 「포지션」(over-all OS position): 구분 없이 6千萬 美달러

資料 : 韓國銀行 外換企劃課.

〈表 Ⅱ－2〉 名目 및 實質換率 推移(1985年 末＝100)

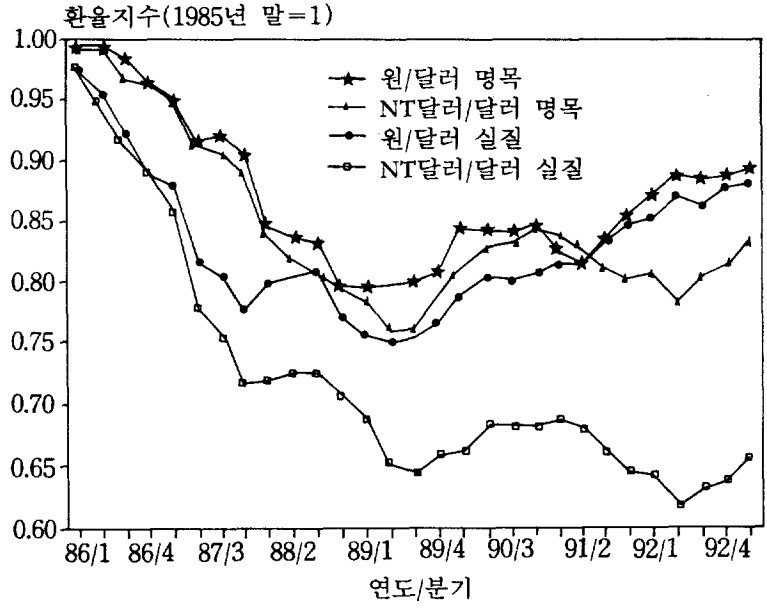
		1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993 5月末
원/美달러 換率	名目	96.7	89.0	76.9	76.3	80.5	85.5	88.6	90.0
	實質	99.9	95.2	85.8	81.4	85.2	84.0	90.6	-
NT달러/美달러 換率	名目	89.1	71.6	70.7	65.7	68.0	64.6	63.7	65.5
	實質	95.4	85.2	80.7	78.7	83.4	83.2	84.6	-

註 : 1. 期末基準.

2. 實質換率은 美國과 韓國 및 臺湾의 都賣物價指數를 사용하여 算出.

資料 : 韓國銀行, 『조사통계월보』, 各號.

[圖 Ⅱ－1] 最近 韓國 및 臺湾 換率 推移



美國과 臺湾 都賣物價의 상대적인 차이를 감안한 實質換率의 變動은 名目換率의 變動에 비하여 상대적으로 완만한 것으로 나타나고 있다. 1987년 말 NT달러/美달러 實質換率은 1985년 말에 비하여 약 17% 平價切上된 이후 1992년 말까지 큰 변동 없이 비슷한 수준을 유지하고 있다.

우리나라 원貨의 美國 달러貨에 대한 換率의 變動과 비교할 때 名目換率面에서 NT달러貨는 원貨에 비하여 상대적으로 平價切上된 것으로 나타나고 있다. 원貨는 1989년까지 美國 달러貨에 대하여 서서히 平價切上되어 1989년 말에는 1985년 말에 비하여 약 31% 平價切上되었다. 그러나 1990년부터는 점차 平價切下되어 1992년 말에는 1985년 말에 비하여 약 13% 平價切上된 수준에 도달하였다.

韓國과 臺湾의 實質換率의 상대적인 변동을 비교해 보면 名目換率의 상대적인 차이에 비하여 그 격차가 작기는 하지만 NT달러貨가 보다 큰 폭으로 平價切上된 것으로 나타나고 있다. 1985년 말을 기

준으로 평가할 때 1992년 말 NT달러貨는 약 18% 平價切上되었으나 우리나라 원貨는 實質的으로 美國 달러貨에 대하여 약 10% 平價切上되는 데 그쳤다.

이와 같은 두 나라 換率變動의 상대적인 차이를 감안할 때 1985년 이후 우리나라 輸出企業들은 臺湾 輸出企業들에 비하여 환율면에서는 상대적으로 유리한 위치에 놓이게 된 것으로 판단할 수 있다. 즉 NT달러貨의 平價切上 폭이 원貨의 平價切上 폭을 능가하고 있기 때문에 臺湾 輸出商品의 價格競爭力을 상대적으로 약화시키는 요인으로 작용할 수 있었다. 다만 1993년 들어서 5월 말까지 원貨는 달러貨에 대하여 약 1.5% 平價切下된 데 비하여 NT달러貨는 약 2.8% 平價切下되어 원貨의 平價切下 폭을 약간 상회하는 것으로 나타나고 있다.

2. 中央銀行의 外換市場 介入과 換率變動의 特性

일반적으로 換率의 決定을 外換市場의 需給狀況에 맡기지 않고 일정한 범위 내에서 統制하는 管理換率制度下에서는 換率의 變動性이 작은 것이 특징이다. 〈表 Ⅱ-3〉에서 일종의 管理變動 換率制度인 우리나라의 複數通貨「바스켓 페그」(basket peg) 換率制度나 市場平均換率制度下에서 月間 및 分期間 원/달러 換率 變動率의 標準偏差가 變動換率制度下에서 주요국 통화의 對美달러 換率 變動率의 標準偏差에 비하여 상대적으로 작은 것은 이 때문이다. 현재 우리나라의 市場平均換率制度下에서 원/달러 換率과 유사한 방법으로 통제하였던 臺湾의 中心換率制度下에서 NT달러/美달러 換率의 變動性도 상대적으로 작았던 것으로 나타나고 있다.

그런데 臺湾의 경우 1989년 4월부터 원칙적으로 換率의 결정을 外

〈表 Ⅱ－3〉 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「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/ 달 러	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/ 달 러	變動換率 (1973.3~93.3)	-0.223 (-0.981)	3.458	-0.669 (-0.904)	6.694
엔/ 달 러	變動換率 (1973.3~93.3)	-0.380 (-1.786)	3.379	-1.141 (-1.675)	5.997
파운드/ 달 러	變動換率 (1973.3~93.3)	0.188 (0.813)	3.522	0.565 (0.828)	5.990
프랑/ 마르크	ERM (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.

換市場의 기능에 맡기는 變動換率制度로 이행하였음에도 불구하고 對美달러 換率의 變動性은 이전에 비하여 오히려 감소한 것을 볼 수 있다. 이는 앞에서 말한 일반적인 원칙으로는 설명할 수 없는 현상이다.

變動換率制度 도입 이후 NT달러/美달러 換率의 變動性이 하락한 원인은 대략 세 가지로 요약해 볼 수 있다. 먼저 NT달러貨의 경우 國際通貨가 아니기 때문에 海外 外換市場에서는 거의 거래되지 않고

國內에서만 거래되는 地域市場(local market)인 관계로 去來規模가 상대적으로 작고 따라서 換率의 變動性이 낮게 나타나는 것으로 볼 수 있다.

〈表 Ⅱ-4〉에는 세계 주요 外換市場 및 우리나라와 臺湾 外換市場의 外換去來 내역이 나타나 있는바, 臺湾 外換市場의 경우 우리나라와 마찬가지로 外換去來에 따르는 여러 가지 제약과 資金流出·入에 대한 統制로 인하여 去來規模가 상당히 작은 것으로 나타나고

〈表 Ⅱ-4〉 主要國 外換市場 去來 內譯

(單位 : 億 달러, %)

外換市場	調査年度	總去來規模 (A)	輸出+輸入(B)	B/A	自國通貨 對美國 달러 去來比率
英 國	1989	467,500[1]	3,500	0.8	27.0
(런 던)	1992	750,000[1]	4,115	0.6	17.0
美 國	1989	322,500[1]	8,569	2.7	-
(뉴 욕)	1992	480,000[1]	10,012	2.1	-
日 本	1989	288,750	4,836	1.7	72.1
(東 京)	1992	315,000[1]	5,717	1.8	67.3
獨 逸	1989	-	-	-	-
(프랑크푸르트)	1992	141,250[1]	8,235	5.8	60.1
한 국	1989	4,004	1,239	30.9	52.8
(서 울)	1992	4,203	1,584	37.7	72.1
臺 湾	1989	2,075[2]	1,538	74.1	87.6[3]
(臺 北)	1992	-	-	-	-

註 : 1) 4월중 日平均 去來規模×250.

2) 銀行間 去來, 銀行의 對顧客去來, 「스왑」(swap)去來, 長期契約去來를 합친 금액.

3) 銀行-顧客去來의 경우.

資料 : 韓國銀行, 『세계 외환시장의 외환거래 동향』, 1993.

臺湾中央銀行, 『金融統計月報』, 各號.

있다. 또한 臺湾 外換市場에서 거래는 대부분이 美國 달러貨와 NT 달러貨 거래이고 다른 通貨에 대한 거래 규모는 크지 않은 것으로 나타나고 있다.

두번째로 臺湾 外換市場에 있어서 外換去來의 약 4분의 3은 經常去來 특히 商品輸出·入의 결제에 수반되는 外換去來이다. 그런데 商品輸出·入과 같은 實物市場의 조정속도는 상당히 완만하게 진행되는 것으로 알려져 있다. 따라서 經常去來의 결제를 위한 外換去來가 대부분인 臺湾 外換市場이 크지 않은 것으로 해석할 수 있다. 이에 대하여 주요 先進國 外換市場의 경우 전체 外換去來 중 商品 輸出·入의 결제를 위한 거래가 차지하는 비중은 5% 미만이며 대부분이 資本去來의 결제를 위한 外換去來인 것으로 해석할 수 있다. 資本市場의 去來는 實物市場의 경우에 비하여 매우 급속하게 큰 규모로 이루어지는 것으로 알려져 있다. 따라서 주요 선진국 外換市場의 外換去來 규모는 급격하게 변동할 수 있고 換率의 變動性은 상대적으로 크게 나타나는 것으로 풀이할 수 있다.

마지막으로 中央銀行의 外換市場 개입으로 인하여 換率이 상대적으로 안정된 결과로 해석할 수 있다. 中央銀行은 換率의 급격한 변동으로 인한 經濟的인 폐해를 줄이기 위하여 換率을 안정시키기 위한 市場介入을 행할 수 있다. 특히 先物換去來(forward contract)나 通貨先物去來(currency future contract)와 같이 換率變動에 따르는 外換危險을 「헤지」(hedge)할 수 있는 장치가 확립되지 않은 상황에서 換率이 급격하게 변동할 경우 外換去來에 수반되는 外換危險으로 인하여 輸出 등 對外去來가 위축될 가능성이 있다. 이러한 문제를 미연에 방지하기 위하여 換率을 안정시키기 위한 목적으로 中央銀行이 外換市場에 개입할 수 있다. 臺湾의 경우 變動換率制度를 도입한 초기 換率의 급격한 변동을 방지하기 위하여 中央銀行이 外換市場에 적극적으로 개입한 것으로 판단된다. 그 증거로 1989년부터 變動換率制度를 도입한 후에도 中央銀行의 對外準備金 규모는 經常收支와

資本收支를 합친 綜合收支의 변동에 따라 상당히 큰 폭으로 변동한 사실을 들 수 있다(〈表 Ⅱ-10〉 참조).

中央銀行의 外換市場 介入 여부를 판정하기 위하여 換率變動率 時系列 사이의 自己相關關係(autocorrelation)를 점검해 볼 수 있다. 換率이 일정한 수준에서 다른 수준으로 조정됨에 있어서 中央銀行의 介入이나 管理當局의 통제로 인하여 일시에 조정되지 못하고 期間을 두고 서서히 조정될 경우 換率變動率의 時系列 資料 사이에 正(+)의 自己相關關係가 존재하게 된다. 반대로 직전 기간의 換率變動을 관찰하고 그 변동과 반대되는 방향으로 換率을 조정하기 위하여 外換市場에 개입할 경우 換率變動率의 時系列 資料 사이에 負(-)의 自己相關關係가 존재하게 된다. 따라서 換率變動率의 時系列 資料를 사용하여 自己回歸模型(autoregression model)을 추정해 보고 有意水準이 높은 自己回歸係數(autoregression coefficient)가 측정될 경우 換率管理나 中央銀行 外換市場 介入의 성격을 짐작해 볼 수 있다.

月間 換率變動率의 自己回歸模型을 추정한 결과는 〈表 Ⅱ-5〉에 정리되어 있다. 먼저 管理當局이 換率을 어느 정도 자의적으로 결정하였던 우리나라의 複數通貨「바스켓 페그」換率制度下에서 원/달러 換率 變動率의 1次 自己回歸係數는 상당히 높았던 것으로 나타나고 있다. 換率의 一日 變動幅을 제한하는 현재의 市場平均換率制度下에서도 원/달러 換率變動率의 1次 自己回歸係數 추정치는 상당히 큰 것으로 나타나고 있다.

臺湾의 경우 中心換率制度下에서는 우리나라의 市場平均 換率制度에서와 마찬가지로 NT달러/美달러 換率變動率 사이에 상당히 높은 自己相關關係가 존재하였던 것으로 나타나고 있다. 다만 市場平均 換率制度下에서는 원/달러 換率 變動率의 1次 自己回歸係數 추정치의 有意水準이 높은 것으로 나타나고 있음에 대하여 中心換率制度下에서 NT달러/美달러 換率變動率의 경우 1次 및 3次 自己回歸係數의 추정치가 상당히 큰 것으로 나타나고 있다. 變動換率制度로 이행한

〈表 Ⅱ－5〉 月間 換率變動率의 時系列的 特性

換 率	換 率 制 度	推 定 係 數				$\bar{R}^{2}$ [1]	D.W.[2]
		常數	AR1	AR2	AR3		
	複數「바스켓」	0.001	0.671			0.441	2.190
원/	(1980.2～90.2)	(0.918)	(9.777)				
달 러	市場平均換率	0.002	0.450			0.197	2.057
	(1990.3～93.3)	(2.266)	(3.171)				
	中心換率	-0.002	0.294	0.077	0.259	0.175	1.890
NT달러/	(1982.9～89.3)	(-1.642)	(2.494)	(0.041)	(2.400)		
달 러	變動換率	0.001	0.002	0.085	0.107	0.000	1.962
	(1989.4～93.3)	(0.251)	(0.018)	(0.730)	(0.905)		
마르크/	變動換率	-0.002	0.012			0.000	2.006
달 러	(1973.3～93.3)	(-0.967)	(0.181)				
엔/	變動換率	-0.004	0.026			0.000	1.984
달 러	(1973.3～93.3)	(-1.648)	(0.400)				
파운드/	變動換率	0.002	0.083			0.002	1.994
달 러	(1973.3～93.3)	(0.736)	(1.251)				
프랑/	ERM	0.003	0.066			0.000	1.944
마르크	(1973.3～93.3)	(2.824)	(1.007)				

註 : ( ) 안의 숫자는 推定된 係數의 t 統計.

1) $\bar{R}^{2}$은 自由度 조정 후 R^{2}.

2) D.W.는 Durbin-Watson 統計.

후 NT달러/美달러 換率의 月間變動率 상호간의 自己相關關係는 감소한 것으로 나타나고 있다.

換率의 결정을 기본적으로 外換市場의 기능에 맡기는 선진국 通貨間 換率 變動率 자료의 自己回歸係數 추정치는 상당히 작고 그 統計的 有意性도 낮은 것으로 나타나고 있다.

보다 장기적인 換率變動率 상호간의 관계를 알아보기 위하여 分期間 換率變動率 자료를 사용하여 自己回歸模型을 측정한 결과는 〈表

Ⅱ－6〉에 정리되어 있다. 〈表 Ⅱ－6〉에서 우리나라의 複數通貨「바스켓 페그」제도와 臺湾의 中心換率制度下에서 분기간 換率變動率의 1次 自己回歸係數는 상당히 높고 그 統計的 有意性도 높은 것으로 나타나고 있다. 한 가지 특이한 점은 臺湾이 變動換率制度로 이행한 후에도 NT달러/美달러 換率의 분기간 變動率 사이에는 여전히 높은 1次 自己相關關係가 존재한다는 사실이다. 이는 中央銀行이 換

〈表 Ⅱ－6〉 分期間 換率變動率의 時系列的 特性

換 率	換 率 制 度	推 定 係 數		$\bar{R}^2$ [1]	D.W.[2]
		常數	AR1		
원/ 달 러	複數「바스켓」 (1980.Ⅱ～90.Ⅳ)	0.001 (0.274)	0.668 (5.505)	0.442	2.241
	市場平均換率 (1990.Ⅱ～93.Ⅰ)	0.008 (1.631)	0.212 (0.791)	0.000	2.011
NT달러/ 달 러	中心換率 (1982.Ⅳ～89.Ⅰ)	-0.005 (-1.342)	0.570 (3.569)	0.295	2.209
	變動換率 (1989.Ⅱ～93.Ⅰ)	0.001 (0.172)	0.463 (2.247)	0.213	2.213
마르크/ 달 러	變動換率 (1973.Ⅱ～93.Ⅰ)	-0.006 (-0.861)	0.051 (0.448)	0.000	1.973
엔/ 달 러	變動換率 (1973.Ⅱ～93.Ⅰ)	-0.010 (-1.469)	0.131 (1.146)	0.004	1.973
파운드/ 달 러	變動換率 (1973.Ⅱ～93.Ⅰ)	0.005 (0.676)	0.173 (1.523)	0.017	1.914
프랑/ 마르크	ERM (73.Ⅱ～93.Ⅰ)	0.009 (2.745)	-0.002 (-0.016)	0.000	1.764

註 : ( ) 안의 숫자는 推定된 係數의 t 統計.

1) $\bar{R}^2$은 自由度 조정 후 R^2.

2) D.W.는 Durbin-Watson 統計.

率을 서서히 조정하기 위하여 보다 장기적인 관점에서 外換市場에 介入한 결과인 것으로 해석할 수 있다.

變動換率制度를 채택하고 있는 주요 선진국 통화 사이의 분기간 換率變動率의 경우 월간 換率變動率에서와 마찬가지로 自己回歸係數 추정치는 매우 작은 것으로 나타나고 있다.

換率變動 特性의 분석결과를 종합할 때 臺湾은 1989년 4월부터 變動換率制度로 이행한 후에도 換率의 안정을 위하여 中央銀行이 外換市場에 개입한 것으로 판정할 수 있다. 그 결과 換率의 변동성이 상대적으로 낮은 수준에서 유지되었으며 分期間 換率變動率 사이의 1次 自己相關關係가 높은 것으로 나타나고 있다.

3. 國際收支 黑字와 通貨管理

1970년 이후 臺湾 國際收支의 변동 추이를 살펴보면 1970년대 중반에 經常收支 黑字基調로 전환된 후 1980년 2次 石油波動 때를 제외하고는 계속적으로 經常收支黑字를 기록하였다. 특히 1985년부터는 國際原油價格의 하락과 先進國들의 經濟恢復 등의 영향으로 輸出이 급격하게 증가하면서 대폭적인 經常收支 黑字를 초래하였다. 經常收支 黑字로 인한 外換의 流入으로 NT달러貨의 平價切上을 방지하기 위하여 臺湾 企業들의 海外投資를 장려하고 企業들이 外貨預金으로 흡수하도록 적극 권장하였다. NT달러貨가 美國 달러貨에 대하여 서서히 平價切下되었던 1983년까지는 이러한 방법으로 經常收支 黑字의 대부분을 흡수할 수 있었다. 따라서 中央銀行의 對外資産이 1983년 말까지는 크게 증가하지 않았다.

그러나 1984년에는 NT달러/美달러 換率이 1 美달러당 40 NT달러 수준에서 안정되고 1985년 말부터는 NT달러貨가 서서히 平價切上

되기 시작하면서 사정은 급변하였다. 美國 달러貨가 平價切下되는 상황에서 일반 投資家들이 달러貨로 표기된 資産을 소유하면 換差損이 발생하게 되므로 이를 꺼리게 되고 기존의 外貨資産도 매각하게 된다. 1985년 經常收支는 92億 달러 黑字를 기록하였는데 이 중 65億 달러는 民間部門에 의하여 흡수되지 못하고 中央銀行이 買入하여 中央銀行 外換保有高의 증가로 나타났다.

〈表 Ⅱ-7〉 臺湾의 國際收支 變動 推移

(單位 : 億 달러)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
經常收支	92	163	180	102	114	108	120	79
直接投資	3	3	0	-31	-54	39	-6	-8
포트폴리오 投資	0	1	-4	-17	-9	-10	0	4
其他資本 收支	-34	66	108	-66	-59	-98	-19	-62
誤差및 漏落	5	1	-3	-1	0	0	0	0
綜合 收支	66	234	281	-14	-8	39	95	13
中央銀行 外貨資産[1]	65	246	281	-22	-9	19	97	-13

註 : 1) 金 포함, 外換評價 差損益 除外.

資料 : 臺湾 中央銀行, *Financial Statistics*, 各號.

韓國銀行, 『조사통계월보』, 各號.

NT달러貨가 美國 달러貨에 대하여 약 12% 平價切上된 1986년에는 中央銀行의 外換保有高가 246億 달러 증가하였고 다음해인 1987년에는 NT달러貨가 약 24% 平價切上되면서 中央銀行의 外換保有高는 약 281億 달러 증가하였다. 이와 같은 中央銀行의 外換保有高의

증가는 해당 연도의 經常收支 黑字 163億 달러와 180億 달러를 각각 훨씬 초과하는 것으로 그 차이는 資本收支 黑字와 民間企業의 金融機關 外貨預金 감소에 기인된 것이다. 1986년의 中央銀行 外換保有高 증가분과 經常收支 黑字의 차이 83億 달러 중 71億 달러는 資本收支 黑字로 인한 것이며 나머지 약 12億 달러는 民間의 外貨預金 감소로 인한 것이다. 1987년도의 경우 中央銀行의 外換準備高 증가분이 經常收支 黑字를 초과하여 증가한 101億 달러도 전적으로 海外로부터의 資本流入으로 인한 것이다.

이와 같이 1986~87년 기간 동안에 海外로부터 資金流入이 급격하게 일어난 이유는 당시 中心換率制度下에서 換率이 서서히 조정되었기 때문에 미래의 換率切上을 어느 정도 예상할 수 있었고 이에 따라 換率評價 差益을 노린 「핫머니」(hot money) 성격의 海外資本이 유입하였기 때문이다. 1988년과 1989년의 경우 각각 102億 달러와 114億 달러의 經常收支 黑字를 기록하였음에도 불구하고 中央銀行의 外換準備高는 각각 22億 달러와 9億 달러로 감소하였다. 이는 그 기간 동안 換率이 비교적 안정되었기 때문에 1986년과 1987년에 유입된 海外資本이 換差益을 실현시키고 다시 海外로 유출되었기 때문인 것으로 판단된다.

變動換率制度로 이행한 1989년 이후에도 中央銀行의 外換保有高 變動은 綜合收支의 變動과 상당히 긴밀한 관계를 갖고 있음을 알 수 있다. 1990년의 경우 綜合收支가 39億 달러 黑字를 기록하였으나 中央銀行의 外換保有高는 19億 달러밖에 증가하지 않았는데 이는 같은 기간 동안 民間部門의 外貨預金額이 상당히 큰 폭으로 증가하였기 때문이다. 1989년과 1991년의 경우 綜合收支의 黑字와 中央銀行의 外換保有高의 증가는 거의 같은 금액을 기록한 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 사실을 기준으로 판단할 때 臺湾은 1989년 變動換率制度로 이행한 후에도 換率의 안정을 위하여 中央銀行이 外換市場에 적극적으로 개입한 것으로 판단된다. NT달러/美달러 外換市場은 앞에

서 언급한 바와 같이 기본적으로 地域市場(local market)이고 市場의 規模가 작기 때문에 이와 같은 中央銀行의 市場 介入은 단기 換率變動에 큰 영향을 미쳤을 것으로 판단된다.

中央銀行이 換率을 안정시키기 위하여 外換市場에서 外貨를 매입할 경우 本源通貨의 증가를 초래하고 이는 다시 一般銀行들의 예금창조 활동에 의하여 몇 배의 總通貨 증가를 야기하게 된다. 臺湾의 경우에도 1986년~1987년 동안 中央銀行 外換保有高의 증가는 通貨增加와 직결된 것을 볼 수 있다. 〈表 Ⅱ-8〉에서 1986년 말 通貨指標 중 M1B는 전년 말에 비하여 51.4% 증가하였으며 M2는 25.3% 증가하였다. 1987년 말에는 1986년 말에 비하여 M1B와 M2가 각각

〈表 Ⅱ-8〉 臺湾의 通貨 및 物價 推移

(單位 : 10億 NT달러, %)

年 度	通 貨(M1B)[1]			總 通 貨(M2)[1]			消費者物價上昇	株 價 上 昇
	金 額	前年比增加率	GNP 對比率	金 額	前年比增加率	GNP 對比率[2]		
1985	715	12.2	28.4	2,633	23.4	104.7	-0.2	-14.5
1986	1,137	51.4	38.9	3,299	25.3	112.8	0.7	26.7
1987	1,568	37.8	43.7	4,175	26.6	116.4	0.5	126.0
1988	1,950	24.4	49.1	4,921	17.9	124.0	1.4	143.7
1989	2,064	6.1	47.7	5,672	15.3	131.1	4.4	65.6
1990	1,932	-6.6	44.6	6,231	9.9	144.0	4.1	-21.4
1991	2,165	12.1	44.9	7,432	19.3	154.2	3.6	-34.5
1992	2,434	12.4	45.9	8,865	16.6	167.0	4.5	-18.1
1993.3[3]	2,436	7.5	-	9,098	16.4	-	3.2	-6.3

註 : 1) M1A(현찰+요구불 예금)+pass book 저축예금, 通貨金額은 期末基準.

2) 經常 GNP 對 比率.

3) 1992년 3월 對比 增加率.

資料 : 臺湾 中央銀行, 『金融統計月報』 및 *Financial Statistics*, 各號.

37.8%와 26.6% 증가한 것으로 나타나고 있다.

대폭적인 通貨量의 증가는 1~2년의 時差를 가지고 臺湾의 資産價格과 一般物價에 큰 영향을 미친 것으로 평가된다. 즉 臺湾의 株價指數는 1987년과 1988년에 각각 126%와 143.7% 상승을 기록하였으며 1989년에는 65.6% 상승하였다. 臺湾의 消費者物價는 1987년까지 매우 낮은 상승률을 기록하였으나 1989년 이후에는 연간 4% 이상의 상승률을 기록하고 있다. 이와 같이 臺湾의 物價와 資産價格이 상승한 데에는 1986~87년 기간 동안 中央銀行의 外換市場 介入 과정에서 과도한 양의 外貨買入으로 通貨量이 증가하고 따라서 市中의 流動性이 급격히 증가한 때문인 것으로 판단된다.

臺湾 中央銀行의 資産 및 負債의 變動推移를 살펴보면 1984년 이후 外換準備高의 變動에 비하여 本源通貨(貨幣 發行額과 預金銀行의 支拂準備金의 합계)의 變動은 완만하게 진행되고 있음을 볼 수 있다. 이는 中央銀行이 外換市場 介入의 결과 本源通貨에 미치는 영향을 여러 가지 방법을 통하여 중화시키는 이른바, 不胎化政策(sterilization policy)을 구사하였기 때문이다.

1985년도에는 中央銀行의 外貨資産이 약 2,860億 NT달러 증가하였는데 이 중 약 510億 NT달러만이 本源通貨의 증가와 연결되었다. 나머지 2,350億 NT달러 중 약 710億 NT달러는 일반 金融機關에 대한 與信回收를 통한 金融緊縮의 방법으로 還收되었고 약 810億 NT달러는 乙種國庫券(TB), 中央銀行 預金證書(CD), 貯蓄債券(SB) 등 通貨調節用債券 발행을 통하여 환수되었다.

外貨資産이 전년도에 비하여 약 7,520億 NT달러 증가한 1986년도에는 中央銀行이 通貨還收를 위하여 많은 노력을 기울인 것으로 판단된다. 먼저 일반 金融機關에 대한 與信規模는 이미 전년도에 대폭적으로 축소되었기 때문에 더 이상 긴축할 여지가 거의 없었다. 그럼에도 불구하고 1986년도 일반 金融機關에 대한 與信緊縮으로 약 300億 NT달러를 回收하였다. 中央銀行의 일반 金融機關에 대한 여신긴

축과 더불어 이들 금융기관이 中央銀行에 定期預金을 하도록 하는 등의 조치를 통하여 약 2,630億 NT달러를 환수하였는데 그 영향으로 銀行 등 制度金融圈이 상대적으로 위축되는 결과를 가져왔다. 通貨調節을 위한 채권발행을 통하여 환수한 금액은 약 4,390億 NT달러에 달하였다.

中央銀行의 外換市場 介入이 通貨管理機能에 마지막으로 치명적인 타격을 입힌 1987년의 경우 市中에 풀린 通貨를 환수할 수 있는 유일한 방법은 通貨調節을 위한 債券發行밖에는 없었던 것으로 판단된다. 金融機關에 대한 與信은 더 이상 축소할 수 없었으며 이들의 中央銀行에 대한 預金도 더 이상 증가시키도록 강요할 수 없었다. 따라서 通貨還收를 위한 유일한 방법은 通貨調節債券의 增發이었는데 이를 통하여 약 6,440億 NT달러를 환수하였다.

1985~87년에 걸친 中央銀行 外換市場 介入의 결과 通貨管理 機能 이외의 다른 機能은 마비상태에 빠지게 되었다. 外換의 과다 매입으로 中央銀行의 總資産 중 外貨資産이 차지하는 비중은 1985년에 이미 약 89%에 이르렀으며 1986년에는 약 85%에 달하였다. 따라서 中央銀行의 일반 金融機關에 대한 與信調節을 통한 관리라든지 企業體에 대한 中央銀行의 政策與信 등은 구사할 수 없게 되었다.

通貨調節用 債券을 발행하는 방법으로 通貨를 환수하는 데에도 어려움이 따르게 된다. 1987년 말 通貨調節用 債券發行의 잔액은 약 1兆 1,870億 NT달러에 달하게 되었는데 당시 臺湾貨幣市場金利 (money market interest rate) 약 4%를 적용할 경우 이에 대한 利子支給額은 연간 약 475億 NT달러에 달하였던 것으로 추산된다. 中央銀行의 통화조절용 채권에 대한 利子支給額은 별도의 조치를 취하지 않는 한 결국 미래의 通貨膨脹과 직결된다. 따라서 通貨調節用 채권의 발행을 통한 通貨還收는 通貨增加로 인한 문제의 발생을 미래로 지연시킬 뿐 근본적인 해결책은 될 수 없다.

換率의 일일 변동폭을 제한하는 中心換率制度下에서 中央銀行이

外換市場 介入의 결과 通貨管理, 與信政策 등의 면에서 심각한 문제점이 발생한 후 이를 시정하기 위하여 1989년 4월부터는 變動換率制度로 이행하게 되었다. 그 이후 中央銀行의 外貨資産은 크게 증가하지 않은 것으로 나타나고 있다. 그러나 이는 앞의 國際收支 推移에서도 지적한 바와 같이 中央銀行이 外換市場 介入을 자제한 결과라기보다는 이전에 換差益을 노리고 유입된 海外資本이 換差益을 실현시킨 후 다시 流出되었기 때문인 것으로 판단된다.

1988년부터 中央銀行 外貨資産의 폭증 추세가 진정되기 시작한 이후 本源通貨를 서서히 증가시키면서 通貨調節用 債券의 발행잔액을 단계적으로 감소시켰으며 1991년부터는 金融機關에의 與信規模도 증가시켜서 中央銀行의 이들 金融機關에 대한 與信을 통한 統制機能도 회복된 것으로 판단된다.

또한 通貨調節用 債券의 발행잔액이 점차 축소된 반면 金融機關의 中央銀行 預金額이 점차 증가한 것으로 나타나고 있다. 〈表 Ⅱ-9〉에 나타난 金融機關 預金의 대부분은 郵便局의 預金이다. 예를 들면 1985년 金融機關 預金 2,850億 NT달러 전액은 郵便局의 預金이며 1993년 3월 말 金融機關 預金額 1兆 1,960億 NT달러 중 1兆 1,668億 NT달러는 郵便局의 預金이다. 이와 같이 臺湾의 郵便機關이 民間貯蓄을 흡수함에 있어서 큰 역할을 하고 있는 이유는 대략 세 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 郵便事務所가 전국 각지에 분포되어 있기 때문에 일반 民間이 이용하기가 편리하다는 점을 들 수 있다. 참고로 1987년 12월 말 臺湾 전국의 郵便事務所는 1,579개에 달하여 다른 金融機關의 점포 수에 비하여 월등히 많았다. 둘째, 郵便事務所의 營業時間이 길기 때문에 利用이 편리하다는 점을 들 수 있다. 臺湾의 郵便事務所는 다른 金融機關이 營業을 하지 않는 토요일 오후와 일요일 오전에도 사무를 보고 있다. 셋째, 郵便貯金은 70萬 NT달러의 한도액 범위 내에서 면세되는 등 특전이 있기 때문에 일반 民間의 소규모 貯蓄을 흡수하는 데 유리하다.

〈表 Ⅱ-9〉 臺湾 中央銀行의 資産 및 負債 推移

(單位 : 10億 NT달러)

年度(末)	資産			負債및資本				
	對外資産	金融機關債券	其他資産	本源通貨[1]	政府預金	金融機關預金	通貨調節債券[2]	其他負債및資本
1984	650	136	33	343	41	227	23	184
1985	936	65	51	394	43	285	104	226
1986	1,688	35	257	507	71	548	543	311
1987	2,264	55	450	645	114	662	1,187	161
1988	2,234	10	498	815	232	728	755	212
1989	2,069	115	614	1,079	299	791	415	214
1990	2,117	5	567	1,081	291	1,030	288	198
1991	2,274	225	492	1,181	156	1,108	299	247
1992	2,244	220	570	1,303	158	1,178	182	212
1993.3	2,328	236	481	1,335	179	1,196	113	222

註 : 1) 貨幣發行額 + 預金銀行의 準備金.

2) 乙種國庫債券(TB), 中央銀行 預金證書(CD), 貯蓄債券(SB) 포함.

資料 : 臺湾 中央銀行, 『金融統計月報』, 各號.

郵便貯蓄으로 흡수된 資金은 郵便機關 자체의 貸出資金으로 사용되지 않고 전액 中央銀行에 預置토록 하고 있다. 中央銀行은 郵便機關을 통하여 흡수한 資金을 주로 電力, 交通運輸, 鑛工業, 農業 등 基盤建設과 中小企業에 대한 中長期 貸出의 資源으로 이용하고 있다[1].

〈表 Ⅱ-9〉에서 한 가지 유의할 점은 臺湾政府의 財政政策도 通貨安定을 위하여 一助를 하였다는 점이다. 즉 1986년과 1987년 등 海外部門으로부터의 通貨膨脹 요인이 발생한 때에는 政府의 中央銀行에 대한 預金을 증가시켜서 通貨還收에 도움이 되었다. 또한 1989년

1) 梁國樹 · 侯金英, 『臺湾의 金融制度와 金融政策』, 1989, p. 18 참조.

이후 通貨膨脹 압력이 해소된 이후에는 政府의 中央銀行에 대한 預金殘額이 서서히 감소한 것으로 나타나고 있다.

1986~87년 기간 동안 臺湾 中央銀行의 外換市場 介入으로 NT달러貨를 서서히 平價切上시킨 결과 輸出競爭力에 도움이 되었는지에 대하여서는 다음에서 보다 자세히 분석하겠지만 經濟의 다른 부문에 미친 악영향은 매우 크다. 먼저 NT달러貨를 단계적으로 서서히 平價切上시킨 결과 미래의 平價切上에 대한 기대효과로 海外로부터 投機性「핫머니」의 유입은 換率을 더욱 더 平價切上시키게 된 요인으로 작용하였을 가능성이 크다. 다음으로 中央銀行이 外換市場에서 外換을 무제한적으로 매입한 결과 市中의 流動性이 급격하게 증가하여 通貨管理의 어려움을 가중시켰다. 中央銀行은 金融機關에 대한 與信規模를 축소하고 通貨調節用債券을 발행하는 등의 방법으로 通貨를 환수시키기 위하여 노력하였지만 1986~87년 기간 동안 臺湾 金融市場의 流動性은 급격히 증가하였다. 그 결과 1~2년의 시차를 두고 資産價格이 급등하고 國內物價가 상승하는 등의 문제를 초래하였다. 또한 通貨還收 과정에서 中央銀行의 一般金融機關에 대한 與信規模를 극도로 축소시켜 與信政策을 통한 金融機關管理를 불가능하게 하였다. 이와 같은 점들을 고려할 때 이 기간 동안 中央銀行의 外換市場 介入에 의한 점진적인 換率切上 政策은 經濟全般에 상당히 심각한 부정적인 영향을 끼쳤던 것으로 사료된다.

1986~87년 기간 동안 NT달러貨의 平價切上은 臺湾政府의 독자적인 결정에 의하기보다는 당시 美國으로부터의 압력에 순응한 면도 없지 않다. 그렇더라도 어떤 방법으로 換率을 切上시키느냐에 대한 선택권은 臺湾政府가 쥐고 있었다. 비슷한 시기에 우리나라도 美國으로부터 원貨의 平價切上 압력을 받았고 당시 市場平均換率制度下에서 원貨를 점진적으로 平價切上시켰다. 그러나 우리나라의 경우 海外資金의 流入에 대하여 강력하게 통제하고 있었기 때문에「핫머니」의 流入規模는 크지 않았다[2]. 요컨대 1986~87년 기간 동안 臺湾政

府는 投機性「핫머니」의 流入에 대한 대비책을 세우지 않은 상태에서 換率을 서서히 平價切上시킴으로써 換差益을 노린 海外資本의 流入을 초래하고 결과적으로 앞에서 열거한 여러 가지 문제가 발생하게 되었다.

참고로 構成會員國 通貨間의 換率을 일정한 범위(원래 ±2.25%, ±15%로 확대) 내에서 변동하도록 허용하고 있는 ERM(European Exchange Rate Mechanism)하에서 換率을 조정할 필요성이 발생할 경우 이를 일시에 비교적 대폭적으로 조정하는 방법을 쓰고 있다. 이는 換率을 서서히 조정할 경우 기대효과에 따른 資本流出·入으로 발생하는 여러 가지 문제를 회피하기 위한 것으로 판단된다.

臺湾 中央銀行은 1989년 4월 이후 變動換率制度로 이행한 후에도 外換市場에 빈번하게 개입하여 換率이 점진적으로 조정되도록 하고 있다. 이는 變動換率制度 도입 초기에 換率의 급격한 변동을 방지하기 위한 임시 조치인지 아니면 長期的인 換率政策의 결과인지 알 수 없다. 만일 이와 같은 換率調整이 長期換率政策의 결과라면 장래 어느 시점에서 환율을 비교적 큰 폭으로 平價切上시킬 필요성이 있을 경우 1986~87년에 발생한 유사한 현상이 발생할 수 있을 것이다.

4. 貿易去來의 外貨 直接 決濟

經常收支 黑字로 인한 通貨膨脹 효과를 완화시키기 위하여 臺湾은 1987년 7월 이후 外換集中制度를 정지하고 輸出業者들이 輸出決濟代金을 外貨預金의 형태로 보유할 수 있도록 하고 이러한 방법으로

2) 1986~87년 기간 동안「핫머니」流入이 어느 정도 진행된 것으로 나타나고 있다(金宗萬,『우리나라 株式市場 開放의 效果分析』, 1991, p. 126 〈表 Ⅸ-2〉 참조). 그러나 그 규모는 臺湾의 경우에 비하여 매우 작았다.

형성된 外貨預金은 장래의 輸入代金決濟 등을 위하여 사용할 수 있도록 허용하였다. 이 제도의 시행 초기인 1987년(8~12月)에는 전체 輸出代金 중 약 11%만이 NT달러貨로 교환되지 않고 外貨預金의 형태로 보관되었으나 外貨預金 직접보유의 비율은 점차 상승하여 1992년에는 34%에 달하였다. 또한 전체 輸入代金 중 NT달러貨로 外貨를 買入하여 결제하지 않고 보유하고 있는 外貨로 직접결제하는 비율도 점차 상승하여 1992년에는 24.1%에 달한 것으로 나타나고 있다.

輸出代金 중 外貨로 직접 보유된 금액과 輸入代金을 보유 外貨로 직접 決濟한 금액을 비교해 보면 前者가 後者를 매년 초과한 것을 볼 수 있다. 따라서 이 제도를 도입한 이후 貿易收支 黑字의 상당한 부분이 民間企業에 의하여 외화예금 형태로 직접 보유됨으로써 결과적으로 中央銀行의 通貨管理에 도움을 주었던 것으로 판단할 수 있다.

〈表 Ⅱ-10〉 輸出·入 代金의 外貨 直接決濟 狀況

(單位 : 百萬 美달러, %)

	輸出代金			輸入代金		
	總額(A)	外貨直接保有(B)	(B)/(A)	總額(C)	外貨直接決濟(D)	(D)/(C)
1987(8~12)	26,718	2,895	10.8	13,213	1,125	8.5
1988	61,801	10,036	16.2	43,785	5,677	13.0
1989	67,474	13,860	20.5	50,581	9,191	18.2
1990	68,444	18,961	27.7	57,257	12,806	22.4
1991	78,358	24,058	30.7	59,486	14,856	25.0
1992	84,679	28,769	34.0	71,925	17,303	24.1
1993(1~3)	19,809	7,694	38.8	15,849	4,287	27.0

註 : 輸出·入 金額은 決濟基準.

資料 : 臺湾 中央銀行, 『金融統計月報』, 各號.

이와 같이 輸出業者들로 하여금 輸出代金의 일부를 外貨預金의 형태로 직접보유하도록 유도할 수 있었던 원인은 무엇인가? 먼저 臺湾企業들이 자금면에서 여유가 있는 점을 들 수 있다. 臺湾 製造企業들의 財務構造를 살펴보면 1990년 말 總資産에 대하여 自己資本이 차지하는 비율이 54.5%인 것으로 나타나고 있어서 우리나라 製造業의 25.9%에 비하여 훨씬 높다. 뿐만 아니라 臺湾製造業의 自己資本比率은 선진국인 美國이나 日本 製造業에 비하여서도 높다. 이는 臺湾의 企業들이 자금면에서 그만큼 여유가 있다는 뜻이다. 企業들이 자금적으로 여유가 없을 경우 가용자금의 일부를 外貨預金의 형태로 보유하고 싶어도 이를 실행하기 어려울 것이다.

〈表 Ⅱ－11〉 主要國 製造企業의 財務構造 推移

(單位 : %)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
自己資本比率[1]							
韓 國	22.3	22.2	22.7	25.3	28.2	25.9	24.4
美 國	45.3	44.0	42.9	42.0	40.5	40.2	40.4
日 本	25.7	27.1	28.2	29.1	30.3	30.6	
臺 湾	42.3	44.2	47.5	48.0	52.4	54.5	
負 債 比 率[2]							
韓 國	348.4	350.9	340.1	296.0	254.3	286.3	309.2
美 國	121.0	127.3	133.1	138.2	146.8	148.7	147.3
日 本	289.1	280.1	254.6	243.6	230.0	226.8	
臺 湾	136.5	126.1	110.7	108.5	91.0	83.4	

註 : 1) 總資産 對比 自己資本比率.

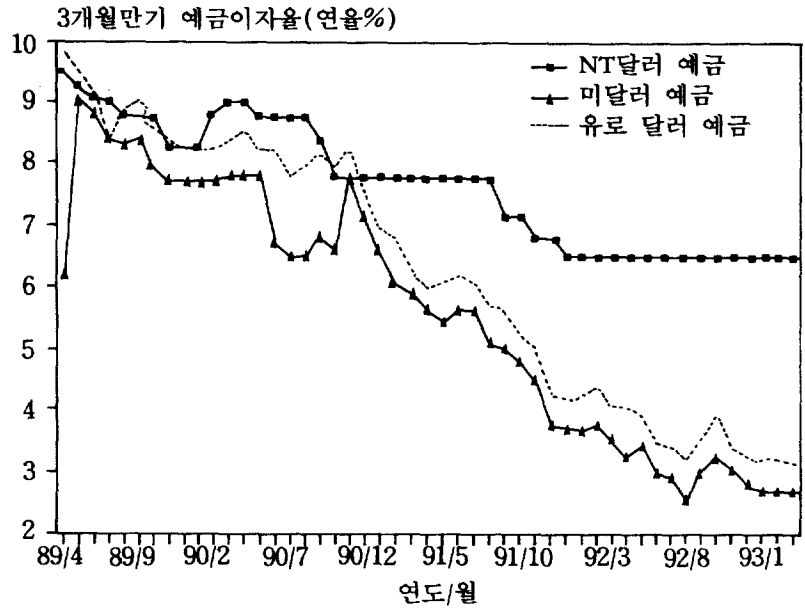
2) 自己資本 對比 負債比率.

資料 : 韓國銀行, 『기업경영분석』, 1992.

다음으로 國內·外 金利差 특히 國內에서 自國通貨로 표기된 預金에 대한 利子와 外貨로 표기된 資金에 대한 利子의 차이와 관련된

문제이다. 臺湾 국내에서 NT달러貨로 표기된 外貨預金에 대한 이자율이 外貨로 표기된 예금에 대한 이자율에 비하여 큰 폭으로 높을 경우 일반 기업들은 NT달러 預金을 선호하게 되고 따라서 輸出代金 중 일부를 外貨預金의 형태로 보유하도록 유도할 수 없게 될 것이다. 그런데 최근 臺湾의 利子率 자료를 검토해 보면 NT달러 預金에 대한 利子率과 美國달러 預金에 대한 利子率이 큰 차이가 없는 것을 알 수 있다. [圖 Ⅱ-2]에서 變動換率制度로 이행한 1989년 4월 이후 1990년 10월까지 NT달러貨 예금(3개월 만기 定期預金)에 대한 利子率 사이에 큰 차이가 없었던 것으로 나타나고 있다. 1990년 11월부터 美國 달러貨 預金에 대한 利子率이 점차 하락하면서 금리격차는 점차 증가하였다. 1992년 4월 말에는 NT달러貨 預金에 대한 利子率은 6.5%이었음에 대하여 美國 달러貨 預金에 대한 利子率은 2.7%

[圖 Ⅱ-2] 最近 臺湾 國內·外 金利 推移



로 3.8%의 금리격차가 발생하였다. 1990년 말부터 臺湾 國內에서 美國 달러貨 預金에 대한 금리가 하락한 이유는 달러貨 預金에 대한 國際金利가 하락하였기 때문이다[3]. 이와 같은 臺湾 國內에서의 NT 달러貨 預金에 대한 금리와 美國 달러貨 預金에 대한 금리의 차이는 우리나라에서 원貨 預金에 대한 金利와 美國 달러貨에 대한 金利의 차이에 비하여 훨씬 작았던 것으로 파악된다[4].

輸出代金의 일부를 外貨預金 형태로 보유하도록 유도함에 있어서 표기 통화별 預金利子率과 마찬가지로 중요한 요소가 미래의 換率變動에 대한 기대치이다. 美國 달러貨 표기의 예금에 대한 利子率이 NT달러貨 표기 예금에 대한 이자율에 비하여 상대적으로 낮더라도 장래 美國 달러貨가 平價切上(NT달러貨 平價切下: NT달러/美달러 換率 上昇)될 것으로 예상되는 경우 美國 달러貨 預金에 대한 수요는 증가할 수 있다[5].

〈表 Ⅱ-12〉에는 輸出代金 중 外貨預金의 형태로 보유되는 비율과 輸出代金 중 보유 外貨資金으로 직접결제되는 비율이 표기 통화별 예금간 금리차이와 換率變動率 豫測値와의 관계를 알아보기 위하여 回歸分析을 한 결과가 정리되어 있다. 이 表에서 獨立變數 중 金利差는 美國 달러貨 표기 예금에 대한 利子率과 NT달러貨 표기 자

3) 臺湾 銀行들이 國內에서 外貨預金의 형태로 확보된 資金을 國際金融市場에 투자할 경우 臺湾 國內의 外貨預金에 대한 金利와 國際金利 사이에 큰 차이가 있을 수 없다.

4) 우리나라에서 CD 金利와 美國 달러貨 預金에 대한 金利의 격차는 國內金利가 하락하기 이전인 1992년 초에는 약 10% 이상에 달하였으며 國內金利가 하락한 1993년 초에는 國內·外 金利 차이는 8~9%에 이르고 있다. 우리나라의 경우 國內·外 金利 차이가 크기 때문에 企業들에게 外貨預金을 허용하더라도 실제로 이들의 外貨預金은 크게 증가하지 않는다.

5) 國際間의 利子率 平衡關係(interest rate parity)와 비슷한 논리이다. 國家間에 資本移動이 균형을 이루기 위해서는 自國의 利子率이 外國의 利子率와 自國通貨의 平價切下率 예상치와 같아야 된다. 유사한 논리로 國家間 金利裁定(interest rate arbitrage)이 불가능하기 위한 조건은 自國의 利子率이 外國의 利子率과 自國通貨의 先物換 割引率(forward discount)의 합계가 같아야 한다.

〈表 Ⅱ－12〉 輸出·入 外貨 直接決濟比率 變動模型 推定

從屬變數	獨立變數					ρ[3]	$\bar{R}^2$[4]	D.W.[5]
	常數	金利差	換率變動率豫測値	金利差[1]+換率變動率豫測値[2]	時間趨勢			
〈外貨直接保有	-0.119	-0.533	0.148		0.003	0.366	0.855	2.052
/輸出〉比率	(-1.462)	(-0.697)	(1.236)		(4.303)	(2.497)		
〈外貨直接保有	-0.167		0.144		0.003	0.388	0.856	2.067
/輸出〉比率	(-3.554)		(1.208)		(10.047)	(2.710)		
〈外貨直接保有	-0.178			0.127	0.004	0.395	0.856	2.072
/輸出〉比率	(-3.563)			(1.085)	(9.605)	(2.766)		
〈外貨直接支給	0.086	-0.030	-0.477		0.001	0.340	0.496	2.083
/輸入〉比率	(0.966)	(-0.036)	(-3.627)		(1.467)	(2.547)		
〈外貨直接支給	0.083		-0.477		0.001	0.339	0.508	2.082
/輸入〉比率	(1.734)		(-3.671)		(3.276)	(2.593)		
〈外貨直接支給	0.125			-0.468	0.001	0.350	0.504	2.100
/輸入〉比率	(2.430)			(-3.637)	(2.016)	(2.676)		

註 : 1. ( ) 안의 숫자로 추정된 係數의 t 統計, 誤差項의 相關關係를 수정하기 위하여 Cochrane-Orcutt 기법을 사용하였음. 2. 推定에 사용한 자료의 기간은 1989년 4월부터 1993년 3월까지임.

1) 金利差異는 美달러 預金金利 － NT달러 預金金利. 2) 換率變動率 豫測値는 〈表 Ⅱ－6〉의 時系列 模型을 이용하여 추정. 3) ρ는 誤差推定値의 1차 自己相關係數. 4) $\bar{R}^2$은 자유도 조정 후 R^2. 5) D.W.는 Durbin-Watson 統計.

금에 대한 利子率의 차이이다. 예금 표기 통화의 선택이 金利差에 민감하게 반응한다면 輸出代金 중 달러貨 預金으로 보유되는 비율은 이러한 金利差가 증가할수록 상승할 것이므로 예상되는 係數는 負(－)의 값을 가질 것이다. 반대로 輸入代金 중 보유 외화자금으로 직접 결제되는 비율을 從屬變數(被說明變數)로 하는 回歸分析에서는

金利差의 係數 추정치는 正(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

換率變動 예측치는 앞에서 分期間 NT달러/美달러 換率變動率 자료를 사용한 自己回歸模型을 추정한 결과를 이용하여 산출한 미래 3개월간 換率變動率의 예상치이다. 따라서 달러貨 예금에 대한 需要가 換率變動 예상치에 민감하게 반응한다면 輸出代金 중 달러貨 예금으로 보유되는 비율은 換率變動 豫測値가 증가함에 따라 상승할 것이다(係數推定値의 부호는 +). 반대로 輸入代金 중 보유외화로 직접 결제되는 비율이 換率豫測値에 반응하는 정도를 나타내는 係數는 負(-)의 값을 가질 것으로 예상된다. 한편 輸出·入 代金을 外貨로 직접 결제하도록 허용한 것은 최근의 일이기 때문에 시간의 경과와 더불어 제도의 이용이 정착된다는 사실을 감안하여 時間趨勢도 說明變數로 사용하였다.

推定된 결과를 살펴보면 輸出代金 중 外貨預金의 형태로 직접 보유되는 비율은 金利差에 민감하게 반응하지 않는 것으로 나타났다. 그러나 換率變動率 豫測値가 상승하면 輸出代金 중 外貨預金으로 보유되는 비율은 상승하는 것으로 나타나고 있다. 즉 가까운 장래에 美國 달러貨가 NT달러貨에 대하여 平價切上될 것으로 예상되는 경우 輸出代金 중 달러貨 예금으로 직접 보유되는 비율이 상승하는 관계에 있는 것으로 나타났다.

輸入代金 중 보유 외화자금으로 직접 결제되는 비율도 金利差에는 민감하게 반응하지 않는 것으로 나타났다. 그러나 輸入代金의 外貨直接 決濟比率과 換率變動 豫測値 사이에는 負의 相關關係가 존재하는 것으로 나타나고 있다. 즉 미래 3개월 동안에 NT달러/美달러 換率이 연율로 환산하여 1% 상승할 것으로 예상되는 경우 輸入代金 중 外貨로 직접결제되는 비율은 약 0.5% 하락하는 관계에 있는 것으로 나타났다. 이는 가까운 장래에 美國 달러貨가 平價切上될 것으로 예상되는 경우 달러貨 預金을 보유함으로써 換率評價差益을 누릴 수 있으므로 달러貨로 표기된 預金을 감소시키면서 輸入代金을 결제

하는 것을 꺼리기 때문인 것으로 해석할 수 있다.

이와 같은 분석의 결과 臺湾 國內에서 美國 달러貨로 표기된 예금은 NT달러貨가 平價切上될 것으로 예상되는 때에는 감소하고 반대로 美國 달러貨가 平價切上될 것으로 예상되는 때에는 증가하는 관계에 있음을 알 수 있다. 그렇다면 國內에서 外貨로 표기된 예금의 잔액이 상당히 많을 경우 換率을 서서히 조정하면 미래 換率變動에 대한 예측가능성으로 예금 表記通貨의 선택과 관련하여 通貨膨脹 문제가 발생할 수 있다. 즉 가까운 미래에 NT달러貨가 平價切上될 것으로 예상되는 때에는 外貨預金을 줄이고 NT달러貨 預金을 증가시키게 될 것이다. 이때 通貨膨脹은 가속화될 것이다. 반대로 NT달러貨가 平價切下될 것으로 예상되는 경우는 NT달러貨로 표기된 예금을 감소시키고 美國 달러貨로 표기된 예금을 증가시키게 되어 通貨收縮의 요인으로 작용할 것이다. 다시 말하면 國內에 달러貨로 표기된 예금의 존재는 換率에 대한 기대효과에 따른 海外로부터의 資本流出·入과 같은 문제를 야기시킬 수 있다. NT달러貨가 平價切上될 것으로 예상되는 경우 海外로부터 資金이 流入하는 것이나 國內에서 달러貨로 표기된 預金이 NT달러貨로 표기된 예금으로 교환되는 것이나 通貨에 미치는 膨脹效果는 같을 것이다.

실제로 臺湾 國內에서 外貨(대부분이 美國 달러貨 표기)로 표기된 預金殘額의 추이를 살펴보면 NT달러貨가 美國 달러貨에 대하여 비교적 대폭적으로 평가절상된 해에는 外貨預金의 잔액이 감소하여 通貨膨脹에 기여한 것으로 나타나고 있다. 〈表 Ⅱ－13〉에서 NT달러貨가 비교적 큰 폭으로 平價切上된 1986년과 1991년에는 外貨預金殘額이 큰 폭으로 감소하여 通貨膨脹의 원인이 되었던 것으로 평가된다. NT달러貨가 대폭적으로 平價切上된 1987년에는 外貨預金殘額이 전년도에 대폭적으로 감소하였기 때문에 약간 증가한 것으로 나타나고 있다.

〈表 Ⅱ－13〉 預金銀行 外貨預金 및 外貨信託 金額 推移

(單位 : 百萬 NT달러, %)

	外貨預金		外貨信託		NT달러/美달러 換率變
	金額	前年 對比 增加率	金額	前年 對比 增加率	
1984	20,125	+52.8	-		-2.0
1985	45,545	+126.3	-		+1.0
1986	10,071	-77.9	415	-	-10.9
1987	12,875	+27.8	512	+23.4	-19.6
1988	28,960	+124.9	4,338	+747.3	-1.3
1989	38,949	+34.5	17,052	+293.1	-7.1
1990	74,052	+90.1	19,791	+16.1	+3.6
1991	56,372	-23.9	18,308	-7.5	-5.0
1992	82,881	+47.0	18,069	-1.3	-1.4
1993(3月)	87,500	+5.6	17,638	-2.4	+2.8

註 : 期末基準이며 增減率 및 變動率은 前年 末 對比.

資料 : 臺湾 中央銀行, 『金融統計月報』, 各號.

第 Ⅲ 章 臺灣의 換率變動과 輸出品 生産要素 價格

1. 換率政策의 目標

전통적으로 臺湾의 換率 및 外換政策은 輸出을 장려하고 輸入을 절제하도록 운영되어 왔다. 이는 國民黨政府가 臺湾으로 옮겨간 후 극도의 외환 결핍 상황하에서 부족한 外換의 輸入을 증가시키는 데 중점을 두었기 때문이다[1]. 臺湾의 輸出優先 정책은 1970년대 중반 經常收支가 黑字基調로 돌아선 이후 약 20년이 경과하고 外換保有高가 900億 달러에 달하고 있는 최근에도 계속 유지되고 있다.

換率 조정의 속도와 관련하여 均衡換率水準의 변동 등으로 換率을 조정할 필요가 발생할 경우 中央銀行은 外換市場에 적극적으로 개입하여 점진적·단계적으로 조정되도록 유도하였다. 예를 들면 1986년부터 美國으로부터 압력을 받아 NT달러貨를 平價切上시킴에 있어서 換率을 일시에 조정하지 않고 점진적인 平價切上 방법을 선택하였다. 이와 같이 換率이 서서히 平價切上되도록 유도한 근본적인 이유는 NT달러貨의 갑작스런 平價切上으로 인한 輸出競爭力의 약화를 완화하기 위함이었던 것으로 평가된다[2].

變動換率制度下에서는 換率이 일시적으로 根本均衡水準(fundamen-

1) 李麗(全國銀行聯合會 調査部(譯)), 『臺湾의 外換市場과 換率制度』, 1990, p. 28 참조.

2) 梁國樹·侯金英(韓國銀行 調査1部(譯)), 『臺湾의 金融制度와 金融政策』, 1989, p. 47 참조.

tal equilibrium level)을 상당폭 초과하여 변동하는 경우가 있는 것으로 조사되고 있다[3]. 換率이 일시적으로 균형수준 이하 또는 이상으로 변동하는 이유는 物價 등 經濟의 다른 부문이 非彈力的(sticky)이기 때문에 단기적으로 彈力的인 換率이 충격을 흡수하여 經濟의 전부분이 일시적인 均衡狀態를 유지하기 때문이라고 주장하는 학자들도 있다[4].

換率이 때때로 根本均衡 수준을 초과하여 변동할 경우 國際收支의 불균형 문제가 발생하고 産業調整의 비용을 부담하게 된다는 주장이 있다. 또한 조정과정에서 失業問題가 발생하고 産業이 空洞化될 우려가 있으며 物價上昇을 부추길 우려가 있다는 지적도 있다[5]. 따라서 「윌리엄슨」(Williamson) 같은 학자는 현재의 自由變動換率制度 대신 目標帶換率制度(target zone system)를 도입하자고 주장하였다.

輸出競爭力과 관련하여 換率이 급격히 변동하는 것을 방지하고 서서히 움직이도록 조정하여야 된다고 주장하는 사람들은 國際 商去來의 특성을 염두에 두기 때문이다. 國際間의 거래에 있어서는 情報의 부족 등으로 인하여 새로운 去來先을 찾기가 상대적으로 어렵다. 멀리 떨어져 있는 등의 이유로 거래 상대방과 빈번하게 접촉하기도 용이하지 않다. 또한 새로운 거래관계를 성립시키기 위해서는 製品의 품질이나 規格 및 價格 등에 대하여 비교적 장기간의 商談過程을 거쳐야 한다. 이와 같은 상황하에서 換率이 일시적으로 平價切上되었다가 다시 平價切下되는 등 換率變動에 따라 輸出價格을 조정할 경우 輸出競爭力을 약화시킬 수 있다.

換率이 平價切上될 경우 輸出企業들은 손실을 회피하기 위하여 外國通貨로 표기된 製品의 出荷價格을 인상하게 될 것이다. 이때 外國의 거래선들은 보다 저렴한 價格으로 물품을 공급하는 다른 나라의

3) John Williamson, *The Exchange Rate System*, 1983 참조.
4) R. Dornbusch, "Expectations and Exchange Rate Dynamics," 1976 참조.
5) John Williamson, *The Exchange Rate System*, 1983, pp. 37~45 참조.

輸出業者들과 거래관계를 맺으려 할 것이고 결국 기존의 거래선을 잃게 될 위험이 있다. 일단 거래선을 잃고 난 이후에는 換率이 원래의 상태로 平價切下되어 輸出價格을 인하하더라도 과거에 잃은 거래선과의 관계를 회복하기 어려우며 새로운 거래선을 확보하기도 용이하지 않게 된다. 이와 같은 의미에서 換率의 급격한 변동은 輸出競爭力을 약화시키는 요인으로 작용할 수 있다.

그런데 臺湾의 경우 1985년 이후 NT달러를 平價切上시킴에 있어서는 換率의 일시적인 변동문제가 아니고 換率의 장기적인 수준을 조정하는 문제였다. 이 경우에도 換率을 서서히 平價切上시킴으로써 결과적으로 輸出競爭力 유지에 도움을 줄 수 있을 것인가? 즉 換率을 일시에 長期 均衡水準으로 平價切上시키지 않고 점진적으로 平價切上시킴으로써 輸出에 도움을 줄 수 있었는가 하는 문제가 대두된다.

換率의 장기적인 수준을 조정함에 있어서 서서히 平價切上되도록 유도함으로써 輸出에 큰 영향을 미칠 수 있는 상황은 두 가지 경우를 생각해 볼 수 있다. 먼저 換率의 平價切上으로 인하여 原材料나 部品 등의 輸入價格과 國內 都賣物價 등 輸出品 생산에 투입되는 요소의 가격에 미치는 下落效果가 상당한 시차를 두고 나타나는 경우이다. 또한 輸出品에 대한 需要의 短期價格彈力性이 높기 때문에 輸出價格의 상승을 장기적으로는 억제하지 못하더라도 短期的으로 억제함으로써 輸出에 큰 영향을 미칠 수 있을 것이다. 다음에서는 臺湾이 換率을 서서히 平價切上시킨 결과 輸出에 어떤 영향을 미쳤는가를 평가하기 위하여 이와 같은 두 가지 가능성을 검토해 보기로 하겠다.

2. 換率切上과 輸出品 生産要素 價格의 變動

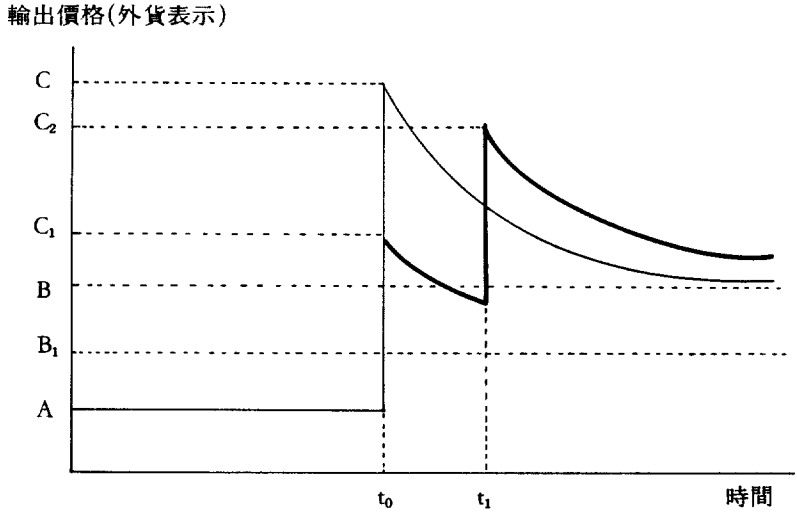
自國 通貨의 平價切上으로 인하여 輸出品 생산에 투입되는 요소 중 일부의 가격이 하락하는 경우를 생각해 보자. 이때 換率切上의 효과가 生産要素의 가격에 파급되는 속도에 따라 製品의 輸出價格을 조정하는 방법이 달라질 수 있다. 먼저 換率切上으로 인한 生産要素 價格의 하락효과가 즉시 나타나는 경우에는 企業들이 換率切上分을 外貨로 표기된 製品價格에 반영함에 있어서 생산요소의 가격하락을 감안하여 장기적인 균형 수준으로 즉시 조정할 수 있을 것이다.

그러나 換率切上으로 인한 생산요소 가격의 하락효과가 시차를 두고 나타난다면 단기적으로 생산요소의 가격은 변동이 없고 따라서 國內 通貨로 표시된 製品의 製造原價에는 변함이 없을 것이다. 이때 企業들은 換率切上으로 인한 손실을 회피하기 위하여 일시적으로 外國通貨로 표기된 輸出價格을 長期的인 均衡 수준보다 높은 수준으로 조정하게 될 것이다. 그러나 時間이 경과함에 따라 換率切上으로 인한 생산요소 가격의 하락 효과가 점차 실현되면 輸出品의 생산원가가 하락하게 되고 이를 반영하여 輸出價格은 점차 장기적으로 적정한 수준까지 하락하도록 조정될 것이다.

이와 같은 관계를 단순화하여 개념적으로 표시한 것이 [圖 Ⅲ－1]이다. 이 도표에서 어떤 시점 t_0에서 換率을 平價切上한다고 가정해 보자. 換率이 平價切上되기 이전에는 輸出品의 價格이 적정한 수준인 A에서 안정되었다고 가정하고 換率의 平價切上 이후에는 생산요소의 가격의 하락으로 인한 製造原價의 하락을 감안하여 장기적으로 적정한 가격이 B라고 가정해 보자. 換率의 平價切上으로 인한 생산요소 가격의 하락효과가 즉시 나타난다면 企業들은 즉시 輸出品의 가격을 장기적으로 적정한 수준인 B로 조정할 것이다.

그러나 換率의 平價切上으로 인한 생산요소 가격의 하락효과가 시

[圖 Ⅲ－1] 換率 平價切上과 輸出價格 調整



차를 두고 서서히 나타난다면 企業들은 손실을 회피하기 위하여 일시적으로 輸出價格을 B보다 높은 어떤 수준 C까지 인상하게 될 것이다. 연후에 生産要素의 가격이 하락함에 따라서 外國通貨로 표기된 輸出品의 가격은 점차 인하되어 장기적으로 B수준까지 하향 조정될 것이다.

換率이 平價切上된 후 輸出價格이 A에서 일시적으로 C까지 인상되고 장기적으로 B수준까지 인상되는 방식으로 조정되는 과정을 거칠 경우 즉시 B수준으로 조정되는 경우에 비하여 換率切上이 輸出競爭力에 미치는 長期的인 악영향은 클 가능성이 있다. 輸出價格이 일시적으로 C로 인상될 경우 현재 거래 관계에 있는 外國의 輸入業者들은 보다 저렴한 가격에 製品을 공급할 수 있는 다른 나라의 輸出業者로부터 購買하기를 원하게 될 것이고 결국 기존의 「바이어」(buyer)들을 잃게 될 것이다. 일단 거래관계가 단절된 「바이어」들과의 거래는 일정한 기간이 경과한 후 輸出價格이 B까지 인하되더라도 회복하기 어렵게 될 것이다. 따라서 換率切上으로 인한 輸出의 감

소는 단기적으로는 물론이고 장기적으로도 즉시 B수준으로 조정되는 경우에 비하여 클 수 있을 것이다[6].

輸出價格이 즉시 장기적으로 적정한 수준인 B로 조정되는 경우와 비교하여 일시적으로 과잉 조정됨으로 말미암은 輸出競爭力의 상대적인 손실은 換率切上이 생산요소 가격에 파급되는 속도가 느릴수록 클 것이다. 즉 換率이 平價切上된 후 생산요소의 하락으로 이어지는 時差가 크면 클수록 輸出競爭力은 상대적으로 더욱 약화될 것이다.

換率切上의 효과가 생산요소 가격하락으로 이어지는 속도가 느릴 경우 輸出價格의 일시적인 과잉조정으로 인한 輸出競爭力의 저하를 줄이기 위하여 換率을 점진적으로 平價切上시키는 방법을 선택할 수 있다. 즉 換率을 일정한 폭만큼 平價切上시킬 필요가 있을 경우 이를 일시에 단행하지 않고 輸出企業들이 換率切上으로 인한 생산요소의 가격하락을 輸出品의 出荷價格에 반영시킬 수 있는 시간적인 여유를 두면서 점진적으로 서서히 平價切上을 단행하면 결과적으로 換率의 平價切上幅이 같더라도 輸出競爭力의 저하를 어느 정도 줄일 수 있을 것이다.

[圖 Ⅲ－1]에서 換率을 점진적으로 平價切上할 경우 輸出價格의 조정상황을 개념적으로 표시한 것이 A와 C_1 및 C_2에서 B로 이어지는 과정이다. 어떤 시점 t_0에 換率을 장기적으로 일정한 폭만큼 平價切上시킬 필요성이 발생한 경우 이를 일시에 단행하지 않고 t_0와 미래의 어떤 시점 t_1에 각각 절반씩 平價切上한다고 가정해 보자. 시점 t_0에서는 필요한 폭의 절반만을 平價切上하면 輸出價格은 일시에 전폭을 平價切上하는 경우에 비하여 낮은 C_1으로 인상될 것이다. 시간이 경과함에 따라 생산원가의 가격이 하락하는 것을 반영하여 輸出價格은 점차 하향 조정될 것이고 일정한 기간이 경과한 후인 t_1시점

6) 換率切上 후 일시적인 輸出價格의 대폭 인상으로 外國「바이어」들의 대량 이탈이 예견될 경우 輸出企業들은 原價要素 價格의 長期的인 하락을 감안하여 일시적으로 손해를 보더라도 輸出價格의 인상폭을 낮출 수도 있을 것이다.

에서 輸出價格은 C_1에 비하여 낮을 것이다. 이 시점에서 다시 원래 필요 切上幅의 절반만큼의 平價切上을 단행하면 輸出價格은 일시적으로 C_2로 조정될 것이나 시간이 경과함에 따라 장기적으로 적정수준인 B수준까지 점차 인하될 것이다.

이와 같이 換率을 단계적으로 조정할 경우 일시적으로 조정되는 輸出價格 C_1 및 C_2는 한꺼번에 全幅을 平價切上하는 경우에 일시적으로 인상되는 수준 C에 비하여 낮기 때문에 輸出競爭力에 미치는 악영향은 상대적으로 작을 수 있다. 換率을 한꺼번에 조정할 경우 輸出價格이 일시에 C로 인상되어 外國「바이어」들의 대량 이탈이 일어날 우려가 있다. 일단 이탈한「바이어」들과의 거래관계로 輸出價格이 하향 조정된 후에는 다시 회복하기 어려울 것이다. 그러나 換率을 단계적으로 平價切上시킴으로써 輸出價格을 점진적으로 조정하도록 유도할 경우 外國「바이어」들의 대량 이탈을 어느 정도 방지할 수 있고 따라서 輸出競爭力 유지에 도움이 될 수 있을 것이다[7].

이와 같은 換率 平價切上의 방법에 따른 輸出價格 조정과정의 차이는 換率切上과 輸出品의 생산요소 가격하락과의 時差關係에서 발생하는 만큼 그 시차의 길이에 따라 輸出競爭力에 미치는 상대적인 효과가 달라질 것이다. 즉 換率切上이 생산요소 가격의 하락으로 이어지는 속도가 느릴수록 換率을 단계적으로 平價切上시키는 방법을 선택함으로써 外國「바이어」들의 대량 이탈을 방지하는 데 기여하는 정도가 상대적으로 클 것이다. 따라서 換率의 平價切上 방법을 달리함으로써 輸出競爭力에 미치는 효과에 차이가 발생할 가능성 여부를 알아보기 위하여 먼저 換率切上이 생산요소가격으로 이어지는 시차관계를 점검해 보아야 될 것이다.

---

7) 換率의 調整速度와 관련하여 일시에 새로운 均衡換率 수준으로 조정될 수 있는 制度를 變動換率制度나 固定換率制度下에서 基準換率을 조정하는 경우이다. 換率을 점진적으로 調整할 수 있는 경우는 管理變動換率制度를 채택하고 있는 경우일 것이다. 이와 같은 換率制度가 상이함에 따라 換率의 變動性과 이로 인한 外換危險의 차이로 輸出價格에 미치는 영향은 고려치 않았다.

일반적으로 製品 생산의 原價要素를 材料費와 勞務費, 經費 및 金融費用 등으로 분류한다[8]. 그렇다면 換率 平價切上의 방법이 輸出競爭力에 미치는 영향의 차이를 검토하기 위하여 換率變動의 효과가 이들 原價要素의 價格에 파급되는 시차를 점검해 볼 필요가 있다.

輸出品 材料費 요소 중 換率變動에 가장 민감하게 반응하는 것은 輸入 材料와 部品의 價格일 것이다. 自國通貨가 平價切上될 경우 外國通貨로 표시된 輸入品의 價格 변동이 없다면 국내 通貨로 환산한 輸入品의 가격은 하락하게 된다. 다른 조건이 같다면 自國通貨가 1% 平價切上되면 輸入品의 國內 가격은 약 1% 하락할 것이다. 따라서 換率의 平價切上으로 인한 輸入 原材料나 部品에 대한 의존도가 높은 輸出品의 경우 이들 原價要素 價格의 하락효과도 상당히 클 것이다.

外國으로부터 物品을 輸入하는 데에는 상당한 시일이 소요되므로 換率切上이 輸入品 원가의 하락으로 이어지기까지는 상당한 시차가 발생할 수 있다. 즉 輸入契約을 체결한 후 外國의 輸出業者가 생산하여 선적한 후 운반 및 通關 과정을 거쳐 실제로 輸入品을 인수하는 데에는 상당한 시일이 소요된다[9]. 따라서 換率이 平價切上된 후 輸入 材料 및 部品 價格의 하락으로 나타나기까지는 상당한 시차가 발생할 수 있다. 그러나 原材料나 部品의 輸入이 계속적으로 행해지는 경우가 많다. 이때 輸入契約이 체결되어 船積이나 運送 과정에 있는 輸入品 중 換率의 平價切上 시점에 代金決濟가 완료되지 않은 부분부터 換率切上의 혜택을 받을 수 있다. 이와 같은 점을 감안할 때

8) 製品의 販賣 및 관리를 위한 비용도 있으나 이들 비용을 다시 세분해 보면 材料費, 勞務費 등으로 구분할 수 있을 것이다.

9) 우리나라의 경우 輸入契約 시점과 輸入品의 대금을 결제하는 시점 사이에 평균 약 3개월의 시차가 있는 것으로 조사되었다(金宗萬, 『換率制度와 外換危險管理』, 1990, p. 125 〈表 B-7〉 참조). 그런데 輸入品의 운송 및 통관에 필요한 시간 등을 감안할 때 原材料의 輸入契約을 체결한 후 이를 인수하여 실제 생산에 투입할 수 있기까지는 보다 긴 시차가 있을 것으로 판단된다.

換率切上과 輸入 原材料 및 部品 價格 하락과의 시차는 크지 않을 수도 있다.

換率의 平價切上이 國內에서 생산되는 部品의 가격하락을 통하여 輸出品 出荷價格의 하락으로 이어지기까지는 보다 긴 시간이 소요될 수 있다. 輸出品의 생산을 위하여 투입되는 部品 중 일부를 國內에서 조달하는 경우를 생각해 보자. 이러한 部品의 생산을 위하여 原材料의 일부를 수입한다면 換率이 平價切上됨으로 인하여 輸入 原材料의 價格이 하락하므로 이들 部品의 生産原價가 하락하여 결과적으로 그 價格이 하락할 것이다. 國內에서 생산된 部品을 구입하여 輸出品의 생산에 투입하는 경우 換率 平價切上의 효과가 國內部品의 價格下落을 통하여 輸出品 제조원가의 하락으로 이어지고 이를 반영하여 輸出品 出荷價格을 인하 조정할 수 있는 요인이 될 수 있을 것이다. 그런데 換率의 平價切上이 이러한 경로를 통하여 輸出品 價格에 영향을 미치기까지는 國內 部品 생산업체의 가격 조정과정을 거쳐야 하므로 輸入 原材料나 部品 價格으로 인한 효과에 비하여 보다 장기간이 소요될 것이다.

생산을 위하여 투입되는 原材料나 部品의 價格 수준을 나타내는 것이 都賣物價(生産者價格)이다. 따라서 換率의 平價切上이 국내에서 생산되는 部品의 가격하락을 통하여 輸出品 생산원가에 영향을 미치는 속도를 알아보기 위하여 換率의 변동과 國內 都賣物價 변동과의 시차관계를 점검해 보면 될 것이다.

換率의 平價切上이 國內 消費者物價를 하락시키는 요인으로 작용하고 消費者物價의 하락이 製品 제조원가의 하락으로 이어질 수 있다면 이로 인한 輸出品 價格의 인하 조정도 생각해 볼 수 있다. 그런데 換率의 平價切上이 消費者物價의 하락을 통한 輸出價格의 하락효과는 都賣物價의 하락을 통한 효과에 비하여 더욱 긴 시차를 두고 실현될 것으로 판단된다.

먼저 換率의 平價切上이 消費者物價의 하락요인으로 작용하는 경

우를 생각해 보자. 換率이 平價切上되면 消費財의 생산을 위하여 투입되는 輸入 原材料와 部品 및 國內에서 생산된 中間材의 價格이 하락할 수 있다. 이와 같은 생산요소 가격의 하락은 消費財의 생산원가 하락으로 이어지고 따라서 消費財 가격의 하락으로 나타날 수 있다. 輸出品을 제조하는 과정이나 販賣하는 과정에서 일반 소비재가 經費要素로 투입된다면 消費財 가격의 하락은 輸出價格 하락의 요인이 될 수 있을 것이다. 換率 平價切上의 효과가 消費財價格의 하락을 통하여 輸出品의 가격하락으로 나타나기까지는 消費財를 생산하기 위한 中間製品의 생산과정과 消費財 자체의 생산과정을 거쳐야 하기 때문에 보다 긴 시차가 발생할 수 있다.

그런데 輸出品의 생산과정이나 販賣 과정에서 소요되는 消費財의 양이 적고 전체 생산원가나 販賣費用에서 消費財 비용의 비중이 낮다. 따라서 消費財 가격의 하락을 통하여 輸出品 價格의 인하로 이어지는 전체 효과는 크지 않을 것으로 판단된다.

換率이 平價切上됨으로써 都賣物價나 消費財物價 등 國內의 전반적인 物價水準이 하락할 경우 賃金安定에 도움을 줄 수 있다. 國內物價가 하락하면 名目賃金의 상승 없이도 實質賃金의 상승 효과를 가져올 수 있다. 따라서 換率의 平價切上으로 國內物價가 하락한다면 勤勞者들에 의한 賃金引上 요구가 줄어들 수 있고 결과적으로 賃金安定의 효과를 거둘 수 있다. 國內 賃金水準이 하락하면 輸出品 생산원가 중 勞務費가 하락하게 되므로 製造原價가 하락하고 輸出價格을 인하시키는 요인으로 작용할 것이다.

그런데 換率切上이 賃金 하락으로 이어지기까지는 國內 物價水準이 하락한 다음에 기대할 수 있기 때문에 효과가 실제로 나타나기까지는 상당히 긴 시차가 따를 것이다. 物價水準이 하락한 후에도 근로자들이 物價下落에 대한 확신을 가지고 賃金引上 요구를 자제하게 되기까지는 상당한 기간이 필요할 것이므로 賃金安定을 통하여 輸出價格 하락효과로 나타나기까지는 더욱 긴 시차가 존재할 수 있다.

換率의 변동이 國內 金利變動을 통하여 輸出品價格에 미치는 효과는 분명치 않다. 金利는 企業들이 사용하는 資金에 대하여 지불하는 비용이므로 利子率이 상승하면 輸出企業의 金融費用이 상승하고 따라서 製品의 출하가격을 인상해야 되는 결과를 가져올 수 있다. 그러나 換率變動과 利子率變動과의 관계는 경우에 따라 달라질 수 있다.

海外資本의 流出·入을 자유롭게 허용하고 自由變動換率制度를 채택하고 있는 경우 國內 金利의 상대적인 상승은 海外로부터의 資本流入과 換率切上의 요인으로 작용한다[10]. 이 경우는 因果關係가 利子率變動으로부터 換率變動으로 작용하는 관계이다. 반대로 換率의 변동이 利子率의 변동으로 이어지는 경우도 생각해 볼 수 있다. 미래에 換率의 平價切上이 예상될 때 海外로부터 流入되는 資本을 中央銀行이 흡수하지 않을 경우 市中의 流動性 증가로 金利가 하락하는 결과를 가져 올 수 있다. 海外로부터 資本이 流入되더라도 中央銀行이 通貨安定證券을 발행하는 방법으로 이를 흡수할 경우 市中 金利를 오히려 상승시키는 결과를 가져올 수도 있다. 한편 예상되지 않은 換率의 變動은 國內 金利에 큰 영향을 미치지 않을 수도 있으며 換率이 平價切上되어 國內物價가 하락할 것으로 예상되는 경우는 名目利子率이 하락하는 결과를 가져올 수도 있다. 따라서 換率과 利子率과의 관계는 가변적일 수 있고 換率의 平價切上이 金利의 상승을 통하여 輸出品 가격에 미치는 효과를 한 마디로 규정하기는 쉽지 않다.

原價要素 가격을 통한 효과 이외에도 換率이 平價切上되면 企業들에 의한 原價節減이나 새로운 技術의 개발 등 자구노력의 계기를 제공하여 長期的으로 輸出價格이 하향조정되는 효과도 있을 수 있다.

---

10) 先進國의 경우 利子率 및 資本收支의 상대적인 변동이 換率에 미치는 영향에 대하여 金宗萬, 『主要 換率變動의 特性과 政策示唆點』, 1991, pp. 56~88 및 金宗萬, 『우리나라 株式市場開放의 效果分析』, 1991, pp. 107~116 참조.

1985년 중반부터 1987년 말까지 日本의 엔貨가 美國 달러貨에 대하여 100% 이상 平價切上되었음에도 불구하고 日本 企業들이 技術革新, 原價節減을 위한 勞力을 기울인 결과 1991년부터 다시 輸出競爭力을 회복한 것은 좋은 예라고 할 수 있겠다. 그러나 이와 같은 기업들에 의한 자구노력의 효과는 그 실현이 불확실하고 실현되더라도 장기간이 경과한 이후에 나타나기 때문에 計量的으로 추정하기가 매우 어렵다.

다음에서는 臺湾의 경우 換率 平價切上 방법을 달리함에 따라 輸出競爭力에 미치는 효과의 차이를 점검하기 위하여 먼저 換率變動과 原價要素變動과의 시차관계를 분석해 보기로 하겠다.

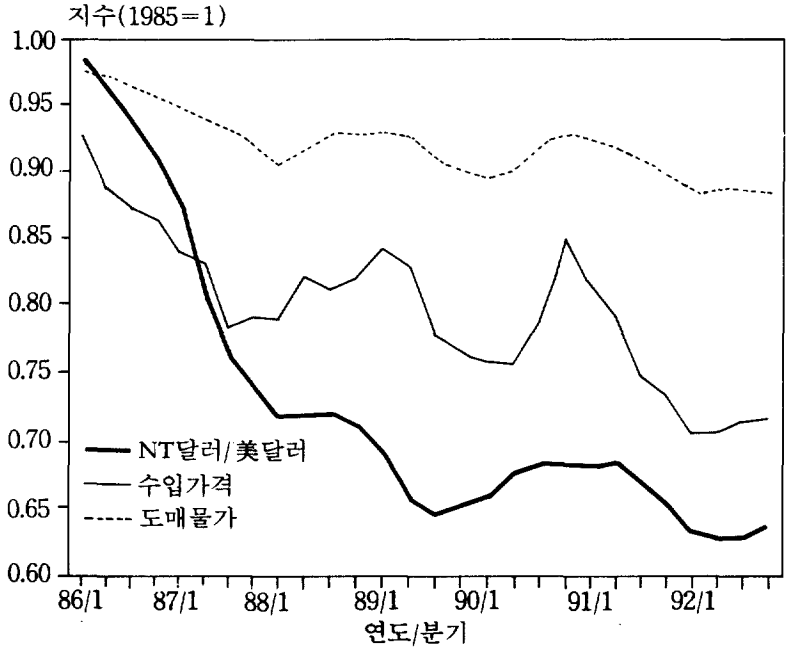
3. 換率變動과 原價要素 價格 推移

臺湾의 換率變動과 輸出品 製造原價 요소가격 조정과의 관계를 계량적으로 분석하기 앞서 개략적인 관계를 파악하기 위하여 換率과 각 원가요소가격의 추이를 비교해 보기로 하자.

[圖 Ⅲ-2]에는 NT달러貨가 美國 달러貨에 대하여 급격하게 平價切上되기 시작한 1986년 1/4분기부터 1992년 4/4분기까지 NT달러/美달러 換率과 NT달러貨로 표기된 臺湾의 輸入物價(NT달러 표시) 및 都賣物價의 추이가 나타나 있다. 먼저 NT달러/美달러 換率과 輸入價格의 推移를 비교해 보면 輸入物價의 變動이 보다 완만하기는 하지만 두 변수가 대체적으로 같은 방향으로 움직이는 것을 볼 수 있다. 變曲點(turning point)들을 비교해 보면 換率의 變動이 時差를 두고 輸入價格에 영향을 주기보다는 두 변수가 거의 동일한 시기에 변동하는 것으로 나타나고 있다.

臺湾 都賣物價 수준은 1985년을 1로 할 때 1992년 4/4분기에는 약

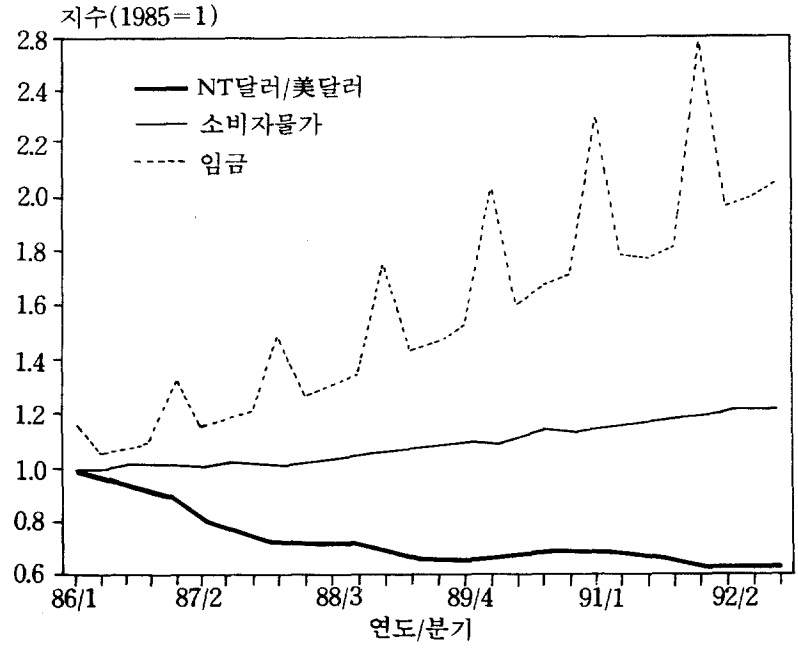
[圖 Ⅲ－2] 臺湾 換率變動과 輸入價格 및 都賣物價 變動



0.9로 1985년에 비하여 약 10% 하락하여 장기적으로 NT달러貨의 平價切上이 都賣物價를 하락시키는 요인으로 작용하였을 가능성이 있는 것으로 나타나고 있다. 그러나 都賣物價의 하락폭은 換率의 切上幅에 비하여 훨씬 작고 그 움직임도 보다 완만한 것으로 나타나고 있다. 換率과 都賣物價의 움직임을 비교하여 볼 때에도 뚜렷한 시차관계를 파악하기 어렵다.

1985년 이후 臺湾의 輸入價格과 都賣物價는 NT달러/美달러 換率과 대체적으로 같은 방향으로 움직였음에 대하여 消費者物價와 賃金은 換率과 반대 방향으로 움직인 것으로 나타나고 있다. [圖 Ⅲ－3]에서 臺湾의 消費者物價는 1985년 이후 점진적으로 상승한 것으로 나타나고 있다. 1985년 消費者物價 수준을 1로 할 때 1992년 4/4분기에는 약 1.2에 이르러 7년 사이에 약 20% 상승하였다. 이에 대하여 1992년 4/4분기 NT달러/美달러 平均換率은 1985년에 비하여 약

[圖 Ⅲ-3] 臺湾 換率變動과 消費者物價 및 賃金 推移



35% 하락(NT달러 平價切上)하였다. 따라서 1985년 이후 NT달러貨가 美國 달러貨에 대하여 대폭적으로 平價切上되었음에도 불구하고 消費者物價의 안정에는 크게 기여하지 못한 것으로 판단된다.

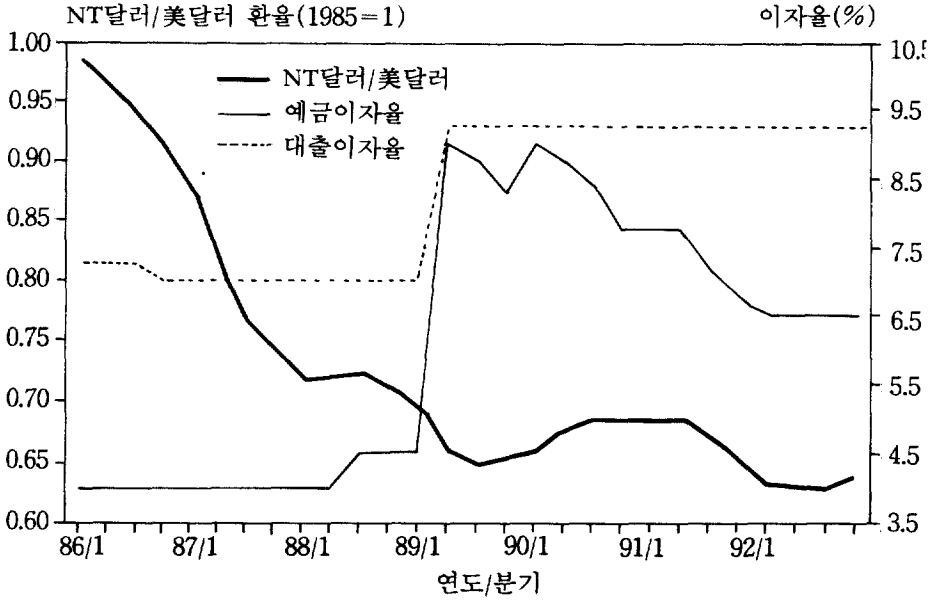
臺湾 製造業 근로자의 名目賃金은 1985년 이후 급격하게 상승하였다. 1985년의 임금수준을 1로 할 때 1992년의 임금수준은 약 2.15로 7년간에 걸쳐 100% 이상 상승하였다. 같은 기간 동안 消費者物價 상승을 감안할 때 實質賃金은 약 78% 상승하였다[11]. 1985년 이후 NT달러貨의 平價切上은 근로자들의 賃金安定에 거의 기여하지 못한

11) 우리나라의 경우 1985년 이후 1992년까지 製造業 근로자의 名目賃金 상승률과 實質賃金 상승률은 각각 약 196%와 95%이다. 따라서 이와 같은 우리나라의 賃金上昇率은 臺湾에 비하여 훨씬 높은 것으로 1989년부터 시작된 우리나라의 輸出不振의 원인이 되었다는 주장도 있다.

것으로 나타나고 있다[12].

臺湾政府가 金融政策의 목표를 달성하기 위하여 國內 金利를 통제하고 있기 때문에 換率과 金利 사이의 순수한 관계를 확인하기 어렵다. [圖 Ⅲ-4]에는 1986년 1/4분기부터 1992년 4/4분기까지 臺湾 商業銀行의 預金利子率(3個月 滿期 定期預金 利子率)과 貸出利子率(1년 미만 滿期 貸出金에 대한 최고 利子率과 최저 利子率의 중간치) 및 NT달러/美달러 換率의 추이가 나타나 있다. 이 도표에서 보는 바와 같이 1986년 및 1987년에 걸친 NT달러貨의 平價切上 기간 동안 利子率은 대부분 고정되었다. 그러나 같은 기간 동안 中央銀行이 外換市場에서 대규모의 外換을 매입함으로써 通貨가 급격하게 팽창하

[圖 Ⅲ-4] 臺湾의 換率 및 金利 推移



12) 臺湾의 賃金資料가 심한 계절성을 보이고 있는 이유는 매년 1/4분기에 舊正이 끼어 있고 대부분의 企業體들이 이때를 기하여 근로자들에게 「보너스」(bonus)를 지급하기 때문이다.

였다. 1989년 초부터는 金融緊縮政策의 일환으로 預金金利를 상당폭 인상하였으며 이에 따른 銀行들의 손실을 막기 위하여 貸出金利도 인상조치하였다. 그 이후 預金金利도 단계적으로 하향 조정되어 1992년에는 연리 6.5% 수준까지 하락하였다. 그러나 貸出金利는 조정되지 않고 1989년과 같은 수준을 유지하고 있다.

4. 換率變動과 原價要素 價格 變動과의 關係

앞에서 臺湾의 換率變動과 輸出品 生産에 투입되는 原價要素 價格인 輸入價格, 都賣物價, 消費者物價 및 製造業 勤勞者의 賃金과의 개략적인 관계를 圖表分析을 통하여 파악해 보았다. 그런데 이들 原價要素의 價格들은 換率 이외에 다른 經濟狀況의 변동으로부터도 영향을 받는다. 따라서 이들 原價要素 價格에 영향을 미치는 다른 요인들을 감안한 후 換率變動으로 인한 순수한 효과만을 분석해 볼 필요가 있다.

NT달러/美달러 換率의 변동과 臺湾 輸入價格(NT달러 표시) 변동과의 관계를 計量的으로 분석하기 위하여 臺湾 輸入價格에 영향을 미치는 요인들을 생각해 보자. 먼저 臺湾의 輸入物量이 世界 全體의 輸出에서 차지하는 비중이 극히 작으므로 輸入物量 자체의 변동이나 그 변동에 영향을 미치는 換率 이외의 國內 요인들은 輸入價格에 큰 영향을 미치지 않을 것으로 판단된다. 臺湾이 世界 각국으로부터 輸入하는 物品 가격의 변동은 世界 全體 輸出價格의 變動과 相關關係가 높을 것이다. 또한 臺湾은 우리나라와 마찬가지로 日本으로부터 部品 또는 中間材를 수입하는 경우가 많으므로 日本 輸出價格의 變動은 臺湾 輸入價格에 큰 영향을 미칠 것으로 판단된다. 1972년 1次 石油波動 이후 國際 原油價格의 변동은 우리나라나 臺湾같이 에너지

자원의 對外依存度가 높은 나라들의 輸入價格에 큰 영향을 미쳤다.

이와 같은 점을 감안하여 NT달러/美달러 換率과 함께 世界 輸出價格과 日本 輸出價格 및 國際 原油價格을 臺湾의 輸入價格의 결정요소로 생각해 볼 수 있다[13]. 〈表 Ⅲ-1〉에는 NT달러/美달러 換率 및 다른 要因들의 變動과 臺湾 輸入價格 변동과의 관계를 분석한 결과가 정리되어 있다. 먼저 換率과 輸入價格 수준변동의 관계를 분석한 결과를 정리하고 수준변수를 분석함에 따르는 기술적인 문제점을 회피하기 위하여 變動率 사이의 관계를 분석한 결과도 아울러 정리하였다[14].

수준 자료를 분석한 결과에서 臺湾의 輸入價格은 日本 輸出價格과 國際 原油價格의 變動에 큰 영향을 받는 것으로 나타났다. 日本 輸出價格이 1% 상승하면 臺湾의 輸入價格은 같은 분기에 약 0.42% 내지 0.43% 상승하는 관계에 있다[15]. 國際 原油價格이 1% 상승할 경우 臺湾의 輸入價格은 같은 분기와 직후 분기에 걸쳐서 약 0.15% 상승하는 것으로 추정되었다. 世界全體의 輸出價格 변동이 臺湾의 輸入價格에 미치는 영향은 日本 輸出價格이나 國際 原油價格 변동의 효과에 비하여 크지 않은 것으로 나타나고 있다[16].

---

13) 우리나라 輸入價格도 世界 輸出價格과 日本 輸出價格 및 國際原油價格 변동으로부터 큰 영향을 받는 것으로 분석되었다(金宗萬, 『日本 換率政策의 方向과 우리나라 輸出入에 미치는 影響』, 1993, p. 146 〈表 A-5〉 참조).

14) 計量經濟學의 기술적인 문제로 換率, 輸入價格 등의 水準變數에 각각 1개씩의 單位根(unit root)이 존재할 경우 이들 經濟變數 사이에 共積分(cointegration)관계가 존재하지 않으면 수준 자료를 대상으로 분석한 결과는 정확한 관계를 나타내지 못할 위험성이 있다. 換率이나 輸入價格, 都賣物價 등 주요 經濟變數의 水準 資料에는 대개 각각 1개씩의 單位根이 존재하는 것으로 알려지고 있다(우리나라 經濟變數의 安定性(stationarity) 검증에 관하여 金宗萬, 『換率, 金利 및 賃金變動이 우리나라 輸出에 미치는 影響』, 1992, p. 139 〈表 A-2〉 참조). 따라서 본 연구에서는 經濟變數 수준간의 분석과 변동률 분석을 병행하였다.

15) 直前分期와 그 이전의 日本 輸出價格 자료를 說明變數로 추가하여도 그 영향의 크기는 극히 미미한 것으로 확인되었다.

16) 世界 輸出價格과 日本 輸出價格 사이의 높은 相關關係로 多重線型性 문제가

〈表 Ⅲ－1〉 臺湾 換率變動과 輸入價格 變動

說明變數	水準變數			變動率		
	輸入價格水準	輸入價格水準	輸入價格水準	輸入價格變動率	輸入價格變動率	輸入價格變動率
常數	-1.823	-1.864	-1.726	-0.000	-0.000	-0.001
	(-1.264)	(-1.271)	(-1.091)	(-0.090)	(-0.092)	(-0.132)
世界輸出價格	-0.219	-0.209	-0.221	-0.233	-0.234	-0.248
(當期)	(-1.124)	(-1.046)	(-1.054)	(-1.259)	(-1.233)	(-1.253)
世界輸出價格	0.146	0.148	0.142	0.225	0.225	0.221
(前期)	(1.014)	(1.016)	(0.948)	(1.631)	(1.613)	(1.565)
日本輸出價格	0.429	0.421	0.423	0.531	0.532	0.540
(當期)	(2.369)	(2.268)	(2.245)	(3.106)	(3.010)	(2.989)
國際原油價格	0.106	0.106	0.105	0.109	0.109	0.109
(當期)	(4.241)	(4.186)	(4.076)	(4.477)	(4.424)	(4.311)
國際原油價格	0.047	0.046	0.046	0.054	0.054	0.055
(前期)	(1.739)	(1.673)	(1.665)	(2.048)	(2.013)	(2.012)
NT달러/美달러換率	0.936	0.870	0.854	0.934	0.939	0.919
(當期)	(6.252)	(2.968)	(2.810)	(4.966)	(3.243)	(3.056)
NT달러/美달러換率		0.072	0.142		-0.007	0.071
(前期)		(0.262)	(0.343)		(-0.024)	(0.181)
NT달러/美달러換率			-0.068			-0.086
(前前期)			(-0.228)			(-0.287)
$\overline{R}^{2}$ 1)	0.963	0.962	0.962	0.443	0.431	0.419
D.W.2)	1.747	1.744	1.747	1.827	1.827	1.832
ρ 3)	0.844	0.844	0.843			
	(9.841)	(9.880)	(9.414)			

註 : 1. 資料의 기간은 1980년 1/4분기부터 1992년 4/4분기까지임. 2. 說明變數가 輸入價格水準인 경우 誤差項의 1次 自己相關關係를 수정하기 위하여 Cochrane-Orcutt 기법을 적용하였음. 3. 說明變數가 輸入價格의 變動率인 경우는 常數를 제외한 모든 說明變數는 變動率임. 4. 모든 變數는 自然對數(ln)임. 5. ( ) 안의 숫자는 추정된 계수의 t 統計임. 1) $\overline{R}^{2}$은 自由度 조정 후 R^{2}. 2) D.W.는 Durbin-Watson 統計임. 3) ρ는 誤差項의 自己相關係數.

NT달러/美달러 換率變動과 臺湾 輸入價格 變動의 시차관계를 살펴보면 같은 분기의 換率 資料만을 說明變數로 사용한 분석에서 NT달러/美달러 換率이 1% 상승할 경우 臺湾의 輸入價格은 약 0.94% 상승하는 것으로 나타났다. 같은 분기와 직전 분기의 換率자료를 동시에 說明變數로 사용한 분석의 결과 직전 분기에 NT달러/美달러 換率 1% 상승으로 인한 輸入價格의 상승효과는 약 0.07%로 그 크기가 극히 작으며 추정된 계수의 t 統計를 기준으로 판단할 때 그 有意性이 높지 않다. 이때 換率이 1% 상승할 경우 같은 분기와 다음 분기에 걸쳐서 輸入價格에 미치는 상승효과의 합계는 약 0.94%로 같은 분기의 換率 자료만을 說明變數로 사용할 경우와 거의 같다. 같은 분기와 과거 2개 분기의 換率 자료를 說明變數로 사용하여 추정한 결과에서 전전 분기의 換率 상승이 輸入價格에 미치는 효과는「마이너스」(－)로 나타나고 직전 換率 상승의 효과는「플러스」(＋)로 나타나고 있으나 이들 계수 추정치의 統計的 有意性은 높지 않다.

變動率을 분석한 결과에서도 같은 분기 이전의 NT달러/美달러 換率變動이 臺湾의 輸入價格에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 나타났다. 같은 분기 換率變動率만을 說明變數로 사용한 분석에서 NT달러/美달러 換率이 직전 분기에 비하여 1% 상승할 경우 臺湾 輸入價格에 미치는 상승효과는 약 0.93%인 것으로 추정되었다. 직전 분기와 전전 분기의 換率 變動率을 순차적으로 說明變數에 추가하여 분석한 결과에서 이들 변수의 영향을 나타내는 계수 추정치들의 절대값이 크지 않고 統計的 有意性도 높지 않은 것으로 나타났다.

앞에서 분석한 결과를 요약할 때 NT달러/美달러 換率 변동의 결과 臺湾 輸入價格이 변동하기까지 시차는 길지 않은 것으로 판단된

발생하여 世界 輸出價格의 상승이 같은 분기의 臺湾 輸出價格에 미치는 효과는「마이너스」(－)로 나타나고 있다. 多重線型性으로 인한 문제를 회피하기 위하여 日本 輸出價格을 說明變數에서 제외할 경우 같은 분기 世界 輸出價格 변동의 영향은「플러스」(＋)로 나타난다. 그러나 그 계수추정치의 크기는 日本 輸出價格의 계수 추정치에 비하여 작은 것을 확인하였다.

다. NT달러貨가 美國 달러貨에 대하여 平價切上될 경우 臺湾 輸入價格 하락 효과의 대부분이 같은 분기에 실현되는 것으로 분석되었다. NT달러가 美國 달러에 대하여 1% 平價切上될 경우 NT달러貨로 표기된 臺湾의 輸入價格은 약 0.94% 내지 0.93% 하락하는 관계에 있는 것으로 나타났다.

일반적으로 한 나라의 物價水準에 영향을 미치는 요소로서 通貨供給量과 所得 및 賃金水準 등을 들 수 있다. 이 밖에도 原材料 및 部品 등 生産用 中間材와 消費財에 대한 輸入 依存度가 높은 경우 換率의 變動과 더불어 輸入物價의 變動도 國內物價水準에 큰 영향을 미칠 수 있다. 또한 1972년과 1980년의 1次 및 2次 國際 石油波動 시기에 原油價格의 급격한 상승은 세계 모든 나라의 物價水準을 급격하게 상승시킨 것으로 알려지고 있다.

이와 같은 각 요소들이 臺湾 都賣物價에 미치는 영향을 분석한 결과는 〈表 Ⅲ-2〉에 정리되어 있다. 먼저 水準分析의 결과에서 NT달러貨로 환산한 臺湾의 輸入價格이 1% 상승할 경우 臺湾의 都賣物價는 같은 분기와 直後分期에 걸쳐서 약 0.26% 내지 0.27% 상승하는 관계에 있는 것으로 나타나고 있다[17]. 輸入價格을 說明變數로 사용할 경우 國際原油價格이 臺湾 都賣物價에 미친 영향은 크지 않은 것으로 분석되었다.

臺湾의 경우 通貨供給量의 증가로 인한 短期的인 都賣物價의 상승효과는 크지 않은 것으로 나타났다. 通貨量이 1% 증가할 경우 都賣物價는 같은 분기와 차후 8개 분기에 걸쳐서 약 0.05% 내지 0.06% 상승하는 것으로 나타났으나 推定係數의 통계적 有意性은 그다지 높지 않은 것으로 판단된다. 實質 GNP가 1% 상승할 경우 都賣物價는 약 0.14% 내지 0.16% 하락하는 것으로 추정되었다[18].

---

17) 直前分期 이전의 輸入價格을 說明變數로 사용하였을 경우 그들의 영향을 나타내는 係數의 推定値들은 작고 統計的 有意性도 낮은 것을 확인하였다.

18) 3分期 이전의 實質 GNP를 說明變數로 사용할 경우 그 영향은 크지 않은 것

NT달러/美달러 換率의 變動이 臺湾 都賣物價에 미치는 영향은 대부분 같은 분기에 실현되는 것으로 분석되었다. 같은 분기의 換率資料만 說明變數로 사용한 경우 NT달러/美달러 換率 1% 상승(NT달러貨의 平價切下)이 都賣物價에 미치는 상승효과는 약 0.11%인 것으로 추정되었다. 直前分期와 前前分期의 換率資料를 說明變數로 포함할 경우 그 영향을 표시하는 係數 추정치들의 절대값은 매우 작으며 統計的 有意性도 낮은 것으로 파악되었다.

變動率 資料를 분석한 결과도 水準 資料를 분석한 결과와 유사한 것으로 나타났다. 다만 實質 GNP의 증가가 都賣物價를 하락시키는 요인으로 작용하지 않는 것으로 나타난 점과 輸入價格의 變動이 都賣物價에 미치는 영향을 나타내는 係數의 크기가 水準 分析의 결과와 비교할 때 다소 작아진 차이점이 있다. 變動率 分析에서 製造業 勤勞者의 평균임금이 1% 상승할 경우 都賣物價는 약 0.11% 내지 0.13% 상승하는 것으로 나타났다.

變動率 분석에서도 NT달러/美달러 換率의 變動이 都賣物價에 미치는 영향의 대부분은 같은 분기에 실현되는 것으로 파악되었다. 같은 분기의 換率變動率만을 說明變數로 사용한 回歸分析에서 NT달러/美달러 換率이 1% 상승할 경우 臺湾의 都賣物價는 약 0.2% 상승하는 것으로 추정되었다. 같은 분기의 換率變動率과 함께 직전 2개 분기의 換率變動率 자료를 說明變數로 사용한 결과 과거의 換率變動이 都賣物價에 미치는 영향은 극히 미미한 것으로 분석되었다[19].

이상에서 분석한 臺湾의 換率變動이 都賣物價에 미치는 영향을 요약하면 먼저 직접적인 영향으로 NT달러/美달러 換率이 1% 상승할 경우 都賣物價는 같은 분기에 약 0.11%(水準 分析), 0.20%(變動率

으로 확인되었다.

19) 物價水準 및 物價上昇率의 경우 대개 季節的인 요인이 존재하는 것으로 알려져 있다. 臺湾 都賣物價의 경우 水準分析과 變動率分析 과정에서 季節的인 요인을 파악하기 위하여 季節더미 變數를 說明變數로 사용하여 분석한 결과 그 영향은 크지 않은 것으로 파악되었다.

分析) 상승하는 것으로 파악되었다. 과거 換率變動이 都賣物價에 미치는 직접적인 영향은 크지 않은 것으로 나타났다.

間接的인 효과로서 換率變動이 輸入價格의 變動을 통하여 都賣物價에 미치는 영향을 생각해 볼 수 있다. 水準 分析의 결과에 따르면 輸入價格 1% 상승이 같은 분기와 다음 분기의 都賣物價에 미치는 상승효과는 각각 약 0.15%와 0.11%인 것으로 추정되었다[20]. 따라서 NT달러/美달러 換率 1% 상승이 臺湾의 輸入價格 상승을 통하여 都賣物價에 미치는 간접적인 상승효과는 같은 분기에 약 0.14%, 直後分期에 약 0.10%인 것으로 추산할 수 있다. 變動率 資料를 분석한 결과에서 NT달러/美달러 換率 1% 상승이 輸入價格의 상승을 통하여 간접적으로 都賣物價에 미치는 상승효과는 같은 분기에 약 0.11%, 다음 분기에 약 0.70%인 것으로 각각 추정할 수 있다.

臺湾 換率의 變動이 都賣物價에 미치는 間接的인 효과로써 製造業勤勞者의 賃金變動을 통한 효과를 생각해 볼 수 있다. 〈表 Ⅲ-2〉에서 臺湾 製造業勤勞者의 平均賃金이 1% 상승할 경우 都賣物價는 약 0.06%(水準 分析) 내지 0.11%(變動率 分析) 상승하는 것으로 나타나고 있다. 그런데 換率이 平價切下되면 都賣物價 및 消費者物價가 상승하고 이로 인하여 勤勞者의 賃金이 상승하게 될 것이다. 賃金의 상승은 다시 物價上昇의 원인으로 作用할 수 있을 것이다.

實證分析의 결과 臺湾의 消費者物價에 큰 영향을 미치는 요소는 都賣物價와 勤勞者의 賃金인 것으로 파악되었다. 〈表 Ⅲ-3〉의 水準分析의 결과에서 臺湾의 都賣物價가 1% 상승할 경우 消費者物價는 같은 분기와 미래 8개 분기에 걸쳐서 약 0.78% 내지 0.87% 상승하는 것으로 나타났다. 都賣物價 1% 상승이 消費者物價에 미치는 時差效果를 좀더 세분해 보면 都賣物價가 1% 상승한 후 같은 분기와 향후 4분기에 걸쳐서 消費者物價는 약 0.40% 내지 0.44%가 상승하

20) 〈表 Ⅲ-1〉 참조.

〈表 Ⅲ－2〉 臺湾 換率變動이 都賣物價에 미치는 影響

	水準 分析			變動率 分析		
	都賣物價 水 準	都賣物價 水 準	都賣物價 水 準	都賣物價 變 動 率	都賣物價 變 動 率	都賣物價 變 動 率
常 數	3.285	3.350	3.390	-0.006	-0.006	-0.007
	(7.215)	(6.957)	(5.735)	(-1.290)	(-1.386)	(-1.459)
輸入價格	0.153	0.158	0.159	0.120	0.112	0.110
(當期)	(3.666)	(3.622)	(3.548)	(3.011)	(2.647)	(2.567)
輸入價格	0.112	0.115	0.115	0.074	0.067	0.062
(前期)	(3.373)	(3.347)	(3.269)	(2.140)	(1.810)	(1.637)
國際油價	0.007	0.007	0.007	0.003	0.003	0.004
	(1.024)	(0.996)	(0.942)	(0.383)	(0.377)	(0.482)
通貨(M1)	0.062	0.052	0.048	0.052	0.064	0.088
	(1.707)	(1.254)	(0.908)	(0.834)	(0.963)	(1.186)
實質 GNP	-0.162	-0.146	-0.141	0.092	0.102	0.088
	(-2.548)	(-2.004)	(-1.694)	(0.404)	(0.440)	(0.372)
製 造 業	0.058	0.049	0.046	0.111	0.125	0.134
賃 金	(1.935)	(1.375)	(1.166)	(1.281)	(1.378)	(1.450)
NT달러/美달러	0.105	0.122	0.114	0.204	0.186	0.206
(當期)	(1.558)	(1.541)	(1.129)	(2.684)	(2.263)	(2.371)
NT달러/美달러		-0.039	-0.028		0.052	0.012
(前期)		(-0.445)	(-0.209)		(0.595)	(0.118)
NT달러/美달러			-0.012			0.062
(前前期)			(-0.122)			(0.766)
$\overline{R}^2$	0.989	0.988	0.988	0.546	0.535	0.527
D.W.	1.770	1.766	1.766	2.076	2.113	2.179
ρ	0.244	0.231	0.223			
	(1.110)	(1.012)	(0.952)			

註 : 1. 資料期間은 1983年 1/4分期부터 1992年 4/4分期까지, 通貨(M1)의 變動效果는 과거 8分期까지.

2. 實質 GNP와 賃金의 효과는 과거 3分期까지의 효과를 합산한 것임.

3. 이들 효과를 추정하기 위하여 2차 PDL 技法을 적용하였음.

4. 다른 사항은 〈表 Ⅲ－1〉의 註記 참조.

〈表 Ⅲ－3〉 臺湾 換率變動과 消費者物價

	水準 分析			變動率 分析		
	消費者物價 水 準	消費者物價 水 準	消費者物價 水 準	消費者物價 變動率	消費者物價 變動率	消費者物價 變動率
常 數	-1.297	-1.287	-0.977	-0.002	-0.002	-0.003
	(-1.111)	(-1.074)	(-1.644)	(-0.495)	(-0.368)	(-0.504)
都賣物價	0.442	0.440	0.400	0.587	0.662	0.368
(0～4分期 前)	(2.849)	(2.766)	(4.800)	(1.636)	(1.573)	(1.216)
都賣物價	0.427	0.422	0.378	0.671	0.704	0.462
(5～8分期 前)	(2.321)	(2.218)	(3.488)	(2.071)	(2.059)	(1.733)
製 造 業	0.392	0.392	0.390	0.241	0.229	0.254
賃 金	(18.311)	(17.528)	(18.984)	(1.998)	(1.806)	(2.109)
NT달러/美달러	-0.021	-0.025		-0.105	-0.089	
(當期)	(-0.318)	(-0.283)		(-1.125)	(-0.833)	
NT달러/美달러		0.005			-0.042	
(前期)		(0.065)			(-0.354)	
2/4分期더미	0.008	0.008	0.009	0.010	0.010	0.009
	(1.936)	(1.901)	(1.992)	(1.536)	(1.461)	(1.478)
3/4分期더미	0.015	0.015	0.015	0.011	0.010	0.010
	(2.915)	(2.861)	(2.987)	(1.837)	(1.754)	(1.752)
4/4分期더미	0.010	0.010	0.010	0.001	0.001	0.001
	(2.015)	(1.978)	(2.056)	(0.154)	(0.102)	(0.056)
$\bar{R}^2$	0.988	0.988	0.989	0.248	0.225	0.242
D.W.	1.918	1.919	1.925	1.933	1.920	1.911
ρ	0.357	0.357	0.360			
	(2.144)	(2.104)	(2.282)			

註 : 1. 資料期間은 1983年 1/4分期부터 1992年 4/4分期까지.

2. 都賣物價의 효과는 과거 8分期까지, 賃金의 효과는 과거 3分期까지의 영향을 2차 PDL 技法을 적용하여 추정한 후 합산한 것임.

3. 다른 사항에 대하여는 〈表 Ⅲ－1〉의 註記 참조.

고 향후 5분기부터 8분기에 걸쳐서 실현되는 상승효과는 약 0.3% 내지 0.43%인 것으로 추정되었다[21].

水準 分析에서 臺湾 製造業 勤勞者의 平均賃金이 1% 상승할 경우 消費者物價는 같은 분기와 향후 3개 분기에 걸쳐서 약 0.39%가 상승하는 것으로 추정되었으며 그 영향의 統計的 有意性은 매우 높은 것으로 나타났다[22].

NT달러/美달러 換率水準의 變動이 臺湾 消費者物價 水準에 미치는 직접적인 영향은 크지 않은 것으로 나타났다. 같은 분기의 換率資料만을 說明變數로 사용한 回歸分析에서 NT달러/美달러 換率이 1% 상승할 경우 臺湾 消費者物價는 약 0.02% 하락하는 것으로 나타나고 있으나 그 統計的 有意性은 상당히 낮다. 直前分期 및 前前分期 등 과거의 換率資料들을 消費者物價의 說明變數로 사용한 분석에서도 NT달러/美달러 換率의 變動이 臺湾 消費者物價에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 나타났다.

變動率 分析에서는 臺湾의 都賣物價 1% 상승으로 인하여 消費者物價에 미치는 상승효과는 같은 분기와 미래 8개 분기에 걸쳐서 약 0.83% 내지 1.36%인 것으로 파악되었다. 製造業 勤勞者의 평균임금이 1% 상승할 경우 消費者物價는 같은 분기와 미래 3개 분기 등 4개 분기에 걸쳐서 약 0.23% 내지 0.25% 상승하는 것으로 추정되었다.

變動率 分析에서 같은 분기의 換率變動率만을 說明變數로 사용할 경우 NT달러/美달러 換率 1% 상승으로 인한 臺湾 消費者物價의 하락효과는 약 0.1%인 것으로 나타났다. 그러나 그 統計的 有意性은 그다지 높지 않으며 NT달러貨가 平價切下됨으로써 臺湾의 消費者物

21) 과거 8분기보다 이전의 都賣物價 資料를 消費者物價를 설명하기 위한 변수로 추가할 경우 그 영향을 나타내는 係數 推定値의 값은 작고 統計的 有意性은 낮은 것으로 파악되었다.

22) 輸入物價나 通貨供給量 및 實質 GNP 등이 臺湾 消費者物價에 미치는 직접적인 영향은 크지 않은 것으로 파악되었다.

價가 하락하는 직접적인 이유도 생각해 보기 어렵다. 과거의 換率變動率 자료를 消費者物價의 變動率을 설명하기 위한 변수로 추가할 경우 그 영향을 나타내는 係數 推定値들의 절대값은 크지 않으며 統計的 有意性도 높지 않은 것으로 분석되었다.

NT달러/美달러 換率 1% 상승이 臺湾 消費者物價에 미치는 직접적인 효과를 무시하면 都賣物價의 상승을 통한 간접적인 상승효과는 水準 分析 결과에서 같은 분기와 향후 9개 분기에 걸쳐서 약 0.27% 정도 상승하는 것으로 추산할 수 있다. 變動率 分析의 결과에서는 NT달러/美달러 換率 1% 상승이 都賣物價의 상승을 통하여 消費者物價에 미치는 상승효과는 같은 분기와 향후 9개 분기에 걸쳐 약 0.32%인 것으로 추산된다.

臺湾 製造業 勤勞者의 平均賃金에 가장 큰 영향을 미치는 經濟變數는 消費者物價와 實質 GNP인 것으로 분석되었다. NT달러/美달러 換率의 변동이 臺湾 製造業 근로자의 賃金에 미치는 직접적인 영향은 크지 않은 것으로 나타났다.

賃金 水準 자료를 분석한 결과 〈表 Ⅲ－4〉에서 보는 바와 같이 臺湾의 消費者物價가 1% 상승할 경우 製造業 勤勞者의 평균임금은 直後 分期에 약 1.3% 내지 1.4% 상승하는 것으로 나타났다. 같은 분석에서 臺湾의 實質 GNP가 1% 상승할 경우 製造業 勤勞者의 평균임금은 직후 分期에 약 0.36% 내지 0.58% 상승하는 관계에 있는 것으로 파악되었다. 같은 分期의 換率 水準을 平均賃金의 說明變數로 사용한 분석에서 NT달러/美달러 換率이 1% 상승할 경우 製造業의 平均賃金은 약 0.45% 하락하는 것으로 나타났다. 그러나 NT달러貨의 平價切下가 賃金을 하락시키는 요인으로 작용하는 것으로 보기는 어렵다. 같은 분기와 직전 분기의 換率水準 자료를 동시에 說明變數로 사용한 분석에서 이들 변수의 영향을 표시하는 係數 추정치들의 統計的 有意性은 높지 않은 것으로 나타났다.

變動率 分析에서 臺湾 消費者物價 1% 상승이 製造業 勤勞者의 평

〈表 Ⅲ－4〉 臺湾 換率變動과 製造業 賃金

	水準 分析			變動率 分析		
	賃金水準	賃金水準	賃金水準	賃金變動率	賃金變動率	賃金變動率
常 數	-1.727	-1.604	-4.742	0.122	0.123	0.122
	(-0.902)	(-0.861)	(-6.541)	(3.531)	(3.490)	(3.572)
消費者物價	1.408	1.299	1.342	1.236	1.233	1.235
(直 前 期)	(5.892)	(5.255)	(5.398)	(2.670)	(2.635)	(2.723)
實質 GNP	0.358	0.405	0.576	1.402	1.395	1.403
(直 前 期)	(2.404)	(2.703)	(7.798)	(2.016)	(1.983)	(2.160)
失 業 率	-0.014	-0.009	-0.067	0.024	0.025	0.024
	(-0.361)	(-0.253)	(-3.187)	(0.568)	(0.584)	(0.610)
NT달러/美달러	-0.450	0.107		-0.003	0.122	
(當 期)	(-1.675)	(0.181)		(-0.007)	(0.187)	
NT달러/美달러		-0.543			-0.154	
(前 期)		(-1.048)			(-0.245)	
2/4分期더미	-0.110	-0.112	-0.108	-0.218	-0.219	-0.218
	(-4.273)	(-4.249)	(-4.175)	(-3.406)	(-3.366)	(-3.452)
3/4分期더미	-0.118	-0.123	-0.092	-0.172	-0.174	-0.172
	(-3.762)	(-3.897)	(-3.311)	(-4.643)	(-4.566)	(-4.728)
4/4分期더미	-0.132	-0.136	-0.129	-0.164	-0.165	-0.164
	(-5.145)	(-5.152)	(-5.013)	(-2.582)	(-2.555)	(-2.660)
$\overline{R}^2$	0.955	0.955	0.953	0.630	0.622	0.639
D.W.	2.000	1.976	1.995	2.091	2.089	2.091
ρ	0.083	0.042	0.123	-0.629	-0.630	-0.629
	(0.540)	(0.269)	(0.749)	(-5.193)	(-5.141)	(-5.259)

註 : 1. 資料期間은 1980年 1/4分期부터 1992年 4/4分期까지.

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

3. 다른 사항에 대하여는 〈表 Ⅲ－1〉의 註記 참조.

균임금에 미치는 상승효과는 直後 분기에 약 1.23% 내지 1.24%에 이르는 것으로 파악되었다. 또한 臺湾 實質 GNP 1% 상승으로 인한 製造業 평균임금의 상승효과는 直後分期에 약 1.4%인 것으로 분석되었다. NT달러/美달러 換率의 변동이 臺湾 製造業 勤勞者의 賃金에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 나타났다. 水準分析과 變動率分析에서 臺湾 製造業 平均賃金은 높은 季節變動性을 보이고 있다. 이는 아직도 中國民族 최대의 명절인 舊正이 대개 매년 1/4分期에 해당되고 臺湾 企業들은 대개 이때에 勤勞者들에게 「보너스」(bonus)를 지급하기 때문이다.

5. 換率切上과 生産要素 價格 調整

앞에서 분석한 臺湾 換率과 輸入價格, 都賣物價 消費者物價 및 製造業 平均賃金과의 관계를 기초로 NT달러/美달러 換率 1% 상승으로 인한 각 原價要素 價格의 조정상황을 산출한 결과는 〈表 Ⅲ-5〉 및 〈表 Ⅲ-6〉에 정리되어 있다. 이들 表의 각 時差分期의 原價要素 價格 조정수준을 산출함에 있어서 換率變動의 직접적인 효과와 함께 각 原價要素 價格 상호간의 영향으로 인한 간접적인 효과도 고려하였다.

먼저 水準分析의 결과를 기초로 산출한 〈表 Ⅲ-5〉에서 NT달러/美달러 換率이 1% 상승(NT달러 平價切下)할 경우 NT달러貨로 표기된 臺湾의 輸入價格은 長·短期的으로 약 0.94% 상승하는 것으로 나타나고 있다[23]. 〈表 Ⅲ-1〉의 水準分析에서 NT달러/美달러 換率 1%

23) 엄격히 말하면 換率과 輸入價格의 自然對數 사이의 관계이므로 통상적인 % 變動으로 표현하는 것은 잘못이다. 그러나 數値가 작을 경우(10% 이하) 自然對數의 差異와 變動率은 큰 차이가 없기 때문에 여기서는 두 數値를 혼용하

〈表 Ⅲ－5〉 臺湾 換率變動과 原價要素 價格 調整 過程

(水準 分析: NT달러/美달러 換率 1% 上昇의 效果)

(單位 : %)

時差分期	輸入價格	都賣物價	消費者物價	製造業 賃金
0分期 後	0.9361	0.2485	0.0214	0.0000
1分期 後	0.9361	0.3534	0.0423	0.0287
2分期 後	0.9361	0.3538	0.0545	0.0567
3分期 後	0.9361	0.3548	0.0894	0.0731
4分期 後	0.9361	0.3562	0.1388	0.1200
5分期 後	0.9361	0.3577	0.1909	0.1863
6分期 後	0.9361	0.3599	0.2436	0.2561
7分期 後	0.9361	0.3632	0.2954	0.3268
8分期 後	0.9361	0.3668	0.3396	0.3963
9分期 後	0.9361	0.3706	0.3670	0.4556
10分期 後	0.9361	0.3742	0.3879	0.4924
11分期 後	0.9361	0.3773	0.4061	0.5205
12分期 後	0.9361	0.3796	0.4205	0.5449
16分期 後	0.9361	0.3844	0.4552	0.6020
20分期 後	0.9361	0.3866	0.4714	0.6285
24分期 後	0.9361	0.3875	0.4785	0.6403
28分期 後	0.9361	0.3880	0.4818	0.6456
32分期 後	0.9361	0.3882	0.4832	0.6480
36分期 後	0.9361	0.3883	0.4838	0.6490
40分期 後	0.9361	0.3883	0.4841	0.6495

註 : 각 時差分期까지 조정된 比率累計를 표시함.

상승으로 인한 臺湾 輸入價格의 상승효과는 같은 分期에 약 0.94%로 나타나고 있다. 臺湾 國內의 都賣物價나 消費者物價 및 製造賃金 등 다른 原價要素 價格의 變動이 輸入品의 價格에 미치는 영향은 크

였다.

지 않을 것이다. 따라서 換率의 變動이 輸入價格에 미치는 直接的인 효과만을 長期效果로 보아도 큰 무리가 없을 것으로 판단된다.

NT달러가 美國 달러에 대하여 1% 平價切下될 경우 臺湾 都賣物價는 같은 分期에 약 0.25% 상승하는 것으로 나타나고 있다. 이는 NT달러/美달러 換率의 變動이 都賣物價에 미치는 直接的인 효과와 輸入價格의 變動을 통한 間接的인 효과를 합한 것이다. NT달러 平價切下 이후 1分期까지 臺湾의 都賣物價는 약 0.35% 상승하고 2分期 後부터는 製造業 勤勞者의 賃金上昇으로 인한 영향을 받아 점진적으로 상승하여 40分期(10년) 後에는 약 0.39% 상승하는 것으로 나타나고 있다. 水準 分析에서 NT달러/美달러 換率變動의 결과 臺湾 都賣物價가 조정되기까지의 時差는 크지 않은 것으로 판단된다. 〈表 Ⅲ-5〉에서 NT달러貨 平價切下 이후 이로 인한 長期的인 都賣物價 상승비율의 90% 이상이 같은 분기와 直後分期에 상승하는 것으로 나타나고 있다.

NT달러/美달러 換率의 상승이 臺湾의 消費者物價와 製造業 賃金에 미치는 상승효과는 상당히 큰 시차를 두고 나타나는 것으로 분석되었다. NT달러/美달러 換率이 1% 상승할 경우 같은 分期의 臺湾 消費者物價에 미치는 상승효과는 약 0.02%인 것으로 나타나고 있다. 換率 1% 切下 後 4分期(1년)까지 消費者物價 상승은 약 0.14%에 불과하며 長期的 상승비율 약 0.48%의 절반인 0.24%가 조정되기까지는 1년 반(6分期)이 소요되는 것으로 추정되었다.

NT달러/美달러 換率의 변동으로 인한 臺湾 製造業 勤勞者의 賃金變動에 미치는 효과는 더욱 긴 시차를 두고 나타나는 것으로 분석되었다. NT달러/美달러 換率 1% 상승으로 인한 臺湾 製造業賃金의 長期的인 상승효과는 약 0.65%이다. 그런데 換率 1% 상승 이후 3分期까지 賃金上昇은 약 0.07%인 것으로 나타나고 있다. 換率切下로 인한 長期的인 賃金上昇 비율의 절반인 약 0.33%까지 조정되는 데에는 7分期의 시차가 있으며 90%인 약 0.58% 상승하기까지는 3년 이

상의 시차가 있는 것으로 추산되었다.

각 原價要素 價格 變動率 分析의 결과를 기초로 한 추정결과인 〈表 Ⅲ－6〉에서 NT달러/美달러 換率 1% 상승으로 인한 臺湾 輸入價格의 長·短期 상승효과는 약 0.93%인 것으로 파악되었다. 水準 分析

〈表 Ⅲ－6〉 臺湾 換率變動과 原價要素 價格 調整 過程

(變動率 分析: NT달러/美달러 換率 1% 上昇의 效果)

(單位 : %)

時差分期	輸入價格	都賣物價	消費者物價	製造業 賃金
0分期 後	0.9338	0.3162	0.0115	0.0000
1分期 後	0.9338	0.3858	0.0333	0.0142
2分期 後	0.9338	0.3867	0.0640	0.0411
3分期 後	0.9338	0.3885	0.1032	0.0791
4分期 後	0.9338	0.3917	0.1504	0.1275
5分期 後	0.9338	0.3962	0.2041	0.1858
6分期 後	0.9338	0.4018	0.2628	0.2521
7分期 後	0.9338	0.4084	0.3250	0.3244
8分期 後	0.9338	0.4158	0.3890	0.4009
9分期 後	0.9338	0.4238	0.4184	0.4794
10分期 後	0.9338	0.4314	0.4390	0.5148
11分期 後	0.9338	0.4379	0.4577	0.5390
12分期 後	0.9338	0.4428	0.4736	0.5606
16分期 後	0.9338	0.4511	0.5121	0.6094
20分期 後	0.9338	0.4557	0.5309	0.6299
24分期 後	0.9338	0.4559	0.5373	0.6351
28分期 後	0.9338	0.4560	0.5393	0.6361
32分期 後	0.9338	0.4560	0.5398	0.6362
36分期 後	0.9338	0.4560	0.5398	0.6362
40分期 後	0.9338	0.4560	0.5399	0.6362

註 : 각 時差分期까지 조정된 比率累計를 표시함.

에서와 마찬가지로 다른 原價要素 價格의 상승이 輸入價格에 미치는 間接的인 효과는 고려하지 않았다.

變動率 分析의 결과에서 NT달러 平價切下로 인한 臺湾 都賣物價의 상승효과는 보다 긴 시차를 두고 나타나는 것으로 파악되었다. NT달러/美달러 換率 1% 상승이 臺湾 都賣物價에 미치는 長期 상승효과는 약 0.46%이다. 이 중 약 0.32%는 환율상승과 같은 분기에 상승하지만 長期 상승분의 90%인 0.4%까지 상승하는 데에는 8개 分期의 시차가 걸리는 것으로 나타나고 있다.

水準 分析의 결과에서와 마찬가지로 NT달러/美달러 換率上昇으로 인한 臺湾 消費者物價 및 製造賃金의 상승효과는 都賣物價의 상승효과에 비하여 보다 긴 시차를 두고 나타나는 것으로 파악되었다. NT달러/美달러 換率이 1% 상승할 경우 臺湾의 消費者物價는 長期的으로 약 0.54% 상승한다. 이 중 약 0.01%만이 換率變動과 같은 분기에 상승하고 換率 상승 후 4分期까지 消費者物價의 상승효과는 약 0.15%인 것으로 추산되었다. NT달러/美달러 換率로 인한 長期 消費者物價 상승효과의 50%가 나타나는 데에는 7分期가 소요되며 90%까지 조정되는 데에는 3년 이상의 시차가 있는 것으로 분석되었다.

NT달러/美달러 換率이 상승할 경우 臺湾 製造賃金에 미치는 短期的인 상승효과는 크지 않은 것으로 나타나고 있다. NT달러/美달러 換率이 1% 상승한 후 3分期까지 臺湾 製造業 賃金에 미치는 상승효과는 약 0.08%에 불과한 것으로 파악되었다. 그러나 臺湾의 換率切下로 인한 長期的인 製造賃金 상승효과는 상당히 큰 것으로 나타났다. 즉 NT달러/美달러 換率이 1% 상승할 경우 臺湾의 製造業 平均賃金은 長期的으로 약 0.64% 상승하게 된다. 이 중 50%인 0.32%는 換率切下 後 7分期까지 조정되고 90%인 0.58%까지 상승하는 데에는 약 3년 반의 기간이 소요되는 것으로 분석되었다.

앞에서 분석한 臺湾의 換率變動과 輸出品 原價要素 價格 조정과의 관계를 요약하면 NT달러/美달러 換率變動이 臺湾 輸入價格(NT달러

貨 표시)에 미치는 시차효과는 크지 않은 것으로 파악되었다. 그러나 換率變動이 都賣物價나 消費者物價 및 製造業 勤勞者의 賃金에 미치는 時差效果는 상당히 큰 것으로 나타났다. 특히 換率變動으로 인한 消費者物價와 製造業賃金의 상승효과는 상당히 긴 시차를 두고 나타나는 것으로 파악되었다. 이들 두 原價要素 價格의 경우 換率變動으로 인한 長期的인 變動效果의 50%까지 조정되는 데에는 換率變動 後 약 2년이 소요되는 것으로 나타났다.

이와 같이 換率變動으로 인한 輸出品 原價要素 價格에 미치는 효과가 긴 時差를 두고 나타날 경우 輸出競爭力의 유지와 관련하여 換率調整의 속도 문제가 제기될 수 있다. 즉 換率을 일시에 대폭적으로 조정할 경우 輸出企業들은 일시적으로 輸出價格을 長期的으로 적정한 수준 이상으로 인상하게 되고 따라서 外國「바이어」들의 이탈을 가속화시킬 우려가 있다. 일단 단절된 外國의「바이어」들과의 거래관계는 生産要素 價格이 하락함에 따라 輸出價格을 하향조정하더라도 회복되기 어려울 수 있다. 그러나 換率의 平價切上으로 인한 生産要素 價格의 하락효과가 나타나는 속도를 감안하여 점진적으로 換率切上을 단행할 경우 결과적으로 같은 비율만큼의 換率切上을 단행하더라도 급격한 輸出價格의 상승을 방지할 수 있고 따라서 外國「바이어」들의 이탈을 어느 정도 피할 수 있을 것이다. 이와 같은 의미에서 換率切上의 속도는 輸出競爭力에 영향을 미칠 수 있을 것이다.

그렇다면 臺湾의 경우 換率 平價切上의 속도를 조절함으로써 실제로 輸出에 어느 정도 도움을 줄 수 있었는가? 이 질문에 대한 해답을 얻기 위해서는 먼저 臺湾 輸出價格과 輸出物量의 決定要因에 대한 實證的인 分析이 필요하다. 따라서 다음에서는 臺湾 輸出價格과 輸出物量의 결정요인을 실제 資料를 사용하여 분석하고 그 결과를 이용하여 換率 平價切上 방법을 달리함에 따라 輸出物量과 輸出金額이 어떻게 달라지는가를 분석해 보기로 하겠다.

第 Ⅳ 章 臺灣의 換率 變動과 輸出價格 調整

1. 輸出價格 方程式의 定立

臺湾 換率의 變動이 輸出價格에 미치는 영향을 分析하기 위하여 먼저 輸出價格을 결정하는 요소들을 생각해 보자. 일반적으로 商品의 價格에 영향을 미치는 요소로서 그 商品에 대한 需要와 그 商品의 生産原價를 들 수 있을 것이다. 그런데 商品에 대한 需要는 去來가 형성되기 이전의 개념으로 측정하기 어려운 점이 있기 때문에 실제로 去來가 이루어진 數量을 기준으로 판단하는 것이 보통이다. 商品의 製造原價를 構成하는 항목으로 材料費와 勞務費 및 經費 등이 있는바 이들 原價要素들의 價格에 영향을 미치는 變數에는 輸入品의 價格과 都賣 및 消費者物價와 製造業 賃金 및 利子率 등이 있음은 앞에서 설명한 바와 같다[1]. 이 밖에도 外國通貨로 표시된 輸出價格에 영향을 미치는 요소로 自國通貨와 外國通貨 사이의 換率을 생각해 볼 수 있다. 또한 우리나라와 臺湾과 같이 輸出品을 생산하기 위하여 日本으로부터 輸入되는 部品 등 中間材에 대한 의존도가 높은 경우 엔/달러 換率의 變動은 輸出價格에 상당히 큰 영향을 미치는

1) 엄격한 의미에서 輸出品을 생산하기 위하여 투입되는 勞務費는 勤勞者의 賃金 이외에도 勞動生産性의 변동에 따라 큰 영향을 받을 수 있다. 즉 賃金이 상승하더라도 勞動生産性이 같은 비율만큼 상승하면 단위당 製品生産을 위하여 投入되는 勞務費에는 변동이 없을 것이다. 실제 분석에 있어서 臺湾의 勞動生産性 資料를 구하려고 많은 노력을 하였으나 분석 대상 전체기간의 자료를 구할 수 없었다. 本 硏究에서는 製造業 勤勞者들의 평균 賃金만이 輸出品 勞務費를 결정하는 요소로 가정하고 분석하였다.

것으로 파악되고 있다[2].

이와 같은 사항들을 고려하여 臺湾 輸出價格을 결정하는 函數를 다음과 같이 정의해 볼 수 있다[3].

$$XP = F(XQ, C(MP, WP, WG, IR), TS, YS) \cdots\cdots\cdots\cdots \quad (\text{Ⅳ}-1)$$

여기서 XP는 臺湾 輸出價格(美國 달러 表示)

XQ는 臺湾 輸出物量

C(·)는 輸出品 製造原價

MP는 臺湾 輸入價格(NT달러 表示)

WP는 臺湾 都賣物價

WG는 臺湾 製造業 勞務費

IR은 臺湾 利子率

TS는 NT달러/美달러 換率

YS는 엔/달러 換率

輸出價格 函數를 식 (Ⅳ-1)과 같이 정의할 때 각 要素의 水準의 變動이 輸出價格 水準에 미치는 영향을 파악하기 위한 對數 線型計

2) 우리나라 輸出價格은 엔/달러 換率이 1% 상승할 경우 약 0.12% 내지 0.33% 하락하는 것으로 분석되었다(金宗萬, 『日本 換率政策의 方向과 우리나라 輸出入에 미치는 影響』, 1993, p. 136 〈表 A-3〉 참조). 이와 같이 엔/달러 換率의 상승이 우리나라 輸出價格의 하락요인으로 작용하는 원인은 복합적인 것으로 판단된다. 日本 엔貨가 平價切下되어 日本 輸出品의 價格이 하락할 경우 日本으로부터 輸入하는 中間材의 價格이 하락하므로 우리나라 輸出品 製造原價는 하락할 것이고 따라서 輸出品의 出荷價格을 인하할 수 있는 여유가 발생할 것이다. 또한 海外市場에서 日本 製品과 우리나라 輸出品이 競爭關係에 있는 경우 엔貨의 平價切下로 日本 輸出品의 價格이 하락하면 우리나라 輸出品의 價格도 인하하지 않으면 안 될 것이다.

3) 輸出價格 函數의 형태에 대하여 金宗萬, 『換率, 金利, 및 賃金變動이 우리나라 輸出에 미치는 影響』, 1992 및 金宗萬, 『日本 換率政策의 方向과 우리나라 輸出入에 미치는 影響』, 1993 참조.

量模型(log linear econometric model)은 다음 식 (Ⅳ-2)와 같이 정의된다.

$$xp_t = \alpha + \sum_{h=0}^{a} \beta_h xq_{t-h} + \sum_{i=0}^{b} \gamma_i mp_{t-i} + \sum_{j=0}^{c} \delta_j wp_{t-j} + \sum_{k=0}^{d} \phi_k wg_t - k$$

$$+ \sum_{l=0}^{e} \theta_l ir_{t-l} + \sum_{m=0}^{f} \phi_l ts_{t-m} + \sum_{n=0}^{g} \phi_n ys_{t-n} + \varepsilon_t \cdots\cdots\cdots\cdots \quad (Ⅳ-2)$$

여기서 소문자로 표시된 xp_t, xq_t 등은 각각 t 期에 있어서 식 (Ⅳ-1)의 XP, XQ 등의 自然對數, β_h, γ_i, δ_j 등은 각각 h, i, j 期 前의 要素變動이 輸出價格에 미치는 영향을 표시하는 係數, ε_t는 通常的인 計量模型의 誤差項이다.

각 要素의 變動率과 輸出價格變動率 사이의 關係를 파악하기 위한 計量模型은 다음 식 (Ⅳ-3)과 같이 정리할 수 있다[4].

$$dxp_t = \alpha + \sum_{h=0}^{a} \beta_h dxq_{t-h} + \sum_{i=0}^{b} \gamma_i dmp_{t-i} + \sum_{j=0}^{c} \delta_j dwp_{t-j} + \sum_{k=0}^{d} \phi_k dwg_{t-k}$$

$$+ \sum_{l=0}^{e} \theta_l dir_{t-l} + \sum_{m=0}^{f} \phi_l dts_{t-m} + \sum_{n=0}^{g} \phi_n dys_{t-n} + \varepsilon_t \cdots\cdots\cdots\cdots (Ⅳ-3)$$

여기서 dxp_t, dxq_t 등은 각각 $xp_t - xp_{t-1}$, $xq_t - xq_{t-1}$ 등 1次 差分을 표시한다.

實際 資料를 사용하여 輸出價格 方程式 (Ⅳ-2) 및 (Ⅳ-3)을 추정하는 데에는 몇 가지 고려해야 할 점이 있다.

---

4) 각 變數의 自然對數의 水準이 不安定的(nonstationary)일 경우 水準變動 사이의 관계를 분석한 결과는 共積分(cointegration) 관계가 존재하지 않는 한 係數의 추정치에 오류가 발생할 위험이 있다.

먼저 分析對象 資料의 期間을 어떻게 잡을 것이냐는 점에 대하여 결정하여야 한다. 經濟變數 사이의 관계는 政策이나 經濟環境이 달라짐에 따라 변하는 것으로 알려져 있다[5]. 따라서 오래전 과거의 資料를 分析對象에 포함시킬 경우 經濟政策이나 環境이 변한 현재의 상황과는 다른 분석결과를 얻게될 우려가 있다. 그러나 가장 최근의 資料만을 分析對象으로 할 경우 資料의 불충분으로 의미있는 결과를 얻지 못할 우려가 있다. 이와 같은 점들을 고려하여 본 硏究에서는 1980년 1/4分期부터 1992년 4/4分期까지 13년간의 分期間 資料를 分析對象으로 하였다.

다음으로 한 나라가 輸出하는 商品에는 여러 가지가 있고 각각의 價格 또한 상이한데 이 중 어떤 商品의 價格과 數量을 대상으로 分析할 것인가 하는 문제가 발생한다. 이 문제에 대하여는 대다수 국가의 경우 전체적인 輸出의 物量과 價格의 변동을 대표하는 指數들을 산정하여 발표하고 있는데 본 硏究에서는 臺湾 政府가 발표하는 輸出 價格指數와 輸出 物量指數를 분석의 대상으로 하였다.

輸出價格과 勞務費와의 관계에 있어서 輸出品 製造原價에 포함되는 勞務費는 勤勞者의 賃金을 勞動生産性으로 나눈 賃金「코스트」(cost)가 가장 적절한 지표가 될 것이다. 그런데 臺湾 製造業 勤勞者의 勞動生産性에 대한 資料는 分析對象 전체 기간의 자료를 입수할 수 없었다. 따라서 臺湾 製造業 勤勞者의 平均賃金을 勞務費 대신 사용하였다.

計量經濟學 技術的인 문제로 商品의 價格과 去來數量이 각각 獨立的으로 결정되는 것이 아니고 상호간에 영향을 미치면서 동시에 결정되는 變數들이다. 따라서 어떤 商品의 價格 方程式과 數量 方程式은 동시에 결정되는 전형적인 聯立方程式이다. 이때 價格 方程式과 數量 方程式을 각각 독립적으로 推定할 경우 聯立方程式 偏倚

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

(simultaneous equation bias)가 발생할 우려가 있다. 聯立方程式 偏倚를 피하기 위해서는 手段變數(instrumental variable)를 사용한 2段階 推定技法(two stage estimation method)을 적용하여야 한다. 그러나 輸出의 경우 같은 分期의 價格變動과 數量變動 사이의 相關關係가 보통 商品의 경우와는 달리 크지 않기 때문에 각각의 方程式을 분리하여 獨立的으로 推定하여도 聯立方程式 偏倚는 크지 않을 것으로 판단된다[6]. 따라서 본 硏究에서는 臺湾 輸出의 價格 方程式과 數量 方程式을 通常的인 回歸分析技法을 사용하여 추정하였다[7].

2. 輸出價格 方程式의 推定結果

각 經濟變數의 水準 및 變動率이 臺湾 輸出價格의 水準 및 變動率에 미치는 영향을 측정하기 위한 計量模型을 식 (Ⅳ-2) 및 (Ⅳ-3)과 같이 정립할 때 實際 資料를 사용하여 추정한 결과는 〈表 Ⅳ-1〉과 〈表 Ⅳ-2〉에 정리되어 있다.

臺湾 輸出價格과 각 說明變數 사이의 時差關係를 파악하기 위하여 輸入價格, 都賣物價 및 製造業 賃金의 상이한 時差資料를 說明變數로 사용하였다. 각 說明變數에 대하여 다른 時差資料를 사용하면 경우의 수가 너무 많아지므로 이를 줄이기 위하여 輸出物量은 과거 5分期까지의 資料를 說明變數로 사용하였으며 利子率 및 엔/달러 換

6) 우리나라 輸出의 경우 輸出價格 方程式과 輸出物量 方程式의 推定誤差 사이의 相關關係係數는 약 -0.2 내지 -0.01로 나타나고 있기 때문에 2段階推定技法을 적용한 결과와 두 方程式을 각각 獨立的으로 추정한 결과는 큰 차이가 없었다. 金宗萬, 『換率, 金利 및 賃金變動이 우리나라 輸出에 미치는 영향』, 1992 참조.

7) 2段階推定技法을 적용할 경우 어떤 變數를 手段變數로 사용할 것이냐는 새로운 문제가 발생한다.

率은 각각 같은 分期의 資料만을 說明變數로 사용하는 범위로 한정하였다. 또한 NT달러/美달러 換率資料는 같은 分期와 直前 分期의 資料를 說明變數로 사용하였다[8].

먼저 첫번째(1) 分析에서는 輸入價格, 都賣物價 및 製造業 賃金 자료 중 같은 분기와 直前 分期의 資料만을 輸出價格을 說明하기 위한 變數로 사용하였다. 그 결과 輸入價格의 변동이 輸出價格에 미치는 영향은 크지 않는 것으로 나타났으며 直前 分期의 都賣物價 및 製造業 賃金의 變動이 輸出價格에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 나타났다[9].

두번째(2) 分析에서는 같은 分期의 輸入價格 자료를 說明變數에서 제외한 대신 前前 分期의 輸入價格을 說明變數로 사용하였다. 그 결과 直前 및 前前 分期 輸入價格의 상승이 輸出價格에 미치는 상승효과는 상당히 큰 것으로 나타났다. 이 分析에서 같은 分期 都賣物價의 상승이 輸出價格에 미치는 상승효과는 상당히 큰 것으로 나타났으나 直前 分期 都賣物價 상승의 영향은 크지 않은 것으로 파악되었다. 또한 같은 分期 및 直前 分期 製造業 賃金 상승으로 인한 輸出價格의 상승효과는 상당히 큰 것으로 추정되었다.

보다 과거의 製造業 賃金 상승이 輸出價格에 미치는 영향을 파악하기 위하여 세번째(3) 分析에서는 前前 分期의 賃金 資料를 說明變數로 추가하였다. 그 결과 前前 分期 製造業 賃金 상승으로 인한 輸出價格의 상승효과는 상당히 큰 것으로 나타났다.

---

8) 輸入價格, 利子率, 엔/달러 및 NT달러/美달러 換率資料의 경우 〈表 Ⅳ-1〉의 分析에서 사용한 資料 이외에 보다 과거의 資料를 說明變數로 사용하여도 전체적인 推定의 適合性은 크게 변하지 않고 추가된 資料의 係數推定値들은 統計的 有意性이 높지 않은 것을 확인하였다.

9) 臺湾 消費者物價의 變動이 輸出價格에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 확인되었다. 또한 輸出商品의 製造原價에 미치는 영향은 消費者物價보다는 都賣物價 쪽이 보다 클 것으로 판단된다. 따라서 消費者物價 資料는 說明變數에서 제외하였다.

〈表 Ⅳ－1〉 臺湾 輸出價格 水準 方程式 推定 結果

	輸出價格(1)	輸出價格(2)	輸出價格(3)	輸出價格(4)
常 數	4.8261	1.2781	1.1469	1.1667
	(2.9633)	(1.1775)	(1.0683)	(1.0982)
輸出物量	0.0409	0.4940	0.4972	0.4935
(0～5分期)	(0.8276)	(4.7906)	(4.8866)	(4.9128)
輸入價格	-0.0250			
(當 期)	(-0.3325)			
輸入價格	0.0779	0.0807	0.0708	0.0641
(前 期)	(1.0339)	(1.5772)	(1.3883)	(1.3351)
輸入價格		0.1326	0.1378	0.1346
(前前期)		(3.0640)	(3.2010)	(3.2524)
都賣物價	0.5834	0.5594	0.5214	0.4794
(當 期)	(1.9427)	(3.0118)	(2.8208)	(3.1716)
都賣物價	0.1840	-0.0596	-0.0599	
(前 期)	(0.5958)	(-0.4748)	(-0.4838)	
製造業賃金	0.0251	0.0820	0.0878	0.0860
(當 期)	(1.3638)	(4.9069)	(5.1737)	(5.2198)
製造業賃金	-0.0029	0.0383	0.0484	0.0477
(前 期)	(-0.1450)	(2.4707)	(2.8699)	(2.8671)
製造業賃金			0.0188	0.0187
(前前期)			(1.3991)	(1.4144)
利子率	0.2189	0.4919	0.5247	0.4848
(當 期)	(0.5079)	(1.3101)	(1.4157)	(1.3376)
NT달러/美달러	-0.7390	-0.4932	-0.4616	-0.4572
(當 期)	(-4.5596)	(-3.9256)	(-3.6641)	(-3.6836)
NT달러/美달러	-0.1737	-0.1758	-0.1800	-0.1844
(前 期)	(-1.1655)	(-1.6522)	(-1.7150)	(-1.7932)
엔/달러 換率	-0.0251	-0.0593	-0.0700	-0.0670
(當 期)	(-0.6160)	(-1.8130)	(-2.1151)	(-2.0698)
$\overline{R}^{2}$ [1]	0.9934	0.9959	0.9960	0.9961
D.W.[2]	1.7255	2.1154	2.1826	2.2055
ρ[3]	0.5978	0.9773	0.9786	0.9772
	(3.3384)	(87.6334)	(95.7008)	(99.2325)

註 : 1. 資料期間은 1980년 1/4分期부터 1992년 4/4分期까지. 2. 誤差項의 1차 自己相關關係를 수정하기 위하여 Cochrane-Orcutt 技法을 적용하였음. 3. 輸出物量效果는 과거 5分期까지 2차 PDL 技法을 적용하여 추정한 영향을 합산한 것임. 4. ( ) 안의 숫자는 추정된 係數의 t 統計. 1) $\overline{R}^2$은 自由度 조정 후 R^2. 2) D.W.는 Durbin-Watson 統計. 3) ρ는 誤差項의 1차 自己相關係數.

〈表 Ⅳ－1〉에서 여러 가지 추정의 결과를 비교해 보면 模型推定의 適合性, 각 要素價格과 輸出價格과의 理論的인 관계 등을 고려할 때 네번째(4) 추정이 가장 적절한 것으로 판단된다. 이 分析에서는 直前 2分期의 輸入價格과 같은 分期의 都賣物價 및 같은 分期와 直前 2分期의 製造業 賃金資料를 說明變數로 사용하였다. 추정의 결과에서 각 原價要素와 輸出價格과의 관계를 정리하면 먼저 臺湾 輸入價格이 1% 상승하면 輸出價格은 直後 分期와 直後 2分期에 걸쳐서 약 0.2% 상승하는 관계에 있는 것으로 파악되었다. 臺湾 都賣物價 1% 상승으로 인한 輸出價格에 미치는 상승효과는 같은 分期에 약 0.47%인 것으로 추정되고 있다. 臺湾 製造業 勤勞者의 평균임금이 1% 상승할 경우 輸出價格은 같은 分期와 차후 2개 分期에 걸쳐서 약 0.15% 상승하는 관계에 있는 것으로 나타났다. 또한 臺湾 銀行의 短期 貸出 金利가 1% 상승할 경우 輸出價格은 약 0.48% 상승하는 것으로 나타났다.

NT달러/美달러 換率이 1% 상승으로 인하여 臺湾 輸出價格에 미치는 直接的인 하락효과는 같은 분기에 약 0.46%, 直後 分期에 약 0.18%인 것으로 추정되었다. 엔/달러 換率이 1% 상승(엔貨의 平價切下)할 경우 臺湾 輸出價格은 같은 分期에 약 0.07% 하락하는 관계에 있는 것으로 추정되었다.

變動率 分析에서도 水準 分析에서와 마찬가지로 각 原價要素의 變動率과 輸出價格 變動率 사이의 時差關係를 파악하기 위하여 여러 가지 다른 時差의 資料를 說明變數로 사용하여 回歸方程式을 추정해 보았다. 그 결과 水準 分析에서와 유사한 時差關係를 확인할 수 있었다. 즉 같은 分期의 輸入價格變動은 輸出價格 변동에 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다. 같은 分期 이외의 都賣物價 상승은 輸出價格 상승에 큰 영향을 미치지 않는 것으로 파악되었으며 같은 分期 및 直前 2개 分期 製造業 勞務費의 상승은 상당히 큰 輸出價格 상승의 요인이 되는 것으로 추정되었다.

臺湾 輸出價格의 變動率 方程式을 추정한 결과를 정리한 〈表 Ⅳ-2〉에서 模型推定의 適合性이나 理論的인 관계 등을 고려할 때 네 번째(4) 추정의 결과가 가장 양호한 것으로 판정할 수 있다. 이 分析에서 原價要素 價格의 變動과 輸出價格 변동과의 관계를 살펴보면 먼저 輸入價格의 상승이 輸出價格에 미치는 상승효과는 直後 分期와 直後 2分期에 걸쳐서 약 0.18%이며 같은 分期의 輸出價格에 미치는 영향은 극히 미미한 것으로 分析되었다.

臺湾 都賣物價가 1% 상승할 경우 輸出價格은 같은 분기에 약 0.26% 상승하는 것으로 나타나고 있어서 水準 分析의 결과에 비하여 다소 작은 것으로 추정되었다. 두번째(2)와 세번째(3) 추정에서 直前 分期의 都賣物價 상승이 輸出價格에 미치는 영향은 「마이너스」(-)로 나타났으나 그 統計的 有意性은 높지 않다.

臺湾 製造業 勤勞者의 평균임금 1% 상승으로 인한 輸出價格의 상승효과는 같은 分期와 直後 2개 分期에 걸쳐서 약 0.16%로 추정되어 水準分析의 결과 약 0.15%와 유사한 것으로 나타나고 있다. 臺湾銀行의 貸出金利가 1% 상승할 경우 輸出價格은 약 0.72% 상승하는 것으로 추정되었다.

NT달러/美달러 換率이 1% 상승할 경우 臺湾 輸出價格은 같은 분기와 直後 分期에 각각 약 0.46%, 0.25% 하락하는 것으로 나타나고 있다. 또한 엔/달러 換率 1% 상승으로 인한 臺湾 輸出價格의 하락효과도 같은 분기에 약 0.07%로 水準 分析에서 엔/달러 換率變動의 효과와 유사한 것으로 추정되었다.

〈表 Ⅳ-1〉 및 〈表 Ⅳ-2〉의 水準分析과 變動率分析 결과에서 臺湾 輸出物量 1% 증가로 인한 輸出價格의 상승효과는 같은 分期와 직후 5개 分期에 걸쳐서 약 0.36%(變動率 分析) 내지 0.49%(水準 分析)인 것으로 추정되었다.

〈表 Ⅳ－2〉 臺湾 輸出價格 變動率 方程式 推定 結果

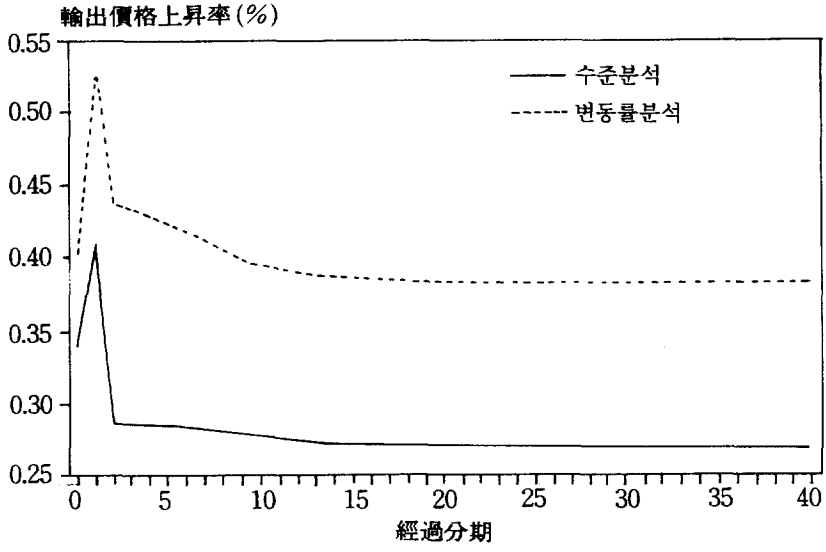
	輸出價格 變動率(1)	輸出價格 變動率(2)	輸出價格 變動率(3)	輸出價格 變動率(4)
常 數	-0.0074	-0.0098	-0.0106	-0.0105
	(-2.4162)	(-3.5248)	(-4.2036)	(-4.0708)
輸出物量變動率	0.3764	0.3807	0.3756	0.3608
(0～5分期)	(3.1248)	(3.6096)	(4.1737)	(3.9396)
輸入價格變動率	-0.0063	-0.0372		
(當 期)	(-0.0982)	(-0.6422)		
輸入價格變動率		0.1263	0.0964	0.0780
(前 期)		(2.1380)	(1.7722)	(1.4734)
輸入價格變動率			0.1193	0.1023
(前前期)			(2.6044)	(2.3248)
都賣物價變動率	0.5800	0.5036	0.3980	0.2590
(當 期)	(2.9490)	(2.2370)	(2.0311)	(1.7127)
都賣物價變動率		-0.0807	-0.1739	
(前 期)		(-0.5648)	(-1.1769)	
製造業賃金變動率	0.0514	0.0654	0.0826	0.0771
(當 期)	(2.9409)	(3.3948)	(4.2399)	(4.0961)
製造業賃金變動率		0.0526	0.0563	0.0562
(前 期)		(2.8226)	(2.9574)	(2.9129)
製造業賃金變動率			0.0234	0.0240
(前前期)			(1.3481)	(1.3906)
利子率變動	0.6255	0.6366	0.8282	0.7208
(當 期)	(1.3572)	(1.5355)	(2.2251)	(1.9420)
NT달러/美달러變動率	-0.6670	-0.4955	-0.4796	-0.4648
(當 期)	(-5.1521)	(-3.4706)	(-3.8087)	(-3.6498)
NT달러/美달러變動率		-0.2119	-0.2272	-0.2503
(前 期)		(-1.6800)	(-1.9758)	(-2.1922)
엔/달러換率變動率	-0.0169	-0.0631	-0.0746	-0.0686
(當 期)	(-0.4346)	(-1.6448)	(-2.1767)	(-1.9926)
$\overline{R}^{2}$ [1]	0.7226	0.7737	0.8089	0.8069
D.W.[2]	1.9949	2.0194	1.9212	2.0200
ρ[3]	0.0238	-0.0511	-0.1657	-0.1289
	(0.1498)	(-0.2894)	(-1.0197)	(-0.7518)

註 : 1. 資料期間은 1980년 1/4分期부터 1992년 4/4分期까지임. 2. 誤差項의 1次 自己相關關係를 수정하기 위하여 Cochrane-Orcutt 技法을 적용하였음. 3. 輸出物量 효과는 과거 5분기까지의 효과를 누계한 것임. 4. ( ) 안의 숫자는 추정된 係數의 t 統計. 1) $\overline{R}^2$은 自由度 조정 후 R^2. 2) D.W.는 Durbin-Watson 統計. 3) ρ는 誤差項의 1次 自己相關係數.

3. 換率切上과 輸出價格 調整

〈表 Ⅳ－1〉 및 〈表 Ⅳ－2〉의 각 原價要素의 變動이 臺湾 輸出價格에 미치는 영향을 분석한 결과(각 表에서 네번째(4) 回歸分析 결과를 기준으로 함)와 앞 章에서 〈表 Ⅲ－5〉 및 〈表 Ⅲ－6〉에서 臺湾 換率變動의 결과 原價要素의 조정과정을 종합하여 NT달러/美달러 換率 1% 下落(NT달러 平價切上) 이후 臺湾 輸出價格이 조정되는 과정을 표시한 것이 [圖 Ⅳ－1]의 내용이다.

[圖 Ⅳ－1] NT달러/美달러 換率 1% 下落時 臺湾 輸出價格 調整 過程



이 도표에서 水準 分析의 결과를 기초로 산출한 조정과정을 살펴보면 NT달러/美달러 換率이 1% 하락하면 臺湾의 輸出價格은 같은 分期에 약 0.34% 상승하는 것으로 나타나고 있다. 이는 換率變動이 輸出價格에 미치는 直接的인 상승효과와 都賣物價의 하락을 통한 間接的인 하락효과를 종합한 결과이다. 換率 下落 後 1分期에는 輸出

價格은 약 0.41% 상승한 수준에 도달하는데 이는 같은 分期의 輸出價格 상승효과에 換率 하락 후 1分期의 輸出價格 상승효과와 輸入價格의 하락으로 인한 輸出價格의 하락효과를 합한 것이다.

換率 하락 후 2分期부터는 輸入價格, 都賣物價 및 製造業 賃金 등 原價要素의 하락으로 인하여 輸出價格은 점차 하향조정 되는 것으로 나타나고 있다. 輸入價格의 하락이 輸出價格에 미치는 영향으로 인하여 2分期에 약 0.12% 하향조정되며 3分期 이후부터는 輸出價格의 하락 속도가 감소하여 8分期까지 換率變動 前에 비하여 약 0.28% 상승한 수준으로 조정되는 것을 볼 수 있다. 이와 같은 調整過程을 거쳐 NT달러/美달러 換率 1% 하락으로 인한 臺湾 輸出價格의 長期的인 상승효과는 약 0.27%인 것으로 나타나고 있다.

變動率 分析의 결과를 기준으로 도출한 輸出價格의 조정과정도 水準分析의 결과와 유사한 것으로 나타나고 있으나 다만 換率 1% 하락으로 인한 輸出價格의 長·短期 상승효과는 水準 分析의 결과에 비하여 다소 큰 것으로 파악되었다. 즉 NT달러/美달러 換率이 1% 하락할 경우 臺湾 輸出價格은 같은 分期에 약 0.4% 상승하는 것으로 추산되었으며 換率切上 後 1分期에는 換率調整 이전에 비하여 약 0.52% 상승하는 것으로 추산되었다. 換率切上 後 2分期부터는 輸出價格은 原價要素 價格이 하락함에 따라 점차 하향조정되기 시작하는데 2分期 후에는 換率切上 이전에 비하여 약 0.44% 상승한 수준에 도달하며 그 다음부터는 輸出價格 하락의 속도가 느려져서 長期的으로는 換率切上 이전에 비하여 약 0.38% 상승한 수준에 이르게 되는 것으로 추정되었다.

NT달러/美달러 換率이 1% 하락할 경우 臺湾 輸出價格의 調整過程을 [圖 Ⅳ-1]과 같다고 가정할 때 換率切上의 방법을 달리함에 따른 輸出價格 調整過程의 차이를 추정해 볼 수 있다. 이를 위하여 어떤 원인으로 NT달러/美달러 換率을 10%[10] 下落(NT달러貨의 平價切下)시켜야 할 경우를 생각해 보자. 이때 換率을 조정하는 방법으

로 다음과 같은 네 가지 경우를 생각해 보자.

첫째, 10%를 일시에 引下하는 경우, 즉 0分期에 換率을 10% 平價切上하는 方法.

둘째, 5%씩 2회에 걸쳐 1년 간격으로 인하조정하는 방법, 즉 0分期에 換率을 5% 平價切上하고 1년 후인 4分期에 다시 5% 平價切上하는 방법.

셋째, 2.5%씩 4回에 걸쳐서 점진적으로 引下하는 방법, 즉 0分期 및 1, 2, 3分期에 각각 2.5%씩 平價切上하여 총 10%를 平價切上하는 방법.

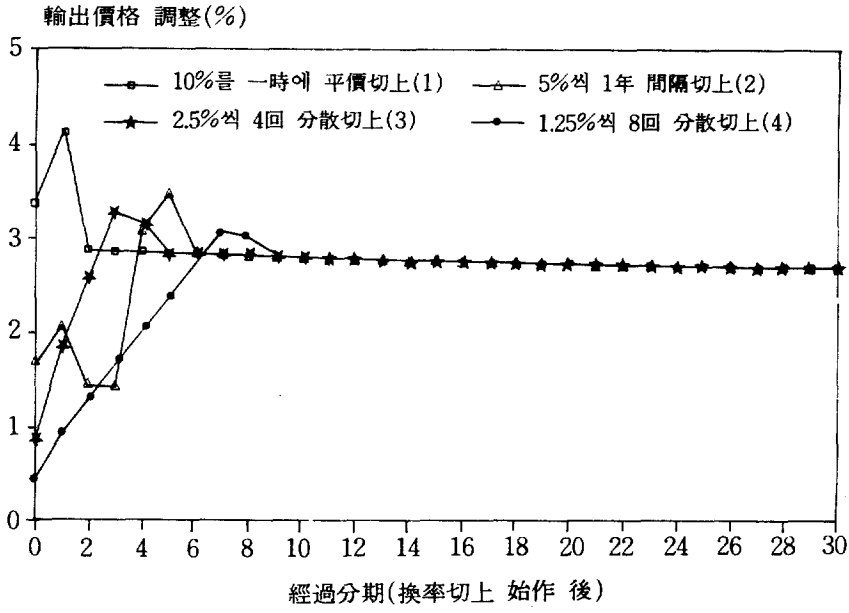
넷째, 1.25%씩 8回에 분할하여 계속적으로 引下하는 방법, 즉 0分期 및 향후 7分期에 걸쳐서 매 分期 1.25% 平價切上하여 총 10%를 平價切上하는 방법.

이와 같은 네 가지 경우 모두 결과적으로 換率을 10% 平價切上시키되 換率調整을 어느 정도 급격하게 단행하느냐에만 차이가 있을 뿐이다. 즉 첫번째 방법이 가장 급격한 조정방법이며 두번째, 세번째 및 네번째 방법은 차례로 보다 점진적인 換率切上의 방법임을 알 수 있다. 이러한 방법 이외에도 보다 점진적인 방법과 여러 가지 다른 경우를 생각할 수 있을 것이다. 본 연구의 목적은 換率을 보다 점진적으로 平價切上시킴으로써 輸出競爭力에 미치는 영향의 차이를 개략적으로 파악하는 것이므로 위의 네 가지 換率調整의 결과를 비교함으로써 소기의 목적을 어느 정도 달성할 수 있을 것이다.

앞에서 열거한 換率調整 방법의 차이에 따른 輸出價格 조정과정의 차이는 [圖 Ⅳ-2]와 [圖 Ⅳ-3]에 비교되어 있다. 먼저 水準 分析을 기초로 산출한 [圖 Ⅳ-2]에서 換率을 일시에 10% 平價切上하는 경우의 換率價格 조정과정은 [圖 Ⅳ-1]에서 水準 分析의 결과 換率調整(1% 下落) 이전과 비교한 각 時差分期의 輸出價格水準의 상

10) 엄격히 말하면 NT달러/美달러 換率水準의 自然對數를 0.1 하락시키는 경우이므로 약 10.51%에 해당함.

[圖 Ⅳ－2] 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出價格 調整(水準 分析)



승비율을 10배한 것이다.

換率調整의 두번째 방법인 5%씩 1년 간격으로 2회에 걸쳐 引下할 경우 輸出價格의 조정과정을 살펴보면 換率을 처음 5% 조정하면 같은 분기(0分期)에 輸出價格은 약 1.69% 상승한다. 換率 引下 後 1分期에는 輸出價格은 換率調整 前에 비하여 약 2.06% 상승한 수준에 이른다. 2分期와 3分期 後에는 輸出品 原價要素 價格의 하락에 따라 輸出價格은 점차 引下調整된다. 換率調整을 시작한 후 4分期에는 다시 換率이 5% 인하되는 영향으로 輸出價格은 換率調整 이전에 비하여 약 3.11% 상승한 수준으로 조정되고 5分期에는 약 3.48% 상승한 수준에 도달한다. 6分期 後부터 輸出價格은 점차 인하조정되어 장기적으로는 換率調整 이전에 비하여 약 2.69% 상승한 수준으로 수렴하게 된다[11].

첫번째 換率調整의 경우(10% 일시에 平價切上)와 두번째 調整의

경우(5%씩 1년 간격 平價切上) 輸出價格 조정과정을 비교해 보면 換率調整의 결과 輸出價格의 長期的인 均衡水準은 동일하다[12]. 그러나 長期 均衡水準에 이르는 과정은 상이한 것을 볼 수 있다. 換率을 일시에 10% 平價切上시킬 경우는 調整 後 1分期에 輸出價格은 최고수준에 도달하고 換率調整 이전에 비하여 약 4.12% 상승한 수준에 도달한다. 이에 대하여 換率을 5%씩 1년 간격으로 平價切上시킬 경우 輸出價格은 5分期에 최고수준에 도달하며 換率調整 이전에 비하여 약 3.48% 상승한 수준에 이른다.

換率 10% 平價切上 이후 輸出價格이 최고 수준으로 조정되는 때만 비교하면 換率을 일시에 平價切上하는 경우가 5%씩 2회에 나누어 平價切上하는 경우에 비하여 輸出價格이 약 0.64% 더 상승하는 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 최고 수준 輸出價格의 차이로 인하여 換率切上의 방법은 輸出競爭力에 영향을 미칠 수 있다. 만일 輸出價格의 상승에 따라 外國의 「바이어」들이 이탈하는 속도가 점차 증가한다면(즉 輸出物量의 감소 속도가 輸出價格의 상승에 따라 더욱 빨라진다면) 長期的인 輸出競爭力은 換率調整의 방법에 따라 영향을 받을 수 있다. 즉 換率을 일시에 대폭적으로 平價切上하는 경우에는 輸出價格이 일시적으로 보다 높은 수준까지 상승하게 되므로 外國 「바이어」들의 이탈이 대규모적으로 일어나고 따라서 輸出競爭力은 약해질 수 있을 것이다.

換率을 2.5%씩 4개 分期에 걸쳐 平價切上하는 세번째의 경우 輸出價格은 換率調整을 시작하는 分期에 약 0.84% 상승한다. 換率을 점차 平價切上함에 따라 3分期 後에는 換率調整을 시작하기 전에 비

11) 각 水準 分析의 결과 각 換率 平價切上 方法에 따른 輸出價格의 調整過程에 대하여 附錄의 〈表 A-1〉 참조.

12) 이 결과는 要素價格 및 輸出價格이 換率變動에 대하여 線型的(linear)으로 대응하는 것으로 가정하기 때문이다. 線型模型의 경우 어떤 經濟變數의 衝擊(shock)이 다른 변수에 미치는 영향의 합계는 충격의 합계의 크기만 문제될 뿐 어떤 형태로 충격이 가해지든 그 영향의 합계는 같게 된다.

하여 약 3.3% 상승한 수준에 도달하고 그 이후에는 점차 하락하여 장기적인 均衡水準에 도달하게 된다.

換率을 가장 서서히 조정하는 네번째의 경우(換率을 1.2%씩 8개 分期에 걸쳐서 平價切上하는 경우) 輸出價格은 換率 平價切上을 시작하는 分期(0分期)에 약 0.42% 상승한다. 換率切上이 시작된 후 1分期부터 7分期까지 輸出價格은 換率切上에 따라 점차 상승하여 7分期 후에는 換率調整 이전에 비하여 약 3.07% 상승한 수준까지 도달한다. 8分期 후부터는 輸出價格은 점차 하락하게 된다.

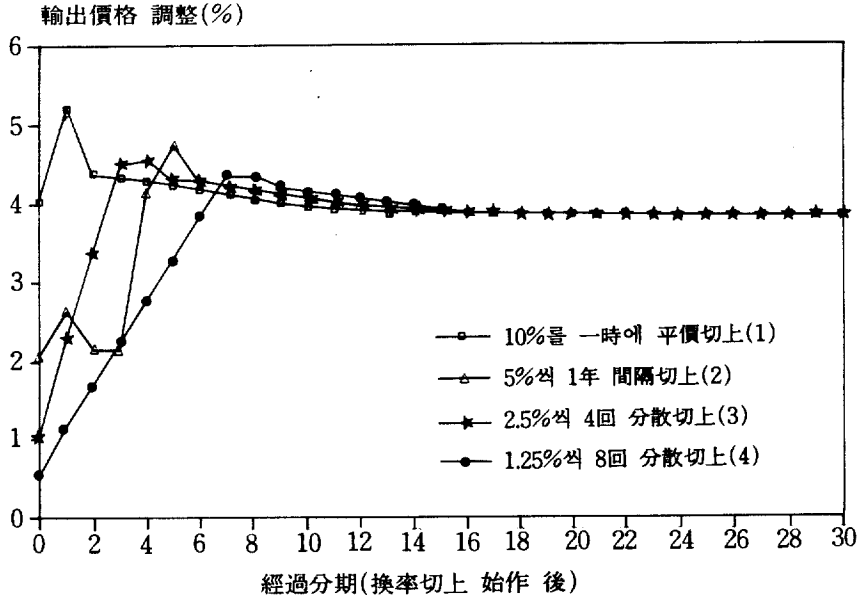
水準 分析의 결과를 기초로 추정한 결과에서 換率을 결과적으로 10% 平價切上할 경우 輸出價格의 조정과정에서 최고수준의 輸出價格을 비교해 보면 換率을 일시에 조정할 경우 輸出價格은 가장 높은 수준까지 상승하게 되고 換率을 조정하는 속도를 늦춤에 따라 조정과정에서 도달하게 되는 가장 높은 輸出價格의 수준은 점차 낮아지는 것을 볼 수 있다. 換率을 일시에 10% 平價切上하는 첫번째 경우와 비교할 때 세번째 및 네번째 換率切上 방법의 경우 최고 수준의 輸出價格은 각각 약 0.82%, 1.05% 낮은 것으로 나타나고 있다.

[圖 Ⅳ-3]에서 變動率 分析의 결과를 기초로 추정한 輸出價格의 조정과정도 水準分析의 결과와 유사한 것으로 나타나고 있다. 換率을 일시에 10% 인하할 경우 輸出價格은 같은 分期에 약 4.02% 상승하고 換率 引下 後 1分期에는 輸出價格은 換率調整 이전에 비하여 약 5.24% 상승한 수준에 도달하게 된다. 2分期 후부터 輸出價格은 점차 인하조정되어 換率調整 후 새로운 長期 均衡水準이 換率切上 이전에 비하여 약 3.83% 상승한 수준에 접근하게 된다[13].

換率을 5%씩 1년 간격으로 인하하는 두번째의 경우 輸出價格은 換率調整이 시작되는 분기에 약 2.01% 상승하고 1分期 후에는 換率切上 전에 비하여 약 2.62% 상승한 수준에 도달한다. 2分期와 3分期

13) 變動率 分析의 결과 換率切上 方法에 따른 輸出價格 調整過程에 대하여 附錄의 〈表 A-2〉 참조.

[圖 Ⅳ－3] 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出價格 調整(變動率 分析)



후에는 輸出價格이 점차 하락하나 4分期 후에는 換率이 다시 5% 인하됨에 따라 輸出價格은 換率調整이 시작되기 전에 비하여 약 4.15% 상승하게 된다. 이때 가장 높은 輸出價格은 換率調整이 시작된 후 5分期에 도달하게 되는데 換率調整 이전에 비하여 약 4.74% 상승한 수준까지 이르게 된다. 이때 輸出價格은 換率을 일시에 10% 平價切上하는 경우 최고 輸出價格에 비하여 약 0.5% 낮은 수준이다.

換率을 2.5%씩 4分期에 걸쳐서 인하하는 경우와 1.25%씩 8分期에 걸쳐서 인하하는 경우 輸出價格이 최고수준에 도달하는 때는 換率調整이 시작된 지 4分期 후와 8分期 후이다. 이때 輸出價格은 換率調整 이전에 비하여 각각 약 4.56%와 4.35% 상승한 수준까지 도달하는데 이들은 換率을 일시에 10% 引下하는 경우에 도달하게 되는 최고 輸出價格에 비하여 각각 약 0.69%, 0.89% 낮은 수준이다.

[圖 Ⅳ－3]에서도 [圖 Ⅳ－2] 水準 分析의 결과에서와 마찬가지

로 어떤 換率調整 방법을 택하든 결과적으로 換率을 平價切上하는 비율은 마찬가지이므로 換率切上 後 장기적으로 조정되는 輸出價格 수준은 동일한 것으로 나타나고 있다.

지금까지 臺湾의 換率變動이 原價要素價格 조정 및 輸出價格에 미치는 영향을 분석한 결과를 기초로 換率調整의 방법을 달리함에 따른 輸出價格 조정과정의 차이를 비교해 보았다. 그렇다면 이와 같이 換率調整의 방법을 달리함에 따라 輸出競爭力에 미치는 차이는 무엇일까? 이 질문에 대한 해답을 구하기 위해서는 먼저 輸出價格과 輸出物量과의 관계를 분석해 보아야 한다. 다음에서는 臺湾의 輸出物量 函數를 추정해 보고 그 결과를 이용하여 換率調整의 方法을 달리함에 따른 輸出物量 및 輸出金額에 미치는 영향의 차이를 파악해 보기로 하겠다.

第 V 章 臺灣의 換率切上과 輸出物量 및 輸出金額 變動

1. 輸出物量 方程式의 定立

臺湾의 輸出價格이 變動함에 따라 輸出物量이 반응하는 정도를 분석해 보기 위하여는 먼저 輸出物量을 결정하는 要素들을 생각해 보아야 한다. 일반적으로 어떤 商品에 대한 需要는 그 商品의 價格과 그 商品과 競爭關係에 있는 商品의 價格 및 需要者의 所得水準 등에 따라 결정되는 것으로 알려지고 있다. 따라서 臺湾의 輸出物量은 臺湾의 輸出價格과 海外에서 臺湾輸出品과 競爭關係에 있는 商品의 價格 및 臺湾의 主要 輸出相對國의 所得水準 등의 결정요인에 따라 變動하는 것으로 생각해 볼 수 있다.

海外市場에서 臺湾 輸出品과 競爭關係에 있는 製品의 價格으로 世界全體 輸出品의 價格과 日本 등 競爭關係에 있는 나라들의 輸出品價格을 생각해 볼 수 있다. 또한 臺湾 輸出品의 要素에 영향을 미치는 所得으로는 臺湾 輸出品의 대부분을 輸入하는 美國, 日本 등 OECD 제국의 實質 GDP를 생각할 수 있다.

이와 같은 점들을 고려하여 臺湾의 輸出物量을 결정하는 函數를 다음과 같이 정의해 보았다[1].

---

1) 우리나라의 輸出物量 函數도 이와 유사한 형태로 정의할 수 있다(金宗萬, 『換率, 金利 및 貨金變動이 우리나라 輸出에 미치는 영향』, 1992 및 金宗萬, 『日本 換率政策의 方向과 우리나라 輸出入에 미치는 影響』, 1993 참조).

$$XQ = G(XP, PW, PJ, YO, XJ) \cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots (V-1)$$

여기서 XQ는 臺湾 輸出物量
XP는 臺湾 輸出價格
PW는 世界全體 輸出價格
PJ는 日本 輸出價格
YO는 OECD 實質 GDP
XJ는 日本 輸出物量

輸出物量이 輸出價格의 變動에 대하여 線型的(linear)으로 반응한다고 가정할 경우 일반적인 輸出物量 函數인 식 (Ⅴ-1)로부터 앞의 식 (Ⅳ-2) 및 (Ⅳ-3)과 유사한 방법으로 輸出物量을 추정하는 計量模型을 정립할 수 있다.

그런데 換率調整의 방법을 달리함에 따라 輸出價格이 조정되는 과정이 달라지고 이에 따라 長期的인 輸出物量의 차이를 분석하는 데에는 線型模型은 부적합하다. 즉 輸出物量이 輸出價格의 변동에 대하여 線型的으로 반응하는 경우 輸出價格이 조정되는 과정의 차이는 長期的으로 輸出物量에 어떤 차이도 가져오지 않는다. 다만 전체적인 輸出價格의 차이에 따라 長期的인 輸出物量의 수준이 결정될 것이다. 물론 線型模型을 가정하더라도 換率을 조정하는 방법에 따라 輸出價格이 반응하는 과정에서 短期的인 차이가 있는 만큼 短期的인 輸出物量의 차이는 분석할 수 있을 것이다. 그러나 앞의 〈表 Ⅳ-3〉 및 〈表 Ⅳ-4〉에서 보는 바와 같이 換率의 조정방법을 달리하더라도 輸出價格은 長期的으로는 같은 수준으로 수렴하게 된다. 따라서 輸出物量 方程式을 線型으로 가정할 경우는 換率調整의 방법에 따른 長期的인 輸出物量의 차이를 분석할 수 없다.

그렇다면 換率調整의 방법에 따른 長期的인 輸出物量의 차이를 어떤 방법으로 분석할 수 있을 것인가? 이 문제를 해결하기 위하여 換

率調整 방법의 차이에 따라 長期的인 輸出物量이 달라질 수 있다고 주장하는 근본적인 이유를 생각해 보자. 이 주장에 따르면 換率을 급격하게 平價切上할 경우 輸出價格이 일시에 대폭적으로 인상되기 때문에 外國「바이어」들이 대규모로 이탈하고 따라서 輸出競爭力이 급격하게 약화된다. 그렇기 때문에 換率切上을 단행할 경우 서서히 점진적으로 시행함으로써 輸出企業들에게 적응할 수 있는 시간적인 여유를 갖게 하고 輸出價格의 급격한 상승을 방지함으로써 輸出競爭力이 약화되는 것을 어느 정도 완화시킬 수 있다는 의미일 것이다.

이와 같은 주장에 含有된 의미는 輸出物量이 輸出價格變動에 非線型的으로 반응하는 부분이 존재한다는 사실이다[2]. 數學的으로 말한다면 輸出物量의 결정 函數가 輸出價格에 대하여 1次보다 높은 차원의 函數일 가능성을 내포하는 것이다.

輸出物量이 輸出價格의 1次보다 높은 차원의 함수일 가능성은 앞에서 설명한 輸出價格의 상승에 따른 外國「바이어」들의 이탈 정도와 관련하여 설명될 수 있다. 즉 輸出價格을 인상하는 정도에 따라 外國「바이어」들의 이탈하는 속도가 증가한다면 輸出物量은 輸出價格의 1次보다 높은 차원의 함수로 설명되어야 할 것이다. 이때는 換率調整을 어떻게 하느냐에 따라 輸出價格의 조정과정이 달라지게 되고 長期的인 輸出物量의 變動 또한 달라지게 될 것이다.

輸出物量이 輸出價格에 대하여 1次보다 높은 차원의 함수일 경우 그 관계를 전통적인 回歸分析의 방법으로 추정하는 경우를 생각해 보자. 獨立變數 x의 어떤 함수 f(x)를 생각하면, x가 임의의 값 a에서 변동할 때 f(x)의 값은「테일러」展開(Taylor Expansion)를 이용하여 다음과 같이 추정할 수 있다.

2) 엄밀하게 말하면 輸出物量과 輸出價格의 自然對數 사이의 관계를 의미한다.

$$f(x) = f(a) + f'(a)(x-a) + \frac{f''(a)(x-a)^2}{2!} + \frac{f'''(a)(x-a)^3}{3!} + \cdots \quad \cdots\cdots\cdots\cdots\cdots (V-2)$$

여기서 $f'(a)$, $f''(a)$ 및 $f'''(a)$ 등은 각각 $x = a$ 에서의 1次, 2次 및 3次 도함수의 값 등.

위의 식 (V−2)를 輸出價格과 輸出物量 사이의 관계를 추정하는 데 응용한다면 x를 輸出價格으로 보고 이에 대응하는 f(x)를 輸出物量으로 보면 輸出價格과 物量 사이의 보다 높은 차원의 관계를 어느 정도 유사하게 추정할 수 있다.

計量經濟學 技術的으로는 식 (V−2)에서 $(x-a)$, $(x-a)^2$, $(x-a)^3$ 등을 變數로 보고 $f(a)$는 常數, $f'(a)$, $f''(a)/2!$ 및 $f'''(a)/3!$ 등을 係數로 본다면 線型回歸技法을 이용하여 f(x)와 x와의 관계를 추정할 수 있다. 이때 f(x)가 x의 1次 函數라면 a에서 1次 도함수($f'(a)$) 이외의 값은 0이 되므로 $(x-a)^2$, $(x-a)^3$ 등의 係數의 값은 0이다. 그러나 f(x)가 x의 2次 函數인 경우는 $(x-a)^2$項의 係數까지 0이 아니다.

요컨대 輸出價格과 輸出物量 사이의 1次보다 높은 차원의 函數관계를 전통적인 回歸分析을 이용하여 추정하는 방법은 輸出物量의 回歸分析에 輸出價格과 輸出價格 變動의 自乘 및 3乘 등을 說明變數로 사용하여 추정해 보는 것이다.

이러한 점들을 감안하여 본 硏究에서 臺湾 輸出物量 水準을 추정하기 위한 回歸 方程式을 다음과 같이 정립하였다.

$$xq_t = \alpha + \sum_{i=0}^{a}\beta_i xp_{t-i} + \sum_{j=0}^{b}\gamma_j pw_{t-j} + \sum_{h=0}^{c}\phi_h pj_{t-h} + \sum_{l=0}^{d}\phi_l yo_{t-l} + \sum_{m=0}^{e}\upsilon_m xj_{t-m} + \sum_{n=0}^{f}[\theta_n(dxp_{t-n})^2 + w_n(dxp_{t-n})^3] + \varepsilon_t \cdots (V-3)$$

여기서 xq_t xp_t pw_t 등은 t 期의 輸出物量(XQ_t), 輸出價格(XP_t), 世界輸出價格(PW_t) 등의 自然對數, $(dxp_t)^2$ 및 $(dxp_t)^3$은 각각 t 期 輸出價格 變動率의 自乘 및 3乘.

ε_t 는 通常的인 誤差項.

실제 자료를 사용하여 計量模型式 (Ⅴ-3)을 추정함에 있어서 유의할 점은 먼저 分期別 輸出物量은 季節에 따른 變動이 큰 만큼 이러한 사실을 설명하기 위하여 季節 더미 變數를 說明變數로 추가할 수 있다는 것이다.

다음으로 臺湾 輸出價格과 世界 輸出價格, 日本 輸出價格 등은 世界 景氣變動 등 여러 가지 공통적인 요인에 의하여 변동하는 경향이 높기 때문에 이들 變數 상호간의 相關關係가 상당히 높다[3]. 따라서 이들 價格變數들을 동시에 說明變數로 사용하면 多重線型性(multicollinearity) 문제가 발생할 우려가 있다. 價格變數 상호간의 높은 相關關係로 인한 多重線型性 문제를 완화하기 위하여 臺湾과 日本의 輸出價格을 世界全體의 輸出價格으로 나눈 相對價格을 說明變數로 사용하는 방법을 생각해 볼 수 있다.

輸出物量과 각 要素들의 變動率과의 관계를 분석하기 위해서는 식 (Ⅴ-3)을 사용하여 輸出物量 變動率(自然對數의 1次 差分)을 추정하기 위한 計量模型을 유도할 수 있다.

3) 各 輸出價格 指數의 自然對數 상호간 相關係數 추정치는 다음 표와 같다.

	日本輸出價格水準	臺湾輸出價格水準		日本輸出價格變動率	臺湾輸出價格變動率
世界輸出價格水準	0.926	0.937	世界輸出價格變動率	0.621	0.221
日本輸出價格水準	-	0.936	日本輸出價格變動率	-	0.284

臺湾 및 日本의 輸出價格을 世界輸出價格으로 나눈 相對價格 自然對數 사이의 相關係數는 약 0.607이다. 臺湾과 日本의 相對輸出價格 變動率 사이의 相關係數 추정치는 약 0.393으로 나타났다.

2. 輸出物量 方程式의 推定結果

앞에서 설명한 여러 가지 사항들을 고려하여 臺湾 輸出物量의 水準 方程式과 變動率 方程式을 추정한 결과는 각각 〈表 Ⅴ-1〉 및 〈表 Ⅴ-2〉에 정리되어 있다.

〈表 Ⅴ-1〉의 첫번째(1) 추정에서는 臺湾 輸出價格과 世界 輸出價格, OECD 實質 GDP의 線型變數(linear variable)들만을 說明變數로 사용하였다. 추정 결과를 보면 臺湾 輸出價格이 1% 상승하면 輸出物量은 같은 分期 및 차후 8개 分期에 걸쳐서 약 2.97% 하락하는 것으로 나타나고 있다. 臺湾 輸出物量의 世界 輸出價格에 대한 交叉彈力性은 약 2.24인 것으로 나타났으며 OECD 實質 GDP에 대한 所得彈力性은 약 4.95인것으로 추정되어 상당히 높은 것으로 나타나고 있다.

두번째(2) 추정에서는 첫번째 추정에서 사용한 說明變數 이외에 같은 분기 및 과거 5개 分期의 臺湾 輸出相對價格 變動率을 自乘 및 3乘項을 說明變數로 추가하였다. 이와 같은 변수를 說明變數로 추가한 목적은 輸出物量이 輸出價格에 대하여 非線型的으로 반응하는지 여부를 알아보기 위함이다.

두번째 추정의 결과를 보면 첫번째 추정의 결과와 비교하여 臺湾 輸出의 輸出價格 彈力性과 世界 輸出價格에 대한 交叉彈力性은 낮아진 것을 볼 수 있다. 價格 變動率의 非線型項들의 輸出物量에 미치는 영향은 상당히 큰 것으로 나타나고 있다. 즉 같은 分期 및 과거 5개 分期 相對價格 變動率을 自乘 및 3乘한 변수의 값이 증가할 경우 輸出物量에 미치는 감소효과는 상당히 큰 것을 볼 수 있다.

臺湾 輸出價格과 世界 輸出價格 대신 臺湾 輸出相對價格을 說明變數로 사용하는 방법을 생각해 볼 수 있다. 〈表 Ⅴ-1〉의 세번째(3) 추정에서는 臺湾 輸出 相對價格의 線型項과 OECD 實質 GDP를 說

〈表 Ⅴ－1〉 臺湾 輸出物量 水準 方程式 推定 結果

	輸出物量 (1)	輸出物量 (2)	輸出物量 (3)	輸出物量 (4)	輸出物量 (5)	輸出物量 (6)
常 數	-14.846	-14.545	-13.251	-11.822	-8.8912	-7.5944
	(-23.435)	(-27.178)	(-7.8118)	(-4.2833)	(-6.5177)	(-6.2324)
臺湾輸出價格	-2.9666	-2.3442				
(0～8分期)	(-7.3828)	(-5.7689)				
世界輸出價格	2.2407	1.4699				
(0～8分期)	(5.8435)	(3.4524)				
臺湾輸出相對價格			-1.7231	-0.9954	-2.2213	-1.4737
(0～7分期)			(-2.6207)	(-1.2592)	(-4.8272)	(-2.9890)
日本輸出相對價格					1.2354	1.3444
(0～5分期)					(3.6999)	(4.2187)
日本輸出物量					1.1140	1.5272
(0～1分期)					(5.0584)	(7.4773)
OECD實質 GDP	4.9463	5.0400	3.8587	3.5706	1.8138	1.1442
(當 期)	(24.714)	(30.277)	(10.626)	(6.0920)	(4.2210)	(2.8459)
2/4分期더미	0.1150	0.1260	0.1133	0.1206	0.1492	0.2003
	(9.6100)	(9.0439)	(10.626)	(9.2005)	(5.9578)	(5.0283)
3/4分期더미	0.1118	0.1302	0.1079	0.1222	0.1042	0.1437
	(8.4638)	(7.8759)	(10.6613)	(7.5568)	(4.7978)	(4.3121)
4/4分期더미	0.0811	0.0946	0.0804	0.0898	0.0526	0.0686
	(6.7734)	(6.7828)	(7.4365)	(7.0812)	(2.3440)	(2.3115)
輸出相對價格		-54.400		-76.851		-91.027
變動 2(0～5分期)		(-3.0302)		(-2.2406)		(-3.3561)
輸出相對價格		-426.25		-157.70		107.58
變動 3(0～5分期)		(-1.5689)		(-0.2480)		(0.2657)
$\bar{R}^{2}$ 1)	0.9923	0.9940	0.9892	0.9902	0.9905	0.9910
D.W.2)	1.9600	1.9830	2.2921	2.3362	1.9669	1.8845
ρ 3)	0.2643	0.0946	0.8312	0.9202	0.4189	0.1938
	(1.6427)	(0.4620)	(9.3263)	(10.956)	(2.5890)	(0.7663)

註 : 1. 資料期間은 1980年 1/4分期부터 1992년 4/4分期까지. 2. 臺湾 및 日本의 相對價格은 각각의 輸出價格을 世界輸出價格으로 나눈 비율, 常數 및 더미 變數를 제외한 모든 變數는 自然對數, 輸出相對價格變動 2 및 3은 臺湾 輸出 相對價格 變動率의 제곱 및 3제곱을 표시함. 3. 誤差項의 1次 自己相關關係를 수정하기 위하여 Cochrane-Orcutt 기법을 적용함. 4. ( ) 안의 숫자는 추정된 係數의 t 統計. 1) $\bar{R}^2$은 自由度 조정 후 R^2. 2) D.W.는 Durbin-Watson 統計. 3) ρ는 誤差項의 1次 相關係數.

〈表 Ⅴ－2〉 臺湾 輸出物量 變動率 方程式 推定 結果

	輸出物量 (1)	輸出物量 (2)	輸出物量 (3)	輸出物量 (4)	輸出物量 (5)	輸出物量 (6)
常 數	-0.0644	-0.0672	-0.0708	-0.0669	-0.0817	-0.0674
	(-4.5564)	(-3.7828)	(-5.1701)	(-4.2401)	(-5.5857)	(-4.0132)
臺湾輸出價格	-2.4976	-2.1394				
(0～8分期)	(-4.3468)	(-2.7950)				
世界輸出價格	1.6875	1.7243				
(0～7分期)	(3.2994)	(3.2232)				
臺湾輸出相對價格			-1.7255	-1.5426	-2.0542	-2.2174
(0～7分期)			(-3.3850)	(-3.1828)	(-4.2882)	(-3.8806)
日本輸出相對價格					0.9908	0.8491
(0～5分期)					(2.8820)	(2.1411)
日本輸出物量					0.2505	0.1093
(前分期)					(1.2642)	(0.5227)
OECD 實質 GDP	2.6071	3.3744	2.5477	3.3598	2.4638	3.1365
(當 期)	(2.8373)	(3.5507)	(2.8347)	(3.7843)	(2.9275)	(3.2074)
2/4分期더미	0.1939	0.2056	0.1945	0.2092	0.2243	0.2174
	(9.4180)	(9.5708)	(9.8030)	(10.203)	(7.5106)	(6.6141)
3/4分期더미	0.0728	0.0858	0.0732	0.0847	0.0711	0.0817
	(5.1455)	(5.9395)	(4.8269)	(5.9903)	(4.7974)	(5.6142)
4/4分期더미	0.0520	0.0625	0.0527	0.0633	0.0537	0.0608
	(2.5675)	(3.0289)	(2.6971)	(3.1686)	(2.7267)	(2.8520)
輸出相對價格		-9.7454		-12.015		-14.823
變動 2(0～5分期)		(-1.0336)		(-1.5451)		(-1.9246)
輸出價格		-292.54		-464.55		-378.19
變動 3(0～5分期)		(-0.5212)		(-2.5071)		(-1.7795)
$\bar{R}^{2}$ 1)	0.7887	0.8106	0.7671	0.8121	0.7979	0.8176
D.W. 2)	2.2705	2.3957	2.0773	2.3408	2.2429	2.4943
ρ 3)	-0.4052	-0.4390	-0.3292	-0.4185	-0.4010	-0.4771
	(-2.7867)	(-2.7950)	(-2.2540)	(-3.2442)	(-2.7969)	(-3.3357)

註 : 1. 資料期間은 1980年 1/4分期부터 1992년 4/4分期까지, 臺湾 및 더미를 제외한 모든 變數는 自然對數의 1次 差分임. 2. 臺湾 및 日本 輸出相對價格은 각국의 輸出價格을 世界輸出價格으로 나눈 비율, 輸出相對價格 2 및 輸出價格變動 3은 각각의 變動率을 제곱 및 3제곱한 것임. 3. 誤差項의 1次 自己相關關係를 조정하기 위하여 Cochrane-Orcutt 기법을 적용함. 4. ( ) 안의 숫자는 추정된 係數의 t 統計. 1) $\bar{R}^2$은 自由度 조정 후 R^2. 2) D.W.는 Durbin-Watson 統計. 3) ρ는 誤差項의 1次 自己相關係數.

明變數로 사용하였다. 추정된 결과를 살펴보면 臺湾 輸出物量의 價格彈力性과 所得彈力性은 각각 약 1.72와 3.86으로 첫번째 추정결과에 비하여 다소 작아진 것을 볼 수 있다.

네번째(4) 추정에서는 세번째 추정에서 사용한 說明變數 이외에 相對價格 變動率의 非線型 變數로 추가하였다. 이 추정에서 輸出相對價格 線型項들이 輸出物量에 미치는 효과는 상당히 줄어든 반면 價格變動率 自乘項의 영향은 상당히 큰 것으로 나타나고 있다.

日本 輸出價格과 輸出物量이 臺湾 輸出物量에 미치는 영향을 고려한 回歸分析은 다섯번째(5) 및 여섯번째(6) 추정이다. 먼저 다섯번째(5) 분석에서는 價格變動率의 自乘 및 3乘項을 說明變數로 사용하지 않고 臺湾 및 日本 輸出의 相對價格과 日本 輸出物量 및 OECD 實質 GDP를 說明變數로 사용하였다. 분석의 결과를 보면 臺湾 輸出物量의 相對價格에 대한 彈力性은 약 2.22인 것으로 나타났으며 日本 輸出의 相對價格에 대한 交叉彈力性은 약 1.24인 것으로 추정되었다. 日本 輸出物量과 臺湾 輸出物量과의 관계를 보면 日本 輸出物量이 1% 증가하면 臺湾 輸出物量은 같은 分期와 直後 分期에 걸쳐서 약 1.11% 증가하는 것으로 나타나고 있다. 日本 輸出物量과 臺湾 輸出物量 사이의 관계는 世界全體 景氣의 變動 등 공통적인 요인으로부터 두 나라의 輸出物量이 영향을 받기 때문인 것으로 판단된다. 이와 같은 관계로 日本 輸出物量을 說明變數로 사용한 다섯번째 추정에서는 OECD 實質 GDP에 대한 臺湾 輸出物量의 所得彈力性은 약 1.81로 첫번째 및 세번째 추정결과에 비하여 절반 정도로 나타나고 있다.

여섯번째(6) 분석에서는 다섯번째 분석에서 사용한 說明變數 이외에 臺湾 輸出 相對價格 變動率의 非線型項들을 說明變數로 추가하였다. 추정의 결과를 보면 相對價格 變動率의 自乘項이 輸出物量에 미치는 감소효과는 상당히 큰 것으로 나타났다.

〈表 Ⅴ-2〉에는 臺湾 輸出物量 變動率 方程式을 추정한 결과가 정

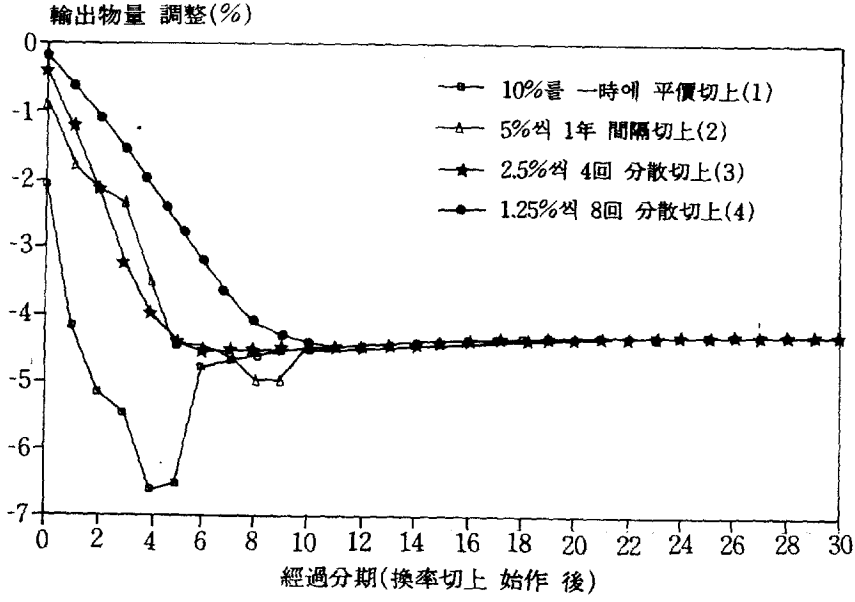
리되어 있다. 이 표에서 첫번째(1), 세번째(3) 및 다섯번째(5) 추정에서는 〈表 Ⅴ-1〉에서 해당되는 번호의 추정에 사용된 說明變數들(季節더미 變數 제외)의 變動率 자료를 說明變數로 사용하였다. 또한 두번째(2), 네번째(4) 및 여섯번째(6) 추정에서는 각각 첫번째, 세번째 및 다섯번째 추정에 사용된 說明變數 이외에 같은 分期와 과거 4개 분기 臺湾 相對輸出價格 變動率의 自乘 및 輸出價格 變動率의 3乘 자료를 說明變數로 추가하였다.

變動率 분석의 결과를 살펴보면 첫번째 및 세번째 분석에서 OECD 實質 GDP에 대한 所得彈力性이 〈表 Ⅴ-1〉의 첫번째 및 세번째 분석의 결과와 비교하여 상당히 작은 것으로 나타나고 있다. 다섯번째 분석에서는 所得彈力性이 〈表 Ⅴ-1〉의 다섯번째 분석결과에 비하여 다소 큰 것으로 나타나고 있는 반면 日本 輸出物量 變動率의 영향은 상당히 작은 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 결과는 앞에서 설명한 바와 같이 臺湾과 日本의 輸出物量이 모두 OECD 제국의 所得變動에 따라 민감하게 반응하기 때문인 것으로 풀이된다.

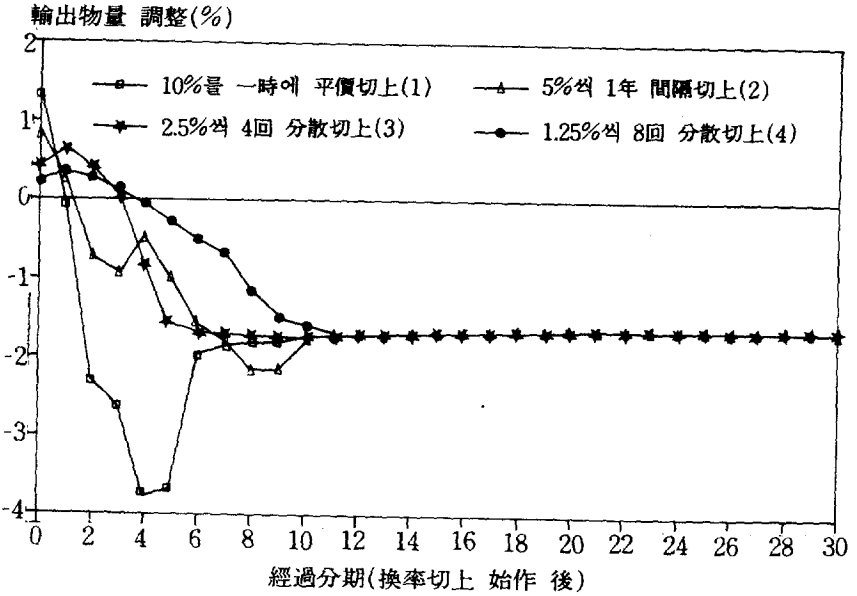
臺湾 輸出價格의 變動이 輸出物量에 미치는 非線型的인 영향을 살펴보면 두번째 분석의 결과에서는 相對價格 變動率의 自乘과 價格變動率의 3乘이 輸出物量에 미치는 감소효과는 그다지 크지 않은 것으로 나타나고 있다. 그러나 네번째 및 여섯번째 분석의 결과에서는 이들 價格變動率의 非線型項들이 輸出物量에 미치는 감소효과는 상당히 큰 것으로 나타나고 있다.

水準 分析과 變動率 分析을 통하여 臺湾 輸出物量은 季節變動에 따라 상당히 큰 영향을 받는 것으로 나타났다.

[圖 Ⅴ－1] 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出物量 調整(水準 分析)



[圖 Ⅴ－2] 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出金額 調整(水準 分析)



3. 換率切上과 輸出物量 및 輸出金額 調整

앞에서 분석한 결과를 종합하여 換率調整의 方法에 따른 輸出物量 및 輸出金額의 변동과정을 추정해 볼 수 있다. 즉 換率을 平價切上시키는 방법에 따라 輸出價格이 조정되는 과정은 앞의 [圖 Ⅳ－2] 및 [圖 Ⅳ－3]과 같이 추정되었으므로 이와 같이 상이한 輸出價格 조정 과정에 따른 輸出物量의 조정과정은 〈表 Ⅴ－1〉 및 〈表 Ⅴ－2〉에서 추정한 결과를 사용하여 추산해 볼 수 있다. 또한 輸出物量의 조정과정과 輸出價格의 조정과정을 결합시켜서 輸出金額의 변동과정을 추정해 볼 수 있다.

[圖 Ⅳ－2]에서 換率의 平價切上 방법을 달리함에 따르는 換率價格의 조정과정을 輸出物量 水準 方程式을 추정한 결과와 결합시켜서 산출한 輸出物量의 조정과정을 산출한 결과가 [圖 Ⅴ－1]에 정리되어 있다. 이 圖表에서 각 換率 平價切上 방법에 따른 輸出物量 조정과정은 [圖 Ⅳ－2]에서 각 輸出價格 조정과정을 〈表 Ⅴ－1〉의 두번째, 네번째 및 여섯번째 輸出物量 方程式 추정결과에 대입하여 산출한 결과를 산술평균하여 산출하였다.

[圖 Ⅴ－1]에서 換率을 일시에 10% 平價切上하는 경우의 輸出物量 조정과정을 살펴보면 換率調整과 같은 분기에 輸出物量은 약 2.09% 감소하는 것으로 나타나고 있다. 換率 平價切上 後 1分期부터 4分期까지 輸出物量의 감소폭은 점차 확대되어 4分期 후에는 換率 平價切上 이전에 비하여 輸出物量이 약 6.63% 감소하는 것으로 추정되었다. 5分期 후부터는 輸出物量의 감소폭이 점차 축소되기 시작하여 12分期 후에는 換率調整 이전에 비하여 약 4.44% 감소하게 되고 장기적으로는 약 4.32% 감소한 수준을 유지하게 된다[4].

4) 水準 分析의 결과 換率切上에 따른 輸出物量 調整過程에 대하여 附錄의 〈表 A－3〉 참조.

換率을 5%씩 1년 간격으로 平價切上하는 경우 輸出物量은 換率切上을 시작하는 分期에 약 0.88% 감소한다. 그 이후 輸出物量의 감소폭은 점차 확대되어 換率을 다시 5% 平價切上시키는 4分期 후에는 輸出物量은 換率調整을 시작하기 전에 비하여 약 3.57% 감소한다. 輸出物量의 감소폭은 5分期 이후에도 점차 확대되어 9分期 후에는 換率調整을 시작하기 전에 비하여 약 5% 감소한 수준에 도달하게 된다. 10分期 후부터는 輸出物量의 감소폭이 점차 축소되기 시작하여 장기적으로는 換率 平價切上 전에 비하여 약 4.32% 감소한 수준을 유지하게 된다.

換率을 2.5%씩 平價切上하는 경우 輸出物量은 換率調整이 시작되는 分期에 약 0.4% 감소하고 換率이 5% 平價切上되는 1分期 後에는 換率調整 이전에 비하여 약 1.22% 감소한 수준에 도달한다. 換率調整이 끝나는 3分期 후에는 輸出物量은 약 3.23% 하락한 수준에 도달하며 6분기 후까지 계속 감소하여 환율조정 이전에 비하여 약 4.56% 감소하게 된다. 換率 平價切上 시작 후 9分期부터는 輸出物量 감소폭이 점차 축소되어 長期的으로는 환율조정 이전에 비하여 약 4.32% 감소한 수준을 유지하게 된다.

換率을 1.25%씩 8개 분기에 걸쳐서 平價切上하는 경우 輸出物量의 감소는 더욱 완만하게 진행되어 환율조정이 시작된 후 12분기에 약 4.5% 감소한 수준에 도달하고 장기적으로는 약 4.32% 감소한 수준을 유지하게 된다.

水準 分期에 있어서 한 가지 특이한 점은 輸出物量은 주로 輸出價格 水準에 반응하는 것으로 가정하기 때문에 換率調整의 방법이 상이하더라도 장기적인 輸出物量 水準에는 영향을 미치지 못한다는 점이다. 즉 환율조정의 방법이 상이하더라도 輸出價格은 장기적으로 동일한 수준에서 안정되기 때문에 결과적으로 환율의 平價切上 폭이 같은 경우 장기적인 輸出物量의 수준은 같게 된다[5].

[圖 Ⅴ-2]에는 水準 分析에서 나타난 換率 平價切上의 결과 輸

出價格 및 輸出物量의 조정과정을 이용하여 美國 달러貨로 표시된 輸出金額의 변동과정이 비교되어 있다. 換率을 일시에 10% 平價切上할 경우 換率調整을 단행하는 분기에는 輸出價格이 상승하는 데 대하여 輸出物量은 급격하게 감소하지 않으므로 輸出金額은 약 1.29% 증가하는 것으로 나타나고 있다. 이와 같이 換率 平價切上 초기에 美國 달러貨로 표기된 輸出金額이 증가하는 것은 전형적인 J曲線(J curve) 現狀으로 輸出需要의 단기 價格彈力性이 1보다 작기 때문에 일어나는 현상이다. 換率 平價切上 後 1分期부터는 輸出金額이 점차 감소하기 시작하여 4分期 後에는 換率 平價切上 이전에 비하여 약 3.78% 감소한 수준에 도달한다. 5分期 後부터는 輸出金額의 감소폭이 점차 축소되기 시작하여 長期的으로 輸出物量은 換率 平價切上 이전에 비하여 약 1.63% 감소한 수준에서 안정되는 것으로 추산되었다[6].

換率을 5%씩 1년 간격으로 平價切上하는 경우는 換率調整이 시작된 分期와 차후 1分期에는 輸出金額이 J曲線 현상으로 인하여 각각 약 0.81%와 0.29% 증가하는 것으로 나타나고 있다. 輸出金額은 2分期 後부터 점차 감소하기 시작하여 9分期 後에는 換率 平價切上 이전에 비하여 약 2.18% 감소한 수준에 도달한 후 다시 증가하기 시작하여 장기적인 균형수준인 약 1.63% 감소한 수준에 접근하는 것으로 추정되었다.

換率의 平價切上 속도를 늦출수록 J曲線 현상에 의한 輸出金額 증

5) 輸出價格 水準이 안정된 다음에는 輸出價格의 變動率은 0이기 때문에 價格變動率의 非線型項은 輸出物量에 영향을 미치지 못한다. 水準 分析에서 換率切上 방법의 차이가 長期的인 輸出物量 수준에는 영향을 미치지 못하더라도 長期的인 平衡水準에 이르는 과정에서 短期的인 輸出物量에는 상당한 차이가 있는 것으로 파악되었다. 換率切上이 시작된 후 각 時差 分期까지 累積 輸出物量의 차이에 대하여 附錄의 〈表 A-4〉 참조.

6) 水準 分析의 결과 換率 平價切上 방법에 따른 輸出金額의 調整過程에 대하여 附錄의 〈表 A-5〉 참조.

가가 지속되는 기간은 더욱 연장되는 것으로 나타나고 있다. 換率을 2.5%씩 4회에 걸쳐서 연속적으로 平價切上하는 경우 輸出金額은 3分期 後까지 換率切上 이전에 비하여 오히려 증가하는 것으로 추정되었다. 이때 輸出金額은 4分期 後부터 換率調整 이전의 수준을 밑돌기 시작하여 11分期 後에는 약 1.77% 감소한 수준에 도달한 후 점진적으로 증가하여 長期 均衡水準인 약 1.63% 감소한 수준에 접근하는 것으로 나타나고 있다.

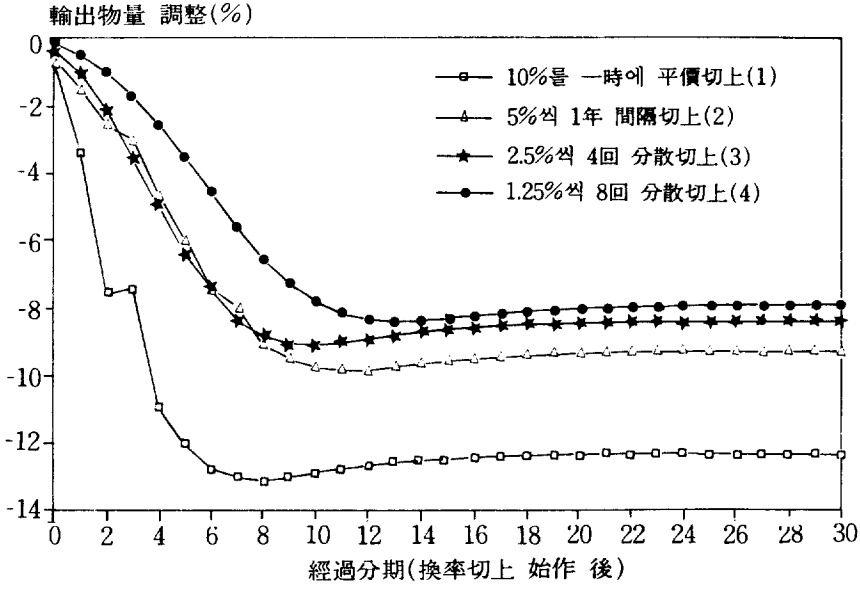
換率을 1.25%씩 8개 分期에 걸쳐서 계속적으로 平價切上하는 경우에는 換率切上을 시작하는 分期와 이후 3分期까지 輸出金額은 換率調整을 시작하기 전에 비하여 오히려 증가한다. 4分期 後부터는 輸出金額이 換率切上 이전 수준을 밑돌기 시작하지만 그 감소는 완만하게 진행되어 12分期 後에는 換率調整 이전에 비하여 약 1.72% 감소한 수준에 도달한다.

換率을 점진적으로 平價切上시킴으로써 輸出金額이 실제로 감소하기까지 기간이 지체될 경우 문제점이 발생할 수 있다. 즉 貿易收支의 黑字規模가 지나치게 크기 때문에 外國으로부터 압력을 받아 換率을 平價切上하게 될 경우를 생각해 보자. 換率을 平價切上하면 輸出金額은 J曲線 現狀으로 인하여 일시적으로 증가하게 된다. 그런데 換率을 보다 점진적으로 平價切上할 경우 輸出金額이 증가하는 기간이 연장된다. 이로 인하여 外國으로부터의 換率 平價切上 압력은 더욱 가중될 수 있으며 결과적으로 換率을 원래 계획했던 것보다 더 큰 폭으로 平價切上해야 되는 결과를 초래할 수도 있을 것이다. 그렇게 되면 長期的으로 輸出에 미치는 악영향이 換率을 일시에 필요한 만큼 平價切上하는 경우보다 더 클 수도 있을 것이다.

水準 分析으로는 換率 平價切上 방법을 달리함에 따른 長期 輸出物量 및 輸出金額의 차이를 비교할 수 없는 단점이 있었다. 이에 대하여 變動率 分析에서는 換率 平價切上 방법에 따른 短期 輸出物量 및 輸出金額의 차이와 함께 長期的인 영향의 차이도 분석할 수 있는

장점이 있다[7].

[圖 Ⅴ-3] 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出物量 調整(變動率 分析)



[圖 Ⅴ-3]에는 [圖 Ⅳ-3]의 輸出價格 조정과정과 〈表 Ⅴ-2〉에서 두번째, 네번째 및 여섯번째 輸出物量 變動率 方程式의 추정결과를 종합하여 換率 平價切上 이후 輸出物量의 조정과정을 추정한 결과가 정리되어 있다. 換率을 일시에 10% 平價切上하는 경우 같은 分期 輸出物量은 약 0.75% 감소하고 이후 輸出物量 감소폭은 점차 확대되어 4分期 後에는 換率切上 이전에 비하여 약 10.95% 감소하는 것으로 추정되었다. 5分期 이후에도 輸出物量의 감소는 계속되어 8分期에는 換率切上 이전에 비하여 약 13.1% 감소한 수준까지 도달

7) 變動率分析에서는 輸出物量의 變動率이 각 要素의 變動率에 반응하는 것으로 가정하므로 각 기간까지 變動率의 累計値는 그 기간까지 水準變動과 같게 된다. 따라서 換率 平價切上이 단행된 후 각 分期까지 輸出物量 變動率을 累積시킴으로써 해당 分期 輸出物量의 수준을 추정할 수 있다.

한다. 9分期 後부터는 輸出物量의 감소폭이 점차 축소되어 長期的으로는 換率切上 이전에 비하여 약 12.29% 감소한 수준에서 안정되는 것으로 나타나고 있다[8].

換率을 5%씩 1년 간격으로 2次에 걸쳐 平價切上하는 경우 輸出物量은 換率調整을 시작하는 分期에 약 0.62% 감소하고 2次 換率調整이 끝나는 4分期 後에는 換率調整 이전에 비하여 약 4.66% 감소하게 된다. 換率切上으로 인한 輸出物量 감소폭의 확대는 5分期 이후에도 계속되어 12分期 後에는 換率調整이 시작되기 이전에 비하여 약 9.86% 감소한 수준에 도달하게 된다. 그 이후 輸出物量의 감소폭은 점차 축소되어 장기적으로 약 9.27% 감소한 수준에서 안정되는 것으로 분석되었다.

換率을 일시에 10% 平價切上하는 경우와 5%씩 2次에 나누어 1년 간격으로 平價切上하는 경우의 輸出物量 감소폭을 비교해 보면 換率調整 後 短期 輸出物量과 함께 長期 輸出物量에도 차이가 있는 것으로 나타나고 있다. 換率의 平價切上을 2次에 나누어 실시함으로써 換率調整 시작 후 4分期에는 物量 기준으로 輸出을 약 6.29% 더할 수 있으며 8分期 後 輸出物量은 약 4.03% 더 높다. 또한 長期的으로 輸出物量은 약 3.02% 더 높은 수준에서 안정된다.

4分期에 걸쳐 換率을 2.5%씩 平價切上하는 경우 輸出物量은 換率調整을 시작하는 分期에 약 0.31% 감소하고 그 이후 換率切上과 함께 輸出物量 감소폭은 점차 확대되어 4分期 後에는 換率調整 이전에 비하여 약 5% 감소하게 된다. 輸出物量 감소폭의 확대는 10分期 後까지 계속되어 換率調整 이전에 비하여 약 9.09% 감소한 수준까지 도달한 후 새로운 長期均衡 수준인 약 8.39% 감소한 수준에 접근하게 된다.

換率의 平價切上이 가장 완만하게 진행되는 경우인 8개 分期에 걸

8) 變動率 分析의 결과 換率切上 方法에 따른 輸出物量의 調整過程에 대하여 附錄의 〈表 A-7〉 참조.

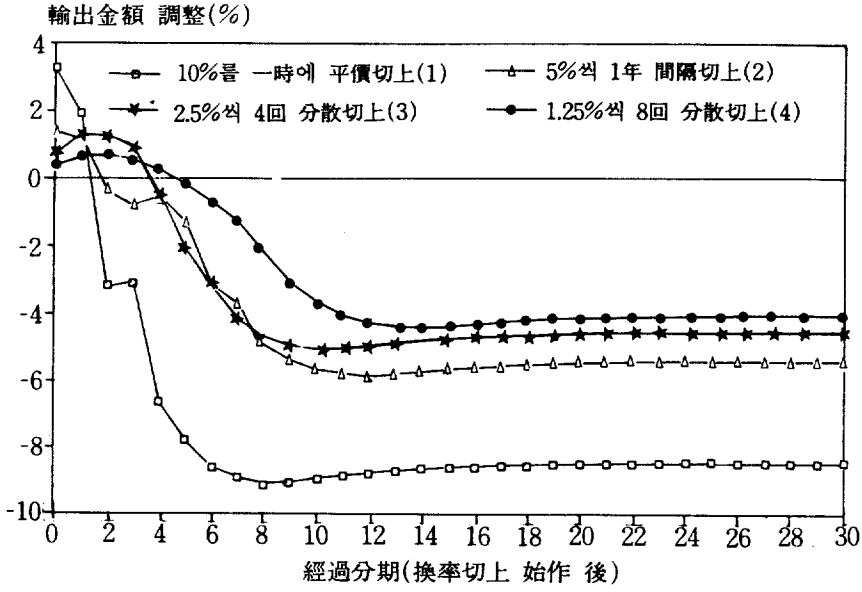
쳐서 매 분기 1.25%씩 平價切上하는 경우 輸出物量은 換率調整이 시작되는 分期에 약 0.15% 감소한다. 1分期 이후 輸出物量의 감소폭은 완만하게 확대되기 시작하여 4分期 後에는 換率調整 이전에 비하여 약 2.53% 감소한 수준에 도달한다. 11分期 後에는 輸出物量이 換率調整 이전에 비하여 약 8.81% 감소한 수준에 도달하며 그 이후에는 輸出物量의 감소폭이 점차 축소되어 長期的으로 약 7.88% 감소한 수준에 접근하게 되는 것으로 추정되었다.

換率을 일시에 10% 平價切上하는 경우와 비교할 때 換率을 2.5%씩 1년간 平價切上하는 경우와 1.25%씩 2년간 平價切上하는 경우 換率調整 시작 후 4分期의 輸出物量은 각각 약 5.95%, 8.42% 더 많으며 8分期 後의 輸出物量은 각각 약 4.27%, 6.55% 더 많은 것으로 비교된다. 또한 換率을 4分期 및 8分期에 나누어 平價切上시킴으로써 일시에 平價切上하는 경우에 비하여 長期的으로 輸出物量은 각각 약 3.9%, 4.4% 높은 수준을 유지할 수 있는 것으로 나타나고 있다.

變動率 分析의 결과에서는 換率 平價切上의 방법을 달리함으로써 短期 輸出物量은 물론 長期 輸出物量에도 큰 차이가 발생할 수 있는 것으로 나타나고 있다. 이와 같은 換率調整 方法에 따른 長期 輸出物量의 차이는 輸出物量 變動率이 輸出價格 變動率에 대하여 非線型的으로 반응하기 때문에 발생한다. 이러한 사실은 換率의 平價切上을 보다 점진적으로 단행함으로써 長期的인 輸出競爭 유지에 도움을 줄 수 있다는 주장과 일치하는 것이다.

[圖 Ⅴ-4]에는 變動率 分析의 결과 換率 平價切上 방법에 따른 臺湾 輸出價格의 조정과정과 輸出物量 조정과정을 기초로 輸出金額의 조정과정을 산출한 결과가 정리되어 있다. 이 表에서 換率을 일시에 10% 平價切上할 경우 J曲線 현상으로 인하여 美國 달러貨로 표시된 輸出金額은 같은 分期와 換率調整 後 1分期에 각각 약 3.26%, 1.90% 증가하는 것으로 나타나고 있다. 換率 平價切上이 단행된 후 2分期부터는 輸出金額이 감소하기 시작하여 8分期 後에는 환율조정

[圖 Ⅴ-4] 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出金額 調整(變動率 分析)



이전에 비하여 약 9.05% 감소한 수준에 도달한다. 그 이후부터는 輸出金額의 감소폭이 점차 축소되어 장기적으로 약 8.45% 감소된 수준에 접근하게 된다[9].

換率을 2회에 나누어 5%씩 1년 간격으로 平價切上하는 경우 換率調整이 시작되는 分期와 1分期 後의 輸出金額은 각각 약 1.39%, 1.14% 증가하는 것으로 나타나고 있다. 2分期 後부터는 輸出金額이 換率調整 이전 수준을 밑돌기 시작하여 12分期 後에는 약 5.88% 감소한 수준에 도달하게 된다. 이때 새로운 長期均衡 輸出金額은 換率調整 이전과 비교하여 약 5.43% 감소한 수준인 것으로 나타나고 있다.

換率을 2.5%씩 4分期에 걸쳐서 平價切上하는 경우 J曲線 현상으

9) 變動率 分析의 결과 換率切上 방법에 따른 輸出金額의 調整過程에 대하여 附錄의 〈表 A-9〉 참조.

로 輸出金額이 오히려 증가하는 기간은 換率切上 시작 후 3分期까지 계속되는 것으로 나타났다. 이때 換率切上 시작 후 4分期부터 輸出金額이 換率調整 이전의 수준을 밑돌기 시작하여 최저수준에 이르는 10分期 後에는 平價切上 이전에 비하여 약 5.06% 하락한 수준에 도달한다.

換率切上 초기에 輸出金額이 오히려 증가하는 현상은 換率切上을 서서히 단행할수록 연장되는 것으로 나타나고 있다. 換率을 1.25%씩 8개 分期에 걸쳐서 계속적으로 平價切上하는 경우 平價切上 시작 후 4分期까지는 輸出金額이 換率調整 이전의 수준을 웃도는 것으로 추정되고 있다. 이 경우 輸出金額은 換率切上 시작 후 5分期부터는 換率切上 이전의 수준을 밑돌기 시작하여 12分期 後에는 약 1.31% 감소한 수준으로 하락하며 長期均衡 輸出金額은 換率切上 이전에 비하여 약 4.05% 감소한 수준인 것으로 나타나고 있다.

變動率 分析에서는 [圖 Ⅴ－4]에서 보는 바와 같이 換率切上 방법에 따라 短期는 물론 長期 輸出金額에도 상당한 차이를 가져올 수 있는 것으로 나타나고 있다. 換率을 가장 점진적으로 調整하는 1.25%씩 8개 분기에 걸쳐서 平價切上할 경우 환율을 일시에 10% 평가절상하는 경우에 비하여 長期均衡 輸出金額이 약 4.40% 더 많은 것으로 분석되었다.

앞의 분석결과를 종합할 때 臺湾의 경우 換率을 平價切上시키는 방법에 따라 輸出價格의 조정과정이 다른 것으로 나타났다. 이에 따라 輸出物量 및 輸出金額의 조정과정에도 상당한 차이가 있는 것으로 분석되었다. 특히 變動率 分析의 결과는 환율의 평가절상을 점진적으로 단행할 경우 결과적으로 換率을 같은 비율로 平價切上하더라도 短期는 물론 長期 輸出物量과 輸出金額의 감소폭을 상당히 축소시킬 수 있는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 근본적으로 平價切上에 따른 輸出價格과 輸出品 生産要素 價格 조정 사이의 時差關係로 인하여 초래되는 것이다.

그렇다면 臺灣 政府當局이 실제로 換率切上 방법을 달리함으로써 輸出 특히 長期 輸出物量과 輸出金額에 영향을 미칠 수 있을 것인가? 다시 말하면 臺灣의 換率管理當局이 NT달러/美달러 換率을 조정함에 있어서 自國通貨를 일시에 대폭적으로 평가절상하는 대신 서서히 점진적으로 平價切上함으로써 輸出競爭力의 약화를 어느 정도 완화시키고 실제로 長期 輸出物量 및 輸出金額의 감소폭을 축소할 수 있을 것인가?

지금까지의 분석에 있어서 政府는 임의로 정한「스케줄」(schedule)에 따라 換率을 조정할 수 있고 民間部門은 조정된 換率에 受動的으로 적응하는 것으로 가정하였다. 즉 政府가 어떤 換率 平價切上 방법을 선택하든 輸出 企業이나 國內·外 投資家 등 民間部門은 未來의 換率이나 輸出品 製造價格의 변동에 대하여 예측하지 않고 주어진 換率에 따라 輸出價格을 결정하고 資本去來가 일어나는 것으로 가정하였다. 실제 상황에 있어서 이러한 가정은 타당성이 희박하다. 輸出企業, 資本去來者 등 民間部門은 자신들에게 커다란 영향을 미치는 政府의 행동을 항상 주시하고 있으며 政府의 미래 政策이나 統制에 대하여 가능한 한 예측하고 이에 대비하기 위하여 노력하고 있는 것은 잘 알려져 있는 사실이다. 그렇다면 政策當局이 어떤 換率切上 방법을 선택하더라도 民間部門은 주어진 換率에 수동적으로 반응한다는 가정은 현실적으로 타당성이 없는 것으로 판단할 수 있다.

실제로 政府가 어떤 경로로 換率을 平價切上 하느냐에 따라 미래의 換率에 대한 예측 가능성이 달라지게 된다. 換率制度와 관련하여 換率이 外換市場의 需給에 따라 일시에 조정되지 않고 變動幅 制限 등 인위적인 방법을 동원하여 換率調整이 점진적으로 이루어지도록 통제하는 換率制度下에서는 미래의 換率에 대하여 어느 정도 예측할 수 있게 된다. 미래의 환율에 대하여 예측할 수 있는 경우 民間部門은 현재의 換率뿐만 아니라 미래에 실현될 것으로 예상되는 換率도 고려하여 意思決定을 내릴 것이다. 즉 輸出企業들은 價格決定 등에

있어서 미래의 換率과 生産要素 價格 등을 고려할 것이며 資本去來者들은 資本移動이나 保有資産의 형태를 결정함에 있어서 미래 換率變動 예측치를 고려할 것이다. 다음에서는 미래 換率變動에 대한 예측 가능성을 고려하여 換率 平價切上 방법의 차이가 輸出에 미치는 영향을 고찰해 보기로 하겠다.

第 Ⅵ 章 換率變動에 대한 期待效果와 輸出競爭力

1. 換率 調整 方法과 未來 換率에 대한 期待效果

筆者는 다른 글에서 實證分析의 결과 換率制度에 따라 換率變動의 時系列的 특성이 달라지는 것으로 파악하였다[1]. 換率이 外換市場의 需給狀況에 따라 자유롭게 결정되는 換率制度下에서는 換率變動率 時系列 資料에 自己相關關係가 낮은 것으로 나타났다. 또한 換率을 일정한 범위 내에서 變動하도록 統制하는 유럽換率制度(ERM)下에서는 換率을 조정할 필요성이 발생할 경우 일시에 비교적 대폭적으로 조정하기 때문에 換率變動率의 自己相關關係가 낮은 것으로 분석되었다. 그러나 換率이 서서히 調整되도록 통제하는 우리나라의 複數通貨「바스켓 페그」(basket peg) 換率制度나 市場平均 換率制度 및 이와 유사한 臺湾의 中心換率制度下에서는 換率變動率의 時系列 사이에 높은 自己相關關係가 존재하게 되는 것으로 밝혀졌다. 또한 臺湾의 경우 1989년 7월 이후 變動換率制度를 채택한 후에도 中央銀行이 적극적으로 外換市場에 개입하여 換率의 급격한 變動을 방지하기 위하여 노력하였기 때문에 分期間 換率變動率에 상당히 높은 自己相關關係가 존재하게 된 것으로 분석되었다.

換率變動率의 時系列 資料에 높은 自己相關關係가 존재하는 경우 과거 換率變動率 자료를 분석함으로써 미래의 換率變動을 어느 정도

1) 第Ⅱ章 〈表 Ⅱ-5〉, 〈表 Ⅱ-6〉 및 金宗萬, 『換率制度와 外換危險管理』, 1990 참조.

예측할 수 있게 된다. 즉 分期間 換率變動率 자료를 사용하여 自己回歸模型을 추정한 결과 1次 自己回歸係數가 0.6인 것으로 추정되면 直前 分期의 換率切上率이 1%인 경우 금번 分期의 換率切上率은 약 0.6%인 것으로 추정할 수 있다. 臺湾의 경우 中心換率制度를 채택하고 있던 기간 동안 이와 같은 방법으로 미래의 換率變動率을 예측함으로써 예측 오차의 變動性을 약 30% 정도 줄일 수 있었던 것으로 나타나고 있다[2].

이와 같은 기존의 연구결과를 요약하면 換率의 決定을 外換市場의 需給機能에 맡기지 않고 換率管理當局이 어느 정도 개입하는 換率制度下에서 換率을 점진적으로 조정할 경우 미래 換率에 대한 예측이 가능해진다. 換率을 일정한 폭으로 平價切上함에 있어서 일시에 필요한 만큼 平價切上하지 않고 장기간에 걸쳐서 점진적으로 平價切上되도록 유도하는 과정에서 가까운 미래에 換率이 더욱 平價切上될 것이라는 기대감이 형성된다. 이와 같은 기대로 인하여 輸出에 미치는 영향을 直接的인 효과와 間接的인 효과로 나누어 생각해 볼 수 있다.

먼저 直接的인 효과는 輸出企業들이 가까운 미래에 換率이 더욱 平價切上될 것으로 예상되는 경우 換率이 平價切上되기 이전에 輸出을 실행함으로써 예견되는 損失을 회피하도록 노력할 것이다. 이와 같이 換率이 平價切上될 것으로 예상되는 경우 輸出企業들이 이미 계획된 輸出을 앞당겨 실행하는 것을 「리딩」(leading)이라 하고 이때 輸出은 短期的으로 증가하게 된다[3]. 또한 輸入의 경우는 실제로 換率이 平價切上될 때까지 미루게(lagging) 된다.

換率을 점진적으로 平價切上시킴에 따르는 輸出의 「리딩」(leading)

2) 第Ⅱ章 〈表 Ⅱ-6〉 참조.

3) 반대로 換率의 平價切上이 기대되는 경우 輸出企業들은 換差益을 실현시키기 위하여 계획된 輸出의 실행을 換率이 平價切上된 후까지 뒤로 미루기(lagging) 때문에 輸出은 短期的으로 감소하게 된다.

및 輸入의 「래깅」(lagging) 效果로 換率 平價切上 초기에 貿易收支 黑字規模로 오히려 확대될 가능성이 있다. 앞의 分析에서 換率切上 초기에는 美國 달러貨로 표시된 輸出金額이 오히려 증가하는 이른바 J曲線 現狀이 나타나는 것으로 파악되었다. 더욱이 換率을 서서히 平價切上할 경우 輸出金額이 증가하는 期間이 더욱 연장되는 것으로 파악되었다[4]. 이와 같은 J曲線 現狀과 輸出의 「리딩」 및 輸入의 「래깅」 효과로 인하여 換率을 서서히 平價切上할 경우 貿易收支 黑字規模가 실제로 축소되기까지 상당한 기간이 소요될 것이다. 貿易收支 黑字規模를 축소하기 위한 外國의 압력이 작용하는 경우 換率을 점진적으로 平價切上시킴으로써 貿易收支 黑字規模는 短期的으로 더욱 확대되어 換率의 平價切上 압력을 가중시킬 수 있을 것이다. 이로 인하여 換率이 추가적으로 平價切上될 경우에는 短期 및 長期輸出을 감소시키는 요인으로 작용할 수 있다.

2. 換率切上에 대한 期待效果와 海外資本 流入

換率切上에 대한 期待가 輸出에 미치는 間接效果는 資本流入을 통하여 일어날 수 있다. 즉 換率을 서서히 平價切上시키는 과정에서 형성되는 미래 換率의 平價切上에 대한 期待는 換差益을 노린 海外資本의 流入을 초래할 가능성이 있다. 이때 外換의 供給이 증가하게 되므로 自國通貨를 平價切上시키는 요인으로 作用할 것이다. 그 결과 換率은 일시적으로 원래 계획되었던 수준 이상으로 平價切上되어 短期는 물론 長期 輸出에도 큰 영향을 미치게 될 수 있다.

미래에 換率이 平價切上될 것으로 예상되더라도 外換에 대한 통제

4) [圖 V-2] 및 [圖 V-4] 참조.

가 엄격하여 海外資本의 流入이 불가능한 경우는 「핫머니」(hot money)의 流入이 일어나지 않을 것이다[5]. 따라서 資本의 流出·入이 어느 정도 허용되는 경우를 생각해 보자. 이때 換率變動으로 인한 外換危險과 去來費用을 논외로 한다면 國內 利子率과 미래 換率切上에 대한 기대치의 합계가 外國의 利子率을 상회할 경우 海外로부터 資本이 流入하게 된다[6].

〈表 Ⅵ-1〉에는 1985년부터 臺湾 資本流出·入과 관련된 資料가 정리되어 있다. 이 表에서 臺湾은 1985~92년 기간 동안 대부분 資本收支 赤字를 기록하였음에 반하여 NT달러貨가 美國 달러貨에 대하여 상당폭 平價切上된 1986년과 1987년에는 資本收支 黑字를 기록하였다. 특히 「핫머니」의 流入과 관련된 短期資本收支의 경우 1986년 86億 달러, 1987년 126億 달러의 黑字를 기록하여 대규모 赤字를 기록한 1985년 및 1988, 89년과 대조를 이루고 있다.

短期資金이 대규모로 유입된 1986년 및 1987년의 臺湾 國內의 短期金利는 國際金利에 비하여 2% 포인트 정도 낮았던 것으로 기록되고 있다. 즉 1986년의 경우 유로市場의 3個月 滿期 美國 달러貨 預金金利가 5.56% 내지 7.94% 수준을 유지하였음에 대하여 臺湾 國內銀行의 3個月 滿期 定期預金에 대한 金利는 4% 내지 5% 수준을 유지하였다. 1987년에도 유로달러 金利는 臺湾 國內의 短期預金 金利에 비하여 약 2.1% 내지 3.4% 정도 높은 수준을 유지하였다. 따라서 1986~87년 기간 동안 海外로부터 대규모의 短期資金이 유입한 이유는 NT달러貨 平價切上으로 인한 換差益을 노린 「핫머니」의 流

5) 이 경우에도 합법적인 방법을 가장한 소규모의 「핫머니」 流入은 가능할 것이다.

6) 國際間 資本流出·入이 일어나지 않기 위한 조건은 $i_t = i^*_t - E_t \equiv e_{t+1}$ 이다 (여기서 i_t 및 i^*_t는 시점 t에서 國內 및 外國 利子率, $E_t \equiv e_{t+1}$ 은 시점 t 에서 t+1 시점까지의 自國通貨 平價切上에 대한 기대치). 그런데 실제로 海外로부터 「핫머니」가 流入하기 위해서는 미래 換率切上에 대한 기대치가 상당히 높아야 하고 실현될 가능성도 상당히 높아야 할 것이다.

〈表 Ⅵ－1〉 臺湾 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 満期(%)	5.25～ 6.50	4.0～ 5.0	4.0	4.0～ 4.5	4.5～ 9.0	7.75～ 9.0	7.75～ 6.78	6.50
유로달러金利 3個月 満期(%)	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.

資料 : 臺湾 中央銀行, 『金融統計月報』 및 *Financial Statistics*, 各號.

入 때문인 것으로 판단된다.

1986～87년 기간 동안 臺湾 國內로 유입한 短期資金의 성격은 1988년 이후의 통계를 검토함으로써 더욱 분명해진다. 1988년의 경우 NT달러/美달러 換率은 1.3% 하락하는 데 그쳤다. 臺湾 國內銀行의 短期預金에 대한 利子率은 國際金利보다 2～3% 낮았기 때문에 資本의 流出이 일어나서 短期資本收支는 69億 달러 赤字를 기록하였다. 1989년 초에는 臺湾 銀行의 短期預金에 대한 利子率이 國際金利보다 낮았으나 5月 이후부터는 역전되어 臺湾 國內金利가 國際金利에 비하여 높아졌다. NT달러/美달러 換率은 1월부터 4월 사이에 약 7.9% 하

락한 후 5월부터는 약간 상승하였다. 따라서 NT달러貨가 더 이상 平價切上되기 어려울 것으로 판단되었기 때문에 短期資金이 流出되었다. 1990년에는 臺湾 國內銀行의 金利가 國際金利를 약간 상회하였음에도 불구하고 NT달러貨가 平價切下되었기 때문에 短期資金이 流出되어 短期資本收支는 91億 달러 赤字를 기록하였다. 이렇게 볼 때 1986~87년에 流入된 短期資金은 NT달러貨가 平價切上될 것으로 기대됨에 따라 換差益을 노리고 流入된「핫머니」의 성격이 강하며 1988년 이후에는 NT달러貨가 더 이상 平價切上되기 어려울 것으로 기대됨에 따라 換差益을 실현시키고 다시 流出된 것으로 판단된다.

1986년과 1987년 臺湾의 短期資本收支 黑字金額을 당시의 平均換率로 한다면 약 3,254億 NT달러와 4,012億 NT달러에 달하는데 이는 해당 연도 國內通貨(M1B) 平均殘額의 약 36.3%와 30.6%에 해당하는 막대한 규모이다. 이와 같이 短期資金이 대규모로 유입한 이유는 NT달러貨가 長期間에 걸쳐서 서서히 平價切上됨으로써 미래 換率에 대한 平價切上 기대효과가 작용하였기 때문이다. 그렇다면 이와 같은 短期資本의 流入은 換率에 어떤 영향을 미쳤을 것인가? 다음에서는 이 문제에 대하여 검토해 보기로 하자.

海外로부터 資本이 流入될 경우 外換의 供給이 증가하게 되므로 自國通貨의 平價切上 요인으로 작용할 것임에는 틀림없다. 그러나 資本 流入의 규모와 換率과의 관계를 實證的으로 분석한 硏究結果는 많지 않다. 더구나 우리나라의 複數通貨「바스켓 페그」換率制度나 臺湾의 中心換率制度下에서는 市場의 需給調節에 의한 換率決定을 어느 정도 제한하고 있기 때문에 각 요소들이 換率에 미치는 영향을 체계적으로 분석하기 어려운 점이 많다.

變動換率制度를 채택하고 있는 主要先進國 通貨間 換率의 경우 資本收支 黑字는 상당히 강력한 換率切上의 요인으로 작용하는 것으로 분석되었다. 〈表 Ⅵ-2〉는 필자가 다른 硏究에서 主要先進國의 經濟變數들이 換率에 미치는 영향을 분석한 결과 중 資本收支와 관련된

〈表 Ⅵ－2〉 主要國 金利 및 資本收支 差異와 換率變動

		달러/파운드	달러/마르크	달러/엔	달러/프랑
OLS 推定[1]	金利差異[3]	0.9769	1.1822	0.5071	0.7616
		(4.6476)	(4.8791)	(2.1611)	(3.3404)
	相對資本收支比率[4]	0.3547	0.4756	0.6126	0.2674
		(3.1427)	(2.9802)	(2.0751)	(0.8748)
SUR 推定[2]	金利差異[3]	0.8769	0.9228	0.4116	0.7485
		(5.2102)	(5.0024)	(2.2262)	(4.4584)
	相對資本收支比率[4]	0.3029	0.3841	0.5510	0.0235
		(3.6225)	(3.8030)	(2.4438)	(0.1353)

註 : ( ) 안의 숫자는 推定된 係數의 t 統計.

1) OLS 推定은 通常最少自乘法에 의한 推定. 2) SUR 推定은 Seemingly Unrelated Regression 技法에 의한 推定. 3) 金利差異는 優待貸出金利의 차이. 4) 相對資本收支比率은 資本收支金額/M1 比率의 차이.

資料 : 金宗萬, 『우리나라 株式市場 開放의 效果分析』, 1991, p. 113 〈表 Ⅶ－1〉 및 p. 114 〈表 Ⅶ－2〉.

부분만을 정리한 것이다[7]. 이 表에서 金利差異는 각 換率에 해당하는 나라(달러/파운드 換率의 경우 英國과 美國)의 優待貸出金利의 차이이다. 또한 相對資本收支 比率은 해당 國家의 資本收支金額을 通貨量(M1)으로 나눈 비율의 차이를 의미한다[8].

〈表 Ⅳ－2〉에서 國內 金利가 外國에 비하여 높은 경우 상당히 강

7) 主要先進國 換率決定 模型 및 實證的인 分析에 대하여 金宗萬, 『主要 換率變動의 特性과 政策示唆點』, 1991 및 金宗萬, 『우리나라 株式市場 開放의 效果分析』, 1991 참조.

8) 資本收支金額을 通貨量으로 나누어 資本收支比率을 산출한 이유는 時間이 경과함에 따라 資本收支 절대금액이 증가함으로 인하여 발생하는 異分散(heteroscedasticity) 문제를 회피하기 위해서이다. 正(＋)의 수치만을 갖는 經濟變數의 경우 異分散 문제를 회피하기 위하여 대개 自然對數(ln)형태를 취하지만 資本收支의 경우 負(－)의 수치도 가질 수 있기 때문에 經濟의 규모에 따라 증가하는 通貨量으로 나눈 비율을 사용하였다.

력한 換率 平價切上 요인이 되는 것으로 나타나고 있다. 달러/파운드 換率의 경우 다른 조건이 같다면 英國의 金利가 美國의 金利에 비하여 1% 포인트 높으면 파운드貨는 달러貨에 대하여 약 0.88% 내지 0.98% 平價切上되는 관계에 있다. 달러/마르크, 달러/프랑의 경우에도 獨逸과 프랑스의 金利가 美國에 비하여 상대적으로 높으면 마르크貨나 프랑貨가 평가절상되는 것으로 나타나고 있다. 달러/엔 換率의 경우 日本 金利가 美國에 비하여 높으면 엔貨의 平價切上 요인으로 작용하고 있는 것으로 나타나기는 하지만 그 영향의 크기가 다른 換率의 경우에 비하여 작은 것으로 나타나고 있다. 이는 1980년 이전까지 日本은 外換에 대하여 상당히 강력하게 統制하고 있었기 때문인 것으로 판단된다. 이와 같이 國內金利가 外國에 비하여 상대적으로 높을 경우 自國通貨가 平價切上되는 원인은 海外로부터 資本이 流入되어 外換의 供給이 증가하기 때문이다. 이러한 결과는 海外로부터의 資本流入이 換率을 平價切上시키는 요인으로 작용하는 사실에 대한 간접적인 증거를 제공하는 것이다.

海外로부터의 資本流入이 換率을 平價切上시키는 사실에 대한 보다 직접적인 증거는 相對資本收入比率의 영향에 나타나 있다. 달러/파운드 換率의 경우 英國의 資本收支比率이 美國에 비하여 상대적으로 1% 포인트 높은 경우 파운드貨는 달러貨에 대하여 약 0.30% 내지 0.35% 平價切上되는 관계에 있다. 獨逸이나 日本의 경우도 資本收支의 상대적인 개선은 自國通貨의 平價切上 요인으로 작용하고 있음을 알 수 있다.

〈表 Ⅵ-2〉에서 相對資本收支 比率이 換率에 미치는 영향을 나타내는 係數의 추정치들을 평균하면 資本收支比率이 상대적으로 1% 개선될 경우 自國通貨로 약 0.32% 내지 0.43% 평가절상되는 것으로 추정된다. 이와 같은 先進國 換率分析의 결과를 NT달러/美달러 換率에 적용한다면 1986년 및 1987년 短期資金의 臺灣 國內 流入으로 인한 NT달러貨의 平價切上 압력은 상당히 컸던 것으로 판단된다. 앞

에서 분석한 바와 같이 1986년 臺湾의 短期資本收支 黑字金額은 通貨量(M1B)의 약 36.3%에 해당된다. 이로 인한 NT달러貨의 平價切上 요인은 약 11.6% 내지 15.6%인 것으로 계산할 수 있다. 같은 방법으로 1987년의 경우 短期資金 流入으로 인한 NT달러貨 平價切上 요인은 약 9.8% 내지 12.9%이었던 것으로 계산된다.

換率의 決定體系가 전혀 다른 先進國 換率分析의 결과를 臺湾 換率의 경우에 적용하는 데에는 커다란 무리가 있을 것이다. 그러나 先進國 換率을 분석한 결과가 示唆하는 바는 金利의 상대적인 차이 등으로 인한 資本의 國際的인 이동은 換率에 큰 영향을 미칠 수 있다는 점일 것이다. 中心換率制度下에서 臺湾 政府는 換率을 어느 정도 자의적으로 통제하고 있었기 때문에 海外로부터의 資本流入이 즉각적인 NT달러貨의 平價切上으로 이어지지 않았을 수도 있고 그 영향이 先進國 通貨間의 換率에 비하여 작았을 수도 있다. 그러나 1986년과 같은 대규모의 資本流入이 NT달러貨의 平價切上 요인으로 작용하였을 것으로 보는 데에는 큰 무리가 없을 것이다.

3. 未來 換率에 대한 期待效果로 인한 換率變動

지금까지 논의된 換率의 平價切上 방법과 관련하여 미래 換率에 대한 期待效果 및 이로 인한 輸出價格과 輸出物量의 조정과정에 미치는 영향은 다음과 같다.

첫째, 換率을 서서히 平價切上할 경우 가까운 장래에 換率이 더욱 平價切上될 것이라는 期待가 형성될 수 있다. 換率이 더욱 平價切上될 것으로 기대되는 경우 輸出의 「리딩」(leading)효과로 인하여 短期的으로 증가하게 되고 이는 換率切上 後 J曲線 現狀으로 인한 輸出金額 증가와 함께 短期的으로 貿易收支 黑字幅을 더욱 확대시키는

결과를 초래할 수 있다. 貿易收支 黑字를 축소시키기 위하여 換率을 平價切上하는 경우 短期的인 貿易收支 黑字의 증가는 外國으로부터의 換率 平價切上 압력을 가중시킬 수 있다.

둘째, 미래 換率의 平價切上에 대한 기대는 換差益을 노린 海外로부터의 短期資金 유입을 초래할 수 있다. 이와 같은 海外資金의 流入은 外換의 供給을 증가시켜서 換率을 平價切上시키는 요인으로 작용할 수 있다.

셋째, 換率 平價切上에 대한 기대로 인하여 流入된 短期資金은 換率이 더 이상 平價切上되지 않을 것으로 기대되는 경우 國內金利가 國際金利보다 높아서 계속해서 國內에 머무를 동기가 없는 한 다시 國外로 流出될 것이다. 이와 같은 資金의 流出은 外換의 需要을 증가시키고 따라서 換率은 平價切下될 것이다.

넷째, 資本移動에 따르는 不確實性이나 去來費用 등을 고려할 때 換率 平價切上이 계속되는 기간이 길수록 期待效果로 인한 資金流入의 규모는 클 것이다. 換率이 平價切上되는 상황이 장기간 지속될수록 미래 換率에 대한 예측 가능성이 높아지고 換率切上 期待의 불확실성이 감소하기 때문이다.

이와 같은 점들을 換率切上 방법에 따른 輸出價格 및 輸出物量 조정과정에 반영해 보기 위하여 다음과 같은 가정을 해보자. 먼저 換率이 일시에 대폭적으로 平價切上되는 경우 가까운 장래에 재차 平價切上될 것으로 기대하기는 어려울 것이다. 따라서 換率을 일시에 10% 平價切上하는 경우에는 期待效果에 따르는 輸出計劃의 조정이나 短期資金의 流入은 일어나지 않는 것으로 가정할 수 있다.

換率을 두 차례에 나누어 5%씩 1년 간격으로 平價切上하는 경우 1次 平價切上이 단행된 직후에는 換率이 이미 비교적 대폭적으로 平價切上되었으므로 재차 平價切上될 것으로 기대하기는 어려울 것이다. 그러나 시간이 경과함에 따라 이미 단행된 換率 平價切上으로는 貿易收支 등 불균형을 시정하기에는 미흡하다는 인식과 함께 換率의

재차 平價切上에 대한 기대가 형성될 수 있다. 이때 海外로부터 資金이 流入되고 換率은 점차 平價切上되는 상황을 가정할 수 있다. 海外로부터 短期資金의 流入은 2次 換率切上이 될 때까지 계속되나 그 이후에는 다시 流出되기 때문에 換率은 점차 平價切下될 것이다.

이와 같은 점들을 고려하여 換率을 5%씩 1년 간격으로 平價切上하기로 계획한 경우 海外資本의 流入으로 인하여 1次 換率切上이 단행된 후 2分期 및 3分期에는 換率이 추가로 각각 1%, 0.5% 平價切上되고 2次 換率切上이 단행되는 4分期 後에도 0.5% 추가적으로 平價切上되는 것으로 가정해 보자. 2次 換率切上이 단행된 후에는 換率切上에 대한 기대가 사라지기 때문에 6分期 後부터 換率은 平價切下되는 것으로 가정해 볼 수 있다. 이때 輸出의 「리딩」이나 J曲線 現狀에 따른 일시적인 貿易收支 黑字 확대로 인한 추가적인 換率切上 압력은 없는 것으로 가정하면 조정이 완료된 후의 換率은 종전에 비하여 10% 平價切上된 수준을 유지할 수 있을 것이다.

換率을 2.5%씩 4分期에 걸쳐서 계속적으로 平價切上하기로 계획한 경우 1次로 換率이 2.5% 平價切上되면 그 정도의 換率調整은 不均衡을 시정하기에 미흡한 수준이라는 인식과 함께 추가적인 換率切上에 대한 기대가 형성될 수 있다. 이로 인하여 海外로부터 資金이 유입되고 換率은 추가적으로 0.5% 平價切上되는 것으로 가정해 보자. 換率이 추가적으로 平價切上될 것이라는 기대는 2次 및 3次 平價切上을 단행하는 과정에서 실현됨으로써 海外로부터의 資金流入은 더욱 증가하고 1分期 後와 2分期 後 換率은 계획된 2.5%를 1% 초과하여 각각 3.5% 平價切上되는 것으로 가정해 보았다. 3分期 後 換率은 계획된 부분과 資本流入으로 인한 추가적인 切上分을 합쳐서 3% 平價切上된 후 5分期 後부터 8分期 後에 걸쳐서는 換率의 추가적인 平價切上에 대한 기대가 사라짐에 따라 資本의 流出이 일어나고 換率은 0.5%씩 平價切下되는 것으로 가정하였다. 이때 輸出의 「리딩」 및 J曲線 現狀에 따른 短期的인 貿易黑字 증가로 外國으로부터

換率 平價切上 압력이 가중되어 換率은 결과적으로 11% 平價切上되는 것으로 가정해 볼 수 있다.

換率을 1.25%씩 8개 分期에 걸쳐서 平價切上하기로 계획한 경우 실제로 換率은 앞에서 설명한 바와 같은 논리로 처음 3分期에 걸쳐서 각각 2.25%씩 平價切上되고 3分期 後부터 換率이 마지막으로 平價切上되는 7分期 後까지는 각각 1.75%씩 平價切上되는 것으로 가정해 보았다. 9分期 後부터 15分期 後까지는 資金의 流出이 일어나서 換率이 매분기 0.5%씩 平價切下되는 것으로 가정하였으며 이때 輸出의 「리딩」 및 J曲線 現狀 등으로 短期的인 貿易收支 黑字規模의 확대로 인한 추가적인 平價切上分 2%는 재조정되지 않는 것으로 가정하였다.

앞에서 설명한 換率 平價切上 방법에 따라 실제로 전개될 가상적인 상황에 따라 換率이 조정되는 과정을 정리한 것이 〈表 Ⅵ－3〉의 내용이다. 이 表에 나타난 換率調整의 과정은 1985년 이후 臺湾의 경험을 참고하여 작성한 가상적인 것에 불과하다는 사실을 밝혀 둔다.

4. 期待效果를 감안한 輸出物量 및 輸出金額 變動

政府當局의 換率 平價切上 계획에 따라 실제로 換率이 조정되는 과정을 〈表 Ⅵ－3〉과 같이 가정할 경우 輸出價格 水準 方程式의 추정결과를 기초로 산출한 輸出價格 조정과정은 [圖 Ⅵ－1]의 내용과 같다. 이 圖表에서 換率을 일시에 10% 平價切上할 경우 추가적인 平價切上 기대로 인한 資本流入이나 輸出의 「리딩」 현상 등이 일어나지 않는 것으로 가정하였기 때문에 輸出價格 調整過程은 [圖 Ⅵ－2]에서와 같다.

다른 平價切上 방법의 경우에는 〈表 Ⅵ－3〉의 換率調整 과정에 따

〈表 Ⅵ－3〉 換率 平價切上 計劃과 實際 換率變動에 대한 假定

(單位 : %)

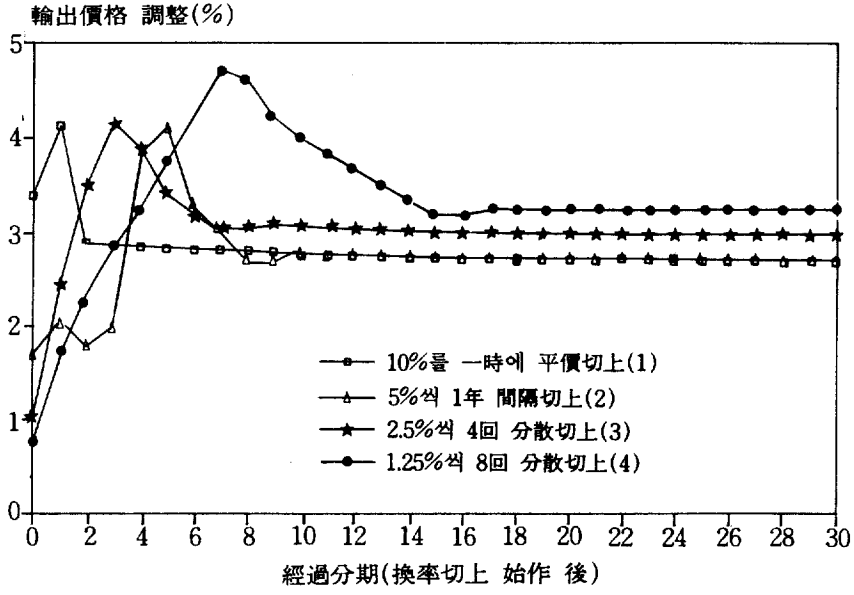
	換率 平價切上 計劃			
	10% 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	-10.0	-5.0	-3.0	-2.25
1分期 後	0.0	0.0	-3.5	-2.25
2分期 後	0.0	-1.0	-3.5	-2.25
3分期 後	0.0	-0.5	-3.0	-1.75
4分期 後	0.0	-5.5	0.0	-1.75
5分期 後	0.0	0.0	+0.5	-1.75
6分期 後	0.0	+0.5	+0.5	-1.75
7分期 後	0.0	+0.5	+0.5	-1.75
8分期 後	0.0	+1.0	+0.5	0.0
9分期 後	0.0	0.0	0.0	+0.5
10分期 後	0.0	0.0	0.0	+0.5
11分期 後	0.0	0.0	0.0	+0.5
12分期 後	0.0	0.0	0.0	+0.5
13分期 後	0.0	0.0	0.0	+0.5
14分期 後	0.0	0.0	0.0	+0.5
15分期 後	0.0	0.0	0.0	+0.5
換率調整累計	-10.0	-10.0	-11.0	-12.0

註 : +, － 符號는 각각 自國通貨의 平價切下와 平價切上을 표시함.

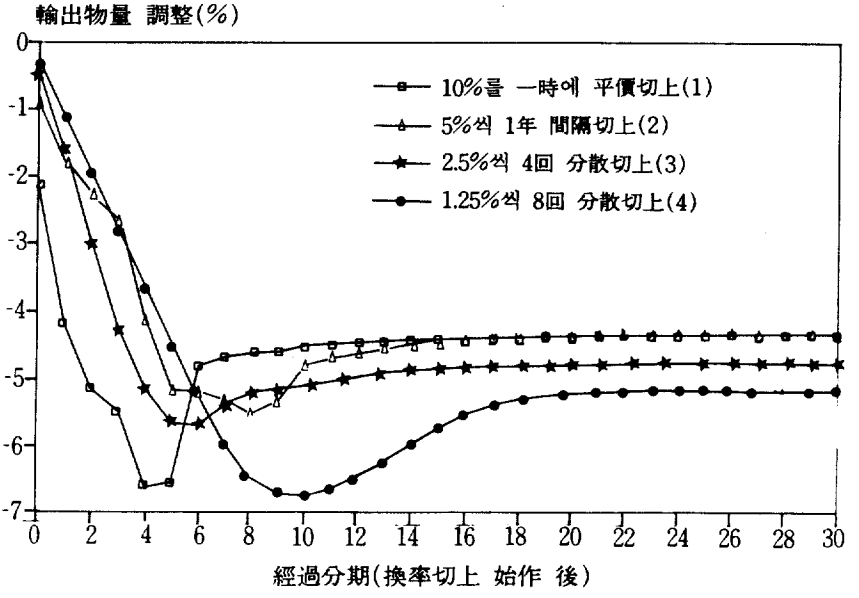
라 輸出價格의 變動 과정을 조정하였다. 특히 換率을 2.5%씩 4回에 걸쳐서 平價切上하는 경우와 1.25%씩 8回에 걸쳐서 平價切上하는 경우에는 外部로부터 추가적인 平價切上 압력이 작용하는 것으로 가정하였기 때문에 長期的으로 輸出價格은 [圖 Ⅵ－2]의 경우보다 각각 0.27%, 0.54% 더 상승하는 것으로 나타나고 있다.

[圖 Ⅵ－2]는 [圖 Ⅵ－1]에서 추정된 각 기간별 輸出價格을 輸出物量 水準 方程式 推定結果에 적용하여 산출한 換率 平價切上 방법

[圖 Ⅵ－1] 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出價格 調整(水準 分析)



[圖 Ⅵ－2] 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出物量 調整(水準 分析)



에 따르는 輸出物量의 조정과정이다. 먼저 換率을 일시에 10% 平價切上하는 첫번째 경우와 5%씩 2회에 나누어 平價切上하는 두번째 경우를 비교해 보면 換率 平價切上 시작 후 5分期까지는 두번째 경우의 輸出物量 감소 비율이 첫번째 경우에 비하여 작다는 것을 알 수 있다. 그러나 6分期 後부터는 역전되기 시작하여 換率을 2회에 나누어 切上하는 두번째 경우의 輸出物量 감소 비율이 오히려 큰 것으로 나타나고 있다. 두 경우의 長期 均衡 輸出價格은 같기 때문에 水準 分析의 결과 長期的인 輸出物量 감소 비율은 같은 것으로 나타나고 있다[9].

累積 輸出物量은 첫번째 換率 平價切上의 경우 分期 後까지 약 4.7% 감소하고 8分期, 12分期 後까지는 약 4.9%, 4.78% 감소하는 데 대하여 두번째 平價切上의 경우는 4分期까지 약 2.34% 감소하고 8分期 後와 12分期 後까지 각각 약 3.65%, 4.02% 감소하는 것으로 나타났다. 換率切上이 시작된 후 20分期 및 40分期까지의 累積 輸出物量은 첫번째 平價切上 방법의 경우 각각 약 4.62%와 4.48%임에 대하여 두번째 平價切上 방법의 경우는 각각 약 4.16%와 4.24%로 첫번째 경우와 큰 차이가 없는 것으로 나타났다[10].

이와 같이 볼 때 換率을 5%씩 2次에 나누어 平價切上하는 방법은 換率을 일시에 10% 平價切上하는 경우에 비하여 輸出物量의 급격한 감소를 어느 정도(약 1년) 지연시키는 효과를 가져올 뿐 전체적인 累積 輸出物量을 증가시키는 데에는 큰 도움이 되지 못하는 것으로 판단할 수 있다.

換率을 2.5%씩 4회에 나누어 平價切上하는 경우와 1.25%씩 8회에 나누어 平價切上하는 경우에도 換率切上이 시작된 후 5分期까지는

9) 미래 換率에 대한 期待效果를 감안하여 水準 分析의 결과 換率切上 方法에 따른 輸出物量 調整過程에 대하여 附錄의 〈表 A-12〉 참조.

10) 미래 換率에 대한 期待效果를 감안하여 水準 分析의 결과 換率切上 方法에 따른 累積 輸出物量의 調整過程에 대하여 附錄의 〈表 A-13〉 참조.

輸出物量의 감소비율이 換率을 일시에 10% 平價切上하는 경우에 비하여 작으나 6分期 後부터는 역전되어 오히려 커지는 것으로 나타나고 있다. 특히 1.25%씩 서서히 平價切上하는 네번째 방법의 경우에는 8分期 후부터 輸出物量의 감소 비율이 6% 이상에 이르러 換率을 일시에 平價切上하는 경우에 비하여 약 2% 포인트 정도 더 감소하는 것으로 나타나고 있다. 세번째 경우와 네번째 경우에는 長期的으로 換率이 각각 1%, 2% 추가적으로 平價切上되므로 長期 均衡 輸出物量은 첫번째 및 두번째 경우에 비하여 각각 0.43%, 0.86% 더 감소한 수준에서 안정된다.

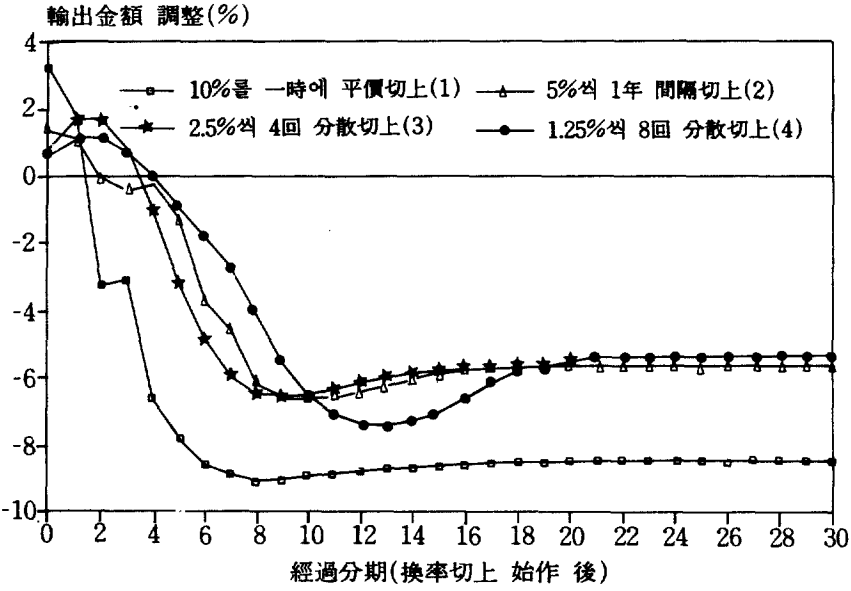
세번째 平價切上 방법의 경우와 네번째 平價切上 방법의 경우 換率 平價切上 시작 후 8分期까지 累積 輸出物量은 각각 약 4.05%, 3.57% 감소하는 것으로 나타나서 換率을 일시에 平價切上하는 경우에 비하여 감소폭이 작은 것으로 파악되었다. 그러나 24分期 이후부터는 역전되어 換率을 서서히 平價切上하는 경우의 累積 輸出物量이 오히려 더 큰 폭으로 감소하는 것으로 파악되었다[11].

換率 平價切上 단행 이후 각 期間의 輸出價格([圖 Ⅵ-1])과 輸出物量([圖 Ⅵ-2])을 이용하여 산출한 美國 달러貨로 표시된 輸出金額의 조정과정은 [圖 Ⅵ-3]에 정리되어 있다. 이 圖表에 나타난 輸出金額의 조정과정은 輸出物量의 조정과정과 비슷한 양상을 보여주고 있다. 즉 換率切上을 단행하는 초기에는 점진적인 平價切上의 경우인 輸出金額 감소폭이 換率을 일시에 平價切上하는 경우에 비하여 상대적으로 작다. 그러나 일정한 기간이 경과한 후에는 역전되어 점진적인 平價切上의 경우가 더 큰 輸出金額 감소를 초래하는 것으로 추산되었다.

長期的으로 換率이 平價切上되는 비율이 같다고 가정한 첫번째와 두번째의 경우 새로운 長期 均衡 輸出金額은 같은 것으로 나타난다.

11) 換率 平價切上 시작 후 40分期까지의 세번째와 네번째 平價切上 경우의 累積 輸出物量은 각각 약 4.64%, 5.05% 감소하는 것으로 추정되었다.

[圖 Ⅵ－3] 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出金額 調整(水準 分析)

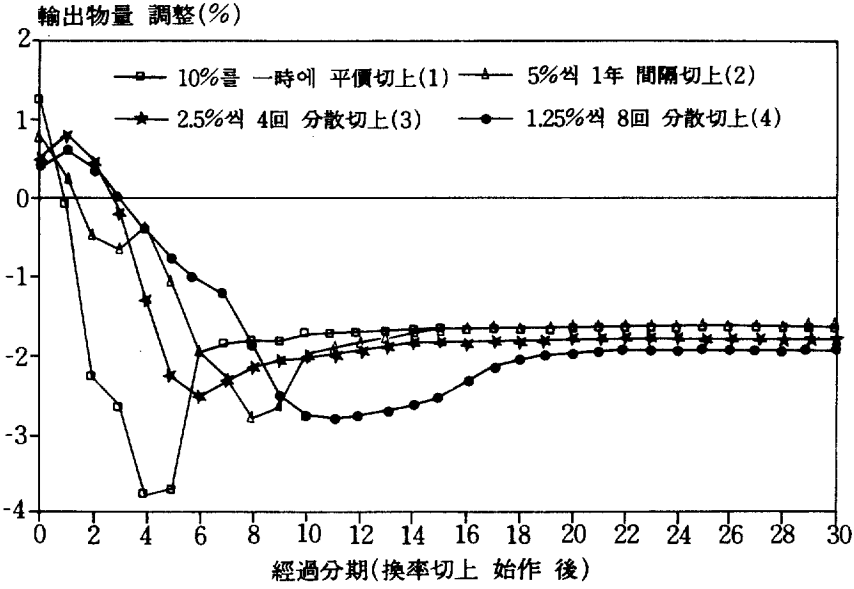


이에 대하여 外部로부터의 압력으로 인한 점진적인 換率切上 방법의 경우는 長期的으로 換率이 추가로 平價切上되므로 長期 均衡 輸出金額은 보다 큰 폭으로 감소하는 것으로 나타나고 있다.

換率을 조정하는 방법에 따라 미래 換率에 대한 期待效果로 인한 資金流入 및 外部로부터의 추가적인 平價切上 압력으로 인하여 실제 換率調整의 과정이 〈表 Ⅵ－3〉의 내용과 같다고 가정해 보자. 이와 같은 換率調整 과정을 輸出價格 變動率 方程式을 추정 결과에 적용하여 輸出價格의 조정과정을 산출한 내용은 [圖 Ⅵ－4]에 정리되어 있다. 이 圖表에서 換率을 일시에 10% 平價切上하는 경우의 輸出價格 조정과정은 [圖 Ⅳ－3]에서와 같다.

換率을 5%씩 2次에 나누어 平價切上하는 경우 換率調整이 시작된 후 2分期부터 換率이 2차로 5% 平價切上되는 4分期 後까지는 海外資本의 流入으로 인한 換率의 추가적인 平價切上 때문에 輸出價格은

[圖 Ⅵ-4] 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出價格 調整(變動率 分析)



[圖 Ⅳ-3]에서 보다 상향 조정되는 것으로 나타나 있다. 이때 輸出價格은 5分期 後에 최고 수준인 약 5.66% 상승한 수준에 도달하고 6分期 後부터는 資本流出에 따른 換率 平價切下와 生産要素價格의 하락을 반영하여 점차 하락하는 것으로 나타나고 있다. 外部로부터 추가적인 換率切上 압력이 없는 것으로 가정하기 때문에 換率은 長期的으로 10%만 平價切上되므로 長期均衡 輸出價格은 換率을 일시에 10% 平價切上하는 경우와 동일한 약 3.83% 상승한 수준에서 안정된다.

換率을 2.5%씩 4分期에 걸쳐서 平價切上하는 경우와 1.25%씩 8分期에 걸쳐서 平價切上하는 경우 換率切上이 진행되는 과정에서의 資金流入으로 인한 추가적인 換率切上 및 平價切上이 완료한 후 資金流出에 따른 換率切下 등으로 인하여 輸出價格의 조정과정은 [圖 Ⅳ-3]의 내용과 다르게 나타나고 있다. 특히 이 두 경우에는 外部로

부터 換率切上 압력이 가중되어 換率이 長期的으로 원래 계획한 것보다 각각 1%, 2% 포인트 추가적으로 平價切上되는 것으로 가정하였기 때문에 長期 輸出價格은 [圖 Ⅳ-3]의 경우에 비하여 각각 약 0.38%, 0.77% 더 상승하는 것으로 나타나고 있다.

각 換率切上 방법에 따른 실제 輸出價格 조정의 과정이 [圖 Ⅵ-4]의 내용과 같을 때 輸出物量 變動率 方程式 추정결과를 적용하여 산출한 輸出物量의 조정과정은 [圖 Ⅵ-5]에 정리되어 있다. 이 圖表에서 換率을 일시에 10% 平價切上하는 경우의 輸出物量 조정과정은 [圖 Ⅴ-3]에서와 같다.

換率을 5%씩 1년 간격으로 平價切上하는 경우 換率切上이 시작된 후 1分期까지는 資金流入에 의한 換率의 추가적인 平價切上이 없다고 가정하였으므로 輸出物量의 감소폭은 [圖 Ⅴ-3]에서와 같다. 그러나 2分期 後부터는 추가적인 換率切上 기대에 따라 海外資金이 유입하고 이에 따라 換率이 추가적으로 平價切上되는 것으로 가정하였기 때문에 輸出物量의 감소폭은 [圖 Ⅴ-3]에서보다 확대된다. 輸出物量 감소폭의 확대 추세는 換率切上 시작 후 10分期까지 계속되어 換率切上 이전에 비하여 약 10.63% 감소한 수준까지 도달한다. 그러나 換率 平價切上이 완료된 후 資金流出로 인하여 換率이 다시 平價切下됨에 따라 11分期 後부터는 輸出物量의 감소폭이 점차 축소되기 시작하여 長期的으로는 換率切上 전에 비하여 약 9.5% 감소한 수준에 접근하게 된다[12].

이때 長期的으로 안정되는 換率水準은 [圖 Ⅴ-3]처럼 10%가 平價切上된 수준임에도 불구하고 長期均衡 輸出物量은 [圖 Ⅴ-3]의 경우에 비하여 약 0.23% 더 감소되는 것으로 나타나고 있다. 이는 輸出物量 變動率이 輸出價格 變動率에 대하여 非線型的으로(自乘 및 3乘) 반응하는 부분이 있기 때문에 발생하는 현상이다. 즉 資本이 流

12) 變動率 分析에서 미래 換率에 대한 期待效果를 감안할 경우 輸出物量 調整에 대하여 附錄의 〈表 A-12〉 참조.

入되는 과정에서 換率의 추가적인 平價切上의 영향이 원래 계획에 따른 平價切上의 영향과 합쳐져서 상승작용을 하여 차후의 資金流出에 따른 換率切下의 영향보다 크기 때문에 長期 輸出物量의 감소폭은 확대되는 것으로 나타난다.

換率을 일시에 10% 平價切上하는 경우와 비교할 때 換率을 5%씩 2次에 나누어 平價切上하는 경우 換率이 일시적으로 보다 큰 폭으로 平價切上되는 4分期 後 및 5分期 後를 포함한 전단계에 걸쳐서 輸出物量의 감소폭이 상대적으로 작은 것으로 나타나고 있다. 따라서 換率의 급격한 절상으로 인한 輸出에 미치는 악영향이 매우 클 경우 換率을 단계적으로 平價切上함에 따라 換率切上의 期待效果로 인하여 海外資金의 流入이 다소 일어나서 換率이 어느 정도 추가적으로 平價切上되는 효과를 감안하더라도 輸出에 미치는 악영향이 보다 작을 수 있는 것으로 평가된다.

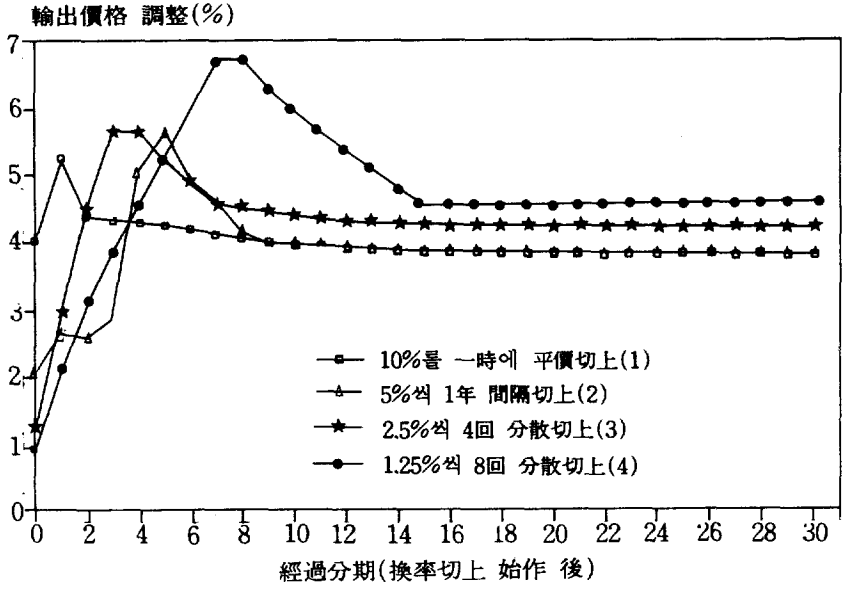
換率을 2.5%씩 4分期에 걸쳐서 平價切上하는 경우 換率의 추가적인 平價切上에 대한 期待效果와 外部로부터의 추가적인 平價切上 압력을 감안한 輸出物量 조정과정은 [圖 Ⅴ-3]의 경우에 비하여 전단계에 걸쳐서 輸出物量의 감소폭이 확대되는 것으로 나타나고 있다.

이 경우에도 換率을 일시에 10% 平價切上하는 경우에 비하여 輸出物量의 감소폭이 전체 단계에 걸쳐서 상대적으로 작은 것으로 나타나고 있다. 이는 輸出物量 變動率이 輸出價格 變動率에 대하여 非線型的으로 반응하는 부분이 클 경우 換率을 대폭적으로 平價切上할 경우 輸出에 미치는 악영향이 매우 크기 때문에 일어나는 현상이다.

더구나 外部로부터의 압력으로 인해 추가적으로 平價切上된 부분인 1%는 추후에 다시 平價切下되지 않기 때문에 換率은 長期的으로 11% 平價切上된다고 가정하였음에도 불구하고 長期的인 輸出物量의 감소폭은 換率을 일시에 10% 平價切上하는 경우에 비하여 상대적으로 작은 것으로 나타나고 있다.

換率을 1.25%씩 8개 分期에 걸쳐서 平價切上할 때 換率變動에 대한 期待效果를 감안할 경우 전체 과정을 통하여 輸出物量의 감소폭이 확대되는 것으로 나타났다. 더욱이 換率平價切上이 시작된 후 12分期 일부 단계에 있어서는 換率을 일시에 10% 平價切上하는 경우에 비하여 輸出物量의 감소폭이 상대적으로 큰 것으로 나타나고 있다. 이는 換率을 서서히 平價切上함에 따른 換率切上에 대한 期待效果로 인하여 海外로부터의 資金流入 등으로 인한 추가적인 換率切上이 輸出에 미치는 악영향이 換率을 일시에 平價切上함에 따르는 악영향보다 크기 때문이다. 따라서 대규모의 資金流入이 일어날 수 있는 상황에서는 換率을 서서히 平價切上시킴으로써 궁극적으로 換率切上을 일시에 단행하는 경우에 비하여 輸出競爭力을 더욱 악화시킬 수 있고 輸出物量의 감소폭을 오히려 확대시킬 수 있다. 換率切上에 대한 기대효과로 인하여 海外로부터 대규모의 資金이 流入할 수 있

[圖 Ⅵ-5] 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出物量 調整(變動率 分析)



는 상황은 國內金利가 外國에 비하여 상대적으로 높고 資本의 流出·入이 허용되는 경우일 것이다.

[圖 Ⅵ-4]의 輸出價格 조정과정과 [圖 Ⅵ-5]의 輸出物量 조정과정을 기초로 換率變動에 대한 期待效果를 감안할 경우 美國 달러貨로 표시된 輸出金額의 조정과정을 산출한 결과는 [圖 Ⅵ-6]에 정리되어 있다. 換率變動에 대한 期待效果를 감안하지 않은 [圖 Ⅴ-4]의 조정과정과 비교할 때 換率을 5%씩 두 차례에 걸쳐서 平價切上하는 경우 平價切上 시작 후 2分期부터 5分期까지는 換率이 추가적으로 平價切上됨에도 불구하고 J曲線 현상 때문에 輸出金額의 감소폭이 오히려 축소되는 것으로 나타나고 있다. 그러나 6分期 後부터는 輸出金額의 감소폭이 확대되고 長期的으로는 換率切上이 없는 경우에 비하여 약 5.67% 감소한 수준에서 안정되는 것으로 나타나고 있다.

換率을 2.5%씩 4分期에 걸쳐서 平價切上하는 경우 平價切上 시작 후 3分期까지는 J曲線 現狀 때문에 輸出金額은 증가하고 4分期 後부터는 輸出金額이 감소하기 시작하는 것으로 추정되었다. 輸出金額은 9分期 後에 換率切上 이전에 비하여 약 6.56% 감소한 최저수준에 도달한 후 점차 상승하기 시작하여 長期的으로 약 5.61% 감소한 수준에 접근하게 된다. 이때 資本流入에 따르는 換率의 調整 및 추가적인 切上 압력의 영향으로 長期 輸出金額은 [圖 Ⅴ-4]에서보다 약 1.05% 더 감소하는 것으로 나타나고 있다.

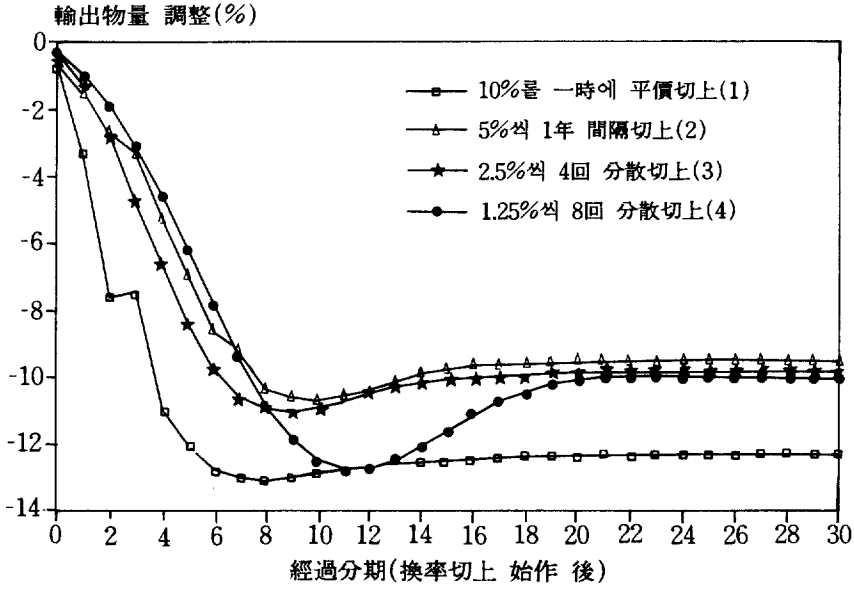
換率을 1.25%씩 8개 分期에 걸쳐서 平價切上하는 경우 平價切上이 시작 후 3分期까지는 輸出金額이 [圖 Ⅴ-4]에서보다 증가하지만 4分期 後부터는 換率의 추가적인 平價切上의 영향을 받아 감소하기 시작하는 것으로 나타나고 있다. 平價切上 시작 후 12分期에는 輸出金額은 약 7.35% 하락한 수준에 도달하고[13] 長期的으로는 약 5.43%

13) 輸出金額이 최저수준에 도달하는 기간은 換率切上 시작 후 13分期이며 이때 換率切上 이전에 비하여 약 7.39% 감소하는 것으로 추정되었다.

감소한 수준에 접근하게 된다. 長期的인 輸出金額은 換率切上에 대한 기대효과를 감안하지 않은 경우에 비하여 약 1.38% 포인트 더 감소하는 것으로 나타나고 있다.

[圖 Ⅵ-6]에서 換率을 단계적으로 平價切上할 경우 長期的인 輸

[圖 Ⅵ-6] 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出金額 調整(變動率 分析)



出金額의 감소폭은 換率切上을 일시에 단행하는 경우에 비하여 상대적으로 작은 것으로 나타나고 있다. 따라서 換率을 일시에 平價切上함에 따르는 輸出競爭力에 미치는 악영향이 매우 클 경우에는 단계적인 換率切上으로 인한 資本流入이나 外部로부터의 추가적인 切上압력 등을 고려하더라도 長期的인 輸出金額의 감소폭을 어느 정도 축소시킬 수 있는 것으로 판단할 수 있다. 추가적인 換率切上에 대한 기대효과로 인하여 海外로부터의 資本流入 규모가 클 경우에는 이로 인한 추가적인 換率切上의 폭이 커질 것이고 따라서 長期的인 輸出金額은 換率을 일시에 平價切上하는 경우에 비하여 오히려 작아

질 수도 있을 것이다.

지금까지 검토한 換率을 단계적으로 平價切上할 경우의 추가적인 換率切上에 대한 期待效果는 1986년 이후 臺湾의 실제 상황을 고려하여 임의로 가정한 가상적인 것에 불과하다. 그러나 분석 결과는 몇 가지 중요한 점을 示唆하고 있다. 먼저 換率을 단계적으로 平價切上할 경우 海外로부터 資本이 流入하고 이에 따라 換率은 원래 계획했던 것보다 일시적으로 더 큰 폭으로 平價切上될 수 있다. 資本流入으로 인하여 추가적으로 平價切上된 부분은 資本이 다시 流出되는 과정에서 平價切下되더라도 短期는 물론 長期的으로 輸出을 감소시키는 요인으로 작용할 수 있다.

換率을 단계적으로 平價切上함에 따라 換率이 더욱 平價切上될 것으로 예상될 경우 輸出의 「리딩」 현상이 일어날 수 있다. 또한 換率을 점진적으로 平價切上할 경우 J曲線 現狀으로 輸出金額이 오히려 증가하는 기간이 연장된다. 이와 같은 輸出의 「리딩」 현상과 J曲線 現狀으로 短期的으로 貿易收支 흑자규모는 더욱 확대될 수 있다. 이에 따라 外國으로부터 換率切上 압력이 더욱 가중될 수 있고 換率을 원래 계획하였던 것보다 더 큰 폭으로 平價切上시키게 되는 결과를 초래할 수 있다. 換率이 추가적으로 平價切上되면 輸出은 長期的으로 감소하게 될 것이다.

資本流入과 外國으로부터의 추가적인 換率切上 압력 등을 고려할 때 換率을 점진적으로 平價切上함으로써 輸出에 미치는 악영향을 감소시키는 효과는 줄어들 것이다. 換率을 일시에 平價切上하는 경우와 비교하여 換率을 점진적으로 平價切上시킴으로써 長期的인 輸出에 미치는 악영향의 감소효과는 기대효과에 따른 資本流入의 규모, 外部로부터 추가적인 平價切上 압력의 정도 등에 따라 달라질 것이다. 換率을 급격하게 平價切上함으로써 輸出에 미치는 악영향이 큰 경우 추가적인 換率切上에 대한 期待效果로 資本이 어느 정도 流入되고 換率이 어느 정도 추가적으로 平價切上되더라도 점진적인 換率

切上 방법을 선택함으로써 長期的으로 輸出에 미치는 악영향을 줄일 수 있을 것이다. 그러나 期待效果로 인하여 海外로부터 流入되는 資本의 규모가 클 경우 換率은 일시적으로 큰 폭으로 平價切上되고 長期的으로 輸出에 미치는 악영향은 換率을 일시에 平價切上하는 경우에 비하여 오히려 클 수도 있을 것이다.

換率切上에 대한 期待效果로 인하여 海外로부터 流入되는 규모는 상황에 따라 달라질 수 있다. 外換에 대한 통제가 엄격하고 海外로부터 資本流入이 금지된 상황에서는 가까운 장래에 換率이 平價切上될 것으로 예상되더라도 資本流入은 일어나지 않을 것이다. 이러한 상황에서는 換率을 점진적으로 平價切上함으로써 長期的인 輸出에 미치는 악영향을 줄일 수 있을 것이다.

그러나 海外로부터의 資本流入이 허용되고 國內金利가 國際金利에 비하여 현저하게 높은 상황에서는 換率切上이 예상될 경우 대규모의 資本이 流入되고 이로 인한 輸出에 미치는 악영향은 클 것이다. 따라서 資本流入이 자유롭게 허용된 상황에서는 換率을 점진적으로 平價切上시킴으로써 長期的인 輸出에 미치는 악영향을 오히려 확대시키는 결과를 초래할 수도 있을 것이다.

第 Ⅶ 章 臺灣의 先物換制度의 運用과 輸出競爭力

1. 先物換制度의 變遷過程

臺灣에서 先物換去來는 1972년 3월 30일 長期外換賣買法이 제정되고 같은 해 4월 30일부터 輸出·入에 필요한 외환을 예매할 수 있도록 허용함으로써 시작되었다. 당시 臺灣政府가 先物換制度를 도입하게 된 동기는 1971년 8월 美國의 「닉슨」(Nixon) 大統領이 달러貨의 금에 대한 兌換을 중지하겠다고 선언한 이후 國際 通貨秩序가 교란되고 主要國 通貨 사이의 換率이 급격하게 변동하게 됨에 따라 輸出·入에 따르는 外換危險이 증가하였기 때문이다.

즉 1971년 8월부터 2次大戰 이후 유지되어 온 「브레튼우즈」(Bretton Woods) 固定換率體制가 붕괴되고 주요 선진국 통화간 換率이 「플로팅」(floating)되었다. 같은 해 12월에는 「스미소니언」 合議(Smithonian Agreement)에 따라 새로운 固定換率體制가 탄생하였다. 그러나 「스미소니언」 體制下에서 換率의 허용 變動幅은 「브레튼우즈」 體制보다 확대되었다[1]. 또한 1973년 3월에는 英國, 獨逸, 日本 등 주요 선진국들이 「스미소니언」 固定換率體制를 포기하고 美國 달러貨에 대한 自國通貨의 換率을 「플로팅」시킴으로써 전반적인 變動換率體制가 시작되었다. 이와 같은 國際通貨體制의 변혁 과정에서 換

1) 「브레튼우즈」 體制에서는 美國 달러貨에 대한 換率을 中心換率(parity rate)을 기준으로 상하 1% 내에서 안정되도록 하였다. 「스미소니언」 體制에서는 換率의 變動幅을 상하 2.25%로 확대하였다.

率의 변동성이 급격히 증가하고, 對外去來에 따르는 外換危險이 크게 증가하였다.

國際 通貨體制가 급변하는 와중에서 臺湾은 美國 달러貨에 대한 固定換率體制를 유지하였다. 따라서 輸出·入 등 對外去來가 美國 달러貨로 決濟될 경우 換率變動으로 인한 外換危險에 대하여 우려할 필요가 없었다. 그러나 달러貨 이외의 通貨로 결제될 경우 이들 通貨에 대한 NT달러貨의 換率이 수시로 變動하기 때문에 外換危險을 부담하게 되었다.

이와 같은 상황하에서 輸出·入 去來가 美國 달러貨 이외의 外國通貨로 결제됨에 따르는 外換危險을 회피할 수 있도록 長期契約에 의한 外換賣買制度가 도입되었다. 이러한 목적으로 제정된 長期外換賣買法의 주요 내용을 간추리면 다음과 같다.

첫째, 長期 外換賣買는 輸出·入 決濟에만 사용하고 金融去來에는 사용할 수 없었다. 先物換 契約을 체결할 때에는 輸出·入에 따르는 거래임을 확인하기 위하여 輸入許可證, 信用狀, 輸出許可證을 제시토록 하였다.

둘째, 對象 外國通貨는 오스트레일리아, 英國, 獨逸, 홍콩, 스위스, 말레이시아 등 6개국 통화로 한정하였으며 金額은 美國 달러貨로 환산하여 5千 달러 이상으로 하였고 10萬 달러 이상의 경우 中央銀行의 허가를 받도록 제한하였다.

셋째, 契約期間은 30일, 60일, 90일, 180일 등 4種으로 한정하였으며 필요할 때에는 再契約을 통하여 期間을 연장할 수 있도록 하였다.

넷째, 長期 外換賣買에 적용하는 換率은 中央銀行이 매일 공고하도록 하였으며 필요할 때에는 공고를 중단할 수 있도록 하였다.

다섯째, 外國換銀行과 顧客 사이에 체결된 契約은 모두 中央銀行에 이전하도록 함으로써 外換危險은 전적으로 中央銀行이 부담토록 하였다.

여섯째, 長期 賣買契約의 이행을 보증하기 위하여 契約金額의 5%를 예치하도록 하였다.

이와 같은 점들을 고려할 때 長期外換賣買法에 의한 先物換去來는 상당히 제한적이었음을 알 수 있다. 따라서 先物換去來 실적은 극히 미미하였으며, 輸出·入 등 對外去來에 미치는 효과도 크지 않았다. 長期外換賣買法은 1978년 8월 11일 개정을 통하여 美國 달러貨에 대한 先物換賣買를 허용하였으나 다른 면에서는 이전과 달라진 점이 없었다.

1979년 2월 1일부터 臺湾 外換市場이 개설되어 外換에 대한 淸算制度가 폐지되고 指定外國換銀行들은 제한적이긴 하지만 中央銀行과 獨立된 입장에서 外換去來를 할 수 있도록 허용되었다. 이에 따라 長期外換賣買法을 대신하여 指定銀行의 先物換賣買法이 제정되었는데 이 법의 요점은 다음과 같다.

첫째, 先物換率은 指定銀行 책임자와 中央銀行의 대표가 협의하여 결정하였다.

둘째, 先物換 契約期間은 指定銀行이 실제상황을 고려하여 결정토록 하였다.

셋째, 指定銀行과 顧客 사이에 체결된 美國 달러貨에 대한 先物換契約은 매일 中央銀行을 통하여 처리하고 다른 通貨에 대한 先物換契約은 中央銀行이나 國際市場에서 처리토록 하였다.

넷째, 先物換契約을 체결할 때 보증금 징수의 방식, 환불 방법 등은 指定銀行 스스로가 상황을 참작하여 결정하였다.

나머지 先物換去來에 있어서 實需要 증빙이나 指定銀行間 先物換去來의 금지 등은 長期外換賣買法의 규정을 그대로 유지하였다. 先物換賣買法은 1979년 3월 1次 개정을 통하여 一般銀行 상호간 先物換去來가 허용되었으며 1980년 3월에는 先物換率 결정에 있어서 中央銀行이 배제되고 外換去來센터에서 정하도록 수정되었다.

先物換率을 각 銀行이 자신의 資金誘致 비용을 고려하여 제한적이

긴 하지만 어느 정도 범위 내에서 스스로 결정할 수 있다는 뜻에서 진정한 의미의 先物換市場이 형성된 것은 1984년 5월 9일 이후의 일이다. 이때 수정된 내용을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 매 영업일 先物換 달러의 거래에 있어서 참고가 되는 換率은 外換去來센터의 5개 銀行(臺灣銀行, 中國銀行, 第一商業銀行, 華南銀行, 彰化銀行)이 前 영업일의 對顧客 換率을 기준으로 산정토록 하였다.

둘째, 각 指定銀行은 참고 환율에 0.2 NT달러를 가감한 범위 내에서 先物換率을 정하고 이때 賣買價格分散(bid-ask spread)은 참고 환율의 100분의 1을 초과할 수 없도록 하였다.

셋째, 각 指定銀行들이 顧客과의 사이에 체결된 先物換契約 중 유리한 것은 자신이 보유하고 불리한 契約은 中央銀行에 이전하는 道德的解弛問題(moral hazard problem)로 인한 中央銀行의 손실을 방지하기 위하여 對顧客 先物換契約 중 80%만을 中央銀行에 이전할 수 있도록 허용하였다[2].

指定銀行과 顧客 사이에 체결된 先物換契約 중 中央銀行에 이전할 수 있는 비율은 1985년 2월에 65%로 인하되었으며 1985년 11월에는 40%로 인하되었다. 이와 같이 外國換銀行이 顧客과 체결한 先物換契約 중 中央銀行에 移轉할 수 있는 비율을 하향 조정한 결과 外國換銀行은 對顧客 先物換買入契約에 따르는 外換危險을 회피하기 위하여 外貨를 借入하여 現物市場에서 매각함으로써 外換「포지션」을 조정하였다. 이에 따라 輸出企業에 의한 先物換賣渡의 증가는 外國換銀行에 의한 短期資金의 도입을 초래하게 되었고 外國換銀行은 海外로부터 차입한 外貨를 現物市場에 매각함으로써 外換의 供給을 증가시켜서 NT달러貨의 平價切上을 가중시키는 결과를 가져왔다.

外國換銀行의 對顧客 先物換 買入契約에 따르는 外貨借入과 이로

2) 1980년 3월 이후 指定銀行들은 일정한 額數 범위 내에서 先物換을 보유할 수 있었다.

인한 NT달러貨의 平價切上 압력을 완화하기 위하여 1986년 8월부터는 外國換銀行이 顧客과 체결한 先物換契約 중 中央銀行에 移轉할 수 있는 비율을 90%로 상향조정하였다.

그 결과 당시 NT달러貨가 平價切上되는 상황에서 輸出企業들은 다투어 장래 입금될 것으로 예상되는 外貨를 先物換契約을 통하여 매각하는 소동을 벌이게 되었다. 이에 따라 中央銀行이 外換評價損失은 증가하게 되었으나 外國換銀行이 海外로부터 借入하는 短期資金으로 인한 NT달러貨 平價切上 압력을 완화시키는 데에는 큰 효과를 거두지 못하는 결과를 가져왔다. 이와 같은 상황에서 1987년 6월 1일부터 臺湾 中央銀行은 外國換銀行의 外貨負債規模를 같은 해 5월말 수준으로 동결시키고 顧客과 체결한 先物換契約 중 中央銀行에 移轉할 수 있는 비율을 40%로 하향 조정하는 조치를 취하였다.

〈表 Ⅶ－1〉 臺湾 外國換銀行 對顧客 先物換契約 중 中央銀行 移轉 許容 比率

(單位 : %)

期 間	移 轉 許 容 限 度
1978. 8～1984. 5	100
1984. 5～1985. 2	80
1985. 2～1985.11	65
1985.11～1986. 8	40
1986. 8～1987. 6	90
1987. 6～1987. 7	40
1987. 7. 15 以後	0

資料 : 王然均, 『外換自由化, 換率政策과 先物換 育成政策』, 1988, p. 41 〈表 7〉에서 轉載.

비록 형식적이긴 하지만 臺湾에서 先物換去來가 자유화된 것은 1987년 7월 15일 指定銀行의 外換賣買法이 개정된 이후의 일이다. 종래 指定銀行의 先物換賣買法은 폐지되고 指定銀行의 先物換賣買에

대한 규정을 대폭 간소화하여 '指定銀行들은 그 자체의 資金 誘致 費用에 근거하여 스스로 先物換率을 정하고 賣買할 수 있다[3]'라는 한 조문에 의하여 先物換去來를 할 수 있도록 하였다.

1987년 7월 15일 새로운 外換去來法의 제정으로 인하여 法的인 면에서는 先物換去來가 대폭적으로 自由化되었지만 中央銀行의 外國換銀行 外換「포지션」에 대한 해석을 달리함으로써 先物換去來는 거의 중단상태에 빠지게 되었다. 당시 指定 外國換銀行의 外國換 OS「포지션」은 美貨 3百萬 달러로 限定하였는데 이 한도에 대한 해석을 엄격히 적용함으로써 外國換銀行과 顧客 사이의 先物換契約은 거의 불가능하게 되었다.

즉 中央銀行이 外國換銀行의 OS「포지션」을 산출함에 있어서 契約基準을 채택하지 않고 現金受取基準을 적용함으로써 顧客과의 先物換 買入契約 금액은 계약기간이 만료되어 실제로 外換이 入金될 때까지 外換買入(long position)으로 공제되지 않도록 되었다. 1987년 당시 NT달러貨는 美國 달러貨에 대하여 平價切上되는 추세에 있었기 때문에 輸出企業들은 장래 入金될 것으로 예상되는 外換을 先物換契約을 통하여 서둘러 매각하려 하였다. 그런데 1987년 7월 15일을 기하여 外國換銀行과 顧客 사이에 체결된 先物換契約의 中央銀行 移轉이 금지되었다.

이와 같은 상황에서 外國換銀行들이 顧客과 체결한 先物換 買入契約으로 인한 外換危險을 회피할 수 있는 유일한 수단은 短期 資金市場에서 外貨를 차입하여 現物市場에서 매각함으로써 先物換買入「포지션」과 外貨負債「포지션」을 상쇄하는 방법이었다. 종전의「포지션」산정에 있어서는 이와 같은 방법에 의한 外國換銀行의「포지션」상쇄가 허용되었다. 그러나 1987년 7월 15일 이후 中央銀行의 外國換「포지션」에 대한 새로운 계산방법에 의할 경우 外貨借入 금액은

3) 臺湾 指定銀行의 外換賣買法 第6條.

즉시 賣却「포지션」(short position)으로 계상되는 반면 先物換 買入契約 金額은 실제로 外換이 입금될 때까지 買入「포지션」(long position)으로 계상되지 않았다. 이와 같은 外國換銀行들의 OS「포지션」에 대한 통제 때문에 顧客과의 先物換契約에 따르는 外換危險을「헤지」할 수 있는 길이 막히게 되었고 이에 따라 先物換買入을 기피하게 되고 先物換去來는 거의 중단 상태에 이르게 되었다.

中央銀行은 1987년 10월 1일부터 指定外國換銀行의 OS「포지션」산정기준을 契約基準으로 하도록 허용함으로써 先物換去來는 극히 단기간(9월 30일, 10월 1일 및 2일) 동안 다시 활기를 띠게 되었다. 그러나 輸出企業들은 거래가 형성됨과 동시에 대규모의 外換을 先物換契約을 통하여 매각하였으며[4] 이에 대응한 外國換銀行의 外換賣却은 NT달러貨를 切上시키는 요인으로 작용하였다.

과열된 先物換 매각열기로 인한 NT달러貨의 平價切上을 방지하기 위하여 中央銀行은 1987년 10월 2일 銀行의 當業時間이 종료된 후 銀行의 外貨負債 規模를 10월 2일 수준으로 동결하는 조치를 취하였다. 이에 따라 先物換去來는 다시 침체상태에 빠지게 되었다.

1989년 4월을 기하여 臺湾의 外換市場은 새로운 전기를 맞게 되었다. 즉 4월 3일부터 종래의 中心換率制度 및 先物換率 變動幅에 대한 제한은 폐지되고 外換市場의 需給調節 기능에 의하여 換率이 결정되는 제도로 이행되었다. 그러나 外國換銀行에 의한 換投機로 인하여 換率이 급격하게 變動하는 것을 방지하기 위하여 이들의 外換「포지션」에 대한 통제가 강화되었으며 따라서 先物換去來는 크게 증가할 수 없었다. 變動換率制度가 어느 정도 정착된 것으로 판단된 1991년 11월에는 外國換銀行의 現物換과 先物換을 합친 綜合限度(over-all) 관리로 이행함으로써 先物換去來가 원활하게 이루어질 수 있는 기초가 마련되었다.

4) 1987년 9월 30일과 10월 1일 및 2일 外國換銀行의 先物換 買入金額은 각각 9億 8,700萬 달러, 9億 2,900萬 달러, 12億 8,400萬 달러를 기록하였다.

〈表 Ⅶ－2〉 臺湾 先物換制度의 變遷

	措 置 事 項	主 要 內 容
1972. 4.30.	－長期外換賣買法 施行	○ 輸出·入 결제에 필요한 外換에 한하여 長期契約에 의한 外換去來 허용. ○ 對象通貨는 오스트레일리아, 英國, 西獨, 홍콩, 스위스, 말레이시아 등 6개국 통화로 한정. ○ 契約金額은 美貨로 환산하여 5千 달러 이상 10萬 달러 이하로 한정(10萬 달러 이상 契約의 경우 中央銀行의 허가 要). ○ 契約期間은 30일, 60일, 90일 및 180일 등 네 가지로 한정. ○ 長期外換賣買 換率은 中央銀行에서 결정, 공고. ○ 外國換銀行과 顧客 사이에 체결된 長期 外換賣買契約은 모두 中央銀行에 이전토록 함. ○ 長期 外換賣買契約 이행을 보증하기 위하여 契約金額의 5%를 보증금으로 예치토록 함.
1978. 8.11.	－長期外換賣買法 改正	○ 美國 달러貨에 대한 長期 外換賣買 허용.
1979. 2. 1.	－臺湾 外換市場 開設 －指定銀行 先物換去來法 施行	○ 先物換率은 指定銀行 책임자와 中央銀行의 대표가 협의하여 결정. ○ 先物換 契約期間은 指定銀行이 실제 상황을 고려하여 결정토록 함. ○ 指定銀行과 顧客 사이의 先物換契約은 매일 中央銀行을 통하여 처리토록 함. ○ 先物換契約의 보증금은 指定銀行이 스스로 결정토록 함. ○ 先物換去來의 實需要 증빙 등에 대한 규정은 長期外換賣買法의 규정 유지.

〈表 Ⅶ－2〉의 繼續

	措 置 事 項	主 要 內 容
1979. 3. 1.	－指定銀行 先物換去來法 改正	○ 一般銀行間 先物換去來 허용. ○ 指定外國換銀行의 先物換 보유 허용.
1980. 3. 5.	－指定銀行 先物換去來法 改正	○ 先物換率 결정에 中央銀行이 배제되고 指定銀行 책임자들이 결정토록 함.
1984. 5. 9.	－指定銀行 先物換去來法 改正	○ 매 營業日 先物換 달러 거래의 參考換率(reference rate)은 外換去來 센터 5個 銀行이 前 營業日의 換率을 기준으로 산정토록 함. ○ 指定銀行들은 參考換率에 美貨 1 달러당 0.2 NT달러를 가감한 범위 내에서 先物換率을 정하고 賣買價格分散(bid-ask spread)은 參考換率의 1/100을 초과할 수 없도록 규정함. ○ 指定銀行이 顧客과 체결한 先物換契約 중 中央銀行에 移轉할 수 있는 비율을 80%로 한정함.
1985. 2. 4.	－先物換契約 中央銀行 移轉 許容比率 引下	○ 指定銀行이 顧客과 체결한 先物換契約 중 中央銀行에 移轉할 수 있는 비율의 한도를 65%로 인하.
1985.11. 6.	－先物換契約 中央銀行 移轉限度 引下	○ 指定 外國換銀行이 顧客과 체결한 先物換契約 중 中央銀行에 移轉할 수 있는 限度를 40%로 인하 조정.
1986. 8. 5.	－先物換契約 中央銀行 移轉限度 引上	○ 指定銀行과 顧客이 체결한 先物換契約 중 90%를 中央銀行에 移轉할 수 있도록 허용.
1987. 6. 1.	－指定 外國換銀行의 外貨負債 凍結 및 先物換契約 中央銀行 移轉限度 下向 調整	○ 指定外國換銀行의 對外負債를 1987년 5월 말 수준으로 동결(원래 1987년 6월 1일부터 1개월간 시행 예정이었으나 9월 말까지로 연장 施行). ○ 指定銀行과 顧客 사이에 체결된 先物換契約 중 中央銀行에 移轉比率 한도를 40%로 하향 조정.

〈表 Ⅶ－2〉의 繼續

	措 置 事 項	主 要 內 容
1987. 7.15.	－指定銀行 先物換去來法 폐지	○ 先物換去來에 관한 규정을 指定銀行 外換去來法 第6條에서 '指定銀行들은 그 자체의 資金誘致費用에 근거하여 스스로 先物換去來를 할 수 있다'는 단일 규정으로 축약. ○ 指定 外國換銀行의 先物換契約을 中央銀行에 移轉을 금지.
	－指定銀行 外換 「포지션」 산정에 있어서 契約基準에서 現金收取 基準으로 전환	○ 指定銀行의 外換「포지션」을 산정할 때 종래에서 先物換買入 金額은 契約 성립과 동시에 買入「포지션」 금액으로 계상할 수 있었으나 이를 인정치 않고 그 만기가 도래하여 外換이 실제로 입금된 경우에 한하여 買入「포지션」으로 계상할 수 있도록 규제.
1987.10. 1.	－指定銀行 對外負債 凍結 해제 및 外換「포지션」 산정에 있어서 契約基準으로 환원	○ 1987년 10월 1일 및 2일에 걸쳐서 指定外國換銀行의 對外負債 동결 해제. ○ 指定外國換銀行의 先物換買入 契約金額을 買入「포지션」으로 계상할 수 있도록「포지션」 산정에 있어서 契約基準으로 환원.
1987.10. 3.	－指定外國換銀行의 外貨負債 再凍結	○ 指定 外國換銀行의 對外負債를 1987년 10월 2일 수준으로 凍結.
1989. 4. 3.	－變動換率制度로 이행	○ 中心換率制度의 폐지. ○ 先物換率에 대한 中央銀行의 규제 폐지. ○ 指定 外國換銀行의 外國換「포지션」 규제 강화.
1991.11. 1.	－外國換銀行의 外換「포지션」 規制 緩和	○ 現物과 先物을 포함한 綜合「포지션」 (over-all position) 관리제도로 전환.

資料 : 李麗, 『臺湾의 外換市場과 換率制度』, 1990의 내용을 근거로 정리.

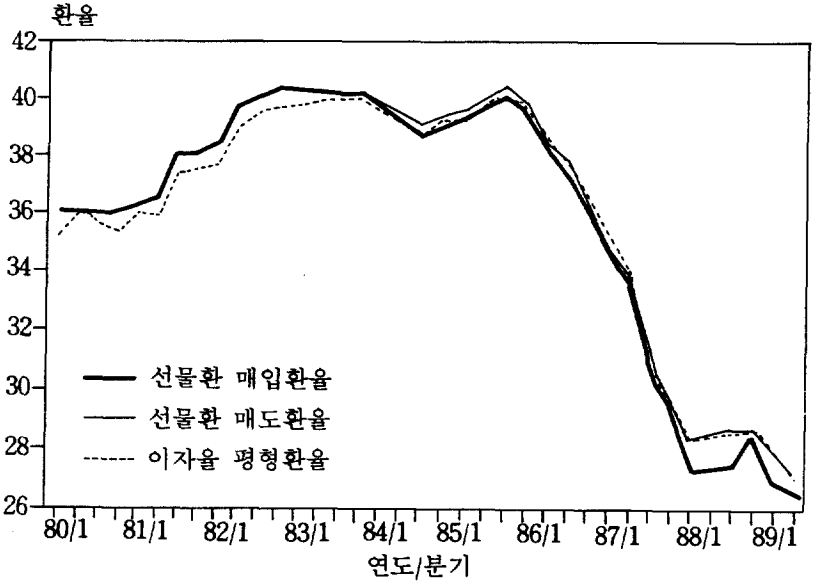
2. 先物換制度의 運用

臺湾에서 外國通貨에 대한 先物換去來가 시작된 것은 앞에서 언급한 바와 같이 長期外換賣買法이 시행된 1972년 4월 30일부터이다. 그런데 長期外換賣買法의 시행 초기에는 거의 대부분 對外去來에 있어서 결제수단으로 사용되던 美國 달러貨에 대한 先物換去來가 허용되지 않았다. 따라서 先物換去來의 규모는 극히 미미한 수준이었다. 長期契約에 의하여 美國 달러貨가 거래되기 시작한 것은 1978년 8월 11일부터이다.

1979년 2월부터 臺湾의 外換市場이 성립되고 指定銀行 先物換去來法이 시행되면서 臺湾의 先物換去來는 본격적으로 시작되었다고 하겠다. 臺湾 先物換制度의 시행 초기에는 外國과의 자유로운 資本去來가 허용되지 않았으며 일반 外國換銀行들 사이의 先物換去來는 허용되지 않았다. 또한 현재와 마찬가지로 NT달러貨는 國際去來에 있어서 결제의 수단으로 사용될 수 없는 地域通貨(local currency)의 성격을 띠고 있었다. 이와 같은 사정으로 인하여 外國換銀行이 顧客과 체결한 先物換契約에 따르는 外換危險을 스스로 「헤지」(hedge)할 수 있는 다른 방법이 없었다. 이와 같은 상황에서 指定外國換銀行과 顧客 사이에 체결된 先物換契約은 100% 中央銀行에 移轉할 수 있도록 허용함으로써 外國換銀行이 危險負擔을 회피할 수 있도록 하였다. 따라서 先物換制度 도입 초기에 臺湾 中央銀行은 市場의 육성을 위하여 先物換去來에 따르는 外換危險을 전담하는 등 많은 노력을 기울인 것으로 평가할 수 있다.

美國 달러貨에 대한 NT달러貨 先物換率의 추이를 살펴보면 [圖Ⅶ-1]에서 보는 바와 같이 顧客과 체결한 先物換契約을 전부 中央銀行에 이전하는 것이 허용되고, 中央銀行이 先物換率 결정에 직접 관여하였던 1984년 4월까지는 先物換率에 利子率平衡關係(interest

[圖 Ⅶ－1] NT달러/美달러 90日 滿期 先物換率 推移



rate parity)에 의하여 산출한 先物換率에 비하여 높은 수준을 유지하였던 것으로 나타나고 있다[5]. 예를 들면 1980년 4/4분기 말 NT달러/美달러 現物換率(bid-ask 中間換率)은 36.01이었다. 당시 臺湾 國內銀行의 3개월 定期預金 利子率은 年利 10.25%이었음에 대하여 3개월 만기 유로달러 金利는 연리 17.62%이었다. 이와 같은 臺湾 國內·外 金利差를 기준으로 산출한 3개월 만기 NT달러/美달러 利子率平衡 先物換率은 1 美달러당 약 35.347 NT달러였다[6]. 그런데 당시 外國換銀行의 對顧客 90일 만기 先物換 買入換率은 美貨 1 달러당 35.947 NT달러이었으며 賣出換率은 36.047 NT달러이었다. 따라서 실제 對顧客 先物換 賣出換率과 買入換率의 중간 換率은 利子率平衡關

5) 利子率平衡關係에 의한 先物換率의 계산방식은 다음과 같다. 3개월(90일) 先物換率의 경우

$FR_t=(IH_t-IF_t)\times(90/360)\times SR_t+SR_t$

여기서 FR_t는 t 시점에 있어서 90일 만기 NT달러/美달러 先物換率, SR_t는 t 시점에 있어서 現物換率, IH_t는 t 시점 臺湾 國內 3개월 만기 定期預金 金利(연율), IF_t는 t 시점 3개월 만기 유로달러 金利(연율)임.

6) $35.347=(0.1025-0.1762)\times(90/360)\times 36.01+36.01$

係를 기준으로 산출한 換率에 비하여 美貨 1 달러당 0.65 NT달러(약 1.8%, 연율 약 7.4%) 높은 수준이었다.

이와 같이 美國 달러貨에 대한 先物換率이 利子率平衡關係를 기초로 산출한 환율에 비하여 높은 수준으로 결정될 수 있었던 것은 海外로의 資本流出이 통제되고 있었기 때문이다. 즉 당시 預金主들이 臺湾 國內銀行에 3개월 만기 NT달러貨 예금을 하는 경우보다 달러貨를 매입하여 3개월 만기 유로달러 예금을 하고 동시에 先物換 달러 賣出契約을 체결함으로써 換危險을 부담하지 않고 약 1.8%(연리 약 7.4%)의 裁定利潤(arbitrage profit)을 올릴 수 있었다. 그러나 당시 臺湾 國內로부터의 資金流出은 엄격하게 통제되고 先物換去來가 貿易去來 代金의 결제를 위한 實需要原則이 엄격하게 지켜지고 있었기 때문에 이와 같은 金利裁定을 위한 資本流出은 일어날 수 없었다[7].

美國 달러貨에 대한 90일 만기 先物換 買入換率과 賣出換率의 차이(bid-ask spread)를 살펴보면 1984년 4월까지는 美貨 1 달러당 0.1 NT달러를 계속해서 유지한 것을 볼 수 있다. 당시 美貨 1 달러에 대한 現物換 賣買分散은 0.1 NT달러이었다. 美貨 1 달러당 40 NT달러를 기준으로 할 때 先物換 賣買分散比率은 0.25%에 불과했다. 현재 우리나라 원貨와 美國 달러貨 現物 電信換 賣買分散比率이 약 0.8%[8] 임을 감안할 때 당시 美國 달러貨에 대한 NT달러貨 先物換率의 賣買分散은 매우 작았던 것으로 평가된다. 臺湾의 外國換銀行들이 낮

7) 先物換去來가 貿易去來 代金의 결제를 위한 實需要原則이 엄격하게 적용되더라도 資金의 自由로운 流出이 허용될 경우는 輸出企業들에 의한 金利裁定이 가능하게 된다. 즉 輸出企業들은 정상적인 輸出의 결과 入金이 예상되는 外貨에 대하여 先物換 賣出契約을 체결하고 같은 금액의 外貨를 매입하여 유로市場에 預金함으로써 外換危險을 부담하지 않고 超過利潤(excess profit)을 올릴 수 있었다.

8) 1993년 10월 22일 朝興銀行의 電信換 買入率은 美貨 1 달러당 806원이었으며 賣渡率은 812원 40전이었다. 따라서 賣買分散比率은 약 0.8%이었다.
0.0079=(812.4−806)/〔(812.2+806)/2〕

은 賣買分散으로 顧客들과 先物換去來를 할 수 있었던 이유는 체결된 先物換契約 전부를 즉시 中央銀行에 移轉할 수 있었기 때문에 外換危險에 대하여 걱정할 필요가 없고 작은 폭이긴 하지만 賣買分散만큼 확정.利潤이 보장되어 있었기 때문이다.

이와 같이 臺湾 中央銀行이 外國換銀行과 顧客 사이의 先物換去來에 개입하여 換率을 상대적으로 높은 수준에서 결정하고 賣買分散比率을 상대적으로 낮은 수준에 머물도록 유도함으로써 輸出企業들에게 유리한 입장에서 先物換去來를 통하여 外換危險을 회피할 수 있도록 하였다. 즉 輸出企業들은 장래에 입금될 것으로 예상되는 달러貨를 비교적 높은 先物換率(利子率平衡關係를 기초로 산출한 적정 先物換率보다 높은 換率)로 매각할 수 있었다. 또한 先物換 賣買分散比率이 낮았기 때문에 先物換去來를 이용함에 따른 費用도 상당히 저렴하였던 것을 알 수 있다.

1984년 4월까지 美國 달러貨 先物換率이 臺湾 企業들에게 輸出代金을 先物換契約을 통하여 賣却하기에 유리하도록 결정되었음에도 불구하고 실제로 輸出企業들은 이와 같은 機會를 이용하지 않은 것으로 평가된다.

〈表 Ⅶ-3〉에는 臺湾의 外國換銀行과 顧客인 輸出企業 사이의 先物換 거래 실적이 나타나 있다. 이 表에서 1982년까지 對顧客 先物換去來의 대부분은 外國換銀行이 外換을 賣出한 것이다. 예를 들면 1980년에는 外國換銀行이 先物換契約을 통하여 顧客에게 賣却한 外換은 美國 달러貨로 환산하여[9] 약 25億 5千萬 달러이었음에 대하여 買入한 外換은 1千4百萬 달러에 불과하였다.

이와 같은 先物換去來의 실적을 놓고 판단할 때 1979~1982년 기간 동안 先物換契約을 통하여 去來된 外換은 주로 輸入의 결제를 위한 것이었음을 알 수 있다. 당시 先物換契約을 통한 外換去來는 輸

9) 臺湾 現物 및 先物換去來의 대부분은 美國 달러貨 去來이다.

〈表 Ⅶ－3〉 臺湾 外國換銀行의 對顧客 外換去來 推移

(單位 : 百萬 美달러)

年度	先物換 買入 (1)	先物換 賣出 (2)	先物換 去來 (3)	外換 買入 (4)	外換 賣出 (5)	外換 去來 (6)	先物換 去來比重 (3/6):%
1979	133	1,063	1,196	15,508	14,900	30,048	3.98
1980	14	2,546	2,560	20,495	19,917	40,412	6.33
1981	139	2,397	2,536	22,746	21,841	44,587	5.69
1982	381	2,651	3,032	21,500	21,556	43,056	7.04
1983	480	360	840	24,467	21,820	46,287	1.81
1984	330	982	1,312	29,477	26,380	55,747	2.35
1985	97	1,782	1,879	30,030	24,413	54,443	3.45
1986	7,738	452	8,190	43,259	24,636	67,895	12.06
1987	22,006	310	22,316	78,000	36,321	114,321	19.52
1988	274	332	606	62,520	62,582	125,102	0.48
1989	299	321	620	68,825	71,742	140,567	0.44
1990 (1～4월)	77	83	160	21,435	26,530	47,965	0.33

註 : (3)=(1)+(2), (6)=(4)+(5), 外換買入 및 外換賣出은 각각 先物換 포함.

資料 : 李麗, 『臺湾의 外換市場과 換率制度』, 1990, p. 250·〈表 12〉 및 臺湾中央銀行, 『金融統計月報』, 各號에서 정리.

出·入 대금 결제를 위한 경우로 한정되었다. 따라서 資本去來를 결제하기 위한 外換은 先物換契約을 통하여 賣買될 수 없었다.

그렇다면 1979～1982년 臺湾의 先物換率이 輸出代金을 賣却하는데 유리하도록 결정되었음에도 불구하고 輸入代金을 예매하기 위하여 先物換去來가 주로 이용된 이유는 무엇인가? 이 질문에 대한 해답은 당시 美國 달러貨 現物換率의 變動推移를 살펴보면 알 수 있다. [圖 Ⅶ－1]에서 美國 달러貨 先物換率은 1982년 말까지 점차 상승한 것으로 나타나고 있다. 주어진 시점에서 先物換率은 現物換率에 일정한 비율을 가감하여 결정되므로 先物換率과 現物換率은 같은

방향으로 움직이게 된다. 실제로 NT달러/美달러 現物換率은 1980년 1월 말 1 美달러당 36.03 NT달러에서 1982년 11월 말 40.48 NT달러로 상승하였다.

1982년 8월까지는 美國 달러貨에 대한 NT달러 換率은 賣買換率審議小委員會에서 결정하였고 1982년 9월부터는 中心換率制度로 이행되었으나 換率의 變動은 비교적 엄격하게 통제되고 있었다. 이와 같은 상황에서 換率當局은 NT달러/美달러 換率을 인상시킴에 있어서 기간을 두고 점진적으로 상승시키는 방법을 택하였다.

換率當局의 NT달러貨를 서서히 平價切下시킨 결과 일반 輸出·入業者들은 가까운 장래에 NT달러貨가 더욱 平價切下될 것으로 예측할 수 있었다. 이때 輸入業者들은 先物換契約을 통하여 장래 輸入代金 결제에 필요한 달러를 예매할 경우 보다 저렴한 가격으로 外貨를 확보할 수 있다. 그러나 輸出業者들은 先物換契約을 통하여 장래 入金될 것으로 예측되는 달러貨를 예매함으로써 換率切下에 따르는 期待利益를 상실하게 된다. 즉 가까운 장래에 換率이 平價切下될 것으로 예상되는 경우 輸出業者들은 미래에 入金될 것으로 예상되는 外貨를 그대로 보유하고 輸入業者들은 미래에 지급해야 할 輸入代金을 先物換契約을 통하여 미리 예매하려고 노력하게 된다. 미래 換率變動에 대한 이와 같은 期待心理가 작용한 결과 1982년까지 外國換銀行의 對顧客 先物換契約은 달러貨 貸出契約이 압도적으로 많았던 것으로 판단된다.

臺湾의 輸入業者들은 1979년 말 이후 先物換契約을 통하여 輸入品 代金決濟에 필요한 달러貨를 예매함으로써 상당한 利益을 실현할 수 있었던 것으로 판단된다. 〈表 Ⅶ－4〉에는 1979년 12월 말부터 분기별로 臺湾 外國換銀行의 90日 滿期 美國 달러貨 先物換賣渡換率과 滿期가 도래하는 시점(예를 들면 1979년 12월 말 90日 滿期 先物換契約의 경우는 1980년 3월 말)의 달러貨 現物換 賣渡換率이 비교되어 있다. 先物換 滿期 시점의 現物換 賣渡換率과 先物換 賣渡換率과

〈表 Ⅶ－4〉 臺湾 輸入業者의 先物換 달러 買入 實現利益

(單位 : NT달러)

美달러 90日 先物換		美달러 現物換		先物換買入
年月末	對顧客 賣渡換率	年月末	對顧客 賣渡換率	實現利益 (1 美달러당)
1979.12	36.067	1980. 3	36.110	0.043
1980. 3	36.097	6	36.060	-0.037
6	36.047	9	35.980	-0.067
9	35.967	12	36.060	0.093
12	36.047	1981. 3	36.400	0.353
1981. 3	36.387	6	36.410	0.023
6	36.535	9	37.960	1.425
9	38.160	12	37.890	-0.270
12	38.090	1982. 3	38.180	0.090
1982. 3	38.480	6	39.440	0.960
6	39.840	9	39.920	0.080

註 : 先物換買入 實現利益은 90日 先物換契約 滿期시점(예를 들면 1979년 12월 말 체결한 90日 滿期 先物換契約의 경우 1980년 3월 말 現物換 對顧客 賣渡換率과 先物換 賣渡換率의 차이임.

資料 : 臺湾 中央銀行, 『金融統計月報』, 各號.

의 차이는 輸入業者의 實現利益으로 볼 수 있는데[10] 이 表에 의하면 1980년 3월 말, 6월 말 및 1981년 9월 말에 계약한 先物換 달러 買入契約을 제외하고는 利益을 실현할 수 있었던 것으로 나타나고 있다. 특히 1981년 6월 말에 契約한 90日 滿期 先物換 달러貨 買入의 경우는 1 달러당 1.425 NT달러의 實現利益을 거둘 수 있었다.

〈表 Ⅶ－3〉에서 1983년에는 外換銀行의 先物換 賣出額이 급격히 감소한 것으로 볼 수 있다. 이는 1982년 말부터 1984년 초에 걸쳐서

10) 輸入業者의 경우 輸入代金을 決濟하기 위해서는 어차피 外換을 매입해야 하므로 賣買費用에 대해서는 고려할 필요가 없다.

NT달러/美달러 換率이 1 달러당 약 40 NT달러 수준에서 안정됨에 따라 미래 換率에 대한 期待效果로 인한 先物換去來가 감소하였기 때문이다. 당시 臺湾이 채택하고 있던 中心換率制度下에서는 換率의 一日 變動幅을 제한하였기 때문에 換率變動으로 인한 外換危險을「헤지」하기 위한 先物換去來는 많지 않았던 것으로 판단된다.

1980년대 초 中央銀行에 의한 先物換 介入政策은 일반 外國換銀行에게 機會的 行動에 의한 利潤追求의 길을 열어주게 되었다. 즉 外國換銀行들은 顧客으로부터 비교적 높은 換率에 買入하기로 계약한 先物換契約은 中央銀行에 移轉하고 반대로 先物換賣出契約은 자신이 보유하는 형태의 道德的 解弛(moral hazard) 현상이 나타나게 되어 결과적으로 中央銀行이 損失을 입게 되었다. 예를 들면 1983년의 경우 外國換銀行이 顧客과 체결한 先物換 買入額은 약 4億 8千萬 美달러에 달하였는데 이 중 약 96%는 中央銀行에 移轉되었다. 반대로 같은 해 外國換銀行의 對顧客 先物換 賣出契約額은 약 3億 6千萬 美달러 중 약 86%는 外國換銀行이 스스로 보유하였다.

이와 같은 外國換銀行들의 機會主義的인 행위를 시정하기 위하여 1984년 5월 9일부터는 새로운 先物換賣買法의 실시에 즈음하여 顧客과 체결한 先物換契約額의 80%까지만 中央銀行에 移轉할 수 있도록 허용하였다. 또한 先物換 달러換率은 外換去來센터에서 5個 銀行들이 결정하도록 하였다. 이러한 조치들을 취한 결과 美國 달러貨에 대한 先物換率은 이제까지와는 다른 양상을 보이게 되었다.

먼저 지적될 수 있는 사항으로는 對美달러 換率이 利子率平衡關係를 기준으로 산출한 적정수준에 접근하게 되었다. 새로운 先物換去來法 시행 직전인 1984년 4월 말 利子率平衡關係를 기준으로 산출한 90일 만기 NT달러/美달러 先物換率은 美貨 1 달러당 39.25 NT달러이었다[11]. 實際 90일 만기 美國 달러貨 先物換 買入率은 1 달러

11) 1984년 4월 말 및 5월 말 利子率平衡關係에 의한 90일 만기 NT달러/美달러 換率 산출 근거는 다음과 같다.

당 39.322 NT달러이었으며 賣出換率은 39.422 NT달러이었다. 따라서 실제 先物換率은 利子率平衡關係에 의하여 산출한 換率에 비하여 상대적으로 높았음을 알 수 있다. 그런데 새로운 先物換賣買法이 실시된 직후인 1984년 5월 말에는 利子率平衡關係를 기준으로 산출한 90일 만기 先物換率은 美貨 1 달러당 39.391 NT달러이었음에 대하여 實際 先物換 買入率은 39.371 NT달러이었고 賣渡換率은 39.602 NT달러이었다. 1985년 5월 이후에는 臺湾 國內·外 金利差를 겨냥한 利子率裁定去來는 불가능하게 되었다.

1984년 5월 이후 臺湾 先物換率 결정에 있어서 또 한 가지 달라진 점은 外國換銀行의 對顧客 賣出換率과 買入 換率의 차이인 賣買分散이 확대되었다는 사실이다. 이전까지는 90일 만기 美달러 先物換契約의 경우 賣買分散이 美貨 1 달러당 0.1 NT달러를 유지하였다. 그러나 1984년 5월 말에는 90일 만기 美國 달러에 대한 先物換 賣買分散은 1 달러당 0.231 NT달러로 확대되었다.

이와 같은 臺湾 先物換率體系의 變動은 종전에 비하여 輸出企業들에게 불리한 영향을 미칠 수 있었던 것으로 판단되었다. 즉 輸出企業들이 장래에 入金될 것으로 예상되는 輸出代金을 상대적으로 높은 先物換率(利子率平衡關係를 기초로 산출한 것보다 높은 先物換率)에 미리 매각할 수 있는 기회가 없어졌다. 또한 先物換 賣買分散이 확대됨으로 말미암아 輸出業者들이 先物換契約을 통하여 外換危險을 회피함에 따르는 비용이 상승하게 되었다.

〈表 Ⅶ-3〉에서는 1984년과 1985년 外國換銀行에 의한 先物換 賣

	NT달러/美달러 現物換率	臺湾 國內 預金金利	유로달러 預金金利	利子率平衡의 先物換率
1984년 4월 말	39.640	7.00%	10.94%	39.250
1984년 5월 말	39.890	6.75%	11.75%	39.391

註 : 預金金利는 3개월 만기 定期預金 金利.

資料 : 臺湾 中央銀行, 『金融統計月報』 및 J.P. Morgan, *World Financial Markets*, 各號.

却去來가 다시 증가한 반면 先物換 買入去來는 감소한 것을 볼 수 있다. 이는 1984년 중반 이후 1985년 3/4분기까지 NT달러貨가 다시 平價切下되었기 때문이다. 즉 NT달러/美달러 換率은 1984년 8월 말 1달러당 39.03 NT달러에서 1985년 9월 말 40.40 NT달러로 점진적으로 상승하였다. 이에 따라 企業들이 輸入品 결제에 필요한 外貨를 先物換契約을 통하여 미리 확보하려고 노력하였던 것으로 판단된다.

[圖 Ⅶ-1]에서 1986년 I/4분기부터 1987년 1/4분기까지는 利子率平衡關係를 기초로 산출한 對美달러 先物換率이 外國換銀行의 先物換 賣出換率보다 높았던 것으로 볼 수 있다. 예를 들면 1986년 3월 말 美國 달러貨에 대한 90일 만기 先物換 買入換率은 1 달러당 38.07 NT달러이었고 賣出換率은 38.45 NT달러이었다. 이에 대하여 臺湾 國內·外 金利差를 감안한 利子率平衡 先物換率은 美貨 1 달러당 약 38.50 NT달러로 실제 先物換 賣出換率에 비하여 약 0.05 NT달러 높았다. 이와 같이 1986년 들어서 실제 先物換率이 利子率平衡 先物換率보다 낮은 수준에서 결정된 이유는 NT달러貨가 점진적으로 平價切上(NT달러/美달러 換率 하락)되고 있었기 때문에 앞으로 美國 달러貨가 더욱 平價切下될 것으로 예상한 企業들이 輸出代金으로 확보한 外貨를 先物換契約을 통하여 서둘러 처분하려고 하였기 때문이다. 〈表 Ⅶ-3〉에서 보는 바와 같이 1986년 및 1987년 先物換契約을 통하여 外國換銀行이 顧客들로부터 買入한 外換은 각각 77億 달러와 220億 달러를 상회하였다.

즉 1985년 9월 「플라자」(Plaza)협정 이후 美國 달러貨가 日本 엔貨나 西獨 마르크貨 등 주요 통화에 대하여 平價切下되기 시작하였다. 美國政府는 당시 自國에 對하여 貿易收支 黑字를 기록하고 있던 우리나라, 臺湾 등에 대하여서도 換率을 平價切上하도록 압력을 가하였다. 이에 대하여 臺湾政府는 輸出에 미치는 악영향을 감안하여 NT달러貨를 점진적으로 平價切上시키는 방법을 택하였다. 그 결과 앞으로 NT달러貨가 더욱 平價切上될 것이라는 期待(expectation)가

형성되었고 輸出企業들은 NT달러/美달러 換率이 더욱 하락하기 전에 미래에 입금될 것으로 예상되는 外貨를 서둘러서 매각하려고 노력하였다. 그 결과 外國換銀行에 대한 先物換 달러 賣渡가 급격하게 증가하였고 달러貨에 대한 先物換率은 利子率平衡關係를 기초로 산출한 換率에 비하여 상대적으로 낮은 수준에서 결정되게 되었다.

中央銀行에 의한 外國換銀行의 對顧客 先物換契約「커버」(cover) 비율은 1985년 11월부터 40%로 낮아졌는데 나머지 60%에 대하여는 外國換銀行들이 독자적인 방법을 동원하여 스스로 外換危險을「헤지」할 수밖에 없었다. 外國換銀行들이 顧客인 輸出企業들로부터 先物換契約을 통하여 買入한 外換에 대한「헤지」수단으로 주로 사용한 방법은 海外로부터 短期的으로 外貨資金을 借入하는 것이었다. 즉 海外로부터 短期資金을 借入하여 달러를 現物換市場에서 매각함으로써 外換에 대한 賣却「포지션」을 형성하여 先物換買入「포지션」에 대응하는 방법으로 外換危險을 회피하였다. 이와 같은 外國換銀行의 營業 행태로 인하여 당시 先物換契約 중 대부분이 어떤 특정한 滿期日을 銀行이 지정하는 이른바「固定滿期日 方式」이었고 顧客이 滿期日을 임의로 선택할 경우 별도의 수속비를 요구하였다.

한편 外國換銀行들이 顧客과 체결한 先物換買入 계약에 대응하여 海外로부터 短期借入을 증가시킴으로써 現物換市場의 美國 달러貨 供給이 증가하여 NT달러貨의 平價切上이 더욱 촉진되는 결과를 가져오게 되었다. 이로 인한 NT달러貨의 급격한 平價切上을 방지하기 위하여 臺湾 中央銀行은 1986년 8월부터 外國換銀行이 顧客과 체결한 先物換契約 중 中央銀行에 移轉할 수 있는 비율을 40%에서 90%로 상향조정하였다.

1987년에 들어서는 NT달러貨의 平價切上이 더욱 빠르게 진행되었기 때문에 일반 顧客에 의한 달러貨 先物換 賣渡規模는 폭발적으로 증가하였다. 外國換銀行이 顧客과 체결한 先物換 買入契約은 90%까지 中央銀行에 移轉할 수 있었기 때문에 先物換 달러 換率은 만기

일에 예상되는 現物換率에 비하여 높은 수준에서 결정되었다. 예를 들면 1986년 12월 말 外國換銀行의 3개월 만기 先物換 달러 買入換率은 1 달러당 34.519 NT달러이었다. 그런데 이 先物換契約의 滿期가 도래하는 1987년 3월 말에는 달러貨 現物換 買入率이 1 달러당 34.21 NT달러에 이르러 결과적으로 中央銀行은 美貨 1 달러 先物換契約을 인수함으로써 약 0.31 NT달러의 손실을 보게 되었다. 다시 말하면 中央銀行이 外國換銀行의 先物換契約을 인수함으로써 결과적으로 輸出業者들에게 보조금을 지급하는 것과 같은 효과를 거두게 되었다.

이와 같은 先物換 運用의 결과 中央銀行의 損失은 NT달러貨의 平價切上이 진행됨에 따라 더욱 증가하게 되었다. 1987년 2월 말에는

〈表 Ⅶ－5〉 先物換契約 引受로 인한 中央銀行의 損失

(單位 : NT달러)

90日 滿期 美달러 先物換率			滿期 美달러 現物換率			中央銀行
年月末	買入換率	賣出換率	年月末	買入換率	賣出換率	損失(1달러당)
1986. 9	36.090	36.438	1986.12	35.450	35.550	0.640
10	35.938	36.224	1987. 1	35.010	35.110	0.928
11	35.711	36.002	2	34.940	35.040	0.771
12	34.519	34.826	3	34.210	34.310	0.309
1987. 1	34.045	34.336	4	32.970	33.070	1.075
2	34.332	34.608	5	31.440	31.540	2.892
3	33.563	33.830	6	31.030	31.130	2.533
4	32.605	32.850	7	30.830	30.930	1.775
5	31.007	31.240	8	30.060	30.160	0.947

註 : 中央銀行 損失은 先物換 買入率과 滿期 도래 시점(예를 들면 1986년 9월 말 90일 滿期 先物換契約의 경우 같은 해 12월 말)의 現物換 買入率과의 차이임.

資料 : 臺湾 中央銀行, 『金融統計月報』, 각호.

中央銀行이 外國換銀行의 90일 만기 美國 달러貨 先物換契約을 인수함으로써 결과적으로 1 달러당 2.892 NT달러의 손실을 보게 되었다.

1987년 1월부터 5월까지 外國換銀行이 顧客으로부터 買入한 先物換 金額이 약 172億 달러에 달하고 이 중 90%인 약 155億 달러는 中央銀行에 移轉되어 이로 인한 中央銀行의 損失金額은 약 296億 NT달러(당시 換率로 환산할 때 약 9億 美달러)에 이르게 되었다[12]. 이와 같이 막대한 손실을 더 이상 묵과할 수 없다고 판단한 中央銀行은 1987년 6월 1일부터 外國換銀行이 顧客과 체결한 先物換契約 중 中央銀行에 移轉할 수 있는 비율을 40%로 낮추고 外國換銀行의 對外負債를 동결시키는 조치를 취함으로써 先物換去來는 급격하게 감소하게 되었다.

1987년 7월 15일부터는 外國換銀行의 對顧客 先物換契約 중 일부를 中央銀行에 移轉하는 것이 금지되고 外國換銀行의 外換「포지션」

〈表 Ⅶ－6〉 外國換銀行의 對顧客 先物換 賣買分散

(單位 : NT달러)

年月末	90日 滿期 美달러 先物換率		先物換 賣買分散 (bid-ask spread)
	對顧客 買入率	對顧客 賣出率	
1987. 5	31.007	31.240	0.233
6	30.468	30.900	0.432
7	30.098	30.808	0.710
8	29.110	29.830	0.720
9	29.510	29.840	0.330
12	27.180	28.300	1.120
1988. 3	27.270	28.525	1.255
6	27.500	28.750	1.250

註 : 賣買分散은 賣出換率과 買入換率의 차이를 의미함.

資料 : 臺湾 中央銀行, 『金融統計月報』, 各號.

12) 梁國樹 · 侯金英, 『臺湾의 金融制度와 金融政策』, 1989, p. 45 참조.

산정에 있어서 종래의 債權發生基準(契約基準)에서 現金受取基準을 적용하도록 조치하였다. 이에 따라 外國換銀行들은 顧客과의 先物換買入契約에 대하여 外換危險을 「헤지」할 수 있는 길이 막히게 되었고 결과적으로 先物換契約을 기피하게 되었다. 이와 같은 상황을 반영하여 先物換 賣買分散이 확대되었는데 1987년 말에는 90일 만기 달러貨 先物換 賣買分散이 약 1.12 NT달러로 확대되었으며 1987년 초에는 1.255 NT달러로 확대되었다.

外國換銀行의 對外負債 동결 조치는 1987년 10월에 단기간(10월 1일 및 2일) 해제되었으며 外國換「포지션」 산정에 있어서 現金受取基準 적용은 10월 1일부터 종래의 契約締結基準으로 환원되었다. 이와 같은 조치를 예상하고 9월 말부터 外國換銀行들은 對顧客 先物換去來를 시작하였다. 이에 따라 輸出企業들은 지금까지 賣却하지 못하고 모아 두었던 外換(輸出代金으로 미래에 入金될 것으로 예상되는 外貨)을 先物換契約을 통하여 다투어 판매하였다.

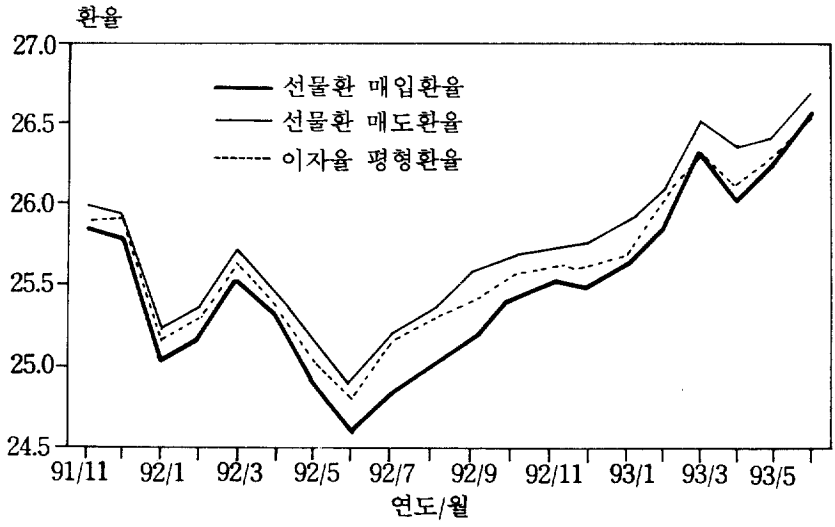
그 결과 9월 30일 外國換銀行의 對顧客 先物換 買入契約額이 9億 8千7百萬 달러에 이르렀으며 10월 1일과 2일의 先物換買入 契約額은 각각 9億 2千9百萬 달러와 12億 8千4百萬 달러에 달하였다. 外國換銀行은 顧客과 체결한 先物換買入 계약을 中央銀行에 移轉할 수 없었기 때문에 海外로부터 短期資金을 차입하여 現物市場에서 매각함으로써 外換危險을 「헤지」하였고 이에 따라 NT달러貨의 平價切上 압력이 증가하였다. 中央銀行은 이와 같은 外國換銀行의 先物換去來의 결과로 現物換市場에서 NT달러貨가 平價切上되는 것을 방지하기 위하여 10월 3일부터는 外國換銀行의 對外負債를 1987년 10월 2일 수준으로 다시 동결한 결과 先物換去來는 거의 중단상태에 이르게 되었다.

1989년 4월부터 臺湾은 NT달러/美달러 變動換率制度로 이행하였다. 主要 先進國의 경우 換率의 變動을 통제하는 管理換率制度에서 變動換率制度로 이행하면 換率의 變動性이 증가하고 外換「포지션」

에 따르는 外換危險이 상승하기 때문에 先物換去來가 증가하는 것으로 분석되고 있다. 臺湾의 경우 變動換率制度로 이행한 후에도 先物換去來 규모는 증가하지 않은 것으로 나타나고 있다. 즉 〈表 Ⅶ-3〉에서 變動換率制度로 이행된 1989년 先物換 去來規模는 전년도에 비하여 큰 차이가 없으며 1990년 들어서 4월까지 先物換去來規模도 크지 않았던 것으로 파악되고 있다[13].

[圖 Ⅶ-2]에는 臺湾 外國換銀行의 外換「포지션」에 대한 規制緩和 조치가 취해진 1991년 11월 이후 90日 滿期 美國 달러 先物換率의 推移가 나타나 있다. 이 圖表에서 最近 NT달러/美달러 先物換率은 臺湾 國內·外의 金利差異를 반영하여 적정한 수준에서 결정되고 있는 것으로 나타나고 있다. 즉, 利子率平衡關係를 기초로 산출한 先物換率이 外國換銀行의 先物換 買入率과 賣渡率 사이에 위치하도

[圖 Ⅶ-2] 最近 NT달러/美달러 90日 滿期 先物換率 推移



13) 1990년 4월 이후 臺湾 中央銀行의 『金融統計月報』는 現物換 및 先物換 去來規模에 관한 資料를 싣지 않고 있기 때문에 최근 臺湾의 外換去來 상황에 대하여는 분석할 수 없었다.

록 先物換率이 결정되고 있기 때문에 利子裁定을 위한 資本去來는 일어날 수 없다는 의미에서 最近의 臺湾의 先物換率은 적정한 수준인 것으로 평가될 수 있다.

또한 최근 臺湾 外國換銀行의 90日 滿期 美國 달러貨 先物換 賣渡率과 買入率의 차이인 賣買分散은 1 달러당 0.12 NT달러 내지 0.33 NT달러 수준을 유지하였다. 臺湾 中央銀行은 外國換銀行의 對顧客 先物換契約「커버」(cover)를 완전히 중지하였다. 臺湾 國內에는 NT 달러/美달러 通貨先物(currency futures)市場이나 通貨「옵션」(currency option)市場 등 外國換銀行이 先物換契約의 外換危險을「헤지」할 수 있는 다른 수단이 존재하지 않는 것으로 알려지고 있다. 이와 같은 상황에서 최근 臺湾 外國換銀行의 先物換 賣買分散幅은 과도하게 큰 것은 아니라고 판단된다.

3. 先物換制度 運用의 特性

앞에서 살펴본 1980년부터 臺湾 先物換制度 運用上의 특성을 간추려 보면 네 가지로 요약된다.

먼저 政策的인 측면에서 살펴보면 1987년 7월 外國換銀行이 顧客과 체결한 先物換契約에 대한 中央銀行의「커버」가 완전히 중지되기까지 臺湾의 先物換制度는 輸出企業에 도움을 주기 위한 수단으로 이용되었다는 점을 가장 두드러진 특성으로 지적할 수 있다. 1984년 5월까지는 外國換銀行이 顧客과 체결한 先物換契約을 전액 中央銀行에 移轉할 수 있도록 허용하였다. 그 결과 美國 달러貨 先物換率은 臺湾 國內·外 金利差를 반영한 적정한 수준보다 높은 수준에서 결정되어 輸出企業이 미래에 입금될 것으로 예상되는 달러貨를 先物換契約을 통하여 賣却하기에 유리하도록 하였다. 또한 中央銀行에 의

한 外國換銀行의 先物換契約에 대한 100% 「커버」는 先物換 賣買分散의 幅을 상대적으로 작게 함으로써 輸出企業들이 저렴한 費用으로 換率變動에 따르는 外換危險을 회피할 수 있도록 하였다.

1986년부터 1987년 중반까지 NT달러貨가 美國 달러貨에 대하여 平價切上되는 과정에서는 中央銀行이 先物換市場에 개입하여 先物換率을 미래에 실현될 現物換率보다 높은 수준에서 결정되도록 하였다. 그 결과 輸出企業들은 상대적으로 유리한 先物換去來를 통하여 미래에 입금될 것으로 예상되는 輸出代金을 매각할 수 있었다.

이와 같이 中央銀行이 外國換銀行과 顧客 사이의 先物換去來에 개입하여 輸出企業에게 유리하게 先物換率이 결정되도록 유도하고 先物換契約을 인수한 결과 막대한 規模의 손실을 보게 되었다. 예를 들면 1987년 1월부터 5월 말까지 中央銀行이 外國換銀行의 先物換달러 買入契約을 인수함으로써 입은 손실은 약 296億 NT달러에 달하였으며 이를 당시 換率로 환산하면 약 9億 美달러에 달하였다.

臺湾 中央銀行이 막대한 손실을 입으면서도 先物換率이 輸出企業들에게 유리하게 결정되도록 노력하였던 점은 現物換市場에서 NT달러 換率의 平價切上을 될 수 있으면 지연시킴으로써 輸出에 미치는 악영향을 완화시키려 하였던 것과 연관시켜 볼 때 臺湾政府의 輸出支援을 위한 換率政策의 특성을 잘 나타내는 것으로 이해할 수 있다. 그런데 臺湾의 경우 1985년 이후 막대한 규모의 經常收支 黑字를 기록하였고 中央銀行의 對外 準備外換이 900億 달러에 달하였으며 美國 등 外國으로부터 經常收支 黑字規模를 축소하도록 강력한 압력을 받았던 점 등을 고려할 때 이와 같은 臺湾政府의 輸出優先政策을 현명한 것으로 보기는 어려울 것이다.

다음으로 臺湾 先物換去來上의 특징은 NT달러/美달러 現物換率이 장기간에 걸쳐서 같은 방향으로 조정되었기 때문에 換率變動으로 인한 換差益을 노린 去來가 대부분이었다. 1979년부터 1982년까지는 NT달러貨가 거의 일방적으로 平價切下되었기 때문에 輸入代金 결제

를 위한 美國 달러貨 先物換買入 去來가 대부분이었고 輸出代金을 매각하기 위한 先物換 去來의 규모는 극히 미미한 수준이었다. 1984년 중반부터 1985년 3/4분기까지 NT달러貨가 平價切下된 기간에도 일반 顧客에 의한 先物換 달러 買入去來가 많았다. 반대로 1986년부터 1987년까지 NT달러貨가 平價切上된 기간에는 顧客들의 先物換賣渡去來가 압도적으로 많았다.

따라서 특정시점에 있어서 外國換銀行과 顧客 사이의 先物換契約은 買入 또는 賣渡 중 한 쪽만의 거래가 일어나고 반대편의 去來는 거의 일어나지 않았다. 그렇기 때문에 外國換銀行들은 自體的으로 先物換「포지션」을「커버」할 수 없었고 中央銀行의 引受에 의존할 수 밖에 없게 되었으며 건전한 先物換市場의 발달이 늦어지게 되었다.

先物換去來의 형태와 관련하여 또 한 가지 특징은 일반 去來者들이 換率變動에 따르는 外換危險을「헤지」하기 위한 先物換契約은 많지 않았다는 점을 지적할 수 있다. 1989년 3월까지 臺湾의 換率制度는 美國 달러貨에 대한 自國通貨 換率의 급격한 변동을 통제하는 일종의 管理變動換率制度이었다. 따라서 NT달러/美달러 換率의 變動性은 크지 않았으며 外換「포지션」에 대한 外換危險 부담도 크지 않았다. 1989년 4월부터는 臺湾의 換率制度는 美國 달러貨에 대한 變動換率制度로 이행되었다. 變動換率制度로 이행된 후에도 월간 및 분기간 NT달러/美달러 換率의 變動性을 나타내는 標準偏差는 엔/달러, 마르크/달러 등 變動換率制度를 채택하고 있는 다른 先進國 通貨間 換率의 경우에 비하여 상대적으로 낮았다[14]. 따라서 1989년 이후에도 外換危險을 회피하기 위한 先物換去來는 크게 증가하지는 않았다. 그러나 變動換率制度로 이행한 이후 1990년 4월까지 外國換銀行의 對顧客 先物換去來는 전체적인 規模에서 買入과 賣出이 거의 균형을 이루고 있다. 이러한 사실을 기초로 판단할 때 變動換率制度로 이행

14) 第Ⅱ章 〈表 Ⅱ-3〉 참조.

의 증가는 市中 流動性 증가와 연결되어 1~2년의 시차를 두고 株式 등 國內資産의 가격이 급등하는 원인이 되었으며 物價를 자극하는 결과를 가져왔다.

臺湾은 1989년 4월부터 換率의 결정을 外換市場의 需給機能에 맡기는 變動換率制度로 이행하였다. 變動換率制度로 이행한 후에도 中央銀行은 換率을 안정시키기 위하여 外換市場에 개입하고 있는 것으로 판단된다. 그 증거로 中央銀行 外貨資産이 綜合收支와 같은 방향으로 움직이고 있음을 들 수 있다. 그 결과 換率의 短期變動性은 비교적 낮은 수준에 머무르고 있으며 分期間 換率變動率의 時系列 資料 사이에 높은 自己相關關係가 中心換率制度下에서와 마찬가지로 존재하고 있다.

臺湾의 外換自由化와 관련하여 1987년 7월부터 企業들이 輸出代金을 NT달러貨로 교환하지 않고 外貨預金의 형태로 보유할 수 있도록 허용하였으며 이 자금으로 차후의 輸入代金을 결제할 수 있도록 하였다. 그 결과 輸出代金 중 外貨預金으로 보유하는 비율이 점차 상승하여 貿易收支 黑字로 인한 通貨膨脹 효과를 어느 정도 해소하는데 도움이 되었다. 그런데 이와 같은 外貨預金의 殘額은 換率變動 예상치에 민감하게 반응하는 것으로 나타나고 있다. 外貨預金의 규모는 NT달러貨가 平價切上될 것으로 예상되는 때에는 증가하고 平價切下될 것으로 예상되는 때에는 감소하는 경향을 보이고 있다. 따라서 미래에 NT달러貨가 平價切上될 것으로 예상될 경우 海外로부터의 資本流入과 같은 通貨膨脹의 원천으로 작용할 가능성이 있다.

일반적으로 換率을 서서히 平價切上시킬 경우 輸出企業들에게 적응할 수 있는 시간적인 여유를 줄 수 있고 따라서 결과적으로 換率을 같은 폭으로 平價切上하더라도 일시에 平價切上하는 경우에 비하여 輸出에 미치는 악영향을 축소시킬 수 있다는 주장이 있다. 換率切上의 효과가 輸入品 價格 등 生産要素 가격의 하락으로 이어지기까지 장기간이 소요되는 경우에는 換率을 점진적으로 平價切上시킴

第 Ⅷ 章 結論 및 政策 示唆點

1. 研究結果 要約

臺湾의 經常收支 黑字規模는 1985년부터 급격하게 증가하기 시작하였으며 1986년부터 1991년까지는 매년 100億 달러 이상을 기록하였다. 이와 같은 經常收支 흑자로 인하여 NT달러貨가 급격하게 平價切上되는 것을 막기 위하여 臺湾의 中央銀行은 적극적으로 外換市場에 개입하였다. 그 결과 國內 通貨의 공급이 海外로부터의 外貨流入에 따라 결정되고 流入이 급격하게 이루어진 때에는 通貨가 급격하게 팽창하여 物價不安을 초래하였으며 國內 資産價格을 급등시키는 요인이 되었다.

특히 막대한 규모의 對美 貿易黑字로 인하여 美國으로부터 自國의 通貨를 平價切上시키도록 압력을 받았던 1986, 1987년에는 NT달러貨를 일시에 平價切上시키지 않고 中央銀行이 外換市場에 개입하여 점진적으로 平價切上시키는 방법을 택하였다. 그 결과 미래의 換率切上에 대한 기대효과가 발생하여 海外로부터 대규모의 「핫머니」가 流入되었다. 동시에 대규모 經常收支 黑字를 실현하여 臺湾 外換市場에서 外換의 超過供給은 1986년에 234億 달러에 달하였으며 1987년에는 281億 달러에 달하였다. 이와 같은 外換의 초과공급을 흡수하기 위하여 中央銀行은 대규모 外換買入을 단행하였다. 中央銀行의 外貨 買入 과정에서 증발된 通貨를 還收하기 위하여 일반 金融機關에 대한 與信規模를 대폭적으로 축소하고 通貨調節用 債券을 발행하는 등의 노력에도 불구하고 本源通貨는 급격히 증가하였다. 通貨量

先物換率이 滿期에 예상되는 現物換率에 비하여 상대적으로 높게 결정되도록 유도하여 輸出企業들의 NT달러貨 平價切上으로 인한 손실을 축소시켜 주었다. 그 과정에서 臺湾 中央銀行은 막대한 損失을 입게 되었다..이와 같은 점들을 고려할 때 1987년 7월 이후 外國換銀行과 顧客이 체결한 先物換契約을 中央銀行에의 移轉이 금지될 때까지 輸出을 돕기 위한 수단으로 先物換制度가 운용되었다는 점을 가장 중요한 특징으로 지적할 수 있다.

된 후 臺湾의 先物換去來는 규모가 작기는 하지만 外換危險을 회피하기 위한 건전한 거래로 점차 정착되기 시작한 것으로 생각된다.

現物換率과의 관계에 있어서 外國換銀行의 先物換買入의 증가는 現物換市場에서 NT달러貨의 平價切上 압력으로 작용하였다는 점을 지적할 수 있다. 臺湾의 경우 通貨先物 去來나 通貨「옵션」去來 등을 위한 市場이 개설되지 않았다. 따라서 外國換銀行들이 顧客과 체결한 先物換契約에 대한 外換危險을 이들 去來를 통하여 회피할 수 없었다. 더욱이 한 시점에 있어서 外國換銀行과 顧客과의 先物換契約은 買入, 賣出 중 한 쪽만의 거래이었기 때문에 銀行間의 先物換去來를 통한 外換危險 회피도 불가능하였다. 따라서 外國換銀行에 移轉할 수 없는 부분에 대하여는 國際金融市場에서 달러貨 資金을 借入하여 國內 現物換市場에서 매각함으로써 달러貨 賣却「포지션」을 형성하여 外換危險을 회피하였다. 이때 現物換市場에서 달러貨의 供給이 증가하고 따라서 NT달러貨가 平價切上되는 요인이 되었다. 특히 NT달러貨가 일방적으로 平價切上된 1986년과 1987년 초에는 輸出業者들에 의한 달러貨 先物換 賣却이 급증하였기 때문에 中央銀行이 外國換銀行의 對顧客 先物換契約 중 90%를 인수하였음에도 불구하고 先物換去來로 인한 NT달러貨의 平價切上 압력은 상당히 컸던 것으로 평가된다.

이와 같은 臺湾 先物換制度 運用의 특징들은 근본적으로 換率管理當局이 輸出에 미치는 惡影響을 고려하여 NT달러/美달러 換率을 점진적으로 조정하고 換率變動으로 인한 輸出企業들의 損失을 先物換去來를 통하여 보전해 주려고 하였기 때문에 나타난 것으로 판단된다. 즉 NT달러貨를 점진적으로 平價切下시킨 1983년까지는 NT달러/美달러 先物換率을 臺湾의 內外金利差를 감안한 利子率平衡換率에 비하여 상대적으로 높게 결정하여 輸出企業들이 先物換去來를 통하여 달러貨를 매각하는 데 유리하도록 하였다. 또한 NT달러貨를 점진적으로 平價切上시킨 1986년 및 1987년에 있어서는 美國 달러貨

으로써 輸出價格의 급격한 상승을 방지할 수 있고 短期는 물론 長期的인 輸出의 감소폭을 축소시킬 수 있는 경우를 생각해 보았다.

實證分析의 결과 臺湾의 경우 換率切上의 효과가 輸入品價格의 하락을 통하여 國內物價와 賃金의 하락으로 이어지기까지는 상당히 긴 기간이 소요되는 것으로 나타났다. 都賣物價의 경우 換率切上으로 인하여 長期的으로 하락하는 비율의 90%까지 조정되는 데에는 약 2년이 소요되는 것으로 나타났다. 消費者物價와 賃金은 換率切上 후 3년 이후에 長期 하락 비율의 90%가 하락하는 것으로 분석되었다.

換率切上으로 인한 輸出品 生産要素 가격에 미치는 하락효과가 점진적으로 나타나기 때문에 換率切上을 단행하는 방법에 따라 輸出價格이 조정되는 과정에 상당한 차이가 있는 것으로 파악되었다. 즉 換率을 일시에 平價切上시킬 경우 輸出價格이 일시적으로 새로운 長期均衡 수준 이상으로 상승하는 것으로 나타났다. 換率을 점진적으로 平價切上시킴으로써 輸出價格의 일시적인 過剩反應(overshooting)을 어느 정도 방지할 수 있는 것으로 분석되었다.

輸出價格의 일시적인 過剩上昇으로 인하여 換率을 급격히 平價切上시킬 경우 점진적인 平價切上의 경우에 비하여 단기는 물론 長期的으로도 輸出에 보다 큰 지장을 초래할 수 있는 것으로 분석되었다. 이와 같은 의미에서 輸出競爭力을 유지시키기 위하여 換率을 平價切上하여야 될 상황에서 점진적으로 平價切上시켜야 된다는 주장의 타당성이 인정된다.

그러나 換率을 점진적으로 平價切上시키는 과정에서 가까운 미래에 換率이 더욱 더 平價切上될 것이라는 期待(expectation)가 형성될 수 있다. 換率이 平價切上될 것으로 예상되는 경우 海外로부터 換差益을 노린 投機性 短期資金(hot money)이 유입하게 된다. 실제로 NT 달러貨가 美國 달러貨에 대하여 점진적으로 平價切上된 1986년과 1987년에 막대한 규모의 「핫머니」가 臺湾 國內로 流入되었다. 「핫머니」의 流入은 外換市場에서 外換의 供給을 증가시켜서 換率을 더욱

平價切上시키는 요인으로 작용할 수 있다.

또한 換率이 가까운 장래에 平價切上될 것으로 예상되는 경우에는 輸出의 「리딩」 현상이 일어나고 輸入의 「래깅」 현상이 일어나서 短期的으로 貿易收支 黑字規模를 더욱 확대시키는 결과를 가져올 수 있다. 換率을 점진적으로 平價切上시키는 경우 J曲線 現狀으로 輸出金額이 오히려 증가하는 期間이 연장되고 따라서 貿易收支 黑字規模가 실제로 축소되기까지는 보다 긴 기간이 소요되는 것으로 나타났다. 換率을 점진적으로 平價切上시킴으로써 貿易收支 흑자규모 축소가 더디게 진행될 경우 外國으로부터 換率切上 압력이 가중될 수 있고 따라서 換率을 원래 계획했던 수준 이상으로 平價切上해야 되는 결과를 가져올 수 있다.

이와 같은 換率切上의 期待效果를 감안한 결과 換率切上의 방법에 따른 短期 및 長期 輸出에 미치는 영향을 비교·분석해 보았다. 資本流入으로 인하여 換率이 추가적으로 平價切上될 경우 원래 계획된 平價切上과 합쳐져서 短期 및 長期 輸出을 감소시킬 수 있는 것으로 나타났다. 더욱이 資本流入으로 인하여 換率이 平價切上된 부분은 資本이 다시 流出되는 과정에서 平價切下되더라도 長期的으로 輸出을 감소시키는 요인으로 작용할 수 있는 것으로 파악되었다.

海外로부터의 資本流入과 外國으로부터의 추가적인 換率切上 압력 등을 고려할 때 換率을 점진적으로 平價切上시킴으로써 輸出에 미치는 악영향을 축소시키는 효과는 원래 의도했던 것보다 축소될 것이다. 그렇다면 이와 같은 효과를 감안할 경우 換率切上 방법을 택하는 것이 輸出에 미치는 악영향을 축소시킬 수 있을 것인가? 이 질문에 대한 답은 상황에 따라 달라질 수 있다.

外換에 대한 통제가 엄격하고 海外로부터의 資本流入이 금지된 상황에서는 換率이 가까운 장래에 平價切上될 것으로 예상되더라도 資本流入은 일어날 수 없다. 이때에는 換率을 점진적으로 平價切上시킴으로써 長期的인 輸出에 미치는 악영향을 어느 정도 축소시킬 수

있을 것이다. 그러나 이때에도 換率을 점진적으로 平價切上시킴에 따라 短期的으로 貿易收支 흑자규모가 확대될 경우 外國으로부터의 추가적인 換率切上 압력은 고려해야 될 것이다.

國內 金利가 國際金利에 비하여 높고 資本의 流出·入이 자유롭게 이루어질 수 있도록 허용된 상황하에서는 가까운 장래에 換率이 平價切上될 것으로 예상될 경우 海外로부터 資金이 대규모로 流入될 수 있다. 이때 換率이 추가적으로 平價切上되어 長期的인 輸出에 미치는 악영향을 오히려 확대시키는 결과를 초래할 수도 있을 것이다.

臺湾의 輸出推移를 살펴보면 1986년과 1987년에는 NT달러貨가 美國 달러貨에 대하여 비교적 대폭적으로 平價切上되었음에도 불구하고 輸出은 급격히 증가하였으며 1988년부터 1991년까지 貿易收支 黑字金額은 100億 달러 이상을 유지한 것으로 나타나고 있다. 따라서 NT달러貨가 점진적으로 平價切上되었기 때문에 臺湾의 輸出競爭力에 미치는 악영향이 축소되고 대규모 貿易收支 흑자상태를 계속 유지할 수 있었다는 주장이 대두될 수 있다.

그러나 1986년과 1987년에 輸出이 급증한 것은 臺湾의 경우에만 국한되지 않고 같은 시기에 우리나라를 비롯한 홍콩, 싱가포르 등 競爭國들의 輸出도 급증하였던 것으로 기록되고 있다. 따라서 이 기간중에 輸出이 급증한 이유는 1985년 중반 이후 國際原油 價格의 하락과 國際金利의 하락 등으로 OECD 諸國을 비롯한 世界景氣의 회복으로 우리나라, 臺湾 등 아시아 諸國의 輸出品에 대한 需要가 증가하였기 때문인 것으로 보아야 할 것이다. 또한 1985년 「플라자」협정 이후 日本의 엔貨가 美國 달러貨에 대하여 대폭적으로 平價切上된 사실도 臺湾의 輸出을 증가시키는 요인으로 작용하였을 것으로 판단된다. 臺湾의 輸出金額이 1986년과 1987년에 대폭적으로 증가한 데에는 換率切上에 대한 기대효과로 인하여 輸出의 「리딩」 현상과 換率切上 이후 J曲線 現狀에 따른 短期的인 輸出金額의 증가도 일조를 하였던 것으로 판단된다.

NT달러가 平價切上된 후 1988년과 1989년 및 1990년에는 輸出金額의 증가추세가 둔화되었으며 특히 1990년에는 전년에 비하여 약 1.4% 증가하는 데 그쳤다. 따라서 1986년과 1987년 NT달러貨의 平價切上이 臺湾 輸出에 미친 악영향은 상당히 컸던 것으로 판단된다.

〈表 Ⅶ-1〉 臺湾 貿易關聯 統計

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
輸出(億 달러)	307	398	535	606	662	672	762	815
輸出增加率(%)	0.9	29.5	34.6	13.2	9.3	1.4	13.3	7.0
輸入(億 달러)	201	242	345	497	523	547	629	720
輸入增加率(%)	-8.5	20.2	42.7	43.9	5.3	4.7	14.9	14.5
貿易收支(億 달러)	106	156	190	109	139	125	133	95
輸出物量指數	100.0	125.7	146.3	148.6	153.7	158.1	176.7	183.3
輸出物量上昇率(%)	5.8	25.7	16.4	1.6	3.4	2.9	11.8	3.8
輸出價格指數	100.0	103.2	119.4	132.8	140.3	138.1	140.5	144.8
輸出價格上昇率(%)	-3.4	3.2	15.7	11.2	5.6	-1.6	1.7	3.1
OECD 實質 GDP 成長率(%)	3.4	2.7	3.5	4.1	3.2	2.1	0.2	0.8
NT달러/美 달러 換率(年平均)	39.85	37.84	31.84	28.59	26.41	26.89	26.81	25.16

註 : 輸出價格指數는 NT달러 價格指數를 NT달러/美달러 換率을 사용하여 美國달러 표시 價格指數로 환산하였음. 輸出, 輸入은 通關基準.

資料 : 韓國銀行, 『조사통계월보』; 臺湾 中央銀行, 『金融統計月報』; IMF, *International Financial Statics;* OECD, *Economic Indicator*, 各號.

臺湾 政府가 換率을 점진적으로 平價切上시킴으로써 輸出에 미치는 악영향을 축소시키고 輸出競爭力을 유지하는 데에는 도움이 되었다고 하더라도 經濟의 다른 부문에 미친 악영향을 고려할 때 점진적인 換率 平價切上 政策이 반드시 좋은 政策이었다고 말할 수는 없다. 換率을 점진적으로 平價切上시킴에 따라 換率切上에 대한 期待

가 형성되고 이에 따라 海外로부터 대규모의 資本流入이 일어났다. 資本流入의 換率切上 효과를 차단시키기 위하여 中央銀行이 外換市場에서 많은 外換을 매입하였고 이에 따라 通貨가 급격히 팽창하여 物價不安과 株式, 土地 등 資産價格이 폭등하는 원인이 되었던 점은 앞에서 지적한 바와 같다.

臺湾 政府가 換率政策을 통하여 輸出에 도움을 주려고 노력하였던 점은 先物換制度를 운영한 결과에도 잘 나타났다. 臺湾에서 先物換制度가 도입된 것은 1972년 國際 通貨制度가 固定換率制度에서 變動換率制度로 이행되는 과정에서 換率變動이 급격하게 증가함에 따라 輸出 등 貿易去來에 있어서 부담하게 되는 外換危險을 줄이기 위함이었다. 先物換制度를 도입한 초기에는 外國換銀行들이 顧客과 체결한 先物換契約에 대하여 外換危險을 「헤지」할 수 있는 마땅한 방법이 없었다. 이로 인하여 外國換銀行들이 顧客들과 先物換契約을 기피하는 것을 막기 위하여 中央銀行이 外國換銀行의 先物換契約을 100% 인수함으로써 先物換制度가 정착되도록 노력하였다.

그런데 臺湾의 先物換制度가 실제로 運用됨에 있어서 輸出企業들에게 外換危險 「헤지」의 기회를 제공함으로써 輸出에 도움을 주기보다는 中央銀行이 介入하여 先物換率을 輸出企業에게 유리하도록 결정함으로써 輸出에 도움이 되도록 하였다. 즉 NT달러貨가 美國달러에 대하여 서서히 平價切下된 1980~82년 기간 동안에는 NT달러/美달러 換率을 臺湾 國內·外 金利差를 감안한 적정수준보다 높게 결정되도록 유도하였다. 따라서 輸出企業들이 미래에 入金될 것으로 예상되는 外貨를 先物換契約을 통하여 미리 賣却하는 데 유리하였다. 또한 NT달러/美달러 換率이 하락한 1986~87년 기간 동안에는 美國 달러貨에 대한 先物換率을 미래에 실현될 것으로 예상되는 現物換率에 비하여 높은 수준에서 결정되도록 함으로써 輸出企業들에게 도움을 주었다.

이와 같이 先物換制度를 운영한 결과 輸出企業들에게는 큰 도움을

주었지만 다른 측면에서 많은 문제점이 발생하였다. 즉 中央銀行이 先物換率을 輸出企業에 유리하게 결정되도록 유도하고 外國換銀行과 顧客이 체결한 先物換契約을 인수함으로써 결과적으로 큰 손실을 입게 되었다..1987년 1월부터 5월까지 中央銀行이 先物換契約을 인수함으로써 입은 損失金額은 약 296億 NT달러에 달하였으며 이를 당시의 換率로 환산하면 약 9億 달러에 이르는 막대한 金額이었다. 또한 外國換銀行이 顧客과 체결한 先物換契約을 中央銀行에 移轉시키도록 허용한 결과 이들이 機會的인 행동에 의하여 利益追求를 함으로써 中央銀行에 손실을 입혔다. 즉 外國換銀行들은 顧客과 체결한 先物換契約 중 유리한 것은 자신들이 보유하고 불리한 것은 中央銀行에 移轉하여 손실을 입히는 결과를 초래하였다.

1986~87년 기간 동안 臺湾 中央銀行이 外換市場에 개입하여 NT달러/美달러 現物換率이 서서히 하락되도록 유도하고 先物換率을 輸出企業에 유리하게 결정되도록 노력한 결과 輸出企業들은 다투어서 미래에 入金될 것으로 예상되는 外貨를 先物換契約을 통하여 처분하였다. 그 결과 外國換銀行의 先物換買入 증가는 現物換市場에서 NT달러貨의 平價切上을 촉진시키는 요인으로 작용하였다. 즉 外國換銀行이 顧客과 체결한 先物換 買入契約 중 中央銀行에 移轉할 수 없는 부분에 대하여서는 海外로부터 短期資金을 借入하여 달러貨를 現物換市場에서 賣却함으로써 外換危險에 대비하였다. 이때 現物換市場에서 달러貨 外換의 供給이 증가하고 따라서 NT달러貨의 平價切上을 부추기는 결과를 초래하였다.

이와 같은 先物換制度 運用으로 인한 여러 가지 問題點이 발생하자 1987년 6월부터 外國換銀行의 外貨負債를 동결하고 外國換銀行의 外換「포지션」을 엄격하게 통제함으로써 臺湾의 先物換去來는 거의 중단상태에 빠지게 되었다. 이어서 1987년 7월에는 外國換銀行이 顧客과 체결한 先物換契約을 中央銀行에 移轉하는 것이 금지되었다.

1989년 4월부터는 變動換率制度로 이행되고 1991년 11월에는 外

國換銀行의 外換「포지션」에 대한 統制가 완화됨으로써 臺湾의 先物換市場은 새로운 전기를 맞이하게 되었다. 즉 미래 換率에 대한 期待效果로 인한 投機的인 先物換去來가 감소하고 外換危險을「헤지」하기 위한 건전한 先物換去來의 기초가 형성되어 가고 있는 것으로 판단된다.

2. 政策 示唆點

최근 우리나라 國際收支의 推移를 살펴보면 1988년 이후 輸出 증가율이 급격하게 하락한 반면 輸入의 증가율은 상승하여 1990년부터는 貿易收支 赤字를 기록하고 있다. 특히 1991년에는 貿易收支 赤字規模가 70億 달러를 기록하여 經常收支 赤字規模는 87億 달러에 이르렀다. 1992년 輸出은 전년도에 비하여 약 8% 증가한 반면 輸入은 약 1% 증가에 그쳐 貿易收支赤字規模는 21億 달러로 축소되었다. 1993년 6월까지 輸出은 전년 동기에 비하여 6.3% 증가한 387億 달러에 이르렀으며 輸入은 전년 동기에 비하여 소폭 감소한 391億 달러에 이르러 貿易收支 赤字規模는 1億 달러 수준으로 축소되었다.

1990년 이후 우리나라의 貿易 및 經常收支는 赤字를 기록하였음에 반하여 資本收支는 黑字를 기록하고 있다. 특히 1992년 이후 資本收支의 黑字規模는 급격히 증가하여 經常收支 赤字에도 불구하고 綜合收支는 黑字를 기록하고 있다. 이와 같이 최근 들어 우리나라의 資本收支 黑字規模가 급격하게 증가한 원인은 1992년 1월부터 國內株式에 대한 外國人의 投資가 허용되었으며 1992년의 外換管理法 改定과 1993년 4월부터 新경제 100日 計劃의 일환으로 海外資金 도입과 관련된 규제가 완화된 이후 海外로부터 資本流入이 급증하였기 때문이다. 현재 國內金利는 國際金利에 비하여 상당폭 높은 수준을

유지하고 있다. 우리나라 企業들의 國際競爭力을 회복하기 위해서는 보다 저렴한 海外資本 도입을 허용해야 된다는 주장이 대두되고 있다. 또한 政府에서 발표한 3段階 資本自由化 計劃에 따르면 國內 資本市場 開放의 폭은 점진적으로 확대될 것으로 짐작된다. 이와 같은 사항들을 종합적으로 검토할 때 우리나라 資本收支 黑字規模는 앞으로 상당기간 증가할 것으로 전망된다.

〈表 Ⅶ-2〉 우리나라 國際收支 推移

(單位 : 百萬 달러)

年度	輸出	輸入	貿易收支	經常收支	長期資本收支	綜合收支
1988	59,648	48,203	11,445	14,161	-2,733	12,175
1989	61,409	56,812	4,597	5,055	-3,363	2,453
1990	63,124	65,127	-2,004	-2,179	548	-274
1991	69,582	76,561	-6,980	-8,728	4,186	-3,741
1992	75,169	77,316	-2,146	-4,529	7,233	4,898
1993 (1~6)	38,693	39,060	-133	-1,169	4,892	2,613

註 : 國際收支 基準.

資料 : 韓國銀行, 『조사통계월보』, 1993. 8.

海外로부터의 資本流入은 外換市場에서 外換의 供給을 증가시켜 換率을 切上시키는 요인으로 作用할 수 있다. 變動率制度를 채택하고 있는 主要 先進國들의 경우 通貨(M1)量에 대한 資本收支 黑字金額의 비율이 상대적으로 1% 개선될 경우 自國의 通貨는 약 0.3% 내지 0.4% 平價切上되는 것으로 파악되고 있다. 海外資本의 流入으로 인하여 換率이 平價切上될 경우 달러貨로 표시된 우리나라 輸出品의 價格은 상승하게 되고 결과적으로 輸出不振의 요인으로 작용할 것이다. 1989년부터 우리나라의 輸出增加 추세가 급격히 둔화된 원인으로 1987년부터 시작된 격렬한 勞使紛糾 과정에서 賃金이 급격하게 상승하여 輸出品의 製造原價가 상승한 점도 들 수 있을 것이다. 그

러나 보다 큰 원인은 1986년부터 원貨가 달러貨에 대하여 점진적으로 平價切上되어 우리나라 商品의 價格競爭力이 약화되었기 때문이라는 硏究結果도 있다[1].

資本의 流入이 換率에 미치는 平價切上 효과를 완화하기 위하여서는 外換이 民間部門이나 政府機關에 의하여 흡수되어야 한다. 그런데 國內 金利가 國際金利에 비하여 상당히 높기 때문에 民間部門에 의한 흡수는 기대하기 어려운 실정이다. 中央銀行이 外換市場에 介入하여 外貨를 買入할 경우 通貨가 增加하게 되고 物價不安으로 이어질 우려가 있다. 中央銀行이 外換을 買入하는 과정에서 增發된 通貨를 還收하기 위하여 通貨安定證券을 발행하여 매각할 수 있을 것이다. 그런데 1993년 6월 말 通安證券의 發行殘額이 22兆 원에 달하고 있어 이 방법을 통한 通貨還收도 여의치 않은 실정이다.

臺湾은 1985년 이후 國際收支 黑字가 대폭적으로 증가하여 換率 및 通貨管理에 많은 어려움을 겪었다. 현재 우리나라 國際收支 黑字로 인한 海外資金의 流入으로 換率 및 通貨管理에 많은 어려움이 예상되고 있는 점은 1985년 이후 臺湾의 상황과 유사하다. 다만 臺湾의 경우 經常收支의 黑字로 인하여 海外資金이 流入된 반면 현재 우리나라의 경우에는 資本收支 黑字로 인하여 海外로부터 資金이 流入되고 있다는 차이점이 있다. 經常收支 黑字로 인한 海外資金의 流入이든 資本收支 黑字로 인한 流入이든 換率 및 通貨에 미치는 영향은 유사하다. 따라서 1985년 이후 臺湾이 國際收支 黑字로 인한 問題에 봉착하여 겪게 된 경험은 우리에게 좋은 교훈이 될 수 있을 것이다. 이와 같은 관점에서 本 硏究의 결과 앞으로 우리나라 換率 및 通貨運用에 있어서 유의할 사항들을 다음과 같이 여섯 가지로 정리하였다.

첫째, 우리나라 企業들의 輸出競爭力을 유지하기 위해서는 換率을

1) 金宗萬, 「換率, 金利 및 貨金變動이 우리나라 輸出에 미치는 영향」, 1992 참조.

적정한 수준에서 運用하는 것이 무엇보다도 중요하다.

앞에서도 지적한 바와 같이 1990년부터 우리나라의 貿易 및 經常收支는 赤字를 기록하고 있다. 특히 1991년 貿易收支 赤字規模는 70億 달러에 이르렀으며 經常收支 赤字規模는 87億 달러에 달하였다. 1992년부터는 輸入의 증가 추세가 둔화되기 시작하여 貿易 및 經常收支 赤字規模는 점차 축소되고 있다. 이와 같은 상황에서 資本收支 黑字로 인하여 원貨가 平價切上될 경우 輸出에 큰 타격을 주게 될 것이다.

1993년 6월 主要 輸出相對國에 대한 輸出金額을 가중치로 하여 산출한 實效換率은 1985년에 비하여 다소 平價切下된 수준을 유지하고 있다. 즉 1993년 6월 名目實效換率은 1985년에 비하여 약 18% 平價切下된 수준이다. 같은 기간 동안 원貨의 對美 달러 名目換率은 약 10% 平價切上되었음에도 불구하고 實效換率이 平價切下된 것으로 나타나는 이유는 日本, 獨逸, 臺湾 등 주요 輸出相對國 通貨의 美國 달러貨에 대한 平價切上 폭이 상대적으로 더 컸기 때문이다. 각국 生産者物價(都賣物價)의 상대적인 變動을 감안한 實質實效換率은 1993년 6월 말 현재 1985년에 비하여 약 7% 平價切下된 수준에 이르렀다. 1985년 이후 우리나라의 賃金이 급격하게 상승하였다. 따라서 勞務費(製造業 賃金指數를 勞動生産性으로 나눈 賃金「코스트」指數)로「디플레이트」(deflate)한 實質實效換率은 1993년 6월 현재, 1985년에 비하여 약 20% 平價切上된 수준에 도달하였다. 生産者物價 및 勞務費로「디플레이트」한 實質實效換率을 輸出品 製造原價 중 材料費 및 勞務費가 차지하는 비율을 가중치로 적용하여 산출한 製造原價 기준 實質實效換率은 1993년 6월 현재, 1985년에 비하여 약 2.5% 平價切下된 수준이다.

〈表 Ⅶ－3〉에서 우리나라 實效換率指數 들은 1991년 이후 점차 상승(원貨 平價切下)한 것을 볼 수 있다. 이와 같이 換率이 平價切下되었기 때문에 우리나라 輸出은 1992년부터 다소 회복하기 시작하

〈表 Ⅶ－3〉 우리나라 實效換率 推移(1985＝100)

名目實效換率		1984	1985	1986	1990	1991	1992	1993(6月)
		93.0	100.0	109.0	99.2	103.4	110.9	117.6
實質	生産者物價	94.1	100.0	106.1	96.7	96.1	101.5	107.0
實效	勞務費	100.4	100.0	100.8	68.5	71.6	76.4	80.6
換率	製造原價	94.9	100.0	105.5	92.1	91.9	97.3	102.5

註 : 1. 期間平均基準임.
2. 實質實效換率 중 勞務費基準은 製造業賃金을 勞動生産性指數로 나눈 勞動 「코스트」指數로 「디플레이트」한 것임.
3. 製造原價基準 實質實效換率은 生産者物價와 勞務費를 기준으로 산출한 實質實效換率을 輸出品 製造原價 중 材料費와 勞務費의 비중을 사용하여 가중평균한 것임.
4. 1993년 6월 各國의 勞務費指數는 1992년과 같은 것으로 가정함.

였고 輸入의 증가 추세는 둔화되어 貿易收支 赤字規模가 축소되기 시작한 것으로 볼 수 있다. 그런데 앞으로 資本收支 黑字로 인하여 外貨資金의 流入으로 換率이 切上될 경우 貿易收支의 改善趨勢는 역전될 것이다. 따라서 향후 우리나라의 輸出競爭力을 유지하기 위해서는 海外로부터의 資本流入으로 인한 換率切上에 유의하여야 할 것이다.

둘째, 海外로부터 流入되는 資本의 규모를 조절하기 위하여 企業들의 海外資本에 대한 需要를 감소시키고 資本市場 開放의 속도를 조정하여야 할 것이다.

企業들의 海外資本 導入으로 인한 通貨膨脹 효과를 완화하기 위하여 國內證券市場을 통한 資本調達을 확대하는 방법을 생각해 볼 수 있다. 上場企業들이 新株發行을 통하여 필요한 資金을 조달할 수 있을 경우 株式과 연계된 海外證券 발행을 통한 資金導入은 감소할 것이다. 株式發行을 통하여 資金의 조달이 증가하면 企業들의 金融費用 負擔을 경감시키는 효과를 거둘 수 있기 때문에 長期的으로 競爭

力 提高에 도움을 줄 수 있을 것이다. 특히 우리나라 企業들의 負債比率이 外國企業들에 비하여 월등히 높은 점을 감안할 때 企業들의 體質改善을 위하여서도 株式發行을 통한 直接金融을 유도하는 것이 바람직하다. 企業들의 增資를 통하여 資金調達을 유도하기 위하여 金融機關들의 貸出金利를 負債比率에 연동시켜서 金利를 적용하도록 지도하는 방법을 생각해 볼 수 있다.

1992년부터 國內 株式에 대한 外國人의 投資가 허용된 후 證券市場을 통한 海外資本의 流入 규모가 60億 달러를 상회하고 있다. 일부 優良 株式에 대한 外國人의 投資限度는 이미 소진되어 場外市場에서 外國人 사이에 「프리미엄」(premium)을 붙여서 거래되고 있는 실정이다. 證券界 일각에서는 外國人의 國內株式 投資限度를 확대하여야 된다는 주장이 대두되고 있다. 外國人 投資限度를 種目當 현행의 10%에서 15%로 확대할 경우 추가로 流入되는 資金은 30億 내지 40億 달러에 달할 것으로 판단된다. 따라서 資金收支의 黑字規模가 확대되어 換率 및 通貨에 부담이 되고 있는 현 상황을 고려할 때 外國人 株式投資限度의 확대는 상당기간 보류하는 것이 바람직한 것으로 판단된다.

셋째, 海外資本의 流入에 대비하여 中央銀行의 通貨管理能力을 提高하고 通貨管理 費用負擔을 경감시키는 방법을 모색하여야 될 것이다.

海外로부터 資本이 流入할 경우 換率에 미치는 切上 압력을 완화시키기 위하여 中央銀行이 外換을 買入할 경우 通貨가 증가하게 된다. 특히 이 과정에서 中央銀行이 방출하는 通貨는 本源通貨(high powered money)의 성격을 띠기 때문에 그대로 방치할 경우 M2 등 보다 廣意의 通貨에 미치는 膨脹效果는 通貨乘數를 곱한 만큼 커지게 된다.

中央銀行이 外貨買入 과정에서 增加한 通貨를 還收하기 위해서는 적절한 수단이 있어야 한다. 그런데 현재 韓國銀行 資産 및 負債의

運用 실태를 조사해 보면 通貨還收를 위하여 사용할 수 있는 有效한 수단을 찾기 어려운 실정이다. 먼저 資産運用 면을 살펴보면 1993년 6월 말 國內資産 중 가장 큰 비중을 차지하는 外貨預託金은 대부분이 外債의 早期償還 등 특수한 목적을 달성하기 위하여 銀行 등 金融機關에 預託하여 外貨로 운용되고 있기 때문에 신속한 通貨還收를 위하여 회수하기 어려운 실정이다. 또한 金融機關에 대한 貸出金은 대부분이 政策的인 目的을 달성하기 위하여 銀行을 통하여 제공한 與信이기 때문에 신속하게 회수되기 어렵다.

현재 韓國銀行이 通貨還收를 위하여 가장 손쉽게 이용할 수 있는 수단이 通安債의 발행이다. 그런데 1993년 6월 通安債 發行殘額이 약 22兆 원에 달하고 있기 때문에 이 방법을 통한 通貨還收에도 한계가 있을 것으로 판단된다. 특히 通安債의 발행액이 증가할 경우 이에 대한 利子支給額에 대하여 새로운 通安債를 발행하지 않을 경우 자동적인 通貨膨脹의 요인으로 작용할 것이다. 또한 金利自由化 및 金融自律化가 추진되고 있는 상황에서 通安債를 銀行 등 金融機關에 配定하는 것은 어렵게 될·것이다. 通安債를 公賣形式으로 소화시킬

〈表 Ⅶ－4〉 1993年 6月 末 韓國銀行 資産 및 負債構成

(單位 : 10億 원, %)

資産	現 金	貸出金	有價證券 政府貸出	外 貨 預託金	其 他	海外資産	合 計
	414 (0.7)	15,952 (28.5)	5,002 (8.9)	17,030 (30.4)	1,297 (2.3)	16,316 (29.1)	56,011 (100)
負債 및 資 本	發行通貨	預金 및 準備金	政府 및 財政基金	通貨債 發行額	海外負債 및 其他	資本 및 積立金	合 計
	10,107 (18.0)	13,337 (23.8)	6,599 (11.8)	21,841 (39.0)	3,340 (6.0)	-981 (-1.8)	56,011 (100)

註 : ( ) 안의 숫자는 전체 金額에 대한 %임.

資料 : 韓國銀行, 『조사통계월보』, 1993. 8.

경우 市中 實勢金利를 상승시키는 요인으로 작용할 우려가 있다.

商業借款이나 海外證券發行 등을 통한 企業들의 海外資本 導入으로 인한 通貨增加를 완화하기 위해서는 이들 企業에 대한 國內 與信의 규모를 축소하는 방법을 생각해 볼 수 있다. 國際金融市場으로부터 資金을 借入할 수 있는 國內企業들은 信用이 양호한 大企業에 국한된다. 이들 大企業들의 海外資本 導入으로 인한 通貨膨脹 효과를 완화하기 위하여 國內의 與信規模를 전반적으로 축소할 경우 海外로부터 資本을 도입할 수 없는 中小企業들의 資金事情을 더욱 악화시킬 우려가 있다. 또한 通安債의 發行을 증가시킨 결과 市中의 實勢金利가 상승할 경우 中小企業들의 金利負擔을 가중시키게 될 것이다. 즉 海外로부터 資金을 도입할 수 있는 大企業과 그렇지 못한 中小企業 사이에 衡平의 문제가 대두될 수 있는바 이와 같은 문제를 해소하기 위해서는 大企業들의 海外資本 導入에 상응하여 國內與信의 규모를 축소하여야 될 것이다.

海外로부터 資本流入이 증가할 경우 中央銀行이 投資信託 등 金融機關에 外貨를 「스왑」(swap) 契約을 통하여 매각하고 이들 機關들이 海外 金融市場에 投資하도록 유도하는 방법으로 通貨를 還收할 수 있을 것이다. 현재 國內金利가 國際金利에 비하여 상당폭 높은 수준을 유지하고 있기 때문에 金融機關들이 海外 金融市場에 투자하는 것을 꺼리고 있다. 따라서 國內·外 金利差異에 대하여서는 「스왑」 換率을 조정하는 방법으로 보상해 주어야 할 것이다. 이때 中央銀行의 손실이 발생하게 되는바 이는 通貨管理를 위한 비용으로 간주되어야 할 것이다. 通貨還收를 위하여 通安債를 발행하는 방법과 비교할 때 「스왑」 契約을 통하여 金融機關들이 海外投資를 유도하는 방법으로 通貨를 還收하면 國際金利에 해당하는 만큼 中央銀行의 通貨管理費用을 경감시킬 수 있을 것이다.

앞으로 經常收支가 개선될 경우 貿易收支에 큰 부담을 주지 않는 범위 내에서 企業들의 海外施設材 導入을 위한 外貨貸付를 증가시키

는 방법을 생각해 볼 수 있다. 특히 中小企業들의 경우 海外로부터 資本을 도입할 수 있는 능력이 없는 만큼 이들에 대한 外貨貸付의 규모를 증가시켜서 資金難 해소에 도움을 줄 수 있다. 外貨貸付의 資金을 海外로부터 自動化設備나 最新尖端施設 導入을 위하여 사용토록 유도할 경우 中小企業의 人力難 해소에 도움을 줄 수 있고 産業構造 改善을 위하여서도 기여할 수 있을 것이다. 中小企業에 대한 外貨貸付와 같은 효과를 거두는 방법으로 리스 會社에 外貨貸付 金額을 증가시켜서 이들이 海外로부터 施設材를 도입하여 中小企業에 대여할 수 있도록 하는 방법을 생각해 볼 수 있다.

中央銀行의 通貨管理 부담을 경감시키기 위하여 政府財政의 역할을 증대시키는 방법을 고려해 볼 수 있다. 특정한 目的을 달성하기 위한 政策資金은 中央銀行의 與信增加로 조달하기보다는 財政에서 부담하는 방법을 강구해 보아야 할 것이다. 또한 通安債 발행액이 증가할 경우 中央銀行의 利子支給은 자동적인 通貨膨脹 요인으로 작용하는 만큼 國家財政에서 利子支給을 부담하는 방법을 생각해 보아야 할 것이다. 臺湾의 경우 通貨管理를 위하여 國家財政의 역할이 상당히 컸던 것으로 짐작된다. 즉 1987년부터 政府의 中央銀行에 대한 預金을 증가시켜서 通貨還收에 도움을 주었다. 通貨管理를 위한 財政의 역할을 증대시키기 위해서는 먼저 財政收支가 黑字를 유지하여야 될 것인바 현재 政府의 財政事情을 고려할 때 財政收支 黑字를 기대하기 어려운 실정이다.

넷째, 換率調整의 方法과 관련하여 輸出, 通貨 및 金融市場에 미치는 影響을 綜合的으로 고려하여 적절한 선택을 하여야 할 것이다.

앞으로 先進國들의 經濟事情이 호전되고 엔貨의 強勢現狀이 지속될 경우 우리나라 輸出은 점차 회복될 것으로 예상된다. 이에 따라 貿易收支는 黑字로 돌아서게 될 수 있을 것이다. 앞에서 지적한 바와 같이 國內 資本市場의 開放幅이 점차 확대됨에 따라 海外로부터 流入되는 資本의 규모는 당분간 커질 것으로 예상된다. 經常收支 및

資本收支의 黑字로 인하여 外貨의 流入이 증가할 경우 換率의 切上 압력으로 작용할 것이다. 이때 換率을 어떤 방법으로 切上시킬 것이냐에 대한 문제가 대두될 것이다.

換率을 平價切上한 후 輸入品의 國內價格 하락을 통하여 部品, 原材料 등의 價格과 勤勞者의 賃金 등 生産要素 價格의 하락으로 이어지기까지 상당한 기간이 소요될 수 있다. 이때 미래 換率에 대한 期待效果 등을 무시한다면 換率切上을 점진적으로 단행함으로써 輸出競爭力의 저하를 어느 정도 방지할 수 있을 것이다. 즉 換率의 平價切上을 단계적으로 진행시킬 경우 輸出企業들은 輸出品 生産要素 價格의 하락으로 인한 製造原價의 하락을 價格에 반영해 가면서 점진적으로 輸出價格을 조정할 수 있게 될 것이다. 반대로 換率을 급격하게 平價切上할 경우에는 輸出價格은 일시적으로 長期的인 적정수준보다 높게 결정되고 따라서 輸出競爭力에 큰 타격을 입힐 수 있을 것이다.

그런데 換率을 점진적으로 平價切上할 경우 가까운 미래에 換率이 보다 더 平價切上될 것이라는 期待가 형성될 수 있다. 換率切上에 대한 期待가 형성될 경우 海外로부터 換差益을 노린 「핫머니」가 流入하게 된다. 이와 같은 「핫머니」의 流入은 換率을 더욱 平價切上시키는 요인으로 작용하게 되고 따라서 輸出을 감소시키는 요인으로 작용할 수 있을 것이다. 더욱이 「핫머니」가 流入하는 과정에서 換率이 추가적으로 平價切上된 부분은 「핫머니」가 다시 流出되는 과정에서 다시 平價切下되더라도 長期的인 輸出競爭力에 악영향을 미칠 수 있는 것으로 분석되었다.

과도한 貿易收支 黑字로 인하여 換率을 平價切上시키도록 外國으로부터의 압력이 있을 수 있다. 이때 換率을 단계적으로 平價切上함으로써 短期的으로 貿易收支 黑字規模는 더욱 확대되고 따라서 外國으로부터의 換率切上 압력이 더욱 거세어질 우려가 있다. 換率을 점진적으로 平價切上시킴으로써 미래 換率切上에 대한 期待가 형성될

경우 輸出의 「리딩」 현상과 輸入의 「래깅」 현상이 일어나게 되고 따라서 貿易收支 黑字는 短期的으로 증가하게 될 것이다. 또한 換率을 점진적으로 平價切上함에 따라 J曲線 현상으로 輸出金額이 오히려 증가하는 기간이 연장된다. 이와 같은 원인으로 換率切上을 단계적으로 시행할 경우 貿易收支 黑字는 短期的으로 더욱 확대될 것이고 外國으로부터의 換率切上 압력은 가중될 우려가 있다. 이에 따라 換率을 추가적으로 平價切上하게 되면 輸出에 미치는 악영향을 확대시키는 결과를 가져올 수도 있다.

換率을 점진적으로 平價切上시킴에 따라 미래 換率切上에 대한 期待效果로 「핫머니」가 流入될 경우 通貨管理에 어려움을 야기시킬 수 있고 市中의 流動性이 증가되어 物價不安 및 資産價格 不安의 요인이 될 수 있다. 換率切上에 대한 期待로 「핫머니」의 流入이 급격하게 일어날 경우 換率切上 압력을 완화시키기 위하여 中央銀行이 外換을 買入하게 되면 通貨가 膨脹하게 되고 物價 및 資産價格을 급등시키는 요인으로 작용할 것이다. 실제로 臺湾의 경우 1986~87년 기간 동안 換率을 점진적으로 平價切上시킴에 따라 換率切上에 대한 期待가 형성되었고 海外로부터 「핫머니」가 대규모로 유입되어 通貨管理를 어렵게 하였으며 國內 資産價格을 급등시키는 결과를 가져왔다.

다섯째, 換率調整의 方法을 선택함에 있어서 資本의 流出·入에 대한 規制 등 狀況의 變動을 고려해야 된다는 점을 지적할 수 있다.

換率을 점진적으로 平價切上시킴에 따라 미래 換率切上에 대한 期待가 형성되더라도 海外로부터의 資金流入을 엄격하게 통제하는 상황에서는 실제로 「핫머니」가 流入되기 어려울 것이다. 이때에는 換率을 점진적으로 平價切上시킴으로써 輸出競爭力의 약화를 어느 정도 축소시킬 수 있을 것이다. 그러나 海外資本의 流入에 대한 規制가 완화된 상황에서는 換率을 점진적으로 平價切上시킴으로써 輸出競爭力 저하를 완화시키는 효과를 거두기 어렵게 될 수 있을 것이

다.

臺灣이 NT달러貨를 平價切上시켰던 것과 비슷한 시기에 우리나라도 원貨를 美國 달러貨에 대하여 점진적으로 平價切上시켰다. 그러나 당시 우리나라는 海外로부터의 資金 流入을 엄격하게 통제하고 있었기 때문에 換差益을 노린 「핫머니」의 流入은 크게 일어나지는 않았다. 그러나 1986~87년 기간 동안 海外僑胞의 送金 등 합법적인 방법을 가장한 실질적인 「핫머니」의 流入은 상당히 일어났던 것으로 파악되고 있다[2].

國內 株式에 대한 外國人의 投資가 허용되고, 外國人 直接投資企業의 海外資本 調達이 부분적으로 허용되었으며 延支給 輸入, 우리나라 企業의 現地法人 등의 海外 資金 調達의 自由化 등 資本流入에 대한 規制가 緩和된 현재의 상황은 1986~87년의 상황과는 많은 차이가 있다. 가까운 장래에 원貨가 平價切上될 것으로 기대되는 경우 國內 株式에 대한 投資를 가장한 「핫머니」가 流入될 수 있다. 外國人 投資企業들이 海外 資本 도입을 확대할 가능성도 있으며 輸入代金의 지급을 연기시킬 경우 사실상 「핫머니」의 流入과 같은 효과를 가져올 수 있다. 支社, 現地法人 등이 海外에서 資金을 借入하고 本支店去來나 輸出先受金 등을 통하여 資金을 유입하는 방법도 생각해 볼 수 있다. 이와 같이 換率切上이 기대될 경우 허용되는 방법을 가장한 사실상의 「핫머니」가 流入될 여지가 충분히 있다. 따라서 앞으로 換率을 平價切上해야 될 경우 과거와 같이 점진적인 방법으로 換率切上을 단행한다면 「핫머니」의 流入이 상당한 규모로 일어나고 이는 다시 換率의 추가적인 切上 압력으로 작용하여 輸出에 미치는 악영향을 오히려 확대시킬 가능성도 없지 않다.

여섯째, 換率調整의 方法을 선택함에 있어서 先物換市場과의 관계도 고려해야 될 것이다.

---

2) 金宗萬, 『우리나라 株式市場 開放의 效果分析』, 1991, p. 126 〈表 Ⅸ-2〉 참조.

換率을 점진적으로 平價切上시킬 경우 換率이 더욱 平價切上될 것으로 기대하는 輸出企業들은 미래에 입금될 것으로 예상되는 輸出代金을 先物換去來를 통하여 서둘러 매각하려고 할 것이다. 반대로 換率을 점진적으로 平價切下시킬 경우 換率이 더욱 平價切下될 것으로 예상하는 輸入業者들은 輸入代金 결제를 위하여 필요한 外貨를 先物換去來를 통하여 미리 확보하려고 할 것이다. 즉 換率이 서서히 조정되도록 할 경우 미래 換率에 대한 期待가 형성되고 先物換 賣却이나 買入 중 한 쪽만의 거래에 대한 요구만 발생할 것이다. 따라서 外國換銀行들은 어떤 顧客과의 先物換 買入契約에 대하여 다른 顧客과의 先物換 賣渡契約으로 外換危險을「헤지」할 수 없게 될 것이다. 이때 短期資本去來 등 다른 방법으로 先物換契約에 대한 外換危險을「헤지」할 수 없을 경우 外國換銀行들은 顧客과의 先物換去來를 회피할 것이다.

海外로부터 短期資本 導入이 허용된 경우 換率을 점진적으로 平價切上시키면 輸出企業들은 가까운 미래에 換率이 더욱 平價切上될 것으로 기대하고 미래에 입금될 것으로 예상되는 外貨를 先物換 賣渡契約을 통하여 처분하려 할 것이다. 外國換銀行들은 顧客으로부터 買入한 先物換에 대한 外換危險을「헤지」하기 위하여 海外로부터 短期資金을 借入하고 外貨를 現物換市場에서 매각하여 外換에 대한 賣渡「포지션」(short position)을 형성할 것이다. 이때 外國換銀行에 의한 先物換 買入契約의 증가는 海外로부터 短期資本 流入의 증가와 연결되고 外換市場에서 外貨의 供給을 증가시켜서 換率을 切上시키는 압력으로 작용할 것이다. 문제는 미래에 換率이 平價切上될 것으로 기대되는 경우 輸出企業들에 의한 先物換 賣渡는 일시에 몰리게 되고 이에 따른 外國換銀行의 資本導入에 의한 外換供給과 정상적인 外換供給이 합쳐져서 現物換市場을 교란시키는 요인으로 작용할 수 있다는 점이다.

실제로 臺湾의 경우 1986~87년 기간 동안 NT달러貨가 점진적으

로 平價切上되는 과정에서 輸出企業들에 의한 先物換 賣却이 급증하였다. 外國換銀行들은 顧客으로부터 買入한 先物換에 대하여 海外 金融市場에서 短期資金을 借入하여 現物市場에서 賣却함으로써 外換危險을 「헤지」하였다. 그 결과 現物換市場에서 外貨의 供給이 증가하여 NT달러貨를 더욱 平價切上시키는 압력으로 작용하였으며 이를 완화시키기 위하여 臺湾 中央銀行은 더 많은 外貨를 買入하게 되었다.

〈參 考 文 獻〉

金宗萬,「臺湾 先物換制度의 運用과 輸出競爭力」, 未發表 資料, 韓國租稅研究院, 1993.

_____,「臺湾의 換率運用과 輸出競爭力」, 未發表 資料, 韓國租稅研究院, 1993.

_____,『우리나라 株式市場 開放의 效果分析』, 政策研究 91-19, 對外經濟政策研究院, 1991.

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

_____,『主要 換率變動의 特性과 政策示唆點』, 政策研究 91-5, 對外經濟政策研究院, 1991.

_____,「最近 臺湾의 換率政策과 換率運用」, 未發表 資料, 韓國租稅研究院, 1993.

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

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

梁國樹·侯金英,『臺湾 金融制度와 金融政策』, 韓國銀行 調査1部(譯), 韓國銀行, 1989.

王然均,『外換自由化, 換率政策과 先物換市場 育成策』, 韓國開發研究院, 1988.

李 麗,『臺湾의 外換市場과 換率制度』, 全國銀行聯合會 調査1部(譯), 1990.

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.

Dornbusch, R., "Expectations and Exchange Rate Dynamics," *Journal of Political Economy*, Vol. 84, 1976, pp. 1161~1176.

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

Magee, S. P., "Currency Contracts, Pass-Through and Devaluation," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, 1973, pp. 303~323.

Williamson, J., *The Exchange Rate System,* Washington D.C.: Institute of International Economics, 1983.

附　錄

〈表 A－1〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出價格 調整
(水準 分析)

(單位 : %)

	10%를 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	3.3803	1.6901	0.8451	0.4225
1分期 後	4.1222	2.0611	1.8756	0.9378
2分期 後	2.8600	1.4300	2.5906	1.2953
3分期 後	2.8553	1.4277	3.3045	1.6522
4分期 後	2.8489	3.1146	3.1716	2.0083
5分期 後	2.8415	3.4818	2.8514	2.3635
6分期 後	2.8309	2.8454	2.8441	2.7174
7分期 後	2.8154	2.8354	2.8341	3.0693
8分期 後	2.7977	2.8233	2.8213	2.9965
9分期 後	2.7796	2.8106	2.8059	2.8287
10分期 後	2.7623	2.7966	2.7888	2.8164
11分期 後	2.7477	2.7815	2.7718	2.8030
12分期 後	2.7367	2.7672	2.7566	2.7890
14分期 後	2.7227	2.7425	2.7340	2.7614
16分期 後	2.7135	2.7251	2.7207	2.7386
18分期 後	2.7074	2.7151	2.7122	2.7231
20分期 後	2.7032	2.7084	2.7056	2.7136
22分期 後	2.7004	2.7039	2.7026	2.7074
24分期 後	2.6985	2.7009	2.7000	2.7033
26分期 後	2.6973	2.6988	2.6982	2.7004
28分期 後	2.6964	2.6975	2.6971	2.6985
30分期 後	2.6959	2.6966	2.6963	2.6973
32分期 後	2.6955	2.6960	2.6958	2.6964
36分期 後	2.6951	2.6953	2.6951	2.6955
40分期 後	2.6949	2.6950	2.6950	2.6951

註 : 換率切上을 시작(0分期) 전과 비교할 때 각 時差分期 輸出價格 上昇分(%)을 표시함.

〈表 A－2〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出價格 調整
(變動率 分析)

(單位 : %)

	10%를 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	4.0184	2.0092	1.0046	0.5023
1分期 後	5.2426	2.6213	2.3152	1.1576
2分期 後	4.3613	2.1807	3.4056	1.7028
3分期 後	4.3308	2.1654	4.4883	2.2441
4分期 後	4.2909	4.1546	4.5564	2.7805
5分期 後	4.2421	4.7424	4.3063	3.3108
6分期 後	4.1860	4.2737	4.2625	3.8340
7分期 後	4.1242	4.2275	4.2108	4.3495
8分期 後	4.0583	4.1746	4.1526	4.3545
9分期 後	3.9901	4.1161	4.0896	4.1980
10分期 後	3.9544	4.0702	4.0317	4.1471
11分期 後	3.9284	4.0263	3.9828	4.0968
12分期 後	3.9064	3.9823	3.9448	4.0487
14分期 後	3.8779	3.9161	3.9006	3.9662
16分期 後	3.8599	3.8831	3.8739	3.9094
18分期 後	3.8479	3.8629	3.8573	3.8789
20分期 後	3.8405	3.8502	3.8463	3.8601
22分期 後	3.8368	3.8423	3.8398	3.8485
24分期 後	3.8351	3.8378	3.8365	3.8414
26分期 後	3.8344	3.8356	3.8350	3.8374
28分期 後	3.8341	3.8346	3.8343	3.8354
30分期 後	3.8339	3.8342	3.8341	3.8345
32分期 後	3.8339	3.8340	3.8339	3.8341
36分期 後	3.8339	3.8339	3.8339	3.8339
40分期 後	3.8339	3.8339	3.8339	3.8339

註 : 換率切上을 시작(0分期) 전과 비교할 때 각 時差分期 輸出價格 上昇分(%)을 표시함.

〈表 A－3〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出物量 調整
(水準 分析)

(單位 : %)

	10%를 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	-2.0934	-0.8823	-0.3995	-0.1892
1分期 後	-4.1882	-1.7740	-1.2229	-0.5756
2分期 後	-5.1457	-2.1379	-2.1883	-1.0349
3分期 後	-5.4686	-2.3443	-3.2289	-1.5398
4分期 後	-6.6268	-3.5655	-3.9927	-2.0902
5分期 後	-6.5190	-4.4623	-4.4188	-2.6624
6分期 後	-4.7903	-4.4467	-4.5554	-3.2063
7分期 後	-4.6607	-4.6231	-4.5475	-3.7422
8分期 後	-4.6036	-4.9840	-4.5569	-4.1314
9分期 後	-4.5948	-4.9856	-4.5437	-4.3323
10分期 後	-4.4885	-4.5550	-4.5486	-4.4435
11分期 後	-4.4642	-4.5126	-4.5377	-4.4970
12分期 後	-4.4413	-4.5224	-4.4972	-4.5045
14分期 後	-4.4040	-4.4462	-4.4327	-4.4875
16分期 後	-4.3771	-4.4092	-4.3970	-4.4475
18分期 後	-4.3589	-4.3814	-4.3731	-4.4029
20分期 後	-4.3470	-4.3620	-4.3463	-4.3771
22分期 後	-4.3392	-4.3491	-4.3453	-4.3592
24分期 後	-4.3340	-4.3406	-4.3381	-4.3472
26分期 後	-4.3305	-4.3349	-4.3332	-4.3393
28分期 後	-4.3281	-4.3311	-4.3300	-4.3340
30分期 後	-4.3266	-4.3286	-4.3278	-4.3305
32分期 後	-4.3256	-4.3269	-4.3264	-4.3281
36分期 後	-4.3244	-4.3250	-4.3248	-4.3256
40分期 後	-4.3239	-4.3241	-4.3241	-4.3244

註 : 換率切上을 시작(0分期)하기 이전과 비교한 輸出物量의 차이를 표시함.

〈表 A－4〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 累積 輸出物量 變動
(水準 分析)

(單位 : %)

	10%를 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	-2.0934	-0.8823	-0.3995	-0.1892
1分期 後	-3.1408	-1.3281	-0.8112	-0.3824
2分期 後	-3.8091	-1.5981	-1.2702	-0.5999
3分期 後	-4.2240	-1.7846	-1.7599	-0.8349
4分期 後	-4.7045	-2.1408	-2.2065	-1.0859
5分期 後	-5.0069	-2.5277	-2.5752	-1.3487
6分期 後	-4.9760	-2.8018	-2.8581	-1.6140
7分期 後	-4.9366	-3.0295	-3.0692	-1.8801
8分期 後	-4.8996	-3.2467	-3.2345	-2.1302
9分期 後	-4.8691	-3.4206	-3.3655	-2.3504
10分期 後	-4.8345	-3.5237	-3.4730	-2.5407
11分期 後	-4.8036	-3.6061	-3.5617	-2.7037
12分期 後	-4.7758	-3.6766	-3.6337	-2.8422
14分期 後	-4.7274	-3.7833	-3.7416	-3.0621
16分期 後	-4.6869	-3.8580	-3.8198	-3.2267
18分期 後	-4.6528	-3.9138	-3.8786	-3.3514
20分期 後	-4.6239	-3.9569	-3.9245	-3.4469
22分期 後	-4.5993	-3.9912	-3.9613	-3.5291
24分期 後	-4.5782	-4.0193	-3.9916	-3.5947
26分期 後	-4.5599	-4.0428	-4.0169	-3.6500
28分期 後	-4.5439	-4.0627	-4.0386	-3.6973
30分期 後	-4.5299	-4.0799	-4.0573	-3.7382
32分期 後	-4.5176	-4.0949	-4.0736	-3.7740
36分期 後	-4.4967	-4.1198	-4.1008	-3.8337
40分期 後	-4.4799	-4.1398	-4.1226	-3.8816

註 : 換率切上을 시작(0分期)하기 이전과 비교한 累積輸出物量의 차이를 표시함.

〈表 A－5〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出金額 調整
(水準 分析)

(單位 : %)

	10%를 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	+1.2869	+0.8078	+0.4456	+0.2333
1分期 後	-0.0660	+0.2871	+0.6527	+0.3622
2分期 後	-2.2857	-0.7079	+0.4023	+0.2604
3分期 後	-2.6133	-0.9166	+0.0756	+0.1124
4分期 後	-3.7779	-0.4509	-0.8211	-0.0819
5分期 後	-3.6775	-0.9805	-1.5674	-0.2989
6分期 後	-1.9594	-1.6013	-1.7113	-0.4889
7分期 後	-1.8453	-1.7877	-1.7134	-0.6729
8分期 後	-1.8059	-2.1607	-1.7356	-1.1349
9分期 後	-1.8152	-2.1750	-1.7378	-1.5036
10分期 後	-1.7262	-1.7584	-1.7598	-1.6271
11分期 後	-1.7165	-1.7311	-1.7659	-1.6940
12分期 後	-1.7046	-1.7552	-1.7406	-1.7155
14分期 後	-1.6813	-1.7037	-1.6987	-1.7261
16分期 後	-1.6636	-1.6841	-1.6772	-1.7089
18分期 後	-1.6515	-1.6663	-1.6609	-1.6798
20分期 後	-1.6438	-1.6536	-1.6498	-1.6635
22分期 後	-1.6388	-1.6452	-1.6427	-1.6518
24分期 後	-1.6332	-1.6397	-1.6381	-1.6439
26分期 後	-1.6332	-1.6361	-1.6350	-1.6389
28分期 後	-1.6317	-1.6336	-1.6329	-1.6355
30分期 後	-1.6307	-1.6320	-1.6315	-1.6332
32分期 後	-1.6301	-1.6309	-1.6306	-1.6317
36分期 後	-1.6293	-1.6297	-1.6296	-1.6301
40分期 後	-1.6290	-1.6291	-1.6291	-1.6293

註 : 換率切上을 시작(0分期)하기 이전과 비교한 美달러 표시 輸出金額의 차이를 표시함.

〈表 A－6〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 累積 輸出金額 變動
(水準 分析)

(單位 : %)

	10%를 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	+1.2869	+0.8078	+0.4456	+0.2333
1分期 後	+0.6105	+0.5475	+0.5492	+0.2977
2分期 後	-0.3549	+0.1290	+0.5002	+0.2853
3分期 後	-0.9195	-0.1324	+0.3941	+0.2421
4分期 後	-1.4912	-0.1961	+0.1510	+0.1773
5分期 後	-1.8556	-0.3268	-0.1354	+0.0979
6分期 後	-1.8704	-0.5089	-0.3605	+0.0141
7分期 後	-1.8673	-0.6687	-0.5296	-0.0718
8分期 後	-1.8604	-0.8345	-0.6636	-0.1899
9分期 後	-1.8559	-0.9686	-0.7710	-0.3213
10分期 後	-1.8441	-1.0404	-0.8609	-0.4400
11分期 後	-1.8335	-1.0979	-0.9363	-0.5445
12分期 後	-1.8236	-1.1485	-0.9982	-0.6346
14分期 後	-1.8053	-1.2259	-1.0923	-0.7797
16分期 後	-1.7891	-1.2803	-1.1618	-0.8900
18分期 後	-1.7749	-1.3214	-1.2147	-0.9739
20分期 後	-1.7626	-1.3533	-1.2564	-1.0397
22分期 後	-1.7519	-1.3789	-1.2901	-1.0932
24分期 後	-1.7427	-1.3998	-1.3180	-1.1374
26分期 後	-1.7346	-1.4174	-1.3416	-1.1746
28分期 後	-1.7275	-1.4323	-1.3617	-1.2064
30分期 後	-1.7213	-1.4452	-1.3791	-1.2340
32分期 後	-1.7158	-1.4565	-1.3944	-1.2581
36分期 後	-1.7065	-1.4753	-1.4198	-1.2984
40分期 後	-1.6989	-1.4903	-1.4402	-1.3307

註 : 換率切上을 하지 않은 경우와 비교한 美달러 표시 輸出金額 累積分의 차이를 표시함.

〈表 A－7〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出物量 調整
(變動率 分析)

(單位 : %)

	10%를 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	-0.7542	-0.6169	-0.3125	-0.1503
1分期 後	-3.3412	-1.4763	-1.0209	-0.4962
2分期 後	-7.5994	-2.5573	-2.1261	-1.0153
3分期 後	-7.4014	-2.9740	-3.5680	-1.6977
4分期 後	-10.9506	-4.6557	-5.0049	-2.5347
5分期 後	-12.0396	-6.0090	-6.4051	-3.5107
6分期 後	-12.7315	-7.4112	-7.4818	-4.5502
7分期 後	-12.9897	-7.9604	-8.3503	-5.6211
8分期 後	-13.1042	-9.0718	-8.8298	-6.5549
9分期 後	-13.0055	-9.5167	-9.0606	-7.2875
10分期 後	-12.8496	-9.7716	-9.0902	-7.8185
11分期 後	-12.7501	-9.8509	-9.0302	-8.8147
12分期 後	-12.6590	-9.8625	-8.9189	-8.3685
14分期 後	-12.5136	-9.6625	-8.7284	-8.4026
16分期 後	-12.4205	-9.5207	-8.5964	-8.2511
18分期 後	-12.3683	-9.4205	-8.5119	-8.1134
20分期 後	-12.3327	-9.3574	-8.4616	-8.0222
22分期 後	-12.3122	-9.3198	-8.4312	-7.9647
24分期 後	-12.2999	-9.2971	-8.4124	-7.9302
26分期 後	-12.2933	-9.2836	-8.4014	-7.9095
28分期 後	-12.2901	-9.2758	-8.3955	-7.8971
30分期 後	-12.2886	-9.2718	-8.3926	-7.8902
32分期 後	-12.2880	-9.2699	-8.3913	-7.8866
36分期 後	-12.2876	-9.2686	-8.3905	-7.8841
40分期 後	-12.2876	-9.2684	-8.3904	-7.8836

註 : 換率切上을 시작(0分期)하기 이전과 비교한 輸出物量의 차이를 표시함.

〈表 A－8〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 累積 輸出物量 變動
(變動率 分析)

(單位 : %)

	10%를 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	-0.7542	-0.6169	-0.3125	-0.1503
1分期 後	-2.0477	-1.0469	-0.6667	-0.3232
2分期 後	-3.8983	-1.5503	-1.1532	-0.5539
3分期 後	-4.7741	-1.9063	-1.7569	-0.8399
4分期 後	-6.0094	-2.4562	-2.4065	-1.1788
5分期 後	-7.0144	-3.0483	-3.0729	-1.5675
6分期 後	-7.8311	-3.6717	-3.7028	-1.9936
7分期 後	-8.4760	-4.2077	-4.2837	-2.4470
8分期 後	-8.9902	-4.7481	-4.7888	-2.9035
9分期 後	-9.3917	-5.2250	-5.2160	-3.3419
10分期 後	-9.7061	-5.6383	-5.5687	-3.7488
11分期 後	-9.9598	-5.9894	-5.8567	-4.1185
12分期 後	-10.1674	-6.2873	-6.0923	-4.4454
14分期 後	-10.4846	-6.7447	-6.4493	-4.9749
16分期 後	-10.7147	-7.0752	-6.7054	-5.3653
18分期 後	-10.8898	-7.3244	-6.8975	-5.6578
20分期 後	-11.0279	-7.5194	-7.0475	-5.8849
22分期 後	-11.1400	-7.6766	-7.1684	-6.0669
24分期 後	-11.2330	-7.8607	-7.2683	-6.2165
26分期 後	-11.3116	-7.9163	-7.3524	-6.3423
28分期 後	-11.3791	-8.0101	-7.4244	-6.4497
30分期 後	-11.4378	-8.0916	-7.4869	-6.5427
32分期 後	-11.4894	-8.1630	-7.5418	-6.6242
36分期 後	-11.5757	-8.2826	-7.6335	-6.7605
40分期 後	-11.6451	-8.3788	-7.7074	-6.8701

註 : 換率切上을 하지 않은 경우와 비교한 輸出物量 累積分의 차이를 표시함.

〈表 A－9〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 輸出金額 調整
(變動率 分析)

(單位 : %)

	10%를 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	+3.2642	+1.3923	+0.6921	+0.3520
1分期 後	+1.9014	+1.1445	+1.2943	+0.6614
2分期 後	-3.2381	-0.3766	+1.2975	+0.6875
3分期 後	-3.0706	-0.8086	+0.9203	+0.5464
4分期 後	-6.6597	-0.5011	-0.4485	+0.2458
5分期 後	-7.7975	-1.2666	-2.0988	-0.1999
6分期 後	-8.5455	-3.1375	-3.2193	-0.7162
7分期 後	-8.8655	-3.7329	-4.1395	-1.2716
8分期 後	-9.0459	-4.8972	-4.6772	-2.2004
9分期 後	-9.0154	-5.4006	-4.9710	-3.0895
10分期 後	-8.8952	-5.7014	-5.0585	-3.6714
11分期 後	-8.8217	-5.8246	-5.0474	-4.0879
12分期 後	-8.7526	-5.8802	-4.9741	-4.3198
14分期 後	-8.6357	-5.7464	-4.8278	-4.4364
16分期 後	-8.5606	-5.6376	-4.7225	-4.3417
18分期 後	-8.5179	-5.5576	-4.6546	-4.2345
20分期 後	-8.4922	-5.5072	-4.6153	-4.1621
22分期 後	-8.4754	-5.4775	-4.5914	-4.1162
24分期 後	-8.4648	-5.4593	-4.5759	-4.0888
26分期 後	-8.4589	-5.4480	-4.5664	-4.0721
28分期 後	-8.4560	-5.4412	-4.5612	-4.0617
30分期 後	-8.4547	-5.4376	-4.5585	-4.0557
32分期 後	-8.4541	-5.4359	-4.5574	-4.0525
36分期 後	-8.4537	-5.4347	-4.5566	-4.0502
40分期 後	-8.4537	-5.4345	-4.5565	-4.0497

註 : 換率切上을 시작(0分期)하기 이전과 비교한 美달러 표시 輸出金額의 차이를 표시함.

〈表 A－10〉 臺湾 換率 平價切上 方法에 따른 累積 輸出金額 變動 (變動率 分析)

(單位 : %)

	10%를 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	+ 3.2642	+ 1.3923	+ 0.6921	+ 0.3520
1分期 後	+ 2.5828	+ 1.2684	+ 0.9932	+ 0.5067
2分期 後	+ 0.6425	+ 0.7201	+ 1.0886	+ 0.5670
3分期 後	-0.2858	+ 0.3379	+ 1.0465	+ 0.5618
4分期 後	-1.5606	+ 0.1701	+ 0.7475	+ 0.4986
5分期 後	-2.6001	-0.0694	+ 0.2731	+ 0.3822
6分期 後	-3.4494	-0.5077	-0.2258	+ 0.2253
7分期 後	-4.1264	-0.9108	-0.7150	+ 0.0382
8分期 後	-4.6730	-1.3538	-1.1552	-0.2106
9分期 後	-5.1073	-1.7584	-1.5368	-0.4985
10分期 後	-5.4516	-2.1169	-1.8570	-0.7869
11分期 後	-5.7325	-2.4259	-2.1228	-1.0620
12分期 後	-5.9648	-2.6916	-2.3422	-1.3126
14分期 後	-6.3245	-3.1047	-2.6779	-1.7284
16分期 後	-6.5895	-3.4057	-2.9213	-2.0394
18分期 後	-6.7934	-3.6341	-3.1053	-2.2729
20分期 後	-6.9558	-3.8135	-3.2499	-2.4544
22分期 後	-7.0882	-3.9588	-3.3670	-2.5998
24分期 後	-7.1986	-4.0792	-3.4640	-2.7194
26分期 後	-7.2920	-4.1807	-3.5458	-2.8198
28分期 後	-7.3723	-4.2678	-3.6159	-2.9056
30分期 後	-7.4422	-4.3433	-3.6768	-2.9799
32分期 後	-7.5035	-4.4095	-3.7302	-3.0450
36分期 後	-7.6062	-4.5204	-3.8195	-3.1537
40分期 後	-7.6889	-4.6096	-3.8914	-3.2411

註 : 換率切上을 하지 않는 경우와 비교한 美달러 표시 輸出金額 累積分의 차이를 표시함.

〈表 A－11〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出價格 調整
(水準 分析)

(單位 : %)

	10%를 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	3.3803	1.6901	1.0141	0.7605
1分期 後	4.1222	2.0611	2.4197	1.6880
2分期 後	2.8600	1.7680	3.4838	2.3315
3分期 後	2.8553	2.0089	4.1455	2.8050
4分期 後	2.8489	3.7757	3.8856	3.2398
5分期 後	2.8415	4.1164	4.3949	3.7362
6分期 後	2.8309	3.2470	3.1796	4.2304
7分期 後	2.8154	3.0296	3.0240	4.7214
8分期 後	2.7977	2.7038	3.0339	4.6173
9分期 後	2.7976	2.6778	3.0780	4.2108
10分期 後	2.7623	2.7875	3.0574	3.9848
11分期 後	2.7477	2.7701	3.0370	3.8206
12分期 後	2.7367	2.7538	3.0201	3.6560
14分期 後	2.7227	2.7279	2.9971	3.3300
16分期 後	2.7135	2.7138	2.9859	3.1830
18分期 後	2.7074	2.7080	2.9793	3.2304
20分期 後	2.7032	2.7041	2.9745	3.2261
22分期 後	2.7004	2.7010	2.9711	3.2272
24分期 後	2.6985	2.6990	2.9688	3.2297
26分期 後	2.6973	2.6975	2.9672	3.2314
28分期 後	2.6964	2.6966	2.9663	3.2322
30分期 後	2.6959	2.6960	2.9656	3.2327
32分期 後	2.6955	2.6956	2.9651	3.2330
36分期 後	2.6951	2.6951	2.9646	3.2334
40分期 後	2.6949	2.6949	2.9644	3.2336

註 : 換率切上을 시작(0分期)하기 전과 비교한 輸出價格의 차이를 표시함.

〈表 A－12〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出物量 調整
(水準 分析)

(單位 : %)

	10% 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	-2.0934	-0.8823	-0.4895	-0.3558
1分期 後	-4.1882	-1.7740	-1.5993	-1.0877
2分期 後	-5.1452	-2.2623	-2.9724	-1.9480
3分期 後	-5.4686	-2.6717	-4.2776	-2.9763
4分期 後	-6.6268	-4.1179	-5.1744	-3.6547
5分期 後	-6.5191	-5.1755	-5.6680	-4.5258
6分期 後	-4.7903	-5.1743	-5.6883	-5.2732
7分期 後	-4.6608	-5.2914	-5.3699	-5.9667
8分期 後	-4.6036	-5.5041	-5.1830	-6.4918
9分期 後	-4.5949	-5.3092	-5.1360	-6.7140
10分期 後	-4.4885	-4.7784	-5.0972	-6.7374
11分期 後	-4.4642	-4.6713	-5.0287	-6.6270
12分期 後	-4.4413	-4.5956	-4.9546	-6.4244
14分期 後	-4.4040	-4.4428	-4.8570	-5.9668
16分期 後	-4.3771	-4.3782	-4.8187	-5.5155
18分期 後	-4.3589	-4.3647	-4.7991	-5.3005
20分期 後	-4.3470	-4.3498	-4.7841	-5.2136
22分期 後	-4.3392	-4.3406	-4.7746	-5.1815
24分期 後	-4.3340	-4.3350	-4.7684	-5.1764
26分期 後	-4.3305	-4.3312	-4.7643	-5.1816
28分期 後	-4.3282	-4.3287	-4.7615	-5.1836
30分期 後	-4.3266	-4.3270	-4.7596	-5.1851
32分期 後	-4.3256	-4.3258	-4.7583	-5.1866
36分期 後	-4.3244	-4.3245	-4.7569	-5.1875
40分期 後	-4.3239	-4.3239	-4.7563	-5.1879

註 : 換率切上을 시작(0分期)하기 이전과 비교한 輸出物量의 차이를 표시함.

〈表 A－13〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 累積 輸出物量 變動
(水準 分析)

(單位 : %)

	10% 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	-2.0934	-0.8823	-0.4895	-0.3558
1分期 後	-3.1408	-1.3281	-1.0444	-0.7217
2分期 後	-3.8089	-1.6395	-1.6871	-1.1305
3分期 後	-4.2238	-1.8976	-2.3347	-1.5469
4分期 後	-4.7044	-2.3416	-2.9026	-1.9685
5分期 後	-5.0069	-2.8140	-3.3635	-2.3947
6分期 後	-4.9759	-3.1511	-3.6956	-2.8059
7分期 後	-4.9365	-3.4187	-3.9049	-3.2010
8分期 後	-4.8995	-3.6504	-4.0469	-3.5667
9分期 後	-4.8691	-3.8163	-4.1558	-3.8814
10分期 後	-4.8345	-3.9037	-4.2414	-4.1410
11分期 後	-4.8036	-3.9677	-4.3070	-4.3482
12分期 後	-4.7757	-4.0160	-4.3568	-4.5079
14分期 後	-4.7273	-4.0795	-4.4258	-4.7177
16分期 後	-4.6868	-4.1166	-4.4728	-4.8230
18分期 後	-4.6527	-4.1428	-4.5077	-4.8776
20分期 後	-4.6239	-4.1629	-4.5343	-4.9112
22分期 後	-4.5993	-4.1785	-4.5554	-4.9352
24分期 後	-4.5781	-4.1911	-4.5725	-4.9544
26分期 後	-4.5599	-4.2016	-4.5868	-4.9712
28分期 後	-4.5439	-4.2104	-4.5989	-4.9858
30分期 後	-4.5299	-4.2179	-4.6093	-4.9986
32分期 後	-4.5175	-4.2245	-4.6184	-5.0100
36分期 後	-4.4967	-4.2353	-4.6334	-5.0291
40分期 後	-4.4799	-4.2440	-4.6454	-5.0446

註 : 換率切上을 하지 않은 경우와 비교한 累積 輸出物量의 차이를 표시함.

〈表 A－14〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出金額 調整
(水準 分析)

(單位 : %)

	10% 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	1.2869	0.8078	0.5246	0.4047
1分期 後	-0.0660	0.2871	0.8204	0.6003
2分期 後	-2.2852	-0.4943	0.5114	0.3835
3分期 後	-2.6132	-0.6628	-0.1321	0.0087
4分期 後	-3.7779	-0.3422	-1.2888	-0.4149
5分期 後	-3.6775	-1.0591	-2.2731	-0.7896
6分期 後	-1.9594	-1.9273	-2.5087	-1.0428
7分期 後	-1.8453	-2.2618	-2.3459	-1.2453
8分期 後	-1.8059	-2.8003	-2.1491	-1.8745
9分期 後	-1.8152	-2.6313	-2.0580	-2.5032
10分期 後	-1.7262	-1.9909	-2.0398	-2.7526
11分期 後	-1.7165	-1.9011	-1.9914	-2.8064
12分期 後	-1.7046	-1.8418	-1.9345	-2.7684
14分期 後	-1.6813	-1.7149	-1.8599	-2.6368
16分期 後	-1.6636	-1.6644	-1.8328	-2.3303
18分期 後	-1.6515	-1.6567	-1.8198	-2.0701
20分期 後	-1.6438	-1.6457	-1.8096	-1.9875
22分期 後	-1.6388	-1.6396	-1.8035	-1.9543
24分期 後	-1.6355	-1.6360	-1.7996	-1.9467
26分期 後	-1.6332	-1.6337	-1.7971	-1.9503
28分期 後	-1.6317	-1.6321	-1.7952	-1.9514
30分期 後	-1.6307	-1.6310	-1.7940	-1.9524
32分期 後	-1.6301	-1.6302	-1.7932	-1.9532
36分期 後	-1.6293	-1.6294	-1.7923	-1.9539
40分期 後	-1.6290	-1.6290	-1.7917	-1.9542

註 : 換率切上을 시작(0分期)하기 이전과 비교한 美달러 표시 輸出金額의 차이를 표시함.

〈表 A－15〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 累積 輸出金額 變動 (水準 分析)

(單位 : %)

	10% 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	+ 1.2869	+ 0.8078	+ 0.5246	+ 0.4047
1分期 後	+ 0.6105	+ 0.5475	+ 0.6725	+ 0.5025
2分期 後	-0.3548	+ 0.2002	+ 0.6188	+ 0.4628
3分期 後	-0.9194	-0.0156	+ 0.4311	+ 0.3493
4分期 後	-1.4911	-0.0809	+ 0.0871	+ 0.1965
5分期 後	-1.8555	-0.2439	-0.3063	+ 0.0321
6分期 後	-1.8703	-0.4844	-0.6209	-0.1214
7分期 後	-1.8672	-0.7066	-0.8365	-0.2619
8分期 後	-1.8604	-0.9392	-0.9823	-0.4411
9分期 後	-1.8559	-1.1084	-1.0899	-0.6473
10分期 後	-1.8441	-1.1886	-1.1763	-0.9387
11分期 後	-1.8335	-1.2480	-1.2442	-1.0027
12分期 後	-1.8235	-1.2937	-1.2973	-1.1385
14分期 後	-1.8053	-1.3557	-1.3739	-1.3428
16分期 後	-1.7891	-1.3936	-1.4284	-1.4713
18分期 後	-1.7749	-1.4213	-1.4700	-1.5384
20分期 後	-1.7626	-1.4429	-1.5026	-1.5828
22分期 後	-1.7519	-1.4601	-1.5288	-1.6156
24分期 後	-1.7427	-1.4743	-1.5506	-1.6420
26分期 後	-1.7346	-1.4861	-1.5689	-1.6648
28分期 後	-1.7275	-1.4962	-1.5845	-1.6846
30分期 後	-1.7213	-1.5049	-1.5981	-1.7018
32分期 後	-1.7158	-1.5125	-1.6099	-1.7171
36分期 後	-1.7064	-1.5252	-1.6296	-1.7426
40分期 後	-1.6989	-1.5353	-1.6455	-1.7633

註 : 換率切上을 하지 않은 경우와 비교한 美달러 표기 累積 輸出金額의 차이를 표시함.

〈表 A－16〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出價格 調整
(變動率 分析)

(單位 : %)

	10% 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	4.0184	2.0092	1.2055	0.9041
1分期 後	5.2426	2.6213	2.9792	2.0837
2分期 後	4.3613	2.5825	4.5498	3.0650
3分期 後	4.3308	2.8906	5.6652	3.8385
4分期 後	4.2909	5.0538	5.6402	4.5419
5分期 後	4.2421	5.6557	5.1797	5.2783
6分期 後	4.1860	4.9365	4.8621	6.0036
7分期 後	4.1242	4.6197	4.5787	6.7169
8分期 後	4.0593	4.1378	4.4898	6.7147
9分期 後	3.9901	3.9911	4.4582	6.2849
10分期 後	3.9544	4.0243	4.3911	5.9430
11分期 後	3.9284	3.9747	4.3377	5.6481
12分期 後	3.9064	3.9297	4.3008	5.3600
14分期 後	3.8779	3.8732	4.4490	4.8121
16分期 後	3.8599	3.8576	4.2478	4.5145
18分期 後	3.8479	3.8490	4.4239	4.5474
20分期 後	3.8405	3.8416	4.2257	4.5566
22分期 後	3.8368	3.8367	4.4109	4.5711
24分期 後	3.8351	3.8344	4.2183	4.5826
26分期 後	3.8344	3.8337	4.4088	4.5884
28分期 後	3.8341	3.8337	4.2173	4.5927
30分期 後	3.8339	3.8338	4.4089	4.5958
32分期 後	3.8339	3.8338	4.2172	4.5980
36分期 後	3.8339	3.8339	4.2173	4.6001
40分期 後	3.8339	3.8339	4.2173	4.6006

註: 換率切上 시작(0分期)하기 전과 비교한 각 時差分期 輸出價格의 차이를 표시함.

〈表 A－17〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出物量 調整
(變動率 分析)

(單位 : %)

	10% 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	-0.7542	-0.6169	-0.3776	-0.2797
1分期 後	-3.3412	-1.4763	-1.2918	-0.9151
2分期 後	-7.5994	-2.6575	-2.8224	-1.8953
3分期 後	-7.4014	-3.2960	-4.9058	-3.1110
4分期 後	-10.9506	-5.2391	-6.9254	-4.5267
5分期 後	-12.0396	-6.9020	-8.9288	-6.1477
6分期 後	-12.7315	-8.5968	-10.3298	-7.8034
7分期 後	-12.9897	-9.1715	-11.4203	-9.4248
8分期 後	-13.1042	-10.2996	-11.8225	-10.7963
9分期 後	-13.0055	-10.5554	-11.9000	-11.8091
10分期 後	-12.8496	-10.6330	-11.7227	-12.4236
11分期 後	-12.7501	-10.4963	-11.4514	-12.7345
12分期 後	-12.6590	-10.3219	-11.1603	-12.7105
14分期 後	-12.5136	-9.8612	-10.7600	-12.0687
16分期 後	-12.4205	-9.6614	-10.5861	-11.0964
18分期 後	-12.3658	-9.5866	-10.5142	-10.4079
20分期 後	-12.3327	-9.5447	-10.4767	-10.0613
22分期 後	-12.3122	-9.5241	-10.4565	-9.9569
24分期 後	-12.2999	-9.5121	-10.4440	-9.9623
26分期 後	-12.2933	-9.5047	-10.4367	-9.9843
28分期 後	-12.2901	-9.5008	-10.4334	-10.0012
30分期 後	-12.2886	-9.4994	-10.4324	-10.0131
32分期 後	-12.8880	-9.4990	-10.4322	-10.0211
36分期 後	-12.2876	-9.4991	-10.4323	-10.0302
40分期 後	-12.2876	-9.4992	-10.4324	-10.0337

註 : 換率切上을 시작(0分期)하기 이전과 비교한 輸出物量의 차이를 표시함.

〈表 A-18〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 累積 輸出物量 變動
(變動率 分析)

(單位 : %)

	10% 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	- 0.7542	-0.6169	-0.3776	-0.2797
1分期 後	- 2.0477	-1.0169	-0.8347	-0.5974
2分期 後	- 3.8983	-1.5837	-1.4973	-1.0301
3分期 後	- 4.7741	-2.0118	-2.3076	-1.5503
4分期 後	- 6.0094	-2.6573	-3.2646	-2.1456
5分期 後	- 7.0144	-3.3647	-4.2087	-2.8126
6分期 後	- 7.8311	-4.1122	-5.0831	-3.5256
7分期 後	- 8.4760	-4.7446	-5.8752	-4.2630
8分期 後	- 8.9902	-5.3618	-6.5360	-4.9889
9分期 後	- 9.3917	-5.8812	-7.0724	-5.6709
10分期 後	- 9.7061	-6.3132	-7.4952	-6.2848
11分期 後	- 9.9598	-6.6618	-7.8249	-6.8223
12分期 後	-10.1674	-6.9433	-8.0814	-7.2752
14分期 後	-10.4846	-7.3467	-8.4492	-7.9415
16分期 後	-10.7147	-7.6237	-8.7047	-8.3408
18分期 後	-10.8898	-7.8318	-8.8967	-8.5740
20分期 後	-11.0279	-7.9958	-9.0479	-8.7222
22分期 後	-11.1400	-8.1291	-9.1708	-8.8309
24分期 後	-11.2330	-8.2399	-9.2729	-8.9210
26分期 後	-11.3116	-8.3337	-9.3592	-8.9994
28分期 後	-11.3791	-8.4143	-9.5544	-9.0682
30分期 後	-11.4378	-8.4843	-9.4978	-9.1290
32分期 後	-11.4894	-8.5458	-8.6493	-9.1829
36分期 後	-11.5757	-8.6488	-9.7857	-9.2742
40分期 後	-11.6451	-8.7318	-9.1519	-9.3482

註 : 換率切上을 하지 않은 경우와 비교한 累積 輸出金額의 차이를 표시함.

〈表 A－19〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 輸出金額 調整
(變動率 分析)

(單位 : %)

	10% 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	+ 3.2642	+ 1.3929	+ 0.8279	+ 0.6244
1分期 後	+ 1.9014	+ 1.1445	+ 1.6874	+ 1.1686
2分期 後	-3.2381	-0.0750	+ 1.7274	+ 1.1697
3分期 後	-3.0706	-0.4054	+ 0.8868	+ 0.7275
4分期 後	-6.6597	-0.1853	-0.9844	+ 0.0152
5分期 後	-7.7975	-1.2463	-3.2040	-0.8694
6分期 後	-8.5455	-3.6603	-4.8589	-1.7998
7分期 後	-8.8655	-4.5518	-5.9875	-2.7079
8分期 後	-9.0459	-6.1618	-6.4376	-4.0816
9分期 後	-9.0154	-6.5643	-6.5558	-5.5242
10分期 後	-8.8952	-6.6087	-6.4870	-6.4806
11分期 後	-8.8217	-6.5216	-6.3226	-7.0864
12分期 後	-8.7526	-6.3922	-6.1283	-7.3505
14分期 後	-8.6357	-5.9880	-6.3110	-7.2566
16分期 後	-8.5606	-5.8038	-5.7451	-6.5819
18分期 後	-8.5179	-5.7376	-6.0903	-5.8605
20分期 後	-8.4922	-5.7031	-5.6545	-5.5049
22分期 後	-8.4754	-5.6874	-6.0456	-5.3858
24分期 後	-8.4648	-5.6777	-5.6241	-5.3797
26分期 後	-8.4589	-5.6710	-6.0279	-5.3959
28分期 後	-8.4560	-5.6671	-5.6126	-5.4085
30分期 後	-8.4547	-5.6656	-6.0235	-5.4173
32分期 後	-8.4541	-5.6652	-5.6105	-5.4231
36分期 後	-8.4537	-5.6652	-5.6102	-5.4301
40分期 後	-8.4537	-5.6653	-5.6102	-5.4331

註 : 換率切上을 시작(0分期)하기 이전과 비교한 美달러 표시 輸出金額의 차이를 표시함.

〈表 A－20〉 換率變動에 대한 期待效果를 감안한 累積 輸出金額 變動 (變動率 分析)

(單位 : %)

	10% 一時에 平價切上	5%씩 1年 間隔 切上	2.5%씩 4回 分散 切上	1.25%씩 8回 分散 切上
0分期 後	+ 3.2642	+ 1.3929	+ 0.8279	+ 0.6244
1分期 後	+ 2.5828	+ 1.2684	+ 1.2576	+ 0.8965
2分期 後	+ 0.6425	+ 0.8206	+ 1.4142	+ 0.9875
3分期 後	-0.2858	+ 0.5141	+ 1.2823	+ 0.9225
4分期 後	-1.5606	+ 0.3742	+ 0.8290	+ 0.7411
5分期 後	-2.6001	+ 0.1041	+ 0.1568	+ 0.4726
6分期 後	-3.4494	-0.4336	-0.5597	+ 0.1480
7分期 後	-4.1264	-0.9484	-1.2382	-0.2090
8分期 後	-4.6730	-1.5277	-1.8159	-0.6393
9分期 後	-5.1073	-2.0314	-2.2899	-1.1278
10分期 後	-5.4516	-2.4475	-2.6714	-1.0144
11分期 後	-5.7325	-2.7870	-2.9757	-2.0704
12分期 後	-5.9648	-3.0643	-3.2182	-2.4766
14分期 後	-6.3245	-3.4673	-3.5782	-3.1231
16分期 後	-6.5895	-3.7465	-3.8359	-3.5558
18分期 後	-6.7934	-3.9574	-4.0319	-3.8139
20分期 後	-6.9558	-4.1243	-4.1871	-3.9819
22分期 後	-7.0882	-4.2605	-4.3135	-4.1055
24分期 後	-7.1986	-4.3741	-4.4186	-4.2072
26分期 後	-7.2920	-4.4702	-4.5074	-4.2950
28分期 後	-7.3723	-4.5528	-4.5837	-4.3716
30分期 後	-7.4422	-4.6246	-4.6500	-4.4389
32分期 後	-7.5035	-4.6877	-4.7082	-4.4985
36分期 後	-7.6062	-4.7934	-4.8057	-4.5990
40分期 後	-7.6889	-4.8785	-4.8842	-4.6803

註 : 換率切上을 시작(0分期)하기 전과 비교한 美달러 표시 累積 輸出金額의 차이를 표시함.