〈研究報告書 94-01〉

# 資本去來 自由化에 따른 效率的인 通貨 및 資本流出入 管理

韓國租稅研究院

# 序　言

우리 經濟의 金融環境이 급변하고 있다. 가장 눈에 뜨이는 점은 資本去來의 自由化이다. 資本去來의 自由化는 지난해 UR금융서비스 협상의 타결, 1996년을 전후한 OECD가입의 추진 등 金融의 國際化, 世界化 및 開放化의 물결 속에서 필연적인 현실로 우리 앞에 다가오고 있다.

資本의 國家間 移動은 상품의 이동과는 달리 通貨, 金利, 換率, 企業 經營權 등 經濟의 기반이 되는 要因에 지대한 영향을 미치게 된다. 이 때문에 정부는 그 동안 資本의 移動을 우리 經濟의 실정에 맞추어 管理하여 왔다.

그러나 통신, 전자 기술의 발달로 金融革新이 일어나면서 세계 각 지역은 하나의 金融市場으로 연계되어 가고 있다. 國家間의 資本移動이 자유롭게 되고, 또 자유화된 資本去來에 의하여 선진국을 중심으로 各 國家는 經濟成長을 달성하고 있다. 자본거래의 規制보다는 自由化에 의하여 경제성장을 추구하는 것이 보다 바람직하게 된 것이다. 이에 따라 우리 정부도 「新경제 5個年計劃」을 수립하여 자본거래의 자유화를 단계적으로 추진하고 있다.

이제는 우리도 자본거래의 자유화를 통해서 경제가 성숙되도록 해야 할 것이다. 그러나 동시에 자본거래의 자유화로 우리 경제의 基盤이 훼손되어서도 안 될 것이다. 1992년에 국내주식시장을 개방한 이후 대규모의 주식투자자금이 유입되어 통화, 환율 등에 큰 영향을 미치고 있어 자본거래 자유화의 부작용이 우려되는 면이 없지 않다. 앞으로는 대규모의 '핫머니'가 유입됨으로써 金融市場을 교란시킬 가능성이 높다. 따라서 우리는 자본거래 자유화의 긍정적인 효과는 극대화하면서 동시에 부작용은 극소화해야 하는 중대한 課題를 안고 있다. 자본거래의 자유화와 더불어 금융정책의 自主性(autonomy)이 보장될 수 있는 방안이 모색되어야 하는 것이다.

本 報告書에서는 이와 같은 문제들을 인식하여 자본거래의 자유화가 추진됨에 따라 通貨 및 資本流出入 管理의 自主性을 유지할 수 있는 方案을 모색하고 있다. 第1部에서는 자본거래가 자유화되면서 자본수지의 黑字가 예상됨에 따라 국내 통화량을 효율적으로 管理할 수 있는 구체적인 政策方案이 제시되고 있다. 第2部에서는 「新경제 5個年計劃」의 단계별 자유화 일정에 따라 資本流出入의 규모를 전망하고 그 波及效果를 분석한 후 자본유출입을 효율적으로 管理할 수 있는 구체적인 政策方案이 제시되고 있다.

本 報告書는 우리 經濟의 당면 과제에 대한 해답을 金融政策運營의 전반적인 시각에서 구체적인 정책방안을 제시하고 있으며 이론적인 분석보다는 政策的 分析에 중점을 두고 있다. 이에 따라 本書는 정책수립에 있어서 좋은 참고자료로 활용될 수 있을 것으로 기대된다.

本 報告書는 本院의 崔長鳳 先任研究委員이 집필하였다. 著者의 勞苦에 감사드리며, 著者를 대신하여 本書가 出刊되기까지 귀중한 助言을 아끼지 않으신 本院의 여러분께 감사드린다. 또한 내용을 면밀히 검토하여 報告書의 내용을 보강하는 데 도움을 주신 本院의 李基榮 研究委員, 韓國金融研究院의 朴在夏 研究委員, 그 밖에 소중한 資料를 제공해 주신 財務部 關係者와 資料蒐集 및 原稿校正에 수고해 주신 本院의 朴世準 研究員에게도 감사드린다.

끝으로 本 報告書의 내용은 著者 個人의 의견을 반영한 것이며 本院의 공식적인 견해를 의미하는 것은 아니다.

1994年 2月

韓國租稅研究院

院長 朴 宗 淇

# 目　次

## 第 1 部　資本收支의 黑字에 따른 效率的인 通貨管理


Ⅰ. 序論 ····· 11

Ⅱ. 資本收支의 黑字 ····· 14
1. 特徵 ····· 14
2. 主要 原因 ····· 15
3. 展望 ····· 18
4. 通貨供給에의 影響 ····· 19

Ⅲ. 通貨의 波及效果 ····· 22
1. 通貨의 波及經路 ····· 22
2. 通貨의 波及效果 : 實證分析 ····· 24
가. 分析方法 ····· 25
나. 分析資料 ····· 27
다. 分析結果 ····· 29

Ⅳ. 效率的인 通貨管理 ····· 34
1. 金融의 自律化 ····· 34
2. 通貨管理方式의 改善 ····· 36
가. 通貨의 間接管理 ····· 36
나. 通貨政策의 中間目標 ····· 38
3. 通貨增發의 中和(sterilization) 方案 ····· 41
가. 中和의 基本原則 ····· 41
나. 通貨債의 運用 ····· 42

다. 中央銀行과 外國換銀行間의 스왑(swap) ····· 45
라. 財政政策과의 結合政策(policy mix) ····· 48

Ⅴ. 結論 ····· 50

第 2 部 「新경제 5個年計劃(93～97)」의 資本去來 自由化 計劃에 따른 資本流出入의 展望과 資本去來 自由化의 補完裝置

Ⅰ. 序論 ····· 54

Ⅱ. 資本流出入의 展望 ····· 55
1. 巨視經濟 展望 ····· 56
2. 國際收支 展望 ····· 58
가. 經常收支 ····· 58
나. 資本收支 ····· 59
다. 綜合收支 ····· 74

Ⅲ. 影響 및 對策 ····· 77
1. 影響 ····· 77
2. 對策 ····· 84
가. 基盤構築 ····· 84
나. 資本의 海外流出 擴大 ····· 86
다. 資本流入의 抑制 ····· 88
라. 效率的인 證券市場 開放 ····· 88
마. 金利 및 換率의 市場機能 強化 ····· 89

Ⅳ. 資本去來 自由化의 補完裝置 ····· 90
1. 基本方向 ····· 90

2. 급격한 資本移動 防止裝置 ····· 92
가. 可變預置義務制度(VDR) ····· 92
나. 利子平衡稅 ····· 99
3. 流入資本의 中和裝置 ····· 101
가. 中央銀行 스왑(swap)制度 ····· 101
나. 中央銀行의 保有外換에 의한 海外證券投資 펀드(fund) ····· 106

Ⅴ. 結論 ····· 108

要約 및 政策示唆點 ····· 110

參考文獻 ····· 115

# 表 目 次

〈表 1－ 1〉 資本收支의 黑字推移 및 關聯規定 ····· 16
〈表 1－ 2〉 通貨指標의 部門別 供給構成 ····· 21
〈表 1－ 3〉 使用資料의 基礎統計量 ····· 27
〈表 1－ 4〉 適正 時差의 決定을 위한 尤度比 檢定 結果 ····· 28
〈表 1－ 5〉 內生變數의 變化에 대한 外生的 衝擊의 相對的
重要性 ····· 32
〈表 1－ 6〉 通貨指標 增加率間의 相關關係 ····· 40
〈表 2－ 1〉 成長, 國際收支, 物價 展望 ····· 57
〈表 2－ 2〉 換率, 金利 展望 ····· 57
〈表 2－ 3〉 經常收支 展望 ····· 58
〈表 2－ 4〉 外國人의 株式所有 現況(1992년 말 현재) ····· 61
〈表 2－ 5〉 金融的 動機에 의한 去來의 自由化 計劃 ····· 64
〈表 2－ 6〉 海外證券投資의 規制現況 ····· 65
〈表 2－ 7〉 實物産業과 間接 連繫된 去來의 自由化 計劃 ····· 67
〈表 2－ 8〉 實物産業과 直接 連繫된 去來의 自由化 計劃 ····· 70
〈表 2－ 9〉 海外直接投資의 規制現況 ····· 73
〈表 2－10〉 國際收支 展望 ····· 76
〈表 2－11〉 通貨에 미치는 資本收支 黑字의 影響 ····· 78
〈表 2－12〉 巨視經濟에 미치는 資本收支 黑字의 影響 ····· 79
〈表 2－13〉 濠洲의 可變預置義務制度 措置內容 ····· 94
〈表 2－14〉 스왑과 通貨債의 比較 ····· 105
〈表 2－15〉 中和手段間의 費用 比較 ····· 107

# 圖 目 次

[圖 1-1] 金利(會社債收益率)에의 波及效果 ····· 30
[圖 1-2] 實質 國民總生産(GNP)에의 波及效果 ····· 30
[圖 1-3] 인플레이션(消費者物價上昇率)에의 波及效果 ····· 30
[圖 2-1] GNP 變化率 ····· 80
[圖 2-2] 消費變化率 ····· 80
[圖 2-3] 投資變化率 ····· 81
[圖 2-4] 物價變化率 ····· 81
[圖 2-5] 模型의 플로우 챠트(flow chart) ····· 83
[圖 2-6] 中央銀行 스왑去來의 例示 ····· 105
[圖 2-7] 中央銀行 參與 海外證券投資 펀드(fund)去來의 例示 ····· 106

# 第1部 資本收支의 黑字에 따른 效率的인 通貨管理[1)]

## Ⅰ. 序 論

1992년 이후 資本收支가 큰 폭의 黑字를 보여 經常收支의 赤字에도 불구하고 資本收支와 經常收支를 합한 綜合收支가 큰 폭의 黑字를 시현하고 있다. 1992년에는 資本收支 黑字가 약 83억 4천만달러에 이르러 약 45억 3천만달러의 經常收支 赤字에도 불구하고 綜合收支 黑字는 약 49억달러에 달하였다. 1993년에 들어서도 1~11월중에 資本收支 黑字가 약 60억 7천만달러에 이르고 經常收支는 약 1억 3천만달러의 赤字를 보여 綜合收支는 약 56억 3천만달러의 黑字를 나타냈다.

이와 같이 綜合收支가 큰 폭의 黑字를 보일 만큼 資本收支가 黑字를 이루고 있는 것은 무엇보다도 規制되어온 國內 資本市場이 점차 開放되고 있기 때문이다. 1985년 이전에도 資本收支는 黑字를 보였으나, 그 당시의 資本收支 黑字는 經常收支의 赤字를 보전하거나 海外로부터 시설재의 구입을 위한 것이었다. 1986~89년 동안에는 經常收支의 黑字를 조정하기 위하여 資本收支가 赤字를 나타냈으며

1) 本 第1部는 韓國金融學會 月例討論會(1993년 9월 10일, 장소: 한국은행)에서 朴在夏 博士(韓國金融研究院)와 共著로 발표된 論文을 재정리한 것이다. 本稿에 대하여 韓國金融學會 月例討論會에서 유익한 助言을 주신 吳星煥 교수(서울대), 洪起澤 교수(중앙대) 등 討論者 및 金融學會 會員께 감사드린다.

1990~91년에는 다시 주로 經常收支 赤字를 보전하기 위하여 資本收支가 黑字를 보였다.

資本市場이 開放되면서 資本收支가 黑字를 보이게 된 가장 주된 이유로는 첫째, 國內金利가 國際金利보다 높은 점 둘째, 원貨價値가 앞으로 上昇할 것으로 예상된 점과 그 밖에 外國投資家는 國內 株式市場에서의 企業價値가 低評價되고 있는 것으로 판단한 점을 들 수 있다. 이와 같은 資本收支 黑字의 원인은 적어도 資本市場이 완전히 開放되기 전까지는 계속될 것으로 보여 資本收支의 黑字도 앞으로 당분간 지속될 것이라는 예상이 일반적인 견해이다.

최근의 資本收支 黑字는 市場經濟의 원리에 의한 당연한 현상이긴 하지만 몇 가지 점에서는 우려할 만하다. 우선 實物經濟와 연관된 經常收支가 赤字基調를 완전히 벗어나지 못한 상황에서, 綜合收支가 큰 폭의 黑字를 보일 만큼 資本收支의 黑字가 증가함에 따라 원貨價値가 上昇壓力을 받게 되어 輸出品의 價格競爭力이 악화될 수 있다. 둘째로는 國內 資本市場 특히 株式市場이 開放되는 과정에서 株式 등 金融投資를 위한 海外資本이 대규모로 유입됨에 따라 企業의 經營權이 침해되고 기업 및 산업 정보가 유출될 우려가 있다. 마지막으로는 資本收支의 黑字로 인한 대규모의 海外資金이 원貨로 전환되어 國內 金融市場에 유입됨에 따라 通貨當局이 대규모로 通貨를 환수하지 않으면 國內 通貨量이 크게 확대될 우려가 있다. 1993년 1~11월 중의 資本收支 黑字는 약 60억 7천만달러로서 약 4조 9천억원(1993년 11월 말의 807.6원/달러 기준)에 이르러 같은 기간중 $M_2$通貨 增加額 12조 7천억원의 약 38.6%에 달하는 규모였다.

우리나라의 通貨管理政策은 기본적으로 $M_2$通貨에 대한 供給目標量을 설정하고 目標通貨量의 범위 내에서 政策的으로 필요한 부문에의 資金支援을 유도하는 방식으로 운영되어 왔다. 이와 같은 通貨管理政策은 큰 폭의 資本收支 黑字로 인하여 커다란 제약을 받게 될 가능성이 높아졌다. 큰 폭의 資本收支 黑字로 인하여 通貨當局은 $M_2$

의 供給目標量을 달성하는 데 많은 어려움이 있을 것이며 海外部門으로부터의 通貨供給이 크게 증대됨에 따라 資金의 선별적인 支援에 많은 제약이 따르게 될 것이다. 즉, 큰 폭의 資本收支 黑字가 예상됨에 따라, 國內經濟의 狀況에 의하여 通貨量을 관리할 수 있는 通貨管理의 自主性(autonomy)이 크게 우려되는 상황에 이르게 되었다.

本 第1部는 큰 폭의 資本收支 黑字로 인하여 훼손될 위험이 있는 通貨管理의 自主性 問題를 구체적으로 分析하고 효율적으로 통화를 관리할 수 있는 새로운 通貨管理의 政策方向을 摸索하고자 한다. 이를 위해 다음 第2節에서는 최근 우리 경제가 경험하고 있는 資本收支 黑字의 특징과 원인을 정리하고 質的인 관점에서 資本收支를 전망하며 이로부터 資本收支의 黑字가 通貨供給量에 미치는 영향이 매우 큼을 보이고자 한다. 第3節에서는 資本收支 黑字가 通貨量 및 主要 巨視經濟變數에 미치는 波及效果를 分析하고자 한다. 이로부터 資本收支 黑字로 인하여 通貨供給 및 資金循環의 과정이 변함에 따라 金利의 움직임이 달라지고 生産 및 物價 등도 다른 움직임을 보이는 현상을 설명하고자 한다. 이때 VAR(vector autoregressive regressions)의 計量分析方法을 이용하여 資本收支 黑字로 인한 通貨供給과 주요 巨視經濟變數間의 관계를 分析하고자 한다. 第4節에서는 앞에서 살펴본 바와 같이 資本收支 黑字로 인하여 通貨管理의 自主性이 크게 저해될 수 있음을 고려하여 새로운 通貨管理 與件에 적합하면서 通貨管理의 效率性을 최대한으로 유지할 수 있는 새로운 通貨管理의 政策方案을 제시하고자 한다. 그 내용은 金融의 自律化, 通貨管理方式의 改善 및 通貨增發의 中和(sterilization)이다. 마지막 第5節에서는 주요 내용을 要約하고 本橋에서 다루지 못한 課題를 제시하고자 한다.

# Ⅱ. 資本收支의 黑字

## 1. 特徵

1992년 이후 우리 경제가 경험하고 있는 資本收支 黑字의 특징은 첫째, 經常收支의 변동과 무관하게 資本收支가 변동하고 있는 점이며 둘째, 經常收支의 赤字에도 불구하고 綜合收支가 黑字를 보일 만큼 그 規模가 크다는 것이다[2]. 이와 같은 특징은 資本收支와 관련된 規制의 변화와 밀접하게 관련되어 있는 것으로 보인다.

資本收支를 결정하는 資本去來는 많은 規制를 받아 왔다. 資本去來는 經常去來와는 달리 國家間 生産要素의 去來이므로 國家經濟의 基盤에 영향을 미치며 資本去來로 인한 資金移動은 급격하고 불안정한 성격을 지니므로 規制되고 있는 것이다. 〈表 1-1〉에서 보는 바와 같이 借款, 外國人 直接投資 등의 長期資本 導入去來는 外資導入法에 의하여 規制되고 있으며 그 밖의 資本去來는 外國換管理規程에 의하여 規制되고 있다.

資本去來의 규제형태는 ( i )허가대상거래, ( ii )신고대상거래, ( iii ) 허가·신고 면제거래로 구분될 수 있다. 1993년 7월 현재, 상업차관, 일부 외국인 직접투자, 5백만달러 이상의 해외직접투자, 非居住者의 원화증권 발행 등은 허가대상거래이다. 개발기관 차입, 외화증권 발행, 5백만달러 이하의 해외직접투자, 일부 외국인 직접투자 등은 신고거래대상이다. 그리고 일부 제한 아래서의 외국인 국내 주식투자, 기관투자가의 해외 증권투자 등은 허가·신고 면제거래이다.

한편 資本收支의 項目은 ( i )借款, 直接投資, 外國人 投資企業(外投企業)의 借入 등 實物産業部門과 직접 연계된 項目, ( ii )長·短期

2) 經常收支가 黑字를 보이게 되는 경우에는 綜合收支는 더욱 擴大될 것이다.

貿易信用, 長·短期 開發機關 借入, 賃借輸入, 輸出先受金, 長·短期 延拂輸出, 長·短期 輸入着手金 등 實物産業部門과 간접 연계된 項目 그리고 (iii)株式投資, 民間外貨預金 등 金融的 動機에 의한 項目으로 구분될 수 있다. 實物産業部門과 직·간접적으로 연계된 項目은 대체로 신고 및 허가 대상의 去來로 분류되고 金融的 動機에 의한 項目은 일정한 제한 아래서의 허가·신고 면제의 去來로 분류되어 관리되고 있는 실정이다. 實物産業과 직·간접적으로 연계된 項目은 자연히 經常收支와도 연계되나 金融的 動機에 의한 項目은 비교적 經常收支와 무관하게 변동하게 된다.

資本去來의 自由化를 요구하는 外部壓力 등에 의해 資本去來에 대한 規制가 緩和되면서 資本收支의 모습도 크게 바뀌고 있다. 1991년 이전의 資本收支는 實物産業部門과 연계되어 國際收支의 적정 규모 유지, 實物投資의 증대, 物價의 안정 등에 부합되도록 관리되었으나, 〈表 1-1〉에서 보는 바와 같이 1992년 이후에는 資本收支가 實物産業部門과 간접적으로 연계된 項目과 특히 金融的 動機에 의한 項目에 의하여 크게 영향을 받으면서 점차 經常收支와는 무관한 모습을 보이고 있다[3]. 또한 綜合收支가 큰 폭의 黑字를 보일 만큼 資本收支 黑字의 규모가 크게 늘어나고 있다.

## 2. 主要 原因

綜合收支가 큰 폭의 黑字를 보일 만큼 資本收支 黑字가 늘어나게 된 원인은 첫째로 資本去來에 관한 規制가 전반적으로 緩和되었기

3) 예컨대, 經常收支의 赤字에도 불구하고 金融的 動機에 의한 項目 中 대표적인 항목인 외국인 주식투자에 의한 純資本流入의 규모는 1992년에 약 23억 9천만 달러, 1993년 1~11월중에 약 55억 4천만달러로서 綜合收支 黑字의 절대적인 원인이 되고 있다.

〈表 1－1〉 資本收支의 黑字推移 및 關聯規定

(單位: 億달러)

| | 1991 | 1992 | 1993 1~11[1] | 關 聯 規 定[2] |
|---|---|---|---|---|
| 經常收支 | -87.3 | -45.3 | -1.3 | |
| 長期資本收支 | 41.9 | 72.3 | 79.3 | |
| 公共借款 | -6.2 | -6.2 | -5.8 | 外資導入法 第25條 |
| 商業借款 | -5.6 | -5.4 | -8.8 | 外資導入法 第19條 |
| 外國人 直接 投資 | 11.2 | -5.5 | 4.7 | 外資導入法 第7條 |
| 外國人 證券 投資 | 31.6 | 57.6 | 82.9 | 規程 第10-66條, 第10-69條, |
| (外國人 株式 投資)[3] | ( 0.0) | (23.9) | (55.4) | 第10-78條 |
| (企業의 外資 調達) | (13.2) | (17.4) | (20.3) | |
| (開發機關 債券) | (18.3) | (16.3) | ( 7.2) | |
| 長期貿易信用 | 7.2 | 2.2 | -2.8 | 規程 第7-28條 |
| 開發機關 뱅크론 | 9.1 | 0.8 | -0.8 | 規程 第2-56條, 第10-76條 |
| 外投企業의 借入 | 0.0 | 0.0 | 3.4 | 規程 第10-40條 |
| 賃借輸入 | 8.4 | 11.0 | 9.6 | 規程 第10-103條 |
| 海外投資(-) | 14.0 | 10.7 | 7.7 | 規程 第10-51條, 第12-7條 |
| 中·長期延拂輸出(-) | -8.4 | -17.5 | -7.3 | 規程 第7-8條, 第7-9條 |
| 其他 | -8.2 | 11.0 | -2.7 | |
| 短期資本收支 | 0.4 | 11.1 | -18.6 | |
| 貿易信用[4] | 2.8 | 8.9 | -0.5 | 規程 第7-24條,第7-26條,第10-39條 |
| 輸出先受金 | -0.6 | 1.6 | 6.3 | 規程 第7-34條 |
| 民間 海外 預置金(-) | 0.7 | 8.6 | 0.4 | 規程 第10-15條, 第10-85條 |
| 其他 | -1.1 | 9.2 | -24.0 | |
| 誤差및漏落 | 7.6 | 10.8 | -3.1 | |
| 綜合收支 | -37.4 | 49.0 | 56.3 | |

註: 1) 잠정치임.

2) 規程은 外國換管理規程임.

3) 國際受益證券 포함.

4) 原油 短期借入 및 L/G(letter of guarantee)貿易信用 포함.

資料: 한국은행, 『국제수지』, 1993. 12.

———, 『조사통계월보』, 1993. 12.

재무부 자료.

때문이다. 實物産業部門과 직·간접적으로 연계된 項目으로서 規制가 緩和된 몇 가지 예를 들면 (ⅰ)1992년 11월 말에 外國人 直接投資의 대상이 확대되었고, (ⅱ)1993년 4월에는 기업의 海外 證券發行에 의한 外資調達에 있어서 發行資格 및 동일계열군 내 發行企業數 등의 規制가 緩和되었다. (ⅲ)1993년 1월에는 「韓·美間 營業環境改善을 위한 협의」(PEI : Presidents' Economic Initiative)에서의 합의에 따라 外國人 投資企業에 대하여 일정 범위 내에서 運營資金의 海外借入이 허용되었고, (ⅳ)1993년 2월에 한·미 통상문제의 해결 및 국적선의 船腹量 確保를 위해 항공기 및 선박 등에 대하여 소유권 이전 조건으로 일정 규모 내의 리스에 의한 賃借輸入이 허용되었다. (ⅴ)關稅率 引下豫示計劃(1989~94년)에 따라 關稅率이 引下되면서 關稅率에 연계되어 있는 延支給 輸入對象의 品目이 확대되었고, (ⅵ) 1993년 9월에 輸出先受金의 領受限度가 확대되었다. 한편, (ⅶ)1992년 9월에 外國換管理規程이 제정되면서 海外直接投資의 절차 및 투자요건이 緩和되었다.

다음으로 金融的 動機에 의한 資本去來 項目에 있어서 規制가 緩和된 대표적인 예는 1992년 1월에 처음으로 허용된 外國人의 株式投資이다. 그 밖의 예로서는 1991년 9월에 CB 등 해외발행증권의 권리행사에 의해 취득된 株式의 매각 대금으로 국내 상장주식에의 재투자가 허용된 것이 있다[4].

資本收支가 黑字를 보이게 된 두번째 원인은 國內金利가 國際金利보다 높은 점과 經濟成長能力이 기조적으로 높게 평가되어 원貨價値가 上昇할 것으로 예상된 점이다. 國內外間에 金利差異가 존재하고 원貨價値의 上昇이 豫想되면 동일한 規制下에서도 資本收支는 黑字를 보이게 된다.

資本收支가 黑字를 보이게 된 세번째 原因은 미국, 일본, 유럽 등

4) 자세한 內容은 第2部 第2節 國際收支 展望을 참조.

의 선진국에서는 경기침체로 인하여 주식시장 역시 침체된 반면 국내 주식시장에서의 企業價値는 低評價되고 있는 것으로 外國人 投資家들이 판단한 점이다. 우량기업에 대한 현재의 株式價値가 낮은 것으로 판단되기 때문에 국내 주식시장이 開放됨에 따라 資本收支가 黑字를 보이게 된 것이다.

### 3. 展望

1990년대에도 國內·外間의 金利差는 여전히 존재할 것으로 보인다. 그것은 1990년대의 국내 경제는 「新경제 5個年計劃(93~97)」에 의하면 GNP성장률이 약 7.0%에 달할 것으로 전망되고 있어 물가상승률을 고려할 때 최소한 名目金利는 7.0% 이상이 될 것으로 보이는 반면, WEFA 등 세계적인 경제전망 기관은 3년 만기 美國 國公債 金利가 6%대에 머물 것으로 전망하고 있기 때문이다. 또한 國內 金融市場이 先進國의 金融市場 水準으로 開放이 완료되면 國內·外 金利差는 소멸할 것이나, 1990년대 동안에는 國內 金融市場의 開放이 점진적으로 지속될 것이기 때문이다.

원貨價値도 「新경제 5個年計劃」에 의하면 1990년대에는 완만하지만 上昇趨勢를 보일 전망이다. 이는 약 7.0%의 經濟成長率과 貿易收支의 黑字가 꾸준히 增加할 것으로 전망되고 있듯이 1990년대의 國內經濟는 건실한 모습을 보일 것으로 전망되고 있기 때문이다.

한편 資本去來를 제약하고 있는 規制들이 1990년대에 지속적으로 緩和될 것으로 보인다. 政府는 「新경제 5個年計劃」 기간인 1993~97년을 제1단계인 1993년, 제2단계인 1994~95년, 제3단계인 1996~97년의 세 단계로 나누어 規制를 緩和할 계획으로 있다.

특히 金融的 動機에 의한 資本去來 項目에 대하여 계획되고 있는 規制緩和의 내용을 살펴보면, 제1단계인 1993년에는 50% 이상 外國

人 直接投資企業에 대한 外國人의 株式投資限度가 폐지된다. 제2단계인 1994~95년에는 (ⅰ)국내거주 외국인은 株式投資時에 내국인으로 대우되고, (ⅱ)外國人의 株式投資限度가 단계적으로 확대되며, (ⅲ)金利水準이 國際金利와 유사한 國公債에 대하여 外國人의 발행시장 인수가 허용된다. 또한 (ⅳ)中小企業이 발행하는 轉換社債에 대하여 외국인의 투자가 허용되고, (ⅴ)국내 상장채권에 대하여 外國人의 투자가 허용되며, (ⅵ)國際機構의 원貨債券의 발행이 허용된다. 한편 (ⅶ)기관투자가의 海外證券投資가 自由化되고, 일반투자가의 海外證券投資도 확대된다. 제3단계인 1996~97년에는 外國人의 株式投資限度가 더욱 확대되며 中小企業이 발행하는 無保證 長期債券에 대하여 外國人의 투자가 허용된다.

지금까지 살펴본 바와 같이 앞으로도 國內·外 金利差가 존재하고, 원貨價値는 上昇할 것으로 예상되고 있으며, 資本去來를 제약하는 規制가 계속 緩和될 계획으로 있어 資本收支의 黑字는 지속될 것으로 展望된다. 특히, 經常收支와 비교적 무관하게 거래되는 金融的 動機에 의하여 去來가 발생하는 資本收支 項目도 점진적으로 自由化될 계획이어서 資本收支가 黑字를 보일 뿐만 아니라 經常收支의 黑字와 더불어 綜合收支가 큰 폭의 黑字를 나타낼 것으로 전망된다.

한편 金融的 動機에 의하여 발생하는 去來의 自由化가 지속됨에 따라 短期性 資金의 流出入이 예상되고 資本收支의 變動이 매우 불규칙적일 가능성이 높다. 이는 金融的 動機에 의하여 발생하는 去來는 金利 및 換率의 움직임에 매우 민감하게 반응하는 특성을 지니고 있기 때문이다.

## 4. 通貨供給에의 影響

資本收支는 民間 및 政府, 즉 國內 非金融部門이 非居住者와 (對

外)去來한 純資本移動을 의미한다. 資本收支가 黑字를 보이면 國內非金融部門으로 海外部門에서 海外資本이 유입된 것을 의미하므로 對外去來의 창구인 外國換銀行의 資産이 增加하거나 負債가 減少하게 된다. 外國換銀行은 資産이 增加하면(또는 負債가 減少하면) 國內 金融市場에 資金을 공급할 여력을 갖게 되어 國內 流動性이 增加하게 된다.

한편 $M_2$의 공급창구인 通貨金融機關은 外國換銀行에 포함되어 있으므로 資本收支가 黑字를 보이면 海外部門에서의 $M_2$가 增加하게 된다. 또한 外換集中制度 등에 의하여 外國換銀行으로 유입된 海外資本이 中央銀行으로 集中되면 資本收支의 黑字로 인하여 本源通貨가 增加하게 된다.

앞에서 살펴본 바와 같이 1992년 이후 經常收支 赤字를 크게 초과할 만큼 資本收支가 黑字를 보여 經常收支와 資本收支를 합한 綜合收支도 큰 폭의 黑字를 나타냄에 따라 流動性, $M_2$ 및 本源通貨는 海外部門에서 공급이 크게 增加하게 될 압력을 받게 되었다. 예를 들면 〈表 1-1〉에서 보는 바와 같이 1992년과 1993년 1~11월중에 增加한 綜合收支 黑字가 모두 通貨金融機關의 창구를 통하여 海外部門에서의 $M_2$供給 增加로 반영되었다면 그 규모는 각각 약 3조 9천억원(1992년 말의 788.4원/달러 기준), 4조 5천억원(1993년 11월 말의 807.6원/달러 기준)으로서 각각 같은 기간중의 $M_2$공급증가액 12조 5천억원, 12조 7천억원의 30.9%, 38.6%에 달할 만큼 매우 크다. 실제로 〈表 1-2〉에서 보는 바와 같이 1992년과 1993년 1~11월중에 海外部門에 의한 $M_2$공급액은 약 4조 1천억원, 5조원으로서 전체 $M_2$공급액의 각각 32.5%, 39.6%에 이르렀다.

資本收支의 黑字로 인하여 海外部門에 의한 $M_2$공급이 1993년 11월 말 현재 전체 $M_2$의 15.8%(잔액기준)에 이르게 되었을 뿐만 아니라(〈表 1-2〉 참조)[5] 이와 같은 현상은 앞으로도 지속될 전망이다. 더욱이 앞으로 金融的 動機에 의해 발생하는 資本去來가 자유화됨에

〈表 1－2〉 通貨指標의 部門別 供給構成[1]

(單位: 10億원, %)

| | RB(本源通貨) | | | | | $M_2$ | | | | | $M_3$ | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 예금은행 | | 해외부문 | | | 민간부문대출 | | 해외부문 | | | 민간부문대출 | | 해외부문 | |
| | | | 구성비 | | 구성비 | | | 구성비 | | 구성비 | | | 구성비 | | 구성비 |
| 92. 7 | 15,151.1 | 13,970.3 | 92.2 | 12,014.3 | 79.3 | 87,312.2 | 94,348.7 | 108.1 | 9,652.7 | 11.1 | 268,585.8 | 209,141.5 | 77.9 | 4,048.2 | 1.5 |
| 8 | 15,043.5 | 16,855.6 | 112.0 | 12,413.7 | 82.5 | 87,290.2 | 95,559.4 | 109.5 | 9,535.5 | 10.9 | 271,644.3 | 211,594.2 | 77.9 | 3,815.8 | 1.4 |
| 9 | 16,115.2 | 17,044.3 | 105.8 | 11,927.8 | 74.0 | 89,345.8 | 97,058.7 | 108.6 | 10,363.9 | 11.6 | 277,595.8 | 215,197.6 | 77.5 | 4,434.1 | 1.6 |
| 10 | 15,436.4 | 17,043.1 | 110.4 | 12,488.7 | 80.9 | 91,971.3 | 97,751.9 | 106.3 | 11,125.2 | 12.1 | 282,884.9 | 218,911.8 | 77.4 | 5,324.4 | 1.9 |
| 11 | 15,089.2 | 16,619.3 | 110.1 | 13,483.0 | 89.4 | 92,856.7 | 98,062.7 | 105.6 | 11,639.7 | 12.5 | 288,104.7 | 222,340.0 | 77.2 | 5,643.6 | 2.0 |
| 12 | 18,107.3 | 16,405.6 | 90.6 | 13,529.7 | 74.7 | 96,258.6 | 97,352.7 | 101.1 | 12,142.0 | 12.6 | 294,843.7 | 223,218.1 | 75.7 | 6,006.8 | 2.0 |
| 92.1-12[2] | 1,785.6 | 3,446.3 | 193.0 | 3,094.9 | 173.3 | 12,512.7 | 12,067.0 | 96.4 | 4,066.2 | 32.5 | 50,887.8 | 37,908.6 | 74.5 | 2,264.3 | 4.4 |
| 93. 1 | 17,264.1 | 16,592.5 | 96.1 | 14,073.7 | 81.5 | 96,590.9 | 98,560.4 | 102.0 | 12,060.6 | 12.5 | 299,697.9 | 227,593.3 | 75.9 | 5,886.0 | 2.0 |
| 2 | 17,245.5 | 15,643.6 | 90.7 | 14,197.2 | 82.3 | 97,999.5 | 98,777.1 | 100.8 | 12,397.3 | 12.7 | 305,281.7 | 230,013.1 | 75.3 | 6,195.8 | 2.0 |
| 3 | 17,509.3 | 14,872.5 | 84.9 | 14,601.5 | 83.4 | 97,500.2 | 99,035.3 | 101.6 | 13,024.9 | 13.4 | 307,308.6 | 231,902.0 | 75.5 | 6,589.4 | 2.1 |
| 4 | 17,787.6 | 15,082.7 | 84.8 | 14,888.7 | 83.7 | 99,312.9 | 100,692.3 | 101.4 | 13,779.9 | 13.9 | 311,895.3 | 236,756.3 | 75.9 | 7,204.1 | 2.3 |
| 5 | 17,702.6 | 15,185.6 | 85.8 | 14,713.3 | 83.1 | 99,612.8 | 124,141.1 | 124.6 | 14,069.7 | 14.1 | 314,422.1 | 239,573.6 | 76.2 | 7,040.0 | 2.2 |
| 6 | 18,127.4 | 15,354.8 | 84.7 | 15,212.2 | 83.9 | 100,760.5 | 125,611.8 | 124.7 | 14,766.8 | 14.7 | 319,984.3 | 243,059.9 | 76.0 | 7,869.5 | 2.5 |
| 7 | 18,691.4 | 15,634.4 | 83.6 | 15,131.0 | 81.0 | 102,285.8 | 128,684.8 | 125.8 | 14,736.8 | 14.4 | 325,426.0 | 248,361.2 | 76.3 | 7,709.7 | 2.4 |
| 8 | 18,819.6 | 15,306.3 | 81.3 | 15,149.5 | 80.5 | 105,184.3 | 129,992.6 | 123.6 | 14,601.4 | 13.9 | 330,646.1 | 251,972.7 | 76.2 | 7,386.9 | 2.2 |
| 9 | 22,424.1 | 16,036.5 | 71.5 | 15,770.3 | 70.3 | 111,387.6 | 133,256.6 | 119.6 | 15,748.9 | 14.1 | 338,282.8 | 257,933.7 | 76.2 | 8,373.0 | 2.5 |
| 10 | 20,372.6 | 16,174.8 | 79.4 | 16,157.9 | 79.3 | 108,949.0 | 131,790.8 | 121.0 | 16,415.9 | 15.1 | 339,024.2 | 260,289.7 | 76.8 | 9,113.8 | 2.7 |
| 11 | 20,105.8 | 16,644.1 | 82.8 | 17,392.6 | 86.5 | 108,948.4 | 132,830.7 | 121.9 | 17,165.8 | 15.8 | 344,360.0 | 263,400.1 | 76.5 | 9,041.9 | 2.6 |
| 93.1-11[2] | 1,998.5 | 238.5 | 11.9 | 3,862.9 | 193.3 | 12,689.8 | 35,478.0 | 279.6 | 5,023.8 | 39.6 | 49,516.3 | 40,182.0 | 81.1 | 3,035.1 | 6.1 |

註: 1) 末殘基準임. 2) 增加額 基準임.

資料: 한국은행, 『通貨金融』, 각호.

따라 資本收支의 움직임은 매우 불안정하게 될 전망이다. 이에 따라 $M_2$공급량에 대한 목표치를 설정하고 그 목표치를 달성하는 데에 중점을 둔 通貨管理는 큰 어려움에 직면할 것으로 판단된다. 즉 資本去來가 자유화되면서 資本收支의 黑字와 不安定性이 전망됨에 따라 國內 經濟與件에 따른 自主的인 通貨管理는 더이상 期待하기 힘들게 되었다.

# Ⅲ. 通貨의 波及效果

## 1. 通貨의 波及經路

通貨當局은 $M_2$通貨에 대한 年間 또는 分期間 目標增加率을 설정하여 通貨를 관리하고 있으며 또한 通貨金融機關의 창구에서 가장 필요한 곳에 資金이 공급되도록 通貨를 관리하고 있다[6]. 이와 같은 통화관리방식에 의하여 通貨當局은 經濟成長을 촉진하고 인플레이션을 억제하며 資金의 효율적 배분을 추구하는 것이다.

앞에서 資本收支 黑字로 인하여 海外部門으로부터 $M_2$공급의 增大壓力이 매우 높은 사실이 설명되었다. 目標通貨量이 유지되기 위해서는 海外部門으로부터의 $M_2$공급이 증가하면 非海外部門으로부터의 $M_2$공급이 감소해야 한다. 즉, 資本收支 黑字로 인하여 海外部門으로부터 $M_2$공급이 증가함에 따라 海外部門에 의한 $M_2$공급과 非海外部門에 의한 $M_2$공급의 비율이 변하게 된다.

---

5) 本源通貨에 있어서도 1993년 11월 말 현재 海外部門에 의한 本源通貨의 공급이 전체 本源通貨 供給의 86.5%(잔액기준)에 이르고 있다.

6) 우리나라의 통화관리방식을 고려하여 본 보고서는 本源通貨의 파급경로를 분석하지 않았다.

通貨當局은 일관되게 $M_2$의 目標通貨量을 달성하는 방식으로 $M_2$를 직접 관리함에 따라 資本收支 黑字로 인하여 通貨供給의 구성이 변하게 되었다. 그리고 海外部門에 의한 $M_2$공급의 비율이 증가함에 따라 通貨의 波及經路도 변하게 되었다.

$M_2$공급의 구성은 海外部門에 의한 공급, 民間·政府部門에 의한 공급 및 通貨債 發行 등의 其他部門에 의한 공급으로 구분될 수 있다. $M_2$공급이 決定되는 과정을 보면 대체로 海外部門에 의한 공급량이 결정되면 通貨債 發行 등의 其他部門에 의하여 필요한 만큼 調整이 된 후에 마지막으로 民間·政府部門에 의한 공급량이 결정된다. 다시 말하면 $M_2$의 目標量이 달성되면서 民間部門에 의한 資金의 효율적 배분이 추구되기 위해서, 海外部門으로부터 $M_2$공급이 증가하면 먼저 其他部門에 의하여 통화가 환수된 후에 마지막으로 民間·政府部門으로부터의 공급량이 적정 수준에서 결정된다. 이와 같이 $M_2$ 공급량이 결정됨에 따라 海外部門에 의한 $M_2$공급량과 民間·政府部門에 의한 $M_2$공급량이 經濟 內에 파급되는 經路에 差異가 있게 된다.

구체적으로 民間·政府部門에 의한 $M_2$공급이 波及되는 經路는 다음과 같다. 通貨金融機關의 창구를 통하여 民間部門에 공급되는 대출자금은 많은 부문이 産業政策 또는 所得補助의 정책목적을 지니고 있다. 먼저 産業政策의 목적을 지니고 民間部門에 공급되는 대출자금으로서는 (ⅰ)수출업자에게 공급되는 무역금융자금, 수출산업설비금융자금, 대일수출지원자금 등과, (ⅱ)중소기업을 우대하여 공급되는 상업어음할인자금, 각종 중소기업관련자금 등이 있으며, 所得補助의 목적을 지니고 民間部門에 공급되는 대출자금으로서는 (ⅰ) 농·수·축협의 지원을 위한 농·수·축산업 관련자금, (ⅱ)무주택자의 지원을 위한 주택자금 등이 있다. 이와 같은 특별한 정책목적 아래서 예금은행이 民間部門에 공급하는 대출자금은 1992년 말 현재 예금은행 총대출자금의 49.6%에 이르고 있다[7]. 한편 政府部門에

의한 資金은 대부분이 社會間接資本投資, 中小企業支援, 施設投資 및 所得補助를 위하여 공급된다.

지금까지 설명된 바와 같이 民間部門 및 政府部門에 의하여 通貨金融機關의 창구를 통하여 공급되는 $M_2$는 상당 부분이 長·短期的으로 통화당국에 의해 國家經濟發展을 위해 필요한 것으로 판단된 分野에 支援되는 특성이 있다. 또한 民間·政府部門에 의한 $M_2$는 中央銀行으로부터 低金利에 의한 資金補助와 財政에 의한 資金의 특성을 지니므로 상대적으로 낮은 金利로 공급된다. 반면에 海外部門에 의한 $M_2$는 資金의 용도에 있어서 특별한 制約이 없으므로 資金의 收益性이 높으면 서비스 산업 등의 非生産的인 部門, 國家經濟發展의 측면에서 바람직하지 않는 것으로 판단된 部門, 金融投資를 위한 部門 등에도 공급된다. 즉 通貨金融機關을 통하여 공급되는 $M_2$중에서 民間·政府部門에 의한 $M_2$공급은 상대적으로 金利, 供給目的 등에 있어서 海外部門에 의한 $M_2$공급과 差異가 있다.

## 2. 通貨의 波及效果 : 實證分析

앞에서 海外部門에 의한 $M_2$공급과 民間·政府部門에 의한 $M_2$공급의 波及經路에 있어서 差異點을 설명하였다. 海外部門에 의한 $M_2$공급과 民間·政府部門에 의한 $M_2$공급은 波及經路에 있어서 差異가 있기 때문에 經濟成長, 인플레이션, 金利 등에 미치는 波及效果도 차이가 있을 것으로 판단된다. 즉, (ⅰ)民間·政府部門에 의하여 공급되는 $M_2$는 海外部門에 의하여 공급되는 $M_2$에 비해 적어도 短期的으로 經濟成長과 正의 관계를 가질 것이다. (ⅱ)海外部門에 의한 $M_2$공급의 비율이 높아지면 $M_2$는 상대적으로 서비스 산업 등의 非生産的 部

7) 李基榮(1993) 참조.

門에 공급되므로 物價를 자극할 것이다. (iii)또한 海外部門으로부터의 $M_2$공급 '비율'이 증가하면 상대적으로 低金利로 공급되었던 民間·政府部門에의 資金供給이 줄어들게 되어 金利가 상승할 것이다[8]. $M_2$공급의 구성을 民間·政府部門, 海外部門 및 其他部門으로 나누어 각 구성요소가 經濟에 미치는 波及效果를 실증분석하여 비교하면 다음과 같다.

### 가. 分析方法

通貨供給이 거시경제에 미치는 파급효과에 관한 견해는 경제이론에 따라 다르다. 케인즈案에 의하면 通貨供給은 金利의 변화를 통하여 消費, 投資 등의 실물변수에 영향을 준다. 고전학파에 의하면 通貨供給은 실물변수에 영향을 주지 못하고 화폐수량설에 따라 단지 物價만을 상승시킨다. 통화론자에 의하면 通貨供給은 실질구매력을 변동시켜 직접적으로 실물경제에 영향을 미친다. 합리적 예측론자에 의하면 예상되지 않은 通貨量의 증가만이 실물경제에 영향을 미친다. 이와 같이 통화량의 변화가 실물경제에 파급되는 經路와 效果에 관해서는 학파에 따라 견해가 相異하다. 특히 통화량의 부문별 공급이 GNP, 物價, 金利 등의 거시경제변수에 미치는 파급효과에 관해서는 정립된 理論이 없다.

---

8) 국내외 금리차이에 의하여 해외에서 낮은 금리로 조달된 資金이 오히려 국내 금리수준을 낮출 수 있다는 주장이 있을 수 있다. 그러나 국내 금리수준은 국내 금융시장에서 결정된다. 일정한 통화량에서는 해외부문의 통화공급이 증가하면 국내부문의 통화공급이 줄어들게 된다. 이때 국내부문의 자금수요는 비교적 경직적이므로 줄어든 국내부문의 자금공급으로 인하여 국내부문 자금의 金利는 이전에 비해 상승하게 될 것이다. 또한 해외로부터의 유입자금이 모두 낮은 금리의 자금은 아니며 낮은 금리로 조달된 외화자금이 반드시 낮은 금리의 원화자금을 의미하지는 않는다. 註 48) 참조. 즉, 낮은 금리의 해외자금 증가에 의하여 금리수준이 하락하는 효과는 낮은 금리의 국내자금 감소에 의하여 금리수준이 상승하는 효과보다 작을 것이다.

이에 따라 본 논문에서 제기하는 문제의 分析을 위해서는 특정 경제이론에 기초를 두지 않고 경험적 자료만을 이용하는 분석방법이 적절할 것이다. 이른바 VAR(vector autoregressive regressions)방법이 이와 같은 연구의 대표적인 方法이다.

VAR의 方法은 내생변수와 외생변수 및 방정식의 형태 등에 관한 임의적인 제약을 가하지 않고 統計資料만을 사용하여 變數들간의 정태적 및 동태적 관계를 설명하기 때문에 자의성이 비교적 적게 개입된다. 한편, 최근에 기존의 VAR모형이 가지고 있던 모형식별을 위한 변수간의 순서문제를 해결하기 위하여 長期理論에 근거하여 구조모형을 식별하는 구조적(structural) VAR방법이 많이 사용되고 있다[9]. 그러나 本稿의 실증분석에 있어서는 오히려 短期에 제약을 가하는 전통적인 VAR방법이 보다 적절한 것으로 판단되어 전통적인 VAR방법이 사용되었다.

본 논문은 부문별 $M_2$공급이 거시경제변수에 미치는 波及效果를 파악하기 위해 海外部門 $M_2$, 其他部門 $M_2$, 國內信用 $M_2$, 會社債收益率, 實質GNP, 消費者物價上昇率의 6변수 VAR모형을 추정하였다. 변수의 順序에 있어서는 외생성이 높은 변수부터 낮은 순서로 배치하여야 하므로 우선 $M_2$가 통화당국의 정책변수이기 때문에 가장 외생성이 높을 것으로 판단하여 $M_2$를 앞에 두었으며, 이후 회사채수익률, 실질GNP, 소비자물가상승률의 순서로 두고 추정하였다. 회사채수익률을 $M_2$ 다음에 둔 것은 $M_2$공급의 변동이 실물시장보다는 금융시장에 보다 빨리 波及效果를 미쳐 金利에 영향을 줄 것으로 판단하였기 때문이다. 또한, $M_2$의 부문별 공급항목 중에서는 經常收支, 海外資本流入 등에 의해 영향을 받는 海外部門 $M_2$供給의 외생성이 가장 높고, 目標$M_2$供給額이 정해진 상황에서 通貨當局이 海外部門으로부터의 通貨를 주로 其他部門으로 中和하는 점을 고려하여 其他部門 $M_2$

9) 이와 같은 범주의 硏究로는 Park and Ahmed(1993)를 참조.

供給의 외생성이 다음으로 높을 것이며, 國內信用 $M_2$供給의 외생성은 상대적으로 낮을 것으로 보았다.

### 나. 分析資料

本稿의 實證分析에는 비교적 일관성 있는 統計의 이용이 가능한 1975년 1/4분기부터 1993년 2/4분기까지의 分期別 時系列資料를 이용하였다. 사용자료는 총통화($M_2$)와 $M_2$의 부문별 공급액, 즉 海外部門 $M_2$(MF), 其他部門 $M_2$(MO), 國內信用 $M_2$(MD), 會社債收益率(R), 實質 國民總生産(Y), 消費者物價上昇率(INF) 등이다.

X-11 ARIMA 方式에 의해 계절성이 있는 것으로 검정된 경우에는 계절변동조정을 거친 資料가 사용되었다. 使用資料의 기초통계량은 〈表 1-3〉과 같다. 특히 $M_2$와 부문별 $M_2$의 공급추이를 살펴보면

〈表 1-3〉 使用資料의 基礎統計量

| 변 수 | 평 균 | 표준편차 | 최 고 치 | 최 저 치 |
|---|---|---|---|---|
| 총통화($M_2$) (10億원) | 33,224.25 | 27,309.22 | 102,287.60 | 3,341.06 |
| 국내신용 | 45,877.83 | 38,063.60 | 137,419.70 | 4,175.38 |
| 해외부문 | 776.80 | 6,043.97 | 14,023.06 | -7,983.27 |
| 기타부문 | -13,430.83 | 15,319.84 | -686.64 | -49,155.16 |
| 실질 국민총생산(GNP) (10億원) | 21,341.61 | 9,023.74 | 38,571.50 | 10,049.87 |
| 소비자물가상승률 (%) | 9.68 | 7.57 | 31.80 | 0.92 |
| 회사채수익률 (%) | 18.03 | 5.07 | 31.90 | 11.72 |

註: 표본기간은 1975. 1/4 ~ 1993. 2/4임.

$M_2$ 및 國內信用 $M_2$는 안정적으로 증가한 반면, 海外部門 $M_2$는 1976년 3/4분기~79년 4/4분기 기간중에는 공급확대부문으로 작용하였고, 이후에는 계속 환수부문으로 작용하다가 1986년 1/4분기 이후에 환

수규모가 크게 감소하였으며, 1988년 1/4분기 이후부터는 공급확대 부문으로 반전하였다. 其他部門 $M_2$는 계속 환수부문으로 작용하였으며, 특히 1986년 1/4분기 이후에는 환수규모가 급증하였는데, 이는 1986년 이후 海外部門의 환수규모 감소 및 공급확대규모 증가를 中和시키기 위해 통화당국이 통화채의 발행 등을 통하여 其他部門의 환수규모를 증대시켰기 때문이다.

다음으로 模型의 추정시 적용하여야 할 時差의 길이를 결정함에 있어서 本 論文은 尤度比 檢定(log likelihood ratio test)技法을 사용하였으며[10] 結果는 〈表 1-4〉에서 보는 바와 같다. 즉, 총 표본수의

〈表 1-4〉 適正 時差의 決定을 위한 尤度比 檢定 結果

| | | 비 제 약 시 차 | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 |
| 제약시차 | 1 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | 2 | 0.06 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | 3 | 0.13 | 0.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | 4 | * | 0.99 | 0.96 | 0.63 | 0.62 |
| | 5 | * | * | 0.99 | 0.99 | 0.99 |
| | 6 | * | * | * | 0.99 | 0.99 |
| | 7 | * | * | * | * | 0.99 |

註: 표의 수치는 계산통계량의 有意水準을 의미하며, 수치가 1에 가까울수록 제약시차의 설명력이 작음을 의미함.

10% 정도인 8분기까지의 時差를 대상으로 하여 각각의 最大時差에 대한 제약시차의 有意水準을 구한 결과 1~3분기까지의 時差는 제

10) 검정 통계량은 $(T-c)[\log(\det \Sigma_r) - \log(\det \Sigma_u)]$로서 $\chi^2$분산을 보이며, T는 총 표본수, c는 조정변수, 그리고 $\Sigma_r$과 $\Sigma_u$는 각각 制約時差 및 非制約時差에 대한 공분산 행렬이다.

약적으로 작용하는 반면, 4분기부터의 時差는 제약적으로 작용하지 않는 것으로 나타나 4분기의 時差가 가장 적합한 것으로 판별되었다[11].

### 다. 分析結果[12]

[圖 1-1]~[圖 1-3]은 부문별 $M_2$공급의 충격이 자신의 標準偏差만큼의 크기로 주어질 때, 경제 내의 거시변수들이 시간이 흐름에 따라 반응하는 經路를 보여주고 있다. 그림들이 의미하는 내용을 要約하면 다음과 같다.

(ⅰ) [圖 1-1]에서 보는 바와 같이 國內信用增加에 의하여 공급된 $M_2$는 예상과 같이 金利(회사채수익률)를 첫 10분기 동안에는 하락시키는 데 기여하며 그 이후에는 완만하게 상승시킨다. 이에 반해 海外部門으로부터 공급된 $M_2$는 2분기째부터 지속적으로 金利를 상승시키는데, 이는 앞에서 설명된 바와 같이 海外部門 $M_2$供給의 증가가 상대적으로 저금리인 國內信用 및 其他部門 $M_2$供給을 위축시키기 때문인 것으로 판단된다.

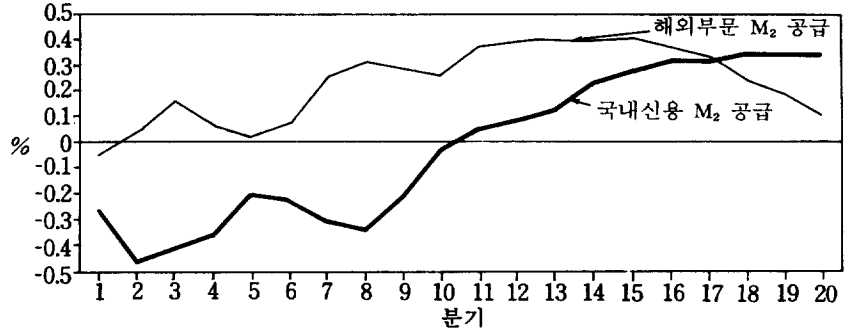
(ⅱ) [圖 1-2]에서 보는 바와 같이 國內信用增加에 의하여 공급된 $M_2$는 實質 國民總生産(GNP)을 지속적으로 증가시키는 데 기여하는 반면에 海外部門으로부터 공급된 $M_2$는 실질 국민총생산을 첫 3분기 동안 증가시킨 이후 변화시키지 못하거나 혹은 오히려 실질 국민총생산을 미약하지만 감소시킨다. 이는 앞에서 설명된 바와 같이 海外部門 $M_2$供給의 증가로 인하여 상대적으로 生産을 증대시키는 國內信用 $M_2$供給을 위축시키기 때문인 것으로 판단된다.

(ⅲ) [圖 1-3]에서 보는 바와 같이 國內信用增加에 의하여 공급

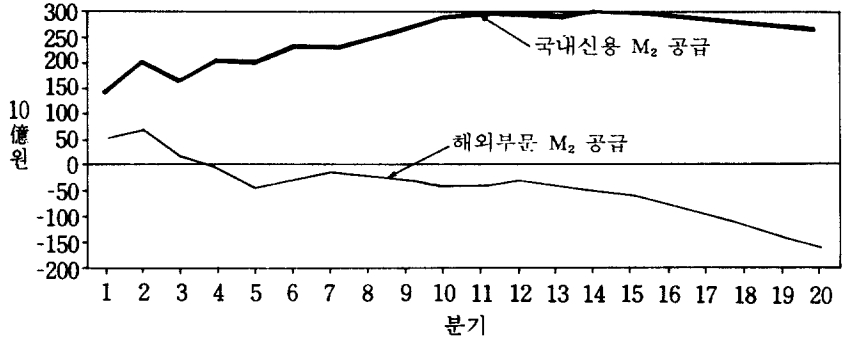
11) 時差를 3 내지 5分期로 각각 변경하여 추정하였을 때에도 추정결과에는 큰 변화가 없었다.

12) 각 변수들의 增減値에 의한 분석결과도 大同小異하였다.

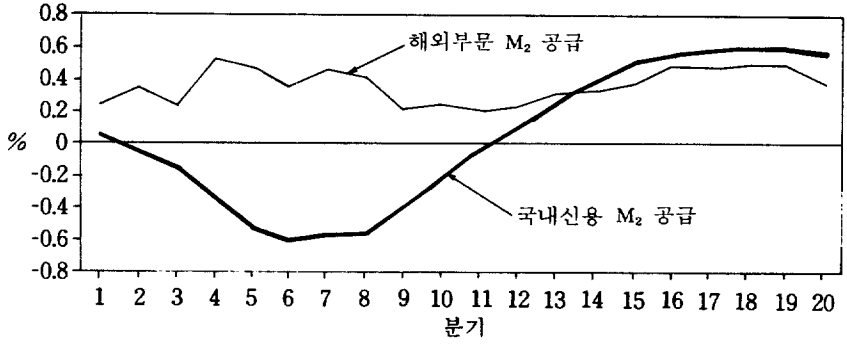
[圖 1－1] 金利(會社債收益率)에의 波及效果




[圖 1－2] 實質 國民總生産(GNP)에의 波及效果




[圖 1－3] 인플레이션(消費者物價上昇率)에의 波及效果



된 $M_2$는 인플레이션(소비자물가상승률)을 첫 11분기 동안에는 하락시키는 데 기여하며 그 이후에는 상승시킨다. 이에 반해 海外部門으로부터 공급된 $M_2$는 인플레이션을 지속적으로 상승시킨다. 이상과 같이 實證分析의 결과는 앞에서 예상된 바와 완전히 一致하고 있다.

〈表 1-5〉는 6개의 내생변수 즉 3개의 부문별 $M_2$공급, 금리, 실질국민총생산 및 인플레이션의 결정에 영향을 미치는 6개 변수 각각의 외생적 충격의 상대적 중요성을 나타내고 있다. 즉, 〈表〉의 내용은 각 내생변수에 대해 k분기 후의 豫測誤差의 분산 중 개개의 교란요인에 기인하는 부분의 정도를 퍼센트(%)로 표시한 것이다. 두번째 行의 k는 외생적 충격에 의해 반응을 보이는 分期를 의미하며, 세번째 行은 외생적 충격에 의해 영향을 받은 내생변수의 標準誤差를 나타내고 시간이 지남에 따라 모든 변수에 있어서 標準誤差가 커지고 있음을 알 수 있다. 각 수치는 첫번째 列에 있는 각 6개 변수의 외생적 충격으로 인하여 첫번째 行에 표시된 6개 내생변수가 영향을 받은 외생적 충격에 의한 誤差를 나타낸다. 誤差는 標準誤差에 의하여 퍼센트(%)로 전환되어 각 수치는 0부터 100 이내의 값을 가진다. 表가 의미하는 바를 要約하면 다음과 같다.

( i ) 海外部門으로부터 공급된 $M_2$의 誤差는 8分期까지 약 80% 이상 자기 자신의 외생적 충격에 의하여 설명되며 나머지 誤差는 其他部門으로부터의 $M_2$공급에서 발생한 외생적 충격에 의하여 설명된다. 이는 海外部門으로부터 공급된 $M_2$는 외생적으로 결정되며 대부분이 其他部門으로부터의 $M_2$공급에 의하여 中和되고 있는 것으로 앞에서 설명된 바와 一致하고 있다.

( ii ) 其他部門으로부터 공급된 $M_2$의 경우, 처음에는 자기 자신의 외생적 충격에 의하여 誤差가 설명되지만 시간이 지날수록 海外部門과 國內信用으로부터의 $M_2$공급에서 발생한 외생적 충격이 誤差에 미치는 영향이 커지고 있다. 또한 金利(회사채수익률)에 있어서의 외생적 충격이 其他部門으로부터의 $M_2$공급 오차에 영향을 미치는 정

도가 커지고 있는데, 이는 其他部門으로부터의 $M_2$공급은 주로 通貨債의 발행조절에 의하여 이루어지고 있으므로 회사채수익률과 상대

〈表 1-5〉 內生變數의 變化에 대한 外生的 衝擊의 相對的 重要性

| 내생변수의 반응 \ 외생적 충격 | k[1] | 標準誤差[2] | 海外部門 $M_2$供給 | 其他部門 $M_2$供給 | 國內信用 $M_2$供給 | 會社債 收益率 | 實質 GNP | 消費者 物價 上昇率 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 海外部門 $M_2$供給 | 1 | 435.6 | 100.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| | 4 | 1,548.9 | 95.0 | 1.8 | 1.1 | 0.1 | 1.4 | 0.5 |
| | 8 | 2,499.7 | 85.5 | 11.3 | 1.4 | 0.4 | 0.8 | 0.6 |
| | 12 | 3,208.0 | 55.2 | 36.0 | 2.2 | 3.4 | 2.7 | 0.5 |
| | 16 | 3,834.5 | 40.0 | 35.5 | 5.4 | 13.6 | 4.9 | 0.6 |
| | 20 | 4,407.6 | 30.6 | 27.9 | 10.5 | 25.9 | 4.5 | 0.6 |
| 其他部門 $M_2$供給 | 1 | 643.0 | 6.2 | 93.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| | 4 | 1,069.5 | 34.3 | 58.0 | 5.7 | 0.3 | 0.9 | 0.7 |
| | 8 | 1,519.5 | 26.9 | 55.4 | 11.7 | 1.5 | 3.5 | 1.0 |
| | 12 | 2,065.7 | 19.6 | 44.5 | 19.3 | 8.8 | 6.6 | 1.1 |
| | 16 | 2,747.9 | 13.7 | 30.3 | 26.8 | 20.9 | 7.2 | 1.1 |
| | 20 | 3,517.5 | 9.1 | 19.5 | 32.3 | 31.6 | 6.5 | 0.9 |
| 國內信用 $M_2$供給 | 1 | 841.7 | 17.3 | 56.4 | 26.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| | 4 | 1,593.8 | 33.1 | 36.0 | 26.0 | 0.2 | 4.2 | 0.5 |
| | 8 | 2,407.4 | 46.0 | 19.2 | 26.8 | 0.6 | 7.2 | 0.3 |
| | 12 | 2,934.7 | 34.2 | 19.2 | 38.8 | 1.3 | 6.1 | 0.4 |
| | 16 | 3,592.8 | 34.2 | 14.2 | 44.6 | 1.5 | 5.0 | 0.4 |
| | 20 | 4,371.2 | 25.1 | 16.0 | 48.2 | 3.6 | 6.7 | 0.4 |
| 會社債 收益率 | 1 | 1.0 | 0.2 | 0.0 | 6.3 | 93.5 | 0.0 | 0.0 |
| | 4 | 2.0 | 0.7 | 1.4 | 14.0 | 75.2 | 4.3 | 4.5 |
| | 8 | 2.5 | 3.2 | 8.7 | 14.4 | 64.4 | 5.5 | 3.7 |
| | 12 | 2.8 | 8.2 | 15.1 | 12.2 | 54.0 | 7.4 | 3.0 |
| | 16 | 3.3 | 11.8 | 16.0 | 11.2 | 52.7 | 6.0 | 2.4 |
| | 20 | 3.7 | 10.7 | 13.8 | 11.9 | 56.6 | 4.8 | 2.0 |
| 實質GNP | 1 | 305.7 | 2.7 | 1.0 | 21.3 | 0.8 | 74.2 | 0.0 |
| | 4 | 552.0 | 2.5 | 3.2 | 43.1 | 15.9 | 34.4 | 0.9 |
| | 8 | 864.0 | 1.5 | 3.3 | 45.4 | 29.6 | 19.7 | 0.5 |
| | 12 | 1,183.0 | 1.2 | 2.2 | 47.6 | 35.9 | 12.6 | 0.4 |
| | 16 | 1,442.5 | 1.4 | 3.6 | 48.7 | 36.6 | 9.3 | 0.3 |
| | 20 | 1,649.2 | 3.6 | 5.7 | 48.5 | 34.4 | 7.6 | 0.3 |
| 消費者物價 上昇率 | 1 | 1.3 | 3.6 | 0.1 | 0.2 | 25.7 | 2.6 | 68.2 |
| | 4 | 2.5 | 8.1 | 1.6 | 2.3 | 49.4 | 0.7 | 37.9 |
| | 8 | 3.7 | 8.6 | 6.1 | 10.7 | 52.1 | 5.3 | 17.4 |
| | 12 | 4.3 | 7.3 | 20.4 | 9.0 | 41.4 | 8.9 | 13.0 |
| | 16 | 5.1 | 7.5 | 19.8 | 9.3 | 46.3 | 7.5 | 9.6 |
| | 20 | 5.9 | 8.1 | 15.2 | 11.1 | 52.3 | 5.7 | 7.5 |

註: 1) k는 반응을 보이는 分期를 의미함.
2) 단위는 10億원, %임.

적으로 밀접하게 연계되어 있음을 반영하고 있는 것으로 보인다.

(iii) 國內信用으로부터 공급된 $M_2$의 誤差는 海外部門과 其他部門으로부터의 $M_2$공급에서 발생한 외생적 충격에 주로 설명되고 있는데, 이는 미리 결정된 目標$M_2$供給量과 産業政策 및 所得補助政策의 목적 달성을 위해 國內信用으로부터의 $M_2$공급이 결정되고 있는 사실을 반영하고 있다. 또한 國內信用으로부터의 $M_2$공급 오차는 상대적으로 실질 국민총생산(GNP)의 외생적 충격에 의하여 영향을 크게 받고 있다.

(iv) 金利(회사채수익률)의 誤差는 인플레이션의 외생적 충격에 큰 영향을 받고 있다. 그리고 시간이 지남에 따라 $M_2$공급에서 발생한 외생적 충격의 영향도 크게 받고 있다.

(v) 實質 國民總生産(GNP)의 誤差는 國內信用으로부터의 $M_2$공급에서 발생한 외생적 충격의 영향을 크게 받고 있다. 그리고 시간이 지남에 따라 金利에 있어서의 외생적 충격의 영향도 크게 받고 있다. 특히 부문별 $M_2$공급 중 海外部門 및 其他部門의 $M_2$공급은 生産에 미치는 效果가 미미한 반면, 國內信用 增大를 통한 $M_2$공급이 生産增大에 미치는 效果가 크다는 결과는 앞에서 제기된 假說과 완전히 一致하고 있다.

(vi) 인플레이션의 誤差는 처음에는 자기 자신과 金利(회사채수익률)의 외생적 충격에 의하여 주로 설명되고 있다. 그러나 시간이 지남에 따라 $M_2$供給에서 발생한 외생적 충격의 영향도 크게 받고 있다.

# Ⅳ. 效率的인 通貨管理

## 1. 金融의 自律化

지금까지 살펴본 바와 같이 $M_2$通貨供給에 대한 목표량을 설정하고 그 목표량을 '직접' 관리하는 한편, 목표량의 범위 내에서 通貨金融機關의 대출창구를 통하여 資金을 정책목표의 달성을 위해 필요한 곳에 공급하던 기존의 通貨管理方式은 더이상 수행하기가 어렵게 되었다. 資本收支가 대규모로 黑字를 보이면서 海外部門으로부터 通貨供給이 크게 증가하고 있으며 이러한 추세가 앞으로도 상당한 기간 동안 지속될 것으로 전망됨에 따라 通貨當局은 국내 경제여건에 따라 직접 $M_2$를 조절하고 通貨金融機關의 貸出資金을 효율적으로 배분할 수 있는 기능을 유지할 수 없게 된 것이다. 앞에서 설명된 바와 같이 通貨當局은 $M_2$의 목표량을 설정하더라도 그 목표량을 달성하기가 매우 어렵게 되었으며 목표량을 달성하는 경우에도 매우 큰 代價를 치루어야 하게 되었다. 또한 通貨金融機關의 창구에 의하여 通貨當局이 효율적으로 배분할 수 있는 資金의 규모가 크게 줄어들게 되어 공급된 通貨는 成長의 촉진보다는 物價 및 金利의 상승을 유도하는 경향을 띠게 되었다.

資本收支의 黑字로 인하여 그 동안 수행되어 온 通貨管理方式의 自主性(autonomy)이 훼손됨에 따라 새로운 與件에 적합한 通貨管理方式이 필요하게 되었다. 즉 資本收支의 黑字는 국내 금융시장이 開放化되면서 나타나는 현상이며 開放化는 국내 경제의 장기적인 발전을 위해서 반드시 필요한 과정으로 판단되므로 새로운 여건 아래서 通貨管理의 效率性이 극대화될 수 있는 方案이 摸索되어야 할 것이다.

開放經濟에 있어서의 通貨管理의 效率性은 우선 무엇보다도 金融

이 本然의 役割을 수행할 수 있는 여건 아래서 通貨管理가 이루어지도록 金利의 自由化 및 金融의 自律化가 추진되어야 할 것이다. 金利가 자유화되고 金融이 자율화되면 金融의 役割은 크게 활성화될 것이다.

자본주의 경제사회에서 金融은 資金의 仲介·賣買, 信用創造 그리고 貸出審査의 세 가지 역할을 수행함으로써 경제발전에 기여하는 것으로 알려져 있다[13]. 그 동안 金融은 實物經濟의 발전을 뒷받침함에 따라 價格, 資金의 調達·運用 등에서 많은 제약을 받게 되어 본연의 役割을 수행하는 데 한계가 많았다. 金融이 創意와 自律에 의해 운영될 때, 金融의 役割을 저해하지 않는 通貨管理가 이루어질 수 있을 것이다. 金融이 자율적으로 운영되지 못한 상태에서의 通貨管理는 장기적으로는 경제체질을 弱化시키고 가격 및 자원배분을 歪曲시키며 통화관리의 效果가 일시적일 가능성이 크다.

실증적으로 분석된 앞의 결과에서 알 수 있듯이, 경제가 충분히 開放되지 않아 통화당국이 국내경제의 여건에 따라 통화량을 임의로 조절하고 자금을 선별하여 공급할 수 있는 경우에는, 金融은 실물경제를 뒷받침하는 데 비교적 효과적일 수 있었다. 그러나 開放經濟에 있어서는 자금을 선별적으로 공급하는 방식의 통화관리는 불가능할 뿐만 아니라 기존의 통화관리방식이 지속될 경우에는 금융산업의 경쟁력 약화, 물가 및 금리 상승 등 副作用이 크게 드러날 가능성이 높아진 것이다. 이에 따라 資本收支의 黑字로 인하여 通貨管理의 어려움이 예상되는 상황에서 通貨管理가 효율적으로 이루어질 수 있기 위해서는 우선 金利가 자유화되고 資金의 調達·運用이 자율화되는 것이 필요하다.

13) 趙淳(1982) 참조.

## 2. 通貨管理方式의 改善

開放化의 經濟에 적합한 通貨管理가 效率性을 확보하기 위해서는 현재의 通貨管理方式이 개선될 필요가 있다. 그 동안의 直接的인 통화관리방식이 間接的인 통화관리방식으로 변경되어야 하며[14], 中間通貨指標의 운용방식이 개선되어야 할 것이다.

### 가. 通貨의 間接管理

通貨의 間接管理는 본원통화를 관리하여 中間目標인 특정 지표를 관리하는 것이며, 이에 반해 通貨의 직접관리는 본원통화를 거치지 않고 직접 中間目標인 통화지표를 관리하는 것이다. 中間目標를 위한 指標로서는 통화지표, 금리지표 또는 환율지표 등이 있으며 本源通貨도 중간목표가 될 수 있다.

자본시장이 開放되고 해외자본이 流入됨에 따라 직접적인 통화관리의 長點이 소멸되었다. 첫째, 직접적인 통화관리의 장점은 目標通貨量을 달성하는 데 용이한 점에 있으나 점차 자본시장이 개방되면서 通貨當局은 해외자본의 流入을 직접 관리하기는 어렵게 되었다. 무리하게 通貨의 직접관리가 추진되면 오히려 資金의 循環 및 金利의 構造 등이 왜곡된다. 둘째, 通貨의 直接管理에 의해서 資本收支黑字로 인한 통화증발을 환수하기 위해서는 間接管理에 의한 경우보다 통화관리의 費用이 매우 크게 든다. 直接管理의 경우에는 자본수지 흑자로 인하여 $M_2$가 증가하는 量만큼 통화가 환수되어야 하지만, 間接管理의 경우에는 자본수지 흑자로 인하여 本源通貨가 증가하는 量만큼 통화가 환수되면 충분하다[15]. 본원통화가 대상이 되어 通貨가

14) 현재의 通貨管理方式은 間接的인 방식과 直接的인 방식이 混合되어 있는 것으로 판단된다. 자세한 것은 崔長鳳(1992) 참조.

15) 間接管理의 경우에는 調節하고자 하는 $M_2$규모를 $M_2$통화승수로 나눈 규모만

間接管理되면 통화당국은 본원통화만을 관리하고 $M_2$는 시장기능에 의하여 결정되므로 金融은 資金을 중개·매매하고 信用을 창조하며 貸出을 심사하는 본연의 역할을 수행하게 된다.

通貨가 間接的으로 관리되기 위해서는 다음과 같은 前提條件이 필요한 것으로 판단된다. 첫째, 量的目標에 의한 經濟運營方式을 탈피하는 것이 필요하다. 현재와 같이 通貨에 대한 量的目標를 설정하고 量的目標의 달성여부에 의해 政府의 실적이 평가되는 상황에서는 通貨의 간접관리는 불가능할 것으로 보인다. 政府는 量的目標를 달성하기 위해서는 무리가 있더라도 直接管理에 의존하게 되는 경향이 있다. 둘째, 本源通貨와 中間目標間의 관계에 대한 豫測力이 제고되는 것이 필요하다. 通貨의 間接管理는 결코 방만한 통화관리를 의미하는 것이 아니다. 목표통화량을 달성하기 위해서는 사전에 本源通貨와 中間目標間의 관계가 정확하게 豫測되고 本源通貨가 調整되어야 한다. 일반적으로 직접관리보다 간접관리가 더 어려운 課題이다. 셋째, 通貨當局은 一貫性과 信賴性을 가지고 通貨를 관리하는 것이 필요하다.

通貨管理의 前提條件이 갖추어지면 通貨管理의 運用方式에 있어서는 再割引率, 支給準備金供給(支給準備率), 公開市場操作(통화채 거래, 국공채의 RP거래 등), 金融機關(銀行)間 市場操作(콜거래 등) 등의 정책수단에 의하여 本源通貨 즉 運用目標가 管理되도록 한다. 본원통화 외에 金利가 중요시될 경우에는 金融機關間 金利(콜금리) 등도 運用目標가 될 수 있다. 선진국의 경우에는 점차 金利變數가 중요시되고 있다. 또한 通貨債의 운용(본절 제2항 참조)이 중심적인 手段이 되어 間接管理가 추진되도록 한다.

그리고 中間目標의 달성이 유연하게 추진되도록 하는 것이 필요하

---

의 本源通貨를 조절하면 되는 반면 直接管理의 경우에는 調節하고자 하는 $M_2$ 규모를 조절해야 하며 동시에 거의 동일한 규모의 本源通貨를 조절해야 된다. 자세한 것은 崔長鳳(1992) 참조.

다. 間接管理의 경우에는 전혀 예상할 수 없는 사건이 발생하면 通貨가 一時的으로 목표범위를 벗어날 수 있다. 金利, 換率 등 주요 경제변수의 움직임이 고려되어 中間目標가 再調整되는 것이 바람직할 수 있다. 美國의 경우 金利와 換率이 중요시되어 1992년에 중심통화지표인 $M_2$ 증가율이 목표치인 2.5~6.5%에 못 미치는 2.1%에 그쳤으며, 獨逸의 경우에도 金利와 換率이 중요시되면서 중심통화지표인 $M_3$의 증가율이 1992년 10월에 10.2%(계절조정된 연율), 연간으로는 8.7%를 보여 목표치인 3.5~5.5%를 크게 상회한 바 있다. 1993년에도 獨逸의 $M_3$ 연증가율은 목표범위인 4.5~6.5%를 상회하여 7.2%에 이르렀다.

그 밖에 대외적으로는 中央銀行만이 通貨의 목표치를 공표하고 中央銀行만이 통화공급 목표의 달성에 대하여 責任을 지는 것이 바람직할 것이다. 그러나 目標의 설정시에 中央銀行은 財務部 등 관련기관과 사전에 충분히 협의를 거치도록 한다.

### 나. 通貨政策의 中間目標

通貨政策의 中間目標로서는 통화지표, 금리지표, 환율지표 등이 있다. 民間 經濟主體의 通貨에 대한 需要가 安定되어 통화지표가 인플레이션 등의 최종목표와 안정적이고 밀접한 관계에 있을 때 통화지표는 중간목표로서 기대되는 役割을 수행할 수 있으나, 金融規制의 완화, 金融技法의 발달에 의한 金融革新 등에 의하여 점차 通貨에 대한 民間 經濟主體의 需要가 不安定하게 됨에 따라 중간목표로서 통화지표의 有用性에 의문이 제기되었다. 이에 따라 선진국의 금융정책 운용을 보면 상대적으로 점차 通貨指標의 유용성은 줄어드는 한편 金利指標 및 換率指標의 유용성이 확대되고 있으며, 특히 經濟가 對外的으로 완전히 開放된 국가에서는 換率指標가 가장 중요시되고 있다. 우리나라의 경우에도 外換市場 및 資本市場의 對外開放이 완

료되고 정착되면 換率指標가 中間目標로 운용될 필요가 있을 것이며, 그 이전에는 金利가 자유화되고 金利의 시장기능이 형성되어 감에 따라 점진적으로 通貨指標보다 金利指標가 중요시되어야 할 것이다[16]. 다만, 短期的으로는 현재의 通貨指標가 보완되어 中間目標로 활용될 필요가 있을 것이다.

한편, 多數의 通貨指標가 보조적으로 이용되어 현재의 通貨指標가 갖는 問題點이 보완될 필요가 있다. 〈表 1-6〉에서 보는 바와 같이 資本收支의 黑字로 인하여 通貨供給의 經路가 바뀜에 따라 현금(화폐발행액), RB(本源通貨), $M_1$, $M_2A$, $M_2$, $M_2B$, $M_3$ 등의 통화지표가 움직임에 있어서 괴리현상을 보이게 되어 $M_2$ 통화지표만으로는 流動性의 과잉 여부를 판단하기 어렵게 되었다. 예컨대, 1991년 이전에 비하여 그 이후에 통화지표간의 相關關係도 낮아지고 있으며 相關關係에 있어서의 統計的인 有意性도 떨어지고 있다. 〈表〉를 보면 $M_2$와 $M_3$의 相關關係가 0.69에서 0.09로 크게 하락하였으며 1992년 이후의 相關關係는 統計的인 有意性이 없음을 알 수 있다.

計量分析[17]에 의하면 經濟成長 및 인플레이션과 상대적으로 안정적이고 밀접한 관계(공적분 관계)를 가지고 있는 통화지표는 RB, $M_2A$, $M_2$, $M_2B$, $M_3$ ($M_3$는 말잔, 나머지는 평잔)이므로 $M_2$가 中心通貨指標로 사용되는 경우에도 $M_2A$와 $M_2B$는 補助指標, RB와 $M_3$는 參考指標로 활용될 필요가 있을 것이다. 예컨대, RB와 $M_3$는 流動性의 과잉 여부를 판단하는 데 있어서 참고하는 지표로 사용되도록 하며, 中央銀行은 $M_2A$ 및 $M_2B$의 基準增加率을 $M_2$의 目標增加率과 함께 설정하고 $M_2A$ 및 $M_2B$의 增加率이 基準增加率을 벗어날 경우에는 $M_2$의 目標增加率을 일정한 過程을 거쳐 수정하는 방식으로 $M_2A$ 및

16) 국내의 금리차이는 자본수지 흑자의 주요 요인이므로 통화당국이 금리수준의 하향안정화를 通貨信用政策의 목표로 선정한다면 자본수지 흑자의 주요 요인이 소멸될 것이다.

17) 李仁杓(1993) 참조.

$M_2B$가 補助指標로 활용되도록 한다[18].

〈表 1-6〉 通貨指標 增加率間의 相關關係

| | 相 關 係 數 | |
|---|---|---|
| | 1990년 1월~91년 12월 | 1992년 1월~93년 5월 |
| 화폐발행액과 RB | 0.71 (0.00) | 0.91 (0.00) |
| 화폐발행액과 $M_1$ | 0.08 (0.71) | -0.41 (0.10) |
| 화폐발행액과 $M_2A$ | 0.22 (0.31) | 0.19 (0.47) |
| 화폐발행액과 $M_2$ | 0.26 (0.22) | 0.04 (0.88) |
| 화폐발행액과 $M_2B$ | 0.26 (0.22) | 0.46 (0.06) |
| 화폐발행액과 $M_3$ | 0.29 (0.16) | -0.26 (0.31) |
| RB와 $M_1$ | 0.25 (0.24) | -0.56 (0.02) |
| RB와 $M_2A$ | 0.59 (0.00) | 0.05 (0.84) |
| RB와 $M_2$ | 0.69 (0.00) | 0.04 (0.88) |
| RB와 $M_2B$ | 0.51 (0.01) | 0.56 (0.02) |
| RB와 $M_3$ | 0.64 (0.00) | 0.01 (0.96) |
| $M_1$과 $M_2A$ | 0.72 (0.00) | 0.50 (0.04) |
| $M_1$과 $M_2$ | 0.68 (0.00) | 0.57 (0.02) |
| $M_1$과 $M_2B$ | 0.32 (0.13) | -0.32 (0.21) |
| $M_1$과 $M_3$ | 0.11 (0.59) | -0.16 (0.55) |
| $M_2A$와 $M_2$ | 0.96 (0.00) | 0.74 (0.00) |
| $M_2A$와 $M_2B$ | 0.79 (0.00) | 0.29 (0.26) |
| $M_2A$와 $M_3$ | 0.68 (0.00) | -0.43 (0.09) |
| $M_2$와 $M_2B$ | 0.71 (0.00) | 0.31 (0.22) |
| $M_2$와 $M_3$ | 0.69 (0.00) | 0.09 (0.73) |
| $M_2B$와 $M_3$ | 0.90 (0.00) | 0.27 (0.29) |

註: ( ) 안의 數値는 係數가 0인 假說을 棄却할 수 있는 確率을 의미함.

18) 資金의 配分이 價格機能에 의하여 이루어지게 되면, 貸出 등 信用의 指標에 대한 유용성이 검토될 수 있을 것이다.

또한, 통화당국은 용이하게 조절할 수 있고 市場金利에도 즉각적으로 영향을 미칠 수 있으며, 비교적 관련제도가 발달되어 있는 '콜금리'를 運用目標로 활용할 수 있을 것이다. 이는 통화당국이 콜금리를 운용목표로, 통화지표를 여전히 중간목표로 관리하는 것을 의미한다[19]. 콜금리가 운용목표로 선정되어 金利水準이 중요시되면, 자본수지 흑자로 인한 통화증발에 의하여 콜금리가 하락할 것이므로 통화환수의 필요성이 줄어들고 그 규모도 크게 축소될 수 있을 것이다.

## 3. 通貨增發의 中和(sterilization) 方案

### 가. 中和의 基本原則

대규모의 資本收支 黑字가 예상됨에 따라 金融의 自律化와 通貨管理方式의 改善을 통하여 金融이 市場經濟의 원리에 의하여 이루어지도록 함으로써 통화관리의 效率性이 유지될 수 있는 기반을 다지는 한편, 통화당국은 資本收支의 黑字로 인하여 통화공급이 증발되는 것을 中和하는 方案을 모색하는 것이 필요하다. 통화관리의 效率性이 유지되기 위해서는 우선 가능한 한 海外部門에서의 통화증발 요인이 海外部門에 의해서 해소되어 國內部門의 통화공급에 영향이 최소화되도록 海外部門으로부터의 통화증발 요인이 中和되는 것이 필요하며, 다음에는 海外部門에 의해서 공급된 通貨도 國內部門에 의해서 공급된 通貨와 국내 경제에 같은 波及效果를 갖도록 하면서 海外部門으로부터의 통화증발 요인이 國內部門에서 환수되도록 中和되는

19) 이는 중앙은행 재할인에 의해 공급되는 借入支給準備金(borrowed reserve)을 운용목표로, $M_2$를 중간목표로 선정하여 통화를 관리하고 있는 美國의 경우와 유사한 방식이다.

것이 필요하다. 金融이 自律化되고 通貨管理方式이 改善되면 海外部門으로부터 공급된 通貨와 國內部門으로부터 공급된 通貨는 국내 경제에 同一한 波及效果를 갖게 될 것이다. 또한 「핫머니」(hot money) 유출입 등 資本의 유출입이 不規則的으로 일어나 通貨供給이 不安定하게 될 것이므로 微細한 通貨調節(fine tuning)이 이루어질 수 있도록 통화증발 요인이 中和되는 것이 필요하다.

資本收支 黑字로 인한 通貨增發을 中和하는 것은 民間 經濟主體의 자율적인 경제활동을 인위적으로 위축시키지 않고 시장기능에 의하여 이루어지는 것이 바람직하다. 일반적으로 경쟁력의 강화를 위한 投資 등 實物經濟部門의 金融需要에 의해 발생하는 海外資本의 流入이 억제되는 것은 바람직하지 않다. 그러나 긴요하지 않는 長短期 資本流入, 특히 金利差異로 인한 收益 등 금융거래에서만의 收益을 위한 資本流入은 최대한 억제될 필요가 있다[20].

通貨增發의 中和手段으로서 다음과 같은 세 가지 方案이 제시되었다. 첫째, 國內部門에서 환수하는 方案으로서 通貨債를 활용하는 方案이 제시되었다. 둘째, 資本流出로 환수하는 方案으로서 中央銀行과 外國換銀行間에 스왑(swap)하는 方案이 제시되었다. 셋째, 財政政策과 通貨政策間의 結合政策(policy mix)에 의해 환수하는 方案이 제시되었다.

### 나. 通貨債의 運用[21]

通貨債는 通貨安定證券, 財政證券 및 外國換平衡基金債券을 의미한다. 1992년 말 현재 通貨安定證券, 財政證券 및 外國換平衡基金債

20) 해외자본의 流入에 대해 일정률의 資金預置義務를 부과하여 국내외 금리차이를 해소함으로써, 국내외 금리차이에 따른 투기거래 목적 등의 資本流入을 억제하고자 하는 可變預置義務制度(variable deposit requirement : VDR)가 호주 등에서 시행된 바가 있다. 자세한 것은 본 보고서 第2部 참조.

21) 崔長鳳(1992) 참조.

券의 발행잔액은 각각 20조 3천억원, 1조 6천억원, 5조 5천억원이며, 1993年度 財政證券과 外國換平衡基金債券의 발행한도는 각각 2조 5천억원, 3조원이다.

通貨債는 1986~89년에 經常收支 黑字로 인한 통화증발의 中和手段으로 사용된 바 있으며, 특별한 手段이 없어 앞으로도 당분간 通貨債가 가장 중요한 中和手段이 될 수밖에 없을 것이다. 通貨債도 RP 거래의 對象이 될 수 있을 것이며, RP 거래는 불규칙적인 資本의 유출입으로 인한 不安定한 통화공급을 조절하는 데 效果가 클 것이다. 현재 國債 및 政府保證債가 對象이 되고 있는 RP 거래는 이미 對象債券의 대부분이[22] 통화환수에 활용되어 通貨增發을 中和하는 데 크게 한계가 있으므로, RP 거래의 對象 有價證券은 中央銀行이 보유 또는 발행하고 있는 有價證券 중 부작용이 작은 有價證券으로 확대되는 方案이 검토될 수 있을 것이다.

通貨債는 현재 발행잔액이 충분하고 間接管理의 수단으로 이용될 수 있으며, 通貨當局은 通貨債의 운용경험이 많기 때문에 通貨債가 지닌 弱點만 보완되면 通貨債에 의한 通貨管理가 현재 상황에서는 가장 유효할 것이다. 中和手段으로서 通貨債가 지닌 弱點은 (ⅰ)通貨債와 中央銀行 貸出間 金利差異로 인한 利子의 支給이 통화증발의 원인이 되며, (ⅱ)通貨債의 발행으로 會社債의 需要가 억제되며, (ⅲ) 通貨債의 발행이 金利上昇의 원인이 되는 점이다.

通貨債의 弱點이 해소될 수 있는 前提條件은 다음과 같다. 첫째, 通貨管理方式이 改善되어야 한다. 앞에서 설명된 바와 같이 通貨의 目標値가 신축적이고 유연하게 추진되고 통화가 本源通貨(지급준비금)에 의하여 間接的으로 관리되어야 한다. 또한 中央銀行만이 통화목표치의 달성에 대한 責任을 지도록 한다. 이로부터 通貨債의 賣買는 $M_2$를 직접 조정한 과거와는 달리 支給準備金을 조정하게 되므로

22) 1992년 말 현재 對象債券의 규모는 약 4조 5천억원이며 이 중 약 4조 3천억원이 通貨還收로 사용된 바 있다.

通貨債의 純發行이 최소한으로 그칠 수 있다. 本源通貨가 대상이 되는 通貨의 間接管理에 의하여 金融은 資金을 仲介·賣買하고 信用을 創造하며 貸出을 審査하는 본연의 역할을 수행하게 된다. 둘째, 通貨債의 發行金利가 實勢化(또는 自由化)되어야 한다. 이로부터 通貨債의 需要基盤이 확충될 것이다. 셋째, 通貨債의 流通市場이 발달되어야 한다. 딜러제도가 재정비되어 通貨債市場에서 價格 및 物量을 조정하는 딜러로서의 본래 기능이 수행되도록 하고, 通貨債에 대한 홍보 및 상품개발이 촉진되도록 하고, 場內外市場의 情報에 대한 公示制度가 확립되도록 한다. 이로부터 中央銀行은 流通市場에서도 通貨債를 賣買하게 되어 通貨債의 純發行이 최소화되고 通貨債 發行으로 인한 金利 上昇의 부작용이 해소되도록 한다. 넷째, 産業政策의 지원을 위한 本源通貨의 공급이 最小化되도록 한다.

前提條件이 성립된다는 가정 아래서 通貨債의 運用方式은 다음과 같다. (ⅰ)中央銀行은 필요한 通貨債의 賣買量을 사전에 豫測하여야 하고, 通貨債의 賣買를 規則的으로 수행하며, 필요한 情報를 體系化하여 去來者에게 公示한다. 中央銀行은 信賴性을 유지하면서 一貫性을 가지고 通貨債의 需給을 조정하여 通貨債의 賣買로 인한 불필요한 교란요인이 발생하지 않도록 한다. (ⅱ)通貨債의 賣買는 가급적 流通市場에서 이루어지도록 한다. 流通市場에서의 賣買가 전통적 의미에서의 公開市場操作이다. (ⅲ)財政證券 및 外國換平衡基金債券에 대한 발행한도 내의 發行에 있어서 發行時期, 發行規模 등을 中央銀行이 政府와 협의하여 결정하도록 한다. (ⅳ)通貨債는 競爭入札方式으로 발행되도록 한다. (ⅴ)通貨債의 金利가 자유화되면 通貨債의 義務編入規定은 불필요할 것이다. (ⅵ)핫머니 유입 등으로 인한 不安定한 통화변동의 中和手段으로 RP 거래가 보완적으로 활용되도록 한다.

이상과 같은 通貨債의 操作에 의해 資本收支 黑字로 인한 통화증발의 상당 부분이 환수될 수 있을 것이다. 그 밖에 通貨債에 의한 中

和는 통화환수로 인하여 經濟에 나타나는 부작용을 최소화할 것이다. 金利構造가 왜곡되지 않을 것이며, 民間部門에의 與信이 통화관리에 의하여 직접 축소되지 않을 것이다. 또한 通貨債의 市場이 활성화되고 債券市場도 활성화될 것이다.

### 다. 中央銀行과 外國換銀行間의 스왑(swap)[23]

民間 經濟主體의 자율적인 경제활동을 위축시키지 않으면서 通貨增發을 中和하기 위해서는, 資本收支 黑字의 억제를 위한 長短期 資本收支의 개별항목별 조정보다는 資本收支 黑字의 總量管理가 바람직하다. 그리고 資本收支 黑字로 인한 통화증발은 純資本輸出에 의한 通貨還收가 가장 바람직하다. 앞에서 살펴본 바와 같이 資本收支 黑字로 인한 통화증발이 國內部門에서 환수되면 國內 實物經濟의 위축 등 國內經濟에 副作用이 발생할 가능성이 크다.

長短期 資本輸出의 형태는 海外金融資産(예금, 증권)投資(portfolio investment), 海外直接投資(경영참가조건의 지분취득) 및 海外不動産投資이다. 海外直接投資와 海外不動産投資는 변동이 심한 資本收支 黑字보다 經常收支 黑字의 基調가 확립되는 경우에 추진되는 것이 바람직하며, 현재는 海外金融資産投資에 의한 통화환수가 바람직하다. 海外直接投資는 장기적인 안목에서 이루어지므로 통화관리에는 유효성이 작으며 海外不動産投資는 國富가 장기적으로 유출되는 측면이 있어 신중하게 검토되어야 할 것이다.

海外金融資産投資를 통하여 通貨를 환수하기 위해, 中央銀行은 保有外換을 外國換銀行에게 스왑하여 外國換銀行이 海外金融資産에 投資하도록 한다. 中央銀行과 外國換銀行間의 스왑거래가 通貨增發의 요인을 中和시키는 유효한 수단이 되기 위해서는 다음과 같은 前提

23) 자세한 것은 申憲明(1989) 및 본 보고서 第2部 참조.

條件이 필요하다. 현재의 여건 아래서도 스왑거래는 通貨管理의 新手段으로 사용될 수 있으나, 앞에서 설명된 바와 같이 현재와 같은 量的 目標의 달성을 위해 直接管理方式으로 通貨가 관리되는 상황에서는, 스왑거래의 수단도 通貨管理의 手段이 되지 못할 것이다. 첫째, 이에 따라 本源通貨(지급준비금)에 의하여 間接的으로 通貨管理가 이루어져야 한다. 中央銀行과 預金銀行間의 스왑거래에 의해서는 총통화($M_2$)량이 바로 변하지 않으며 일단 本源通貨가 변화한 후에 信用創造의 과정을 거쳐 총통화량이 변화한다. 本源通貨에 의하여 통화관리가 이루어질 때 통화환수의 費用이 최소화된다. 둘째, 外國換管理에 관련된 法의 재정비가 필요하다. 非銀行에게도 외환취급이 허용되면 中央銀行과 非銀行間의 스왑거래가 가능하게 되어 스왑거래는 통화관리의 有效한 手段이 될 것이다. 셋째, 스왑방식을 도입하기 이전에 예상하지 못한 副作用을 최소화하기 위해 需要調査 등을 실시하는 것이 필요하다. 스왑거래에 의한 통화환수와 通貨債의 거래에 의한 통화환수가 流動性, 金利 등 金融市場에 미치는 영향의 차이점을 분석하는 것도 필요하다. 넷째, 産業政策의 목적에 의한 本源通貨의 공급을 최소화하도록 한다. 이로부터 스왑거래에 의한 外國換銀行의 民間與信 減少로 인하여 産業政策이 영향을 받지 않도록 한다.

스왑거래의 운용방식으로서는 ( i )海外에서 外換, 預金 및 證券에 投資하고자 하는 外國換銀行(외환관리규정이 완화되는 경우 非銀行중 證券會社, 保險會社, 投資信託會社, 綜合金融會社 포함)은 中央銀行에서 스왑조건으로 外貨를 買入할 수 있도록 한다. 非銀行은 外國換銀行을 통하여 거래할 수 있는 방법을 강구하며, 企業 및 個人은 투자신탁회사의 펀드에 가입하여 간접적으로 참여할 수 있는 방법을 강구한다. ( ii )스왑으로 매입한 外貨는 모두 海外金融資産의 投資에 사용되도록 엄격한 사후관리가 이루어지도록 한다. 이를 위해 별도의 計定을 설치하고 이 計定은 장차 域外市場(offshore market)의 설

립을 위한 준비단계로 검토될 수 있을 것이다. (iii)현재 달러 現物換率에 대한 銀行間市場에서만이 비교적 外換時勢가 반영되고 있는 外換市場의 여건 때문에, 스왑거래는 당분간 원貨와 달러貨로 제한하도록 한다. (iv)換危險, 換損失, 金利危險 및 金利損失이 최대한 배제되도록 하여 外國換銀行이 적극 스왑거래에 참여할 수 있는「인센티브」(incentive)를 제공하도록 한다. (v)스왑거래시에 換率의 기준은 市場平均換率로 하며, 國內金利의 기준은 通貨安定證券의 발행금리와 國際金利의 기준은 리보 등으로 하고 필요한 경우에는 별도의「인센티브」가 제시되도록 한다. (vi)中央銀行이 스왑레이트(환매율과 현물환율과의 차이)를 사정에 따라 임의로 정할 수 있도록 하여 價格機能에 의해 스왑규모를 조정할 수 있도록 한다. 일정기간 동안 通貨債 發行金利水準의 수익률이 보장될 수 있도록 스왑레이트가 결정되는 방안을 강구한다. (vii)公開市場操作과 같이 中央銀行은 스왑한도의 설정 및 변경, 기간의 조절, 일시 중단 등의 運用手段을 활용한다.

國內外 金利差異가 존재하며 海外金融資産 投資에 대한 國內 金融機關의 技法과 經驗이 부족한 현 상태에서는 外國換銀行의 海外金融資産 投資에 대한 유인이 크지 않아 海外金融資産 投資의 규모가 그다지 크지는 않을 것으로 예상된다. 그러나 經常收支의 赤字로 인한 換率上昇의 요인과 資本收支의 黑字로 인한 換率下落의 요인이 혼재하여 換率의 豫測이 어려우므로 스왑에 대한 需要는 존재할 것으로 판단된다.

스왑에 의한 中和方式은 國內部門에서의 통화환수로 인한 副作用을 억제할 수 있을 것으로 예상된다. 通貨債 發行은 국내금리를 상승시키는 부작용과 회사채의 수요를 驅逐(crowding-out)하는 부작용이 있다. 民間與信의 억제는 민간부문의 자율적인 경제행위에 인위적인 영향을 미치게 된다. 그리고 通貨債 발행에 의한 通貨還收는 발행된 通貨債가 지니는 流動性만큼 國內 流動性이 감소되지 못한다.

이에 반해 海外金融資産投資에 의한 통화환수는 해외금융자산 投資額 전액만큼 國內 流動性이 감소된다.

그 밖에 스왑에 의한 中和에 의해 國際 金融市場에서 國內 金融機關의 거래로부터 선진 금융기법이 습득되고 國際金融業務의 경험이 축적되어 國內 金融機關의 국제화가 활성화될 수 있을 것이다. 자본수출에 의해 資本收支 黑字로 인한 원貨價値 上昇의 요인도 해소될 수 있을 것이다. 그리고 市場機能에 의한 외환정책과 통화정책의 結合政策(policy mix)이 가능할 것이다.

### 라. 財政政策과의 結合政策(policy mix)[24]

通貨政策과 財政政策과의 結合政策에 의해 資本收支 黑字로 인한 통화증발 요인이 政府部門으로부터 해소되는 방안을 검토할 수 있다. 통화정책과 재정정책과의 結合政策을 위해서는 다음과 같은 前提條件이 필요할 것이다. 첫째, 歲入, 歲出, 各種 基金의 運用, 國公債 發行 등 정부관련자금의 調達 및 運用이 종합적으로 운용될 수 있도록 제도가 정비되는 것이 필요하다. 金融政策手段과 함께 豫算, 租稅, 國庫 등과 관련된 각종 財政政策手段이 동시에 고려될 수 있도록 제도의 정비가 필요하다. 이로부터 政策目標의 달성에 가장 적합한 政策手段이 선택되어 財政運用의 낭비와 비효율성이 최소화되고, 국민의 부담이 공평한 財源調達이 가능하게 된다. 예컨대, 産業政策 目的의 중앙은행 대출이 축소되어 자금공급이 축소된 産業에 대하여 稅制 등 財政政策 手段이 사용됨으로써, 그 産業은 收益性이 높아지고 경쟁력이 제고되어 금융기관의 자율적인 심사에 의하여 자금공급을 받을 수 있도록 하는 것 등이다. 둘째, 各種 財政運用과 通貨와의 관계가 엄밀하게 분석되는 것이 필요하다. 셋째, 中央銀行은

24) 보다 구체적인 結合政策의 방식은 앞으로의 研究課題이다.

財務部 등 관련 부처와 通貨管理에 있어서 긴밀하게 협의하는 것이 필요하다.

運用方式에 있어서는 (ⅰ)財政이 최대한 효율적으로 운용되어 政府部門에 의한 통화증발이 극소화되거나 환수되도록 한다. 中央政府 財政과 地方政府 財政이 종합적으로 운영되도록 한다. 各種 特別會計와 基金이 제도적으로 재정비되도록 한다. 租稅減免에 의한 財政支援과 歲出에 의한 財政支援이 종합적으로 관리되는 租稅支出豫算制度가 활용되도록 한다. 統合支出官 制度의 활성화, 政府會計制度의 전산화 등에 의해 財政支出이 효율적으로 관리되고, 財政支出과 通貨間의 관계가 정확하게 분석되며, 通貨量의 期間中 配分이 적정하게 이루어지는 방안이 고려되어 財政支出이 일정 시기에 집중되지 않고 분산되도록 한다. (ⅱ)政府는 國公債市場을 최대한 활성화하여 財政과 通貨管理의 연계성을 높이도록 한다. 분산된 國公債의 부담주체와 國公債의 사무가 일원화되는 방향으로 국공채 관련 제도가 정비되어 國公債 發行, 財政政策 및 金融政策間의 연계성이 높아지도록 한다. 국공채 발행금리의 자유화, 국공채의 딜러제도, 국공채 발행방법의 다양화, 국공채 종류의 표준화, 국공채 발행 시기의 정례화 등 국공채 관련 각종 제도가 준비되고 추진됨으로써 國公債는 金融政策과 연계되어 通貨管理에 있어서 중심적인 역할을 수행하도록 한다. (ⅲ)産業政策의 목적으로 공급되는 本源通貨 增加의 상당 부분을 財政 및 公的 性格을 지닌 체신금융 등이 부담하도록 한다. 歲出, 各種 基金運用 등의 財政支出이 종합적으로 운용된 후, 현재 本源通貨의 공급으로 農·水·畜産業, 中小企業 등에 지원되고 있는 産業政策資金의 상당 부분이 財政資金에 의해 지원되도록 한다. 체신예금, 체신보험 등 체신금융 관련 제도가 재정비되어 民間金融은 자유화되는 한편, 체신금융은 産業政策資金을 지원하는 역할을 수행하도록 한다. 체신금융에 의해 조달된 資金은 최대한 財政資金으로 전환되어 각종 재정자금과 종합적으로 운용되도록 한다.

현재의 높은 福祉需要, 社會間接資本 投資의 필요성 등으로 인한 높은 財政需要 때문에 政府部門에 의한 통화환수를 기대하기는 어렵다. 그러나 通貨政策과 財政政策과의 結合政策은 財政運用의 制度를 효율적으로 재정비하고 財政의 運用을 크게 개선할 수 있을 것이다.

## V. 結　　論

資本去來가 자유화되어 가면서 資本收支는 經常收支의 움직임과는 관련없이 큰 폭의 黑字를 보이고 있다. 이에 따라 1993年 11월 말 현재 海外部門으로부터의 本源通貨의 供給殘額은 전체 본원통화 공급잔액의 86.5%를 차지하였으며 海外部門으로부터의 $M_2$供給殘額은 전체 $M_2$공급잔액의 15.8%에 이르렀다. 이와 같이 1992년 이후 資本收支의 黑字로 인하여 통화당국은 通貨管理에 있어서 지대한 영향을 받게 되었다. 더욱이 1990년대에 資本去來 自由化가 진행되는 동안에는 資本收支의 黑字가 지속될 것으로 예상되고 있으며 그 規模도 더욱 확대될 것으로 예상되고 있다. 뿐만 아니라 資本去來의 自由化가 진전될수록 短期投機性資金(hot money)의 流出入이 큰 규모로 발생할 가능성이 높을 것으로 예상되고 있다. 즉 資本去來의 自由化 時期에 있어서 우리나라는 小規模 開放經濟로서 다양한 影響을 받게 될 것이며 특히 통화당국은 通貨管理에 있어서 새로운 與件을 맞이하게 된 것이다. 예컨대, 100億달러(800원/달러 기준으로 약 8조원)에 달하는 資本收支 黑字는 年間 $M_2$供給額의 약 50% 정도(100億 $M_2$ 殘額, 年增加率 16% 基準)에 달하는 規模이고 月 10億달러의 流出入은 月中 $M_2$供給額의 ±60% 정도에 달하는 規模이다.

특히 그 동안 資本收支 黑字 등으로 인하여 海外部門으로부터 공

급된 通貨는 民間에의 貸出 등 國內信用의 增加에 의하여 공급된 通貨와 生産, 物價, 金利 등에 미치는 波及效果에 있어서 差異가 있는 것으로 나타났다. 實證分析의 結果에 의하면 國內信用增加에 의한 $M_2$ 供給은 生産을 증대시키는 반면 海外部門에 의한 $M_2$供給은 物價 및 金利의 상승을 초래하는 것으로 나타났다. 이는 지금까지의 通貨管理方式에 기인하는 것으로 판단되었다. 지금까지의 通貨管理는 $M_2$에 대한 目標增加率을 책정하고 주로 直接管理에 의해 目標値를 달성하는 方式이며, 또한 주어진 目標供給額의 범위 내에서 제한된 資金을 보다 제조업 중심의 生産的인 分野에 供給하는 方式이다. 예컨대, 1993年의 $M_2$ 目標增加率은 13~17%로 책정되어 관리되고 있으며, 1993年 1/4分期의 國內總生産 中 製造業의 比重은 35.4%인 반면 예금은행의 總貸出 中 製造業에의 貸出比重은 43.4%에 이르고 있는 바와 같이 통화당국은 예금은행의 대출창구를 통해 收益性이 낮더라도 製造業에의 資金供給을 적극 유도하고 있다. 이상과 같이 지금까지의 通貨管理方式을 따를 경우에는 그것이 가능하더라도 資本收支 黑字로 인하여 海外部門으로부터의 通貨供給 比重이 크게 증가함에 따라 生産 增大보다는 物價 및 金利의 上昇이 초래될 가능성이 높은 것으로 分析되었다.

따라서 本稿에서는 새로운 경제환경인 대규모의 資本收支 黑字時期에 있어서 效率的으로 通貨를 管理할 수 있는 方案을 摸索하고자 하였다[25]. 우선 무엇보다도 經濟運營基調가 成長보다는 物價安定 그리고 物價安定을 통한 金利의 下向安定이 추구되어야 할 것으로 판단되었다[26]. 이는 金利의 下向安定이 달성되어야만 金利差異에 의한

25) 동시에 流入된 海外資本을 효율적으로 활용하는 방안이 검토되는 것이 타당할 것이나 本稿에서는 다루어지지 못하였다.

26) 경제의 개방을 추진한 외국의 事例를 보면, 經濟의 안정화 정책을 수립하고 일관되게 안정화 기조를 유지한 英國, 멕시코 등은 경제 개방을 성공적으로 달성한 것으로 평가되고 있다. 자세한 것은 Mathieson and Rojas-Suárez(1993)를 참조.

資本收支의 黑字가 진정될 것이기 때문이다. 그리고 金利의 自由化와 金融의 自律化가 추진되어 金融이 實物産業을 지원하는 역할에서 벗어나 자금의 중개·매매, 신용의 창조, 대출·증권의 심사 등 본연의 役割을 수행할 수 있도록 함으로써, 通貨管理의 效果가 인위적인 저금리에 의한 자금배분에 의해서가 아니고 價格 및 市場 機能에 의해서 나타날 수 있는 환경이 조성되어야 할 것으로 판단되었다. 資金이 市場機能에 의하여 순환될 때 海外部門에 의한 通貨와 國內信用에 의한 通貨는 동일한 波及效果를 가질 수 있을 것이다.

具體的인 통화관리방식에 있어서는 먼저 반드시 通貨管理는 間接管理方式에 의하여 수행되어야 할 것으로 판단되었으며, 通貨政策指標로서는 資本去來의 自由化가 완료되면 換率指標가 중시되어야 하지만 그 이전에는 金利가 自由化되어 金利의 價格機能이 제고되면 金利指標가 점차 중시되어야 할 것으로 판단되었다. 현재에도 $M_2$와 기타 通貨指標間의 괴리현상이 확대됨에 따라 多數의 通貨指標가 보조지표 및 참고지표로 활용되어야 할 것으로 판단되었다.

海外部門으로부터의 통화증발요인을 中和하는 方式에 있어서는 通貨債를 활용하여 中和하는 方式, 中央銀行과 外國換銀行(비은행 포함)間에 中央銀行의 보유외환과 外國換銀行의 원화자금을 스왑하는 方式 그리고 財政政策과 通貨政策의 結合政策(policy mix)에 의하여 中和하는 方式이 검토되었다. 通貨債를 활용하는 中和方式이 가장 效果的일 것으로 판단되었으며 스왑방식은 새로운 通貨管理手段으로 매우 큰 의의가 있는 것으로 판단되었다. 또한 金融政策手段이 소멸됨에 따라 國公債發行政策, 豫算政策 등 財政政策手段이 보다 중요하게 될 것으로 판단되었다.

앞에서 제시한 通貨管理方式은 모든 經濟主體가 서로 협조하지 않으면 效率的으로 운영될 것으로 기대하기 힘든 方式이다. 企業은 生産活動을 위한 資金만을 需要하도록 하며, 金融機關은 심사기능을 성실히 수행하고 短期差益에만 집착하지 않도록 하며, 모든 經濟主體

는 投機行爲를 지양하는 것이 요구된다. 이로부터 資金의 假需要, 적정 수익률 이상의 金利水準 등의 現象이 발생하지 않는 것이 기대된다. 우리 經濟는 지금까지 經驗하지 못한 새로운 經濟環境下에서 通貨管理가 效率的으로 이루어지지 못하면 경제의 自主性을 상실할 수도 있는 심각한 상황에 있는 것이다.

마지막으로 資本去來가 自由化되어 海外資本 流出入의 영향을 지대하게 받게 될 小規模 開放經濟의 입장에서는 國家間에 상호 협력체제의 구축을 검토할 필요가 있을 것으로 판단된다. 個別 小規模開放經濟로서 海外로부터의 영향에 외롭게 대처하기보다는 상호 보완성이 있는 國家, 또는 경쟁관계에 있는 國家 등과 共助體制를 형성하여 대처하는 방안이 效果的일 수 있을 것이기 때문이다.

# 第 2 部 「新경제 5個年計劃(93~97)」의 資本去來 自由化 計劃에 따른 資本流出入의 展望과 資本去來 自由化의 補完裝置[27)]

## Ⅰ. 序 論

앞의 第1部에서 자본거래의 自由化 이후 資本收支의 黑字에 따른 효율적인 通貨管理를 모색하는 한편 동시에 效率的인 資本流出入 管理의 필요성을 제기하였다. 本 第2部에서는 보다 구체적으로 5년간(1993~97)의 資本流出入을 展望하고 그 影響을 거시경제적으로 분석한 후 예상되는 문제점을 해소할 수 있는 政策代案을 제시하고자 하였다.

本稿에서 제시된 資本流出入 展望과 그 影響은 정부가 1993년중에 발표한 「新경제 5個年計劃」의 거시경제전망이 달성되고 자본거래 자유화계획이 계획대로 추진된다는 전제하에서 추정되고 분석된 것이다. 만약 그 前提에 변화가 있을 경우에는 本稿의 내용도 달라져야 하는 것은 당연하다. 또한 本稿는 가능한 모든 경우를 검토하고 분석한 것이 아니라 筆者의 판단으로 가장 가능성이 높은 경우만

---

27) 本 第2部는 政策討論會(1993년 11월 6일, 韓國租稅硏究院)에서 발표된 論文을 재정리한 것이다. 政策討論會에서 유익한 助言을 주신 金宗萬 박사(한국조세연구원), 閔相基 교수(서울대), 朴元巖 박사(한국개발연구원), 魚允大 교수(고려대), 嚴峰成 박사(한국개발연구원), 李天杓 교수(서울대), 咸祥文 박사(한국금융연구원) 등의 論評者에게 감사드린다.

의 분석결과를 제시하였다. 이에 따라 本稿에서 제시된 경우와는 다른 경우가 발생할 수도 있으며, 분석자에 따라서는 다른 경우가 발생할 가능성이 더욱 높은 것으로 주장될 수도 있을 것이다. 즉, 本稿의 내용보다는 問題點이 적거나 오히려 문제점이 많은 경우가 발생할 수도 있을 것이다. 예컨대, 經濟는 전망한 것보다 건실한 가운데서도 海外資本이 우려할 만큼 유입되지 않는 경우도 있을 것이며, 景氣는 전망한 것보다 침체되는 가운데 대규모의 海外資本이 유입되어 원貨 強勢, 通貨增發 등의 압력 속에서 景氣가 침체하는 경우도 있을 것이다.

다소 무리가 있더라도 本稿가 전망 및 거시경제적 영향분석을 計量的으로 제시한 것은 문제점을 가급적 可視的으로 제기하여 문제의 심각성을 부각시키고자 한 것이다. 이에 따라 계량적으로 제시된 전망 및 영향의 엄밀성보다는 전반적인 可能性 및 問題點 그리고 對策을 중심으로 本稿가 평가되기를 희망한다.

政策代案의 경우에는 현재 논의되고 있는 補完裝置에 관한 案들을 반드시 필자의 견해가 아니더라도 필자가 나름대로 그 타당성을 판단하여 재정리한 것이다. 실제로 정책으로 집행되기 위해서는 政策當局에 의해서 엄밀하게 검토되어야 할 것이다.

## Ⅱ. 資本流出入의 展望

「新경제 5個年計劃(93~97)」 및 「對外開放計劃」(blueprint)에 따라 앞으로 자본거래의 자유화가 적극적으로 추진될 것이다. 자본거래의 자유화는 국내금리의 安定, 유리한 자금활용기회의 擴大, 금융산업의 發展 등의 長點이 있다. 그러나 동시에 자본거래의 자유화는 국내경제의 對外 自主性을 훼손할 우려가 있으며, 현재의 國內外 金利

差異 및 換率動向을 고려할 때 일방적인 자본유입에 의해 통화증발, 원貨價値 상승 등 副作用을 초래할 수 있다.

따라서, 정책당국은 앞으로의 자본거래 자유화 조치에 의한 해외자본의 유출입 규모를 미리 展望하여 해외자본의 유출입에 효율적으로 대비하는 方案을 모색하여야 할 것이다. 이를 위해 전망된 해외자본의 유출입이 경제에 미치는 影響을 분석하여야 할 것이다. 정책당국은 통화정책과 환율정책을 통하여 자본유입을 中和할 수 있는 적정규모를 판단하여야 할 것이다. 과도한 자본유입에 대해서는 資本의 유출 촉진 및 유입 억제 장치들을 강구하고 자본거래 자유화의 補完裝置를 마련하여 환율과 통화에 대한 부담을 최대한으로 억제하는 등 그 부작용을 최소화시켜야 할 것이다. 또한 필요한 경우에는 자본거래 자유화의 시기와 폭을 調整하여야 할 것이다.

## 1. 巨視經濟 展望

정부가[28] 발표한 「新경제 5個年計劃(93~97)」에 따르면, 다음 〈表 2-1〉 및 〈表 2-2〉와 같이 앞으로 5년간 적정 경제성장이 지속되는 가운데, 물가안정, 금리안정 및 경상수지 흑자기반이 정착될 것으로 展望된다. 國民總生産은 연평균 7% 내외로 성장하며, 消費者物價는 연 3~4%, 經常收支는 GNP의 0.8% 수준인 50억달러 내외의 흑자를 이룰 것으로 전망된다.

다만, 『「新경제 5個年計劃」 93년 4/4분기 추진계획』에 의하면 KDI (한국개발연구원)는 1993년에 경제성장률은 4.5%, 소비자물가상승률은 4.8%, 경상수지는 1억달러 적자, 무역수지는 21억달러 흑자를 보일 것이며, 1994년에 경제성장률은 6.5~7.2%, 소비자물가상승률은

28) 정부의 전망치는 KDI에 의해서 추정된 수치로 판단된다.

5.4~5.6%, 경상수지는 21~22억달러 흑자, 무역수지는 44억달러 흑자를 보일 것으로 최근에 展望을 修正한 바 있다.

〈表 2-1〉 成長, 國際收支, 物價 展望

| | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| GNP성장률(%) | 6.0 | 7.1 | 7.2 | 7.1 | 7.0 | 7.0 |
| 국제수지(億달러) | | | | | | |
| 수 출 | 823 | 901 | 993 | 1,101 | 1,226 | 1,363 |
| 수 입 | 813 | 876 | 958 | 1,053 | 1,161 | 1,281 |
| 무역수지 | 10 | 25 | 35 | 48 | 65 | 82 |
| 경상수지 | -14 | 0 | 9 | 21 | 37 | 53 |
| 물가상승률(%) | | | | | | |
| 생산자물가 | 1.8 | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| 소비자물가 | 4.9 | 4.3 | 3.7 | 3.6 | 3.2 | 2.9 |

資料: 대한민국정부, 『新경제 5個年計劃(93~97)』, 1993. 7. 2.

〈表 2-2〉 換率, 金利 展望

| | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 환율(원/달러) | 797.5 | 794.5 | 776.6 | 751.4 | 722.6 | 695.2 |
| (원화가치상승률:%) | (-2.2) | (0.3) | (2.3) | (3.2) | (3.8) | (3.8) |
| 금리(%) | | | | | | |
| 3년 회사채(A) | 11.5 | 10.0 | 9.0 | 8.1 | 7.4 | 7.0 |
| 3년 미국국공채(B) | 4.55 | 5.15 | 5.72 | 6.12 | 6.42 | 6.68 |
| 국내외금리차(A-B)(%p) | 6.95 | 4.85 | 3.28 | 1.98 | 0.68 | 0.32 |

註: 환율은 KDI 전망, 미국금리는 WEFA 전망임.

資料: 각종 자료.

한편, 세계경제의 경기회복에 따라 국제금리가 上昇함으로써 국내외 금리차이는 縮小될 것이나 여전히 國內金利가 높을 것이며, 건실한 경제성장의 예상으로 원貨價値의 上昇이 기대되어 해외자본의 流入要因은 지속될 것으로 전망된다. 〈表 2-2〉는 원/달러 환율이 지속적으로 하락하여 원貨價値는 상승추세를 보일 것이며, 국내외 金利差異는 축소되는 추세이지만 여전히 국내금리가 높을 것임을 보여주고 있다. 表 가운데 원/달러 환율은 KDI의 전망치인데 이는 資本收支 黑字에 따른 단기적인 환율하락의 영향보다는 경제성장, 수출입 등 實物經濟의 움직임에 따른 비교적 구조적인 영향이 고려되어 전망된 것으로 추정된다.

## 2. 國際收支 展望

### 가. 經常收支

新경제 5個年計劃에 의하면 정부는 經常收支를 다음 〈表 2-3〉과

〈表 2-3〉 經常收支 展望

(單位: 億달러)

| | | 제1단계 | 제2단계 | | 제3단계 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
| 경상수지 | -45.3 | -14 | 0 | 9 | 21 | 37 |
| 무역수지 | -21.5 | 10 | 25 | 35 | 48 | 65 |
| 수출 | 752 | 823 | 901 | 993 | 1,101 | 1,226 |
| 수입 | 773 | 813 | 876 | 958 | 1,053 | 1,161 |
| 무역외수지 | -26.1 | -24 | -25 | -26 | -27 | -28 |

註: 각 수치는 연간 기준임.

資料: 대한민국정부, 『新경제 5個年計劃(93~97)』, 1993. 7. 2.

같이 전망하고 있다. 다만, 앞에서 설명된 바와 같이 정부가 발표한 『「新경제 5個年計劃」 93년 4/4분기 추진계획』에 의하면 KDI는 1993년에 경상수지는 1억달러 적자, 무역수지는 21억달러 흑자를 보일 것이며, 1994년에 경상수지는 21~22억달러 흑자, 무역수지는 44억달러 흑자를 보일 것으로 최근에 전망을 修正한 바 있다. 이에 의하면 무역수지가 적정 수준의 黑字를 유지하여 경상수지는 대체로 均衡水準을 유지할 것으로 전망되고 있다.

### 나. 資本收支

資本收支 項目은 金融的 動機에 의한 항목, 實物産業과 間接的으로 연계된 항목 그리고 實物産業과 直接的으로 연계된 항목으로 구분될 수 있으며, 자본수지는 이들 항목별로 서로 다른 趨勢를 보이고 있다[29]. 이에 따라 資本收支를 금융적 동기에 의한 거래, 실물산업과 간접적으로 연계된 거래, 실물산업과 직접적으로 연계된 거래로 나누어 展望하기로 한다.

#### 1) 金融的 動機에 의한 去來

금융적 동기에 의한 거래는 外國人에 의한 證券投資, 內國民에 의한 海外證券投資 등으로서 실물거래에 수반되기보다는 비교적 금리(수익률), 환율, 자금조달 등 金融과 관련된 동기에 의하여 독자적으로 형성된 거래이다. 다음에는 이들 금융적 동기에 의한 거래 중 주요 항목에 대하여 자본거래의 流出入을 전망한다[30].

---

29) 보다 자세한 說明은 第1部 第2節 資本收支의 黑字를 참조.

30) 本稿의 주요항목으로 다루지 않는 항목 중 민간해외예치금은 1993년에 3억달러 내외, 1994~95년 동안에는 연간 10억달러 내외, 1996~97년 동안에도 연간 10억달러 내외에 이를 것으로 전망된다.

가) 外國人 證券投資

(1) 現況

1992년 1월부터 증권감독원에 投資者로 등록한 비거주자(해외영주권을 소지한 국민 포함) 및 외국인 거주자에게 개별 법령에서 주식취득을 금하지 않는 모든 上場株式을 개방하였다[31]. 投資限度는 기본적으로 투자자 전체로는 종목별로 상장기업 발행주식 총수의 10%, 1인당으로는 종목별로 상장기업 발행주식 총수의 3%이다. 예외적으로 금융, 항공, 통신 등 공익사업 및 산업정책상 보호가 필요한 업종의 경우에는 투자자 전체의 限度가 종목별로 8%이고, 한전 및 포철의 국민주 기업의 경우에는 투자자 전체의 限度가 종목별로 8%, 1인당의 限度는 종목별로 1%이며, 외국인 직접투자기업의 경우에는 25% 범위 내에서 증권관리위원회가 정한 限度이다.

1992년중 외국인에 의하여 주식투자를 위한 해외자본의 總流入은 27억 2,530만달러, 對外送金은 6억 5,610만달러이었으며, 이에 따라 純流入은 20억 6,920만달러이었다. 외국인에 의한 주식투자의 실적을 보다 구체적으로 살펴보면, 買受額은 2조 3,875억원, 賣渡額은 8,774억원으로서, 純買受額은 1조 5,101억원이었다. 또한 해외자금 유출비중(대외송금/유입)은 24.1%, 주식 매도/매수의 비율은 36.8%, 순매수/시가의 비율은 1.78%, 거래대금/시장전체거래대금의 비율은 1.80%이었다. 回轉率은 시장전체로 133.3%이며 외국투자자의 경우에는 79.7%이었다. 한편, 1993년 1~6월중 외국인 증권투자 實績은 27억 1천만달러에 이르고 있다.

1992년 말 현재 외국인에 의한 株式所有의 현황은 다음 〈表 2-4〉와 같다. 이에 따르면 1992년 말 현재 외국인에 의한 투자여유규모는 3억 9천만주(7.14%), 시가기준으로는 5조 1천억원(6.02%)이다.

이와 같이 그 동안 외국인은 주식투자에 있어서 장기 안정적인 投

31) 本稿에서는 비거주자 및 외국인 거주자를 편의상 외국인으로 칭한다.

資性向을 보였다. 개방초기에는 기업의 내재가치가 높은 종목(低PER株)에 중점 투자하고 8.24 증권시장 안정화대책 이후에는 금융주, 국민주 등을 포함한 대형 우량주에 집중적으로 投資하였다.

(2) 展望

외국인의 주식투자 展望을 위해 먼저 외국인에 의한 주식투자의 需要側面을 살펴보면, 외국인에 의한 주식투자수요는 충분히 커 超過需要 狀態인 것으로 판단된다. 이에 따라 외국인의 주식투자규모는 국내 주식시장이 외국인에게 開放되는 정도에 의하여 결정될 것으로 보인다.

외국인 주식투자의 供給側面을 살펴보기 위해 新경제 5個年計劃에 의한 외국인 주식투자의 단계별 자유화계획을 참조하면, 제1단계(1993년)에 50% 이상 외국인 직접투자기업에 대한 외국인의 투자한도가 폐지(당해기업 동의시)되었다. 제2단계(1994~95년)에는 외국인의 주식투자 한도가 확대되고 국내 거주 외국인은 주식투자시 내국민의 대우(1994년)를 받으며, 제3단계(1996~97년)에는 외국인의 주식투자 한도가 더욱 확대될 계획이다(〈表 2-5〉 참조). 이를 근거로 외국인에 의한 주식투자를 展望하였다.

먼저 1993년의 외국인에 의한 주식투자를 전망함에 있어서 1992년 1월에 시행된 株式市場 開放의 영향은 2년 내에 모두 나타날 것으로 보았다. 이에 의하면 1992년 1월에 주식시장이 개방된 이후 2

〈表 2-4〉 外國人의 株式所有 現況(1992년 말 현재)

| | 주식수 | 시가 |
|---|---|---|
| 직접투자 | 1억 882만주(2.01%) | 1.9조원(2.19%) |
| 주식투자 | 1억 1,140만주(2.06%) | 2.3조원(2.71%) |
| 합 계 | 2억 2,022만주(4.07%) | 4.2조원(4.90%) |

註: ( ) 안은 전체에 대한 점유율임.

년에 걸쳐 KDI의 환율 전망치를 이용할 때, 4~5조원의 순해외자본이 流入되고 해외자본 유입규모는 주식 시가총액의 약 4~5%에 해당될 것으로 推定된다. 이에 따라, 1992년의 외국인의 투자실적을 고려할 때, 현재의 주식투자 허용한도에서 주식투자 예상규모는 2조 5천억~3조원으로 推定되며, 1993년도에 外國人은 2조 5천억~3조원(30~40억달러, 환율전망치 797.5원/달러 기준)을 모두 投資할 것으로 전망된다.

다음에 1994년 이후 외국인의 주식투자 전망에 필요한 주식 시가총액으로서는 서울대학교 經營大學 經營研究所[32]의 전망치를 이용하기로 한다. 이에 따르면 주식시가는 1993년에 109조 8천억원, 1994년에 135조 1천억원, 1995년에 164조 3천억원, 1996년에 199조 1천억원으로 전망되었다.

이로부터 1994년 이후의 외국인에 의한 주식투자 규모를 展望하면, 新경제 5個年計劃에 근거하여 1994년에 외국인에 의한 주식투자 許容限度가 5~10% 增加되어 주식투자 許容限度가 15~20%로 되었을 때, 1995년 말까지 외국인의 주식투자규모는 총주식시가의 7~10%에 이를 것으로 假定하였다. 이에 따르면, 第2段階(1994~95)에 외국인에 의한 주식투자용으로 7~10조원의 순해외자본이 추가로 流入되어 第2段階의 외국인에 의한 주식투자용 해외자본 유입규모는 80~120억달러에 이르고 年間으로는 40~60억달러에 이를 것으로 展望된다.

또한, 新경제 5個年計劃에 근거하여 1996년도에 외국인에 의한 주식투자 許容限度가 5% 增加되어 주식투자 許容限度가 20~25%일 경우, 1997년 말까지 외국인의 주식투자규모는 주식시가의 10~12.5%에 이를 것으로 假定하였다. 이에 따르면, 第3段階(1996~97)에 외

32) 서울대학교 經營大學 經營研究所는 주식시가를 회귀분석에 의하여 전망하였다. 서울대학교 經營大學 經營研究所(1993), 『증권시장 선진화를 위한 예탁 및 대체결제제도 발전방안』 참조.

국인에 의한 주식투자용으로 7~12조원의 순해외자본이 流入되어 第3段階의 외국인에 의한 주식투자용 순해외자본 유입규모는 100~160억달러에 이르고 年間으로는 50~80억달러에 이를 것으로 展望된다. 이러한 전망의 근거가 되고 있는 외국인에 의한 주식투자 허용한도는 1996년에 우리나라가 OECD에 정회원으로 가입할 예정이며 OECD회원국은 투자허용한도를 설정하는 경우가 없음을 고려할 때 보다 擴大될 要因도 있다.

한편, 新경제 5個年計劃에 의한 債券市場의 단계별 자유화계획을 보면, 제2단계(1994~95년)에는 국제기구의 원화채권발행이 허용(1995년)되며 중소기업발행 전환사채에 대한 외국인의 직접투자가 허용(1994년)될 계획이다. 또한 금리수준이 국제금리와 유사한 국공채에 대한 외국인의 발행시장 인수가 허용(1994년)되며 국내상장채권에 대한 외국인의 간접투자가 허용(1995년)될 계획이다. 제3단계(1996~97년)에는 중소기업의 무보증 장기채권에 대한 외국인의 직접투자가 허용(1997년)될 계획이다(〈表 2-5〉 참조).

외국인에 대한 債券市場의 開放은 앞으로 해외자본유입의 가장 큰 변수가 될 것으로 보인다. 현재의 채권시장 개방계획에 의하면 채권시장의 개방이 매우 신중하게 추진될 계획이며, 이에 따라 외국인의 채권투자에 의한 해외자본의 流入規模는 그다지 크지는 않을 것으로 전망된다. 그러나 국내외 금리차이로 인하여 채권시장 개방에 대한 외국의 壓力이 높을 것이며 또한 OECD 加入을 위하여 자본거래 자유화 규약을 어느 정도 수용하여야 할 것이므로 채권시장의 開放은 계획보다 앞당겨질 가능성도 있다.

나) 海外證券投資

(1) 現況

그 동안 國內資本의 유출방지 및 外換의 효율적 운용을 위해 해외증권투자는 투자기관, 투자한도, 투자대상 등에 있어서 規制되어 왔

다. 그러나 국내 주식시장의 開放과 均衡을 유지하고, 기업의 對外去來가 확대되면서 기업이 환율 및 금리 변동에 대한 危險을 회피할 수 있게 하고, 해외자본의 유입에 따른 通貨管理의 부담을 완화할 필요성이 있어, 정부는 해외증권투자에 대한 規制를 완화하고 있다.

현재 허용된 해외증권투자의 내용은 다음 〈表 2-6〉과 같이 투자

〈表 2-5〉 金融的 動機에 의한 去來의 自由化 計劃

| | |
|---|---|
| **外國人 株式投資** | |
| 제1단계(1993) | · 50% 이상 외국인 직접투자기업에 대한 외국인의 투자한도 폐지(당해기업 동의시) |
| 제2단계(1994~95) | · 외국인의 주식투자 한도 확대<br>· 국내 거주 외국인의 주식투자시 내국민 대우(1994) |
| 제3단계(1996~97) | · 외국인의 주식투자 한도 확대 |
| **債券去來** | |
| 제2단계(1994~95) | · 국제기구의 원화채권발행 허용(1995)<br>· 중소기업발행 전환사채에 대한 외국인의 직접투자 허용(1994)<br>· 금리수준이 국제금리와 유사한 국공채에 대한 외국인의 발행시장 인수 허용(1994)<br>· 국내상장채권에 대한 외국인의 간접투자 허용(1995) |
| 제3단계(1996~97) | · 중소기업 무보증 장기채권에 대한 외국인의 직접투자 허용(1997) |
| **海外證券投資** | |
| 제1단계(1993) | · 기관투자가의 범위 투자한도 확대<br>· 수요에 맞추어 일반투자가의 투신사를 통한 간접투자를 확대 허용 |
| 제2단계(1994~95) | · 기관투자가의 해외증권투자 자유화<br>· 일반 투자가의 해외증권투자 허용폭 확대 |

資料: 대한민국정부, 『「新경제 5個年計劃(93~97)」 經濟改革課題報告書』, 1993. 7.

기관, 투자한도 및 투자대상으로 구분되어 있다. 그리고 1993년 1~6월중 海外證券投資 실적은 2천만달러에 그치고 있다.

(2) 展望

新경제 5個年計劃에 의한 해외증권투자의 단계별 자유화계획에 따라 제1단계(1993년)에는 기관투자가의 범위와 투자한도가 확대되었고 수요에 맞추어 일반투자가의 투신사를 통한 간접투자가 확대되어 허용되었다. 제2단계(1994~95년)에는 기관투자가의 해외증권투자가 자유화되고 일반투자가의 해외증권투자 허용폭이 확대될 계획이다(〈表 2-5〉 참조).

이에 근거하여 海外證券投資의 年度別 規模를 전망하여 보면, 기본적으로 國內外 金利差異가 존재하고 원貨價値의 上昇이 예상되는 한 해외증권투자는 그다지 활발하지 않을 것으로 보인다. 1993년에는 2억달러 내외, 1994~95년 동안에는 年間 5억달러 내외, 1996~

〈表 2-6〉 海外證券投資의 規制現況

| 투자기관 | |
|---|---|
| 기관투자가 | · 증권사, 투신사, 보험사, 단자사, 연기금 |
| 해외 외화보유가 허용된 기업 | · 수출입실적 1억달러 이상의 기업 |
| 일반 투자가 | |
| **투자한도** | |
| 기관투자가 | · 증권사, 투신사, 보험사 : 1억~2억달러<br>· 단자사, 연기금 : 5천만달러 |
| 기업 | · 수출입실적의 10%, 최고 1억달러 |
| 일반투자가 | · 투신사의 해외투자 수익증권에 의한 펀드를 통하여 간접적으로 투자하며 1993년중에는 3개 투신사당 5천만달러 이내에서 허용 |
| 투자대상 | · 상장증권 및 일부비상장증권(NASDAQ 등)에의 투자, 주가지수선물 및 옵션거래의 허용 |

97년 동안에는 年間 10억달러 내외에 이를 것으로 전망된다.

2) 實物産業과 間接 연계된 去來

實物産業과 間接的으로 연계된 去來는 실물거래와 직·간접적으로 관련된 거래이나 동시에 金融的 動機가 수반된 거래이다. 실물산업과 間接的으로 연계된 거래 중 국내기업에 의한 해외증권발행, 개발기관의 차입, 항공기·선박 리스, 무역신용 등을 살펴본다[33].

가) 海外證券發行

(1) 現況

납입자본금 100억원 이상 또는 자기자본 200억원 이상이고, 3년간 누적기준 당기순이익을 시현하고, 첨단기술산업 등을 영위하고 있는 企業은 자본재 도입자금, 외채 조기상환, 해외 투자자금 등을 위해 CB, BW, CP 등의 모든 외화증권을 재무부 장관에의 申告에 의하여 발행할 수 있다[34]. 해외증권발행은 해외의 저금리자금을 활용하여 국내 설비투자를 촉진하고 원활한 기업활동을 지원하는 利點이 있는 반면, 통화·환율 등 거시경제의 정책운용에 미치는 영향이 크고 대기업 위주로 이루어질 경우 衡平의 문제가 야기될 우려가 있다. 1993년 1~6월중 해외증권발행 實績은 8억 8천만달러에 이르고 있다.

(2) 展望

新경제 5個年計劃에 의한 해외증권발행의 自由化計劃을 보면 제1단계(1993년)에 기업의 외화증권 발행은 허가제에서 신고제로 전환되도록 계획되었다(〈表 2-7〉 참조). 이에 따라 제1단계 계획은 원

33) 本稿에서 주요 항목으로 다루어지지 않는 항목 중 輸出先受金은 1993년에 10억달러 내외를 보인 후 미미한 수준에 그칠 것이며 延拂輸出 또한 국내외 금리차이로 인하여 미미한 수준에 그칠 것으로 전망된다.

34) 1993년 4월부터 해외증권발행이 許可制에서 申告制로 전환되었다.

칙적으로는 1993년 4월부터 이미 시행중에 있다.

앞으로는 기본적으로 국내외 금리차이로 인하여 기업의 해외증권 발행에 의한 資金調達需要가 높을 뿐만 아니라 금융실명제의 실시로 대기업의 채권발행 등 국내 직접금융시장에서의 자금조달이 어려워지게 됨에 따라 해외증권발행에 의한 海外資金需要가 급증할 것이다. 그리고 현재 행정지도에 의하여 規制되고 있는 용도 및 발행자격에 대한 규제가 앞으로 지속적으로 완화될 것으로 예상된다. 이와 같은 需要增大의 要因이 있는 반면에, 국내외 금리차이가 점차 縮小되면서 금리차이로 인한 해외자금수요도 점차 減少할 것으로 예상된다. 이들을 고려할 때, 해외증권발행은 꾸준히 增加하여 1993년에는 20억달러 내외, 1994~95년 동안에는 年間 25억달러 내외, 1996~97년 동안에는 年間 30억달러 내외에 이를 것으로 전망된다.

나) 開發機關 借入

(1) 現況

開發機關에 의한 外貨資金 借入의 경우 1년 이하는 자유, 1년 초

〈表 2-7〉 實物産業과 間接 連繫된 去來의 自由化 計劃

| | |
|---|---|
| 海外 證券發行 | |
| 제1단계(1993) | · 기업의 외화증권 발행을 신고제로 전환 |
| 貿易信用 | |
| 제1단계(1993) | · 수출용원자재에 대한 연지급수입 기간을 90일에서 120일로 확대 |
| 제2단계(1994~95) | · 연지급수입 기간의 추가 확대 |
| 제3단계(1996~97) | · 연지급수입 기간의 국제 수준화 |

資料: 대한민국정부, 『「新경제 5個年計劃(93~97)」 經濟改革課題報告書』, 1993. 7.

과 중 1천만달러 미만은 재무부 장관에의 보고, 1천만달러 이상은 件別로 재무부 장관에의 사전신고사항이며, 外貨證券의 發行은 件別로 재무부 장관에의 신고사항이다. 차입된 외화자금은 外貨貸出에 직접 연계되어 있는데, 융자대상은 시설재 수입자금, 계획조선용 機資材 수입자금, 해외투자자금, 차관상환자금 등이며, 융자기간은 8년 이내이고, 융자비율은 대기업 80%, 중소기업 90%이다. 1993년 1~6월중 개발기관차입 實績은 9억달러로 나타났다.

(2) 展望

金融의 國際化를 촉진하기 위하여 현재 행정지도에 의하여 이루어지고 있는 개발기관의 차입에 대한 規制가 크게 완화될 것으로 보인다. 1993년에는 25억달러 내외, 1994~95년 동안에는 年間 25억달러 내외, 1996~97년 동안에는 年間 30억달러 내외로 전망된다.

다) 항공기 · 선박 리스

(1) 現況

그 동안 통화관리의 목적을 위해 外資導入 規制에 따라 국제금융리스 去來를 억제하여 왔으나, 최근 해운 및 항공 운송의 需要가 증가하여 선박 및 항공기를 확보할 필요성이 증대함에 따라 선박 및 항공기의 購入에 한하여 제한적으로 국제금융리스를 허용하고 있다. 그러나 정부는 해운산업 및 항공운송업 등과 관련한 산업정책적 측면에서 支援이 불가피한 거래만을 허용하고 있다. 1993년 1~6월중 항공기 · 선박 리스 실적은 8억 9천만달러를 보이고 있다.

(2) 展望

1993년중 선박에 대한 국적취득 조건부의 국제금융리스는 외항 및 내항 해운선박, 원양어선에 한하여 계약기준으로 해운선박 8억달러, 원양어선 5천만달러 이내의 범위에서 許容되었다. 그리고 1993년중 신규항공기 국제금융리스는 8억달러 한도로 許容되었다. 국제금융리스의 운용방식에 변화가 없을 것으로 예상되기 때문에 1993년에 15

억달러 내외, 1994~95년 동안에도 年間 15억달러 내외, 1996~97년 동안에는 年間 20억달러 내외에 이를 것으로 전망된다.

라) 貿易信用

(1) 現況

현재 貿易信用의 대종을 이루고 있는 延支給 輸入制度의 경우 대상품목은 실행관세율 10% 이하인 품목과 원유, 경유, 중유이다. 이때, 일반지역의 適用期間은 내수용 60일, 수출용 120일이며, 인근지역의 적용기간은 내수용, 수출용 30일이다. 1993년 1~6월중 무역신용 실적은 2억 2천만달러를 보이고 있다.

(2) 展望

관세율 인하 예시계획 및 국제관행에 따른 연지급 적용기간의 확장이 예상되어 연지급수입은 꾸준히 增加할 것으로 예상된다. 연지급수입은 실물산업에 수반되는 자본거래로서 經濟開放과 병행하여 우선적으로 자유화될 것이나, 국제수지 및 통화관리의 여건에 따라 段階的으로 확대될 것으로 예상된다.

新경제 5個年計劃에 따른 단계별 연지급수입의 자유화계획을 따라 제1단계(1993년)에는 수출용 원자재에 대한 연지급수입 기간이 90일에서 120일로 확대되었다. 제2단계(1994~95년)에는 연지급수입 기간이 추가로 확대될 계획이며, 제3단계(1996~97년)에는 연지급수입 기간이 국제 수준과 동일하게 될 계획이다(〈表 2-7〉 참조). 이에 따라 무역신용은 1993년에 10억달러 내외, 1994~95년 동안에는 年間 25억달러 내외, 1996~97년 동안에는 年間 35억달러 내외에 이를 것으로 전망된다.

3) 實物産業과 直接 연계된 去來

실물산업과 直接的으로 연계된 去來는 실물거래에 직접 수반되는

거래이다. 실물산업과 직접적으로 연계된 去來 중 상업차관, 외국인 투자기업(外投企業) 차관, 외국인 직접투자, 해외직접투자 등을 살펴본다[35].

〈表 2-8〉 實物産業과 直接 連繫된 去來의 自由化 計劃

| | |
|---|---|
| 商業借款 | |
| 제3단계(1996~97) | · 국제수지, 국내외금리차이 등 경제여건 성숙에 맞추어 상업차관 허용 |
| 外投企業 借款 | |
| 제1단계(1993) | · 고도기술 수반 제조업 외국인 투자기업에 대해 단기차입 허용(기조치) 및 대상기업을 고도기술 수반 서비스업으로 확대 |
| 제2단계(1994~95) | · 외국인 투자기업의 단기차입 허용범위를 일반제조업까지 단계적으로 확대 |
| 外國人 直接投資 | |
| 제1단계(1993) | · 원칙적 인가제에서 원칙적 신고제로 전환 |
| 제2단계(1994~95) | · 개방업종의 확대 및 외국인 투자절차의 대폭 간소화 |
| 제3단계(1996~97) | · 외국인 투자의 신고제도 정착 |
| 海外直接投資 | |
| 제1단계(1993) | · 해외직접투자 절차 간소화 및 투자제한 완화 |
| 제2단계(1994~95) | · 해외직접투자 신고대상 확대 |
| 제3단계(1996~97) | · 해외직접투자를 신고제로 전환하여 자유화 |

資料: 대한민국정부, 『「新경제 5個年計劃(93~97)」 經濟改革課題報告書』, 1993. 7.

35) 本稿에서 주요 항목으로 다루어지지 않는 항목 중 공공차관의 수준은 미미할 것으로 전망된다.

가) 商業借款

(1) 現況

현재 상업차관은 3년을 초과하는 1백만달러 이상의 차입시에 외자도입법에 의거한 재무부 장관의 認可事項이며, 사회간접자본 건설사업의 시설재 수입용에 대해 제한적으로 認可되고 있다[36]. 1993년 6월 말 현재 1993年度 實績은 없다.

(2) 展望

新경제 5個年計劃에 의한 상업차관의 자유화계획을 보면, 제3단계(1996~97년)에는 국제수지, 국내외 금리차이 등 경제여건의 성숙에 맞추어 상업차관이 허용될 계획이다(〈表 2-8〉 참조). 이와 같은 計劃과 社會間接資本의 확충이 예상됨에 따라 앞으로 사회간접자본 투자를 위한 시설재 도입목적으로 상업차관이 꾸준히 許容될 것으로 전망된다. 이에 따라 1993년에는 4억달러 내외, 1994~95년 동안에는 年間 10억달러 내외, 1996~97년 동안에는 年間 15억달러 내외에 이를 것으로 전망된다.

나) 外投企業 借款

(1) 現況

3년 이내의 단기외화자금 차입은 방위산업용 수입물품 결제자금, 延拂輸出用 원자재 및 해외 외화획득용 원자재 수입대금, 외화획득용 시설재 수입자금의 용도에 대하여 한국은행 총재의 허가사항이며, 고도기술의 外國人 投資企業(外投企業)에 한해 투자금액의 50% 범위 내에서 차입이 허용되고 있다. 1993년 1~6월중 外投企業借款 實積은 3억달러였다.

(2) 展望

新경제 5個年計劃에 의한 外投企業 借款의 단계별 자유화계획에

36) 현재 상업차관에 대한 수요가 매우 많은데 이는 상업차관이 與信管理의 대상이 아닌 점에도 연유한다.

따라 제1단계(1993년)에는 고도기술을 수반하는 제조업의 외국인 투자기업에 대해 단기차입이 허용되었으며 대상기업이 고도기술을 수반하는 서비스업으로 확대되었다. 제2단계(1994~95년)에는 외국인 투자기업의 단기차입 허용범위가 일반제조업까지 단계적으로 확대될 계획이다(〈表 2-8〉 참조).

현재 운용방식이 앞으로도 지속될 것으로 豫想된다. 이에 따라 外投企業 借款은 1993년에 5억달러 내외, 1994~95년 동안에는 年間 5억달러 내외, 1996~97년 동안에는 新경제 5個年計劃의 규제완화 계획에 따라 年間 15억달러 내외에 이를 것으로 전망된다.

다) 外國人 直接投資

(1) 現況

外國人 投資業種에 대해 금지업종 열거주의(negative list system), 자동인가제도, 신고제도 등이 활용되고 있다. 投資對象에 따라 자유업종과 제한업종으로 구분하고 投資事業에 따라 인가대상과 신고대상으로 구분하여, 제한업종과 소매업 및 숙박업의 경우에는 재무부장관의 認可事項이며 인가대상 사업 이외의 사업인 경우에는 재무부장관 또는 한국은행 총재의 申告事項이다. 1993년 1~6월중 외국인의 직접투자 실적은 3억 3천만달러로 나타났다.

(2) 展望

외국인 투자는 국내산업의 競爭力을 향상시킬 것이므로 국내산업의 수용현황을 감안하여 외국인 투자의 開放對象을 확대하고 投資節次를 간소화하여 외국인 투자를 적극적으로 유치할 것으로 예상된다. 특히 외국인 직접투자는 실물거래에 直接 수반되는 자본거래로서 通貨, 換率 등에의 영향이 비교적 적어 우선적으로 자유화가 추진될 가능성이 높다. 정부는 서비스업을 포함하여 「外國人投資 開放 5個年 豫示制」를 수립하여 이에 따라 外國人 投資의 자유화를 추진하고 있다.

新경제 5個年計劃에 의한 외국인 직접투자의 단계별 자유화계획에 따라 제1단계(1993년)에는 원칙적으로 인가제에서 신고제로 전환되었다. 제2단계(1994~95년)에는 개방업종이 확대되고 외국인의 투자절차가 대폭 간소화되며, 제3단계(1996~97년)에는 외국인 투자의 신고제도가 정착될 계획이다(〈表 2-8〉 참조). 이를 고려하면, 외국인 직접투자는 1993년에 8억달러 내외, 1994~95년 동안에는 年間 15억달러 내외, 1996~97년 동안에는 年間 20억달러 내외에 이를 것으로 전망된다.

라) 海外直接投資

(1) 現況

정부는 해외직접투자의 對象을 産業政策과 연계하여 관리하고 있다. 즉 정부는 해외직접투자 대상을 유형과 내용에 따라 장려사업, 일반사업, 제한사업 등 세 가지 범주로 구분하고 이를 허가심사 및 금융지원과 함께 다음 〈表 2-9〉와 같이 연계시키고 있다.

海外投資節次에 있어서는 5백만달러 이하는 한국은행 총재 신고수리, 5백만~1천만달러 이하는 한국은행 총재 허가, 1천만달러 초과는 해외투자위원회의 심의를 거친 한국은행 총재의 허가사항이다. 금융보험업자의 해외투자 또는 금융보험업에 대한 해외투자는 재무부 장관의 허가사항이다. 1993년 1~6월중 海外直接投資 實績은 4억 1천만달러로 나타났다.

〈表 2-9〉 海外直接投資의 規制現況

| 구분 | 대상사업 | 허가심사 | 금융지원 |
|---|---|---|---|
| 장려사업 | 첨단기술사업 등 5개 | 우선허가 | 우대지원 |
| 일반사업 | 장려·제한사업 이외의 모든사업 | 원칙허가 | 선별지원 |
| 제한사업 | 중요기술이전 사업 등 5개 | 허가금지 | 지원금지 |

(2) 展望

외국인 직접투자를 자유화하는 동일한 原則에 의하여 海外直接投資의 自由化가 진행될 것이다. 세계경제에서의 보호주의·지역주의의 심화, 국제수지의 적정관리, 통화의 적정관리, 국내산업구조의 개편, 기업경영의 국제화 등에 효율적으로 對應하기 위해 해외직접투자의 확대 및 자유화가 진전될 것이다. 그리고 民間企業은 自律性을 갖고 해외진출 전략을 마련하며 해외의 투자사업 및 투자지역을 결정할 수 있도록 해외직접투자의 자유화가 추진될 것이다.

이를 위해, 정부는 국제수지 여건에 따라 海外投資의 전체적인 흐름을 관리하면서 해외직접투자에 따른 산업구조 조정 및 수출증대 등의 效果가 극대화될 수 있도록 특히 제조업을 중심으로 산업정책과의 연계를 강화할 계획이다. 이를 위해 投資節次를 간소화하고 投資制限의 완화를 지속적으로 추진하며 금융·세제 지원 등 投資與件을 확충할 것으로 보인다.

新경제 5個年計劃에 의한 해외직접투자 자유화의 단계별 계획에 따라 제1단계(1993년)에는 해외직접투자의 절차가 간소화되고 투자제한이 완화되었다. 제2단계(1994~95년)에는 해외직접투자의 신고대상이 확대되며, 제3단계(1996~97년)에는 해외직접투자가 신고제로 전환되어 자유화될 계획이다(〈表 2-8〉 참조). 이에 따르면 해외직접투자는 1993년에 10억달러 내외, 1994~95년 동안에는 年間 15억달러 내외, 1996~97년 동안에는 年間 20억달러 내외에 이를 것으로 전망된다.

### 다. 綜合收支

지금까지 資本收支 項目을 중심으로 國際收支를 전망하였다. 자본수지 항목은 第1部의 〈表 1-1〉에서 보는 바와 같이 외환관리, 국제수지관리, 통화관리 등의 목적으로 각종 規制에 의하여 관리되고 있

으므로 자본수지 항목의 展望은 규제의 변화에 의하여 파악하는 것이 타당할 것으로 판단되었다. 이에 따라 자본수지의 展望은 規制의 예상변화에 초점을 맞추어 이루어졌다.

특히, 1992년 이후 자본수지 항목 중 實物去來와 상대적으로 관계가 적은 金融去來 項目과 實物去來와 間接的으로 연계된 項目에 있어서의 規制가 완화됨에 따라 經常收支의 赤字에도 불구하고 資本收支가 큰 폭으로 黑字를 보이고 있다[37]. 이에 따라 자본수지의 항목을 금융적 동기에 의한 거래, 실물산업과 간접적으로 연계된 거래 및 실물산업과 직접적으로 연계된 거래로 나누어 展望하였다[38].

이상의 항목별 展望을 종합하여 정리하면 〈表 2-10〉과 같다. 앞으로 자본수지는 외국인 증권투자 등 金融的 動機에 의한 거래와 해외증권발행 등 실물산업과 間接的으로 연계된 去來의 黑字에 의하여 경상수지의 움직임과는 상관없이 큰 폭의 黑字를 보일 것으로 전망되었다.

1993년에 經常收支는 14억달러 赤字, 長期 資本收支는 50~90억달러 흑자, 短期 資本收支는 15억달러 내외의 黑字를 보여, 綜合收支는 50~100억달러의 黑字에 이를 것으로 展望되었다. 다만, KDI는 1993년에 경상수지는 1억달러 적자, 무역수지는 21억달러 흑자를 보일 것으로 최근에 전망을 修正한 바 있다.

1994~95년 동안에는 年間基準으로 經常收支는 4억 5천만달러 黑字, 長期 資本收支는 55~95억달러 黑字, 短期 資本收支는 10~30억달러 黑字를 보여, 綜合收支는 70~130억달러의 黑字에 이를 것으로 전망되었다. 다만, KDI는 1994년에 경상수지는 21~22억달러 흑자, 무역수지는 44억달러 흑자를 보일 것으로 최근에 전망을 修正한 바

37) 자세한 說明은 第1部를 참조.

38) 「新경제」 계획은 자본거래 자유화의 방침만 밝히고 그 세부조치를 명시하지 않은 상태이며 실제로 대폭적인 종합수지의 흑자가 발생할 가능성이 있을 경우에는 사전에 적절한 조치가 취해질 것이므로 本稿에서 전망된 綜合收支의 黑字는 실현되지 않을 수 있다.

〈表 2－10〉 國際收支 展望[1), 2)]

(單位: 億달러)

| | 1992 | 제1단계 | 제2단계 | | 제3단계 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
| 經常收支 | -45.3 | -14 | 0 | 9 | 21 | 37 |
| 무역수지 | -21.5 | 10 | 25 | 35 | 48 | 65 |
| 수출 | 752 | 823 | 901 | 993 | 1,101 | 1,226 |
| 수입 | 773 | 813 | 876 | 958 | 1,053 | 1,161 |
| 무역외수지 | -26.1 | -24 | -25 | -26 | -27 | -28 |
| 長期資本收支 | 72.3 | 70±20 | 75±20 | | 125±30 | |
| 외국인 증권투자 | 23.9 | 35±5 | 50±10 | | 65±15 | |
| 해외증권투자 | - | -2±-1 | -5±5 | | -10±5 | |
| 해외증권발행 | 17.4 | 20±2 | 25±10 | | 30±10 | |
| 개발기관 차입 | 17.1 | 25±1 | 25±10 | | 30±10 | |
| 항공기 · 선박 리스 | 11.0 | 15±3 | 15±5 | | 20±5 | |
| 연불수출 | 17.5 | -1±3 | - | | - | |
| 공공 · 상업차관 | -11.6 | 4±1 | 10±5 | | 15±25 | |
| 外投企業借款 | - | 5±2 | 5±5 | | 15±5 | |
| 외국인 직접투자 | -5.5 | 8±4 | 15±5 | | 20±5 | |
| 해외직접투자 | -10.7 | -10±1 | -15±5 | | -20±30 | |
| 기타[3)] | -9.3 | -30±2 | -35±5 | | -40±5 | |
| 短期資本收支 | 11.1 | 15±3 | 20±10 | | 25±10 | |
| 민간해외예치금 | -8.6 | -3±1 | -10±5 | | -10±5 | |
| 무역신용 | 8.9 | 10±3 | 25±10 | | 35±10 | |
| 수출선수금 | 1.6 | 10±1 | - | | - | |
| 綜合收支 | 49.0 | 75±25 | 100±30 | | 180±50 | |

註: 1) 각 수치는 연간 기준임.

2) KDI는 1993년에 經常收支는 1억달러 赤字, 貿易收支는 21억달러 黑字를 보일 것이며, 1994년에 經常收支는 21～22억달러 黑字, 무역수지는 44억달러 黑字를 보일 것으로 최근에 전망을 수정한 바 있어 綜合收支는 확대될 가능성이 있음 (『「新경제 5個年計劃」 93년 4/4분기 추진계획』 참조).

3) 1993년 이후 전망에 있어서 개발기관 차입, 항공기 · 선박 리스, 공공 · 상업차관 및 外投企業 借款은 도입기준으로 전망되었으며 이들 항목의 예상되는 상환금은 기타에 포함됨.

있다.

1996~97년 동안에는 年間基準으로 經常收支는 30억달러 내외의 黑字를 보일 것으로 정부는 발표하였다. 그리고 本稿의 분석에 의하면, 長期 資本收支는 95~155억달러 黑字, 短期 資本收支는 15~35억달러 黑字를 보여, 綜合收支 黑字는 130~230억달러에 이를 것으로 전망되었다.

本稿에서는 엄밀한 전망치보다는 상황판단에 의한 전망치를 제시함으로써 豫想되는 問題點을 도출하고자 하였다. 즉, 전망치 자체의 정확성보다는 자본거래가 자유화됨에 따라 대규모의 해외자본이 유입되어 本稿에서 제시된 정도의 綜合收支 黑字가 일어날 가능성이 많음에 초점이 맞추어질 필요가 있을 것으로 보인다. 다음에는 이상의 종합수지 전망을 토대로 그 影響과 對策을 살펴보고자 한다.

## Ⅲ. 影響 및 對策

### 1. 影響

앞에서 살펴본 바와 같이 「新경제 5個年計劃」과 「對外開放計劃」(blueprint)의 자본거래 자유화계획에 따라 資本去來의 自由化가 이루어질 경우 앞으로 5년간 예상되는 純資本流入額을 전망하였다. 이에 의하면 純海外資本의 流入額(綜合收支 黑字額)의 전망치는 1993년에는 50~100억달러이었으며, 1994년과 1995년에는 각각 70~130억달러, 1996년과 1997년에는 각각 130~230억달러이었다(〈表 2-10〉 참조).

本 第3節에서는 이와 같은 해외자본 유입의 影響을 計量的으로 분석하고자 한다[39]. 영향 분석에 있어서 여러 制約 및 限界가 많음에

도 불구하고 영향을 가급적 계량적으로 분석하여 그 결과를 제시하고자 한 것은 앞에서 지적된 바와 같이 자본거래 자유화로 인하여 발생할 수 있는 副作用을 可視化하여 긍정적인 효과는 극대화하는 한편 부정적인 효과는 극소화하는 방안을 摸索하기 위한 것이다.

그 영향을 보면 첫째, 해외자본의 유입으로 換率은 해외자본의 유입이 없는 경우에 비교하여 단기적으로 원貨價値의 上昇壓力을 받게 될 것이다. 해외자본 유입이 換率에 미치는 영향은 實質實效換率을 기준으로 분석되는 것이 타당할 것이다. 本稿에서는 分析의 어려움으로 인하여 그 내용을 소개할 정도로 엄밀하게 분석되지 못하였다.

둘째, 해외자본의 유입이 가시화되면 通貨는 앞으로 5년간 해외부문으로부터 매년 다음과 같은 통화증발의 압력을 받을 것으로 예상된다. 그 내용을 보면 年間 $M_2$ 增加率을 15%로 가정하고 1993년의 $M_2$ 증가율은 통화당국의 발표가 없어 연 18.5%로 가정할 때 전체 $M_2$ 증가 중 海外部門 通貨가 차지하는 比重이 35~60%에 이를 만큼 通貨增發의 壓力이 있을 것으로 예상된다(〈表 2-11〉 참조).

셋째, 해외자본의 유입으로 인한 원貨價値 상승 및 통화증발의 압력이 經濟成長 및 物價에 미치는 영향은 다음 〈表 2-12〉와 같이 예

〈表 2-11〉 通貨에 미치는 資本收支 黑字의 影響

| | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|---|---|---|---|---|---|
| $M_2$증가 가정액(A)(兆원) | 16.0 | 17.4 | 20.0 | 23.0 | 26.5 |
| 해외부문 통화증발압력액(B)(兆원) | 5.9 | 7.9 | 7.8 | 13.5 | 13.0 |
| B/A(%) | 36.9 | 45.4 | 39.0 | 58.7 | 49.1 |

註: 해외부문 통화증발 압력액은 KDI의 환율 전망치에 의하여 환산되었음.

39) 경제이론의 교과서에 의하면, 해외자본유입은 市場機能에 의하여 원貨價値의 上昇 및 貿易收支의 惡化로 조정된다.

상된다([圖 2-1]~[圖 2-4] 참조). 그 영향을 분석함에 있어서 종합수지 흑자는 豫想範圍의 중앙값을 보일 것으로 가정하였다.

〈表 2-12〉의 상단은 綜合收支 黑字가 巨視經濟에 미치는 영향을 1993~97년 동안 계량화하여 나타낸 것이다. 각 연도별로 경제성장률 변화, 소비성장률 변화, 투자성장률 변화 및 물가상승률 변화에 대한 종합수지 흑자의 영향이 계량적으로 분석되었다.

또한 〈表 2-12〉의 하단은 앞으로 5년간 예상되는 종합수지 흑자가 발생한 후, 1998년 이후의 5년간에 걸쳐 經濟成長, 消費, 投資 및 物價에 미치는 영향이 계량적으로 분석된 것이다. 그 영향은 「시뮬레이션」(simulation)에 의하여 종합수지 흑자가 없는 경우와 比較하여 나타낸 것이다.

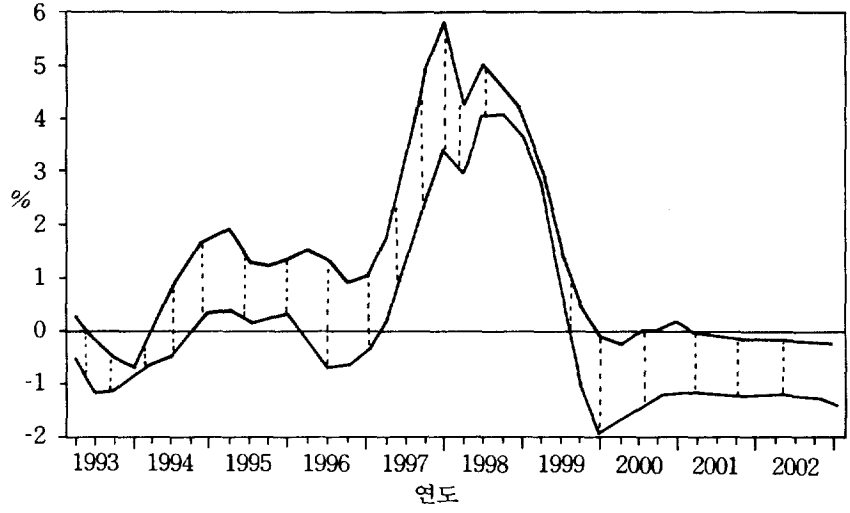
위의 분석에 있어서 종합수지 흑자로 인한 通貨增發壓力이 中和에 의하여 실현되는 정도 및 中和하는 방법에 따라 경제성장 및 물가에 미치는 影響이 다르므로 경제성장률 및 물가상승률의 변화는 範圍로 표시되고 있다. 예컨대, 物價上昇率의 上限線은 通貨增發壓力을 中

〈表 2-12〉 巨視經濟에 미치는 資本收支 黑字의 影響

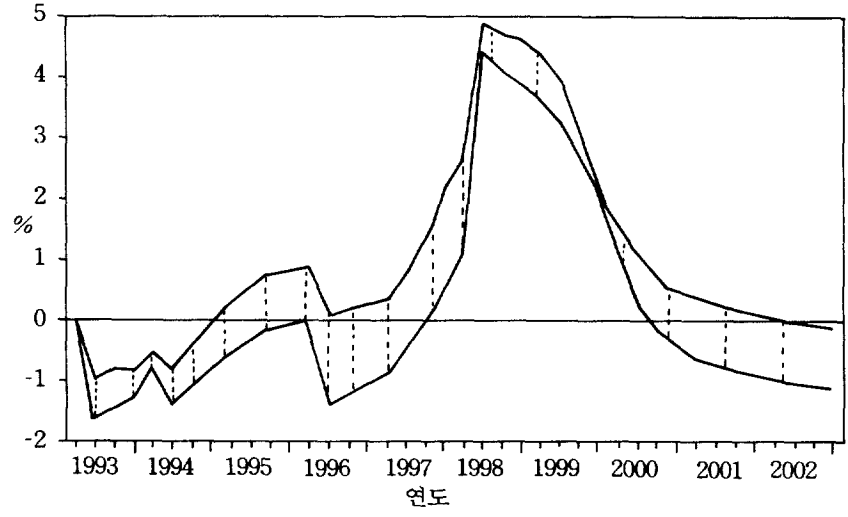
(單位: %)

| | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|---|---|---|---|---|---|
| 경제성장률 변화 | -1.2~0.27 | -0.6~1.76 | 0.15~1.89 | -0.7~1.47 | 0.12~5.80 |
| 소비성장률 변화 | -1.7~0.02 | -1.4~-0.1 | -0.6~0.83 | -1.4~0.90 | -0.9~2.09 |
| 투자성장률 변화 | -1.6~2.30 | -1.5~1.25 | -0.9~0.11 | -1.9~-3.1 | -4.3~-0.7 |
| 물가상승률 변화 | -0.2~1.93 | -0.6~2.49 | -0.5~3.14 | 0.08~4.97 | 1.04~5.84 |
| | 1년차 (1998) | 2년차 (1999) | 3년차 (2000) | 4년차 (2001) | 5년차 (2002) |
| 경제성장률 변화 | 2.93~4.97 | -1.9~3.12 | -1.7~0.21 | -1.2~-0.0 | -1.5~-0.2 |
| 소비성장률 변화 | 1.13~4.65 | 2.11~4.45 | -0.4~1.55 | -0.9~0.38 | -1.1~0.03 |
| 투자성장률 변화 | -7.9~1.03 | -6.6~0.56 | -5.9~-0.3 | -5.2~-0.6 | -4.3~-0.5 |
| 물가상승률 변화 | 2.99~6.26 | 4.83~9.03 | 5.40~9.46 | 4.76~8.78 | 4.19~8.11 |

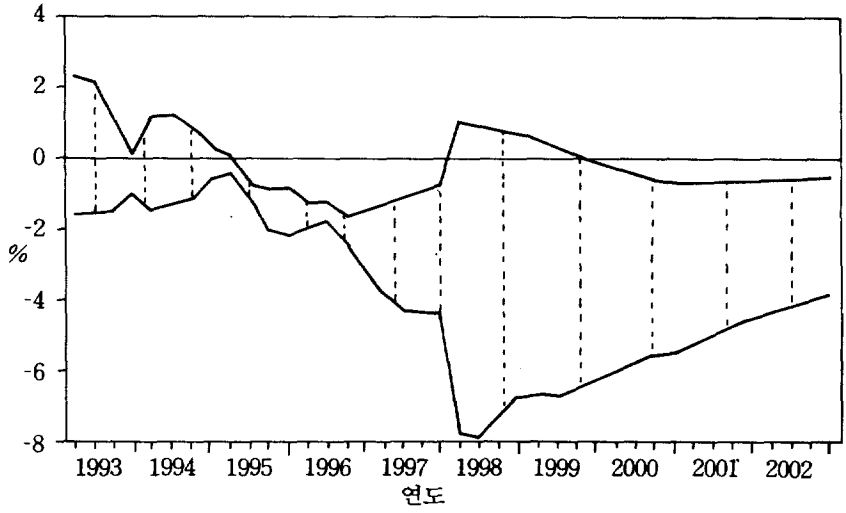
[圖 2－1] GNP 變化率



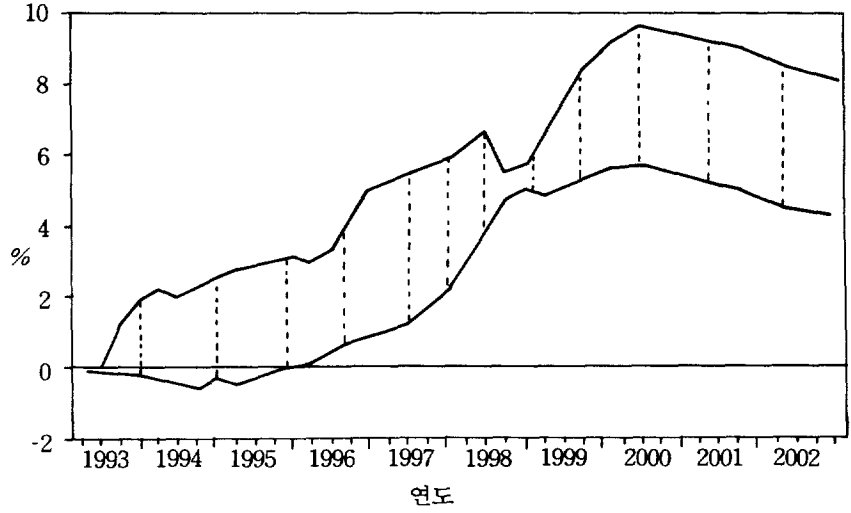

[圖 2－2] 消費變化率



[圖 2-3] 投資變化率




[圖 2-4] 物價變化率



和하지 않은 경우이다. 본 분석에 이용된 模型의 플로우 챠트(flow chart)는 [圖 2-5]와 같다[40].

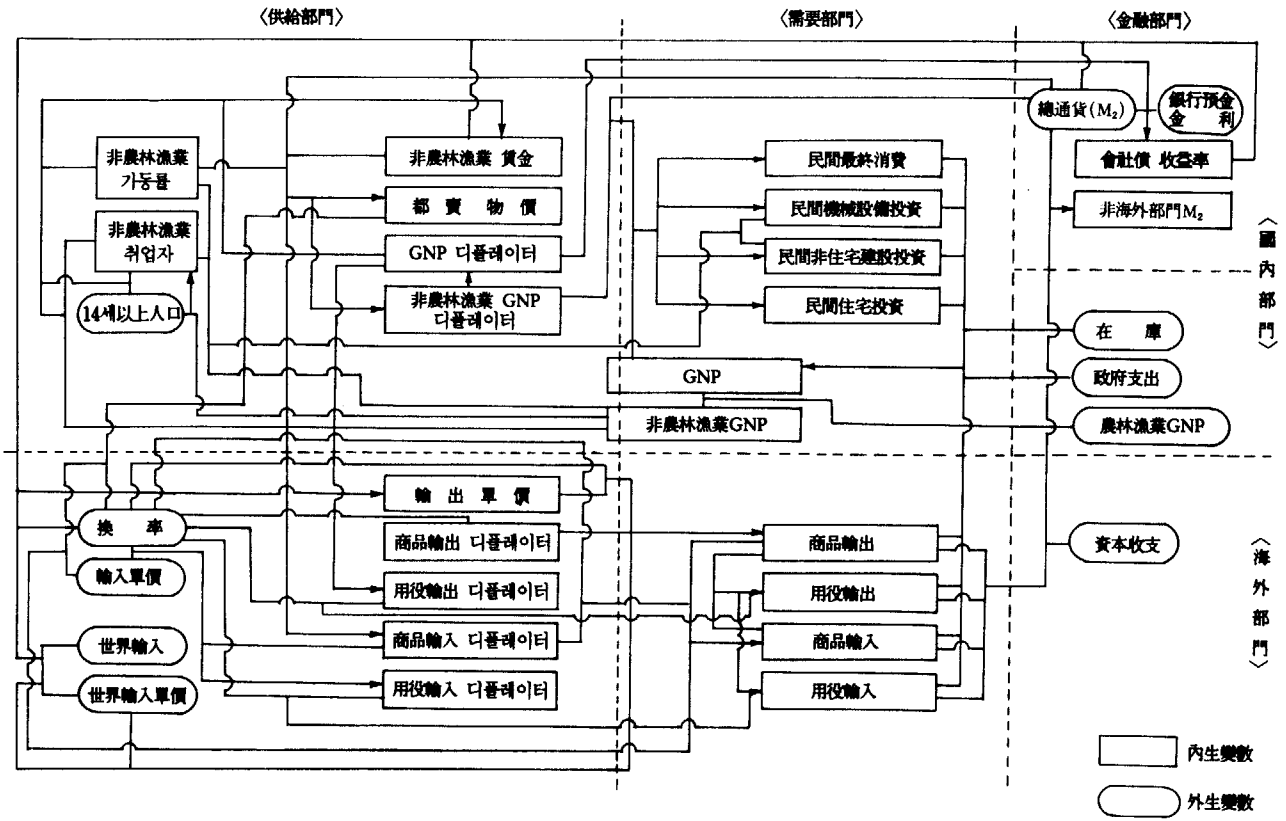
위의 분석에 의하면, 현재 전망되는 海外資本 流入이 그대로 실현된다면 그것이 成長에 미치는 효과는 미미하거나 오히려 성장이 減少하는 반면, 物價는 해외자본 유입의 효과만으로도 장기적으로 평균 5% 이상 上昇하여 전체적으로 두 자리 수의 物價上昇率을 피하기 어려울 것으로 예상된다. 또한 종합수지 흑자에 의한 통화증발 및 원貨價値 상승이 經濟成長率을 상승시키는 효과는 일시적인 데 반해 物價上昇率을 큰 폭으로 상승시키는 효과는 지속적인 것으로 분석되었다. 이상의 분석은 기존의 우리나라 경제구조에 기반을 둔 모형에 의하여 이루어져 限界가 많으며 模型에 따라 다른 결과가 도출될 수 있다.

넷째, 해외부문으로부터의 통화증발압력을 通貨債 發行을 통해 中和하는 데는 借換發行의 부담과 利子의 부담으로 제약이 많다. 1992년의 경우 발행 2조 3천억원, 상환 1조 8천억원으로 純增發行이 5천억원이었으나, 이자부담이 2조원에 달해 통화채 부문에서 1조 5천억원의 通貨($M_2$ 기준)增發要因이 발생(발행잔액 : 20조 3천억원)하였다. 통화채 발행을 현행 수준에서 通貨量에 영향을 미치지 않도록 중립적으로 운용하기 위해서도 앞으로 매년 2조원(이자 부담) 이상의 純增發行이 필요한 상황이다.

지금까지 살펴본 바와 같이 資本去來의 自由化로 인하여 예상되는 대규모의 海外資本 流入은 우리 경제가 감내하기 힘들 정도로 通貨增發 및 원貨價値 上昇의 압력을 가져오고 이에 따라 經濟成長 및 物價 등에 부정적인 영향을 미칠 것으로 전망된다. 따라서 외자유출 촉진, 외자유입 억제, 적절한 중화장치 마련 등의 종합적인 對策이

40) 분석모형의 내용이 본 자료의 목적이 아니므로 지면의 제약상 모형의 구체적인 내용은 생략되었으며 요청시에 관련자료를 제공하고자 한다.

[圖 2-5] 模型의 플로우 챠트(flow chart)



반드시 필요한 것으로 판단된다.

위의 계량분석결과에 의하면 綜合收支의 黑字는 연 100억달러(경상GNP의 약 2%) 내에서 억제되어야 할 것으로 판단된다[41]. 이에 따라 미리 종합수지 흑자에 대비하여야겠지만 특히 1996년에는 반드시 對備策이 강구되어야 할 것이다. 종합수지의 흑자가 연 100억달러 이내에서 억제되면, 物價上昇 壓力은 소비자물가기준으로 연 2% 포인트를 벗어나지는 않을 것이며, 해외부문으로부터의 通貨增發은 연중 $M_2$증가액 기준으로 전체통화증가의 40%를 초과하지는 않을 것이며, 원貨價値는 해외자본 유입으로 인하여 원/달러 기준으로 연 3% 이상 상승하지는 않을 것으로 예상된다.

이상의 분석은 短期投機性 海外資本(hot money)의 유출입을 고려하지 못한 결과이다[42]. 경제여건에 따라서는 대규모의 단기투기성 해외자본유출입의 가능성이 높을 것으로 추측되므로 항상 이에 대처하는 方案이 준비되어야 할 것이다.

## 2. 對策

### 가. 基盤構築

첫째, 현재 중앙은행인 한국은행의 자동재할인, 투신(투자신탁회사)경영정상화 자금지원 등 金融部門에 財政的 역할을 하고 있는 부문이 적지 않다. 중앙은행은 財政的 역할을 지속하는 한 앞으로는 자

41) 이는 필자의 주관적인 판단이다.

42) 金宗萬 博士(韓國租稅研究院)는 대만의 경우 국내금리는 낮았으나 대만의 통화에 대한 가치상승 기대와 중심환율제에 따른 낮은 환위험(risk)으로 인하여 1986~87년중 220억달러에 달하는 핫머니가 유입되었음을 지적하면서 우리나라의 경우에도 원貨價値 상승의 기대는 크면서 환율변동폭이 작아 핫머니의 유입가능성이 높다고 주장한다.

본거래의 자유화에 따라 海外部門으로부터의 通貨增發壓力에 효율적으로 대처하기 어려울 것이다. 또한, 금융지원은 통화창출적이나 재정지원은 通貨中立的인 성격을 지니므로 財政的 役割은 財政을 통한 지원에 의하여 이루어지는 것이 중앙은행의 목적인 통화관리면에서 타당하다. 이에 따라 각종 政策金融을 축소하여 재정에 이관하는 한편, 재정흑자기조를 통해 재정에서 해외부문 통화증발 부담을 부분적으로 흡수하는 등 자본자유화에 따른 財政의 機能과 役割을 재정립하는 것이 필요하다.

둘째, 정부, 기업 및 가계의 貯蓄 增大方案이 강구되어 流動性을 흡수하는 것이 필요하다. 日本의 예에서 보듯이 저축률이 높은 經濟體制일수록 자본유입으로 인한 副作用은 극소화될 수 있다.

셋째, 금융기관에 대한 健全性 監督이 강화될 필요가 있으며 금융기관의 부실채권을 감축할 필요가 있다. 자본거래의 자유화는 새로운 금융기법의 도입으로 금융자산운용의 危險度를 높이고, 복잡한 所有構造로 불법행위의 가능성을 증대시키므로, 건전성 감독의 강화가 수반되어야 한다. 이와 함께 국내 금융기관이 외국 금융기관과 경쟁하고 불안정한 자산가격 변동에 대처할 수 있도록, 金融機關의 부실채권 감축 및 자산구조의 건실화가 긴요하다.

넷째, 투자자들이 금융자산 가격의 급격한 변동에 대처할 수 있도록 스왑(swap), 옵션(option) 등 金融危險 管理技法에 대한 제한을 완화하는 것이 필요하다. 이와 함께 선물환거래 및 금융선물거래의 활성화를 추진하는 것이 필요하다.

그 밖에 금융자산 소득 및 금융거래에 대한 稅率을 IMF의 의견에 따라 국제수준화하는 것이 필요하다. 이로부터 단순한 조세감면 목적의 資本移動이 억제되도록 한다.

## 나. 資本의 海外流出 擴大

### 1) 자본의 해외유출에 대한 認識의 전환

資本去來의 自由化는 해외자본 유입의 자유화뿐만 아니라 자본의 海外流出의 자유화도 의미한다. 이에 따라 資本의 海外流出도 자본의 유입과 동등한 기준에 의하여 추진되는 것이 필요하다.

자본의 流入으로 인한 문제는 자본의 流出로 해결하는 것이 가장 바람직하고 기본이며 부작용이 적다. 외화가 부족했던 시기와는 달리 오히려 해외자본 유입으로 인한 副作用이 우려되는 시점에서는 자본의 해외유출의 긍정적인 效果를 극대화할 수 있는 방안을 강구하여 적극적으로 자본의 해외유출을 검토하는 것이 필요하다.

자본의 해외유출을 자본도피로 여기고 죄악시하던 과거와는 여건이 달라지고 있다. 資本去來는 자본의 가격인 투자수익률, 금리 및 환율의 움직임에 따라 移動하는 去來이므로 자본의 해외유출은 단순한 부정적인 시각보다는 투자 및 운용의 유리한 기회를 찾아 발생하는 經濟論理에 의하여 판단되어야 할 것이다.

전망된 바와 같이 1994년부터 경상수지가 흑자를 보여 國際收支의 黑字가 정착되면 해외부동산 투자 등을 통한 자본의 해외유출이 적극적으로 추진되는 것이 필요하다. 日本도 1980년에 법을 개정하여 본격적으로 자본유출을 자유화함으로써 자본유입에 대처한 바 있다.

### 2) 生産的 部門에의 자본유출 촉진

國內 産業構造調整의 차원에서 해외 재배치가 불가피한 업종의 해외진출을 촉진할 수 있도록 금융·세제상의 지원을 강화하는 것이 필요하다. 특히, 외환보유고 운용 및 외화대출 제도 등을 전면적으로

검토하여 해외투자자금이 適期에 충분히 공급될 수 있도록 하는 것이 필요하다.

이를 위해 海外投資의 制限業種을 과감하게 축소하는 것이 필요하다. 企業의 업무용 부동산 취득 등 생산적인 해외부동산 투자를 최대한 자유화하면서 投資財源은 원貨의 환전에 의하여 조성되도록 제도화하는 방안이 검토되어야 한다. 個人의 해외부동산투자도 국내 담보조건 및 송금실적 등을 감안하여 단계적으로 허용하되, 외국환은행 및 다른 방법을 통하여 관리될 수 있는 체계를 마련해야 할 것이다.

이와 같은 자본의 해외유출 촉진을 위하여 현행의 外換管理에 관련된 제반 규정을 전반적으로 재검토하는 것이 필요하다. 그 體制는 '허용부문 열거주의'(positive list system)가 아닌 '금지부문 열거주의'(negative list system)의 형식을 취해야 할 것이다.

### 3) 포트폴리오(portfolio) 투자에 의한 자본유출 촉진

資金의 효율적인 運用을 도모하여 金融의 國際化가 진전될 수 있도록 포트폴리오 투자를 위한 자본거래를 자유화하여 이로부터 자본유출이 촉진되는 방안을 모색한다. 이를 위해 機關投資家의 해외증권투자를 자유화하고, 일반인도 외국환은행 등을 통해 직접 해외증권에 투자할 수 있도록 하는 것이 필요하다.

특히, 주식투자자금 등 비생산적 외자유입이 국내부문의 통화공급에 영향을 주지 않고 流入되는 즉시 流出될 수 있는 中和(sterilization) 裝置를 도입하는 것이 필요하다. 중앙은행이 은행 등 기관투자가를 상대로 外換을 賣買하는 스왑(swap)제도를 도입한다. 또한, 중앙은행과 투신사(고유계정)가 공동투자하는 해외증권투자 펀드제도를 활용한다[43].

43) 자세한 說明은 다음 第4節 참조.

### 다. 資本流入의 抑制

국내외 금리차이로 인한 投機性 資金의 유입을 억제할 수 있는 방안을 강구하는 것이 필요하다. 예컨대, 자본자유화 폭의 확대와 맞추어 可變預置義務制度(variable deposit requirement : VDR)를 점진적으로 도입하되 국내외 금리차이 축소 등 여건이 구비되는 시점까지 잠정적으로 운용한다[44]. 外換集中制를 빠른 시일 내에 완화하여 민간의 해외 외화보유를 확대하는 것이 필요하다. 또한, 기업 및 금융기관의 해외차입 등 정부가 조정(control)할 수 있는 외자유입은 韓國銀行 保有外換에 의한 지원을 확대하여 최대한으로 대처하는 것이 필요하다[45].

### 라. 효율적인 證券市場 開放

주식시장의 회복 추세에 맞추어 기업공개 및 증자를 허용하여 直接金融의 활성화를 통한 金利安定을 도모하는 것이 필요하다[46]. 주

---

44) 자세한 說明은 다음 第4節 참조.

45) 현재의 外貨貸出은 해외 현지금융 및 상업차관에 비하여 만기가 짧고, 여신관리대상인 점에 있어서 企業의 입장에서는 불리한 면이 있다. 閔相基 교수(서울대)는 銀行의 금융국제화를 도모하며 企業의 投資心理를 진작하고 價格競爭力을 강화하기 위해서는 外貨貸出은 여신관리대상에서 제외되어야 하며 동시에 외화자금을 사용한 企業은 國內 與信을 축소하여야 한다고 주장한다.

46) 魚允大 교수(고려대)는 앞으로 증자 및 기업공개를 허용하지 않을 경우에는 株價가 크게 오를 것으로 예상하고 있다. 그는 최근 외국증권투자의 패턴은 동남아, 일본, 한국 등을 하나의 시장으로 보고 있고 이미 인도네시아, 말레이시아, 태국 등의 시장에서 대규모의 단기 거래를 끝낸 후 다음에는 한국시장을 겨냥하고 있는 실정이며, 또한 자금의 원천도 과거에는 홍콩, 영국 등의 資金이었으나 최근에는 미국「펜션 펀드」(pension fund)가 한 차례에 2억달러에 달하는 거액의 자금을 투자하고 있는 것으로 파악하고 있다. 이와 같은 상황에서 企業의 해외자금조달을 억제하는 것은 불합리하다고 주장하면서 企業의 해외자금조달과 증자 및 기업공개는 허용하고 그 대신 국내 여신은 축소되어야 한다고 주장한다.

식 및 채권 시장을 통해 유입되는 해외자금을 産業資金으로 활용하는 방안을 강구하는 것이 필요하다. 또한, 株價의 단기급등 완화 및 적정 수준 유지를 통해 외국인에 의한 주식투자자금 유입 규모가 안정되고 축소되는 것이 필요하다.

한편, 외국인에 대한 株式投資限度는 그 영향 및 성과를 검토하여 신중하게 확대되어야 할 것이다. 다만, UR 협상, 미국의 금융보복입법(Reagle 법안) 등을 고려할 때 추가적인 開放은 불가피할 것으로 보인다[47].

### 마. 金利 및 換率의 시장기능 강화

통화량, 금리 및 환율을 종합적으로 고려하는 間接通貨管理 方式으로 전환할 수 있는 기반을 조속히 구축하는 것이 필요하다. 이로부터 해외부문으로부터의 통화증발을 어느 정도 용인함으로써 國內金利[48]를 下向安定시키고 海外資金에 대한 需要를 감소시킨다. 또한, 효율적인 공개시장 조작을 위하여 短期金融市場을 早期에 육성한다[49].

국내 수출산업의 경쟁력이 유지될 수 있는 수준으로 換率政策을 운영하는 방안을 강구하는 것이 필요하다. 지나치게 빠른 원貨價値

47) 외국인 주식투자한도는 대만의 경우에는 10%이지만, 홍콩, 싱가포르 등의 경우에는 100%이며 대부분의 동남아 국가의 경우 50%에 이르고 있다.

48) 李天杓 교수(서울대)는 企業이 자본이동의 자유화 이전에 값싼 자금을 무분별하게 사용하려는 요구를 적절히 관리하여 효율성이 낮은 투자가 억제되어야 한다고 주장한다. 그는 또한 일부 企業이 銀行보다 좋은 조건으로 해외자금을 조달할 수 있다고 하지만 이는 기본적으로 기업자체의 信用보다는 국가의 信用에 의한 것이므로 원칙적으로는 企業이 필요한 해외자금은 銀行을 통해 배분되는 것이 바람직하다고 주장한다. 그리고 국내외 금리차이는 각국의 국가 리스크(country risk), 환율, 물가 등을 감안하여 평가되어야 하며 단순 비교에 의하여 외국 기업의 자금조달금리에 비해 국내 기업의 資金調達金利가 높다고 하는 것은 오류일 수 있다고 그는 주장한다.

49) 이에 대한 자세한 說明은 第1部 第4節 效率的인 通貨管理 참조.

상승은 경상수지 흑자기조를 위협하고 환차익을 노린 외자유입을 가속화할 우려가 있으므로, 적절한 外換市場 介入政策의 수단을 개발한다. 그리고 외환시장 안정을 위한 外國換平衡基金의 재원조달과 운용방법을 전면적으로 재검토한다.

## Ⅳ. 資本去來 自由化의 補完裝置[50]

### 1. 基本方向

지난 30년간 우리나라는 資本去來를 統制하여 국내 금융시장을 외부로부터 차단시킴으로써 통화 및 환율 정책의 自主性(autonomy)을 유지하여 왔다. 즉, 매년 초 외환수급계획을 작성하여 경상거래의 赤字補塡에 필요한 자본거래만을 허용하였다.

최근에 들어서는 대외적으로 UR 協商, 韓美金融政策會議(financial policy talk : FPT) 등을 통하여 선진국은 우리에게 早期에 자본거래를 자유화할 것을 강하게 요구하고, 대내적으로는 외국인 주식투자 등 정부가 조정할 수 없는 자본이동이 增加하는 가운데 외국인투자기업의 단기차입, 상업차관 등 企業의 외화차입 확대에 대한 요구도 점차 증가함에 따라, 자본거래의 統制를 점진적으로 완화하는 것이 불가피하게 되었다[51].

---

50) 이미 앞에서 서술한 바와 같이 현재 논의되고 있는 補完裝置에 관한 案들은 반드시 필자의 견해가 아니더라도 필자가 나름대로 그 타당성을 판단하여 재정리한 것이다. 실제로 政策으로 집행되기 위해서는 정책당국에 의해서 보다 엄밀하게 검토되어야 할 것이다.

51) 閔相基 교수(서울대)는 자본자유화를 보다 능동적으로 추진할 필요가 있다고 주장한다. 즉, 국내에서 유로달러시장을 개설하고 '아리랑'본드(외국인이 국내에서 발행하는 원화표시 채권)의 발행을 허용하며 외국인에 대한 원화대출도 허용하는 등 우리나라가 적극적으로 자본거래를 자유화하고 있다는 인식을

그러나, 앞에서 살펴본 바와 같이 현재의 국내외간의 금리차이, 만성적인 자금 초과수요 등을 고려할 때, 급속한 資本去來 自由化는 一方的인 資金流入을 초래하여 통화증발, 원貨價値 상승, 인플레이션 등 副作用을 가져올 우려가 크다.

따라서, 본격적인 자본거래 자유화의 실시 이전에, 이를 위한 중간단계로서 급격한 資本移動을 防止하고 유입된 자본을 中和(sterilization)할 수 있는 새로운 裝置를 마련하는 것이 필요하다고 판단된다. 자본거래의 보완장치를 마련하여 자본거래 자유화의 長點은 극대화하고 短點은 극소화하는 것이다.

한편, 해외자본의 유입을 中和하는 장치는 일시적으로 시장기능을 방해하는 것이므로 장기적으로 사용하는 데에는 한계가 있으며, 또한 資本移動의 統制는 효과보다 비용이 큰 것으로 알려져 있어 자본거래의 자유화는 불가피함에 따라, 국내 금융의 자율화가 정착되고 국내외 금리차이가 축소될 때까지만 한시적으로 자본거래의 자유화를 抑制하는 裝置가 사용되는 것이 필요하다.

국내외 金利差異를 축소하는 데는 시간이 소요되므로 금리차이의 利點(merit)을 제거함으로써 자본유입을 억제할 수 있는 裝置를 마련한다. 가능한 장치는 ①可變預置義務制度(variable deposit requirement : VDR), ②利子平衡稅 등이다.

또한 유입된 자본의 中和方式으로서 통화채 발행 외에 다른 수단을 개발·다양화하여 中和政策의 효율성을 도모한다. 가능한 장치는 ①한국은행 스왑(swap)제도, ②한국은행 보유외환의 지원을 통한 해외증권투자 펀드(fund) 설립 등이다.

이러한 補完裝置[52]는 자본거래에 큰 영향을 미치므로 段階的으로 추진한다. 또한 보완장치는 資本去來의 완전한 自由化가 정착될 수

---

주고 이를 보완하는 형태로 나아가는 것이 바람직하다고 주장한다.

52) 魚允大 교수(고려대)에 의하면 可變預置義務制度는 무역거래에 있어서 關稅에 비유될 수 있으며 스왑은 輸出奬勵金에 비유될 수 있다.

있도록 자본거래가 완전히 자유화되는 과정에 있어서의 촉매역할이 되어야 할 것이다.

## 2. 급격한 資本移動 防止裝置

### 가. 可變預置義務制度(VDR)

#### 1) 概要

거래자의 해외차입에 대하여 국내외 金利差異에 따라 결정되는 일정률의 預置義務를 부과한다. 국내외 금리차이가 변화하면 預置率도 변화하도록 한다. 이로부터 국내외 금리차이에 따른 裁定去來(arbitrage transaction) 또는 投機去來 目的의 자금유입을 억제한다[53].

#### 2) 長短點

가) 長點

가변예치의무제도의 장점은 첫째, 물량규제가 아닌 價格規制를 통해 國內外 金利差異에 따른 자본유입을 억제할 수 있는 점이다. 이 制度에 의하면 둘째, 단기간 동안 시행될 경우에는 자본유입에 效果的으로 대처할 수 있다[54]. 셋째, 예치율을 수시로 변경하여 자본유출입에 彈力的으로 대처할 수 있다. 넷째, 금융문제를 金融手段을 통해 해결할 수 있다는 점이다.

---

53) 외화표시증권을 국내에서 發行한 후 외국에서 자금을 들여올 때 외화표시증권을 사도록 의무화하고 이를 국내에서 유통시키는 方案도 可變預置義務制度와 유사한 효과를 거둘 수 있을 것이다.

54) 1981년에 출판된 호주 금융개혁위원회(Campbell 위원회) 보고서 참조.

나) 短點

가변예치의무제도의 短點은 첫째, 장기간 시행될 경우에는 回避手段이 개발되어 자본유입 억제의 효과가 소멸되는 점이다. 둘째, 용도·한도제한 등 물량규제의 철폐없이 시행될 경우에는 새로운 規制의 도입이라는 비난이 우려되는 점이다. 셋째, 유입자본의 예치로 가용자금이 감소함에 따라 이를 補塡하기 위해 海外借入을 더욱 늘릴 가능성이 있는 점이다. 넷째, 장기·저금리의 해외자금을 활용할 수 있는 기회가 축소되어 국내기업의 競爭力을 弱化시키는 측면이 있는 점이다. 다섯째, 예치율을 정책당국이 임의로 변경할 경우, 예치율의 산정방식, 특혜시비 등에 있어서 정책당국은 비난의 대상이 되는 점이다.

3) 외국의 事例

가) 호주

(1) 도입배경

1971~72년 동안 긴축통화정책의 시행으로 국내 금리가 상승하고, 외환보유고가 증가하여 호주달러에 대한 가치상승이 기대되면서 해외자본 유입이 급증하고, 이에 따라 경상수지 적자에도 불구하고 綜合收支는 黑字를 기록하였다. 이를 中和시키기 위한 財政證券 發行이 증가하여 국내 금리상승 등 副作用이 초래되었다.

(2) 조치내용

1972년 12월에 만기 2년 이상의 해외차입에 대해 차입금의 25%를 中央銀行에 無利子로 예치케 하였다. 10만달러 이하의 해외차입, 정상적 무역금융조건에 따른 借入 등은 적용을 면제하였다.

그후 외자 유출입 상황에 따라 預置率을 다음 〈表 2-13〉과 같이 수시로 변경하였다. 예치율의 범위는 5~33.3%에 이르고 있다.

한편, VDR과 함께 단기 해외차입에 대한 금지조치(embargo)도 〈表

2-13>과 같이 병행하여 시행하였다. 해외차입이 금지된 만기의 기준은 유출입 상황에 따라 6개월 이하 또는 2년 이하이었다.

(3) 評價

호주에서 시행된 가변예치의무제도를 評價하면 첫째, VDR 실시는 1972년 당시 호주달러가 미달러에 「패그」(peg)된 상태여서 종합수지 흑자에도 불구하고 換率이 適期에 切上되지 못한 데 기인하였다. 둘째, VDR 실시초기에는 면제대상이 적었으나 점차 로비(lobby) 등에 의해 광업, 가스개발 등으로 면제범위가 擴大되었다. 셋째, VDR 실시결과 외화차입은 줄어들었으나(1973년 1/4분기중 1억 5천만달러 감소), 규제의 자의성 및 불확실성, 행정비용 증가 등의 부작용도 초래되었다.

나) 칠레

(1) 도입배경

칠레의 외채 위기가 해소되고 인플레이션이 진정되면서 칠레 내 투자수익률이 증대하였다. 이에 따라 국내외 금리차를 노린 해외자본의 유입이 증가하여 通貨增發로 인한 인플레이션의 우려 및 칠레 貨價値 上昇의 압력이 증대되었다.

〈表 2-13〉 濠洲의 可變預置義務制度 措置內容

| 預置率 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 1973.10 | 1974. 6 | 1974. 8 | 1974.11 | 1977. 1 | 1977. 7 |
| 33.3% | 25% | 5% | 중지 | 25% | 중지 |

| 금지된 海外借入의 만기 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 1972. 9 | 1974.11 | 1977. 1 | 1977. 7 | 1978. 6 |
| 2년 이하 | 6개월 이하 | 2년 이하 | 6개월 이하 | 중지 |

(2) 제도내용

1991년 6월에 모든 해외차입에 대해 20%의 預置義務를 부과하였다. 외국수입업자가 칠레 수출업자에게 직접 공여한 信用에 대해서는 예치의무를 면제하였다. 1992년 5월에는 예치율을 30%로 확대하였다.

4) 示唆點

이상의 외국의 事例를 볼 때, 현재 우리나라 經濟가 처한 상황은 호주가 1971~72년에 처한 상황과 유사하다. 국내외 금리차이에 따른 해외자본 유입으로 경상수지 적자를 초과하는 해외자본이 유입되어 外換保有가 증가하고 있다. 또한, 해외부문으로부터의 통화증발을 中和시키기 위한 정책수단이 다양하지 못하다.

따라서 통화목표 및 환율목표를 희생하지 않고 자본유입을 신축적으로 조정할 수 있는 手段으로서 VDR 도입을 고려할 수 있다. 다만, VDR을 전면적으로 적용하는 경우 외자흐름과 통화 및 환율의 기능이 억제되고 그 영향분석이 곤란하므로 優先順位를 정하여 단계적으로 VDR을 적용하는 방법이 필요한 것으로 보인다.

VDR의 전면적 실시에 있어서도 본점과 지점간 거래, 다국적기업과 국내 현지법인과의 거래 등을 통한 VDR의 회피 움직임을 사전에 봉쇄하는 裝置가 강구되어야 한다. VDR과 같은 가격통제도 OECD 가입시에는 자유화의 留保事項으로 지적되어야 할 것이다.

5) 基本的 施行方案

가) 基本方向

첫째, 현재의 물량규제 위주의 資本移動 調整을 당분간 계속 유지한다. 둘째, 물량규제에서 가격규제로 전환할 優先順位(priority)의 적

용대상을 선정하여 일차적으로 VDR을 적용·운용하면서 필요할 경우 부분적인 物量規制도 병행한다. 셋째, VDR의 적용범위를 段階的으로 확대하면서 적용면제의 범위는 최소화하여 종국적으로 VDR이 해당거래의 全範圍에 적용되도록 하는 한편 물량규제의 필요성을 재검토한다. VDR의 적용범위를 확대할 때에는 運用成果를 참고한다. 넷째, VDR 적용시 일정 수준으로 해외자금조달에 의한 資金利用(access)을 보장하면서 국내외 금리차이의 利點(merit)을 흡수한다.

나) 면제대상

VDR을 적용하는 데에 무리가 있어 適用을 면제할 필요가 있는 去來는 다음과 같다. 그러나 가급적 면제대상을 극소화하도록 한다.

(1) 金融機關 借入

金融機關借入 중 역외금융계정 차입, 네고(negotiation)용 자금차입 등 무역관련 단기차입, 기존 외화대출 재원용 단기차입 등에는 VDR의 적용을 면제한다. 이들에게 VDR을 적용하면 자금조달비용의 上昇으로 역마진이 발생할 우려가 있기 때문이다.

(2) 企業借入

企業借入 중 외채구조 개선을 위한 외채조기상환용 차입, 해외투자 및 해외사업용 차입 등에는 VDR의 적용을 면제한다. 이들에게 VDR을 적용하면 해외에서 기업의 競爭力이 약화되기 때문이다.

(3) 其他

그 밖에 외국인의 국내 주식투자, 외국인의 직접투자 등에 대해서는 VDR의 적용을 면제한다. 이들에게 VDR을 적용하면 국가간에 通商紛爭의 여지가 크기 때문이다.

다) 適用對象

VDR의 적용대상으로서는 前述한 면제대상거래를 제외하고 원貨로 전환되지 않는 해외자본 유입거래도 적용대상에 포함하여 모든

해외자본 유입거래에 전면적으로 VDR을 적용하는 案이 있을 수 있다. 이 案에 의하면 원貨換率 및 國內의 通貨量에 직접 영향을 주지 않는 자본거래에도 VDR이 적용된다.

또한, 前述한 면제대상 거래와 첨단기술 관련업체의 해외자본 유입거래를 제외한 자본거래에 VDR을 적용하는 案이 있다. 이 案은 특히 尖端技術産業을 지원·육성하는 의미를 지니고 있다.

그 밖에 前述한 면제대상 거래를 제외한 해외자본 유입거래 중 원貨로 전환되는 거래에 대해서만 VDR을 적용하는 案이 있을 수 있다. 이 案에 의하면 원貨換率 및 國內의 通貨量에 직접 영향을 주는 자본거래에 대해서만 VDR이 적용된다. 예컨대 SOC투자(지하철, 신공항, 고속전철, 도로공사 등에의 투자)관련 기관 및 첨단기술관련 기업의 국산기자재구입용 外貨借入을 일정범위 내에서 허용하지만, VDR을 적용하여 국내외 금리차이를 흡수한다.

한편, 國內 債券市場의 개방 이후에는 외국인의 국내 채권투자에 대해서 VDR의 적용을 검토한다. 앞에서 검토된 바와 같이 채권시장이 開放되면 외국인에 의한 자본유입의 규모는 매우 클 것이고 이에 따라 그 影響도 지대할 것으로 전망되므로 外國人의 국내 채권투자에 대해서는 여건에 따라서 VDR의 적용이 적극적으로 검토되어야 할 것이다.

라) 預置率

첫째, 預置率은 기본적으로 국내외 금리차이를 완전히 해소할 수 있는 수준으로 한다. 그리고 無利子에 의한 예치를 기준으로 예치율을 산정한다[55].

둘째, 만기별로 예치율을 다르게 할 경우 과다한 행정관리비용이 초래되므로 單一 預置率을 적용한다. 다만, 동일 예치율을 적용하게

55) 예치율의 산정식은 '해외금리 / (차입액－예치액) = 국내금리 / 차입액'임.

되면 短期借入이 급증할 우려가 있으므로 1년 미만의 短期借入은 금지(단, 연지급과 금융기관의 O/S는 예외적용)한다. 그러나 여전히 우리나라의 短高·長低의 이자율구조를 고려할 때 만기에 관계없이 단일 예치율의 적용시에는 단기차입이 급증하여 外債構造를 악화시킬 우려는 있다.

셋째, 예치금 납부방식은 차입자의 선택에 일임하도록 한다. 즉, 예치율 적용액을 預置하거나 또는 국내외 금리차만큼의 金利를 납부(이 경우 해외 차입금의 전액 사용 가능)하도록 한다.

마) 預置通貨

원칙적으로 원화예치시 예치분에 대한 환위험이 발생하게 되므로 外貨로 예치토록 한다(호주의 경우 자국통화로 예치). 예외적으로 차입자가 VDR에 의한 예치대신 국내외 금리차를 납부하고자 하는 경우에는 원화납부도 許容한다.

바) 預置金 活用

적립된 예치금은 外國換平衡基金[56]의 재원보충에 활용한다. 외국환평형기금에 예치된 적립금은 환율조정에 활용될 것이므로 VDR에 의하여 외국환평형기금에 예치된 적립금은 통화관리와 환율관리에 유효한 效力을 지니게 된다.

사) 預置管理

預置金利는 무이자(양도 불가)로 한다. 그리고 預置期間은 해당 차입기간으로 한다.

---

56) 외국환평형기금은 그 동안 통화관리의 手段으로 사용되었으나 앞으로는 본래의 목적인 換率의 안정을 위해 사용되어야 할 것이다. 현재와 같이 외국환평형기금의 재원으로서 원貨債券의 발행에 의존하는 경우에는 赤字를 면하기 힘든 상황이다.

## 나. 利子平衡稅

### 1) 概要

대외 자본유출입에 대해 국내외 금리차이 만큼의 稅金을 부과한다. 이로부터 급격한 자본이동을 防止한다.

### 2) 長短點

#### 가) 長點

현재의 물량규제를 價格規制로 전환하는 것이 가능하다. 그 밖에 이자평형세는 稅率을 비교적 용이하게 변경할 수 있어 탄력적인 자본이동의 관리수단이다.

#### 나) 短點

이자평형세의 단점은 첫째, 우리나라의 경우 국내채권 및 주식을 취득한 外國人에 대하여 課稅하여야 하나 이는 조세조약상의 내·외국인 차별금지조항을 위반하게 되어 외국의 반발을 초래할 가능성이 많은 점이다. 美國의 경우에는 내국인에 대하여 과세한 바 있다[57].

둘째, 현재 조세조약상 외국인의 이자소득에 대한 稅率은 제한세율(평균 10~15%)의 적용을 받게 되어 이자평형세에 의하여 국내외 금리차를 충분히 흡수할 수 없다. 예컨대 3년만기 회사채의 경우 국내외 금리차를 전액 흡수하기 위해서는 이자소득세율을 60.5%로 하여야 한다(국내 금리 11.66%, 미달러 금리 4.6%로 가정).

셋째, 조세관리면에서 볼 때, 미국의 경우와 같이(외국의 사례 참조) 효과에 비해 징세관리상의 費用이 더 들 우려가 있다. 그리고

57) 다음에 서술되는 외국의 사례 참조.

제3국을 통한 거래 등에 의한 租稅回避가 일어날 수 있다(아일랜드 등 면세협약 국가를 경유하여 취득하는 경우 조세회피 가능).

그 밖에 株式, 債券 등 증권투자에만 이자평형세의 적용이 가능하다. 이자평형세를 기업 및 금융기관의 직접 借入에 적용하는 것이 현실적으로 어렵다.

3) 結論

이자평형세에 대해서는 「토빈」(J. Tobin) 등 저명한 학자들에 의하여 논의된 바 있다. 그러나 위의 논의를 고려할 때 效果보다는 問題點이 많으므로 채택하지 않는 것이 타당할 것으로 판단된다.

4) 외국(미국)의 事例

가) 內容

美國은 국내의 저금리에 따른 자본유출을 막기 위해 1964년 9월부터 1965년 말까지 시한부의 租稅로 利子平衡稅를 부과한 바 있다. 이후 2년씩 5회 연장 후 1974년 1월에 폐지하였다.

나) 課稅對象, 課稅標準 및 稅率

외국인이 미국 내에서 발행한 주식 또는 채권을 내국인이 취득할 경우 內國人에게 稅金을 부과하였다. 課稅標準은 외국기업 발행 주식 및 채권의 취득시점에서의 실제 가격(actual value)으로 하였다. 稅率은 주식의 경우 15%, 채권의 경우는 잔존만기에 따라 1.05%(1년)~15%(25.5년)로 하였으며 단, 주식의 경우 22.5% 이내, 채권의 경우 1.58~22.5% 범위 내에서 調整이 가능하도록 하였다.

다) 效果

金利의 利點(merit)이 없어지면서 미국 내 외국인주식 및 채권발행이 급감하였으며 대외증권투자 수지가 흑자로 반전하였다. 그러나 이자평형세를 회피하기 위한 미국 내 현지법인 설치, 제3국을 통한 거래, 직접투자 증가 등으로 전체 자본수지는 赤字가 지속되었다.

## 3. 流入資本의 中和裝置

### 가. 中央銀行 스왑(swap)제도

#### 1) 概要

중앙은행이 保有外換 중 일부를 외국환은행 및 비은행에 매각하고 그 대신 원화를 買入한다. 외국환은행 및 비은행은 매입한 외화를 해외증권투자 등 海外에서 운용하고 일정기간 후 중앙은행에 다시 賣却하며, 이에 따른 금리차이로 인한 損失 및 換危險(risk)은 중앙은행이 적정 수준에서 부담한다.

#### 2) 長短點

가) 長點

중앙은행의 스왑제도의 長點은 첫째, 국내 유동성을 흡수하므로 통화채의 발행압력을 완화하고 국내금리의 안정에 기여할 수 있으며, 특히 스왑기간 동안 국내유동성을 해외로 완전히 흡수하므로 국내유통이 가능한 통화채보다 유동성조절에 있어서 유리한 점이다. 둘째, 통화관리 手段이 다양화되는 점이다. 셋째, 해외부문 통화를 해외부문에서 吸收하고, 외환보유의 증가를 抑制할 수 있는 점이다.

나) 短點

중앙은행 스왑의 短點은 첫째, 국내외 금리차이로 인한 損失을 중앙은행이 부담함에 따라 통화관리의 비용을 중앙은행이 부담하는 점이다. 둘째, 통화채에 비해 국내 유동성의 측면에서 불리하므로 외국환은행 및 비은행의 自發的 參與를 유도하기가 곤란하며, 이에 따라 스왑의 강제배정 또는 내외금리차 이상의 $+\alpha$인 補塡이 필요할 수 있는 점이다. 다만, 국내외 금리차이 이상의 $+\alpha$ 보전시 통화채보다 통화관리비용이 높을 수 있다.

3) 외국의 事例

西獨이 해외증권투자용(중장기) 및 유동성조절용(단기) 스왑을 1958~71년중 실시하였고 1979년 이후 현재까지 유동성조절용 스왑을 실시중에 있다. 또한, 말레이시아, 필리핀, 싱가포르 등이 현재 公開市場 操作의 일환으로 유동성조절용 스왑을 시행하고 있다.

4) 施行方案

가) 基本方向

첫째, 해외에서 외환, 예금 및 증권에 투자하고자 하는 外國換銀行 및 非銀行은 중앙은행에서 스왑조건으로 외화를 매입할 수 있도록 한다. 외환관리규정을 개정하여 非銀行 중 증권사, 보험사, 투신사, 종금사 등이 중앙은행과 스왑거래를 할 수 있도록 한다. 企業 및 個人은 투신사의 펀드에 가입하여 간접적으로 참여할 수 있는 방법을 강구한다.

둘째, 스왑으로 매입한 외화는 모두 해외금융자산의 투자에 사용되도록 엄격하게 사후적으로 管理한다. 별도의 計定을 설치하고, 이 계정은 장차 域外市場(offshore market)의 설립을 위한 준비단계로 이

용되도록 한다.

셋째, 환위험, 환손실, 금리위험 및 금리손실이 최대한 배제되도록 스왑레이트(swap rate)가 결정되는 方案을 마련한다. 이로부터 외국환은행 및 비은행이 적극 스왑거래에 참여할 수 있는 「인센티브」(incentive)를 제공한다.

넷째, 중앙은행은 스왑한도의 설정 및 변경, 기간의 조절, 일시 중단 등의 運用手段을 활용한다. 이에 의하여 중앙은행은 公開市場操作과 같은 효력을 갖도록 한다.

나) 스왑용도

투자수익률 제고 및 국제금융능력 향상을 위해 국내로 유입되지 않는 資金에는 스왑을 모두 許容(해외증권투자, 역외거래자금, 경상거래자금 등)한다. 서독의 경우 미국채 투자 등에 용도를 제한하였다.

다) 스왑통화

현재 달러 현물환율에 대한 은행간 시장에서만이 비교적 외환시세가 반영되고 있다. 이와 같은 외환시장의 여건 때문에, 스왑거래는 당분간 원貨와 달러貨로 制限한다.

라) 스왑레이트(swap rate)

기본적으로 중앙은행은 국내외 금리차이로 인한 스왑거래자의 損失을 보전할 수 있도록 스왑레이트(환매환율과 현물환율의 차이)를 결정한다. 基準換率은 시장평균환율로 하고 基準金利는 국제금리의 경우 「리보」(LIBOR), 원화금리의 경우 통화채의 발행금리로 한다.

필요시 스왑레이트를 국내외 금리차이에 $+\alpha$를 가산하여 금융기관의 자발적인 참여를 유도한다. 중앙은행이 통화사정, 금리변동 및 환율변동 예상치 등에 따라 伸縮的으로 스왑레이트를 변경할 수 있

도록 한다. 중앙은행은 일정기간 동안 통화채 발행금리 수준의 수익률이 보장될 수 있도록 스왑레이트를 결정하는 方案을 강구한다.

마) 스왑 기간 및 금액

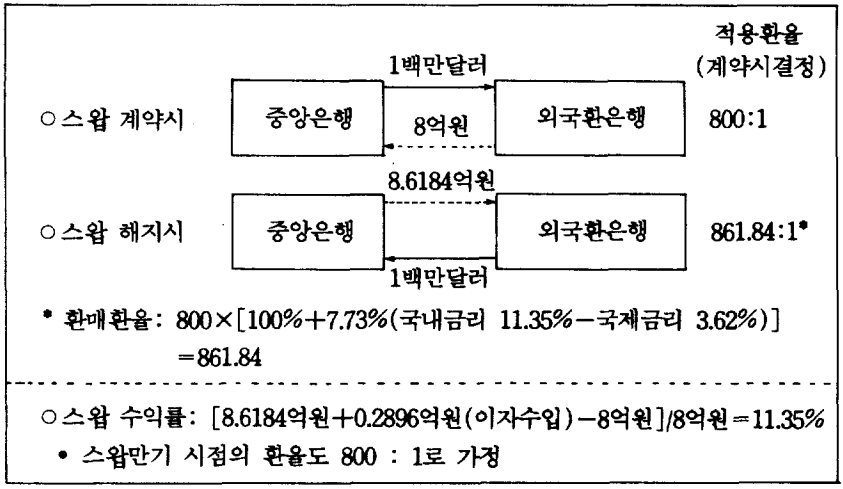
스왑기간은 7일~1년 이내로 협의·결정하되 스왑기간 만료시 연장 및 갱신(roll-over)을 통해 長期的인 運用을 유도한다. 스왑단위는 최소 1백만달러로 하고 백만달러 단위로 금액을 상향 조정한다. 그리고 중앙은행은 필요시 스왑거래의 1일 거래한도, 총한도 등을 설정한다.

일시적으로 通貨가 환수될 필요가 있을 때에는 중앙은행은 스왑기간을 7일~3개월 이내로 정하여 流動性 調節을 위한 스왑제도를 운용한다. 중앙은행은 외국환은행 및 비은행의 거래참여를 유도하기 위하여 스왑레이트를 외국환은행 및 비은행에게 다소 有利하게 정한다. 그리고 중앙은행은 외국환은행 및 비은행이 자금을 주로 예치금 및 단기채권에 投資하도록 유도한다. 유동성조절을 위한 단기 스왑거래는 외국환은행 및 비은행의 별도계정을 반드시 요구할 필요는 없다.

5) 例示

스왑거래의 例示를 도표로 표시하면 다음 [圖 2-6]과 같다. 또한 중앙은행의 通貨管理 手段인 스왑과 통화채를 여러 측면에서 比較하면 다음 〈表 2-14〉와 같다. 즉, 前述한 바와 같이 비용은 같으나 중앙은행 스왑은 통화채에 비해 국내 유동성에의 영향이 없고 금리하락이 가능하며 외환보유고의 감축에 도움이 된다.

**[圖 2-6] 中央銀行 스왑去來의 例示**




〈表 2-14〉 스왑과 通貨債의 比較

| | 중앙은행 스왑 | 통 화 채 |
|---|---|---|
| 비용<br>(1년간 운용시) | · 내외금리차: 국내금리(11.35%)<br>−해외금리(3.62%)=7.73%<br>· 외화자산 운용손실<br>(기회비용)=3.62%<br>· 계: 11.35% | · 통화채 수익률: 11.35% |
| 국내유동성에의 영향 | 해외유동성으로 완전 전환되어 국내유동성에 영향이 없음 | 단기금융시장에서 활발한 매매를 통하여 통화유통속도를 높이며, 대출담보로 제공되는 등 국내유동성을 증가시킴 |
| 금리에의 영향 | 통화채 발행수요를 줄여 금리인하에 도움 | 국내증권발행에 대한 구축효과(crowding-out effects)를 통해 금리상승 요인이 됨 |
| 외환보유고에의 영향 | 외환보유고 감축에 도움이 됨 | 무관함 |

## 나. 中央銀行의 保有外換에 의한 海外證券投資 펀드(fund)

### 1) 概要

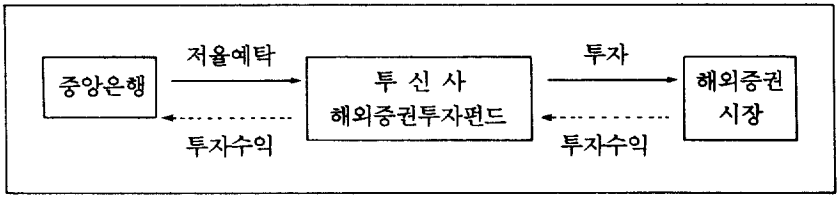
현재 投信社가 해외증권투자 펀드를 운용하고 있으나 노하우(know-how)의 부족, 상대적으로 낮은 해외투자수익률 등으로 펀드 운용이 활성화되지 못하고 있다. 이에 따라 投信社가 운용하고 있는 펀드에 중앙은행이 일정조건으로 참여하여 투자수익률을 높임으로써 자본유출을 촉진하는 方案을 강구한다. 중앙은행의 참여비율은 펀드와 1대1로 한다. 또한, 참여조건은 무배당 또는 저율배당(투신 경영정상화 지원도 고려)으로 한다. 다만, 특정 투자가에게 혜택이 돌아가지 않도록 公共性이 강한 투신사의 고유계정 재원으로 펀드를 운용한다. 이상을 도표로 표시하면 다음 [圖 2-7]과 같다.

### 2) 長短點

가) 長點

중앙은행이 참여하는 해외증권투자 펀드의 長點은 통화채 발행 및 중앙은행 스왑에 비해 상대적으로 적은 부담으로 통화환수가 가능한 점이다. 중앙은행의 해외증권투자 펀드를 통화채 및 중앙은행 스왑과 費用을 비교하면 다음 〈表 2-15〉와 같다.

[圖 2-7] 中央銀行 參與 海外證券投資 펀드(fund)去來의 例示



나) 短點

短點은 첫째, 중앙은행의 외환보유고가 運用危險에 노출되는 점이다. 둘째로는 무배당 또는 저율배당 조건으로 참여함으로써 중앙은행의 收支가 惡化되는 점이다. 셋째로는 投信社에 대한 특혜시비가 우려되는 점이다.

3) 推進方案

중앙은행이 무배당조건으로 펀드에 1대1 비율로 지원하여도 연간 수익률은 8~9%에 불과(3년만기 미국채 운용시 기준)할 것이다. 이에 따라 현재의 국내 채권투자 수익률과 비교할 때 需要는 적을 것으로 판단된다.

첫째, 通貨管理手段의 다양화 측면에서 VDR을 시행할 경우 VDR로 조성되는 外貨資金을 활용하여 부분적으로 시행한다. 둘째, 投信社의 해외영업 확대(점포설치 등) 및 외수증권 증설 등과 연계함으로써 投信社의 자발적 참여를 유도한다. 셋째, 시행시 펀드의 안정성 제고를 위해 株式보다는 債券의 편입을 위주로 운용한다.

〈表 2-15〉 中和手段間의 費用 比較

| 통화채 | 중앙은행 스왑 | 해외증권투자 펀드 |
|---|---|---|
| 통화채금리:11.35% | 내외금리차(7.73%) 및 운용수익손실(3.62%) : 11.35% | 운용수익손실: 3.62%[1] |

註: 1) 중앙은행이 무배당 조건으로 1년만기 펀드에 1:1로 참여시.

# V. 結　論

앞에서 서술된 政策討論會에서의 論議를 중심으로 本 第2部의 주요 내용을 정리하고자 한다. 먼저 앞으로의 資本流入을 전망하면,「新경제 5個年計劃」기간중에 資本去來 自由化의 진전, 國內外 金利差異의 지속, 外國人에 의한 證市資金의 유입, 經常收支의 黑字로 인한 원貨價値 上昇의 期待 등으로 상당한 규모의 資本流入이 예상된다. 年間基準으로 자본수지 흑자의 규모가 100억달러 미만이면 우리나라 經濟가 수용할 수 있을 것으로 보이지만, 그 이상이 되면 通貨 및 換率에 큰 충격을 주어 전반적으로 低成長, 高物價, 高金利 등이 초래되는 등 우리나라 經濟는 감당하기가 어려울 것이다. 이에 따라 앞으로 100억달러 이상에 달할 것으로 예상되는 대규모의 資本流入에 대비하여 종합적인 對策을 마련할 필요가 있다.

자본유입에 대한 근본적인 對策은 국내금리를 낮추어 國內外 金利差를 줄이는 것이다. 이를 위해서는 무엇보다도 物價가 지속적으로 下向의 趨勢 속에서 安定되어야 할 것이다. 또한 그 동안 억제되어 온 增資 및 企業公開를 통해 株價의 급상승을 사전에 방지하여 외국인 증시자금의 유입이 스스로 억제되도록 한다. 동시에 외국인 증시자금은 通貨 및 換率에 직접적인 영향을 주므로, 외국인 주식투자의 限度增額에는 신중을 기할 필요가 있으며 외국인 증시유입자금이 産業資金으로 활용될 수 있는 방안을 모색하는 것이 필요하다.

급격한 자본이동을 억제하기 위한 補完裝置로서의 可變預置義務制度(VDR)는 국내외 금리차이만을 목적으로 하는 자금이동과 단기 투기성자금(hot money)의 이동을 억제하는 데 效果가 있을 것으로 보인다. 그러나 가변예치의무제도(VDR)는 價格規制이기는 하나 商品去來에 있어서의 關稅와 같이 기본적으로 市場原理에 상반되는 것이며 국제간의 통상마찰의 여지가 있어 短期的인 해결방법에 지나지

않는다. 이에 따라 가변예치의무제도의 시행에는 사전에 충분한 研究, 弘報 등이 필요하고 신중을 기할 필요가 있으며, 가변예치의무제도는 경제여건이 매우 어려울 경우에 시행되는 安全裝置로서의 성격이 강한 것으로 보인다.

마지막으로 中和(sterilization)手段인 中央銀行과 金融機關間의 스왑(swap)제도는 실질적인 效果에는 의문이 있을 수 있지만 副作用이 극히 적어 자본거래 자유화의 보완장치로서의 妥當性이 충분한 것으로 판단된다. 중앙은행의 스왑제도는 외국에서 흔히 볼 수 있는 去來手段이다. 그리고 중앙은행 스왑제도는 通貨管理의 새로운 수단으로서 통화관리수단을 다양화할 수 있으며 通貨管理와 資本流出入管理를 동시에 도모할 수 있는 手段이다.

# 要約 및 政策示唆點

우리 경제가 직면하고 있는 課題 중의 하나는 資本去來의 규제완화에 따른 대규모의 海外資本流入에 효율적으로 대처하는 일이다. 특히 1992년 이후 대규모의 資本收支 黑字에 따라 通貨 및 資本流出入의 管理는 중요한 정책과제가 되고 있다.

예컨대, 1993년 11월 말 현재 해외자본의 유입에 따른 자본수지의 흑자로 인하여 잔액기준으로 본원통화의 86.5%, $M_2$통화의 15.8%가 해외부문에서 공급되었다. 더욱이 앞으로 자본거래의 자유화가 가속화할 예정으로 있어 자본수지의 흑자가 지속될 것이며 그 규모도 더욱 확대될 것으로 보인다. 뿐만 아니라 자본거래의 자유화가 진전될수록 단기 투기성자금(hot money)의 유출입이 큰 규모로 발생할 가능성이 높다.

제한된 범위에서 앞으로의 海外資本流入을 전망해보면, 「新경제 5個年計劃」 기간중에 資本去來 自由化의 진전, 國內外 金利差異의 지속, 外國人에 의한 證市資金의 유입, 經常收支의 黑字로 인한 원貨價値 上昇의 期待 등으로 앞으로 年間基準으로 100억달러 이상의 海外資本流入이 예상된다. 年間基準으로 자본수지 흑자의 규모가 100억달러 미만이면 우리나라 經濟가 수용할 수 있을 것으로 보이지만, 그 이상이 되면 通貨 및 換率에 큰 충격을 주어 전반적으로 低成長, 高物價, 高金利 등이 초래되는 등 우리나라 經濟가 감당해내기 어려울 것으로 판단된다.

또한 실증분석에 의하면, 그 동안 통화당국은 $M_2$에 대한 목표증가율을 설정하고 國內部門에서 증가되는 통화를 대출 등에 의해 제조업 부문의 자금으로 공급되도록 유도하였다. 이에 따라 海外部門에서 통화가 증가하면 상대적으로 생산적인 부문에 자금의 공급이 위축되므로 生産이 증대되기보다는 物價 및 金利가 상승하는 것으로

나타났다.

이와 같이 우리가 경험하지 못한 새로운 경제환경인 대규모의 자본거래 자유화시기에 있어서는, 통화 및 환율은 더이상 국내경제의 필요에 따라 自主的으로 조정될 수 없게 된 것이다. 이에 따라 자본수지의 흑자시기에 적합하면서 효율적으로 通貨 및 資本流出入을 관리할 수 있는 종합적인 방안이 절실한 상황에 이르렀다.

우선 무엇보다도 경제운영기조가 성장보다는 物價安定과 이를 통한 金利의 下向安定이 추구되어야 할 것이다. 이는 금리의 하향안정이 달성되어야만 금리차이에 의한 해외자본의 유입이 진정될 것이기 때문이다. 그리고 금리의 자유화와 금융의 자율화가 추진되어 금융이 단순히 실물산업을 지원하는 역할에서 벗어나 自律的인 자금의 중개·매매, 신용의 창조, 대출·증권의 심사 등 본연의 역할을 수행하여야 해외유입 자금도 보다 생산적인 부문에 공급될 수 있을 것이다.

구체적인 통화관리방식에 있어서는 먼저 반드시 통화관리가 間接管理方式에 의하여 수행되어야 할 것이다. 통화가 간접적으로 관리되기 위해서는 통화당국은 (ⅰ)量的目標에 의한 경제운용방식을 탈피하고, (ⅱ)本源通貨와 中間指標間의 관계에 대한 豫測力을 제고하며, (ⅲ)일관성과 신뢰성을 가지고 통화를 관리하는 것이 필요하다. 그리고 運用方式에 있어서는 (ⅰ)재할인율, 지급준비금공급(지급준비율), 공개시장조작(통화채 거래, 국공채의 RP거래 등), 금융기관(은행)간 시장조작(콜거래 등) 등의 정책수단에 의하여 本源通貨 즉 運用目標가 管理되도록 한다. 금리가 중요시될 경우에는 금융기관간 금리(콜금리) 등도 운용목표가 될 수 있다. (ⅱ)通貨債의 운용이 중심적인 수단이 되어 間接管理가 추진되도록 하며, (ⅲ)中間目標의 달성이 유연하게 추진되도록 한다. (ⅳ)대외적으로는 中央銀行만이 중간목표의 목표치를 공표하고 中央銀行만이 목표의 달성에 대하여 책임을 진다.

통화정책지표로서는 자본거래의 자유화가 완료되면 換率指標가 매우 중시되어야 하지만, 그 이전에는 금리가 자유화되어 금리의 가격기능이 제고됨에 따라 金利指標가 점차 중시되어야 할 것이다. 단기적으로는 $M_2$와 기타 통화지표간의 괴리현상이 확대되고 있어 다수의 통화지표가 보조지표 및 참고지표로 활용되어야 할 것이다. 이 경우에 통화당국은 용이하게 조절할 수 있고 시장금리에도 즉각적으로 영향을 미칠 수 있으며, 비교적 관련제도가 발달되어 있는 '콜금리'를 運用目標로 활용할 수 있을 것이다.

해외부문으로부터의 통화증발요인을 中和(sterilization)하기 위해서는 현실적으로 통화채를 활용하여 中和하는 방식이 가장 효과적일 것이며, 중앙은행과 외국환은행(비은행 포함)간에 중앙은행의 보유외환과 외국환은행의 원화자금을 스왑(swap)하는 방식은 새로운 통화관리수단으로 매우 큰 의의가 있을 것이다. 그리고 점차 금융정책수단이 소멸됨에 따라 국공채발행정책, 예산정책, 조세정책 등의 재정정책과 통화정책의 결합정책(policy mix)이 중시되어야 할 것이다.

특히 중앙은행과 외국환은행간 스왑거래의 運用方式에 있어서는 (ⅰ)해외에서 외환, 예금 및 증권에 투자하고자 하는 外國換銀行(외환관리규정이 완화되는 경우 非銀行 중 證券社, 保險社, 投信社, 綜金社 포함)은 중앙은행에서 스왑조건으로 외화를 매입할 수 있도록 한다. (ⅱ)스왑으로 매입한 외화는 모두 해외금융자산의 투자에 사용되도록 엄격한 사후관리가 필요하고, (ⅲ)현재 달러 現物換率에 대한 은행간 시장에서만 비교적 외환시세가 반영되고 있는 외환시장의 여건 때문에, 스왑거래는 당분간 원貨와 달러貨로 제한되도록 한다. (ⅳ)換危險, 換損失, 金利危險 및 金利損失이 최대한 배제되어 외국환은행이 적극 스왑거래에 참여할 수 있는 「인센티브」(incentive)가 제공되도록 한다. (ⅴ)스왑거래시에 환율의 기준은 市場平均換率로 하며, 국내금리의 기준은 통화안정증권의 발행금리와 국제금리의 기준은 「리보」(LIBOR) 등으로 하고 필요한 경우에는 별도의 「인센

티브」가 제시되도록 한다. (vi)중앙은행이 스왑레이트(환매율과 현물환율과의 차이)를 사정에 따라 임의로 정할 수 있도록 하여 가격기능에 의해 스왑규모를 조정할 수 있도록 하고, (vii)公開市場操作과 같이 스왑한도의 설정 및 변경, 기간의 조절, 일시 중단 등의 운용수단을 활용하도록 한다.

중앙은행과 외국환은행간의 스왑거래에 의하여 예상되는 效果를 보면 ( i )국내외 금리차이가 존재하며 해외 금융자산투자에 대한 국내 금융기관의 기법과 경험이 부족한 현 상태에서는 외국환은행의 해외 금융자산투자에 대한 유인이 크지 않아 해외 금융자산투자의 규모가 그다지 크지는 않을 것으로 예상되나 환율의 예측이 어려우므로 스왑에 대한 수요는 존재할 것으로 보인다. ( ii )국내부문에서의 통화환수로 인한 부작용이 억제되며, (iii)국제금융시장에서 국내 금융기관의 거래에 의해 선진 금융기법이 습득되고 금융국제업무의 경험이 축적되어 국내 금융기관의 국제화가 활성화된다. (iv)자본수출에 의해 자본수지 흑자로 인한 원貨價値 上昇의 요인이 해소되며, ( v )시장기능에 의한 외환정책과 통화정책의 結合政策(policy mix)이 가능하다. 결국 중앙은행과 외국환은행간의 스왑제도는 通貨管理의 새로운 수단으로서 통화관리수단을 다양화할 수 있으며 通貨管理와 資本流出入管理를 동시에 도모할 수 있는 手段이다.

급격한 자본이동을 억제하여 효율적인 資本流出入管理를 도모할 수 있는 하나의 手段으로서는 거래자의 海外借入에 대하여 一定率(국내외 금리수준에 따라 결정)의 預置義務를 부과하는 可變預置義務制度(variable deposit requirement : VDR)가 고려될 수 있다. 자본거래 자유화의 補完裝置로서 可變預置義務制度(VDR)는 국내외 금리차이만을 목적으로 하는 자금이동과 단기 투기성자금(hot money)의 이동을 억제하는 데 效果가 있을 것으로 보이며, 급격한 대규모의 자본이동을 조정하는 安全裝置로서의 역할을 수행할 수 있을 것으로 판단된다.

또한, 그 동안 억제되어 온 增資 및 企業公開를 통해 株價의 급상승을 사전에 방지하여 외국인 증시자금의 유입이 스스로 진정되도록 한다. 동시에 외국인 증시자금은 通貨 및 換率에 직접적인 영향을 주므로, 외국인 주식투자의 限度增額에는 신중을 기할 필요가 있으며 외국인 증시유입자금이 産業資金으로 활용될 수 있는 방안을 강구해야 할 것이다.

보다 중요한 것은 기업은 생산활동을 위한 자금만을 수요하며, 금융기관은 심사기능을 성실히 수행하고 단기차익에만 집착하지 않도록 하며, 모두가 투기행위를 지양하는 등 모든 경제주체가 서로 協助하여야 하는 것이다. 마지막으로 소규모의 개방경제인 우리나라는 해외의 영향에 외롭게 대처하기보다는 상호 보완성이 있는 국가, 또는 경쟁관계에 있는 국가 등과 共助體制를 형성하여 대처하는 것이 효과적일 수 있을 것이다.

# 參考文獻

金永生, 『外國換管理法』, 법경사, 1993.

金宗萬, 『우리나라 株式市場 開放의 效果分析』, 對外經濟政策研究院, 1991. 10.

金玄儀, 『通貨政策의 波及過程에서 通貨와 信用의 役割』, 금융경제연구 제55호, 한국은행 금융경제연구소, 1993. 4.

朴在潤 · 崔長鳳, 「適正通貨政策 運營을 위한 通貨指標, 目標通貨增加率 및 通貨調節手段」, 『季刊金融經濟研究』, 제1권 제1호, 韓國金融研究院, 1988. 4, pp. 72~120.

徐秉翰, 『通貨政策의 中間目標變數 選擇 — 通貨, 利子率 및 信用을 中心으로 —』, 금융경제연구 제52호, 한국은행 금융경제연구소, 1993. 2.

서울大學校 經營研究所, 『證券市場 先進化를 위한 預託 및 對替決濟制度 發展方案』, 韓國證券對替決濟株式會社, 1993. 4.

申憲明, 『흑자관리수단으로서의 중앙은행 SWAP 정책』, 1989.

李基榮, 『政策金融에 관한 研究』, 미출판자료, 韓國租稅研究院, 1993.

李仁杓, 『適正 通貨指標 選定에 관한 研究』, 미출판자료, 韓國租稅研究院, 1993.

趙 淳, 「經濟發展의 金融的 條件과 韓國金融의 課題」, 『經濟論集』, 第21券 第1號, 서울대학교 경제연구소, 1982.

崔長鳳, 『通貨의 間接管理手段으로서 通貨安定證券의 役割』, 政策研究資料 93-01, 韓國租稅研究院, 1993. 9.

Blanchard, Olivier J., "A Traditional Interpretation of Macroeconomic Fluctuations," *The American Review*, Vol. 79, No. 5, December 1989, pp. 1146~1164.

Bruno, Michael, "Monetary Policy Rules for a Small, Open Economy," EDI Series in Economic Development, 1993, pp. 17~37.

Burkett, Paul and Richard Lotspeich, "Financial Liberalization, Development, and Marketization: A Review of McKinnon's the Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy (1991)," *Comparative Economic Studies*, Vol. 35, No. 1, Spring 1993, pp. 59~84.

Cottani, Joaquin and Domingo Cavallo, "Financial Reform and Liberalization," EDI Series in Economic Development, 1993, pp. 38~63.

Dornbusch, Rudiger and Alberto Giovannini, "Monetary Policy in the Open Economy," *Handbook of Monetary Economics,* Vol. 2, 1990, pp. 1232~1303.

Fackler, James S. and John H. Rogers, "An Empirical Open-Economy Macro Model with Credit," *Journal of Macroeconomics*, Vol. 15, No. 2, Spring 1993, pp. 203~224.

Frenkel, Jacob A., Morris Goldstein and Paul R. Masson, "International Dimensions of Monetary Policy: Coordination versus Autonomy," *Monetary Policy Issues in the 1990s*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1989, pp. 183~232.

Hamada, Koichi, *The Political Economy of International Monetary Interdependence*, The MIT Press, 1985.

Mathieson, Donald J. and Liliana Rojas-Suárez, "Liberalization of the Capital Account, Experiences and Issues," IMF Occasional Paper, 103, March 1993.

Miron, J. A., C. D. Romer and D. N. Weil, "Historical Perspectives on the Monetary Transmission Mechanism," NBER Working Paper, No. 4326, April 1993.

Park, Jae-Ha and Shaghil Ahmed, "Sources of Macroeconomic Fluctuations in Small Open Economies," *Journal of Macroeconomics*, forthcoming, 1993.

Reisen, Helmut and Heiene Yeches, "Time-Varying Estimates on the Openness of the Capital Account in Korea and Taiwan," OECD Technical Papers, No. 42, 1991.

Sims, Christopher A., "Macroeconomics and Reality," *Econometrica*, Vol. 48, No. 1, January 1980, pp. 1~48.