

金融市場의 國際的 統合과 우리의 對應

1997. 11.

洪 範 教

Kipf 한국조세연구원

序 言

굳이 地球村이라는 말을 빌리지 않더라도 오늘의 세계는 확실히 작아졌다. 즉 交通 및 通信技術의 發達로 地理的으로 매우 가까운 사이가 되었다고 할 수 있겠다. 이러한 변화가 일어나는 가운데 金融自律化, 市場開放을 통한 규제 완화가 이루어짐으로써 金融市場의 國際的 統合現象이 일어나고 있다. 특히 유럽에서는 경제통화통합을 이루어 단일통화를 도입하려고 준비하는 등 통합의 움직임이 숨가쁘게 이루어지고 있다.

金融市場의 國際的 統合이란 자본 및 금융서비스가 인위적인 규제를 받지 않고 가장 높은 수익을 올릴 수 있는 시장으로 자유롭게 이동할 수 있게 되는 현상을 의미한다. 비단 국경을 자유롭게 넘나드는 현상뿐 아니라 銀行圈 市場, 證券市場, 保險市場과 같은 금융시장간의 구분도 점차 사라지게 되는 현상을 포함하는 포괄적인 개념이라고 할 수 있다. 開途國으로의 資本移動 增加, 銀行 및 證券業務의 兼業化, 金融機關들의 海外進出 增加, 派生金融商品去來의 活性化 등이 모두 金融市場의 國際的 統合에 따라 나타나는 현상들이라 할 수 있다.

金融市場이 統合되면 자원이 가장 生産성이 높은 곳으로 자유롭게 이동하게 됨으로써 競爭을 통한 效率性 增加를 가져올 수 있다. 반면에 金利나 換率 등의 政策變數들이 외부적인 요인에 의해 크게 영향을 받기 때문에 독자적인 금융정책의 효과를 기대하기 어렵다. 특히 우리나라와 같은 小規模 開放經濟의 경우에는 이런 의미에서 다른 나라와의 정책협조가 매우 긴요하다고 하겠다. 그러나 主權을 가진 國家라는 사회단위가 존재하는 한 정치적·사회적 요인으로 인한 국가간의 정책 목표의 상충은 불가피하게 일어날 것이라는 점을 상기할 때, 이를 뛰어넘는 國家間의 政策協調는 앞으로 계속 풀어가야 할 숙제이며 타협을 통하여 이를

해결할 수밖에 없을 것이다.

이와 같이 國際金融環境이 급격히 변화하는 가운데 우리가 이에 어떻게 대응할 것인가를 생각해 볼 필요가 있을 것이다. 本 報告書는 이러한 目的 아래 金融市場 統合의 國際的 背景과 現象을 살펴보고, 우리나라 資本市場의 國際的 統合度를 측정해 보며, 시장 통합이 經濟政策에 미치는 영향을 분석하고 향후 우리나라의 資本自由化 및 市場開放計劃과 관련하여 이에 대비한 政策課題를 짚어보고 있다.

이 보고서는 본 研究院의 洪範教 博士에 의해 집필되었다. 著者는 원고를 읽고 유익한 조언을 해준 익명의 논평자들에게 감사드리며, 자료정리와 圖表 作成 및 교정을 도와준 李除憲, 黃鉉理 연구원, 廉世羅, 尹惠順 연구조원 그리고 출판팀에게도 감사의 뜻을 전하고 있다.

끝으로 본 報告書의 내용은 저자의 個人的 意見이며 본 研究院의 公式的인 見解가 아님을 밝혀둔다.

1997年 11月

韓國租稅研究院

院長 金仲秀

目 次

I. 序 論	9
II. 金融市場 統合의 理論과 現象	13
1. 金融市場 統合의 理論	13
2. 金融市場 統合의 現象	16
가. 統合의 背景	16
나. 資本移動의 增加	18
다. 銀行圈 市場의 統合과 業務領域의 擴大	21
라. 證券市場의 統合과 派生商品市場	24
3. EMU의 統合 事例	27
가. EMU의 推進 經緯	28
나. EMU의 意義와 影響	35
다. EMU에 따른 世界經濟構造의 變化와 示唆點	39
III. 金融市場 統合의 程度 測定	44
1. 金融市場 統合과 等價의 法則	44
2. 統合度의 測定 方法	49
가. 投資와 貯蓄의 關係	49
나. 金融資產 收益率의 比較	54
다. 資本移動의 量	64
IV. 우리나라의 市場開放과 國際的 統合에 대한 對備	72
1. 우리나라의 金融市場 開放	72

가. 開放으로의 움직임	72
나. 市場 開放의 現況과 向後 計劃	75
2. 金融市場 統合이 經濟政策에 미치는 影響	82
가. 通貨政策에 미치는 影響	82
나. 財政政策의 役割	85
다. 國際的 政策 共助	88
3. 金融市場 統合과 관련된 政策課題	90
가. 業務領域의 調整	91
나. 金融監督의 責任 所在와 國際的 協力	93
다. 國際的 整合性	96
라. 國際的 政策共助의 채널 確保	99
마. 域外金融市場의 育成	101
 V. 要約 및 結論	 103
 參攷文獻	 110

表 目 次

〈表 II - 1〉世界 10大 國際銀行(1994年)	22
〈表 II - 2〉美國 銀行市場 進出 10大國(1995年 9月 30日 基準) ...	23
〈表 II - 3〉場內外 派生商品 去來殘高 推移(名目金額 基準)	26
〈表 II - 4〉EMU의 推進 經緯	29
〈表 II - 5〉單一通貨로의 轉換	31
〈表 II - 6〉EMU의 經濟收斂條件	32
〈表 II - 7〉EU 15個國의 1997年 經濟收斂條件 達成 豫想	33
〈表 II - 8〉EU 經濟의 比較(1995年)	39
〈表 II - 9〉世界 通貨의 比較	40
〈表 II - 10〉世界 金融市場의 比較	41
〈表 III - 1〉貯蓄과 投資와의 關係: 推定結果	53
〈表 III - 2〉國內貯蓄과 投資의 相關關係: 日本의 경우	54
〈表 III - 3〉利子率 隔差(CIP)	55
〈表 III - 4〉利子率 隔差(UIP의 代替的 方法)	56
〈表 III - 5〉短期利子率 相關關係	59
〈表 III - 6〉長期利子率 相關關係	62
〈表 III - 7〉海外 資金調達 規模	64
〈表 III - 8〉GDP 對比 總海外投資 比率	65
〈表 III - 9〉開途國으로의 年平均 資本移動	66
〈表 III - 10〉우리나라의 外國人 株式投資資金 流入額	68
〈表 III - 11〉外國人 直接投資 推移	69
〈表 III - 12〉產業別 外國人 直接投資 現況(申告受理·許可 基準) ...	70
〈表 IV - 1〉兩大 自由化規約 受諾率 比較	74

〈表 IV-2〉 우리나라 株式市場의 開放	76
〈表 IV-3〉 우리나라의 資本移動 自由化 計劃	77
〈表 IV-4〉 外國銀行 國內 進出 現況(1997年 6月 末 現在)	79
〈表 IV-5〉 外國 證券 및 保險會社 國內 進出 推移	80
〈表 IV-6〉 우리나라의 金融產業 開放 計劃	81
〈表 IV-7〉 G-7 國家와 우리나라 銀行產業의 競爭力 比較 (1995年 基準)	92
〈表 IV-8〉 우리나라 金融部門의 國際競爭力(IMD 報告書)	93

圖 目 次

[圖 II-1] 資本市場 統合의 效果	14
[圖 II-2] 開途國으로의 民間 資本流入	19
[圖 II-3] 開途國 流入資本의 構成과 變化	20
[圖 III-1] 國際 財務의 均衡 關係	45
[圖 III-2] 國內 總投資率과 海外貯蓄率	52
[圖 III-3] 主要國의 短期利子率 變化 推移(우리나라 包含)	61
[圖 III-4] 主要國의 短期利子率 變化 推移(유럽國家 中心)	61
[圖 III-5] 主要國의 長期利子率 變化 推移(우리나라 包含)	63
[圖 III-6] 主要國의 長期利子率 變化 推移(유럽國家 中心)	63

I. 序 論

世界는 하나다. 혹자는 이 구절이 단순한 정치적 구호 내지는 인류의理想에 지나지 않는다고 생각할 수도 있다. 人種, 國家, 言語, 文化, 社會, 慣習, 그리고 地理的 제약이 하나의 세계를 가로막고 있으며, 戰爭과 平和가 공존하는 복잡한 인간세상이 바로 우리의 현실이기 때문이다. 그럼에도 불구하고 세계는 점진적이거나 하나를 향해 나아가고 있는 추세에 있다는 것도 부정하기 힘들다. 技術的인 進步에 의하여 지리적인 분리와 같은 자연적인 제약을 극복하고, 規制緩和를 통하여 인위적인 제약을 제거함으로써 資源과 생산요소가 어느 나라를 불문하고 限界生産性이 가장 높은 곳으로 이동할 수 있다면 경제적으로 그만큼 效率的인 하나의 세계 시장이 형성되는 것이다. 이것이 바로 經濟統合의 論理이다.

이러한 논리는 금융부문에도 적용되어 전세계적으로 국내 금융시장에서의 규제완화, 국제적 자본흐름에 대한 통제의 자유화로 인한 資本移動의 증가 그리고 通信 및 交通 등에 있어서의 기술발전으로 인하여 각국의 金融市場이 국제적으로 서로 긴밀하게 연결되고 있다. 특히 유럽연합(EU)에서는 1999년 1월을 목표로 統合通貨 유로(euro)의 탄생을 위한 구체적인 움직임이 여러 가지 장애요인에도 불구하고 숨가쁘게 진행되고 있다. 각국의 정치적, 역사적, 사회적인 차이점에도 불구하고 이러한 금융시장의 통합 움직임이 가속화되고 있는 것은 市場統合을 통하여 경제의 效率性을 극대화시킬 수 있다고 보기 때문이다. 즉 인위적인 장벽(규제)들을 제거함으로써 금융기관과 기업을 비롯한 경제주체들이 자유롭게 경쟁을 할 수 있게 하고, 이러한 경쟁을 바탕으로 經濟의 效率性을 극대화하는 것이 바로 市場統合의 目標이며, 通信 및 交通 등의 技術的인 發展은 지리적인 장벽을 뛰어넘어 이러한 목표의 달성을 가능하게

해주는 외부적인 환경을 조성해 주고 있다.

전세계적으로 金融市場의 통합이 실물시장의 통합에 앞서 일어나고 있는 것은 화폐를 비롯한 금융자산의 성격이 통합에 보다 적합하기 때문이다. 금융자산은 실물자산에 비하여 價値評價의 客觀性, 保管性 그리고 交換性 등에 있어서 우월한 특성을 갖고 있다. 전자통신기술의 발달로 인하여 金融資產은 한 나라 또는 한 기관에서 다른 나라나 다른 기관으로 순식간에 이동하는 것이 가능하게 되었으나, 실물자산 특히 노동력과 같은 인적자산의 경우 그 자유로운 이동에는 상당한 제약이 있음은 쉽게 상기할 수 있다. 유럽을 위시하여 북미, 아시아 환태평양 등의 지역에서 서로 근접한 국가간에 NAFTA나 APEC과 같은 地域經濟共同體 움직임이 부상하고 있으나, 金融市場의 통합현상은 이러한 지리적인 遠近 여부를 떠나 전세계적으로 일어나고 있는 현상이다.

金融市場의 統合이 이루어지면 지금까지 이루어져 오던 국가별 金融政策이 그 독립성을 잃게 되고, 국가간의 정책협조가 긴요한 현안이 된다. 국가간 금융시장의 장벽이 없어짐에 따라 금융시장에서의 경제변수들에 미치는 海外 要因의 영향력이 커질 것이다. 특히 小規模 開放經濟 (small open economy)에서는 해외 요인의 영향이 지대할 것이며, 개별국의 독자적인 金融政策은 그 효력을 발휘하지 못할 것이다. 따라서 국가간의 정책적인 협조가 필수적이 되고, 특히 지역적인 경제난국을 타개하기 위한 정책수단으로서 財政政策의 중요성이 보다 부각될 것이다. 이를 위하여 방만한 재정운용을 삼가고, 健全財政基調를 유지함으로써 유효한 정책수단으로서의 財政政策을 확보하는 것이 긴요하다고 하겠다.

그러나 '主權(sovcreignty)'을 가진 '國家'라는 사회단위가 존재하는 한 정치적·사회적 요인으로 인해 국가간 政策目標의 相衝 現象은 불가피하게 일어날 것이다. 따라서 이를 뛰어넘는 국가간의 政策 協調는 앞으로 계속 풀어가야 할 숙제이며, 이는 타협을 통하여 해결할 수밖에 없을 것이다. 향후 노동력의 자유로운 이동을 포함하는 실물시장의 통합

이 후속적으로 이루어진다면 이러한 정책목표 相衝 現象의 해소에 커다란 도움이 될 것이며, 이러한 의미에서도 실물시장의 통합은 금융시장의 통합을 보완해 주게 될 것이다. 그러나 여러 가지 면에서 가장 통합의 진전도가 높다고 할 수 있는 유럽에 있어서도 勞動力의 移動이 실물부문의 불균형 해소에 도움이 되도록 신속하고 자유롭게 이루어지지 못하는 못하고 있다. 勞動力의 移動은 주거지의 이전으로 인한 직접적인 이전비용 외에도 言語, 子女 教育, 住居環境에 대한 선호도 등 간접적인 去來費用을 수반한다. 같은 국가안에서의 이동에도 이와 같은 많은 비용을 지불해야 함을 고려할 때, 景氣循環에 따라 국제적으로 노동력이 신속하고 자유롭게 이동하게 될 가능성은 적다. 이러한 측면에서 볼 때, 보다 포괄적인 經濟統合이 이루어지기까지 국가간 정책협조의 중요성은 아무리 강조해도 지나치지 않을 것이다.

우리나라도 金融自律化 및 金融市場의 開放을 추진하고 있는 상황에서 세계적인 金融市場의 통합과정을 살펴보고, 우리나라가 이러한 과정에 어떻게 조화를 맞춰 변화해 나갈 수 있을 것인가, 또 國際的 政策協調의 方案과 國內經濟를 위한 새로운 정책수단의 개발 가능성은 없는가에 대해서 살펴보아야 할 것이다. 규제당국이라든가 국내 금융기관의 입장에서 본다면 금융시장의 개방과 함께 밀어닥치는 國際的 統合現象에 대하여 일종의 '저항감'을 느낄 수도 있을 것이다. 비록 규제가 많고, 금융기법이 낙후되어 있을지라도 폐쇄된 시장 안의 과점적인 체제를 유지하면서 안주할 수 있기 때문이다. 그러나 開放과 競爭을 통한 效率性의 增加라는 대명제 아래 시장개방과 금융시장의 통합은 엄연한 현실로 나타나고 있다. 따라서 더 이상 머뭇거리고 있을 수는 없으며, 國際的인 潮流에 적극적으로 임하는 자세를 가져야 할 것이다.

우리가 金融市場의 統合(financial market integration)이라고 말할 때의 금융시장이란 매우 광범위하고 포괄적인 시장이다. 金融市場은 資本의 장단기적인 성격에 따라 資本市場(capital market)과 短期金融市場 또는 資金市場(money market)으로 나눌 수도 있고, 산업별로 분

류하여 銀行圈市場, 債券이나 株式 등의 證券市場, 保險市場 등으로 분류할 수도 있는 등 매우 포괄적인 의미로 쓰이고 있다. 유럽에서 진행중인 經濟通貨統合(EMU)에서 목표로 하고 있는 하나의 통화창출같은 通貨統合(monetary integration)도 金融市場 統合의 한 구체적인 예라고 하겠다. 따라서 本 報告書에서는 이러한 광범위한 주제에 대하여 일단 개괄적으로 살펴보고, 우리나라의 현실과 관련하여 金融市場의 統合度를 측정해보고, 金融市場 統合에 대비한 政策方案 등을 짚어보는 것을 목표로 한다.

本 報告書의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 金融市場 統合의 理論에 대하여 經濟統合理論을 기초로 살펴보고, 현실적으로 나타난 금융시장 통합 현상을 資本移動의 增加와 각 산업별 金融市場에서의 변화를 통하여 살펴보기로 한다. 그리고 이러한 金融統合이 가장 선도적으로 일어나고 있는 EU의 金融市場 統合現象을 그 구체적인 예로서 검토한다. 제Ⅲ장에서는 金融市場 統合의 정도를 측정해 본다. 金融市場 統合은 그 定義 自體가 매우 포괄적인 만큼, 보편적으로 받아들여질 수 있는 정확한 하나의 척도를 제시하기 어려워 그 측정을 위한 여러 가지 시도가 이루어져왔다. 그러나 이러한 여러 가지 방법들도 실제로 사용하는 데는 기술적인 제약이 많은 실정이다. 여기서는 이와 같은 제약조건하에 우리나라의 金融市場 統合度에 대한 측정을 시도해 본다. 제Ⅳ장에서는 우리나라의 시장개방과 관련하여 金融市場의 統合이 經濟政策에 미치는 影響과 金融市場 統合에 따른 政策課題에 대하여 살펴본다. 제Ⅴ장에서는 이상의 논의에 대한 要約과 結論을 실는다.

II. 金融市場 統合의 理論과 現象

1. 金融市場 統合의 理論

金融市場 統合의 理論의 基礎는 經濟統合理論에서 출발한다. 經濟統合(economic integration)은 기본적으로 공간적인 제약을 뛰어넘는 자원의 효율적 사용을 그 목적으로 한다. 따라서 經濟統合을 가능하게 하기 위해서는 상품 및 생산요소가 자유롭게 이동할 수 있어야 하고, 통합국가간에 차별이 없어야 한다. 또한 자원의 효율적 사용이 이루어지기 위해서는 시장가격이 제기능을 다해야 하므로 이런 의미에서 시장이 자율적으로 움직일 수 있는 여건이 형성되어야 할 것이다.

經濟統合理論은 국제무역론에서 가장 활발히 논의되고 있으며, 自由貿易地帶(free trade areas), 關稅同盟(customs union), 共同市場(common market), 經濟聯合(economic union) 등의 다양한 형태를 띠고 있다. 자유무역지대와 관세동맹은 모두 가맹국간의 생산물이 無關稅로 거래되도록 추진하는 것인데, 그 차이는 가맹국 이외의 국가에 대하여 가맹국이 각국별로 다른 관세체계를 유지할 수 있는 것이 자유무역지대이며, 공동관세체계를 유지하는 것이 관세동맹이다. 공동시장의 경우에는 관세동맹의 협정 이외에 勞動과 資本이 자유롭게 이동하도록 함으로써 최종 생산물뿐 아니라 생산요소시장의 통합을 꾀하는 것이다. 경제연합은 이보다 더 나아가 金融·財政 및 여타 經濟 政策에 있어서 고도의 결합을 추구하는 것이라는 데 그 차이점이 있다.

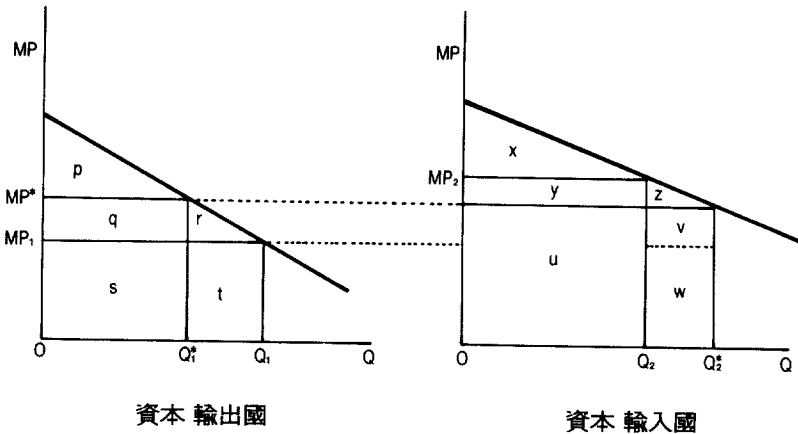
經濟統合이 추구하는 목표는 물론 경제적 이득이다. 經濟統合은 국가간의 相對優位論에 입각한 專門化와 규모의 經濟를 통하여 生産을 증가시킨다. 또한 가맹국 이외의 國家에 대한 交易條件의 향상에 따른 이득,

統合圈內的 국가간의 경쟁으로 인한 효율성의 증가, 자본유입의 증가나 기술적 진보속도의 향상 등 통합으로 인한 생산요소의 質的·量的 向上을 통하여 더 많은 생산을 이룩함으로써 經濟的 利得을 가져온다.

자유로운 物資의 교환을 통하여 경제주체들의 후생을 증진시킬 수 있다는 國際貿易의 기본적 이론과 생산물뿐 아니라 생산요소의 자유로운 이동을 통하여 경제적 이득을 달성할 수 있다는 공동시장의 이론에 입각하여 金融市場 統合의 經濟的 效果를 간단히 살펴보기로 하자.

가장 간단한 二國 經濟를 고려해 보기로 하자. 만일 공동시장이 형성되어 있지 않다면, 즉 생산요소의 이동이 자유롭지 않다면 두 나라 資本의 限界生産性이 다를 것이다. 생산요소의 量은 주어져 있고, 동일한 최종생산물을 생산한다고 할 때, 이를 다음의 [圖 II-1]과 같이 나타낼 수 있을 것이다.

[圖 II-1] 資本市場 統合의 效果



[圖 II-1]에서 가로축은 資本의 量(Q), 세로축은 資本의 限界生産性(MP)을 나타낸다. 다른 생산요소, 즉 勞動의 量이 주어져 있을 때 두 나라 資本의 限界生産성은 右下向線으로 나타난다. 생산요소의 이동이 자유롭지 못하기 때문에 두 나라 자본의 限界生産성이 다르며, 자본 수

출국 및 수입국의 자본축적은 각각 OQ_1 과 OQ_2 로 주어져 있다고 하자. 이 때 두 나라 자본의 한계생산성은 각각 MP_1 과 MP_2 로 주어진다. 경쟁상태에서 자본 1단위당 이윤은 자본의 한계생산과 일치한다. 따라서 자본 수출국의 자본利潤은 $s+t$ 이다. 總生産은 $p+q+r+s+t$ 이고 勞動利潤이 $p+q+r$ 이다. 자본 수입국에서는 자본이윤은 $y+u$ 이고, 노동이윤은 x 이다. 두나라의 자본이윤을 비교해 보면 자본 수입국의 경우가 더 크다고 하겠다.

이제 자본이동을 제약하는 규제를 풀어, 자본시장의 통합이 이루어지면 자본은 한계생산성이 높은 자본 수입국으로 이동하여 兩國 資本의 限界生産性이 일치하는 MP^* 에서 균형을 이룰 것이다. 균형상태에서 수출국의 總資本은 OQ_1^* , 수입국의 總資本은 OQ_2^* 가 될 것이다. 그 결과 수출국에서 생산되는 국내총생산은 $p+q+s$ 로 줄어들 것이나 국민총생산은 자본이윤의 본국송환을 고려할 때 $v-r$ 만큼 늘어날 것이다¹⁾. 수입국에서는 국내총생산이 $w+v+z$ 만큼 늘어나고 자본시장의 통합에 의하여 兩國 經濟의 총생산량의 합은 $v+z-r$ 만큼 증가하게 됨을 볼 수 있다.

인위적인 규제를 풀어 생산요소가 공간적인 제약을 뛰어넘어 가장 限界生産性이 높은 곳으로 이동하게 함으로써 경쟁을 통한 효율을 극대화할 수 있고, 이를 통하여 經濟의 利益을 높이는 것이 金融市場 統合의 이론적 요체라고 하겠다.

1) $(v+w)-(r+t)$ 에서 $w=t$ 이기 때문임.

2. 金融市場 統合의 現象

가. 統合의 背景

金融市場의 統合은 1960년대 유로 통화(eurocurrency) 시장과 유로 본드(eurobond)시장의 발달에서 그 뿌리를 찾을 수 있을 것이다. 유로 시장은 주지하다시피 蘇聯을 비롯한 동구권 국가들이 그들의 달러 수입을 美國에 맡겨놓을 경우, 당시의 冷戰 상황에서 달러자금이 미국정부에 의해 동결될 것을 우려하여 美國內에 맡기지 않고 유럽의 金融機關에 예치함으로써 생성되었다. 유로시장은 美國 국내시장과는 달리 利率이 라든지 支準 등의 규제를 받지 않는 이점을 갖고 있었다. 그러나 각국의 국내시장은 외환 및 자본규제 등 여러 가지 규제를 받고 있었기 때문에 국가간 시장의 연관성은 매우 낮은 수준에 머물렀다.

그 후 1971년 미국의 金兌換停止宣言에 이어 환율제도가 변동환율제도로 바뀐에 따라 외환시장이 급속히 발전하기 시작하였다. 變動換率制度로의 변환에 의해 환율의 변동이 심하게 됨으로써 외환시장에의 개입이 보다 빈번하게 나타났으며, 外換市場에서의 거래가 급증함에 따라 주요 외환시장간의 연계 현상이 나타나기 시작하였다. 1980년대 들어서는 각국별로 金利自由化를 비롯한 金融自律化의 움직임이 나타나 금융규제가 완화되었고, 정보통신 기술이 발전함에 따라 金融革新이 일어나게 되었다. 금융혁신은 새로운 금융기법과 파생상품을 위시한 새로운 금융상품의 등장을 의미하는데, 이러한 환경은 투자위험에 대한 헤지를 보다 용이하게 함으로써 新興市場(emerging market)으로의 자본이동과 금융시장의 통합현상을 가져오기에 이르렀다.

결국 金融市場 統合의 배경은 공간적인 제약을 뛰어넘게 해준 情報通信技術의 發達과 規制緩和라고 할 수 있으며, 그 결과 나타난 현상이 資本移動과 金融市場間의 연계성 강화이다. BIS(1986)에서는 이러한 근본적인 원인 이외에 다음과 같은 몇가지 원인을 추가적으로 지적하고 있다.

첫째, 機關投資家의 국제적 분산투자를 들 수 있다. 기관에 의해 運用되는 資金(年金, 保險, 投信)의 증가가 金融市場 統合의 커다란 요인이 되었다. 이들 자금의 운용자는 이들 자금을 포트폴리오 이론에 따라 국제적으로 분산 투자함으로써 금융시장 통합에 기여하였다. 예를 들어, 美國에서는 1974년 ERISA(Employee Retirement Income Security Act)에 의해 종업원 연금이 제대로 조달되고, 신중하게 관리되도록 하는 요건이 강화되었다. 이 법에서 國際的인 分散 投資를 준수요건으로 만든 것은 아니지만, 펀드 매니저들이 위험관리를 위하여 국제적 분산 투자를 행하였으며, 특히 1981년 外國銀行들에게 美國內에서 외국자산의 소유권을 갖도록 허용함으로써 실물 자산이 美國 國內으로 이전되어야 할 필요가 없어졌다. 美國뿐 아니라 英國에서는 1979년 외환통제가 폐지됨으로써 英國의 대외투자를 활성화시켰고, 이어 日本과 이탈리아에서도 해외투자에 대한 규제가 완화되는 등 전세계적으로 기관투자자들의 해외투자가 증가하였다.

둘째, 株式市場의 國際化가 진전되었다. 투자의 국제적 분산화 현상이 나타남에 따라 많은 수의 주식들이 해외의 거래소에서 거래되기 시작하였다. 특히 株價指數 先物 및 옵션 등의 파생상품은 해외 현지의 사정에 정통하지 않더라도 指數를 통하여 투자에 따른 위험을 회피할 수 있는 수단을 제공함으로써 해외투자를 보다 활발하게 만드는 요인이 되고 있다. 현재 수백개 이상의 다국적 기업 주식이 국제적으로 활발히 거래되고 있으며, 국제적인 주식거래는 거래소간의 연계를 통한 24시간 거래 등에 의하여 더욱 증가하고 있는 추세이다.

셋째, 租稅의 影響을 들 수 있다. 租稅의 영향 중의 하나는 과세대상에서 제외되는 상품의 발달을 촉진한다는 것이다. 예를 들자면 美國에서 비거주자의 이자소득에 대하여 원천과세를 하였기 때문에 유로債 시장이 발달했던 것이다. 1984년 이 법률이 폐지되기 전까지 美國 企業들은 해외에 설립된 자회사를 통하여 유로채를 발행하고, 기채된 자금을 모회사로 송금하는 방식을 취하였다. 유로債 시장의 발전을 자극한 또 다른

예는 無記名式 증권으로서 이는 累進稅 制度下에서 실질적인 이자율 소득의 면세를 가져왔다. 실제로 이자소득이 발생하였을 경우에만 과세하는 제도는 할인채(zero coupon bond 또는 deep discount bond)의 도입을 가져왔고, 자본이득에 대한 세제(capital gains tax)에 따라 선물이나 선도거래 등을 이용하여 소득을 이연시키는 방법으로 세금을 감면시키기도 한다.

오늘날과 같이 開放化된 國際化 時代에 金融機關이나 企業들은 보나온 영업 환경을 찾아 과거보다 훨씬 쉽게 이전할 수 있다. 낮은 법인세율이나 소득세율과 같은 租稅制度의 차이는 이러한 영업 환경을 결정하는 중요한 요인이라고 할 수 있다. 국가간의 세율의 차이에 따라 많은 자본이동이 일어나고 있으며, 과거에는 규제로 인하여 불가능하였던 자본이동이 규제완화로 인하여 가능해짐에 따라 조세 차익거래가 일어나게 되었다. 이러한 차익거래로 인한 資本의 이동은 기존의 시장을 보다 깊고 유동성 있게 만드는 데 기여하고 있다.

나. 資本移動의 增加

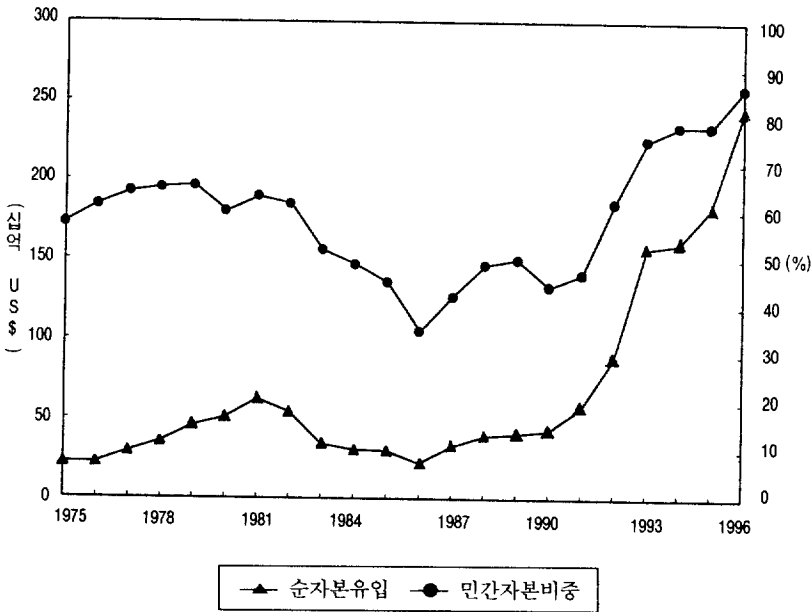
金融市場 統合의 가장 대표적인 현상은 資本移動의 增加라고 하겠다. 금융규제완화와 시장개방으로 인하여 1980년대부터 자본의 국제적인 이동이 증가하기 시작하였다. 특히 開發途上國으로의 자본이동이 두드러졌다.

[圖 II-2]에는 1975년부터 1996년까지 開發國으로의 民間資本 유입 규모와 總資本에서 民間資本이 차지하는 비중이 나타나 있다²⁾. 1970년대 중반부터 증가하기 시작하던 민간자본의 이동은 1980년대 들어 중남미 국가의 부채위기를 맞아 감소하다가 1980년대 중반부터 다시 증가

2) 民間資本(private capital)은 정부나 국제기구와 같은 공적기관에서 제공하는 개발 원조금이나 차관 같은 公共資本(official capital)을 제외한 자본이다.

하기 시작하여 1990년대 들어서는 괄목할 만한 증가세를 보이고 있다. 1990년대 들어 개도국으로의 자본이동이 급격히 증가하기 시작한 것은 앞서 언급한 이유들 이외에 1990년대 초반에 先進國들이 불황에 처하여 開途國에 비해서 금리가 매우 낮았던 것도 그 이유 중의 하나라고 하겠다. 1996년도에 우리나라를 제외한 開途國으로의 民間資本 純流入 규모는 약 2,400억달러이다³⁾. 한편 총자본에서 민간자본이 차지하는 비중도 1990년대 들어 급속히 증대하기 시작하여 1996년에는 전체 資本의 80%를 상회하는 것으로 나타났다. 이것은 시장원리에 의해 움직이는 資本이 두드러지게 증가하였음을 의미한다.

[圖 II -2] 開途國으로의 民間 資本流入(純長期資本)

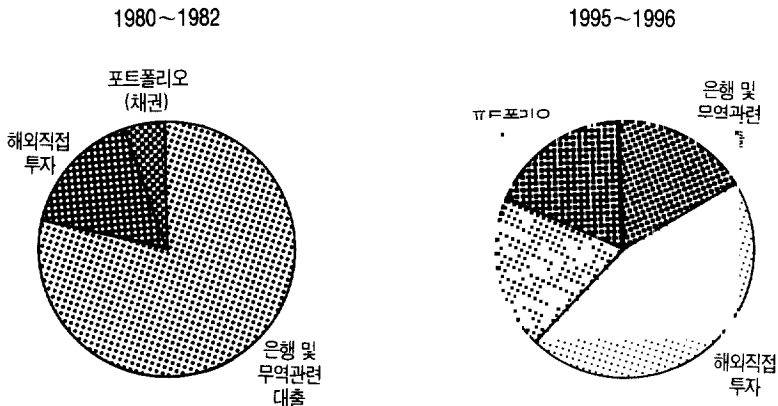


資料 : World Bank(1997), p. 10.

3) 1996년 10월에 우리나라가 OECD에 가입함으로써 국제적인 통계에 있어서 우리나라는 개도국 분류에서 제외되기 시작하였다. 우리나라를 포함할 경우에는 약 2,650억달러 이른다.

[圖 II-3]에서는 開途國 流入資本을 성격에 따라 분류한 비중을 보여주고 있다. 1980년대 초반에는 은행들의 신디케이트 론을 비롯한 대출 형태의 자본조달이 가장 일반적인 자본조달수단으로서 전체의 약 80%에 달하는 압도적인 비중을 차지하였다. 그러나 최근에 들어서는 海外直接投資와 포트폴리오 형태의 資本 比重이 커져 각각 전체의 약 45%, 40% 정도를 차지하고 은행 및 무역관련 신용은 20%에 미달하는 상태가 되었다.

[圖 II-3] 開途國 流入資本의 構成과 變化



資料 : World Bank(1997), p. 11.

國際的인 資本移動이 증가하면서 開途國들은 경제성장에 필요한 財源을 확보하기가 용이해진 반면, 급격한 자본의 유입이 巨視經濟에 미치는 영향에 대한 대책을 마련해야 했다. 즉 자본유입으로 인한 통화량의 급격한 증가는 인플레이를 초래할 위험이 있을 뿐 아니라, 환율절상 압력과 경상수지 적자 등을 가져올 염려가 있어 이에 대한 대비책이 요구되었다. 특히 포트폴리오 資本의 경우에는 그 성격상 유입과 유출이 급격히 바뀔 수 있기 때문에 巨視經濟의 攪亂要因으로 작용할 수 있다. 이에 대비하여 開途國들은 不胎化政策, 명목환율의 절상 등을 통하여 자본유입

의 부정적인 영향을 완화시키기 위하여 노력하였고 이러한 정책을 긴축 재정과 결합한 財政·金融政策의 組合에 의한 대책을 수립하기도 하였다. 그러나 이러한 대비책들이 各國別 사정에 따라 모두 성공적이지는 못하였다. 특히 1994년~1995년에 걸친 멕시코의 폐소위기나 최근에 태국을 비롯한 동남아에서의 통화위기는 대규모 자본유입에 의한 자본수지 흑자가 경상수지 적자의 심각성을 조기에 깨닫지 못하게 함으로써 과대평가된 통화가 갑작스러운 조정 과정을 거치면서 발생할 수 있는 사태의 파장을 보여주는 좋은 예라고 하겠다⁴⁾.

다. 銀行圈 市場의 統合과 業務領域의 擴大

銀行部門에 있어서의 통합 움직임은 크게 나누어 銀行들의 海外進出과 業務領域의 擴大를 들 수 있다. 1970년대 들어 변동환율제로의 이동과 석유파동에 이은 국제적 자본이동이 이루어지면서 銀行의 국제적 서비스에 대한 수요가 생겼고, 銀行들은 이러한 수요에 부응하기 위하여 국제적으로 영업을 확장하여 갔다. 美國은 1974년 자본유출에 대한 규제를 철폐하였고, 다른 주요 석유수입국들은 자본유입에 대한 규제를 완화하였다. 1979년과 1980년대 초반에 英國과 日本이 각각 자본유출에 대한 외환규제를 풀었으며, 獨逸에서는 1981년 외국인의 국내 채권 및 단기금융시장 상품의 구입을 허용함으로써 자본유입에 대한 규제를 해제하였다. 1984년과 1985년에 걸쳐 엔·달러위원회에 이은 日本의 資本自由化는 국제적인 자본시장 통합의 촉진제가 되었다.

이러한 배경하에 外國銀行들의 활동 증가가 두드러지기 시작하였다. 外國銀行들은 그 속성상 非居住者 및 多國籍企業과의 거래가 많다. 이러한 측면에서 외국계 은행들은 무역관련 금융을 발전시키는 데 큰 역할을

4) 자본이동 현상에 대해서는 자본이동의 양을 이용하여 金融市場 統合度를 추정한 제3장 제2절 다항에서도 추가적인 설명을 하였다.

했다고 할 수 있다. 또한 국내은행들에 비하여 예금으로 자금을 조달하는 데 있어 불리한 측면이 있기 때문에 都賣金融市場에 활발히 참여하면서 금융혁신을 전파하는 역할을 하기도 하였다. 선진국의 金融機關들이 다른 나라 시장에 진출함으로써 새로운 금융상품과 기법들을 전수하게 되는 계기가 되기 때문이다. 또한 통합된 컴퓨터 네트워크를 사용하여 기업의 세계적인 자금흐름을 관리(global management)해 주는 서비스를 제공함으로써 金融市場 統合에 기여하기도 한다.

〈表 II-1〉에서는 해외자산 비중으로 본 세계 10대 국제은행들을 보여주고 있다. 이들 은행들은 총자산에서 해외자산이 차지하는 비중이 50%를 넘으며, 국제 영업에서 얻는 수익이 총 수익에서 차지하는 비중이 42%에서 80%에 이르고 있다. 총자산 규모로 본 세계 10대은행에는 일본계 은행이 차지하는 비중이 상당히 큰 것을 고려할 때, 유럽계 은행들의 국제업무 비중이 상대적으로 크다는 것을 알 수 있다⁵⁾.

〈表 II-1〉 世界 10大 國際銀行(1994년)

(單位 : %, 10억 달러)

은 행	국 가	해외자산 비중	해외수익 비중	총 자 산
Standard Chartered(131)	英 國	70.2	80.4	53.5
CS Holdings(17)	스 위 스	66.4	42.0	298.4
HSBC Holdings(14)	英 國	62.3	59.4	314.9
Union Bank(25)	스 위 스	62.2	N.A.	248.9
ABN-Amro Bank(18)	네덜란드	61.0	45.5	290.8
Bank of China(30)	中 國	55.0	46.3	217.6
Credit Lyonnais(13)	프 랑 스	53.6	47.0	327.9
Banque Indosuez(96)	프 랑 스	51.0	71.0	76.3
Societe Generale(19)	프 랑 스	50.2	N.A.	278.0
JP Morgan(49)	美 國	49.5	45.6	154.9

註 : ()안의 숫자는 총자산 기준으로 본 세계 순위.

資料 : *The Banker*, February 1996, p. 46.

5) 1994년말 基準으로 자산규모로 본 세계 10대 銀行에는 日本의 三和銀行(5,822억달러), 第一勸業銀行(5,816억달러)를 선두로 일본계 銀行이 9개이며, 獨逸의 Deutsche Bank가 10위(3,683억달러)이다.

한편 <表 II-2>에서는 美國 銀行市場에 진출하고 있는 세계 10대국 (미국내 자산 순위)을 보여주고 있다. 日本 銀行의 美國內 資産이 약 3,600억달러, 진출 은행의 숫자가 66개로 가장 많고, 프랑스, 영국계 은행이 그 뒤를 잇고 있다. 우리나라는 미국내 자산 기준으로 보아 그 절대액에서는 日本과 커다란 차이가 나지만 10대 순위 안에 들어 우리나라 銀行들의 해외 진출이 꾸준히 증가하였음을 알 수 있다.

<表 II-2> 美國 銀行市場 進出 10大國(1995년 9월 30일 기준)

(單位: 백만달러, 개)

順位	國 家	美國內 資産	進出 銀行 數
1	日 本	363,896	66
2	프 랑 스	106,520	15
3	英 國	61,857	13
4	캐 나 다	59,253	7
5	獨 逸	56,573	14
6	스 위 스	47,525	13
7	네 덜 란 드	41,280	4
8	스 페 인	39,310	7
9	이 탈 리 아	28,509	20
10	韓 國	10,690	19
계		890,409	378

資料: *The Banker*, March 1996, p. 47.

資本移動에 대한 자유화뿐 아니라 은행의 兼業主義(universal banking)로의 움직임과 규제완화의 일부로서 業務領域의 擴大도 은행시장의 통합을 가져오는 요인이 되었다. 전통적으로 美國에서는 1933년의 Glass-Steagall Act 이래 상업은행과 투자은행의 업무가 철저히 분리되어 왔던 반면, 유럽에서는 兼業主義 형태의 은행이 주류를 이루어 왔다. 1980년대 초에 중남미 국가의 부채위기로 은행들은 개도국에의 대출과는 다른 자금운용방식을 찾게 되었으며, 이어서 각국의 金利自由化를 비

못한 金融自律化의 움직임이 나타나게 됨에 따라 銀行은 非銀行金融機關들과의 직접적인 경쟁에 직면하게 되었다. 또한 기업들의 규모가 커지고 신용도가 높아짐에 따라 은행대출에 의존하지 않고 資本市場에서 직접 자본을 조달하는 直接金融의 비중이 늘어났다. 따라서 은행들은 새로운 상품의 개발과 업무의 다각화를 통하여 새로운 경쟁력을 배양하지 않을 수 없게 되었다. 그 결과 分離主義를 지켜오던 美國에서도 證券業務와 전통적인 상업은행 업무의 구별이 점차 무의미해지고, 유로 시장을 비롯한 域外市場이 발달함에 따라 全世界적으로 업종과 지역을 뛰어넘는 銀行市場의 統合이 이루어지고 있는 것이다.

라. 證券市場의 統合과 派生商品市場

金融市場의 국제화와 함께 세계증권시장의 통합도 빠른 속도로 이루어지고 있다. 證券市場 국제화의 근본적인 요인은 역시 規制緩和라고 할 수 있는데, 그 제도적인 변화의 예로서 다음과 같은 것들을 들 수 있겠다.

첫째, 進入에 대한 規制가 緩和되었다. 日本에서는 비거주자의 국내시장 및 유로엔 채권시장에서의 증권 발행이 허용되었고, 독일에서는 외국계 은행이 마르크貨 채권발행을 맡을 수 있게 되었고, 이탈리아의 유로리라 채권시장이 개방되었다. 이러한 예는 세계적인 증권시장 진입규제 완화의 몇가지 예에 지나지 않는다.

두번째 요인으로는 證券市場을 國內外로 구분하는 제도적인 요소들이 하나 둘씩 제거되기 시작하였다. 1982년에 美國에서는 국제관례에 부합하는 ‘일괄등록제(shelf registration)’가 도입되어 증권발행시 매번 證券去來委員會(SEC)에 등록할 필요가 없어졌다. 1984년 美國을 필두로 하여 영국, 프랑스, 독일에서 비거주자에 대한 利子稅의 원천징수가 폐지되었고, 1985년 5월 獨逸에서는 獨逸 國內市場에서 다양한 외국증권의 발행이 허용되었다. 외국인에 대한 차별적인 대우의 철폐는 기관투

자가들의 주식 분산 투자 움직임과 맞물려 증권시장 국제화의 중요한 요인이 되었다.

세번째로는 국제 변동금리채권(FRN) 시장에서 LIBOR의 역할이 다소 줄어들고, 美國의 우량대출 금리(prime rate)나 재정증권 금리(T-bill rate)도 기준으로 많이 사용되기 시작함으로써 국제증권과 국내 증권간의 수익률의 연관성이 보다 높아졌다.

이러한 일련의 변화는 국내 이자율과 유로 이자율간의 수렴현상을 가져왔다. 특히 長期債에 대한 미국 국내수익률과 유로시장에서의 수익률이 매우 근접함으로써 發行費用의 調和를 가져왔고, 국제적인 증권의 질적 향상과 자본조달의 場이 역외시장에서 주요 금융센터로 이전되는 현상을 가져왔다.

한편 1980년대의 금융혁신기를 거치면서 급속도로 발전하기 시작한 선물, 옵션, 스왑 등의 金融派生商品도 金融去來에 따르는 위험을 회피할 수 있는 수단을 제공함으로써 국제적 증권거래의 증가에 기여하였다. 이제는 현물시장에 못지않게 파생상품시장 그 자체가 중요한 비중을 차지하게 되었으며, 轉換社債, 株式引受權附 債券(bonds with equity warrants) 및 變動金利債 등의 사용은 株式市場과 債券市場간의 연결성을 제고시켰다. 또한 통화전환옵션, 異種通貨의 채권으로 행사할 수 있는 「워런트(warrants)」 등은 채권시장과 외환시장간의 연결성을 증가시키기도 하였다.

〈表 II-3〉에서는 전세계적으로 거래되고 있는 場內外 派生商品의 최근 去來殘高 추이를 보여주고 있다. 장내거래는 1993년의 68% 증가율을 정점으로 증가세가 둔화되었으나, 장외거래의 경우에는 1993년에 59% 증가한 이래 매년 33%, 57%, 37%의 증가율을 거듭하여 1996년 말 현재, 장외거래의 거래잔고가 약 24조 달러로 장내거래상품의 약 2.5배에 이르고 있음을 볼 수 있다. 상품별로 보면 장내상품의 경우에는 金利 선물 및 옵션이 1996년에는 88%에 이르는 등 매년 장내상품 중에서는 가장 압도적인 비중을 차지하고 있으며, 株式商品 및 通貨商品의 비

중은 상대적으로 매우 작다고 할 수 있다. 장외상품의 경우에는 스왑이 가장 많이 쓰이는 형태이며, 기초 상품별로는 역시 금리 스왑이 가장 큰 비중을 차지하고 있고, 통화스왑도 많이 이용되고 있는 것으로 나타났다. 통화상품의 경우에는 장내상품보다는 주로 장외상품이 이용되고 있음을 알 수 있다.

證券市場의 성장은 株式과 債券市場을 연결하는 쪽으로도 나타났다. 즉 주식선환권을 가지는 채권의 발행이나, 감독기구에 의해 자본으로 인정받은 변동금리채를 은행에서 발행하는 것 등이 그 대표적인 예이다. 또한 국제적인 機關投資家들이 각국별 시장에서 차지하는 역할이 상당히 중요해졌으며, 이들이 債券市場과 株式市場間에 投資資金을 움직일 때 함께 움직이는 경향을 보임으로써 株式市場과 債券市場間의 연계성

〈表 II-3〉 場内外 派生商品 去來殘高 推移(名目金額 基準)¹⁾

(單位: 10억달러)

상 품	1991	1992	1993	1994	1995	1996
장내상품	3,519.3	4,634.4	7,771.1	8,862.5	9,188.2	9,884.6
금리선물	2,156.7	2,913.0	4,958.7	5,777.6	5,863.4	5,931.1
금리옵션 ²⁾	1,072.6	1,385.4	2,362.4	2,623.6	2,741.8	3,277.8
통화선물	18.3	26.5	34.7	40.1	38.3	50.3
통화옵션 ²⁾	62.9	71.1	75.6	55.6	43.2	46.5
주가지수선물	76.0	79.8	110.0	127.3	172.2	198.6
주가지수옵션 ²⁾	132.8	158.6	229.7	238.3	329.3	380.2
장외상품 ³⁾	4,449.4	5,345.7	8,474.6	11,303.2	17,712.6	24,292.0
금리스왑	3,065.1	3,850.8	6,177.3	8,815.6	12,810.7	-
통화스왑 ⁴⁾	807.2	860.4	899.6	914.8	1,197.4	-
기타스왑관련 파생상품 ⁵⁾	577.2	634.5	1,397.6	1,572.8	3,704.5	-

註: 1) 각년도 12월말 현재 미결제약정(open interest)에 계약단위(contract size)를 곱한 금액임.

2) 콜+풋

3) 국제스왑 및 파생상품협회(ISDA)만의 집계자료, ISDA회원간 거래는 일방의 보고만 집계한 것임.

4) 이종통화 금리스왑을 포함하여 거래 양측 통화에 대한 보고 조정.

5) 캡, 칼라, 플로워, 스왑션.

資料: The 67th annual report of BIS(1997).

이 나타난다. 즉 이자율이 높을 때에는 주식시장보다는 채권시장에 투자하는 경향이 강하고, 이자율의 변동이 심할 경우에는 채권시장보다는 주식시장에 투자하는 성향이 나타난다. 기관투자자들이 취급하는 資本의 규모가 커짐에 따라 이와 같은 집단적인 투자패턴은 규모가 작은 市場에서 급격한 資本의 이동을 초래함으로써 거시경제적 불안정을 가져오는 경우가 있어 논란의 대상이 되고 있기도 하다.

證券市場의 통합은 證券市場과 外換市場의 거리도 좁혀 놓았다. 債券의 경우 다른 통화로 표시되는 채권을 선택할 수 있는 轉換權을 가지는 債券이 발행되는 예를 찾아볼 수 있다. 이렇게 株式市場의 자산 선택이나 外환시장의 자산 선택 등의 옵션을 가지는 다양한 형태의 채권이 등장하여 각 개별 증권시장의 통합을 가속시켰다고 할 수 있겠다.

다음 節에서는 이상에서 살펴본 바와 같은 일반적인 통합 현상을 배경으로 실제로 진행되고 있는 금융시장 통합의 구체적인 예로서 유럽에서의 經濟通貨統合에 대하여 살펴보기로 하겠다.

3. EMU의 統合 事例⁶⁾

유럽의 經濟通貨統合(Economic and Monetary Union)은 유럽에서 국가를 초월한 단일통화 및 유럽중앙은행제도의 창출을 통한 經濟聯合을 목표로 하는 움직임이라고 할 수 있겠다. 유럽국가들간에 共同市場(common market)의 단계에서 이미 자유로운 자본의 이동, 금융서비스의 越境去來(cross-border) 및 會員國 金融機關의 진출허용 등을 통하여 금융시장의 통합이 많이 진행되었고, 앞으로 通貨統合을 거쳐 하나의 경제공동체를 달성함으로써 美國, 日本과 함께 세계 經濟의 3대축으로서의 경쟁력을 확보하는 것이 EMU의 목적이라 하겠다. 보다 지역적으로 밀집한 선진국가들간의 선도적인 금융시장의 통합이라는 의미에서

6) 趙昇衡 外(1997), 日本銀行(1997) 등을 참고로 함.

EMU는 금융시장 통합의 한 구체적인 예로서 살펴볼 만한 가치가 있다고 하겠다.

가. EMU의 推進 經緯

EMU에 대한 구상은 이미 1969년의 EC 정상회담에서 그 기본적인 합의가 이루어졌다. <表 II-4>에서 볼 수 있는 바와 같이 1970년에는 이러한 구상을 정리한 「베르너」 보고서(Werner Report)를 시작으로 여러 단계를 거쳐 1989년에 EMU 달성을 위한 구체적인 3단계를 제시한 「들로」 보고서(Delors Report)가 발표되었다.

1990년 7월부터 EMU의 제1단계가 시작되어 기존의 제도를 바탕으로 각국의 政策協調를 강화하였으며, 1992년 2월에는 歐州연합조약, 소위 말하는 마스트리히트(Maastricht) 조약이 조인되어 3단계 접근법의 시간표 등을 법제화하였으며, 통화통합의 참가국을 결정하기 위한 기준으로 經濟收斂條件(Economic Convergence Criteria)이 제시되었다. 1994년 1월에는 EMU의 제2단계가 시작되어 유럽중앙은행(European Central Bank: ECB)의 前身으로서 유럽통화기구(European Monetary Institute: EMI)가 창설되었다. 1995년 12월의 마드리드 정상회담에서는 단일통화의 명칭이 「유로」로 결정되었고 제3단계의 개시시기를 1999년 1월 1일로 할 것을 확인하였다. 1996년 12월의 더블린 EU 정상회담에서는 단일통화 도입 후에도 계속 건전재정기조를 유지할 것을 골자로 하는 「안정협약(Stability and Growth Pact)」이 독일의 주장에 의해 체결되었다. 이는 재정의 건전성이 유지되지 않을 경우에 초래될 수 있는 유로貨의 가치하락을 우려한 독일의 주장이 관철된 것을 의미한다. 그러나 1997년 6월 암스테르담에서 개최된 EU 정상회담에서는 유럽의 현실적인 고실업 문제를 해결하기 위한 국가 재량권에 대한 논의가 있었다. 이는 독일과 더불어 EMU 추진의 주축국이라고 할 수 있는 프랑스에서 社會黨 내각이 들어섬으로써 국내의 高失業 문제에 관

〈表 II-4〉 EMU의 推進 經緯

1958년 1월	유럽경제공동체(EEC) 창설에 관한 로마조약 발효
64년 5월	EEC 중앙은행 총재회의 발족
67년 7월	EC 발족
69년 12월	유럽이사회(EC Summit)에서 EMU 구상에 기본 합의
70년 10월	上記 구상을 정리한 「Werner Report」 발표
72년 4월	snake제도 발족
79년 3월	유럽통화제도(EMS) 발족 ① ERM* ② ECU 창출 ③ 상호신용공여제도 확충
85년 6월	EC위원회가 「역내 시장통합백서」 발표
87년 7월	「단일유럽의정서」 발효
89년 4월	「Delors Report」 발표 EMU를 위한 3단계 접근법을 제시
90년 7월	EMU 제1단계 시작 기존의 제도를 바탕으로 각국의 정책협조 강화
93년 11월	유럽연합조약(Maastricht 조약) 발효 (조인은 1992년 2월) 3단계 접근법의 시간표 등을 법제화함.
94년 1월	EMU 제2단계 시작 유럽중앙은행(ECB)의 전신으로서의 유럽통화기구(EMI) 창설
95년 12월	마드리드 EU Summit(유럽이사회) 단일통화의 명칭(euro)과 제3단계 개시시기(1999년 1월 1일)를 확인
96년 12월	더블린 EU Summit (유럽이사회) 제3단계 개시시기(1999년 1월 1일)를 재확인 안정협약, 新ERM, 유로의 법적지위 등에 관하여 최종 합의
98년 초(예정)	EMU 제3단계 이행 적격국가의 판정 유럽위원회, EMI가 1997년 실적치를 기준으로 작성한 보고서에 기초하여 재무장관 이사회가 각국의 이행요건 충족상황에 관한 의견을 유럽이사회에 제출. 이를 접수한 이사회는 1998년의 가능한 한 빠른 시기에 이행적격국을 최종적으로 판정함.
99년1월(예정)	EMU 제3단계 시작 단일통화 유로도입. 유럽중앙은행제도(ESCB) 창립. 과대한 재정적자의 회피
2002년 초(예정)	유로 은행권·통화의 유통개시 늦어도 2002년 1월1일까지는 유통개시(그후 6개월 이내에 기존 각국은행권 화폐의 회수완료)

註 : * 통화변동 허용폭은 당초 ±2.25%에서 1993년 8월에 ±15%로 확대.

資料 : 日本銀行月報, 『歐州經濟通貨統合을 둘러싼 最近의 움직임에 對하여』, 1997. 3, p. 131.

심을 돌리지 않을 수 없게 되었기 때문이다. 유로의 통화가치 안정을 위하여 健全財政基調를 유지하도록 한 「安定協約」이 수정될 경우, 유로는 출범 초기부터 단일통화로서의 역할을 제대로 수행하지 못할 위험에 처하게 된다. 1999년 1월 1일을 목표로 하고 있는 단일통화의 도입이 제대로 이루어지지 못할 경우에 발생할 수 있는 공신력의 추락과 경제적 혼란을 감안하여 일단 계획이 예정대로 추진될 것이라고 보는 것이 일반적인 관측이지만, 유로貨가 본래의 의도대로 안정적인 화폐로서 제 기능을 발휘하게 될지는 좀더 두고 보아야 할 것이다.

EMU의 향후 추진계획에 대해서는 <表 II-5>의 「단일통화로의 전환(The Changeover to the Single Currency)」에 보다 자세히 나와 있다. <表 II-5>는 1995년 12월 마드리드 EU 정상회담에서 그동안 다소 부진했던 經濟收斂條件의 충족을 가속화시키기 위하여 발표한 세부 계획이다. 이 계획에 따르면 1998년 초 通貨統合의 참가국을 결정하도록 되어 있고, 늦어도 1998년 말까지는 유럽중앙은행(ECB) 및 유럽중앙은행제도(ESCB)의 창설을 완료하고 제3단계 개시를 위한 최종점검 및 유로 은행권의 준비, 통화교환의 준비 등을 하도록 되어 있다.

EMU의 제3단계가 시작되는 1999년부터는 새로운 통합통화인 유로가 도입된다. 이때 도입되는 유로는 현찰이 아니라 金融機關의 계정간 거래이며, 2001년까지의 제2국면에서는 유로와 통화통합참가국 통화간의 교환비율을 확정하는 중요한 작업을 하게 된다. 또한 금융정책의 책임을 각국 中央銀行으로부터 유럽중앙은행으로 이양하며, 유럽중앙은행제도에 의한 中央銀行 업무를 개시한다. 늦어도 2002년 1월 1일부터 6개월 이내에 유로 은행권이 도입·유통되기 시작함으로써 通貨統合을 완료하게 된다.

제3단계의 시작에 앞서 가장 중요한 문제는 通貨統合의 참가국을 결정하는 것이다. 通貨統合의 참가국은 1997년중의 실적을 바탕으로 각국의 經濟收斂條件 달성 여부를 1998년 5월에 판단하도록 되어 있다. 經濟收斂條件은 <表 II-6>에서 보는 바와 같이 物價, 財政, 金利, 換率의

〈表 II -5〉 單一通貨로의 轉換

<p>제1국면(Phase I) 1998년의 가능한 빠른 시기 ~ 1998년 12월 31일</p>	<p>통화통합 참가국의 결정 <ul style="list-style-type: none"> ○ 유럽이사회(EU가맹국 정부수뇌)가 특정다수결에 의한 제3 단계 이행 적격국가를 결정 <p>기타</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 유럽중앙은행(ECB) 및 유럽중앙은행제도(ESCB)의 창설 ○ EMU 제3단계 개시에 맞춰 유로에 의한 금융정책을 개시하기 위한 ESCB의 구조/framework 결정 및 최종점검 실시 ○ 유로 은행권 화폐의 준비 ○ 금융업계를 중심으로 한 통화교환의 준비 </p>
<p>제2국면(Phase II) 1999년 1월 1일 ~ 늦어도 2001년 12월 31일</p>	<p>EMU 제3단계의 시작 <ul style="list-style-type: none"> ○ 유로와 통화통합참가국 통화간의 교환비율(conversion rates)을 불가역적으로 고정 ○ 유로의 법적지위에 관한 EU규제의 발효 ○ 유로(non-cash)의 도입 ○ 금융정책의 책임을 각국 중앙은행으로부터 ECB로 이양 ○ ESCB에 의한 중앙은행 업무개시 ○ TARGET 시스템 가동 <p>기타</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 유로(non-cash)와 舊각국은행권 화폐의 교환비율에 따른 교환 ○ 유로 표시 공채발행 개시 </p>
<p>제3국면(Phase III) 늦어도 2002년 1월 1일~ 6개월이내</p>	<p>통화통합의 완료 <ul style="list-style-type: none"> ○ 유로 은행권 화폐의 유통 개시 <p>기타</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 舊각국은행권 화폐의 회수 ○ 公的부문에 있어서 유로 도입의 완료 ○ 민간부문에 있어서 유로 도입의 모니터링 (제3국면의 완료로 유로가 유일한 법정통화가 됨) </p>

資料 : 日本銀行月報, 『歐洲經濟通貨統合을 둘러싼 最近의 움직임에 對하여』, 1997. 3. p.136.

4가지 부문에서 통화통합의 참가국이 되기 위하여 충족시켜야 하는 조건이다. 최근의 유럽 경제동향을 살펴보면 다음의 〈表 II -7〉에서 보는 바와 같이 物價, 金利, 換率의 3가지 부문에서는 많은 국가들이 상당히 기준에 수렴하여 가고 있으나, 財政條件의 충족이 가장 어려운 것으로

알려져 있다. 재정조건은 재정적자를 경상 GDP의 3% 이내, 정부부채를 경상 GDP의 60% 이내로 유지하는 것이다. 단, 이 기준을 초과한 경우에도 적자폭의 일시적 확대 등 제반사정을 감안하여 유럽연합 財務長官 理事會가 이를 달성했는지 여부를 판정하는 데 재량권을 발휘할 수 있게 되어 있다. 統合通貨 유로의 통화가치 안정을 위하여 이러한 수렴 조건의 가장 엄격한 준수를 요구하고 있는 獨逸의 경우에도, 통일 비용의 지출로 인하여 현재 財政條件을 충족시키지 못하고 있다. 최근 獨逸政府는 中央銀行인 Bundesbank가 소유하고 있는 금의 값을 재평가함으로써 거기서 나오는 再評價差益을 國庫에 귀속시킴으로써 정부 부채를 줄이려는 시도를 하였으나, 경제조건 충족을 위한 편법적인 선례를 다른 나라들에게 남겨줄지 모른다는 Bundesbank의 반대에 부딪쳐 실현되지 못하였다.

〈表 II - 6〉 EMU의 經濟收斂條件

물가	최근 1년간 소비자 물가 상승률이 가장 낮은 3개 회원국의 평균 물가 상승률 +1.5% 포인트 이내
재정	재정적자가 경상GDP의 3% 이내, 정부부채가 경상 GDP의 60% 이내* * 단, 동기준을 초과한 경우에도 적자폭의 일시적 확대 등 제반사정을 감안하여 EU 재무장관이사회가 이를 달성했는지 여부를 판정하는 데 재량권 발휘 가능
금리	최근 1년간 소비자 물가 상승률이 가장 낮은 3개 회원국의 평균 명목장기 금리 +2.0% 포인트 이내
환율	자국통화와 다른 회원국 통화간의 환율을 ERM의 환율변동 허용폭(현재 독일 마르크화와 네덜란드 길더화는 $\pm 2.25\%$, 기타 통화는 $\pm 15.0\%$) 이내로 유지하되 최근 2년간 각 회원국 통화간에 설정된 기준환율 고수

나라별로 參加條件을 충족시킬 수 있을지의 여부는 최종적으로 유럽이사회(EU summit)에 위임되어 있으나, 현 시점에서 조건충족 여부를 예상하여 보면 〈表 II - 7〉과 같다. 1996년 11월 유럽통화기구와 유

〈表 II - 7〉 EU 15個國의 1997年 經濟收斂條件 達成 豫想

(單位 : %)

	물가	재정 (GDP대비)		장기금리 (10年債)	환율 (ERM 참가여부)
		당해연도 수지	정부부채		
달성목표치	3.0	-3.0	60.0	8.5	
벨기에	2.1*	-2.9*	127.0	6.7*	○
덴마크	2.4*	-0.3*	67.8	6.7*	○
독일	1.7*	-2.9*	61.9	6.4*	○
그리스	6.9	-6.5	109.3	-	×
스페인	2.9*	-3.0*	67.1	9.2	○
프랑스	1.4*	-3.0*	58.1*	6.4*	○
아일랜드	2.2*	-0.9*	70.0	7.5*	○
이탈리아	2.9*	-3.3	122.3	9.9	△
룩셈부르크	2.1*	+0.5*	8.8*	6.7*	○
네덜란드	2.0*	-2.5*	76.8	6.4*	○
오스트리아	1.9*	-3.0*	72.2	6.0*	○
포르투갈	3.0*	-2.9*	69.0	-	○
핀란드	1.6*	-2.2*	61.5	6.7*	△
스웨덴	2.3*	-2.9*	77.6	8.0*	×
영국	2.4*	-3.5	57.0*	8.0*	×

註 : 장기금리는 OECD 예측치이며 여타 통계는 EU의 예측치임.

* 는 기준을 충족하는 경우. △는 최근에 ERM에 가입한 국가「이탈리아(1996.11), 핀란드(1996.10)」

資料 : EU집행위원회(1996.11)

럽집행위원회가 收斂 報告書(Convergence Report)에서 발표한 1995년~96년 실적치에 근거하여 보면 모든 조건을 충족시키는 나라는 룩셈부르크뿐이다⁷⁾. 물가, 당해연도적자, 장기금리 등에서는 많은 나라들이 조건을 충족시키고 있으나, 政府負債의 경우에는 현재 룩셈부르크, 프랑스, 英國의 3개국만이 條件을 충족시킬 것으로 예상되고 있다. 궁극적으로 최초의 가입 가능성이 높은 國家로 獨逸, 프랑스, 네덜란드, 벨기에,

7) 〈表 II - 7〉에서는 1997년도 간축예산을 편성한 프랑스도 모든 조건을 충족하는 것으로 나와 있으나, 현실적으로 지켜지기 어려운 실정이다.

룩셈부르크, 오스트리아의 6개국을 꼽고 있으며, 핀란드와 아일랜드가 그 다음으로 가입 가능성이 높은 것으로 알려져 있다.

여하간 이러한 經濟統合의 意義는 지금까지의 준비기간에 있어서도 이미 어느 정도 실현되었다고 보아도 좋을 것이다. 최근 유럽연합 가맹국간에 금융정책면에서의 협조, 역내 환율의 안정화, 재정긴축의 움직임 등이 각국의 통합실현에 대한 意志 등을 배경으로 다음과 같이 일정한 진전을 보이고 있다.

① 物價安定 重視의 政策協調

가맹국간에 物價安定이 상당수준 이루어지고 있다. 1980년대 초반만 하여도 독일이 6% 정도, 프랑스는 15% 전후, 英國과 이탈리아에서는 20%를 넘는 고율을 기록하였으나, 1990년대 들어 최근에 이르기까지는 각국별 인플레이율이 5% 이하로 수렴하고 있다. 이러한 결과의 배경에는 경기순환적인 측면과 고용사정 및 원유가격의 영향 등을 들 수도 있으나, 가맹국들이 物價를 중시하는 獨逸의 政策에 맞춰 거시정책을 운용하기 때문이라는 평가가 가능하다.

② 域內 換率의 安定化

物價安定을 重視하는 근본요인(fundamentals) 重視의 정책이 정착 되어감에 따라 시장참가자들의 政策에 대한 신뢰도가 높아져서, 사실상 독일 마르크貨를 기축으로 하는 환율시세가 형성되어 서서히 安定化 되었다.

1992년 가을의 유럽통화 위기시에는 통일비용으로 인한 인플레이 가속을 저지하기 위한 獨逸의 금융긴축정책을 따르지 않았던 英國이 ERM을 탈퇴하고, 이탈리아도 가입 의무를 포기하는 등 EMS체제의 파탄위협이 나타났다. 그 후 당분간 獨逸, 프랑스, 베네룩스 3국을 중심으로 한 EMS체제가 유지되다가 이탈리아가 물가안정, 재정지출의 삭감을 지향하는 거시정책을 집행하여 1996년 11월에 가입 의무를 이행하는 형태로

EMS에 복귀하였다.

③ 財政緊縮과 長期金利의 收斂

각국은 수렴조건을 충족시키기 위하여 재정긴축을 위한 노력을 적극적으로 경주하고 있으며, 명목GDP 대비 財政赤字의 縮小도 점차 이루어지고 있다. 獨逸에서는 실업·건강보험 등 사회보장관계의 구조개혁을 포함한 적극적인 세출삭감에 의해 1997년의 일반정부 재정적자의 對 명목GDP비율이 2.9%로 예상되고, 프랑스에서도 공무원 삭감에 의한 세출동결과 민영화에 의한 연금회계적자보전금 수입 등의 시책으로 同年 재정적자 비율을 3%에 수렴하도록 豫算을 책정했다.

이러한 각국의 노력 덕분에 金融市場에서 獨逸과 프랑스의 장기금리는 1996년 중반 이후 서로 거의 완전히 수렴하고, 기타 각국의 장기금리도 낮은 독일금리에 수렴하는 현상을 보이고 있다.

나. EMU의 意義와 影響

EMU가 갖는 經濟的 意義는 첫째, 換率의 不確實性和 去來費用을 제거함으로써 경제 효율성을 향상시키고 둘째, 一元의인 金融政策을 실행함으로써 域內 物價動向의 안정적 움직임을 확보할 수 있고 셋째, 財政規律(discipline)의 유지에 의해 長期金利 低下를 가져올 수 있는 것이라 하겠다. 반면에 경제적 충격에 대한 대책으로서 사용되던 개별국의 換率調整政策을 포기하게 되는 것은 잠재적인 비용이라 하겠다.

재화와 서비스의 무역자유화, 생산요소로서의 勞動·資本의 이동 자유화에 의한 단일시장이 이미 1993년 1월부터 발족한 상황에서 通貨統合은 시장거래에 있어 외환관련거래의 비용을 제거함으로써 단일시장의 기능을 일층 향상시키려고 하는 시도이다. 이러한 通貨統合을 지지하는 구조로서 첫째, 유럽중앙은행(ECB)의 창설에 의한 일원적인 金融政策의 運用과 통합참가조건으로서의 수렴기준의 달성, 특히 긴축재정의 유

지가 그 바탕이 되고 있다.

유럽 각국은 지금까지는 유럽통화제도(EMS)에 기초하여 國別 經濟 成果(performance)의 차이를 환율의 조정을 통하여 조절하여 왔다. 그러나 앞으로는 단일통화권을 기본으로 一元的인 金融政策과 각국 財政政策의 양립을 피하면서 단일시장의 기능향상을 진전시켜 각국간 격차의 확대를 막아가면서 유럽연합 경제 전체의 성장을 추구해 나갈 것이다.

EMU가 실제로 달성되었을 때, 거시경제 운용면이라든가 金融市場 거래면에서 어떠한 영향을 미칠 것인가에 대하여 정확히 예측하기는 어려우나 대체로 다음과 같이 예상할 수 있다.

① 巨視經濟政策

通貨統合이 이루어진 후에는 역내의 환율변동위험과 통화관련 거래비용의 삭감에 의해 역내 무역 및 자본거래가 활발해질 것이고, 중장기적인 투자가 촉진되어 기업의 역외경쟁력이 향상될 것으로 기대된다. 또한 환율위험이 없이 통합된 하나의 거대한 시장에 대하여 역외로부터의 투자가 촉진될 것으로도 기대된다.

한편, 예상되는 一元的인 金融政策과 各國 財政政策의 조합에 의한 巨視政策運用에 대해 회의적인 시각이 존재하는 것도 사실이다. 즉 실업 등의 구조적인 문제에 대한 대응의 진척이 늦어지고, 또 어떤 경제적인 충격에 의해 각국의 經濟 成果가 현저한 격차를 보일 경우 특정국가의 경기악화에 대하여 一元的인 金融政策으로 대응하기에는 한계가 있다. 해당국의 재정정책에 의한 개입도 「安定協約」의 존재로 인하여 역시 한계가 있기 때문에 과연 巨視經濟政策에 의해 유효한 대응이 어디까지 가능할 것인가에 대하여 의문이 남아있는 실정이다.

실제로 Eichengreen(1992) 등은 EU에서 국경을 넘나드는 노동력의 이동이 그다지 활발하지 않고, 또 임금의 탄력성도 높지 않기 때문에 EU 역내는 巨視經濟理論에서 말하는 「最適通貨圈」이라고 말하기 어렵

다고 주장한다⁸⁾. 이러한 인식하에 一元的인 金融政策과 제한된 財政政策으로 적절한 거시정책을 펴나가기는 어려울 것이라는 견해는 英國과 美國의 中央銀行 관계자들도 동의하고 있다⁹⁾. 이러한 주장에 대하여 EU측에서는 EU域內 經濟는 美國 등에 비하여 지역적인 산업의 특화가 진전되지 않았기 때문에 특정국가 또는 지역 고유의 경제적 충격이 발생할 가능성에 대하여 미국과 같은 정도로 논할 수는 없다고 주장하기도 한다¹⁰⁾.

② 外換去來

단일통화 유로는 거래동기 및 자산보유동기의 어느 면에서도 美國 달러에 버금가는 지위를 확보할 가능성이 크지만, 도입에 따른 외환시장에 미치는 영향으로는 우선 각국의 外換準備 조정 가능성을 드는 경우가 많다. 즉 지금까지 각국의 통화당국이 외화로서 보유하여 왔던 역대 다른 통화통합 참가국 통화가 제3단계 개시시점에서 유로가 되는 한편, 역대 무역분에 해당하는 만큼 소요외환 준비액이 감소할 이유도 있고, 이것을 계기로 달러, 엔 등 역외국 통화를 포함한 외화준비 보유구성을 바꿀 가능성이 지적되고 있다. 아울러 민간의 시장참여자들도 각각의 포트폴리오를 조정할 가능성이 있다. 한편 유로도입 前後의 외환시장에서의 움직임에 대하여는 유로의 통화로서의 안정성에 관한 불확실성을 배경으로 달러자산으로 자금의 이동이 발생할 것이라는 견해도 있으나 그 영향의

-
- 8) 「最適通貨圏」이란 단일통화 도입에 따라 외환거래비용이 삭감되는 데 따른 편익과 개별국가의 換率調整政策의 포기에 따른 비용을 비교하는 경제학 이론상의 개념으로서 어느 지역에 있어서 무역관계가 깊고 또 資本과 勞動의 상호이동이 왕성할수록, 단일통화도입의 편익이 보다 크고, 비용은 작아진다고 본다. 양자를 비교하여 편익을 최대한으로 얻을 수 있는 지역이 단일통화를 도입하기 최적의 지역이라고 할 수 있다.
 - 9) 일반적으로 단일통화권을 형성하는 경우에는 경기변동의 안정화를 위해 환율조정을 포기하는 대신 노동의 이동성과 지역간의 소득이전 메커니즘이 요구되고 있으나, 이러한 관점에서 美國과 대비하여 EU를 볼 경우 이러한 기능은 상대적으로 결여되어 있다고 본다.

10) Duisenberg 네덜란드 中央銀行 총재가 워싱턴에서 1996년 7월에 행한 연설.

방향성을 예측하기는 어렵다.

어쨌든 이러한 포트폴리오의 재편은 EMU 제3단계 이행 전후의 一過性 영향에 지나지 않는다고 보인다. 中長期的으로 유로가 어느 정도 선호되어 통화로서 어떠한 지위를 갖게 될 것인가는 역시 유로권내의 金融·財政政策의 運用 및 그 결과로서의 중장기적 경제 성과 등에 따라 시장에서 종합적으로 평가될 것이다.

③ 金融·資本市場

金融市場에 있어서는 지금까지 각국 통화마다 세분된 시장에 비하여 거래의 효율성 향상이 예상되는 외에 단일통화 유로에 의한 金融去來의 기본이 되는 실물경제의 규모도 최종적으로는 美國에 필적 내지는 그것을 상회할 것이라고 예상된다. 따라서 우선, 短期金融市場에 있어서는 유럽중앙은행과 각국 中央銀行에 의한 일원적인 金融政策과 그것을 지지하는 TARGET(Trans-European Automated Real-time Gross-settlement Express Transfer) 시스템에 의한 각국 결제시스템의 연결이라는 금융하부구조의 정비에 의해 역내 통일적인 유로 단기금리가 형성될 것으로 예상된다.

한편 長期債市場, 그 중에서도 핵심이라고 할 수 있는 國債市場에 대해서는 각국 政府가 각각 유로표시 國債를 發行하게 된다. 이러한 통합후의 역내 국채시장의 모습에 관한 BIS(1996)의 전망에 따르면 적어도 통화통합에의 조기 참가가 예상되는 국가들은 각국간의 신용격차가 극히 작기 때문에, 이들 참가국들이 동일조건으로 國債를 공동발행하여 유동성 높은 시장을 창출함과 동시에 현물에 연관된 先物市場을 창설하는 것도 가능하다고 보고 있다. 그 결과 형성되는 통합된 유럽 유로국채시장은 그 규모 및 유동성에서 기존의 주요 시장에 대하여 경쟁력을 가질 수 있을 것으로 평가되고 있다. 그러나 단일통화 도입 후에도 각국의 신용위험이 각각의 재정상태 등에 따라 차이가 나서 각국이 발행하는 국채에도 여기에 대응하는 가격격차(금리격차)가 생길 수 있다는 견해도 있다.

다. EMU에 따른 世界經濟構造의 變化와 示唆點

EMU가 완성되어 유럽이 하나의 單一貨幣地域으로 변하고 그들의 경제통합이 보다 공고화 될 때, 세계 경제는 美國, 日本, EU를 3대축으로 하는 경쟁체제에 돌입할 것이라는 게 일반적인 예상이다¹¹⁾. 현재의 EU 15개국이 모두 처음부터 EMU에 가입하는 것은 아니나, 이들 15개국을 하나의 그룹으로 보고 美國 및 日本과 경제력을 비교한 것이 <表 II-8>이다.

<表 II-8> EU 經濟의 比較(1995年)

(單位: 억명, 십억US달러, %)

	미 국	일 본	EU 15개국
인 구	2.63 (4.6)	1.25 (2.2)	3.72 (6.5)
명 목 GDP	7,253	4,696	6,925
수 출	582.5 (11.7)	443.0 (8.9)	734.4 (14.8)
수 입	770.9 (15.1)	335.9 (6.6)	748.5 (14.6)
실질 GDP 성장률	2.0	0.9	2.5
실 업 률	5.6	3.1	11.2
CPI 상승률	2.8	△0.1	2.9

註: ()안은 세계에서 차지하는 비중.

資料: 일본은행(1997), p. 125에서 통합 작성.

11) 물론 앞으로 中國 經濟가 세계에서 차지하는 비중이 매우 커질 것으로 예상되나 여기서는 유럽의 통화통합이 이루어지는 금세기 말과 21세기 초의 가까운 미래에 대한 예상을 말한다.

우선 인구면에서 EU가 3억 7천만명으로 美國, 日本보다 훨씬 많으며, 명목 GDP는 약 6조 9천억 달러에 이르러 美國에 육박하며 日本을 앞지르고 있다. 세계 경제에서 차지하는 수출의 비중은 약 15%로 역시 가장 많으며, 수입과 균형을 이루고 있다. 반면 美國은 수입초과를, 日本은 수출초과를 보이고 있다. 실질 GDP 성장률도 2.5%로 가장 높게 나타났다. 다만 失業率은 11.2%로 美國이나 日本보다 훨씬 높게 나타났으며 物價上昇率도 2.9%로 美國을 약간 상회하는 것으로 나타났다. EU 회원국 개별 국가로 보면 비록 경제 규모가 작은 나라들이 많지만 경제통합 통합을 이룬다면 하나의 그룹으로 본 EU의 경제력은 日本은 물론이고 美國을 능가할 수 있을 정도임을 보여주고 있다.

〈表 II -9〉 世界通貨의 比較

(單位 : %, 십억US달러)

	미국 달러	일본 엔	영국 파운드	독일 마르크	프랑스 프랑	ECU
세계 외화준비금 비중 ¹⁾	56.4	7.1	3.4	13.7	1.8	6.5
외환거래 비중 ²⁾	42.0	12.0	5.0	19.0	4.0	1.0
국제 채권시장에서의 발행잔고 ³⁾	849.5	338.1	164.6	279.4	143.8	65.1
은행의 대외자산 ⁴⁾	2,567.1	829.2	233.2	940.5	288.4	130.4

註 : 1) 1995년말 기준, 2) 1995년 4월말 기준, 3) 1996년 9월말 기준, 4) 1996년 6월말 기준.

資料 : 일본은행(1997), p. 126.

〈表 II -9〉에서는 世界 通貨를 比較하고 있는데, 현재로서는 세계 기축통화의 역할을 하고 있는 美國 달러의 외화준비금 비중이 56.4%로 역시 가장 높고, 外換去來의 비중에서도 42%로 가장 높다. 日本의 엔화는 外貨準備金 비중이 7.1%, 外換거래 비중이 12%이다. 유럽의 화폐 중에서는 獨逸의 마르크화가 가장 중요한 위치를 차지하고 있으나 아직 美國 달러에는 못 미치고 있다. 그런데 ECU를 포함한 유럽 3개국의 通貨를

합한 비중은 외화준비금에서 25.4%, 외환거래 비중은 29%로 日本의 엔화를 훨씬 앞지르고 있다. 國際債券市場에서의 발행잔고는 美國 달러, 日本 엔, 獨逸 마르크의 순서이며, 銀行의 대외자산 표시 通貨는 美國 달러가 약 2조 6천억달러로 압도적이고, 그 다음이 獨逸의 마르크화로 약 9,400억달러를 기록하고 있다.

〈表 II-10〉에서는 世界의 金融市場을 비교하고 있다. 외환시장 거래고를 볼 때 英國이 약 4,600억달러, 美國이 약 2,400억달러, 日本이 약 1,600억달러로 세계 3대 外換市場을 구성하고 있다. 銀行의 대외자산도 英國이 가장 많고, 日本, 美國이 그 뒤를 따르고 있다. 따라서 金融市場의 규모면에서는 유럽이 가장 크다는 것을 알 수 있다. 株式時價總額에서는 美國이 약 4조 2천억달러로 가장 높고, 日本이 약 3조 6천억달러를 기록하고 있다. 國채발행 및 단기금융시장 잔고에 있어서도 美國과 日本이 가장 높은 것으로 나타났다.

〈表 II-10〉 世界 金融市場의 比較

(單位 : 십억US달러)

	美 國	日 本	英 國	獨 逸	프랑스
외환시장 거래고 ¹⁾	244.4	161.3	463.8	76.2	58.0
은행의 대외자산 ²⁾	602.1	1,140.0	1,367.6	555.9	594.5
주식시가 총액 ³⁾	4,240.8	3,593.3	1,210.2	461.7	422.2
國채발행 잔고 ⁴⁾	4,988.7	2,394.7	445.7	520.4	583.2
단기금융시장 잔고 ⁵⁾	2,584.2	1,047.6	341.6	376.3	406.0

註 : 1) 1995년 4월 중 기준.

2) 소재지 기준(각국에 주재하는 은행의 非居住者債券 잔고), 1996년 6월 말 기준.

3) 1994년 말 기준.

4) 日本은 1996년 3월 말, 英國은 1995년 3월 말, 나머지는 1995년 말 기준.

5) 1995년 말 기준이며, 日本은 콜, 어음, CD, CP, TB, FB 및 債券 現先의 合計, 美國은 FF 및 repo, CD, CP 및 TB의 合計, 英國은 콜, 어음, TB, interbank deposit, CD 및 CP의 合計, 獨逸은 콜, 어음 및 TB의 合計, 프랑스는 CD, BISF(특수금융기관, 금융회사 및 증권회사발행의 증권), CP 및 TB의 合計.

資料 : 日本銀行(1997), p. 126.

결국 이들을 종합하여 보면 유럽의 경제통화통합이 실현되었을 때, 통합체로서의 EU는 일본을 앞지르고 미국에 필적하는 거대한 '國家' 經濟로 우리에게 다가올 것이다. 規模의 經濟를 실현하고, 技術과 教育을 바탕으로 효율적인 자원의 배분이 역내에서 자유롭게 이루어진다고 할 때, EU의 경쟁력은 세계 최고의 수준에 이른다고 해도 과언이 아닐 것이다. 동아시아 또는 환태평양을 중심으로 APEC과 같은 經濟協力體가 구성되어 있기는 하나, 우리나라를 중심으로 한 주변국들이 EMU와 같은 수준의 경제통합을 가까운 미래에 이룩할 가능성은 희박하다. 따라서 우리나라는 美國, EMU, 日本이라는 거대한 경제단위들과의 경쟁에 대비하여야 할 것이다.

EMU의 달성으로 世界 經濟에서 유럽연합체가 차지하는 비중이 커지게 됨에 따라 경쟁관계에서 우리에게 미치는 영향 외에도 남북통일을 앞두고 있는 우리에게 EMU는 또 다른 시사점을 줄 수도 있다. EMU가 여러 국가간의 通貨統合이라는 의미에서 동서독의 통화통합과는 다른 흥미를 제공해주고 있다. 동서독은 물론 같은 민족이며 언어, 역사, 제도 및 관습이 서로 같았으나 제2차 세계대전 이후 44년간 분단되어 있으면서 政治·經濟的 制度의 차이에서 오는 경제력의 차이가 통일 후 막대한 통일비용을 요구하게 되었다. EU가 추구하고 있는 通貨統合은 언어와 역사 및 관습이 다른 나라들의 통합이라는 면에서 한편으로는 매우 어려운 과제로 보이기도 하나, 그동안 自由民主主義的 市場經濟體制을 유지한 동질적인 국가들의 통합이라는 측면에서 그 가능성을 엿볼 수 있다. 또한 이러한 시도는 갑작스럽게 이루어진 것이 아니고, 이미 1958년 로마조약 이후, 수십년에 걸쳐 준비되어 왔다고 보아도 무리는 아닐 것이다. 앞으로의 EMU실현 과정에 있어서 참가국의 선정 방법, 유로와 각국 통화간의 교환율의 결정방식, 통합 후의 유럽중앙은행에 의한 실제 금융정책운용 방법, 「安定協約」의 준수여부 등 단계별로 해결해야 할 과제들이 많이 남아 있다. 이러한 과제들 하나하나가 모두 단순한 과제가 아니라는 것은 말할 것도 없고, 때로는 정치적인 타결을 요

하게 될 수도 있을 것이다. 우리로서는 이러한 단계별 과제를 그들이 어떻게 해결해 가는가를 주의깊게 관찰하는 것만으로도 많은 교훈을 얻을 수 있을 것이다.

Ⅲ. 金融市場 統合의 程度 測定

1. 金融市場 統合과 等價의 法則

앞서도 언급한 바와 같이 金融市場의 統合은 매우 광범위한 의미를 내포하고 있다. 따라서 혹자에 따라 金融市場의 統合을 直接 統合과 間接 統合으로 나누기도 하며, 직접통합을 資本市場 統合(capital market integration)이라고 하기도 한다. 완전한(perfect) 직접통합이 이루어졌을 때는 모든 金融資産에 대하여 ‘一物一價의 法則(law of one price)’이 성립한다. 즉 위험을 고려한 金融資産의 예상 수익률이 모든 나라에서 똑같아지게 된다. 일시적인 외부요인에 의하여 수익률에 차이가 나게 되면, 자본이 가장 수익률이 높은 자산으로 이동함으로써 一物一價의 法則을 성립시키는 것이다.

한편, 나라별로 위험을 고려한 金融資産의 예상 수익률의 차이가 0보다 크지만 거래비용보다 작을 때, 우리는 이러한 시장을 非統合되었으나 效率的인 시장이라고 정의할 수 있다. 즉 각 나라의 경제주체들이 각기 다른 경제 환경에 따른 差益去來 機會를 제대로 이용하고 있다는 것을 반영하는 시장이라고 말할 수 있다. 이러한 차익거래의 기회가 제도 및 규제에 의하여 인위적으로 제한될 때, 차익거래가 이루어지지 못하고 그만큼 시장이 비효율적이 되는 것이다.

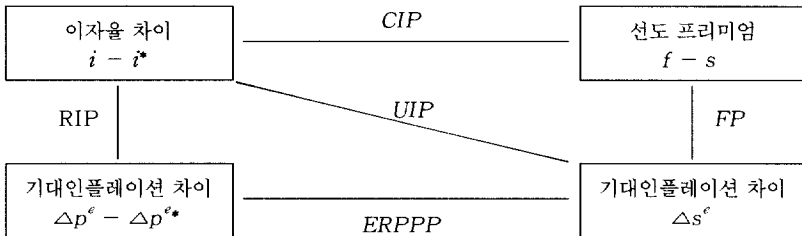
間接統合(indirect integration)은 한 나라에서의 투자수익이 다른 나라에서의 투자수익과 간접적으로 연관되어 있는 경우를 지칭한다. 주로 商品市場이나 外換市場 등 보다 자유화되어 있는 부분시장을 통하여 두 나라의 金融市場이 간접적으로 통합된다.

金融市場의 統合은 완전한 資本의 移動性(perfect capital mobility)

또는 완벽한 資産의 代替性(perfect asset substitution)으로 정의하기도 하는데, 이 두 가지 개념간에는 다소 차이가 있다. 완전한 자본의 이동성이란 파산위험이라든지 미래의 자본이동통계의 가능성 등을 배제한다는 가정하에 시장간의 상대적 수익률 차이의 변동에 자산이 즉각적으로 이동하는 것을 말한다. 따라서 아래서 설명하는 補塡利率等價의 법칙을 의미한다. 이에 반하여 완벽한 자산의 대체성이란 자본이동성보다 훨씬 강한 가정으로서 투자자들이 예상수익률이 같은 한, 그들이 가진 포트폴리오의 통화구성(currency composition)에 대하여 무관심하다는 것이다. 따라서 이는 국내자산의 수익률이 해외자산의 수익률에 예상 환율절상률을 더한 값과 같다는 非補塡利率等價의 법칙을 의미한다. 예상치 못한 환율의 변동이라든지 물가변동 등에 의하여 수익률에 변화가 생기고, 이에 따라 위험회피적인 투자자들의 행태가 변화하는 것을 고려한다면 非補塡利率等價의 법칙은 사실상 현실적으로 성립하기 힘들다고 하겠다.

Kearney(1996)는 國際的 金融市場의 統合을 분석하는 5가지 관계를 [圖 III-1]을 통하여 잘 설명하고 있다.

[圖 III-1] 國際 財務의 均衡 關係



$$\begin{aligned}
 CIP : i - i^* &= f - s \\
 FP : f - s &= \Delta s^e \\
 UIP : i - i^* &= \Delta s^e = s^e - s \\
 ERPPP : \Delta s^e &= \Delta p^e - \Delta p^{e*} \\
 RIP : i - i^* &= \Delta p^e - \Delta p^{e*}
 \end{aligned}$$

- ① 補填 利子率 等價(Covered Interest Parity : CIP)
- ② 非補填 利子率 等價(Uncovered Interest Parity : UIP)
- ③ 實質 利子率 等價(Real Interest Parity : RIP)
- ④ 先渡 等價(Forward Parity : FP)
- ⑤ 期待 相對購買力 等價(Expected Relative Purchasing Power Parity : ERPPP)

여기서 i 와 i^* 는 각각 국내 및 해외 이자율, Δp^e 와 Δp^{e*} 는 각각 국내 및 해외의 예상인플레이션을, s 와 f 는 각각 현물환율 및 선도환율을 나타낸다. 이상의 다섯가지 균형관계 중에서 금융시장의 통합도 측정에 가장 많이 이용되고 있는 補填 利子率 等價와 非補填 利子率 等價에 대하여 좀더 자세히 설명하면 다음과 같다.

이자율 격차를 이용한 補填 利子率 差益去來(covered interest arbitrage)는 다음과 같이 설명할 수 있겠다. 투자자들이 국내에 투자하던 국외에 투자하던 수익률이 같고, 위험이 없다면 장소에 무차별적일 것이다. 즉 국내에 투자한 \$1의 투자수익률이 \$1를 현물환율로 외화로 바꿔 해외에서 투자한 다음 그 예상수익을 투자 기간에 상응하는 선도환율로 할인한 수익률과 같아야 균형상태를 이룰 것이다.

$$1 + i = \frac{f(1 + i^*)}{s} \quad (1)$$

식 (1)을 다시 정리하면

$$i = i^* + \frac{(f - s)}{s} \quad (2)$$

로 나타낼 수 있고 두번째 항 $(f-s)/s$ 는 선도프리미엄(forward premium = δ)을 나타낸다¹⁾. 만일 $i < i^*$ 이면 선도환율이 현물환율보다

적어지게 된다. 즉, 자본이 해외로 이동하게 됨으로써 현물환율이 절하된다(s 상승). 한편 선도시장에서는 반대거래가 일어남으로써 선도환율이 절상된다(f 하락). 따라서 선도프리미엄 δ 는 음의 값을 갖는다. 식 (2)를 다시 정리하면 補填 利率 차이 CD 는 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$CD = i - i^* - \delta \tag{3}$$

CD 가 0보다 크면 보전비용을 포함한 해외수익률보다 국내수익률이 크기 때문에 補填利率 差益去來에 의하여 자본의 유입이 이루어지고, CD 가 0보다 작아지면 반대로 자본의 유출이 일어난다. 균형상태에서 CD 는 0이다.

非補填 利率 等價는 선도시장에서 환율위험을 헤지하지 않는다는 점이 보전 이자율 증가와 다른 점이다. 즉, 위험중립 투자자는 다음과 같은 조건하에서 국내외 투자에 무차별적이다.

$$1 + i_t = \frac{(1 + i_t^*) S_{(t+k)}^e}{S_t} \tag{4}$$

여기서 i_t 와 i_t^* 는 각각 t 期の 國內의 이자율이고, S_t 는 현물환율, $S_{(t+k)}^e$ 는 $t+k$ 期에 예상되는 현물환율이다. 따라서 식 (4)의 좌변은 국내투자수익을 나타내고, 우변은 해외자산에 투자하였을 경우의 예상수익을 나타낸다. 즉 이 식은 투자를 위한 외환을 현물환율로 교환하고, 투자수익을 다시 예상현물환율로 교환한 수익이 같음을 나타낸다. 식 (4)는 식 (5) 또는 식 (6)과 같이 정리할 수 있다.

$$i_t = i_t^* + \frac{S_{(t+k)}^e - S_t}{S_t} \tag{5}$$

1) 식(1)의 우변에 $f/s = \delta + 1$ 의 관계를 대입하면 $1 + i = (1 + \delta)(1 + i^*)$ 의 관계를 얻게 되는데, 여기서 일반적으로 δi^* 의 값이 매우 작기 때문에 이를 무시하면 식 (2)를 얻는다.

또는

$$i_t = i_t^* + \Delta s_{t+k}^e \quad (6)$$

식 (5)에서 $(s_{t+k}^e - s_t)/s_t$ 는 외환의 예상절상률이다. 식 (6)에서 Δs_{t+k}^e 은 식 (5)의 예상절상률 $(s_{t+k}^e - s_t)/s_t$ 에 자연로그를 붙인 것의 변화분을 나타낸다. 식 (6)을 다시 정리하면 非補塡 利子率 차이(UD)를 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$UD_t = i_t - i_t^* - \Delta s_{t+k}^e \quad (7)$$

만일 UD_t 가 0보다 크면 국내자산수익률이 해외자산수익률보다 크기 때문에 자본유입이 일어나고, 반대의 경우에는 자본유출이 일어나며, 균형 상태에서는 $UD_t = 0$ 이다.

앞서도 잠시 설명한 바와 같이, 補塡 利子率 等價의 법칙과 非補塡 利子率 等價의 법칙의 차이점은 다음과 같이 말할 수도 있을 것이다. 補塡 利子率 等價의 법칙은 파산위험이 없다는 가정하에서 명목이자율 차이가 선물환시장에서의 프리미엄(또는 할인율)과 같다는 것으로서 근본적으로 무위험관계인 데 반하여, 非補塡 利子率 等價의 法則은 확정적으로 알 수 없는 환율의 미래변동에 대한 기대치를 명목이자율 차이와 일치시킨다는 점에서 위험을 내포하고 있다고 할 수 있다. 따라서 非補塡 利子率 等價의 법칙이 성립하기 위해서는 위험프리미엄이 없거나 미미하여야 할 것이며, 이러한 조건하에서는 선물환율이 미래의 現物換率에 대한 不偏(unbiased) 예측치가 될 것이기 때문에 두 等價의 法則이 동일하게 될 것이다.

한편 이러한 관계가 성립하는 균형상태에서 기대인플레이션을 차이와 명목이자율의 차이가 같게 되어 實質 利子率 等價(RIP)가 성립하고 先渡 等價(FP)와 期待 相對購買力 等價(ERPPP)의 관계도 같은 논리로 설명할 수 있을 것이다.

2. 統合度の 測定 方法

이러한 관계에 입각하여 國際資本市場의 統合度を 측정하는 데 사용되어 온 몇가지 기본적인 接近法으로 다음과 같은 것들이 있다. 첫째, 投資와 貯蓄과의 關係를 이용하는 방법, 둘째, 一物一價의 法則에 의거한 金融資産의 收益率 比較 방법, 셋째, 資本移動의 量을 통해 측정하는 방법 등이다. 이들 각각에 대하여 보다 자세히 살펴보고, 이러한 방법들에 입각하여 우리나라 資本市場의 國際的 統合度を 측정해 보기로 하겠다.

가. 投資와 貯蓄의 關係

첫번째 방법은 Feldstein and Horioka(1980)가 처음 제시한 것으로서 投資와 貯蓄間의 關係를 이용하는 것이다. 국제자본시장이 통합되어 자본이동이 자유롭게 이루어진다면 국내투자가 국내저축만으로 조달되어야 할 필요가 없어진다. 조달 및 운용의 양 측면에서 국경을 불문하고 자본의 限界收益率이 가장 높은 곳으로 資本이 이동하게 되는 것이다. 따라서 자본시장의 통합이 진행된다면 국내투자와 국내저축간의 相關關係가 줄어들게 된다. 이러한 가설에 입각하여 Feldstein and Horioka는 OECD 국가 중 16개 국가의 자료를 바탕으로 1960년부터 1974년까지 각국의 국내투자(I)의 GDP에 대한 비율과 국내저축(S)의 GDP에 대한 비율의 평균을 구한 다음, 이 비율로 횡단면(cross-section) 회귀분석을 하였다. 그 결과가 아래의 식과 같이 나타났다²⁾.

$$\frac{I}{GDP} = 0.04 + 0.89 \frac{S}{GDP}$$

(1.94) (11.99)

2) 괄호 안의 숫자는 t값을 나타냄.

貯蓄維持係數(savings retention coefficient)³⁾가 0.89로 1에 가까운 유의적인 숫자로 나타난 것은 資本市場의 統合이라는 가설에 어긋나는 결과이다. 즉 국내저축이 어떤 이유든간에 대부분 국내에 남아 國內投資를 조달하였음을 의미한다. 이것을 흔히 Feldstein-Horioka Puzzle 이라고 하는데, 후속 연구들도 대체적으로 같은 결과를 보인 것으로 나타났다⁴⁾. 이러한 결과에 대하여 Feldstein-Horioka는 계수가 높게 나온 이유가 국내저축과 국내투자가 모두 인구증가나 또는 다른 제3의 요소에 의해 공통적으로 영향을 받기 때문일 수도 있고, 각국별로 자본이득에 대하여 부과하는 稅率이 상이하다든지, 海外投資에 대해서는 정보가 뒤떨어지고, 환율위험에 대한 회피수단을 사실상 이용하기 힘든 경우 등으로 인하여 국내 포트폴리오를 선호하게 될 수도 있고, 그밖에 資本移動에 대한 제도적인 경직성 등으로 인한 결과일 수 있음을 설명하고 있다. Frankel(1985)은 投資와 貯蓄이 順景氣的인(procyclical) 성격을 띠고 있어 함께 움직이는 경향이 있고, 美國과 같은 ‘大國經濟’의 경우는 세계 이자율이 외생변수로 주어진다고 보기에는 무리가 있다는 기술적인 측면 외에도 이자율 변화에 따른 국내외 投資와 貯蓄간의 驅逐效果(crowding out)를 제대로 설명할 수 없기 때문에 Feldstein-Horioka의 貯蓄維持係數가 資本移動의 완전성을 측정하는 좋은 지표라고 보기는 어렵다고 지적하고 있다. Schmidt-Hebbel, Serven and Solimano(1996)도 貯蓄維持係數에 대한 여러 가지 연구 결과가 과연 國際金融市場의 統合과 불일치하는가에 대하여 의문을 제기하고, 投資와 貯蓄이 인구변화, 국내정책변화, 국제수지에 있어서의 제한과 목표설정 등에 동시에 영향을 받기 때문일 수도 있음을 밝히고 있다. 그밖에도 Bodman(1994)은

3) S/GDP 의 계수를 흔히 저축유지계수라고 부른다.

4) 최신 자료로 다시 연구한 Feldstein and Bacchetta(1991)를 비롯하여 Penati and Dooley(1984), Murphy(1984), Obstfeld(1986, 1989, 1994), Dooley, Frankel and Mathieson(1987), Tesar(1991), Bodman(1994), Bayoumi and MacDonald(1995), Allitt and Moosa(1996) 등이 있다.

국내저축과 투자 사이에 장기적인 共積分(cointegration)관계가 없다는 것을 발견하였고, 資本의 移動이 활발해지면 국가간의 소비패턴이 비슷해질 것이라는 가설을 이용하여 금융시장 통합도를 측정하려는 시도도 있었다⁵⁾.

이러한 관계를 이용하여 우리나라의 경우를 살펴보면 어떻게 되겠는가? Feldstein-Horioka의 연구는 위에서 말한 바와 같이 16개 OECD 국가의 투자율과 저축률을 이용하여 횡단면 회귀분석을 하였는데, 우리나라의 자료를 하나 추가하여도 그 결과에는 커다란 영향을 미치지 않는다. 따라서 다소 방법론적인 문제가 있기는 하나, 우리나라의 경우를 살펴보기 위한 하나의 시도로서 우리나라의 投資率과 貯蓄率을 이용한 時系列 회귀분석을 행한 결과가 아래와 같이 나타났다⁶⁾.

$$\frac{I}{GDP} = 13.17 + 0.41 \frac{S}{GDP}$$

(2.21) (2.89)

$$\bar{R}^2=0.92, \quad DW=1.60, \quad Q(8)=8.87, \quad SEE=2.57$$

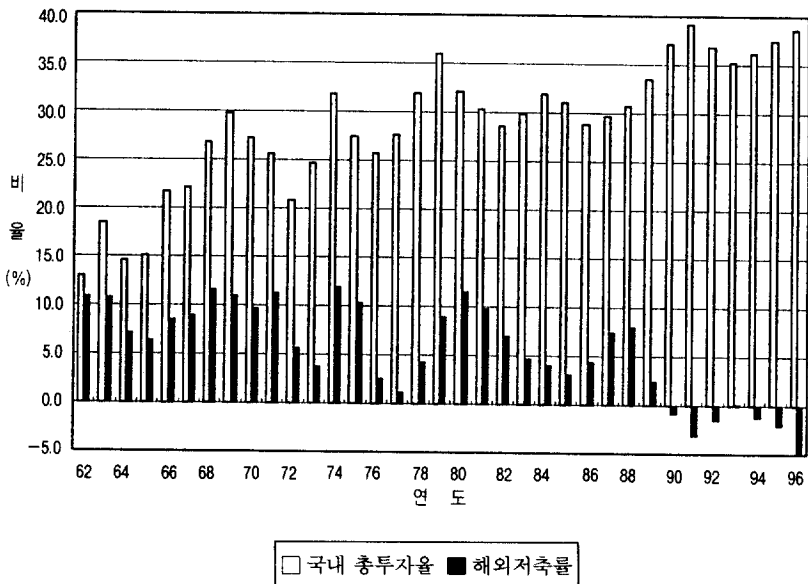
貯蓄維持係數의 값이 0.41로서 통계적으로 유의하게 나타났는데, 이는 Feldstein-Horioka의 OECD국가 연구와는 다른 결과이다. 이러한 결과는 과거 1960년대와 1970년대를 거치는 동안 우리나라의 투자가 해외 원조 및 차입 등의 海外貯蓄을 통한 투자가 많았다는 것을 반영하는 결과일 뿐이며, Feldstein-Horioka가 의도하는 대로 자본시장의 통합도가 높은 것을 의미하는 것은 아닐 수도 있다. 실제로 [圖 III-2]에서 우

5) Obstfeld(1994), Bayoumi and MacDonald(1995), Allitt and Moosa(1996) 등이 여기에 속함.

6) 1960년부터 1995년까지의 연간자료를 사용하였으며, 最尤推定法(Maximum Likelihood Method)에 의하여 시계열 상관관계를 수정한 결과임. 괄호안의 숫자는 t 값을 나타냄.

리나라의 國內 總投資率에서 원조 및 차입 등의 海外貯蓄率이 차지하는 比重을 보면 1960년부터 1970년대 중반까지는 적어도 3분의 1 이상의 비중을 차지하는 것을 볼 수 있고, 1970년대 중반 이후 그 비중이 줄어들어 1990년대 들어서는 해외저축률이 마이너스 값을 취하고 있음을 알 수 있다.

[圖 III-2] 國內 總投資率과 海外貯蓄率



이러한 사정을 고려하여 貯蓄과 投資의 관계를 두 기간(1960년부터 1975년/1976년부터 1995년)으로 나누어 貯蓄維持係數를 다시 推定하였다. 1975년을 기준으로 기간을 나눈 것은 1975년 이전까지는 총저축에서 해외저축이 차지하는 비중이 30%를 넘었으나, 1976년 이후부터는 10%대로 떨어졌기 때문이다⁷⁾. 推定 結果를 <表 III-1>에서 보면 전반

7) 1980년대 초에 잠시 해외저축의 비중이 다시 증가하였다가 감소하였음.

기의 貯蓄維持係數가 0.50에서 후반기에는 0.44로 줄어들어 Feldstein-Horioka의 척도로는 資本市場의 통합도가 후반기에 다소 증가하였다고 해석할 수도 있을 것이다. 그러나 해외저축의 비중이 줄어든 후반기에 오히려 貯蓄維持係數가 적게 나온 것은 시계열 분석을 함으로써 나타난 방법상의 문제일 수도 있기 때문에 橫斷面 分析을 사용한 Feldstein-Horioka의 원래 概念을 사용하여 해석하는 것은 적정치 못할 수도 있겠다.

〈表 Ⅲ-1〉 貯蓄과 投資와의 關係 : 推定結果

기 간	상 수	저축유지계수	D-W	\bar{R}^2	Q(4)
1960~1975 ¹⁾	5.76 (4.19) ³⁾	0.50 (7.89) ³⁾	1.84	0.80	8.63
1976~1995 ²⁾	16.87 (1.95) ³⁾	0.44 (1.73) ³⁾	1.16	0.79	4.63 ⁴⁾

註 : 1) 최소자승법(OLS)을 사용하였음.

2) 최우추정법(Maximum Likelihood Method)에 의하여 시계열 상관관계를 수정한 결과임.

3) ()안의 숫자는 t-값임.

4) 유의수준 = 0.33

權才重(1995)도 시계열 분석을 이용하여 日本의 國內 貯蓄과 投資의 관계를 살펴보았다. 다음의 〈表 Ⅲ-2〉를 보면 日本의 資本自由化가 진전된 1980년대 이후의 저축유지계수가 그 이전 기간에 비하여 낮아진 것으로 나타나 우리나라와 비슷한 결과를 보여주고 있다.

〈表 Ⅲ-2〉 國內貯蓄과 投資의 相關關係 : 日本의 경우

시기	最小自乘法			最尤推定法		
	상수	저축유지 계수	결정계수 (R ²)	상수	저축유지 계수	결정계수 (R ²)
1970~1991	-0.022 (0.023)	1.015 (0.069)	0.7152	0.041 (1.254)	0.827 (8.989)	0.9739
1970~1980	0.041 (1.794)	0.866 (13.429)	0.8111	-0.017 (-0.476)	1.030 (10.200)	0.9683
1981~1991	0.058 (0.974)	0.735 (4.203)	0.5084	0.248 (8.190)	0.166 (1.905)	0.9687

註: ()안은 t-값을 나타냄.

資料: 權才重(1995), p. 46.

나. 金融資産 收益率의 比較

國際資本市場이 통합된다면 金融資産에 대한 수익률이 일치할 것이다. 따라서 앞 節에서 언급한 利率 等價의 관계에 입각하여 資本市場의 통합도를 측정하기도 한다. 補填 利率 等價(CIP), 非補填 利率 等價(UIP), 實質 利率 等價(RIP)의 관계가 많이 사용되며, 그 중 補填 利率 等價를 이용한 것이 상대적으로 가장 유의적인 결과를 나타내고 있는 것으로 알려져 있다. 그러나 이 方法에 의한 결과들도 항상 일관성 있게 나오는 것은 아니다.

Chinn & Dooley(1995)는 아시아·태평양 국가들을 중심으로 資本市場의 통합도를 측정하였다. CIP관계를 이용하여 7개 태평양 연안국가들의 補填利率 隔差의 평균과 절대평균을 구한 것이 〈表 Ⅲ-3〉에 나타나 있다⁸⁾. 이자율 격차 평균을 보면 그 수치가 작은 것으로 나타나

8) $(f - s) = (i - i^*)$ 의 관계식에서 이자율 격차를 구한다. f 는 선물환율, s 는 현물환율, i 는 국내이자율, i^* 는 국제이자율이다. 이들 7개 국가는 선물환시장이 존재하여 선물환율자료를 구할 수 있는 국가들이다.

대체로 資本의 移動性이 높은 것을 의미한다. 그러나 평균의 경우에는 양과 음의 부호가 서로 상쇄되는 경우가 있기 때문에 절대평균을 구해보았다. 그 결과 1988년을 기준으로 전반기(1982~1988)의 호주, 말레이시아, 뉴질랜드의 경우, 이자율 격차가 상당히 큰 것으로 나타났다. 후반기(1988~1995)의 결과도 대체적으로 평균의 수치가 낮아 資本의 移動性이 높은 것으로 나타났는데, 절대평균을 볼 때 말레이시아의 경우는 여전히 이자율 격차가 상당히 큰 것으로 나타났다. 특히 아시아 資本市場의 중심지로 일컬어지는 싱가포르가 예상과는 다르게 오히려 후반기에 平均 및 절대평균의 數値가 증가한 것은 상당히 例外的이라고 하겠다.

〈表 Ⅲ-3〉 利率 隔差(CIP)

(單位: %)

	1982. 9 ~ 1988. 4		1988. 5 ~ 1994. 11	
	평균	절대평균	평균	절대평균
호 주	-0.20	0.88	0.27	0.29
캐 나 다	-0.01	0.16	0.10	0.22
홍 콩	0.11	0.20	0.14	0.17
일 본	0.08	0.14	0.01	0.05
말 레 이 시 아	-1.41	1.51	-0.01	1.28
뉴 질 랜 드	-0.49	1.63	0.27	0.30
싱 가 포 르	-0.47	0.49	-0.91	0.91

資料 : Chinn and Dooley(1995), p. 29.

Chinn & Dooley(1995)는 또 UIP의 관계를 이용하여 資本市場의 統合度를 측정하고자 할 때 부딪치는 실질적인 문제점에 대하여 지적하고 있다. 우선 UIP에서의 事前的(ex ante)관계를 事後的(ex post)인 환율절상률을 이용하여 추정할 경우 국내이자율의 해외이자율 및 예상 절상률에 대한 탄력성이 지나치게 음의 값을 갖게 되는데, 이는 現物外換市場에서의 변동이 대부분 예측가능하지 않기 때문이라고 설명하고 있다. ARIMA process를 이용한 예측치로 예상현물환율을 대체할 경

우에는 계수의 추정치가 너무 작아져서 UIP의 관계가 성립하지 않는다고 설명하고 있다. 따라서 이에 대한 하나의 代替的인 方法으로서 환율 변화가 랜덤 워크(random walk)을 따르기 때문에 예상절상률이 0이라는 假定을 채택하고, 국가별 이자율과 유로달러 이자율과의 차이를 살펴본 결과가 <表 Ⅲ-4>에 나와 있다. 전반기에는 필리핀, 뉴질랜드, 인도네시아와 우리나라가 절대평균을 기준으로 10.47%~6.27%의 높은 격차를 보였고 후반기에도 필리핀, 인도네시아, 우리나라가 높은 격차를 보여 통합도가 상대적으로 낮은 것으로 나타났다.

<表 Ⅲ-4> 利率 隔差(UIP의 代替的 方法)

(單位 : %)

		1982. 9 ~ 1988. 4		1988. 5 ~ 1994. 11	
		평균	절대평균	평균	절대평균
호	주	5.40	5.47	4.20	4.20
캐	나	1.16	1.27	2.57	2.57
홍	콩	-0.64	1.57	0.28	0.38
인	도	9.24	9.24	10.94	10.94
일	네	-2.90	2.90	-1.17	1.80
한	시	6.27	6.27	7.97	7.97
말	아	-0.51	2.13	0.20	2.99
뉴	지	9.63	9.64	3.90	3.90
필	라	10.47	10.47	11.08	11.08
싱	엔	-2.62	2.62	-2.02	2.02
대	도	-2.64	2.69	1.04	2.74
태	국	2.05	2.51	2.85	3.01

資料 : Chinn and Dooley(1995), p. 30.

한편 Phylaktis(1997)는 實質利率 等價(RIP)의 관계를 이용하여 우리나라, 臺灣, 홍콩, 싱가포르, 말레이시아 등의 환태평양 國家가 美國 및 日本의 資本市場과 어떻게 통합되어 있는지를 측정하였다. 그는 共積分 分析을 통하여 두 나라 시장간의 장기 실질이자율 관계가 일정한 범

위 안에서 움직이는가를 검토하였다. 證券 및 外換市場에서의 거래비용, 자본통제와 관련된 稅制, 미래에 資本規制가 다시 부과될 지도 모르는 정치적 불안정성 등의 비용을 고려할 때, 두 나라간의 이자율 차이가 이 범위 안에서 움직인다면 差益去來를 통하여 이득을 얻는 것은 불가능하다. 즉 위험을 고려한 이자율 격차가 일정 범위 안에서 움직일 때, 이 두 나라의 자본시장은 통합도가 높다고 말할 수 있을 것이다.

Phylaktis(1997)의 연구결과는 다음과 같이 요약될 수 있겠다. 첫째, 이들 환태평양 국가들의 실질이자율이 1970년대 이후 美國 및 日本의 이자율에 대하여 동일한 추세를 보인다. 둘째, 외부충격이 있을 후 실질이자율의 회복속도를 보면 개방 전후를 비교하여 볼 때 개방 후의 기간에 속도가 훨씬 빨라졌음을 볼 수 있다. 예를 들어 싱가포르에서 외부충격 후 장기 평균이자율의 90%에 도달하는 데 있어 개방 후의 시기(1980년대 이후)에는 1개월이 걸리는데 1970년대에는 7개월이 걸렸고, 대만의 경우에도 동일한 상황에서 1970년대에 10개월 걸리던 것이 개방 후에는 3개월로 단축되었다. 셋째, 이자율의 반응 속도로 볼 때, 아직까지도 이 지역에서 주도적인 영향을 미치는 것은 日本보다는 美國의 이자율이다. 넷째, 전반적으로 자본시장의 통합은 싱가포르, 홍콩, 臺灣의 경우가 크고 日本이 美國 市場에 대해 가장 통합도가 떨어지는 것으로 나타났다. 특히 臺灣이나 韓國의 경우에도 세계 시장과의 실질이자율 연계가 이루어지고는 있으나 이들 나라의 경우에는 資本去來規制가 경상거래규제보다 강하기 때문에 수출입가격의 과다 또는 과소 계상을 통하거나 무역 결제기간의 연장 또는 축소 등 資本規制를 회피하는 수단이 사용되는 경향이 있고 이러한 수단을 통하여 이자율 연계가 나타나는 것으로 추정되고 있다.

그 밖에도 Chinn & Frankel(1994), Dooley and Mathieson(1994)은 동아시아에서의 資本市場 통합도가 상당히 높다고 결론지었고, Glick and Hutchison(1990)은 실질이자율 차이에 근거하여 等價關係는 성립하지 않으나 資本移動性은 증가하고 있다고 결론짓고 있다.

Aburachis(1993)는 자본이동에 대한 통제를 약화시킴으로써 5개국(美國, 英國, 日本, 獨逸, 캐나다)간의 補填 利率差 차이가 줄어들었음을 보이고 있다. 그러나 非補填 利率差 차이는 늘어났는데, 이는 고정환율제에서 변동환율제로의 전환 때문인 것으로 해석된다.

실제로 이들 等價의 관계를 이용하여 실증적으로 통합도를 측정하는 데는 다음과 같은 어려움이 따른다. 첫째, 이론적 모델들이 기대값을 사용하는 데 반하여 실증분석은 역사적 자료(historical data)를 사용한다. 둘째, 因果性(causality)에 대한 해석상의 문제이다. 두 나라 經濟의 움직임이 같은 방향으로 움직일 때 서로 공통의 요인에 의하여 상호 영향을 주고 받기 때문에 인과성을 해석하기 어려운 경우가 많다. 셋째, 경제통합을 측정하는 데 있어서 모든 시장간의 관계를 고려하기 어렵다. 즉 한 市場(資金市場 또는 資本市場 等)의 분석에 따른 결론만으로 전체적인 통합도를 말하기 어려운 때도 있다.

資産 收益率 比較를 통하여 우리나라 金融市場 통합도를 측정하려면 위에서 지적한 실증적인 문제점에 더하여 우리나라에는 선물환시장이 제대로 발달되어 있지 못하기 때문에 의미있는 先渡프리미엄 자료를 구할 수 없다는 기초적인 문제가 있다⁹⁾. 이와 같은 여러 가지 제약조건하에 우리나라 金融市場의 통합도를 측정하려는 또 하나의 기본적인 시도로서 우리나라를 포함한 美國, 日本, 캐나다와 유럽국가간의 長短期 利率 相關關係를 구해보았다¹⁰⁾.

<表 Ⅲ-5>에서는 우리나라를 비롯한 7개 국가의 短期利率간의 相關關係를 보여주고 있다¹¹⁾. 미국의 federal fund rate와 overnight

-
- 9) 주지하다시피 우리나라의 선물환시장은 아직 그 규모가 작고 초단기물체에 거래가 집중되어 있다.
- 10) 앞의 Chinn and Dooley(1995), Phylaktis(1997)의 연구가 환태평양 국가들을 대상으로 하였기 때문에 여기서는 美國, 日本, 캐나다와 주요 유럽 국가들을 비교 대상으로 하였다.
- 11) 시계열자료의 최대시계열 확보와 각국별로 만기나 성격 등 최대한 공통적인 자료화

eurodollar deposit rate간의 상관관계가 0.982로서 매우 높은 수준을 보이고 있고, 美國과 캐나다의 단기이자율도 0.879의 비교적 높은 상관관계를 보여준다. 캐나다의 단기 이자율과 LIBOR간에도 상관관계가 0.852로 비교적 높게 나타났다. 英國과 日本間の 단기이자율도 비교적 높은 상관관계를 보이고 있는 데 반하여, 獨逸과 프랑스간의 단기이자율은 예상보다 낮은 상관관계를 보이고 있다.

우리나라와 이들 국가간의 利率率 相關關係는 모두 0.515에서 0.746 사이에 나타남으로써 통합의 정도가 높다고 하기는 어렵다고 본다. 다른 나라의 경우에도 위에서 지적한 바와 같은 부분적인 경우를 제외하고는 국가간에 일관성있게 높은 상관관계를 보여주는 경우는 발견되지 않았다. 이것은 短期 利率率이 그 속성상 短期金融市場에서의 자금 수급상황에 따라 결정되고 자금 수급상황은 地域的·時間的으로 여러 가지 요인의 영향을 받기 때문에 어쩌면 당연한 결과라고 볼 수도 있다. 특히 overnight rate의 경우에는 이러한 설명이 타당하다고 생각된다. 그럼에도 불구하고 相關關係가 높게 나온 美國, 캐나다, 유로달러 시장간의

〈表 III-5〉 短期利率率 相關關係

	한국	LIBOR	미국	일본	영국	프랑스	독일	캐나다
한국	1.000	0.656	0.591	0.711	0.515	0.559	0.746	0.549
LIBOR		1.000	0.982	0.624	0.586	0.675	0.465	0.852
미국			1.000	0.619	0.617	0.700	0.409	0.879
일본				1.000	0.813	0.687	0.612	0.684
영국					1.000	0.538	0.477	0.738
프랑스						1.000	0.676	0.733
독일							1.000	0.538
캐나다								1.000

보를 위하여 단기 이자율로는 콜금리를 위시하여 federal fund rate 등 주로 overnight rate를 이용하였다. 1980년부터 1996년까지 각 월말기준 연율을 이용하여 계산하였다.

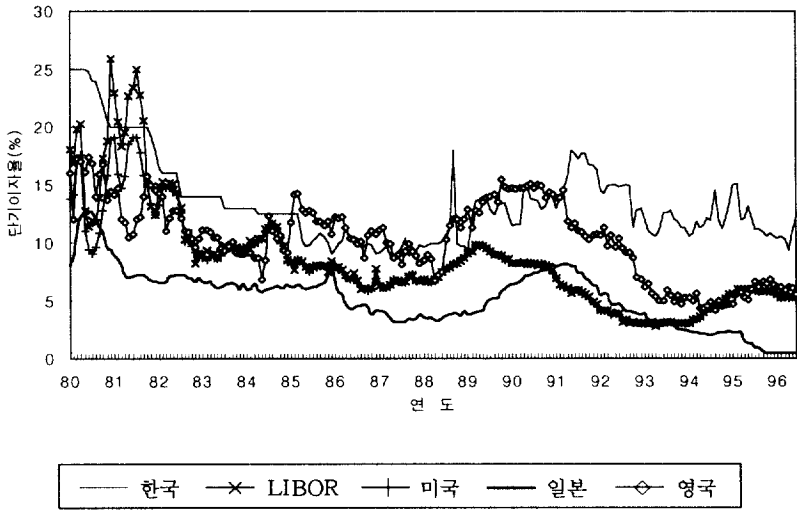
관계는 이들 시장의 통합도가 실제로 매우 높다는 것을 보여주는 것이라고 해석할 수 있겠다.

이러한 短期利率의 변화추이를 그림으로 나타낸 것이 각각 [圖 Ⅲ-3]과 [圖 Ⅲ-4]이다. [圖 Ⅲ-3]은 우리나라와 세계 3대 금융시장인 英國, 美國, 日本 및 유로달러 금리의 변화추이를 보여주고 있으며, [圖 Ⅲ-4]는 주로 유럽국가들을 중심으로 금리변화 추이를 나타내고 있다. [圖 Ⅲ-3]에서 우리나라와 선진국의 금리 격차를 볼 수 있는데, 英國의 경우에는 1980년대 중반부터 1990년에 이르기까지는 우리와 비슷한 금리 수준을 보이고 있다. 美國 금리와 유로달러 금리간에는 <表 Ⅲ-5>에서 확인한 바와 같이 1982년 이래로 매우 유사하게 움직이고 있음을 볼 수 있다. 이는 美國의 단기금리시장과 유로달러시장간의 밀접한 관계를 잘 말해주고 있는 결과라고 하겠다. [圖 Ⅲ-4]에서 美國과 유럽국가들간의 短期利率 變化 推移를 살펴보면, 1980년대 중반부터 1990년까지는 美國과 대표적인 유럽국가간의 단기 이자율이 유사한 움직임을 보여주고 있으나, 전반적으로 뚜렷한 同伴關係라고 말하기는 곤란하다. 다만 유럽의 英國, 獨逸, 프랑스 3국간의 短期利率 相關關係에서는 상대적으로 獨逸과 프랑스의 관계가 가장 높는데, 특히 1992년 이후에는 양국간의 이자율이 상당히 유사한 추세로 움직이고 있는 것을 확인할 수 있다. 이러한 관계는 앞서 지적한 바와 같이 단기이자율이 지역적·시간적 수급의 영향을 받아 비교적 심하게 변동하는 것을 고려할 때, 부분적이거나 매우 높은 통합도를 보이는 것이라 할 것이다.

<表 Ⅲ-6>에서는 우리나라를 비롯한 7개국의 長期利率간의 相關關係를 보여주고 있다¹²⁾. 우리나라 金利와 다른 나라 金利와의 相關關係는 0.571에서 0.797 사이로 나타났다. 이에 비하여 선진국간의 장기

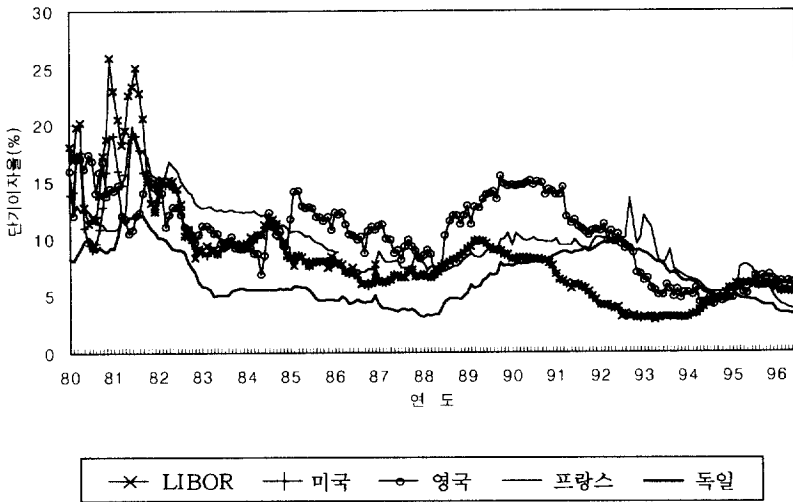
12) 단기이자율의 경우와 마찬가지로 최대한의 시계열 확보와 각국별로 공통적인 성격의 장기이자율로서 10년만기 정부채 수익률을 위주로 한 IFS자료를 사용하였다. 우리나라의 경우는 5년 만기 국민주택채권 1종의 수익률을 사용하였다. 기간은 1980년부터 1996년까지 월말기준 연율 자료를 사용하여 계산하였다.

[圖 Ⅲ-3] 主要國의 短期利子率 變化 推移(우리나라 包含)



資料 : IMF, *International Financial Statistics*.

[圖 Ⅲ-4] 主要國의 短期利子率 變化 推移(유럽國家 中心)



資料 : IMF, *International Financial Statistics*.

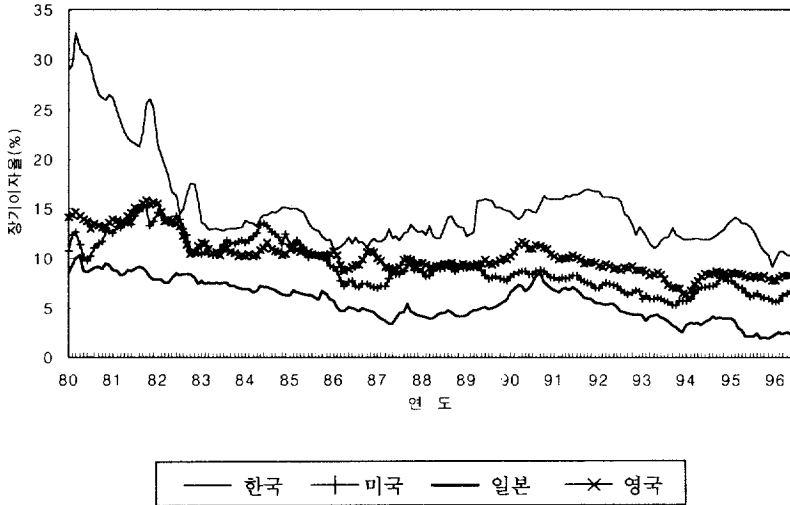
금리는 <表 Ⅲ-5>와는 대조적으로 相關關係가 매우 높은 것으로 나타났다. 실제로 獨逸과의 關係를 예외로 한다면 이들 국가간의 장기 금리 상관관계는 적어도 0.8 이상으로 나타남으로써 美國, 日本, 英國, 프랑스, 캐나다 간의 金融市場 통합도가 매우 높다고 해석할 수 있다. 獨逸의 경우도 美國과의 0.666을 제외하면 여타 國家와의 相關關係가 모두 0.7 이상으로 나타나는데, 이는 物價安定을 최우선 목표로 하고 있는 독일 Bundesbank의 通貨政策의 결과가 아닌가 싶다.

<表 Ⅲ-6> 長期利率 相關關係

	한국	미국	일본	영국	프랑스	독일	캐나다
한국	1.000	0.571	0.735	0.797	0.602	0.684	0.602
미국		1.000	0.808	0.857	0.941	0.666	0.969
일본			1.000	0.880	0.857	0.814	0.836
영국				1.000	0.883	0.779	0.903
프랑스					1.000	0.730	0.947
독일						1.000	0.740
캐나다							1.000

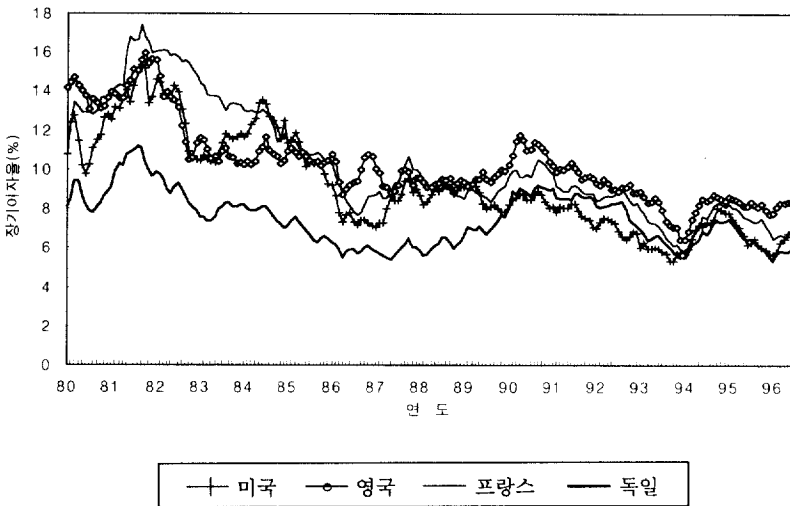
[圖 Ⅲ-5]에서는 우리나라와 세계 3대 金融市場인 英國, 美國, 日本의 長期金利 變化 推移를 보여주고 있다. 우리나라 금리가 다른 나라에 비하여 상대적으로 매우 높으며, 다른 나라들의 金利變動 推移는 매우 유사함을 알 수 있다. 이러한 경향은 [圖 Ⅲ-6]에서도 확인할 수 있는데, 특히 1990년대 들어서는 그 움직임이 비슷할 뿐 아니라 선진국간의 금리격차도 상당히 줄어든 것을 보여줌으로써 <表 Ⅲ-6>의 결과를 확인해 주고 있다.

[圖 III-5] 主要國의 長期利子率 變化 推移(우리나라 包含)



資料: IMF, *International Financial Statistics*.

[圖 III-6] 主要國의 長期利子率 變化 推移(유럽國家 中心)



資料: IMF, *International Financial Statistics*.

다. 資本移動의 量

一物一價의 法則에 의한 收益率의 차이를 측정하는 외에 資本移動의 量을 보는 것도 통합도 측정의 기본적인 방법이 될 수 있다. 이 방법의 단점은 資本市場 統合이 事前的(ex ante)인 개념인 데 비하여, 자본이동의 양은 事後的인(ex post) 측정치라는 점이다. 즉 자본이동이 하나도 없어도 완전한 자본시장의 통합과 양립할 수 있다. 왜냐하면, 나라간의 예상수익률이 계속 똑같고, 외부적인 충격요인이 없을 경우 자본이동이 없다고 해서 資本市場의 統合이 이루어지지 않은 것은 아니기 때문이다. 그러나 현실적으로는 예상수익률이 다르고 여러 가지 교란요인이 있기 때문에 통합정도가 큰 국가일수록 자본이동의 양이 많다고 볼 수 있다.

〈表 Ⅲ-7〉은 海外 資金調達 規模를 보여주고 있는데, OECD 회원국의 경우 1992년부터 매년 32%, 19%, 36%, 18%의 증가를 나타내어, 1992년 대비 1996년의 증가율이 151%에 이르고 있다. 절대액을 기준으로 보면 OECD 회원국의 1996년 현재 조달액이 비회원국의 10배를 초과하고 있다. 그러나 증가율에 있어서는 비회원국의 증가율이 훨씬 커서 1992년 대비 1996년의 비회원국 자금조달 규모의 증가율이 286%에 달하고 있다. 이는 비회원국, 주로 개도국으로의 자금유입이 빠른 속도로 증가하고 있음을 보여준다.

〈表 Ⅲ-7〉 海外 資金調達 規模

(單位 : 백만US달러)

	1992	1993	1994	1995	1996
OECD 회원국	553.5	728.0	867.1	1,175.1	1,390.1
비OECD 국가	33.7	66.8	80.5	91.2	130.3
국제개발기구	22.5	23.8	20.0	18.0	51.4
합 계	609.7	818.6	967.6	1,284.3	1,571.8

資料 : OECD, *Financial Market Trend*, March 1997.

한편 <表 III-8>에서는 OECD 會員國들의 GDP 대비 총해외직접투자 비율을 보여주고 있다. 이는 <表 III-9>의 개도국으로의 資本移動과 대비하여 선진국들의 資本移動을 나타낸 것이다¹³⁾. 나라별은 벨기에, 네덜란드, 스위스, 영국 등의 비율이 크며, 전체적인 특징으로는 全會員國에 걸쳐 1980년대 중반 이후 해외투자비율이 증가했다는 점을 지적할 수 있겠다.

<表 III-8> GDP 對比 總海外投資 比率¹⁾

(單位: %)

	1970~74	1975~79	1980~84	1985~89	1990~95
벨 기 에	*	3.4	5.1	14.3	41.5 ²⁾
캐 나 다	1.7	3.4	3.6	6.1	7.2
덴 마 크	*	0.6	0.9	3.5	7.2
프 랑 스	*	1.3	2.1	4.1	7.2
독 일	1.2	1.3	1.7	5.2	6.3
이 탈 리 아	0.9	0.3	0.6	1.7	5.7
일 본	*	0.6	2.6	5.9	3.7
네 덜 란 드	7.3	4.7	6.0	10.9	11.1
노 르 웨 이	*	5.6	0.4	6.6	2.1
포 르 투 갈	*	0.4	1.0	3.6	6.3
스 페 인	*	0.7	1.2	3.1	6.7
스 웨 덴	1.0	1.2	1.7	5.0	7.0
스 위 스	*	4.5	9.4	14.7	12.8
영 국	3.6	4.0	5.4	14.4	11.9
미 국	1.0	1.5	1.4	2.9	3.3

註: 1) 해외직접투자와 주식투자자금 유출입의 절대치의 합임.

2) 1990년부터 1994년까지의 값임.

資料: IMF, *World Economic Outlook*, May 1997.

13) 물론 개도국으로의 자본이 주로 선진국에서 나온 것이기 때문에 <表 III-8>과 <表 III-9>가 서로 배타적으로 선진국과 개도국의 자본이동을 비교하는 것은 아니다.

〈表 Ⅲ-9〉에서는 1970년대 후반 이후 開途國으로의 年平均 資本移動量을 보여주고 있다. 1977년부터 1982년까지의 기간 동안 開途國으로의 年平均 資本移動量은 305억달러를 기록하였다. 그러나 1983년부터 1989년까지의 기간 동안의 자본이동량은 오히려 줄어들었는데, 이는 1980년대 초에 발생한 멕시코를 위시한 중남미 국가들의 負債危機 때문이다. 멕시코를 비롯한 남미제국의 부채위기에 따라 은행대출의 조기 상환과 포트폴리오 투자자금의 철수 등 1983년부터 1989년의 기간 동안 年平均 166억 달러의 규모로 資本이 서반구 開途國으로부터 빠져나갔다. 그러나 동일한 기간 동안 아시아 지역으로의 資本移動은 전반적인 부채위기의 영향에도 불구하고 꾸준히 증가하였음을 볼 수 있다.

〈表 Ⅲ-9〉 開途國으로의 年平均 資本移動

(單位 : 10억 US달러)

	1977~82	1983~89	1990~94
전체 開途國 ¹⁾	30.5	8.8	104.9
FDI	11.2	13.3	39.1
포트폴리오	-10.5	6.5	43.6
기타 ²⁾	29.8	-11.0	22.2
아시아	15.8	16.7	52.1
FDI	2.7	5.2	23.4
포트폴리오	0.6	1.4	12.4
기타 ²⁾	12.5	10.1	16.3
서반구	26.3	-16.6	40.1
FDI	5.3	4.4	11.9
포트폴리오	1.6	-1.2	26.6
기타 ²⁾	19.4	-19.8	1.6
기타 開途國 ¹⁾	-11.6	8.7	12.7
FDI	3.2	3.7	3.8
포트폴리오	-12.7	6.3	4.6
기타 ²⁾	-2.1	-1.3	4.3

註 : 1) 쿠웨이트나 사우디아라비아 같은 자본 수출국은 제외.

2) 은행 대출 포함.

資料 : IMF, *International Capital Markets*, 1995, p. 33.

그 후 負債危機의 해소, 開途國 證市의 호황과 전반적인 개도국 經濟의 빠른 성장에 힘입어 1990년대 들어서는 개도국으로의 資本移動이 급격하게 증가하였다. 1990년부터 1994년까지의 5년동안의 기간에 개도국 전체로의 자본이동량은 연평균 1,049억달러에 이르고 그 중에서 아시아 지역으로의 이동이 연평균 521억달러로 약 절반을 차지하고 있고, 서반구로의 이동이 연평균 401억달러, 기타 지역이 연평균 127억달러를 기록하고 있다.

아시아 지역과 서반구에 있어서의 자본이동의 질적 차이는 그 구성의 차이에서 나타나는데, 아시아의 경우에는 전체 521억달러 중에 직접투자액이 연평균 234억달러로 약 45%를 차지하고, 포트폴리오 투자는 124억달러로 24% 수준에 머물러 있는 데 반하여, 서반구의 경우에는 그 반대로 직접투자액이 연평균 119억달러(30%), 포트폴리오 투자액이 연평균 266억달러(66%)로 포트폴리오 투자액이 전체의 약 3분의 2를 차지하고 있다.

포트폴리오 투자는 직접투자보다 단기자금적인 성격이 강하여 자본흐름의 역전 가능성이 높으며, 그만큼 資本市場의 변동성에 미치는 영향이 일반적으로 크다고 할 수 있다. 이는 <表 Ⅲ-9>에서 개도국으로의 직접투자는 항상 양의 값을 취하는 데 비하여, 포트폴리오 투자는 기간과 지역에 따라 음의 값을 취하는 것, 즉 투자자금의 철수가 이루어지는 데서도 부분적으로 확인할 수 있다.

우리나라로의 資本移動을 살펴보면 다음의 <表 Ⅲ-10>과 같다. 우리나라가 처음으로 주식시장을 개방한 1992년 첫해에 약 27억달러의 資本이 유입된 이래 자본유입액이 매년 증가하여 1996년에는 약 124억달러에 이르고 있다. 그러나 그와 동시에 자본유출액도 증가하였는데, 특히 1994년부터 투자자금의 회수가 매년 60억달러~80억달러 수준으로 이루어져 순유입액으로 보면 1993년의 약 57억달러에 비해 1994년에는 약 19억달러로 대폭적으로 줄어들었다. 이는 우리나라 증시의 불황과 1994년 멕시코 외환위기로 인하여 개도국에 대한 포트폴리오 투자의 전반적

인 위축에 영향을 받은 것으로 생각된다. 1994년 이후 純流入額이 다시 증가하고 있으나, 1996년의 순유입액이 약 44억달러로 1993년의 수준에도 미치지 못하고 있다. 외국인의 株式投資限度가 계속 확대되어 1997년 7월 현재 종목당 23%에 이르고 있음을 감안하면 순유입액의 증가율은 예상보다 높은 편은 아니라고 생각된다.

〈表 Ⅲ-10〉 우리나라의 外國人 株式投資資金 流入額

(單位: 백만US달러)

	1992	1993	1994	1995	1996
유 입 액	2,735	7,635	8,596	10,184	12,405
유 출 액	662	1,936	6,685	7,754	7,957
순 유 입	2,073	5,699	1,911	2,430	4,448
누 적 잔 액	2,073	7,772	9,683	12,113	16,561

資料: 재정경제원, 『외국인 주식투자한도 확대』, 1997. 3. 31.

〈表 Ⅲ-11〉은 1991년부터의 外國人 直接投資 現況을 보여주고 있다. 신규 및 증자 금액 기준으로 보아 1992년도에 전년대비하여 감소하였다가 1993년부터 증가하기 시작하여 1995년과 1996년에는 각각 47%, 65%의 증가세를 보이고 있다. 순투자 금액을 보아도 역시 1992년도에 전년대비 감소를 보이다가 1993년부터 증가하여 1995년에는 61%, 1996년에는 63%의 증가세를 보이고 있다. 〈表 Ⅲ-9〉에서의 아시아지역 전체의 外國人 投資 現況과 비교하면 우리나라에의 투자비중은 10%에도 못 미치는 매우 낮은 편이다¹⁴⁾. 1996년 OECD 가입과 함께 많은 분야의 外國人 投資가 자유화되었으나, 아직도 다른 아시아 國家에 비하면 外國人 投資에 있어 많은 제약이 존재하고 있다고 할 수 있다. 그러나 앞

14) 〈表 Ⅲ-9〉와의 비교가 가능한 1995년 이전 기준.

으로 OECD를 중심으로 협상이 진행되고 있는 多者間投資協定(Multi-lateral Agreement on Investment)이 1998년도에 예정대로 조인된다면, 외국인 투자가 거의 전면적으로 허용되는 것과 마찬가지로 할 수 있다. MAI는 실물분야뿐 아니라 금융서비스, 지적재산권, 민영화 등 포함되는 분야가 매우 포괄적이어서 이 협정의 조인이 미치는 영향은 지대할 것이며, 이에 따라 外國人 直接投資額도 크게 증가할 것으로 예상된다.

한편 <表 Ⅲ-12>에서는 外國人 投資의 産業別 構造가 나타나 있는데 제1차 산업인 농축수산업 및 광업보다는 제조업 및 서비스업에서의 개방이 빠른 속도로 진행되었다. 지금까지의 누적금액으로는 제조업이 약 54억달러, 서비스업이 약 43억달러로 제조업이 가장 많은 비중을 차지하고 있다. 그러나 서비스업 투자도 1993년부터 꾸준히 증가하고 있으며, 특히 금융업에서의 투자가 1994년부터 급격히 증가하여 1996년까지의 누적투자액이 약 11억달러로서 전체 서비스업의 약 4분의 1에 달하고 있다.

<表 Ⅲ-11> 外國人 直接投資 推移

(單位 : 백만US달러)

	투 자 허 가 및 신 고						감 소		순투자 ¹⁾	
	신 규		증 자		합 계		철 수			
	건수	금액	건수	금액	건수	금액	건수	금액	건수	금액
1991	286	854.6	223	541.4	509	1,396.0	64	102.5	445	1,293.5
1992	233	328.0	211	566.4	444	894.5	51	49.5	393	845.0
1993	273	485.9	185	558.3	458	1,044.3	54	101.7	404	942.6
1994	414	680.8	232	635.7	646	1,316.5	9	121.0	637	1,195.5
1995	556	1,022.0	316	919.5	872	1,941.4	12	15.1	860	1,926.3
1996	596	1,812.7	372	1,389.9	968	3,202.6	19	71.8	949	3,130.9
계	2,358	5,184.0	1,539	4,611.2	3,897	9,795.3	209	461.6	3,688	9,333.8

註 : 1) 순투자는 투자를 허가받아 투자실행이 가능한 금액임.
 資料 : 재정경제원 대외경제국, 『외국인투자 및 기술도입 현황』, 1997. 7.

〈表 Ⅲ-12〉 産業別 外國人 直接投資 現況(申告受理・許可 基準)

(單位:백만US달러)

		농축 수산업	광업	제조업	서 비 스 업			계	
					금융업	보험업	기타		
1991	건수	-	-	108	178	8	3	167	286
	금액	-	1.0	1,069.2	325.6	77.6	75.7	172.3	1,395.8
1992	건수	1	-	82	150	3	-	147	233
	금액	0.8	1.4	648.0	244.3	39.3	3.9	201.1	894.5
1993	건수	1	-	80	192	6	1	185	273
	금액	0.1	-	526.8	517.3	57.0	8.7	451.6	1,044.2
1994	건수	-	1	136	277	9	-	268	414
	금액	-	0.3	401.7	914.5	293.8	8.0	612.7	1,316.5
1995	건수	1	1	195	359	23	3	333	556
	금액	0.3	0.1	883.5	1,057.5	378.2	56.2	623.1	1,941.4
1996	건수	1	1	196	398	11	3	384	596
	금액	0.1	18.2	1,930.2	1,254.3	249.7	16.0	988.6	3,202.8
누	건수	4	3	797	1,554	60	10	1,484	2,358
계	금액	1.3	21.0	5,459.4	4,313.5	1,095.6	168.5	3,049.4	9,795.2

註: 건수는 증액투자를 제외한 신규투자 건수, 금액은 신규 및 증액투자의 합계임.

資料: 재정경제원 대외경제국, 『외국인투자 및 기술도입 현황』, 1997. 7.

이상에서 살펴본 몇가지 척도는 나름대로의 장단점을 가지고 있어, 어느 방법이 가장 정확하게 資本市場의 統合도를 측정한다고 말하기는 곤란하며 자본시장 통합도는 이러한 척도들과 함께 制度的인 문제들을 고려하여 종합적으로 판단하는 것이 불가피하다 하겠다. 그럼에도 불구하고 몇가지 척도를 이용하여 측정한 우리나라의 資本市場 統合도는 OECD국가나 다른 아시아 國家에 비하여 높지 않은 것으로 나타났다.

우리나라의 市場開放과 이에 따른 법률적이며 제도적인 개혁이 최근에 와서 급속히 진행되고 있는 狀況을 考慮하면 이러한 결과는 豫상에서 크게 벗어나지 않는다고 할 수 있다.

Ⅳ. 우리나라의 市場開放과 國際的 統合에 대한 對備

1. 우리나라의 金融市場 開放

가. 開放으로의 움직임

金融市場의 統合에 대한 국제적 관심과 논의는 최근에 비롯된 것은 아니다. 앞 장에서 본 바와 같이 金融市場의 통합도를 측정하려는 研究를 비롯하여 金融市場의 國際的 統合에 대한 논의들이 이미 1970년대부터 다각도로 이루어져 왔다. 다만 우리나라의 경우에는 國際化가 이루어지는 가운데, EU통합 등의 이슈가 부각되고 우리나라 금융시장이 실제로 개방되는 변화를 맞이하여 새롭게 이러한 문제에 관심을 갖게 된 것이다.

第Ⅲ章에서 우리는 기존의 연구결과 및 몇가지 척도를 통하여 우리나라의 金融市場 통합도를 측정해 보았다. 정확한 수치를 제시하기는 어렵겠지만 일반적으로 우리나라의 금융시장 통합도는 선진국이나 앞서 제시된 여러 환태평양국가들에 비하여 높지 않다고 보는 것이 일반적인 결론이라고 하겠다. 金融自律化와 開放化의 움직임이 세계적인 추세로 진행되는 가운데 1980년대부터 우리나라도 서서히 이러한 방향으로 나아가고 있었으나, 실질적인 金融市場 開放의 계기가 된 것은 역시 UR의 금융부문 GATS(General Agreement on Trade in Services)와 OECD가입이라고 하겠다. 1990년대 들어 UR의 금융협상과 OECD 가입을 준비하는 과정을 계기로 구체적인 金融市場 開放이 진행되었다고 해도 무리가 없을 것이다.

UR의 금융협상은 관세장벽을 낮춰 자유무역을 달성함으로써 경제의 효율성을 높이는 선진국 중심의 노력이 서비스부문에까지 확대되어 금융서비스시장에서의 진입장벽을 낮추기 위한 多者間 및 兩者間 협의인데, 아직 합의에 이르지 못하고 있다. 상대적으로 우월한 경쟁력을 갖고 있는 선진국들은 개도국의 金融市場에 進出하기를 원하였고, 우리나라와 같이 그동안 市場原理에 의하여 金融產業이 발전해오지 못했던 國家들은 급격한 개방을 맞기에는 自國 金融산업의 경쟁력이 떨어지기 때문에 보다 신중한 태도를 견지하였다. 특히 美國은 개도국들의 금융시장 개방계획이 만족할 만한 수준에 이르지 못하였다고 판단하고 1995년에 금융서비스 분야의 협상에 일단 제동을 걸었는데, EU의 주선으로 잠정적인 협정을 맺고 1997년 12월을 목표로 각국이 개방계획을 제시하여 협상을 타결짓기로 되어 있다. 어쨌든 이러한 협상 과정만으로도 우리나라를 비롯한 開途國 金融市場의 개방폭 확대 및 개방시기를 앞당기는 데 커다란 영향을 미쳤으며, 금년 말에 협상이 타결된다면 보다 광범위한 개방이 이루어질 것으로 예상된다.

한편 OECD가입을 위하여 필수적인 資本移動 自由化 및 經常貿易外去來 自由化 規約를 최대한 충족시키기 위한 노력도 우리나라 金融市場의 開放에 커다란 영향을 미쳤다. 資本移動 自由化 規約는 직접투자, 부동산 거래, 資本市場 및 단기금융시장에서의 거래, 무역관련 신용 및 외국환 거래 등과 관련하여 자본이동에 대한 규제를 두지 말자는 규약으로 총 91개 항목으로 구성되어 있고, 經常貿易外去來 規約는 경상거래와 관련된 자금의 이동 및 서비스의 越境去來 자유화를 목적으로 하는 규약으로 은행 및 금융서비스, 보험 서비스와 관련한 금융기관 설립 및 서비스 제공의 자유화에 대한 규정 등 총 57개 항목으로 구성되어 있다. OECD 회원국이 되기 위해서는 兩大 規約의 항목들을 수락하여야 하는데, 당장 수락할 수 없는 항목에 대해서는 유보조항을 달고 점진적으로 자유화로 이행할 수 있다.

우리나라는 가입 협상을 통하여 資本流出에 대한 규제는 대부분 폐지

하였으나, 국내의 금리차를 생각할 때 예상되는 급격한 資本流入이 巨視經濟的 혼란을 가져올 수 있기 때문에 주로 자본유입에 대한 규제는 점진적으로 자유화하기로 구체적인 計劃을 제시하고 OECD에 가입하였다. <表 IV-1>은 우리나라를 비롯하여 최근에 OECD에 가입한 국가들의 自由化 規約 受諾率을 보여주고 있다¹⁾. 단순히 자유화 수락항목의 비율을 보여주는 이 表가 市場開放의 정도를 정확하게 반영한다고 하기는 힘들지만, OECD 기준 회원국 平均과 비교하여 볼 때 우리나라는 경상 무역외거래의 경우에는 상당한 자유화가 진전되었으나, 자본이동규약을 基準으로 보면 아직 자유화의 정도가 상대적으로 낮음을 알 수 있다.

<表 IV-1> 兩大 自由化 規約 受諾率 比較

(單位: %)

	경상무역외거래	자본이동	전체
OECD 平 均	88(7)	89(10)	89(17)
한 국	82(10)	55(41)	66(51)
멕시코	75(14)	71(26)	73(40)
체코	82(10)	65(32)	72(42)
헝가리	81(11)	58(38)	67(49)
폴란드	79(12)	56(40)	65(52)

註: 괄호안은 유보 항목수를 나타냄.

資料: 權才重(1996), p. 176.

최근에는 OECD를 중심으로 多者間 投資協定(Multilateral Agreement on Investment: MAI)의 協商이 進行되고 있는데, 이는 국제적 시장 통합의 또 하나의 기폭제가 될 것으로 예상된다. MAI는 국제적

1) 항목을 유보하는 경우에도 그 항목에 해당하는 거래를 전면적으로 금지하는 전면 유보와 조건적으로 허용하는 부분 유보로 나뉘어지기 때문에 수락률만으로 개방의 정도를 정확히 비교하기는 힘들다.

으로 海外直接投資가 급증하면서 투자자유화, 투자보호, 분쟁해결을 위한 공통적인 규범이 필요하다는 인식하에 OECD의 投資規範을 확대 개편하여 법적인 구속력을 갖고, OECD 비회원국에게도 적용되는 규범을 마련하는 것을 목표로 하고 있다. MAI가 포괄하는 범위가 금융, 자본이동, 지적재산권, 민영화 등 매우 광범위하며, 內國民待遇(National Treatment), 最惠國待遇(Most-Favored Nation Treatment), 透明性(Transparency) 등의 義務條項을 포함하고 있고, 외국인투자자가 國家를 상대로 국제적 중재기관에 소송을 제기할 수 있는 분쟁해결절차도 보장하고 있기 때문에 MAI는 지금까지의 국제적 투자규범과는 다른 매우 강력한 투자규범이라고 할 수 있다. 따라서 일단 MAI협정에 서명하게 되면 공적인 부문에서는 금융감독정책의 명료화가 요구되고 國際規範의 적용압력을 받게 될 것이고 민간부문에서는 자본시장의 완전개방압력을 받게 되고 금융서비스 산업의 개방에 따른 국제적 경쟁이 심화됨에 따라 우리나라 金融機關이 부실화될 가능성도 예상할 수 있다.

나. 市場開放의 現況과 向後 計劃

1992년 신정부 출범 이후 新경제 5개년계획의 일환으로 1993년 6월 「金融部門 改革計劃」이 발표되었고, 동 계획 중 資本市場 개방관련 사항은 보다 구체화하여 市場開放計劃(Blueprint)으로 발표하였다. 이어 1994년 12월에는 3단계 外換制度改革 5개년 계획이 발표되었고 1995년 12월에는 그 해의 제1단계 자유화계획의 실행 결과에 기초하여 자유화를 더욱 앞당기는 외환제도개혁 수정방안을 발표하였다. 이러한 과정을 거쳐 우리나라의 金融市場은 점진적으로 개방되어 왔다.

株式市場은 1992년 1월에 외국인의 국내상장주식 직접투자를 허용한 이후 투자한도를 단계적으로 확대하여 <表 IV-2>에서 보는 바와 같이 1997년 7월 현재 외국인의 총액투자한도가 종목당 23%이며, 1인당 한도는 6% 수준에 이르고 있다.

〈表 IV-2〉 우리나라 株式市場의 開放

(單位 : %)

	92. 1	94. 12	95. 7	96. 4	96. 10	97. 5
총액투자한도	10	12	15	18	20	23
1인당 한도	3	3	3	4	5	6

資料 : 財政經濟院.

債券市場의 경우에는 국내외 금리차이가 아직 상당히 벌어져 있기 때문에 외국자본이 지대한 관심을 가지고 진입하고자 하였다. 그러나 급격한 대량의 資本流入이 거시경제에 미치는 부정적인 영향을 막기 위해 우리나라 정책당국은 이에 대하여 신중한 입장을 취하고 있다. 지금까지 이루어진 자유화 조치를 살펴보면 1994년 7월의 중소기업 전환사채에 대한 외국인 투자의 허용, 1995년 5월의 투신사 채권형 외수증권 발매를 통한 외국인 간접 투자의 허용, 1996년 10월의 채권형 Country Fund의 설립을 통한 간접투자의 허용 등을 들 수 있으며, 1997년 6월에는 中小企業의 무보증 장기채에 대한 投資를 제한적으로 허용하기 시작하였다. 앞으로 국내외 금리차가 2% 이내로 축소되는 경우에는 채권시장을 完全自由化시킬 계획으로 있으나, 그 시기가 언제가 될 지는 아직 불투명하다고 하겠다.

그밖에도 資本市場 및 短期金融市場에서 거주자의 해외 증권투자, 비거주자의 국내증권발행, 국제무역 및 용역제공 관련 신용, 예금 거래 및 외국환 거래 등에서 전면적 또는 부분적인 자유화가 이루어졌다²⁾. 〈表 IV-3〉에는 앞으로의 資本市場 開放計劃이 나와 있다. 外國人 株式投資 限度는 1999년까지 매년 3%씩 확대한 후 2000년 말에는 총액투자한도를 철폐하고 1인당 투자한도는 10%까지 인상하기로 되어있다. 앞 章의 〈表 III-10〉에서 본 바와 같이 外國人 株式投資의 1996년 말 누적 합계

2) 자세한 것은 재정경제원(1996, 1997) 등의 자료를 참고로 할 것.

〈表 IV - 3〉 우리나라의 資本移動 自由化 計劃

분야	자유화내용	비고
1. 외국인주식투자	-총액투자 한도 철폐 -1인당 투자한도('96년말 5%)를 10%까지 인상(10% 이상은 직접투자 관련규정에 따라 허용)	2000. 12 2000. 12
2. 외국인 채권투자	-대기업 · 일정한도내 무보증 장기채(5년이상) -금리차가 2% 이내로 축소되는 경우 완전 자유화	1999. 12
3. 외국인의 수익증권투자	-주식형 수익증권 매수한도 철폐	2000. 12
4. 해외증권 발행	-발행한도 폐지 -발행자 요건 완화	1999. 12 1999. 12
5. 차관		
① 상업차관	-시설재구입용 상업차관 자유화	1999
② 현금차관	-거시경제안정·내외금리차 2% 이내 축소시 완전 자유화	
③ 직접투자 성격의 5년 이상 차관	-외투기업이 모기업으로부터 받는 5년 이상(시설재 도입용) 장기차관 허용	1997. 1
6. 무역신용	-연지급 수입기간 확대 · 대기업 : 180일 · 실수요에 대해서는 180일이상도 허용 -수출선수금 영수한도 폐지	1999. 12 2001 1997. 8
7. 해외투자	-자기자본 조달의무 폐지	1997. 12
8. 해외예금	-해외외화예금 한도 철폐	1998. 12

資料 : 재경원 금융정책실, 『금융개혁의 추진실적과 주요과제』, 1997. 1, p. 21.

는 약 166억달러에 이른다. 外國人의 債券投資는 대기업의 무보증 장기채에 대한 投資를 1999년 12월까지 허용하기로 되어 있고, 1996년 12월에 허용한 외국인의 국내 주식형 수익증권 투자의 매수한도는 2000년 말까지 철폐하기로 되어있다. 해외증권발행의 한도 폐지 및 발행자 요건 완화가 1999년 말까지 이루어질 것이고, 시설재 구입용 상업차관의 자유화도 1999년까지 이루어지도록 계획되어 있다. 무역신용과 관련하여서

는 1999년까지 대기업의 연지급 수입기간을 180일로 확대해 줄 계획이고, 실수요에 대해서는 180일 이상도 허용되어질 것이다. 해외투자에 있어서의 자기자본 조달의무는 1997년 12월 말까지 폐지될 것이며, 해외외화예금 한도도 1998년 12월까지는 없어질 것이다.

金融産業 開放의 측면에서도 자유화가 속속 진행되고 있다. 외국은행 국내지점 설치시 국내은행과 마찬가지로 은행감독원장의 추천에 의하여 금융통화위원회의 인가를 받아야 하지만, 외국은행이기 때문에 부가적으로 제약을 받는 것은 없다. 1993년에 이미 외국은행 국내지점 설치에 따른 經濟的 需要審査(Economic Needs Test)를 폐지하였고, 1995년에는 1년간의 事務所 前置主義를 폐지하였으며, 1997년 1월에는 「총자산 기준 세계 500대 은행」요건을 폐지하였다. <表 IV-4>에서 외국은행의 국내진출 현황을 살펴보면 미국계 은행이 13개, 일본계 은행이 22개, 독일 및 프랑스 은행이 각각 7개씩 진출하여 있고, 전체적으로는 75개의 은행이 이미 우리나라에 진출하여 있다. 지점 및 사무소를 모두 합하면 93개에 이른다.

證券會社의 경우에는 1990년 11월에 외국증권회사 지점설치 및 합작법인 설립을 허용하였고, 1995년 5월에는 외국증권회사의 지점설치시 사무소 前置主義를 폐지하였으며, 1997년 4월에는 證券會社 設立에 따른 경제적 수요심사(ENT)를 폐지하였다. 保險産業의 경우에는 1987년~1988년의 韓·美 보험협상을 통하여 다른 金融業에 비하여 일찍 시장이 개방되어 외국보험회사의 支店, 合作社, 現地法人 設立이 허용되었고, 1993년에는 복수대리점 허용, 1996년에는 독립대리점을 허용하였다. 아울러 1996년에 합작의무비율³⁾과 상호주의 규정이 폐지되었고, 1997년 1월에는 보험회사 설립의 경제적 수요심사(ENT)가 폐지되었다. 1997년 6월 말 현재 외국 증권 및 보험회사의 국내 진출 추이를 보면

3) 합작 생보사의 외국인 투자지분이 49% 이상이어야 한다는 규정.

〈表 IV-4〉 外國銀行 國內 進出 現況(1997年 6月 末 現在)

(單位: 개)

		지 점	사 무 소	계
미	국	25(12)	1(1)	26(13)
일	본	14(13)	9(9)	23(22)
영	국	2(2)	-	2(2)
독	일	1(1)	6(6)	7(7)
프	랑	9(6)	1(1)	10(7)
싱	가 포	4(4)	-	4(4)
캐	나	3(3)	-	3(3)
홍	콩	2(1)	-	2(1)
호	주	2(2)	-	2(2)
인	도	1(1)	-	1(1)
네	덜 란 드	2(2)	-	2(2)
파	키 스 탄	1(1)	-	1(1)
요	르 단	1(1)	-	1(1)
사	우 디 아 라 비 아	-	1(1)	1(1)
스	위 스	-	1(1)	1(1)
이	탈 리 아	-	2(2)	2(2)
벨	기 에	-	1(1)	1(1)
중	국	1(1)	2(2)	3(3)
필	리 편	1(1)	-	1(1)
계		69(51)	24(24)	93(75)

註: 괄호 안의 숫자는 은행기업 갯수임.
 資料: 재정경제원.

증권사 지점 및 사무소가 43개, 보험사의 경우에는 합작사를 포함하여 35개에 이르고 있다(〈表 IV-5〉 참조).

〈表 IV-6〉에는 앞으로의 金融産業 開放計劃이 수록되어 있다. 이미 현지법인 設立이 허용되어 있는 보험업 이외에 銀行, 投信, 證券, 投資諮問業 등에서 1998년 12월까지 外國 金融機關의 국내 현지법인 設立을 허용하기로 되어 있다. 이렇게 되면 우리나라의 金融産業의 대외개방은 거의 완료된다고 볼 수 있으며, 국내외에서 시장원리에 의한 경쟁이 치

〈表 IV-5〉 外國 證券 및 保險會社 國內 進出 推移

(單位: 개)

		88년 이전	89년	90년	91년	92년	93년	94년	95년	96년	97년 상반기	97년 6월말 현황	
증권	지 점	0	0	0	2	5	2	2	3	5	3	22	
	사 무 소	6	3	1	4	5	1	1	0	0	0	21	
보험	생명	합 작	0	5	1	0	1	0	0	0	0	0	7
		외 국 사	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	3
		지 점	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
		사 무 소	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1
	손해	지분참여	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
		대 리 점	1	0	0	1	0	1	0	0	0	0	3
		지 점	2	0	0	0	1	0	0	0	0	0	3
		사 무 소	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	15

註: *연도별 통계가 없음.

資料: 재정경제원.

열해질 것은 쉽게 예상할 수 있다. 따라서 짧다면 짧다고 할 수 있는 남은 기간 동안 각 金融機關들은 나름대로 경쟁력 강화를 위한 체질 개선을 서둘러야 할 것이며 감독 및 정책 당국은 法的·制度的 측면에서 경쟁력 강화의 걸림돌을 제거해 주어야 할 것이다.

〈表 IV-6〉 우리나라의 金融産業 開放 計劃

분야	자유화 내용	비고
1. 은행업	- 현지법인 설립 허용	1998. 12
2. 투자신탁업	- 국내 기존 증권투신사에 대한 외국투자가 1인당 투자비용(10% 이내) 폐지	1997. 1
	- 국내 기존 증권투신사에 대한 외투비용(50% 미만) 폐지	1997. 12
	- 신설 합작법인 설립 허용	1998. 12
3. 단자사·종금사	- 외국사 지점설치시 사무소 전치주의 폐지	1998. 12
	- 국내 기존사에 대한 외투비용(50% 이하) 폐지	1997. 1
4. 증권업	- 국내 기존사에 대한 외국인투자가 1인당 투자비용(10% 이하) 폐지	1997. 1
	- 신설 현지법인 설립 허용 및 국내 기존사 외투비용 제한(50% 이하) 폐지	1998. 12
5. 투자자문업	- 국내 기존사 외국인투자가 1인당 투자비용(10% 이내) 폐지	1997. 1
	- 신설 현지법인 허용	1997. 12
	- 국내 기존사 외투비용 제한(50% 미만) 폐지	1998. 12
6. 보험업	- 합작생보사 최저지분(49%) 폐지 및 보증 보험업 비생보 재보험업 허용	1997. 4
	- 보험 독립대리점 허용	1997. 4
	- 보험대리 및 중개업 보험감정업 허용	1998. 4
7. 상호금융업	- 특정다수인 대상 상호금융업 허용	1997. 1
8. 신용판매 금융업	- 신용카드업 및 할부금융업 허용	1997. 1
9. 신용조사업	- 신용평가업 허용	1997. 1
	- 신용조사업 부분 허용(50% 미만)	1997. 1

資料 : 재경원 금융정책실, 『금융개혁의 추진실적과 주요과제』, 1997. 1, p. 22.

2. 金融市場 統合이 經濟政策에 미치는 影響

가. 通貨政策에 미치는 影響

金融市場의 國際的 統合은 財貨와 서비스의 국제적 이동을 원활하게 하여줌으로써 財貨와 서비스의 교환에서 얻는 이득을 확실하게 해주며, 위험을 국제적으로 분산시키는 것을 가능하게 해준다. 또한 資本收益率 이 높은 나라의 투자를 촉진함으로써 資本의 限界生産性을 증가시킨다.

그러나 한편으로 金融市場의 統合은 국가별로 독자적인 通貨政策 (monetary policy)의 수행을 어렵게 만든다⁴⁾. 金利 및 換率 등의 정책 변수가 당국의 政策에 의해 자국경제 내에서 독자적으로 결정되는 것이 아니기 때문이다. 金融市場의 통합이 이루어지면 하나의 커다란 세계 시장에서의 자금수요와 공급에 의해 금리가 결정될 것이며, 개별 국가의 통화정책이 금리를 결정할 수는 없게 된다. 다만 이 과정에서 완전한 變動換率制를 채택하여 환율이 자본이동에 따라 外換市場에서 자유롭게 결정되도록 한다면 國際收支가 자동적으로 균형에 도달하여 통화량 조절을 통한 獨自的인 金利政策을 유지할 수 있게 될 것이다. 그러나 이 경우에도 國際收支의 均衡은 綜合收支의 均衡을 의미하며, 따라서 經常收支가 대규모의 赤字를 나타내면서 資本收支가 黑字를 이루어 국제수지가 균형을 이루게 될 수 있다. 그렇다면 정책당국은 물가상승의 우려에도 불구하고 경상수지 적자의 축소를 위하여 自國 통화가치의 절하를 위한 외환시장 개입에 나서지 않을 수 없게 된다. 또한 J曲線 效果 (J-curve effect)와 같은 가격변수 조정 기능의 시차 때문에 대외균형이 일시에 자동적으로 이루어진다고 보기도 어렵다. 특히 우리나라와 같

4) 일부 EU회원국들이 EMU를 통한 단일통화 창출에 반대하는 이유 중의 하나는 자국의 화폐를 포기하고 단일통화를 창출함으로써 환율정책이라는 정책수단을 잃게 되기 때문이다.

이 輸出 依存度가 높은 나라들에게는 변동환율제하에서 급격한 환율 변동이 있을 경우 실물경제에 미치는 부정적인 영향이 매우 클 수 있다고 사료된다⁵⁾. 이러한 의미에서 대내외 균형을 달성하기 위한 정책당국의 通貨政策 운용은 많은 제약을 받게 되고, 그 효과는 크게 감소할 것이다.

金永麟(1993)은 相殺係數(offset coefficient)를 이용하여 우리나라의 通貨政策의 獨自性이 開放政策에 의해 어떻게 영향받았는가를 추정하였다⁶⁾. 相殺係數는 일정기간중 공급되는 國內信用이 海外部門을 통해서 還收되는 정도를 나타내는 계수이므로 대내균형의 달성을 위하여 공급되는 國內信用이 거의 海外部門을 통하여 還收되어 通貨政策이 無力化되는 경우에는 相殺係數가 -1에 가까워진다. 추정결과 1980~85년 중에는 相殺係數가 거의 0에 가깝고 계수의 유의성도 매우 낮았다. 한편 1986~92년 중에는 相殺係數가 -0.13으로 추정되었고 계수의 유의성도 상당히 높으나 先進國의 -0.5~-0.7 수준에 비해서는 매우 낮은 것으로 나타났다⁷⁾. 우리나라의 相殺係數가 개방화의 진행에 따라 負의 절대값이 높아지고, 先進國의 경우에는 이보다 더 높다는 결과는 시장 통합에 의해 通貨政策의 효과가 감소한다는 것을 보여주는 실증적인 예라고 할 수 있겠다.

그러나 실제로 시장의 개방도가 크다고 할 수 있는 美國이나 獨逸의 中央銀行들이 支準供給 및 公開市場 操作을 통하여 장단기금리를 조절

- 5) 물론 파생상품 등을 이용하여 이러한 위험에 대한 헤지를 할 수 있는 방법이 있기는 하다.
- 6) 相殺係數는 원래 고정환율제하에서 자본이동이 자유로울수록 대내균형의 달성을 위한 통화정책의 운용이 제약받게 된다는 이론에 기초한 개념으로 엄밀하게는 국내신용이 증가할 경우 이에 따른 금리 하락으로 자본이 유출되는 정도를 나타낸다. 그러나 통상적으로는 환율제도, 자본이동 및 금리자유화의 진전 등에 관계없이 通貨政策의 運用이 해외요인에 의해 제약받는 정도를 파악하는 데 널리 쓰이고 있다. Cumby and Obstfeld(1981), Fry(1988) 참조.
- 7) Kouri and Porter(1974)가 濠洲, 獨逸, 네덜란드, 이탈리아 등 4개국을 대상으로 추정한 相殺係數의 平均은 -0.57이며, Lasker(1983)가 英國, 캐나다, 프랑스, 獨逸, 네덜란드, 이탈리아, 日本 등 7개국을 대상으로 추정한 相殺係數의 平均은 -0.64로 나타났다.

할 수 있는 예에서 볼 수 있듯이 각국별 通貨政策이 전혀 무의미해지는 것은 물론 아니다. 그럼에도 불구하고 規制緩和 및 金融革新에 의하여 통화량의 측정이 종전보다 어려워지고, 통화지표가 중간목표로서 제공하는 情報의 정확성이 떨어지며, 金融自律化에 따른 통화수요의 변동으로 통화량과 인플레이션과의 관계도 종전보다 약화된 것은 사실이다. 또한 금리변동이 經濟에 미치는 영향력도 과거에 비해 현저히 감소되고 금리변동의 효과가 나타나는 時差도 길어졌다는 것이 일반적인 시각이다.

金融市場 統合 現象의 하나로 나타난 파생상품거래의 활성화가 통화정책에 미치는 영향에 대한 논의도 간과할 수 없는 부분이다⁸⁾. 派生金融商品去來의 활성화가 일반적으로 金融市場 및 通貨信用政策에 미치는 영향에 대해서는 아직 일관성있는 실증분석이 뒷받침되고 있지 못하다. BIS(1994)를 그 한 예로서 들 수 있는데, 이에 따르면 파생금융상품 거래의 활성화는 通貨政策의 운용을 어렵게 하고 정책효과의 불확실성을 높일 가능성은 있지만 통화정책 자체를 무력화시킬 수는 없다고 결론짓고 있다.

첫째, 派生金融商品 거래의 확대가 所得 및 信用效果⁹⁾를 통하여 통화수요를 변화시키거나 通貨資産과 대체성을 가진 非通貨金融資産을 창출하여 기존 통화지표의 기능을 떨어뜨릴 수 있다는 문제를 지적하고 있다. 그러나 BIS(1994)의 실증분석에 의하면 그 영향은 미미한 것으로 나타났다. 한편 파생금융상품의 가격이 기초자산 가격의 장래 변동 가능성에 관한 비교적 객관적인 市場情報를 주기 때문에 원활한 정책수행에 도움이 되는 측면도 있음을 지적할 수 있다.

8) 韓國銀行(1995) 등 참조.

9) 所得效果는 파생상품을 통한 헤징으로 가격변동위험을 회피함으로써 所得 또는 富의 장래가치가 보다 확실하게 됨으로써 생기는 投資 또는 消費의 증가성향을 말하고, 信用效果는 기업이 유가증권발행을 통하여 자금을 조달할 때 발생하는 위험을 파생상품을 통하여 헤지함으로써 얻게 되는 자금조달기회의 확충과 신용위험의 감소효과를 말한다.

둘째, 金利派生商品의 이용이 金利政策의 효과를 약화시킬 가능성도 있다. 그러나 개별기업의 입장에서는 派生金融商品을 이용함으로써 金利敏感度를 낮추는 것이 분명하지만 經濟 전체적으로는 금리위험이 사라지는 것이 아니라 再配分되는 것에 지나지 않는다. 더욱이 개별기업은 파생금융상품을 통하여 계약기간 동안 기존 대출금의 금리변동위험을 회피할 수 있다 하더라도 모든 신규 투자결정의 중요한 판단기준인 限界借入費用 즉 시장금리를 변동시키기는 어렵기 때문에 파생금융상품이 계약기간 동안 金利가 經濟에 미치는 영향을 지연시킬 수는 있으나 그 영향을 제거할 수는 없다는 것이 BIS(1994)의 결론이다.

셋째, 外換市場 介入의 유효성 측면에서는 中央銀行에 대한 信賴度에 따라 상반된 효과가 발생할 수 있다. 派生金融商品의 이용이 금리위험 및 환위험을 줄여 短期資本의 流出入을 촉진시키므로 中央銀行의 시장개입 의도를 시장 참가자들이 不信할 경우, 시장개입 의도와는 반대 방향으로 대규모의 자금 유출입이 일어날 수 있다. 반면에 정책 당국에 대한 신뢰가 있을 경우에는 中央銀行의 개입 의도대로 자금 流出入이 가속화되어 개입 효과를 더욱 높일 수 있을 것이다.

결론적으로 金融市場의 統合을 통하여 通貨政策 또는 금리, 환율정책을 포함하는 광의의 金融政策의 유효성이 저하되며, 대내외 균형을 달성하기 위해서는 財政政策과의 政策組合(policy mix)을 생각하지 않을 수 없다.

나. 財政政策의 役割

金融市場의 統合으로 通貨政策의 효과가 감소됨에 따라 租稅, 財政政策이 갖는 영향력이 더욱 커지게 될 수밖에 없다. 金融市場의 변수들이 國際的인 需要·供給條件에 의하여 결정됨으로써 EU 통합의 예에서 보듯이 통화정책의 효과는 감소하고, 各國別 景氣 對應은 財政政策에 의존할 수밖에 없을 것이다.

金融市場의 統合에 따른 財政政策의 역할 확대와 관련하여 두 가지 측면을 강조할 수 있다. 첫째는 이미 언급한 바와 같이 財政政策의 역할 자체가 더욱 중요시 된다는 점이다. 국내 경제가 국제적인 환경 변화에 의해 받는 영향이 커지게 되는 반면, 通貨金融政策의 효과는 감소됨에 따라 財政政策이 차지하는 비중이 커진다는 점이다. 예를 들어 자본의 이동이 자유로워짐에 따라 資本流入이 급격히 증가하는 경우를 생각해 보기로 하자. 급격한 자본유입이 物價 및 成長에 미치는 부정적인 영향을 완화시키기 위하여 일반적으로 不胎化政策 및 換率切上 등의 政策을 취하게 된다¹⁰⁾. 趙潤濟·朴宗奎(1994)는 시뮬레이션 分析을 통하여 이러한 金融政策과 財政政策이 조합을 이루어 시행될 경우, 金融政策을 단독으로 사용할 경우보다 정책선택의 폭이 넓어지며 그 효과도 우월할 수 있음을 보이고 있다. 앞으로 이러한 정책조합은 개방화의 진행에 따라 더욱 강조될 수밖에 없을 것이다.

둘째, 財政政策이 정책수단으로서 그 유용성을 확보하기 위해서는 健全財政基調를 유지하는 것이 무엇보다도 중요하다고 하겠다. 金融政策과 財政政策을 비교하여 볼 때 財政政策은 집행되기까지 그 결정과정이 금융정책보다 길고, 그 운용이 상대적으로 볼 때 경직적이라고 할 수 있다. 따라서 財政政策이 보다 伸縮的으로 운용되기 위해서는 健全財政基調를 유지하여야 할 것이다. 제 II장에서 살펴본 EMU의 통합조건에서 財政收支赤字를 GDP대비 3% 내로 하고 政府負債를 GDP대비 60%로 제한하고자 하는 것은 바로 이러한 이유 때문이다. 이러한 기준은 역설적으로 많은 국가들이 큰 규모의 財政赤字를 유지하고 있다는 현실을 반영하는 것이기도 하다.

金融市場의 統合이 이루어지면 국가간 자본이동이 증가하게 되어 政府는 과거 국내금융시장에서 자금을 조달할 때보다 용이하게 재정적자

10) 白雄基(1994)는 시뮬레이션 분석을 통하여 通貨·換率 政策의 적정 조합이 성장을 크게 희생시키지 않으면서 物價를 안정시킬 수 있다는 것을 보여주고 있다.

재원을 조달할 수 있게 된다. 폐쇄경제하에서 政府가 財政赤字 財源調達을 위해 財政證券의 발행을 늘리려면 보다 높은 금리를 지불해야 하나 資本自由化가 이루어지면 금리의 소폭인상으로도 해외자금을 쉽게 차입할 수 있어 政府의 차입비용이 저렴해질 수 있다. 실제로 지난 20년간 국제자본시장의 통합화가 진전되면서 GDP대비 정부부채 비율은 급등한 것으로 나타났다¹¹⁾. 美國의 경우에도 1980년대 초 재정적자를 국내에서만 조달하였다면 금리의 대폭 상승이나 통화량 급증을 초래하여 재정적자에 관련된 문제가 보다 早期에 可視化됨으로써 이에 대한 대비를 하였을 것이나, 이러한 문제가 없는 범세계화된 資本市場을 통해 이를 조달함으로써 재정적자가 크게 확대되고 세계 최대의 債權國에서 債務國으로 바뀌게 되었다. 어느 나라 정부이든시간에 정부가 재정을 방만하게 운영하여 金融市場에서의 부채를 계속 늘려간다면, 그 국가의 물가 불안이라든지 지급불능에 대한 염려 등으로 인하여 國家프리미엄(country premium)이 높아지는 등 결국은 금융시장의 가격기능에 의하여 市場規律(market discipline)에 부딪치게 될 것이다.

健全財政基調의 유지는 정책 실행의 현실적인 측면에서 볼 때 財政政策이 경기를 미세하게 조정하기에는 한계가 있다는 점에서도 중요하다. 裁量的 財政政策은 우선 정책 결정과정이 오래 걸리고, 또 그 정책실행의 시기와 효과가 나타나는 시간간의 시차에서 오는 逆效果와 재정지출 규모가 적정수준을 초과함으로써 인플레이션만을 끌어올리게 되는 등의 부작용을 가져올 수 있다. 따라서 政府가 할 수 있는 최선책은 이른바 財政의 景氣自動安定化機能이 작동되도록 하는 것이라 할 수 있다. 대규모의 정부부채가 누증되어 있으면 정부차입이 조금만 늘어나더라도 금리의 급상승을 초래하여 민간투자에 대한 驅逐效果가 나타나고, 이러한

11) 1974년 이전의 30년 동안 OECD 국가의 GDP대비 정부부채 순부채의 비율은 지속적으로 하락하였으나 그후 동 비율은 1974년의 15%에서 1994년에는 40%까지 급등하였다.

금리상승은 정부부채의 이자부담을 늘려 재정적자 규모를 확대시키며 이는 다시 금리를 더 높게 상승시키는 악순환을 초래하게 된다. 정부부채가 많은 國家에서는 金融市場 참가자들이 경기호전시에도 재정적자가 줄어들지 않을 것으로 믿고 있기 때문에 財政의 자동안정화기능은 제 역할을 할 수 없다. 1980년대에 많은 국가에서는 好景氣 때 늘어난 稅收를 재정적자 축소에 사용하기보다는 財政支出 擴大 또는 租稅減免에 활용하였으며 그 결과 캐나다, 이탈리아 등 일부 국가는 1990년대 초의 불황기에도 政府負債 增加에 대한 금융시장의 우려를 불식시키기 위하여 財政緊縮政策을 실시함으로써 자동안정화 효과를 상쇄시킬 수밖에 없었다. 이러한 예는 재정의 자동안정화장치가 제 기능을 발휘하기 위해서는 건전재정기조를 유지하는 것이 얼마나 중요한가를 보여준다고 하겠다.

앞으로 우리나라는 社會間接資本 建設 및 統一에 대비하여 많은 財源이 소요될 것으로 예상된다. 뿐만 아니라 간접통화관리를 위한 수단으로서의 國債市場 活性化 필요성도 제기되고 있다. 증가하는 재정 수요를 과연 健全財政基調의 유지라는 명제와 어떻게 조화시킬 수 있을 것인가 하는 것이 財政政策에 있어서의 과제라고 하겠다. 健全財政基調의 유지는 裁量的 財政政策이 갖는 限界를 극복하고 필요에 따라 재정을 신축적으로 운용할 수 있는 여지를 남겨두기 위한 것이다. 이러한 기본적인 목표의 인식하에 늘어나는 재정 수요를 조화롭게 수용해 나가야 할 것이다.

다. 國際的 政策 共助

金融市場이 통합됨에 따라 각국별로 독립적인 通貨政策의 수행이 거의 불가능하게 될 것임은 자명하다. 금리는 차익거래에 의하여 국제금리와 유사한 수준을 유지하게 될 것이며, 財政政策을 통하여 경기대응적인 政策을 시행하게 된다. 그러나 과도하게 경기 부양적인 정책을 펴게 되면, 인플레이를 유발할 가능성이 있다. 이 경우에는 換率市場의 개입을 통

하여 통화가치를 안정시키려고 할 것이다. 그러나 환율시장개입은 단기적인 효과밖에는 거두지 못할 것이며, 정책적인 실수가 있을 경우 시장기능은 이를 놓치지 않고 이용할 것이다. 따라서 국가간의 국제적 정책공조의 중요성이 부각된다고 하겠다.

國際的 政策共助의 예로서 쉽게 찾아볼 수 있는 것이 外換市場에서의 공조이다. 1980년대 중반 이후, G-7을 중심으로 한 선진국들이 달러화의 가치 안정을 위하여 외환시장에 협조 개입한 예들이 많다. 1985년의 플라자합의에서 G-7국가들이 각국의 通貨政策 협조와 시장개입을 통해 달러가치를 끌어내리기로 합의하였으며 1989년 루브르 합의에서는 달러화를 암묵적인 목표범위 내에서 지지하기로 약속한 바 있다.

그러나 國際的인 通貨政策의 협조는 그 속성상 지속되기 어려운 측면이 있다. 美國, 日本, 獨逸 등 경제강국들은 자국의 經濟政策이 국제적 목표에 종속되는 것을 꺼리기 때문에 정치적으로 매우 비현실적이라고 할 수 있다. 선진경제를 유지하고 있는 국가들은 自由民主主義體制에 의존하고 있기 때문에, 각국의 정권은 선거에 의해 탄생하게 되고, 따라서 집권자를 비롯한 정치가들은 自國의 이익을 국제적인 이익보다 먼저 생각하지 않을 수 없게 된다. 심지어는 국가적인 프라이드가 국제적인 협조를 가로막기도 하는데, 예를 들어 EU의 통합에 소극적인 태도를 보이고 있는 英國의 경우, 유럽통화통합이 이루어지면 수백년의 전통을 지니고 있는 그들의 파운드화를 포기해야 한다는 데서 오는 저항감이 그들의 소극적 태도에 대한 하나의 非經濟的 설명이 되고 있다. 따라서 실물경제의 차이에서 오는 국가간의 서로 다른 경제상황을 무시하고 주요국간의 金利政策 변경에 대한 합의를 얻기는 매우 어려우며 財政政策에 대한 합의의 도출은 거의 불가능한 형편이다. 더욱이 政府가 市場보다 나은 판단을 할 수 있다는 아무런 이유가 없다는 점에서 각국의 적정환율이 어느 수준인지를 판단하기 곤란할 뿐 아니라 실령 정책협조가 잘 이루어지더라도 환율이 목표범위의 경계에 가까워질 경우 투기성 자금의 환투기에 의해 목표환율대가 지켜지기 어려운 것이 현실이다.

EMU의 통합과정에서 이러한 정책적인 고려가 經濟收斂條件 및 안정 협약을 채택하게 만들고 있다. 즉 단일통화를 달성하게 될 경우, 새로운 通貨의 가치를 안정시키기 위한 通貨政策은 특정 國家의 景氣浮揚을 위하여 사용되어지기 어렵다. 따라서 지역적인 경기부양은 국가별 財政政策에 의존할 수밖에 없었으므로 財政政策의 유효성을 확보하기 위하여 健全財政基調 유지를 위한 재정적자 규모의 제한, 정부부채 규모의 제한, 인플레이션율의 제한 등이 수렴조건으로 제시되어 이를 충족시킨 국가만이 일차적으로 단일통화권을 형성하게 된다. 따라서 이러한 통합이 성공적이기 위해서는 金融統合을 뒷받침해 줄 수 있는 자유로운 노동력의 이동, 효율적인 상품 및 자원의 이동이 이루어져야 한다. 그야말로 국가별로 다른 언어를 쓰되, 경제적으로는 모든 국경이 무의미한 美國과 같은 유럽합중국이 이룩되어야 經濟統合의 원활한 기능과 편익을 누리게 될 것이다. 그러나 그러한 목표를 달성하기까지의 과정에서 국내적인 政策目標과 전체 국가 공동의 정책목표간에 상충이 있을 경우, 國際的 政策共助의 필요성을 절감하면서도 정치적·사회적인 이유로 인하여 과연 정책공조가 제대로 일어날 수 있을 지는 확신할 수 없다고 하겠다.

3. 金融市場 統合과 관련된 政策課題

이상에서 우리는 金融市場의 國際的 統合 現象을 살펴보고, 우리나라의 市場開放 現況과 앞으로의 計劃 등에 대하여 살펴보았다. 金融市場의 統合은 인위적인 장벽을 제거함으로써 競爭을 활성화시키고 자원의 가장 效率的인 配分을 가능하게 하여 각국 經濟의 生産性을 極大化시키는 과정이다. 이러한 과정에서 규모의 경제를 키우기 위하여 보다 동질적인 국가들간에 지역적인 통합의 움직임이 일어나고, 범위의 경제를 키우기 위하여 금융서비스 업종간의 겸업화 현상이 일어나고 있다. 국제적 시장 통합의 요체는 결국 競爭과 協調라고 하겠다. 이에 대비하기 위하여 각 金融機關들은 시장경쟁에서 살아남기 위한 경쟁력 강화에 박차를 가해

야 할 것이다. 특히 우리나라의 金融產業 開放이 1998년 말이면 거의 완전하게 이루어진다는 점을 고려할 때, 더 이상 國內市場에서 안주하고 있을 수는 없을 것이다. 한편 政策監督當局으로서는 이러한 민간부문의 노력이 결실을 맺을 수 있도록 法·制度 및 금융 하부구조 구축이라는 측면에서 올바른 政策을 통하여 지원해 주어야 할 것이다. 그런 의미에서 金融市場의 국제적 통합에 대비하여 정책당국이 고려하여야 할 정책 과제로서 다음과 같은 것들을 생각할 수 있겠다.

가. 業務領域의 調整

金融市場의 統合은 地理的인 統合을 의미하는 것뿐 아니라 業務領域의 統合을 의미하기도 한다. 세계적인 兼業主義로의 추세는 銀行, 證券, 保險간의 업무영역을 허물고 있다. 情報通信 技術의 발달과 규제완화로 인하여 지리적으로 분리된 市場의 統合이 이루어지듯이 한 국가 내에서 금융산업에서의 統合을 이룰 수 있는 기술적인 인프라의 조건은 이미 형성되어 있다고 하겠다. 따라서 업무영역에 있어서의 규제완화를 통한 國內 金融市場의 統合은 範圍의 經濟(economies of scope)를 이루게 할 뿐 아니라, 지리적인 통합의 경우와 마찬가지로 인위적인 규제를 없애므로써 시장 메커니즘에 의해 營業의 효율성을 증가시킬 수 있을 것이다.

우리나라에서도 이미 여러 기회를 거쳐서, 그리고 최근의 金融改革을 통하여 業務領域의 規制緩和가 일어나고 있다. 이러한 규제완화의 목적은 경쟁을 통한 효율성의 증가이다. 국제적으로 金融機關들이 대형화, 다각화되면서 市場開放이 일어나는 현실에서 國內 金融機關들의 경쟁력을 인위적인 규제로 묶어놓을 수는 없을 것이다. 다음의 <表 IV-7>에서는 G-7국가와 우리나라와의 은행산업의 경쟁력을 비교하여 놓았다. 우리나라 은행의 생산성이 G-7 평균의 30%에 머물고 있으며, 行當 순이익으로 비교한 수익성은 불과 9%에 지나지 않는다. 자산 및 자기자본 규모는 각각 17%와 26%에 머물고 있다. 우리나라의 가장 대표적인 金

融機關인 銀行의 경쟁력이 세계 수준과 비교해 볼 때 커다란 차이가 있음을 알 수 있다. 업무영역의 조정은 이런 의미에서도 競爭力 強化를 위한 필수적인 조치라고 하겠다.

〈表 IV-7〉 G-7 國家와 우리나라 銀行產業의 競爭力 比較¹⁾
(1995年 基準)

		G-7평균(A)	한국(B)	B/A(배)
생산성 ²⁾ (천달러)	1인당순이익	94.6	28.4	0.30
	1인당 총자산	5,338.0	4,810.0	0.90
수익성 (백만달러, %)	행당 순이익	1,556.9	137.0	0.09
	ROA	0.78	0.41	0.53
규모 (억달러)	자산	2,096.9	363.3	0.17
	자기자본	85.9	22.7	0.26

註: 1) 미국(10대), 프랑스(6대), 독일(3대), 영국(5대), 캐나다(5대), 이탈리아(6대)의 자산기준 상위 민간상업은행 기준(최근 심각한 경영난을 겪고 있는 일본의 은행들을 제외)

2) 자기자본 규모별 4대 은행(독일은 3대은행) 기준

資料: 金日煥·韓尙鉉, 「金融產業 改編推移와 向後 課題」, 『조사통계월보』, 1997. 2, p. 46.

銀行產業뿐 아니라 여타 금융부문에 있어서도 우리나라의 경쟁력은 낙후되어 있다고 자주 지적되곤 한다. 최근에 많이 인용되고 있는 IMD(International Institute for Management Development) 보고서에 따르면 우리나라 금융부문의 國際競爭力은 조사대상 46개 국가 중에서 40위에 해당하는 것으로 나타났다(〈表 IV-8〉 참조). 조사방법 등에 있어서 다소 문제가 있을 수 있다고 하더라도 경제성장, 저축증가율, 투자율 등 종합적인 競爭力이 전체의 4위에 평가된 것을 감안하면 우리나라 금융산업의 낙후성에 대한 상대적인 평가자료로서 참고가 될 수 있을 것이다.

〈表 IV - 8〉 우리나라 金融部門의 國際競爭力(IMD 報告書)

평가항목	46개국 중 순위
금융전체(자본시장의 운용 및 금융서비스의 질)	40
자본비용/자본수익률	26
금융이용도	44
주식시장	18
금융서비스	40
외국기업의 국내자본시장에 대한 접근	46
국내기업의 외국자본시장에 대한 접근	43
금융기관에 대한 법적 규제	42
국내경제력(경제성장, 저축률 증가, 투자율 등)	4

資料 : 權才重(1996), p. 184.

나. 金融監督의 責任 所在와 國際的 協力

금융부문에 있어서의 규제완화의 움직임과 金融市場의 통합현상은 金融監督의 중요성을 부각시키고 있다. 金融市場의 규제완화가 시장 효율성의 증가에 기여하고 있으나, 금융시스템의 안정성과 예금자 및 투자자의 보호를 위한 금융감독은 필수적이라고 하겠다. 金融市場의 통합속도에 비하여 금융감독측면에서의 國際的 協調關係는 아직 뒤떨어져 있다고 할 수 있다. 1980년대 이후 세계적으로 파생상품거래를 둘러싼 대형 금융사고들이 발생하였고, 1994년 말 멕시코의 외환위기 등을 겪고 나서, IMF와 BIS를 중심으로 한 國際機構 및 國際會議 등에서 금융감독의 국제적 협조에 대한 논의가 진지하게 계속되고 있다. 1997년 6월에 美國 덴버에서 열린 G-8¹²⁾ 정상회담에서도 國際的인 金融監督體系에 대한 논의가 있었다. 1992년부터 적용하기 시작한 BIS의 자기자본규제와 같은 것들은 金融機關의 안정성을 확보하기 위한 국제적 협조감독의 대표적인 예가 될 것이다. 국제증권감독자기구(IOSCO)는 증권분야에

12) G-7 국가에 러시아를 추가함.

있어서 국제적인 협조감독을 위해 노력하고 있다.

金融市場의 統合을 통하여 국경의 개념이 모호해짐으로써 부각되는 금융감독상의 문제는 國家間의 責任所在에 관한 것이다. 지금까지 개방이 이루어지기 전의 금융감독의 책임은 비교적 명확하였다고 할 수 있다. 그러나 金融市場의 統合이 진행됨에 따라 각국의 金融機關이 서로 다른 나라에서 支店이나 現地法人을 설립하여 營業을 하거나, 또는 越境(cross-border)거래를 하게 된다. 이 경우에 自國(home country)¹³⁾과 駐在國(host country)간의 감독책임을 명확히 하는 것이 중요한 이슈로 부각되고 있다. 유럽의 경우에는 金融機關의 설립인가는 자국의 감독기관이 맡고, 영업에 대한 감독은 주재국의 감독기관이 맡는 것이 일반적이다. 그러나 감독의 구체적인 내용으로 들어가면 지점의 자본금을 계산할 때, 본점의 자본금을 인정하여 주느냐 마느냐 하는 기술적인 문제를 비롯하여 해결해야 할 문제가 여러 가지이다. 또한 앞으로 만일 유럽국가들의 이러한 협약이 국제적으로 통용된다고 할 때, 우리나라의 감독기관이 이들 외국 金融機關을 충분히 감독할만한 專門性을 확보하고 있는지 自問해 보아야 할 것이다.

證券去來의 형태에 따른 감독의 책임문제도 또 다른 예로서 들 수 있다. 기술의 발전으로 인하여 Screen-Based Trading System(SBTS)이 도입되어 이를 이용하여 全世界를 연결하는 24시간 거래, 장외거래 등이 활성화되어 감에 따라 시장의 물리적 장소라는 개념이 사라지고 監督의 책임문제도 모호해진다. 이러한 시스템의 도입은 기존의 거래소와 경쟁체제의 도입이라는 바람직한 측면이 있지만, 동시에 이 시스템 참여자들은 구체적인 규제를 받지 않는 위치에 놓이게 된다. 따라서 누가 이들을 규제할 것인가? 특히 越境去來가 이루어질 경우, 누가 규제할 것인가? 적절한 규제 방식은 무엇인가? 만일 거래소가 이들 시스템과 직접적

13) 金融機關의 본점이 주재하는 나라.

인 경쟁관계에 있다면, 공정한 경쟁을 위하여 거래소의 규제를 경감시켜 줄 것인가? 하는 문제들은 조만간 해결되어야 할 과제들이다. 證券市場의 國際化가 반드시 동일한 거래구조의 구축을 의미하는 것은 아니다. 그러나 공정하고 효율적인 시장구축을 위하여 어떠한 성격들이 필수적이며 이러한 성격들이 어떻게 서로 조화를 이룰 수 있는가를 생각해 보아야 할 것이다.

派生商品 분야도 이러한 의미에서 또 다른 중요한 부문이다. 1980년대 금융혁신의 산물로 등장한 派生金融商品은 레버리지 효과 및 헤지 기능 때문에 빠른 속도로 그 이용이 증가되어 왔다. 派生商品은 이러한 기능 때문에 國際金融市場의 統合을 촉진시키는 역할을 하기도 하였다. 동시에 파생상품은 세계 여러 거래소에 상장되어 24시간 거래에 이용되고 있으며, 場外去來의 비중이 場內去來의 비중보다 크다. 따라서 증권거래의 경우와 마찬가지로 성격의 監督責任問題가 발생할 수 있다. 아울러 현물시장과 派生商品市場間의 연계와 감독의 최종책임문제 등도 함께 해결되어야 할 것이다. 뿐만 아니라 派生商品의 경우에는 레버리지 효과가 크기 때문에 일단 사고가 발생하면 大型事故로 나타나는 경향이 있고, 실제로 그러한 경우가 종종 발생하여 결제시스템의 위기로까지 발전한 경우도 있었다. 파생상품은 그 거래의 국제성과 규모 등으로 인하여 감독책임의 소재뿐 아니라 감독의 국제적 협력에서도 매우 중요한 분야이다.

監督의 責任 所在 問題는 補償의 문제와도 연결된다고 하겠다. 예금보험, 투자자의 보호는 금융시스템의 안정성을 위하여 필요한 조치이나, 지나친 보호는 금융시스템에 추가적인 비용부담이 될 것이고 결국은 납세자들의 부담으로 발전할 수 있다. 따라서 각국별로 예금보험의 지급범위와 수준을 통일시킬 것인가하는 문제와 실제로 金融機關의 도산이 발생하였을 경우, 自國 또는 駐在國中 어떤 政府가 이에 대한 책임을 지고 保險을 지불할 것인가 하는 문제가 제기되고 있다.

끝으로 금융감독의 가장 중요한 목적이라고 할 수 있는 體系的 危險(systemic risk)의 방지를 위한 국제적 감독의 협조는 더 이상 강조할

필요가 없을 것이다. 그 원인이 파생상품의 거래에 있든, 아니면 다른 금융거래에서 발생하였든지 간에 지급·결제에 있어 문제가 발생하여 한 金融機關이 파산하게 되면, 그 여파가 다른 금융기관으로 전파되어 전체 금융시스템의 마비를 가져오는 體系的 危險의 방지를 위하여 감독당국 으로서는 해당 산업(은행, 증권, 보험 등)에서 뿐 아니라 보다 넓은 범위의 금융산업에서 일어나고 있는 사태 발전에 대하여 항상 숙지하고 있을 필요가 있으며, 따라서 監督機關間의 情報共有가 매우 중요하다. 金融市場의 統合으로 인하여 국제적인 체계적 위험의 전파가 더욱 용이해진 만큼 각국별 감독기관의 정보교환과 협조 감독은 요즈음 국제기구에서 논의되는 가장 중요한 과제라 하지 않을 수 없다.

監督機關間의 共助는 국제적인 금융그룹의 규모가 커짐에 따라 한 감독기관이 이들을 총체적으로 감독하기는 어렵다는 측면에서도 부각된다. 앞서도 언급한 바와 같이 機關投資家들의 자산규모가 커지고, 이들이 國際市場에서 동질적인 움직임을 보이고 있다. 따라서 이들의 움직임 하나하나에 따라 國內 金融市場이 과도한 영향을 받지 않게끔 국내 금융부문의 경쟁력을 강화하여야 할 것이며, 이를 위해서는 금융기관에게 불필요하게 과도한 부담을 주지 않으면서 감독을 제고시킬 수 있는 국제적인 채널을 구축하고 협력관계를 유지하는 방법을 찾아내야 할 것이다. 金融市場의 규제완화와 市場統合이 이루어진 상황에서는 이러한 國際的 協力關係를 통해서만 국제적 기관투자자의 과도한 영향력을 조절할 수 있을 것이다.

다. 國際的 整合性

國際的 整合性의 문제는 두 가지 측면에서 생각할 수 있다. 조세, 회계 및 감독제도와 국가별 금융거래 관행 등에 있어서 정합성과 업무영역의 확대에 따른 업종간의 국제적 정합성의 문제이다.

먼저 租稅制度의 整合性에 대해서 살펴보기로 하자. 앞서 우리는 金融

市場의 統合이 進行됨에 따라 金融政策의 效果가 떨어지고 財政政策에 의 의존도가 커짐을 살펴보았다. 동시에 財政需要가 늘어날 것이 예상됨에도 불구하고 健全財政基調의 유지가 효과적인 정책 수행을 위하여 필요하다 하는 것도 살펴보았다. 따라서 稅收 確保가 매우 중요한 과제라고 하지 않을 수 없다. 그러나 개방경제하에서의 稅收 確保는 國際的인 整合性을 고려하지 않고는 불가능하다. 예를 들어 한 나라 政府가 법인세율을 인상하면 多國籍企業은 生産基地를 세금이 싼 다른 나라로 이전한다든지 또는 移轉價格(transfer pricing)을 통하여 有效稅率이 가장 낮은 국가로 이윤을 이동시켜 세부담을 최소화할 수 있다. 금융거래 및 금융소득에 대해서도 다른 나라보다 상대적으로 높은 세금이 부과된다면 거래 및 투자가 해외로 유출되어 稅源의 감소와 금융산업의 해외이전에 따른 금융산업의 낙후라는 역효과를 가져올 수 있다. 따라서 汎世界化와 함께 政府의 增稅 能力이 제한받게 됨을 알 수 있다. 요즘 새롭게 부각되는 인터넷(internet)을 이용한 電子金融去來가 보다 일반화될 경우, 각 판매 단계에 걸쳐 어느 나라가 課稅權을 가지는가에 대한 판단 여부에 따라 稅收에 커다란 영향을 미치게 될 것이다. 稅率을 낮추더라도 국제자본과 稅源을 自國에 유치함으로써 과생되는 고용 증대에 따르는 稅收 확보를 위하여 국가간의 租稅競爭이 이미 전개되고 있다. 租稅權은 국가의 고유권한에 속하는 것이기 때문에 租稅制度의 國際的 整合이 매우 느린 속도로 이루어지고 있기는 하나, 시장의 통합에 의해 자원이 자유롭게 이동하는 개방경제하에서 국제적인 규범과 동떨어진 독자적인 조세정책을 유지하기 힘들다는 점은 명백하다 하겠다.

會計制度의 경우, 국제회계기준위원회(IASC)가 국제증권감독자기구(IOSCO)의 支援를 받아 국제적으로 통용될 표준회계 원칙을 작성하였다. 이 원칙에 입각하여 국제회계기준은 일부 金融商品을 제외하고는 時價主義 會計를 채용할 가능성이 높으며 국제적으로 이미 부분적으로 時價主義 會計를 도입하여 사용하는 나라들도 많다. 따라서 국내 회계기준도 時價主義 會計로 이행을 준비해야 할 것이다. 이와 더불어 相計制

度(netting scheme)의 정비도 반드시 이루어져야 할 것이다. 相計制度는 거래 참여자들이 상대방에 대한 지급 의무를 해당액수만큼 서로 상계하여 純額만을 지급하게 함으로써 결제제도의 안정성을 향상시킬 수 있는 제도이다. 그러나 이론적으로는 모두가 상계제도의 도입에 대하여 공감하고 있으면서도 실질적으로 이 분야의 진전이 늦은 것은 상계에 따른 법률적인 정비가 많은 비용을 수반하는 작업이기 때문이다. 이러한 법률적인 정비는 결국 정책당국의 몫이며 보다 효율적이며 안정적인 금융시스템의 구축을 위해서도 서둘러야 할 작업이라고 하겠다. 公示制度도 다른 나라와 같은 수준으로 엄격하게 운영하여야 국제적인 信認을 잃지 않을 것이다. 엄격하게 규정되어 운영되는 공시제도는 금융기관들의 안정성을 노출시킴으로써 市場規律이 적용되게 함으로써 예금보험과 같은 制度를 보완 내지는 대체하는 효과도 가지고 있다.

越境去來에 대한 청산과 결제가 원활히 이루어지도록 정합적인 시스템을 구축하는 것도 金融市場의 統合에 따라 준비해야 할 과제이다. 청산과 결제가 원활히 이루어질 수 있는 시스템을 갖추지 않는다면 거래비용의 증가를 가져와 통합의 결과로 얻을 수 있는 편익을 감소시키게 될 것이고, 경우에 따라서는 자본의 逆轉的 이동을 가져오는 등 상대적으로 정합적인 제도를 갖춘 국가들에 비하여 손해를 입게 될 것이다.

監督制度의 정합성에 대해서도 동일한 논의를 전개할 수 있을 것이다. EU의 예를 들자면 이들 국가는 은행업의 인가와 은행의 자기자본 건전성에 관한 규제 등 필수적인 규제 사항에 대하여 서로간에 공통적으로 적용되는 최저 기준을 설정하고 있다. 국가간의 중복 감독을 피하기 위하여 서로 감독을 위임하는 상황에서 금융시스템의 安定을 보장하기 위한 최소한의 共通的인 監督制度를 구축하는 데 서로 협조하는 것이다. 이러한 정합적인 제도의 구축은 다음과 같이 금융산업간에도 적용되어 진다.

즉, 업무영역의 확대가 이루어짐에 따라 지금까지 서로 분리되어 있던 산업간의 자본규제라든가, 감독 등에 있어서 정합성을 이루려는 노력이

요구된다. 예를 들어 증권분야에서는 日日精算이 이루어지고, 시장가격이 발행자의 信用危險과 市場危險을 반영하기 때문에 감독자들이 위험에 대하여 종합적인 방법으로 접근하는 데 비하여, 은행분야에서는 신용 위험을 비롯하여 각각의 구체적인 위험에 초점을 맞춰 감독하고 있다. 그러나 金融市場의 統合이 兼業主義를 지향함에 따라 이러한 기준들의 수렴이 이루어져야 할 것이다. 전통적으로 은행의 대차대조표는 상대적으로 長期的, 非流動的 資產으로 구성되어 있기 때문에 은행감독에 있어서는 장기적인 자본의 충분성 여부가 중요한 심사의 대상이다. 그러나 증권계에 있어서는 資產이 流動的이고 그 시장가격이 자주 변하기 때문에 감독의 초점이 유동적인 자산의 확보, 일일정산 등에 있다. BIS의 自己資本規制는 세계적으로 은행계에 공통적으로 적용되고, IOSCO의 규제논의는 세계적으로 증권계에 공통적으로 적용된다. 이 두 분야 사이의 장벽이 낮아짐에 따라 은행과 증권분야에서의 감독방향이 상호 접근할 수 있는 실질적인 수단을 발굴하는 것이 중요하다. 증권회사와 은행이 유사한 종류의 상품을 제공하고 영업의 범위가 수렴해 가는데도 불구하고 은행에만 엄격한 자기자본규제를 적용한다면 이것은 은행의 경쟁력을 손상시키는 결과를 가져올 우려가 있는 것이다.

라. 國際的 政策共助의 채널 確保

金融市場의 統合으로 인하여 한 국가의 단독적인 金融政策은 그 효과를 발휘하기 어렵다. 더욱이 경제규모가 작은 나라로서는 국제적인 정책 변수의 결정에 주도적인 영향을 미치기 어려운 반면, 해외부문의 영향을 크게 받을 것이다. 우리나라가 그동안 경제성장을 거쳐 규모면에서 상당한 발전을 이룩한 것은 사실이나, EMU의 통합이 보다 구체적으로 실현된다면 세계 경제는 美國, 日本, EU의 3대축이 주도적으로 이끌어 나갈 것이다. 물론 中國, 러시아 등의 대국들도 영향을 미치겠으나, 이들은 社會主義體制로부터 전환하는 국가들이기 때문에 가까운 미래에 있어 세계

경제의 주도권은 역시 美國, 日本, EU의 3대 경제권에 있다고 하겠다.

美國의 경우에는 NAFTA 등을 통하여 캐나다 및 멕시코와 북미 경제권을 형성하고 있고, 유럽의 경우에는 이미 그 경제통합도가 가장 높다고 할 수 있다. 우리나라의 경우에는 지리적으로 日本에 근접하여 있고, 日本 經濟와 매우 밀접한 관계를 맺고 있으며, 제도적으로도 日本과 유사한 金融制度를 많이 갖고 있다. 그럼에도 불구하고, 북미나 유럽에서와 같은 형태로 日本과 金融市場의 統合을 이룩할 가능성은 희박하다고 판단된다. 그것은 우리나라가 日本과 지리적으로 매우 가까움에도 불구하고, 日本이 아무래도 섬나라이기 때문에 생산요소의 자유로운 이동에 상대적으로 불리하며 역사적·사회문화적 차이를 무시할 수 없기 때문이다. 金融市場의 統合과 생산요소의 자유로운 이동을 통하여 實物經濟를 통합함으로써 효율성을 증가시키고 이를 통하여 경쟁력을 강화시킨다는 관점에서 볼 때 우리나라가 어떤 지역적인 통합을 통하여 규모를 키우지 못하는 것은 세계적인 경쟁관계에서 불리한 요소라고 하겠다. 세계적인 金融市場의 統合이 일어나고, 그 안에서 다시 지역적인 經濟統合이 일어나는 가운데 우리나라와 같은 小規模 開放經濟의 입장에서는 국제적인 정보 수집과 정책공조의 채널을 확보함으로써 세계 경제정책 수립의 조류를 타는 것이 매우 중요하다. 따라서 OECD, IMF, World Bank, BIS, APEC, ASEM과 같은 국제기구 및 회의체를 적극 활용하고 경제외교를 강화하는 방향으로 나아가야 할 것이다. 이를 위해서는 政府 公務員의 수를 늘리지 않고서도 경제부처의 외부 파견 공무원들을 적극 활용함으로써 날로 그 중요성이 더해가고 있는 국제분야에서의 업무를 강화시킬 수 있을 것이다. 규제완화와 금융시장의 통합을 통한 경제적 편익을 얻기 위하여 民間企業과 金融機關들이 스스로 기회를 찾아 투자에 나설 것이며, 그들 나름대로 정보 수집에 심혈을 기울일 것이다. 정책당국으로서는 정부당국간의 정책수립과 정책공조가 지금까지의 국내정책의 영향만큼 중요한 의미를 갖게 될 것이므로, 수립 단계에서부터 적극적으로 참여하고, 홍보함으로써 우리 시장의 참여자들이 불리한 조

건하에 시장에 참여하는 일이 없도록 도와주어야 할 것이다.

마. 域外金融市場의 育成

金融市場이 統合됨에 따라 자금조달 및 운용에 있어서 越境去來가 활발히 일어날 것이다. 따라서 金融市場의 하부구조가 잘 갖추어진 市場이 효율적으로 운영될 것이며, 이러한 시장으로 거래가 집중될 것이다. 우리나라도 이러한 기회를 적극적으로 이용하여 域外市場 育成에 대하여 검토해 볼 필요가 있겠다.

역외금융시장을 개설하면 고용이 증가하고, 外國의 資本 및 선진금융 기법의 도입을 통하여 金融市場 發展에 도움이 되며, 이용자 입장에서는 이자소득세 등 각종 세금이 감면되고 지급준비금 보유 의무를 비롯한 각종 규제를 받지 않는 이점이 있다. 그러나 최근 들어 세계적인 金融規制의 緩和, 稅率의 引下, 派生商品 去來의 規模 增加 등 金融市場의 국제적 통합 현상이 일어나면서 金融活動의 주요 선진금융센터 집중 심화 등으로 域內金融市場과 域外金融市場間의 차이가 줄어들었고, 그 결과 國際 金融機關의 域外金融市場 참여가 많이 줄어든 것도 사실이다.

우리나라의 경우에는 1987년에 역외금융에 관한 지침이 제정되어, 1988년부터 역외금융거래가 시행되었으나 역외거래가 「外-外거래」¹⁴⁾로 제한되어 있고 여러 가지 시장 육성조건이 구비되어 있지 못하기 때문에 그 이용이 활발하지 못한 편이다. 域外市場이 발전하기 위해서는 기본적으로 안정적인 자금을 낮은 비용으로 조달할 수 있는 금융환경이 조성되어야 하고, 참여기관들은 자금 운용의 측면에서도 철저한 신용분석을 통하여 이를 관리할 수 있는 노하우를 갖고 있어야 한다. 또한 域外 金融市場에 많은 金融機關들이 참여하여 去來量이 어느 정도 수준 이상

14) 「外-外거래」는 비거주자나 다른 역외금융계정으로부터 조달한 자금을 다른 비거주자나 역외금융계정에만 운용할 수 있는 거래를 말한다.

으로 이루어져야만 하는데 이를 위해서는 국내 外換市場이 잘 발달되어야 한다. 그 밖에도 국제통신시설이 잘 갖추어져 있어야 하고, 국제금융 人力이 풍부해야 하는 등의 下部構造도 갖추어져야 할 것이다.

우리나라에서 런던이나 홍콩과 같은 자연 발생적인 域外金融市場의 태동을 기대하기는 어렵고, 위에서 언급한 域外금융시장의 편익을 누리기 위해서는 뉴욕, 동경, 싱가포르와 같이 政府의 政策에 의하여 인위적으로 域外금융시장을 육성하는 방법에 의존할 수밖에 없을 것이다. 그러나 런던, 뉴욕과 같은 대규모 域外金融市場이 이미 존재하고 있고, 특히 지역적으로 가까운 동경, 홍콩, 싱가포르의 域外金融市場이 활성화되어 있는 현 상황에서 위에서 언급한 바와 같은 域外시장 발전의 필수조건들마저 제대로 갖추어져 있다고 보기 어려운 것이 우리의 실정이다.

앞으로 域外市場을 육성하기 위해서는 조세감면과 같은 제도적 誘因, 거래 상대방에 대한 제한 완화, 국제금융인력 및 통신시설 등의 하부구조 구축 등 많은 시간과 노력이 필요할 것으로 예상된다. 金融市場 統合 추세 속에 우리나라 域外금융시장이 앞으로 충분한 경쟁력을 가질 수 있을 지에 대하여 장기적인 관점에서 이를 검토하는 계기로 삼아야 할 것이다.

V. 要約 및 結論

金融市場의 國際的 統合 現象은 세계적으로 이미 1960년대 유로커런시 市場으로부터 그 기원을 찾을 수 있다. 그 후 1970년대 초 美國의 금태환정지 선언 이후, 환율제도가 변동환율제로 변함에 따라 外換市場의 활성화가 이루어졌고, 1980년대 金利自由化를 비롯한 金融自律化의 움직임이 전세계적으로 확산되는 가운데 金融市場의 통합 현상이 본격적으로 일어났다. 특히 유럽의 EU회원국간에는 일찍부터 經濟統合을 위한 준비를 해왔으며, 1999년 단일통화 유로를 도입하기 위한 준비가 본격적으로 진행되고 있다.

이러한 통합 현상은 자원 및 생산요소가 가장 限界生産性이 높은 곳으로 이동하도록 함으로써 競爭을 통하여 效率性을 증가시킬 수 있다는 통합이론에 근거하여 일어나고 있다. 기술적인 진보에 의하여 통신, 교통수단이 발달한 것이 금융시장의 통합을 가능하게 해 주는 환경적인 요소이며, 금융자유화에 의한 인위적 규제의 철폐가 金融市場 統合의 중요한 요인이라고 할 수 있겠다.

金融市場의 統合은 資本移動과 金利의 收斂 現象으로 대표된다고 할 수 있겠다. 국경을 넘어 자유롭게 이동하는 직접투자 및 포트폴리오 자금이 증가하고, 각국간의 금리격차가 줄어드는 등 통합에 따라 나타나는 현상은 여러 가지가 있을 수 있다. 이러한 통합의 정도를 측정하는 대표적인 방법으로 세 가지 정도를 들 수 있는데, 貯蓄과 投資와의 關係를 측정하는 방법, 利率率 隔差를 측정하는 방법, 資本 移動의 量을 측정하는 방법 등이 있다. 이들 방법에 의하여 측정된 우리나라의 金融市場 統合의 정도는 선진국 및 주요 환태평양 국가에 비하여 높지 않은 것으로 나타났다. 앞으로 資本市場 및 金融서비스 産業의 개방이 진전되면서 점

차 統合의 度가 커질 것임은 쉽게 예상할 수 있다.

우리나라는 1980년대 후반부터 金融自律化의 움직임이 시작되었으나, 본격적으로 自由化와 開放化의 움직임이 나타난 것은 1990년대 들어서부터라고 하겠다. WTO의 GATS 협상, OECD 가입 등 외부적인 요인이 개방을 가속화시킨 주요 요인이며 현재 진행되고 있는 MAI 협상은 앞으로 시장개방을 더욱 확대할 것이다. 이제는 능동적으로 시장개방에 대처하여 경쟁력을 강화시켜야 할 단계이다. 이와 관련하여 다음과 같은 政策課題들을 제시할 수 있겠다.

첫째, 금융기관간의 業務領域을 調整할 필요가 있다. 金融市場 統合의 목적은 인위적인 규제를 제거함으로써 經濟의 效率性을 높이는 것이고, 정보통신 기술의 발달은 지리적인 장벽을 극복하여 이러한 목적을 달성하는 것을 가능하게 해주고 있다. 그러나 이러한 목적의 달성은 국가간의 장벽을 뛰어넘는 지리적 시장 통합뿐 아니라 한 국가 내에서 금융기관간의 업무영역 조정을 통하여서도 보완적으로 이루어질 수 있다. 그것이 바로 세계적으로 金融機關의 兼業主義 움직임이 일어나고 있는 이유이며, 이러한 움직임은 그동안 은행과 증권업무의 분리주의를 채택하여 왔던 美國과 日本에서도 이미 상당히 진전되고 있다. 업무영역에서의 규제를 완화함으로써 範圍의 經濟(economies of scope)를 이룩할 수 있고, 경쟁력을 강화할 수 있는 것이다.

우리나라에서도 금융기관간의 업무를 통합할 수 있는 기술적인 인프라의 조건은 이미 형성되어 있으며 이미 여러 기회를 거쳐서, 그리고 최근의 금융개혁안과 병행하여 業務領域의 規制緩和가 일어나고 있다. 金融市場의 開放으로 조만간 국제적인 대형 金融機關들의 우리나라 진출이 증가할 것으로 예상되는 시점에서 국내 金融機關들의 경쟁력을 인위적인 규제로 묶어놓아서는 안될 것이다. 다만 경쟁력이 없는 분야에 무리하게 업무를 다각화하여 부실화되는 일이 없도록 적절한 기준을 통하여 감독해야 할 것이다.

둘째, 금융부문에 있어서 규제완화 움직임과 金融市場의 통합현상은

金融監督의 중요성을 부각시키고 있다. 金融市場의 규제완화가 시장 효율성의 증가에 기여하고 있으나, 금융시스템의 안정성과 예금자 및 투자자 보호를 위한 금융감독의 중요성은 더 이상 강조할 필요가 없을 것이다.

金融市場의 統合과 관련하여서 부각되는 금융감독상의 문제는 國家間の 責任 所在에 관한 것이다. 각국의 金融機關이 서로 다른 나라에서 지점이나 현지법인을 설립하여 영업을 하거나, 또는 越境去來를 하게 됨으로써 自國과 駐在國間的 감독책임을 명확히 하는 것이 중요한 이슈로 부각되고 있다. 지점의 자본금을 계상할 때 본점의 자본금을 인정하여 줄 것인가, 越境去來時 預金 및 投資者 보호를 위한 책임은 누가 질 것인가, 예금보험의 지급 범위와 수준을 통일할 것인가, 금융사고에 대한 수습과 책임은 어느 政府가 질 것인가 하는 등의 문제를 제기할 수 있다. 또 다른 예로 증권거래가 Screen-Based Trading System (SBTS)을 이용한 24시간 거래, 장외거래 중심으로 바뀌어 갈 때 시장이라는 물리적 장소의 개념이 사라지고 監督의 責任問題도 모호해진다. 이러한 경우 감독 책임을 누가 질 것인가, 적절한 규제 방식은 무엇인가, 만일 거래소가 이들 시스템과 직접적인 경쟁관계에 있다면, 공정한 경쟁을 위하여 거래소의 규제를 경감시켜줄 것인가 하는 등의 문제들이 해결되어야 할 것이다.

派生商品 분야도 이러한 의미에서 또 다른 중요한 부문이다. 1980년대 금융혁신의 산물로 등장한 派生金融商品은 빠른 속도로 그 이용이 증가되어 현물시장보다 그 규모가 커졌고, 장외거래가 장내거래보다 활발하게 일어나고 있다. 따라서 증권거래의 경우와 마찬가지로 성격의 감독책임문제가 발생할 수 있다. 아울러 현물시장과 派生商品市場間的 연계와 감독의 최종 책임문제 등도 함께 해결되어야 할 것이다. 뿐만 아니라 派生商品의 경우에는 레버리지 효과가 크기 때문에 일단 사고가 발생하면 대형사고로 나타나는 경향이 있기 때문에 파생상품의 감독은 監督責任의 所在 및 國際的 協力 측면에서 매우 중요한 분야이다.

또한 金融市場의 統合으로 인하여 국제적인 體系的 危險의 전파가 더욱 용이해진 만큼 각국별 감독기관의 정보교환과 협조 감독은 요즘 국제기구에서 논의되는 가장 중요한 과제이다. 감독기관간의 공조는 국제적인 금융그룹의 규모가 커짐에 따라 한 감독기관이 이들을 총체적으로 감독하기는 어렵다는 측면에서도 부각된다. 國際的 機關投資家들의 자산규모가 커지고, 이들이 國際市場에서 동질적인 움직임을 보임에 따라 이들의 영향력이 점차 증대하고 있다. 국내 금융시장이 이들 기관투자자의 과도한 영향을 받지 않게끔 국내 금융부문의 경쟁력을 강화하기 위해서는 金融機關에게 불필요하게 과도한 부담을 주지 않으면서 감독을 제고시킬 수 있는 국제적인 채널을 구축하고 協力關係를 유지하는 방법을 찾아내야 할 것이다.

셋째는 국가별 금융거래 관행 및 제도에 있어서 國際的 整合性을 확보하는 일과 업무영역의 확대에 따른 업종간의 국제적 정합성을 확보하는 문제이다. 金融市場 統合의 편익을 얻기 위해서는 租稅制度, 會計制度, 公示制度, 決濟 및 清算시스템, 監督制度 등에 있어서 국제적인 정합성을 구축하여야 할 것이다. 청산과 결제가 원활히 이루어질 수 있는 시스템을 갖추지 않는다면 거래비용의 증가를 가져와 통합의 결과 얻을 수 있는 편익을 감소시키게 될 것이고, 경우에 따라서는 자본의 逆轉的 이동을 가져오는 등 상대적으로 정합적인 제도를 갖춘 국가들에 비하여 손해를 입게 될 것이다. 특히 결제시스템과 관련하여 相計制度(netting scheme)는 금융시장의 안정성을 위해서도 매우 중요한 제도이다. 이론적으로는 상계제도의 도입에 대하여 모두가 동감하고 있으면서 실질적으로 이 분야의 진전이 늦은 것은 이에 따른 관련국가들의 법률적인 정비가 지연되고 있기 때문이다. 또한 금융거래에 다른 나라보다 상대적으로 높은 세금을 부과한다면 자본의 유출과 금융산업의 해외이전이라는 역효과를 가져올 수 있다. 그 결과 稅源의 손실과 함께 금융산업의 낙후를 불러올 위험도 있다. 정책당국은 금융서비스를 제공하는 데 있어 지리적인 위치와 기업구조 등이 의사결정에 영향을 미치지 않도록 공정한

환경을 만들어 주어야만 국가적 경쟁력을 확보할 수 있을 것이다.

한편, 業務領域의 擴大가 이루어짐에 따라 지금까지 서로 분리되어 있던 산업간의 자본규제라든가, 감독 등에 있어서 조화를 이루려는 노력도 요구된다. 예를 들어 증권분야에서는 일일정산이 이루어지고, 시장가격이 발행자의 신용위험과 시장위험을 반영하기 때문에 감독의 초점이 유동적인 자산의 확보에 있는 데 비하여, 은행분야에서는 신용위험을 비롯하여 각각의 구체적인 위험에 초점을 맞추고 있으며 장기적인 자본의 충분성 여부가 중요한 심사의 대상이다. 그러나 金融市場의 統合이 兼業主義로의 움직임을 가져오게 됨에 따라 이러한 기준들의 수렴이 이루어져야 할 것이다.

넷째, 國際的 政策共助의 채널을 確保하는 것이 중요하다. 金融市場의 통합은 한 국가의 독자적인 金融政策의 효과를 감소시키며, 경기대책적인 政策은 財政政策에 의존하게 됨을 살펴보았다. 더욱이 경제규모가 작은 나라로서는 국제적인 정책변수의 결정에 주도적인 영향을 미치기 어려운 반면, 해외부문의 영향을 크게 받을 것이다. 우리나라가 그동안 경제성장을 통해 규모면에서 상당한 발전을 이룩한 것은 사실이나, 세계 경제에서 차지하는 비중은 아직 작다고 할 수밖에 없으며 EMU의 통합이 보다 구체적으로 실현된다면 세계 經濟는 美國, 日本, EU의 3대축에 의하여 주도적으로 이끌어질 것이다. 세계적인 금융시장의 통합이 일어나고, 그 안에서 다시 地域的인 經濟統合이 일어나는 가운데 우리나라와 같은 소규모 개방경제의 입장에서는 국제적인 정보 수집과 정책공조의 채널을 확보함으로써 세계 경제정책 수립의 조류를 타는 것이 매우 중요하다. 따라서 OECD, IMF, World Bank, BIS, APEC, ASEM과 같은 국제기구 및 회의체를 적극 활용하고 經濟外交를 강화하는 방향으로 나아가야 할 것이며, 이를 위해서는 政府 公務員의 수를 늘이지 않고도 경제부처의 외부 파견 公務員들을 적절히 이용함으로써 국제부문의 業務를 강화시킬 수 있을 것이다. 規制緩和와 金融市場의 統合을 통한 경제적 편익을 얻기 위하여 민간기업과 金融機關들이 스스로 기회를 찾아

투자에 나설 것이며, 그들 나름대로 정보 수집에 심혈을 기울일 것이다. 정책당국으로서는 정부당국간의 정책수립과 정책공조가 지금까지의 국내정책의 영향만큼 중요한 의미를 갖게 될 것이므로, 수립 단계에서부터 적극적으로 참여하고 홍보함으로써 우리 시장의 참여자들이 불리한 조건하에 市場에 참여하는 일이 없도록 도와주어야 할 것이다.

다섯째, 金融市場의 統合을 기회로 우리나라의 域外市場 育成의 가능성을 검토해 볼 필요가 있다. 域外金融市場을 개설하면 고용이 증가하고, 外國의 자본 및 선진금융기법의 도입을 통하여 金融市場 발전에 도움이 되며, 이용자 입장에서는 이자소득세 등 각종 세금이 감면되고 지급준비금 보유 의무를 비롯한 각종 규제를 받지 않는 이점이 있다. 최근 들어 세계적인 金融規制의 緩和, 稅率의 引下, 派生商品去來의 규모 증가 등 金融市場의 국제적 통합 현상이 일어나면서 금융활동의 주요 선진 금융센터 집중 심화 등으로 域內金融市場과 域外金融市場間의 차이가 줄어들었고, 그 결과 국제금융기관의 역외금융시장 참여가 많이 줄어들었다. 그러나 반대로 우리나라의 입장에서 본다면 金融市場의 統合에 따라 기존의 다른 나라 域外市場과 비교할 때 상대적인 劣勢의 차이가 줄었다고 볼 수 있는 측면이 있다.

域外市場의 발전을 위하여는 안정적인 저비용의 자금 조달, 참여기관들의 자금운용 노하우, 발달된 국내 외환시장, 통신시설 및 국제금융 인력의 확보 등이 필요하다. 金融市場의 국제적 통합이라는 새로운 환경하에서, 다른 나라에 존재하는 대규모 域外金融市場과의 경쟁을 고려하여 우리나라에 域外金融市場을 開設·育成할 때 장기적으로 비용을 커버하는 충분한 효과를 거둘 수 있을 것인지를 분석해 보아야 할 것이다.

金融市場의 국제적 통합은 간단히 말해서 競爭과 效率의 實現이다. 技術의 發達과 人爲的인 規制의 撤廢를 통하여 전세계가 국경을 불문하는 하나의 市場이 되는 것이다. 이렇게 生成된 市場의 秩序는 바로 競爭原理에 의하여 결정된다. 따라서 국내외를 가리지 않고 강한 경쟁력을 갖춘 경제주체들만이 살아남을 수 있을 것이며, 이것이 궁극적으로 國家

競爭力을 좌우하게 될 것이다. 그러나 현실적으로 가까운 장래에 完璧한 金融市場의 統合이 실현되지는 않을 것이다. 政治的·社會的인 고려에 의한 각국의 국내 산업 保護主義的인 성향이 단기간내에 완전히 제거되기는 어려우며, 그렇다면 國際市場에서의 去來費用이 國內市場에서의 去來費用보다 높게 남아있을 수도 있기 때문이다. EMU와 같은 지역적인 經濟統合의 움직임도 경쟁이라는 측면에서 본다면, 아무래도 역내국간의 통합에 따른 편익을 극대화하자는 것으로 볼 수 있을 것이다. 民間 經濟主體들은 市場原理를 충실히 쫓아 競爭力을 強化하는 것만이 金融市場의 統合에 대비하는 길이 될 것이며, 政策當局의 입장에서는 市場 競爭이 효율적이고 공정하게 일어날 수 있도록 下部構造를 구축해 주고, 國際關係에 있어서 經濟外的인 요인에 의해 우리나라의 金融產業이 불이익을 당하는 일이 없도록 지금까지보다는 상대적으로 國際關係業務를 강화해야 할 것이다.

參 考 文 獻

- 權才重, 『國際金融市場의 統合과 資本費用』, 政策研究 95-02, 對外經濟政策研究院, 1995. 5.
- , 「資本移動 및 經常貿易外 去來」, 『OECD 加入의 分野別 評價와 課題』, 對外經濟政策研究院, 1996. 11.
- 金永麟, 「資本自由化下에서의 巨視經濟政策 運用」, 『調查統計月報』, 韓國銀行, 1993. 11.
- 白雄基, 「資本流入의 巨視經濟的 效果와 對應方向」, 『KDI정책포럼』, 韓國開發研究院, 1994. 7. 27.
- 財政經濟院, 「OECD 加入에 따른 資本自由化 및 金融產業 開放政策」, 1996. 10.
- , 「金融改革의 推進 實績과 主要 課題」, 1997. 1.
- 趙昇衡 外, 「유럽通貨統合(EMU)의 進展과 影響」, 『經濟分析』, 韓國銀行 金融經濟研究所, 1997. 5.
- 趙潤濟·朴宗奎, 「開放經濟下의 財政政策」, 『開放化·國際化에 따른 財政·金融政策의 方向』, 韓國租稅研究院, 1994. 11.
- 韓國銀行, 「派生金融商品市場의 發達이 金融市場과 通貨信用政策에 미치는 影響」, 調查研究資料 95-23, 1995. 11.
- 日本銀行, 「歐洲經濟通貨統合(EMU)을 巡る 最近의 動きについて」, 『日本銀行月報』, 1997. 3.
- Aburachis, A., “International Financial Markets Integration : An Overview,” *International Financial Market Integration*, S. Stansell(ed.), Cambridge: Blackwell, 1993.

- Allitt, C. and I. Moosa, "Consumption Patterns as a Measure of Capital Mobility: Evidence for Some APEC Countries," paper presented to the University of Melbourne Macroeconomics Workshop, April 1996.
- Bank for International Settlements, *Recent Innovations in International Banking*, April 1986.
- , *Macroeconomic and Monetary Policy Issues Raised by Growth of Derivatives Markets*, November 1994.
- , *International Banking and Financial Market Developments*, August 1996.
- Bayoumi, T. and R. MacDonald, "Consumption, Income and International Capital Market Integration," *IMF Staff Papers* 42, 1995, pp. 552~76.
- Bodman, P., "National Savings and Domestic Investment in the Long-Term: Some Time Series Evidence for OECD Countries," Discussion Paper No. 140, University of Queensland, Department of Economics, January 1994.
- Chinn, M. and M. Dooley, *Asia-Pacific Capital Markets: Integration and Implications for Economic Activity*, NBER Working Paper 5280, September 1995.
- Chinn, M. and J. Frankel, "Financial Links around the Pacific Rim: 1982-1992," R. Glick and M. Hutchison (eds.), *Exchange Rate Policy and Interdependence: Perspectives from the Pacific Basin*, Cambridge: Cambridge University Press, 1994, pp. 17~26.
- Cumby, R. and M. Obstfeld, "Capital Mobility and the Scope for Sterilization: Mexico in the 1970s," *International Finance Discussion Papers*, 1981.

- Dooley, M., J. Frankel and D. Mathieson, "International Capital Mobility: What Do Saving-Investment Correlations Tell Us?," *IMF Staff Paper* 34, 1987, pp. 503~30.
- Dooley, M. and D. Mathieson, "Exchange Rate Policy, Financial Structure, and the Transition from Credit to Monetary Instruments," R. Glick and M. Hutchison (eds.), *Exchange Rate Policy and Interdependence: Perspectives from the Pacific Basin*, Cambridge: Cambridge University Press, 1994, pp. 68~98.
- Eichengreen, B., "Should the Maastricht Treaty Be Saved?," *Princeton Studies in International Finance* No.74, 1992.
- Feldstein, M. and P. Bacchetta, "National Saving and International Investment," B. Bernheim and J. Shoven (eds.), *National Saving and Economic Performance*, Chicago: University of Chicago Press, 1991.
- Feldstein, M. and C. Horioka, "Domestic Saving and International Capital Flows," *Economic Journal* 90, June 1980, pp. 314~29.
- Frankel, J., *International Capital Mobility and Crowding Out in the U.S. Economy: Imperfect Integration of Financial Markets or of Goods Markets?*, NBER Working Paper No. 1773, December 1985.
- Fry, M., *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1988.
- Glick, R. and M. Hutchison, "Financial Liberalization in the Pacific Basin: Implications for Real Interest Rate Linkages," *Journal of the Japanese and International Economies* 4, March 1990, pp. 36~48.

- Kearney, C., "International Financial Integration: Measurement and Policy Implications," *Journal of the Asia Pacific Economy* 1(3), 1996, pp. 347~64.
- Kouri, P. and M. Porter, "International Capital Flows and Portfolio Equilibrium," *Journal of Political Economy*, May-June 1974, pp. 443~67.
- Laskar, D., "Short-run Independence of Monetary Policy under a Pegged Exchange Rate System: An Econometric Approach," M. Darby et al.(eds.), *The International Transmission of Inflation*, Chicago: University of Chicago Press, 1983.
- Murphy, R., "Capital Mobility and the Relationship between Saving and Investment in OECD Countries," *Journal of International Money and Finance* 3, 1984, pp. 327~42.
- O'Brien, R., *Global Financial Integration: The End of Geography*, New York: Royal Institute of International Affairs, 1992.
- Obstfeld, M., "Capital Mobility in the World Economy: Theory and Measurement," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 24, 1986, pp. 55~104.
- , "How Integrated Are World Capital Markets? Some New Tests," G. Calvo, R. Findlay and J. de Macedo (eds.), *Debt, Stabilization and Development: Essays in Memory of Carlos Diaz-Alejandro*, Oxford: Blackwell, 1989.
- , "Are Industrial Country Consumption Risks Globally Diversified?," L. Leiderman and A. Razin(eds.), *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment and Growth*, Cambridge: Cambridge University Press, 1994.

- Oxelheim, L., *International Financial Integration*, Berlin : Springer-Verlag, 1990.
- Penati, A. and M. Dooley, "Current Account Imbalances and Capital Formation in Industrial Countries, 1949~81," *IMF Staff Papers* 31, 1984, pp. 1~24.
- Phylaktis, K., "Capital Market Integration in the Pacific-Basin Region: An Analysis of Real Interest Rate Linkages," *Pacific-Basin Finance Journal* 5, 1997, pp. 195~213.
- Riedel, J., "Capital Market Integration in Developing Asia," *The World Economy*, January 1997, pp. 1~19.
- Schmidt-Hebbel, K., L. Serven and A. Solimano, "Savings and Investment: Paradigms, Puzzles, Policies," *The World Bank Research Observer* 11(1), 1996, pp. 87~117.
- Shepherd, W., *International Financial Integration: History, Theory and Applications in OECD Countries*, Aldershot : Avebury, 1994.
- Solnik, B., C. Boucrelle and Y. Fur, "International Market Correlation and Volatility," *Financial Analysts Journal*, September / October 1996, pp. 17~34.
- Stansell, S.(ed.), *International Financial Market Integration*, Oxford : Blackwell, 1993.
- Stockman, A., "On the Roles of International Financial Markets and Their Relevance for Economic Policy," *Journal of Money, Credit and Banking* 20(3), 1988, pp. 531~49.
- Tesar, L., "Savings, Investment and International Capital Flows," *Journal of International Economics* 31, 1991, pp. 55~78.
- Walker, D., "Major Issues Relevant for Regulatory Response to the Internationalisation of Capital Markets," J.

Fingleton(ed.), *The Internationalisation of Capital Markets and the Regulatory Response*, London : Graham & Trotman, 1992, pp. 21~26.

World Bank, *Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration*, Oxford : Oxford University Press, 1997.

〈국문요약〉

金融市場의 國際的 統合과 우리의 對應

洪 範 教

1980년대 이래로 金融市場에서의 規制緩和와 通信技術의 發達은 전세계적인 金融市場의 統合現象을 가져왔다. 금융시장이 국제적으로 통합됨에 따라 資本移動이 증가하고, 銀行·證券 등 산업별로 시장 및 업무의 통합현상이 나타났으며, 派生金融商品 거래의 활성화는 이러한 현상을 촉진하는 역할을 하였다.

金融市場의 統合은 자원을 가장 限界生産性이 높은 곳으로 이동하게 함으로써 경쟁을 통한 시장 효율성 증가에 기여하는 반면 경제변수들이 상대적으로 해외요인의 영향을 크게 받기 때문에 지금까지의 통화정책이 그 효과를 잃게 된다. 특히 小規模 開放經濟의 경우에는 더욱 그러하며 따라서 財政政策에 대한 의존도가 커지고, 국제적인 정책 공조의 중요성이 증가한다.

여러 가지 방법을 통하여 측정한 우리나라 金融市場의 國際的 統合度는 歐美 國家들이나 일부 環太平洋 國家들에 비하여 높지 않은 것으로 나타났다. 이는 아직 자본이동 및 금융서비스 제공에 있어서 규제가 상당히 잔존하고 있음을 반영하는 것이나 앞으로 市場開放이 지속적으로 추진됨에 따라 國際金融市場과의 統合度가 높아질 것으로 예상된다.

金融市場의 國際的 統合과 관련하여 다음과 같은 政策課題들이 고려되어야 할 것이다. 첫째, 地理的인 市場의 統合뿐만 아니라 업무의 다각화를 통한 국제 경쟁력을 배양할 수 있도록 業務領域의 規制緩和가 이루어져야 한다. 둘째, 越境去來, 支店, 現地 法人에 대한 감독의 책임소재가 감독당국간에 명확히 나뉘어져야 하며, 이를 위하여 감독당국간의 협조가

절대적으로 필요하다. 셋째, 租稅制度, 會計制度 및 결제·청산시스템 등 다른 나라와의 制度的 整合性이 이루어져야 통합에 따른 혜택을 누릴 수 있다. 넷째, 國際的 政策 共助의 채널을 확보하고 經濟外 交를 강화하여야 한다. 다섯째, 市場開放을 그에 따른 환경 변화를 적극적으로 이용하는 태도 변화의 계기로 삼아 域外金融市場의 活性化 등을 검토하여야 할 것이다.

<Abstract>

Financial Market Integration and Korean Market Opening

Hong, Beomgyo

Deregulation in financial markets and technical development of telecommunications made national financial markets to be integrated worldwide. Financial market integration increases market efficiency because resources can move into the most productive market when the barriers are removed due to the integration. But at the same time, national monetary policy becomes less effective because many economic variables are greatly influenced by foreign factors. That is why we cannot emphasize enough the importance of international policy coordination when the markets are integrated.

Korean government currently pursues the policy of financial deregulation and market opening. It has to pay a special attention to the following issues as its financial market becomes more integrated with the world market. First, it has to continue to lower the “fire-wall” which restricts the type of business activities of different financial institutions, so that they can increase their international competitiveness by diversifying their business activities. Second, it has to increase international cooperation with supervisory authorities of other countries. Especially the responsibility of each authority on the supervision of cross-border services, branches and subsidiaries should be clearly defined. Third, harmonization of tax system, accounting system, supervisory system, etc. is also required to benefit by the financial market integration. Fourth, it has to increase its diplomatic efforts for international policy coordination and actively participate in international economic fora. Fifth, it is desirable to review the growth strategy for Korean off-shore financial market and other options to adapt to the changing international financial environment.