

急變하는 國際環境속에서의 外換政策 方向

李 天 杓

발달된 정보통신기술등을 금융부문이 도입함에 따라 금융구조에 변화가 나타나고 있다. 극단적으로는 초대형 은행과 금융전문결만이 존립하게 될 것이란 예측도 있다. 이런 여건은 자본의 이동을 활발하게 하고 그로써 이른바 무한 경쟁이 이루어질 수도 있도록 한다. 실물부문에 비해 다소 낙후된 우리의 금융부문은 앞으로 실물부문의 자유화에 상응하게끔 자유화 되어야 한다. 그러나 단시일내에 이러한 과제를 해결할 수 없기 때문에 단계적 자유화를 꾀해야 한다. 특히 밖으로부터의 자본자유화의 거센 요구에 당면하여 단계적 금융자유화를 하는 때에는 올바른 외환정책이 필수적이다. 환율제도로는 현재의 시장평균환율 제도를 다소 융통성있게 운영하는 것과 상응하는 타겟·존 방식을 검토해야 하겠으며, 외환시장의 활성화를 위해 외환집중제의 완화등 외환관리의 개선을 꾀하고, 외환거래자들의 업무수행 능력을 제고하고 진전 경영감독을 가능하게 하는 하부구조를 정비해야 하겠다. 나아가 안정적 거시경제환경을 도모하는 것이 이러한 외환정책의 전제조건이 되도록 해야 하겠다.

1. 序 論

국제경제여건이 내용면에서 심대하고 속도면에서 급속하게 변화하고 있다. 이러한 변화는 지구촌화(globalization)와 일일 발전되어가는 기술의 여타 경제부문에의 영향이라는 두 가지 말로 대표될 수 있을 것이다. 이러한 변화 속에서 우리 경제의 위상도 변화하고 있다. 동시에 우리는 그러한 변화에 적극적으로 적응하지 않으면 안되도록 운명지워져 가고 있다. 이러한 적응은 당연히 경제의 여러 부문에서 이루어지게 될 것이다. 여기에서는 이러한 적응중 外換部門에서의 적응에 초점을 맞추고, 특히 外換政策의 방향이 어떠해야 하겠는가를 생각해 본다. 논의의 진행과정에서 필요한 때에 과거 우리 나라의 外換政策을 반추해 보고 또 다른 나라들의 外換政策에 대해서도 언급하면서 변화하는 여건 속에서의 우리 나라의 위상에 맞는 外換政策은 어떠한 것이 되어야 하겠는지를 생각해 본다.

外換部門이란 국내금융시장과 국제금융시장의 접점이 되는 곳이다. 外換政策이란 實物部門에서의 재화나 서비스의 생산과 대외교역, 金融部門에서의 금융자산의 거래에 따르는 국내적 내지 국제적 자본이동 등에 관한 실체적 결정이 있고 난 다음 이러한 결정을 집행하는 결정과정에 초점을 맞추고 있는 것이다. 여기에서 外換政策이란 實物部門이나 金融部門에서의 원인행위가 이미 결정되어 있는 것을 전제로 하여 外換을 받거나 지급하는 단계에

서 어떠한 정책적 개입을 할 수 있겠는가를 과제로 한다. 外換政策에 초점을 맞추고 있는 여기에서의 논의에서도 원인행위와 관련하여 어떠한 입지를 취해야 할 것인지는 논의의 중심의로 한다. 예컨대 자본자유화에 대한 안팎으로부터의 요구가 적지 않음을 아나 여기에서는 뒤에 간략히 설명하는 이유에 따라 단계적 자유화를 추구하는 것이 당연하다고 보고 그러한 점진적 자본자유화를 실현하는 것과 상응하는 外換管理體系의 완화는 어떠한 것이 되어야 할 것인지를 고려하는 데 중점을 둔다.

2. 急變하는 環境

급변하는 여건으로서는 기술발전 및 그것의 경제활동에의 도입 및 그것과 더불어 地球村化현상(globalization)이 나타나고 있다는 것이 가장 중요하다. 이하에서는 우선 이들이 무엇을 의미하는지를 점검해 보자.

2.1. 技術發展 및 그것의 經濟生活에 대한 影響

모든 종류의 기술발달은 경제활동에 영향을 주게 마련이다. 경제활동의 여러 단면중 기술의 발달에 의해 가장 눈에 띄는 영향을 받은 쪽은 생산활동일 것이다. 예컨대 기계화, 자동화에 의해 대량생산이 가능해 지고 제품의 규격화, 품질의 고급화를 피할 수 있게 되어 큰 생산성향상을 이루어 낼 수 있게 되었다. 여기에서의 관심사항인 外換部門과 관련된 金融部門에 대해서도 기술발전의 영향력은 심대하였다. 특히 근년 크게 발달된 情報通信技術을 金融部門이 적극 도입하였다는 것은 주목할 만하다.

금융기관이 금융거래를 취급하는 과정을 보면, 예금은행의 예금수입, 예금자의 예금인출 등이 예시하듯이, 동질적인 과업을 수없이 반복하는 경우를 많이 볼 수 있다. 그런데 동시에 이러한 업무는 착오가 없게끔 정확하게 집행되어 일반의 넓은 신뢰를 확보할 수 있게끔 되어야 한다. 종래 이러한 업무는 단순 기능인력에 의해 담당되어 왔으며, 그것의 정확성을 기하기 위한 방도로서 여러 사람을 거치는 內部牽制(internal check)와 內部統制(internal control)제도가 활용되어 왔다. 그러나 금융업무에 情報通信技術이 도입되면서 이러한 성격의 반복적 업무는 사무자동화를 통해 쉽게 기계화될 수 있었다. 금융업무를 수행하기 위해 많은 單純機能人力을 유지해야할 필요가 없어졌다. 그러므로 金融部門은 사무자동화등을 위하여 많은 투자를 하지 않을 수 없게 되었으며, 투자이후에는 이러한 투자를 통해 구축해 놓은 설비, 장치 등을 최대한으로 활용해 투자비용을 빨리 뽑도록 해야 한다는 새로운 과제를 가지게 되었다. 이 때의 투자중 핵심적인 것이 이른바 네트워크(network)관

런 투자이었으며 이에 따라 일단 장치한 네트워크를 최대한 활용할 수 있도록 되어야 한다는 것이 초미의 관심사항으로 되었다.

네트워크를 최대한 활용해 보려는 의도는 이것을 이용하여 손쉽게 수행할 수 있는 작업들의 작업량을 극대화로 확대해 보려고 하는 유인을 낳게 되었다. 이것은 다시, 어떤 사람이 어떤 네트워크 서비스를 일단 이용하고 나면 그가 설사 다른 네트워크를 이용하려고 하더라도 그 의도대로 손쉽게 서비스공급자를 바꾸지 못하도록 만들어, 네트워크 이용자들이 하여금 한번 이용하게 된 네트워크에 사실상 종속되게 하는 네트워크 서비스 공급자의 기도를 불러 일으켰다. 한편 네트워크와 컴퓨터기술을 이용하여 종래에는 존재하지 않았던 새로운 서비스를 창안하여 공급하는, 새로운 업무로의 진출현상도 보여지게 되었다. 이른바 선발주자가 네트워크 外部經濟性(network externality)을 조출하여 자신의 네트워크를 이용하는 많은 이용자들에게 다가한 서비스를 제공하면서 후발주자가 새로이 시장에 진입하여 기왕의 네트워크 이용자들에게 비슷한 서비스를 제공하는 것을 어렵도록 하는 행태를 낳았다.

이러한 변화의 한 결과로서 앞으로 금융기관은 超大型銀行(super bank)이거나 金融專門店(financial boutique)의 두 가지 중 하나로 정착하게 될 것이란 극단론까지 나타나게 되었다. 우선 선발주자로서 일찍이 시장에 진입하여 자리잡은 수개의 초대형 금융기관들이 대량생산의 이익과 네트워크 外部經濟性에 힘입어 전통적이고 통상적인 금융서비스의 제공면에서 과점시장구조를 형성하게 될 것이고, 그 다음 이들 초대형은행이 미처 다루지 못하는 특이한 서비스를 대상으로 하여 이른바 틈새시장(niche market)이 형성되게 되면서 다가한 종류의 틈새시장에 대응하여 다가한 서비스제공에 比較優位를 시현하는 다양한 금융전문점이 나타나 초대형은행들을 보완하면서 초대형은행들과 병존하게 되리라는 것이다. 이러한 논의는 물론 金融兼業主義(universal banking principle)의 상황, 즉 제도적으로 보아서 어떤 종류의 금융기관이든 모든 종류의 서비스를 제공하는 데 아무런 제약을 받지 않는다는 상황이 펼쳐지게 될 것을 전제로 하고 이루어지는 것이다.

전세계를 포괄하는 네트워크들이 여럿 나타나게 된다는 것은 이러한 네트워크를 이용하여 이루어 지는 금융거래의 지역적 차원이 전세계적인 것으로 되고, 그로써 1일 8시간 일한다는 개별지역에서의 기왕의 업무수행관행과 관계없이 금융거래는 영입이 이루어지고 있는 장소를 쫓아가며 1일 24시간 지속될 수 있게 되리라는 것을 의미한다. 이른바 24時間去來(24-hour trading)가 이루어지게 된다는 것을 전제로 한다.

주요 초대형은행이 몰려 있고 많은 금융전문점들이 격렬한 경쟁을 벌이고 있는 곳을 金

融센터(financial center)라고 한다. 金融센터에는 몇 가지 종류가 있다고 할 수 있는데, 전 세계를 대상으로 하는 世界金融센터(world financial center), 그 밑에서 세계의 일부분이 되는 여러 나라를 대상으로 하는 國際金融센터(international financial center), 다시 그 밑에서 보다 좁은 지역을 대상으로 하고 있는 地域金融센터(regional financial center) 등이 이런 것이 되겠다. 이들 규모가 다른 國際金融센터들은 피라미드구조를 형성하게 되리라고 한다. 國際金融센터에서는 유사한 기관들이 모여 있음으로써 이른바 集積의 利益(economies of conglomeration)을 누릴 수 있게 된다. 때문에 그곳에는 자연히 여러 기관이 몰려들게 된다. 또 그곳에서는 얼굴을 맞대고 신속한 상담(face-to-face talk)을 할 수가 있어 신속하게 금융거래를 성사시킬 수 있다는 등 여러 가지 편리한 점이 많다. 1일 24시간 거래는 주로 世界金融센터의 차원에서 이루어 지게 될 것이다. 현재까지 발달되어온 지구상의 제 도시의 위치와 사람들은 1일 8시간 일한다는 아직까지의 관행을 감안하여 보면 이러한 피라미드조직의 가장 상위에 위치하는 世界金融센터는 뉴욕, 런던, 동경이 될 것이다.

금융전문점들은 기왕의 金融商品인 주식, 채권, CP 등 뿐만 아니라 이들에 근거하면서 이들에 내재하고 있는 수익성(return), 위험성(risk), 표시통화(denomination), 만기(maturity) 등의 속성을 수정하고 재편하는 수단인 스왑(swap), 옵션(option), 선물(future) 등 파생상품(derivative)들도 활발하게 거래하게 될 것이다. 보다 다양화된 금융상품을 대상으로 하여 보다 종합적인 시각을 가지고 이른바 資產負債管理의 기법등 첨단기법을 활용해 가면서 포트폴리오를 적극적으로 관리하게 될 것인데, 그 이면에서는 개별 금융기관들이 지니게 되는 위험성도 커지게 될 것이다.

네트워크가 집약적으로 이용되게 되면서 각종 금융상품의 거래가 빈번해지게 되고, 단위 거래의 규모가 대형화되면서 그러한 거래를 實時間(real time)에 결제해야할 필요도 또한 절실해지게 되었다. 이러한 필요에 대응하게끔 支給決済制度(payment and clearing system)도 변신하게 될 것인데 전세계적 차원에서의 거래를 안전하게 뒷받침할 수 있는 것으로 확장되고 충실화되게 될 것이다. 지급결제제도로는 각종 통화에 대한 것뿐만 아니라 주식이나 채권 등 증권에 대한 것도 대두하게 될 것이다. 이러한 변화의 영향으로 각종 상품에 대한 2차 시장등이 발달하게 될 것이고 유동성도 풍부하게 될 것이다. 그러나 동시에 日中借越(daylight overdraft)의 문제를 비롯하여 전에 없었던 체계적 위험(systemic risk)도 새로이 나타나게 될 것이다.

요약컨대 금융산업은 구조변환을 겪어 나아가고 있으며 그 가운데 자리하고 있는 개별기관은 조직개편과 탈바꿈의 변신을 피하지 않으면 안되도록 되어 있다 하겠다.

2.2. 地球村化

앞에서 언급된바 기술발전의 영향을 받아 국제경제사회내의 각국은 서로 매우 밀접한 관계를 가지게 되었는데, 이러한 관계밀착화의 결과 국제경제사회는 이른바 지구촌화되어가는 양상을 보이게 되었다. 서로 분리, 독립된 각국이 한정된 부문에서 한정된 방법으로 교류하던 과거의 양태로부터 벗어나 통합된 전체의 일부로서 서로 긴밀한 관계를 가지게 되면서 종래보다 훨씬 다양한 거래방법을 가지고 다기화된 대상을 상대로 하고 교류하게 되었으며, 나아가 거래의 종류와 내용도 계속 확장되어 가고 있다. 특히 주목해야 할 것은 최근 전세계 外換市場에서의 1일 거래량이 9,000억불 내지 1조불 정도가 되게끔 外換市場의 규모가 확장되었다는 것이다. 이러한 변화양상중 外換部門과 관련된 것들을 고려해 보면 다음과 같다.

2.2.1. WTO體制로 代表될 수 있는 새로운 게임의 規則

1986년 이래 7년여의 협상을 거쳐 UR이 불완전하게나마 타결되게 됨에 따라 국제경제사회는 앞으로 새로운 게임의 규칙을 가지게 되었다고 할 수 있게 되었는데, 그러한 규칙하에서의 세계를 그것에 따라 새로이 탄생하도록 되어 있는 기구인 WTO를 염두에 두고 인식하여 WTO체제라고 부를 수 있을 것이다. WTO체제 아래에서 세계경제의 각국은 UR에서 논의되었던 15개 의제중 이미 타결완료된 것들의 지배를 받으며 다양한 교류를 하게 될 것이다. 국제무역을 확대되고 농산물등 종래 제도적으로 교역이 사실상 제약되어 왔던 재화의 교역도 새삼 활발해지게 될 것이며, 자본 및 노동 등 생산요소의 국제적 이동도 늘어나게 될 것이다.

자본과 노동의 두 가지 요소중 후자의 이동은 아무래도 제도적이고 문화관습적인 요인의 영향을 받을 것이기 때문에 단기적으로 크게 확대되게 되지는 않을 것이다. 그러나 앞으로 자본의 이동은 과거와 달리 매우 활발하게 될 것이고 그 이동의 영역도 크게 확대될 것이다. 예컨대 종래 주로 OECD국가들 사이에서 자본이 이동되어 왔었다고 한다면 이제는 그 대상국에 1980년대중 國際金融에서 사실상 소외되었던 개도국이 추가될 것이고 또 중국, 러시아, 구 동구제국 등 여러 나라들이 새로이 포괄되게 될 것이다.

이자율과 환율의 가변성이 커지고 資本移動의 영역이 이렇게 확장되게 된다는 것은 나라에 따라서는 자국의 정치, 경제사정에 따라 단속적으로 나타나게 되는 資本逃避의 문제에 상당히 시달리게 되리라는 것을 함축한다. 또 資本移動은 단기에 있어서의 환율의 변동 가능성을 염두에 두고 일어나는 단기, 대량의 資本移動인 핫 머니의 양태를 띠을 수도 있을 것이다. 資本逃避, 핫 머니의 문제는 局地的으로는 더욱 심각한 문제로 될 수도 있을 것이

다. 아무튼 노동이동이나 서비스교역보다는 資本移動의 현상이 地球村化되어 가는 변화상을 분명히 보여 주게 될 것이다.

2.2.2. 美國 金融立法이 가져올 不安性

미국에서는 최근 금융개혁입법이 활발히 추진되고 있다. 이러한 노력에는 은행의 洲間영업규제를 풀어 은행의 영업영역을 확대하려는 것, 그 거래규모가 일일 확대되고 있으나 내재되어 있는 위험성에 대해서 아직 확실히 알려져 있지 않은 파생금융상품에 대해 어떤 방식으로든 규제방도를 마련해 보려고 하는 것, 그리고 외국의 금융시장개방확대를 목적으로 하고 있어 일명 금융보복법안이라고도 불리는 金融서비스 公正去來法案을 법제화하여 외국에서의 미국 금융기관의 활동영역을 넓혀 보려는 것 등이 있다.⁽¹⁾

이들 모두는 직접적 또는 간접적으로 우리에게 영향을 미치게 될 것이다. 洲間영업규제의 완화 내지 해제는 미국계 은행이 더욱 대형화하는 계기가 되면서 그들의 경쟁력을 높이게 될 것이고 그것의 여파가 우리 시장에서도 나타나게 될 것이다. 파생금융상품의 규제방식이 정립되게 되면 그것은 장차 우리 금융시장에서도 파생상품이 본격적으로 거래되게 될 때 우리도 지니게 되어야 할 관련규제방식의 내용을 기속하게 될 것이다. 그러나 다른 어떤 것보다 중요한 것이 金融서비스 公正去來法の 입법화일 것인데, 이것이 계기가 되어 우리는 현재의 미흡한 내국민대우의 적용관행을 급속히 시정하지 않으면 안되게 될 것이다. 나아가 내국민대우원칙 이상인 相互主義의 시각이 나타나 우리 金融市場의 자유화추진속도를 우리가 걱정하다고 여기는 속도보다 더 빠르게 진전시키게끔 추가의 변화를 강요하는 압박요인으로 될 가능성도 크다. 이러한 때에는 종래의 내국민대우의 원칙 대신에 利益의 均衡(balance of benefit)이 요구될 가능성이 크다.

3. 韓國金融經濟의 位相

우리 경제는 지난 30여년간 고도성장을 이루어와 개발도상경제로서는 선두주자의 위치를

(1) 미국의 金融서비스 公正去來法の 相互主義的 성격이 가장 분명하게 나타나는 부분은 미국에 진출한 외국기업의 課稅에 관한 것이다. 이것은 미국주재 기업의 실제의 영업실적에 관계없이 그 기업의 세계 전체에서의 이익의 일정 부분을 미국에서 발생한 것이라고 추정하여 징세하겠다고 하는 것인데, 미국 기업에 대해서는 같은 방법을 원용하고 있지 않아 결과적으로 내국민대우를 배제하는 것으로 되고 있다. 미국의 이러한 기도는 다국적 기업의 이른바 移轉價格問題에 대한 대응으로서 나타났다는 데서 주목할 만한 것이다. 한편 이 법의 제정시도를 계기로 하여 미국은 여러 나라에 대해 불평사항을 토로하고 있는데, 인도네시아에 대해서는 소유권제한, 브라질에 대해서는 외국인 주식소유 및 거래제한, 일본에 대해서는 외국인 引受 및 基金管理業務에서의 배제, 우리에게 대해서는 외환관리 및 상품도입에 있어서의 자유재량성 제한 등을 적시하고 있다.

차지하게 되었다. 우선 輸出第一主義의 기치하에서 實物部門에서의 사실상의 自由化를 통한 合理化를 이룰 수 있었다. 그래서 수입대체공업화를 꾀했던 여타 개도국과 달리 고도성장을 이룰 수 있었다. 이런 과정에서는 수차에 걸친 경제개발 5개년 계획을 통해 결정되었거나 범위확정된 각종 투자사업에 대한 상당한 지원이 있었다. 政策金融을 포함한 각종 금융지원이 이 때의 주요 지원수단이었으며, 그 이면에서 금융은 상당한 정도 자율성을 잃고 사실상 낙후되게끔 되었다.

實物部門에 대한 金融의 낙후여부는 여러 가지 기준을 가지고 논란될 수 있을 것이다. 흔히 이용되는바 金融聯關比率를 계산해 보고 이것이 작은 경제가 금융이 낙후된 경제라고 인식해 볼 수도 있을 것이며, 국별비교 목적에 쓸 수 있는 金融資産에 대한 적절한 통계치가 없는 경우에는 M2/GNP의 수치를 가지고 금융낙후의 여부를 논의할 수도 있을 것이다.

그러나 金融部門은 심하게 낙후되어 있는데 實物部門은 매우 효율적으로 작동하고 있다는 사실은 쉽게 납득할 수 있는 것이 아니다. 고도성장이라는 성과는 實物部門과 서로 연계되어 있으면서 그것과 더불어 응분의 기능을 수행해야하는 金融部門이 어느 정도의 기여를 하지 않았다면 불가능했을 것이고, 이러한 추론을 받아들여 金融部門이 고도 성장에 어느 정도 기여했다는 것을 수긍한다면 金融部門이 불충분하나마 나름대로의 역할을 했다는 것도 받아들이지 않을 수 없겠다. 그리고 이러한 추론을 받아들일 수 있는 한 金融部門이 심하게 낙후되어 있다는 것은 쉽게 받아들일 수 없는 것이 된다. 이하 한국금융이 國際金融市場에서 사실상 어떻게 평가받고 있는지를 통해 이러한 점을 간접적으로 살펴보자.

한국경제는 1985년경 세계 4위의 外債開途國이었다. 1970년대의 대표적 신흥공업국의 하나이었던 우리 나라는 당시의 석유달러환류(petro-dollar recycling)과정을 통해 많은 借入을 했었고 그래서 외채를 많이 가진 개도국의 하나로 되었다. 1985년의 시점에서 우리의 외채 규모는 개도국중 브라질, 멕시코, 아르헨티나에 이은 제 4위를 점하고 있었으며, 당시 거론되던 세나리오중에는 우리가 아르헨티나를 앞지르게 되어 제 3위의 외채개도국이 되리란 것도 있었다. 그러나 우리는 4대 외채개도국이면서도 단 한번도 債務再調整이나 借換을 하지 않았다는 기록을 가지고 있다. 더구나 1986년 이후에 들어서서는 그때 이후 전개된 이른바 3低에 힘입어 사실상 외채문제를 해결함으로써 개도국중 정말 예외적인 개도국이 되었다.⁽²⁾

(2) 우리가 외채문제를 해결한 유일한 개도국이라는 것은 자랑거리이다. 그러나 이렇게 해결한 것이 반드시 현명한 것이겠느냐에 대해서는 이론이 있을 수 있다. 외채란 그것의 실질가격으로 정격하게 갚지 않아도 되는 것이라서 오늘날 국제사회의 현실이고, 특히 이 점은 세계 최강대국인 미국이 세계 제 1의 외채국이 됨에 따라 더욱 의미있게 의식되어 오고 있다. 한편 국제경제사회에는 대단히 많은 채무재조정이 있었다. 이러한 것의 예를 보려면, T. Biersteker(1993) 및 IMF(1993a).

개도국의 외채문제의 원인은 국제경제여건이 개도국에게 불리하게 전개된 것과 개도국 자신이 경제운영에 실패한 것의 두 가지로 적시, 진단되었었다[W. Cline(1983)]. 그런데 이 둘중에서는 전자가 더욱 결정적인 것으로 생각되었으며, 더구나 그것은 개도국 일반에 대해 공통적인 것이었기에 개도국 모두에게 외채문제를 가지게한 결정적 요인으로 여겨졌었다. 때문에 개도국별로 경제운영면에서 優秀 또는 不良이라는 다소간의 차이가 있을 수는 있었겠으나 개도국 경제운영면에서의 양, 불량이 개도국 외채문제의 근본을 좌우하는 것은 아니라고 인정되었었다.

이러한 상황아래에서 다른 모든 나라가 그러하지 못한테 우리만이 외채문제를 해결하게 되었다. 그리고 나니, 이것이 개별국가가 노력하고 경제운영에 성실할 경우에는 외채문제 까지도 해결할 수도 있다는 사실에 대한 증거로 되었다. 그로써 우리의 변신은 개도국의 외채문제를 새로운 시각에서 생각하게 하는 계기를 만들었다. 아무튼 이러한 와중에서 특히 1990년대에 들어와 한국경제의 國際金融市場에서의 위상은 크게 제고되었다. 더불어 한국금융에 대한 평가도 매우 높아지게 되었다.

그러한 결과가 국제금융시장에서의 우리 나라에 대한 높은 信用度(credit rating)로서 나타나고 있는데, 1993년 國際金融市場에서의 채권발행시 각국이 부담했던 프리미엄의 크기를 보면 미국국채를 기준으로 하여 우리의 것은 한국전력의 기채의 예가 예시하듯 기준점이 상 92bp정도이었다. 이것은 여타 개도국에 비해 월등 우월한 것인바, 예컨대 우리의 것과 비교될 수 있는 다른 나라의 예를 보면 칠리가 170bp, 헝가리가 250bp, 멕시코가 280bp정도이었다[A World Bank Quarterly(1994)].

이러한 가운데 우리 나라는 제한적인 자본도입을 위하여 코리아 펀드, 코리아 유러피안 펀드 등을 활용하였었고 전환사채(convertible bond)나 주식예탁증서(American Depository Receipts) 등을 발행하였으며, 또 유러 채권이나 양키 본드를 이용하기도 하였다.

4. 韓國金融經濟의 課題

우리가 國際金融市場에서 개도국중 우월한 평가를 받고 있다는 것이 우리의 金融部門이 크게 낙후되어 있다는 것을 무조건 받아들일 수 없게 하는 요인으로 될 수는 있겠으나 그렇다고 하여 그것이 우리의 金融部門이 선진국의 그것처럼 잘 정비되어 있는 자족적인 것이라는 것을 의미하지는 않는다. 우리의 金融部門이 地球村化되어 가고 있는 다른 나라의 金融市場과 경쟁하면서 병존하기 위해서는 많은 제도적 미비점을 보완하지 않고서는 안될

것으로 생각된다. 제도완비 이전에 金融部門을 완전 개방하여 우리의 금융기관이 외국의 그것과 무한경쟁을 하도록 방치하였다가는 우리의 금융기관은 외국의 금융기관과의 경쟁에서 견디지 못하게 되기 쉽겠고, 이러한 경쟁에서의 패퇴의 극단에 가게 되면 우리의 金融部門이 전적으로 외국으로부터의 금융기관만으로 구성되게 되는 경우까지를 생각할 수 있게 된다. 그런데 이러한 상황에 이르게 되면 우리는 자족적 경제가 마땅히 지녀야 할 金融部門의 공공성을 확보하기 어렵게 될 가능성도 가지게 된다.

현재 우리가 미처 갖추고 있지 못한 미비점중 매우 심각한 것들로는 公示制度가 불충분하다는 것, 증권시장에서 상당한 內部者去來가 일어나고 있다는 의심이 있다는 것, 資本利得에 대한 과세가 없어 투기가 파다해질 수 있고 그로써 사회의 에너지의 큰 부분이 실질적으로 不勞所得이나 지대를 쫓는 일(rent-seeking activities)에 투입되고 있다는 것, 돈洗濯을 방지하는 적절한 제도를 지니고 있지 못하다는 것 등을 들 수 있다.

이러한 가운데 우리는 이른바 段階의 自由化를 추진해 나가려고 하고 있다. 이미 이루어 놓은 實物部門에서의 自由化에 더하여 金融部門에서의 自由化를 부가하여 추진함으로써 경제 전반을 효율적으로 운영되는 전체가 되도록 바꾸어 보려고 하고 있다. 우리의 미비점을 일거에 극복하고 보완하는 것이 불가능하다는 것을 인정하고 그러한 미비점을 점진적으로 보충해 보고자 하여, 주어진 여건과 우리의 능력의 범위내에서 실현가능한 과업부터 단계적으로 시행해 나아가려고 하고 있다.

實物部門과 보완관계를 유지하면서 서로 相乘作用을 하고 또 그로써 능률적으로 될 수 있는 金融部門을 조성하기 위해서는 金融部門이 부당한 규제를 받음이 없이 경쟁을 통한 효율성을 발휘할 수 있도록 만들어져야 한다. 이를 위해서는 金融部門內 각종 금융기관이 경쟁력을 지닐 수 있도록 해야 하되, 이들의 경쟁이 시장전체의 안전성을 위협하는 것으로까지 되게 해서는 안될 것이다.

지구촌 속에 있는 일류의 金融市場에서의 사정과 비교하여 볼 때 미비된 金融制度를 가지고 있는 개도국의 金融部門에 대해 무제한의 자유경쟁을 허용하지 못하고 단계적 자유화를 기도하게 되는 이유는 무제한의 자유경쟁이 거시경제적 안정성을 해칠 염려가 있기 때문이다. 오늘날 보여지고 있는 국제적 자본이동은 규모에 있어 매우 크고 이동속도도 매우 빠르다. 따라서 아무런 제약이 없이 자본이 무한정 이동하게끔 허용될 경우 작은 규모의 개도국경제는 그것의 통상적 경상거래규모를 훨씬 능가하는 자본거래를 경험하게 될 것이고, 그에 따라 그의 국제수지는 사실상 자본거래의 내용에 따라 결정되게 될 것이다. 이러한 결과는 短期的 資本移動에 좌우되는 단기에서 지나치게 과다한 통화량의 변동이나 환율

의 변동을 초래하게 될 것이고 이런 것들은 다시 巨視經濟의 安定性을 해치게 되기가 쉽다. 따라서 지구촌화되어 있는 國際金融市場에서의 일상적 자본거래에 의해 과도한 영향을 받을 만큼 경제규모가 작고 내부적으로 國際金融市場의 일류 금융기관과 대응할 만한 경쟁력을 가진 자국 금융기관을 지니고 있지 못한 개도국은 그 스스로 감내할 수 있는 정도의 資本去來와 금융활동만이 자국시장에서 전개되도록 하는 범위내로 金融部門과 資本去來를 관리하지 않을 수 없게 되는 것이다. 그리고 이러한 목적을 위하여 外換管理가 필요하게 되는 것이다.

물론 資本去來를 효과적이고 완전하게 관리할 수 있는 방도란 없다. 資本去來를 관리하려고 하다가는 미시적 차원에서 다소간의 비효율을 감수하지 않으면 안되게 되기도 한다. 그러나 이러한 미시적 효율성의 희생은 거시적 안정성을 획득하기 위해 불가피한 대가라고 할 수밖에 없겠다. ⁽³⁾

資本去來와 관련된 혼한 오해의 하나가 개도국이 해외시장으로부터 주어진 낮은 이자율에서 무한정의 자본을 도입할 수 있다고 생각하는 것이다. 개도국에 대한 海外의 資金供給曲線은 國際利率수준에서 水平線으로 주어지고 있으며 개도국은 이러한 공급곡선을 주어진 여건으로 하여 필요한 만큼의 자본을 언제나 들여다 쓸 수 있다고 생각하는 것이다. 그러나 國際金融市場에서의 실재를 보면 개도국에 대한 자금공급곡선은 右上向의 정규적 공급곡선의 모양을 가지고 있고, 개도국이 어느 정도의 자본을 도입한 이후에 더이상의 자본을 도입하려고 하면 추가도입에 대해서는 매우 높은 이자율을 지불해야 한다. 그리고 그 정도를 더 이상 초과하게 되면 급기야는 信用割當(credit rationing)에까지 직면하게 되어 아무리 높은 이자율을 준다고 하더라도 추가의 차입이 불가능하게 되는 양상에까지 이르게 된다. 한편, 개도국에 유출입하는 자금의 상당부분은 단기에서의 실질수익률에 대단히 민감한 단기성 자금으로서 그 성격상 개도국의 경제발전을 위해 바탕이 될 수 있는 장기의 안정적 자금은 아닐 공산이 크다. 때문에 개도국으로서는 무제한의 자본자유화를 허용하는 데에 어려움을 가지지 않을 수 없고, 따라서 도리없이 단계적 자유화를 추구할 수밖에 없게 되는 것이다.

段階的 自由化를 추진해 나아가려 할 때 당면하게되는 문제는 단계적 자유화의 내용에 대한 우리의 構想과 외국의 要求가 왕왕 서로 대립하고 충돌할 수 있다는 점이다. 일반적으로 말해 모든 외국은 그 나름대로 자신을 위해 최선이 되는 자유화의 순서와 속도에 대

(3) 미시적 효율성을 희생하게 된다는 것은 정태적으로 인식된 것이다. 반면에 거시적 안정성을 도모하려는 것은 동태적으로 보아 기도되는 것이다.

한 생각을 가지고 있고 그것에 근거하여 거래 상대방이 되는 다른 나라에 대해 시장개방의 요구를 하게 된다. 그런데 각국으로부터의 이러한 요망의 실질내용은 그런 요망을 하는 당사국의 경제사회발전단계와 관련제도의 정비정도에 의존할 것이기 때문에 나라마다 다르게 되기 쉽다. 예컨대, 상대적으로 선진된 경제, 상대적으로 잘 정비된 제도를 가진 경제는 비교적 광범위하고 빠른 경제자유화를 요망하게 될 것이고, 그러하지 못한 경제는 비교적 느린 자유화계획을 수립하여 추진하려고 할 것이다.

서로 상이한 입장에 처해 있는 나라들 사이에서 상호간의 거래를 위한 관계를 정립하려 할 때 원용할 수 있는 기준에 內國民待遇(national treatment)의 원칙과 相互主義(reciprocity)가 있다. 전자는 자국에 진출한 외국인을 차별하지 않고 내국민과 동일하게 처우해 주어야 한다는 것으로서, 각각 상이한 다른 나라들에서의 처우가 실질내용면에서 차이가 있을 수 있음을 용인한다. 반면에 후자는 자국에서 외국인을 대우하는 것과 실질내용면에서 동일하게 되게끔 외국도 자국민을 대우할 것을 요구하는 것으로서 국별로 외국인의 대우에 있어 실질내용면에서 차이가 있을 수 있다는 것을 용인하지 않으려 한다.

종래의 국제경제사회에서의 관행은 內國民待遇의 원칙을 준수하면 되었을 뿐 相互主義를 요구하지는 않았었다. 개발도상국에 대한 특별하면서 차별적인 대우가 인정되었었다. 그러나 근자에 들어와서는 相互主義의 시각에 선 利益의 均衡(balance of benefit)을 요구하는 경향이 강력하게 나타나고 있다. 예컨대 1992년말 완료된 EC市場統合과정에서 域外國과 관련하여 역외국의 EC시장에의 참여시 相互主義가 사실상 요구되었고, 또 미국의 금융서비스 公正去來法案에서도 相互主義의 성격을 가진 요구가 개진되고 있다. 이러한에도 불구하고 점진적 자유화를 추진하고 있는 개도국중에서는 단기적인 상황에 따라서는 內國民待遇의 원칙도 제대로 지키지 못하는 상황이 나타나고도 있다. 이러한 점은 우리 나라의 경우에서도 다르지 않다.

결국 개도국의 하나로서 우리 나라는 외부로부터 들어오는 요구와 우리 실정을 보아 무리없이 시행할 수 있는 것들 사이에서 적절한 타협을 모색해 가면서 우리의 실정에서 가능한 범위내의 것들을 가지고 충실한 단계적 자유화를 추구해 나아가야 할 것이나, 이러한 타협안이 구체적으로 어떠한 것으로 되어야 할 것인지에 대해서는 많은 이견이 있을 수 있으며 때문에 이상의 생각의 실천이 결코 쉽지 않겠음도 수긍해야 할 것이다. 그러한 즉 이러한 의견 가운데 최선의 것을 추적해가면서 우리는 우리의 금융경제를 地球村化되어 가는 외부의 金融市場과 화합하는 것으로 가꾸어 나아가야 할 것이다. 그리고 이러한 과업을 훌륭히 수행할 수 있도록 하기 위하여 올바른 外換政策이 다시 요망되게 되는 것이다.

5. 外換政策의 方向

外換部門이란 국내에서의 각종 경제활동과 해외에서의 경제활동이 만나는 접촉점을 이루는 곳이다. 어떤 나라의 통화의 對外交換性(convertibility)이 인정되어 있지 않을 경우 이 나라는 외국과의 거래시 자국의 통화를 이용할 수가 없다. 따라서 이러한 때에는 거래를 위해서는 거래에 필요한 매개수단인 외화를 미리 준비해 두어야 하고 이를 위해서는 外換市場을 거쳐 換錢을 할 수 있어야 한다. 또 외국과의 거래를 통해 획득한 외화를 자국에서 쓸 수 있는 자국통화로 바꾸기 위해서도 外換市場을 통한 換錢이 필요하게 된다. 따라서 이러한 상황에서 外換市場에 대해 일정한 간여를 하게 되면 그것으로써 사실상 자국과 외국사이에서의 거래에 영향을 미칠 수 있게 된다.

오늘날의 실정을 보면 국제금융시장중 외환에 대한 시장만이 유일한 地球村化된 시장(globalized market)이다. 민간기업이 발행한 株式은 설사 그것이 일류국가의 유명기업이 발행한 것이라 하더라도 실제로는 한정된 시장에서만 거래되고 있는 것이 현실이다. 나아가 미국등 주요국의 國債에 대해서까지도 해당시장은 전세계적 차원에서 성립되고 있지는 않다. 주요국의 통화인 외환을 제외하고는 다른 어떤 금융상품에 대해서도 오늘날의 상황에서 글로벌 시장이 조성되어 있질 않다.

그런데 이러한 외환이 거래되는 시장은 다른 어떤 시장보다 급속히 팽대되어 가고 있다. 전술했듯이 근년의 國際外換市場에서의 거래규모는 1일 9,000억 달러 내지 1조 달러로 추정되고 있으며, 금융이 상대적으로 발달되어 있고 資本移動이 자유로운 나라일수록 여타 경제거래에 비해 외환의 거래규모가 크다. 예컨대 영국시장에서의 외환거래규모는 영국의 경상거래규모의 400배정도로 추산되고 오스트레일리아의 외환거래규모는 이 나라 경상거래규모의 30여배로 추산되고 있다[Bank of England(1992.11)].

이렇게 상대적으로 활발한 外換市場을 가진 나라에서 이루어지고 있는 외환거래의 내용을 보면 전체의 5%정도가 경상거래, 15%정도가 자본거래이고, 나머지가 은행간 거래(inter-bank transaction)라고 한다. 이는 발달된 外換部門을 가진 나라와 그러하지 못한 나라 사이에서 外換部門에서의 거래내용이나 상대규모면에서 큰 격차가 있다는 것을 이야기하는 것이며, 外換部門에 대한 제도와 대책이 경제의 여타 부문에 의외의 큰 영향을 가질 수 있다는 것을 시사하는 것이라 하겠다.

外換部門에 대한 제도는 몇 가지 요소를 가진다. 우선 중요한 것이 換率制度이다. 국제

수지 기타의 사정에 따라 환율이 어떻게 변화하고 외환보유고는 어떻게 변화하게 되는지를 규정하는 換率制度가 우선 규정되어 있어야 한다. 換率制度의 결정은 어떤 크기의 국제수지불균형에 인하여 어느 정도 적응(adjustment)하고 어느 정도 금융(financing)할 것인지를 사실상 결정하는 것이기도 하다.

外換部門에 대한 간여는 外換政策을 통해 집행되는 것이 보통이다. 外換政策은 일정한 外換市場을 전제로 하면서 그곳에서 수요 또는 공급의 인자가 되는 것들을 한정하고 차별화하는 것, 중앙은행이 민간부문과 동질적인 입지에 서서 外換市場에 참여하여 그러한 참여가 없었을 경우에 달리 결정되었을 환율의 수준을 중앙은행이 원하는 수준으로 되게끔 영향을 미치는 것, 외환의 근본적 수급불균형시의 외환의 할당 내지 배급 등을 포괄한다.

外換部門에 간여할 때 쓸 수 있는 가장 강력한 수단에 外換集中制가 있다. 공급되는 모든 외환을 중앙의 외환당국에 집중되도록 하고, 그렇게 집중된 외환이 경제 전체적으로 보아서 필요시되는 용도에 쓰이게끔 선별적으로 배분하는 것이다. 外換自由化란 이러한 外換集中制를 출발점으로 하면서 그것으로부터 집중의 의무를 지거나 매우 엄격한 조건하에서만 외환의 배분을 받는 경제거래의 범위를 차차 줄여나가 궁극적으로 어떠한 거래라고 하더라도 아무런 제약을 받음이 없이 자유로운 거래를 할 수 있도록 하는 상태로 이행해가는 과정을 전제로 하고 집행된다. 즉 外換自由化란 이러한 전제하에서 外換去來에 대한 각종 제약을 완화해 가는 일련의 노력 또는 과정을 지칭한다.

이렇게 볼 때 段階的 金融自由化란 段階的 外換自由化를 그것의 핵심요소로 가진다 할 수 있다. 金融自由化를 통해 국제금융시장에서의 지나친 격동을 회피하되 그곳에서의 자유경쟁의 큰 추세를 흡수할 수 있게끔 외부의 경제거래와 국내에서의 경제거래를 관련지을 수 있어야 할 것이고, 이를 위해서는 외환관리 및 그것의 완화과정으로서의 外換自由化가 필수적일 것이기 때문이다. 환언하면, 段階的 金融自由化란 외환관리제도의 규제완화 내지 개선을 그것의 한 핵심내용으로 한다. 이를 위해서는 상황변화에 대응하여 정책입지를 계속 수정해 나가는 것도 필요할 것이다. 그러나 그것에 더하여 미처 정비되어 있지 않은 각종 제도와 장치를 새로이 장치하는 것도 필요하게 된다. 각종 금융혁신을 할 수 있게 되어야 함은 물론 주식이나 채권 등 재래의 상품뿐만 아니라 스왑, 옵션, 선물 등 派生商品들도 거래할 수 있게 되어야 하고, 또 그러한 것들을 변화하는 수요에 맞추어 변환시켜 나갈 수도 있어야 한다. 이러한 목표에 도달하기 위해서는 外換部門에서도 다른 金融部門에서 그러했던 것처럼 이를 위해 미리 갖추고 있어야 할 각종 下部構造(infrastructure)를 우선 정비해 두어야 할 것이다. 外換部門의 정비를 위한 몇 가지 기술적 사항도 충족시킬 수 있

어야 할 것이다.

5. 1. 換率制度

換率制度란 국제수지의 불균형에 의하여 환율이 어떻게 변화할 수 있도록 하느냐를 규정하는 제도이다. 이론적으로 보아 換率制度에는 두 가지 극단의 換率制度가 있다. 환율이 外換市場의 수급사정이 어떠한지 전혀 변동하지 않도록 한 固定換率制度和 그것이 외환의 수급사정에 따라 즉각 변동하게 한 自由變動換率制度가 그것이다. 1971년의 스미소니언회담을 기점으로 하여 세계의 주요 국가들의 換率制度는 變動換率制度로 바뀌게 되었다. 그러나 그것은 정책당국의 아무런 간여도 있을 수 없다는 의미의 自由變動換率制度이기보다는 정책당국의 환율수준에 대한 의지가 왕왕 표징되고 그에 따르는 간섭도 있곤하는 管理變動換率制度이었다.

이론적으로 본 이상과 같은 換率制度에도 불구하고 구체적인 나라에서의 실제적인 換率制度의 운영은 名目換率을 변경시키는 데 있어 실질적으로 무엇을 지향하고 있느냐가 기준이 되어 두 가지로 나누어지고 있다[W.M. Corden(1993)].

그 하나는 名目換率 수준 자체에 의미를 두고 어떤 비교적 고정된 名目換率수준을 가능한 한 변경시키지 않고 지탱하려는 것으로서, 南美의 여러 나라 등 인플레이션이 심한 나라에서 환율을 반인플레이션수단으로 쓰는 때 원용되어 왔던 것이다. 이 때 환율은 일종의 명목적 기준(nominal anchor)이 되며, 환율을 이렇게 쓰는 이유는 비교적 고정된 환율을 통하여 외국통화의 가치와 자국통화의 가치를 기계적으로 연관시킴으로써 자국통화가치에 대한 국민들의 낮은 신뢰감을 제고시키어 자국통화의 가치에 대한 국민들의 불신을 해소해 보려는 데 있다.

환율을 명목적 기준으로 쓰려는 이러한 태도의 극단으로는 자국의 화폐를 아예 없애고 외국의 화폐를 자국의 화폐로 쓰거나 외국의 화폐와 자국의 화폐의 교환비율이 항상 1대1이 되게끔 하겠다고 약속하여 사실상 通貨主權을 포기하는 것을 들 수 있다. 이런 경우는 실사 通貨主權을 포기하는 코스트를 치루고서라도 화폐가치의 안정성에 대한 국민들의 신뢰성을 확보하는 이익을 도모할 수 있다면 좋다는 것으로서, 과거의 경제운영에 대한 전력 때문에 외국통화에 대한 신뢰에 간접적으로나마 의지하지 않고서는 자국에서 쓰이는 교환수단에 대한 신뢰를 확보하기 어려운 때 나타나는 것이다.

외국의 화폐를 직접 자신의 매개수단으로 쓰는 나라에는 파나마, 프에트리코 등이 있고, 외국의 통화와 고정된 교환비율을 가지게끔 한 나라에는 100%의 대외지불준비를 선언했던 최근의 아르헨티나, 그리고 환율변동폭을 확대하기 이전인 1993년 7월 이전까지의 유럽에

서 ERM에 가입하고 있던 나라들을 들 수 있다. 또 새로이 시장경제의 여러 제도를 도입하고 통화도 도입해야 하는 구소련등 구사회주의국가들에 대해서도 그 가치의 안정성이 정평이 있는 독일의 마르크와 그들의 통화가치를 연계시킬 것을 권유하는 사람도 있다 [R. Dornbusch(1993)].

그 들은 實質換率을 그것의 균형값과 일치하게끔 유지하는 것을 환율정책의 목표로 삼고 實質換率이 균형치로부터 벗어나게 될 경우 이를 시정하기 위해서 名目換率을 변경시키려는 경우이다. 均衡實質換率은 경제의 근본요인(fundamentals)이 바뀌게 됨에 따라 변하게 되고 통화정책이나 재정정책의 변화가 있더라도 변하게 된다. 이러한 때 환율결정을 시장에 맡기게 되면 시장환율이 이러한 변화를 수용하게끔 기동성있게 변화할 것이나, 경우에 따라서는 시장을 혼란시키는 왜곡요인이 발생하기도 하고 그로써 환율이 지나치게 단기적으로 변동하는 양상을 보이게도 되기 때문에 정책당국의 시장개입을 통한 다소간의 간여가 있게도 된다. 이러한 입장에서는 名目換率을 조정함으로써 實質換率을 조절할 수 있다는 것이 전제되어 있고, 外換市場에 공개적으로 개입하여 매입 또는 매출조작을 하거나 그런 것을 불태화정책으로 운영하는 것이 단기적으로 효력을 가진다고 보는 시각이 전제되어 있다.

이렇게 名目換率의 변경을 통하여 實質換率을 그것의 균형치와 일치하게 되게끔 유지하려고 하는 입장은 근년 자본이동이 활발해지면서 시장개입의 과업이 매우 어려워지게 되었다는 것을 인정한다. 그래서 이런 입장은 근년에 들어와서는 시장개입이라는 정책개입이 과거에 비해 더욱 빈번히 시행되어야 할 것임을 제안한다[W.M. Corden(1993)].

인플레이션이 심하여 환율을 명목적 기준으로 쓸 수밖에 없는 나라들을 제외하고 나면 대부분의 나라는 두번째 입장을 취하여 어떤 수준의 實質換率을 얻고자 名目換率을 변경시키려고 한다. 우리도 여기에서 예외가 되어야 할 이유가 없다.

우리는 과거 브레튼 우즈 체제하에서의 固定換率制度를 취해왔었고, 1970년대 선진국들이 사실상 變動換率制度로 이행해 갔었을 때에는 通貨바스켓制度(currency basket system)를 채택했었다. 通貨바스켓制度의 본질은 이른바 크롤링 팩(crawling peg)제도로써 경제구조가 충분히 안정적이지 못하고 인플레이션율이 세계 평균치보다 높다고 여겨지는 때 개도국에게 적합한 것이다[R. Dornbusch(1993)]. 그러다가 우리의 대외거래의 규모가 커지고 더불어 外換市場도 다소 심화되면서 점진적으로나마 환율결정의 메커니즘을 시장에서의 수급사정을 보다 충실히 반영하는 것으로 바꾸어야 할 필요가 나타나게 되었고 그로써 1990년부터 市場平均換率制度를 채택하게 되었다. 이것은 과거의 어느 환율제도보다 시장 수급사정

을 충실히 반영하여 환율을 결정할 수 있도록 하자는 것이었다.

市場平均換率制度아래에서는 지난 영업일에 실현된 환율을 출발점으로 하고 시장참여자들이 외환의 수요와 공급에 대한 예상에 따라 그것을 가감수정하여 당일 거래의 환율로 사용한다. 단 이렇게 결정되는 환율은 지난 영업일의 환율수준의 일정한 범위를 벗어나지 못하도록 되어 있으니, 1일 변동폭에 대해 상하한 0.4%라는 제한이 있었다. 그리고 그후 상황이 바뀌게 되면서 이러한 일정한 제한폭은 즉 증대되어 왔다.

市場平均換率制度아래에서 지난 영업일의 환율을 출발점으로 하고 거래를 시작하여 새로운 환율을 결정하게 된다는 것은 환율을 시장수급사정에 따라 변화하도록 하자는 變動換率制의 본질과 하등 모순되는 것이 아니다. 또 예상되는바 시장수급상황에 따라 환율이 변동하도록 한다는 것도 시장메커니즘을 따르는 매우 자연스러운 것이라 할 수 있다. 變動換率制度로서 市場平均換率制度에 대한 비판은 환율의 1일 변동폭이 제도적으로 제한되어 있어 단기에서 이지만 대단히 큰 환율변화를 초래할 정도로 수급사정이 크게 바뀌었을 경우에 이를 큰 환율의 변화로서 정상적으로 수용하지 못하게 한다는 데 모아진다. 이러한 단기적 상황에서는 환율의 변화가 시장사정에 1대1로서 대응하지 못하게 된다는 것이 분명하기 때문이다.

그러나 이러한 1일 변동폭제한의 장치는 시간차원에서 환율이 비교적 단기간 동안에 과다하게 변화할 수 있는 가능성을 배제하려고 한 데서 유래한 것이다. 경제변화가 대단히 심한 상황에 임하여 自由變動換率制度를 채택해서는 곤란하다는 것은 널리 수증되는 사실이다. 실상 단기적으로 시현되는 환율의 심한 변동이 대단히 심각한 경제불안의 요인이 될 수 있는 상황에서는 그러한 것을 배제하여 보려고 하는 것이 당연한 것이겠기에, 이렇게 변동폭을 정해 환율의 단기적 급변을 배제해 보려는 기도를 일응 수증할 수 있는 것이다. 나아가 이러한 제도아래에서도 시간이 경과하면서 1일 제한폭까지 같은 방향으로 여러 날 환율이 변화하고 나면 중구적으로는 시장에서의 수급사정이 환율에 반영될 수 있게 된다. 따라서 시계를 넓혀 조금 단위기간을 길게 두고 보면 환율은 시장의 수급사정을 반영하는 것과 다르지 않게 되며 變動換率制로서의 본질은 계속 지탱되게 된다. 이렇게 볼 때, 市場平均換率制度란 특수한 종류의 管理變動換率制度라고 할 수 있겠으며, 기왕의 환율수준을 지탱하기를 원하고 단기적인 환율의 변동을 회피하고자 할 경우에 채택될 수 있는 것이다 [R. Dornbusch(1993)].

그런데 앞으로 우리 경제는 보다 크게 가격메커니즘에 의존하게끔 되어야 할 것이고, 또 경제에 대한 근본요인(fundamentals)의 변화에 대해 보다 신속히 적응할 수 있도록 되어야

할 것이다. 이를 위해서는 기왕의 환율수준을 우선 유지하려고 한다는 의미에서 수구적 성격을 가지는 현재의 시장평균환율제도는 비효율적일 수가 있다. 현재의 시장환율제도보다는 경제의 근본요인의 변화에 대해 보다 큰 신축성을 가지고 신속히 적응할 수 있는 새로운 환율제도를 구상해 보고 그러한 것으로 현재의 시장평균환율제도를 대체하는 것도 고려해 보아야 하겠다. 이를 위해서는 이른바 타겟 존(target zone)의 아이디어에 따라 경제의 근본요인의 변동에 대응하는 환율수준의 가능영역을 결정하여 두고, 그러한 영역내에서 환율이 변동할 경우에는 단위기간내에서는 변동폭의 제한없이 환율이 자유로이 변동하는 것을 허용하되, 환율변동폭이 그러한 영역 이상으로 되리라고 예상되는 경우에는 정책당국으로 하여금 시장개입을 하도록 하는 제도를 생각해 볼 수 있다. 나아가 이러한 제도를 위해서는 경제의 근본요소의 실체와 변동을 파악하는 일, 환율변동영역밖에서의 환율의 변동이 있어 정책적 개입을 하려고 할 경우의 정책주체와 이들이 이용할 수 있는 수단 등을 미리 결정하여 놓는 사전 준비가 필요하리라 하겠다.⁽⁴⁾

이와 관련되어 언급되어야 할 것이 지난 7월 브레튼 우즈(Bretton Woods)체제 50주년을 기념하는 자리에서 이른바 브레튼 우즈 위원회라고 지칭된 전문가들의 모임이 핫 머니 등의 이유 때문에 변동이 극심하고 그로써 많은 환리스크를 내포하고 있는 현행 환율제도가 최적이 아닐 수 있음을 적시했고, 그 대안으로서 환율변동의 일정한 폭을 정해 시장의 환율이 그러한 변동폭안에서만 움직일 수 있도록 하는 이른바 換率變動帶(flexible exchange rate bands)를 제안했다는 것이다. 이러한 換率變動帶는 세계경제의 기축통화라고 할 수 있는 미국의 달러, 일본의 엔, 독일의 마르크 사이에서 적용되게끔 제안되었는데, 당시로서는 이러한 換率變動帶를 구체적으로 어떻게 제산해 내느냐 하는 모델 내지 공식의 결여를 이유로 이들 주요 국가들로부터 지지받지 못하였다고 한다. 그러나 이러한 제안이 나왔다는 사실이나 그것을 채택하지 아니한 이유가 그것의 기본입지에 대한 것이 아니고 모델의 결여라는 기술적인 사유에 기인했다는 것이 모두 이제 격심한 자본이동이 있고 그것이 경제의 근본요인보다 환율을 변화시키는 데 더 큰 작용을 하고 있는 작금의 상황에 임하여 무제한의 變動換率制에 따라 환율을 단기적으로 과다하게 변동하도록 내버려 두는 것이 부적합하다는 것을 인정하고 있음을 시사하는 바라 하겠다. 나아가, 이러한 사정을 볼 때 국제경제사회가 換率變動帶의 제도를 채택하는 것과 관계없이 우리의 입장에서는 그것과 맥

(4) 환율의 1일 변동폭에 제한을 둔 것은 일종의 circuit breaker로서 시장에서 가격의 가변성이 극심하고, 특히 그것이 심리적 불안감에 의해 유발되고 있다고 여겨질 때 유용하다고 인정되는 것이다. 1987년 October Crash 때 crash에 대한 대응책을 강구하려 했던 Brady Report는 단위 시간 동안의 가격변동에 대해 제한을 가하는 circuit breaker가 유용할 수 있음을 시사하였다.

락을 같이 하는 타겟 존의 換率制度를 더욱 심각히 강구해 보아야 할 필요가 더욱 증대된다 하겠다.

5. 2. 活性化된 外換市場

外換市場에서 다양한 종류의 외환거래가 큰 규모, 작은 규모로 많고 활발하게 일어나 외환의 수요와 공급이 모두 외환의 가격인 환율에 대해 탄력적으로 될 때 그러한 外換市場을 깊은 外換市場(deep foreign exchange market)이라고 한다. 外換市場이 활성화되어 있을 때 어떤 하나의 수요 또는 공급측 요인은 환율을 크게 변화시킬 수 없다는 의미에서 한계적인 영향력밖에 갖질 못한다. 外換市場을 통한 충격이 경제전체를 좌우할 수 없게 된다. 이러한 의미에서 깊고 활성화된 外換市場을 육성해 놓는다는 것은 外換部門 관련 최선의 안전판이 된다.

活性化된 外換市場은 민간부문이 다양한 외환거래를 하고 있을 때 얻어진다. 그런데 각종 외환관리가 행해지는 경제에서의 外換部門이 자동적으로 활성화된 外換市場을 통해 기대하는 바 이상의 역할을 훌륭히 수행하게 되리라고 생각하기는 어렵겠다. 나아가 디쳐 잘 발달되어 있지 않은 外換市場을 가지고 출발하여 그것을 발달시키기 위해서는 기왕의 외환관리를 줄이고 완화해야 하리라는 것을 알 수 있겠다.

5. 3. 外換集中制의 緩和등 外換管理의 改善

과거 외환이 지극히 부족했던 때 우리는 철저한 外換集中制를 집행했었다. 모든 외환수입은 중앙에 집중되었고 모든 외환의 사용도 중앙의 허가를 받아야 했다. 이러한 극단적 外換集中制는 근본적으로 부족한 외환을 사회적으로 우선시되는 용도에 사용할 수 있도록 하는 것이 매우 중요하다고 인정되는 사회에서 정당시될 수 있는 것이다. 그러나 그것은 외환거래와 관련되어 민간부문의 자율적인 활동을 지극히 제한하는 부작용을 갖는 것이기도 하다. 이에 따라 외환부족의 정도가 점차 완화되면서 집중의무로부터 예외로 인정받을 수 있는 거래의 종류와 내용도 점차 늘어나게 되었다.

外換集中制의 완화는 외환관리법 내지 외환관리규정의 개정을 통해서 실현된다. 나아가 이러한 완화작업의 내용은 완전한 外換集中制로부터 출발하여 민간부문으로 하여금 한정된 규모, 한정된 시간 동안 외환을 소지할 수 있도록 허용하는 것, 민간으로 하여금 外貨預金を 가질 수 있도록 하는 것, 機關投資家들로 하여금 海外에 투자할 수 있게끔 일정한 범위 내에서의 외환보유와 그것의 자유활용을 허용하는 것, 일반 개인들에게도 일정한 범위내에서의 외환의 자유로운 유출입을 허용하는 것 등으로 짜여지고 있다.

外換集中制의 완화는 外換市場에서 외환을 사거나 팔려는 사람들의 수가 늘어나게 하여

外換市場을 깊게 만든다. 이 때 완화의 정도가 크면 클수록 外換市場은 안정성을 보이게 되고 환율의 변동폭은 작아지게 된다.

1992년의 外換管理法 개정은 이러한 목적을 가지고 그 이전의 外換集中制를 완화하려고 했던 것이다. 그것은 우선 기관투자자라고 할 수 있는 증권회사, 보험회사, 투자신탁회사들의 외환보유와 해외투자를 허용하였고, 나아가 대외거래실적이 1억불 이상이 되는 등 실력 있는 종합무역상사들에게도 최고 1억불 범위내, 대외거래실적의 10%범위내에서 해외에 외화를 보유하는 것을 허용하였다. 또 일반 거주자에게도 5,000불 이내에서 외화를 보유할 수 있도록 하여 많은 외환이 외환당국 밖에 소재할 수 있도록 함으로써, 개별적으로는 소규모이나 전체적으로는 상당한 크기의, 국내 보유외환의 집중완화를 꾀했다. 이에 더하여 앞으로 이러한 방식의 집중완화의 한도를 더 이상 확대할 것을 암시하였다. 과연 1994년 5월의 1994 상반기 외환제도개혁에서는 이에 따른 한도 확대가 이루어지고 있다.

1994년의 개혁에서는 외자의 유출을 촉진하려는 의도를 가지고 기업의 외환보유한도를 확대하였고 기관투자자들의 해외증권투자범위도 늘렸다. 더불어 해외직접투자를 대폭 자유화하였고 현지금융의 한도도 철폐하였다. 자본거래와 관련하여서도 개인에 의한 직접적 증권투자를 허용하였고 수출선수금제도를 개선하였으며, 은행에 제출하는 서류를 간소화하거나 한은총재의 허가사항을 은행장에게 위임하도록 하는 등 절차면에서의 간소화도 꾀했다.⁽⁵⁾

여기에서 더 나아가, 중장기적으로는 아래와 같이 외환제도를 바꾸어 나아가려고 구상하고 있다 [금융발전심의위원회 외환제도개혁소위원회(1994. 6. 23)].

(7) 경상거래에 관해서는 현행 외국환관리법에서의 '원칙자유' 방식을 그대로 승계하되 금지항목을 축소하고, 예외규정을 명확히 하며, 결제절차를 간소화하는 등 절차면에서의 간편성을 제고한다. 단, 경상거래 가운데 지급등의 방법에 있어 일정기간을 초과하여 이루어지는 수출입의 결제는 사실상 자본거래의 성격을 가지고 있으므로 자본거래에 대한 대책과 일관성을 갖도록 하고, 용역거래와 관련하여서는 원인행위차원에서 타법령을 따르고 그곳에서 달리 규제가 없는 한 자유화한다.

(L) 자본거래와 관련해서는 단계적인 자유화를 추진하여 궁극적으로 '원칙자유' 방식으로 전환해 나아가되, 대규모의 자본유출입에 대비하여 유사시 안전장치를 마련하고 유사 규제시 규제의 발동요건 및 허가, 심사부 신고 등을 요하는 경우 그런 것의 전제조건을 명확히 하여 규제의 명료성을 도모한다. 나아가 보다 근본적으로 대규모의 자본유출입에 의

(5) 재무부(1993b, 1994). 영국이나 네델란드 등 資本自由化를 완성했다고 하는 나라들도 아직 포지션에 제한을 두는 제도는 유지하고 있다. 또 독일은 포지션의 한도를 자본의 30%이하로 제한하고 있다.

한 국내금융, 외환, 자본시장에서의 악영향을 피하기 위하여 재정, 금융 등의 거시경제적 개혁을 동시에 추진한다.

(ㄷ) 더불어 현행 외국환은행제도를 유지하면서 비은행금융기관의 외국환업무를 단계적으로 허용하는 방안을 검토하고, 수출업자의 편의성을 도모하고 대외거래의 원활화를 피하기 위하여 원화의 국제화를 추진하되 자본거래와 관련된 원화의 국제화는 국내금융정책의 독자성을 고려하여 제한적으로 추진한다.

이상에서, 모든 서비스거래가 아직 자유화되어 있지 않은 현실을 감안하고 볼 때, 타법령에 의해 규제되고 있는 용역거래를 경상거래의 자유화의 추세에 밀려 무조건 자유화하지 않는다는 것이라든지, 사실상 자본거래가 되는 거래를 형식상 경상거래로 볼 수 있는 사소한 소지가 있다고 하여 규제의 대상에서 제외할 염려가 있음을 경계하고 있다는 것은 매우 사려 깊은 것이라 하겠다. 그러나 유사시 안전장치가 무엇인지가 확실하지 않고, 어떤 때가 유사시인지도 밝혀져 있지 않다. 자본거래를 경상거래와 같이 가볍게 자유화할 수 없음을 알고 있으나, 실제적으로 이 둘을 어떻게 구별하고 자본거래만을 어떤 방식으로 규율할 것인가 미처 밝혀져 있지 않다. 때문에 뒤에서 설명되는바, 사소한 수출입업자들의 편의 제공에 좌우되어 한편으로는 사실상 자본자유화를 실제화시킬 수 있는 길을 여는 원화의 국제화를 추진하려고 하면서, 다른 한편으로는 자본거래와 관련된 것은 원화의 국제화의 예외로 한다고 하는, 수미일관되지 못한 태도를 보이고 있는 것이다. 마치 경상거래와 자본거래를 구분한다는 것이 얼마나 어려운 일인지를 망각하고 있는 듯 하다.

經常去來와 資本去來를 구분하여 전자에 대해서는 고정환율을 적용하고, 후자에 대해서는 변동환율을 적용하려고 했던 이중환율제가 실패하면서 알려주었던 교훈과 같이, 자본거래를 경상거래로부터 구분해 달리 규제한다는 것은 매우 어려운 과업이다. 따라서 이상에서의 자본거래와 관련된 태도는 훨씬 더 명확히 되어야 하리라 본다.

통계수치의 관찰단위기간이 분기 또는 1년이 되는 자료를 가지고 보면 Feldstein-Horioka (1980)의 가설이 보여주듯이 국제적 자본이동은 반드시 큰 규모라고 할 수 없다. 그러나 지난해 유럽에서 ERM을 사실상 붕괴시킨 헛지 펀드등 핫 머니의 예가 보여주듯이 국제적 자본이동은 단기적으로 선진국의 거시경제정책의 운영까지를 제약할 수 있는 괴물이라는 것이 이미 판명되어 있다. 특히 우리의 경우에는 우리 옆에 상당한 자본손실을 감수하더라도 자본을 수출하지 않으면 안되는 일본이 있다는 것과 이러한 일본이 포트폴리오의 다변화를 위해서도 우리 나라로의 자본유출입게임을 가볍게 감행할 수 있다는 것을 염두에 두어야 한다. 자본유입에 대해 가변적인 높은 이자율을 적용하려는 등의 미온적 대책만으

로는 유사시에 대비할 수 없겠으며, 자본유출입을 식별하고 그것의 유출입에 대한 속도를 행정적으로 조정할 수 있도록 하는 제도적 대비책이 마련되어야 하리라고 본다.

外換市場의 활성화를 위해 간접적으로 작용할 수 있는 것의 하나가 위에서 언급된바 원화의 국제화문제이다. 우리의 통화인 원화가 국제적으로 통용되게 함으로써 대외거래를 위하여 외화를 사용해야 할 필요를 줄이고 그로써 외환에 대한 수요를 반사적으로 축소시켜 보자는 것이다. 나아가 원화결제를 할 수 있는 한 환율변동위험을 회피하고 금융비용면에서도 이익을 꾀할 수 있게 된다.

우리는 항공기나 선박내에서의 물품매각대금의 영수, 비거주자용 원화 TC발행, 200만원 이내의 원화휴대수출 등 한정된 일부 경상거래에 대해서 원화의 국제화를 시험해 오고 있다. 이어 건당 10만불 이하의 수출입거래에 대한 원화결제를 허용한다거나 국내 외국환은행에 비거주자 자유원계정을 설치하도록 한다거나 대개도국 증장기수출이나 차관공여시 원화표시로 하도록 한다는 등의 방법을 통해 제한적으로 원화의 국제화를 증폭시켜 보려고도 하고 있다.

이론적으로 볼 때 원화의 국제화란 법률적으로 원화를 국제적으로 對外交換性(convertibility)을 가진 통화로 만드는 것과 그렇게 제도적으로 통용성을 가지게 된 통화를 경제적인 사유에 따라 국제경제사회에서 실제로 널리 쓰이도록 하는 것의 두 가지 요소를 갖는다 할 수 있다. 이 중 전자는 우리의 정책결정에 따라 우리 독자적으로 단안내릴 수 있는 것이나 후자는 국제경제사회의 수요에 의존하는 것으로 우리 마음대로 할 수 없는 것이다. 오늘날 국제경제사회의 실정을 보면 법률적인 차원에서 국제적으로 통용성을 인정받은 통화는 여럿 있으나 경제적으로 활발하게 이용되는 통화는 미국의 달러, 독일의 마르크, 일본의 엔, 영국의 파운드 등 몇 가지에 불과하다. 더구나 이들 주요 통화사이에서도 미국의 달러가 압도적인 중요성을 지니고 널리 쓰이고 있고 다른 통화의 쓰임새는 국제경제사회에서의 이들 국가의 비중에 미쳐 못미치고 있는 실정이다. 경제적으로 보아 이들 달러가 아닌 통화에 대한 수요가 그만큼 미약하다는 것이 되겠는데 이른바 澁濟通貨의 선택문제(currency invoicing problem)가 이러한 사정이 나타날 수밖에 없음을 설명하고 있다 [S. Magee and R.K.S. Rao(1980)].

이러한 점을 직시하고 또 우리의 원화가 대외교환성을 가지게 되었다고 하여 엔이나 도이체 마르크에 상응하는 정도로 빈번히 쓰일 가능성도 없다는 점을 상기해 볼 때 우리는 원화의 국제화에 대하여 큰 기대를 걸 수 없다 하겠다. 원화의 국제화에 의한 경제적 실익이 미미할진대 법률적으로 완전한 통용성을 부여하여 실질적으로는 현재의 단계에서 경제

해야 할 자본자유화의 길을 여는 문제에 대해서 조심성이 없을 수 없겠기 때문이다.

5. 4. 外換去來者들의 業務遂行能力提高

최근의 보도는 우리 나라 기업들이 막대한 換差損을 보았음을 보여주어 경각심을 불러 일으키고 있으며 換危險에 대해 보다 적극적으로 대응하지 않으면 안되었음을 제안하고 있다.⁽⁶⁾ 오늘날과 같이 이자율이 크게 변하고 환율이 심하게 변하는 시대에는 이러한 가격 위험에 대해 최선으로 대처할 수 있어야 한다는 것은 필수적이다. 그런데 이자율과 환율중에서는 환율의 변화가 상대적으로 더 심하고 위협적이다. 이자율의 변동폭에는 관행적이고 제도적인 상하한이 있으나 환율의 변동폭에는 그러한 관행적 제한이 없기 때문이다. 환율이 제한없이 극심하게 변할 때 최선으로 대처할 능력이 없다고 하면 불의의 큰 손실을 보게 되기 쉽다. 이러한 손실의 방치는 일종의 不作爲에 의한 작위범이라고 할 수 있겠으며 이러한 不作爲의 어리석음으로부터 헤어나기 위해서는 외환거래자들의 능력이 고양되어야 하겠다.

이를 위해서는 우선 능력있는 딜러(dealer)와 브로커(broker)가 많이 나타나 경쟁시장을 조성하여야 하겠고, 이들이 효과적으로 일할 수 있게끔 전산화, 자동화된 딜링 룸(dealing room)의 여건과 이들의 거래를 뒷받침할 백 오피스(back office)의 지원이 부수되어야 하겠다. 각개 딜러들에게 통화별 제한(currency limits), 만기별 제한(maturity limits), 일중 및 일과별 제한(intraday and overnight limits)을 부여하면서 딜링 룸이 전체로서 관리되어야 하겠고, 일별 결제한도(daily settlement limits)와 거래상대방에 대한 한도(limits on specific counterparties), 선물거래에 대한 한도(constraints on forward traders) 등이 부여되어 관리되어야 하겠다. 더불어 손절매에 대한 규칙(stop-loss rule)도 제정되어야 하겠다[IMF (1993b)].

이러한 과제는 하루 아침에 완결될 수 있는 것이 아니다. 그것은 상당한 시일을 두고 스스로 경험하면서 자체적인 교육훈련이 시행될 때 서서히 갖추어 질 수 있는 것이다.

5. 5. 健全經營의 指導, 監督(prudential supervision)

이자율과 환율이 빈번히 변동하고 이에 따라 투자에 대응하여 자본이득이나 자본손실이 상당한 규모로 나타날 때 금융기관들도 資本利得을 노리는 투기에 상당한 노력을 투입하려고 하게 되기 쉽다. 그리고 이러한 투기에 성공하여 많은 자본이득을 얻는 경우에는 그러하지 않지만 실패하여 큰 자본손실을 보게 되는 경우에는 금융제도 전반이 안정성면에서 위협을 받게 된다. 일반적 생산기업과 달리 금융기관이란 본래적으로 기어링 비율(gearing

(6) 매일경제신문(1994. 5. 1). 기업외환손실 엄청나다.

ratio)이 매우 높아 자신의 자본을 가지고 잘못된 투자, 잘못된 자산운영에 따르는 손실을 보전할 수가 없는 기관이라는 것을 이면에서 유의해야 할 것이다. 때문에 예컨대 1974년에 있었던바 헤르쉬타트 방크하우스(Herrstaat Bankhaus)나 프랭클린 루스벨트(Franklin Roosevelt)은행의 환투기에 의한 도산과 같은 것은 적극 회피되어야 하겠다.

이를 위해서 개별 금융기관은 다양한 헷징수단을 동원하여 가며 가격위험으로부터 벗어나려고 노력해야 한다. 특히 연금기금, 투자신탁, 보험회사 등 기관투자자는 자산구성의 多邊化를 피하여 이자율이나 환율의 변동으로부터 자유로울 수 있어야 한다.

금융감독기구들도 개별 금융기관이 안전한 자산운영을 하는지 여부를 살피는, 이른바 건전경영의 지도감독을 제도화해 시행해야 한다. 각국은 자국의 문화와 전통에 의존하여 가며 개별기관의 내부통제제도, 내부감사기구와 외부감사제도를 적절히 섞어 구사해 가면서 각개 기관의 건전경영을 확보하도록 노력해야 하겠고, 그로써 금융제도 전반의 안전성을 확보할 수 있어야 하겠다.

5. 6. 安定化된 巨視經濟環境의 圖謀

外換市場은 경제 전체중 한 부분에 불과하다. 또 최선의 외환정책을 모색하여 효율적인 外換部門을 만든다는 것은 微視的 效率性을 추구하는 것이다. 이러한 모든 것은 그것의 先決條件으로서 巨視的 安定性을 미리 확보하고 있어야 기대하는 바의 결과를 가질 수 있다. 여기에서 외환정책에 관한 논의를 거시적 안정화를 가져오는 여타의 안정화 정책과 분리시킨채 그 자체를 독립적으로 논의해서는 안되겠다는 것을 알 수 있다.

外換部門의 效率性을 도모하고자 하여 자유화를 피할 때 최우선적으로 충족되어야 하는 것은 物價安定을 확보하는 일이다. 인플레이션을 피할 수 있어야 하는 것이다. 이를 위해서는 전통적으로 통화정책이 동원되어 왔다. 우리 나라에서는 통화량을 일정한 증가율을 갖게끔 관리하려고 애써왔고, 이를 위하여 통화안정채권을 발행한 뒤 각종 금융기관들로 하여금 이것을 인수하게 하는 방식이 주로 이용되어 왔다. 그러나 금리자유화의 근본추이와 더불어 통안채의 이자율도 시장이자율로부터 크게 벌어질 수 없게끔 사실상 실세화되지 않을 수 없게 되었고 그로써 통화관리당국의 통화관리의 부담이 상당히 높아지게 되었다.

그러나 통상적으로 써오던 통화관리의 수단을 더 이상 종래처럼 쉽게 사용할 수 없게 되었다고 하여 物價安定을 포기할 수는 없다. 여기에서 종래에는 사용해 오지 않았던 새로운 방도를 개발하고 강구할 필요가 생기게 되는데, 앞으로 다소간이나마 활성화될 外換市場을 전제로 할 때 당장 활용해 볼 수 있는 것으로서 스왑틀 조작의 방안이 있다 하겠다. 또 차후 채권시장의 발달과 더불어 정통적 공개시장조작의 방법을 도입해 볼 수도 있겠다.

서울대학교 經濟學部 教授
 151-742 서울 관악구 신림동
 전화 : (02) 880-6391
 팩시 : (02) 888-4454

參 考 文 獻

- 금융발전심의위원회(1993): 『금융제도개편연구』.
- 금융발전심의위원회 외환제도개혁소위원회(1994. 6. 23): 『중장기 외환제도개혁추진현황』.
- 윤창현(1994): “금융시장개방하 신금융상품도입방안,” 한국선물학회 발표 논문.
- 이천표(1992): 『한국금융자유화론』, 법문사.
- 재무부(1993. a): 『제 3 단계 금융자유화 및 시장개방계획』.
- _____ (1993. b): “외환 및 자본거래 자유화 추진방향.”
- _____ (1994): “'94상반기 외환제도 개혁내용.”
- 정운찬(1991): 『금융개혁론』.
- 조윤제(1993): “금리자유화와 정책금융방향에 관하여,” 한국은행 금융연구소.
- 三輪芳朗(1993): 『金融行政改革』, 日本經濟新聞社.
- A World Bank Quarterly(1994): *Financial Flows and Developing Countries*, February.
- Bank of England(1992. 11): “The Foreign Exchange Market in London,” *Quarterly Bullettini*;
 한국은행, 『주간해의경제』에서 인용.
- Biersteker, T.(1993): *Dealing with Debt*, Westview Press.
- Cline, W.(1983): *International Debt and the Stability of the World Economy*, Institute of International Economies.
- Corden, W.M.(1993): “Exchange Rate Policy in Developing Countries,” in R. Barch and C. Wong(eds.), *Approaches to Exchange Rate Policy*, IMF.
- Dornbusch, R.(1993): “Exchange Rate Policy in Economies in Transition,” in R. Barch and C. Wong(eds.), *Approaches to Exchange Rate Policy*, IMF.
- Dornbusch, R., and A. Reymoso(1989): “Financial Factors in Economic Development,” *American Economic Review*, May.
- Feldstein, M., and C. Horioka (1980): “Domestic Savings and International Capital Flows,” *Economic Journal*.
- Guitian, M.(1993): “The Choice of Exchange Regime,” in R. Barch and C. Wong(eds.), *Approaches to Exchange Rate Policy*, IMF.
- IMF(1993a): *Private Market Financing for Developing Countries*.

- _____ (1993b): *International Capital Market, part 1, Exchange Rate Management and International Capital Flows.*
- Korea Institute of Finance(1992): *The Banking Industry toward the 21st Century.*
- Krugman, P.(1992): “Exchange Rates in a Currency Band: a Sketch of New Approach,” in P. Krugman and M. Miller(eds.), *Exchange Rate Targets and Currency Band*, Cambridge Univ. Press.
- Little, I.M.D. et al(1993): *Boom, Crisis, and Adjustment*, Oxford University Press.
- Magee, S., and R.K.S. Rao(1980): “Vehicle and Nonvehicle Currencies in International Trade,” *American Economic Review*.
- McKinnon, R.(1991): *The Order of Economic Liberalization*, Johns Hopkins University Press.
- Miller, M.(1991): *Financial Liberalization & Market Volatility*, Blackwell.