

戰後 中國 國共內戰期 外換 및 金 暗市場이 인플레이션에 미친 影響

韓 宰 東

2차대전 후 초강성인플레이션기간 중, 貨幣 實質價値의 결정요인인 통화량에 대한 報道官制가 이루어지고 대규모의 외환투기가 성행하던 상황하에서도, 中國經濟가 물물교환으로 퇴행하거나 외환이 실거래에 널리 사용되지 않고, 실질가치의 급격한 변화를 겪던 法定通貨가 去來媒介手段의 機能을 의연히 견지한 사실은 괄목할 만하다. 이에 대하여, 본고는 價値의 確實性이 거래매개수단의 요건임에 착안하여, 당시 상하이를 중심으로 전국적 규모로 발달된 外換暗市場의 換率이 통화량 등 巨視變數에 대한 情報를 효율적으로 반영하여 일반대중에게 전달하는 信號의 기능을 발휘하였고 이로써 법정통화의 實質價値에 대한 豫測上의 불확실성이 감소하였다는 사실을 제시한다. 歷史的 記錄의 검토와 時系列資料의 계량적 분석을 통하여 가설의 蓋然性을 뒷받침하는 과정 중에서, 이러한 機能은 당시 가치보전수단으로서 외환과 비견되던 金의 암시장에서는 발견되지 않은 독특한 것으로 나타났다.

1. 問題의 提起

2차대전의 종료와 더불어 국민당정부는 장제스(蔣介石) 영도하에 反共主義라는 구미 서방권 정치이념의 실천적 연장으로써 소위 巢共作戰을 전개하여 나아갔다. 애초에 군사면에서 절대적으로 우세하였던 국민당은 상당히 빠른 시일내에 공산군을 소탕하여 완전한 의미의 중국통일을 이룩할 것으로 낙관하였으나, 점차 공산계릴라군의 저항과 공세가 힘을 더하면서 全面 內戰의 양상을 띠게 되었다.

중국에서는 창조말기 이래 지방군벌기를 거치면서 국가조직의 大綱이 해이해지면서 조세제도도 극히 취약해 졌다. 신해혁명과 더불어 정치적 구심체로 부상한 국민당정부를 실질적인 中央政府의 위치로 끌어올린 1927년 北伐 이후의 일련의 改革도 국가재정상의 革新을 가져다 주지는 못하였다. 전후 조세수입의 증가는 미미한 반면, 戰費所要에 따른 막대한 재정지출이 이루어지면서 재정수지 적자폭이 크게 증가하였다. 국민당정부는 적자보전책으로서 不換紙幣의 增發에 의존하였다. 당초 국민당정부가 巢共作戰의 단기 종결을 확신하였고 따라서 대규모의 단기적 재원확보를 도모하였기 때문에, 징수비용이 극소한 인플레이션租稅가 조세제도의 개혁보다 합리적인 財源調達手段이었다고 할 수 있다. 그러

나, 애초의 기대와 달리 내전이 교착상태에 빠지고 戰費支出이 기하급수적으로 증가함에 따라, 통화증발이 가속되면서 결과로써 초강성인플레이션이 內戰期의 중국경제를 특징짓게 되었다.

초강성인플레이션하의 중국경제에 있어서 한 가지 특이한 貨幣現象은, 급격한 통화가치의 변동 속에서도 法定通貨인 소위 후아빠(法幣)가 의연히 去來媒介手段(medium of exchange)의 機能을 전지하였다는 점이다.⁽¹⁾ 당시 중국 天津에 주재하던 젊은 외국인으로서 후일 경제학의 大家가 된 Gordon Tullock은 다음과 같은 관찰을 기록하였다:

중국 인플레이션의 가장 중요한 특징은 …… 법정통화가 거래매개수단으로서 지속적으로 사용되었다는 점이다. 물물교환으로 퇴행하거나 비공식적인 지불수단이 사용되는 일은 별로 없었다 …… 어떤 이들은 미국과 홍콩화폐가 가치보장의 수단으로 사용되었으므로, 이들이 또한 去來媒介手段으로서 법정통화를 대체했으리라고 단정하고 있다. 그러나, 외국화폐를 실거래에 이용하는 것은 예외에 속하는 일이었다[Campbell and Tullock(1954, p. 243)].

이는 다음의 몇 가지 점에 비추어 괄목할 만한 일이었다. 첫째, 대규모의 外換 暗市場이 사실상 공공연한 自由市場으로서 전국적으로 위세를 떨치고 있었다. 1949년경 전국의 외환 암시장은 소위 ‘그린 백’이라고 하는 메이화(美貨) 1억 5천만 달러, 그리고 홍콩의 깡빠(港幣) 2-3억 달러(美貨 약 5천만 달러 상당) 정도가 유통되고 있던 것으로 추정된다. 이를 1949년 4월 당시의 암시장 환율인 미화 1달러 대 8,897 金圓으로 환산하면 약 1조 8천억圓으로, 당시 金圓券 總發行量 약 2천억圓의 9배에 해당하는 규모이었다.⁽²⁾ 외환 투기활동은 상하이를 중심으로 하여, 전통적인 금융조직인 치앤주앙(錢莊)의 전국적 유통망을 따라 성행하고 있었다.⁽³⁾ 또한 ‘黑市外匯價’라고 불리던 暗市場의 환율은 경향

(1) 전후 중국 국민당은 중국내에서 複數通貨制度를 채택하고 있었다. 즉, 만주에서는 동메이리유통환(東北流通券), 그외의 본토에서는 후아빠(法幣), 그리고 臺灣에서는 타이빠(臺幣)가 법정통화로 유통되고 있었다.

(2) 經濟導報, 第111期 第6項 및 Chou(1963, pp. 106-107)의 자료에서 계산함.

(3) 은본위제도하에서, 신식 금융기관인 은행에 비하여 비교적 자본규모가 적은 錢莊들은 소위 匯劃制度라고 하는 효율적 국내송금망을 통하여 자본의 국내이동에 절대적 역할을 수행하였다. 그러나, 1935년 화폐제도 개혁과 더불어 官治金融構造로의 개편이 이루어지면서 錢莊은 상대적으로 위축되게 되었으나, 중일전쟁 발발이후 상하이에 대한 정부의 통제가 약화 상실되고 또한 가치보장수단으로서 금 및 외환의 투기가 성행하면서 괄목할 만한 復活伸張勢를 보이게 되었다. 45년 상하이를 수복한 국민당정부는 181개소의 錢莊을 폐쇄시키고 48개소만의 영업을 허용하였으며, 47년에는 新銀行法을 제정하여 錢莊의 支分所의 개설을 금지하고 신용대출을 예금액의 50% 내로 제한하는 등의 조치를 실시하였다. 그러나, 다음의 두 가지 증거로 미루어 볼 때, 전후 錢莊의 활동은 건재 왕성하였다고 추론할 수 있다. 첫째, 1948년 8월 金

각지의 주요신문에 매일의 경제지표와 나란히 보도되는 등, 당시 일반경제생활의 근저에서 광범한 영향을 미치고 있었던 것이다. 일반적으로 초강성인플레이션하의 경제에 있어서 각급 수준의 '달러화(dollarization)현상'이 관찰되기 마련인데, 이렇듯 外換投機의 熱風 가운데서도 보편적 거래매개의 수단으로서 법정통화가 외환에 대체되지 않고 거래의 지불수단기능을 확고히 지켜 나아갔다는 점은 주목을 끌 만한 예외적 화폐현상이다.

화폐의 會計手段, 價値尺度, 그리고 價値保藏手段으로서의 기능은 그 實質價値의 변동이 적을 때 원활히 발휘될 수 있다. 반면, 화폐가 거래매개수단의 기능을 발휘함에 있어서는 실질가치의 確實性만이 필요 충분조건이다. 이와 관련하여 가치의 변동이 반드시 불확실성을 의미하는 것은 아님을 지적할 필요가 있다.⁽⁴⁾ 비록 그 실질가치가 외견상 급격히 변동하더라도 실상 그 변동내용이 미리 예측되고 있고 두루 共知되고 있다면, 去來媒介手段으로서 아무런 瑕疵가 없는 것이다. 예상치 못한 실질가치의 변동, 즉 實質價値豫測上의 不確實性이 화폐의 去來媒介手段機能을 가장 阻害하는 요인이라고 할 수 있다. 따라서 전후 국공내전기의 초강성인플레이션하에서도 법정화폐가 의연히 거래매개수단의 기능을 견지한 특이한 현상은, 당시 物價水準 혹은 그 역수로서 통화의 실질가치를 비교적 정확히 예측할 수 있었다는 사실의 반영으로 해석할 수도 있다.

한편, 국민당정부는 소위 物價心理를 자극하지 않는다는 명목하에, 물가수준에 가장 직

圓券 貨幣改革과 더불어 각급 민간부문의 금, 은, 외환을 자진 납부 방식으로 회수하였는데, 錢莊部分의 納付總額이 公示價格으로만 환산해도 595만金圓에 달하였다. 이 금액은 당시 上海錢莊全體의 공식적 純資產 21만圓의 30배에 달하는 규모이었다. 錢莊에 대한 대외자료는 극심히 축소 歪曲되어 있다고 할 수 있다. 두번째, 49년 4월 臺灣에서 地下錢莊에 대한 단속을 실시하였는 바 그 영업규모가 방대한 것으로 드러났다. 국민당정부의 避遷에 앞서 상하이에서 臺灣으로 이동한 전장들 가운데 無許可의 소위 地下錢莊이 상당수이다. 그 중의 한 예인 七洋貿易行에 대한 경찰보고에 따르면, 이는 무역회사 간판아래서 불법적 투기를 주로 하는 地下錢莊으로서, 金 445兩重, 예금 5억 8천만圓, 현금 8억 1천만圓, 그리고 대량의 각종 사재기 貨物 등을 압수하였다고 한다(中央日報 臺北版, 1949년 4월 22일자). 당시 國庫 臺灣銀行을 제외한 4대 은행의 예금잔고가 30억圓 이하에 불과하였던 점과, 압수된 금의 가격이 당시 臺北 暗市場 시세(1兩當 8,000,000圓)로 계산하여 대만 화폐발행고의 약 10%에 상당하는 점에 비추어 당시 地下錢莊과 그들을 중심으로 한 投機의 위세가 어떠한지 짐작할 수 있다. 臺灣 전역에만 錢莊이 500여개소에, 최대전장의 예금고는 통화량의 50%에 달했다고 한다(陳榮富(1956, p. 73) 참조). 제도금융권은 관치금융기관인 中央, 中國, 交通, 農民銀行으로 이루어진 四聯總處로 집중되고, 지하금융권은 錢莊에 의해서 좌우되는 二重構造가 지속되었다. 전장의 발달사는 王業健(1981) 및, 上海錢莊史料(1958) 참조함.

- (4) 불확실성의 척도는 물가변동을 자체의 분산치가 아니라, 물가 예측오차의 분산치이다. 그러나, 실질상 여러 가지의 불확실성의 척도들이 화폐의 실질수요, 나아가 물가에 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다. Quddus, Liu, and Butler(1986)은 중국 인플레이션의 계량분석을 통해 물가 예측오차가 실질화폐수요 나아가 물가에 영향을 미치지 않은 것으로 보고하였다.

접적인 결정요인인 通貨發行量등 주요 巨視變數에 대한 정보를 차단하는 유래없는 愚民政策을 견지하였다. 당시의 일반대중의 답답한 형편에 대하여 다음과 같은 기록을 찾을 수 있다:

…… 抗戰勝利 후 14개월 이상이나, 중국내의 화폐유통액에 대한 정부의 발표가 없었다. 중앙은행의 부채와 자산에 대한 공식통계가 발표된 바 없으므로, 일반 국민들은 國庫와 國債은행 안에서 무슨 일이 일어나고 있는지 추측만 무성할 따름이다 …… (홍콩發 *The Far Eastern Economic Review*誌, 1946년 11월 13일자): …… 국제연합의 모든 회원국을 통틀어서, 오직 중국(정부)만이 지금까지 自國民과 세계일반에게 그 銀行券 관리의 비밀을 털어놓기를 즐기치게 거부하고 있다 …… (上揭誌, 1947년 2월 5일자): …… 난징(南京: 당시 국민당정부의 수도)에서 화폐발행고는 極秘로 여기고 있다 …… (上揭誌, 1947년 12월 17일자).

이러한 정보 遮斷이 物價水準 혹은 그 逆數로서 화폐의 실질가치 예측에 있어서 不確實性을 助長하게 됨은 물론이다.

자연스러운 의문은, 화폐발행량 등 물가예측상 핵심적 변수에 대한 자료가 公共情報領域에서 배제되고 있던 상황에서, 일반대중들이 어떻게 비교적 정확하게 貨幣의 미래치를 예측할 수 있었을까 하는 점이다. 본고에서의 과제는, 이상과 같이 일견 相沖되는 제현상들, 즉 외환 암시장이 창궐하고, 화폐의 실질가치 예측에 불리한 情報與件 속에서도, 내국통화가 의연히 去來媒介手段으로서의 機能을 견지한 사실을 어떻게 설명할 수 있을까 하는 것이다. 필자는 自由市場으로서 外換 暗市場의 情報傳達機能에 착안하여 이의 설명을 시도하고자 한다. 즉, 暗市場換率이 거시정보를 효율적으로 반영하고 상품시장의 참여자들이 이를 처리 추출하여 거래과정상 이용함으로써, 貨幣의 실질가치에 대한 不確實性을 감소시켰고, 외견상 급격한 인플레이션하에서도 법정通貨는 去來媒介手段으로서의 기능을 견지할 수 있었다는 假說을 제시하고자 한다.

2. 外換換率과 物價와의 關係

2.1. 方法論 一考

다음에서 제시할 몇 가지 이론과 통계분석 방법들은 본고의 가설에 대하여 다만 蓋然性을 시사할 뿐이라는 점을 명기하고자 한다. 특히 본고의 실증분석에 사용될 時系列分析模型들이 변수간의 科學的 因果關係를 규명하는 데 미흡하다는 방법론상의 한계성을 내포하고 있다. 이러한 準據의 틀안에서는 상이한 과학적 인과관계가 동일한 통계적 관계를 표

출시될 수 있음은 널리 알려진 사실이다. 경쟁적 이론들 가운데서의 선택은 궁극적으로 역사적 방법론에 의해서 이루어져야 한다. 예컨대, 전후 중국 초강성인플레이션하에서 외환과 물가사이에 어떠한 근본적 인과관계가 존재하였는가, 혹은 구체적으로 외환의 변동이 통화량에 대한 신호기능을 했는가의 여부는 역사적 사실의 영역에 속하는 것이다.

한편, 역사적 관찰이 개인 주변의 단편적이고 편향된 일화(episode)가 아니라 당시 경제상황을 보편적으로 대표한다면, 실제자료상 변수들간에 해당 경제이론이 예견하는 바대로의 일정한 규칙성을 띤 관계가 존재하는 것으로 입증되어야 한다. 예컨대, 외환시장이 상품시장에 대하여 통화량에 대한 정보원으로서 기능을 발휘한 것이 당시 사회의 일반적 상황이었다면, 자료상 환율과 물가는 밀접한 관계를 가진 것으로 나타나야 하게 마련이고, 환율이 물가의 미래치를 예측하는 데 도움이 되어야 한다. 즉, 해당 경제이론이 예측하는 바대로의 실증분석결과가 뒷받침하지 않는 역사적 관찰은 단편적 삽화와 구별되기 어렵다. 역사적 사실의 窮究를 목적으로 하는 본고에서는, 이론적 계량적 분석이 필요요건에 해당할 뿐 충분조건은 아니라고 말할 수 있다.(5)

2.2. 換率과 物價 간의 關係에 대한 一般理論과 中國經濟의 歷史的 特殊性

外換換率과 物價와의 關係에 있어서 다음과 같은 두 가지의 이론들을 생각해 볼 수 있다. 첫번째로, 외환의 對外的 去來媒介機能에 착안하여 볼 때, 外換換率의 변동은 輸入物價의 국내가격의 변동을 통하여 국내물가수준에 직접적 영향을 미친다. 물자의 수입은 대부분 中長期 國際契約에 의하여 이루어지므로, 外換換率의 변동이 물가의 변동으로 나타나기까지는 일정한 시간이 소요되는 것이 常例이다.(6)

두번째로, 외환과 물가수준의 변동은 모두 공통적인 決定要因의 변동을 반영하는 데, 두 부문의 반영속도가 다르다는 이론이다. 資産市場理論에 따르면, 換率은 양국 화폐의 상대적 위험성, 현재 및 미래의 통화량, 그리고 양국 화폐표시 자산에 대한 상대적 投資收益性 등 거시적 정보를 반영하는 資産價格인데, 자산시장에서는 이러한 정보가 효율적으로 신속히 자산가격에 반영된다고 한다.(7) 이에 따르면 예컨대 통화량의 증가는 다른 조건이 일정한 한 먼저 외환가격의 인상으로 반영되고, 다음 물가수준의 상승으로 나타나게 된다.

(5) 본고에서는 핵심가정의 검증에 있어서 역사적 고찰이 충분조건이고, 이론적 통계적 추론은 필요조건이라는 방법론상의 입장을 취한다는 점에서, 經濟史가 경제학의 필요조건일뿐 충분조건은 아니라는 Arrow(1985)의 견해와 대조된다.

(6) 이는 소위 通過理論(pass-through theory)으로서, 환율이 수입물가에 영향을 미치고 다시 物價水準上昇으로 이어지는 데 소요되는 시간에 대한 各種 研究의 비교는 Bondo(1980)를 참조함.

(7) 外換의 資産價格理論은 Mussa(1982)을 참조함.

후자의 이론이 2차대전 후 국공내전기의 역사적 상황에 비추어 볼 때, 환율과 물가간의 관계를 설명함에 있어서 타당한 것으로 보인다. 첫째, 외환 암시장에서 거래되는 외환의 주된 用途는 去來媒介手段이 아닌, 價値의 寶藏手段 즉 資産이었던 것이다. 외환이 국내에서 일반적 去來媒介手段으로 사용되지 않았음은 이미 살펴본 바와 같다. 또한, 대외거래에 사용된 外換은 암시장이 아닌 國策銀行을 통하여 公定換率로 賣買된 것이었다. 外匯平准基金委員會가 비교적 신축적으로 환율을 관리하던 1947년 8월부터 1948년 5월까지의 시기를 제외하고는, 公定換率은 암시장의 환율에 항상 下回하였던 것이다.⁽⁸⁾ 따라서 암시장 외환환율의 변동이 물가상승을 先導했다고 보기는 어렵다. 실제로, 공식통계상으로 수입물자의 가격지수가 내국산물자의 가격지수를 선행하거나, 양자간의 비율이 큰 변동을 겪은 것으로 보이지는 않는다[吳岡(1958, pp. 180-213) 참조].

둘째는, 당시 외환시장과 상품시장간에는 情報上의 非對稱性(information asymmetry)이 존재하였는데, 이는 자산시장이론과 관련하여 상당히 중요한 의미를 지닌다. 자산가격으로서 외환환율이 정보를 신속히 반영하고, 동시에 거시정보에 대한 상품시장 참여자의 접근이 차단되어 있는 경우, 理論的으로, 상품시장 참여자는 信號抽出過程(signal extraction process)을 통하여 환율로부터 물가 예측에 유용한 정보를 획득할 수 있다.⁽⁹⁾ 실제로 당시 중국에서는 정책결정층과 외환 암시장 참여자가 밀착되어 있다는 것이 世間的 一般的인 認識이었다. 물가에측상의 필수적 정보인 通貨量이 公共情報의 領域에서 정책적으로 배제되어 있었던 데 비하여, 당시 외환 암시장의 주요 투기자들인 소위 ‘큰 호랑이[따이후: 大虎]’ 들은 貨幣金融政策立案者들과 밀착된 계층이라는 것이 世說이었다.⁽¹⁰⁾ 외환투기자

(8) 전후 국민당정부는 환율의 안정을 위하여 적극적인 외환 및 금의 투매를 실시하였다. 외환과 금의 공식가격 책정상 상당한 차이가 있었음은 주목할 만하다. 외환의 公式換率이 시장환율보다 심히 낮은 이유로 해서, 중앙은행 외환보유고가 45년 직후 약 6억 2천만 미달러(그 중 미화 5억 7천만달러)에서 47년 2월에 이르러서는 2억 3천만달러(그 중 미화 2억달러)로 급격히 감소하였다. 1947년 2월 금 외환의 자유매매를 금지시키는 經濟緊急措置가 외환가의 안정을 이룰 수 없게 되자, 동년 8월 外匯平准基金委員會를 구성하여 신축적 관리환율제도를 실시하였다. 이러한 속에서도, 중앙은행의 외환보유고가 약 2천만달러 수준으로 떨어지게 된, 1948년 5월 31일 외환정책은 경직적인 結匯證明書制로 전환하였으며, 동년 8월 약간의 수정을 걸쳐 본토 함락시까지 유지되었다. 공식환율과 시장환율과의 괴리가 중앙은행보유의 외환을 암시장으로 전환케 하는 불법행위를 조장했음은 물론이다. 한편 47년 2월 공매를 중지하기까지 대체로 금의 공매가격은 외환과 달리 시장가격에 근거하는 신축적 기초에서 운영되었다. 중앙은행의 금보유고는 45년 2억 美달러 상당에서 47년 2월 8천만 달러로 하락한 후, 그리고 48년 5월 약 1억원 수준으로 다소 증가하였다. 1948년 통화개혁과 더불어 외환과 금의 소지 매매를 다시금 강력히 규제하고 매입정책을 실시한 결과, 중앙은행의 보유고가 금 8천만 달러 그리고 외환 8천만 달러 증가하였다[張公權(1986, 第12章) 참조].

(9) 외환시장과 상품시장의 정보획득상의 차이에 대하여서는 Flood and Hodrick(1984)을 참조함.

들의 政策立案者들과 밀착 云云은, 그 사실 여부자체보다 당시 일반대중들이 그렇게 믿고 그에 따라 행동했다는 점이 더욱 중요하다.⁽¹¹⁾ 일반대중들의 이러한 인식을 반영하듯, 쑹양르어빠오(中央日報)나 신빠오(申報) 등 주요일간지들은 외환암시장 換率을 매일 보도하였다. 한편, 상인들이 신문에 보도된 암시장 외환율을 가격설정에 이용하였다는 것이 보편적 관행이라는 기록을 곳곳에서 찾을 수 있다.⁽¹²⁾

물가와 환율간의 관계에 대한 위의 두 이론은, 상이한 두 변수간의 시간적 先後關係를 시사하고, 따라서 주어진 시계열자료가 어떤 이론과 부합하는지 실증적으로 구별될 수 있다. 合理的 期待論(rational expectations theory)에 비추어 볼 때, 첫번째 이론대로 외환이 수입물가의 인상을 통하여 물가에 영향을 미치는 경우에도, 時系列 자료상 換率變動이 물가변동을 반드시 先行하는 것으로 나타나지는 않는다. 국내수입업자가 예상되는 환율변동에 근거하여 수입물자의 가격을 미리 조정할 경우, 시계열상 물가변동이 환율변동에 앞서 기록된다. 實際 환율변동들 가운데는 예상된 변동과 예상 밖의 변동이 혼합되어 있게 마련이므로, 시계열 자료상 환율변동과 물가변동은 서로 앞서거나 뒤서거나 하며 일어나는 것으로 나타나게 될 것이다(Sims(1972) 참조). 여러 경제의 실증분석에서도 물가와 환율간의 이러한 상호관계가 존재하는 것으로 확인되고 있다.⁽¹³⁾

반면에, 외환의 資產價格理論에 따르면, 공통요인의 변동에 대한 외환시장의 반응이 항상 상품시장에 앞서 나타나게 마련이다. 合理的 期待者로서 상품시장 참여자들이 情報蒐集 및 處理上 劣等한 위치에 놓여 있는 상황하에서는, 소위 情報上 無賃乘車者(free rider)로서 換率에 담겨있는 情報의 소극적인 信號抽出過程에 전념하는 것이 경제적이다. 실제로 초강성인플레이션이 일정 단계에 이르면, 일반적으로 상품시장에서 외환 환율이 물가의 주된 指數가 되면서 價格決定行態의 變換이 발생하는 것으로 관찰되고 있다.⁽¹⁴⁾ 이 경

(10) 소위 四大家族說에 따르면, 蔣(介石), 宋(子文), 孔(祥熙), 陳(果夫, 立夫)氏 친인척들이 외환 및 금 투기에 깊이 간여한 것으로 되어 있다. 재정부장에 임직중이던 공상시(孔祥熙)의 부인이며 장제스(蔣介石)의 처형인 송아이링(宋愛齡)은 외환암시장의 주요 실력자였으며, 차녀 孔令俊은 一家嘉陵公司라는 외환투기업체를 운영한 것으로 알려져 있다(壽充一(1985, p. 82) 참조).

(11) 이에 대하여서는 합리적 거품理論(rational bubble theory)을 참고함.

(12) Campbell and Tullock(1954, p. 243), 및 특히 經濟周報, 第6卷 第18期 第6項에서의 다음의 인용을 참조함(괄호안은 필자의 의역분임):

상하이에서 집세나 점포세는 항상 금을 (회계상의 단위로) 이용하여 계산하였으나, 시장의 貨物의 거래에서는 …… 모두 미화를 (회계상의 단위로) 사용하여 계산하였다.

(13) Kawai(1980)은 대부분의 선진공업국의 물가와 환율간에 雙方的 因果關係가 존재함을 확인하였다.

우, 시계열상으로 外換率의 변동이 항상 物價 변동을 先行하는 것으로 나타나게 될 것이다.

이러한 이론적 배경을 가지고, 다음 항에서 Granger 因果檢定을 통하여 실제 자료상 환율과 물가 변동간의 시간적 관계를 살펴보고자 한다. 본고의 가설대로 외환 암시장의 환율이 물가에측에 유용하게 사용되었다면, 시계열상 외환의 변동이 물가의 변동을 선행하는 것으로 나타나야 할 것이다.⁽¹⁵⁾

2.3. 時系列 資料의 實證分析

본 항에서는 통계적 분석을 통하여 실제 時系列 資料가 본고의 핵심적 가설을 뒷받침하는지 살펴보고자 한다. 전후기간과 더불어, 참고적으로 중일전쟁 이후인 1938년 3월부터 1945년까지의 자료도 함께 살펴보았다. 경제금융의 중심지인 상하이 및 抗日戰中 首都인 戰時首都인 충칭(重慶)의 도매물가지수, 암시장 외환 및 금시세에 대한 통계자료는 上海解放前後物價資料, 舊中國通貨膨脹史料, 外匯統計彙編 등에서 비교 검토를 통하여 인용하였고, 미국의 도매물가지수는 NBER(National Bureau of Economic Research)의 歷史的 巨視資料(Historical Macro Data) 중 勞動統計局(Bureau of Labor Statistics)의 자료를 사용하였다. 별도의 資料源들과 비교 검토해 보면 이들 통계자료들은 모두 신빙성이 높은 것으로 나타난다.

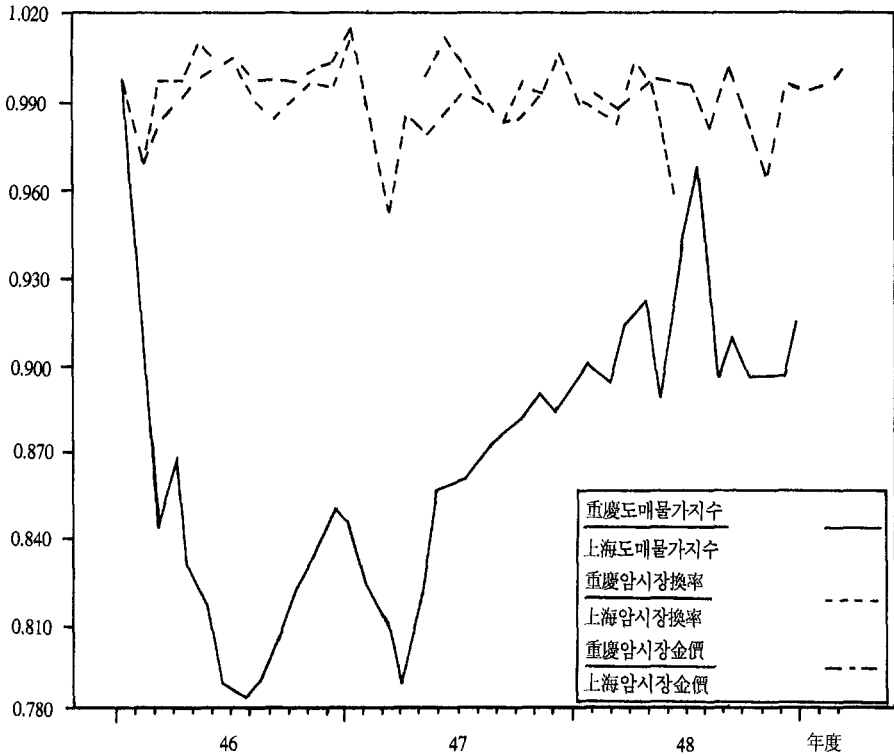
2.3.1. 購買力平價說의 與否檢證

購買力平價說에 따르면 국내화폐단위로 표시한 외국화폐의 가격인 外換率과 국내물가지수와 외국물가지수의 비율인 相對物價指數 간에는 장기적으로 1대 1의 대응관계가 존재한다고 한다. 이 이론이 물가-환율 두 변수간의 정확한 傳達機轉에 대한 설명을 제시하거나, 앞서 논의한 두 가지 상이한 이론을 자료상 구별해 주지는 못한다. 다만, 물가와 환율간에 있어서 장기적 균형의 존재 여부를 검증함으로써 구체적인 인과관계에 대한 가설 설정에 있어서 첫걸음을 이룰 수 있었다.

<도 1>에서는 상하이에 대한 충칭의 환율, 금가, 물가지수의 추이를 각각 나타내고 있

(14) 戰間期の 독일의 경우 政府發表의 生計指數 豫測值가 전 독일인의 생활의 中心軸으로 끝까지 남아 있었기에, 외환환율과 금가가 물가결정의 指數로 사용되는 정도가 제한되었다. 그럼에도 불구하고, 마르크貨의 평가절하가 惡性인플레이션의 始原이라는 설이 상당히 유행하였다 [Brescini-Turroni(1937) 참조].

(15) 이 변동은 단순한 변수의 상승 하강과 반드시 일치하는 것은 아니다. 이는 자체의 과거치로 예측할 수 없는 순수한 혁신(innovation)을 가르킨다. 因果檢定에서 자기상관적 필터로 자료를 일차적으로 거르는 것은, 이 혁신만을 얻고, 두 변수의 혁신들간의 시간적 선후관계를 살펴보기 위한 것이다.



〈도 1〉 重慶과 上海간의 각종 指數의 推移

다. 內地 충청 암시장 환율의 상하이 암시장 환율에 대한 비율은 전기간에 걸쳐 1을 나타내는 평행선을 중심으로 매우 좁은 폭 안에서 변동한 것으로 나타난다. 양자간의 차이는 대부분 환율가의 2-3% 안에 해당하고, 최고 4-5%를 넘지 않았다. 이 근소한 차이가 운송 거래비용이라고 하더라도, 두 지역간의 상당한 거리에 비추어 매우 저렴한 것이어서 효율적인 자본의 이동체계를 반영하는 것이라고 할 수 있다. 양지역간의 암시장 금가격간의 차이도 매우 근소하였던 것을 볼 수 있다. 소위 제도권 밖, 각지의 외환과 금의 암시장이 전국적 수준에서 연계되어 사실상 하나의 통합된 전국적 市場으로서 효율적으로 기능하고 있었음을 확인할 수 있다. 실제로, 중국의 전통적인 私的 금융기관인 치앤주앙(錢莊)을 통한 각 지역간의 국내 송금이 인플레이션 全期에 걸쳐 활발한 수준으로 유지되어, 지역간에 환율상의 격차 발생을 막고 있었다. 한편, 두 지역의 도매상품가격지수의 비율이 상당한 변동을 보인 것과 대조를 이룬다.

외환과 금이 전후 중국 인플레이션하의 양대 자산시장이었다는 점에 착안하여, 물가지수와 외환환율 그리고 金價 間に 購買力平價說을 검증하여 보았다. 자료의 실증분석에 이

〈表 1〉 購買力平價說의 檢證結果¹⁾

1. OLS推定結果

1-1) 상하이 도매물가와 暗市場 外換價

$$(WPI/WPI^*)_t = 0.79 + 0.89S_t; \quad R^2 = 0.99; DW = 0.76; Q(9) = 30.59$$

(-5.90) (68.87)

1-2) 상하이 도매물가와 暗市場 金價

$$(WPI/WPI^*)_t = 0.67 + 0.91GP_t; \quad R^2 = 0.99; DW = 0.90; Q(9) = 30.9$$

(-5.79) (80.59)

*1-3) 충청 도매물가와 상하이의 暗市場 外換價

$$(WPI/WPI^*)_t = 0.03 + 0.85S_t; \quad R^2 = 0.99; DW = 0.49; Q(9) = 49.50$$

(0.28) (74.37)

1-4) 충청 도매물가와 暗市場 外換價

$$(WPI/WPI^*)_t = 0.63 + 0.77S_t; \quad R^2 = 0.97; DW = 0.50; Q(9) = 25.42$$

(3.46) (32.05)

1-5) 충청 도매물가와 暗市場 金價

$$(WPI/WPI^*)_t = -0.06 + 0.87GP_t; \quad R^2 = 0.99; DW = 0.65; Q(9) = 23.44$$

(-0.69) (92.10)

2. 殘差項의 單位根 檢定(Unit Root Test) 結果²⁾

2-1) 상하이 도매물가와 暗市場 外換價간의 잔차 DF = -14.40; ADF(4) = -14.88; PP(4) = -16.83

2-2) 상하이 도매물가와 暗市場 金價간의 잔차 DF = -17.46; ADF(4) = -7.82; PP(4) = -19.98

2-3) 충청 도매물가와 暗市場 外換價간의 잔차 DF = -8.24; ADF(4) = -1.14; PP(4) = -7.49

*2-4) 충청 도매물가와 상하이의 暗市場 外換價간의 잔차 DF = -10.68; ADF(4) = -8.81; PP = -9.03

2-5) 충청 도매물가와 暗市場 金價간의 잔차 DF = -15.50; ADF(4) = -11.50; PP = -12.99

3. 誤差修正模型의 推定結果

3-1) 상하이 도매물가와 暗市場 外換價

$$\Delta(WPI/WPI^*)_t = -0.37E_{t-1} + 0.95\Delta S_t; \quad R^2 = 0.73; DW = 2.29; Q(9) = 4.71; LM(2) = 4.64$$

(-2.67) (13.04)

3-2) 상하이 도매물가와 暗市場 金價

$$\Delta(WPI/WPI^*)_t = -0.44E_{t-1} + 0.99\Delta GP_t; \quad R^2 = 0.77; DW = 2.28; Q(9) = 5.00; LM(2) = 5.91$$

(-2.95) (14.30)

3-3) 충청 도매물가와 暗市場 外換價

$$\Delta(WPI/WPI^*)_t = -0.27E_{t-1} + 0.53\Delta S_t - 0.01\Delta S_{t-1} + 0.37\Delta(WPI/WPI^*)_{t-1}$$

(-1.88) (3.11) (-0.05) (1.55)

$$R^2 = 0.37; DW = 1.61; Q(9) = 8.9; LM(2) = 7.15$$

*3-4) 충청 도매물가와 상하이의 暗市場 外換價

$$\Delta(WPI/WPI^*)_t = -0.27E_{t-1} + 0.86\Delta S_t; \quad R^2 = 0.80; DW = 2.12; Q(9) = 5.6; LM(2) = 1.34$$

(-2.47) (16.29)

3-5) 충청 도매물가와 暗市場 金價

$$\Delta(WPI/WPI^*)_t = -0.40E_{t-1} + 0.88\Delta GP_t; \quad R^2 = 0.84; DW = 1.81; Q(9) = 9.19; LM(2) = 0.21$$

(-3.38) (18.71)

註: 1) S_t 는 今期의 지역 암시장 외환가, E_{t-1} 는 前期의 외환가의 구매력평가로부터의 오차, $(WPI/WPI^*)_t$ 는 今期의 지역(상하이 혹은 충청) 도매물가와 미국도매물가의 비율, GP_t 는 今期 지역 암시장의 금가를 나타낸다. 자료는 모두 自然 로그值이며, Δ 는 변화율을 나타낸다. 별도로, 환율(혹은 금가)를 좌변에 상대물가를 우변에 가진 회귀방정식을 추정하였는 바, 이 표에 보고된 결과를 상대물가에 대하여 정규화한 것과 일치하였다.

2) Dickey-Fuller Test, Augmented Dickey-Fuller Test(lags = 4), 그리고 Phillips-Perron Test의 Z_p 통계량임. 상수항은 있으며 시간추세선은 없는 추정방정식을 이용함. 표본크기는 충청 외환시장의 경우 26이며, 나머지는 40임. 이들의 임계치는 각각 약 -10.2, -10.7(10% 有意水準), -12.5, -13.3(5% 有意水準), -17.2, -18.9(1% 有意水準)임 [Hamilton(1994, p. 762) 참조].

3) DW는 Durbin-Watson통계치, Q(9)는 Ljung-Box의 Q통계치(자유도 = 9), LM(2)는 Godfrey와 Breusch이 제안한 General Lagrange Multiplier(자유도 = 2) 등으로, 모두 시계열자기상관 여부를 검정한다.

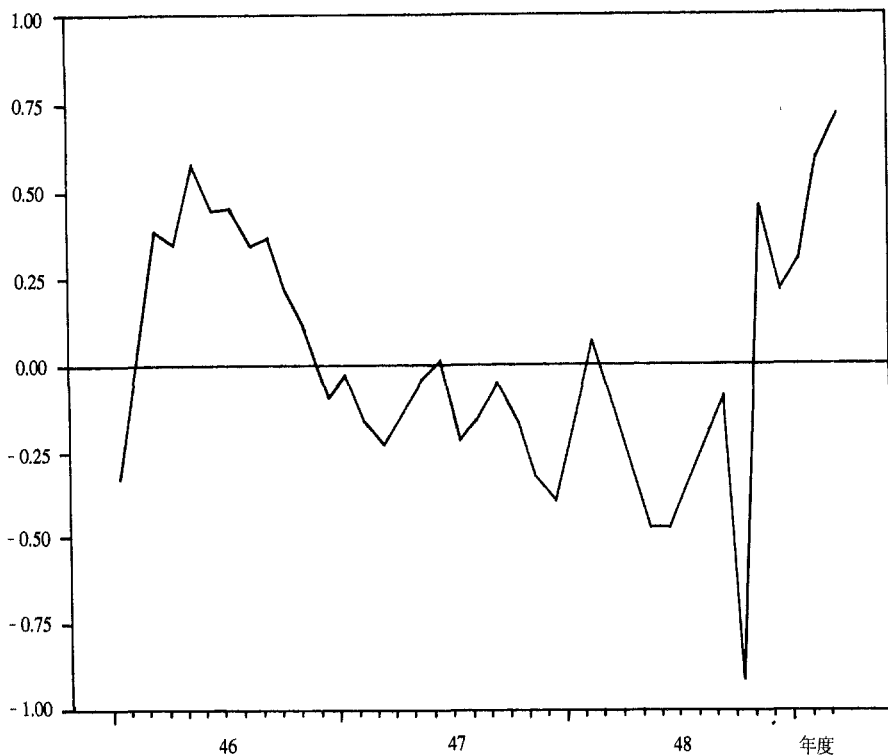
용하는 購買力平價說의 회귀방정식모형은 여러 가지가 있는데, 본고에서는 상대물가지수가 외환환율이나 금가에 연계된다는 모형을 채택하였다. <表 1>에 요약된 결과 중, 최소자승법에 의한 추정결과를 보면, 환율의 설명변수로서의 상대물가의 계수는 그 추정치가 대체로 1에 접근함을 볼 수 있다. 다만, 추정치가 1로부터 標準偏差의 2배 이상 괴리를 보이고 있으므로, 엄밀한 의미의 구매력평가설은 기각되는 것으로 나타난다.

그러나, 최근의 시계열분석이론에 따르면, 이 標準偏差는 과소추정되고 따라서 그 標準偏差에 근거한 가설검증은 통계적 오류일 수 있음이 밝혀졌다.⁽¹⁶⁾ 이러한 방법론상의 혁신에 자극 받아 구매력평가설의 통계분석은 근년에 들어 크게 변화하였는데, 대체로 최근의 구매력평가설의 검증은 다음의 2단계로 이루어진다. 먼저, 구매력평가설에 근거한 회귀방정식을 최소자승법으로 추정하여 그 殘差를 구한 후, 이 잔차에 대한 각종의 單位根檢定(Unit Root Test)를 실시한다. 잔차가 單位根을 가지고 있다는 歸無假說이 기각되어, 잔차가 零을 중심으로 변화하고 시간의 경과와 더불어 변화의 폭이 증가하거나 漂流하지 않는 定常過程(stationary process)으로 판명될 경우, 대체로 구매력평가설이 성립한다고 할 수 있다. 또한 이 경우, 本期의 물가는 前期에 발생한 환율로부터의 乘離를 축소시키는 방향으로 움직이므로, 물가변동률과 잔차간에는 陰의 상관관계가 존재한다는 誤差修正模形(Error Correction Model)이 성립한다.

<表 1>의 두번째 항목은, 殘差에 대한 2가지 방식의 單位根檢定結果를 요약하고 있다. 상하이의 경우 殘差가 單位根을 가지고 있다는 귀무가설을 5%의 유의수준에서 기각할 수 있으므로 잔차가 定常過程임을 강력히 시사하고 있다. 같은 表의 세번째 항목에 요약된 誤差修正模形의 推定結果에서도, 오차항 係數의 추정치가 통계적으로 유의한 陰數로 나타났다. 이로써, 상하이에서 물가와 외환 암시세사이 에 일정한 장기적 均衡관계가 존재하여서, 일시적 괴리가 시간의 경과와 더불어 소멸됨을 의미한다. 상하이에서 물가와 환율간의 乘離는 발생 4개월 안에 약 80% 정도 소멸되는 것으로 나타났다. <도 2>에서도 잔차가 零을 중심으로 움직이고 있음을 알 수 있다. 1948년 9월과 10월의 상대적으로 큰 잔차가 발생한 것은 강압적 통제에 의해 단기적으로 물가의 왜곡이 발생했었기 때문이다.

이와 달리, 충청의 물가가 충청지역 외환암시세와 상당한 괴리를 보이며 시간이 흘러도

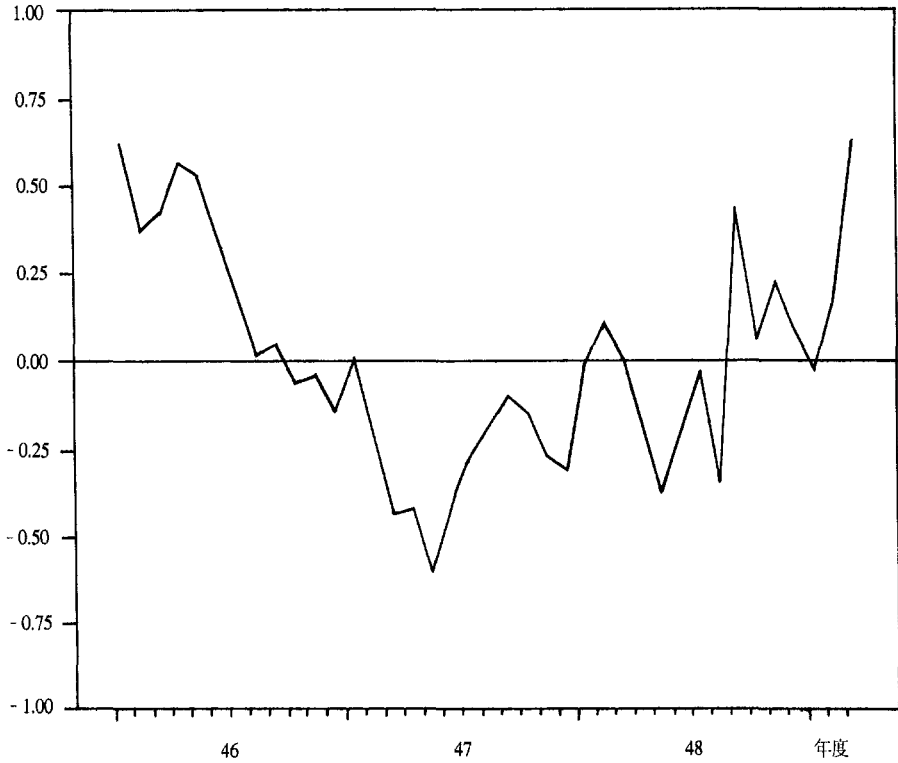
(16) 두 변수의 선형결합의 잔차에 대한 單位根檢定(unit root test)에서는 잔차가 단위근을 가지고 있으며 비정상과정이라는 것이 귀무가설(H_0)이다. 따라서 주어진 유의수준에서 귀무가설이 기각될 경우, 잔차가 정상과정이고 두 변수가 공적분(cointegrate)된다고 말할 수 있다. Hamilton(1994) 참조함. 구매력평가설의 검증에 이용한 최근의 논문은 McNown and Wallace(1989), Breuer(1994) 및 Kim(1990)을 참조함.



〈도 2〉 上海의 도매물가지수와 暗市場 外換換率 간의 殘差 推移

괴리가 줄어들지 않는다는 귀무가설을 10%의 유의수준에서조차도 기각할 수 없었다. 오차수정모형에서도 오차항 係數의 추정치는 상하이의 경우에 비해 절반정도의 수준에 불과할 뿐 아니라 통계적으로 零과 유의하게 다르다고 볼 수 없었다. 따라서, 충칭지역의 구매력평가설은 성립하지 않는다고 말할 수 있다. 한 가지 매우 흥미있는 결과는, 충칭의 도매물가가 상하이 暗市場外換換率과 긴밀히 연관되어 변동하였다는 점이다. 충칭의 물가와 상하이의 암시장 환율간에 구매력평가설을 추정한 후에 구한 잔차에 대한 單位根 檢定 結果는 10%의 유의수준에서 불분명하지만, 오차수정모형에서 보면 충칭의 물가가 상하이 외환암시세와의 괴리를 수정하는 방향으로 변화한 것으로 나타난다. 〈도 4〉에 나타난 잔차의 추이를 보면, 1947년 5월 이후 零을 나타내는 선을 중심으로 움직여, 시간의 진행과 더불어 충칭의 물가가 상하이의 암시장 외환환율에 접근하여 갔음을 시사한다. 이렇듯 충칭의 도매물가가 현지의 외환암시세보다는 상하이의 외환암시세에 연계된 점은, 상하이 外換暗市場의 독특한 기능을 시사하는 증거라 하겠다.

참고로, 두 지역의 물가와 해당지역의 암시장 金價는 밀접한 관계를 유지하면서 함께



〈도 4〉 重慶의 도매물가지수와 上海 暗市場 外換換率 간의 殘差 推移

수 있다. 그러할 경우, Y가 X를 Granger-誘發한다고 혹은 Y에서 X로 인과관계가 흐른다고 표현한다. 이와 더불어, X에서 Y로의 인과가 흐르는 것이 확인될 경우, X와 Y 사이에 雙方的 因果가 존재한다고 말한다. 반면에, X에서 Y로의 인과가 발견되지 않을 경우, Y로부터 X로 一方的 因果가 존재한다고 한다.

여러 가지의 형태의 인과검정 방법 중에서 본고는 C. Sims가 제안한 방법을 사용하여, 물가와 암시장 외환 환율간의 관계에 대한 두 가지 상이한 이론 중 어느 것이 타당한가를 검토하고자 한다.(17) 첫번째의 이론대로 외환시장과 상품시장이 정보수집상 대등한 위치

(17) 물가 등의 原資料로부터 회귀 추정된 自己相關的 filter를 사용하여 일단 原資料를 걸러냄으로써 얻어진 新資料들을 가지고, 변수의 미래치(lead)와 과거치(lag)가 섞인 2個 變數 벡터 自己相關模型(Vector Autogression Model)을 회귀 추정한다. 추정결과에서 설명변수의 미래치係數의 추정치들이 집단적으로 零과 다르다는 歸無假說(Ho)의 통계적 유의성을 검토한다. 귀무가설이 기각될 경우, 좌측항의 변수의 현재치가 우측항 변수의 미래치들과 상관되어 있다. 이 때, 좌측항 변수가 우측항의 변수를 Granger-유발한다고 말한다. 다시 강조하거니와, 이는 단순히 시간의 흐름이 좌측항(현재치)에서 우측항(미래치)으로 발견된다는 것을 의

에 있고 외환의 물가에 대한 영향이 수입물가의 변동을 통한 것일 경우, 合理的 期待論은 외환과 물가의 변동사이에 쌍방적 인과가 존재할 것을 예견한다. 반면, 외환의 자산 가격적 기능과 정보수집상의 비대칭성을 전제로 하는 상황에서는 암시장 외환환율이 물가의 예측에 도움이 되지만, 상품시장의 가격은 외환환율의 예측상에 改善을 가져다 주지 않으므로, 환율로부터 물가로의 일방적인 因果만이 존재할 것으로 예견할 수 있다. 일반적인 자산시장이론의 관점에서 본다면, 자산으로서의 金의 價格 역시 거시정보를 상품시장의 물가보다 신속히 반영함으로써, 金價로부터 물가로 일방적인 인과관계가 흐를 것으로 예견할 수 있다.

〈表 2〉에 요약된 결과를 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 통화량과 물가간에는 쌍방적 인과관계가 확인된다. 이는 통화발행이 인플레이션의 요인인 동시에, 통화당국이 일정한 실질가치의 인플레이션租稅를 정부수입으로 확보하기 위하여 통화발행량을 물가에 연계시키는 과정에서 통화량이 물가의 영향을 받게 된다는 추론과 일치한다. 이 점은 여타의 연구에서 확인된 바와 같다.⁽¹⁸⁾

둘째, 예견한 바대로, 1938년부터 48년 8월 貨幣改革까지 全時期에 걸쳐, 암시장외환율에서 물가로의 일방적인 인과만이 존재함이 확인된다. 따라서, 암시장 외환율은 물가를 예측함에 도움이 되지만, 물가는 외환율의 예측에 도움이 되지 않는다고 말할 수 있다. 이는 중국의 초강성인플레이션하의 외환과 물가간의 관계가 通過理論(pass-through theory)보다는, 외환시장의 상품시장에 대한 통화량 전달기능이론에 의해서 적절히 설명되어질 수 있음을 나타낸다. 물가가 환율의 예측에 도움이 되지 않았다는 결과는, 암시장 환율이 미래지향적으로 자산가격에 영향을 미칠 혁신을 예견하고 이에 반응하는 특성에 기인한다. 1948년 8월의 화폐개혁전 수개월간, 상하이의 암시장 외환환율의 상승률이 물가상승률을 크게 앞질렀던 것을 알 수 있다. 이러한 購買力平價說로부터의 단기적 이탈은 통화량의 변동으로 설명될 수 없는 부분이다. 이는 외환시장이 미래의 화폐개혁을 정확하게 예견하고 이 예견이 중국화폐의 상대적 평가하락으로 나타난 것으로 해석할 수 있다.⁽¹⁹⁾

셋째, 전시기에 걸친 자료에서는 암시장 금가가 물가의 예측에 도움이 되지만 인플레이

미할 뿐, 과학적 인과관계를 규명해 주는 것은 아니다. 통계적 인과관계의 존재가 과학적 인과관계 究明의 충분조건은 아니지만, 필요조건을 구성한다고 할 수 있다.

(18) 중국 본토에 대한 Tang and Hu(1983)의 연구, 및 臺灣에 관한 Quddus, Liu and Butler(1989) 참조.

(19) 이 때 환율이 통화량 결정요인의 변화 이상으로 변화하는, 넓은 의미의 소위 **Peso Problem**이 발생한다.

〈表 2〉 因果檢定の 結果

$$\text{모형}^1): (1 - L)(1 - \hat{\rho}L) \ln Y_t = \sum_{i=-5}^5 b_i (1 - L)(1 - \hat{\rho}L) \ln X_{t-i};$$

$$H_0 = b_{-5} = b_{-4} = b_{-3} = b_{-2} = b_{-1} = 0$$

1938년 3월-1948년 8월		
因果의 方向(X에서 Y로)	Ho의 F 통계량	因果의 存在與否 ²⁾
1. 物價指數에서 通貨量으로	5.16(5, 113) ³⁾	O (1%) ⁴⁾
通貨量에서 物價指數로	6.68(5, 113)	O (1%)
2. 物價指數에서 暗市場 外換換率로	1.84(5, 113)	X
暗市場 外換換率에서 物價指數로	2.89(5, 113)	O (5%)
3. 物價指數에서 암시장 金價로	1.16(5, 113)	X
암시장 金價에서 物價指數로	3.04(5, 113)	O (5%)
1946년 1월-1948년 8월		
因果의 方向(X에서 Y로)	Ho의 F 통계량	因果의 存在與否 ²⁾
1. 物價指數에서 通貨量으로	2.38(5, 19)	X
通貨量에서 物價指數로	3.21(5, 19)	O (5%)
2. 物價指數에서 暗市場 外換換率로	0.98(5, 19)	X
暗市場 外換換率에서 物價指數로	3.07(5, 19)	O (5%)
3. 物價指數에서 암시장 金價로	1.42(5, 19)	X
암시장 金價에서 物價指數로	1.16(5, 19)	X (5%)

註: 1) Sims(1972)의 방법을 이용함. filter(1 - L)(1 - ρL) 추정하여 걸른 자료를 사용함.
 2) O는 Ho를 기각할 수 있어서 좌변변수로부터 우변변수로 因果關係가 존재하는 것을, X는 Ho를 기각할 수 없어서 因果가 존재치 않는 것을 나타냄. X에서 Y로의 因果關係가 존재 하면, X가 Y의 미래치를 예측하는 데 도움이 되는 것임.
 3) 自由度임.
 4) 有意水準임.

선 全盛期에만 국한해서 보면 물가의 예측에 도움이 되지 않았다. 情報源으로서 암시장 금가의 역할이 시간의 경과와 더불어 변모하였음을 시사한다. 즉, 인플레이션 초기에는 외환과 금이 모두 물가의 예측에 필요한 정보를 전달하였으나, 인플레이션의 심화와 더불어 금은 물가예측정보원으로서의 기능을 상실한 것이다. 소위 ‘金風潮’가 인플레이션 악화의 요인으로 지적하는 당시 世說은 엄밀한 의미에서 근거가 없는 셈이다. 금투기는 인플레이션의 結果이었으며, 그 原因은 아니었던 것이다.

이러한 차이는, 전기간에 걸쳐서, 외견상 금과 외환 암시장의 行態와 그 시세 推移가 매우 유사하였기 때문에 더욱 흥미로운 점으로 비쳐진다. 자세히 살펴보면, 두 개의 암시

장은 그 참여자 構成 및 運用上 차이가 발견된다. 외환암시장이 소위 ‘큰 호랑이’ (大虎)라고 불리던 대규모 투기자에 좌우되었던 데 비하여, 금 암시장은 수많은 일반대중이 참여하고 있어 이들의 行動如何 向方이 금가에 큰 영향을 미치었다고 볼 수 있다. 따라서, 이렇듯 여러 가지 요인을 반영하는 금가는 외환환율에 비해서 거시정보에 관한 불명확한 신호라고 할 수 있다. 금시장에 대중의 참여가 비교적 높았던 것은, 첫째 금이 전통적인 투자의 대상이었고, 둘째 用途上 轉換性이 외환보다 높으며, 셋째 외환의 특히 美貨달러의 最小單位가 일반대중의 소득에 비하여 큰 금액이고 最小單位以下로서의 可分性이 없었던 것에 비하여, 金은 그 可分性으로 인하여 비교적 영세한 금액의 거래가 가능하였기 때문이다.⁽²⁰⁾ 위조지폐의 위험성으로 인하여 당시 암시장에서 割引없이 거래되었던 최소단위의 美貨지폐는 5달러였는데, 이는 상당히 큰 금액이어서 일반대중의 외환시장참여를 제한하였다.

3. 맺음 말

전후 중국 초강성인플레이션하에서 대규모의 외환투기가 성행하고 통화량정보에 대한 報道管制가 화폐가치의 불확실성을 조장하는 상황에서도 물물교환으로 퇴행하거나 외환이 실거래에 사용되지 않고, 법정통화가 거래매개수단기능을 의연히 견지한 점은 팔목할 만한 일이다. 본고는 外換 暗市場의 투기꾼들이 통화량 등 主要 情報의 傳達者로서의 機能을 담당함으로써, 일반대중의 통화 실질가치에 대한 예측성이 크게 제고되었다는 가설을 제시하고 있다. 거래당사자간에 화폐의 실질가치가 확실하게 共知되는 한 화폐는 去來媒介手段으로서의 機能을 견지할 수 있다. 따라서, 통화가치의 확실성이 관찰된 의연한 거래매개기능을 설명할 수 있다고 본다.

이러한 가설을 입증하기 위하여 먼저, 당시 일반대중은 외환 암시장의 투기자인 ‘큰 호랑이’ (大虎)들이 정책입안층과의 유착을 통해 情報蒐集 및 處理上 優位에 있다고 인식하고 암시장 환율로부터 정보를 처리하여 가격결정에 사용하였다는 역사적 기록을 검토하였

(20) 1947년 2월 이전 당시의 금은 공매를 살펴보면, 이와 관련하여 시사하는 바가 많다. 미국의 원조 중 2억 달러 상당을 금(5백 7십만 온스)으로 받아서, 1944년부터 칼카타를 경유 충칭에 공수하였다. 이 금은 전후 상하이의 중앙은행의 보유고에 계상되어 공매가 시작되었다. 금은 상하이의 귀금속 거래조직인 金號와 銀樓를 통해서 공매되었다. 金號는 400온스重의 미국산 금괴를 용해하여 일단 10兩 즉 1條로 나누어 판매하였다. 영세한 금거래는 무수한 金銀號와 錢莊들에 의하여 이루어졌다. 銀號는 장식용 금을 주로 매매하였는데, 금은 물리적으로 용해, 가공 및 가분에 문제가 전혀 없었다. 상세한 내용은 李立俠(1986)을 참조함.

다. 두번째로, 근년에 새로이 개발된 單位根 檢定方法을 이용하여 구매력평가설의 성립 여부를 실증분석한 결과, 물가와 암시장 환율간에 긴밀한 관계가 존재하는 것을 확인하였다. 특히 상하이뿐 아닌 여타지역의 물가가 상하이 암시장 환율에 긴밀히 연계가 되어 있음을 확인하였다. 이는 상하이의 외환 암시장이 당시 중국경제에 있어서 거시변수의 情報發信處로서 독특한 기능을 가지고 있었다는 것을 시사한다. 아울러, 중국내 각 지역의 외환 및 금의 암시장들이 自由市場으로서 전국적으로 통합되고 효율적으로 기능하고 있었음도 살펴보았다. 역설적으로, 투기가 극성을 부리고 투기꾼들이 정치적으로 유착되어 있었기 때문에, 암시장 환율에 담긴 정보는 더욱 의미있게 또 신속하게 전파되었다고 할 수 있다. 마지막으로, 因果檢定을 통하여 환율에서 물가로의 일방적인 인과의 존재를 확인하였는데, 이는 환율이 물가의 예측에 도움이 되었음을 의미한다는 점에서, 본고 가설의 개연성을 다시금 뒷받침하고 있다고 본다.

Kings College, University of Western Ontario 副教授

London, Ontario N6A 2M3, Canada

전화: (519)433-3491 교환 372번

팩시: (519)433-0353

參 考 文 獻

壽充一(1985): “蔣經國上海打虎記,” 『法幣, 金圓券 與 黃金風潮』, 中國人民政治協商會議全國委員會, 文史資料出版社, 北京, 77-83.

吳岡(1958): 『舊中國通貨膨脹史料』, 上海, 上海人民出版社.

王業健(1981): 『中國近代貨幣與銀行的演進(1644-1937)』, 臺灣 中央研究院 經濟研究所, 現代經濟叢書 第2號, 4월.

李立俠(1985): “回憶 中央銀行 黃金案,” 『法幣, 金圓券 與 黃金風潮』, 165-173.

中國科學院 上海經濟研究所(1958): 『上海解放前後物價彙編』, 上海.

中國銀行 總管理處(1950): 『外國統計彙編(初集)』.

中國人民銀行 上海市分行(1960): 『上海錢莊史料』.

中央日報, 각호.

陳榮富(1954): 『臺灣 貨幣金融外匯貿易全書』, 臺北, 三省書店.

- _____ (1956): 『六十年來 臺灣之金融與貿易, 臺北』, 三省書店.
- Arrow, J.K. (1985): “Economic History: A Necessary Thought Not Sufficient Condition for an Economicist,” *The Theory of Economic Organization*, **75, 2**, May, 320-323, reprinted by the Stanford Institute for Mathematical Studies in the Social Science, Reprint **360**.
- Bondo, M.E. (1980): “Exchange Rates, Inflation, and Vicious Circles,” *IMF Staff Paper*, **27**, 679-711.
- Brescini-Turroni, C. (1937): *The Economics of Inflation: A Study of Currency Depreciation in Post-War Germany*, London, George Allen and Unwin Co.
- Breuer, J.B. (1994): “An Assessment of the Evidence on Purchasing Power Parity,” in J. Williamson (ed.), *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Washington, D.C., Institute for International Economics, September, 245-277.
- Campbell, C.D., and G.C. Tullock (1954): “Hyperinflation in China, 1937-1949,” *Journal of Political Economy*, **62, 3**, June.
- Chiang, Kia-NGau (1958): *The Inflationary Spiral: The Experience in China, 1939-1950*, New York, MIT Press and John Wiley & Sons Inc..
- Chow, Shun-hsin (1963): *The Chinese Inflation 1937-1949*, Columbia University Press.
- Dornbusch, R. (1988): *Exchange Rates and Inflation*, MIT Press.
- Flood, R.P., and R.T. Hodrick (1984): “Exchange Rate and Price Dynamics with Asymmetric Information,” *International Economic Review*, **25, 3**, October, 513-525.
- Frenkel, J.A. (1977): “The Forward Exchange Rate, Expectations, and the Demand for Money: The German Hyperinflation,” *American Economic Review*, **67, 4**, September, 653-670.
- Hamilton, J.D. (1994): *Time Series Analysis*, Princeton University.
- Hsiao, C. (1979): “Causality Test in Econometrics,” *Journal of Economic Dynamics and Control*, **1**, 321-346.
- Kawai, M. (1980): “Exchange Rate-Price Causality in the Recent Floating Period,” in D. Bigman, and T. Taya (eds.), *The Functioning of Floating Exchange Rates: Theory, Evidence, and Policy Implications*, Cambridge, Ballinger.
- Kim, Y.B. (1990): “Purchasing Power Parity in the Long Run: A Cointegration Approach,” *Journal of Money, Credit and Banking*, **22, 4**, November, 491-503.
- McNown R., and M.S. Wallace (1989): “National Price Levels, Purchasing Power Parity, and

- Cointegration: A Test of Four High Inflation Economies,” *Journal of International Money and Finance*, **8**, **4**, December, 533-545.
- Mussa, M. (1982): “A Model of Exchange Rate Dynamics,” *Journal of Political Economy*, **90**, **1**, 74-104.
- Quddus, M., J.T. Liu, and J.S. Butler (1989): “Money, Prices, and Causality: The Chinese Hypeinflation, 1946-1949, Reexamined,” *Journal of Macroeconomics*, **11**, **3**, Summer, 447-453.
- _____ (1980): “Uncertainty about Inflation and the Demand for Money: Evidence from the Chinese Hyperinflation of 1945-49,” Working paper 86-W23, Department of Economics and Business Administration, Vanderbilt University.
- Sims, C.A. (1972): “Money, Income and Causality,” *American Economic Review*, **62**, **4**, reprinted in Jr. R.E. Lucas, and T.J. Sargent (1981), *Rational Expectations and Econometric Practies II*, University of Minesota Press.
- Tang, D., and T. Hu (1983): “Money, Price, and Causality: The Chinese Hyperinflation,” *Journal of Macroeconomics*, **5**, **4**, Fall, 503-510.