

1931年 英國 金本位制의 崩壞 原因에 대한 再檢討

朴 馥 永

1931년에 영국의 금본위제가 붕괴된 원인에 관한 기존의 지배적 견해는, 1차 대전 이후 경제정책이 정치화됨으로써 금본위제 유지에 필요한 일관된 정책이 이루어지지 않아 스텔링에 대한 국제적 신뢰가 하락했기 때문이라는 것이다.

본 논문은 우선 이 주장에 대해 반론을 제기하고, 금본위제의 붕괴 원인이 경제정책의 변화가 아니라 대외포지션의 변화에 있었음을 주장한다. 런던은 여전히 국제금융중심지로서 장기자본수출을 계속했지만, 그것을 보전할 수 있는 경상수지흑자 구조가瓦解되어 영국의 단기대외부채는 계속 증가하였다. 이에 더하여 뉴욕 금융시장의 성장과 스텔링의 만성적 약세로 런던의 '預金強制力'이 약화되었다.

이런 상황에서 1931년 5월 이후 유럽 각국에서는 금융위기 때문에 流動性에 대한 수요가 급증하였다. 이런 유동성 수요는 국제금융중심지인 런던에 최종적으로 집중되었다. 그리고 이미 단기포지션이 약화된 영국의 支拂能力마저 不信되면서 런던에서 단기 자본의 유출이 가속화되어 금본위제가 붕괴한 것이다.

1. 머리말

1870년대 말 이후 약 35년간 유지되었던 國際通貨制度로서의 金本位制(gold standard system)⁽¹⁾는 第1次 大戰의 勃發로 영국을 비롯한 대부분의 유럽 나라에서 그 작동이 중지되었다. 전쟁(본 논문에서 '전쟁'은 모두 제1차 대전을 가리킨다)이 끝난 후에는 영국이 1925년 4월에 금본위제로 복귀하는 것을 전후하여 다른 나라들도 그 뒤를 따르면서 금본위제도는 국제통화제도로써 재건되었다. 그러나 재건된 금본위제는 戰前과는 달리 오래 지속되지 못했다. 당시 국제금융의 중심지였던 영국을 기준으로 하면 금본위제는 1925-1931년의 6년 정도 유지되었다고 할 수 있다.

그리고 戰間期에는 금본위제가 국제통화체제로써 유지되고 있는 동안에도 금보유의 국가간 편중이나 국제금융의 불안정이 문제로 되었다. 그리고 적어도 유럽 중심국의 경우 戰前의 금본위제가 세계대전이라는 외생적인 격변에 의해 그 작동이 불가피하게 중지될

(1) 金本位制란 국내적으로는 은행권과 金正貨 혹은 地金 간의 兌換이 공식적인 고정비율대로 무제한적으로 이루어지며, 국제적으로는 금의 국제적 이동과 외환의 거래가 자유롭게 이루어지는 통화제도를 말한다. 국제통화체제로서 금본위제는 金平價(gold parity)를 기준으로 하여 고정환율이 유지되며, 금, 외환 및 자본의 이동이 자유로운 통화제도이다.

수밖에 없었던 것과는 달리, 戰間期 금본위제는 전쟁과 같은 경제외적 충격이 없었음에도 불구하고 붕괴되었다.

전간기 금본위제의 붕괴과정을 간략히 살펴보면, 그 시발점은 1931년 5월 오스트리아 최대의 예금은행인 크레디트안슈탈트(Kredit-Anstalt)의 파산이었다.⁽²⁾ 이를 계기로 외국 자본이 급격히 유출되자 오스트리아는 외환거래를 통제하고 실링의 태환을 중지하였다. 오스트리아의 은행위기는 곧바로 헝가리와 독일로 전파되어 두 나라도 7월에 외환통제를 실시하고 금태환을 중지하였다.

독일의 금융위기 직후 외환시장에서 스텔링의 가치가 하락하고 英蘭銀行(Bank of England)의 준비금이 급격히 감소하여 通貨危機가 발생하자 영국은 결국 9월 21일부터 금태환을 중지하고 환율의 변동을 허용하였다. 그후 1932년 전반기까지 수십개의 나라가 영국의 뒤를 따라 금본위제를 포기했는데, 1932년 말경에는 금본위제를 유지하고 있는 나라가 프랑스를 비롯한 소수에 지나지 않았다. 결국 1931년 스텔링 위기는 영국의 금본위제 뿐만 아니라 국제통화체제로서 금본위제의 사실상의 종언을 의미하는 것이었다.

전간기 금본위제의 불안정과 붕괴 원인에 대한 연구는 이미 1930년대 후반부터 시작되어 지금까지도 이루어지고 있다. 이 문제에 대해 기존의 견해 중 대표적인 것으로는 다음과 같은 것이 있다.⁽³⁾ 첫째, 戰後 경제구조가 경직화하여 국제수지의 자동적 조정이 어려워졌다는 주장[League of Nations (1932, pp. 170-171)], 둘째, 戰後 각국 중앙은행이 不胎化(sterilization) 通貨政策을 빈번히 실시하여 국제수지조정이 이루어지지 못했다는 주장[Nurkse(1944)], 셋째, 戰間期에는 영국중심의 헤게모니 질서가 해체되어 국제적 수준에서 리더십이 없었기 때문이라는 주장[Brown(1940), Kindleberger (1986)], 넷째, 戰間期에 주요국들 사이에 政策協調가 적절히 이루어지지 못했기 때문이라는 주장[Clarke (1967), Eichengreen(1984)] 등이 있다. 물론 이 각각의 주장을 비판하는 연구들도 많이 있다.

그런데 비교적 최근에 아이켄그린(B. Eichengreen)은, 전후에 유럽의 정치경제적 환경이 크게 변화하여 금본위제를 유지하려는 정책당국의 意志(commitment)가 戰前에 비해 크게 약해져 정책이나 금본위제에 대한 시장참가자들의 신뢰성이 훼손된 것이 전간기 금본위제 붕괴의 근본적 원인이었다는 견해를 내놓았다.

(2) 라틴 아메리카의 일부 重債務國들은 1929-1930년에 1차산품의 국제가격 폭락 때문에 외채의 원리금상환이 불가능해져 금본위제를 포기했으나, 선진공업국의 금본위제에 미친 영향은 크지 않았다.

(3) 자세한 설명은 박복영(1998, 제1장)을 참고할 수 있다.

본 논문의 목적은 바로 이러한 아이켄그린의 설명이 적절한지를 1931년 영국의 금본위제 붕괴과정을 중심으로 비판적으로 검토하고, 그 원인에 대해 다른 대안적인 가설을 제시하는 것이다. 본 논문이 아이켄그린의 견해를 재검토의 대상으로 삼은 이유는, 그의 견해가 이 문제에 관한 가설들 중 가장 최근의 것으로 그것에 대한 검증이나 비판이 거의 이루어지지 않았기 때문이다.

그리고 1931년 스털링 위기의 예를 통해서 그의 견해를 비판하는 이유는, 앞에서도 설명한 바와 같이 그것이 국제금본위제의 실질적인 붕괴를 의미하는 사건이었으며, 아이켄그린 역시 주로 1931년 영국의 예를 통해서 자신의 주장을 뒷받침하고 있기 때문이다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 1931년 영국 통화위기의 진행과정과 그 원인에 대한 아이켄그린의 견해를 간략히 요약할 것이다. 3장에서는 아이켄그린의 주장이 갖는 문제점에 대해 지적할 것이다. 4장에서는 영국에서 금본위제가 붕괴하게 된 근본 원인과 촉발계기에 대한 필자의 견해를 밝힐 것이다. 필자는 戰後 영국의 短期對外포지션의 취약성을 영국 금본위제 붕괴의 근본 원인으로, 1930-1931년에 유럽 각국에서 발생한 銀行危機를 그 촉발계기로 제시할 것이다.

2. 1931年 스털링 危機와 그 原因에 대한 아이켄그린의 見解

2.1. 1931年 스털링 危機의 進行過程

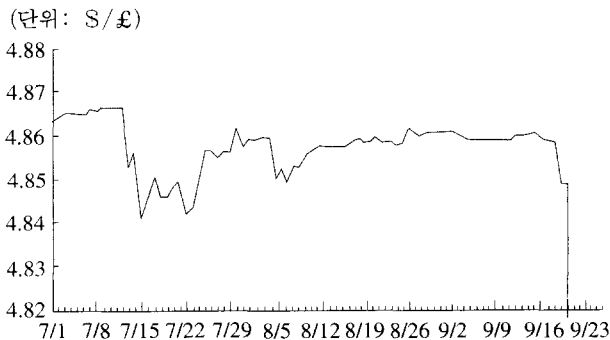
위기의 진행과정과 영국 정책당국의 대응에 관한 구체적 사실은 기존의 많은 책에 자세히 나와 있으므로(Clarke(1967), Moggridge(1972), Sayers(1976), Eichengreen(1992)) 여기서는 이후의 논의를 이해하는 데 필요한 정도만 설명하도록 하겠다. 우선 이 당시 정치적 상황을 보면 1929년 6월 제2차 노동당 정부가 수립되었는데, 상원에서는 보수당과 자유당이 다수의석을 차지하고 있어 정부의 구성이 불안정한 상태였다. 경제적 상황을 보면 1929년 4/4분기 이후 세계 전체가 본격적인 대공황에 접어들면서 영국에서도 실업자가 꾸준히 증가하여 보험가입노동자의 실업율이 1931년 7월에는 21.9%에 이르렀다. 정치권에서는 실업문제를 해결하는 데 정책의 초점을 맞추고 있었는데 이와 관련해서 1929년에 구성된 '금융 및 산업에 관한 위원회'(Committee on Finance and Industry: 위원장인 맥밀란(H. Macmillan)의 이름을 따서 흔히 '맥밀란 위원회'라 불린다)에서 많은 논의가 이루어지고 있었다. 그리고 재정문제에 대해서는 '1931년 정부지출안 위원회'(Committee on National Expenditure 1931: 위원장인 메이卿(Sir G. May)의 이름을 따서 흔히 '메이 위원회'라 불린다)가 검토를 하고 있었다. 국제수지는 해외투자수입의 감소 등의 이유로 악화

되고 있었다. 그리고 국제적으로는 5월부터 오스트리아와 독일의 은행들이 위기에 빠지면서 중부유럽지역의 금융상황이 매우 불안정한 상태였다.

1931년 6월 이후 독일의 은행들에서 예금인출이 계속되어 7월 13일 월요일 오전 독일이 은행의 영업정지를 발표하자, 런던에서도 외국인 자금이 급속히 빠져나가기 시작했다. <그림 1>에서 보는 바와 같이 외환시장에서는 스텔링 환율이 급격히 떨어지고 외국으로 금이 유출되었다. 이러한 상황은 7월말까지 계속되었는데 환율은 계속 금수출점 이하에 머물러 있었으며, 7월 말까지 단 2주일 동안 영란은행 준비금이 20%나 감소하였다. 그 사이 영란은행 할인율은 7월 23일 2.5%에서 3.5%로, 7월 30일 3.5%에서 4.5%로 인상되었다. 이때까지를 Sayers (1976)는 위기의 제1국면으로 부르고 있다.

8월 1일 프랑스은행과 뉴욕연방준비은행은 각각 1억2,500만 달러(약 2,500만 파운드)씩 영란은행에 지원해 주기로 발표했다. 그러나 예상과는 달리 런던에서 단기자금은 계속 유출되었고 두 은행에서 지원받은 자금도 빠른 속도로 감소하였다. 그동안 영국정부가 미국의 민간은행에서 자금을 차입하려는 노력이 이루어지고 있었는데, 협상에서 미국 은행을 대표한 J.P. Morgan & Co.는 영국 정부가 재정적자 감소 등을 위한 적절한 프로그램을 의회로부터 승인받을 것을 요구하였다. 8월 22-23일 동안 내각에서 실업수당의 삭감 등을 포함한 예산감축안을 논의했으나 각료들 간의 의견대립으로 합의도출에 실패했다. 노동당은 분열되었고 23일 수상의 사퇴로 노동당 정부는 붕괴했다. Sayers (1976)는 이때까지를 제2국면이라고 일컬었다.

24일 자유당과 보수당이 내각에 참여하는 소위 '國民政府' (National Government) 라는 거국내각이 구성되었다. 거국내각은 실업수당 10% 삭감을 포함한 예산감축안을 즉각 발



資料: The Commercial and Financial Chronicle, 각호.

<그림 1> 스텔링-달러 환율의推移(1931. 7. 1.-9. 23.)

표하였다. 8월 28일 프랑스와 미국은 영국 재무성에 각각 2억 달러(약 4,000만 파운드)씩을 지원한다고 발표했다. 그러나 이러한 지원도 문제를 전혀 개선시키지 못했다. 더 이상 외국자금 지원도 불가능하게 되자 영국은 9월 21일에 금본위제를 공식적으로 포기하였다.

2.2. 危機의 原因에 대한 아이켄그린의 見解

어떤 경제적 위기이든 그것은 다양한 요인들의 복합적인 상호작용의 결과이기 때문에, 위기의 원인을 어느 하나의 요인으로 설명하는 것은 불가능하다. 위기가 체제적 위기의 성격을 띠거나 대내외적 요인들이 얽혀서 발생한 경우에는 특히 그러하다. 하지만 연구의 중요한 대상 혹은 논쟁의 쟁점은 항상 많은 요인들 중에서도 무엇이 가장 근본적인 원인인가 하는 것이다.

전간기 금본위제 붕괴의 근본 원인에 대한 아이켄그린의 생각은 그의 여러 연구들을 살펴보면 뚜렷이 드러난다. 금본위제의 붕괴와 대공황에 관한 그의 연구 성과가 종합된 *Golden Fetters* (1992)에서 그는 금본위제의 붕괴과정을 설명하면서 여러 요인들을 거론하지만, 그가 근본적인 원인으로 지적한 것은 머리말의 일부인 아래 인용문에 집약되어 있다.

“戰前 金本位制를 유지시켰던 두 개의 주춧돌, 즉 信賴과 協力(credibility and cooperation)이 제1차 대전으로 와해되었다. 일련의 정치적, 경제적 변화로 1913년 이전의 정책결정을 가능하게 했던 정치권력의 특수한 지형이 해체되면서 신뢰성이 도전에 직면했다. 戰時政府는 노동평화를 확보하기 위한 코포라티즘 전략을 채택하여 조합주의의 확산을 촉진했다. 임금이나 고용수준의 결과처럼 과거에는 정치적 영역 밖에 있었던 문제들이 갑자기 정치화되었다. 선거권의 확대와 노동계급이 지배하는 정당의 성장으로 고용목표를 위한 정책을 채택하도록 하는 압력이 강화되었다. 고용과 국제수지목표가 충돌할 때 어떤 것이 더욱 지배적인가가 이제는 불분명해졌다. 金本位制 維持 意志에 대한 신뢰성에 의구심이 제기되었다. 자본은 더 이상 반드시 안정적인 방향으로만 이동하지는 않았다. 그것은 반대 방향으로 이동하기도 했는데, 그 결과 준비금을 상실하고 있는 나라들에 대한 압박이 가중되었다. 신뢰성의 약화는 전간기 체제를 불안정적 충격에 점점 취약하게 만들었다” [Eichengreen (1992, p. 9)].

그에 따르면 ‘經濟政策의 政治化’는 크게 두 가지 문제를 초래했는데, 하나는 통화정책이 더 이상 금본위제 유지라는 하나의 목표를 위해서만 사용될 수 없게 된 것이며, 다른 하나는 재정부담에 대한 계층 간 갈등이 심화되어 금본위제 유지를 위해 필요한 경우 增稅나 지출삭감이 어렵게 되었다는 것이다.⁽⁴⁾ 이 견해는 전간기 국제적 금본위제 전반의

붕괴 원인에 관한 것이지만 특히 그의 관심은 대부분 1931년 영국의 스텔링 위기에 집중되어 있다.

그는 무엇보다 전후 영란은행의 통화정책이 변질되었다는 점을 강조한다. 그의 설명을 이해하기 위해서는 먼저 금본위제와 통화정책의 관계에 대한 이해가 필요하다. 戰前의 금본위제가 자동적인 조정을 통해 유지된 것이 아니라, 정책당국 특히 영란은행에 의해서 관리되었다(managed)는 사실이 전후에 널리 인식되었다. 무엇보다도 戰前에 영란은행은 英蘭銀行割引率(Bank Rate)⁽⁵⁾을 적극적으로 변경함으로써 해외단기자본의 유출입과 준비금의 양을 능동적으로 조정하였으며, 할인율이 인상되면 ‘달에 있는 금마저도 끌어올 수 있다’는 표현이 있을 정도로 할인율정책의 효과도 막강했다고 알려졌다.

그런데 아이켄그린의 주장에 따르면 戰後에는 영란은행이 할인율 인상을 매우 주저하게 되었다는 것이다. 그에 따르면 할인율의 인상은 국내경기를 위축시켜 戰後 줄곧 높은 수준에 있던 실업률을 더욱 악화시키는 결과를 낳기 때문에 정치권 특히 재무성이 그것에 여러 차례 반대 입장을 표시했다. 그리고 할인율의 인상은 정부채무의 이자부담을 증가시키는 효과도 있었기 때문에 이 또한 재무성이 할인율의 인상을 반대하는 이유 중의 하나였다는 것이다(Cairncross and Eichengreen(1983, p. 37)). 그 결과가 영란은행의 할인율 인상 주저로 나타났다는 것이다. 그는 전간기 영란은행 할인율의 반응함수에 대한 통계적 추정을 통해서도 이 주장을 뒷받침하려고 했다(Eichengreen, Watson, and Grossman(1985)).

그런데 할인율의 인상 주저는 안정된 준비금의 확보를 위태롭게 할 뿐만 아니라, 시장은 그것을 금본위제 혹은 기존의 平價를 유지하려는 정책당국의 意志가 약화된 것으로 인식한다는 것이다. 그러면 시장참가자들은 平價切下가 현실화됨으로써 입게될 손실을 피하기 위해 스텔링을 投賣하게 되고 그래서 통화위기가 유발된다는 것이다. 그는 최근 한 공동 연구에서 실업률의 증가가 할인율의 인상 주저를 낳을 것으로 예상되는 경우 통화위기가 발생할 수 있다는 이론 모형을 설정하고 1931년 스텔링 위기가 이 모형으로 설명할 수 있는 적절한 역사적 예라고 지적하였다(Eichengreen and Jeanne(1998)).

아이켄그린이 1931년 스텔링 위기의 중요한 원인으로 또 하나 지적하는 것은 바로 財

(4) 1920년대에 국내의 정치적 상황이 경제정책에 어떤 영향을 미쳤는지에 관한 Eichengreen and Simmons(1993)의 논문도 이러한 그의 시각에서 쓰여진 것이라고 할 수 있다.

(5) 영란은행할인율(公定利率이라고도 한다)은 영란은행이 어음의 할인이나 대부를 통해서 시중에 자금을 제공할 때 적용하는 최저이자율인데, 이것이 시장의 단기자율을 지배한다. 이 할인율은 매주 목요일 영란은행의 재무위원회에서 결정되었다. 본 논문에서 사용되는 할인율이라는 단어는 모두 이 영란은행할인율을 지칭한다.

政赤字이다. 즉 1920년대 초 유럽 각국 특히 초인플레이션을 겪은 나라들의 경험에 비추어 볼 때 재정적자는 통화증발을 통해서 쉽게 조달될 가능성이 있으므로, 재정적자는 시장참가자들에게 곧 통화증발과 고정환율 유지의 곤란으로 인식되어 자본의 유입을 어렵게 했다는 것이다. Cairncross and Eichengreen(1983, p. 65)는 재정적자문제에 “정부가 단호하게 대처하지 못함으로써 기존 平價 유지에 대한 정부 의지의 신뢰성이 잠식되었다”고 적고 있다. 특히 7월말에 발표된 메이위원회 보고서(May Report)는 영국의 재정상황에 대한 경고를 담고 있었는데 이것이 위기를 심화시킨 중요한 원인이 되었을 것으로 추측하였다. Eichengreen(1992, pp. 283-285)은 당시 노동당 정부가 재정적자를 줄이지 못한 것은 정부지출의 수혜와 조세부담을 둘러싼 계층 간 정치적 갈등의 심화 때문이었으며, 그 결과 1931년 7월 이후 해외 자금지원이 어려워졌기 때문에 재정적자가 스텔링 위기의 중요한 원인이었다고 설명한다.⁽⁶⁾

결국 1931년 스텔링 위기의 근본 원인에 대한 아이켄그린 견해의 핵심은, 국내의 정치경제적 요인 때문에 영란은행은 준비금 확보나 平價 유지에 필요한 할인을 인상을 주저하고 정부는 재정적자를 신속히 해결하지 못한 것이 시장으로부터 신뢰를 잃게 만들고 단기 자본과 준비금의 유출, 궁극적으로는 금본위제의 붕괴를 초래한 결정적 원인이 되었다는 것이다.

3. 아이켄그린 見解의 再檢討

이 장에서는 앞에서 설명한 할인율의 인상 주저와 재정적자 문제에 대한 아이켄그린의 설명 — 재정적자의 경우 그 이전의 연구를 포함해서 — 과 관련해서 새로운 해석이 필요한 부분이 있다는 점과 이 두 가지 요인이 위기에 미친 영향이 과대평가 되었음을 지적할 것이다.

3.1. 割引率 變更 問題

아이켄그린은 할인율 인상의 주저가 적어도 1927년부터 나타났다고 지적하지만, 독일의 은행위기가 영국으로 전파된 1931년 7월 13일부터 금본위제를 포기한 9월 21일까지의 영란은행의 대응을 특히 문제로 삼고 있다. 그래서 본 논문에서도 이 시기의 할인율 정책

(6) 재정적자 문제에 대한 지적은 사실 아이켄그린의 고유한 주장이라고 할 수 없는데, 이미 Clarke(1967, ch. 8)는 노동당 정부가 정치적인 이유 때문에 실업수당과 같은 정부지출의 과감한 삭감안을 마련하지 못함으로써 해서 외국채권자로부터 신뢰를 잃었다는 점을 강조하였다. Sayers(1976, ch. 17)도 영국의 금본위제 포기를 불가피하게 만든 것은 신인도 붕괴의 가장 큰 원인인 재정적자였다고 지적했다.

에 대해서만 검토할 것이다.⁽⁷⁾ 영란은행은 실제로 위기 발생 이후 7월 23일과 30일 두 차례에 걸쳐 각각 1% 포인트의 할인율을 인상하는 데 그쳤으며 금본위제를 포기할 당시 할인율은 4.5%에 지나지 않았다. 다음 인용문들은 스틸링이 극심한 위기에 빠진 이 시기에 할인율인상이 적극적으로 이루어지지 않은 원인에 관한 그의 견해를 잘 표현하고 있다.

“(1931년 7월 13일 이후 - 인용자) 영란은행은 정치적 압력에 민감했기 때문에 경기 상황을 우려하여, 그리고 높은 할인율 인상이 금유출을 억제할 수 있을까하는 의구심 때문에 할인율을 인상하려 하지 않았다. … (7월 30일 이후 - 인용자) 왜 더 이상의 할인율 인상이 없었는지는 미스테리로 남아 있다. 영란은행은 할인율 인상의 효과에 대한 의구심에 비추어 영국 산업에 대한 기존의 부담을 더욱 가중시키고 싶지 않았을 수 있다. 또한 영란은행은 예산을 균형시키려는 정부의 부담을 덜어주는 한 방법으로 할인율 인상을 자제했을 가능성이 있다” [Cairncross and Eichengreen (1983, pp. 63-64)].

“7월 18일로 끝나는 한 주에 영란은행은 1,000만 파운드의 준비금을 잃었다. 그 달 말까지는 5,600만 파운드 이상의 금을 잃었다. … 영란은행은 7월 말까지는 아무런 행동도 취하지 않다가 그때서야 급히 두 번에 걸쳐 할인율을 인상했다. 그 이후 7주 동안의 금본위제 시기 동안 추가적인 인상은 승인되지 않았다. … 노만(M. Norman: 영란은행 총재 - 인용자)과 그의 동료들은 얼마 동안 높은 할인율이 국내경제에 미치는 영향에 주의를 기울이고 있었다. 실업율이 20%를 넘는 상황에서 할인율의 적극적인 사용은 노동당 의원들의 반발에 불을 당길 것이 확실했다” [Eichengreen (1992, pp. 281-282)].

“할인율인상이 배거훗(Bagehot) 시대 이후 준비금의 상실에 대처하는 표준적인 수단이었음에 비추어 보면, 할인율인상과 신용긴축에 대한 이러한 주저는 분명했다. … 역사적 설명이 암시하는 바와 같이 그 이유는 다음과 같다. 정책당국은 이자율 인상이 이미 20%에 가까운 실업과 영국경제의 침체상황을 악화시키지 않을까 두려워했다” [Eichengreen and Jeanne (1998, pp. 10-11)].

위 인용문들을 보면 아이켄그린 주장의 요체는, 영란은행이 국내경기나 실업에 미칠 악 영향을 우려하여 7월 13일 이후 할인율 인상을 주저했고 이것이 곧 금본위제나 기존平價의 유지에 대한 영란은행의 의지의 약화를 반영한 것이라는 것이다.

(7) 영국이 금본위제를 유지했던 1925년 4월부터 1931년 9월까지의 전기간의 할인율 정책에 대한 분석과 할인율의 반응함수 추정 결과에 대해서는 박복영(1998, 제4장 제2절)을 참고하라.

여기서는 아이켄그린의 주장처럼 정말 영란은행이 할인율의 인상에 소극적이었던 중요한 이유가 국내경기나 실업의 악화를 막기 위한 것이었을까, 그리고 할인율 인상의 주저가 곧 금본위제나 기존 평가를 유지하려는 의지가 약화되었음을 의미하는 것일까, 또 할인율의 정책이 시장으로부터의 신인도 상실을 가져와 스텔링의 투매를 초래한 원인이 되었는가를 검토할 것이다.

먼저 위기가 시작된 이후 첫번째 목요일인 1931년 7월 16일에 영란은행은 왜 할인율을 인상하지 않았을까? 여기에 대한 일반적 설명은 독일에 대한 지원문제 및 배상금처리를 위해 열릴 예정인 런던 7개국 회의의 결과를 우선 지켜보자는 결정을 은행이 내렸기 때문이라는 것이다. 회의소집발표는 전날 자정에 있었다. 그런데 그날 노만이 뉴욕 FRB 총재인 해리슨(G.L. Harrison)에게 보낸 다음의 전화통지문 내용은 당시의 인식을 분명히 보여준다.

“외환사정이 여전히 혼란스러워 2.5%는 적정하지 않기 때문에 우리는 오늘 아침 할인율의 변경 문제로 고심했습니다. 그러나 그런 혼란에 대응하기 위해서는 3.5%가 아니라 7%나 8%로 인상해야 할 것입니다. 그리고 더 이상 금이 인출되지 않고 있기 때문에 적어도 한주일은 더 기다려 보려고 합니다” [Clarke (1967, p. 203)].

이 내용을 볼 때 상황의 반전에 대한 일시적인 낙관적 예상도 있었으며, 한편으로는 이때 이미 영란은행은 한번에 최대 1%포인트까지의 할인율 인상이라는 정상적인 방법으로 당시의 자금유출 사태를 막는 것이 어렵다고 판단했음이 틀림없다. 단 3일 만에 준비금이 700만 파운드가 감소할 정도였다. 그래서 국내경기악화나 재정부담의 문제 때문에 할인율 인상을 주저한 것이 아니라, 할인율 인상의 효력이 이미 의문시되고 있었다.

그러면 이때 할인율 인상의 주저가 외환시장에 큰 타격을 입혔을까? 스텔링 환율은 7월 15일 뉴욕과 파리에서 1925년 이후 최저수준으로 하락했지만, 예상과는 달리 할인율이 인상되지 않은 16일에는 회복세를 나타냈다. 물론 런던회의에 대한 기대감을 반영한 것이지만 할인율을 인상하지 않은 것이 타격을 주었다고 보기는 힘들다. 뉴욕에서 발행된 *The Commercial and Financial Chronicle* (1931a, p. 347)은 국제금융시장의 주간 동향을 설명하면서 할인율을 인상하지 않은 조치에 대해 오히려 다음과 같이 평가했다.

“모든 곳에서 자본은 달러와 프랑을 향해 달려가는 듯이 보인다. 그러한 상황을 받아들이는 런던의 침착함이 목요일(16일)날 스텔링의 위기를 청산하는 데 많은 역할을 했다. 영란은행은 외환사정이 저절로 개선될 것이며 은행은 상당한 정도의 압박을 견

딜 수 있을 만큼 충분히 강하다는 확신 속에서 할인율 인상을 거부했다.”

금융시장이 매우 불안정한 상황에서는 할인율을 인상하지 않은 것이 오히려 영국에 대한 신뢰를 가져다 주었다는 평가이다. 따라서 할인율의 인상 주저에서 드러난 평가유지에 대한 의지의 약화가 시장의 신뢰를 훼손하여 위기를 심화시켰다는 주장은 설득력을 얻기 어렵다.

그 이후 위기가 계속되자 영란은행 내에 두 가지 견해가 있었다. 하나는 전통적인 방식대로 할인율을 인상하고 금의 유출을 자유롭게 허용하자는 주장이었고, 다른 하나는 외국에서 차입하는 것이 불가피하다는 입장이었다. 결국 海外借入을 추진함과 동시에 자구노력도 하기로 했다. 자구노력의 일환으로 할인율은 두차례 인상되었지만 뚜렷한 효과가 없었다(Sayers (1976, pp. 392-393)). 외국으로부터의 지원이 이루어진 후 첫번째 재무위원회가 열린 8월 6일 할인율의 추가 인상은 기각되었다. Sayers (1976, p. 405)에 따르면 그것은 파리, 뉴욕, 쥐리히의 충고에 따른 것이었다고 한다. 이것은 할인율 인상이 더 이상 효력을 발휘하지 못하고, 외국의 지원발표만으로도 외환시장이 안정될 것이라는 기대와는 달리 상황이 더욱 악화되자 할인율의 인상은 오히려 투자자들을 자극시켜 불안을 가중시킬 것이라는 판단에서 비롯된 것으로 보인다.⁽⁸⁾ 당시 차입자금의 인출을 철저히 비밀로 했다는 사실도 차입의 심리적 효과를 얼마나 중요시 했는지를 짐작하게 하는데, 할인율을 추가로 인상하지 않은 것도 그러한 심리적 효과를 배가시키려는 노력의 일환이었던 것이다.

전후 고실업의 상황에서 재무성을 비롯한 영국 정부가 이자율 인상이 실업에 미치는 부정적 영향을 우려한 것은 분명하다. 하지만 적어도 위기가 본격화된 7월 13일 이후에는 정상적인 할인율정책이 전혀 효과를 발휘할 수 없었으며, 할인율 인상이 신인도 회복보다는 오히려 시장의 위기감을 증폭시킬 우려가 있었기 때문에 영란은행은 할인율 인상을 하지 않았다고 할 수 있다. 따라서 이 시기의 할인율 인상 주저가 平價유지보다 국내경기나 실업의 악화를 더 중시하게 되었기 때문이라는 아이켄그린의 주장은 받아들이기 어렵다.

3.2. 財政赤字 問題

다음은 아이켄그린을 비롯한 몇몇 연구자들이 주장하는 바와 같이 영국의 財政赤字가 스틸링의 위기를 초래하고 심화시킨 결정적인 원인이 되었는지 살펴보자. 기존의 주장에

(8) 8월 5일 스틸링이 급락하는 소란을 겪으면서 파리와 뉴욕에서는 할인율의 인상이 오히려 악영향을 미칠 수 있다는 주장이 제기되었다. 그후 더 이상의 할인율 인상 제안도 없었으며, 해리슨은 계속 할인율의 인상에 반대 의견을 제시했다고 한다.

따르면 재정문제가 위기에 미친 영향은 두가지 차원이다. 첫째, 1920년대 초의 인플레이션에 대한 기억이 생생했던 당시 많은 유럽인들은 재정적자가 곧 화폐의 증발을 가져올 것으로 생각하고 있었기 때문에, 재정적자의 존재 자체가 곧 해당 통화의 신뢰도의 하락으로 이어졌다는 것이다(Sayers(1976, p. 390)). 둘째, 영국정부가 외국 민간은행으로부터 자금을 차입하려고 했을 때 은행들은 영국정부에 경제조정프로그램을 요구했는데, 그 핵심적인 내용이 재정적자 삭감이었다. 그런데 당시 노동당 정부내의 분열로 적자 삭감이 마련되지 못해 자금차입에 차질이 빚어졌다는 것이다(Eichengreen(1992, pp. 283-284)).

그러나 우선 당시 각국의 재정적자규모를 비교해 보면 영국의 재정적자가 스텔링의 신인도를 하락시킨 원인이 되었을 것으로 보기 어렵다는 것을 알 수 있다. <表 1>에서 보는 바와 같이 영국 중앙정부의 재정은 1931년까지 계속 흑자를 유지했으며 프랑스나 네덜란드, 미국과 같은 나라와 비교해 볼 때 월등히 건실함을 알 수 있다. 그리고 중앙정부(국민보험기금 포함)와 지방정부를 합한 영국의 통합재정수지를 보면 총과입이 있었던 1926년을 제외하면 1929까지 계속 흑자를 유지하였다. 1930년과 1931년의 적자도 전체지출의 1.4%와 2.6%에 지나지 않는 규모였다. 같은 시기에 중앙정부만의 재정적자 규모가 전체지출의 10%에 이르는 프랑스나 40%를 넘는 네덜란드와 비교해도 영국의 재정적자가 우려할 수준이 아니었음을 알 수 있다. 그리고 대공황으로 인한 1930년대 초의 재정적자 확대는 모든 나라의 일반적 현상이었다.

또한 1920년대 초에 영국보다는 프랑스가 더 심한 인플레이션을 겪었다는 점에 비추어

<表 1> 主要國의 中央政府 財政收支(1925-1932)

	영국			프랑스			네덜란드			미국		
	세출	세입	수지	세출	세입	수지	세출	세입	수지	세출	세입	수지
1925	776	812	36	36.3	33.5	-2.8	699	540	-159	2,924	3,641	717
1926	782	806	24	42.0	41.9	-0.1	689	569	-120	2,930	3,795	865
1927	774	843	69	45.9	45.7	-0.2	645	596	-49	2,857	4,013	1,156
1928	761	836	75	44.2	48.2	4.0	698	571	-127	2,961	3,900	939
1929	782	815	33	59.3	64.3	5.0	729	606	-123	3,127	3,862	735
1930	814	858	44	55.7	50.8	-4.9	738	583	-155	3,320	4,058	738
1931	819	851	32	53.4	47.9	-5.5	865	502	-363	3,577	3,116	-461
1932	833	827	-6	40.7	36.0	-4.7	883	460	-423	4,659	1,924	-2,735

註: 단위는 영국 백만 파운드, 프랑스 10억 프랑, 네덜란드 백만 길더, 미국 백만 달러.
 資料: Mitchell(ed.)(1990).

보면, 재정적자로 통화의 신인도에 문제를 겪어야 할 나라는 오히려 프랑스였다. 따라서 적어도 재정적자 그 자체가 스텔링의 신인도를 하락시킨 원인이 되었다는 주장은 설득력을 갖기 어렵다. 재정적자 자체가 위기의 원인이었다면 영국에서 프랑스나 네덜란드로 자금이 유출될 것이 아니라, 반대로 프랑스나 네덜란드에서 영국으로 자금이 유입되었어야 할 것이다.

1931년 스텔링 위기 진행과정에서 재정적자가 문제가 된 것은 7월의 위기 폭발 이전이라기 보다는 그 이후이다. 정확히는 메이위원회 보고서가 발표된 8월 1일 이후부터이다. 1932-1933회계년도에 1억1,900만 파운드의 재정적자가 예상된다는 것을 주요 내용으로 하는 메이위원회 보고서가 미국과 프랑스의 자금지원 발표와 같은 날 발표되었다. 이 두 발표의 효과는 3일 후인 8월 4일에야 알 수 있었는데, 8월 2일은 일요일이고 8월 3일은 영국의 은행휴무일이었기 때문이다. 8월 4일 뉴욕외환시장에서 스텔링의 환율은 8월 1일에 비해 약간 상승하는 데 그쳤다. 그리고 8월 5일에는 큰 폭의 약세를 보였으며 주말까지 비슷한 수준이 유지되었다.

이처럼 외국 중앙은행의 자금지원 발표가 거의 효과를 내지 못한 데 대해 Clarke(1967, p. 207)나 Sayers(1976, pp. 394-395)는 영국의 재정문제를 경고하는 메이보고서가 뉴욕과 파리에서의 자금지원과 같은 날 발표되었기 때문이라고 주장한다. 그러나 이러한 주장은 추측일 뿐 그들은 근거를 제시하지 않고 있다. 그런데 8월 1일 이후 국제외환시장의 동향을 살펴보기 위해 8월 8일자 런던에서 발행된 *The Economist*와 뉴욕에서 발행된 *The Commercial and Financial Chronicle*을 보면 메이보고서에 대해 단 한번도 언급하고 있지 않다. 그에 반해 가장 중요한 뉴스는 영란은행에 대한 외국의 자금지원 발표였다. 그런데도 8월 5일 스텔링이 큰 폭의 약세를 보인 실제 이유는 무엇이었을까? *The Commercial and Financial Chronicle*은 뉴욕외환시장의 분위기를 다음과 같이 적고 있다.

“시장은 그 하락의 원인이 무엇인지 몰라 당황해 했으며 많은 소문이 나돌았다. 소문 중의 하나는 프랑스은행이 영란은행에 새로 제공한 자금이 모두 소모되었다는 것이었다. 이러한 소식은 런던에 있는 프랑스 투자자들을 다시 놀라게 했다. 그러나 뉴욕에서 프랑스의 계정으로 스텔링을 대량 매입했기 때문에 자금인출의 규모는 크지는 않았다”(*The Commercial and Financial Chronicle* (1931b, p. 851)).

그리고 *The Economist*는 이 때의 상황을 다음과 같이 적고 있다.

“프랑스은행이 더 이상 스텔링을 매입하지 않고 있다는 것이 알려진 수요일 일종의

공포감이 나타나면서 파리의 달러들이 스텔링을 팔고 프랑과 달러를 매입하려고 몰려들었다. 그 결과 지난주에 4.86이었던 달러환율이 4.84 3/8로 하락하고 123.92였던 프랑환율이 123.30으로 하락하였다”(*The Economist*(1931a, p. 254)).

결국 이때의 스텔링 환율의 하락은 메이위원회 보고서 때문이 아니라 프랑스은행이 스텔링 지지를 위한 개입을 하지 않고 있다는 것이 알려졌기 때문이다. 그런데 왜 프랑스은행이 개입을 하지 않고 있었는가에 대한 설명은 아직 불분명하다. 영란은행이 프랑스은행에 개입을 요청하지 않았다는 설명도 있고, 프랑스은행이 영란은행의 개입 요청에 응하지 않았다는 설명도 있다.⁽⁹⁾ 프랑스은행의 개입은 8월 7일부터 시작되었다.

이 사건을 통해서 몇가지 사실을 확인할 수 있다. 첫째, 영국내부에서와는 달리 영국의 재정적자에 대해 국제금융시장은 큰 관심이 없었다는 것이다. 둘째, 이 당시의 스텔링 환율은 이미 중앙은행의 개입에 의해서만 겨우 유지될 수 있을 만큼 극도로 불안정했다는 사실이다. 셋째, 무수한 소문이 나돌고 그 소문에 매우 민감하게 반응할 만큼 유럽을 비롯한 세계 각국의 금융시장이 매우 불안정한 상태였다는 것이다.

재정적자가 문제가 된 또 하나의 이유는 영국정부가 미국 민간은행에서 자금을 차입하는 데 있어 미국은행들이 적절한 경제조정프로그램을 영국에 요구했기 때문이다. 1차 해외차입에도 불구하고 자금은 계속 인출되고 외환시장은 여전히 안정되지 않자 영란은행은 추가적인 차입을 성사시키기 위해 8월 10일부터 정부에 재정적자에 대한 신속한 대응을 촉구했다. 그러나 정부내 의견의 분열로 결국 노동당 정부가 붕괴하였다. 기존의 주장은 이러한 노동당 정부의 태도가 위기를 악화시켰다는 것이다.

그러나 앞에서 지적한 바와 같이 이미 영국을 둘러싼 국제금융시장이나 외환시장은 극도로 불안정한 상태였고 외국 중앙은행들의 자금지원 발표마저 아무런 ‘心理的 效果’가 없었기 때문에 예산삭감안이 실제보다 1-2주 일찍 마련되었다고 하더라도 파국은 불가피했을 것이다.

현실은 이러한 추측이 무리가 아님을 보여주었다. 8월 24일 거국내각이 구성되어 예산삭감안을 즉각 발표했다. 그 결과 소폭의 환율상승 효과가 있었다. 그리고 8월 28일 프랑스와 미국은 각각 2억 달러의 추가지원을 발표했다. 하지만 런던에서 자금은 계속 빠져나

(9) Sayers(1976, p. 395)의 설명에 따르면, 외국의 자금지원 발표만으로도 효과가 있을 것이며 자금의 실제 사용은 오히려 불안을 가중시킬 것이라고 영란은행이 판단하여 개입을 요청하지 않았다는 것이다. 반면 Clarke(1967, p. 207)에 따르면, 금이 유출되는 것을 정부에 보여줌으로써 예산삭감에 대한 압력을 넣고 할인율을 인상할 빌미를 마련하기 위해 영란은행이 방치했다고 주장한다.

갔고, 스텔링 환율은 지원자금에 의한 외환시장개입에만 전적으로 의존하여 유지되었다.⁽¹⁰⁾

결론적으로 말하면 할인율인상을 주저하고 재정적자문제를 신속히 마무리하지 못한 영란은행이나 정부의 부적절한 대응 때문에 7월의 스텔링 위기가 금본위제 붕괴로 확대된 것이 아니다. 그것은 영국만의 능력이나 몇몇 중앙은행들간의 협조로도 막을 수 없었던 國際金融危機의 일부였으며, 1931년 여름에는 이미 수습하기 어려운 상태에 있었다. 위기의 범위는 국제적이었으며, 국제금융중심지로서의 런던과 기축통화로서의 스텔링의 취약성은 이미 그 이전에 누적되어 있었던 것이다. 4장에서는 이러한 관점에서 영국의 금본위제 붕괴원인에 대한 하나의 가설을 제시할 것이다.

4. 金本位制 崩壞 原因에 대한 假設

본 논문은 스텔링에 대한 불신이 1931년 독일에서 통화위기가 발생하기 이전에 이미 내재되어 있었다고 생각한다. 그리고 그러한 불신은 정책당국의 비밀관적인 정책에서 비롯된 것이 아니라 영국의 변화된 국제수지구조와 취약한 短期對外포지션에서 비롯되었음을 설명할 것이다. 그리고 위기를 촉발한 직접적 계기는 1930-1931년 유럽 각국에서 발생한 銀行危機였음을 설명할 것이다.

이러한 주장을 뒷받침하기 위해 먼저 戰後 영국의 단기대외포지션이 악화되었을 뿐만 아니라, 단기부채의 성격도 변화되어 국제금융중심지로서 런던의 지위가 불안정하게 되었음을 밝힐 것이다. 그리고 1930-1931년 유럽 각국의 은행위기가 스텔링 위기를 초래한 과정에 대해서도 설명할 것이다.

4.1. 根本原因: 短期對外포지션의 脆弱性

4.1.1. 戰後 國際收支構造의 變化

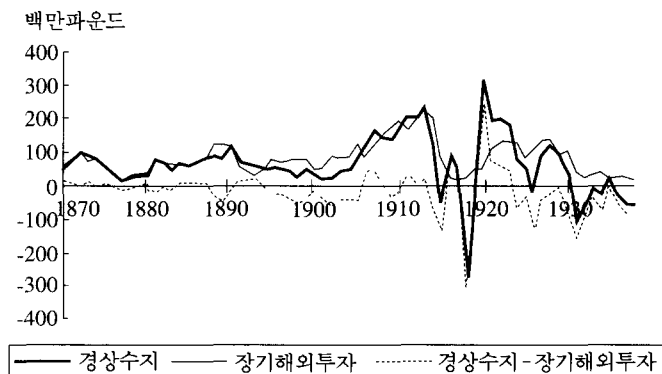
戰前에 영국이 금본위제를 안정적으로 유지할 수 있었던 가장 큰 경제적 바탕은 국제상품시장과 국제금융시장에서 영국이 차지하고 있던 특수한 지위였다. 영국은 '세계의 공장'이라고 불릴 정도로 세계 전체 공산품 수출에서 차지하는 비중이 높았으며 국제시장에서 높은 경쟁력을 유지하고 있었다. 그리고 런던은 금을 비롯한 1차산품의 국제시장이기

(10) 영란은행의 공식 대외준비금과 추가차입금을 합한 전체 준비금포지션의 상황은 다음과 같았다. 8월 26일 1억5,000만 파운드(그후 8,000만 파운드 차입), 9월 2일 2억1,900만 파운드, 9월 9일 2억400만 파운드, 9월 16일 1억4,800만 파운드. 즉 20일도 채 지나기 전에 차입된 외환이 모두 고갈된 것이다.

도 하였다. 국제금융의 측면에서도 영국은 특수한 위치를 차지하고 있었다. 영국은 런던을 통해 다른 나라와는 비교도 안될 만큼 막대한 규모의 자본을 해외로 수출하였다. 런던의 금융기관들은 외국인을 위해 장기증권을 발행했을 뿐만 아니라, 무역금융을 지원하고 환어음을 할인하는 등 국제단기금융시장에서도 중심적 역할을 하였다.

세계경제에서 차지하는 영국의 이러한 중심적 지위는 영국의 국제수지구조에 그대로 반영되었다. 戰前까지 영국 국제수지의 가장 뚜렷한 특징은 經常收支 黒字를 기초로 長期海外投資를 지속한 것이다. <그림 2>에서 보는 바와 같이 경상수지의 흑자 규모와 장기해외투자의 크기는 비슷한 추세로 변동했다. 그 결과 준비금과 단기대외포지션은 큰 변동을 겪지 않을 수 있었다. 경상수지 중 무역수지는 항상 적자를 기록한 반면 무역외수지는 무역수지의 적자를 보전하고도 남을 만큼의 흑자를 나타냈다. 그리고 무역외수입 중 가장 큰 비중을 차지한 것은 海外投資所得이었다. 해운운임과 금융서비스로부터 얻는 수입도 무역외수입의 한 부분을 이루었다.

결국 무역과 금융의 중심지라는 특성 때문에 영국은 자유로운 해외투자를 가능하게 할 만큼의 경상수지 흑자를 기록할 수 있었다. 그리고 경상수지 흑자와 해외투자가 비슷한 크기로 변동하도록 조정하는 메카니즘이 존재했는데, 그것은 대체로 다음과 같았다.⁽¹¹⁾ 장기자본수출은 투자대상국의 수요요인에 의해 큰 영향을 받았기 때문에 국제수지에 대한 외생적 교란요인의 성격이 컸다. 하지만 장기자본수출은 상품수출을 촉진하고⁽¹²⁾ 해외투자소득을 증가시켜 경상수지를 개선시키는 결과를 낳았다. 그 결과 戰前에 영국은 단기대



〈그림 2〉 經常收支와 長期海外投資 (1870-1938)

(11) 戰前 영국의 경상수지와 자본수출의 관계에 대한 더 자세한 분석은 박복영(1998, 제5장, 제 2절)을 참고하라.

(12) 이 메카니즘에 대한 자세한 설명은 Ford(1962)를 참고하라.

외포지션을 비교적 안정적으로 유지할 수 있었고, 그 포지션이 바람직스럽지 못한 경우에는 영란은행할인율이라는 매우 효과적인 수단을 이용하여 비교적 용이하게 조절할 수 있었다.

그러나 이러한 영국의 국제수지구조는 戰前부터 조금씩 변화하기 시작했으며, 戰後에는 그 변화의 속도가 빨라졌다. 국제상품시장에서 경쟁력이 약화되고 비중이 감소하면서 <그림 2>에서 볼 수 있는 바와 같이 무역수지 적자가 증가하였을 뿐만 아니라, 戰後 금본위제로 복귀하면서부터는 줄곧 경상수지흑자 규모가 장기자본수출 규모에 미치지 못했다. 분석의 대상이 되는 시기가 너무 짧아서 확실한 결론을 끌어내기는 어렵지만, 戰後 경상수지와 자본수출간의 상호관계가 그 이전과 달라진 것으로 보인다. 특히 자본수출을 하여도 영국상품의 수출을 유발하는 효과가 감소하였는데, 영국 정부는 이러한 효과를 인위적으로 유지하기 위하여 신규증권을 발행하는 경우 그 자금의 일부로 영국의 상품을 구매한다는 조건을 강제하기까지 이르렀다. 그리고 전쟁 중에 해외투자가 급격히 감소하고 기존 해외자산을 매각하기도 했기 때문에 해외투자소득이 과거와 같은 추세로 증가하지 않았을 뿐만 아니라, 투자지역의 경제적 불안정과 불황으로 해외투자소득마저 안정적으로 회수되지 않아 해외투자소득이 무역적자마저 보전하지 못하는 결과를 빚기도 하였다.

4.1.2. 短期對外포지션의 變化

戰後에 장기자본수출이 상응하는 상품수출의 증가나 해외투자소득의 증가를 유발하여 수출된 자본을 다시 회수하는 메카니즘이 약화되었다는 것은, 곧 경상수지에서 순장기자본수출을 뺀 基礎收支가 적자상태에 있음을 의미한다. 기초수지의 적자가 준비금의 상실로 이어지지 않도록 하는 방법은 외국에서 短期資本을 유입하는 것 뿐이다. 단기자본의 순유입이 계속되면 단기대외포지션이 악화될 수밖에 없다. 戰後 영국의 단기대외포지션은 그 이전과는 달리 비교적 짧은 기간 동안 크게 악화되었다. 그것이 어느 정도였는지를 정확히 파악하기는 매우 어렵다.⁽¹³⁾

자본수지 통계는 戰前에는 물론이고 戰間期에도 공공기관에 의해 체계적으로 집계된 적이 없었다. 장기자본의 수출입에 비해 단기자본의 이동에 관한 통계는 더욱 불충분하다. 戰前의 경우 단기자본수지의 변동을 추측할 만한 정도의 통계도 없으며, 단지 단기포지션의 스톡 규모에 관한 추정치만 몇 개 있을 뿐이다. 전간기의 경우에는 사정이 다소 나은 편인데, 그것은 악화된 단기포지션의 상황을 우려하여 맥밀란 위원회가 1931년에 영국의

(13) 영국은 제2차 대전 전까지는 현대적인 형태의 국제수지표를 체계적으로 작성한 적이 없었다. 경상수지도 1920년에야 처음으로 통상국(Board of Trade)에 의해 현대적인 형태로 작성되었다. 그리고 그 수치들도 모두 정확한 통계에 근거하여 기록된 것은 아니었다.

단기대의자산과 단기대의부채의 스톡을 조사한 적이 있기 때문이다. 그러면 戰前의 영국의 단기대의포지션의 상태에 대하여 이용가능한 자료를 통해 간략히 살펴보자.

戰前에 영국은 단기대의포지션에서도 대규모 순채권국이었다는 견해가 일반적이다. 戰前에 영국이 막대한 단기대의자산을 보유하고 있었던 것은 확실하다. 단기대의자산의 가장 일반적 형태는 외국인이 발행한 銀行引受어음(acceptance bill)을 런던의 할인업자가 할인을 해준 것이었다. 에델스틴(M. Edelstein)은 그 이전의 벨로(T. Balogh), 브룸필드(A.I. Bloomfield), 린더트(P.H. Lindert) 등의 연구를 근거로 1913년 영국의 단기순채권 규모를 1억 파운드 정도로 추정하였다[Edelstein(1982, pp. 18-19)].

그러면 戰後 영국의 단기대의포지션은 어떤 상태였는가. 그것에 대한 1차적인 자료는 맥밀란보고서가 집계한 단기대의자산과 단기대의부채이다. 그런데 맥밀란보고서에 기록된 단기부채에는 런던 소재 외국계은행이 보유하고 있는 스틸링어음과 해외에 있는 영국계은행들이 보유하고 있는 외국인예금이 대외부채에 포함되지 않아 그 규모가 실제보다 과소 평가되어 있다는 주장이 그 당시부터 이미 제기되었다. 1951년 영국 재무성은 이러한 부분을 포함하는 보다 포괄적인 부채규모를 백서에서 밝혔는데, 그것에 따르면 1931년 12월말 영국의 단기대의부채총액은 4억1,100만 파운드였다. Williams(1963)는 이 값을 기준으로 하여 1930년의 부채규모를 추정하였다. 이 추정에 따르면 영국의 단기대의포지션은 1930년말 순부채가 5억4,400만 파운드에 이르는 상황이었다. 이러한 단기대의포지션 상황을 戰前의 상황과 비교해 보자. 우선 전쟁 직전 단기순채권이 1억 파운드 이상에 이르렀다는 브룸필드의 추정과 비교해 보면 전쟁 이후 17년 동안 단기순채무가 약 6억5,000만 파운드 증가한 것으로 나타난다.

그러나 필자는 1914-1930년 사이에 증가한 단기순채무 규모를 다른 방식으로 추정해 보았다. 위의 1930년말의 순부채 규모를 기준으로 하고 1914-1930년까지의 단기자본수지를 이용하여 역산을 하는 것이다. 이러한 추정방법에 따르면⁽¹⁴⁾ 이 기간 동안 영국의 단기순부채는 8억2,200만 파운드가 증가하고 1913년말 영국의 단기순자산은 2억7,800만 파운드 정도였던 것으로 추정되었다. 이 값의 신뢰도는 전쟁 기간 중의 국제수지가 얼마나 정확하게 추정되었는가에 달려 있다.

이러한 추정들을 통해서 볼 때 영국이 전쟁을 전후하여 단기순채권국에서 단기순채무국으로 되었다고 판단하는 것은 큰 무리가 아닌 것으로 보인다. 그리고 戰前 장기간 동안 단기자본의 순채권국 혹은 소규모 순채무국으로서 지위가 유지된 것과는 대조적으로, 전

(14) 자세한 추정방법은 박복영(1998, 제5장)을 참조하라.

쟁 발발 이후 비교적 짧은 기간 동안 단기대외부채가 급격히 증가했다고 볼 수 있다. 이러한 단기대외포지션의 급격한 악화는, 금이나 외환으로 태환되어 언제든지 런던에서 빠져나갈 수 있는 순부채가 누적되어 있다는 점에서 스텔링에게는 잠재적 위험 요소가 되었다고 할 수 있다.

4.1.3. 短期對外負債의 性格 變化

戰後 영국의 단기대외부채총액이나 단기순채무의 규모가 1931년 통화위기를 초래한 하나의 배경이 되었지만, 그것보다 강조해야 할 것은 戰後 런던에 유입된 단기자본의 성격이 변화했다는 사실이다. 간단히 말하면 戰前에 런던으로 유입된 단기자본은 안정적인 성격을 띤 반면 戰後에 유입된 단기자본은 매우 불안정한 성격을 띠었다. 여기서 단기자본의 성격이 不安定的이라는 것은, 작은 교란에도 쉽게 런던에서 빠져나가려는 성향이 있다는 뜻이다. Brown (1940)의 표현처럼 영국의 입장에서 보면 그것은 한마디로 '믿음이 가지 않는' (unfaithful) 자본이었다.

본 논문은 런던에 유입된 단기자본의 성격이 변화된 원인을 크게 두가지 점에서 찾고자 한다. 하나는 뉴욕이 새로운 국제금융시장으로 부상하면서 국제금융센터로서 런던의 지위가 상대적으로 떨어지고 런던의 단기자본흡입력이 약화된 것이다. 다른 하나는 戰後 취약해진 영국의 대외포지션의 반영으로 국제통화로서 스텔링에 대한 신인도가 위험에 항상적으로 노출된 것이다.

먼저 國際金融市場으로서의 뉴욕의 부상과 런던의 지위 약화에 대해 살펴보자. 戰後 국제금융상황의 가장 팔목할 만한 변화 중의 하나는 국제금융중심지로서 뉴욕의 역할이 크게 신장된 것이다. 달러가치의 안정, 미국의 교역량 증대, 미국의 장기자본수출의 증대 등은 국제자본시장으로서 뿐만 아니라 국제단기금융시장이나 외환시장으로서도 뉴욕의 역할을 증대시켰다.

뉴욕금융시장과의 경쟁으로 런던의 지위는 戰前과 크게 달라졌다. 무엇보다 상품의 거래나 국제적 결제를 위한 필요성 때문에 런던에 잔고를 유지하려는 유인이 戰前에 비해 약해진 것이다. 반면 영국이 금본위제의 안정을 위해 유입해야 할 단기자본의 규모는 戰前보다 훨씬 증대하였다. 이러한 문제를 해결하기 위해서는 런던이 적극적으로 외국의 단기자본을 유인할 수밖에 없었다. 그것을 위한 가장 일반적인 방법은 短期利率을 높이는 것이다.

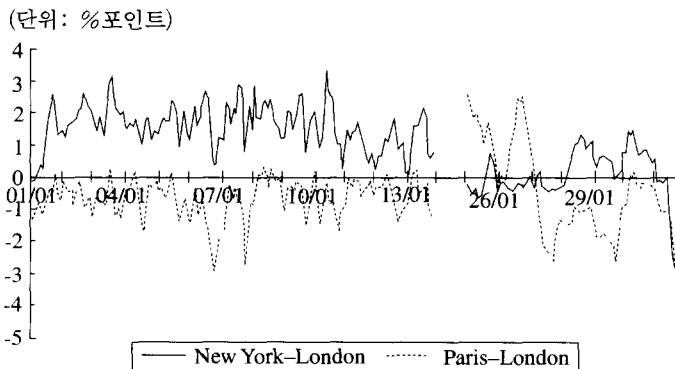
<그림 3>은 런던과 다른 국제금융시장의 단기이자율의 격차를 나타낸 것이다. 런던과 파리의 경우는 90일 만기 은행인수어음(banker's acceptance)의 공개시장할인율을 사용하였고 뉴욕의 경우는 60-90일 만기 상업어음할인율(commercial paper rates)을 사용하였다.

런던과 뉴욕의 단기이자율격차를 보면, 戰前에는 뉴욕의 이자율이 런던의 이자율보다 약 1-3% 포인트 높았는데 戰後 1925-1927년 동안은 오히려 런던의 이자율이 더 높았다. 그리고 뉴욕 증권시장의 투기억제를 위해 미국이 고금리 정책을 사용한 1928-1929년에도 뉴욕의 이자율은 런던보다 0-1% 포인트 정도 높은 데 불과했다. 파리와 런던의 이자율 격차를 보면 전통적으로 파리의 단기이자율이 런던보다 낮았는데, 戰後 프랑스가 실질적으로 금본위제로 복귀한 후인 1927년부터는 그 폭이 더욱 증가하였다.

결국 국제적인 단기자금의 유인을 통해서만 금본위제를 지탱할 수 있었던 영국은, 영란은행의 할인율을 뉴욕연방준비은행의 할인율보다 높게 유지하고 그것을 통해 영국의 단기 시장이자율을 뉴욕의 그것보다 높게 유지할 수밖에 없었다. 이를 통해 국제금융시장으로서 런던의 지위 변화를 확인할 수 있다.

다음은 영국의 단기대외부채를 불안정적으로 만든 또 하나의 요인인 1925년 이후의 스텔링의 만성적 약세에 대해 살펴보자. 전간기 금본위제가 유지된 1925년 2/4분기부터 1931년 2/4분기까지 달러에 대한 스텔링의 평균시장환율은平價(£1 = \$4.866)에 미치지 못하고 약 0.14%의 디스카운트를 기록했다. 戰前의 약 25년 동안에는 스텔링-달러 환율이 거의 평가와 같은 수준(1891-1900년 +0.02%, 1901-1914년 -0.03%)을 유지했던 점과 비교해 보면, 전간기의 스텔링의 약세는 두드러진 특징이었다. 더욱이 스텔링의 약세는 만성적이었다. 7년 동안 연평균 시장환율이 평가를 상회한 경우는 한번도 없었으며, 분기별로 보아도 전체 25회의 분기중 스텔링이 프리미엄을 기록한 횟수는 단 4회에 불과하다.

스텔링이 여전히 가장 일반적인 국제결제통화이며 국제결제를 위해 외국이 런던에 단기 스텔링자산을 보유하고 있는 상황에서, 스텔링의 만성적 약세는 외국인으로 하여금 런던에 보유하고 있던 단기자산에 대한 불안감을 갖도록 하는 요인이 될 수밖에 없었다.



<그림 3> 런던과 뉴욕·파리 간 短期利率 隔差(1901-1931)

스털링의 약세가 이 정도에 그친 것도 영국 정책당국의 지지정책 덕분이었다. 정책당국은 금매입가격의 인상, 외환시장개입, 국제적 지원의 요청 등의 방식으로 스털링의 근본적 취약성에 대처했다. 이중 가장 중요한 수단이면서 동시에 戰後 영란은행 정책의 획기적인 변화 중의 하나가 外換政策(foreign exchange policy)이었다. 영란은행은 주로 달러표시의 외화자산을 發券部와 銀行部の 其他資産(other securities)에 포함시키는 방식으로 비밀리에 보유하면서 1928-1929년에는 스털링을 방어하기 위해 주로 사용하였다는 것이다.

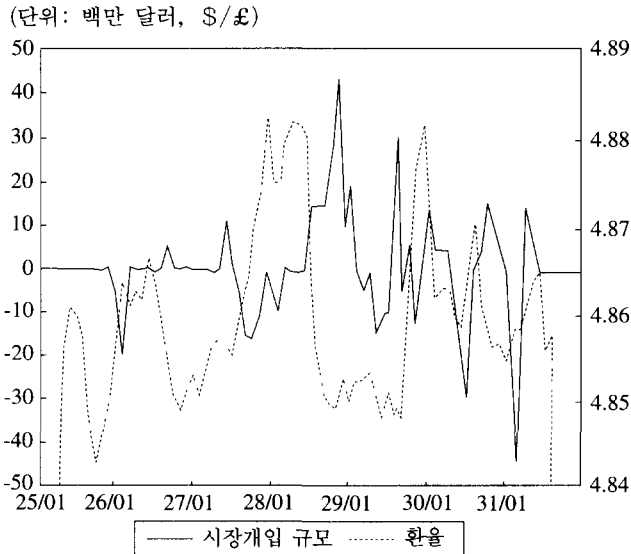
스털링의 만성적 약세라는 근본적 결함에도 불구하고 위기의 발생을 지연시키는 데는 國際協調도 큰 역할을 하였다. 이 시기에 중앙은행 간 협조의 가장 큰 목적의 하나가 바로 스털링의 支持였다. 스털링 지지를 위해 뉴욕연방준비은행과 프랑스은행은 자기계정으로 공개시장에서 스털링자산을 매입하기도 하였다.

영란은행과 뉴욕연방준비은행의 외화자산보유량의 변화를 스털링-달러 환율의 변동과 같이 표시한 <그림 4>는 환율의 안정을 위해 두 은행이 외환시장에 개입했음을 짐작할 수 있게 한다. 두 은행의 외화자산보유량의 변화는 Officer(1996)가 집계한 자료를 이용하였다. 뉴욕연방준비은행이 보유한 스털링자산의 월간 변화액을 $\Delta FRHP$ 로 나타내고, 영란은행이 보유한 달러자산의 월간 변화액을 ΔBHD 로 나타내면, $\Delta FRHP - \Delta BHD$ 은 뉴욕연방준비은행이 스털링을 매입한 액수와 영란은행이 달러를 매각한 액수의 합이 된다. 단 두 은행이 외환시장에 개입한 규모를 파악하기 위해 중앙은행들 간의 직접적 거래를 통한 보유외화자산의 변화액은 제외하였다. 따라서 위 값이 양(+)이라는 것은 스털링을 지지하는 방향으로 두 중앙은행이 개입했음을 의미한다. 그리고 음(-)은 달러의 지지를 위해 개입했음을 의미한다.⁽¹⁵⁾ 이 그림을 통해서 볼 때 1927년 후반기 이후부터 두 은행의 외환시장 개입이 빈번해졌으며, 환율과 시장개입규모가 대체로 반대의 움직임을 보인다는 것은 약세의 통화를 지지하는 방향으로 개입이 이루어졌음을 의미한다.⁽¹⁶⁾

요약하면 戰前 런던은 다른 어느 지역과 비교할 수 없는 국제상품시장과 국제금융시장의 중심지였기 때문에 외국인들은 거래의 편리를 위해 런던에 단기스털링자산을 보유할 수밖에 없었다. 즉 런던은 '預金強制力'(deposit-compelling power)을 가지고 있었다. 그런데 戰後에는 그런 힘이 사라진 것은 아니지만 뉴욕금융시장의 성장과 스털링의 약세와 같은 이유 때문에 그 힘은 약화되었다. 장기자본수출을 커버할 만큼의 경상수지흑자를 거두지 못했기 때문에 단기자본의 유입에 크게 의존할 수밖에 없으면서도 예금강제력이 약

(15) 물론 외화자산의 모든 변동이 반드시 외환시장개입의 결과라고 할 수 없는 문제점은 있다.

(16) 1927년 후반과 1928년 전반기에 일시적으로 스털링이 강세를 보이는데 이는 순전히 영국의 준비금 유출을 막기 위한 프랑스와 미국 간의 합의에 의한 지원 덕분이었다.



〈그림 4〉 스텔링-달러 환율과 英國과 美國의 外換市場介入規模(1925-1931)

한 상황에서, 금본위제를 유지하기 위해서는 외환시장의 개입이나 높은 단기이자율과 같은 '預金誘引政策' (deposit-attracting policy) 을 사용할 수밖에 없었다.⁽¹⁷⁾

4.2. 促發契機: 유럽의 銀行危機

1931년 스텔링 위기를 촉발한 계기는 무엇인가? 이것은 정확히 말하면, 1931년 7월 13일 독일이 은행들의 영업정지를 발표했을 때 왜 외국인들은 영국에서 자금을 인출했을까 하는 문제이다. 영국에서의 단기자금 인출은 외환시장에서 스텔링의 공급을 늘려 스텔링 환율을 금수출점 아래로 하락시켰다. 그 결과 영국에서 금이 유출되고 영란은행의 금준비도 감소한 것이다.

본 논문에서는 그러한 인출의 직접적 원인을 크게 두가지로 구분하는데, 하나는 스텔링의 평가절하 가능성과는 별도로 유럽 각국의 은행들이 금융불안정에 대처하기 위해 유동성을 확보하는 과정에서 런던에서 자금을 인출해갔기 때문이다. 다른 하나는 스텔링에 대한 신인도 하락으로 자금이 인출되었기 때문이다. 그런데 후자의 원인을 정확히 말하면 短期對外債務에 대한 영국의 절대적 支拂能力(solvency)이 의심스러웠기 때문이라고 할 수 있다. 즉 재정적자의 화폐화를 통한 통화증발에 대한 우려보다는 영국의 단기대외포지션 상태의 취약성에 우려를 표시한 것이다.

(17) '예금강제력' 과 '예금유인정책' 의 개념은 Brown(1940)에게서 빌어온 것이다.

〈表 2〉英國의 金輸出(1931. 5. - 1931. 9.)

(단위: 천 파운드)

기간	프랑스	네덜란드	스위스	벨기에	독일	오스트리아	미국
4/27-6/1	67	-	21	-	86	50	-
6/1-6/29	73	45	685	-	1,209	221	-
6/29-8/1	23,381	11,178	461	2,886	800	161	309
8/1-8/31	2,417	4,282	2,590	1,202	-	86	-
8/31-9/28	168	4,207	2,087	4	-	93	211
합계	26,106	19,712	5,844	4,092	2,095	611	520

資料: *The Weekly Bulletin Letter*(1932).

먼저 위기 동안 영국에서 자금이 어느 나라로 얼마 만큼 인출되었는지 살펴볼 필요가 있는데, 아쉽게도 그것에 관한 자료는 없다. 다만 〈表 2〉에 나타난 바와 같이 각국으로 금이 얼마나 수출되었는지는 알 수 있다.

위기 동안 영국에서 유출된 금의 반 정도가 프랑스로 갔으며, 다음은 네덜란드, 스위스, 벨기에의 순이었다. 미국으로의 금유출은 매우 작은 편이었다.⁽¹⁸⁾ 시기별로 보면 본격적인 금유출은 7월 13일 이후부터이며 런던 7개국 회담의 결렬이 발표된 넷째주에 금유출이 가장 많았다. 8월에는 프랑스와 네덜란드, 벨기에로의 금유출이 7월에 비해 크게 감소했지만 여전히 높은 수준이었다.

각국 중앙은행의 대외준비금에 큰 변동이 없는 것으로 보아 영국으로부터 자금을 인출해 간 것은 민간은행들인 것으로 알려져 있다. 그러면 프랑스, 네덜란드, 스위스, 벨기에의 민간은행들은 7월 13일 이후 왜 영국에서 자금을 인출했는가? 첫째, 독일의 금융위기로 자신들의 해외자산이 독일에 동결되는 사태를 겪었기 때문에 같은 경험을 영국에서도 겪을 수 있다는 두려움에 휩싸였다.⁽¹⁹⁾ 런던이 여전히 세계 최대의 국제금융중심지였으며 외국은행들의 은행이었다는 점, 하지만 戰後 런던의 자금 흡입력은 과거에 비해 약화되었다는 점을 상기하면 이러한 인출사태를 이해할 수 있다.

(18) 스티어링의 달러화 환율은 위기의 상당 기간 동안 금수출점 이하였지만, 영국으로부터의 금유출로 인한 국제금융불안정의 악화를 우려한 연방준비은행이 민간에 도의적 권유를 통해 금의 수입을 억제하도록 했다.

(19) 독일에 동결된 각국의 자산 규모를 보면 미국, 영국에 이어 스위스, 네덜란드, 프랑스 순이었다(*The Economist*(1931b, pp. 6-7)). 허스트는 이러한 불안정한 국제금융상황에 대하여 다음과 같이 적고 있다. “7월 중순경 소규모 국가들은 독일내에 있는 그들의 자산을 인출하지 못함으로써 손을 떼었다. 그 교훈이 곧 [영국에 - 인용자] 적용되었다”(*Hurst*(1932, p 653)).

그러나 더욱 중요한 원인은 債權國들의 國內經濟狀況 때문이었다. 많은 나라들이 1920년대에 은행위기를 겪었기 때문에 국내금융상황이 여전히 불안하였고 예금인출 사태가 자신들의 나라에서도 일어날 수 있다는 두려움을 가지고 있었다.⁽²⁰⁾ 그것에 대비하는 방법은 가능한 한 충분한 流動性을 확보하는 것이었다. 무엇보다도 중부유럽의 금융위기는 이들 나라에 직접적인 은행위기를 유발하였다. 네덜란드에서는 크레디트안슈탈트의 자은행인 암스텔은행(Amstel Bank)과, 서유럽과 동유럽의 매개역할을 했던 은행들이 문을 닫았다. 그외에도 작은 은행의 도산이 이어졌다. 스위스에서는 제네바은행(Bank of Geneva)이 도산했으며 몇 개의 은행이 그 뒤를 이었다. 프랑스의 경우에는 중부유럽의 금융위기 이전에 이미 1930년부터 은행위기에 휩싸여 있었으며, 오스트리아와 독일의 위기로 그것은 더욱 심화되었다.

이러한 결과 이들 나라에서 은행의 신인도가 현저히 저하되었는데, 그 결과 민간이나 은행 모두 유동성을 확보하기 위해 안간힘을 썼던 것이다. 5월부터 10월 사이에 이들 나라의 현금 유통액이 급격히 증가했다는 사실은 그러한 금융상황의 결과였다.⁽²¹⁾ 런던으로부터의 자금 유출은 이처럼 유럽 각국 내에서의 유동성 필요에 의해 야기된 측면이 매우 강하였다.⁽²²⁾ 영국으로 하여금 금본위제를 포기하도록 최후의 일격을 가한 네덜란드의 자금인출도 네덜란드 국내 은행들의 위기에서 비롯된 것이었다. Hurst(1932, p. 656)는 이러한 유럽 각국 은행의 불안정이 런던의 자금유출에 미친 효과에 대해 다음과 같이 주장했다.

“은행들이 런던에서 자금을 인출함에 있어, 불안정한 국내 상황에 대비하여 국내유동성을 유지하려는 욕구가 스텔링자산의 평가절하나 동결로 인한 손실을 피하려는 단순한 바램보다 훨씬 더 중요한 요인이었다.”

그런데 채권국의 국내적 사정 외에도 영국의 채무지불능력이 의심받게 된 것도 자금의 유출을 가속화시킨 원인이었다. 오스트리아와 독일의 금융위기로 이 두 나라에 있던 영국

(20) 전쟁 이후부터 1931년까지 유럽에서는 네덜란드, 스웨덴, 덴마크, 노르웨이, 스위스, 독일, 오스트리아, 프랑스 등이 심각한 은행위기를 경험하였다. 전반기 동안의 유럽 각국의 은행 위기 경험에 대해서는 Jonker and Zanden (1995)과 Bernanke and James (1991)를 참고하라.

(21) 1931년 5월부터 10월 사이에 네덜란드, 스위스, 벨기에서 현금 유통액은 각각 24%, 51%, 12%가 증가하였다[*The Economist* (1931c, p. 46)].

(22) Gardner(1932)는 1929년 이후 주로 프랑스 내부의 은행위기 때문에 프랑스 상업은행들이 금을 수입했으며 그것은 프랑스은행이 통제할 수 있는 수준을 넘어서는 것이었다고 설명하였다.

의 자산이 동결되었기 때문에 영국의 지불능력이 곧바로 타격을 입게 되었다. 오스트리아의 외환통제로 500만 파운드 이상의 영국 자산이 갑자기 동결되었다. 그 후 독일의 금융 위기로 인해 동결된 영국의 자산 규모는 재무장관 스노우든(P. Snowden)의 추정에 따르면 7,000만 파운드에 이르는 규모였다. 그리고 7월 중순경 독일에 대한 영국의 단기채권 잔고는 10억5,100만 RM로 집계되었는데 이것은 5,000만 파운드를 넘는 액수였다(*The Economist*(1931b, p. 6)). 맥밀란보고서가 계산한 바에 따르면 1931년 3월 말 영국의 단기대외자산 총액이 1억5,000만 파운드였음을 감안하면, 독일에 동결된 영국의 단기자산은 영국의 전체 단기자산의 약 1/3에 해당하는 규모였다. 맥밀란보고서 등을 통해 많은 외국 투자자들은 이미 영국의 단기포지션 상태가 좋지 않다는 것을 인식하고 있었다. 취약한 영국의 단기포지션 상태가 외부의 충격을 흡수할 수 있는 영국의 능력을 떨어뜨린 중요한 원인이었다. 戰前에는 외국이 금융위기를 겪을 때 영국이 국제적 최종대부자로서 성공적으로 기능할 수 있었는데, 1931년에는 영국은 더 이상 그런 능력을 갖고 있지 않았다. 국제금융중심지로서 여전히 기능하면서도 포지션 상태의 취약성 때문에 국제적 신뢰를 충분히 획득하지 못했던 사실이 금본위제를 포기할 수밖에 없게 한 중요한 요인 중의 하나가 되었던 것이다.

1931년 런던으로부터의 급속한 자금인출과 스틸링에 대한 공격을 촉발시킨 직접적인 계기는 독일내 영국자산의 동결과, 불안감의 국제적 전파에 따른 중부유럽 은행들의 유동성 확보 경쟁에서 비롯되었지만, 영국의 지불능력에 대한 잠재적 불신을 초래하고 외적 충격을 흡수할 수 있는 능력을 떨어뜨린 결정적 원인은 바로 영국의 단기대외포지션의 취약성이었다.

5. 맺 음 말

아이켄그린의 지적처럼 제1차 대전을 계기로 영국을 비롯한 유럽에서는 커다란 정치사회적 변화가 있었던 것은 확실하지만, 경제정책적인 측면에서는 1920년대는 새로운 전환기라기보다는 戰前으로의 회귀를 꿈꾸던 시기였다. 위기가 시작된 1931년 7월 이후에도 영국은 기존의平價대로 금본위제를 유지하려는 의지는 강했지만 이미 변화된 경제구조는 그것을 불가능하게 만들었다. 할인을 인상의 주저는 금본위제에 대한 의지 약화의 표현이 아니라 불가피한 것이었다. 그리고 재정건전화는 더 이상 문제의 열쇠가 아니었다.

본 논문은 전쟁을 전후하여 변화된 것은 政策이 아니라 經濟構造임을 강조하였다. 영국은 전체적으로는 여전히 막대한 순채권 포지션을 유지하고 있었지만, 단기대외포지션이

戰後 급격히 악화되었다. 그 이유는 戰後 런던은 여전히 국제금융중심지로서 장기자본수출을 계속했지만, 그것을 보전할 수 있는 경상수지흑자를 유발하는 경제구조가 와해되었기 때문이다. 그 결과 영국의 단기대외부채의 규모가 계속 증가하였다. 뿐만 아니라 뉴욕의 성장과 스틸링의 만성적 약세로 런던의 '預金強制力'은 약화되었다.

위기가 폭발한 것은 1931년 5월부터였다. 오스트리아와 독일의 은행위기 여파로 유럽 각국이 극도의 금융혼란에 직면했다. 그 결과 각국에서 流動性에 대한 수요가 급증하였다. 유동성에 대한 수요는 유럽의 금융중심지인 런던에 최종적으로 집중되었다. 그리고 이미 단기포지션이 악화된 영국의 支拂能力마저 不信되면서 런던에서 단기자본의 유출이 가속화되었다. 결국 준비금이 급속히 고갈되어 금태환은 불가능하게 되었다.

1997년 아시아의 금융위기를 둘러싼 논쟁과 마찬가지로 1931년 영국의 금본위제 붕괴 원인도 어느 한 요인만으로 설명하는 것은 불가능하며, 무엇이 근본적인 원인이었는지를 밝히는 것도 매우 어렵다. 그래서 본 논문은 단지 아이켄그린이 위기의 근본 원인을 밝히는 데 있어 경제정책적 측면을 과대평가하고 있음을 지적하고, 지금까지 소홀히 취급되어 온 전후 영국 國際收支構造의 구조적 변화가 위기의 원인으로 더욱 강조되어야 한다 점을 설명하였다. 1931년 스틸링 위기에 대한 다른 연구에서도 이러한 측면이 언급되지 않은 것은 아니기 때문에 본 논문이 완전히 새로운 가설을 제시했다고 할 수는 없다. 문제는 무엇이 더욱 중요한 원인이었는지를 밝히는 것이다.

政策企劃委員會 專門委員

110-751 서울특별시 종로구 적선동 한국생산성본부 빌딩 3층

전화: (02)732-0093

팩시: (02)732-9180

E-mail: bokyeong@pcpp.go.kr

參 考 文 獻

- 박복영(1998): 『1931년 독일과 영국의 통화위기와 금본위제 이탈』, 서울대학교 박사학위 논문.
- Bernanke, B., and H. James (1991): "The Gold Standard, Deflation and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison," in R. G. Hubbard (ed.), *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago, Chicago University Press.

- Brown, Jr., W.A. (1940): *The International Gold Standard Reinterpreted 1914-1934*, New York, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Cairncross, A., and B. Eichengreen (1983), *Sterling in Decline*, Oxford, Blackwell.
- Clarke, S.V.O. (1967): *Central Bank Cooperation 1924-1931*, New York, Federal Reserve Bank of New York.
- Edelstein, M. (1982): *Overseas Investment in the Age of High Imperialism*, New York, Columbia University Press.
- Eichengreen, B. (1984): "Central Bank Cooperation under the Interwar Gold Standard," *Explorations in Economic History*, **21**.
- _____ (1992): *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression*, New York, Oxford University Press.
- Eichengreen, B., and O. Jeanne (1998): "Currency Crisis and Unemployment: Sterling in 1931," NBER Working Paper **6563**.
- Eichengreen, B., and B. Simmons (1993): "International Economics and Domestic Politics: Notes on the 1920s," in C.H. Feinstein (ed.), *Banking, Currency and Finance in Europe Between the Wars*, Oxford, Oxford University Press.
- Eichengreen, B., M.W. Watson, and R.S. Grossman (1985): "Bank Rate Policy under the Interwar Gold Standard: A Dynamic Probit Model," *Economic Journal*, **95**.
- Ford, A.G. (1962): *The Gold Standard, 1880-1914: Britain and Argentina*, Oxford, Clarendon Press.
- Gardner, W.R. (1932): "Central Bank Reserve, 1926-31," *American Economic Review*, **XXII**.
- Hurst, W. (1932): "Holland, Switzerland and Belgium and the England Gold Crisis of 1931," *Journal of Political Economy*, **XL**.
- Jonker, J., and J. L. van Zanden (1995): "Method in the Madness? Banking Crises between the Wars, an International Comparison," in C.H. Feinstein (ed.), *Banking, Currency, and Finance in Europe Between the Wars*, Oxford, Clarendon Press.
- Kindleberger, C.P. (1986): *The World in Depression 1929-1939*, Revised and Enlarged Edition, Berkeley, University of California Press.
- League of Nations (1932): *World Economic Survey, 1931-32*.
- Mitchell, B.R. (ed.) (1990): *International Historical Statistics: Europe 1750-1988*.
- Moggridge, D.E. (1972): *British Monetary Policy 1924-1932: The Norman Conquest of \$*

4.86, Cambridge, Cambridge University Press.

Nurkse, R. (1944): *International Currency Experience*, Geneva, League of Nations.

Sayers, R.S. (1976): *The Bank of England, 1891-1944*, Cambridge, Cambridge University Press.

The Commercial and Financial Chronicle (1931a): July, 18.

_____ (1931b): August, 8.

The Economist (1931a): August, 8.

_____ (1931b): August, 21, Supplement.

_____ (1931c): December, Supplement.

The Weekly Bulletin Letter (1932): Samuel Montagu & Co., London.

Williams, D. (1963): "The 1931 Financial Crisis," *Yorkshire Bulletin of Economic and Social Research*.