

「P. 아인지흐」著

『外 換 論』

Paul Einzig: A Textbook on Foreign Exchange

—Macmillan, London, 1966—

朴 宇 熙

I

P. Einzig 는 1897 年 「트란실바니아」에서 出生, 「부다페스트」의 東洋學院과 「파리」大學에서 修學하였고 그 뒤 「파리」大學에서 博士學位를 받은 外換理論과 實際에 관한 限 「外換의 山 歷史」라 할 수 있을 程度의 經驗과 知識이 豊富한 사람이다. 그는 1921 年과 1956 年사이의 約 35 年동안 Financial News 와 Financial Times 의 要職을 맡아 왔으며 특히 이 期間中 外信部長과 政治擔當記者로 活躍하였고 現在는 New York Commercial and Financial Chronicle 의 「런던」駐在 特派員으로 있다.

그의 著書를 50 餘卷에 달하고 있으며 大部分 外換에 관한 것으로 이 中 著名한 것은 「Dynamic Theory of Forward Exchange」 「Euro-Dollar System」 「The History of Foreign Exchange」 「Foreign Dollar Loans in Europe」 등으로 모두 該當分野에서 가장 標準인 著書로 共認되고 있다.

以上과 같이 그는 學者라기 보다는 오히려 記者로서 一生을 보낸 사람이나 따라서 外換問題에 대해서는 學理에만 熱中한 學者보다 더욱 生生하고 現實的인 問題 取扱과 眼目, 知識을 가추었다고 할 수 있다. 記者이면서도 學者이상으로 많은 著書를 發表할 수 있었다는 것은 學理보다 實用面이 더 重視되는 外換理論 自體에서 연결되는 것이라 보여진다.

II

Einzig 는 本書를 「銀行實務界와 學界의 勸誘에 따라」 執筆했다고 叙述하고 있다. 그는

筆者: 서울大學校 商科大學 附設 韓國經營研究所 研究員, 서울大學校 商科大學 助教授

序文에서 “外國換을 戰後에 工夫하는 사람들은 이 主題에 관한 限 既存文獻에 의하여 充分한 「서비스」를 받지 못하고 있다”고 말하고 戰前에도 Spalding, Thomas, Evitt, Crunys 등 쟁쟁한 外換論學者의 著述이 있었고 이中 어떤 것은 60年代에 와서 다시 修正補訂版을 내었으나 그 內容이 up-to-date 하지 않아 現在의 外援事情을 充分히 說明하지 못하고 있음이 本書를 執筆한 動機라고 말하고 있다.

Einzig 에 의하면 戰前 教科書의 戰後出版에는 다음과 같은 戰前의 殘滓가 남아있다 即 戰後의 外換의 實際를 說明하는데 戰前의 換時勢를 아직 引用하고 있고 또 戰前教科書의 戰後版은 金現送點 「메카니즘」의 움직임을 詳細히 說明하고 있으나 通貨制度發展의 趨勢가 金本位制度를 止揚하는 現在 이것은 오늘날의 外換制度에 關心을 가지고 있는 사람에게 無用하고 不適當한 것이다. 他方 戰前教科書의 戰後版은 이러한 陳腐한 戰前의 材料를 包含하고 있음은 물론, 歐州通貨(Euro-currencies)市場, 銀行間 「폰드」(inter-bank sterling) 市場과 같이 戰後에 생긴 새로운 發展을 充分히 取扱치 못하고 있고 더욱이 支持點 「메카니즘」(Support Points Mechanism)이 戰後 外換制度의 基礎를 形成하고 있음에도 不拘하고 이러한 理論과 實際를 충분히 說明하지 못하고 있다는 것이다.

이 冊의 題目이 비록 Textbook 으로 되어 있지만 學校教科書의 體制를 갖추어 있어 그렇게 號稱하였다기 보다 이때까지의 外換理論을 처음으로 現實에 알맞게 綜合적으로 執筆하였다는 뜻으로 해석함이 좋을 것이며 Einzig 自身이 스스로 Keynes의 後繼者로 自稱하고 Keynes의 理論을 外換論에 導入하고 있음을 보면 Keynes의 一般理論과 같은 外換論의 textbook 을 想定하고 있음이 아닌가 생각된다. 其實 Einzig 는 先物換理論에 金利論을 排除하고 數式導入을 反對하는등 外換理論에 獨步的인 地位를 굳히고 있다.

### III

이러한 著者의 念願은 本書에 어떻게 具體化되고 있는가 以下 順次로 그 內容을 概觀하여 보자.

第1章 「戰後의 外換制度」에서는, 戰後의 外國換制度는 伸縮的인 外換時勢에 基盤을 둔 戰前의 自由制度와 달리, IMF 加盟國은 固定된 換平價를 가져 兩次大戰期間보다 自由스럽지 못함이 事實이며 또 戰後의 固定化된 換平價制度는 金本位制下에 存在하는 制度와는 달리, 外換安定이 民間의 金裁定에 의하지 않고, 外換市場에 있어서의 政府의 介入으로

維持되고 있다고 하고, 戰前의 金現送點「메카니즘」에 代身하는 支持點「메카니즘」의 理論과 實際를 詳細히 說明하고 있다.

특히 여기서 Einzig는 戰後의 外國換制度에는 自動調整의 影響力의 役割이 比較的 從屬的인데 그친다고 批判하고 있는 點이 注目된다.

第2章 “市場의 組織”에서는, 大陸制度에도 言及하여, 主로 「앵그로·색슨」制度下의 外國換時勢의 組織을 詳細히 說明하고 있고 今日 電信換(T.T)의 形態를 取하는 外國換去來가 壓倒的인 重要性을 지니게 된 것과, 國內市場에서는 銀行의 外國換部와 換“브로카”間의 專用電話線을 通하여, 또 各國의 市場間에는 銀行間의 長距離電話와 「테렉스」를 通하여 外國換去來가 行해진다는 것, 나아가서 外國換市場의 範圍가 1950年代後半과 1960年前半에 걸쳐 크게 擴大됨으로서 그의 傳統的인 機能에 外國通貨에 의한 預金の 借入 또는 貸付등의 機能이 追加되고 있다는 點등을 明白히 하고 있다.

第3章 “市場의 機能”에서는, 外國換市場의 國際的結合을 妨害하는 要素中の 하나가 地理的狀況에 의한 營業時間의 相違라는 것, 確定된 營業時間은 없으나 「런던」에서는 보통 9時半頃에 시작하여 午後 4時頃에 終了한다는 것, 大部分의 경우 銀行이나 「브로카」는 自己意圖를 알리지 않으면서 買入時勢와 賣却時勢를 決定한다는 것, 受諾(acceptance)은 即時에 해야 한다는 것, 最低去來金額은 「런던」에서는 10萬「폰드」라는 것, 相異한 金融中心地에서는 銀行은 相互間 長距離電話 또는 「테렉스」로 直接 接觸하나 接觸을 받은 측의 銀行이 時勢를 決定해야할 義務가 있다는 것, 外換市場은 2개의 基本的으로 矛盾되는 態度의 奇妙한 複合物이며, 一方 dealer 사이에는 友情과 騎士道精神이 있으나 他方 適者生存의 切절한 鬭爭이 展開되고 있음을 詳細히 解說하고 있다.

第4章 「對顧客去來」에서는, 銀行의 外換去來의 基礎를 構成하는 것은 對顧客去來이나, 대부분의 對顧客去來은 直物 또는 先物の 「아웃트라이트」去來의 形式을 取하고, 銀行은 自己顧客에 對하여 去來에 따른 換「리스크」를 「카바」토록 勸하나 이러한 忠告는 지켜지지 않는다는 것, 製品引渡期日의 不確實性이 增大하며, 戰後 “오프레이션”에 따른 先物換去來가 점차 增加한다는 것, 戰後外國換市場은 長期의 先物換去來의 便宜에 있어 顯著히 改善되고 있다는 것, 顧客에 의한 短期借入 또는 貸付가 外國換去來를 惹起시키는 程度가 戰後 크게 增大되고 있다는 것, 戰前보다 顧客의 換投機가 상당히 減少되었다는 點등이 詳細히 說明되었다.

第5章 “「카바」와 「렛징」”에서는, 銀行은 教科書의 「룰」에 따라 大部分의 對顧客去來를 即時 「카바」하지 않고 實際는 「카바」할 時點을 選擇하려고 한다는 것, 英國과 以外 其他國

家에서는 個別通貨가 아닌 全體의 open position 이 規制되고 있으나 그러나 銀行이 個別通貨로 open position 을 保持할 수 있다는 것, 日常去來에 있어 銀行은 보통 그의 顧客과 혹은 其他 銀行과의 先物去來를 反對方向의 直物去來에 의하여, 速히 「카바」 코저하다는 것, 銀行의 「헷징」에 關心을 두는 程度는 「카바」에 比하여 極히 적다는 것등이 解說되고 있다.

第6章 「場所的裁定」에서는, 場所的 裁定(arbitrage in space)과는 다른 市場에서 同時點에 決定될 換時勢間의 隔差를 利用하는 去來라고 定義하고, 通信의 發達등에 의하여 同時點에서 決定되는 時勢間의 隔差가 좁아지고 있으나, 「폰드」는 三點間裁定에 있어서의 仲公換으로서 重要한 役割을 行한다는 것, 政府介入의 새로운 制度가 以前에는 存在하지 않았던 裁定의 새로운 機會를 낳게 되었다는 것등이 상세히 說明되고 있다.

第7章 「時間的裁定」에서는, 時間的 裁定(Time arbitrage)과는 다른 滿期日의 先物「마진」間의 隔差를 利用하는 去來라고 定義하고, 時間的 裁定의 重要性은 對顧客去來 及 金利裁定의 利潤「마진」의 減少등의 理由로 戰後 현저히 增大되고 있다는 것, 先物「마진」은 利子率平價(interest parity)에 收斂하고, 時間的 裁定은 先物時勢가 各種의 滿期日의 利子率平價를 의미하는 均衡“라인”에서 乖離할 때 생긴다는 것등이 解說되고 있다.

第8章 「金利裁定」에서는, 金利裁定(interest arbitrage)과는 다른 通貨에의 短期的投資의 利子간의 隔差를 利用하는 去來라고 定義하고, 歐洲通貨市場의 發展은 金利裁定의 範圍를 크게 擴大하였다는 것, 金利裁定에는 「카바」에 따른 것과 그렇지 않는 것이 있고 “카바”없는 金利裁定은 當然히 換「리스크」를 內包하나 支持點에 信賴를 둘 수 있는 限 그것은 대부분의 경우 事實上 無視될 수 있는 것이나 金利裁定은 先物時勢를 利子平價에 接近시키는 傾向이 있다는 것등이 상세히 說明되고 있다.

第9章 「投機」에서는, 換投機는 換時勢의 變動으로 利益을 얻기 위하여 外國通貨에 의한 open position 을 創出하는 形態를 취하나, 戰後 그것은 상당한 程度로 leads and lags 를 變更한다는 것, 즉 輸出 或은 輸入에 對한 支拂을 빠르게 또는 늦추는 形態를 취하고 있다는 것과 歐洲通貨市場의 發展은 投機業者에 追加의인 便宜를 제공하고 있다는 것등이 詳細히 說明되었다.

第10章 「外換의 技術的變動」에서는 外換變動의 基本的原因에 의하여 區別되는 外換變動의 技術的要因이 檢討되었다.

第11章 「外換의 基本的趨勢」에서는 外換變動의 基本的原因이 檢討되었다. Einzig 는 外換理論에는 2개의 範疇 即 外換時勢가 그의 周圍를 變動하는 平價에 關한 것과 이러한

平價에서의 外換時勢의 乖離에 관한 것이 있다고 하고, 前者로서는 外換時勢가 相互 交換되는 通貨單位에 의하여 表示되는 貴金屬의 相對的인 量에 따라 變動한다는 金屬說 (Metallic theory), 國家가 通貨의 價値를 決定하는 立場에 있다는 國定學說(state theory), 外換時勢는 購買力平價——關係二國의 物價水準間의 比率——에 의하여 決定된다는 購買力平價說의 3가지 學說을 列擧하며, 他方 平價에서의 乖離에 관한 理論으로서는 需給說, 心理說, 其他 學說을 例示함과 同時에 여하한 單一の 理論도 外國換變動의 全部를 說明할 수 없다고 強調하고 있다.

第12章「告物換의 變動」에서는 直物時勢가 IMF 平價의 周圍를 變動하는 것과 같이 先物時勢는 直物時勢의 周圍를 變動하는 傾向이 있다는 것 Swap 時勢——直物時勢와 先物時勢間의 “마진”——은 利子率平價 即 2개의 金融中心地에 있어서의 利子率의 隔差에 一致하는 傾向이 있다는 것 戰後 標準利子率平價는 財務部證券利率間의 比라는 것 最近에는 歐洲通貨의 利率間의 隔差가 壓倒的인 重要性을 지니고 있다는 것등을 說明하고 있다.

第13章「投資通貨」에서는 主로 投資「달러」(investment dollar)——英國의 居住者에 의한 「달러」證券 其他 外國證券의 買入을 위하여 利用 가능한 弗貨——에 관하여 解說하고 있다.

第14章「유로·달러市場」에서는 戰後의 外換市場에 있어서 가장 重要한 變化는 「유로·달러」와 其他 歐洲通貨市場의 發達이라고 말하고 「유로·달러」(Euro-dollars)는 그의 最初의 所有者가 歐洲의 銀行에 그것을 預金했다는 事實을 除外하던 美國의 銀行에 預置된 普通의 弗貨와 다를 것이 없다는 것, 「유로·달러」의 가장 重要한 市場은 「런던」 다음에는 “파리”라는 것, 그 去來는 대개 外國換“브로카”를 通하여 行하여진다는 것, 그의 標準滿期日은 先物換市場의 그 것과 類似하다는 것, 標準的인 去來金額單位는 100萬弗이라는 것, 歐洲通貨市場의 發達은 各種形態의 追加的인 裁定の 機會를 提供하고 있다는 것등을 解說하고 있다.

第16章「危險, 利潤과 損失」에서는 換去來上의 危險에 대하여 論하고 있음과 同時 外國換部는 他銀行의 外國換部の 犧牲에 의하여 利潤을 얻는다는 H. Lipfert의 理論을 批判하고 있다.

第17章「政府의 介入」에서는 Einzig는 外國換市場에의 政府介入의 重要性이 戰後 현저히 增大되고 있음을 論하고 다음으로 支持點에 達하기 以前에 政府가 介入하는 것의 是非를 檢討하고 있다.

또 1961年以後 先物換操作이 中央銀行의 日常業務中의 一部가 되기 있다는 事實을 指摘

함과 동시에 「대부분의 경우 先物換에의 政府介入에 贊成하는 강한 理由가 있다해도 강하면서도 持續的인 逆의 壓力에 對抗하여 一定의 時勢를 無制限하게 支持하는 것은 賢明하지 않다」(pp. 187~8)라고 結論짓고 있다.

第18章 「外換統制」에서는 英國의 換統制를 他國의 그것과 比較하여 概說하고 있다.

第19章 「外換政策」에서는 Einzig 는 一國의 外國換政策에 영향을 미치는 主要한 政策目標를 論하고 外換時勢의 安定과 完全雇傭의 達成維持는 서로 矛盾되는 政策目標임을 指摘함과 동시에 完全雇傭에 絶對적인 優位性을 附與하는 政策이 推進되면 그 結果 生길 内外物價의 不均衡으로 인하여 外國換去來의 自由를 抑壓해야 할 必要性마저 있게 될 것임을 示唆하고 있다.

Einzig 는 政府가 가장 重視하는 外換政策의 目標를 다음과 같이 들고 있다.

- (1) 換率安定
- (2) 國內通貨價値의 安定
- (3) 生産擴張
- (4) 生活水準의 向上
- (5) 完全雇傭의 達成과 維持
- (6) 國際收支의 改善
- (7) 交易條件의 改善
- (8) 金 및 外換準備額의 蓄積
- (9) 外資誘致
- (10) 不必要한 外資의 轉換
- (11) 國內利子率에 對한 影響
- (12) 經濟厚生의 追求

第20章 「外國換의 過去와 將來」에서는 Einzig 는 外國換의 發展史를 (1) 鑄貨의 去來 (2) 外國換어음의 去來 (3) 外國紙幣의 去來 (4) 郵便換과 電信換의 去來 (5) 電話와 「테렉스」를 통한 去來는 5가지의 重要局面으로 나뉘서 概說하고 있다. 또 將來의 展望으로 는 (1) 中央銀行間의 密接한 國際協力은 政府介入의 增大를 낳고 直物及 先物時勢의 變動幅을 減少시킬 것이며 (2) 他方 IMF 加盟國은 支持點間의 幅을 擴大시킬 것을 決定함으로서 그것에 의하여 伸縮的인 外換制度에 기대하지 않고도 換時勢變動의 幅을 擴大시킬 수 있을 것이라고 豫想하고 外國換市場의 戰後의 發展은 계속할 것이라고 結論하고 있다. 여기서 Einzig 는 伸縮的 外換制度는 時計의 針을 反轉시키는 것과 같다고 하고 여기에 批判

的인 態度를 取하고 있음이 注目된다.

以上을 要約하면 (1) 戰後의 外換制度에 基礎를 둔 最初의 教科書이며 (2) 戰前의 金現 送點「메카니즘」에 代身한 戰後의 支持點「메카니즘」을 分析하고 있고 (3) 戰後의 外換市場에 對한 政府介入의 重要性을 詳論하고 있으며 (4) 歐洲通貨市場, 銀行間「펀드」市場과 같은 最近 發展된 新市場에 關하여 解說하고 있는 것등이 그 特色이라 할 수 있다.

## VI

本書는 實務的인 見地에서 外國換에 關心을 두고 있는 사람들에게 理論的基礎를 또 戰後의 外國換制度에 충분한 知識을 가지고 있지 않은 學界의 여러 사람들에게는 最新知識을 줄 것으로 確信하며 銀行實務界는 물론 學界人士의 必讀의 書로 推薦되고 있다. 이 中 外國換理論이나 外國換政策에 關한 諸章이 모두 先進諸國을 中心으로 詳述되었기 때문에 理論的으로나 實際的으로 우리에게 不適當한 面도 없지 않으나 앞으로 우리나라가 外換證書 制度라는 變則的인 制度를 버리고 貿易自由化(물론 段階的이고 漸進的으로 推進되어야 함)에 따른 外換의 自由化를 追求하고 IMF의 8條國이 될 때 本書는 하나의 有益한 政策 指針이 될 것으로 믿으며 그렇게 되면 告物換에 關한 Einzig의 持論이 우리나라에서도 그 眞價를 發揮하게 되는 것으로 보여진다.