

換率의 變動과 價格競爭力

金 仁 峻·邢 南 源⁽¹⁾

本稿에서는 간단한 實證分析模型을 통해 교역재부문의 價格競爭力을 유지시키는 長期均衡換率을 계산해낸다, 여기서 얻어진 장기균형 환율과 실제 실현된 換率을 비교함으로써 균형상태로부터 환율의 이달이 國際收支에 미친 영향을 살펴본다. 다음으로 과거 換率政策의 변화원인을 분석한다. 끝으로 資本自由化의 추진실적과 전망을 살펴보고 그에 따른 정책대응문제에 대해서 다룬다.

1. 序 論

본논문은 장기균형환율수준으로부터 換率의 이달현상과 이것이 경제에 미친 영향을 살펴보는 데 그 목적이 있다. 이를 위해 먼저 第2節에서는 교역재간의 실질실효환율을 일정하게 유지시키는 對美換率의 변화를 살펴보는 모형을 세운다. 이 모형에서는 재화를 交易財와 비교역재로 나누어 살펴보았을 뿐 아니라, 교역상대국이 여럿인 경우 이들 국가간의 환율의 변화와 인플레이의 차이가 교역재간의 실질실효환율을 일정하게 유지시키는 對美換率에 어떠한 영향을 끼치는지 살펴본다. 第3節에서는 第2節의 모형을 중심으로 실증분석을 한다. 모형을 중심으로 교역재간의 실질실효환율을 일정하게 유지시키는 對美換率과 과거 對美換率을 비교, 환율변화가 국제수지에 미친 영향을 분석한다. 第4節에서는 과거 환율정책의 변화를 살펴보고 이와 같은 정책적 변화를 가져온 원인과 그 결과가 한국경제에 끼친 영향에 대해 살펴본다. 그리고 第5節에서는 資本自由化의 추진전망과 換率問題에 대하여 언급하고 마지막 第6節에서는 간단한 결론을 내린다.

2. 模 型

여기서는 교역재간의 실질실효환율을 일정하게 유지시키는 對美換率의 변화를 살펴보는 모형을 세워보자. 먼저 식 (2.1)은 名目實效換率이 교역상대국들의 환율을 가중평균하여 결정됨을 보여준다.

(1) 이 논문은 修岩財團의 연구비를 받아 진행되었음을 밝히둔다.

$$(2.1) \quad I = \prod_{i=1}^n (E_i)^{w_i}.$$

여기서 I , E_i , w_i 는 각각 명목실효환율, i 국과의 환율, i 국의 가중치를 의미한다. 여기서 편의상 E_1 을 對美換率이라고 정의하자. 식 (2.1)에서 로그를 취하고 시간으로 미분한 뒤 실질환율을 일정하게 유지시키는 對美換率의 변화를 살펴보면 아래와 같다.

$$(2.2) \quad \dot{E}_1 = \sum_{i=1}^n w_i \dot{E}_{i1}.$$

여기서 \dot{E}_1 은 대미환율의 변화율, \dot{E}_{i1} 는 i 국의 미국에 대한 환율의 변화율을 의미한다.⁽²⁾ 한편 實質實效換率은 식 (2.3)과 같이 정의된다.

$$(2.3) \quad J = \prod_{i=1}^n (E_i P_i / P_0)^{w_i}.$$

여기서 J , P_i , P_0 는 각각 실질실효환율, i 국의 물가수준 그리고 한국의 물가수준을 의미한다. 實質實效換率을 일정하게 유지시키는 대미환율의 변화는 다음과 같다.

$$(2.4) \quad \dot{E}_1 = (\pi_0 - \pi_1) + \sum_{i=2}^n w_i (\pi_1 - \pi_i) + \sum_{i=2}^n w_i \dot{E}_{i1}.$$

여기서 π_0, π_1, π_i 는 각각 한국, 미국 그리고 i 국의 물가상승률을 의미한다.

다음으로 교역제간의 실질실효환율을 일정하게 유지시키는 대미환율의 변화를 살펴보자. 식 (2.5)의 J^T 는 교역제간의 實質實效換率을 보여준다.

$$(2.5) \quad J^T = \prod_{i=1}^n (E_i P_i^T / P_0^T)^{w_i}.$$

여기서 P_0^T, P_i^T 는 각각 한국과 i 국의 교역제 가격수준을 나타낸다. 마찬가지로 교역제간의 실질실효환율을 일정하게 유지시키는 대미환율변화를 살펴보면 다음과 같다.

$$(2.6) \quad \dot{E}_1 = (\pi_0^T - \pi_1^T) + \sum_{i=2}^n w_i (\pi_1^T - \pi_i^T) + \sum_{i=2}^n w_i \dot{E}_{i1}.$$

여기서 $\pi_0^T, \pi_1^T, \pi_i^T$ 는 각각 한국, 미국, i 국의 교역제의 물가상승률을 의미한다.

한편 교역제와 비교역제간에 生産性的 차이가 있고 양 부문에 동일한 임금이 지불된다면 일반물가상승률과 교역제의 물가상승률간에는 다음과 같은 관계가 존재한다.⁽³⁾

$$(2.7) \quad \pi = \pi^T + (\theta^N / \theta) (I^T - I^N).$$

여기서 $\theta^N / \theta, I^T, I^N$ 는 각각 전체생산 θ 에서 비교역제가 차지하는 비중, 교역제부문의 생산

(2) $\log I = \log E_1 + w_2 \log (E_2 / E_1) + \dots + w_n \log (E_n / E_1)$ 이고 시간에 대하여 미분한뒤 $d(\log I) / dt = 0$ 이 되는 \dot{E}_1 을 구하면 $\dot{E}_1 = w_2 \dot{E}_{21} + w_3 \dot{E}_{31} + \dots + w_n \dot{E}_{n1}$.

(3) 교역제와 비교역제부문의 임금상승률이 W 로 같다면 ① $\pi^T = W - I^T$ ② $\pi^N = W - I^N$ 이 된다. 한편 일반물가상승률은 교역제와 비교역제부문의 물가상승률의 가중평균이 되므로 ③ $\pi = \pi^T + (\theta^N / \theta) (\pi^N - \pi^T)$ 가 된다. ①과 ②를 ③에 대입하면 $\pi = \pi^T + (\theta^N / \theta) (I^T - I^N)$ 이 된다.

성증가율 그리고 비교역재부분의 생산성증가율을 나타낸다.

식 (2.7)을 식 (2.6)에 내입하면 교역재부분의 價格競爭力을 유지하는 對美換率의 變化는 다음과 같이 구할 수 있다.

$$(2.8) \quad \dot{E}_1 = [\pi_0 - w_1\pi_1 + w_1(\theta_1^N/\theta_1)(L_1^T - L_1^N) - (\theta_0^N/\theta_0)(L_0^T - L_0^N)] \\ + \sum_{i=2}^n w_i [(\theta_i^N/\theta_i)(L_i^T - L_i^N) - \pi_i] + \sum_{i=2}^n w_i \dot{E}_{i1}$$

여기서 하첨자 i 는 i 國을 의미한다. (4)

따라서 교역재부분의 가격경쟁력을 유지하기 위한 대미환율의 변화는 한국과 교역상대국의 물가상승률의 차이, 그리고 교역상대국들간의 환율변화에 의해 결정됨을 알 수 있다.

3. 實證 分析

우리는 먼저 교역상대국을 미국, 일본, 독일에 국한하여 위의 모형을 이용하여 가격경쟁력 유지를 위한 對美換率 변화에 대한 실증분석을 행하였다. 최근 세계경제가 이들 3개국을 중심으로 三極化되어 가고 있는 현상을 보일 뿐 아니라 1980년대에 들어와 이들 국가간의 환율이 큰 폭으로 변동하였고 우리 交易에서 이들 3국이 차지하는 무역비중이 크기 때문이다. 가중치는 지난 1987~90년 사이의 交易量을 평균하여 구했으며, 이들 3개국과 교역이 이루어진다는 가정하에서 이들 가중치의 합이 1이 되게끔 조정하였다. 여기에 덧붙여 한국의 경쟁국인 대만을 고려했을 때의 효과를 보기 위해 대만을 포함한 경우의 분석도 첨가하였다.

한편 교역재와 非交易財의 분류에 있어서는 광업, 제조업, 전기·가스·수도사업은 교역재로, 건설, 도소매 및 음식·숙박·운수·창고 및 통신, 금융·보험·부동산 및 사업 서비스, 사회 및 개인 서비스를 비교역재로 분류하였다. 그러나 農林水産業은 현재 총공급의 52%를 해외수입에 의존하고 있는 형편이므로 이를 어느 쪽으로 분류하느냐가 큰 문제가 되었다. 이 문제를 극복하기 위해서 <表 1>의 세번째 열에서는 농림수산업을 交易財로 간주했으며 네번째 열에서는 농업부분의 반은 교역재로 나머지 반은 비교역재로 간주하고 대미 환율을 계산하였다.

(4) 식 (2.7)을 식 (2.6)에 내입하면 아래와 같은 결과가 나오며 이를 다시 정리하면 식 (2.8)이 된다.

$$\dot{E}_1 = [\pi_0 - w_1\pi_1 + \{(\theta_1^N/\theta_1)(L_1^T - L_1^N) - (\theta_0^N/\theta_0)(L_0^T - L_0^N)\}] + \sum_{i=2}^n w_i [\pi_i - \pi_i + \{(\theta_i^N/\theta_i)(L_i^T - L_i^N) \\ - (\theta_i^N/\theta_i)(L_i^T - L_i^N)\}] + \sum_{i=2}^n w_i \dot{E}_{i1}$$

〈表 1〉 換率과 長期均衡換率의 比較

(單位: 원/달러)

年 度	對美換率	A	B	A'	B'	經常收支 (백만달러)	GNP成長率 (%)
1970	311	243	253	-	-	-623	7.4
1971	347	248	255	250	257	-848	8.6
1972	393	279	278	281	280	-371	5.1
1973	398	291	284	294	286	-309	13.2
1974	404	340	332	339	331	-2,023	8.1
1975	484	395	390	394	389	-1,887	6.4
1976	484	469	465	468	464	-314	13.1
1977	484	484	484	484	484	12	9.8
1978	484	499	493	500	494	-1,085	9.8
1979	484	562	564	563	564	-4,151	7.2
1980	607	674	665	673	664	-5,321	-3.7
1981	681	709	695	707	692	-4,646	5.9
1982	731	769	767	767	765	-2,650	7.2
1983	776	761	776	761	774	-1,606	12.6
1984	806	762	774	760	772	-1,373	9.3
1985	870	773	795	772	792	-887	7.0
1986	881	649	667	650	668	4,617	12.9
1987	823	639	656	638	654	9,854	13.0
1988	731	653	676	651	672	14,161	12.4
1989	671	700	725	694	718	5,055	6.8
1990	708	735	759	729	752	-2,179	9.0

註: 1) A, B는 가중치가 미국(0.5060), 일본(0.4221), 독일(0.0719).

2) A', B'는 가중치가 미국(0.4904), 일본(0.4091), 독일(0.0697), 대만(0.0309).

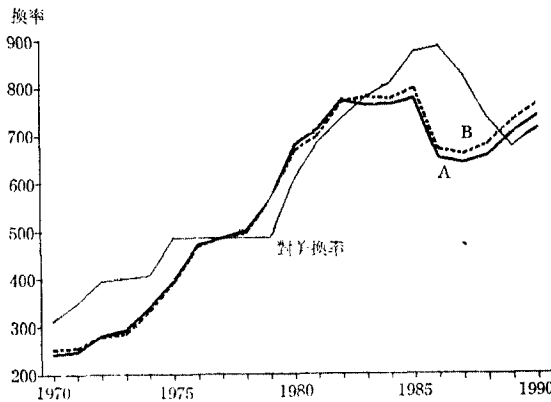
3) A, A'는 농림수산업부문을 교역제로 분류한 경우의 장기균형환율, B, B'는 농림수산업부문의 1/2을 교역제로 나머지 1/2을 비교역제로 분류한 경우의 장기균형환율.

다음으로 어느 해를 가격경쟁력을 유지하는 기준년도로 정하느냐 하는 문제가 제기된다. 한국은 1977년 처음으로 경상수지 균형을 달성했으므로 이 때를 환율이 장기균형환율수준으로 접근한 시기로 볼 수 있다. 따라서 1977년을 기준년도로 간주한다.

한편 교역제, 비교역제 부문의 生産性和 생산성증가율은 불변가격으로 계산된 각 부문의 GDP를 그 부문에 고용된 노동의 숫자로 나눔으로써 구하였다. 그리고 일반물가상승률은 GNP 디플레이터를 사용하였다. 먼저 농림수산업부문을 교역제로 분류한 〈表 1〉의 세번째열을 보면 1977년 이후 1982년까지 원화는 고평가된 상태에 있었으며 1983년에는 장기균형환율수준에 접근하고 있음을 보여준다. 한편 1984년부터는 원화는 저평가 상태로 돌아섰으며 그 후 1988년까지 저평가가 계속되고 있음을 보여준다. 특히 1986년까지 원화가 저평가된 이유는 이 기간 동안 독일 마르크화와 일본의 엔화가 미국의 달러에 대해서 급격히 평가절상했음에도 불구하고 우리의 對美換率은 계속 평가절하했기 때문이다. 〈그림 1〉과 〈그림 2〉에

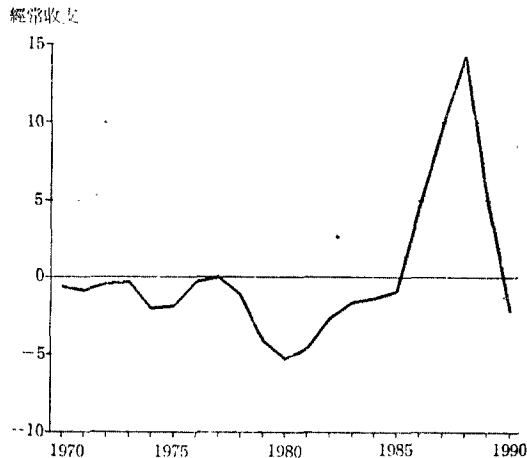
서 이와 같은 원화의 급격한 價格競爭力 향상에 힘입어 이 기간 동안 국제수지가 급격히 개선되었음을 보여준다. 그 결과 <表 1>에서 보는 바와 같이 1986, 87, 88년에 각각 46억 달러, 98억 달러, 141억 달러 國際收支 黑字를 기록하기에 이르렀다. 한편 1989년에 들어와 환율은 다시 고평가로 반전 국제수지 흑자폭은 50억달러로 크게 줄어들었다. 이와 같은 원화의 高平價現象은 1990년에 들어 더욱 두드러졌으며 이에 따라 국제수지는 적자로 반전하기에 이르렀다.

이와 같은 현상은 네번째 열에서 보여준 바와 같이 농업부문의 1/2을 교역재로, 나머지



註：장기균형환율 A, B는 <表 1>의 A, B

<그림 1> 長期均衡換率과 實際換率間의 比較



<그림 2> 經常計定 推移(單位：10억 달러)

1/2을 비교역재로 분류했을 경우에도 같은 추세를 보여주고 있다. 다만 1990년의 경우 농업 부문을 교역재로 간주한 경우보다 원화는 상대적으로 더 고평가되어 있음을 보여주고 있다.

〈表 1〉의 다섯번째 열과 여섯번째 열에는 각각 대만을 포함한 경우의 결과로서 前者는 농업부문을 교역재로, 後者は 농업부문의 1/2을 交易財로 나머지 1/2을 非交易財로 분류한 결과인데 미국, 일본, 독일만을 고려한 경우와 큰 차이를 보이지 않는다.

4. 換率政策의 變化

우리나라는 1964년 固定換率制度를 폐지하고 달러당 255원을 하한으로 하는 變動換率制度를 채택하였다. 그러나 한국은행에 의한 市場介入으로 실질적으로는 달러에만 연동된 固定換率制度를 유지해 왔다. 실제로 환율변화를 보더라도 1975년부터 79년까지 대미환율은 484 : 1 선에서 고정되어 왔음을 알 수 있다.

그러나 1979년 2차 오일파동을 겪으면서 대미달러에 연동된 실질적인 고정환율제도를 계속 유지하는 데는 여러 가지 문제가 발생하게 되었다.

첫째, 1970년대 말에 보듯이 국내 물가상승률이 외국보다 높은 상황에서 환율이 고정되어 있었기 때문에 가격경쟁력이 상실되어 1978, 79, 80년에 국제수지는 급격히 악화되기 시작하였다. 특히 2차 오일파동은 국제수지 적자를 더욱 확대시켰다.

둘째는, 원화를 단일통화에 연동시킨 데서 발생한 문제이다. 1970년대 주요선진국들이 變動換率制度로 移行함에 따라, 美달러에 연동된 고정환율제도 아래서는 원화 가치의 변동이 없이도 달러가치의 변동에 따라 원화의 대외가치는 자동적으로 변동하게 되었다. 특히 2차 오일파동 이후 美달러가 주요 선진국 통화에 대하여 강세를 보임에 따라 원화의 과대평가 현상이 더욱 두드러지게 되었다.

셋째로, 적시에 실세를 반영하여 換率의 調整이 이루어지지 못하고 불가피한 상황에서 대폭적인 換率引上이 이루어졌기 때문에 경제전반에 미치는 충격과 부작용은 매우 컸다.

이와 같은 문제점을 해결하기 위하여 다음과 같은 기본방침하에서 制度의 개편이 추진되었다.

첫째, 美달러화에 연동된 종전의 환율결정방식을 複數通貨群制로 전환함으로써 美달러 이외의 기타 통화에 대해서도 상대적으로 安定的인 환율변동을 유지하려고 하였다.

둘째, 환율이 점진적으로 실세를 반영하도록 하게 함으로써 환율의 國際收支調整機能을 회복시키려 하였다.

이를 위해 1980년 1월에 들어와서 國際收支改善策으로 환율을 1달러당 484원에서 580원으로 평가절하를 단행하였다. 또한 동년 2월에는 앞에서 언급한 원화가 美달러에만 연동되었기 때문에 야기되는 문제점들을 해결하기 위해서 원화 가치를 SDR바스켓과 교역량을 가중치로 한 독자바스켓을 결합한 복수바스켓에 연동시키고 환율이 외환의 실세를 적절히 반영하도록 한 管理變動換率制度를 실시하게 되었다.

1980년 관리변동환율제도로의 개편내용과 운영방식을 換率決定 공식을 중심으로 살펴보면 이 제도하에서 환율은 다음 공식에 의해 결정된다.

$$\text{對美換率} = \beta \cdot \text{SDR바스켓} + \beta' \cdot \text{독자바스켓} + P$$

여기서 β 와 β' 는 SDR과 獨自바스켓의 가중치($\beta + \beta' = 1$), 그리고 P 는 實勢反映裝置를 의미한다.

대미환율은 SDR바스켓과 독자바스켓에 의한 대미환율을 각각 산출한 뒤 이를 가중평균하고 여기에 국내의 물가상승률차, 국내의 금리차, 外換市場의 전망 등 外換의 실세를 반영하여 결정하도록 하였으며, 환율이 유동화되었음을 알 수 있다. 원화의 주요국 통화바스켓에 대한 연동은 달러가치의 변동에 따르는 자동적인 원화의 평가절상 혹은 평가절하를 중화시키게 된다.

여기서 한국 고유의 독자바스켓을 따로 구성하여 複數바스켓 방식을 도입한 이유는 우리나라의 대외무역이 미국과 일본에 주로 편중되어 있으므로, SDR바스켓에만 연동시킬 경우 SDR바스켓의 構成通貨 및 이의 가중치가 우리의 고유한 사정에 맞지 않아 適正換率水準을 반영하기 어렵기 때문이다.

우리의 경우 β, β', P 와 독자바스켓의 선정 및 구성방법은 財務部長官과 韓國銀行總裁가 협의하여 결정하게 되어 있어 그 당시 환율결정에 있어서 정부의 개입여지가 컸다고 본다. 환율조작국이라는 비난을 피하고 환율결정에 있어서 시장기능을 강화하기 위하여 정부는 1980년 2월부터 실시해 온 복수통화바스켓제도를 1990년 2월말로 폐지하였다. 자유변동환율제도로 이행하는 중간단계로서 市場平均換率制度가 3월 1일부터 채택되었다. 시장평균환율은 금융결제원 외환거래실에서 은행간 來去換率에 거래량을 가중평균하여 산출하고, 은행간 환율은 진인의 市場平均換率을 기준으로 상하 0.4% 내의 범위 안에서 자율적으로 결정한다.⁽⁵⁾

市場平均換率制度는 환율이 일정 범위 내에서 시장원리에 의해서 결정된다는 점에서는

(5) 最近(1991. 6. 27 발표) 財務部는 外國換管理法의 개정과 관련하여 1991년 9월부터 市場平均換率 1인 換率變動幅을 일률 ±0.4%에서 ±0.6%로 확대하기로 하고 외환시장의 환율의 가격 기능을 제고키로 하였다.

복수바스켓제도와 차이가 있으며, 변동폭이 사전에 정해진다는 점과 정책당국에 의한 外換市場介入의 여지가 크다는 점에서 자유변동환율제도와는 相異하다.

이 제도는 환율이 원칙적으로 외환시장의 수급에 따라 결정되도록 하고 한국은행은 적절한 시장개입을 통하여 환율의 변동을 제한하는 것이므로 그 핵심적인 과제가 外換市場의 기능활성화에 있다.

외환시장의 기능활성화를 위해 정부는 1990년 3월 1일부터 外換集中制를 완화하는 정책을 수립하였는데, 이는 또한 1992년 이후로 예정된 외환시장 완전개방에 대비한 사전포석으로 볼 수 있다. 外換集中制에서는 해외에서 생긴 外貨는 국내로, 국내에 들어온 외화는 외국환은행으로, 외국환은행의 외화는 韓國銀行으로 집중토록 되어있다. 결국 외환집중제는 모든 외환이 한국은행에 모아지도록 하여 외환의 누출을 방지하는 데 주안점을 두었기 때문에 사실상 외환시장의 기능을 무력하게 한다. 따라서 市場平均換率制度가 시행되면서 이 제도가 존속하게 되면 대규모 외화를 거래하는 기업들은 새 제도하에서 환율의 유동성에 대처할 융통성이 없게 된다. 이와 같은 점을 감안하여 정부는 1990년 3월 外換集中制를 일부 완화하는 조치를 취했는데 그 내용을 보면 먼저 연간 1억달러 이상인 수출기업에는 1천만달러 이내에서 외화를 매입, 예금할 수 있도록 허용하였다. 또 하나의 중요한 내용으로는 綜合商社에 대해 해외외화 보유를 5백만달러까지 인정해주는 반면, 資金用途를 제한하여 부동산이나 증권투자는 금지하고 있는 것 등을 들 수 있다.

5. 資本自由化의 推進과 換率

5.1. 資本自由化의 推進 實績

資本自由化는 경제의 선진화과정에서 거쳐야 할 단계이다. 1988년 IMF 8條國 이행 이후 국내 資本市場의 規模 확대와 더불어 외국의 개방압력이 계속되고 있어 단계적인 자본시장개방은 불가피한 실정이다.

우리 정부는 1981년 1월 자본자유화의 점진적 확대를 내용으로 하는 ‘資本市場國際化 長期計劃’을 발표하였다. 이 계획에 의하면 10여년 동안 4단계에 걸쳐 자본시장을 자유화할 계획이었다. 제 1 단계는 증권기관의 수용태세 정비단계로서 相互主義 원칙하에서 외국 증권회사의 국내진출을 허용하며 국제투자신탁을 통한 외국인의 間接證券投資를 허용한다는 것이다. 제 2 단계에서는 외국인의 直接證券投資를 제한적으로 허용하며, 제 3 단계에서는 외국인 증권투자의 자유화 폭을 보다 확대하며 국내 기업의 海外證券發行도 허용하겠다는 것

이다. 마지막으로 제 4 단계인 1990년대 전반에 가서는 국내 투자자의 외국에 대한 직접증권투자도 허용함으로써 海外資本市場으로의 進出을 적극 추진한다는 것이다.

그런데 1980년대 초반에는 국제수지 적자가 계속되어 어려움을 겪었기 때문에 1980년대 후반에 추진키로 한 제 3 단계 계획인 해외증권발행이 1985년말경 앞당겨 추진되게 되었다. 한편 1986년에 들어와 국제수지가 갑자기 흑자로 반전함에 따라 제 2 단계에 추진할 制限的인 외국인의 直接證券投資가 통화증발, 원화절상 등을 가속화시킬 것을 우려하여 그 시행 시기가 뒤로 미루어졌다.

이에 따라 정부는 외국인 전용펀드와 수익증권을 발행하는 형태로 외국인의 간접증권투자를 허용, 확대해 왔으며 직접증권투자는 1992년으로 미루어왔다. 國內資本市場의 대외 개방 현황을 보면 1990년 10월말 현재, 코리아펀드(Korea Fund), 코리아 유럽펀드(Korea Europe Fund) 등 외국인전용펀드 2종이 설정되어 그 금액이 2억 6000만달러에 달한다. 또한 국내 기업의 轉換社債 및 新株引受權附社債(BW)의 해외발행도 허용되었으며 그 금액은 4억 4000만달러에 이른다.

해외자본시장 진출은 국내 주요 機關投資家들에게 해외증권투자를 허용함으로써 추진되어 왔다. 海外資本市場에의 진출 현황을 보면, 1987년에 처음으로 8개 증권사에 대해 해외증권투자가 허용되었다. 1988년 7월에는 대상기관을 25개 증권사, 19개 보험사와 3개 투신사로 확대하였다. 증권사의 경우 한 회사당 3000~5000만달러, 투신·보험사의 경우 한 회사당 1000~3000만달러까지 海外證券投資가 허용되었다. 투자대상은 외화, 채권 및 주식이며 투자범위는 해외증권의 매매, 인수, 외환예금, 예치금 등이다. 1990년 8월말 현재 증권보유잔액은 1억 7900만달러에 이른다. 이와 같이 국내 투자자의 해외증권투자가 저조한 이유는 그 동안 국내 금리가 상대적으로 높았고 원화의 지속적인 평가절상이 예상되었기 때문이다.

證券産業의 상호교류 현황을 보면, 현재 국내 증권사의 해외사무소는 1990년 10월말 현재 36개소에 달한다. 현재 국내 증권사의 국제업무는 해외시장에서 소규모 증권투자, 인수증개에 그치고 있다. 한편 외국 증권사의 국내진출 현황을 보면, 총 6개국 24개 외국 증권사가 국내 사무소를 설치하고 있다. 그 중 5개 외국 증권사는 3개 국내 증권사와 지분참여를 통한 業務協助契約을 체결하고 있다.

그런데 1991년에 들어와서 증권산업이 부분적으로 개방되어 외국증권사는 국내지점과 합작증권사 형태로 국내진출이 허용되었다. 이에 따라 앞으로 국내 증권사의 해외지점 설치 및 영업권 획득은 相互主義原則에 입각하여 이루어질 전망이다.

이와 더불어 증권산업에 대한 대내개방도 동시에 이루어져 한국산업증권 등 證券會社의 신규설립이 허용되었다. 한편 국내의 증권사의 상호진출로 국내 금융산업 개편에 관한 논란이 일어나게 되었다.

4.2. 資本自由化의 推進 展望과 換率

1991년에 들어와 국제수지 악화, 물가불안, 금융자유화와 금융실명제의 미비 등 아직도 資本市場을 본격적으로 개방할 여건은 무르익지 않은 상황이다. 그럼에도 외국의 거센 개방압력에 따라 1992년부터 직접증권투자가 허용되어 본격적인 資本自由化 시대를 맞게 되었다.

1992년 株式市場 개방계획을 보면 외국인은 국내 증권사 및 외국 증권사 국내지점에 실명계좌를 開設, 주식을 사고 팔 수 있게 되었으며 株式投資元金은 물론 매매차익, 이자배당소득도 자유롭게 해외송금이 허용된다. 외국인의 전체 투자한도를 발행주식의 10%로 설정하였으며, 외국인 1인당 투자한도는 상장기업 발행총수의 3%로 제한하였는데 이는 5% 이상 지분소유자에게는 주주총회 소집청구권이 있는 점을 고려했기 때문이다. 현재 국내 주식시장에서 통상적으로 거래되는 流通株式이 발행주식의 30~40% 정도이므로 외국인에게 총발행주식의 10% 투자가 허용될 경우 유통되는 주식의 4분의 1을 살 수 있게 된다는 계산이다. 결국 이와 같은 資本流入은 증권시장을 활성화시키는 데 일부 공헌하겠지만 短期的으로 환율을 절상시켜 국제경쟁력을 약화시킬 가능성도 있다.⁽⁶⁾ 정부는 금리, 환율 등 국내 경제교란이 예상될 경우 투자자금의 유입 및 송금을 제한할 계획인데 한번 자유화를 한 뒤 이와 같은 조치가 얼마나 효과가 있을지 의문이다.

6. 結 論

본논문에서는 먼저 간단한 모형을 세우고 실증분석을 통해 長期均衡換率을 계산한 뒤 장기균형환율과 실현된 환율의 차이가 과거 20년간 국제수지에 끼친 영향을 살펴보았다. 또한 환율정책 變化의 原因과 그 결과를 실현된 환율과 장기균형환율을 비교함으로써 분석하

(6) 韓國開發研究院(KDI) 분석에 의하면 외국 자본의 유입 규모는 투자한도까지 모두 투자될 경우 1991년 3월 주가를 기준으로 5조 2000억원에 이르며, 그 절반인 2조원이 개방 초기에 들어올 것으로 보고 있다. 한편 對外經濟政策研究院(KIEP)은 3~4조원이 개방 초기 1년 이내에 들어올 것으로 예상한다. KIEP의 한 보고서에 의하면 증시개방에 따른 外國資源의 유입규모가 개방한도까지 이를 경우 원화가치는 5~8%, 株價 상승까지 감안하면 7~11% 올라가며 이 경우 수출물량 감소는 20~29억달러(주가 상승에 따른 원화가치 상승요인을 감안하면 27~43억달러)에 이를 것으로 추산하고 있다.

였으며, 變動換率制로 이행하는 과정에서 시장평균환율제도의 도입과 外換集中制의 완화 등 제도적인 개혁에 대해서도 살펴 보았다. 한편 1990년대로 들어와 資本自由化에 대비한 본격적인 제도개혁이 있음도 살펴보았다. 1992년에 직접증권투자가 허용됨으로써, 이는 換率에 직접적인 영향을 미칠 것으로 본다. 資本自由化에 따라 환율이 평가절상된다면 최근 진행되는 國際收支 赤字는 더욱 악화되리라 우려되며 여기에 대한 대비가 필요하다.

서울大學校 國際經濟學科 教授

581-742 서울 관악구 신림동

전화 : (02)880-6389

팩시 : (02)888-4454

서울大學校 國際經濟學科 博士課程

151-742 서울 관악구 신림동

전화 : (02)880-6398

팩시 : (02)888-4454

參 考 文 獻

- 郭承濼·金勝鎭(1989): 『適正換率 分析에 관한 理論 定立』, 研究叢書 67, 韓國經濟研究院.
- 金仁垵(1989): “새로운 換率政策의 展開方向: 小規模 開放經濟下에서 換率政策의 選擇”, 李性輝·表鶴吉·金仁垵, 『開放經濟下의 金融政策』, 韓國經濟研究院.
- Ballassa, B. (1974): “The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal,” *Journal of Political Economy*, 72, 584~596.
- Dornbusch, R. (1987): “Exchange Rate Policy for NICs,” KIET Working Papers, March.
- Dornbusch, R., and Y.C. Park(1986): “The External Balance of Korea,” KDI Working Paper, December.
- Feldman, R.A. (1986): *Japanese Financial Markets: Deficits, Dilemmas and Deregulation*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press, 37~78.
- Hsieh, D.A. (1982): “The Determination of the Real Exchange Rate: The Productivity Approach,” *Journal of International Economics*, 12, 355~362.
- Jwa, Sung-hee (1987): “Korea’s Exchange Rate Policy: System, Effect and Issues,” KDI Working Paper, October.
- Kwack, S.Y. (1988): “Korea’s Exchange Rate Policy in a Changing Economic Environment,” *World Development*, 1, 169~183.
- _____ (1987): “Exchange Rate Management of Korea,” Korea Development Institute, Unpublished manuscript, August.

- Loopesko, B., and Johnson, R.A. (1988): "Realignment of the Yen-Dollar Exchange: Aspects of the Adjustment Process in Japan," in R.C. Marston (ed.), *Misalignment of Exchange Rates: Effects on Trade and Industry*, NBER.
- Marston, R.C. (1986): "Real Exchange Rate and Productivity Growth in the United States and Japan," NBER Working Paper No. 1922, Cambridge Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Officer, L. (1976): "Productivity Bias and Purchasing Power Parity: An Econometric Investigation," IMF Staff Papers No. 23, 545~579.
- Yoichi Funabashi (1988): *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, Washington, D.C., Institute for International Economics.
- Yoshio Suzuki (1986): *Money, Finance, and Macroeconomic Performance in Japan*, New Haven, Yale University Press.
- _____ (1987): *The Japanese Financial System*, Oxford, Clarendon Press.