

세계 달러본위제도와 동아시아 환율딜레마

Ronald McKinnon

본인은 한국에 온 것이 얼마나 기쁜지 모른다. 본인이 한국에 처음 온 것은 미국 국제개발처(USAID: United States Agency of International Development)의 재정지원을 받아 1966년 여름 한국정부의 관세자문관으로 왔을 때이다. 본인은 그때 미군기지 내에 머물렀고 매일 서울에 가기 위해 버스를 탔다. 그 이후 본인은 여러 번 한국에 왔지만 마지막으로 온 것은 1997년 12월 중순이었다. 그 당시 본인은 현금공황을 경험했다. 본인이 한국에 도착했을 때 달러를 원화로 바꾸었다. 그런데 본인이 떠날 때는 달러 당 25%를 더 적게 받았다. 그것은 불과 3일 동안의 일이었다. 오늘 본인이 한 말로 인하여 유사한 공황을 다시 겪지 않기를 바랄 뿐이다.

본인이 이야기하고 싶은 것은 현재 동아시아 환율 딜레마와 이것이 어떻게 세계 달러본위와 연결되어 있는가에 관한 것이다. 우리는 세계체제에서 국제적 교환을 용이하게 하기 위해 단 하나의 통화만이 존재할 수 있는 불공평한 세계에 살고 있는 것이다. 불가피하게도, 이는 이러한 기축통화의 “주변”에 있는 대부분의 나라들로 하여금 중심에 있는 나라보다 그들의 통화 시스템을 더 무너지기 쉽게 하고 외환관리 및 금융정책을 더 어렵게 한다. 이는 미국 재무장관의 업무가 한국 재정부 장관의 업무보다 더 쉽다는 의미이다.

이러한 불균형의 중요한 부분 중 하나는 외환 리스크의 속성 때문이다. 미국은 세계에서 가장 큰 채무국가이다. 순 채무만도 약 2조 3,000억 달러에 이르고 현재의 경상적자는 이러한 채무를 계속 증가시킬 것이다. 그러나 한편, 달러가 실제로 공격을 받거나 통상적인 의미에서의 통화위기가 있을 것이라고는 아무도 믿지 않는다. 미국의 은행과 보험회사 등이 외국에서 받아들이는 자금만큼의 대외채무는 순전히 달러로 표시된다.

따라서 미국 은행은 달러로 표시된 채무를 보유하며, 또 그들은 주로 미국 내 기업과 가정에 달러로 표시된 대출을 한다. 외환에 전혀 노출되지 않은 미국의 금융기관들은 통화 리스크 없이 이러한 거대한 자금유입을 흡수할 수 있는 것이다. 다른 리스크가 있기는 하지만 다른 나라와의 환율변동과 관련한 리스크는 없다.

그러나 달러본위제도의 주변국인 소규모 채무국가, 즉 한국이나 태국 또는 라틴 아메리카의 어떤 국가가 외국자본을 유입할 경우 그 부채는 다른 나라의 통화로 표

1) 이 글은 2001년 9월 4일 개최된 특별강연회의 내용을 번역·정리한 것임.

시되는 것이 전형적이다. 1997~1998년의 위기의 본질은 동아시아지역에 달러 혹은 엔화로 표시된 거대한 단기성 자본의 유입이었다. 이것은 어떤 환율변동이 생기면 그 나라의 은행이나 금융기관들이 위험에 처한다는 것을 의미했다. 특히 평가절하는 원화나 바트 또는 페소로 표시된 국내자산의 수입으로 대외 달러채무를 상환하는 것이 훨씬 더 어려워졌다.

이와 대조적으로 미국 수출업자들은 달러의 평가절하로 실제 이익을 보게될 것이며 미국 금융기관들은 달러로 표시된 자신의 대외채무 상환을 막으려 하지 않을 것이다. 어찌되었던 현재 미국에는 달러가 너무 강하다고 생각하는 사람들이 많다.

첫 번째 부분에서 본인은 제2차 세계대전 이후 세계 달러본위제도가 어떻게 전개되어 왔는지, 특히 그 주변에 있는 개도국과 신흥시장에 연관지어 역사적으로 조망해보고 두 번째 부분에서는 동아시아에 초점을 두고자 한다. 특히, 현재 일본의 어려운 상황을 포함하여 본인이 “동아시아 환율딜레마”라고 일컫는 것을 달러본위제도가 현재 어떻게 작동하고 있는지에 연계하고자 한다.

1. 세계 달러본위제도의 역사적 조망

어떻게 하여 세계경제에서 달러가 불균형적인 위치를 차지하게 되었는가? 제2차 세계대전이후 미국은 세계에서 유일하게 완전한 금융제도를 가지고 있었다. 유럽에는 인플레이션, 화폐통제 등이 있었으며 일본과 대부분의 개도국에서도 마찬가지였다. 그래서 개방된 외환시장에서 달러는 자연스럽게 (민간)은행간 거래를 위한 세계 대개통화가 되었으며 각국 정부가 환율안정을 위해 개입하는 통화가 되었다. 1945년의 브레튼 우즈(Bretton Woods) 협정 하에서 각 나라들은 달러에 고정시켰으며 미국은 금본위를 제외하고는 공식적인 환율정책이 없었다.

이는 역사적 상황에서 이루어진 아주 자연스러운 것이었다. 미국은 유일하게 개방된 자본시장을 가지고 있었고, 그래서 각국들은 달러보유고를 쉽게 쌓아 갈 수 있었으며 달러를 사고 팔고 할 유동시장이 있었다. 이와 유사하게 각국의 민간기업들은 모두 달러보유고를 쌓아갔는데 이것은 자국통화가 통제되었기 때문이다. 이러한 역사적 상황으로 인하여 미국 달러는 모든 “주변”화폐 사이에서 일어나는 국제교환의 중개통화가 되었다.

국제교환 매개수단으로서의 달러

그러나 일본과 유럽국가와 같은 산업국가들이 더 이상 외환통제를 하지 않는 데도 달러가 왜 편의기능을 계속 가지는가? 달러지배가 계속되는 것을 설명하기 위

해 약간의 대수를 이용하겠다. 'N'개의 통화가 있다고 가정하자. 즉 세계경제에는 150개의 통화가 있다고 한다. 시장은 국제교환을 용이하게 하기 위해 항상 한 개의 통화를 자체적으로 선택한다. 그 이유는 시장의 규모의 경제이다.

이 세계에 독립적인 자국화폐를 가진 'N'개의 나라가 있다고 하고 고등학교 기초 확률이론으로 생각해보면, 체제 내에서 짝을 이루는 나라의 전체 수는 한 번에 두 개를 짝 지우는 N들의 조합이다(${}^N C_2$). 만일 외환 거래인들이 각각 짝을 지어 즉, 스웨덴의 크라운 대 호주 달러, 또는 한국 원화 대 일본 엔화를 거래하려 한다면 수많은 다른 외환시장이 생길 것이다. 세계 150개의 각국 통화(N=150)로 각각 짝을 지어 거래하려 한다면 11,175개의 외환시장이 생기는 것이다.

모든 은행의 외환거래 데스크 설치비용이 비싸진다. 그러므로 모든 각 쌍의 통화가 서로 거래하는 하는 것보다는 실제로 N번째의 통화 하나를 중심 매개통화로 선택하는 것이다. 그리고 나면 모든 교역 및 외환거래는 다른 통화로 가기 전에 우선 매개통화에 대해 발생한다. 한 가지 통화에 대해 모든 통화거래를 함으로써 체제상에서 시장의 수를 N-1개로 줄일 수 있는 것이다. 그러므로 150개의 국가가 있다면 필요한 외환시장은 11,175개 대신에 149개로 되는 것이다. 모든 국가들이 공식적인 달러환율을 정한 브레튼 우즈 체제와는 달리, 이러한 결과는 각국 정부들 간의 어떤 형식적인 합의에 의해 좌우되는 것이 아니다. 오늘날의 민간시장에서는 중개통화로 달러와 같은 한 가지 통화를 선택하는 것이 외환거래를 경제적으로 이용하는 가장 자연스런 방법이다.

그러나 역사는 중요하다. 1940년대 말에 미국이 그랬던 것처럼 만일 어느 한 나라가 기축통화를 공급하기 시작한다면, 그것은 규모의 경제로 인해 자연독점이 된다. 달러로 거래하는 나라가 많으면 많을수록 달러로 거래하는 것이 모든 사람들에게 비용 면에서 더 저렴해진다. 만일 스웨덴의 볼보자동차를 수입하려는 일본 수입업자가 자동차 대금을 지불하려할 경우, 그 수입업자는 우선 공개시장에서 엔화로 달러를 매입한 후 그 달러로 스웨덴 크라운을 매입한다. 볼보회사는 스웨덴 크라운을 받고 그 수입업자는 볼보자동차를 인도 받는다. 이때 달러는 매개통화이다.

통화의 역할에 대한 표준교본을 사용한 <Box 1>은 국제통화의 편의성에 있어서 달러의 중심역할에 관한 패러다임을 요약하고 있다. 민간 및 정부 부문 양쪽 모두에 대해 달러는 교환매체, 가치저장, 계산단위, 현재의 국제거래와 자본계정에 대한 이연지불 기준으로서의 역할을 하고 있으며 이는 1945년부터 2000년대까지 계속 되어왔다. 이 표는 1983년에 피터 케넨(Peter Kenen)이 발표한 이와 비슷한 표를 약간 보편화시킨 것이지만 그 당시처럼 지금도 유효하다.

<Box 1>
국제통화로서의 미국 달러의 편의적 역할
(1945~ 2001)

	민 간	정 부
교환매체	매 개	개 입
가치저장	금 융	보 유
계산단위	결 제	고 정
이연지불 기준	민간채권	국 채

<Box 1>에서 첫 번째로, 달러는 **교환매체**이다. 외환시장은 주로 은행간에 존재하며, 달러는 민간부문의 소비자들을 위한 은행간 거래에서의 매개통화이다. 그러므로 어느 한 정부가 환율에 영향을 미치는 개입을 할 때, 그 정부는 달러를 공식적인 개입통화로서 더 저렴하고 더 편리하게 사용하기도 한다. (이러한 관습에 대한 주요 예외는 유로화가 실시되기 전에 유럽에서 있었으며, 그 당시에는 구 독일의 마르크가 유럽의 중심통화였다. 그리고 지금은 동유럽 외곽의 소규모 유럽국가들이 중심통화로 주로 유로화를 사용한다.)

<Box 1>에서 두 번째로, 달러는 국제적 **가치저장**이다. 기업과 일부 개인들은 런던, 싱가포르, 그리고 다른 “해외” 금융기관에 달러 은행계좌를 보유하며 미국에서도 마찬가지이다. 각국 정부의 국제 보유고는 주로 달러로 이루어진다. 이는 거의 미국 재정증권인데 한국은 950억 달러를 보유하고 있으며, 일본은 거의 4,000억 달러, 중국은 약 2,000억 달러 등이다. 사실상 미국 재정증권 발행액의 거의 절반은 외국의 중앙은행이 보유하고 하고 있다.

<Box 1>에서 세 번째로, 달러는 수많은 국제거래에 있어서 **계산단위**로서의 역할을 한다. 주요 상품거래에서 주된 **결제통화**로서 달러를 사용하는 형태가 강하게 나타난다. 가령 석유, 밀, 구리와 같은 모든 동종의 1차 생산품 수출은 중앙거래소에서 전세계적인 가격형태로서 달러로 결제되는 추세이다. 특히 계약예정인 현물거래는 중앙거래소에 집중되는데, 비록 달러로 표시된 상품교환이 런던이나 그 밖의 다른 곳에서 이루어진다 하더라도 이러한 거래소는 통상 시카고나 뉴욕과 같은 미국의 도시에 있다.

공산품 수출의 결제형태는 더욱 복잡하다. 강력한 통화를 가지고 있는 주요 산업국가들은 그들의 수출품을 자국통화로 결제하는 경향이 있다. 유럽화폐통합 이전

에는 독일 수출품의 75% 이상이 마르크로 결제되었으며, 프랑스 수출품의 50% 이상이 프랑으로 결제되었다. 그러나 이러한 비율은 유럽 내부간의 거래에서 일어났다. 유럽화폐통합의 출현으로 유럽 외부에 대한 자국의 수출품을 잘 알려지지 않은 상태인 유로화로 결제하려는 유럽대륙 국가가 얼마나 되겠는가.

그러나 동아시아에서의 대외무역은 주로 달러로 결제되는데 태국과의 한국 무역은 전형적인 달러결제이다. 다른 동아시아국가와 일본의 무역조차 엔화보다는 달러로 더 많이 결제된다. 유럽을 제외한 세계 다른 지역에서는 달러결제가 널리 확산된 것 또한 사실이다. 예를 들어 라틴아메리카 내부간 수출은 거의 완전히 달러로 결제된다.

이러한 것은 순수한 결제보다 제품가격 책정에서 더 많이 이루어진다. 유럽을 제외한 모든 지역의 수출업자들은 전형적으로 자신의 제품 판매가격을 달러로 책정하여 산업 카탈로그(catalog)나 가격목록 출판물에 이러한 달러가격을 변함없이 계속 유지하고 있다. 그들은 단순히 미국시장이 아니라 세계시장에 대해 효과적으로 달러의 관점에서 가격을 책정한다. 그러므로 자국통화의 국제구매력 안정을 주목적으로 하는 각국의 중앙은행들은 공식적이든 비공식적이든 달러와, 달러로 표시된 국제교역상품들의 방대한 불변가격집단에 고정시키는 방식을 채택하는 것이다.

명목중심축으로서의 달러

국제교환의 편의성 외에, 달러는 두 번째의 보충적인 국제기능을 가지고 있다. 외환당국은 공식 또는 비공식적으로 달러에 고정시키는 방식을 택함으로써 자국의 국내가격 수준을 보다 안정적으로 묶어 둘 수도 있다. 외국 정부들은 자국의 달러환율이 안정을 유지하도록 함으로써 본질적으로 자국의 통화정책과 미국의 통화정책이 조화를 이루도록 하는 방식을 채택하고 있다. 이러한 통화조화는 두 가지 경로가 있는데 (1) 국가간 상품중재-중재경로(arbitrage avenue)와, (2) 여타 국가들의 중앙은행이 미국 연방준비은행(Federal Reserve bank)의 행동에 따라 자신의 역할을 취하는 신호경로(signaling avenue)가 그것이다.

중재경로에서는 국제금융 내에서 달러의 편의성이 자연스럽게 발생한다. 왜냐하면 상품 및 서비스의 국제거래는 주로 달러로 결제되며(미국 이외의 국가간 거래를 포함), 고정달러환율을 통한 상품 및 서비스 시장에서의 국제중재는 어느 한 나라의 국내 가격수준을 고정시키는 강력한 장치가 될 수 있기 때문이다. 만일 여타국가들이 자국의 달러환율 변동을 막는데 실패한다면, 이러한 환율변동이 그 나라의 국내 가격수준에 미치는 정도는 (극도로) 아주 높다. (한 가지 큰 예외는 거대한 유로 지역에 있는 국가들이 될 것이다. 유로환율 내에 있는 이들 국가의 국내 가격수준

은 달러에 대한 환율변동으로부터 확실하게 잘 격리되어 있다.)

불평등하게도, 미국의 수출업자 및 수입업자는 양쪽 모두가 달러로 결제하기 때문에 미국 자체의 국내 가격수준은 상대적으로 달러 환율변동의 영향을 받지 않는다. 전세계에서 광범위하게 국제적으로 거래되는 상품들의 달러 가격은 여타 통화에 대한 달러가치의 변동에 비교적 변화가 없는 것이 보다 일반적이다. 따라서, 체제상의 'N'번째 나라인 미국 혼자만이 환율변동에 크게 흔들리지 않으면서 국내 가격수준의 목표를 설정하는 독립적인 통화정책을 수행할 수 있다. 그러나 N-1의 나라들에 대해서는 고정환율을 통한 직접상품중재가 그 나라들의 국내 가격수준을 설정할 수 있게 한다.

미국과의 통화조화를 보장함에 있어서 신호경로 또한 중요하다. 만일 어느 한 나라가 자국통화에 대한 평가절상 압력에 저항할 경우 그 결과로 그 나라의 공식달러보유고에서 통화팽창에 따르는 신호가 증가하며, 그리고 반대의 경우에는 역으로 나타난다. 그 나라의 중앙은행은 미국 연방준비은행이 무엇을 하고 있는냐에 따라 바로 행동을 취할 수도 있다. 예를 들어 캐나다 중앙은행(Bank of Canada)은 전형적으로 미국 연방기금(Federal Funds)의 금리의 변화에 따라 비교적 신속하게 자국의 할인금리(은행간 대출금리)를 바꾼다.

그러나 달러가 명목중심축으로서의 기능을 성공적으로 수행하기 위해서는 아래와 같은 두 가지 조건이 충족되어야만 한다.

- (1) 거래 가능한 상품가격들의 광범위한 지수에 의해 측정된 만큼, 미국의 가격수준은 안정적이고 또 그렇게 유지할 것으로 예상되어야 하며,
- (2) 대부분의 나라들과 분명하게 이웃하고 있는 나라들은 동일한 기준에 있어야 한다. 즉, 그 나라들도 달러에 환율을 고정해야 한다.

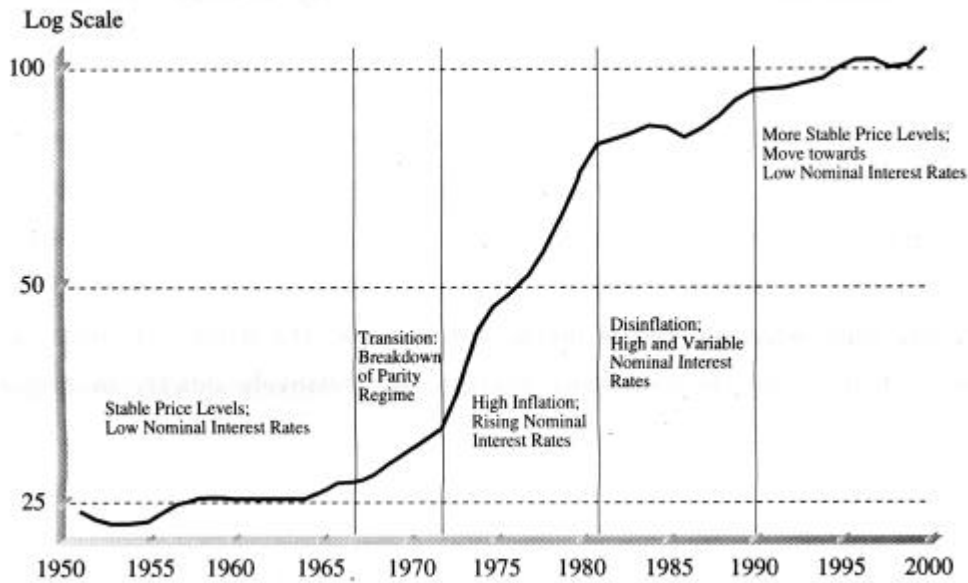
냉전 이후의 달러본위제도의 역사에서 이 조건들이 일부 기간동안은 충족되었지만 나머지 기간동안에는 그렇지 못했다. 고정환율 하에서든 변동환율 하에서든간에 달러가 국제교환의 편의수단으로서 굳건하게 나아간 것과는 대조적으로, 명목중심축으로서의 달러의 기능은 꾸준히 변형되어 왔다.

브레튼 우즈의 전성기, 1950~1968

<Figure 1>의 첫 번째 기간인 1950년부터 1969년까지는 거래 가능한 상품가격들의 미국 내 가격수준이(미국의 도매가격 지수에 의해 측정된 바와 같이) 안정적이었음을 나타낸다. 인플레이션에 대한 기대가 없었기 때문에 달러자산에 대한 이자

을 또한 낮았으며 안정적이었다. 따라서 구(舊) 브레튼 우즈의 액면가액 시스템 하에서는 모든 여타 국가들이 달러패리티(parity)를 기꺼이 선언하였다. 그리고 그들은 자신의 시장환율을 중심 패리티 근방인 2%의 좁은 범위 내에서 유지했으며, 이것이 바뀌는 경우는 드물었다. 이러한 브레튼 우즈의 “전성기” 동안에 IMF 회원국들은 자국 내 가격수준의 중심축으로써 중심국가의 가격안정을 이용할 수 있었다.

(Figure 1) The World's Nominal Anchor: U.S. Wholesale Prices (1951-2000)



Source: International Financial Statistics, IMF (August 2001)

그러나 이러한 중심축으로서의 진행과정에는 단순히 중심국가의 행위 이상의 것이 포함되었다. 왜냐하면 실제로 모든 주요 산업국가들은 동일한 고정환율체제에 있었으며, “세계” 가격수준이 더욱 보장되었기 때문이었다. 어느 한 나라의 급격한 평가절하(또는 평가절상)는 이웃국가에게 디플레이션 압력을 줄 수 있으므로 피하게 되었다. 더구나 잠재적으로 인플레이션적인 국가 거시경제적 충격은 완화되었다. 각국 가격수준의 관성이나 “고착”은 더욱 커졌는데, 이는 그 나라들 모두가 비록 궁극적으로 달러기준 한 가지이기는 하지만 이러한 일반 통화기준에 위임되고 또 그 기준 하에 결속되었기 때문이었다.

이와 같은 브레튼 우즈 전성기 동안에는 미국의 가격수준 그 자체까지도 일반적인 고정환율로 인해 더욱 안정적이었다. 국내에서 유발된 잠재적 인플레이션 충격을 완화하기 위해 고정환율을 채택하고 있는 이웃국가들과의 상품중재에서 중심국가는 중·단기적으로 이익을 얻을 수 있었다. 나중에 살펴보겠지만, 그러나 결국 이러한 시스템은 중심국가 내의 끈질긴 인플레이션 압력을 지탱할 수 없었다.

마지막으로, <Figure 1>의 첫 번째 기간처럼 1950년대와 1960년대의 산업국가들의 명목이자율은 낮았으며 뚜렷하게 안정적이었다. 1960년대 아주 후반까지 가격인플레이션의 통상이자율은 너무 낮아서 이자율에서 보통 있는 피셔(Fisher)효과가 거의 없었다. 전후(戰後) 수십 년 동안 뚜렷하게 지속된 이러한 환율안정은 대부분의 산업국가들에게 자본통제가 존재했음에도 불구하고 국가들간의 이자율 차이가 적당하게 유지되었음을 의미했다. 산업국가들이 달러패리티에 고정시키기로 한 이와 같은 약속은 1973년 초에 결국 무너졌다. 그러나 보편적 통화중심축은 그 시대의 높은 실질경제성장률을 굳건하게 하였는데 이런 방식이 유지된 산업세계는 그 유래가 없다. 핵심 산업경제의 가격 및 이자율 안정은 성숙되지 않은 국내 금융시장을 가진 저개발국가들에게 특히 유리한 것이었다. 그들에게는 달러환율과는 별도로 국내 인플레이션을 통제하는 것이 큰 걱정거리였을 것이다. 대신에 대부분의 나라들은 단순히 브레튼 우즈의 달러본위제도에 참여하는 것을 택했다. 물론 라틴아메리카의 일부와 여타 지역의 나라들에게는 달러고정환율을 유지 가능토록 하기에 국내 인플레이션 압력이 너무 컸다. 그러나 심지어 어느 저개발국가가(LDC) 평가절하로 인한 통화위기를 겪을 때조차도, 통상적으로 각국 정부는 가능한 시기에 달러 고정환율 제도로 되돌아갈 것이라고 공언하여 인플레이션이 진전되리라는 기대를 완화시켰다.

1968~1973, 중심축의 상실: 변동 환율제도의 출현

돌이켜 보면, 과거의 달러 고정 환율제도는 1960년대 말 중심국가인 미국의 도매 가격지수(WPI) 인플레이션이 매년 3%대로 증가하기 시작하면서(<Figure 1>의 두 번째 기간) 풀리기 시작했다. 다른 나라들(특히 독일)은 종래의 달러패리티를 유지하는 것을 꺼려했으며 적당한 인플레이션 압력을 받아들이는 것조차도 꺼려했다. 독일 마르크는 1969년에 상향 재평가되었다. 더 중요한 것은 그때 미국이 디스인플레이션(disinflation)이 항구적으로 국내실업을 증가시킬 것이라는 케인즈(Keynes) 학파의 신념—소위 말하는 필립스(Phillips) 곡선에서 요약된 것처럼—으로 괴로움을 당했다는 것이다. 따라서 중심국가는 주로 학술논리적인 이유들로 인해 진지하게 디스인플레이션 계획에 착수하는 것을 거부했다.

그러나 지속적인 인플레이션은 미국의 산업경쟁력을 감소시켰다. 미국의 대외무역 지위 하락을 우려한 닉슨(Nixon) 대통령은 1971년 8월에 금본위 측면에서 달러를 공식적으로 고정한다는 구 브레튼 우즈 조항 하의 미국의 공식약속의 흔적이 있는 “황금창문”을 닫았다. 이와 동시에 닉슨은 미국으로 수입되는 상품에 대해 전폭적으로 10%의 관세를 부과하였으며, 이러한 관세는 다른 모든 산업국가들이 달러에 대한 자국통화를 평가절상할 때까지 없어지지 않을 것이라고 천명했다. 산업국가들

은 모두 10~20% 사이에서 자국통화를 평가절상했으며 그후 1971년 12월에 산업국가들의 “스미소니언(Smithsonian)” 달러패리티가 새롭게 다시 설정되었다. 그러나 중심국가의 통화팽창 지속으로 인하여 스미소니언 달러패리티는 실패로 끝났다. 1973년 2월, 산업국가들은 달러패리티를 포기하고 가격 없이 변동되는 쪽으로 움직였다.

미국은 1970년대에서 1980년대로 가는 과정에서 다양하고 높은 가격인플레이션이 크게 급변하는 명목이자율과 복합되어(<Figure 1>의 세 번째 기간 참조) 명목중심축으로서의 달러의 유용성이 크게 잠식되었다. 많은 산업국가들 뿐만 아니라 대부분의 개도국들의 인플레이션도 가파르게 증가하였다. 많은 산업국가들은 그 당시 전세계의 다양한 인플레이션으로 혼란해지는 것을 더욱 차단하기 위해 아주 기꺼이 달러에 대한 자국통화를 평가절상하고 있었다. (유럽인들은 중심축인 새로운 기축통화를 찾도록 권유받아 독일 마르크 부근에서 통화안정을 재구축하려 했다. 이러한 노력은 1990년대 말 유로화의 출현으로 최고조에 달했다.)

세계 생산성 성장에 대한 이와 같은 전세계적인 통화안정의 집약적 효과는 대재앙이었다. 국내 가격수준과 환율에 대한 보편적 중심축 없이 산업세계와 그 주변국들(동아시아의 “용”들을 제외한)의 생산성은 1973년부터 1990년대 초까지 극히 침체되었다.

1990년대는 되찾은 낙원?

그러나 1990년대 초부터 2000년대로 진입하는 <Figure 1>의 마지막 기간은 미국 내 이자율이 다시 한번 적절히 낮게 유지됨으로써 가격안정을 되찾았음을 보여준다. 그래서 달러는 국제기축통화와 전세계의 유력한 보유자산으로서의 매력을 다시 갖게되었다. 1970년대의 인플레이션 속에서 보유자산으로서의 달러가 위축된 이후, 공식 외환보유고내의 달러 비율은 지난 10년동안 엄청나게 증가해왔다. <Table 1>은 공식 외환보유량(IMF 회원국들의) 중 달러 비율이 1991년에 51.3%에서 2000년에는 68.2%로 증가한 것을 나타낸다. 그리고 “기타통화(unspecified currencies)”로 분류된 비율을 달러로 가정한다면, 현재 국제 외환보유고의 달러 비율은 75%를 충분히 상회할 것으로 보인다.

놀랍게도, 유로화의 출현이 국제 외환보유고의 달러 비율 지배력을 축소시키지 못한 상태이다. 또한 <Table 1>은 1990년과 2000년의 공식 외환보유고에서 유로화가 차지하는 비율이 1999년 1월 1일 유로화 출현 이전의 과거 유산인 통화들(마르크, 프랑, 길더)의 합계보다 더 크지 못했다. 비록 유로화가 유럽의 지역통화통합에서 크게 성공을 이루어왔다 하더라도 전세계 국제금융계에서는 달러가 왕자로 남아있다.

<Table 1> Share of National Currencies in total Identified Official Holdings of Foreign Exchange, End of Year¹

	(In percent)									
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
All countries										
U.S.dollar	51.3	55.3	56.7	56.6	57.0	60.3	62.4	65.9	68.4	68.2
Japanese yen	8.5	7.6	7.7	7.9	6.8	6.0	5.2	5.4	5.5	5.3
Pound Sterling	3.3	3.1	3.0	3.3	3.2	3.4	3.7	3.9	4.0	3.9
Swiss Franc	1.2	1.0	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
Euro	-	-	-	-	-	-	-	-	12.5 ²	12.7 ²
Deutsche mark	15.4	13.3	13.7	14.2	13.7	13.1	12.9	12.2	-	-
French franc	3.0	2.7	2.3	2.4	2.3	1.9	1.4	1.4	-	-
Netherlands guilder	1.1	0.7	0.7	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4	-	-
ECUs ³	10.2	9.7	8.2	7.7	6.8	5.9	5.0	0.8	-	-
Unspecified currencies ⁴	6.2	6.6	6.6	6.5	8.9	8.3	8.4	9.3	8.9	9.2
Industrial countries										
U.S.dollar	43.6	48.8	50.2	50.8	51.8	56.1	57.9	66.7	73.5	73.3
Japanese yen	9.7	7.6	7.8	8.2	6.6	5.6	5.8	6.6	6.5	6.5
Pound Sterling	1.8	2.4	2.2	2.3	2.1	2.0	1.9	2.2	2.3	2.0
Swiss Franc	0.8	0.4	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2
Euro	-	-	-	-	-	-	-	-	10.7 ²	10.2 ²
Deutsche mark	18.3	15.1	16.4	16.3	16.4	15.6	15.9	13.4	-	-
French franc	3.1	2.9	2.6	2.4	2.3	1.7	0.9	1.3	-	-
Netherlands guilder	1.1	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	-	-
ECUs ³	16.6	16.7	15.2	14.6	13.4	12.0	10.9	1.9	-	-
Unspecified currencies ⁴	4.9	5.7	4.8	5.0	7.0	6.7	6.4	7.4	6.9	7.6
Developing countries										
U.S.dollar	63.3	64.4	64.3	63.0	62.4	64.4	66.2	65.3	64.6	64.3
Japanese yen	6.7	7.7	7.5	7.6	7.0	6.5	4.7	4.5	4.7	4.4
Pound Sterling	5.5	4.1	4.0	4.4	4.4	4.8	5.1	5.2	5.3	5.2
Swiss Franc	1.8	1.9	2.0	1.7	1.5	1.4	1.1	1.1	1.1	1.1
Euro	-	-	-	-	-	-	-	-	13.9	14.6
Deutsche mark	10.8	10.8	10.5	11.9	11.0	10.6	10.3	11.3	-	-
French franc	2.7	2.3	2.0	2.4	2.3	2.0	1.8	1.5	-	-
Netherlands guilder	1.0	1.0	1.0	0.8	0.6	0.5	0.6	0.5	-	-
ECUs ³	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Unspecified currencies ⁴	8.2	7.7	8.7	8.1	10.9	9.8	10.1	10.7	10.4	10.4

Note: Components may not sum to totals because of rounding.

¹ Only IMF member countries that report their official holdings of foreign exchange are included in this table.

² Not comparable with the combined share of euro legacy currencies in previous years because it excludes the euros received by euro area members when their previous holdings of other euro area members' legacy currencies were converted into euros on January 1, 1999.

³ In the calculation of currency shares, the ecu is treated as a separate currency. Ecu reserves held by the monetary authorities existed in the form of claims on both the private sector and European Monetary Institute (EMI), which issued official ecus to European Union central banks through revolving swaps against the contribution of 20 percent of their gross gold holdings and U.S. dollar reserves. On December 31, 1998, the official ecus were unwound into gold and U.S. dollars; hence, the share of ecus at the of 1998 was sharply lower than a year earlier. The remaining ecu holdings reported for 1998 consisted of ecus issued by the private sector, usually in the form of ecu deposits and bonds. On January 1, 1999, these holdings were automatically converted into euros.

⁴ The residual is equal to the difference between total foreign exchange reserves of IMF member countries and the sum of the reserves held in the currencies listed in the table.

⁵ The calculations here reply to a greater extent on IMF staff estimates than do those provided for the group of industrial countries.

그러나 이와 같이 더 강력해진 2000년대의 세계 달러본위제도의 형태는 최소한 중요한 두 가지 측면에서 1950년대 및 1960년대의 브레튼 우즈 전성기와 다르다.

- (1) 위기가 아닌 때에는 대부분의 개도국 정부들이 자국의 환율을 달러에 대해 안정시키지만 공식 달러패리티를 선언하지는 않는다.
- (2) 달러본위제 주변에 있는 대부분의 나라들은 더 이상 자본통제를 할 의지나 가능성이 없다. 그러므로 그 나라 통화가 가지고 있는 본연의 국내지위에 대한 달러의 잠식이 예리해진다.

이번에는 軟고정(soft pegging)과 잠식에 대한 문제를 논의해 보자.

軟고정(Soft Pegging)

겔레르모 칼보(Guillermo Calvo)와 카르멘 라인하트(Carmen Reinhart)는 월별 데이터를 사용한 155개국의 환율체제에 대한 획기적인 그들의 연구에서 유로화, 달러, 엔, 그리고 어쩌면 영국 파운드도 서로에 대해 사실은 변동환율체제일 뿐이라는 것을 보여주고 있다. 이들 산업국가의 월별 환율변동은 높다. 그리고 단기이자율 변동은 짧으며, 통화간 포트폴리오(portfolio) 선택에 있어서 단기이동은 주로 환율변동에 의해 흡수된다. 반면에 이들 국가의 중앙은행은 국내 통화정책의 수단으로써 단기이자율을 목표로 한다.

이와 대조적으로, 칼보와 라인하트에 의하면 개도국이나 신흥시장 국가들의 통화정책은 어떤 핵심통화(달러 또는 유로화 중 어느 쪽이든)에 대한 자국통화 환율변동은 낮지만 월별 국내 이자율변동은 핵심 산업국가들보다 훨씬 높도록 조정된다. 유로화에 맞추는 동유럽 외곽 국가들을 제외한 다른 나라들은 달러에 맞춘다. 국제적 자산선택에 있어서 통화간 이동의 주된 충격흡수장치는 그 나라의 국내 이자율의 변화이다(효과적인 자본통제를 하는 개도국들은 제외).

“중심”에 있는 핵심 산업국가들과 “주변”에 있는 신흥시장국가들 사이의 이러한 놀라운 차이점은 고주파수 대역의 관찰에서 더 많이 나타나기도 한다. 국내 단기이자율의 높은 증발성을 수용함으로써 신흥시장들의 통화당국은 자국의 달러환율을 일 단위 또는 주 단위로 비교적 변함없이 유지하는데 일반적으로 성과를 거두었다. 그러나 저주파수대 수준 즉 분기 단위에서의 이러한 軟고정은 때때로 유동적이며, 중대한 위기 시에는 단기이자율의 안정조차도 불가능해질지 모른다.

미국 주변 국가들에 대한 비공식적인, 즉 공표되지 않은 이와 같은 새로운 달러 고정 체제는 공식적으로 달러패리티에 고정시켰던 브레튼 우즈 전성기의 것과는 다르다. 예를 들어 일본을 제외한 동아시아의 나라들은 모두 정도가 더하든 덜하든 달러에 고정시킨다. 그러나 홍콩만이 자국통화의 폭을 달러 당 7.8홍콩달러의 공식

달러패리티로 인정하고 있다. 다른 나라들은 모두 “개별변동환율제도(independently floating)”나 “관리변동환율제도(managed floating)” 또는 “통화바스켓제도(currency basket)”를 주장한다. 중국은 자국의 환율체제를 비록 “관리변동환율제도(managed floating)”라고 하지만 달러 당 8.3위엔의 인민폐(RMB) 환율은 1994년이래 거의 움직이지 않는다. 다른 나라들의 달러고정은 저주파수 대역에서 측정될 때 약간 더 불안정해질지 모르지만, 그 나라의 달러 환율변동은 엔/달러 환율에서보다는 규모가 덜한 상태이다.

국제통화기금(IMF)의 태만

동아시아 신흥시장과 여타 지역 정부는 달러에 맞추는 것을 용인하거나 더 나아가 공식 달러패리티를 공인하는 데에 왜 이렇듯 진중인가? 그 이유는 정치 및 경제적 이유 양쪽 모두이다.

정치적으로는, 중심국가와 주변국 통화간의 불균형은 단순히 받아들이기에 너무 불리하다. 주변국의 국수주의자들은 만일 자국 정부가 공식 달러패리티를 선언하여 미국에 예속되는 것을 용인한다면 끊임없이 불안해 할 것이다. 공식적으로 최초의 브레튼 우즈 협정은 모든 회원국들을 평등하게 대우하도록 명시되었다. 1945년 협정 제4조는 모든 회원국들에게 의무적으로 금 또는 금본위의 통화에 대한 자국환율의 공식패리티를 선언하도록 했다. 결국 오직 미국만이 아주 제한적으로 금에 고정된 형태를 채택하였는데, 반면에 다른 모든 나라들은 ‘N’번 째 통화(위에서 언급한)인 달러에 고정시키는 것을 택했다. 그럼에도 불구하고 1950년대 및 1960년대의 브레튼 우즈 조항들은 달러본위제도였다는 것을 정치적으로 위장하기에 적당한 위장망을 제공하였다. 하지만 현재 회원국들에 대한 IMF의 패리티 의무는 더 이상 존재하지 않는데, 그 의무는 1970년대 미국의 인플레이션으로 사라졌다.

경제적으로는, 근대에 어느 한 나라가 공식 달러패리티 선언을 주저하는 것은 이웃국가들이 그렇게 해오지 않았기 때문에 분명히 너무 위험한 것으로 보인다. 만약 A라는 국가가(아르헨티나라고 하자) 공식 달러패리티를 선언하고 가까운 이웃국가인 B(브라질이라고 하자)가 자국통화를 달러에 대해 평가절하하기로 했다면, A 국가는 경쟁력을 상실하여 심한 타격을 받을 수 있다. A가 B의 갑작스런 평가절하에 따른 평가절하를 하고자 할 경우, A는 스스로 특정 달러환율이 시작된다는 공식 약속을 안 하는 것이 더 낫다. 그러므로 만일 B, C, D 등이 약속을 한 상태가 아니면 A는 함부로 약속을 하지 못하며 반대의 경우도 마찬가지다. 결과적으로 이웃을 망하게 하는 평가절하를 막도록 더욱 일반화된 달러패리티 시스템을 재구축하기 위한 단체행위(1945년과 같은)가 필요하다.

그러나 과거 브레튼 우즈 전성기의 단체협정은 1970년대에서 1980년대에 이르는 미국 인플레이션으로 훼손되었다. 안정적인 기축통화 없이 과거 환율패리티 체제를 유지하는 것은 불가능해졌다. 현재 미국 가격수준이 거의 10년 동안 안정적으로 유지되어 왔지만 패리티 체제로의 단체적 복귀를 구성하려는 노력은 없었다. 개별적 행위를 강요하는 각국 정부들에게서 일어나는 달러 軟고정의 확산이 그 나라들에게 더 힘든 일이라는 언급을 기꺼이 하지 않는 것은 무슨 연유인가.

IMF 협정 제8조의, 당좌계정의 태환성 작업, 즉 수입, 수출, 또는 송금이자 및 배당 대금을 지불하거나 받는 것에 대한 모든 제한을 제거하는 것에 관한 회원국들의 위임사항은 전성기 브레튼 우즈의 성공을 위해서 똑같이 중요하였으며, 이 조항의 결정적인 중요성은 오늘날에도 그대로 있다.

그러나 1950년대와 1960년대의 회원국들의 환율통제 자유화 의무는 제8조로 중지되었다. 1930년대에 있었던 “핫”머니의 좋지 않은 경험 때문에, 모든 미국의 주변국들은 국제 자본이동, 특히 단기금융 이동에 대한 통제를 어느 정도 남겨두었다. 서유럽의 산업국가들은 1970년대까지 자본통제를 잘 유지했으며 일본은 1980년대 초까지 그러했다. IMF 조항은 어떤 나라도 자본도피의 위험이 있을 경우에는 자본통제가 따르는 IMF 프로그램 하에서 자금을 받도록 했다.

요약하면, 오늘날 IMF의 정책들은 주요 태만죄와 감독죄로 고통을 겪고 있다. 태만 측면에서, IMF는 공식 환율패리티의 재설정을 권장함으로써 지역 환율안정(취약지역)을 도모하는데 실패했는데 이는 마치 1930년대의 이웃을 망하게 하는 환율평가절하를 망각하고 있었던 듯하다. 공공연한 달러화와는 별도로, IMF는 그러한 변화의 효과가 이웃국가에게 마치 문제되지 않는다는 듯이 개별 개도국에게 자국의 환율을 꺾도록 하기까지 했다.

감독의 죄에 대해서, IMF는 강력한 중심국가와 본질적으로 취약한 주변국 사이의 자연스러운 불균형을 인식하지 못한 채 자유화 과정에서 너무 빨리 주변국들에게 자국의 자본통제를 버리도록 적극 권장했다(비록 최근 1~2년 사이에 IMF가 뉘우치고 있는지도 모른다는 조짐이 있기는 하지만). 결과적으로 개도국과 신흥시장 통화의 국내 사용량에 대한 달러잠식은 필요이상으로 현저해졌다.

달러잠식의 문제점

오늘날 국제금융에 있어서 이러한 달러의 중심역할은 보다 어두운 측면이 있다. 그것은 국내에서 사용되는 자국통화의 잠재적 대체인데, 이러한 대체는 특히 라틴아메리카 관계에서 특히 두드러진다. <Box 2>는 미국 달러가 교환매개, 가치저장,

계산단위, 그리고 이연지불 기준으로서의 국내통화의 자연적 지위를 그 나라 내에서 어떻게 잠식하(해왔)는가 하는 질문에 대한 요약이다. 높고 다양한 인플레이션의 역사를 가진 나라들에서 달리는 네 가지 경우 모두 국내통화의 지위를 잠식한다. 그러나 이러한 인플레이션의 극단에서 벗어나면 잠식은 여전히 문제로 남는다.

이와 같이 분명한 달러잠식은 유럽과 일본이 완전히 자신감을 상실했던 때인 2차대전 이후의 여파 속에서 비록 잠재적인 문제가 되었었지만, 현재의 산업국가들에게는 문제가 되지 않는다. 일본뿐만 아니라 서유럽 대부분의 국가들은 1970년대까지 자본통제를 잘 유지했는데 주로 자국통화의 국내지위를 보호하는 것이었다. 한 단계씩 진행되던 유럽통합은 1990년대 말에 유로화의 채택으로 정점에 달하면서, 유럽 내의 달러잠식 문제에 대한 연연함을 마무리지었다. 거대하고 새롭지만 아주 신뢰할만한 유로화를 근거로 하는 이와 같은 체제는 아마 세계 최대인 장기채권시장을 독자적인 기반으로 운용할 수 있을 것이다.

그러나 2000년대에 있어서 유럽 이외의 국가들은 우리에게 <Box 2>에서 나타난 것과 같은 기본 국내 통화기능의 각 관계에서 달러잠식 문제를 신중히 생각하게 한다.

<Box 2>에서처럼 교환매개체로서의 달리는 라틴아메리카, 아프리카 그리고 많은 구 소련지역 전역에서 1:1 통화로 폭넓게 순환되고 있다. 몇몇 라틴아메리카 국가에서는 달러 은행계좌(이자가 나오고 수표를 발행하는)가 합법화된 상태이기까지 하다. 이러한 등가유통은 국내통화와 달러가 뒤바뀌는 것을 방지하도록 고안된 포괄적 자본통제의 강제집행이 불가능하다는 것을 의미한다. (그러나 최근까지의 칠레의 경우처럼 대외차입에 대해 엄격하지 않은 지불예치제도나 과세는 여전히 가능하다.)

국내통화기반 수요가 침식당하고 매우 불안정해진 라틴아메리카와 여타 지역의 통화당국은 왜 달러의 이러한 공격적 등가유통을 용인하여 발전시켜왔는가?

첫째, 자체적으로 단기 시각을 가진 많은 각국 정부들은 해외거주자들의 송금을 자국으로 유입하고자 한다. 따라서 그들은 자국민들의 통화가 본국으로 돌아오게 하기 위해 국내 달러예금을 제공하는 것이다. (만일 멕시코의 은행 시스템조차도 달러와 연계된 은행계정을 제공하지 않는다면, 양방향으로 대량 이동하는 미국과 멕시코의 긴 국경은 아주 쉽게 바로 국경 건너에 이자수입 달러 은행계정을 보유하게 만들 것이다.)

둘째, 가령 마약류와 같은 아주 중요한 수출상품에 대한 불법수출의 수익기록이 존재하지 않는 국가의 정부는 그 상품에 과세를 할 수도 달러수출대금을 국내통

화로 전환시킬 수도 없다. 매력적인 국내 달러예금 편의성을 제공하여 코카인 거래에서 생긴 달러수익의 최소한의 일부를 자국 내 은행에 두는 것이 더 낫다.

<Box 2>

**국내 사용 자국통화에 대한 달러잠식:
달러본위제도 주변의 개도국들**

- **교환매개.** 달러 은행화폐나 예금은 많은 라틴아메리카, 아프리카 및 구 소련 국가에서 국내통화와 등가유통됨. 그러나 아시아에서는 일반적으로 그렇지 않음.
- **안전지역(가치저장).** 평상시에 국내통화 자산은 실질이자율이 유사한 조건의 달러자산보다 높을 때에만 보유됨: 달러에 대해 정(正)의 국가(또는 통화) 리스크 프리미엄이 존재할 경우. 민간 및 공공의 달러 유통자산이 부분적으로 국내 유통자산을 대체함.
- **계산단위.** 통화임금 및 기타 단기약정이 직접 또는 간접적으로 달러환율에 연계됨. 금융중발의 역사를 가진 신흥시장이나 안정화 프로그램을 시도하는 어려움을 가진 나라에서는 대부분 통상적임. 아시아는 통상적이지 않음.
- **이연지불 기준.** 해외 장기국채 발행뿐만 아니라 단기 대외차입(신용거래 또는 은행간 차입)은 항상 달러로 표시됨. 미국 재정증권이 “무위험(risk-free)” 자산인데 비해 달러 국채이자율에 대한 리스크 프리미엄이 책정됨. 국내통화로 된 민간 장기채권시장이 존재하지 않음. (국제 달러채권 시장에 의해 지배됨.)

여전히 중요한 것은 거의 모든 라틴아메리카의 국가들에게 있는 고(高) 인플레이션, 일시적 안정, 통화붕괴, 다른 새로운 인플레이션 등등의 지속적인 금융불안의 긴 역사이다. 과거에는 국내통화로 유통현금잔액을 보유한 사람에게 과중한 세금이 부과되었다. 따라서 국내에서건 해외에서건 최소한의 일부를 달러잔액으로 보유하려는 사전예방적 동기가 강하다. 비교적 유사한 규모의 달러보유가 아프리카의 많은 나라들과 러시아를 포함한 구 소련에서 분리된 나라에서는 흔하다.

그러나 국내통화와 동등한 달러의 내부유통은 일반적인 현상이 아니다. 실제로 모든 동아시아 경제가 반대되는 사례를 보이고 있다. 주로 그들은 전후 라틴아메리카에서는 꽤 보편적인 인플레이션 및 통화공격과 같은 거친 역사를 갖고 있지 않았다. 1997~1998년의 금융위기에 자국통화가 공격받았던 인도네시아, 말레이시아, 필리핀 및 태국과 같은 경제에서조차 미국 달러의 내부순환은 공격이 시작되기 전에는 대수롭지 않았으며(인도네시아는 예외일 수 있다) 현재에도 그러하다. 이러한 위기를 겪은 경제들(중국, 홍콩, 싱가포르, 대만 등 위기를 겪지 않은 경제도 마찬가지이다)은 모두 비공식적으로 한다면 1997년 이전과 1998년 이후에 자국의 달러환율을 고정하는 것이 지속 가능한 것처럼 보였다.

그러나 <Box 2>에서처럼 가치저장으로서의 이익창출 달러자산은, (중국에서처럼) 자본통제에 의해 효과적으로 보호받지 못할 경우 라틴아메리카 및 여타 개도국뿐만 아니라 아시아 내의 동일조건 만기 국내자산을 지배한다. 달러본위제도 주변에 있는 개도국들중 어느 한 나라의 정치적 또는 경제적 위기는 자국 내의 해외 거주자 자산을 안전지역인 이익창출 달러자산으로 이동하도록 하는 압력을 증가시킨다.

동아시아(일본 제외)에서조차, 기업 및 가계들은 실질이자율이 증가조건 만기의 달러채권 이자율보다 높을 경우에만 국내의 채권이나 이익창출 예금을 보유하려할 것이다. 결과적으로 국내통화 한계예금(채권)에 대한 실질 리스크 프리미엄은 달러 표시 한계예금(또는 채권)과 비교하여 책정되어야 한다. 실제, 국내통화 표시 장기채권에 대한 리스크 프리미엄이 너무 커서 장기 스펙트럼(spectrum)의 시장개방이 통상적으로 존재하지 않을 수도 있다.

이러한 리스크 프리미엄을 측정하는 방법, 즉 국내통화의 연도별 예상 평가절하(또는 평가절상)에서 이러한 리스크 프리미엄을 분류하는 방법은 미묘한 계량경제적 문제이다. 더구나 개도국들의 이자율은 시간별 및 나라별로 매우 다양하다. 1997년 태국에서 통화공격이 시작되기 이전에, 동아시아 채무국들의 적정 리스크 프리미엄은 약 4% 포인트가 평균이었다. 반면에 라틴 아메리카의 평균은 달러자산을 벤치마크(benchmark)한 리스크 프리미엄을 상회하는 5~6% 포인트 가까이 되었다.

금융시장에 있어서, <Box 2>의 계산단위와 이연지불 기준은 여러 개념들과 밀접하게 관계되어 있으며 국내 약정수치로서의 통화의 역할을 나타낸다(전자는 보다 단기적인 개념인 반면 후자는 보다 장기적이다). 라틴아메리카 국가들 내의 장기 민간채무약정에 대해서는, 달러가 이연지불 기준으로서 보편적으로 사용되고 있으며 심지어 국내통화가 증여수단으로 사용될 때조차도 그러하다. 이에 대한 가정은 상황 호전시에 달러가 실질구매가치를 유지하며, 약정 만기시에 국내통화의 달러가치

에 대한 즉각적인 환율시세를 얻을 수 있다는 것이다. 이에 따라, 민간 채무약정은 드물게 도매가격지수(WPI)나 소비자가격지수(CPI)와 같은 국내 가격지수와 연계되는데, 부분적으로 그러한 지수들의 전반적인 통계신뢰도가 의심스럽고 가격 데이터의 수집이 지연되기 때문이다.

국내 민간채권과 많은 국채 발행에 대한 기준단위로서 달러를 택할지라도, 그러한 채권발행은 단기적이거나 또는 단기(30일)자산의 수익에 의해 창출되는 변동이자율 군(群)을 가지게된다. 미국 재정증권을 이 세상의 “무위험”자산으로 간주하는 국제 장기채권시장에서 달러의 우월성은 장기채권 발행, 특히 개도국 민간부문의 장기채권 발행을 막는 경쟁자산들을 공급한다. 이 세상의 무위험 자산, 즉 미국 재정증권의 관점에서 국내채권의 구매력을 변함없이 유지하는 튼튼한 장기 환율패리티의 부재는 주변국들의 장기채권시장을 크게 저해한다.

결국에는 리카르도 하우스만(Ricardo Hausmann)이 신흥시장의 “원죄(original sin)”라고 일컫는 것으로서, 금융은 단기로 남게되고 차입과 대출에 대한 (커다란) 국제 구성요소는 다른 어떤 통화, 즉 달러로 표시된다. 국내 채권시장이 없는 주변국들의 금융시스템은 사고의 위험이 더 커지며 이는 다시 주변국들의 취약통화와 강력한 중심통화 간의 태생적 불균형을 심화시킨다. 그가 역설했던 국내 금융불안과 본인이 강조하는 달러자산에서 나오는 국제경쟁, 이 두 가지가 결합하여 원죄의 사면을 어렵게 만든다.

II. 동아시아 환율딜레마

이와 같이 세계 달러본위제도가 어떻게 작동하느냐의 관점과 함께, 이러한 제도가 동아시아에 대해 갖는 함축성은 무엇인가? 일본을 포함한 동아시아 경제들은 현재 그들의 세계 여타 지역들과의 거래만큼 많은 거래를 서로 하고 있다. 이러한 경제적 통합이 계속되기 때문에 보편적 통화기준이 더욱 필요해지고 있다. 이자율은 더 나은 상태로 조정되고 환율은 더욱 안정을 이루어야만 한다

반면에 대폭적인 이자율 디스패리티(disparity)와 불확실한 환율에 직면할 경우, 1997~1998년의 인도네시아, 한국, 말레이시아, 필리핀 및 태국에서처럼 “핫”머니의 흐름(자본이동과 통화붕괴에 의한 과다차입 주기)이 재발할 것이다. 환율변동시 그 효과가 한 나라에서 다른 나라로 넘어가는 것은 지역 인플레이션이나 디플레이션의 확산을 증가시킬 수 있다. 이에 따라, 동아시아 내 상품 및 자본 흐름의 지속적인 통합에서 오는 많은 잠재적 경제이익이 상실될지 모른다. 마찬가지로 1999년 1월에 있었던 유로화의 출현 이전에는 유럽연합 국가들도 불안했던 경험이 있다.

긍정적인 측면에서 동아시아국가들은 지역 통화안정을 위한 집단적 금융잠재력을 가지고 있다. 각 나라들은(인도네시아는 주요 예외가 될 수 있다) 충분한 조세능력이나 크고 충분한 국내 금융시스템을 가지고 재정팽창 없이 자국의 정부재정을 지원한다. 사실, 각국 정부는 국내은행을 적절히 규제하거나 통화공급을 조절하는데 실패할 수 있다. 그러나 라틴아메리카 및 아프리카의 대다수 국가들과는 다르게, 동아시아국가의 정부는 안정된 국내통화로 지역통화 화합에 대한 집단적 결정을 할 수 있었다. 물론 “할 수 있었다”는 “할 것이다”와 같은 것이 아니다. 그러나 만일 좋건 나쁘건 경제적 요소를 하나하나 열거하지 않는다면 정치적 의지는 항상 부족할 것이다.

“아시아의 유로”를 간단하게 소개한다면(가능성이 있는 것은 분명히 아니다), 지역 환율안정을 위한 집단적 진전을 막는 통화난제는 무엇인가? 이러한 “동아시아 통화딜레마”는 세 가지 상호 연관된 면을 가지고 있다.

첫째, 일본을 제외한 모든 동아시아국가들은 1997~1998년 위기 이전과 이후 모두 덜하든 더하든 자국통화를 미국 달러에 고정시켜왔다. 중대한 위기가 없는 경우에, 달러고정은 1997년 이전에 채택되어 왔으며 현재에도 채택되고 있다. 이러한 것은 국내 가격수준의 명목중심축으로서, 한편으로는 국제 단기자본 흐름의 위험을 줄이기 위해서였다. 그러나 경제통합 보장을 위한 기본통화로써 “외부”통화를 계속 사용하는 것은 변칙적인 것으로 보이며 논쟁의 여지가 있다.

둘째, 미국에 대한 일본의 입장은 특히 불균형적이다. 비록 일본이 지역 및 세계 최대의 채권국일지라도 일본의 총 대외청구금액 대부분은 외국통화 즉, 달러로 표시된다. 엔화 평가절상시, 일본 금융기관들은 수지 손실(엔화로 책정된)을 보게 된다. 게다가 1945년이래 일본은 이러 저러한 국내정책을 바꾸라는 미국의 압력에 취약해져왔다. 가끔 이러한 압력은 미국이 일본경제를 대폭 자유화하라고 할 때 정당화된다. 그러나 부정적인 측면에서는, 일본에 대한 미국의 우발적인 압력이 1971년부터 1995년까지 엔화를 평가절상시켰고, 일본의 무역흑자를 표면상으로 감소시켰으며, 일본경제에 디플레이션 자극을 주어 현재까지 계속되고 있다. 1970년대 말 이후, 엔고 현상과 디플레이션의 지속에 대한 이러한 기대는 엔화자산에 대한 명목이 자율이 달러자산보다 낮은 약 4% 포인트까지 가도록 했다.

그러나 1995년 이후, 엔화는 달러에 대하여 계속 폭넓게 변동해왔지만 순 수지상으로는 평가절상되지 않았다. 그럼에도 불구하고 모든 만기조건외 엔화와 달러자산간의 이차차이는 3~5% 포인트 정도의 폭으로 유지되고 있다. 부분적으로 이러한 차이는 시장의 두려움으로 설명될 수도 있는데, 이와 같은 두려움은 특히 미국경제가 침체로 돌아설 경우 엔화의 평가절상에 대한 미국의 중상주의적 압력이 다시 가

해질지 모른다는 것이다. 이러한 차이의 두 번째 부분은 일본 금융기관들이 현재 달러자산의 주식을 대량 보유하고 있는 데에서 나타나는 위험으로부터 나오는 것으로, 이와 같은 주식보유는 지난 20년에 걸친 일본 현금계정의 흑자로 축적되어 온 것이다. 달러자산의 엔화가치는 환율과 함께 변동되기 때문에 부(負)의 리스크 프리미엄은 달러 대비 엔화의 이자율을 감소시킨다. 한편, 일본의 민간 금융기관들에게는 “흑자”달러자산을 보유하려는 인센티브가 충분치 않을 것이다.

엔화에 대한 상승압력의 이러한 두 가지 원인, 즉 미국의 중상주의적 압력과 현재 일본 금융기관들이 소유하고 있는 방대한 달러자산 주식에 대한 두려움은 엔/달러 환율이 묶이지 않을 경우, 일본의 명목이자율이 미국보다 낮아지게 한다. 그러나 1970년대와 1980년대처럼 미국의 명목이자율이 높은 한, 일본의 이자율이 낮게 유지되는 것은 비교적 해롭지 않을 것이다. 그러나 1990년대 중반부터 2001년까지 미국의 이자율이 더 낮은 수준(평균적으로)으로 하락했을 때, 엔화자산에 대한 단기 및 장기 명목이자율은 제로(zero)에 가까운 함정에 빠졌다. 이와 같은 “외부적으로 강요된” 유동성 함정의 경우 일본 중앙은행은 국내 경기침체 대응에 도움이 되지 못한다.

셋째, 일본과 동아시아 달러블록 사이의 상호 금융작용은 여타 동아시아국가들이 달러에 묶일 때, 엔/달러 환율이 묶이지 않을 경우 예측할 수 없는 변화로 야기된 불안정의 주요 근원이 되어왔다. 엔/달러 환율의 이러한 변동은 수입과 고용 변동을 더욱 심화시킨다. 엔화가 달러에 대해 과대평가되면 동아시아의 모든 무역상대국에 대해서도 과대평가된다. 이러한 것은 역(逆) 비즈니스 사이클(business cycle)을 유발한다. 즉 다른 것들이 동등하다면, 엔화가 높을 때 다른 소규모 경제들은 붐(boom)이 일어나는 반면 일본경제는 침체된다. 반대의 경우도 마찬가지다.

또한 아주 낮은 일본의 이자율과 동아시아 무역상대국 달러블록의 더 높아진 정상 이자율간의 불일치는 이 지역에 “핫”머니의 흐름을 악화시킨다. 동아시아 신흥시장의 은행 및 금융기업 양쪽 모두에게, 헛지되지 않은 외환차입의 차익에 대한 유혹은 이자율 차이가 클 때 극복될 수 있다.

소위 엔화이월거래(yen carry trade)가 그 경우이다. 1997~1998년 이전에 일부 동아시아 채무국의 은행들은 저리의 달러 또는 저리의 엔화예치금도 받아들였을 것이다. 그리고 그 은행들은 국내통화 대출제도에서 이용 가능한 훨씬 더 고수익상품에 빌려주었을 것이다. 이렇게 리스크가 있는 통화 불일치는 채무국 자체의 금융기관들에게 한정되지 않았다. 엔화의 저비용 예금을 기반으로 일본의 은행들은 달러, 바트, 원화, 루피아, 그리고 그 밖의 다른 고수익 상품자산을 취득했다. 아직도 중요한 것은, 동경에서 빌려서 서울, 방콕, 자카르타 등등에서 빌려주는 매우 투기적인

소위 헷지펀드(hedge fund)가 존재했(한)다는 것이다. 이러한 헷지펀드는 가능한 환율변화의 가능성이 조금이라도 있으며 즉시 펀드를 이동한다. 이는 정말 아주 뜨거운 자금이다!

그러한 핫머니의 흐름은 1997~1998년도 위기의 원천이었다. 인도네시아, 한국, 필리핀 및 태국과 같은 채무국의 기업과 은행들은 보호되지 않은 방대한 달러 및 엔화 채무를 쌓아왔다. 이들 통화가 공격당했을 때, 이와 같은 단기 외환채무는 잘 굴러갈 수 없었다. 이러한 자본유입에서 자본유출로의 갑작스런 전환으로 그 나라들은 자국통화의 평가절하를 방어하는데 아무런 도움이 되지 못했다. 이 평가절하는 자국통화로 표시된 수입 흐름으로는 외화부채 상황을 불가능하게 만들었다.

덜 알려진 위기의 결과는 동아시아 무역으로 유입되는 모든 상품에 대한 달러 가격의 심각한 디플레이션이었다. 붕괴된 위기국가들에 의한 수입 수요만큼, 그 나라의 수출은 달러에 대한 자국통화의 대폭적인 평가절하에 의해 인위적으로 고무되었으며 미국의 명목중심축은 지탱될 수 없었다. 이는 중심국가와의 상품중재가 동아시아 내 상품 및 서비스의 달러 가격이 실질적으로 미국 내에 형성되어 있는 가격 이하로 잠시 내려가는 것을 막기에는 불충분했다는 것이다. 그러므로 평가절하를 하지 않아도 되었던 동아시아국가들은(중국 및 홍콩은 위기 전의 자국 달러환율을 현재까지 유지해오고 있다) 심각한 국내 디플레이션, 즉 자국통화 측면에서 측정된 가격하락으로 어려움을 겪고 있다. 그러나 국내 가격수준 하락에 직면한 그들의 불변환율은 동아시아국가들을 훨씬 더 큰 재난에서 구했는데, 이러한 재난은 만일 중국과 홍콩이 마찬가지로 평가절하했을 경우 뒤이어 일어났을 것이다.

분명히 동아시아 통화제도는 불균형을 유지하고 있으며 사고가 발생할 경향이 남아있다. 1999년부터 현재까지의, 붕괴이후의 “밀월”이(위기를 겪은 국가들의 단기 이자율은 비정상적으로 낮은 수준으로 떨어졌고 금융적인 면에서 단련된 기업, 은행 및 은행 규제자들이 극히 조심스러워졌다) 무한정 지속되지는 않을 것이다. 바트, 원화, 링기트 은행계좌의 비정상적 저금리는 자국통화가 과도하게 평가되었음(과대평가절하)과, 완만한 평가절상에 대한 약간의 순 기대로 끌려 가고 있음을 반영한다. 안정된 실질환율이 재설정되는 한편, 주변 경제들의 이자율이 증가할 것이며, 그리고 미국과 일본과의 이자차이(차익에 대한 과다차입의 유혹)는 다시 한번 확대될 것이다. 특히, 일본은 단기이자율이 제로에 가깝게 유지되는 디플레이션 침체가 고착될 것이다.

개편 대상

이러한 금융 취약성과 핫머니 흐름에 대한 인센티브 부족을 극복하기 위해서는

무엇을 동아시아 달러본위제도 개편의 주요 대상으로 하여야 하는가? 개편된 체제가 지향해야 할 것은 다음과 같다.

- (1) 모든 동아시아국가들간의 훨씬 더 장기 운용적인 환율보장(현재의 달러블록 국가들간뿐만 아니라 일본 자체도 포함)
- (2) i) 채무국들 내 인플레이션의 위험 및 불안과, ii) 일본 내 디플레이션의 위험 및 불안에 대한 보편적이면서 아주 신뢰할만한 통화 중심축
- (3) 은행과 국제 자본흐름을 규제하는 보다 적절한 정책에 대한 상호 이해

한가지 부수적인 결과로는 이자율이 더 나은 방향으로 조정되어 채무자와 채권자간의 이자 차이가 더 작아질 것이다. 투기적 헷지펀드는 더 이상 엔화이월거대로 유인되지 않을 것이다. 은행과 여타 금융기관들에 대한 엄격한 규제의 필요성은 과도한 외환노출과 과다차입을 방지하는데 교훈이 될 것이다. 그러나 일부 신흥시장국들에게는 과도한 금융위험 부담을 막기 위한 자본통제가(중국의 경우처럼) 여전히 필요할 것이다.

두 번째 결과로는 엔/달러 환율 변동에서 발생된 동아시아 내부간의 비즈니스 사이클이 꺾이거나 없어질 것이다. 그럼에도 불구하고 개편된 동아시아 달러본위제도조차도, 미국 자체가 연계된 것을 포함한 전 세계적인 혼란에는 취약한 상태일 것이다.

세 번째 결과로는 일본의 장기화된 경제침체를 극복하는데 도움이 될 것이다. 일본 내 디플레이션 지속에 대한 기대가 현재 너무 깊이 배여 있으므로 엔화의 평가절상과 일본 내 인플레이션을 종식시키기 위한 주요 국제프로그램이 진지하게 고려되어야 한다.

동아시아의 달러본위제도

10년 이상동안 일본 정부는 동아시아에 엔화지대를 형성하기 위한 로비를 해왔다. 동아시아 국가들이(더 중요한 무역상대국들도) 사실상 달러에 고정시켜왔기 때문에, 엔/달러 환율변동이 일본 자신에게는 모두 더욱 파괴적이었다. 그래서 일본과 여타 지역의 유명한 경제학자들은 걸음마 단계인 일본의 동아시아 무역 상대국들에게 무역에 비중을 둔 통화 복합체에 고정하는 방향으로의 달러고정을 지양할 것을 권장한다. 이러한 "바스켓 고정(basket peg)"의 경우, 엔화는 동아시아 최대 교역국으로서의 일본의 역할을 반영하는 비중을 가질 것이다. 그리고 나서 이러한 바스켓에 고정된 각 여타 동아시아 국가들의 실질환율이 변하며, 일본의 실질환율은 엔/달러 환율이 변동되는 만큼 수그러들 것이다.

비록 지역적 변동이 원활하며 좋은 상태라 할지라도, 이러한 바스켓 고정 접근 방식은 소규모 동아시아 경제들이 달러고정(느슨하고 비공식적이지만)을 택하는 이유의 주된 동기를 놓치게 된다. 세계는 달러본위제도 상에 있으며 동아시아의 무역 흐름은 달러결제가 압도적이다. 부수적으로, 방대한 단기지불의 흐름을 포함한 금융의 국제적 흐름도 주로 달러로 표시된다. 그러므로 위기가 아닌 시기의 동아시아 신흥시장의 통화당국은 자국 환율이 달러에 대해 크게 이동하는 것을 막기 위한 두 가지 동기를 가지고 있다.

- (1) 각 중앙은행은 자국의 국내 자본시장이 개발되고 있을 경우 국내 가격수준을 보장하기 위한 목표나 수단, 또는 양쪽 모두로서의 외부 명목중심축을 찾는다.
- (2) 신흥시장 특히 동아시아의 금융은 일반적으로 상당히 단기적이기 때문에, 통화정책은 고주파수대 수준, 즉 주 단위 혹은 일 단위로 측정된 수준에서 매우 안정적인 달러환율을 유지하도록 이루어진다.

따라서 만일 어느 동아시아 신흥시장이 자국의 정책을 바꾸어 복합적인 통화바스켓 고정 방식(저주파수 및 고주파수대 양쪽 모두에서)을 채택한다면, 그 달러환율은 필연적으로 더욱 폭넓게 변동할 것이다. 그로 인해 국내 가격에 대한 그 나라 명목중심축의 안전성이 감소되고 국내 금융 리스크가 증가하여, 아마 자국의 국내 이자율에 대한 리스크 프리미엄이 더 높아질 것이다.

왜 동아시아의 신흥시장들은 반대쪽 끝의 엔화에 고정하지 않는가? 문제는 엔화가 국제통화가 아니라는 것이다. 공식적인 엔화고정(고주파수대에서의)은 고주파수의 달러지불을 증가시킬 것이다. 월별이나 분기별의 엔화에 대한 고정 또한 동아시아국가들의 가격 및 이자율에 대해 만족스러운 명목중심축이 되지 못할 것이다. 10년 동안 일본은 자국의 지속적인 가격 디플레이션과 경기침체를 해결할 수 없었다. 따라서 여타 동아시아국가들은 엔화에 고정함으로써 이러한 디플레이션이 자국으로 들어오는 것을 원하지 않았을 것이며, 일본처럼 이자율이 제로에 가깝게 되는 것을 줄이고 싶어했을 것이다. 이에 비해, 1990년대부터 현재까지의 미국 통화정책이 보편적 동아시아 통화중심축에 대해 내놓은 선택은 더 나은 것이다. 그러나 다이나몬드와는 달리, 영원한 것은 아무 것도 없다.

동아시아는 아직도 유럽국가들 수준으로 경제통합을 한 상태는 아니다. 또한 마스트리히트 조약(Maastricht Treaty) 방식처럼, 유로화와 유사한 독자적인 지역통화를 도입하기 위해 회원국들에게 필요한 금융조건을 부과하는 정치적 응집력을 갖는데 가까이 간 곳도 아니다. 그러므로 환율딜레마를 풀기 위해서는 동아시아 달러본

위제도를 내버리기보다 합리적으로 만들 필요가 있다.

달러본위제도 게임의 새로운 규칙: 고정 환율패리티로의 복귀?

일본 주위에 더 큰 환율안정지대를 만드는 한 가지 방법으로서 동아시아국가들이 엔화에 더 많이 고정시키는 것이 필요하다. 그러나 그런 연후에 동아시아에 있는 10개의 신흥시장들이 집단적으로, 또 그들이 (정확하게) 인식하고 있는 자신의 최선의 이익에 반하여, 달러에 맞춰져있는 자신들의 기존 환율관행을 바꾸어야만 한다. 그 대신 이러한 정치적 경제상황은 선택적인 경로를 제시한다. 일본 주위에 동아시아 통화 및 환율 안정지대를 세우기 위해서는 일본 스스로도 달러블록에 합류해야 할 것이다. 즉, “무너뜨릴 수 없다면, 함께 하는” 것이다.

장기적으로 가지 않고 중기의 좁은 범위 내에서 달러에 대해 장기적인 엔화고정이 확실하게 이루어질 수 있는가? 그것은 미국과의 분명한 협약이 있을 경우에만 가능하다. 1971년 초 일본의 무역흑자가 높은 증가추세에 직면한 가운데 미국의 엔화 상승압력 사례는 1990년대까지 계속되어, 현재 일본에서는 커다란 디플레이션 압력과 제로에 가까운 이자율이 나타나고 있다. 따라서 엔고 불변과 디플레이션 지속에 대한 기대를 억제하기 위해서는 다음 두 가지를 주된 조항으로 하는 미·일간의 협정이 필요하다.

- (i) 엔/달러 환율변화를 의뢰 또는 권장하지 않고 무역분쟁을 중재하는 상무협정. 쌍무자유무역협정 형태일 수도 있음.
- (ii) 구매력패리티(PPP)에 근사한 명목 엔/달러 환율, 즉 협정조인 일자의 양국 생산자 비용을 거의 동등하게 하는 환율에 대한 장기패리티 또는 기준가치(benchmark value)를 설정하는 통화협정.

이와 같은 새로운 패리티(엔/달러를 120이라고 하자)를 유지하기 위해 양국 정부는 단기적으로 공동 개입할 준비가 되어있어야 할 것이다. 그러나 이는 시장환율이 120에서 급격히 벗어날 경우에 한한다. 차익발생이 어려운 소폭변동에 대한 약속사항이 없어도, 양국은 잘못된 시장환율이 120으로 복귀하도록 계속 환기시킬 준비가 되어있어야 할 것이다. 이러한 개입이 공동으로 그리고 이미 결정된 방식으로 이루어지는 한, 양국간의 즉각적인 통화조정이 필요한 경우가 아니면 거의 시장에 주는 효과는 충분히 강할 것이다.

그러나 중장기 불변환율을 유지하기 위해서는 통화조정이 필요할 것이다. 주된 조정책임자는 미국 연방준비은행(Federal Reserve Bank)보다는 일본 중앙은행(Bank of Japan)이 될 것이다. 엔화자산의 명목이자율이 달러자산의 명목이자율 쪽으로 증

가하는 만큼(일본이 유동성 함정에서 벗어난다), 일본 중앙은행은 엔/달러 기준패리티를 유지하기 위해 국내 기초통화를 체제 내로 유입시키거나 끌어낼 준비가 되어 있어야 한다.

반대로, 미국 연방준비은행은 엔/달러 환율(또는 여타 환율)변동을 기반으로 하여 미국 통화를 조정하지 말아야 할 것이다. 그 대신 중심국가에 적합한 정도로, 연방준비은행은 미국의 가격수준 안정을 위한 자국통화 공급 관리에 초점(지금 하는 것처럼)을 두어야 할 것이다. 달러본위제도 하에서 미국의 가격수준은 다른 나라들의 조정 중심축이 된다.

“軟총들(loose cannon)”, 즉 엔/달러 환율이 장기간에 걸쳐 적절하게 보장되는 한편, 여타 동아시아국가들은 비공식 유동 달러고정에서 非장기 유동 고정달러패리티로 더욱 쉽게 전환할 수 있을 것이다. 하지만 왜 그들까지도 더욱 공식적인 장기 환율패리티로 전환하도록 노력해야만 하는가? 그 대답은 다음 세 가지이다.

(1) 어느 한 나라에 대한 통화공격을 감소시키기 쉽고, 그러한 공격이 발생할 경우에 충격이 적어진다. 만약 장기패리티가 신뢰할 만하다면, 정부가 통화를 유동시켜 평가절하되도록 방치해야 하는 돌발적인 위기 시에 국내통화가 결국 장기패리티 수준으로 반드시 다시 평가절상된다는 복귀기대가 형성된다. 환율복귀기대는 직접 위기로 야기된 평가절하의 범위의 한도이다. 반면에 단기이자율 증가의 축소는 통화방어에 필요하다.

(2) 이웃을 망하게 하는 (태만한) 평가절하를 통한 전염에 대한 억제가 더 용이해진다. 만일 예기치 못한 어느 한 나라의 평가절하가 단지 일시적인 것이라는 것을 시장이 안다면, 이웃 동아시아국가들에 대한 자국통화의 평가절하 압력이 줄어들 것이다. 그리고 만약 어느 한 동아시아국가의 이웃국가가 중상주의적 경쟁자이기도 하면서 동일한 환율체제에 있다면, 그 동아시아국가는 도덕적 연결고리를 완성하기 위해 장기 달러패리티에 대한 신뢰성을 유지하기 위한 방법을 훨씬 더 쉽게 찾을 것이다.

(3) 장기 국내채권시장을 개발하는 한편 모든 조건 만기의 리스크 프리미엄을 줄이는 것이 더 쉬워진다. 세계 달러본위제도 하에서, 미국 재정증권은 국제 자본시장에서 “무위험” 또는 안전지역 자산이다. 규모가 작은 편이며 금융적으로 개방된 신흥시장 경제의 국내 장기채권 발행은 만기지불시 미국 재정증권과 (대략) 동일한 구매력을 갖지 못하면 결코 유인력이 없을 것이다.

따라서 동아시아 지역의 세계 달러본위제도 형성을 마무리하는 것은 실속 있는

일이 될 수 있을 것이다. 위기의 경향이 있는 소규모 채무국들(그리고 큰 채권국인 일본)의 보다 안전한 환율에 대한 약속은 보편적 명목중심축을 서로 강화시킬 것이다. 만일 일본의 동아시아 이웃국가들도 확실한 장기 달러패리티를 갖지 못할 경우, 엔/달러 고정 환율은 지속적인 일본의 디플레이션에 대해 더욱 강력한 중심축이 된다. 그리고 반대의 경우도 마찬가지다. 한국과 같은 신흥시장들은 엔/달러 환율이 결국 풀릴 때 장기 달러고정이 훨씬 더 매력적이라는 것을 알 것이다.

중국의 급속한 경제성장과 현재의 막대한 GDP로 인해, 장기 달러패리티에 대한 중국의 지속적인 약속은 전체적으로 동아시아 경제시스템에 특히 이익이다(이익 일 것이다). 실제로 1997~1998년의 큰 위기 동안 중국이 달러 당 8.3위엔의 고정 환율을 유지한 것은 평가절하의 전염이 훨씬 더 악화되는 것을 막았다.

현재 중국은 달러 당 8.3위엔의 환율약속을 공식화하는 추가적인 이유가 있다. 최근 중국 수출품들이 일본으로 대폭 유입됨에 따라, 일본 기업인들과 농민들은 중국상품에 대한 관세 및 쿼타 보호를 위해 로비를 하고 있으며 일부는 성과가 있다. 그들은 또한 중국 정부가 인민폐를 평가절상하기를 바란다. 그러나 물론 인민폐의 평가절상은 1970년대부터 1995년까지 미국 기업인들이 엔화를 절상하도록 로비를 하여 일본을 디플레이션으로 몰아간 것처럼 중국을 더욱 디플레이션으로 몰아갈 것이다. 동아시아 각국 정부들이 중상주의적 편의를 위해 자국의 환율을 조정한다는 비난을 받지 않도록 하기 위해서는 장기 패리티에 대한 약속을 공식화함으로써 동아시아 경제들이 보다 안전하도록 하는 것이 더 낫다. 동아시아의 보편적 통화본위 제도는 중립적이어야 하고, 편파적이지 않은 것으로 나타나야 하며, 중상주의적 경쟁 흐름의 조수가 되어야 한다.

질의 · 응답

답변 귀하는 금본위주의자가 아니지만 그런 것처럼 들린다. 왜냐하면 이러한 것이 중국, 러시아나 여타 국가들이 싫어하는 미국 우위의 정치적 이슈가 되었기 때문이다. 그러나 금본위제도처럼 상품본위제도도 초국가적 통제를 할 수 있다. 상품에 대해서 통화를 고정시키는 국제금융제도를 만들 수 있다고 생각된다. 이는 적어도 한 나라가 일종의 통화주도권을 행사하는 것보다는 초국가적 정책이라는 인상을 준다.

답변 아주 훌륭한 지적이다. 그것은 금본위제를 정치적으로 더욱 수용 가능하게 하는 것이다. 이를 위해 영국은 세계 자본시장과 함께 중간에서 불균형적으로 중요한 역할을 해 왔다. 그러나 다른 모든 사람들이 영국 파운드에 고정시키지 않고 금

본위제라고 생각할 수만 있다면 정치적으로 더 수용 가능할 것으로 생각된다.

1950년대와 1960년대의 브레튼 우즈 협정에서도 사실 똑 같다. 그것은 실제 달러본위제였다. 유럽에서 마샬 플랜(Marshall Plan)의 기간 중에 정확히 달러평가로 환율을 고정시킴으로써 유럽의 가격 안정판이 되었던 경우나 1949년에 닷지 플랜(Dodge Plan)으로 일본의 가격을 안정시키려 했던 것과 같은 경우가 될 수 있다. 달러당 360엔으로 고정시켜 20년간 계속해 보라. 그것은 이들이 IMF 회원국이며 형식상으로는 다 같은 자격이고, 공식적으로는 달러본위제가 위장된 상황이기 때문에 이들 국가에 정치적으로 수용되었다. 모든 사람이 이것이 달러본위제라는 것을 알고 있었으나 그것을 공식적으로 인정하지 않을 뿐이었다.

그래서 본인은 귀하의 지적을 옳다고 여긴다. 우리가 좀 더 공식적으로 금기시된 달러본위제로 나아가면 그것은 정치적인 면이 다소 덜해진다. 그러나 금융의 기간구조를 늘리기 위해 공식적인 달러 평가가 필요하다고 생각된다. 그것은 제한적이지만 미국의 행동에 달려있다. 특히 미국은 다른 나라들에게 평가절상하라고 팔을 비틀 필요가 없다. 대만과 마찬가지로, 한국은 1980년대 말에 미국이 그런 행동을 하려 했던 국면을 겪었다. 그래서 아마 미국의 행동에 대해 제한을 가하는 어떤 새로운 협정이 있어야 할 것이다. 그러나 원칙적인 것은 중심국가가 인플레이션 목표를 설정하여 모든 것이 제대로 작동할 수 있도록 가격을 안정적으로 유지시켜야 한다는 것이다.

질문 귀하의 논점은 분명히 달러 중심적이다. 지난 주 새로운 통화가 대중 앞에 선 보였다는 점에서 유로화의 얼굴을 보았다. 물론 다음 달에는 더 많이 보일 것이다. 이것은 귀하의 새로운 달러본위 이론과 어떻게 양립할 수 있는가? 국제금융체제에서 실제로 두 개의 통화가 유지될 수 있을지도 모른다는 가능성에 대한 귀하의 견해는 무엇인가? 이는 안정성을 더해줄 것인가 아니면 불안정성을 더해줄 것인가? 기본적으로 두 발로 선 체제는 한 발로 선 체제도보다 틀림없이 더 안정적이지 않겠는가? 이에 대한 귀하의 견해는?

답변 먼저 본인은 유로화의 숭배자이다. 유로화는 유럽 내 자본시장을 통합하는데 커다란 경제적 성공을 거두었다고 생각된다. 그러나 유로화가 아직까지 달러를 대체하지는 못했다. 아시다시피 유로화는 1999년 1월 1일에 은행간 결제통화로 존재하게 되었다. 그리고 물론 2002년 1월 1일에는 현금 통화로도 존재할 것이다. 하지만 우리는 여전히 소위 본인이 말하는 N-1의 문제를 가지고 있다. 세계에 N개의 통화가 있을 때 일종의 자연독점으로써 한 가지의 상품 결제통화를 선택하는 것이 항상 가장 효율적이다. 따라서 만약 미국이 인플레이션을 등에 대하여 심각하게 잘못 행동하지 않는다면 유로화가 다른 대부분의 세계에서 달러를 대체하리라 보지 않는다. 유럽인은 그들 자신의 배경을 가지고 있다. 그들에게는 동유럽이 있고 아프리카의 과거 식민지 몇 군데 등이 있다. 그들은 아마 달러보다는 유로화에 더 묶여

있을 것이다. 그러나 대부분의 세계는 비공식적인 달러본위제도이고 그것이 바뀌지는 않으리라 여겨진다. 본인은 환율의 안정을 선호한다. 그래서 어느 점에서 유로화/달러 환율을 안정시키는 것이 좋을 것이다. 그러나 지금 당장에 절실한 나라는 일본이다. 따라서 지금 필요한 것은 장기적인 엔/달러의 안정이다. 본인은 그것인 일의 첫 번째 순서라고 생각한다.

질문 이 주제를 선택한 것에 대해 McKinnon 박사께 감사드립니다. 이 주제가 비록 머리 아픈 것은 아니지만 아주 복잡하게 얽혀 있는 것이라고 생각된다. 본인은 세계의 지도급 경제학자들이 우리의 삶을 아주 복잡하게 하는 어떤 것을 단순화하기가 얼마나 어려운지를 당혹함과 함께 주시하고 있다. 귀하는 선도적 시장이 없는 즉 선도통화가 없는 상황에서 예시적으로 11,000개의 외환시장이 존재함을 설명하였다. 선도적인 한 통화를 기축으로 하여 이것을 150개로 줄일 수 있다. 유로화의 등장은 아마 이러한 것을 복잡하게 할 것이다. 아마도 유로화와 달러 그리고 일본의 엔화가 모두 어떤 선도적인 역할을 탐내면 150개가 아니라 아마 외환시장이 450개로 다시 증가할 것이다.

솔직히 말해서 적어도 동북아시아는 사실상 엔화본위제에 있다고 생각된다. 만약 한국의 원화를 추적하면 엔화의 움직임을 면밀히 관찰하여 엔화에 대한 어떤 평가를 유지하려는 경향이 있음을 알게 된다. 지금 그 평가는 10:1이다. 그리고 과거에는 8:1이었다. 따라서 지금 한국의 원화에는 두 가지 유형의 긴장이 있으며, 일본 엔화가 한 가지 방향수단을 제시하고 있다. 그러나 이미 언급된 모든 것으로 볼 때, N개의 계산이 11,000에서 450이나 150으로 가는 것이 아니라 단 한가지 통화만을 갖는 것이 더 간단하지 않겠는가? 본인은 우리 아이들 시대에 그런 일이 일어나기를 바라지만 그러기 전에 우리 나이가 너무 들어버릴지도 모른다고 생각된다.

정치적 차원이지만 아마 그렇게 되는 방법은 독일의 중앙은행(Bundesbank)이 유럽중앙은행(European Central Bank) 형태로 변형되었듯이 미국 연방준비이사회(FRB)가 미국의 실체에서 벗어나 범세계적인 실체가 되어서 정치를 배제하고, 통화를 통하여 무역관계를 관리하려는 경향을 배제하는 것이다.

한 가지 중요한 관심거리가 있는데 그것은 이른바 기축통화 이외의 제2의 통화권을 가지는 것이다. 즉 만약 어떤 나라에서 고정환율을 채택하고서 인플레이션의 영향을 무시해 버리면 그것인 미국의 인플레이션이건 한국의 인플레이션이건 나중에 불필요한 스트레스를 유발할 긴장을 원초적으로 쌓아 올리는 셈이 된다. 그것은 홍콩의 예에서 명백한데, 홍콩은 지난 10년간 미국보다 약간 더 높은 인플레이션을 겪었음에도 불구하고 특정 환율에 고정시켜 왔다. 어떤 의미에서 이는 빅맥(Big Mac)효과이다. 만약 국내 인플레이션이 기축통화보다 더 빨리 혹은 더 늦게 진행된다면 그리고 시간이 경과하면 그것이 불과 일년에 1%일지라도 10년 동안에는 10%가 된다. 만약 의도적으로 매년 이를 제거하기 위해 노력하지 않으면 장기적으로는 위협에 빠질 가능성이 있다. 이러한 것을 조정할 쉬운 메커니즘이 있는 것으로 생

각된다. 모든 사람들은 인플레이션을 측정할 수 있다. 여러분들은 특정 소비자가격 지수 대신에 GDP 디플레이션 지수를 사용할 수 있다. 그리고 조작할 수 없는 투명한 방법으로 모든 사람이 예상할 수 있도록 매 분기 그 지수를 다시 조정하거나 최악의 경우 일년에 한 번 조정할 수가 있다.

자본시장의 인플레이션 요인을 예측하거나 중재하는데 시간을 보내는 사람들이 많이 있지만, 귀하는 이에 대해 논평할 수 있겠는가? 본인의 이상적 단일 기축통화로 향해 가는 단계로서 다수의 제2의 통화를 가지는 것이 불가피하다 할지라도 본인은 효과적으로 단일통화가 되는 쪽으로 가고 싶다. 그러나 이러한 인플레이션 격차가 제도를 확립하는데 아주 결정적이라고 생각된다. 아니면 잠깐동안은 좋았다가 곧 우리 면전에서 폭발할 것이다.

답변 본인은 1999년 1월1일 전까지만 해도 이 세계에 161개의 통화가 있다고 말하곤 했지만, 1999년 1월1일 이후 유로화가 생긴 이래로 통화의 수는 150개로 줄었다.

개별국가의 입장에서 보면 금융 면에서 책략을 쓸 수 있는 독립성이 많이 남아 있어야 한다. 그것이 본인이 약한 형태의 달러본위제를 원하는 이유이다. 그러나 인플레이션 격차문제에 대해 말한다면 그것은 옳지 않다고 생각된다. 본인이 원하는 것은 금본위제처럼 장기적인 평가에 대한 약속이다. 그래서 할 수만 있다면 동아시아국가들처럼 재정적으로 미국과 같은 수준의 가격을 유지하도록 통화정책을 조정하는 것이다. 동아시아국가들은 홍콩처럼 대단히 높은 성장을 하기 때문에 소비자 가격지수는 도매가격지수보다 더 올라갈 것이다.

그래서 이것은 발라사-사뮤엘슨(Balassa-Samuelson) 효과라고 일컬어진다. 즉 홍콩이 달러에 대해 7.8:1로 고정시키면서 또 소비자가격지수로 측정한 가격이 미국 가격보다 더 빨리 상승하는 것은 전혀 일관성이 없는 것이 아니다. 브레튼 우즈 기간에 일본의 연평균 실질성장률은 10~11%의 고성장을 하였다. 엔화는 달러에 360 엔으로 고정되어 있었다. 일본의 도매가격은 미국과 거의 같았지만 소비자가격 인플레이션은 4~5% 더 높았다. 그것은 바로 소위 발라사-사뮤엘슨 효과가 나타난 것이다. 고생산성 성장 상황에서 생산성 증가는 서비스가 아닌 상품에 집중되어 있다. 따라서 서비스산업의 가격은 임금가격과 같이 올라간다.

이러한 상황이 지금 EU에서 일어나고 있다. 유로화 하에서 아일랜드와 같이 빨리 성장하는 나라가 있는데 이런 나라는 독일보다 더 높은 가격상승률을 경험하고 있어서 모두가 유로화는 좋지 않다고 불평하고 있다. 그러나 이것은 바로 발라사-사뮤엘슨 효과이다. 스스로 균형을 되찾기 때문에 아무 것도 염려할 것이 없다.

필자약력

Ronald McKinnon

現 미국 Stanford대 경제학과 교수 (1961~)

미국 Alberta대卒 (1956), Minnesota대 경제학 박사 (1961)

“Exchange Rate Regimes for Emerging Markets, Moral Hazard, and International Overborrowing (공저)”, “Dollar and Yen: Resolving Economic Conflict Between the United States and Japan” 등 저서 및 논문 다수