



## 外換危機의 일반모형을 감안한 우리의 대응방향

朴 振 根 (연구자문위원, 연세대 교수)

환율을 일정한 범위내에 유지하려는 정책적 노력이 이루어지고 있는 상황에서 국제준비금이 점차적으로 상실되는 상태를 “국제수지 문제”의 시발점으로 정의할 때 그것이 급기야 “국제수지 위기” 또는 “외환위기”로 발전되는 국면이 있다.

### 外換危機의 일반모형

투자자들이 정부의 환율 안정화정책의 포기를 기대하고 정부의 외환준비금을 획득하려 시도하는 때가 바로 그러한 국면이다. 투자자들은 정부의 준비금이 완전히 고갈되기 직전 국내통화를 외국통화로 교환함에 의해 거의 무한대의 수익률을 실현시킬 수 있다. 특히 모든 거래자들이 이러한 행동을 취한다면 정부의 준비금은 급격히 고갈되고 만다. 더구나 이와 같은 상황이 도래하고 말 것이라는 전망이 일단 형성된다면 투자자들은 보다 일찍이 국내통화(또는 국내통화표시 자산)로부터 탈출하게 될 것이다.

이러한 상황에서 정책당국이 환율을 안정시킬 수 있는 기간의 길이는 정부정책의 확실성여부와 환율 안정화를 위해 사용될 수 있는 준비금규모의 증가함수이다. 특히 투자자들의 입장에서 볼 때 환율유지를 위해 정부가 그의 준비금 중 얼마를 사용할 의사가 있는가에 관하여 불완전한 지식을 갖는 경우에는 국제수지 위기와 신뢰회복이 교대로 반복될 가능성을 낳는다.

예컨대, 정부의 공적준비금이 1차준비금  $R_1$ 과 2차준비금  $R_2$ 로 구성되는 경우를 보자. 이때  $R_1$ 은 환율방어에 전액 투입될 것으로 투자자들이 믿는 준비금인 데 비해  $R_2$ 는 활용될 수도 있고 활용되지 않을 수도 있는 준비금이라고 하자. 그러나 정부가 일단  $R_2$ 의 일부를 사용하기만 하면 시

장(투자가들)은 정부가  $R_2$ 를 모두 투입할 것으로 확신하는 것으로 보자.

이제 국제준비금이 점차적으로 감소되는 국제수지 문제가 발생되었다고 보자. 1차적 준비금  $R_1$ 이 감소되어 일단 어떠한 “위험수위”에 이르게 되면 마치 2차적 준비금은 존재하지 않는 것처럼 투자가들의 투기적 공격은 반드시 나타나기 마련이다. 그러나 이때 환율방어에 투입될 준비금의 규모가  $R_1 + R_2$ 임을 시장이 충분히 인식하도록 정부가 그의 정책적 의지를 분명히 밝힌다면 투자가들은 그들의 전략을 바꾸어 외국통화로서 국내통화를 구입하게 되고 그 결과 환율 안정과 함께 정부의 국제준비금 수준은 회복될 것이다.

이상과 같은 상황은 준비금이  $R_1, R_2, \dots, R_n$ 으로 구성되어 있는 경우에도 그대로 적용된다. 이 경우에는 일련의 국제수지 위기를 낳게 되는데, 매 위기마다 추가적 준비금을 동원하겠다는 정부의 결정이 뒤따르게 될 것이다.

결국, 이상과 같은 일반적 상황이 강력히 시사하는 바는 ① 국제수지 위기는 국내외 투자가들의 이윤극대화를 위한 노력의 자연스런 결과라는 점과 ② 국제준비금을 동원하여 환율을 방어하겠다는 정부의 의지가 불확실한 경우에는 문제가 궁극적으로 해결되기까지 자본의 유출과 유입이 반복되는 일련의 위기가 발생가능하다는 점이다.

### 환율정책에 대한 일반지침

환율에 관한 정책결정에 있어 무엇보다도 중요한 것은 정책결정이 일련의 확고한 지침들에 의해 이루어져야 한다는 점이다. 환율정책에 대한 가장 일반화된 지침내용은 다음과 같이 요약될 수 있다.

- (1) 환율정책 수행에서의 유연성 유지
- (2) 공적개입시의 거시 경제목표들과의 연계성 유지
- (3) 일체의 환율변동에 대항하려는 자세지양
- (4) 정책당국 자신에 의한 환율의 변동성유발 금지
- (5) 시장(투자가들)에 대한 환율정책 내용의 명확화
- (6) 거시경제 정책기조와 일관성있는 환율정책 수행

이들 내용이 뜻하는 바를 다시 보면 다음과 같다. 현재의 상황으로서는 어느 국가에서나 환율 이론가들이 정책 결정자들에게 외환시장에의 개입시기, 개입규모 및 개입수단 등에 관하여 조언할 수 있는 확고한 과학적 근거를 갖고 있지 못한 것으로 보아야 한다. 따라서 정책당국은 환율정책을 수행함에 있어 상당한 정도의 신축성을 유지해야 할 필요가 있다. 또한 외환시장에의 공적 개입은 물가나 생산의 안정 및 이들의 결합과 같은 경제정책의 궁극적 목표들과 일관성있게 연결되어야 한다. 공적개입은 환율에 영향을 주기 위한 거시정책의 한가지 수단에 불과한 것이며 그 자체가 독립된 목적은 아니다.

역풍(逆風)정책에 의해 모든 환율변동을 억제하여야 한다는 정책적 사고는 잘못된 것이다. 왜냐하면 투자가들의 행동은 새로운 정보에 관한 과잉 또는 과소반응을 통해 불안정적 투자로 이어질 수 있기 때문이다. 오늘날 자유변동 환율제도하에서 목격되는 환율변동성의 상당부분이 정부

---

의 거시정책의 변동성과 공표된 정책의 시행실패에 의해 유발된 것이다. 따라서 정부는 경제를 안정시키며 공표된 정책의 시행의지를 고수함으로써 정책당국 스스로에 의한 환율변동성 유발을 억제해야 한다.

특히 정책당국의 외환시장개입은 정부의 정책전반이 신뢰를 받고 있을 때 보다 큰 효과를 낼 게 될 것이므로 정부는 그의 신뢰성을 시험대에 올려놓는 자세로 경제정책에 임해야 할 것이다.

환율은 민간 참가자들의 기대에 의해 크게 영향을 받게 되므로 환율정책은 그것이 유효한 것이 되기 위해서는 민간부문의 기대를 감안한 것이어야 한다. 따라서 환율정책의 거시경제정책 전체와의 일관성 유지 문제는 외환시장 정책에 대한 민간부문의 지지와 관련된 핵심사항이다. 특히 중화된 개입은 통화정책과 환율정책간의 상충성을 극히 일시적으로 조화시킬 뿐이며, 중·장기적으로는 외환시장 개입정책이 국내통화정책으로부터 결코 독립적이지 못한 것이다.

## 한국의 경우 대응방향

현재 한국경제가 “국제수지문제” 또는 “외환문제”를 갖고 있음을 부인할 수는 없다. 또한 그것이 경우에 따라서는 “위기”로 발전될 잠재력을 내포하고 있음을 과소평가해서는 안 될 것이다. 더욱이 한국경제의 기초경제변수들(fundamentals)이 멕시코나 동남아 국가들과는 다르기 때문에 결코 멕시코 사태나 동남아 사태는 발생되지 않을 것이라는 대내외 홍보만으로 위기사태의 발생을 막으려 해서는 안 될 것이다. 그 나름대로 특징을 갖춘 소위 “한국사태”의 발생가능성을 항상 예의 주시하면서 경제정책이 수행되어야 하며 국내외 투자자들의 합리적 이윤추구 행동(또는 손실회피 행동)을 비난해서도 안 될 것이다.

외채 총액이 1천3백억 달러에 접근하고 있고 연간 수입총액이 1천6백억 달러에 이르며 외국인의 직접투자 및 주식투자 총액이 수백억 달러에 이르고 있어 한국경제에 대한 예민한 관심을 갖고 있는 국제적 이해 당사자들의 수는 그야말로 엄청난 것이며, 그들의 경제적 이해 또한 매우 큰 것일 수밖에 없다. 여기에 더하여 국내경제주체들의 이해관계는 또한 얼마나 큰가.

이들 직접적인 국내외 이해당사자들의 확고한 신뢰를 얻지 못할때 그 어떠한 정책도 국제적 투기기들을 설득시키기는 더욱 어려울 것이다. 결국 현재의 상황하에서 요구되는 핵심사항은 대내적 경제안정 위에서 경상수지가 개선되는 것을 국내외에 보여 주면서 어떠한 수단을 동원해서라도 공적준비금의 규모를 소위 적정수준 이상으로 증대시켜 놓는 일이다. 이 모든것이 실제로 나타나야 하며 결코 정책 제시만으로는 실효를 거둘 수 없을 것이다.

이와 함께 강조되어야 할 사항은 기초적 거시경제 변수들과 일관성 없는 환율수준은 결코 지속될 수 없다는 점이다. 자본시장이 개방된 상태에서 균형환율의 개념은 그렇지 않은 상태에서의 그것과는 근본적으로 다른 것이다. 따라서 경상수지나 무역수지의 개선을 목표로 한 균형환율에의 접근은 현상황하에서는 자칫 자본유입의 억제와 자본유출의 촉진을 유발할 가능성이 있음에 특히 유의하여야 한다.

외환위기의 도래를 막을 수 있는 외생적요인으로서 기대되는 것은 엔·달러 환율의 역전이다. 강력한 달러를 선호하는 미국의 기본적인 경제정책, 강력한 달러가 낳고 있는 미국내 물가안정과

---

자본유입효과 및 일본경제의 회복에 대한 미국의 우호적 입장 등에서 볼 때 미국이 엔화의 절상을 요구할 것으로 기대할 수는 없다.

그러나 현재와 같은 상황이 지속되는 경우 98년 상반기중 일본의 무역수지 흑자는 사상 최고 수준에 이를 것이고, 그 결과 “시장의 힘”에 의해 엔화는 강세로 전환될 가능성이 매우 크다. 그러한 상황이 우리경제에 미칠 긍정적 효과를 극대화시키기 위해서도 우리경제는 건실한 안정적 운영기조를 유지해 나아가야 할 것이다. 이것이 외환위기를 막을 수 있는 최대의 관건이 될 것이다.

#### 필자 약력

연세대학교 경제학사(1964)

연세대학교 경제학 석사(1966)

미국 UCLA대 경제학 박사(1972)

서강대학교 경제학과 조교수(1972~74)

연세대학교 경제학과 교수(1974~현재)

한국 국제경제학회 회장(1990)

금융통화운영위원회 위원(1991~94)

연세대학교 상경대학 학장(1992~94)

한국경제학회 회장(1997현재)

#### 세계경제연구원 후원회 가입안내

- 후원회원의 종류: 법인회원, 개인회원

- 후원회원에 대한 주요 서비스:

- 연구원주관 행사에 우선 초청 및 참가비 할인
- 연구원 발간 각종 간행물 및 회의자료 제공
- 주요 행사의 녹음 테이프 제공
- 법인회원을 위한 특별 세미나 및 간담회 개최
- 법인회원을 위한 해외연수 프로그램 개발

- 후원회비에 대한 세금 공제 근거:

- 법인회원: 법인세법 시행령 제42조 4호
- 개인회원: 소득세법 시행령 제80조 4호

- 회원 가입 문의: 551-3334~7

#### 세 계 경 제 연 구 원

Institute for Global Economics

서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505

전화 : 551-3334/7

Fax : 551-3339

E mail : IGENET@chollian.dacom.co.kr