

# 金利와 換率의 不確實性

李 在 雄

〈成均館大學校教授·經博〉

## 1

지난 몇년동안 美달러貨의 強勢가 지속되고 있다. 昨年 8月에는 달러貨가 거의 모든 先進國通貨에 대해서 史上最高시세를 記錄했고 今年에도 강세가 유지될 展望이다. 專門家들은 이러한 外換市場의 추세가 美國경제뿐 아니라 世界경제에 미칠 영향에 대해서 상당한 관심을 갖고 있다.

달러貨強勢는 美國商品 및 서서비스의 國際競爭力을 낮추어서 美國의 國際收支를 어렵게 하고 있다. 요즘은 外國상품을 수입하거나 海外旅行을 하는 美國人들은 달러貨의 강한 購買力 때문에 상당한 혜택을 보지만 그 때문에 對外支出이 늘고 국제수지가 不利해진다. 美國의 국제수지가 不利해지면 失業이 늘고 따라서 輸入抑制, 경쟁력強化를 위한 수출촉진, 산업支援 등 보호주의추세를 강화해서 世界경제의 發展에 지장을 주게 된다.

또 다른 문제는 투자와 관련된 것으로서 높은 實質金利(다른 나라에 비해서 상대적으로)에 이끌리어서 外國자본이 美國으로 대규모 流入되는 現象이다. 近來에 와서 달러貨는 정치적, 경제적으로 安全通貨로서의 信賴가 높으므로 더욱 外國자본의 달러貨表示자산에 투자가 늘어나고 있다. 이같은 外國자본의 流入, 달러貨表示자산에 대한 수요의 증가는 더욱 달러貨의 強勢를

유발한다.

달러強勢의 主要原因으로는 美國이 지난 3年餘동안 인플레이를 成功的으로 진정시킨 점을 들 수 있다. 1980년에 13.5%나 上昇하던 소비자物價는 1983년에는 3.2%로 크게 안정되었다. 美國도 戰後에 물가안정에 가장 成功했던 스위스, 西獨에 가까운 水準으로 인플레이를 抑制했다. 그 결과 美달러貨도 1950년대, 60년대와 같은 信賴를 다시 회복했다. 마치 70년대를 통해서 스위스 프랑과 西獨 마르크가 국제적인 信賴를 背景으로 강세를 유지했듯이 近來에는 달러貨에도 이러한 現象이 나타난 것이다.

그러나 보다 重要的 要因은 金利의 움직임이었다. 1980년 이래 美國의 實質金利(名目金利에서 物價上昇率을 뺀)는 日本, 西獨, 스위스, 英國 등보다 현저하게 높았다. 美國의 인플레이가 억제되고 통화정책에 대한 信賴와 함께 實質金利가 높아짐에 따라 지난 몇년동안 세계 여러 나라의 자본이 달러貨表示자산에 投資되었다.

이같은 달러貨強勢要因은 가까운 장래에 弱화될 것 같지는 않다. 美國의 金利는 앞으로도 한동안 다른 先進國의 實質金利수준을 上廻할 展望이다. 美國金利가 1982년 이래 다소 낮아졌고 그만큼 달러貨表示자산이 기타通貨表示자산보다 높은 수익을 보장해 주는 정도는 줄었지만 아직도 아직은 名目的으로나 實質적으로나 다른 나라 金利보다는 높다. 인플레이가 진정되었음에도 不拘하고 金利가 높은 원인은 美國政府

의 財政赤字가 앞으로 數年동안 每年 2,000 억달러 수준에 계속 머무를 展望 때문이다. 막대한 재정적자를 메꾸기 위해서 연방정부가 금융시장에서 借入할 경우 金利는 다시 上昇할 것이다. 그렇다고 해서 통화증발을 해서 조달하게 되면 인플레이가 再燃되고 결국 金利를 높일 것이다.

한편 美國경제는 今年에도 유럽諸國보다는 빠른 速度로 成長할 것이다. 통화정책도 다른 先進國들에 비해서 상대적으로 긴축의 고삐를 늦추지 않을 듯하다. 다시 말해서 자금의 수요는 현저하게 늘어나더라도 供給은 상당히 규제될 것이다. 이러한 자금시장의 수급전망이 金利를 높은 水準에 지속시킨다. 더구나 近來에 金利의 變動은 매우 起伏이 심하며 재정적자, 통화정책에 대한 不確實性 및 不安이 크기 때문에 인플레이가 진정되고 자본의 한계생산성이 낮더라도 名目金利가 쉽사리 낮아지지 않는다. 金利전망에 따라 달러貨의 強勢 또한 계속될 것이라고 본다.

1980년 이후 달러는 主要 先進國통화에 대해서 약 30%나 平價切上되었다.

換率이 高平價되면 外國輸入品の 國內價格은 싸게 되고 自國상품의 輸出價格은 비싸게 되므로 自國商品이 국제시장에서 外國상품과 경쟁하기 어려워진다. 또한 달러貨의 高平價뿐 아니라 1981~82년의 세계적인 不景氣와 1983년에 들어서 美國경기가 다른 先進國들보다 빠른 회복을 보임에 따라 수입이 수출보다 빠른 템포로 늘어서 무역수지는 크게 惡化되었다. 상품수출은 달러強勢가 시작된 1980년의 2,242억 달러에서 1983년에는 10퍼센트나 줄어든 2,005억달러로 減少했다. 같은 기간중에 수입은 2,498억달러에서 2,699억달러로 늘어났으므로 무역적자도 2.7배나 늘었다.

달러貨의 高平價는 자본시장에도 문제를 가져온다. 높은 金利를 따라서 흘러다니는 國際流動性은 극히 不安定하며 流動的이다. 大規模의 短期資本이 金利隔差와 平價變動의 豫想 또는 인플레이期待心理, 中央은행의 通貨政策, 外換政策의 變化, 國內外的 政治情勢 등에 따라서 急激

하게 流入되기도 하며 國外로 도피하기도 한다.

단기자본의 민감한 움직임은 결국 外換시장에서 急激하고 大幅의 換率變動을 초래한다.

지난 10년 동안에 換率不安定이 심했던 것은 變動換率제도를 各國이 채택해서라기보다 이상의 諸要因, 그중에서도 특히 國際金利의 起伏이 심했기 때문이라고 볼 수 있다. 換率의 지나친 不安定은 국제무역, 海外투자 등을 위축시켜서 세계의 경제活動을 침체시키며 換投機를 조장한다.

달러의 高平價는 세계 여러나라 사람들이 美國의 금융자산 및 실물자산에 대한 수요가 크기 때문이다. 그결과 이들 자산의 가격은 실제 가치 이상으로 높아지는 경향이 있다. 價格의 歪曲은 나아가서 投機를 조장하고 건전한 투자를 위축시킨다.

또한 美國의 高金利 때문에 外國자본이 美國으로 모이는 反面 다른 나라의 자본시장은 자금流出로 어려움을 겪는다. 各國이 자본流出을 방지하기 위해서 경쟁적으로 金利를 높이며 自國貨幣의 對外가치를 방어하려고 노력하는 까닭에 경기회복을 지연시키기도 한다.

그러나 달러貨의 高平價가 無限히 계속될 수는 없다. 換率의 高平價로 무역赤字가 擴大되면 國內生産과 所得이 줄어들고 失業이 늘어나며 결국은 달러에 대한 수요를 줄인다. 무역적자가 늘게 되면 對外支出을 늘여서 交易相對國의 경제성장을 촉진하며 그나라 통화表示 자산에 대한 수요를 늘린다. 따라서 달러의 高平價는 어느 정도 自動的으로 시정될 수도 있다.

이러한 見解를 가지는 전문가들은 1982년 이래 줄곧 달러貨의 高平價가 조정될 것이라고 주장해왔다. 국제수지와 換率의 움직임 사이를 長期的으로 볼 때 密接한 相關관계가 있는 것은 否認할 수 없다. 그러나 단기적으로 換率의 變化는 통화정책 및 그에 따르는 利子率의 相對的變動에 더욱 민감하게 反應한다. 그런데 통화정책이나 金利의 變化 및 이에 따른 期待心理 등도 매우 豫測하기 어렵고 變則的이기 때문에 환율의 變化도 예측하기 어려운 起伏을 보이는 것이 보통이다. 2次石油波動이후 한동안 國際原

油價格의 上昇이 국제경제의 共同관심사였다고 하면 1981년 이후 國際高金利와 달러貨 強勢가 국제경제의 成長제약요인으로 되어 왔다. 특히 世界 여러나라는 美國의 高金利가 世界경제의 회복을 지연시킨다고 우려했다. 先進國경제 정상회담에서는 미국의 통화금융정책을 완화하도록 壓力을 加해왔다. 그러나 近來에는 金利를 安定시키라는 要求는 美國政策當局으로 하여금 外換市場에 介入해서 換率安定, 즉 달러貨 強勢을 완화하라는 壓力으로 변모했다. 이것은 바로 金利조정이 換率조정과 表裏의 관계가 있음을 지적하는 것이다. 다시 말해서 美國의 金利引下는 달러貨의 對外價値를 弱화시켜서 달러貨 強勢에 따르는 문제점을 해결하려는 것이다.

2

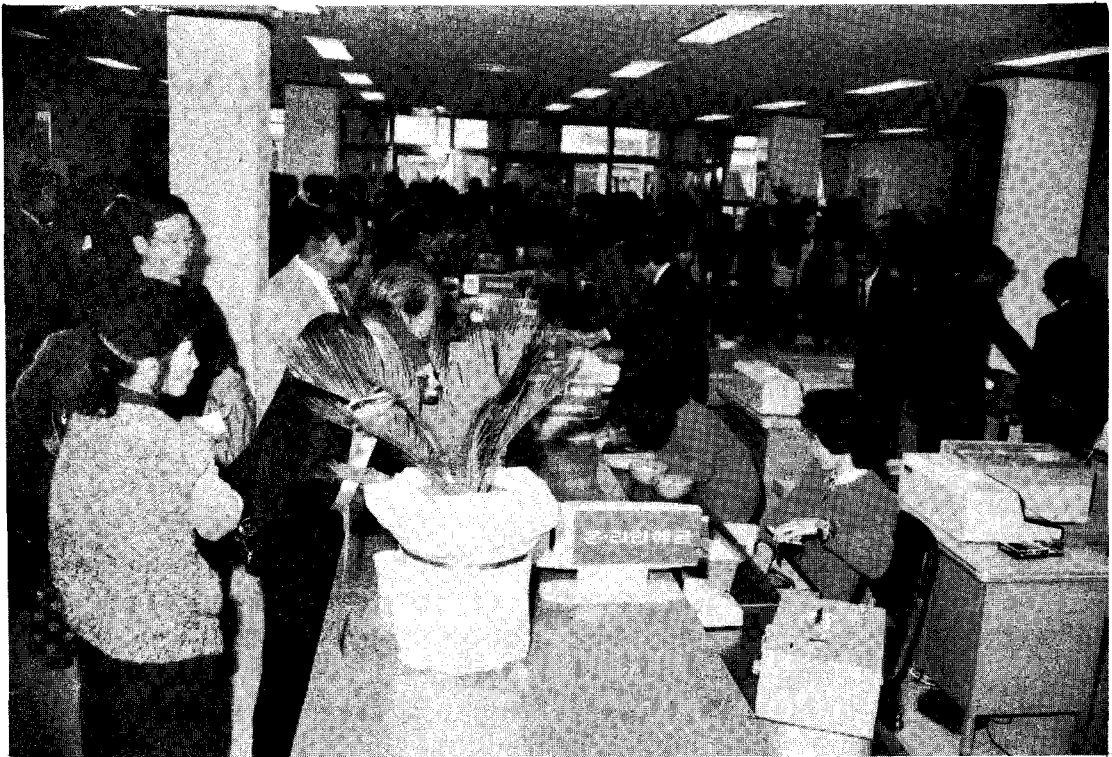
金利와 換率의 變動관계는 美國 以外的 다른 先進國에서도 비록 反對方向으로 나타나고 는 있지만 오늘날 國際金融, 무역 및 外換市場의 主

要 問題로 되었다.

우리나라의 金利 및 換率變動도 상당한 不確實性을 內包하고 있다. 다만 先進國에 비해서 그밖의 경제적, 경제외적 不確實性이 너무 큰 경우가 많기 때문에 사실상 다소 關心의 초점이 되지는 못해왔다고 할 수 있다.

우리의 換率은 1980년 變動換率을 채택한 이래 계속 平價切下되었다. 물론 長期的으로도 항상 平價切下를 계속했지만 1980年末에 비해서도 그동안 약 21%나 弱化되었다. 이러한 一方的인 환율의 움직임을 결국 우리나라의 물가 상승률이 長期的으로 美國의 인플레이션보다 그만큼 差異가 있었음을 反映한다고 說明할 수 있다. 그러나 最近의 환율變動을 단기적으로 살펴보면 國內外 物價上昇, 즉 구매력의 차이보다는 오히려 金利, 특히 實質金利差에 더욱 敏感한 反應을 보인다.

緊縮努力과 國際原資材가격의 安定 등에 힘입어서 國內物價는 1980년 이후 急速히 安定되는 추세를 보였다. 全國消費者物價는 1980년의



28.7% 上昇에서 82년에 7.3%로 그 上昇率이 크게 둔화되었다. 昨年에는 2% 上昇에 그쳐서 指數上으로는 오히려 美國보다도 더욱 安定된 추세를 보였다. 구매력의 관점에서 보면 적어도 82~83년중에는 換率이 거의 變動이 없든가 또는 平價切上조치 되었어야 한다. 그러나 당초 경제운영계획에서 年間 3% 수준에서 안정시키겠다고 한 對美換率은 82년에 6.9% 절하되었다. 83년에도 0~3% 수준에서 환율을 안정시키려 했으나 결과는 6.2%의 평가절하로 그쳤다. 政府가 환율을 安定시키려는 것은 金利引下, 賃金, 配當安定 등과 함께 物價를 安定시키기 위한 政策意志라고 볼 수 있다.

그러나 6·28조치로 國內金利가 大幅引下되어 美國金利水準보다 훨씬 낮아지자 환율의 弱勢는 不可避하게 되었다. 특히 1981년에는 단기자본이 前年보다 무려 20억달러나 줄어들었다. 경상수지赤字도 81년에 46.5억달러, 82년에는 26.5억달러에 달했다. 단기자본의 海外流出과 輸出不振으로 국제수지壓力이 심각해지자 金利를 조정하든지 아니면 환율을 조정해야 하는 壓力이 커졌다. 실제로 82년중 환율은 暗달러市場時勢보다 약 5%가량 高平價되었다. 81년의 3%, 83년의 1%미만의 高平價에 비교할 때 82년에는 國內외의 實質金利差가 그만큼 심각했다고 볼 수 있다.

1982년 巨額어음사기事件 등 금융사고가 연발하면서 6·28金利引下조치가 실시되자 暗달러시세는 公定환율보다 7~8%나 높았었다. 當時에는 金利뿐 아니라 연발하는 大型金融事故로 因해서 원貨에 대한 信賴가 크게 손상되었다. 때문에 자본의 海外流出이 급증하고 국제수지방어를 어렵게 했던 것이다.

다만 극심한 換投機가 어느 정도 防止될 수 있었던 것은 엄격한 外換管理 때문이었다기 보다는 매마침 國內의 不動産 등 實物資産의 투자收益이 매우 높았기 때문이었다. 外換도 그 價格이 있는 法이다. 美國의 實質金利가 높으면 약 7%정도의 원貨價値의 下落도 豫想되었지만 不幸인지 不幸중 多幸이었는지 國內不動産 투기가 過熱해서 그 수익율은 換投機를 다

소 진정시켰던 듯하다.

그후 國際金利도 어느 정도 下落되고 美國경기회복에 따른 수출증가로 국제수지는 相當히 改善되었다. 그러나 이러한 개선을 뒷받침한 것은 實勢를 반영하기 위한 꾸준한 換率의 調整이었다. 이것은 金利와 換率平價가 같은 方向으로 움직임을 보여준다.

今年 들어서 小幅의 金利조정이 있었다. 단기금리는 낮아지고 장기금리는 높아졌다. 이러한 金利구조의 變化가 환율變動에 어떻게 영향을 미칠지는 아직 확실치 않으나 이 역시 小幅에 그칠 것이다. 앞으로 國內金利는 市場形便에 따라서 자주 小幅의 變動시킬 것이라고 한다. 여기에 따라 환율도 어느 정도는 영향을 받을 것이다.

그러나 그보다 國際外換市場에서 달러貨의 強勢와 豫測하기 어려운 起伏이 더욱 환율에 큰 영향을 미칠 것이다. 또 달러貨의 시세는 결국 美國의 통화정책, 재정赤字, 金利 등이 어떤 方向으로 움직이며 國際情勢의 變化 등 많은 不確實한 要因을 內包한다. 또한 넓게는 세계경기가 어느 정도 회복되고 무역이 擴大될 것이냐에 따라 우리나라의 貿易수지도 決定될 것이며 또한 국제수지의 變動이 換率을 決定할 것이다.

이밖에도 國內외의 物價水準의 變化, 인플레이션 期待心理, 政治安定, 國際情勢 특히 中東戰爭의 진전에 따르는 國際原油가격전망 등 수많은 不確實要因 및 不安요소가 尙存하고 있다.

今年 역시 政府의 경제운영계획에 따르면 경제安定을 추구하기 위해서 환율 역시 제자리에서 安定시키겠다는 의욕적인 방침이지만 과거의 경험에 비추어 볼 때 이러한 目標가 쉽지는 않을 듯하다. 國內은행 金利와는 달리 환율은 국제수지문제 때문에 政策의지만으로 고정시키기는 어렵다. 더구나 國內金利가 아직도 국제金利보다 현저하게 낮은 수준이며 金利를 이같이 姿意의 爲로 결정할수록 환율은 그 충격을 받아들이기 위해서 조절되어야 한다. 또한 今年에는 金融市場이 비교적 正常化되고 大型金融事故가 防止되므로 원貨에 대한 信賴가 회복되어야 하겠다. ♣