우리나라 外換保有의 適正管理方向

金 仁 哲

▷ 目 次 ◁

Ⅰ. 序 論
Ⅱ. 適正外換保有의 理論的 背景
Ⅲ. 外債問題와 適正外換保有
Ⅳ. 外換保有高의 主要決定要因
Ⅴ. 우리나라 外貨資產需要函數의 推定
Ⅵ. 우리나라 適正外換保有高의 測定과 問題點
Ⅶ. 要約 및 結論

Ⅰ. 序 論

우리나라와 같은 小規模 開放經濟에서 中央銀行이나 民間銀行이 보유하는 對外決濟用 外換은 중요한 역할을 담당한다. 즉 一定量의 外換保有는 對外貿易에 있어서 輸出을 통한 外貨收入額이 輸入으로 인한 外貨支給額에 못미치는 경우 그 부족분을 메꾸어 줌으로써 그렇지 않은 경우 발생하는 여러 가지 社會的 損失을 미연에 방지해 준다. 그러나 이의 過剩保有는 귀중한 資源을 實生產에 활용하지 못하게 되어 社會的 損失을 야기한다. 그러므로 一國의 外換保有에 있어 適正水準을 유지하는 것은 매우 중요한 과제가 된다.

이와 관련하여 本稿에서는 適正 또는 最適 外換保有의 理論的 背景을 살펴보았으며 近年에 들어 世界的 이슈로 등장한 外債問題와 資源貧困國의 戰略的인 輸入原資材 備蓄이 適正外換保有高 決定에 상당한 영향을 미친다는 것을 理論的으로 규명하였다. 또한 本稿에서 筆者는 우리나라의 外貨資產需要函數를 推定하였으며 傳統的인 需要決定要因뿐만 아니라 外債問題와 관련된 對外信認度 變數와 輸入原資材 備蓄變數를 추가로 需要函數에 導入하여 回歸分析을 시도하였다.

이러한 需要函數의 推定結果를 통하여 얻을 수 있는 結論은 앞으로 政府當局이 適正外換保有高를 유지하기 위해서는 다른 主要決定變數뿐만 아니라 自國의 對外信認度와 輸入原資材 備蓄의 움직임도 함께 고려해야 한다는

筆者：韓國開發研究院 研究委員

사실이다.

Ⅱ. 適正外換保有의 理論的 背景

對外去來에 있어서 收入과 支出의 時差上의 문제와 예상치 않은 國際收支의 불균형 문제를 해소하기 위하여 豫備的으로 一定量의 外貨資產을 보유함으로써 國家經濟에 利益을 가져올 수 있으나, 또 다른 한편으로는 귀중한 外貨資產을 實質投資에 이용하지 못하고 그냥 보유하고 있다는 것은 그만큼 經濟利益의 實現機會를 상실하게 됨을 뜻한다. 이것을 外換保有의 機會費用이라고 한다. 그러나 실제에 있어서 外換保有額 중의 상당부분은 外國銀行에 다시 預入되거나 外國政府의 有價證券買入의 형태로 보유되어 一定額의 利子收益을 얻고 있기 때문에, 外換保有의 純機會費用은 資本의 社會的 限界收益率에서 保有外貨資產으로부터 발생하는 收益率을 감해 준 것이 될 것이다.

만일 一定時點에서 輸入이 輸出을 초과하였는데도 이를 補塡할 外貨資產이 준비되어 있지 않았을 때 이를 해결하는 방법은 몇 가지 있을 수 있다. 첫째로는 市場「메카니즘」에 의하여 換率이 조정될 수 있다. 물론 換率調整의 효과는 換率變動으로 인한 相對價格構造의 변화로 當事國의 輸出이 늘고 輸入이 줄게 되는 價格彈力性의 크기 여하에 달려 있으며 換率의 上向調整은 國內物價의 上昇을 초래하고 對外債務를 지고 있는 國內企業의 利子負擔을 가중시키는 등 社會的 費用을 발생시킨다는 점도 있다. 둘째로는 海外로부터의 短期借入에 의해 國際收支 赤字를 보전할 수 있으며, 세째로는 國民絕對支出을 줄이고 輸入을 줄임으로써 赤字問題를 해결할 수 있겠으나 이는 실제로 실행하기에 힘든 調整方法이다. 네째로는 앞서 설명한 세 가지를 적당히 배합한 調整方法이 있을 수 있다.

여하튼 國際收支의 불균형이 준비된 對外資產으로 보전되지 않고 위의 네가지 중의 어느 方法으로 교정되어야 하는 경우, 이때 발생하는 社會的 費用이 外換保有의 純機會費用과 같아지도록 外換保有額을 결정한다면 이때의 外換保有額을 適正 또는 最適水準에 있다고 할 수 있다. 그러나 실제에 있어서 資本의 限界收益率이나 外換保有의 純機會費用을 계산한다는 것은 용이한 일이 아니다.

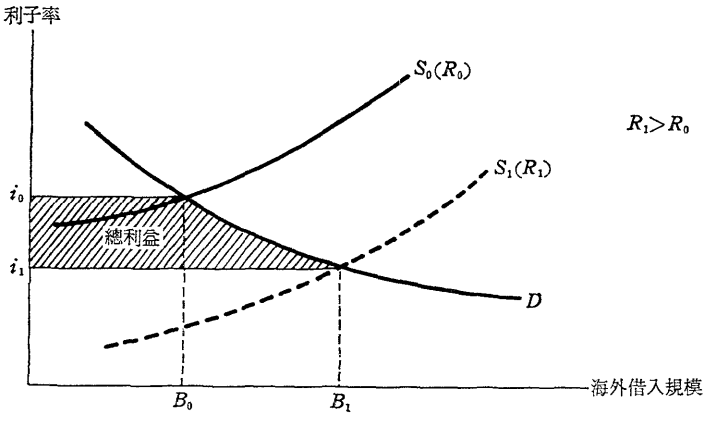
Ⅲ. 外債問題와 適正外換保有高

本章에서는 外債問題가 開發途上國의 適正外換保有高 결정에 어떻게 영향을 미치는지에 대해 검토해 보고자 한다.

과거 1970年代까지만 하더라도 開途國의 外債問題는 그리 심각하지 않았으나 1979~80年의 2次石油波動을 겪으면서 先進國의 景氣後退로 開途國의 輸出이 감퇴되고 國際金融市場에서 資金梗塞이 일어나자 外債規模가 큰 開途國중에서 外債의 元利金을 適期에 상환하지 못하는 事例가 생기면서 開途國의 外債問題는 세계 공통의 문제로 부각되었다.

대부분의 開途國은 아직도 外資에 의존한

〔圖 1〕 外換保有高의 適正水準



成長政策을 쓰고 있으므로 계속적인 海外借入은 불가피하다. 반면에 國際金融市場에서의 資金供與者는 借入國의 對外信用度에 따라 加算金利를 差等適用한다. 이때 借入國의 外換保有高의 수준이 對外信用度를 평가하는 중요한 指標가 됨은 물론이다. 즉 外換保有高 수준이 높을수록 資金回收의 안전도가 높다고 간주되어 보다 낮은 金利가 적용되는 것이다.

國際金融市場에서의 借入金利는 일정한 것이 아니고, 借入規模가 클수록 높게 적용되는 경향이 있다는 점과 外換保有高의 증가는 國際信認度를 높이게 되어 그만큼 實質借入費用을 줄여주게 된다는 사실을 감안하여 〔圖 1〕에서와 같이 右下向하는 外貨資金의 需要曲線 D와 右上向하는 供給曲線 S를 그려 볼 수 있다.

外換保有額이 일정수준에 있을 때 開途國이 당면한 外貨資金의 供給曲線은 借入規模가 클수록 資金回收危險이 커질 것이라는 前提下에 右上向하게 그렸으며, 資本의 限界收益率은 規模가 클수록 체감한다는 法則을 적용하여 右下向하게 그렸다. 만일 外換保有高를 R_0 수준에서 R_1 수준으로 증가시켰을 때 적용되는 金利는 借入國에 유리하게 되어 外債의 金利負擔을 경감시켜 주는 利點이 발생한다. 그러므로 供給曲線 S_0는 S_1으로 下向移動하여 金利를 i_0에서 i_1으로 하락시키는 결과를 초래한다. 外貨資產(R)의 1單位 증가는 資金供與者가 적용하는 金利(i)를 어느 정도 하락시켜서 外債(B)의 實質負擔을 줄이게 된다. 이때 줄어드는 實質負擔의 크기는 〔圖 1〕의 빗금친 영역이 된다. 왜냐하면 消費理論에 입각한 消費者剩餘의 개념을 도입하면 金利引下의 효과는 海外借入規模의 증가와 함께 資金需要者의 效用이 그만큼 증가하기 때문이다. 그리고 이때의 限界利益을 連續函數로 나타내면 $\frac{\partial i}{\partial R}\cdot B$가 된다.

그러나 앞서 언급한 바와 같이 外換保有의 1單位 증가는 純機會費用을 발생시키는데 그 크기는 資本의 限界收益率 r_s와 外貨預置金이나 外貨表示 有價證券 형태로 보유하고 있는 外貨資產의 利子收益率 r_m과의 差를 다시 總外換保有에 곱해 준 것이 된다. 따라서 $\frac{\partial i}{\partial R}\cdot B=(r_s-r_m)\cdot R$의 조건이 성립할 때의 外換

保有高가 適正水準이 된다고 하겠다.

이러한 理論的 分析을 통하여 우리가 알 수 있는 것은 開途國의 外債問題와 관련하여 自國의 外債償還能力 여하에 따라 對外信認度가 영향을 받게 되어 이는 다시 여타 主要要因과 더불어 外換保有高의 適正水準에 직접적인 영향을 미친다는 점이다. 이에 관한 實證的分析은 다음 章에서 다루고자 한다.

Ⅳ. 外換保有高의 主要 決定要因

理論的 次元에서 適正外換保有高의 論議는 그리 어렵지 않으나 실제에 있어서 얼마만큼의 外換保有額이 한 나라의 실정에 비추어 적절한가는 매우 어려운 課題이다. 이에 대해서는 여러 가지 接近法이 있겠으나 우선 이에 앞서 外貨資產需要函數에 전통적으로 포함되는 다섯가지 主決定要因을 살펴보는 것이 유익할 것이다.

1. 換率制度

世界換率制度가 「브레튼우드」協定에 의거한 固定換率制인 경우 自由變動換率制에 비하여 通貨當局의 外換保有 必要性은 당연히 커지게 된다. 「브레튼우드」體制의 固定換率制下에서는 民間次元에서의 對外去來上 外國換의 需要와 供給이 일치하지 않는 경우에 생겨나는 換率變動을 피하기 위하여 中央銀行이 民間外換市場에 개입하여 外國換 需給의 불균형을 矯正할 의무가 있기 때문에 通貨當局은 一定量의 外國換을 보유하게 된다.

變動換率制의 경우 對外去來上의 불균형은 換率의 변동으로 시정되므로 中央銀行의 介入必要性이 줄어들며, 따라서 換率이 완전한 의미에서의 自由變動을 할 경우에는 中央銀行은 機會費用이 큰 外貨資產을 그냥 보유할 필요가 없다. 다만 外國換을 취급하는 民間銀行은 비록 自由變動換率制下라 할지라도 輸出과 輸入上의 時差와 不確實性 때문에 一定量의 外貨資產을 보유할 필요가 있다.

그러나 실제로 이 세상에는 완전한 의미의 自由變動換率制를 채택하고 있는 나라는 한 나라도 없다고 해도 과언이 아니며, 정도의 차이는 있으나 各國은 여러 形態의 換率市場介入을 허용하는 管理變動換率制(managed floating)를 택하고 있는 실정이다. 그러므로 그만큼 中央銀行의 外換保有 必要性은 계속 존재한다고 할 수 있다.

一國의 外換保有額은 通貨當局이 보유하는 公的對外資產과 國內 外國換取扱銀行이 보유하는 對外資產이 있는데, 先進國의 경우에는 通貨當局이 보유하는 公的外貨資產만을 外換保有高에 計上하고 있음에 비하여 開途國의 경우에는 通貨當局이 外國換의 保有 및 運用·管理에 간여하고 있기 때문에 中央銀行의 公的保有뿐만 아니라 外國換取扱銀行의 保有資產까지 合計하여 對外準備資產으로 計上하고 있다.

우리나라의 換率制度는 지난 1974年 5月부터 美「달러」에 「페그」된 固定換率制를 실시해 오던 중 1980年 2月부터 지금과 같은 複合通貨「바스켓」方式으로 制度를 改編하여 換率이 매일매일 변동되고 있다. 이 制度는 從來의 固定換率體制에서 탈피하고 동시에 自由變動

換率制度의 부작용이랄 수 있는 換率의 급격한 충격을 자동적으로 완화시킬 수 있으며 必要時 外換當局의 간여도 허용되는 특이한 管理變動制라 할 수 있다. 참고로 〈表 1〉을 보면 우리나라의 總外換保有高에서 公的保有가 차지하는 比率은 1979年에는 52%이던 것이 1980年에는 45%로 줄어들었으며 1981~82年에는 平均 40% 수준으로, 그리고 1983~84年에는 平均 35% 수준으로 떨어지는 등 1979年 이후 同比率이 계속 줄어들어, 우리나라의 경우 위에서 설명한 換率制度와 公的保有와의 理論的 關係가 實證的으로도 成立하고 있음을 알 수 있다.

2. 貿易收支 不均衡의 規模

서비스交易을 포함한 貿易收支의 豫想不均衡이 크면 클수록 對外準備資產의 규모도 커지게 된다. 왜냐하면 對外準備資產은 貿易收支의 불균형을 일시적으로 補塡하기 위한 緩衝「스톡」으로 보유되기 때문이다. 對外準備資產의 需要函數를 추정하는 데 있어서 貿易不均衡의 크기뿐만 아니라 自國輸入額의 수준이나 國民總生產額 등이 規模變數라 하여 함께 사용되고 있다. 이것은 貨幣需要函數에서 所得變數가 貨幣需要의 機會費用變數와 함께 規模變數로 중요한 역할을 하고 있는 것처럼, 輸入의 絕對額이나 GNP變數도 對外資產의 需要函數에서 중요한 위치를 차지하고 있다. 우리나라의 경우 實證分析을 통하여 나타난 결과를 보면 外貨資產需要函數의 回歸方程式에서 實質所得이 거의 지배적으로 영향력을 행사하는 變數가 되고 있다.

3. 國際收支上의 不確實性

經濟衝擊이나 攪亂 때문에 國際收支의 불균형이 발생하게 되고, 예상된 衝擊과 攪亂이 크면 클수록 이를 완화시켜 주는 역할을 하는 外貨資產 保有의 필요성도 커지게 된다. 實證

〈表 1〉 外換保有高 推移

(단위 : 百萬달러, %)

	外換保有高[1]	外國通貨	預置金	有價證券	未決推尋外換	本支店乙計定	其他	公的保有高[2]	對美換率[3] (年末基準)
1979	5,708.1	20.2	2,310.4	1,389.9	1,808.8	98.7	80.1	2,989.5	484.00
	(100.0)	(0.4)	(40.5)	(24.3)	(31.7)	(1.7)	(1.4)	(52.4)	
1980	6,571.4	28.3	2,317.8	1,755.8	1,937.6	488.7	43.2	2,955.6	659.90
	(100.0)	(0.4)	(35.3)	(26.7)	(29.5)	(7.4)	(0.7)	(45.0)	
1981	6,891.0	27.8	2,874.9	1,611.2	2,140.1	141.0	96.0	2,714.8	700.50
	(100.0)	(0.4)	(41.7)	(23.4)	(31.1)	(2.0)	(1.4)	(39.4)	
1982	6,983.7	29.1	3,228.4	1,366.2	2,032.9	229.8	97.3	2,836.8	748.80
	(100.0)	(0.4)	(46.2)	(19.6)	(29.1)	(3.3)	(1.4)	(40.6)	
1983	6,906.7	34.3	2,183.2	1,320.2	2,345.9	868.7	157.4	2,378.5	795.50
	(100.0)	(0.5)	(31.6)	(19.1)	(33.9)	(12.6)	(2.3)	(34.4)	
1984	7,649.6	27.8	2,934.4	1,196.8	2,498.2	905.7	86.7	2,785.0	827.40
	(100.0)	(0.4)	(38.4)	(15.6)	(32.7)	(11.8)	(1.1)	(36.4)	

註 : 1) ( )안의 數字는 外換保有高에 대한 各項目의 構成比(%)임.
2) ( )안의 數字는 外換保有高에 대한 公的保有高의 比率(%)임.
3) 韓國銀行 集中基準率

資料 : 財務部

分析에 있어서는 이를 衝擊變數 또는 不透明變數(variability variable)라 불러도 좋을 것이다.

不透明變數의 測定値로서는 事後的인 과거 國際收支의 赤字나 黑字의 變動幅을 사용할 수 있겠으며, 때로는 外換保有高의 過去値 變動幅을 적당히 평균하여 쓰기도 한다.

이때 기억해야 하는 사실은 未來變動幅은 과거와 현재의 變動幅에 크게 달려 있다는 假定이 작용하고 있다는 것이며, 變動幅 測定値도 期待形成의 樣相에 따라 다른 수준으로 된다는 것이다. 즉 不透明變數의 測定에 있어서 適應的 期待(adaptive expectation)나 合理的 期待(rational expectation)의 適用이 가능하다고 하겠다. 이렇게 일단 不透明變數가 推定되면 이것을 다시 回歸方程式에 포함시켜 外貨資產需要函數의 推定에 사용한다.

4. 限界輸入性向

外貨資產의 需要函數에 限界輸入性向(marginal propensity to import)變數를 포함시키는 根據는 「케인지안」의 貿易乘數에서 비롯된다. 貿易乘數는 限界輸入性向의 逆數로 표시되는데 政府支出과 같은 外生的인 변화는 궁극적으로 國民所得을 일정 乘數만큼 倍加시키게 된다는 「케인지안」의 단순한 開放經濟 「모델」에서 유도되었다. 여기서 乘數效果가 크면 클수록 國民所得의 增減에 크게 영향을 주게 되므로, 限界輸入性向이 작을수록 乘數는 커지게 되고 따라서 外貨資產의 수요는 늘게 되어 두 變數 사이에는 逆의 關係가 성립한다고 볼 수 있다. 限界輸入性向은 國民所得 1單位가 추가로 늘어남에 따라 증가하는 輸入의 單位數를 뜻하는데 실제에 있어서 이를 測定하기란 거의 불가능하다. 그래서 통상적으로는 事後의 輸入을 事後의 所得으로 나누어 줌으로써 平均輸入性向을 구하는데, 이렇게 되면 「케인지안」의 乘數理論에서 벗어난 槪念이 되기 때문에 이로 인해 外貨資產需要函數의 推定過程에서 나타나는 結果를 해석할 때에는 조심하여야 한다. 外貨資產需要函數를 여러 사람이 回歸分析한 결과를 보면, 원래 限界輸入性向變數의 係數는 「케인지안」의 乘數理論에 의하면 負의 값이 되어야 하겠으나 平均輸入性向을 채택한 결과 그 係數값이 正으로 나타나는 경우가 많았다. 이에 대하여는 새로운 理論들이 대두되었는바, 예컨대 平均輸入性向變數는 自國經濟의 對外開放度를 나타낸다고 할 수 있으므로 開放度가 높을수록 外貨資產의 수요가 증가하여 두 變數 사이에 正의 關係가 성립한다는 것이다. 平均輸入性向의 係數가 正으로 나타나는 사실에 대해 「프렌켈」(Frenkel) 敎授는 새로운 接近을 시도하였다. 즉 小規模 開放經濟下에서 「카브—더글라스」(Cobb-Douglas) 形態의 價格指數를 사용하여 平均輸入性向 變數의 係數가 正인지 負인지를 가려내는 기준을 유도하였는데, 궁극적으로 同係數는 國民經濟의 生產函數, 輸出入財貨의 消費, 貨幣需要의 所得彈力性 여하 등에 따라 正·負의 값이 결정된다고 하였다[1].

1) J.A. Frenkel, "International Reserves: Pegged Exchange Rates and Managed Float," in *Economic Policies in Open Economies*, ed. by Karl Brunner and Allan H. Meltzer, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 9 (Amsterdam: North-Holland, July 1978), pp. 111~140, 참조.

이것을 減해 주어야 진정한 機會費用이 된다.

5. 外換保有의 機會費用

앞서 I章에서 논의되었듯이 一定量의 外貨資產을 保有하면 國家經濟에 여러가지 利益을 가져올 수 있으나 한편으로는 귀중한 外貨資產을 實物經濟에서 활용하지 못하므로 그만큼 資源의 損失을 초래하게 된다. 그리하여 外貨의 限界費用은 資本의 社會的 限界收益率이 機會費用이 된다. 이 機會費用이 크면 클수록 外貨資產은 그만큼 위축될 것이므로 두 變數間에 負의 關係가 성립한다고 하겠다. 앞서 지적되었듯이 실제에 있어서 外換保有額中 상당부분은 一定額의 利子收益을 얻기 때문에

V. 우리나라 外貨資產 需要函數의 推定

前章에서는 外貨資產需要函數에 전통적으로 포함되는 主要決定要因의 내용을 살펴보았는데 이를 이용하여 本章에서는 우리나라 外貨資產需要函數의 回歸方程式을 推定하고 그 결과를 논의하고자 한다.

外貨資產需要函數의 推定에 앞서 우선 우리나라 外換保有額의 構成內容을 살펴보자[2]. 〈表

〈表 2〉 外換保有額 및 그 構成

(단위 : 百萬달러, %)

	外換保有額		金		SDR		IMF「포지션」		外	換
1970	609.72	100.0	3.41	0.56	10.31	1.69	12.48	2.05	583.52	95.70
1971	568.09	100.0	3.46	0.61	17.63	3.10	12.50	2.20	534.50	94.09
1972	739.74	100.0	4.05	0.55	28.32	3.83	13.57	1.83	693.80	93.79
1973	1,094.41	100.0	4.64	0.42	31.49	2.88	24.12	2.20	1,034.16	94.49
1974	1,055.65	100.0	4.65	0.44	1.65	0.16	0.0	0.0	1,049.34	99.40
1975	1,550.18	100.0	4.70	0.30	3.92	0.25	0.0	0.0	1,541.55	99.44
1976	2,960.63	100.0	4.73	0.16	7.83	0.26	0.0	0.0	2,498.08	99.58
1977	4,306.36	100.0	6.18	0.14	11.88	0.28	0.0	0.0	4,288.30	99.58
1978	4,937.10	100.0	29.71	0.60	14.50	0.29	13.56	0.27	4,879.33	98.83
1979	5,708.14	100.0	30.61	0.54	24.71	0.43	24.77	0.43	5,628.05	98.60
1980	6,571.43	100.0	30.75	0.47	12.57	0.19	0.0	0.0	6,528.11	99.34
1981	6,891.04	100.0	32.18	0.47	63.91	0.93	0.0	0.0	6,794.95	98.61
1982	6,983.71	100.0	30.94	0.44	62.35	0.89	0.0	0.0	6,890.42	98.66
1983	6,909.66	100.0	30.99	0.45	63.87	0.92	54.15	0.78	6,760.65	97.89
1984	7,649.6	100.0	31.2	0.41	30.5	0.40	0.0	0.0	7,587.9	99.19

註 : 1) 各項目 우측의 숫자는 構成比(%)임.
2) 外換保有額은 總外換保有額을 말함.
3) 國內保有金에 대해서는 1972년 4월까지는 金衡「온스」(31.1035그램)當 35달러, 同年 5월부터는 38달러, 그리고 1973년 10월부터는 42.22달러로 계산되었으며, 海外預託金은 買入原價로 계산되었음.
4) 外國換銀行 本支店計定中 甲計定은 제외, 1976년 7월부터 外國銀行 國內支店의 保有外換을 제외시켰음.

資料 : 韓國銀行

2) 外換保有高는 우리나라 外國換銀行의 對外的 外貨資產(claims on foreign residents)에서 流動性이 적은 本支店 각 計定項目과 海外出資額 등을 제외한 外貨資產과 일치한다. 對外決濟 등으로 보유하는 外貨資產을 對外支拂準備用 外國換이라고 하며, 이를 「스톡」槪念으로 본 것이 外換保有高이다.

2)에서 보듯이 總外貨資產保有高는 金, SDR, IMF「포지션」 그리고 外國換으로 구성되어 있으며, 이 중에서 外國換 形態의 外貨資產保有가 대부분을 차지하고 있다. 1970~84年 期間中 金의 比重은 0.5%가 채 되지 못하고 SDR이나 IMF「포지션」도 그 比重이 무시될 정도로 적어, 1984年末 現在 外國換의 比重은 99% 이상에 달하고 있다.

우리나라 外貨資產需要函數의 推定에 있어서 外換保有額을 네 가지 형태로 나누어 각각 回歸分析을 하였는데, 그 형태는 總外換保有高, 金을 제외한 總外換保有高, 中央銀行이 保有한 外貨資產, 그리고 中央銀行과 國內預金銀行의 外換保有高의 合이다. 그리고 현재와 같은 우리나라의 變動換率制는 1980年 2月부터 채택되었으므로, 標本期間은 우선 우리나라가 固定換率制를 채택했던 1960年부터 1978年까지로 하였다. 1979年은 2次石油波動이 있었던 해여서 일단 標本資料에서 제외하였으며 時系列資料는 分期別資料를 사용하였다.

일반적으로 外貨資產需要函數의 推定에는 두 가지 接近法이 있다. 하나는 소위 瞬間調整模型을 적용하여 需要函數를 推定하는 것이며, 다른 하나는 部分調整模型을 통하여 外貨資產需要函數를 推定하는 것이다. 이러한 두 가지 接近法은 貨幣需要函數의 推定에 널리 쓰이고 있으나[3] 外貨資產 需要推定에도 같이 적용될 수가 있다. 需要函數의 推定에 이용되는 瞬間調整模型의 槪念은 실제로 保有한 外貨資產의 수준이 바라는 수준에 미달될 때, 그 부족분을 補充하게 되는데 그러한 調整行爲는 다른 資產을 처분하거나 借入을 통해서 할 수 있으며 이에 따라 費用이 발생하게 된다. 이러한 調整費用이 상대적으로 微微하다고 看做될 때는 그 부족분의 全量이 일시에 補充된다고 假定하고 需要函數를 線型對數(log linear)의 型態로 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$lnR^d = a_0 + a_1 lny + a_2 lnAPI + a_3 lns + e$$

여기서 事後의 統計資料를 사용하여 外貨資產의 需要를 推定함에 있어서 瞬間調整標型의 경우에는 R^d의 代用値가 實際値 R이 되며 이 때의 R은 實質對外準備資產이 된다. 그리고 y는 實質所得, API는 平均輸入性向을 나타내는 變數들이다. 또한 s는 對外去來上의 不確實性을 나타내며 통상적으로는 輸入額 時系列이나 外換保有額 時系列의 分散이 사용되며 e는 回歸方程式의 攪亂項을 가리킨다. 모든 變數에는 自然對數가 적용되고 있으므로 a_1, a_2 및 a_3의 推定値는 該當變數의 彈力性을 나타내기도 한다.

이와는 달리 部分調整模型의 경우에는 調整費用은 무시할 수 없을 정도로 크기 때문에 外貨資產의 實際値가 원하는 일정한 수준에 미달되어도 부족분 전량이 아니라 일부분만 補充한다는 것을 假定하고 있다. 이러한 假定에 의하면 部分調整模型의 外貨資產需要의 函數는 다음과 같이 나타난다.

$$lnR_t - lnR_{t-1} = k(lnR_t^d - lnR_{t-1})$$

이 方程式이 뜻하는 바는 $t-1$期에서 調整이 시작되며 調整費用을 감안하여 $t-1$期의 實際水準이 원하는 適正水準 R^d에 부족되는 量의 k部分만 調整을 하게 되어 調整量 $k(lnR_t^d - lnR_{t-1})$는 調整이 끝난 t期와 調整前의 $t-1$期 實質外貨資產의 差와 같게 된다는 것이다. 여

3) 이에 관하여는 Feige(1967)의 論文을 참조.

기서 k는 調整係數를 나타내며 實證分析을 통하여 그 推定値를 구할 수 있다. 위의 方程式을 t符號는 생략하여 다음과 같이 回歸方程式으로 변형할 수 있다.

$$lnR = ka_0 + ka_1 lny + ka_2 lnAPI + ka_3 lns + (1-k) lnR_{-1} + ke$$

여기서는 1960～78年 期間의 分期別 기준으로 部分調整模型에 입각한 外貨資產需要函數만을 推定하였다[4]. 〈表 3〉에서 볼 수 있듯이 各 係數의 t값은 모두 2보다 크게 나타나 說明變數의 有意度가 상당히 높음을 알 수 있으며 특히 時差從屬變數의 t값은 3보다 크게 나타나 部分調整模型의 적용을 정당화시켜 준다. 時差從屬變數의 平均値는 0.62가 되며 이로써 調整係數 k의 推定値는 $k=1-0.62=0.38$이 된다. 이것은 한 分期동안에 不均衡의 38% 정도가 시정된다는 것을 의미한다. 그리고 方程式이 對數函數로 표시되고 있으므로 各 說明變數의 推定値를 調整速度로 나누면 各 變數의 長期彈性値가 된다. 예컨대 〈表 3〉의 결과를 이용하여 調整이 끝난 상태의 外貨資產需要函數를 구해 본다면

$$lnR_1^* = \frac{2.583}{1-0.651} + \frac{0.272}{1-0.651} lny + \frac{0.273}{1-0.651} ln\ API$$
$$= 7.401 + 0.7794 lny + 0.7822 lnAPI$$

가 된다. 그리하여 外貨資產需要에 대한 長期所得彈力値와 平均輸入性向의 彈力値는 둘 다 0.78에 가깝다[5].

지금까지는 우리나라가 固定換率制를 채택하는 동안 中央銀行이나 預金銀行이 보유한 對外準備資產의 需要函數를 1962～78年 期間의 分期別資料를 사용하여 推定하였으나 여기에서는 우리나라가 1980年부터 채택해 온 現行의 管理變動制期間을 포함시킨 1962～83年 期間까지의 年別資料를 사용하여 需要函數를 回歸分析하고자 한다.

이에 대한 根據는 엄격한 意味의 變動換率制下에서는 자유스럽고 時宜適切한 外換市場機能에 의하여 換率이 國際收支의 불균형을

〈表 3〉 우리나라 外貨資產需要函數의 推定結果

(標本期間=1960. Ⅱ～1978. Ⅳ)

實質外換保有額	常數	實質所得 ($ln\ y$)	平均輸入性向 ($ln\ API$)	時差從屬變數 ($ln\ R_{-1}$)	$s.e.$	R^2	$D.W.$	e
$ln\ R_1$	2,583(2.08)	0.272(2.42)	0.273(2.16)	0.651(4.20)	0.136	0.976	2,128	0.555
$ln\ R_2$	2,903(2.04)	0.241(2.59)	0.232(2.21)	0.595(3.29)	0.155	0.956	1,876	0.708
$ln\ R_3$	2,875(2.20)	0.248(2.64)	0.231(2.18)	0.581(3.23)	0.158	0.954	1.806	0.706
$ln\ R_4$	2,486(2.06)	0.271(2.47)	0.267(2.17)	0.658(4.38)	0.137	0.976	2,119	0.553

註 : 1) R_1=總外換保有高, R_2=總外換保有高에서 金을 除外한 것, R_3=中央銀行이 保有한 外貨資產, R_4=中央銀行 및 預金銀行이 保有한 外貨資產, $s.e.$=標準誤差, R^2=回歸方程式 決定係數, y=實質GDP, $D.W.$=Durbin Watson 統計量, e=誤差項의 時系列 相關係數

2) ( )안은 係數의 t값.

3) 實質變數는 消費者物價指數(CPI)로 「디플레이트」되었음.

資料 : 韓國銀行 『統計月報』 및 IFS.

4) 1960～48年의 標本期間이 비교적 짧아서 年間資料를 쓰기에는 충분하지 못하며 同期間中 分期別 資料를 써본 결과 部分調整模型이 더 적합한 模型으로 나타났다.

5) lny 및 $ln\ API$에 대한 係數가 理論的으로 꼭같아야 하는 것은 아니나 우리나라의 경우 같게 나타났다. 이것은 곧 外貨資產需要는 輸入水準($ln\ m$)의 函數임을 意味하기도 한다.

시정할 것이지만, 실제적으로는 세계의 어느 나라도 이러한 自由變動換率制를 채택하지 않고 있으며 그 대신 필요한 경우 政府가 外換市場에 직접 개입하여 換率變動에 기여하는 管理變動換率制를 채택하고 있다는 사실에 있다. 이것은 또한 國際收支의 일시적이고 예상하지 못한 불균형을 반드시 換率調整으로 시정하기보다는 政府의 海外借入이나 支出政策의 調整을 통해 불균형을 시정할 수도 있기 때문에 換率制度와는 관계없이 여전히 어느 정도의 外換保有는 對外支拂準備用으로 필요하게 된다는 사실과도 관계가 깊다.

우리나라도 1980年 2月부터 複合通貨「바스켓」형태의 變動換率制를 실시함으로써 원貨의 換率은 매일매일 변동되어 왔는데, 그럼에도 불구하고 外換保有의 필요성은 여전히 존재하는 것이다. 이와 관련하여 우리나라의 경우 外資의 比重이 크고 國際金融市場에서 多量의 資金을 借入해 와야 하기 때문에 전통적인 外換保有 決定要因 이외의 또 다른 要因이 작용하고 있다 하겠다. 즉 海外借入時 借入國의 外債償還能力이나 對外信認度 여하에 따라 借入條件이 달라지므로 借入國의 外債償還能力이 증대될수록 그만큼 外換保有의 필요성은 줄어든다고 할 수 있다.

本硏究에서는 對外信認度變數 이외에 物資備蓄變數가 추가로 사용되었다. 우리나라는 石油 및 중요한 輸入原資材 그리고 食糧 등과 같은 主要物資를 비축하고 있는데, 이러한 主要物資의 購入을 위하여 막대한 外貨가 사용되므로 이의 在庫增減은 당연히 外換保有高 결정에 영향을 준다. 즉 備蓄物資가 증가할수록 그만큼 外換保有의 필요성이 줄어들어 外換保有와 物資備蓄變數 사이에는 逆의 關係가 성립한다고 하겠다.

〈表 4〉의 回歸方程式(Ⅰ)에는 實質所得變數 y와 平均輸入性向變數 API 그리고 外債償還能力을 나타내는 外債元利金償還比率變數 DSR이 사용되었다. 規模와 開放度를 나타내는 y와 API變數는 符號도 理論과 합치되고 그 t값이 월등하게 크기 때문에 變數의 有意度도 상당히 높다. 그리고 기존의 전통적인 貨幣需要函數의 推定에서 所得彈性値가 1에 가깝게 나타난 것처럼 實質所得變數의 所得彈性値가 모

〈表 4〉 우리나라 外貨資產需要函數의 推定 結果

(標本期間=1962～1983)

實質外換保有[1]	常數	實質所得[1] (lny)	平均輸入性向 ($lnAPI$)	外債元利金償還比率 ($lnDSR$)[2]	備蓄 ($lnINV$)[3]	R^2	$D.W.$[4]
(Ⅰ) $ln\ R_1$	−0.85(−0.51)*	0.89(6.01)	0.58(2.22)	0.11(1.07)*	—	0.94	1.36
(Ⅱ) $ln\ R_1$	−3.45(−2.67)	1.04(7.37)	—	0.15(1.43)	−0.12(−1.31)	0.93	1.2
(Ⅲ) $ln\ R_1$	−1.11(0.61)**	0.91(5.83)	0.53(1.72)	0.11(1.06)**	−0.039(−0.41)**	0.94	1.3

註：1) 實質變數는 名目變數를 GNP deflator로 나눈 것임.
2) DSP(Debt Service Ratio)는 外債元利金償還比率을 나타냄.
3) INV는 輸入原資材備蓄(單位：百萬원)을 의미하며 실제 推定에서는 다른 變數들의 單位가 百萬달러이므로 원貨의 對달러換率(年間平均値)로 나누어 사용하였다.
4) $D.W.$은「더빈·와트슨」統計値임. 本回歸分析에서 自己系列相關(autocorrelation)이 존재하지 않기 위해서는 $D.W.$값이 1.8～2.04 사이에 있어야 한다.
5) ( )의 숫자는 t統計값을 의미함.
6) 실제 推定에서 사용한 單位는 百萬달러임.
* 5% 有意水準에서 t값의 臨界値는 1.33임.
** 5% 有意水準에서 t값의 臨界値는 1.34임.

두 1에 가깝게 나타난 것은 매우 의미있는 사항이라 할 수 있다[6]. 그러나 이에 비하여 信認度變數인 *DSR*은 *t*값이 그리 높지 않게 나타났다. 참고로 〈表 5〉는 *DSR*의 年度別 推移로 短期外債利子를 元利金償還額에 포함시키는 경우와 이를 제외하는 경우의 두가지 *DSR*이 있으며, 〈表 4〉의 *DSR*은 短期外債利子를 포함시킨 *DSR*이다.

回歸方程式(Ⅱ)에는 開放度變數가 빠지고 그 대신 備蓄變數가 추가로 들어갔는데 그 결과 信認度變數의 *t*값은 1.4 이상으로 올라갔다. 그리고 備蓄變數의 推定係數도 負의 값이 되어 기본적으로 理論과 합치된다고 하겠으나 *t*값은 1.31로 統計的 有意性이 그리 높은 것은 아니었다.

回歸方程式(Ⅲ)의 경우에는 信認度變數와 備蓄變數를 開放度變數와 함께 사용하였는데 이때의 결과는 별로 좋지 않게 나타났다. 즉 信認度變數와 備蓄變數의 *t*값이 아주 작게 나타났다.

지금까지의 推定結果를 정리해 본다면 1962~78년까지의 固定換率制 기간동안 分期別資料를 部分調整模型에 맞추어 각각 사용한 경우 둘 다 規模를 나타내는 實質所得變數와 開放度를 나타내는 平均輸入性向變數가 여러 說明變數 중에서 우리나라 外貨資產需要函數의 主要決定要因으로 나타났고, 1962~84年까지 年間基準資料를 사용한 경우에도 역시 위의 두 變數의 重要度가 역시 높았다. 그리고 對外信認度를 나타내는 外債元利金償還比率(*DSR*) 變數와 備蓄變數도 추가로 사용한 결과, 統計的 有意度는 그리 높지 않게 나타났으나 그런대로 앞서 다루었던 理論的 模型에는 부합되는 것으로 나타났다.

한편 이러한 사실은 중요한 정책적 의미를 내포한다. 즉 과거에는 外債問題에 관련되는 對外信認度變數와 輸入原資材備蓄變數가 理論上으로 適正外換保有高 결정에 상당한 영향을 미치고 있음에도 불구하고 이것이 外換保有高 政策에 능동적으로 반영되지 않았음을 의미한다.

〈表 5〉 外債元利金 償還比率(DSR) 推移

(단위 : %)

	DSR (1)	*DSR* (2)
1962	0.7	0.8
1963	0.9	0.9
1964	2.6	2.6
1965	5.0	5.0
1966	2.9	3.2
1967	5.2	5.4
1968	5.2	5.4
1969	7.8	8.6
1970	18.2	18.5
1971	20.4	21.7
1972	18.4	18.7
1973	14.2	14.8
1974	11.2	13.1
1975	12.0	14.4
1976	10.6	12.8
1977	10.2	11.9
1978	12.1	13.9
1979	13.3	16.3
1980	13.1	18.7
1981	13.7	20.7
1982	15.6	20.9
1983	15.4	19.3

註 : *DSR*(1)=中長期外債元利金償還額/經常受入(輸出額+貿易外受入)
DSR(2)=短期外債利子를 포함한 總外債元利金償還額/經常受入

6) 〈表 4〉에서의 所得彈力値가 〈表 3〉의 所得彈力値보다 조금 크게 나타난 것은 前者가 瞬間調整模型임에 비하여 後者는 部分調整模型으로 模型上의 차이에서 起因할 수도 있으며 後者인 경우 模型의 性格上 分期別 資料를 사용함에 있어서 GNP deflator는 季節性이(seasonality) 강해서 대신 消費者物價指數를 deflator로 採擇한 것에도 起因했을 것이다.

Ⅵ. 우리나라의 適正外換保有高의 測定과 問題點

우리나라 外貨資產需要函數의 推定은 外換保有額의 움직임을 몇 개의 主要說明變數로 回歸分析한 것에 지나지 않는다. 그러나 막상 어느 정도의 外換保有額이 우리나라 실정에 비추어 적절한가는 지극히 중요한 문제이긴 하지만 이에 대한 단정적인 해답을 구할 수 없는 것이 현재의 실정이다.

그러나 外換保有高의 適正水準이 얼마인가에 대해서는 다음과 같은 세 가지 接近法이 있을 수 있다. 첫째는 비록 實際計算이 어렵기는 하나 理論的으로는 뜻이 명확한 外換保有高額의 最適水準이라는 槪念이 있다. 즉 外換資產 1單位를 추가로 保有하고자 할 때 발생하는 限界費用과 限界利益을 비교하여 이 두 가지가 일치할 때의 外換保有高를 最適水準이라고 하여 이를 구해 볼 수가 있다.

外換의 1單位 追加保有에 대한 限界費用의 測定에 있어서는 앞에서는 論議되었듯이 機會費用의 槪念이 중요한 역할을 한다. 外換을 1單位 추가로 保有하는 대신에 국내에 그것을 投資했을 경우 投資收益이 발생하는 것을 限界投資收益率(r_s)이라 할 수 있다.

그러나 많은 부분의 保有外換은 外國銀行에 예치하거나 外貨表示有價證券 형태로 外換을 保有하기 때문에 一定額의 利子收益率 r_m이 발생하여 1單位 外換保有의 純機會費用은 결국 r_s-r_m이 된다. 그러나 실제에 있어서 平均利子收益率 r_m의 값은 구하기가 그리 어렵지 않으나 限界投資收益率 r_s의 값을 구하는 것은 任意性이 개재되어 그리 쉬운 일이 아니다.

한편 外換의 1單位 追加保有에 대한 限界利益은 앞서 논의되었듯이 外債負擔의 輕減에 연결시켜 推定해 볼 수 있다. 즉 현재 國際金融市場에서 결정되고 있는 加算金利의 引下에서 限界收益의 推定値를 찾을 수 있다. 즉 外貨資產을 1單位 더 保有함으로써 對外信認度를 올리게 되고 이에 따라 적용되는 加算金利가 引下될 수 있으며 그만큼 外債負擔이 줄어들 수 있기 때문이다.

그러나 실제에 있어 加算金利의 결정은 借入國의 外換保有高 수준뿐만이 아니라 輸出伸張率, 經濟成長率, 더 나아가서는 借入國의 政治的 안정 여하에 따라 크게 달라진다. 또한 借入費用은 加算金利뿐만 아니라 借入에 따른 各種 附帶費用(front-end fee)까지 포함되는데, 이때 信用狀態가 나쁜 국가에 대해서는 加算金利를 높여 그 信用度를 대외적으로 公表하기보다는 그 대신 附帶費用을 높이는 便法을 쓰기도 한다. 따라서 追加的인 外換保有가 초래하는 限界利益을 밝혀내기란 거의 불가능하다고 하겠다(表 6 및 表 7 參照).

두번째의 接近方法은 外換保有의 適正水準에 대한 좀더 구체적이고 현실적인 測定値를 추구해 보는 것인데, 현재 國際通貨基金(IMF)이나 世界銀行(IBRD)을 포함하는 주요 貸出機關에서 適正하다고 생각하는 外換保有高 수준을 고려해 보는 것이다.

이들이 부여하는 수준은 年間輸入額의 1/4 또는 3個月輸入額에 해당하는 外換을 保有하도록 권고하고 있다. 특히 開途國의 경우는 外債償還額 比重이 점차 커짐에 따라 總外換保有額의 適正水準을 단순히 貿易收支上의 輸

〈表 6〉 各國의 總借入費用[1]

(단위 : 年率, %)

	件數	平均事前支給費用 (A)	平均加算金利 (B)	總借入費用 (A+B)
OECD 諸國	74	0.15	0.55	0.70
프랑스	6	0.07	0.43	0.50
덴마크	4	0.13	0.45	0.58
그리이스	10	0.14	0.55	0.69
이탈리아	19	0.16	0.55	0.71
스페인	20	0.17	0.59	0.76
포르투갈	5	0.19	0.65	0.84
기타	10	0.17	0.55	0.72
開途國	109	0.24	1.07	1.31
인도네시아	4	0.11	0.41	0.52
콜롬비아	4	0.17	0.94	1.11
韓國	13	0.18	0.62	0.80
베네수엘라	15	0.20	0.69	0.89
멕시코	16	0.21	0.72	0.93
필리핀	4	0.22	0.82	1.04
칠레	5	0.24	1.31	1.55
페루	3	0.24	1.33	1.57
아르헨티나	8	0.37	1.32	1.69
브라질	22	0.40	2.07	2.47
기타中南美國	3	0.27	1.59	1.86
기타	12	0.12	0.40	0.52
全體	183	0.21	0.86	1.07

註 : 1) Libor 基準이며 期間은 1981~83年中의 平均임.
資料 : *The Banker*, 1984, 12.

入額의 1/4로 보는 것보다는 年間經常支給額의 1/4 수준으로 보는 것이 더 타당하다는 주장도 있다.

그러나 開途國 立場에서 보면 年間輸入額의 1/4 정도가 꼭 外換保有의 適正水準이라고 하기는 힘든 이유가 많다. 왜냐하면 借入國의 貿易「패턴」이 各國마다 다르고 換率制度도 다를 수 있으며 各國이 備蓄하고 있는 主要原資材의 在庫比率도 각기 다르기 때문에, 일률적으로 輸入額의 1/4 수준을 外換保有의 適正水準으로 정해 놓고 여기에 맞게 外換保有高를 유지하는 것은 借入國의 立場으로 볼 때

〈表 7〉 우리나라의 公共借款을 제외한 其他借款에 대한 Libor 및 加算金利 推移

(단위 : %)

	Libor	加算金利
1979	14.50	0.7
1980	17.75	0.84
1981	13.75	0.72
1982	9.25	0.62
1983	9.94	0.76
1984	9.97	0.59

資料 : 韓國外換銀行

〈表 8〉 輸入額에 대한 外換保有額 水準

	外換保有額	輸入額 (국제수지 기준)	輸入額의 25%	輸入額의 30%	輸入額의 25% 이하	輸入額의 25~30%	輸入額의 30% 이상
1974	1,039	6,452	1,613	1,936	16.1	—	—
1975	1,150	6,674	1,669	2,002	17.2	—	—
1976	2,119	8,405	2,101	2,522	—	25.2	—
1977	3,615	10,523	2,631	3,157	—	—	34.3
1978	4,365	14,491	3,623	4,347	—	30.1	—
1979	5,090	19,100	4,775	5,730	—	26.6	—
1980	5,914	21,598	5,400	6,479	—	27.4	—
1981	6,043	24,299	6,075	7,290	24.9	—	—
1982	6,355	23,474	5,868	7,042	—	27.1	—
1983	6,263	24,967	6,242	7,490	—	25.1	—
1984	6,672	27,371	6,843	8,211	24.4	—	—

資料 : 韓國銀行, 『調査統計月報』.

반드시 바람직스런 外換保有政策이라고 할 수는 없는 것이다. 그러나 이 수준은 各國마다 조금씩 다르겠으나 外換保有額의 上限水準이라고 볼 수는 있을 것이다.

세번째의 接近方法은 借入國의 立場에서 外換保有額의 機會費用을 참작하고 換率制度의 特性을 감안하여 對外信認度의 높고 낮음에 따라 總外換保有額을 調節하는 방법이다. 특히 主要物資의 在庫增減 여하에 따라 總外換保有額도 이에 맞추어 변동시켜 나갈 필요가 있으며, 또한 年中 外換保有高의 움직임을 면밀히 분석하여 어느 일정수준 이하로 外換保有高가 더 이상 내려가지 않는다면 外換保有額을 지나치게 높은 수준에 유지해야 할 필요가 없을 것이다.

그러면 과거 우리나라의 外換保有高의 움직임이 어떠했는지 살펴보기로 하자. 〈表 8〉은 1974~84年 기간동안 年間 平均外換保有高의 推移와 輸入額對比 外換保有高 比率을 보여주고 있다. 지난 1976年부터 작년 1984年까지는 輸入額의 1/4 기준을 잘 유지해 오고 있음을 알 수 있다. 그러나 〈表 9〉에서 輸入額이 아니라 經常支給額에 대한 外換保有高比率을 보면 조금씩 減少하여 1984年에는 18.8 수준에 머물러 있다. 아마도 이것은 2次石油波動 이후로 國際金融市場에서의 資金梗塞으로 인하여 外換保有 및 管理에 있어 그 전보다 여유가 없어졌기 때문인 것으로 이해할 수 있다. 〔圖 2〕는 우리나라 外換保有高의 月別 움직임을 1979年 이후부터 보여주고 있는데 年間 外換保有高의 絕對額 수준이 모두 上昇趨勢에 있으며 外換保有高가 상당한 額數 이하로는 떨어진 기록이 없는 것으로 나타나고 있다.

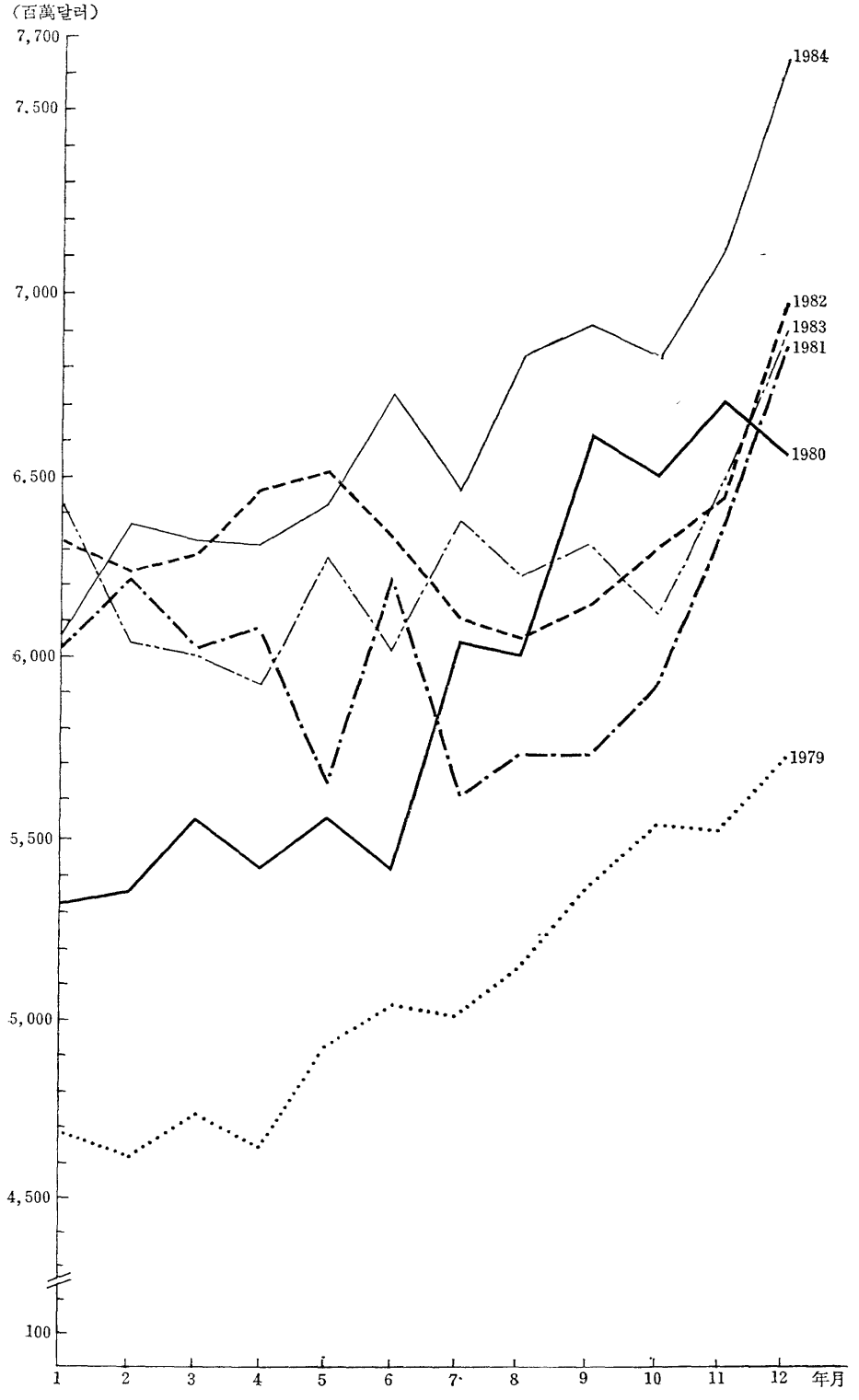
한 나라의 適正外換保有高 수준을 특정 숫자로 단정지어 유도하는 것은 거의 불가능하지만 위에서 서술한 몇 가지 基準과 外貨資產需要函數의 需要決定要因을 감안하여 우리나라 실정에 맞는 外換保有高 수준을 유지할 수 있을 것이다. 國際通貨基金과 世界銀行을 비롯한 國際金融機關에서 일률적으로 정하는 輸入額 1/4 기준은 아마도 當事國의 上限線이 될 것이다. 이 범위내에서 外換政策當局은 追

〈表 9〉 經常支給額에 대한 外換保有額 水準

	(月平殘) 外換保有高	經常支給額	經常支給額의 25%	經常支給額의 30%	經常支給額의		
					25%이하	25~30%	30%이상
1974	1,039	7,598	1,900	2,279	13.6	—	—
1975	1,150	7,997	2,000	2,399	14.4	—	—
1976	2,119	10,120	2,530	3,036	20.9	—	—
1977	3,615	13,284	3,321	3,985	—	27.2	—
1978	4,365	18,718	4,619	5,615	23.3	—	—
1979	5,090	24,121	6,030	7,236	21.1	—	—
1980	5,914	28,347	7,087	8,504	20.9	—	—
1981	6,043	32,416	8,104	9,725	18.6	—	—
1982	6,355	31,504	7,876	9,451	20.2	—	—
1983	6,263	32,581	8,145	9,774	19.2	—	—
1984	6,672	35,563	8,891	10,669	18.8	—	—

註 : 經常支給額(current account payments)=輸入額(國際收支基準)+貿易外支給.
資料 : 韓國銀行, 『調査統計月報』.

〔圖 2〕 우리나라 外換保有高의 推移



加의 外換保有增額이 國際信認度 提高에 기여하여 借入費用을 줄일 수 있는 사실과 또 自國의 主要物資의 備蓄 여하의 相衝關係를 감안하여 外換保有高를 適正水準으로 유지해 나갈 수 있을 것이다.

Ⅶ. 要約 및 結論

本硏究에서는 適正外換保有의 理論的 槪念을 음미하고 우리나라의 外貨資產需要函數를 回歸分析을 통하여 推定함으로써 適正外換保有의 主要決定要因을 살펴보고자 하였다. 또한 本稿에서는 外換保有高를 適正水準에로 유지하는 데 있어서 經濟文獻에서 다루고 있는 전통적인 決定要因, 즉 規模를 나타내는 實質所得變數, 開放度를 나타내는 平均輸入性向變數, 그리고 國際收支의 不透明變數뿐만 아니라 對外信認度와 輸入原資材備蓄變數도 아울러 고려되어야 한다는 것을 理論的으로 규명하였다.

우선 外貨資產需要函數를 추정함에 있어서 우리나라가 固定換率制를 채택한 1962~79年間의 分期別 資料를 部分調整模型에 적용시켜 써 본 결과 說明變數의 統計的 有意性이 만족스러울 정도로 높았다. 더우기 1980年부터 現行과 같은 變動換率制를 실시해 온 기간을 추가하여 1962~83年까지 年間資料를 사용한 결과도 여전히 規模變數와 開放度變數는 說明力이 강한 것으로 나타났다.

그러나 理論的으로 適正外換保有高에 크게 영향을 미치는 對外信認度 變數와 主要 輸入原資材의 備蓄을 나타내는 在庫變數를 추가로 사용하였는데 그 결과 과거에는 이 두 變數가 外換保有高政策에 다소 미흡하게 반영되었음이 지적되었다. 그러므로 앞으로는 外換保有를 適正水準으로 유지하기 위해서는 이 두 變數를 좀더 적극적으로 반영시킬 필요가 있음을 시사해 준다.

外貨資產需要函數의 推定과 함께 本硏究에서는 適正外換保有의 槪念이 論議되었으며 適正水準의 유도를 위하여 세 가지 接近을 시도하였다. 첫째는 外換保有의 限界機會費用과 限界收益이 같게 되는 때의 最適 外換保有額을 導出하였으나, 이 接近方法을 실제 계산이 어렵다는 것이 현실적인 문제점으로 지적되었다.

두번째 方法은 國際通貨基金(IMF)이나 世界銀行(IBRD)을 비롯한 主要 國際金融機關에서 안정수준이라고 생각하고 있는 輸入額의 1/4 수준을 들 수 있으나 이것은 어디까지나 資金供與國의 입장에서 본 것이기 때문에 借入國, 立場에서 보면 이 수준은 自國의 外換保有水準의 上限線이 될 수가 있음이 지적되었다.

그러므로 實際的이고도 바람직스러운 方法으로서 借入國 立場에서 본 適正水準을 우선 年中 外換保有額이 一定水準 이하로 내려가지 않을 때 誘導되는 最低水準을 外換保有의 下限線으로 잡고 借入國의 換率制度, 貿易「패턴」, 對外信認度, 主要原資材備蓄 여하 등을 감안하여 外換保有額을 조절해 나감으로써 外貨資產保有의 效率的管理를 꾀할수 있으며 아울러 國內의 外換保有高를 좀더 適正水準으로 가져갈 수 있으리라 생각한다.

▷ 參 考 文 獻 ◁

朴英哲, 『우리나라의 換率制度와 外換政策의 方向』, 1978.

Clark, Peter B., "Demand for International Reserves: A Cross-Country Analysis," *Canadian Journal of Economics*, 3 (November, 1970), pp. 577~594.

Edwards, Sebastian, "On the Interest Rate Elasticity of the Demand for International Reserves: Some Evidence from Developing Countries," *NBER* Working Paper No. 1532, January, 1985.

_____, "LDC's Foreign Borrowing and Default Risk: An Empirical Investigation 1970~80," *American Economic Review*, forthcoming, (1984a).

Feige, E.L., "Expectations and Adjustments in the Monetary Sector", *American Economic Review*, Supplement, Vol. 57 (May 1967), pp. 462~73.

Frenkel, Jacob A., "The Demand for International Reserves by Developed and Less Developed Countries," *Economica*, 41 (February, 1974), pp. 14~24.

_____, "International Liquidity and Monetary Control," in George von Furstenberg(ed.), *International Money and Credit: The Policy Roles*, (Washington D.C., IMF; 1984).

Gruebel, Herbert G., "The Demand for International Reserves: A Critical Review of the Literature," *Journal of Economic Literature*, 9 (December, 1971), pp. 1148~1166.

Harberger, Arnold C., "On Country Risk and the Social Cost of Foreign Borrowing by Developing Countries," unpublished ms., University of Chicago, 1976.

Heller, H. Robert, "Optimal International Reserves," *Economic Journal*, 76, (June, 1966), pp. 296~311.

Hippel, F. Steb, *The Disturbance Approach to the Demand for International Reserves*, Studies in International Finance No. 35, N.J., 1974.

Iyoha, Milton A., "Demand for International Reserves by Less Developed Countries: A Distributed Lag Specification," *The Review of Economics and Statistics*, 58 (August, 1976), pp. 351~55.

Kenen, Peter B. and Elionor B. Yudin, "The Demand for International Reserves," *Review of Economics and Statistics*, (November, 1979), pp. 614~15.

Williamson, John, "International Liquidity: A Survey," *Economic Journal*, 83 (1973), pp. 685~746.

〈附表〉 韓國의 外換保有高 (1973~84)

(단위 : 百萬달러)

年 月	外換保有高	年 月	外換保有高
1973. 3	758.3	1974. 1	1,075.1
		2	1,050.7
		3	1,031.0
4	814.4		
5	863.0	4	1,056.6
6	899.7	5	1,055.4
		6	1,044.8
7	916.4		
8	934.6	7	1,045.1
9	1,002.2	8	1,013.4
		9	1,015.8
10	1,044.7	10	1,015.9
11	1,054.9	11	1,010.2
12	1,094.4	12	1,055.6
月平均	938.3	月平均	1,039.6

年 月	外換保有高	年 月	外換保有高
1977. 1	2,883.1	1978. 1	4,418.3
2	2,872.2	2	4,376.1
3	3,212.4	3	4,269.1
4	3,247.7	4	4,138.1
5	3,519.5	5	4,101.4
6	*r*3,502.5	6	4,198.5
7	*r*3,656.3	7	4,297.2
8	*r*3,765.6	8	4,353.4
9	*r*4,039.9	9	4,544.3
10	*r*4,246.1	10	4,334.4
11	*r*4,143.6	11	4,418.1
12	4,306.3	12	4,937.1
月平均	3,616.4	月平均	4,365.3

年 月	外換保有高	年 月	外換保有高
1981. 1	6,031.3	1982. 1	6,315.1
2	6,206.6	2	6,241.0
3	6,032.7	3	6,297.6
4	6,086.4	4	6,468.5
5	5,658.3	5	6,504.7
6	6,206.6	6	6,349.5
7	5,614.9	7	6,105.2
8	5,718.3	8	6,072.1
9	5,726.2	9	6,146.3
10	5,949.6	10	6,324.2
11	6,392.4	11	6,452.0
12	6,891.0	12	6,983.7
月平均	6,043.6	月平均	6,355.3

資料 : 韓國銀行, 『調査統計月報』.

年 月	外換保有高	年 月	外換保有高
1975. 1	943.7	1976. 1	1,527.1
2	922.5	2	1,559.5
3	886.9	3	1,702.6
4	963.5	4	1,772.6
5	*r*981.9	5	1,911.0
6	1,097.3	6	2,044.2
7	1,138.6	7	2,128.3
8	1,235.9	8	2,263.6
9	1,271.2	9	2,374.3
10	1,368.4	10	2,586.5
11	1,449.5	11	2,601.5
12	1,550.1	12	2,960.6
月平均	1,150.6	月平均	2,119.4

年 月	外換保有高	年 月	外換保有高
1979. 1	4,696.1	1980. 1	5,328.4
2	4,621.0	2	5,367.3
3	4,743.3	3	5,577.4
4	4,658.7	4	5,415.4
5	4,936.6	5	5,557.8
6	5,058.1	6	5,419.3
7	5,015.1	7	6,051.7
8	5,168.8	8	6,066.9
9	5,394.4	9	6,613.5
10	5,549.4	10	6,406.0
11	5,531.9	11	6,604.1
12	5,708.1	12	6,571.4
月平均	5,090.4	月平均	5,914.5

年 月	外換保有高	年 月	外換保有高
1983. 1	6,432.6	1984. 1	6,303.8
2	6,030.7	2	6,388.1
3	6,000.8	3	6,329.4
4	5,920.9	4	6,309.0
5	6,297.8	5	6,408.5
6	6,017.3	6	6,742.2
7	6,396.3	7	6,470.0
8	6,226.6	8	6,841.5
9	6,312.9	9	6,911.6
10	6,131.2	10	6,845.4
11	6,496.8	11	7,128.1
12	6,909.7	12	7,649.6
月平均	6,264.5	月平均	6,693.9