

# 資本自由化의 進展과 換率政策

金 圭 漢\*

## 〈목 차〉

- I. 머리말
- II. 最近 資本流入의 特徵과 換率動向
- III. 資本流入이 換率에 미치는 影響 分析
- IV. 豫想되는 問題點과 換率政策方向
- V. 要約
- 附錄：1980년 이후 우리나라의 資本自由化 內容

## I. 머 리 말

최근 株式市場의 일부개방 등 資本自由化가 진전되면서 자본유입이 크게 늘어나 資本收支의 黑字가 큰 폭으로 증가하고 있으며 이를 반영하여 1992년 이후 經常收支가 赤字를 나타내고 있음에도 綜合收支가 黑字를 시현하는 현상을 보이고 있다.

이와 같은 대규모의 자본유입은 환율을 하락시킴으로써 우리나라 수출상품의 가격경쟁력을 약화시키게 될 것이며 이를 저지하고자 中央銀行이 外換市場介入을 행할 경우에는 海外部門에서 本源通貨가 증가함으로써 국내물가가 상승할 우려가 있다. 이와 같이 우리나라 경제는 최근의 資本流入과 관련하여 커다란 어려움에 직면하고 있으며 이를 극복하기 위한 정책당국의 적절한 대응이 요망되고 있다.

이에 따라 본고는 향후 자본유입의 증대가 환율에 미치는 영향을 추정해보고 현 시점에서 우리나라의 換率政策과 관련한 문제점을 살펴봄으로써 앞

\* 韓國銀行 金融經濟研究所

으로의 換率政策 方向을 제시하고자 한다.

본 연구는 다음의 내용으로 구성되어 있다. 제2장에서는 最近 資本流入의 特徵과 動向을 살펴보았다. 제3장에서는 資本流入이 換率에 미치는 影響에 관한 實證分析模型과 그 推定結果를 서술하였다. 제4장에서는 대규모의 자본유입에 따라 예상되는 우리나라 換率政策運用上의 문제점을 구체적으로 서술하고 앞의 분석과 논의를 토대로 향후 바람직한 換率政策方向을 제시하였다. 끝으로 제5장에서는 본 논문의 내용을 간단히 요약하였다.

## II. 最近 資本流入의 特徵과 換率動向

### 1. 最近 資本流入의 特徵

우리나라는 1990년 이후 經常收支赤字의 상황하에서도 자본유입의 증대로 資本收支의 黑字幅이 크게 증가함으로써 1992년 이후부터는 綜合收支가 黑字로 전환되었다. 이와 같이 1992년 이후 資本收支黑字가 크게 증가하고 있는 것은 주로 외국인주식투자, 외화채권발행 등 金融部門과 관련된 長期資本의 流入에 기인하는 것으로 이는 1980년대초 經常收支赤字의 累積으로 인한 외환부족을 補填하기 위하여 정부가 공공 및 상업차관 등 實物部門과 관련된 자본<sup>1)</sup>을 적극적으로 도입한 데 따른 자본수지흑자와는 그 성격을 달리하고 있다.

이를 구체적으로 살펴보면 <표 1>에서 보는 바와 같이 1980년대초의 實物部門關聯 長期資本導入額은 공공 및 상업차관, 국내직접투자, 개발기관의 해외차입 등을 중심으로 장기자본도입액의 90% 정도를 차지하였으나 1990년 이후에는 그 비중이 점차 감소한 반면 金融部門關聯 長期資本導入은 1990대 이후 크게 증가하여 1992년부터는 장기자본도입의 主宗을 이루고 있다. 이는 1990년 이후 개발금융기관, 공공기관 및 대기업의 外貨債券發行이 크게 증가하고 특히 1992년 1월부터 株式市場이 일부 개방되면서 외국

1) 최장봉(1993)은 자본수지의 항목을 차관, 직접투자 등 실물산업부문과 직접 연계된 항목, 장·단기무역신용, 장·단기개발기관차입, 수출선수금, 장·단기연불수출 등 실물산업부문과 간접적으로 연계된 항목 그리고 증권투자, 민간의외화예금 등 금융적 동기에 의한 항목의 3가지로 구분하고 있다.

인 주식투자자금이 대거 국내로 유입되었기 때문이다.

〈표 1〉 장기자본의 부문별 유입추이(도입기준)

(단위 : 백만『달러』, %)

	1981-1985	1986-1989	1990	1991	1992	1993.1-11
실 물 부 문 관 련	20,769 (92.3)	12,645 (91.4)	3,081 (66.8)	4,470 (57.8)	3,873 (36.9)	2,932 (21.0)
공 공 차 관	7,524	3,371	418	430	486	356
상 업 차 관	4,957	5,026	30	0	150	0
국 내 직 접 투 자	728	2,853	852	1,175	803	606
무 역 신 용	1,493	1,537	833	921	1,110	604
개 발 기 관 뱅 크 론	5,394	616	289	958	130	60
금 융 부 문 관 련	1,742 (7.7)	1,187 (8.6)	1,529 (33.2)	3,262 (42.2)	6,621 (63.1)	11,010 (79.0)
외 국 인 주 식 투 자	0	0	0	0	2,721	6,711
외 화 채 권 발 행	1,540	1,034	1,027	3,162	3,497	3,371
계	22,511 (100.0)	13,832 (100.0)	4,610 (100.0)	7,732 (100.0)	10,494 (100.0)	13,942 (100.0)

註 : ( ) 내는 구성비임. 資料 : 국제수지(한국은행)

이와 같이 최근 급속히 증가하고 있는 금융부문관련 자본유입은 실물부문의 움직임과는 무관하게 換率과 通貨量 등 巨視經濟變數에 영향을 준다는 점에서 문제의 심각성이 있다. 다시 말하면 경상수지가 적자인 상황하에서는 환율의 하락과 通貨量의 감소를 통하여 經常收支가 자동적으로 조절되는 『메카니즘』이 기대되나 최근 대규모의 금융부문관련 자본유입은 경상수지가 적자인 상황하에서도 환율의 하락요인으로 작용하고 있을 뿐만 아니라 해외 부문에서 通貨量을 급속히 증대시킴으로써 실물부문에 불안정한 영향을 주게 된다.

## 2. 換率動向

1990년 3월 도입된 市場平均換率制度下에서 환율은 외환수급사정을 反映하여 一定變動幅內에서 결정되고 있으며 외환의 수급에 영향을 주는 요소들로는 經常 및 資本去來, 銀行間 外換去來 그리고 中央銀行의 外換市場介入 등을 들 수 있다.

市場平均換率制度 도입 이후 1993년 12월 중 對美換率은 다소 등락을 보

이긴 하였으나 지속적인 상승세(월평균 0.35%)를 시현하였다. 이는 기본적으로 1990년 이후 經常收支赤字가 지속됨에 따라 外換市場이 초과수요상태에 있었고 환율상승에 대한 기대로 외국인환은행이 外換을 지속적으로 매입하여 왔으며 1992년 이후 외국인주식투자자금 등 대규모의 자본유입에 대항하여 中央銀行이 적극적으로 外換買入을 실시하였기 때문인 것으로 보인다.<sup>2)</sup> 그러나 자본유입이 크게 증가하기 시작한 1992년 이후에는 대미환율의 上昇率이 월평균 0.26%에 그쳐 그 이전의 0.39%에 비하여 上昇勢가 둔화됨을 보이고 있는 바 이는 자본유입의 영향이 적지 않았음을 反英하고 있다. 실제로 1992년 6월~10월중에는 經常收支가 다소 호전되는데다 외국인 주식투자자금 등 자본이 대거 유입되어 환율이 0.69%나 하락하였으며 1993년 3월중에는 경상수지가 큰 폭의 적자를 시현했음에도 불구하고 資本流入의 증대로 換率이 0.42%나 하락하였다.

한편 市場平均換率制度의 도입 이후 換率變動性(exchange rate volatility)을 1992년 1월 주식시장의 개방 이전 기간과 이후 기간으로 나누어 살펴보면 예상과는 달리 주식시장개방 이후에 換率의 變動性이 감소한 것으로 나타났다<표 2>. 日中換率의 變動幅은 換率變動許容幅이 점차 확대됨을 반영하여 주식시장개방 후에 증가하였으나 換率의 月中標準偏差와 日中變動率은 주식시장개방 이후 감소한 것으로 나타났다. 이처럼 주식시장개방 이후 換率의 變動性이 감소한 것은 株式市場開放 이전의 기간에는 經常收支의 赤字幅이 확대되면서 환율이 빠른 속도로 상승한 반면 株式市場開放 이후에는 대폭적인 자본유입이 經常收支의 赤字를 相殺시킴으로써 환율이 보다 안정적으로 움직였기 때문으로 생각된다.

2) 이와 같은 中央銀行의 外換買入을 반영하여 (외환보유액+국내예탁금)의 잔고가 1992년 이후 급상승하고 있으며 이에 따라 해외부문에서의 本源通貨가 크게 증가하고 있음.

외환보유액 및 본원통화(증감)의 추이

(단위 : 10억원)

	1990.3~12중	1991중	1992중	1993.1~10중
외환보유액 +				
국내예탁금	5,230	-2,038	2,615	5,806
본원통화 (해외부문)	3,525 (1,261)	2,511 (-170)	786 (3,095)	2,266 (2,628)

〈표 2〉 주식시장개방 전후의 환율변동성 추이

기 간	일중변동폭(평균)	일중변동률(평균)	일별환율의 월중표준편차(평균)
1990.3~1993.12	0.860217	0.582174	1.503863
1990.3~1991.12	0.830909	0.594091	1.566376
1992.1~1993.12	0.887083	0.571250	1.446559

### III. 資本流入이 換率에 미치는 影響 分析

#### 1. 理論的 分析模型

換率決定理論은 다음과 같이 크게 두 가지로 구분된다. 첫째는 1950~60 년대에 유행하였던 『플로우』接近法으로서 환율은 국가간 재화의 相對價格이므로 수출입거래와 관련한 외환거래의 需給均衡(flow)에 의하여 결정된다. 強力性接近法(elasticity approach), 總支出接近法(absorption approach)이 대표적인 이론이며 국가간 금융자산의 이동이 극히 제약된 상황을 가정하고 있다는 점에서 한계를 갖는다. 둘째는 1970년대 이후 최근까지 유행하고 있는 資産市場接近法(asset market approach)으로서 환율은 대내외 금융자산의 상대가격으로 『스톡』성격의 대내외 금융자산의 需給均衡(stock)에 의하여 결정된다. 동 접근법은 1960년대 말부터 국가간 단기자본거래가 활발해지면서 환율이 경상거래뿐만 아니라 자본거래에 의하여 크게 영향을 받게 되었음을 반영하고 있다. 이중 通貨論的接近法(monetary approach)은 환율이 교역상대국 통화의 상대가격을 나타낸다는 점에서 통화수급에 의하여 환율의 변동을 설명하고 있으며 資産選擇接近法(portfolio balance approach)은 이를 일반화하여 환율의 변동을 통화를 포함한 대내외 금융자산의 수급에 의하여 설명하고 있다. 구체적으로 資産選擇接近法에 따르면 환율은 단기적으로는 대내외 금융자산의 상대가격이기 때문에 對内外 實質金利差와 미래의 期待換率에 민감하게 반응하며 단기의 환율이 經常收支를 균형시키는 환율과 괴리가 발생할 경우 경상수지의 불균형은 純外貨資産을 변화시키고 이는 『스톡』성격의 외환수급을 변화시킴으로써 환율은 장기적인 균형수준으로 수렴된다는 것이다.

본고에서는 우리나라의 경우 최근 外貨債券發行, 주식시장의 일부 개방 등 資本自由化의 幅을 확대하면서 국가간 외화금융자산 및 부채의 거래가 활발해지고 있으며 市場平均換率制度의 도입 이후 환율이 주로 외환시장의 수급에 의하여 결정되고 있음을 감안하여 금융시장접근법에 입각한 외환시장의 部分均衡模型을 分析模型으로 사용하였다. 외환시장의 부분균형모형에 따르면 환율은 주식시장에서 株價가 결정되는 바와 같이 純外貨資産(net foreign asset)의 수요와 공급이 균형을 이루는 과정에서 결정되며 이러한 과정에서 외화시장에서의 外換去來(flow)가 발생하게 된다.

우선 자본거래에 있어서 民間(국내 대기업 또는 금융기관)의 純外貨資産에 대한 超過需要는 자본수지적자(누계)로 나타나며 이는 民間의 外貨金融資産에 대한 수요에서 民間의 外貨金融資産의 공급과 외국투자자의 원화금융자산에 대한 수요를 차감함으로써 구해진다. 현재 우리나라의 경우 자본거래에 있어서 民間의 外貨金融資産에 대한 수요는 延拂輸出, 海外直接投資 및 일부 기관투자자에게 허용되어 있는 外貨證券投資 등을 들 수 있다.

한편 民間의 外貨金融資産의 공급은 대기업 및 개발금융기관의 외화채권 발행, 장·단기무역신용, 『뱅크론』, 상업차관 등 海外借入을 들 수 있으며 외국인투자자의 원화자산에 대한 수요는 『코리아펀드』 등 외국인 間接證券投資와 1992년 1월부터 허용된 외국인주식투자 등을 들 수 있다.

만약 자본유출입에 대한 규제가 없다면 자본거래에 있어서 民間의 純外貨資産에 대한 초과수요는 金利 및 株價收益率 등 국내외 금융자산에 대한 投資收益率의 격차에 의하여 결정되므로 식(1)로 표시할 수 있다. 그러나 우리나라의 경우 아직 대부분의 자본거래가 규제대상이 되어 있으므로 본고에서는 이를 반영하여 자본거래에 있어서 民間의 純外貨資産에 대한 초과수요는 내생적으로 결정되기 보다는 식(2)와 같이 정책에 의하여 外生的으로 결정된다고 가정하였다.

$$Z_{1t}^d = a(r_t^* + e_t^e - r_t) + b(s_t^* - s_t) \cdots \cdots (1) \quad a, b \geq 0$$

$$Z_{1t}^d = -KA_t \cdots \cdots (2)$$

여기서  $Z_{1t}^d$ 는 資本去來에 있어서 民間의 純外貨資産에 대한 초과수요,  $r_t^*$ 는 해외금리,  $r_t$ 는 국내금리,  $e_t^e$ 는 기대환율상승률,  $s_t^*$ 는 외국의 예상주가상승률,  $s_t$ 는 국내의 예상주가상승률이며,  $KA_t$ 는 장·단기자본수지흑자의 누

계이다.

다음으로 경상거래에 있어서 純外貨資産에 대한 超過供給은 經常收支黑字의 累計가 되며 이는 식(3)으로 표시된다.

$$Z_t^s = CA_{t-1} + c(l_n e_t + l_n p_t^* - l_n p_t) \cdots \cdots (3) \quad c \geq 0^3)$$

여기서  $Z_t^s$ 는 純外貨資産에 대한 초과공급,  $e_t$ 는 환율,  $CA_t$ 는 경상수지흑자의 누계,  $p_t^*$ 는 해외물가수준,  $p_t$ 는 국내물가수준을 나타낸다.

한편, 정부부문이 수요하는 純外貨資産은 우리나라의 경우 외환보유액과 국내예탁금의 합( $R_t$ )으로 표시된다. 4)

$$Z_{2t}^d = R_t \cdots \cdots (4)$$

外換市場의 均衡條件은 정부의 純外貨資産에 대한 수요와 자본거래에서 民間의 純外貨資産에 대한 초과수요의 합 ( $Z_{1t}^d + Z_{2t}^d$ )이 民間의 純外貨資産의 초과공급( $Z_t^s$ )과 같을 때 성립된다. 식(2)－(4)를 이용하여 외환시장의 균형조건을 구하면 식(5)가 되며 이로부터 均衡換率의 결정식을 도출하면 식(6)이 된다.

$$CA_{t-1} + c(l_n e_t - (l_n p_t - l_n p_t^*)) = -KA_t + R_t \cdots \cdots (5)$$

$$l_n e_t = \frac{-1}{c} CA_{t-1} + \frac{1}{c} R_t - \frac{1}{c} KA_t + (l_n p_t - l_n p_t^*) \cdots \cdots (6)$$

식(6)은 실제 환율이 주로 경상 및 자본거래, 외환당국의 外換市場介入 그리고 국내외 물가차에 의하여 결정되고 있음을 보여주고 있다. 곧, 經常收支와 資本收支黑字의 累計가 증가하면 純外貨資産의 초과공급이 발생하므로 환율이 하락하게 되며 中央銀行이 外換買入을 행할 경우에는 순외화자산의 초과수요가 발생하므로 환율은 상승한다. 한편 국내물가수준이 해외물가수준보다 높을 경우에는 價格競爭力의 弱화로 경상수지가 악화되므로 환율은

3) 여기서 경상수지는 실질환율에 의하여 결정된다고 가정하였음.

4) 우리나라의 경우 외환보유액과 국내예탁금의 합은 주로 외환시장개입, 중앙은행 외화자산의 운용수익, 對주한 UN군과의 외환거래 등으로 구성되며 이중 외환시장개입의 비중이 가장 크며 주 변동요인이 되므로 본고에서는 동변수의 변동을 외환시장개입의 代理變數(proxy variable)로 사용하고자 함.

상승하게 된다. 그리고 환율결정식인 식(7)에는 外換市場介入變數가 獨立變數로 포함되어 있기 때문에 경상 및 자본수지흑자누계의 추정계수는 中央銀行의 外換市場介入이 없는 경우 동거래가 환율에 미치는 영향으로 해석할 수 있다.

## 2. 實證分析

### 가. 使用資料와 推定式의 設定

본 분석에서 사용된 자료는 월별자료로서 분석대상기간은 시장평균 환율제도 도입이후의 기간(1990.3~1993.9)이며 모든 자료는 X-11 ARIMA를 이용하여 계절조정후 사용하였다. 참고로 추정에 사용된 자료를 정리하면 아래와 같다.

변 수 명	사 용 자 료
환율( $e_t$ )	대미『달러』환율(월 평균)
자본수지흑자의 누계( $KA_t$ )	1990.2 이후의 자본수지흑자의 누계
경상수지흑자의 누계( $CA_t$ )	1985.1 이후의 경상수지흑자의 누계
중앙은행의 순외화자산 수요( $R_t$ )	외환보유액+국내예탁금
외국의 물가지수( $p_t^*$ )	미국의 소비자물가지수(1985=100)
국내물가지수( $p_t$ )	한국의 소비자물가지수(1985=100)

우선 앞에서 언급한 각 자료에 대하여 ADF 單位根檢定(Augmented Dickey-Fuller unit root test)을 실시한 결과 모든 자료가 單位根을 갖는다는 歸無假說을 5% 유의수준하에서 기각할 수 없었으며 그 결과는 아래와 같다.

### 單位根 檢定結果

변 수 명	t 값
환율( $e_t$ )	-2.128(3)
자본수지흑자의 누계( $KA_t$ )	-3.214(5)
경상수지흑자의 누계( $CA_t$ )	-1.652(7)
중앙은행의 순외화자산 수요( $R_t$ )	-1.054(7)
물가상승격차( $l_n p_t - l_n p_t^*$ )	-0.881(4)

註 : ( )는 自己差分變數의 時差數임.

다음으로 모든 변수들이 單位根을 갖고 있으므로 이들 변수간에 장기균형 관계가 존재하는가를 검정하기 위하여 共積分檢定을 실시하였다. 공적분검정결과에 의하면 환율결정식 (6)의 경우 변수사이에 共積分이 존재하지 않는다는 歸無假說을 5%의 유의수준하에서 기각할 수 없었다. 이와 같은 시



계열분석결과에 의하면 환율결정식 (6)의 변수는 불안정한(nonstationary) 시계열이지만 변수사이에 共積分關係가 없으므로 誤差修正模型이 아닌 모든 변수를 1次 差分한 모형을 換率推定式으로 설정하였다.

$$\Delta l_n e_t = a_0 - \sum b_i \Delta l_n K A_{t-i} - \sum c_i \Delta l_n C A_{t-i} + \sum d_i \Delta l_n R_{t-i} + \sum f_i \Delta (l_n p - l_n p^*)_{t-i} + \epsilon_t \dots \dots \dots (7)$$

#### 나. 推定結果

식(7)을 通常最小自乘法(ordinary least squares method)을 사용하여 추정 한 결과는 아래와 같다.

$$\begin{aligned} \Delta l_n e_t = & 0.0012 - 0.0328 \Delta l_n K A_t - 0.0975 \Delta l_n C A_t - 0.0630 \Delta l_n C A_{t-1} \\ & (1.044) (-3.212) \quad (-2.596) \quad (-1.911) \\ & + 0.0915 \Delta l_n R_{t-4} + 0.2740 (l_n p - l_n p^*)_{t-5} \\ & (2.319) \quad (1.639) \end{aligned}$$

$$\overline{R^2} = 0.372, \quad DW = 1.55, \quad Q(18) = 21.927$$

위 추정식에서 볼 때 모든 설명변수의 推定値는 이론적으로 타당한 부호를 갖고 있으며 대체로 유의적인 것으로 나타났다. 즉, 대미환율은 단기적으로 자본거래, 경상거래 그리고 중앙은행의 외환시장개입에 의하여 크게 영향을 받고 있다. 구체적으로 분석대상기간중 資本收支黑字의 증가는 今期에 그리고 經常收支黑字의 증가는 前期와 今期에 환율을 하락시키고 있으며 경상거래가 자본거래보다 환율에 보다 큰 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 이와 같이 경상거래가 자본거래에 비하여 換率에 미치는 효과가 큰 것은 <표 3>에서 보는 바와 같이 우리나라의 경우 수출입 등 경상거래는 기업의 무역거래 결과 外國換銀行에 예치하는 居住者外貨豫金과 長·短期延拂輸出, 長·短期貿易信用 등 일정기간 후에 자금결제가 이루어지는 자금을 제외한 거래의 대부분이 外換市場에서 외환의 수급에 직접적으로 영향을 주는 반면 자본거래의 경우는 기업의 외화채권발행의 전체와 開發機關海外借入의 상당부분이 법과 규정에 의하여 外換市場에서 원화로 교환되지 않고 수입대금결제 및 외화대출의 재원 등 직접 외화로 사용하게끔 제한이 되어있기

(단위 : 백만『달러』)

〈표 3〉경상 및 자본거래중 외환시장 참여분 추이(시산)

	1990.3~12			1991			1992			1993.1~10		
	공급	수요	계	공급	수요	계	공급	수요	계	공급	수요	계
경 상 거 래 (a)	68,320	69,900	138,220	87,191	95,918	183,109	93,838	98,368	192,206	82,733	83,306	166,039
거 주 자 예 금 (一)	-777	-	-777	999	-	999	-242	-	-242	99	-	99
장단기연불수출(一)	-377	-	-377	-743	-	-743	-1,739	-	-1,739	-765	-	-765
장단기무역신용(一)	-	1,905	1,905	-	623	623	-	632	632	-	-551	-551
원 유 차 입 (一)	-	600	600	-	-123	-123	-	289	289	-	316	316
외 환 시 장 거래분 (b)	69,474	67,395	136,869	86,935	95,418	182,353	95,819	97,447	193,266	83,399	83,541	166,940
자 본 거 래 (c)	10,854	6,874	17,728	14,853	10,621	25,474	18,702	10,367	29,069	17,912	12,747	30,650
주 식 자 금	0	0	0	0	0	0	2,723	660	3,383	5,628	1,475	7,103
차 적 관	381	1,739	2,120	432	1,619	2,051	636	1,802	2,438	319	1,671	1,990
국 내 직 접 투 자	792	215	1,007	1,189	476	1,665	1,224	516	1,740	1,485	168	1,653
개 발 기 관 차 입	626	125	751	1,177	60	1,237	802	253	1,055	580	124	704
해 외 직 접 투 자	29	244	273	17	289	306	29	238	267	27	161	188
해 외 중 권 투 자	0	75	75	27	67	94	52	71	123	16	140	156
외 환 시 장 거래분 (d)	1,828	2,398	4,226	2,482	2,511	5,353	5,466	3,540	9,006	8,055	3,739	11,606
b/a(%)	101.7	96.4	98.0	99.7	99.5	99.6	102.1	99.0	100.6	100.8	100.3	100.5
d/c(%)	16.8	34.9	23.8	19.1	23.6	21.0	29.2	34.1	31.0	45.0	29.3	37.9
d/(b+d)(%)	2.6	3.4	3.0	3.2	2.6	2.9	5.4	3.5	4.5	8.8	4.3	6.5

註 : 1) 차관 및 국내직접투자는 모두 현금거래로 외환시장에 참여하는 것으로 가정하였음.

2) 개발기관차입의 경우는 한국산업은행, 한국수출입은행, 장기신용은행의 외화『포지션』의 변동분을 계상하였음.

3) 자본거래중 단기자본거래는 순(純)거래액이며, 해외증권투자의 경우는 일정한 금액내에서 투자와 회수가 빈번하게 이루어지므로 국제수지 표시 투자에서 회수를 차감한 순(純)투자액을 계상하였음.

4) 해외직접투자는 기업의 해외투자분중 은행의 외화대출비중(약 80%)을 감안하여 계상하였음.

때문에 外換市場의 수급에 직접 영향을 주는 비중은 크지 않기 때문이다.<sup>5)</sup> 한편, 중앙은행의 외환시장개입은 時差를 갖고 환율에 영향을 주고 있음을 알 수 있다.

同 推定式을 토대로 『시뮬레이션』을 시행한 결과, 분석대상기간중 중앙은행의 외환시장개입이 없다면 資本收支黑字가 10억『달러』 증가할 경우, 대미 환율은 1.23원, 經常收支黑字가 10억『달러』 증가할 경우에는 대미 환율이 4.74원 정도 하락하는 효과를 갖는다. 한편 中央銀行의 外換市場介入變數인 外換保有額(국내예탁금 포함)이 10억『달러』 증가할 경우에는 대미 환율이 1.78원 상승하는 효과를 갖는다. 이와 같은 『시뮬레이션』결과는 자본수지 또는 경상수지의 흑자로 인하여 환율의 하락 요인이 발생할 경우 이를 상쇄시키기 위한 중앙은행의 외환매입규모를 推算할 수 있게 함으로써 通貨와 換率間의 相衝(trade off)現象을 보다 구체적으로 분석할 수 있게 해 준다.

이상의 결과를 토대로 신경제 3단계 금융시장개방 계획에 따른 금년도의 外貨流入(경상수지흑자 약10억『달러』, 자본수지흑자 약110억『달러』가정)이 가져올 대미 환율의 하락 규모를 시산해 보면 자본거래중 외환시장에 유입되는 비중을 '93.1~10중(45.0%)과 같다고 전제할 경우 26원정도가 되나 만일 모든 자본거래가 外換市場에 유입될 것을 가정할 경우에는 약 51원 정도가 될 것으로 추산된다.

#### IV. 豫想되는 問題點과 換率政策方向

향후 신경제 3단계 금융시장개방 계획에 따른 외국인주식투자의 한도 확대, 공공 및 상업차관의 도입 증대 등 大規模 資本流入은 앞장의 實證分析에서 살펴본 바와 같이 대미 환율의 하락 요인이 될 것으로 보인다. 이는 對外實質換率(해외상품의 국내가격/국내상품의 국내가격)을 하락시키고 수출상품의 價格競爭力을 약화시킴과 아울러 對內實質換率(교역재의 가격/비교

5) 구체적으로 자본거래중 단기자본거래는 대부분 短期貿易信用 등 수출입관련 신용거래로서 주로 장기자본거래만이 외환시장을 통하여 환율에 직접적으로 영향을 주게 되나 이중 개발기관의 『뱅크론』, 大企業의 外債發行 등 상당부분의 자금은 外國換銀行에 대한 외화 『포지션』관리, 자금사용용도의 제한 등 外換 및 資本規制로 말미암아 경상거래에 비하여 직접적으로 외환시장수급에 영향을 주는 비중이 적다(표 3).

역재의 가격)도 하락시킴으로써 자원이 交易財部門에서 非交易財部門으로 이동하게 되며 이는 수출증대를 통한 貿易收支의 黒字基調定着을 위한 노력에 커다란 장애가 될 것이 예상된다.

그러나 환율의 하락을 완화시키고자 中央銀行이 外換市場에 介入할 경우 몇가지 문제점에 봉착하게 될 것으로 보이는 데 먼저 中央銀行이 胎化外換市場介入政策(nonsterilized foreign exchange market intervention)을 실시할 경우<sup>6)</sup> 환율은 안정시킬 수 있으나 통화량이 증가하여 通貨管理上的의 애로가 야기된다. 또한 이와 같은 通貨量의 증가는 국내물가를 상승시킴으로써 국내외 물가상승률 격차를 확대시켜 各目換率의 안정에도 불구하고 實質換率을 하락시킬 위험이 있다. 實質換率下落과 관련하여 1970년대 중반 아르헨티나, 우루과이, 칠레 등 남미국가들의 경우 物價上昇을 억제할 목적으로 平價切下率을 점차적으로 낮추어가는 換率政策(tablitas)을 실시하였으나 국내물가상승률이 평가절하율을 크게 상회함으로써 實質換率이 큰폭으로 하락한 바 있다.

이와 같은 문제점을 해소하기 위하여 中央銀行이 不胎化換率市場介入政策(sterilized foreign exchange market intervention)을 활용한다면 이론적으로 통화량의 변동을 수반하지 않고 환율안정을 동시에 도모할 수 있으나 우리나라의 경우 현실적으로 다음과 같은 어려움에 직면하게 될 것으로 보인다. 첫째, 우리나라의 경우 間接規制 通貨管理方式이 정착되지 못하고 國公債市場이 발달하여 있지 못하기 때문에 공개시장조작 등 적절한 不胎化政策手段을 活用할 수 없다는 점이다. 물론 不胎化政策手段으로서 통화안정증권의 발행, 민간신용의 축소, 지급준비율의 인상 등의 방안을 생각해 볼 수 있으나 모두 現實적으로 한계를 갖고 있다. 즉 通貨安定證券의 경우 1980년대 후반 이후 발행잔액이 크게 누적(1993년 12월말 현재 24조원)되어 동 증권에 이자지급에 따른 本源通貨의 증가뿐만 아니라 시중의 유동성관리면에서 커다란 制約要因이 되고 있기 때문에 現實적으로 추가 발행이 어려우며 대

6) Rogoff(1983)와 Frenkel(1983) 등에 따르면 外換市場介入政策이 환율에 영향을 주기 위해서는 통화량의 변동을 수반해야 하므로 통화량의 변동을 통화정책에 의하여 상쇄시키는 불태화외환시장개입정책은 그 효과가 회의적임. 그리하여 독일 등 유럽국가는 주로 태화외환시장개입정책을 활용하고 있으며 일본의 경우 1980년대초 대내외금융자산간 대체성이 그다지 높지 않은 경우에 한하여 불태화외환시장개입정책이 효과적이었음.

출규제 등 민간신용의 축소는 政策金融의 비중이 큰 상황하에서는 中小企業의 자금사정을 악화시키는 주요인이 된다는 점에서 不胎化政策手段으로서 한계를 갖는다. 그리고 자금준비율의 인상은 본격적인 금융시장개방에 즈음하여 금융기관의 국제경쟁력 강화에 역행된다는 측면에서 한계가 있다. 둘째, 中央銀行이 통화안정증권을 발행하여 不胎化政策을 실시할 경우 채권발행금리가 외화자산의 運用收益率과 平價切下率의 합보다 높은 상황에서는 中央銀行의 손실에 따른 재정비용이 발생된다는 점이다. 셋째, 資本自由化가 어느 정도 진전된 상황하에서 中央銀行이 不胎化政策을 실시할 경우 국내금리의 상승 등으로 해외자본이 추가 유입됨으로써 通貨量이 增加하고 平價切下壓力이 더욱 커질 수 있다는 점이며 1960년대의 독일과 1992년중 콜롬비아의 경험을 그예로 들 수 있다.

다음으로 中央銀行이 수출경쟁력의 악화를 우려하여 外換市場介入을 통하여 완만한 환율의 하락을 유도한다면 환율하락에 대한 기대가 형성될 것이며 이는 수출대금의 환전을 앞당기고 수입대금의 결제를 연기하는 『리드』와 『래그』현상<sup>7)</sup>과 換差益을 노린 短期浮動資金(hot money)의 유입을 초래하게 된다. 이와 같은 단기자본의 유입은 외환시장에서 외화공급을 증가시킴으로써 환율을 더욱 떨어뜨리는 요인으로 작용하게 되며 그 결과 환율은 일시적으로 원래 계획되었던 수준이상으로 下落하여 단기는 물론 장기적으로도 수출에 악영향을 미치게 될 것이다.

우리나라의 경우 1980년대 중반 國際收支黑字期에 複數通貨『바스켓』換率制度下에서 미국 등 선진국의 절상압력에 대응하여 완만한 切上을 실시함으로써 원화의 切上에 대한 기대를 형성시켰다. 이는 당시의 국내금리가 해외금리보다 높은 상황하에서 해외유입자금에 대한 높은 換差益을 발생시킴으로써 주로 해외로부터 送金의 형식으로 상당액의 短期資金이 유입되었다. 단기자금의 유입은 또 다른 切上의 要因으로 작용하였을 뿐만 아니라 海外部門으로부터 통화를 크게 증가시킴으로써 通貨管理上의 큰 隘路가 되었던 바 있다.

7) 구체적인 내용은 이환호·김규한(1991)을 참조할 것.

〈표 4〉 우리나라의 단기부동자금(hot money)유입 현황 (단위 : 억『달러』, %)

	1986	1987	1988	1989
정기예금금리(3개월)(A)	6.00	6.00	6.00	6.00
유로달러금리(3개월)(B)	6.38	7.44	9.38	8.38
평가절상률(C)	3.24	8.02	13.66	0.66
환차익(A+C-B)	2.40	6.58	10.28	-1.72
유입규모	900.9	1,094.6	1,355.8	974.2

註 : 유입규모는 해외로부터의 송금을 계상한 것임.

이와 관련하여 臺灣의 경험을 살펴보면 1970년대 중반 이후 經常收支가 흑자기조로 전환되었으며 특히 1985년부터는 국제원유가격의 하락과 선진국들의 경기회복 등의 영향으로 輸出이 급격히 증가하면서 대폭적인 經常收支黑字를 시현하였다. 이에 따라 주요 輸出相對國인 미국으로부터 대만통화(NT『달러』)의 切上壓力이 강화되었고 그 결과 당시 中心換率制度下에서 완만한 切上이 실시되었다. 그리하여 1986~1987년중에는 평가절상이 예상됨에 따라 換差益을 노린 대규모의 海外短期浮動資金이 유입된 바 있었다. 이와 같은 완만한 평가절상은 換率變動에 대한 불확실성을 감소시켜 국내수출업자로 하여금 생산과 무역구조 조정을 적절히 할 수 있도록 하였으나 결과적으로 단기자본의 유입에 따른 外換保有의 급증으로 外貨管理를 어렵게 하였다.

〈표 5〉 대만의 환율 및 국제수지 변동 추이 (단위 : 억『달러』, %)

	1985	'86	'87	'88	'89	'90	'91	'92
대미『달러』환율(연말)	39.85	35.50	28.55	28.17	26.16	27.13	25.74	25.40
평가절상률	-1.0	10.9	19.6	1.3	7.1	-3.7	5.1	1.3
종합수지	92	164	193	25	31	7	71	6
경상수지	92	-14	180	102	114	108	120	82
장기자본수지	-8	14	-24	-60	-74	-64	-26	-37
단기자본수지	3	66	40	-15	-8	-42	-21	-49
외환보유액(증감)	67	235	291	12	-7	-39	97	14

資料 : 금융통계월보(중화민국 대만지국)

이상의 문제점을 배경으로 우리나라의 外換 및 換率政策方向에 대하여 개략적으로 언급해 보면 아래와 같다.

첫째, 기본적으로 급격한 자본유입을 완화함과 동시에 자본유출을 확대하는 방안을 강구하여야 할 것이다. 급격한 자본유입을 완화하기 위해서는 무

엇보다도 國內物價의 安定을 통한 인플레이기대심리를 불식시켜 國內金利의 下落을 유도하는 것이 艱요하며 不要不急한 外貨資金의 해외차입을 가급적 억제하여야 한다. 이외에 국내물가의 안정은 뉴질랜드, 태국 등의 경험처럼 자본유입시 各目換率의 下落에 따른 實質換率의 下落을 완화시킨다는 점에서 극히 중요한 의미를 갖는다. 한편 자본유출을 확대하기 위하여는 해외직접투자 및 해외증권투자의 활성화 대책을 강구함과 아울러 기업이 필요한 만큼 해외에 외화를 보유할 수 있도록 外換集中制를 완화하여야 할 것이다. 이와 관련하여 일본에서는 1970년대의 變動換率制度下에서도 환율의 안정화를 위하여 자본유입과 유출에 대한 규제와 완화정책을 빈번히 사용한 바 있다.

둘째, 유입된 자본이 가급적 通貨量과 換率이 미치는 영향을 최소화 하기 위하여는 유입자금의 외환시장 참여비중이 크게 늘지 않도록 외화자금의 용도제한, 외화 『포지션』관리 등의 적절한 外換 및 資本規制를 지속할 필요가 있다. 이와 관련하여 내년도에 예상되는 유입자본 전부가 외환시장에 들어올 경우에는 그렇지 않은 경우보다 대미환율의 하락규모가 2배정도 증대할 것이라는 본고의 실증분석결과가 시사하는 바가 크다고 하겠다.

셋째, 換率政策을 通貨政策과 조화적으로 운용하기 위해서는 공개시장조작 등 안정적인 不胎化政策手段을 확보해야 할 것이다. 이는 국내외 금융자산간 대체성이 높아지기 전까지는 불태화외환시장개입정책이 통화량의 변동을 초래함 없이 환율에 효과적으로 영향을 줄 수 있는 정책이기 때문이다. 이를 위해서는 間接規制 通貨管理方式을 정착시키고 국공채시장 및 단기금융시장의 육성 등 원활한 公開市場操作을 위한 與件을 마련하여야 하며 싱가포르와 태국의 경우에서처럼<sup>8)</sup> 연금 등 재정부문의 통화조절기능도 증대시켜야 할 것이다.

끝으로, 향후의 換率運用方向에 관하여는 장기적으로 환율의 가격기능을 제고시킴으로써 자본유출입이 通貨量 등 거시경제변수에 충격을 시장의 조절기능을 통하여 완화시켜야 한다. 왜냐하면 국내외 금리차로 자본유입이

8) 태국의 경우는 자본유입의 기간중에도 낮은 물가상승과 더불어 財政部門에서의 신속한 대응을 통하여 實質換率의 하락을 피할 수 있었으며 싱가포르의 경우는 재정수지의 흑자, 年金(Central Provident Fund) 등을 활용한 不胎化外換市場介入을 통하여 實質換率의 하락을 저지할 수 있었다.

초래되어 환율이 하락하면 환율의 가격기능이 십분 발휘되는 효율적인 外換市場에서는 환율상승의 기대가 형성됨으로써 자본유입의 유인을 완화시킬 수 있기 때문이다. 이와 관련하여 變動換率制度下에서 전격적인 資本自由化를 경험한 뉴질랜드의 경우 자본유입에 따른 급격한 환율의 하락 이후 환율상승의 기대가 형성됨으로써 오히려 자본유출을 경험한 것을 예로 들 수 있다. 따라서 현재의 市場平均換率制度下에서는 換率의 變動許容幅을 漸進的으로 확대시켜야 할 것이며 궁극적으로는 變動換率制度로의 이행이 필요할 것이다.

## V. 要 約

앞에서 살펴본 바와 같이 최근 資本自由化가 진전되면서 외국인 주식투자 자금 등 資本流入이 급속히 증가하고 있으며 이에 따라 1992년 이후 경상수지가 적자인 상황하에서 종합수지가 흑자를 보이는 현상이 지속되고 있다. 이와 같은 최근 대규모의 資本流入은 1980년대 초와는 달리 外債發行, 外國人 株式資金 등 주로 실물거래와 무관한 순수한 금융거래로서 경상수지의 적자가 지속되는 상황하에서 환율의 하락요인으로 작용하고 있다.

본고의 實證分析結果에 따르면 市場平均換率制度를 도입한 1990년 3월 이후 10억『달러』의 자본유입은 약 1.4원 정도 환율을 하락시키는 要因이 된 것으로 추정되었다. 이와 같이 換率이 下落할 경우 우리나라 수출에 악영향을 주게 될 것이며 만일 中央銀行이 외환시장에 개입하여 換率의 下落을 완화시키고자 한다면 本源通貨의 증가에 따른 국내물가의 상승, 환율하락의 기대에 따른 단기부동자금(hot money)이 유입되는 등의 문제가 초래될 수 있다.

그러나 수출상품의 국제경쟁력 강화가 강조되는 현 시점에서도 자본유입에 따른 換率의 下落을 어느 정도 감수하는 것이 바람직 할 것으로 보인다. 왜냐하면 본고의 추정결과에 따르면 유입자본이 외환시장에 들어오는 것을 효율적으로 규제한다면 자본유입에 따른 換率下落幅은 그다지 크지않을 것으로 보이기 때문이다. 만일 各日換率의 유지를 목적으로 대규모의 외환매입을 행할 경우 本源通貨의 증가로 인한 국내물가의 상승이 오히려 實質換率을 하락시킬 위험성을 內包하고 있다 하겠다. 이와 관련하여 資本自由化를 실시한 대부분의 국가들이 換率制度의 形態, 資本自由化의 進展速度 및



資本流入의 與否에 關係없이 實質換率의 下落(절상)을 경험하였음은 시사하는 바가 크다 하겠다.

한편 환율의 운용방법에 있어서 완만하게 환율의 하락을 유도하기보다는 일시에 환율의 하락을 수용하던가 또는 불규칙적인 換率變動을 유도하여 환유하락의 기대에 따른 短期浮動資金이 대거 유입되지 않도록 하는 것이 바람직하다 하겠다.

## 附 錄

### 1980년이후 우리나라의 資本自由化 內容

#### 1. 資本流入의 緩和

년 월 일	내 용
〈外國人 證券投資〉	
'81.10.28	○ 投資信託會社의 外國人專用 受益證券 發行  허용
'84. 6.29	○ 外國人投資專用會社의 國內증권매매  허용(Korea Fund 설립 '84. 7.1)
'85.11.25	○ 國內기업에 대한 海外轉換社債, 新株引受權附社債, 株式預託證書 등 발행의  허용
'87. 3.24	○ Korea Europe Fund 설립
'89.12.30	○ 轉換社債 등 해외증권의 권리행사에 따라 취득한 주식의 비거주자간 직접거래  허용
'90. 6.11	○ 투자신탁회사의 混合型 受益證券(Matching Fund)발행  허용
'91. 9.16	○ CB등 해외발행증권의 권리행사에 따른 취득한 轉換株式의 賣却代金으로 國內上場株式 再投資  허용
'92. 1. 3	○ 외국인에 대한 國內주식시장 개방 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 외국인, 외국법인, 외국인거주자, 국민인 비거주자에 대해 개별법령에서 주식취득을 금하지 않는 모든 상장주식 개방</li> </ul>
'92. 9. 1	○ 外貨證券 發行主體 擴大 : 공항관리공단, 지하철공단 등 정부와 지방자치단체의 공공사업을 수행하는 공공법인 및 상공부 장관이 고시하는 첨단기술사업기업추가 ○ 발행대상 외화증권을 모든 外貨表示證券으로 확대(CD, CP도 포함)
〈外國人 直接投資〉	
'84. 7. 1	○ 외국인투자 허용업종을 Positive System에서 Negative Sustem으로 전환 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 外國人投資 自動認可制度 導入 : 외국인투자비율이 50% 미만이고 외국인투자금액이 100만달러 이하인 제조업종으로서 조세감면신청이 없는 경우</li> </ul>

년 월 일	내 용
'90. 1. 1	○ 自動認可對象 外國人투자금액을 3백만달러에서 1억달러로 上向調整
'91. 3. 1	○ 外國人投資節次 簡素化 : 투자허용업종에 대해 신고제 도입
'93. 3. 1	○ 認可節次的 簡素化 : 대규모 투자에 대한 관계부처 사전 의견 조회를 외자사업심의회 심사로 대체 (심사사항 및 제출서류 축소)
	○ 한국은행 신고수리대상 外國人投資 확대 : 3백만달러 미만의 제조업, 1 백만달러 미만의 서비스업, 기타 외국인투자비율 50%미만인 사업 포함
	○ 外國人投資企業에 대한 조세감면 범위 확대
'93. 7. 1	○ 2천만달러 초과시 실시하는 인가전 외자사업심의위원회 심사 폐지
	○ 創業投資, 技術開發投資 등 투자조합에 대한 외국인 투자지분제한(50% 이내)폐지

## 2. 資本流出的 緩和

년 월 일	내 용
	〈海外證券投資〉
'85. 9. 1	○ 證券社의 外貨證券 引受 許容
'87. 9. 1	○ 國內證券社의 外貨證券 投資許容範圍 擴大 <ul style="list-style-type: none"> <li>· 引受團 參與限度 擴大 : 主幹事 1천만달러, 共同幹事 5백만달러, 단순참가자 3백만달러</li> <li>· 引受對象 證券 : 居住者發行 外貨證券 및 國際受益證券, 外貨投資專 用會社株式, 非居住者가 발행하는 외화증권중 공공 단체 발행증권 및 優良企業으로 평정받은 자가 발 행하는 증권</li> </ul>
'88. 7. 1	○ 機關投資家의 外貨證券등의 투자를 확대 <ul style="list-style-type: none"> <li>· 투자기관 확대 : 증권사 → 증권사, 투자신탁회사, 보험사</li> <li>· 투자금액 한도확대 : 증권사 3천만달러, 보험, 투신사 각1천만달러</li> <li>· 투자대상 확대 : 인수단참여 → 인수단참여, 유통시장에서 외화증권 매입, 외화예치, 금융기관발행, 외화예금증서 매입</li> </ul>
'90. 3. 2	○ 機關投資家의 외화증권 등의 투자금액 한도 확대 <ul style="list-style-type: none"> <li>· 證券社 : 국제업무 취급허가를 받은 증권사 5천만달러, 기타 증권사 3천만달러</li> <li>· 投信社 : 국제업무 취급 투신사 3천만달러, 기타 투신사 1천만달러</li> <li>· 保險社 : 총자산 5조원 초과 보험사 3천만달러, 보험사 1천만달러</li> </ul>
'92. 9. 1	○ 機關投資家의 外貨證券 등에 대한 투자금액한도 확대 <ul style="list-style-type: none"> <li>· 기관투자자의 구분없이 5천만달러(국제업무취급시 또는 보험자산 5 조원 초과시 1억달러)</li> </ul>
'94. 4. 1	○ 海外證券投資者の 범위 확대 : 단자회사, 연·기금 및 종합무역상사 등 수출입실적 1억달러 이상인 기업 추가

년 월 일	내 용
	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 기업의 外貨表示證券 발행에 대한 규제 완화 : 허가제 → 신고제, 3년 연속 당기순이익 발생 기업 → 3년간 누적 순이익 발생 기업</li> <li>○ 일반투자자의 投信社 펀드조성 참여를 통한 海外證券投資 허용</li> </ul>
	<p style="text-align: center;">〈海外直接投資〉</p>
'81. 7.21	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 投資者要件의 緩和 : 경험요건을 3년→1년으로 하고 자본요건을 완화</li> <li>○ 投資資金 回收義務 및 해외투자사업계획의 事前承認制 廢止</li> </ul>
'82. 7.19	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 海外投資 許可節次 簡素化 : 10만달러 이하의 투자인 경우 관련부처에 의견 조회 생략</li> <li>○ 合作投資時 投資比率 緩和 : 투자비율 50% 이상 → 투자비율이 50% 이하인 경우에도 실제 경영권을 확보할 수 있는 경우 허가 가능</li> </ul>
'83.12.31	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 自動 利益金留保 限度 擴大 : 증권투자금육의 1/10로서 5만달러 이하의 유보 포함</li> <li>○ 海外投資 支給許可의 외국환은행앞 委任</li> </ul>
'86.12.27	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 해외투자요건만 확인함으로써 허가에 갈음하느 제도 도입 (투자금액이 20만달러 이하 또는 技術用役 제공의 경우)</li> </ul>
'87. 9. 1	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 해외투자 요건확인 적용대상 확대 : 20만달러 이하 → 50만달러 이하 現地法人의 利益金留保 限度 增額 : 10만달러 이하 → 50만달러 이하</li> </ul>
'87.12.28	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 投資者 資格要件 緩和(투자업종에 대한 경험요건 삭제)</li> <li>○ 海外投資申告制 도입 : 1백만달러 이하 투자 및 1백만 달러 이하의 유보이익금에 의한 증액 투자</li> </ul>
'88. 3.25	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 現地法人 利益金 任意留保限度 폐지 및 利益留保金에 의한 증액투자시 전면 신고제 도입</li> <li>○ 투자요건의 완화 : 주거래은행의 투자승인 폐지</li> <li>○ 허가절차의 간소화 : 관련부처앞 사전의견조회 및 현지공판장의 사전의견 제시 대상 축소</li> <li>○ 개인의 1백만달러이하 해외투자 허용</li> </ul>
'88. 7. 1	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 투자자요건중 自己資本要件 폐지</li> <li>○ 外貨責務證書 割引買入(Debt-Equity Swap)에 의한 해외투자 허용</li> </ul>
'88. 9.15	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 不動產投資의 범위 확대 : 부동산 취득후 生産性 提高 → 해외에서의 사업목적에 비추어 활용계획이 타당할 것</li> </ul>
'88. 11. 1	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 海外投資申告수리 대상범위의 확대 : 100만달러 이하의 투자 → 200만달러 이하의 투자</li> </ul>
'89. 2.13	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 개인의 해외투자한도 폐지</li> <li>○ 신고수리요건의 폐지 : 금액기준(200만달러 이하)으로 신고제 운용</li> </ul>
'89. 8.10	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 海外不動產 투자대상 확대</li> </ul>
'92. 9. 1	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 海外直接投資 신고수리 대상의 확대 : 200만달러 이하 → 500만달러 이하</li> <li>○ 海外直接投資 허용대상의 축소 : 200만달러 초과 → 500만달러 초과</li> </ul>

년 월 일	내 용
'93. 4. 1	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 海外直接投資 허용요건 완화             <ul style="list-style-type: none"> <li>• 居住者 1인의 투자비율이 20%이상인 경우에 한하여 허용 되었으나 거주자의 100% 자회사 또는 거주자 2인이상의 共同投資 합계액이 20%이상인 경우도 포함시킴</li> <li>• 투자비율이 20%미만인 경우도 종전에는 常勤任員을 파견하는 경우로 한정하였으나 常勤任員 파견이외에 非常勤任員 파견등 투자상대국과 실질적인 경제관계를 수립하는 경우도 포함</li> </ul> </li> <li>○ 投資許可 신고수리 심사기준요건 완화             <ul style="list-style-type: none"> <li>• 海外投資금액이 1백만달러 이하로 총사업비가 5백만달러 이하인 少額投資에 대해서는 자금의 조달과 운용, 수익성에 대한 심사를 생략함.</li> <li>• 3천만달러 초과 投資事業에 의무적으로 적용되어온 외부전문기관 평가제 폐지</li> </ul> </li> </ul>

### 參考文獻

1. 金圭漢, “金融 및 外換市場의 變化와 通貨政策”, 金融經濟研究 第58號, 1993.8, 韓國銀行.
2. 金宗萬, 『대만의 환율운용과 수출경쟁력』 研究報告書 93-11, 1993.12, 韓國租稅研究院.
3. 金迪教·朴大僅, “資本市場開放이 換率變動에 미치는 影響”, 1993.7, 漢陽大學校.
4. 李麗, 『臺灣의 外換市場과 換率制度』, 調查資料, 1990.7, 全國銀行聯合會.
5. 李煥浩·金圭漢, “우리나라 輸出入函數의 推定”, 金融經濟研究 第24號, 1991.2, 韓國銀行.
6. 李煥浩, “換率理論의 最近動向”, 調查統計月報, 1986.10, 韓國銀行.
7. 崔張鳳·朴在夏, “資本收支의 黑字에 따른 效率的인 通貨管理”, 1993.9, 韓國金融學會.
8. 韓國銀行, 『臺灣의 金融制度和 金融政策』, 調查資料 89-17, 1989.9.
9. \_\_\_\_\_, 『외국환관리제도 변천두이』, 외환업무자료 93-B-3, 1993.2.
10. Aghevil, B.B., Khan, M.S. and P.J. Montiel, “Exchange Rate Policy in Developing Countries : Some Analytical Issues,” *IMF Working Paper*, Mar. 1991.

11. Boorman, J., "Recent Experience with Surges in Capital Inflows," May 1993, IMF.
12. Calvo, G. A., L. Leinardo and C.M. Reinhart, "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America : The Role of External Factors." *IMF Working Paper*, Aug. 1992.
13. Fischer, B. and H.Reisen, "Liberalising Capital Flows in Developing Countries : Pitfalls, Prerequisites and Perspectives," Development Centre Studies, 1993, OECD.
14. Henderson, D.W. and W.E. Alexander, "Liberalization of Financial Markets and the Volatility of Exchange Rates," 1989.
15. Lee, B.J. and D.Y. Yang, "Real Exchange Rate and the Terms of Trade : The Korean Capital Market Liberalization," *Discussion Paper* 93—06, Feb. 1993, Department of Economics University of Colorado.
16. Mathieson, D.J. and L. Rojas—Suárez, "Liberalization of the Capital Account," May 1993, *IMF Occasional Paper* 103.
17. Niehans, J., "Exchange Rate Dynamics with Stock/Flow Interaction," *Journal of Political Economy*, 1977, vol.85, NO.6.1245—57.
18. Penm, J.H.W. and R.D.Terrell, "Analysing and Forecasting Taiwanese Exchange Rate Against the US Dollar—Taiwan's experience," *Working Paper*, Jul. 1991, Department of Statistics Faculty of Economics and Commerce Australian National University.
19. 植田和男, "最近における 爲替レート理論と円・ドルレートの動き," 金融研究會 報告論文, 1983.10, 日本銀行 金融經濟研究所.
20. 深尾京司, "爲替レートの決定要因と爲替投機需要", 金融研究會 報告論文, 1983.10, 日本銀行 金融經濟研究所.