

超엔고와 국제통화제도의 개편 논의

김인철 / 성균관대학교 교수, 국제경제학

머리말

국제 외환 시장에서 엔화의 급격한 초강세는 세계 금융 시장에 큰 불안을 안겨주고 있다. 이른바 超엔고는 일차적으로 일본 경제에 엄청난 부담을 주고 있다. 일본에서는 이미 많은 수의 한계 기업이 도산했다. 이리다가 앞으로 95년 말경에는 1 달러당 70 엔대도 쉽게 무너져 내리지 않겠나라고 일본 업계와 정부 당국은 걱정이 태산이다. 만일 일본 경제가 뿌리째 흔들린다면 세계 경제도 온전할 수 없기 때문에 세계인들도 지속되는 超엔고에 지대한 관심을 가지고 있다.

超엔고를 진정시키기 위해 그동안 미·독·일 3국이 협력을 취하기도 했으나 별 효과가 없었다. 이들 외환 당국이 국제 외환 시장에 개입하여 엔화의 급등을 막아보려 했으나 투기적 성격을 띤 엄청난 규모의 국제 자본의 이동 때문에 우선 역부족이었다. 오르기만 하는 엔화 추이때문에 국제 금융 시장에서의 상업은행과 민간인은 물론이고 각국의 중앙은행마저 자신들이 보유하고 있는 외화 자산을 엔화 표시 자

산으로 전환시킴에 따라 엔화 상승을 더욱 부채질했다.

지난 5월 16일 미국의 對일본 무역 보복 조치를 발표한 것과 때를 같이 하여 엔화 초강세는 한풀 꺾이기는 했다. 하지만 엔화 상승세가 또 다시 계속되리라는 생각이 아직도 사람들 마음 속에 남아있다. 그래서 총체적 위험을 해소하기 위해 지금의 국제통화제도는 바뀌어야 한다고 걱정하는 사람들이 있다. 특히 일본의 정책 수립가나 학자중에는 엔화 속등으로 인해 국제 환율 체계가 불안해지는 것을 막기 위해 지금의 자유변동환율제는 중지하고 과거의 고정환율제도로 복귀하자고 주장하는 사람들이 꽤 있다. 본고에서는 超엔고의 원인과 배경을 살펴보고자 한다. 그리고 지금 학계와 세계 일각에서 제기되고 있는 국제통화제도의 개편 논의를 알아보고 그 가능성을 타진해 보자 한다.

엔화의 초강세 추이

엔화의 강세화는 지난 10여 년간 꾸준히 있

<표 1> 과거 10 년간의 환율 변동 추이(연말 기준)

환 율	'84.12	'85.12	'88.12	'92.12	'93.12	'94.12	'95.4.19	'95.5.5
원/달러	827.40	890.20	684.10	788.40	808.10	788.70	767.70	762.50
엔/달러	251.10	200.64	124.95	124.75	111.85	99.74	80.30	83.94
마르크/달러	3.1480	2.4613	1.7700	1.6140	1.7263	1.5723	1.3525	1.3735

어 왔다. 그러나 엔화의 초강세화는 작년 94년 부터 시작되었다. <표 1>에서 보는 바와 같이 94년초 엔화 환율은 1 달러당 250 엔 이상이었 으나 95년 5월 5일 현재 엔화 환율은 84 엔 수 준에 와 있다. 지난 4월 19일 동경 외환 시장에 선 場外 한 때 1 달러당 80 엔선을 깨고 79.75 엔까지 간 적도 있었다.

한편, 독일의 마르크도 지난 10여 년간 지속 적으로 상승되어왔다. 그러나 엔화보다는 조금 덜하다. <표 1>을 보면 84년말 엔화는 1 달러 당 251.10 엔이던 것이 95년 5월 5일에는 83.94 엔 수준이 되었는데 이것은 엔화 가치가 2 배 정도 상승한 것이다.

한편, 마르크는 84년말 1 달러당 3.148 마르크 이었으나 95년 5월 5일에는 1.3735 마르크로서 마르크 가치가 1.3 배 상승한 셈이어서 엔화의

강세는 마르크의 강세를 앞지르고 있다.

<표 2>에서 볼 수 있듯이 마르크는 달러에 대해 80년대 후반부터 강세화가 이미 시작되었 으며 지금까지 안정적인 강세 추이를 유지해 왔다. 그러나 달러에 대한 엔화 환율은 작년 94 년 2/4분기에 100 엔대 기록을 깨뜨렸고 그 후 로부터 엔화는 계속 강세화 되어 95년 5월 초 에는 83 엔대 수준까지 내려옴으로써 세계는 초엔고 파장에 시달리고 있다고 볼 수 있다. 한 편, 달러에 대한 원화 환율은 84년말 827.40 원 에서 95년 5월초 762.50 원이 됨으로써 원화는 약 6% 정도 상승하였다.

超엔고의 원인

최근 국제 외환 시장에서 달러에 대해 엔화

<표 2> 최근의 환율 변동 추이

환 율	'94.3	'94.6	'94.9	'94.12	'95.1	'95.4.28	'95.5.1	'95.5.5
원/달러	806.50	805.50	798.90	788.70	786.70	761.80(4.19)	761.80(5.1)	762.50(5.5)
엔/달러	103.15	99.05	98.45	99.74	98.55	84.25	83.43	83.94
마르크/달러	1.6720	1.5954	1.5483	1.5488	1.5088	1.3870	1.3905	1.3735

가 초강세화 되는 것은 달러 약세의 원인과 엔 강세의 원인이 동시에 복합적으로 작용하고 있기 때문이라고 볼 수 있다.

국제 외환 시장에서 일국 통화의 대외 가치는 이론적으로 수요와 공급에 의해 결정된다. 외환 시장의 수요와 공급은 양국간의 무역 불균형, 통화량 차이, 물가 상승률 차이, 금리 차이, 성장률 차이 그리고 심리적 요인에 의한 투기적 거래 등에 의해 영향을 받는다.

美달러의 약세화는 먼저 미국의 불리한 경제 사정에서 비롯되었다. 지난 20여 년간 미국은 줄곧 무역 적자에서 허덕여 왔다. 거기다가 지난 2월 NAFTA 회원국인 멕시코의 페소 위기를 해결하기 위해 미국은 400억 달러를 지원함으로써 사람들이 달러의 과잉 공급을 예상하게 되었다. 달러가 약세가 될 것이라는 일반인들의 예상은 민간인들과 국제상업은행은 물론이고 각국의 중앙은행도 환차손을 줄이거나 환차익을 보려고 대외 준비용으로 보유하고 있는 달러 표시 자산을 엔화 자산으로 바꾸도록 유도하였으며 따라서 엔화 상승을 더욱 부추겼다.

한편, 일본 경제 사정을 보면 엔화가 초강세화 되는 몇 가지 이유를 알 수 있다. 우선 일본의 과다한 무역 수지 흑자와 자본 수지 흑자는 외국 자금의 일본 유입을 초래하였으며 따라서 엔의 상승을 가져왔다. 또한 90년대에 들어 일본의 주가와 부동산 가격이 하락하자 일본 은행들은 국내에서 자금 부족을 겪게 되고 그 결

과 해외에 투자한 자금을 국내로 회수하기 시작했다. 이밖에 고베(神戸) 대지진 이후 피해 복구를 위해 해외 자회사로부터 자금을 가져온 결과 엔화는 외환 시장에서 초강세를 나타내었다. 일본에겐 안된 얘기지만 엔고 현상은 단시일 내에는 그칠 것 같지 않다. 미국을 비롯하여 다른 선진국이 아무리 협력해도 역부족인데다 일본의 국내 금리가 이미 최저 수준까지 내려가 있어서 금리차에 의한 엔화 약세는 기대할 수가 없기 때문이며 일본의 과다 흑자는 여전히 계속될 것이기 때문이다.

■ 국제통화제도의 변천

金本위제도

국제통화제도는 세계 각국의 대외적 거래에 관련하여 형성된 국제적인 제도와 정책을 지칭한다. 따라서 국제환율제도는 국제통화제도의 하위 개념이다. 그리고 국제통화제도는 반드시 국가간 공식적인 협정에 의해서만 이루어지는 것이 아니라 각국의 관행이 서로 일치하므로 형성되기도 한다.

국제통화제도는 주된 기능은 3 가지 국제간 거래 결제를 원활히 하고, 국제 수지의 불균형을 조정하며, 적정 규모의 유동성 즉 국제 결제 통화를 공급하는 데 있다.

국제통화제도는 19세기초 영국이 실시한 금본위제로부터 시작되었다. 그 전에는 무역 당

사국간의 합의에 의해 금과 은이 동시에 사용되었으나 1821년 영란(Bank of England)은행이 금 지불만을 시작함으로써 금본위제가 뿌리내렸다.

영국이 금본위제로 세계 무역을 이행한 후 1871년 독일이 금본위제를 채택했고 이어 1873년 스웨덴, 덴마크, 노르웨이 등의 북유럽 국가와 미국이 금본위제를 선택했으며 그 후 1896년 러시아가 그리고 1897년 일본이 금본위제로 이행함에 따라 국제금본위제가 확립되었다. 이 당시 영국을 중심으로 한 금본위제는 4가지 특징이 있었다.

첫째, 金貨가 국내 통화였으며 동시에 국제 통화로서 국제 대차 관계를 결제하는 수단으로 사용되었다. 따라서 환율 변동의 문제는 없었다.

둘째, 金貨의 액면 가치는 상업적 소재 가치와 동일하였으며 따라서 금화의 가치와 규모는 금의 생산량과 산업용 금 소요량에 따라 결정되었다.

셋째, 이 당시 국가에 따라 부분적 혹은 전체적으로 지폐가 통용되었고 단, 지폐는 언제나 발권 은행에서 금과 교환될 수 있었다.

넷째, 이 당시 각국은 물가 안정과 완전 고용 등의 국내 균형보다는 무역 수지 균형을 더욱 중요시하였다. 금본위제도하에서 무역 적자는 국내 통화량의 감소를 초래하지만 국내 통화량의 감소를 통해 물가 안정을 구축하면 무역 수지 균형이 회복되는 사실을 뜻하였다.

금본위제하에서 금은 국제 결제를 위한 유일한 수단이었다. 따라서 국제 유동성은 오로지 세계의 금 생산 여하에 의존하였다. 그러나 세계 금 생산은 늘어만 가는 국제 거래를 결제하는 데 턱없이 부족하였다.

그래서 이를 해결해주기 위한 방편으로 金換本위제가 채택되었다. 이 제도하에서는 금뿐만 아니라 금과 언제나 교환이 가능한 국제 환어음 등을 금환이라고 하여 각국의 대외 준비 자산으로 인정되었다. 한편으로, 금환본위제도는 유동성을 줄이지 않으면서 금의 사용을 절약할 수 있는 장점이 있었으나 다른 한편으로, 각국이 통화 공급을 절제하지 않고 금환을 남발하면 금환의 금 태환성이 지켜지지 못할 위험이 있었다. 그러나 근본적으로 금본위제에 속하는 금환본위제도도 1930년대초 세계 대공황을 맞으면서 붕괴됨으로써 금본위제도는 완전히 막을 내렸다.

고정환율제도

1930년대 세계 대공황과 2차 대전이 끝난 1940년대 중반 세계 경제의 성장과 금융 질서의 회복은 세계 각국의 커다란 염원이었다. 이에 미국을 위시한 연합국 44 개국 대표가 1944년 7월 미국의 뉴햄프셔주의 브레튼우즈(Bretton Woods)에 모여 국제 환율 체계를 만들고 이를 주관하는 국제통화기금(IMF)을 설립하였다. 이 때 세계 경제의 회복을 위해 양허

성 자금 대출을 담당할 국제부흥개발은행 (IBRD)도 설립하였다. IMF 체제하에서 각국의 화폐는 對美 달러 환율로 표시되었으며 금과 美달러의 교환 비율을 고정시켰다. 금 1 온스가 35 美달러에 묶여 있었기 때문에 그래서 사람들은 이때의 고정환율제를 브레튼우즈환율제라고도 하기도 한다.

이같은 IMF 체제가 70년대 초까지 약 30년 간 유지될 수 있었던 것은 계속 확장되는 국제 거래 규모때문이었다. 그러나 이 제도 역시 단점을 원천적으로 안고 있었다. 부족한 유동성을 금의 증산에 의해 메꿀 수는 없었으며 미국의 무역 적자를 통해서만이 추가적인 유동성 공급이 가능했었다. 이 때문에 미국이 무역 적자를 내야 세계의 유동성 부족이 어느 정도 메꾸어지게 되는 소위 유동성 딜레마 문제가 발생하였다.

IMF는 이러한 유동성 부족 문제를 해결하기 위해 SDR(Special Drawing Rights)이라는 새로운 유동성을 창출했다. 즉 회원국은 각자의 IMF 출자 비율에 따라 IMF로부터 SDR을 공급받았으며 이것을 새로운 대외 준비 자산으로 할 수 있었다.

비록 유동성 부족이라는 문제는 있었지만 브레튼우즈 체제는 그런대로 각국의 환율을 안정시키는 데 많은 기여를 했다. 그러나 1960년대 후반기 월남전에 개입하면서 미국의 무역 수지는 급속도로 악화되었다. 미국의 금 준비량은 공적 대외 채무의 1/4 수준으로 떨어지면서 달

리의 국제적 신임이 불안해졌다. 결국 1971년 미국의 닉슨 대통령은 달러의 금 태환을 공식적으로 정지시켰고 이로써 금과 달러를 본위로 하였던 브레튼우즈 체제는 막을 내렸다.

변동환율제도

고정환율제인 브레튼우즈 체제가 무너진 후 1971~76년 기간은 지금의 변동환율제로 넘어 오기 위한 전환기였다. 이 기간 동안 금과 달러의 교환 비율이 변경되었다. 금 1 온스당 35 달러가 38 달러로 상향 조정되었다. 그리고 기존의 금이나 美달러에 의한 평가대신 SDR과 기타 통화를 국제 준비 통화로 설정되는 등 IMF 체제의 복귀를 위해 일련의 조치가 취해졌다.

그러나 이미 고정환율제는 기울어졌고 세계 각국은 점차 변동환율제로 전환하였다. 이 때 유럽공동체 국가들은 이른바 통화스네이크제를 발족시켰다. 이 제도하에서 가맹국 통화는 일정 범위를 둔 환율 밴드 안에 묶여 있으면서 동시에 역외 통화에 대해서는 공동으로 변동하는 것이었다. 이와 때를 같이하여 각국은 고정환율제를 탈피하여 각자 자국의 경제 상황과 필요에 따라 다양한 변동환율제도를 택하였으며 이로써 국제통화제도는 지금의 일반변동환율제(Generalized Floating System)로 전환되었다.

준고정환율제도의 변경 논의

준고정환율제는 과거 브레튼우즈 체제의 고정환율제와 현재의 변동환율제의 중간 형태의 환율 체제를 가리키는데 탄력적 변동환율대제도(Flexible Exchange Rate Bond System) 또는 목표환율대제도(Exchange Rate Target Zone System)라고 불리기도 한다.

80년대에 들어 자본의 투기적 이동이 심화되면서 주요 선진국간의 환율이 너무나 자주 변동하였다. 이를 보완하기 위해 주요 환율국의 목표환율대제도의 채택을 논의하였다. 이 제도는 주요 환율이 목표 환율을 기준으로 상하 2.25% 내에서는 변동할 수 있도록 허용하고 그 범위에서 벗어나는 경우 관련 중앙은행들이 공동으로 외환 시장에 개입하여 환율을 안정시킨다는 제도이다. 그러나 각국의 국제 수지, 통화 그리고 물가 등을 고려한 목표 환율을 결정하는 것이 매우 어렵다는 이유로 공식적인 도입은 다시 이루어지지 않았다.

90년대 들어서 세계 기축 통화인 달러, 엔, 마르크화간의 환율이 불안하게 변동하고 특히 지난해부터 초엔고 현상이 일어나면서 주요 환율이 극도로 불안하게 되자 지난 4월 마지막주 미국 워싱턴에서 열린 G7 재무장관 회의에서 일본이 목표 환율대의 채택 문제를 공식 논의에 부칠 것을 제의하였다. 그러나 다른 나라들은 매우 냉담하였다. 특히, 미국은 그것의 실현 가능성이 매우 희박하기 때문에 논의할 가치마

지 없다는 태도를 보였다.

지금 일부 전문가들 사이에 제기되고 있는 목표환율제도에 의하면, 목표 환율대의 범위를 중심 환율에서 상하 10% 정도가 되도록 할 것이며 만일 환율이 목표 범위를 벗어나면 중앙은행이 외환 시장에 개입하고 필요하면 금리와 통화 정책까지 변경시키도록 한다는 것이며, 목표 환율대의 대상 통화는 먼저 미·일·독 3국 통화로 하되 연차적으로 나머지 G7 국가의 통화에도 확대 적용시켜 나간다는 것이다.

그러나 미국은 최근의 환율 불안을 달러 위기가 아닌 엔 위기로 간주하고 목표 환율대의 도입에 매우 비관적이다. 왜냐하면 미국은 지금 모처럼 경기 상승을 타고 있는데 환율 문제로 인해 국내 금리를 올려야 한다거나 또는 실업률 상승을 가져올지도 모르는 거시 정책을 쓰기 싫은 형편에 있다. 오히려 현재의 엔 위기는 일본의 과다 흑자에서 비롯되었다고 보고 일본의 시장 개방화와 수입 증대 정책을 통해 엔화 위기를 풀어가자고 주장하고 있다. 따라서 주요 환율 국가가 가까운 장래에 공식적으로 목표환율대제도를 택할 가능성은 매우 희박하다고 하겠다.

■ 新환율제도의 가능성

국제통화제도는 19세기초 금본위제로부터 시작하여 지금까지 여러 가지 다른 제도의 변천 과정을 밟아왔다. 현대적 의미의 환율제도

는 1944년의 브레튼우즈 시스템으로부터 비롯되는바 이 제도는 금뿐 아니라 달러를 기준으로 한 고정환율제였다. 금과 달러와의 고정 교환 비율에 따라 환율이 결정되었으며 일단 결정되면 특별한 상황 변동이 생기지 않는 이상 회원국이 마음대로 공식 환율을 바꿀 수 없었다. 그러나 무역 수지의 만성적인 불균형 문제가 발발한 경우 IMF의 동의를 얻어 환율을 조정할 수 있었다. 이 때문에 적지 않은 수의 국가들이 무역 수지를 개선시키기 위해 자국의 통화 가치를 경쟁적으로 평가 절하하기도 했다. 그러나 이렇게 조종 가능하던 고정환율제는 변동환율제도로 변천해 왔다.

변동환율제는 환율이 외환 당국에 의해서 결정되는 것이 아니고 시장 기능에 의해서 결정되기 때문에 변동환율제하에서 외환의 사용이 매우 효율적으로 이루어진다고 간주될 수 있다. 외환 시장 기능이 활성화되고 자본의 국제적 이동이 활발해짐에 따라 환율은 수시로 변동하게 되었다. 변동환율제는 세계 차원에서 자원의 효율적 분배에 기여는 하지만 그러나 환율 위험이 증가함에 따라 교역량을 그만큼 위축시키는 부작용이 있다.

무역 규모와 자본 거래가 적었을 때는 브레튼우즈 체제하에서 미국은 달러와 금을 근거로 하여 고정환율제를 유지할 수 있었다. 그러나 그동안 사정은 많이 달라졌다. 고정환율제가 변동환율제로 바뀐 후 미국의 독과적 역할만 가지고는 국제통화제도를 안정하게 유지하기는

역부족 상태가 되었다. 환율 체계의 안정을 위해 일본과 독일의 참여가 절대로 필요한데 지금은 이 3 개국의 공동 노력도 한계에 왔다.

이런 상황에서 우선 금본위제도의 복귀는 한 마디로 불가능하다.

브레튼우즈 체계의 고정환율제로의 복귀는 어떤가? 금의 생산도 충분하지 못하며 어느 특정 국가의 또는 몇 개국의 지속적인 무역 적자를 통해 세계 유동성이 공급되는 상황은 상상하기 힘들다. 그렇다면 목표환율대제도는 어떤가? 어느 나라에서든지 국내 정책 목표인 물가와 실업 문제가 환율 불안 문제보다 우선하기 때문에 환율 안정을 위해 세계 어느 나라도 쉽게 금리와 통화를 변경시키지 않는다는 것이 현실이다. 만일 지금처럼 환율 불안이 각국간의 무역 불균형에 비롯되었다면 무역 불균형을 시정하는 것이 바람직한 대책이라고 보는 것이 지배적인 견해이다. 자본 이동의 자유화시대에 환율 변동을 상쇄하기 위해 자국의 국가 통화 정책을 쉽게 포기할 수 있는 나라는 거의 없다고 보는 것이 안전한 판단이다. 물론 현재의 초과 현상은 일본 경제에 큰 위협이 된다. 하지만 지금의 환율제도를 선진국들이 일본과 합세해서 준고정환율제도 쪽으로 간다고 해서 근본 문제가 해결되지도 않을 것이지만 주요 환율 국가들이 자신들의 금융 정책을 포기하면서까지 환율 안정을 위해 준고정환율제 또는 목표 환율대제도를 공식적으로 택하지도 않을 것으로 보인다.♣