

**국제경제론 (제7판)**  
(김신행·김태기 공저, 법문사, 2020.)

**II. 연습문제 풀이 (국제금융론)**

**제13장 국제수지**

- 01 1) 상품수지 차변 10만 달러, 기타투자 대변 10만 달러  
2) 서비스수지(여행) 차변 4천 달러, 기타투자 대변 4천 달러  
3) 증권투자 대변 30백만 달러, 기타투자 차변 30백만 달러  
4) 직접투자 차변 200만 달러, 기타투자 대변  
5) 서비스수지(소득수지) 대변 5만 달러, 기타투자 차변 5만 달러  
\* 1) , 2) , 5)의 거래가 경상수지에 영향을 미침.
- 02  $(S - I) + (T - G) = (X - M)$ 를 보면, 경상수지인  $(X - M)$ 은 재정수지인  $(T - G)$ 만이 아니라 민간부문의 저축과 투자의 차인  $(S - I)$ 에 의해서도 영향을 받는다. 따라서  $(T - G)$ 가 양(+)이더라도  $(S - I)$ 가 음(-)이면 경상수지가 흑자로 전환된다는 보장이 없다.
- 03 직접투자는 당장은 자본수지 적자 요인으로 작용한다. 그런데 앞으로 직접투자의 수익이 본국으로 송금되면 본원소득수지를 개선하여 경상수지가 개선된다.
- 04 1) 경상수지를 CA, 자본수지를 KA, 금융계정을 FA라고 표기하자. 이 세 항목은  $(CA + KA = FA)$ 의 관계가 있다. 문제의 자료에서 ' $300 - 10 = FA$ '이므로  $FA = 290$ 이 된다. 이는 우리가 보유한 해외자산이 290억 달러 증가했음을 말한다.  
2) 1)번 답에서  $FA = 290$ 임을 알았다. 주어진 자료에서 준비자산을 제외한 금융계정수지가 90억 달러라고 했으므로 준비자산 항목은 200억 달러가 된다. 이는 한국의 외환보유액이 200억 달러 증가함을 뜻한다.  
3) ' $CA = \text{상품수지} + \text{서비스수지} + \text{본원소득수지} + \text{이전소득수지}$ '이므로 ' $300 = 400 - 120 + \text{본원소득수지} + 0$ '에서 본원소득수지 = 20이 된다. 따라서 해외로 지급(支給)한 소득보다 해외에서 벌어들인 수입(收入)이 20억 달러 더 많다.  
4)  $GNI = GDP + \text{본원소득수지} = 1000 + 20 = 1020$ 이다. 따라서 GNI는 1,020억 달러다.
- 05 경상수지 문제는 저축과 소비의 문제와 유사하다. 소비가 저축보다 많으면 현재의 후생은 높아지지만 미래의 후생이 낮아진다. 마찬가지로 경상수지 적자는 현재의 후생을 높이지만, 외환 부족을 초래하여 미래에 필요한 자원을 확보하지 못하는 등 미래의 경제 성장을 저해하는 요인이 된다.

- 06 국제수지 흑자에서는 중앙은행의 준비자산이 증가하므로 통화공급량이 증가하게 되고, 국제수지 적자에서는 중앙은행의 준비자산이 감소하므로 통화공급량이 감소하게 된다.
- 07 1) 환율 인상: 수출재의 외화표시 가격이 낮아져 수출이 증가하고, 수입재의 국내가격이 높아져 수입이 감소하므로 경상수지가 개선된다. 어느 정도 개선될 것인가는 수요탄력성의 크기에 달려있다.
- 2) 지출 감소: 경상수지 적자는 소득보다 지출이 많아서 나타난 현상이다. 따라서 지출을 줄이면 경상수지가 개선된다.
- 3) 통화량 감소: 국제수지 적자는 화폐의 공급이 수요보다 많아서 나타난 현상으로 본다. 따라서 화폐공급량을 줄이면 국제수지가 개선된다.
- 4) 이자율 상승: 국제수지를 내국인과 외국인간 금융자산의 거래 차액으로 파악한다. 이자율을 올리면 외국인들의 우리 자산에 대한 수요가 늘어 외화가 유입되고 국제수지가 개선된다.
- 08 1) 환율 변화가 무역수지에 미치는 영향은 수출재와 수입재의 수요탄력성에 의해 결정된다. 일본에서 수입하는 제품은 주로 자본재로서 가격 변화에 따른 수요탄력성이 크지 않아서 환율이 올라가도 수입이 거의 줄지 않아 무역수지가 개선되지 않는다. 그러나 한국 수출재와 수입재는 전반적으로 가격 탄력적이어서 환율이 인상되면 수출이 늘고 수입이 줄어 무역수지가 개선된다.
- 2) 환율 상승은 수출경쟁력을 높이고 수입재의 국내가격을 높여서 경상수지 개선에 도움을 주었다. 그런데 당시 경상수지 흑자는 환율 변동만이 아니라 국내 경기 침체에 따른 대폭적인 수입 감소에 기인한 바가 크다. 경상수지 흑자는 외환의 유입을 가져와 외화 준비자산이 늘고 외환보유액이 증가하였다.
- 3) 외화를 중앙은행에 집중하면 경상수지 흑자나 적자가 모두 통화공급량에 반영된다. 그런데 한국을 비롯해 많은 국가의 일반 시중은행은 외화를 보유할 수 있다. 시중은행이 보유한 외화는 중앙은행의 준비자산에서 제외되므로 통화공급량에 직접 연결되지 않는다. 따라서 경상수지 변화가 통화공급량에 미치는 영향이 작아진다.

## 제14장 환율과 외환시장

- 01 1) 수출이 증가하면, 외환의 공급이 늘어 환율이 내려감.
- 2) 물가가 상승하면, 원화 가치가 하락하여 환율이 올라감.
- 3) 외국의 이자율이 상승하면, 사람들이 외국 자산을 구입하고자 하므로 외화에 대한 수요가 증가하여 환율이 올라감.
- 4) 이라크 전쟁이 발발하면, 원유가 상승 등으로 세계 경제 불안이 예상된다. 이는 수입액을 늘리고 수출 감소를 가져올 것으로 예상되어 환율이 올라감.
- 02 녹음기를 기준으로 한 전화기의 상대가격= $100 \times 1,000 / 50,000 = 2$ , 환율이 1,200이 되면 전화기의 상대가격은 2.4가 된다. 전화기는 비싸지고, 상대적으로 녹음기는 싸진다.

- 03 1)  $(2\text{억 } 5\text{천} - 2\text{억}) / 2\text{억} = 25\%$   
 2)  $(1\text{만 } 1\text{천} - 1\text{만}) / 1\text{만} = 10\%$   
 3) 원금 1천만원=1만 달러인데, 1년 후 1.1만 달러가 됨. 따라서 수익률은  $(1.1\text{만 달러} \times 900\text{원} - 1\text{천만원}) / 1\text{천만원} = -1\%$ 이다. 이를 이자율평형조건에서 사용한 식으로 계산하면,  $0.1 + (900 - 1,000) / 1,000 = 0\%$ 로 약간 차이가 있다. 후자는 계산의 간편을 위해 일부 항목이 생략되어 있기 때문이다.
- 04 1) 기대수익  $= (1,000,000 / 1,000) \times (1 + 0.05) \times 1,050 = 1,102,500\text{원}$ ,  
 기대수익률  $= (1,102,500 - 1,000,000) / 1,000,000 = 0.10254 (10.25\%)$ 임.  
 이자율평형조건에서 사용한 외국예금 기대수익률 공식으로 계산하면,  
 $0.05 + (1,050 - 1,000) / 1,000 = 0.10 (10\%)$ 가 됨. 이 두 방식에서 수익률이 다르게 나오는 것은 이자율평형조건에서 이용한 기대수익률 계산식이 일부 항목이 생략된 근사값이기 때문임.  
 2) 미국예금의 기대수익률이 더 높으므로 미국에 예금한다.  
 3) 위험이 커버된 외국예금 기대수익률  $= 0.05 + (1,020 - 1000) / 1000 = 7\%$ 가 된다. 외국예금 기대수익률이 한국예금 기대수익률보다 낮으므로 한국에 예금을 한다.  
 4) 양국 예금의 기대수익률이 같아야 하므로 커버된 이자율균형조건으로 계산하면, 1,030원이다.
- 05 선물환시장에서 30만 달러에 해당하는 선물환을 구입함으로써 환율 변동의 위험을 헷질 수 있다. 현재 환율보다 6개월 후 선물환율이 더 높으면 수입업자의 원화 지불금액이 늘어나고, 선물환율이 더 낮으며 원화 지불금액이 줄어든다.
- 06 1)  $4 - 2 = 2\%$  (선물환율이 현재 환율보다 2% 낮은 경우임)  
 2)  $4 + 1 = 5\%$  (선물환율이 현재 환율보다 1% 높은 경우임)
- 07 1) 자국의 수익률 곡선이 왼쪽으로 이동하여 환율이 올라간다.  
 2) 환율 상승을 방지하기 위해 외환시장에 외화자산을 팔아야 하므로 중앙은행의 외환보유고가 감소하고, 그래서 통화공급량이 줄어든다. 이는 국내이자율을 올려서 다시 환율이 원래의 수준으로 복귀한다.  
 3) 예상환율이 올라가면, 외국예금의 기대수익률곡선이 위로 이동하므로 균형환율이 올라간다.
- 08 미국 달러화 이외의 기타 통화에 대한 원화 환율은 원화의 대미달러환율과 기타통화의 대미달러환율로 재정(arbitration)하여 간접적으로 산출한다. 예를 들어, 원/달러 환율이  $\text{US } \$1 = \text{₩}1,100$ 이고 엔/달러 환율이  $\$1 = \text{¥}100$ 이면, 원화와 엔화의 환율은 연쇄방식에 의해  $1\text{¥} = \text{₩}11 (= 1,100 \div 100)$ 이 된다. 이 때 원/달러 환율과 엔/달러 환율을 기준으로 간접적으로 계산된 원/엔 환율을 교차환율(cross rate)이라고 한다.

## 제15장 국민소득, 환율과 국제수지

- 01 1)  $D=500+0.6Y$ 와  $45^\circ$ 선인  $Y=D$ 가 만나는 점에서 균형국민소득이 결정됨. 즉, 이 두 식으로부터  $Y$ 를 구하면 균형국민소득은 1,250임.
- 2)  $Y=1,250$ 를 문제의  $M=150+0.20Y$ 에 대입하면,  $M=400$ 이다. 문제에서  $X=350$ 이므로 무역수지는 50만큼 적자임.
- 3)  $C+I+G+(X-M)=C+S+T$ 에서  $G=T$ 이고,  $(X-M)$ 은 -50,  $I=100$ 이므로  $S=500$ 이 됨.
- 4) 정부지출이 10 증가하면  $D=510+0.6Y$ 이 되므로 균형국민소득은 1,275가 됨. 승수효과는  $(1,275-1,250)/10=2.5$ 임. (이 값은 승수효과 계산식  $1/(s+m)$ 으로 계산한 값과 같음. 문제에서  $s=0.2$ ,  $m=0.2$ 이므로 이를 승수효과 계산식에 대입하면 2.5임)
- 5)  $C+I+G=Y$ 이므로 1,500이 됨.
- 6) 정부지출이 10증가하면 균형국민소득은 1,550이 됨. 따라서 승수효과는  $50/10=5$ 가 됨. (승수효과 계산식  $=1/s$ 를 이용해 계산한 값과 같음. 즉,  $s=0.2$ 를 대입하면 승수는 5가 됨)
- 7) 이 문제에서 4)번 개방경제 승수는 2.5, 6)번 폐쇄경제 승수는 5임. 개방경제 승수가 더 작아지는 이유는 폐쇄경제와 달리 개방경제에서는 수요의 일부가 수입(輸入) 증가 형태로 해외로 누출되기 때문이다.
- 02 예를 들어, 100이라는 소득이 자국에서 타국으로 이전하는 경우, 공여국 자체 제품에 대한 수요는 80만큼 감소하는데, 외국에서 공여국 제품에 대한 수요는 20만큼 증가하므로 공여국 제품에 대한 수요는 60만큼 감소한다. 공여국 제품에 대한 수요 감소는 이 국가 수출품의 가격을 하락시키므로 이 국가의 교역조건이 악화된다.
- 03 환율상승으로 인한 수입비용 상승률  $=0.2 \times 0.1=0.02$ 이므로 국내가격은 2% 올라간다. 그런데 환율 10% 상승은 수출재 가격을 10% 인하하는 효과가 있다. 따라서 전체적으로 수출재 가격은 8% 낮아진다.
- 04 수입재인 자본재와 수출재인 1차 상품의 수요탄력성이 모두 비탄력적이다. 이 경우 비탄력적인 수요탄력성 때문에 환율이 인상되어도 무역수지 개선 효과는 작다.
- 05 1) 정부재정지출 증가는 소득을 증가시킨다. 소득 증가로 저축은 증가한다. 또 소득이 증가하면 수입이 증가하므로 무역수지는 악화된다.
- 2) 재정지출이 증가하면 승수효과만큼 소득이 증가하고, 소득 증가로 수입이 증가한다. 소국에서는 수입 증가가 상대국에 영향을 미치지 못하지만, 대국에서는 수입 증가가 상대국의 소득을 증가시키고 이는 다시 상대국의 우리 제품에 대한 수요를 늘려서 추가적으로 소득이 증가해간다. 따라서 대국에서 승수효과가 더 크다.
- 3) 평가절하로 환율을 상승하더라도 환율 상승분만큼 재화가격에 반영되지 않을 뿐만 아니라 재화가격이 변하더라도 수요와 공급이 즉각적으로 반응하지 않기 때문에 단기적으로 무역수지 개선효과가 크지 않다.  $J$ -곡선효과와 환율의 가격전가에 대한 논의가 이를 설명해준다.

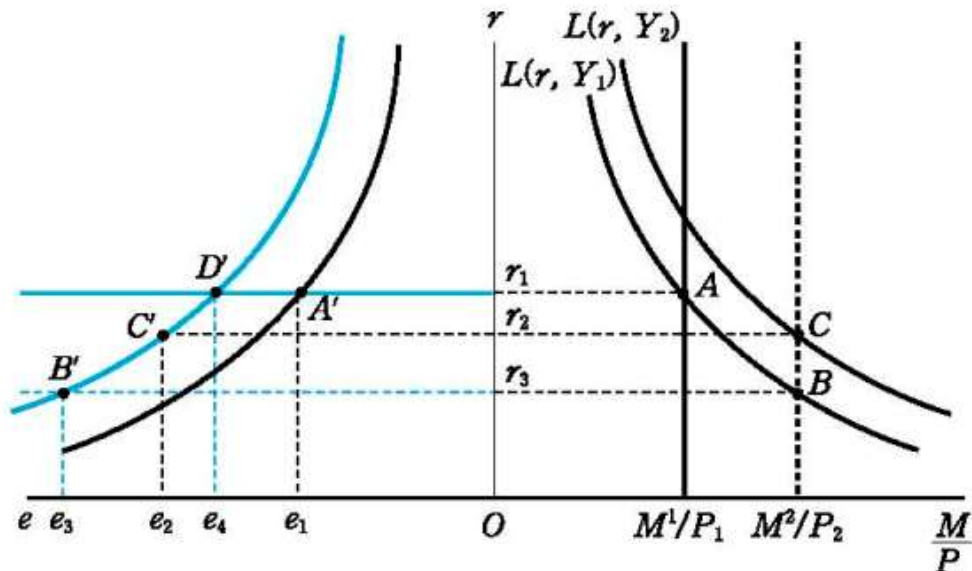
- 06 1) 환율 상승으로 일본 제품에 비해 상대적으로 한국 제품의 가격이 낮아지므로 한국의 수출이 증가할 것이다. 특히 미국 등 제3국 시장에서 일본 수출품과 한국 수출품의 유사성이 높다면, 한국의 수출은 더 많이 증가할 것이다.
- 2) 한국이 일본에서 수입하는 자본재나 중간재는 수요탄력성이 낮은 편이다. 따라서 가격이 변하더라도 수요의 변화가 크지 않아 환율이 상승하더라도 무역수지 개선효과가 작다. 또 J-곡선 효과와 같이 환율 변화에 의한 수출입 효과가 단기에서는 잘 나타나지 않기 때문이다.
- 3) 환율 상승이 예상되면, 외국 예금의 기대수익률이 올라가므로 한국에서 일본으로 자본이 이동한다.

## 제16장 통화량, 이자율과 환율

- 01 사람들이 화폐를 보유할 필요성이 줄어서 화폐에 대한 수요가 줄어든다. 화폐에 대한 수요 감소는 화폐시장에서 초과공급을 가져와 이자율이 낮아지고, 국내 이자율 하락은 환율 상승 요인이 된다(이자율평형조건 참조).
- 02 중앙은행의 본원통화는 국내여신과 순외화자산으로 구성된다. 국제수지 흑자는 외화자산을 늘려서 통화공급량을 증가시키고 인플레이션의 요인이 된다. 중앙은행은 인플레이션 압력을 억제하기 위해 통화안정증권의 판매 등을 통해 국내여신을 줄일 수 있다.
- 03 중앙은행의 외환시장 개입은 그 규모의 크기와는 상관없이 사람들의 환율 변화 예상에 큰 영향을 미친다. 그 이유는 중앙은행이 환율정책을 집행하는 주체이기 때문이다.
- 04 1)  $MV = PY$  인데, 문제에서  $V=5$ 이고, 명목소득  $PY=500$ 이므로 화폐대한 수요  $M$ 은 100이 된다.
- 2)  $M = kPY$ 이므로  $k$ 는  $V$ 의 역수임. 따라서  $k=0.2$ 이다.
- 3)  $MV = PY$ 에서  $V$ 는 5로 일정한데  $PY=600$ 이므로 화폐수요량  $M$ 이 120이 된다. 따라서 화폐수요량은 20 증가한다.
- 4) 유통속도가 일정하다면, 화폐수요는 명목 GNP와 같은 비율로 변한다. 따라서 화폐에 대한 수요는 매년 10%씩 증가한다.
- 05 1) 실질 통화공급량 변화율이 선진국=5.1-2.0=3.1%, 개도국=16.6-5.7=10.9%로 개도국에서 실질통화공급량이 더 많이 증가하였다.
- 2) 선진국=2.0/5.1=39.2%, 개도국=5.7/16.6=34.3%로 통화공급량에 비해 물가상승률이 상대적으로 더 낮은 그룹은 개도국이다.
- 3) 첫째, 단기적으로 물가가 경직적이기 때문이다. 둘째, 불완전고용 상태에 있는 경제에서는 통화공급량이 증가하면 실질소득이 불변이 아니라 증가하기 때문이다.  $MV = PY$ 을 보면, 통화공급량( $M$ ) 증가 시 실질소득( $Y$ )이 같이 증가하면 물가( $P$ )는 통화공급량보다 더 낮은 비율로 증가하게 됨을 알 수 있다.

06 불완전고용 상태에서는 화폐공급량이 증가할 때 실질소득이 증가한다. 화폐시장 균형식은  $M/P = L(r, Y)$ 을 보면, 이자율( $r$ )이 불변인 상태에서  $M$ 이 증가할 때  $Y$ 가 같이 증가하면 물가  $P$ 는 통화공급량 증가율인 2배보다 적게 증가하게 됨을 알 수 있다.

07 그림에서 통화공급량이  $M^1$ 에서  $M^2$ 로 늘어날 때 생산량의 변화가 없는 경우에는 이자율이  $r_3$ 까지 낮아지지만, 생산량이 증가하면 화폐수요곡선이 우측으로 이동하므로 이자율이  $r_2$ 까지 더 적게 하락한다. 통화공급량이 증가하면 사람들이 환율 상승을 예상하므로 외국예금 기대수익률곡선이 좌측으로 이동한다. 그리고 그림에서 보듯이 생산량이 증가하지 않은 경우에는 환율이  $e_3$ 까지 올라가는데, 생산량이 증가한 경우에는 환율이  $e_2$ 까지 올라간다. 하지만 장기적으로 실질생산량은 장기균형 수준으로 돌아오므로 어느 경우든지 장기균형환율은  $e_4$ 에서 결정된다. 따라서 생산량이 즉각적으로 증가하면 환율의 오버슈팅 정도가 더 적어짐을 알 수 있다.



08 세계 이자율이 올라가면 소국의 자본이 해외로 유출되어 중앙은행의 준비자산이 줄어들고, 통화공급량이 감소한다. 통화공급량 감소를 상쇄하기 위해서는 국공채를 매입하여 통화량 공급을 늘려야 한다. 그런데 국내채권과 해외채권이 완전대체재라면, 소국의 이자율이 세계 이자율 수준으로 올라가지 않는 한 자본 유출이 계속되므로 공개시장조작으로 통화량 감소를 상쇄하고자 하는 정책은 성공할 수 없다. 즉, 소국의 이자율이 세계 수준으로 올라갈 수밖에 없다.

## 제17장 개방경제의 일반균형과 거시경제정책의 효과

- 01 1) 이자율이 두 시장의 연결고리 역할을 한다. 화폐시장의 불균형은 단기적으로 이자율의 변화에 의해 조정된다. 그리고 국내 이자율 변화는 국가 간 자본이동을 야기하고, 이는 외환에 대한 수요와 공급을 변화시킴으로써 환율에 영향을 미친다. 이와 같이 이자율이 두 시장을 연결한다.
- 2) AA곡선에서 외환시장의 균형조건은 이자율평형조건을 전제하고 있다. 이자율평형조건은 양국 예금의 기대수익률이 같을 때 외환시장의 균형이 달성됨을 말해준다. 만일 자본이동이 자유롭지 않다면, 양국의 이자율이 다르더라도 자본이 이동하지 못하고 외환에 대한 수요와 공급에 영향을 미치지 못한다. 그러므로 이 경우에는 이자율평형조건에 의해 외환시장 균형이 달성된다고 말할 수 없게 된다.
- 02 환율이 올라가면 수출 증가와 수입 감소로 총수요가 증가한다. 총수요 증가는 생산량을 증가시킨다. 이처럼 환율 상승은 생산량 증가와 연결되므로 DD곡선은 우상향하게 된다. 환율 이외에 총수요를 증가시키는 요인들이 DD곡선을 우측으로 이동시킨다. 예를 들어, 정부지출 증가, 조세 감소, 수출 증가, 소비 증가 등이다.
- 03 생산량(소득)이 증가하면 화폐에 대한 수요가 증가하여 이자율이 올라간다. 자국 이자율이 올라가면 외환이 유입되어(외환의 공급이 늘어) 환율이 내려간다. 이처럼 생산량의 증가가 환율 하락으로 연결되므로 AA곡선은 우하향하게 된다. 화폐시장에서 이자율을 하락시키는 요인(통화공급량의 증가나 화폐에 대한 수요 감소 등)이나 외국 예금의 기대수익률을 높이는 요인(예상환율의 상승, 외국 예금 이자율의 상승 등)이 AA곡선을 우측으로 이동시킨다.
- 04 DD-AA모형에서는 물가의 변화가 없음을 가정하기 때문이다. 정부지출이 증가하거나 통화공급량이 증가하면, 장기적으로 물가가 변한다. 만일 물가가 변하면, 이는 다시 DD곡선과 AA곡선을 이동시키게 된다. 예를 들어, 물가가 올라가면 실질환율이 낮아지므로 총수요가 감소하여 DD곡선은 왼쪽으로 이동한다. 또 물가가 올라가면 실질통화공급량이 줄어들므로 AA곡선은 아래로 이동한다. DD-AA모형은 이러한 물가의 변화를 고려하지 않기 때문에 단기모형이라고 한다.
- 05 1) DD곡선이 우측으로 이동하여 환율은 내려가고 생산량은 증가한다.
- 2) DD곡선이 좌측으로 이동하여 환율이 올라가고 생산량은 줄어든다.
- 3) DD곡선이 우측으로 이동한다. 그 이유는 다음과 같다. 예를 들어, 정부가 100원의 세금을 거둬 100원을 지출하는 경우, 한계소비성향이 0.8이라면 100원의 세금 때문에 줄어드는 민간부문의 수요 감소는 ' $100 \times 0.8 = 80$ 원'인데 비해 정부는 100원을 모두 지출하므로 총수요는  $100 - 80 = 20$ 만큼 증가한다. 따라서 DD곡선은 우측으로 이동하고, 그래서 환율은 하락하고 생산량은 증가한다.
- 4) 외국예금 기대수익률이 올라가서 AA곡선이 위로 이동한다. 그 결과 환율이 올라가고, 생산량이 증가한다.

- 06 통화공급량이 지속적으로 증가하는 상황에서는 사람들이 앞으로 환율이 상승할 것으로 예상한다. 이 경우 단기적으로는 통화공급량 증가 요인과 예상환율 상승 요인으로 인해 AA곡선이 우측으로 이동한다. 그래서 환율이 상승한다.

통화공급량의 지속적 증가는 장기적으로 물가를 상승시킨다. 물가가 상승하면 DD곡선과 AA곡선이 모두 좌측으로 이동한다. 그 결과 환율이 하락한다. 그래서 장기 환율은 단기 환율보다 낮아지게 된다. 이처럼 장단기 균형환율에 차이가 나는 이유는 단기에서는 물가가 불변이나 장기에서는 물가가 변하기 때문이다.

- 07 (17A.7)식에서 DD곡선의 기울기는  $\left. \frac{de}{dY} \right|_{DD} = \frac{(1-c-CA_Y)}{CA_e} > 0$ 이고, (17A.11)식에서

CA곡선의 기울기는  $\left. \frac{de}{dY} \right|_{CA} = -\frac{CA_Y}{CA_e} > 0$ 이다. DD곡선의 기울기 값이 CA곡선보다

$\frac{(1-c)}{CA_e} > 0$ 만큼 더 큼을 알 수 있다. DD곡선이 CA곡선보다 기울기 값이 더 크므로 선의 모양도 더 경사진 형태가 된다.

## 제18장 고정환율제도, 자본이동 제약과 거시경제정책

- 01 확장적 통화정책은 환율을 올린다. 모든 사람들이 앞으로 확장적 통화정책을 실시할 것으로 기대하면, 사람들은 앞으로 환율이 올라갈 것으로 예상한다. 예상환율의 상승은 AA곡선을 위로 이동시킨다. 그래서 환율이 올라가고 생산량이 증가한다.

- 02 중국의 경제성장으로 소득이 증가하면 수입이 늘고, 따라서 우리나라의 수출이 증가한다. 이는 DD곡선을 우측으로 이동시켜 우리나라의 생산량이 증가하고 환율이 하락한다. 환율하락으로 수출이 감소하는 효과가 있지만, 애초의 수출증가를 완전히 상쇄하지는 않아서 생산량이 증가한다.

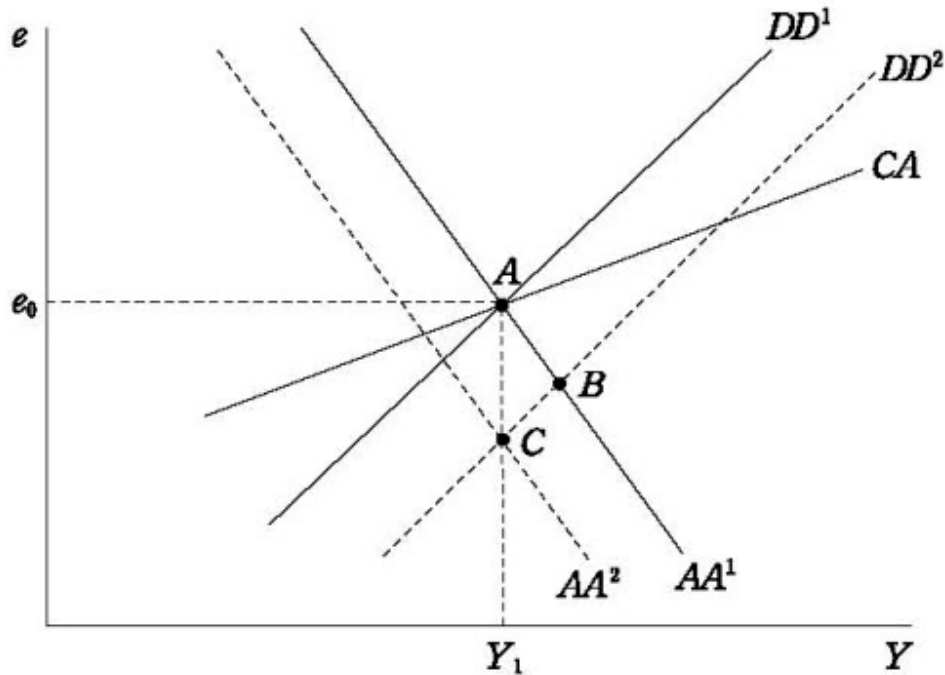
- 03 평가절하는 수출을 늘리고 수입을 줄여서 총수요를 증가시키므로 생산 증가와 고용 증가에 기여한다. 본문의 [그림 18-3]을 참조하라. 고정환율제도에서 평가절하로 환율을 인상하기 위해서는 국내 통화공급량이 증가해야 한다.

- 04 먼저 고정환율제도에서는 재정지출이 증가하면 DD곡선이 우측으로 이동하여 산출이 증가하고 환율 하락의 압력이 작용한다. 환율 하락을 방어하기 위해 중앙은행이 외환을 매입하므로 통화공급량이 증가하여 AA곡선이 우측으로 이동한다 (본문의 <그림 18-1> 참조). 또한 고정환율제도에서는 환율이 변하지 않으므로 예상환율이 현재환율과 같아서 이자율평형조건은  $r=r^*$ 이다. 즉, 자국의 이자율이 세계 이자율 수준에서 결정되고 변하지 않으므로 투자감소의 구축효과는 없다. 결과적으로 정부지출 증가에 의한 생산량 증가 효과가 변동환율제도에서보다 고정환율제도에서 더 크다. 반면에 고정환율제도에서 통화정책의 국민소득 증가 효과는 없다. 따라서 고정환율제도에서 문제의 서술은 옳다. 다음으로 변동환율제도에서는 정부지출이 증가하면 DD곡선이 우측으로 이동하여 환율이



하락하고 생산량이 증가한다. 그런데 생산량 증가분이 고정환율제도에서보다는 더 적다. 그 이유는 다음과 같다. 정부지출 증가로 생산량(소득)이 증가하면 이는 화폐에 대한 수요를 증가시켜 이자율이 상승한다. 이자율 상승으로 투자가 감소하고, 또 환율 하락으로 수출이 감소하므로 이 두 요인의 구축효과가 나타나 소득이 고정환율제도에서보다 더 적게 증가하게 된다. 변동환율제도에서는 고정환율제도와 달리 통화정책도 생산량 증가 효과가 있다.

- 05 1) 고정환율제도에서는 이자율평형조건이  $r = r^*$ 이므로 상대국의 이자율이 올라가면 자국의 이자율도 올라간다. 투자가 이자율의 감소함수라고 보면, 이자율 상승으로 투자가 감소하여 생산량(소득)이 감소한다. 그런데 투자가 이자율의 영향을 받지 않는다고 가정하는  $DD-AA$  모형에서는 상대국의 이자율이 상승하면  $AA$ 곡선이 위로 이동하여 환율 상승 압력이 나타나게 된다. 고정환율을 유지하기 위해 중앙은행은 외환을 매각하게 되고 이는 국내 통화공급량을 줄이므로  $AA$ 곡선이 다시 원래의 위치로 복귀한다. 그래서 소득이 변하지 않는다.
- 2) 변동환율제도의 이자율평형조건  $r = r^* + \frac{(e^e - e)}{e}$ 에서  $r^*$ 가 상승하면 환율( $e$ )이 올라간다. 이는 수출을 늘려서 자국의 생산량이 증가한다.  $DD-AA$  모형을 이용해 설명하면 다음과 같다. 상대국 이자율이 상승하면  $AA$ 곡선이 위로 이동하므로 환율이 상승하고 생산량이 증가함을 알 수 있다.
- 06 1) 재정지출 증가로  $DD$ 곡선이 우측으로 이동한다. 그리고 지속적인 재정지출 증가로 사람들의 예상환율이 하락하고, 이는  $AA$ 곡선을 아래로 이동시킨다. 그림에서 균형점은  $C$ 가 되어 환율이 낮아지고, 생산량에는 변화가 없다. 재정지출의 증가에도 불구하고 생산량이 증가하지 않는 이유는 환율하락으로 인한 구축효과 때문이다.
- 2)  $CA$ 곡선의 우측인  $C$ 점에서 경상수지는 적자 상태이다.  $C$ 점에서 경상수지가 적자라는 것은 자본수지가 흑자임을 뜻한다. 왜냐하면,  $C$ 점은  $AA$ 곡선 상에 있으므로 이 점에서 외환시장(또는 국제수지)은 균형이기 때문이다.
- 3) 일시적인 재정지출 증가는  $DD$ 곡선만 우측으로 이동시킨다. 따라서 균형점은  $B$ 점이 되어 환율이 낮아지고 생산량이 증가한다. 지속적인 재정지출 증가 시의 균형점인  $C$ 점과는 차이가 있다. 서로 차이가 나는 이유는 재정지출 증가가 일시적인 경우는 사람들의 환율 예상에 영향을 미치지 않아서  $AA$ 곡선이 이동하지 않기 때문이다.
- 4) 초기에 완전고용 수준이었다면 지속적인 재정지출 증가는 생산량에 아무런 영향도 미치지 못한다. 그러나 불완전고용 상태에 있는 국가에서 재정지출이 증가하면 생산량이 증가하게 된다. 통화량이 일정할 때 소득이 증가하면 물가가 하락한다.  $Y_1$ 의 소득 수준과  $C$ 점을 기준으로 할 때, 물가의 하락은  $DD$ 곡선과  $AA$ 곡선을 모두 우측으로 이동시키고 균형점은  $C$ 점의 우측에서 결정된다. 따라서 생산량(소득)이 증가한다. 환율은  $DD$ 곡선과  $AA$ 곡선의 이동 정도에 따라 결정된다. 여전히 경상수지는 적자이고, 자본수지는 흑자다.



- 07 1) 재정정책의 생산량 증가효과는 변동환율제도에서는 자본이동에 제약이 있을수록 그 효과가 커지고, 고정환율제도에서는 자본이동 제약과 관계없이 효과가 크다( [그림 18-7] 참조할 것).
- 2) 금융정책의 생산량 증가효과는 변동환율제도에서는 자본이동이 자유로울수록 그 효과가 커지고, 고정환율제도에서는 자본이동 제약과 관계없이 정책효과가 없다( [그림 18-8] 참조할 것).
- 08 고정환율제도에서 금융정책은 정책효과가 없다. 따라서 정책수단은 재정정책과 환율정책인데, 일반적으로 대내균형의 달성에는 재정정책, 대외균형의 달성에는 환율정책을 실시하는 것이 바람직하다. 따라서 실업문제를 해결하기 위해 재정지출을 늘리고, 국제수지적자를 개선하기 위해 평가절하(환율 인상)를 해야 한다.
- 09 1) 긴축 통화정책은 AA곡선을 좌측으로 이동시키고, 확장적 재정정책은 DD곡선을 우측으로 이동시킨다. 그 결과 환율은 하락한다. 외환시장 균형식을 보면, 환율이 하락할 때 이자율이 상승함을 알 수 있다. IS-LM 모형으로 설명하면, 긴축 통화정책으로 LM은 좌측 이동, 확장적 재정정책으로 IS는 우측 이동하므로 이자율은 상승한다. 이자율 상승을 외환시장 균형식에 대입하면 환율은 하락함을 알 수 있다.
- 2) 1)의 답에서 환율이 하락함을 알았다. 환율 하락은 경상수지를 악화시킨다. 실제로 당시 미국의 경상수지는 크게 악화되었다. 그리고 1)번의 답과 같이 당시 미국의 이자율이 올라가서 해외 자본이 미국으로 유입되었다. 실제로 미국 금융계정은 큰 폭의 흑자였다.

- 3) 이자율이 올라가서 민간 투자는 위축되었다.
- 4) 긴축 통화정책은 소득을 감소시키는 효과가 있고, 확장적 재정정책은 소득을 증가시키는 효과가 있다. 어느 효과가 더 큰가에 따라 소득이 증가할 수도 있고 감소할 수도 있다. 당시 미국은 이자율 상승으로 인한 민간투자 감소와 미국 통화가치 상승(환율 하락)으로 인한 경상수지 적자 확대로 소득이 감소하였다.

## 제19장 물가와 환율의 장기적 관계

- 01 1)  $P = (P_n/P_t)^a P_t$ 로 고쳐 쓸 수 있다. 타국의 물가지수도 이런 형태로 고치고, 구매력 평가설에서 환율은  $e = P/P^*$ 이므로 여기에 대입하면,  $e = (P_n/P_t)^a / (P_n^*/P_t)^b$ 가 된다. 그러므로  $(P_n/P_t)$ 가 올라가면, 환율은 올라감을 알 수 있다.
- 2)  $\alpha = \beta$ 가 되면,  $e = (P_n/P_n^*)^\alpha$ 가 되므로 비교역재의 가격에 의해 환율이 결정된다.
- 3) 2)의 답에서  $\hat{e} = \alpha(\hat{P}_n - \hat{P}_n^*)$ 에서  $\alpha = 2/3$ ,  $\hat{P}_n = 6\%$ 이고, 다른 것은 변하지 않으므로  $\hat{P}_n^* = 0$ 이어서 환율은 4% 올라간다. 양국 모두 비교역재 가격이 같은 비율로 올라가면, 즉  $\hat{P}_n = \hat{P}_n^*$ 이면 환율은 변하지 않는다.
- 4) 다른 변화가 없이 자국의 교역재 가격만 6% 올라가면, 자국의 물가수준이 2% 올라가고, 따라서 환율은 2% 올라간다.
- 02 이는 물가지수 계산에 사용된 각 재화의 가중치가 두 나라에서 같은가 아니면 다른가에 달려있다. 만일 두 나라 물가지수 계산에 사용된 가중치가 같다면 두 나라의 재화와 서비스 가격이 같을 때 물가지수도 같아서 어떤 재화의 가격이 두 나라에서 같은 비율로 상승하면 환율에 아무런 영향도 없다. 즉 환율은 양국의 구매력을 같게 한다. 그러나 일반적으로 물가지수에 사용되는 재화의 가중치가 국가마다 서로 다르다. 어떤 재화의 가격이 두 국가에서 같은 비율로 상승하면 환율이 변하지 않아도 구매력이 변하지 않는다. 그런데 그 재화의 가중치가 다르므로 물가지수가 달라져서 환율이 변하게 된다. 이 경우 환율은 양국의 구매력을 같게 해주지 못한다.
- 03 1) 한국의 실질환율은 높아진다. 실질환율은  $q = eP^*/P$ 인데, 한국의 서비스 생산성 향상은 한국의 서비스재 가격을 낮추어서 한국의 물가지수  $P$ 가 낮아지므로 실질환율은 올라간다.
- 2) 한국의 실질환율은 내려간다. 생산성 향상으로 서비스재 가격이 하락하면, 서비스의 비중이 큰 미국의 물가지수  $P^*$ 가 더 많이 내려간다. 따라서 한국의 실질환율은 내려간다.
- 04 실질환율은  $q = eP^*/P$ 이다. 실질환율이 올라가면 자국 수출경쟁력이 높아지고, 실질환율이 하락하면 자국 수출경쟁력이 낮아진다.
- 1) 비교역재에 대한 수요 증가로 비교역재 가격이 올라간다. 이 국가의 물가수준 상승으로 실질환율은 하락한다. 자국 수출업자에게 불리하게 작용한다.

- 2) 자국 수출재의 가격이 올라가므로 실질환율은 하락한다. 그런데 이 경우에는 수출재 가격이 상승한 경우이니깐 실질환율 절상이 수출업자에게 이득을 준다.
- 3) 1)과 2) 모두 실질환율이 절상되지만, 2)번의 경우는 수출재 가격의 상승에 기인한 것이기 때문에 수출업자의 이득이 된다.
- 05** 통화공급량이 증가하면 이자율이 하락한다. 그런데 통화공급량이 예상보다 더 증가했다는 것이 알려지면 사람들의 예상인플레이션이 올라가고 그 만큼 명목이자율이 올라간다. 그리고 예상인플레이션 상승은 예상환율을 올리는데 이는 외환시장에서 실제로 환율을 상승시킨다.
- 06** 이자율평형조건에서 양국의 이자율 차이는 예상환율의 변화율과 같다(식 (19.19) 참조). 한국의 실질이자율이 2% 더 높기 때문에 이 경우 환율은 2% 올라갈 것으로 예상된다.
- 07** 1) 실질환율은  $q = eP^*/P$ 이므로 예상실질환율 변화율은  $\hat{q}^e = \hat{e}^e + (\pi^{*e} - \pi^e)$ 이 된다. 이를 이자율평형조건에 대입하여 정리하면,  $R - R^* = \hat{q}^e - (\pi^{*e} - \pi^e)$ 이 된다.
- 2)  $r^e - r^{*e} = [R - \pi^e] - [R^* - \pi^{*e}]$ 이므로 여기에 1)의 결과를 대입하면,  $r^e - r^{*e} = \hat{q}^e$ 이 된다.
- 3) 이자율평형조건  $R - R^* = \hat{e}^e$ 에 의하면, 양국의 명목이자율 차이는 명목환율의 예상 변화율과 같다. 비슷하게 실질이자율 평형조건  $r^e - r^{*e} = \hat{q}^e$ 에 의하면, 양국의 예상실질이자율 차이는 실질환율의 예상 변화율과 같다.
- 4) 구매력평가설에 의해 환율이 결정되면  $e = P/P^*$ 인데, 이를 실질환율  $q = eP^*/P$ 에 대입하면 항상  $q = 1$ 이 된다. 이는 실질환율이 변하지 않음을 의미한다. 즉,  $\hat{q}^e = 0$ 이므로 실질이자율평형조건이  $r^e - r^{*e} = 0$ 으로 바뀐다. 이는 양국의 예상실질이자율이 항상 같아짐을 뜻한다.
- 5) 자국의 교역재 부문에서만 생산성이 증가하면, 발랏사-새뮤얼슨정리에 의해 자국의 비교역재 가격이 올라가고, 이는 자국 물가지수를 상승시켜 실질환율이 하락한다. 실질이자율평형조건에 의하면, 실질환율 하락은 자국의 예상실질이자율이 외국의 예상실질이자율보다 낮음을 뜻한다. (발랏사-새뮤얼슨 정리를 요약하면 다음과 같다. 어느 나라에서나 가격이 같은 교역재 부문에서 생산성이 증가하면 자국의 임금이 올라간다. 교역재 부문의 임금이 상승하면 생산성이 증가하지 않은 비교역재 부문의 임금이 같이 상승하므로 비교역재 가격이 올라가게 된다.)
- 08** 1) 우리의 물가상승률이 더 높음에도 불구하고 명목환율이 올라가지 않으면, 우리의 실질환율은 내려가고 수출재의 국제경쟁력이 낮아진다. 양국의 물가상승률 차이가 명목환율 변화에 반영되지는 않는다는 것은 구매력평가설이 항상 타당하지는 않음을 말해준다. 특히 구매력평가설로 단기적인 환율 변화를 설명하는 데는 한계가 있다.
- 2) 공산품 같은 교역재의 경우에는 선후진국간에 가격 차이가 크지 않지만, 서비스 같은 비교역재 가격은 후진국에서 더 낮기 때문이다. 발랏사-새뮤얼슨 정리를 생각하라.
- 3) 단기 환율결정에 대한 이자율평형조건에 의하면, 이자율이 올라가면 환율이 하락한

다. 그런데 장기에서는 예상인플레이션이 올라갈 때, 구매력평가설에 의해 환율이 올라가고, 피셔효과에 의해 명목이자율이 올라간다. 그래서 장기에는 단기와 달리 이자율 상승과 함께 환율이 상승하는 현상이 나타난다.

## 제20장 국제통화제도의 변천과 최적통화지역

01 자국은 국제수지 적자로 금이 유출되므로 통화량이 감소하여 물가가 낮아지고, 반대로 상대국은 국제수지 흑자로 금이 유입되므로 통화량이 증가하여 물가가 올라간다. 자국은 물가 하락으로 수출이 늘고, 상대국은 물가 상승으로 수출이 준다. 이러한 물가의 변화는 양국의 국제수지가 균형을 회복할 때까지 계속된다. 즉, 금본위제도에서 국제수지 조정은 물가의 신축적 변화에 의해 달성된다.

02 브레튼우즈 체제의 고정환율제도에서는 환율 변동을 방어하기 위해 중앙은행은 충분한 준비자산을 보유해야 한다. 각국 중앙은행의 준비자산이 늘어나기 위해서는 달러와 같은 준비통화의 공급이 늘어나야 하는데, 이는 준비통화 발행국의 국제수지 적자에 의해 충당될 수밖에 없다. 그런데 준비통화 발행국의 국제수지가 적자가 되면 세계 전체적으로 유동성은 증가하지만, 준비통화의 신뢰성이 하락하는 딜레마가 발생한다. 이를 유동성딜레마(liquidity dilemma)라고 부른다.

브레튼우즈 체제에서 미국의 달러화가 이러한 딜레마를 겪게 되었다. 1950년부터 미국의 국제수지는 적자로 전환되었고, 1958년부터는 미국의 유럽으로의 직접투자 증가와 베트남 전쟁의 전비 조달을 위한 통화발행으로 미국의 적자규모가 급속히 증가하였다. 미국의 국제수지 적자가 지속됨에 따라 1960년 초에는 외국의 달러보유고가 미국의 금보유고를 초과하기 시작하였고, 1970년에는 외국의 달러보유고가 미국의 총금준비의 4배에 달하였다. 외국의 달러 보유고가 미국의 금준비량을 초과함에 따라 달러의 평가재조정이 필요하게 되었고, 미국이 달러를 평가절하할 것이라는 예상이 높아가자 막대한 자본이 달러로부터 독일 마르크, 일본 엔 등 강세 통화로 이동하였다. 그 결과 1971년 8월 닉슨 대통령은 달러와 금과의 태환정지를 선언하였다.

03 고정환율제도가 붕괴된 이후에도 달러화가 계속 중심통화의 역할을 지속한 까닭은 네트워크의 외부성에 근거한 규모의 경제 때문이다. 예를 들어,  $N$ 개의 통화가 있는 경우 외환시장에서 발생할 수 있는 총거래 수는  $N(N-1)/2$ 개이므로 여기서 형성되는 환율도  $N(N-1)/2$ 개다. 그러나 어떤 통화가 기준 통화의 역할을 한다면 외환거래가 발생할 수 있는 시장의 수는  $(N-1)$ 개로 줄어들어 그에 따라 형성되는 환율도  $(N-1)$ 개로 줄어든다. 따라서 거래의 효율성을 위해 외환시장은 하나의 중심통화를 이용하려 하는데, 자연히 통용력이 좋은 달러가 중심통화 역할을 함에 따라 달러의 준비통화 비율이 줄지 않는다.

04 시장경제로 전환한 대부분의 동구 국가들은 독일 마르크화(유로통합 이후에는 유로)를 기준통화로 선택하고, 소련에서 독립한 국가들은 대부분 달러를 기준통화로 선택하였다. 환율 불안정으로 인한 대외거래의 불확실성을 줄이기 위해서는 거래가 많은 상대국의

기준통화와 동일한 국제통화를 기준통화로 선택하는 것이 좋다. 기준통화 선택에는 이러한 네트워크 외부성이 작용한다. 즉, 동구의 주요 상대국의 기준통화는 유로, 소련에서 독립한 국가의 주요 상대국의 기준통화는 달러여서 두 지역이 서로 다른 기준통화를 선택했다고 볼 수 있다.

- 05 1) 생산물시장에서 교란이 빈번하면, 환율을 고정했을 때 손실이 커진다. 따라서 이 경우에는 최적통화지역에 참여하는 것이 적절하지 않다.  
 2) 화폐시장의 교란이 빈번한 경우에는 환율을 고정하면 생산물시장에 미치는 부정적 영향이 줄어든다. 따라서 이 경우에는 최적통화지역의 참여하는 것이 좋다.
- 06 경제구조가 유사할수록 외생적 충격이 역내국가에 미치는 효과가 유사하기 때문이다. 외생적 충격이 어떤 국가에게는 긍정적인 영향을 주는 반면, 다른 국가에게는 부정적인 영향을 준다면, 단일 통화정책으로 지역 내 문제를 해결하기가 어렵다.  
 또 역내국가간 노동과 자본 등 생산요소의 이동이 자유로우면, 가맹국간에 서로 다른 충격이 주어졌을 때 역내국가간 생산요소의 이동으로 그 충격이 조정될 수 있다. 예를 들어, 어떤 충격으로 A국은 경기 침체, B국은 경기 호황이 되면, 경기침체를 겪고 있는 A국으로부터 경기가 호황인 B국으로 노동과 자본이 이동하여 A국과 B국의 경기변동 격차가 완화된다.
- 07 전 세계가 단일 통화를 사용한다는 것은 세계 전체가 하나의 최적통화지역이 됨을 의미한다. 이 경우 거래비용이 낮아지고, 환율 변동의 불안정성 문제를 회피할 수 있다. 그러나 모든 국가는 통화정책과 환율정책이라는 두 가지 정책수단을 포기해야 한다. 경제구조가 이질적인 다양한 국가들이 서로 다른 경제적 어려움에 처하게 될 때, 이를 해결하기 위한 마땅한 정책수단을 찾기 어렵다는 문제점이 있다.

## 제21장 환율제도의 장단점과 선택 기준

- 01 재정지출이 증가하면, 생산량이 증가하여 수입이 증가하므로 경상수지가 나빠진다. 그런데 경상수지 악화 정도가 고정환율제도보다 변동환율제도에서 더 크다. 고정환율제도에서는 환율이 고정되어 있지만, 변동환율제도에서는 환율이 하락하여 수출이 감소하는 구축효과가 나타나기 때문에 경상수지 적자가 더 커진다. (재정지출이 증가하면 DD곡선이 우측 이동하므로 환율이 하락한다.)
- 02 1)  $DD-AA$  모형에서 외국의 물가  $P^*$ 의 상승은 DD곡선을 우측으로 이동시키므로 환율이 내려가고 국내 생산량이 증가한다.  
 2) 구매력평가설에 의하면, 외국의 물가가 상승하면 사람들은 환율 하락을 예상한다. 예상 환율의 하락은 AA곡선을 아래로 이동시킨다. 외국의 물가 상승으로 1)번에서처럼 DD곡선이 우측으로 이동하고, 또 AA곡선이 아래로 이동하므로 새로운 균형점에서 환율은 더 내려가고, 국내 생산량은 1)번보다 더 작게 증가하거나 원상태로 복귀한다.

- 03 1) 통화공급량을 늘리면 국제수지 적자가 된다. 고정환율제도에서는 통화공급량 증가분이 해외로 유출되어 세계적인 물가상승의 요인이 된다. 그러나 변동환율제도에서는 국제수지 적자가 환율상승으로 조정되어 인플레이션이 해외로 수출되지 않는다.
- 2) 실물부문의 충격이 국내 경제에 미치는 영향은 고정환율제도에서 더 크고, 반대로 화폐부문의 충격이 경제에 미치는 영향은 변동환율제도에서 더 크다. [그림 21-1] 과 [그림 21-2] 를 참고할 것.
- 04 상대국의 재정정책은 그 나라의 환율을 낮추므로(자국의 환율을 올리므로) 자국의 경상수지가 개선된다. 반면에 통화정책은 그 나라의 환율을 올리므로(자국의 환율을 낮추므로) 자국의 경상수지를 악화시킨다.
- 05 현실적으로 어떤 충격이 나타났을 때, 이것이 항구적인 요인인지 아니면 일시적인 요인인지를 정책결정자가 판단하기가 쉽지 않다.
- 06 1870~1914년까지 금본위제도로 안정적인 환율제도를 운영하였으나, 1914~1945년 기간에는 변동환율제도와 금본위제도 다시 변동환율제도로 극심한 환율불안을 경험하였다. 그리고 제2차 세계대전 이후 브레튼우즈 체제의 금환본위제도를 운영하다가 1971년 금태환정지선언 이후부터 변동환율제도로 이행하였다.
- 개별 국가가 채택한 환율제도는 자주 바뀌지는 않았다. 1940년 이후 2000년까지 세계 각국의 환율제도 변경의 경험을 분석해보면, 한번 선택한 환율제도는 평균 14년간 유지되었다.
- 07 1) 아르헨티나는 만성적인 인플레이션에 시달렸던 나라다. 자율적인 통화량 조절로 물가 안정을 달성하지 못하였다. 자국통화를 달러에 고정시킴으로써 초인플레이션을 차단할 수 있었다.
- 2) 독자적인 통화량 조절정책을 사용할 수 없어서 중앙은행의 기능이 상실되고, 또 외국에 대한 정치·경제적 예측이 심화될 위험이 있다.
- 3) 인근 국가들의 화폐가치는 떨어지는 데 비해 달러에 연동된 아르헨티나의 페소화는 강세가 되어 아르헨티나의 수출경쟁력이 다른 나라에 비해 나빠져서 경상수지가 악화되었다.
- 4) 3)의 경우 아르헨티나의 수출이 줄어서 DD곡선이 왼쪽으로 이동하므로 환율이 상승한다. 이는 아르헨티나의 수출경쟁력을 다시 개선시킨다.
- 5) 환율 상승을 억제하기 위해 외화자산을 팔아야 하고, 그 결과 통화공급량이 줄어들어 경제가 위축된다. 즉, AA곡선이 왼쪽으로 이동하여 4)번의 그림에서 환율은 원래의 수준으로 돌아오지만 생산량은 더욱 감소한다.

## 제22장 금융의 세계화와 국제금융시장

- 01 1) 금융의 세계화는 소비의 변동성을 줄여주고, 해외 차입을 통해 투자를 확대하며, 자산보유의 위험성을 줄여주는 역할을 한다. 그러나 현실적으로 개도국은 물론 선진국들도 국제금융시장을 충분히 활용하지 못하고 있다. 특히 개도국들은 생산성이 낮고 금융제도가 취약하여 필요한 자본을 충분히 차입하지 못하는 측면이 있다.
- 2) 금융의 세계화로 개도국 정부나 기업이 국제시장에서 과도한 차입을 하는 문제가 있고, 한 국가의 위기가 다른 국가의 위기로 쉽게 전파되는 문제가 있다. 반면에, 인적자본이 우수한 경제나 부패 정도가 낮은 개도국으로의 자본 유입은 경제성장을 촉진한다. 즉, 경제제도가 선진화되어 있는 국가에서는 금융의 세계화가 경제성장에 기여한다.
- 02 1) 2000년대 들어 나타난 장기적인 대규모의 경상수지 불균형을 글로벌 불균형(global imbalance)이라고 한다. 국가간 총저축과 투자의 불일치가 경상수지 불균형의 원인이다. 즉, 총저축이 투자보다 많을 때 경상수지는 흑자가 되고, 투자가 총저축보다 많을 때 경상수지는 적자가 된다.
- 2) 투자가 저축보다 많으면 경상수지 적자, 저축이 투자보다 많으면 경상수지 흑자가 된다. 중국은 투자율이 높지만 저축률이 더 높아서 경상수지 흑자가 되고, 미국은 투자율이 낮지만 저축률이 더 낮아서 경상수지 적자가 된다.
- 3) 경상수지 불균형이 장기간 지속된 것은 다음과 같은 이유 때문이다. 첫째, 국가 간 자본이동 때문이다. 경상수지 적자가 해외자본의 차입에 의해 충당됨에 따라 불균형 해소가 지체되었다. 둘째, 흑자국이 실질환율을 절상하지 않았기 때문이다. 흑자국이 불태화정책을 실시하여 인플레이션을 억제하고, 환율 절상을 방지하였다.
- 03 1) 두 국가의 생산함수가 같다면, 자본량이 적은 개도국의 자본 한계생산성이 선진국의 자본 한계생산성보다 더 높다. 따라서 자본은 한계생산성이 더 높은 개도국으로 이동할 것이다. 궁극적으로 두 국가의 자본의 한계생산성이 같아질 때까지 자본이 이동하므로 양국의 자본-노동부존도가 같아지고, 따라서 두 국가의 소득수준도 같아진다.
- 2) 개도국의 자본의 한계생산성이 생각보다 높지 않다. 그 이유는 개도국의 기술수준이 선진국보다 낮기 때문이다. 개도국의 기술수준이 선진국보다 낮은 이유는 개도국의 인적자본이 적고, 제도적으로 취약하며, 사회간접자본이 열악하기 때문이다. 이런 이유로 개도국의 자본의 한계생산성이 예상보다 낮아서 개도국으로의 자본 유입이 생각보다 적어진다.
- 04 사람들은 수익률만이 아니라 위험이나 유동성 등을 함께 고려하여 자산을 선택한다. 수익률은 낮지만 안정적인 자산을 선호하는 사람이 있고, 또 수익률이 낮지만 유동성이 높은 자산을 선택하는 사람들이 있다. 예를 들어, 주식의 수익률이 더 높더라도 변동성이 크기 때문에 수익률이 더 낮지만 안정적인 은행예금을 선택하기도 하고, 부동산의 수익률이 더 높더라도 이를 주식이나 채권으로 바꾸는 데 시간과 비용이 많이 들기 때문에 다른 자산을 쉽게 대체할 수 있는 주식이나 은행예금을 선호하기도 한다.



- 05 교차투자는 대체로 두 가지 요인 때문에 나타난다. 첫째, 위험의 분산이다. 외국의 금융 자산에 투자함으로써 자국의 금융자산에만 투자했을 경우에 비해 투자로부터의 위험을 추가적으로 분산시킬 수 있다. 이러한 목적의 해외투자는 주로 증권투자에 해당한다. 둘째, 해외직접투자는 수익률이나 위험분산의 목적 이외에도 무역장벽의 극복, 현지기업들이 가지고 있는 생산기술이나 노하우의 습득, 정보의 수집, 시장개척 등의 목적으로도 이루어진다. 이와 같이 서로 상대국가에 투자함으로써 이익을 얻을 수 있는 경우 교차투자가 나타난다.
- 06 금융시장에서 채권을 발행할 때, 자금이체 수수료나 환전 수수료가 낮고 환율 변동 위험이 작은 통화로 발행하고자 한다. 그런데 달러와 유로의 거래비용과 환율변동 위험성이 다른 통화에 비해 낮은 편이어서 이 두 통화로 발행된 채권 규모가 커지고 있다. 특히 1999년 이후 유로화의 출범으로 유로화의 통용력이 높아져서 유로화로 발행된 채권이 급속히 증가하고 있다.
- 07 유로통화(Eurocurrency)란 그 은행이 위치한 현지국 통화가 아닌 다른 국가의 통화로 예치된 예금을 말한다. 특히 달러로 예치된 유로통화예금을 유로달러(Eurodollar)라고 한다. 유로통화의 성장 배경을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 외국과 빈번한 거래를 하는 수입업자는 외화를 자국에 예치하는 것이 편리하였다. 무역거래가 증가함에 따라 이런 필요성이 점차 높아져서 유로통화가 확대되었다. 둘째, 자국 예금에 대해서는 규제가 있으나 유로통화예금에 대해서는 규제가 없거나 약했다. 셋째, 역사적으로 소련이나 산유국들이 자국이 보유한 통화를 정치적인 이유로 미국보다는 유럽에 예치하기를 희망하였다.
- 08 1) 커버된 이자율평형조건인  $r = r^* + (f - e)/e$ 에 대입하면, 선물환율( $f$ )은 1,020원/달러가 된다.
- 2) 1년 후 원화로 환전하면 '10만\*1,020=1억 2백만원'이 된다.
- 3) 미국에서 10만 달러를 대출하여 현재의 환율로 원화로 환전하고 이를 한국의 은행에 예금한다. 그리고 1년 후 받은 수출대금 10만 달러를 미국은행 대출을 갚는 데 사용하고, 한국의 은행에 예금한 원금과 이자를 찾아서 일부를 달러로 환전하여 미국은행 대출 이자를 갚는 데 사용한다.
- 4) 1년 후 미국은행 대출의 원금과 이자는 10.4만 달러다. 한국의 은행에 예금하여 찾은 원금과 이자는 1억 6백만원이다. 1년 후 환율이 선물환율과 같은 1,020원이라면, 이 환율로 408만원을 환전한 0.4만 달러와 미국 수입업자의 수입 10만 달러를 합한 10.4만 달러를 미국은행 대출상환에 이용한다. 따라서 한국 수입업자의 수입은 1억 6백만원에서 미국은행 대출이자 상환금 408만원을 뺀 1억 192만원이 된다.
- 5) 이 예에서는 8만원의 차이가 난다. 하지만, 이 금액이 전체 금액에 비해 매우 작기 때문에 차이가 없다고 본다(이러한 차이가 나는 이유는 선물환율을 계산할 때 근사식을 이용했기 때문이다. 그렇지 않으면 차이가 나지 않는다).

## 제23장 외채위기와 국제금융위기

- 01 1) 금융위기는 은행이나 외환시장과 같은 금융시스템이 원활하게 작동하지 않는 위기 상황을 말한다. 외채위기(debt crisis)는 어떤 국가가 약속된 기한 내에 외채의 원금과 이자를 갚을 수 없어서 국가파산(sovrenign default)을 선언하는 상황을 말한다. 외환위기(foreign exchange crisis)는 중앙은행의 외환보유액이 부족하고, 환율이 급등하는 상황을 말한다. 환율이 급등하기 때문에 환율위기(exchange rate crisis)라고도 하고, 외환이 부족하다는 점에서 통화위기(currency crisis)라고도 한다. 은행위기(banking crisis)는 은행시스템이 불안정해지거나 은행이 파산하여 금융중개기능이 어려워지는 상황을 말한다.
- 외채위기, 외환위기, 은행위기는 서로 연관성이 있으며, 동시에 일어나기도 한다. 외환위기로 인해 환율이 급등하면 외채 상환 부담이 급등하면서 채무자들이 이를 갚지 못하면 외채위기나 은행위기가 나타난다. 외채위기, 외환위기, 은행위기 중 두 가지가 동시에 나타나는 것을 쌍둥이 위기(twin crisis)라고 하고, 세 가지가 동시에 나타나는 경우를 세쌍둥이 위기(triple crisis)라고 한다.
- 2) 금융은 실물경제의 매개체 역할을 한다. 그런데 금융시스템이 붕괴되면 소비와 투자가 위축되면서 경기가 침체된다. 금융시장이 통합된 오늘날, 한 국가의 자본은 자국에만 머무르지 않고 국제금융시장으로 흘러 들어간다. 그래서 한 국가가 위기에 빠지면 이 위기가 다른 국가로 확산되면서 주변 국가도 어려움을 겪게 된다.
- 02 이 경제에서는 매년 10%씩 평가절하가 이루어지므로 사람들은 매년 환율이 10%씩 상승할 것으로 예상한다. 예상환율 상승률이 10%이므로 이자율평형조건으로부터 이 나라와 외국의 명목이자율 차이가 10%가 됨을 알 수 있다. 즉, 이 나라의 이자율이 해외 이자율보다 10% 높다.
- 03 당시 고금리 정책을 실시한 이유는 외국 자본을 유치하기 위함이었다. 외환위기를 맞이한 한국으로서는 외자유치가 무엇보다 긴급했다. 그러나 당시 고금리는 기업의 이자 상환 부담을 늘려서 많은 기업의 도산 요인이 되었고, 기업 투자를 위축시켜 경기침체가 장기화되는 등 한국경제의 회복과 성장에 걸림돌이 되었다.
- 04 1) 1980년대 남미의 외채위기는 중남미 국가들이 정부지출과 경제개발 자금을 외채로 충당하면서 외채가 너무 많았고, 재정적자가 누적되어 외채 상황이 어려워져 발생하였다. 이에 비해 1997년 동아시아의 외환위기는 재정적자의 누적보다는 국제자본시장의 불안정성, 정부의 암묵적 지급보증에 의한 도덕적 해이, 자본자유화에 따른 대규모 자본유입과 단기부채의 증가 등이 주요 요인이었다.
- 2) 국제투자자들은 개도국 통화의 안정성을 신뢰하지 않기 때문에 돈을 빌려줄 때 달러나 유로 등 선진국 통화로 갚을 것을 요구한다. 이런 이유로 개도국들은 자국통화가 아닌 외국통화로 차입을 할 수밖에 없어서 통화불일치 문제를 안게 된다. 통화불일치 문제가 있는 경우, 환율이 급등하면 외채의 자국 화폐 상환부담이 급등하므로 외환위기 가능성이 높아진다.
- 3) 단기외채 비중이 높을 때 만기불일치 문제의 발생 가능성이 높아지기 때문이다. 단기

차입 비중이 클수록 해외투자자가 일시에 자금을 회수하면 상황이 어려워지면서 외환위기가 발생하게 된다. 지금까지 일반적으로 단기차입의 비중이 큰 국가에서 외환위기가 일어났다.

- 4) 기업이 부도를 내더라도 정부가 이를 갚아줄 것이라고 생각하면 해외 투자자들은 과잉대출을 한다. 또 외국에서 낮은 금리로 도입한 자금을 금융기관들은 효율적인 기업보다는 정부 관료의 친인척에게 대출해준다. 이는 모두 도덕적 해이 때문이다. 도덕적 해이로 인한 과잉투자과 비효율적인 대출은 투자의 부실을 초래하여 어느 날 거품이 사라지면 외환위기가 발생한다.

05 아시아 외환위기 당시 홍콩 화폐는 달러에 연계되어 있어서 주변국에 비해 강세가 됨에 따라 수출경쟁력이 하락하고 경상수지가 악화되자 사람들은 홍콩 달러가치가 하락할 것으로 예상하였다. 홍콩 달러 가치가 하락할 것으로 예상하면,  $DD-AA$  모형에서  $AA$  곡선이 위로 이동하므로 환율 상승(평가절하) 압력이 더 커지게 된다. 홍콩 정부는 예상에 의한 평가절하 압력을 해소하기 위해 사람들에게 홍콩 달러가 평가절하되지 않을 것이라는 신뢰를 주고자 하였다.

06 자국의 환율상승이 불가피한 상황임에도 불구하고 환율을 고정시키면, 자국화폐가 강세(실질환율 하락)가 되어 수출경쟁력이 낮아지고 경상수지가 악화되어 외환위기가 발생하게 된다. 한국의 경우 외환위기 이전 950원/달러이던 환율이 이후 1,300원 수준에서 안정되었던 것을 보면, 외환위기 이전 환율이 지나치게 낮은 수준에서 유지되었고 이것이 위기의 원인이었음을 말해준다. 따라서 이후 적정수준에서 환율이 변동하도록 변동환율제도로 전환하였다.

07 한국 외환위기의 원인으로는 거시경제정책의 실패보다는 금융과 기업의 구조적 취약성이 강조된다. 구체적으로는 기업의 과잉투자와 과다차입, 단기외채 비중의 증가, 경제운영시스템의 취약성을 들 수 있다. 금융시스템을 적절히 관리, 감독할 수 있는 경험과 능력이 부족한 상태에서 너무 빠르고 신속하게 금융시장을 개방한 것이 외환위기 발생의 원인으로 작용하였다. 따라서 외환위기 예방을 위해서는 금융개방보다 개도국의 금융시스템 안정화가 선행되어야 함을 시사한다. 즉 금융시장개방과 해외자본관리에 보다 신중하였더라면 외환위기의 발생을 어느 정도 사전에 예방할 수 있었을 것이다.

08 1) 외환보유고가 부족해지자 원화에 대한 불신이 형성되어 사람들이 향후 환율이 올라갈 것으로 예상하게 되었다. 이러한 예상 환율 상승으로  $AA$  곡선은 위로 이동한다. 한편으로 향후 경제에 대한 회의적인 전망은 국내 투자가 줄여서  $DD$  곡선은 좌측으로 이동한다. 이 두 곡선의 이동 결과, 환율은 대폭 상승하고, 생산량( $Y$ )은  $AA$  곡선과  $DD$  곡선 중에서 어느 것이 더 많이 이동하는가에 따라 증가 또는 감소가 결정된다.

- 2) 환율 인상은 수출을 늘려  $DD$  곡선을 우측으로 이동시키고, 이자율 인상은  $AA$  곡선을 아래로 이동시킨다. 이 두 곡선의 이동 결과, 환율은 낮아지고, 생산량( $Y$ )은  $AA$  곡선과  $DD$  곡선의 이동 정도에 따라 증가 또는 감소가 결정된다.

- 3) 환율 인상은 경상수지 개선에 도움을 주었고, 이자율 인상으로 인한 외화 유입은 환

을 안정에 도움을 주었다. 그러나 환율 인상은 자본재 수입 가격을 높여서 투자비용을 높이는 부작용이 있었고, 이자율 인상은 투자를 위축시켰을 뿐만 아니라 부채의 상환부담을 키워서 많은 기업이 도산하는 부작용이 있었다.

- 09 금융정책과 환율정책을 시행할 수 없는 유로존 국가들에게는 재정정책만이 유일한 정책 수단이다. 그러나 이 재정정책도 금융시장에 영향을 미치기 때문에 독립적으로 사용되기 어렵다. 재정정책이 생산 증가와 일자리 창출에 성공하지 못하면 재정적자 폭만 증가하게 되고, 재정적자 증가로 인한 재정위기는 국채 이자율을 높여서 금융부분을 취약하게 한다. 즉, 재정 확대에 따른 재정 부실이 금융위기로 이어질 수 있어서 재정정책의 자유로운 사용은 제약을 받을 수밖에 없다.