

# 동아시아 통화통합과 ACU의 역할

강 삼 모

---

2007. 9.



한국금융연구원  
KOREA INSTITUTE OF FINANCE



## 머 리 말

유럽에서 유로를 창출하는 데 성공한 이후 한·중·일을 중심으로 한 아시아 지역에서 바람직한 통화통합은 어떻게 이루어질 수 있는지에 대한 논의가 점점 활발하게 이루어지고 있다. 최근에는 미래의 공동통화로 ACU(Asian Currency Unit)를 창설하는 것이 필요하다는 의견이 관심을 모으고 있다. ACU창설 가능성에 대해서는 학술연구 차원에서 이미 많은 연구가 진행되어 왔으며 2006년에는 정부관계자들도 구체적으로 진일보한 행동으로 옮기기 시작하였다. 우리나라 입장에서는 자국의 이익을 위해서 ACU창설에 대한 대책을 마련해야 하는 시기이다. 따라서 본 보고서에서는 동아시아에서 통화통합이 이루어지기 위한 환경은 어떠한지를 살펴보고, ACU 창설의 의미와 기대효과를 분석한 후 정책적 시사점을 도출하고자 하였다.

먼저 아시아 지역에서 경제규모가 가장 큰 한국, 중국, 일본을 대상으로 하여, EU국가 중 경제규모가 큰 프랑스, 독일, 이탈리아의 EURO 창출 전 상황과 비교하여 통화통합의 현실성을 살펴보았다. 한국, 중국, 일본의 경우 자본이동성이나 역내 무역비중은 상당히 높은 편이나 경제발전 정도, 생산구조, 금융발전 정도, 환율의 상관관계 등에서 서로 차이가 크게 나타났다. 현 시점의 경제적 상황은 EMU의 대표적인 국가인 독일, 프랑스, 이탈리아가 통화통합을 이루기 직전보다 어려운 측면이 있다고 판단할 수 있었다.

한편 ACU는 아시아 역내의 무역이나 외환보유고를 위한 계산단위로써 사용될 수 있다. 또한 ACU본위 채권의 발행도 가능하다. 이와 같은 ACU는 이론적으로 여러 목적을 위해 사용될 수 있으나 실제로 사용되기 위해서는 시장참여자의 신뢰를 얻는 것이 가장 중요하다. 그런데 시장참여자의 신뢰를 유도하기 위해서

는 공공부문의 역할이 중요하므로 결국 각국 정부의 정책의지가 밑바탕이 되어야 한다. 현실적으로 판단할 때, 단시일 내에 ACU를 도입하는 것은 쉽지 않아 보인다. 그러나 2006년 ASEAN+3 회의에서 ACU도입에 대한 구체적인 행동을 시작한 상황에서 한국이 이 작업에 소외된다면 큰 문제가 아닐 수 없다. 또한 통화통합을 이루기 위한 여건이 되지 않더라도 실시 이후에 여건들이 호전된다는 주장도 존재한다. 따라서 한국정부는 동아시아에서의 통화통합에 관련된 의제에 적극적으로 참여하면서 한국의 입장을 반영하도록 노력해야 할 것이다.

본 보고서는 동국대학교 강삼모 교수가 작성하였으며, 익명의 두 분 심사위원과 한국금융연구원 주례세미나 참석자 및 편집위원회 위원의 논평이 보고서의 질적 완성도를 높이는 데 큰 도움이 되었다. 이 자리를 빌어 이들의 노고에 깊이 감사드린다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 집필자 개인의 의견이며 본 연구원의 공식견해와는 무관함을 밝혀둔다.

2007년 9월  
한국금융연구원  
원장 이 동 결

# 목 차

## 요 약

I. 서 론 .....	1
II. 통화통합의 편익과 비용 .....	3
1. 효율성 증가 .....	4
2. 가격안정(price stability)과 통화정책 .....	10
3. 국가재정에 미치는 영향 .....	14
4. 명목환율을 정책수단으로 사용하지 못하는 데에 따른 비용 .....	16
5. 기축통화로서의 역할과 세노리지효과 .....	21
III. 한국, 중국, 일본을 대상으로 한 통화통합의 적합성 평가 .....	25
1. 최적통화지역 이론으로 살펴 본 아시아 통화통합 .....	26
2. 한국, 중국, 일본 등 동아시아 3개국과 독일, 프랑스, 이태리 등 유럽 3개국의 비교 .....	32
3. 요약 및 정책적 시사점 .....	49
IV. 동아시아의 통화바스켓 페그제도와 실효환율의 안정 .....	51
1. 동아시아 통화바스켓 페그제도의 대두 .....	51
2. 달러 페그제와 통화바스켓 페그제 .....	52
3. 통화바스켓의 구성과 실질환율의 안정 .....	55
4. 동아시아 통화바스켓 페그제도가 성공하기 위한 여건 .....	64

V. 통화바스켓의 구성과 ACU의 역할 .....	67
1. ACU 계산방법 .....	67
2. 아시아 통화통합을 위해 극복되어야 할 요소 .....	69
3. ACU를 위한 ECU 경험의 적용 .....	71
4. ACU에 대한 정책적 시사점 .....	74
VI. 결론 및 정책적 시사점 .....	76
참고문헌 .....	81
〈부록 1〉 유럽국가의 EMU 가입에 따른 영향 .....	89
〈부록 2〉 EMU 확대에 따른 편익과 비용 .....	96
Abstract .....	99

## 표 목 차

〈표 1〉 외환시장의 각 통화별 일일 평균 거래액 .....	22
〈표 2〉 지역 및 통화별 국제 채권 발행규모 .....	23
〈표 3〉 아시아 각국의 GDP 대비 재정수지 .....	30
〈표 4〉 최적통화지역 여부에 관한 실증분석 연구 .....	31
〈표 5〉 한국, 중국, 일본의 영토, 인구 및 인구 밀도 .....	32
〈표 6〉 독일, 프랑스, 이태리의 영토, 인구 및 인구 밀도 .....	33
〈표 7〉 한국, 중국, 일본의 GDP 성장률의 상관계수 .....	37
〈표 8〉 독일, 프랑스, 이태리의 GDP 성장률의 상관계수 .....	37
〈표 9〉 무역집중도 지수(1999) .....	41
〈표 10〉 무역집중도 지수(2004) .....	41
〈표 11〉 한국, 중국, 일본의 인플레이션을 상관관계(1979~2004) .....	44
〈표 12〉 독일, 프랑스, 이태리의 인플레이션을 상관관계(1979~2004) ·	45
〈표 13〉 한국, 중국, 일본 실질환율의 상관관계(1980~2004) .....	45
〈표 14〉 한국, 중국, 일본 실질환율의 변동성(1980~2004) .....	46
〈표 15〉 독일, 프랑스, 이태리 실질환율의 상관관계(1980~2004) .....	46
〈표 16〉 독일, 프랑스, 이태리 실질환율의 변동성(1980~2004) .....	46
〈표 17〉 한국, 중국, 일본 실질공급충격의 상관계수(1980~2000) .....	47
〈표 18〉 독일, 프랑스, 이태리 실질공급충격의 상관계수(1980~2000) ·	48
〈표 19〉 한국, 중국, 일본 실질수요충격의 상관계수(1980~2000) .....	48
〈표 20〉 독일, 프랑스, 이태리 실질수요충격의 상관계수(1980~2000) ·	48
〈표 21〉 한국, 중국, 일본 화폐적 충격의 상관계수(1980~2000) .....	48

〈표 22〉 독일, 프랑스, 이태리 화폐적 충격의 상관계수(1980~2000) ..	49
〈표 23〉 한국, 중국, 일본 3국과 독일, 프랑스, 이태리 3국의 주요 항목 비교 ..	50
〈표 24〉 동아시아 국가의 개별 통화바스켓과 G3 공동통화바스켓 가중치 ...	60
〈표 25〉 동아시아 국가의 ACU 공동통화바스켓 가중치 .....	63
〈표 26〉 통화바스켓과 동아시아 국가 명목실효환율의 표준편차(2000 ~2004) .....	63
〈표 27〉 ASEAN10 +3의 무역수지 .....	68
〈표 28〉 ACU 가중치(기준년 : 2000/2001) .....	69
〈표 29〉 이탈리아 결제통화비중(1986년 상반기) .....	74
〈표 30〉 1999년 국제 채권시장 발행현황 .....	94
〈표 31〉 유로화에 환율을 고정해서 얻게 되는 주변국의 순편익 .....	97



## 그림 목차

〈그림 1〉 한국, 중국, 일본의 GDP .....	34
〈그림 2〉 한국, 중국, 일본의 1인당 GDP .....	34
〈그림 3〉 독일, 프랑스, 이태리의 GDP .....	35
〈그림 4〉 독일, 프랑스, 이태리의 1인당 GDP .....	35
〈그림 5〉 한국, 중국, 일본의 GDP 성장률 .....	36
〈그림 6〉 독일, 프랑스, 이태리의 GDP 성장률 .....	36
〈그림 7〉 한국, 중국, 일본의 무역개방도 .....	39
〈그림 8〉 독일, 프랑스, 이태리의 무역개방도 .....	39
〈그림 9〉 GDP 대비 M2 .....	42
〈그림 10〉 한국, 중국, 일본의 2000년 기준 GDP 디플레이터 .....	43
〈그림 11〉 독일, 프랑스, 이태리의 GDP 디플레이터 .....	44





- 통화통합으로 얻게 되는 편익과 비용은 유럽의 경우에서 나타나는 바와 같이 각 회원국마다 다름.
- 경제적 측면에서 이득이 아무리 크다 할지라도 통화정책의 자율성을 잃게 되어 발생하는 정치적, 국민정서상의 문제 때문에 실제로 실시하는 것은 매우 어려움.
- 특히 아시아의 경우 일본의 식민지배 및 과거사의 미청산 과제로 인하여 유럽과 미주의 여러 나라에 비해 아직까지도 통화통합을 위한 정치적 연대의식을 형성함에 있어 더욱 어려움.

## 1. 효율성 증가

### 가. 교환비용의 감소

- 통화통합은 자국의 통화를 타국의 통화로 교환하는 데 들어가는 비용을 감소
  - 세부적으로 나누어 살펴보면 교환을 원하는 경제주체가 외국환은행에 지불하게 되는 외환마진과 기업이 통화를 교환하기 위해 자체적으로 필요한 인력과 장비 등의 비용을 포함

### 나. 환율의 불확실성 제거

- 환율의 변동성을 제거하면 무역과 투자가 증가하여 결국 복지를 향상

#### 다. 통화통합이 산출에 미치는 영향

- Frankel and Rose(2000)는 통화통합이 이루어질 경우 장기적으로 생산량에 미치는 영향을 알기 위해서 계량분석
  - 이 논문에서는 2단계 접근법을 이용하여 통화통합이 무역과 생산에 미치는 영향을 분석하였음.
  - 통화통합은 통합 상대국과의 무역을 3배 이상 증가시키는 것으로 나타났다음.
  - Equador와 El Salvador는 달러라이제이션으로 1인당 국민소득을 20년에 걸쳐 19% 정도를 상승시키는 것으로 나타났다음.

## 2. 가격안정과 통화정책

- 통화통합이 이루어지면 통화정책의 신뢰성이 제고되어 가격안정
  - 통화통합이 이루어지면 명목환율의 변화가 불가능하므로 인플레이션에서 벗어날 수 있으며, 통화당국의 팽창적인 정책이 없을 것이라는 신뢰를 얻게 되므로 가격안정
- 단일통화의 채택은, 고정환율제 하에서 필요한 경우 환율조정이 가능하도록 하는 경우 항시적으로 발생 가능하게 되는 외환위기의 가능성을 없애 줌.

### 3. 국가재정에 미치는 영향

- 통화통합은 국가재정에도 영향을 미치게 되는데 통화통합이 이루어진 후 예산 정책(budgetary policy), 정부의 수입, 지출과 조세정책의 변화
  - 통화통합을 이루면 각국의 중앙은행은 인플레이션 조세를 얻지 못하게 되는데 그 규모가 크면 실제로 통화통합을 이루는 데에 악영향

### 4. 명목환율을 정책수단으로 사용하지 못하는 데에 따른 비용

- 통화정책수단으로서 환율을 사용하지 못하게 된 것은 정책수단 중 하나를 상실하는 것이 되지만 오히려 거시경제의 안정이라는 측면에서는 도움
  - 무역수지 불균형 시 명목환율의 변화가 없이도 실질환율의 조정이 이루어진다면 명목환율의 조정이 굳이 필요하지 않을 것임.

### 5. 기축통화로서의 역할과 세노리지효과

- 통화통합이 이루어지면 회원국들이 사용하는 화폐가 국제금융시장에서 영향력이 커짐.
  - 예를 들어 유로가 창조된 후 국제금융시장에서 독보적인 역할을 수행하던 달러의 경쟁자
- 기축통화를 발행한 나라는 국제적 세노리지(International Seigniorage) 효과

- 이 효과는 본질적으로 정부가 통화발행을 통해서 얻는 세노리지효과와 성격이 같은 것으로 타국으로부터 이자를 내지 않고 대출받을 수 있는 권리

### Ⅲ. 한국, 중국, 일본을 대상으로 한 통화통합의 적합성 평가

#### 1. 최적 통화지역 이론으로 살펴 본 아시아 통화통합

##### *개방 정도와 역내 국가간 무역비중*

- 일반적으로 해당국이 무역의존도가 높고, 역내 국가간 무역이 클수록 환율변동 축소와 통합된 시장으로 인한 편익
  - 아시아의 경우 2002년 무역개방도는 일본의 경우 21.1%에서 싱가포르의 경우 273.7%까지 분포되며 중간치가 87.7%를 기록하였고, 역내 무역비중은 2003년 54.0%
  - 유럽의 경우 1998년 통화통합이 이루어지기 직전 무역개방도는 그리스의 경우 최저 32.9%에서 벨기에가 최고치인 135.5%를 기록하면서 중간치가 58.2%였고, 1995년 EU에서의 역내 무역비중은 56.8%

##### *거시경제 충격의 상관관계*

- 국가 간 거시경제 충격의 상관관계가 높을수록 통화정책의 성격이 비슷하여, 이러한 경우 독자적인 통화정책수단을 상실하더라도 이로 인한 비용은 크지 않게 됨.

- 1980년과 2000년 사이의 기간 중 아시아 국가와 유로 국가를 대상으로 조사하였는데, 아시아 10개국의 공급충격 상관계수는 22%였으며, 유럽 국가의 경우는 27%

### 충격에 대한 거시경제 반응의 크기

- 외부 충격에 대해서 거시경제의 반응 크기가 비슷하다면 이를 조정하기 위한 통화정책도 비슷하게 되므로, 통화정책 수단의 상실로 인한 비용도 감소함.
- 10개의 아시아 국가들은 1% 공급충격에 대해서 GDP는 0.009%에서 0.030% 증가하였고, 14개 유럽 국가들의 경우 0.008%에서 0.019% 증가

### 재정정책의 유연성

- 재정수지 적자규모가 작은 국가의 경우 국가경제가 침체할 경우 재정정책을 쓸 수 있는 여지가 많으므로, 통화정책 수단의 상실로 인한 비용은 적게 됨.
- 아시아 국가의 경우 대부분 재정수지 적자규모는 크지 않았는데, 일본, 라오스와 베트남은 예외적으로 3%가 넘었음.

### 인플레이션율의 유사성

- 인플레이션율이 유사한 경우 해당 국가 간 환율은 특별히 조정될 필요성이 적게 됨.



- 인도네시아와 필리핀 정도를 제외한다면 유로가 도입되기 직전의 유럽국가들과 거의 비슷

## 2. 한국, 중국, 일본 등 동아시아 3개국과 독일, 프랑스, 이태리 등 유럽 3개국의 비교

- 유럽통화동맹(EMU)가 출발한 당시 회원국의 수는 12개국에 달하였으나, 12개국의 영토의 크기를 합하여도 중국의 40%에 불과하며 위치도 대부분 유럽의 중심권
  - 또한 역사적으로, 문화적으로 공유하는 면이 많았고, 경제적 발전도 비슷
  - 그러나 동아시아의 경우 영토의 크기, 경제발전도, 정치, 사회 시스템이 다양하게 형성

### *GDP와 1인당 GDP*

- 2004년의 경우 중국의 GDP는 일본의 30%에 머무르고 있으며 한국보다는 2배 크나, 1인당 GDP의 경우 한국의 27%이고 일본의 18% 수준

### *GDP 성장률*

- GDP의 크기 자체뿐만 아니라 GDP의 성장률도 한국, 중국, 일본 사이에는 많은 차이

### 무역개방도와 상호의존도

- 특정 국가의 무역개방도가 클수록, 독립적인 통화정책의 수요가 작을수록 통화통합을 이루는 데 적합

### 생산구조

- 한국, 중국, 일본은 발전단계상 차이가 있기 때문에 생산구조도 차이
  - 예를 들어 농업부문을 살펴보면, 2004년에 한국과 일본은 GDP대비 3%와 1%에 불과하지만 중국은 15%
  - 독일, 프랑스, 이탈리아의 경우를 살펴보면, 농업부문의 비중이 각각 3%, 3%, 1%로 매우 낮고, 생산구조는 매우 비슷

### 환율

- 만약 잠재적으로 통화통합을 원하는 국가의 환율이 서로간에 비대칭적으로 움직인다면 환율을 고정함으로써 생기는 부작용이 크게 되므로 통화통합의 장애물

### 거시경제 충격의 대칭성

- 만약 통화통합을 이룬 회원국들이 대칭적인 충격을 보인다면 환율정책을 사용하지 못함으로써 얻게 되는 비용은 크지 않을 것이나, 비대칭적인 충격을 보이는 경우라면 충격을 흡수하기 위한 방법으로 환율정책을 쓰고자 하는 필요성이 커짐.

### 3. 정책적 시사점

- 한국, 중국, 일본의 경우 자본이동성이나 역내 무역비중은 상당히 높은 편이나 경제발전 정도, 생산구조, 금융발전 정도, 환율의 상관관계 등에서 서로 차이
  - 또한 거시경제 충격을 실질 공급충격, 실질 수요충격, 화폐적 충격으로 나누어 상관관계를 살펴보았는데, 한국과 일본은 실질 공급충격, 실질 수요충격에서는 EMU의 대표적인 국가들과 비슷한 모습을 보였으나 화폐적 충격에서는 다른 모습
  - 따라서 현 시점의 경제적 상황은 한국, 중국, 일본이 통화통합을 이루는 데에 EMU의 대표적인 국가인 독일, 프랑스, 이탈리아가 통화통합을 이루기 직전보다 어려운 측면

## IV. 동아시아의 통화바스켓 페그제도와 실효환율의 안정

### 1. 동아시아 통화바스켓 페그제도의 대두

- 동아시아지역에서 단기간 안에 완전한 자유변동환율제나 고정환율제를 실시하는 것은 현실적으로 어려움
  - 달러, 유로와 엔화의 가치가 서로간에 변동성이 심하여 어느 한 통화에 고정시키는 경우 자국 통화의 가치도 변동성이 커짐.
  - 여러 국가 통화로 구성된 통화바스켓에 환율을 안정시키는 방향으로 전환하는 것이 바람직하다는 의견이 대두

## 2. 달러 페그제와 통화바스켓 페그제

### 가. 달러 페그제

- 한국의 경우도 해방이후 1980년 무렵까지 달러 페그제

### 나. 통화 바스켓 페그제도

- 자국의 환율을 달러에 고정시키는 것이 아니라 복수의 주요국 통화의 가중치에 페그

## 3. 통화바스켓의 구성과 실질환율의 안정

- 실효환율은 무역경쟁력과 무역수지에 미치는 영향이 크기 때문에 무역 의존도가 큰 동아시아 국가에게는 중요한 관심사
  - 따라서 실효환율의 안정에 도움이 되는 통화바스켓을 구성하는 방법이 무엇인지를 확인하는 작업은 매우 중요

### 가. 동아시아에서의 공동 통화바스켓의 목적

- 1997년 동아시아 통화위기 이후로 지역내 금융협력에 대한 논의가 발전
  - 변동환율제, 달러 페그제, 통화바스켓 페그제를 대상으로 하여 GDP 안정성, 경상수지 안정성, 환율안정성 등에 미치는 영향을 분석하였는데, 일반적으로 무역가중치를 이용해 구성한 통화바스켓 페그제가 가장 효과적이라는 연구도 발표

## 나. 통화바스켓의 종류

- 지역내 국가의 통화로 구성된 통화바스켓
  - 바스켓에서의 각 통화의 가중치는 1979년에서 1998년까지 European Monetary System(EMS)에서 European Currency Unit(ECU)이 작동했던 것과 같은 방법으로 지역에서 차지하는 해당국가의 중요도에 따라서 결정
- ACU는 한, 중, 일과 ASEAN 국가의 통화를 가중평균
  - 통화통합을 이루는 데에 현실적으로 오랜 시간이 필요하므로 그 중간단계에서 유럽이 ECU를 창출했던 것처럼 아시아에서도 ACU를 창출할 필요
  - 일부 학자들은 ACU가 창출되면 통화통합을 이루는 것이 가시권에 든다는 점에서 ACU의 창출을 더욱 고대
- 두 번째 방법으로 달러나 유로 등과 같이 역외 국가의 통화를 포함하는 방법
  - 이러한 방법이 국제무역, 외국인 직접투자, 경제 발전을 위해서 필요한 환율의 유연성과 안정성을 가져온다고 주장
- 한편, 통화바스켓을 구성하는 데 있어서 또 다른 논쟁거리
  - 지역 내 모든 국가가 통화바스켓 내의 통화간 가중치를 동일하게 하느냐(공동통화바스켓),
  - 아니면 국가마다 다른 가중치를 사용하는가(개별 통화바스켓)를 결정해야 함.

#### 다. ACU와 실질환율의 안정성

- 공동통화바스켓을 채택하는 주요 목적은 지역의 국가 환율의 변화로 인하여 지역 내 국가의 무역경쟁력이 혼란스러워지는 것을 방지
  - 달러나 유로가 가치가 변할 경우 동아시아 국가가 공동통화바스켓 페그제를 실시하고 있다면 지역 내 국가간 무역경쟁력에는 영향을 주지 않게 됨.

#### 4. 동아시아 통화바스켓 페그제도가 성공하기 위한 여건

- 동아시아 지역에서 각국의 교역과 투자가 서로간에 큰 폭으로 증가하고 있는 상황에서 통화바스켓 페그제도가 성공하기 위해서는 각국 경제 부처의 밀착된 협력이 필요
- 동아시아 통화동맹의 가능성과 문제점을 지적하면서 동아시아에서 통화바스켓 페그제가 성공하기 위한 조건을 제시된 바 있음.
  - 자유변동환율제도는 양자간 환율변동성을 너무 확대시킬 가능성이 있으므로 통화바스켓 페그제도가 보다 나은 대안
  - 다만 이를 위해서 통화바스켓 페그제도를 운용하는 데 따른 세부사항에 대한 준비를 하는 것이 매우 중요
  - 만일 통화바스켓 페그제에서 적절한 역내 합의가 이루어지지 않아 밴드 폭이 넓게 책정되었을 경우에는 통화바스켓 페그제가 변동환율제와 마찬가지로의 결과를 초래

- 또한 밴드 폭을 좁히기 위해서는 역내에서 개입에 대한 규칙, 스왑 협정, 주요 통화인 달러, 엔에 대한 환율 설정 및 운용 등에 있어서 한층 심도있는 협력이 이루어져야 한다고 강조
- 한편 동아시아국가들에게 통화바스켓 페그제도가 바람직하다고 할지라도 현재 달러에 기반을 두고 결정되는 환율정책을 엔화나 유로화로 비중을 옮기는 것이 쉽지는 않은 일
- 다른 동아시아 국가들이 여전히 달러에 큰 영향을 받는 상황에서 자국만 통화바스켓 페그제도를 실시하는 것은 여러 가지 불이익이 따를 수 있으므로, 동아시아 국가들이 통화바스켓 페그제를 실시하기 위해서는 상호 조정하에 동시에 변경하는 것이 필요하므로 각국의 협력이 더욱 강조

## V. 통화바스켓의 구성과 ACU의 역할

- ACU는 아시아 역내의 무역이나 외환보유고를 위한 계산단위로써 사용될 수 있음.
- 또한 ACU 본위 채권의 발행도 가능
- ACU는 이론적으로 여러 목적을 위해 사용될 수 있으나 실제로 사용되기 위해서는 시장참여자의 신뢰를 얻는 것이 가장 중요
- 시장참여자의 신뢰를 유도하기 위해서는 공공부문의 역할이 중요하므로 결국 각국 정부의 정책의지가 밑바탕

## 1. ACU 계산방법

### ■ ECU를 계산한 방법을 이용하여 ACU를 계산

- 대상국가로는 ASEAN 10개국과 한국, 중국, 일본을 포함하여 13개국을 이용
- 통화바스켓에 포함되는 통화의 가중치는 구매력(Purchasing Power Parity)으로 평가된 해당 국가의 GDP가 지역 전체의 GDP에서 차지하는 비중, 해당 국가의 무역량이 지역 전체의 무역량에서 차지하는 비중에 의해 결정
- 최근의 경향을 보다 반영시키기 위해서 마지막 3년 동안의 평균을 구해 사용
- ACU의 가치는 달러와 유로의 가중치에 의해서 비교
- 달러와 유로를 모두 사용하는 이유는 미국과 유럽이 동아시아 국가에 모두 중요한 무역상대국이기 때문
- 달러와 유로의 비율은 2002년부터 2003년까지의 무역액을 이용하여 구하였는데 각각 0.65와 0.35

## 2. 아시아 통화통합을 위해 극복되어야 할 요소

### ■ 실제 통화통합이 아시아에서 가능한지 여부를 알기 위해서는 보다 다양한 측면에서 살펴 보아야 함.

- 통화를 발행하는 발권력은 한 국가의 고유한 주권사항



- 이러한 인식하에서 과연 통화통합으로 인하여 경제적인 이득이 있다 할지라도 주권사항에 속하는 발권력을 아시아 국가들이 포기할 수 있는가를 살펴보아야 함.
  - 또한 아시아에서는 역사적, 정치적 측면에서 국가들 사이에 화해와 협력이 부족하며, 경제적인 측면에서도 발전단계가 크게 다름.
- 이러한 관점에서 살펴보면, 아시아에서 통화통합이 이루어지는 것은 요원할 것으로 판단되지만,
- 한편으로는 통화통합을 이루기 위한 사전 요건을 모두 갖추어야만 통화통합에 성공하는 것이 아니라, 통화통합을 이루면 각 국가의 요건들이 수렴하는 현상이 발생한다는 주장도 존재

#### 가. 경제통합을 이루기 위한 역사적, 정치적, 제도적 요건의 부족

- 유럽과 비교해서 아시아는 경제통합을 위해 노력한 기간이 상대적으로 짧아, 경제통합을 위한 정치적, 제도적 기반이 취약
- 2003년에 설립된 아시아채권기금이나 2000년 아세안 +3국 재무장관 협의에 의해서 합의된 치아마이 협약에 의해서 지역통화협력을 위한 조치들이 시행되고 있으나 아직까지는 초기단계
  - 또한 아시아 지역 정치지도자의 모임도 활성화되지 못한 상태
  - Asean+3 Summit는 1997년에 시작되었으며 East Asian Summit는 2005년에야 시작
  - 따라서 2차대전 직후 유럽에서 경제통합을 이루기 위해서 각국이 노력했던 경험과 비교해보면 아시아에서 경제통합을 이루기 위한 노력은 크게 진행되지 못한 상태

### 3. ACU를 위한 ECU 경험의 적용

- 많은 학자들은 ACU는 유럽에서 ECU가 했던 것과 같이 통화통합의 설립을 촉진하기 위해서 만들어져야 한다고 주장
  - 그러나 ACU가 도입된다면 이를 적극적으로 사용되게 하기 위해서 무엇이 필요한지에 대해서는 아직 깊게 논의되지 못한 편

#### 가. ECU의 역사적 고찰

- ECU는 EC회원국 통화에 각각 가중치를 붙여 만들어진 통화바스켓
  - 이것은 1979년에 설립된 유럽통화제도(European Monetary System)의 관리하에 창출되어, 1999년 유로가 탄생하기 전까지 일종의 통화로써 역할을 수행
  - ECU를 창출할 때 사용되는 가중치는 각 국가의 GDP비중, 무역비중, EMS의 재정부담 비중 등에 의해서 결정
  
- ECU는 매 5년마다 각 항목에서 적합성을 검증받도록 하였으나, 1993년에 실시된 Maastricht Treaty의 합의에 의해서 더 이상의 검증은 실시되지 않게 됨.
  - Plath(1994)에 의하면, 이러한 조치의 이유는 ECU구성에 사용된 가중치변화로 말미암아 ECU를 이용한 무역에 악영향을 주는 것을 방지
  
- ECU는 크게 두가지 종류로 나눌 수 있는데, 공식적인 ECU와 사적인 ECU

- 유럽통화제도(European Monetary System)하에서 공적인 ECU는 유럽 통화협력기금(European Monetary Cooperation Fund)에 의해서 제공
- 각 회원국의 중앙은행이 EMCF에 그들이 보유하고 있는 달러나 금의 20%를 예치하고 대가로써 공적인 ECU를 받게 되었음.
- 그리고 Fratianni and Hagen(1992)에 따르면, 각 회원국이 외환시장에 개입할 경우 최종 정산을 위해서 공적인 ECU를 사용
- 사적인 ECU는 무역에 의해서 발생하게 된 상업은행의 ECU 표시 채무라고 할 수 있음.
- 1988년까지 상업은행은 공적인 ECU와 더불어 사적인 ECU도 사용을 받아 들여 두가지 모두 같은 가치

#### 나. 회계단위로써의 ECU

- 공적인 ECU는 유럽국가의 통화가치의 평균에서 회원국 통화가치가 얼마나 차이가 벌어졌는지를 확인하는 역할
  - 또한 유럽 통화협력기금(European Monetary Cooperation Fund)에 의해서 회계단위로써의 기능

#### 다. 가치저장수단으로써의 ECU

- 사적인 ECU는 금융거래에서 널리 사용되어졌는데, 특히 ECU로 표시된 채권은 1981년부터 1990년대 초반까지 꾸준히 증가

- 1989년 발행된 Delos 보고서에 따르면, 이와 같이 ECU의 사용이 활발하게 되었던 이유는 유럽의 정치지도자들이 유럽경제통합에 대한 열망과 확신을 시간이 지나면서 더욱 뚜렷하게 표시하여 시장참여자들로 하여금 확신
- ECU표시 채권은 1991년에 325억 달러를 발행하여, 국제채권 총액의 10%
- 그러나 1992년 ERM위기 나타나면서 ECU표시 채권은 발행이 감소하였고 그 이후 1998년까지 큰 변화가 없었음.
- 1999년 유로의 도입 직전 다시 발행액이 크게 증가

#### 라. 교환수단으로써의 ECU

- 공적인 ECU는 외환시장에서 직접 거래되지는 않았고 각국 정부가 외환시장개입을 할 경우 EMCF를 통해서 해당국의 통화와 교환
  - 이러한 제약은 가치저장수단으로써의 ECU의 기능을 제한
  - 따라서 유럽 회원국들은 처음에 할당된 ECU를 추가해서 보유하려는 의욕을 보이지 않았음.
- 사적인 ECU는 상업적인 거래를 할 경우 사용되기는 하였지만 널리 사용되지는 못하였음.
- 민간 금융기관에 의해서 만들어진 사적인 ECU의 국제 결제시스템은 ECU의 사용을 증가시키는 데 나름대로 기여
  - 그러나 안정성과 기능성 측면에서 불완전한 모습

#### 4. ACU에 대한 정책적 시사점

■ ECU의 경험은 아시아지역에서 창출될 ACU의 운용에 많은 시사점

- 첫째, 균형환율에서 얼마나 이탈하였는지를 판단하는 지표로서의 역할은 크게 기대할 수는 없는데, 왜냐하면 ECU조차도 이러한 역할을 제대로 수행하지 못했기 때문
- 둘째, ACU로 발행된 채권은 이자율이 높았던 국가에게는 자금을 끌어 모을 수 있는 기회를 제공하고 투자자에게는 포트폴리오를 다양하게 구성할 수 있는 기회
- 그러나 ACU로 발행된 채권이 활성화되기 위해서는 통화통합에 대한 정치권을 열성적인 기대와 시장참여자들의 인식이 결정적으로 중요
- 셋째, ECU에서와 같이 현금통화로써의 기능 부족은 상업적인 목적에서 사용이 확대되는 데 장애

■ ECU의 사용은 ECU결제시스템과 금융시장의 발전에 의해서 진행

- 아시아 국가들이 ACU의 도입을 계기로 최종적인 아시아 통화연맹을 달성하기 위해서는 어떤 방법으로 안정적이고 효율적인 결제시스템과 금융시장을 발전시키는가를 연구해야 할 것임.

## VI. 결론 및 정책적 시사점

- 유럽에서 유로를 창출하는 데 성공한 이후 동아시아에서도 장래에는 통화통합이 필요하다는 견해
  - 우리나라 입장에서는 자국의 이익을 위해서 ACU창설에 대한 대책을 마련해야 함.
  
- ACU는 이론적으로 여러 목적을 위해 사용될 수 있으나 실제로 사용되기 위해서는 시장참여자의 신뢰를 얻는 것이 가장 중요
  - 시장참여자의 신뢰를 유도하기 위해서는 공공부문의 역할이 중요하므로 결국 각국 정부의 정책의지가 밑바탕
  
- 현실적으로 판단할 때 단시일 내에 ACU를 도입하는 것은 쉽지 않아 보임.
  - ACU를 도입하거나 통화통합을 이루기 위한 여건이 이견은 있지만 아직은 부족한 면
  - 그러나 2006년 ASEAN+3 회의에서 ACU도입에 대한 구체적인 행동을 시작한 상황에서 한국이 이 작업에 소외된다면 큰 문제가 아닐 수 없음.
  - 따라서 한국정부는 동아시아에서의 통화통합에 관련된 의제에 적극적으로 참여하면서 한국의 입장을 반영하도록 노력해야 할 것임.

## I. 서 론

1997년 말에 발생한 통화위기는 아시아 국가들로 하여금 자신들의 통화 시스템은 언제든지 위기를 겪을 수 있다는 것을 각인시켰다. 특히 달러에 페그시키는 환율제도는 실질환율이 고평가상태에 빠질 가능성이 커서 통화위기에 더욱 취약하다는 것은 잘 알려진 사실이다. 통화위기를 해결하는 데 있어서 가장 효율적인 방법 중 하나가 지역내 통화통합을 실현하는 것이다. 유럽에서 유로를 창출하는데 성공한 이후 한, 중, 일을 중심으로 한 아시아지역에서 바람직한 통화통합은 어떻게 이루어질 수 있는지에 대한 논의가 점점 활발하게 이루어지고 있다.

최근에는 미래의 공동통화로서 ACU(Asian Currency Unit)를 창설하는 것이 필요하다는 의견이 관심을 모으고 있다. 2006년 초에는 아시아개발은행(ADB)의 관계자가 이에 대한 청사진을 제기하기도 하였다. 또한 2006년 5월에는 ASEAN+3 재무장관들이 향후 지역 공동통화 창설을 위한 연구모임을 발족시키는 데에 의견을 모으고 공식적으로 협정을 맺기도 하였다. ACU창설 가능성에 대해서 학술연구차원에서는 이미 많은 연구가 진행되어 왔으나 정부관계자들이 구체적으로 진일보한 행동을 옮겼다는 점에서 시사하는 바가 크다. 우리나라 입장에서는 자국의 이익을 위해서 ACU창설에 대한 대책을 마련해야 하는 시기이다.

본 보고서에서는 동아시아에서 통화통합이 이루어지기 위한 환경은 어떠한지를 살펴보고, ACU 창설의 의미와 기대효과를 분석한 후 정책적 시사점을 도출하고자 한다. 본 보고서의 순서는 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 통화통합의 편익과 비용은 무엇이 있는지를 전반적으로 살펴본다. 제Ⅲ장에서는 지금까지 진행된 ACU 및 아시아 통화통합의 성공가능성에 관한 실증연구들을 소개하고, 한국, 중국, 일본을 대상으로 독일, 프랑스, 이태리 등 유럽 3국과 비교하여 통화

## 2 동아시아 통화통합과 ACU의 역할

통합을 이루기 위한 환경이 어떠한지를 비교해 본다. 제Ⅳ장에서는 통화바스켓 페그제도의 운용방법을 설명하고 동아시아 국가의 실효환율 안정에는 어떠한 효과가 있는지를 살펴본다. 제Ⅴ장에서는 ACU의 계산방법 및 역할과 유럽의 ECU의 경험을 토대로 ACU의 가능성을 살펴본다. 제Ⅵ장에서는 결론 및 정책적 시사점을 서술한다.



## II. 통화통합의 편익과 비용

많은 국가들이 통화통합에 대해 관심을 가지고 있는 이유는 통화통합 후 얻게 되는 편익을 기대하기 때문이다. 그러나 실제로 통화통합을 실행하는 데에 성공한 나라는 그리 많지 않은데, 그 이유는 통화통합으로 인한 편익을 각 회원국이 공평하게 배분하는 것이 어려우며 통합으로 인한 비용 또한 무시할 수 없는 데에서 찾을 수 있다. 통화통합으로 얻게 되는 편익과 비용은 유럽의 경우에서 나타나는 바와 같이 각 회원국마다 다르게 나타난다. 이 점이 실제로 통화통합을 이루는 데에 장애물이 되기 쉬운 것이다. 예를 들어 모든 회원국에게 편익이 비용보다 커서 통화통합을 실시하는 것이 경제적으로 이득이라 하더라도 실제로 회원국의 동의를 얻어내지 못할 수도 있는데, 그 이유는 자국이 얻는 절대적인 이득도 중요하지만 타국과 비교한 상대적인 이득도 고려하게 되기 때문이다.

또한, 경제적 측면에서 이득이 아무리 크다 할지라도 통화정책의 자율성을 잃게 되어 발생하는 정치적, 국민정서상의 문제 때문에 실제로 실시하는 것은 매우 어렵다. 특히 아시아의 경우 일본의 식민지배 및 과거사의 미청산 과제로 인하여 유럽과 미주의 여러 나라에 비해 아직까지도 통화통합을 위한 정치적 연대의식을 형성함에 있어 더욱 어려움이 클 것으로 보인다.<sup>1)</sup> 본 장에서는 통화통합이 가져오는 효과로 효율성 증가, 가격안정, 국가재정에 미치는 영향, 기축통화로서의 역할과 세노리지효과, EMU 가입에 따른 유럽 각국의 비용과 편익을 살펴보면서 EMU 확대에 따른 편익과 비용을 논의해 보고자 한다.

1) 미주의 파나마, 에콰도르의 경우 자국의 통화주권을 포기하고 달러화를 통용화폐로 선택한 달러라이제이션(Dollarization)을 통화통합의 한 형태로 볼 수 있음.

## 1. 효율성 증가

본 절에서는 통화통합을 실행하였을 경우 민간부문에서 경제적 효율이 어떠한 형태로 증가하는가를 여러 측면에서 살펴 본다. 통화통합은 직접 또는 간접적으로 경제적 효율성을 증가시킨다. 직접적으로는 단일통화의 채택에 따른 통화교환비용의 감소와 환위험의 소멸로 경제에 존재하는 불확실성의 제거를 통해서 나타나며, 간접적으로는 쉽게 측정하기가 어렵지만 역내 경제에 잔존하는 비효율적 부문의 구조조정이 자본스탁의 조정을 통해서 나타나는 것으로 알려져 있다.

### 1) 교환비용의 감소

통화통합은 자국의 통화를 타국의 통화로 교환하는 데 들어가는 비용을 감소시킨다. 이러한 효과는 가장 간단하고 현실적인 이익으로 볼 수 있다. 세부적으로 나누어 살펴보면 교환을 원하는 경제주체가 외국환은행에 지불하게 되는 외환마진과 기업이 통화를 교환하기 위해 자체적으로 필요한 인력과 장비 등의 비용을 포함한 것이다. 먼저 외환마진이란 외국 방문을 하는 사람이 그 곳에서 사용하려는 통화를 일정액 교환할 경우 외국환은행은 매수와 매도시의 교환비율을 달리 함으로써 일정액의 수수료를 부과하는 것을 말한다. 통화통합이 이루어지면 자국과 타국이 단일 통화를 사용하므로 외환마진을 지불할 필요가 없게 된다. 또한 기업은 필요할 때마다 통화를 교환하기 위해서 기업 내부에 이러한 업무를 담당하는 인력과 장비가 필요한데 통화통합이 이루어지면 이러한 비용이 감소하게 된다.

교환비용감소의 크기는 모든 국가가 같지는 않고 국가마다 크게 다르다. 예를 들어 통화통합의 주축이 되는 나라보다는 흡수되는 소국이 교환비용의 감소액이

더 크게 된다. 왜냐하면 통화통합의 주축이 되는 대국은 자국의 화폐가 이미 교환수단으로 많이 사용되기 때문에 무역이나 해외여행을 위해서 타국의 화폐로 바꾸는 경우가 적은 반면, 소국의 경우 대부분 타국의 화폐로 바꾸어야 하기 때문이다. EU의 경우를 보면, 독일, 프랑스와 같은 대국은 GDP의 0.1%~0.2% 정도의 교환비용의 감소가 나타났으며 기타 소국의 경우 GDP의 1% 정도의 교환비용 감소가 나타났다고 보고된 바 있다.<sup>2)</sup>

일반적으로 소규모 기업이 대규모 다국적 기업보다 교환비용의 비중이 더 크게 된다. 다국적 기업의 경우 세계 각국에서 업무를 하고 있는 관제로 필요한 경우 각 지사가 서로간에 외국환을 교환청산(netting)하는 것도 가능하므로 은행에 지불하는 외환마진을 감소시킬 수 있다. 또한 외환업무를 수행하기 위한 인력 등의 기업 비용도 담당하는 부서를 특화시켜서 업무의 효율성을 증가시킬 수 있으므로 교환비용을 감소시킬 수 있다.

Akerlof and Yelen(1989)에 따르면, 비록 교환비용 감소액의 크기는 작다 하더라도 통화통합은 현실경제에 중요한 의미를 지닌다. 예를 들어 무역장벽이 제거된 상황에서도 일부 품목의 경우 양국에서 가격이 2배 이상 차이가 나는 경우가 있다. 이론적으로 일물일가의 법칙이 성립해야 하지만 현실세계에서는 완전정보의 상태가 아니기 때문에 이와 같은 현상이 발생하게 된다. 즉, 많은 사람들이 화폐단위가 다른 경우 직접적인 가격비교를 하는 데에 어려움을 겪기 때문에 나타나는 현상으로 볼 수 있다.

## 2) 환율의 불확실성 제거

환율의 변동성을 제거하면 무역과 투자가 증가하여 결국 복지를 향상시킨다고

2) European Economy, Number 44, 1990, "One Market, One Money", Commission of the European Communities.

믿어지고 있다. 왜냐하면 실제 시장에서 환율이 경제여건을 제대로 반영하여 효율적으로 결정되지 않기 때문에 명목환율의 변화가 오히려 경제의 효율성을 악화시키는 경우가 많기 때문이다. 만약 환율이 생산성과 투자기회의 변화 등과 같은 경제의 기초여건 변화를 올바르게 반영하여 조정되고 있다면, 환율의 변동성을 제거하는 것이 오히려 경제의 효율성에 악영향을 줄 것이다. 그러나 경험적으로 살펴볼 때 변동환율제 하에서 나타났던 대부분의 환율변동은 경제의 기초여건 변화로 인한 것이 아닌 경우가 많았다. Meese and Rogoff(1983)에 따르면, 이와 같은 이유로 인하여 경제의 기초여건을 나타내는 변수를 이용하여 환율의 움직임을 설명하는 것이 매우 힘들다고 한다.

유럽이 유로라는 단일 통화를 사용함으로써 투자와 무역증대라는 혜택을 누리기 위해서는 통화통합을 이룬 지역외의 통화에 대한 변동성이 통화통합을 이룬 후에도 달라지지 않는다는 가정이 필요하다. 만약 유로가 창출됨에 따라 오히려 주요 통화(달러, 엔)에 대한 변동성이 커진다면, 비록 유럽연합 내에서는 환율변동을 제거하였다 하더라도 미국과 일본에 대한 환율 변동성이 커져서 악영향을 미칠 수 있다.

한편, 통화통합을 하지 않더라도 기업이 이미 존재하고 있는 재무기법을 이용하여 환위험을 제거할 수 있기 때문에 이론상으로는 통화통합 자체가 무역과 자본이동을 촉진하지는 않는다는 주장도 있다. 그러나 기업을 대상으로 서베이를 실시해 보면, 비록 환위험을 제거할 수 있는 기술적인 방법이 있다 하더라도 완벽한 것은 아니어서 환위험이라는 존재 자체가 아직도 무역에 큰 장애로 느끼고 있는 것으로 조사되고 있다. 특히 환위험의 제거는 첨단 재무기법을 사용하여 위험을 헤징하지 못하는 소규모 기업과 소국에게 큰 혜택을 주게 된다.

환율의 변동성이 무역에 미치는 영향에 대해서 많은 실증분석이 행해진 바 있다. De Grauwe(1987)와 Pereg and Steinherr(1989)는 환율의 변동성이 크면

무역이 감소하는 결과를 유의하게 얻어낸 바 있다. 그러나 이 결과는 주요 통화(달러, 엔)를 이용해서 얻어낸 것이므로 유럽의 국가들이 유로를 사용함에 따라 얻게 되는 효과라고 볼 수 없다. Rose and Engel(2000)은 통화통합이 이루어지지 않은 국가, 통화통합이 이루어진 국가 그리고 미국과 같은 국가통합이 이루어진 주로 3개의 그룹을 만들어서 이러한 그룹들과 무역 또는 실질환율의 변동성간의 관계를 알기 위해서 실증분석을 실시하였다. 이들 결과에 따르면, 통화통합이 이루어진 국가는 통화통합이 이루어지지 않은 국가에 비해서는 서로간에 무역을 많이 하지만 국가통합이 이루어진 나라보다는 무역을 적게 하였다. 또한 실질환율의 변동성 측면에서는 통화통합을 이룬 나라가 통화통합을 이루지 않은 나라보다는 변동성이 작았지만 국가통합을 이룬 경우보다는 큰 것으로 나타났다. 한편 Rose(2000)는 중력모형(Gravity Model)을 이용하여 통화통합이 무역증가와 실질환율의 변동성에 미치는 영향을 분석하기도 했다. 그는 통화통합이 무역증가에는 큰 기여를 하지만 실질환율의 안정에는 그다지 큰 도움을 주지는 않는다고 주장하였다. 특히 두 나라가 동일한 통화를 사용하면 무역은 약 3배 증가하는 것으로 발표하였다. McKenzie(2001)는 환율의 변동성이 무역에 미치는 영향을 실증분석하는 경우 많은 주의가 필요하다고 강조한다. 특히 무역과 환율의 변동성을 계산하는 경우 어느 정도 빈도(frequency)의 시계열 자료가 적당인지에 대한 판단이 중요하다는 것이다. 그러므로 이와 같은 문제에 대한 충분한 고려가 없는 상태에서 얻어지는 실증분석의 결과는 유의성이 약하다고 주장하고 있다.

환율 변동성의 크기는 무역뿐만 아니라 장단기 자본이동에도 영향을 미친다. 예를 들어 미국자본이 국내에 들어올 경우 일반적으로 원화로 교환해서 투자하고 최종적으로 투자자금을 회수할 경우에는 다시 달러로 바꾸어야 하므로 원화 환율의 변동성이 심하면 그만큼 투자의 위험성이 커지는 결과를 가져온다. 그런

데 환율의 변동성이 자본의 이동에 영향을 미칠 때 자본의 성격에 따라서 받는 영향이 각각 달라진다. 예를 들어, 단기자본 이동은 단기적인 환율변화에 따라서 영향을 크게 받지만 장기자본 이동의 경우에는 단기적인 환율변화에는 큰 영향을 받지 않고 장기적인 추세변화에 민감한 반응을 보이게 된다.<sup>3)</sup>

통화통합을 실시해서 각 나라가 자신의 독립적인 통화정책을 실시할 수 없게 만들고 환율의 변동성을 줄이면, 이로 인한 간접적인 이익도 매우 크다. 가장 대표적인 예로 기업의 위험 프리미엄을 낮추어 투자를 증가시키고, 이로 인해서 국가의 실업률을 하락시키는 것을 들 수 있다.

### 3) 통화통합이 산출(output)에 미치는 영향

Frankel and Rose(2000)는 통화통합이 이루어질 경우 장기적으로 생산량에 미치는 영향을 알기 위해서 계량분석을 실시하였다. 이들은 2단계 접근법(two-stage approach)을 이용하여 통화통합이 무역과 생산에 미치는 영향을 분석하였다. 먼저 1 단계에서는 무역에 미치는 영향을 살펴보았는데, 통화통합은 통합 상대국과의 무역을 3배 이상 증가시키는 것으로 나타났다. 그리고 2단계에서는 산출에 미치는 영향을 살펴보기 위해서 Dollarization을 실시한 Equador와 El Salvador를 자료로 사용하였다. 이들 국가의 경우 1인당 국민소득을 20년에 걸쳐 19% 정도를 상승시키는 것으로 나타났다. 또한 폴란드의 경우를 예로 들면서 유로에 가입한다면 국민소득을 20%나 상승시킬 수 있을 것으로 예측하였다. 그러나 이와 같은 결과는 소국이 통화통합을 실시하였을 경우에 얻을 수 있는 편익을 분석한 것이기 때문에 규모가 더 큰 국가의 경우에도 마찬가지로의 효과를

---

3) Molle and Morsink(1990)는 유럽연합지역 내에서의 환율의 변동성과 직접투자의 관계를 분석한 후 환율의 변동성이 작은 경우 역내의 직접투자가 증가하였다고 발표한 바 있다.

기대하는 것은 문제점이 있다고 지적하였다. 그러므로 유럽의 통화통합이 실시된 후 기대되는 생산량 증대효과는 각국가의 규모에 따라 달라졌을 것으로 예상할 수 있다.

#### 4) 통화통합의 간접적 이익

지금까지 살펴본 통화통합의 교환비용과 무역 등에 미치는 효과는 자본과 노동과 같은 생산요소들이 고정된 상태 하에서 분석된 직접적 효과로 볼 수 있다. 직접적인 효과의 영향으로 생산성이 커지게 되면 시간이 지남에 따라 자본스탁(capital stock) 등의 크기도 커지며 그로 인하여 직접적 효과의 크기도 다시 증가하게 된다. 즉, 시간의 흐름에 따라 자본스탁이 증가하여 발생하는 효과를 간접적 효과로 볼 수 있다.

간접적 효과는 결국 통화통합으로 발생한 새로운 균형상태에 자본스탁이 조정되면서 나타나는 동태적 효과이다. 그런데 경제학에서 자본스탁을 정의할 경우 실물자본뿐만 아니라 인적자본도 포함된다. 그러므로 앞에서 말한 자본스탁의 변화는 실물자본뿐만 아니라 인적자본의 조정도 포함하고 있다. 예를 들어 공장이나 장비의 증가 등은 실물자본을 증가시키게 되며 교육과 훈련 등은 인적자본을 증가시키게 된다.

경제학자들은 시장통합이 장기적으로 큰 경제적 이익을 가져올 것이라는 데에는 동의했지만 실제로 이 효과를 경제성장 모델을 사용하여 측정하는 것이 과거에는 매우 어려웠다. 왜냐하면 완전경쟁과 규모에 따른 수익불변(CRS: Constant Return to Scale)의 조건하에서는 시장통합이 경제성장에 미치는 영향을 분석하기가 어려웠기 때문이다. 위와 같은 문제점을 해결하기 위해서 1990년대에 독점적 경쟁이나 규모에 따른 수익증대(IRS: Increasing Return to Scale)의 조

건을 가정한 경제성장 모델이 발전되었다. 그러나 아직까지도 통합이 가져다주는 동태적인 효과를 정확하게 추정한다는 것은 매우 어려운 일이다.

## 2. 가격안정(price stability)과 통화정책

통화통합이 이루어지면 통화정책의 신뢰성이 제고되어 가격안정을 이룰 수 있다. 통화통합을 이룬 후 얻게 되는 가격안정의 편익을 알기 위해서 인플레이션이 나타날 경우의 폐해를 먼저 살펴보면 다음과 같다. 인플레이션의 경제적 비용은 인플레이션이 발생한 원인과 그 나라 경제의 구조적 특성에 따라 각각 달라진다. 또한 사람들이 인플레이션을 미리 예견하고 있었던 것인지 아니면 전혀 예측하지 못했던 것인지에 따라서 나타나는 결과는 크게 다르다.

인플레이션이 발생하면 일반적으로 화폐의 수요를 감소시키며, 둘째, 인플레이션 조세(inflation tax)가 나타나며 셋째, 메뉴비용(menu cost)을 발생시킨다. 인플레이션으로 인해서 적정수준보다 적게 화폐를 보유하게 되면 가게나 기업이 정상적인 지출을 수행하는 데에 차질을 일으킨다. 그리고 인플레이션 조세는 가격체계를 왜곡시키며 메뉴비용은 생산자가 가격을 바꾸는 데 필요한 시간과 노력 등의 비용을 발생시키는 것을 말한다. 그러나 통화정책의 신뢰성 제고로 가격안정을 이루게 되면 앞에서 살펴본 인플레이션의 폐해를 막을 수 있게 된다.

### 1) EMS가 유럽의 가격안정에 미친 영향

많은 사람들은 1980년대에 유럽의 물가가 안정적이었던 가장 큰 원인은 EMS (European Monetary System)의 채택에 의한 것이라고 주장하고 있다. 즉 인플레이션이 심했던 나라의 경우 마르크에 환율을 고정시킴으로써 물가를 안정시킬



수 있었다는 논리이다. 그러나 Collins(1988)는 1980년대의 유럽의 물가안정은 EMS의 가입으로 인해서 얻을 수 있었던 것이 아니라고 주장한다. EMS에 가입하지 않은 나라들도 그들이 가지고 있는 특성을 제어해주면 EMS에 가입한 나라들과 비슷한 인플레이션을 나타낸다. 즉 EMS의 가입이 인플레이션을 완화시켰던 것이 아니라 가입국들은 본질적으로 가입하지 않았던 나라들에 비해서 인플레이션압력이 크지 않았던 나라들이라고 볼 수도 있다.

또한 Frankel and Philips(1991)에 따르면, EMS의 가입이 물가안정을 절대적으로 보장해 주는 것은 아니었다. 독일과 인플레이션이 다른 나라는 항상 명목환율을 변화하고 싶은 욕구를 가지게 된다. 그러나 EMS에 가입한 나라가 명목환율을 변화시킨다 할지라도 현실적으로 그 나라를 강력하게 제재할 수 있는 방법은 없기 때문에 절대적으로 신뢰할 수는 없다. 이러한 문제점을 해결하는 유일한 방법은 화폐통합을 실시하는 것이다. 명목환율의 변화가능성을 원천적으로 봉쇄하는 것만이 가격안정을 완전하게 이룰 수 있는 길이다.

## 2) 통화정책의 신뢰성

통화정책의 신뢰가 유지되면 가격안정이 이루어져서 인플레이션이 일으키는 폐해를 막을 수 있을 것이다. 통화통합은 통화정책의 신뢰성을 높이는 효율적인 방법이 될 수 있다. 그 이유는 통화통합이 이루어지면 명목환율의 변화가 불가능하므로 환율절하로 인한 인플레이션에서 일정부분 벗어날 수 있으며, 통화당국의 팽창적인 정책이 없을 것이라는 신뢰를 얻게 되므로 가격안정을 이룰 수 있다.

예기치 못한 인플레이션은 그 규모가 너무 커서 부작용이 심한 경우가 아니라면, 생산과 고용을 증가시키고 공공부채를 감소시킨다. 그러므로 정치인들은 자

신이 펼치는 정책의 효과를 단시간에 얻기 위한 방법으로 인플레이션 유발정책을 쓰고 싶은 유혹을 겪을 수밖에 없다. 이를 막기 위한 것이 중앙은행의 존재 이유라고 할 수 있다. 중앙은행의 가장 중요한 정책목표는 물가안정에 있지만 정책의 독립성을 가지고 있지 않다면 현실적으로 이를 지키기 어렵다. 그러므로 중앙은행의 독립은 물가안정을 이루기 위한 필요조건으로 알려져 있다. 유럽의 경우 통화통합의 결과, 독립적인 통화정책 수립을 위해 유럽중앙은행(ECB)을 설립함으로써 통화정책의 신뢰성이 크게 증가되었다고 볼 수 있다.

중앙은행의 독립성과 인플레이션의 관계를 실증분석으로 살펴보는 것은 매우 흥미있는 주제이나 현실적으로 중앙은행의 독립성을 나타내는 변수를 제대로 찾아내는 것이 어렵다. 일반적으로 사용하고 있는 변수로는 첫째, 정부의 지시로부터의 독립, 둘째, 각종 위원회로부터의 중앙은행 구성원의 독립, 셋째, 중앙은행의 존재에 대한 법적인 지위확보를 들 수 있다. Alesina(1989)에 따르면, 이와 같은 요소들을 대체변수로 사용하여 실증분석을 실시할 경우 중앙은행의 독립성과 인플레이션의 방지 사이에는 강한 관계가 있음을 밝혀낸 바 있다.

### 3) 단일통화 채택에 따른 통화정책의 변화

흔히 단일통화의 채택은 개별 참가국이 단일통화권에 편입되기 이전에 사용할 수 있었던 재량적 통화정책을 포기함을 의미한다. 따라서 비대칭적 거시경제 충격이 발생할 경우에 개별 국가의 차원에서 통화정책이 경기변동에 적절히 대응할 수 있는 정책수단으로 더 이상 가능하지 못하기 때문에 흔히 단일 통화 채택에 따른 비용으로 간주되고 있다. 이러한 비용을 최소화하기 위해 최적통화지역의 기준이 고려되는 것이다. 그러나 이러한 최적통화지역의 기준에 기초한 분석은 통화정책 그 자체가 거시경제의 불안정을 야기하는 화폐적 충격(monetary

shock)이 될 수 있다는 점을 충분히 고려하고 있지 못하고 있다.

통화통합은 개별 국가 차원에서뿐만 아니라 역내 국가간 비대칭적 화폐적 충격을 줄여줄 수 있기 때문에 오히려 통화정책의 신뢰도가 제고될 수 있다. 최적 통화이론에 따를 경우 통화정책의 문제는 앞에서 지적한 바와 같이 비용으로만 고려되어 있다. 그러나 통화통합이 오히려 통화정책의 신뢰성을 제고하는 계기가 된다면 오히려 재량적 통화정책에 따른 통화정책의 신뢰상실의 문제를 해결해 줄 수 있다.

통화통합국의 일원이 되면 통화정책의 권한을 독립적이며 통합국 전체를 대신하는 중앙은행에 맡기게 된다. 이러한 조치는 각 경제주체들에게 가격안정에 대한 강력한 신호를 보내는 효과가 있다. 실제로 유럽의 통화통합 과정에서 중요한 수렴기준을 제시한 마스트리히트 조약은 물가상승률이 높은 국가에 대해서 낮은 물가상승률을 유지할 것을 요구하였다. 이러한 통화정책의 신뢰성 구축은 당사국뿐만 아니라 통화통합에 참여하고 있는 모든 국가들에게 혜택을 가져다주는 것으로 볼 수 있다.

통화통합은 개별국가 차원에서 자본 및 금융서비스의 완전자유화에 상응하는 수준을 지역적 차원에서 요구한다고 볼 수 있다. 따라서 역내 단일의 중앙은행은 지역적 차원에서 통화정책을 수립하고 운용하여야 한다. 이와 같이 통화정책의 대상이 되는 지역이 확대되면 자본이동의 규제완화와 금융서비스의 자유화가 필요하게 되고, 이러한 자유화가 순기능을 발휘하기 위해서는 감독제도의 통합이 전제되어야 한다.

실제로 유럽의 통화통합 과정에서 화폐수요가 보다 안정적으로 변하였다는 실증분석의 결과가 제시되고 있다. Kremers and Lane(1990)에 따르면, EMS(Euro-pean Monetary System)의 ERM(Exchange Rate Mechanism)에 참여한 국가의 M1수요가 소득, 인플레이션, 이자율, 환율변화에 안정적으로 반응하였다.

즉 유럽중앙은행은 MI수요의 안정성을 바탕으로 해서 개별국가의 중앙은행보다 효율적인 통화정책을 수행할 수 있을 것으로 보았다.

#### 4) 외환위기의 가능성 배제

완전한 통화통합은 역내 환율이 더 이상 존재하지 않게 됨을 의미한다. 즉 유럽의 경우를 예로 들자면, 1992~93년 ERM 위기시에 보여 주었던 Franc/DM 간의 환율불안정성 문제가 단일통화의 채택으로 완전히 사라지게 되는 것이다. 즉 단일통화의 채택은 필요한 경우 조정이 가능하도록 한 고정환율제 하에서 항시적으로 발생가능한 외환위기의 가능성을 없애 준다. 그러나 단일통화를 채택하고 있는 통화블록 그 자체가 외환위기로부터 자유로운 것은 아니다. 이는, 역내 환율은 더 이상 존재하지 않지만 역외국에 대해서는 여전히 환율이 존재하기 때문이다. 그러나 거시경제정책운용의 규율이 엄격히 지켜지고 금융시스템의 개선을 위한 공동의 노력이 감속된다고 할 경우 통화통합은 외환위기의 재발을 방지할 수 있는 내재적인 장치를 항시적으로 보유하게 된다는 장점을 지닌다.

### 3. 국가재정에 미치는 영향

통화통합은 국가재정에도 영향을 미치게 되는데, 통화통합이 이루어진 후 예산 정책(budgetary policy), 정부의 수입, 지출과 조세정책의 변화가 있게 된다. 통화통합을 이루는 작업이 어려운 이유는 각국의 정책을 조화시키는 것이 힘들기 때문이다. 왜냐하면 각 나라마다 경제여건이 다르기 때문에 원하는 정책의 방향도 차이가 있으므로 정책결정을 조율하는 데 있어서 불협화음이 발생하기 쉽다. 그러므로 이러한 것을 잘 조화시키는 연합기구가 필요한 것이다.

통화통합이 이루어지면 각 회원국은 환율과 통화정책의 자율성이 사라지게 되므로 이를 보완하기 위해서 어느 정도 재정정책의 자율성과 유연성이 필요하게 된다. 예를 들어 특정 국가에서 가계의 소비성향이 일시적으로 증가하게 되면 그 국가 상품의 가격이 오르게 되어 인플레이션의 위험이 존재하게 된다. 만약 상품시장이 완전하게 개방되어 있다면 이러한 가격상승압력이 여러 국가에 분산되게 되므로 크기가 현저히 줄어들 수 있고, 그 크기가 크더라도 동일한 방향의 통화정책으로 충격을 완화시킬 수 있다. 그러나 유럽의 경우를 살펴보면, 통화통합이 이루어진 후에도 완벽하게 상품시장이 통합되어 있는 것은 아니므로 특정 나라에 국한된 충격이 발생할 수 있는 것이다.

통화통합이 이루어지기 전에는 통화정책의 자율성이 있으므로 위와 같은 충격이 있을 경우 이를 해결하기 위해서 이자율을 높이거나 환율을 절상시키는 방법을 사용할 수 있다. 이자율이 상승하면 투자수요 등이 감소하고 환율이 절상하면 수입가격이 하락하므로 인플레이션의 위험이 감소될 것이다. 그러나 독립적인 통화정책이 불가능한 경우에는 적절한 긴축재정정책을 실시해서 국내수요를 감소시키고 인플레이션의 압력을 줄여야만 할 것이다. 이와 같은 필요성 때문에 통화통합이 실시된 이후에 독립적인 재정정책의 중요성이 크게 부각된다.

통화통합이 성립된 후에 재정정책의 역할이 더욱 강조되에도 불구하고 실제로 EMU에 참가하는 국가들의 경우 재정정책을 수행하는 데 있어서 충분한 자율성을 부여받지 못하였다. 이와 같은 자율성의 부족은 차후 EMU의 존립을 위협할 수도 있었다. 마스트리히트 조약에서 참가국의 자격을 결정하는 조건 중 하나인 재정기준에 따르면, EMU에 가입하기 위해서는 GDP에 대한 정부부채의 비율이 60%를 초과해서는 안 되었다. 또한 GDP에 대한 재정적자의 비율도 3%를 초과해서는 안 된다는 엄격한 기준을 적용하였다. 마스트리히트 조약에서 엄격한 재정기준을 마련한 이유는 확장적 재정정책의 남발을 염려했기 때문이다. 만약 어

는 회원국이 재정적자를 계속하여 지속하지 못할 수준이 되면 채무불이행 등으로 연결될 수 있고 이것은 회원국 전체의 통화안정을 위협할 수 있다. 이러한 연유로 인하여 이론적인 배경도 없이 성립되었다는 비판에도 불구하고 마스트리히트 조약의 재정기준이 강행된 것이다.

통화통합을 이루면 각국의 중앙은행은 인플레이션 조세를 얻지 못하게 되는데 그 규모가 크면 실제로 통화통합을 이루는 데에 악영향을 미칠 수 있다. 그러나 유럽의 경우를 보면 그 규모는 그리 크지 않다고 보고되고 있다.<sup>4)</sup> 또한 유럽의 경우 통화통합을 원하는 국가는 어느 정도 기존 회원국의 평균 인플레이션율에 접근하는 것이 요구된다. 그러므로 통화통합이 실시되기 전에 미리 인플레이션 조세의 규모가 어느 정도 줄어든 상황이므로 실제로 가입한 직후에 감소되는 인플레이션 조세의 규모는 그리 크지 않았다. 예를 들어, 1980년대 후반 유럽에서 인플레이션 조세가 큰 국가의 경우 GDP의 1% 정도를 차지했으며 나머지 국가는 0.5% 남짓에 불과한 것으로 발표되었다.<sup>5)</sup>

#### 4. 명목환율을 정책수단으로 사용하지 못하는 데에 따른 비용

전 세계 교역량이 커지고 무역의존도가 커짐에 따라서 해외경제의 충격이 국내경제에 미치는 경우가 많다. 그에 따라 국내경제의 주요 지표의 변동성이 크게 되어 경제의 교란요인으로 작용한다. 환율의 변동성이 큰 것도 경제 전체에는 일종의 교란요인으로 볼 수 있다. 그러므로 통화정책수단으로서 환율을 사용하지 못하게 된 것은 정책수단 중 하나를 상실하는 것이 되지만 오히려 거시경제

4) Commission of the European Communities, 1990, "One Market, One Money", *European Economy*, No.44, pp.100-101.

5) Commission of the European Communities, 1990, "One Market, One Money", *European Economy*, NO.44, pp.101-131.

의 안정이라는 측면에서는 도움이 된다.

통화통합 회원국간에 환율을 고정하더라도 비용으로 작용하는 것은 매우 작을 수 있다. 그러므로 통화통합이 이루어진 후 명목환율을 이용하여 무역수지 적자 등을 조정하지 못한다 하더라도 큰 문제는 없을 것이다. 환율을 변동시키지 못하는 데에 따른 비용이 크지 않게 되는 원인은 여러 가지가 있다. 대표적인 예로 비록 회원국간의 환율은 고정된다 할지라도 회원국이 아닌 국가와는 환율을 변화시킬 수 있는 여지가 존재하는 것을 들 수 있다. 그러므로 회원국의 대부분이 비회원국과의 무역에서 적자가 나는 경우에는 통화통합국의 환율을 절하하여 비회원국에 대한 무역수지를 조정할 수 있다.

명목환율을 사용하지 못하는 비용이 크지 않게 보는 이유 중 하나는 명목환율의 변동이 장기적으로는 경제에 미치는 효과가 없다고 보기 때문이다. 그 이유는, 임금이나 물가와 같은 변수들이 단기에서는 조정되는 것이 어렵지만 장기에서는 조정이 가능하기 때문이다. 명목환율이 변할 경우 단기에서 임금이나 물가가 변하지 않으면 실질환율도 변하게 된다. 그리고 실질환율의 변화는 생산량을 변화시키고 인플레이션에도 영향을 준다. 그러나 장기에서는 임금이나 물가도 조정되기 때문에 명목환율이 변하더라도 실질환율은 변하지 않게 되고 그로 인하여 생산과 같은 실물변수에 영향을 줄 수 없다. 또한 개별회원국간의 환율의 변화로 인한 혼란이 없어지고 무역수지의 개선을 위한 경쟁적인 환율절하로 인한 악영향을 방지함으로써 통화통합은 회원국 전체에 도움을 주는 측면도 있다.

이하에서는 명목환율을 정책수단으로 사용하지 못하는 비용을 알기 위해서 명목환율 변화의 효과, 비대칭적인 충격과 통화통합의 관계, 생산요소의 조정과정, 충격과 거시경제의 안정, 국제자본이동과 국제수지에 미치는 영향을 차례로 살펴보고자 한다.

## 1) 명목환율 변화의 효과

국제경쟁력이 감소하거나 수출품에 대한 수요가 감소하는 등의 외생적인 변화가 있는 경우 무역수지도 영향을 받아 균형에서 벗어나게 된다. 무역수지가 다시 균형을 이루기 위해서는 실질환율의 조정이 필요하다. 흔히 무역수지의 불균형을 조정하는 수단으로 명목환율을 들고 있는데, 명목환율은 실질환율을 변화시키는 방법 중 하나일 뿐이다. 그러므로 명목환율의 변화가 없어도 실질환율의 조정이 이루어진다면 명목환율의 조정이 굳이 필요하지 않을 것이다. 예를 들어 전 세계 경기침체로 인해 실업률이 증가했을 경우 만약 임금이 하방경직적이라면 명목환율의 절하를 통해서 국내수출을 증가시켜 실업률을 감소시켜야 한다. 그러나 임금이 하방경직적이지 않다면 임금을 하락시켜서 실업률을 감소시킬 수 있다. 즉 명목환율이 정책수단으로 필요한 경우는 임금이 하방경직성을 갖는 경우이다.

## 2) 비대칭적인 충격과 통화통합

각국의 경제가 경제구조, 규모, 선호 등 모든 면에서 완전 대칭적이라면 예기치 못한 충격을 동시에 받는 경우 동일한 반응을 보이게 되므로 양국의 실질환율은 변하지 않게 된다. 오직 각국의 경제가 비대칭적인 경우에 균형상태를 회복하기 위해서 실질환율의 변화가 필요하게 된다. 통화통합이 실시된 후 통합국의 경제가 대칭적이 되는가 아니면 비대칭적으로 되는가 하는 문제는 통화통합을 실시하려는 국가들에 매우 중요한 문제이다. 만약 통화통합이 이루어진 후 비대칭적으로 되는 경향이 있다면 외부충격이 발생해도 실질환율이 변하지 않게 된다. 따라서 실질환율을 변동시키기 위해서 명목환율이 변할 필요도 없게 되므



로 정책수단으로서의 명목환율의 효용성이 감소된다. 그러므로 통화통합을 실시하기를 원하는 국가가 현재 어느 정도 비대칭적이라 하더라도 통화통합 후 대칭적이 되는 경향이 있다면 과감히 통화통합을 실시할 수 있을 것이다. 그러나 반대의 경우는 통화통합을 실시하는 데 따른 비용이 증가하게 되므로 어려움이 클 것이다.

통화통합을 실시하려는 국가들이 대칭적인지 아니면 비대칭적인지를 파악하는 방법으로는 외부충격에 대해서 반응하는 모습을 이용해서 판단할 수 있다. 예를 들어 부문별 충격(sector specific shock)이 모든 국가에 공통적으로 작용(common shocks)할 때 각국이 반응하는 모습을 살펴보아야 할 것이다. 이 경우 해당 국가의 특성에 따라 반응하는 모습이 대칭적이 될 수도 있고 비대칭적이 될 수도 있다. 이 때 반응이 대칭적일수록 통화통합에 따른 비용이 적어지는 것이다.

통화통합이 이루어진 다음, 특정 국가에 국한된 충격이 어떻게 변했는지를 살펴봄으로써 통화통합이 회원국의 경제를 대칭적으로 만드는 여부를 판단할 수 있다. 왜냐하면 특정 국가에 국한된 충격이 발생하면 그 국가와 다른 국가는 비대칭적인 움직임을 보이기 때문이다. 따라서 통화통합이 이루어진 후 이 충격이 커진다면 통화통합을 이루는 것에 장애가 될 것이다. 특정국가에 국한된 충격을 살펴보는 가장 간단한 방법으로 양국간의 실질 GDP와 같은 변수들의 분산이 통합 전과 비교해서 통합 후에 커졌는가를 살펴보는 방법이 사용되기도 한다.<sup>6)</sup> Eichengreen(1992)은, 미국과 유럽의 생산량 변동과 인플레이션의 상관관계를 분석하여 충격에 대해서 대칭적인지 여부를 판단하였다. 상관관계가 높을수록 그 지역들은 외부충격에 대해 대칭적으로 반응한다고 볼 수 있다. 이 분석에서

6) 공통된 충격이 발생했을 경우 각국이 다른 반응을 보이는 이유는 여러 가지가 있으나 대표적인 것으로 경제구조의 차이, 경제주체의 행동양식의 차이, 정부의 정책 선호의 차이 등이 있다.

독일과 다른 유럽국가의 GDP증가율은 0.58의 상관관계를 보였으나 미국의 중서부지역과 타 지역의 GDP증가율은 0.68의 상관관계를 나타냈다. 이와 같이 미국이 유럽보다 충격반응에 있어서 대칭적이므로 통화통합으로 인한 비용이 적다고 볼 수 있다.

### 3) 생산요소의 조정과정

명목환율의 조정이 불가능한 상황에서 비대칭적인 충격이 발생했을 경우 요소 자체의 이동, 예를 들어 노동력의 이동을 통해서 균형을 회복할 수도 있다. 그러므로 요소이동이 통화통합 회원국 사이에 자유로울수록 통화통합으로 인한 비용은 감소할 것이다. 노동력이 타 국가로 이동하는 것이 가능하다면 임금의 하방경직성이 존재하는 경우라 할지라도 균형회복이 가능할 것이다. 만약 어느 특정국가에 충격이 발생하여 실업률이 높아진다면 타 지역으로 노동력 자체가 이동하여 실업률이 감소할 수 있다. Rose and Engel(2000)의 연구에 따르면, 통화통합이 이루어지면 협력국 사이의 노동력 이동이 통화통합이 이루어지기 전에 비해서 증가한다. 그러므로 명목환율의 조정이 불가능하여 생긴 비용이 노동의 이동이 커짐으로써 상당 폭 감소할 수 있다.

### 4) 충격에 대한 조정과정과 거시경제의 안정

일반적으로 통화통합이 이루어진 후 경제주체의 선호가 변하거나 혹은 해외에서 발생한 충격이 있을 경우 정부는 목표로 삼았던 거시경제지표를 유지하는 것이 힘들어진다. 만약 중앙은행이 자국의 경제상황에 맞게끔 통화정책을 실시할 수 있다면 거시경제지표를 목표로 한 대로 유지할 수 있으나 통화통합으로 인하여

그러한 방법을 사용하는 것이 불가능해졌기 때문이다. 따라서 통화통합이 이루어진 후에는 거시경제변수의 변동성이 커진다고 볼 수 있으며 이것은 통화통합이 경제에 미치는 비용으로 볼 수 있다. 그러나 변동환율제 하에서는 경제의 기초여건(fundamental variables)은 변하지 않는 경우에도 명목환율이 급격히 변하는 경우가 많다. 특히 1994년에 발생하였던 멕시코의 통화위기와 1997년에 발생하였던 동아시아의 통화위기는 명목환율의 변동성이 가져올 수 있는 폐해를 보여주고 있다. 이웃 나라에서 통화위기가 발생하는 경우 전염효과(contagion effect)로 인하여 인접국의 기초여건에 비해서 명목환율이 지나치게 폭락하는 경우가 발생할 수 있다. 이러한 현상은 그 나라 경제에 치명적인 비용을 지불하게 한다. 그러므로 통화통합을 실시하여 명목환율의 변화가능성을 원천봉쇄하는 것은 한 편으로는 거시경제변수의 변동성을 커지게 해서 비용으로 작용하지만 다른 한편으로는 환율의 변동성을 없애는 편익으로 작용하여 통화정책의 상실로 인한 비용을 상쇄하고 있다.

## 5. 기축통화로서의 역할과 세노리지효과

통화통합이 이루어지면 회원국들이 사용하는 화폐가 국제금융시장에서 영향력이 커진다. 예를 들어 유로가 창조된 후 국제금융시장에서 독보적인 역할을 수행하던 달러의 경쟁자로 대두되었다. 그러나 비록 경제규모로는 유럽연합이 미국에 필적할 만하더라도 유로가 달러만큼 영향력이 커지기는 힘들 것으로 보인다. 그 이유는 기축통화가 되기 위해서는 경제력뿐만 아니라 정치력과 군사력 등 통화사용자에게 신뢰감을 주는 제반 요인들이 종합적으로 작용하는데, 아직까지는 미국의 유일 초강대국 이미지가 강하기 때문이다. 또한 달러가 기축통화로서의 입지를 이미 선점한 상태이므로 다른 통화가 이를 완전히 대체하는 것은

매우 힘든 상태이다. 그러나 각국가들이 국제금융거래를 행할 경우 점차적으로 유로를 사용하는 경우가 늘고 있다.

〈표 1〉은 외환시장의 각 통화별 일일 평균 거래액을 나타낸다. 달러의 거래액은 1995년 1조 3천억 달러에서 1998년 1조 7천억 달러로 크게 늘었는데, 이는 미국 경제의 활황에 기인하고 있다. 그리고 유로의 탄생을 확정됨에 따라 EMU 국가의 통화도 사용이 크게 늘어 1995년 869.8천억 달러에서 1998년 968.4천억 달러로 증가하였다. 그러나 엔화의 경우는 제자리 걸음을 하여 기축통화로서의 역할이 축소된 것을 알 수 있다.

유로의 기축통화로서의 사용이 증가하게 되면 EMU 회원국에게는 미시적인 효율성 증대효과를 기대할 수 있다. EMU 회원국이 아닌 국가와 무역을 할 경우 달러 대신에 유로를 사용함으로써 외환 거래에 드는 비용을 제거할 수 있다. 유로가 기축통화로서 사용되면서 유로로 표시된 금융자산에 대한 수요가 증가하고 유럽에 소재한 은행의 이용도 증가하였다. 〈표 2〉는 각 지역별로 채권발행이 어떤 통화표시로 발행되었는가를 나타내고 있다. 유럽지역의 채권발행은 유로표시로 발행된 금액이 1998년 1,565억 달러에서 1999년에는 4,258억 달러로 급증한 것을 알 수 있다. 그러나 달러표시로 발행된 금액은 오히려 686억 달러에서 반으로 감소

〈표 1〉 외환시장의 각 통화별 일일 평균 거래액

(단위 : 십억 달러)

	1995년 일일 거래액	1998년 일일 거래액
US 달러	1,313.4	1,741.0
EMU국가의 통화	869.8	968.4
엔	371.4	407.2

자료 : BIS

되었다. 즉 유럽은 유로의 탄생이후 달러를 대신하여 유로표시로 채권을 발행하는 일이 크게 증가하였다. 이에 반해서 북미권과 기타지역의 경우 유로표시로 발행하는 일이 증가하기는 했으나 유럽지역과 같은 급증을 나타내지는 않았다.

〈표 2〉 지역 및 통화별 국제 채권 발행규모

(단위 :십억 달러)

지역별	통화별	1998년	1999년
유럽	달러	68.6	32.8
유럽	유로	156.5	425.8
유럽	총계	254.0	536.1
북미권	달러	257.2	383.8
북미권	유로	24.8	34.8
북미권	총계	296.9	425.8

자료 : BIS

기축통화를 발행한 나라는 국제적 세노리지(International Seigniorage) 효과를 누릴 수 있다. 이 효과는 본질적으로 정부가 통화발행을 통해서 얻는 세노리지효과와 성격이 같은 것으로 타국으로부터 이자를 내지 않고 대출받을 수 있는 권리를 누리는 효과를 지닌다. 국제적 세노리지 효과는 전세계 경제 주체들이 통화통합 회원국의 통화를 보유하기 때문에 얻게 되는데, 보유형태별로 분류해보면 외국 중앙은행의 외환보유고, 중앙은행이 상업은행에게 요구하는 지불준비금과 외국인의 현금보유 등으로 나눌 수 있다.

Euro가 기축통화의 역할을 수행하게 되면 유로화로 가격이 결정되는 채권에 대한 수요가 증가한다. 이와 같이 유로화단위 채권의 수요가 증가하게 되면 유로화의 달러화나 엔화에 대한 환율이 절상하게 된다. 즉 유로화가 기축통화로서

의 역할이 커질수록 유로화의 강세가 나타나게 된다. 유로화가 기축통화의 역할을 수행하면 유로단위 채권의 수요가 증가한다. 이러한 현상은 각기 다른 화폐로 표시된 채권들은 서로간에 완전대체재가 아니기 때문에 나타나는 것이다. 완전정보의 가정에서는 비록 다른 화폐로 표시되더라도 각 채권은 완전대체재가 되어야 하지만 실제로 실증분석을 해보면 그렇지 않은 경우가 많다.<sup>7)</sup>

---

7) Commission of the European Communities, 1990, "One Market, One Money", *European Economy*, No.44, pp.178-198.

### Ⅲ. 한국, 중국, 일본을 대상으로 한 통화통합의 적합성 평가

통화통합을 하게 되면 여러 국가들이 하나의 통화를 창출해서 사용하고, 통화정책을 통합된 중앙은행에서 지역 전체를 대상으로 사용하게 된다. 통화가 하나로 통합되므로 환율정책도 지역 내에서 오직 하나만 존재하지만, 아직 정치적 통합을 이루지는 못한 상태를 말한다. 어떠한 지역에서 통화통합이 이루지는 것이 이득인지에 대해서 판단하는 이론으로 최적통화지역(OCA)이론에 대한 Mundell(1961)의 연구가 발표된 후 45년여가 흘렀다. 최근 전 세계는 통화통합이 완료된 지역이 있는가 하면 일정 부분 진행되기도 하고, 아니면 아시아 지역과 같이 가능성을 연구하고 있는 중이다. 유럽에서는 유럽통화연맹(EMU)이 창설되어 1999년 EURO를 유통시켰고, 북미에서는 NAFTA(1994)를 형성하였다. 또한 남미에서는 1991년 MERCOSUR을, 그리고 사하라 사막 이남 국가에서는 COMESA를 지역내 무역촉진과 경제통합을 위해서 만든 바 있다. 아시아에서도 미래의 공동통화로서 ACU(Asian Currency Unit)를 창설하는 것이 필요하다는 의견을 나타냈고, 2006년 5월에는 ASEAN+3 재무장관들이 향후 지역 공동통화 창설을 위한 연구모임을 발족시키는 데에 의견을 모으고 공식적으로 협정을 맺기도 하였다.

과연 아시아에서는 통화통합을 이루는 것이 가능할까? 그러나 이에 대한 의견은 아직까지 결론을 내리지 못하고 있는 실정이다. 본 장에서는 아시아 지역에서 경제규모가 가장 큰 한국, 중국, 일본을 대상으로 하여, EU국가 중 경제규모가 큰 프랑스, 독일, 이탈리아의 EURO창출 전의 상황과 비교하여 통화통합의 현실성을 살펴보려 한다. 프랑스, 독일, 이탈리아의 GDP는 EMU국가 중 70%

이상을 차지하고 있고, 무역거래량, 인구, 국가의 크기 등에서 유럽의 선두 국가라 할 수 있다. 한국, 일본, 중국의 아시아 지역 내 비중은 이보다 더 크다. 따라서 아시아에서의 통화통합의 성공 여부는 이들 3개국에서의 적합도에 의해서 좌우될 가능성이 크다. 또한 한국입장에서는 중국과 일본이 이웃 국가이기 때문에 3개국을 대상으로 점검하는 것이 큰 의미가 있을 것이다. 먼저 지금까지 진행된 연구를 정리하고 한국, 중국, 일본 3국과 독일, 프랑스, 이태리 3국의 상황을 비교해 본다.

## 1. 최적통화지역 이론으로 살펴 본 아시아 통화통합

통화통합을 이루는 것이 과연 지역 내 국가들에 바람직한지 아니면 그렇지 않은지를 판별하는 방법으로써 가장 대표적인 것은 최적통화지역 이론을 적용하는 것이다.<sup>8)</sup> 최적통화지역 이론을 간단하게 살펴보면, 통화통합으로 인한 편익은 가입국이 보다 개방경제를 채택할수록, 그리고 역내 무역비중이 클수록 커진다. 그러나 요소이동이 제한되고 재정정책의 유연성이 제한된다면 거시경제의 충격이 역내 국가간 비대칭이 되는 경향이 있어서 통화통합으로 인하여 환율정책의 사용이 불가능할 경우 이로 인한 비용이 커지게 된다. 앞에서 간단하게 살펴본 최적통화지역으로 선정되기 위한 기준들을 이용하여 유럽과 아시아 등을 대상으로 하여 과연 최적통화지역에 해당하는지 여부를 판단하기 위해서 지금까지 많은 선행연구가 이루어져 왔다. 이를 각 항목별로 아시아와 유럽의 경우를 비교해 보면 다음과 같다.

---

8) 이에 대한 서베이 논문으로는 Mongelli(2002)가 있음.



## 개방 정도와 역내 국가간 무역비중

일반적으로 해당국이 무역의존도가 높고, 역내 국가간 무역이 클수록 환율변동 축소와 통합된 시장으로 인한 편익이 커진다. Kawai and Motonishi(2004)에 따르면, 아시아의 경우 2002년 무역개방도는 일본의 경우 21.1%에서 싱가포르의 경우 273.7%까지 분포되며 중간치가 87.7%를 기록하였다. 역내 무역비중은 2003년 54.0%를 기록하였다. 한편 유럽의 경우 1998년 통화통합이 이루어지기 직전 무역개방도는 그리스의 경우 최저 32.9%에서 벨기에가 최고치인 135.5%를 기록하면서 중간치가 58.2%를 나타냈다. 1995년 EU에서의 역내 무역비중은 56.8%였다.

## 저시경제 충격의 상관관계

국가간 저시경제 충격의 상관관계가 높을수록 통화정책의 성격이 비슷하게 된다. 따라서 이러한 경우 독자적인 통화정책수단을 상실하더라도 이로 인한 비용은 크지 않게 된다. Zhang, Sato, and Mcaleer(2004)는 1980년과 2000년 사이의 기간 중 아시아 국가와 유로 국가를 대상으로 조사하였는데, 아시아 10개국의 공급충격 상관지수는 22%였으며, 유럽 국가의 경우는 27%를 기록하였다.

## 충격에 대한 저시경제 조정속도

외부 충격이 발생할 경우 이에 대해 저시경제의 조정속도가 비슷하면 보다 유사한 통화정책을 사용해도 좋다. 따라서 국가별로 자유로운 통화정책을 실시할 수 없게 되더라도 이로 인한 비용은 적게 된다. Zhang, Sato, and Mcaleer(2004)

의 연구에 따르면, 일본을 제외한 아시아 9개국에서는 공급 충격에 대한 GDP의 1년 간 반응의 크기가 5년 동안의 반응 크기의 96%에 달한다. 그리고 스페인을 제외한 13개 유럽국가의 경우 90%를 기록하였다.

### 충격에 대한 거시경제 반응의 크기

외부 충격에 대해서 거시경제의 반응 크기가 비슷하다면 이를 조정하기 위한 통화정책도 비슷하게 된다. 그러므로 통화정책 수단의 상실로 인한 비용도 감소하게 된다. Zhang, Sato, and Mcaleer(2004)의 연구에 따르면, 10개의 아시아 국가들은 1% 공급 충격에 대해서 GDP는 0.009%에서 0.030%로 증가하였고, 14개 유럽 국가들의 경우 0.008%에서 0.019%로 증가하였다.

### 재정정책의 유연성

재정수지 적자규모가 작은 국가의 경우 경제가 침체할 경우 재정정책을 쓸 수 있는 여지가 많으므로, 통화정책 수단의 상실로 인한 비용은 적게 된다. 아시아 국가의 경우 대부분 재정수지 적자규모는 크지 않았는데, 일본, 라오스와 베트남은 예외적으로 3%가 넘었다.<sup>9)</sup>

### 인플레이션율의 유사성

인플레이션율이 유사한 경우 해당 국가간 환율은 특별히 조정될 필요성이 적게

---

9) OECD Economic Outlook에서 한국과 일본의 자료를 추출하였고, 나머지 국가는 IMF Article 4 staff reports에서 추출하였음.

된다. 아시아의 경우 대부분 국가의 인플레이션율은 낮은 편이다. 인도네시아와 필리핀 정도가 예외적으로 높은 편이라고 할 수 있다. 이들 국가를 제외한다면 유로가 도입되기 직전의 유럽국가들과 거의 비슷한 수준이라고 할 수 있다.

### 요소이동의 유사성

지역 내 국가의 요소이동이 자유로운 경우 특정 국가가 외부충격을 받더라도 요소가격의 이동으로 인하여 요소가격의 차이가 크게 발생하지 않는다. 이 경우 환율정책의 필요성은 감소하게 되어 통화통합으로 인한 환율정책 수단의 상실 비용은 감소하게 된다. Atukorana(2004)의 연구를 살펴보면, 아시아 경우 2000년에 외국인 노동자 비율은 한국과 일본은 1.3%, 대만은 2.4%, 홍콩은 8.0%, 싱가포르 26%, 말레이시아는 13.5%, 태국은 1.5%를 기록하였다. 반면에 Goto and Hamada(1994)의 연구를 살펴보면, 유럽의 경우 1986년을 살펴보면 오스트리아는 4.3%, 프랑스 7.1%, 독일 6.7%, 네덜란드 2.9%, 스웨덴 4.9%, 스위스 17.5%를 기록하였다.

국가경제의 개방 정도와 역내 무역비중이란 측면에서 아시아지역이 상당히 높은 편이다. 또한 외부 충격에 대한 거시경제의 반응도 유로가 도입되기 전 유럽국가들과 비슷한 정도라고 볼 수 있다. <표 3>은 Watanabe and Ogura(2006)가 계산한 아시아 각국의 GDP 대비 재정수지의 규모를 나타낸다. 일본은 재정수지의 적자수준이 가장 큰 국가로 나타났다. 그리고 인플레이션율이란 기준에서 살펴볼 때 인도네시아와 필리핀을 제외하면 안정적인 수준을 보이고 있다. 따라서 지금까지 살펴 본 바에 따르면, 아시아 지역은 유로가 도입되기 전 유럽국가들과 비슷한 수준으로 최적통화지역이 되기 위한 기준을 만족시키고 있다고 볼 수 있다.

과연 아시아 국가들이 최적통화지역에 해당하는가 여부를 분석한 연구는 2000년 이후 크게 이루어져 왔다. 먼저 Bayoumi(2000)은 싱가포르, 말레이시아, 인도네시아, 태국, 필리핀 등을 대상으로 분석하였는데, 모든 국가가 최적통화지역에 속한다고 발표하였다. 반면에 Chow et al.(2003)은 홍콩, 대만, 일본, 한국, 싱가포르, 말레이시아, 인도네시아, 필리핀 등은 최적통화지역에 속하지 않는다고 발표하기도 하였다. 그런데 전체적으로 살펴보면 일반적으로 아시아 국가들이 최적통화지역에 속한다고 결론지은 분석이 대부분이다. Watanabe and Ogura(2006)는 지금까지 연구되어진 실증분석 연구를 종합하면서 다음과 같이 결론지었다. 첫째, 말레이시아와 싱가포르는 서로간에 최적통화지역에 속한다는

〈표 3〉 아시아 각국의 GDP 대비 재정수지

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
일 본	-7.5	-6.1	-7.9	-7.7	-6.5	-6.5	-6.0
중 국		-3.1	-3.4	-2.8	-1.7	-2.1	0
한 국	5.4	4.6	5.4	0.4	0	-0.2	
싱 가 포 르		3.5	4.2	6.3	3.1	3.0	
홍 콩	-0.6	-5.0	-4.9	-3.2	-1.7	-0.2	
태 국	-1.8	-1.1	-1.2	1.8	0.7	0.1	
말 레 이 지 아	0.7	-0.3	-0.9	-1.2	-0.5	1.0	
인 도 네 시 아		-3.2	-1.5	-1.9	-1.4	-1.0	
필 리 핀			-5.6	-5.0	-4.2	-3.1	-2.5
브 루 나 이		4.3	-6.9	10.8	16.1	19.5	
베 트 남	-5.0	-5.0	-4.5	-7.2	-4.5	-3.8	
라 오 스		-4.4	-3.3	-5.7	-3.4	-3.5	-4.0
캄 보 디 아	-2.1	-2.8	-3.8	-4.5			

주 : Watanabe and Ogura(2006)에서 발췌

결과가 많았다. 이 조합은 다른 어떤 국가의 조합보다 최적통화지역에 포함된다  
는 확률이 높았다. 둘째, 한국과 일본의 경우도 최적통화지역에 포함되는 경우  
가 많았다. 셋째, 아세안 국가 중에서 말레이시아, 태국, 싱가포르의 조합도 최  
적통화지역에 속한다는 연구가 많았다. 넷째, 필리핀을 포함한 경우 최적통화지  
역에 속하기가 어려웠다.

〈표 4〉 최적통화지역 여부에 관한 실증분석 연구

	중국	홍콩	대만	일본	한국	싱가포르	말레이시아	인도네시아	태국	필리핀
Bayoumi (2000)						○	○	○	○	○
Loayza (2001)			○	○	○	○	○	○	○	
Yuen (2001)	×	○	○	○	○	○	○	×	×	×
Baek et al. (2002)	○	○	○	○	○	○	○	○	○	×
Chow et al. (2003)		×	×	×	×	×	×	×		×
Lee et al (2003)	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
Kawai (2004)	×	○	○	○	○	○	○	○	○	○
Kwak (2004)	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
Zhang et al. (2004)	×	×	○	×	○	○	○	○	○	×
Girardin (2005)	○	×	○	○	○	○	○	×	×	×
Tang (2006)	×	○	○	×	×	○	○	×	×	×
Ogawa and Kawasaki (2006)	○			○	○	○	○	○	○	○

주 : 1) ○는 분석결과 최적통화지역에 포함된다는 의미임.  
2) ×는 분석결과 최적통화지역에 포함되지 않는다는 의미임.  
3) 빈칸은 분석대상국가가 아니라는 의미임.

## 2. 한국, 중국, 일본 등 동아시아 3개국과 독일, 프랑스, 이태리 등 유럽 3개국의 비교

유럽통화동맹(EMU)가 출발했던 당시 회원국의 수는 12개국에 달하였으나, 12개국의 영토의 크기를 합하여도 중국의 40%에 불과하며 위치도 대부분 유럽의 중심권에 몰려있었다. 또한 역사적으로, 문화적으로 공유하는 면이 많았고, 경제적 발전도도 비슷한 상태였다. 그러나 동아시아의 경우 영토의 크기, 경제발전도, 정치, 사회 시스템이 다양하게 형성되어 있다. <표 5>는 한국, 중국, 일본의 영토의 크기와 인구를 나타내고 있는데 차이가 심한 편이다. 중국은 3개국 중에서 인구와 영토 면에서 일본과 한국에 비해서 압도적으로 크다. 인구밀도는 한국이 484로 가장 크며, 중국은 135로 가장 낮다. 한 국가의 인간개발과 경제발전 정도를 나타내는 지수인 Human Development Index를 살펴 보면 한국은 0.707이며 일본은 0.943으로 가장 크고, 중국은 0.525로 매우 낮은 편이다. 반면에 독일, 프랑스, 이태리의 경우 영토의 크기는 프랑스가 가장 크지만 이태리의 2배가 넘지 않는다. 따라서 인구밀도의 차이도 3배 이상 차이가 나지 않는다.

<표 5> 한국, 중국, 일본의 영토, 인구 및 인구 밀도

(기준연도 : 2004년)

국 가	영 토 (평방 킬로미터)	인구(백만명)	인구밀도	인간개발지수
한 국	99,260	48	484	0.707
중 국	9,598,050	1,297	135	0.525
일 본	377,800	127	336	0.943

자료 : 1) World Bank, World Develop Indicator 2005  
2) Human Development Index 2005

특히, Human Development Index는 독일과 프랑스가 0.93으로 동일하며 이태리가 0.92를 기록하고 있어 거의 차이가 나지 않는다. 유로가 탄생할 당시 독일, 프랑스, 이태리는 한국, 중국, 일본과 비교해서 매우 유사한 상태를 보였음을 확인할 수 있다.

〈표 6〉 독일, 프랑스, 이태리의 영토, 인구 및 인구 밀도

(기준연도 : 2000년)

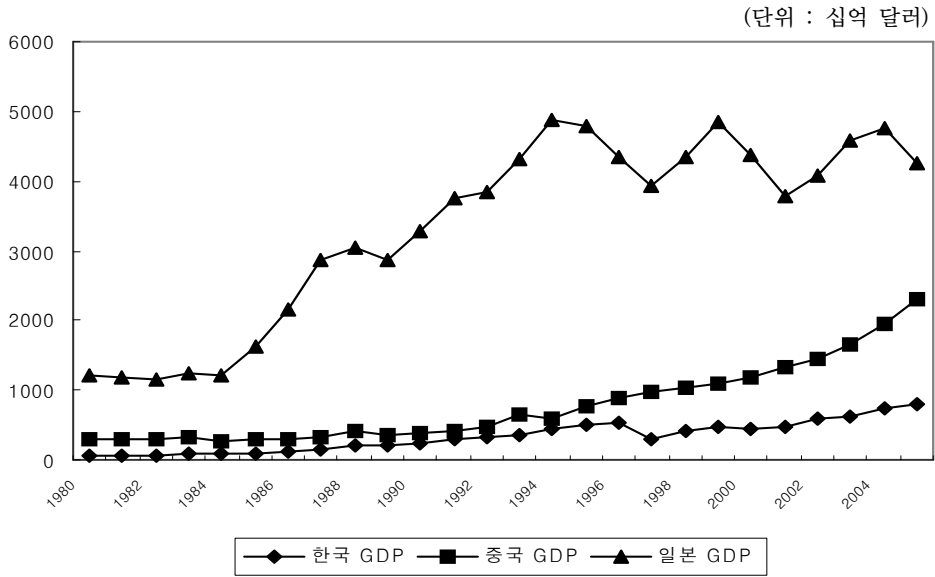
국 가	영 토 (평방 킬로미터)	인구(백만명)	인구밀도	인간개발지수(HDI)
독 일	357,030	82	230	0.93
프랑스	551,500	59	107	0.93
이태리	301,340	58	191	0.92

자료 : 1) World Bank, World Develop Indicator 2005  
2) Human Development Index 2005

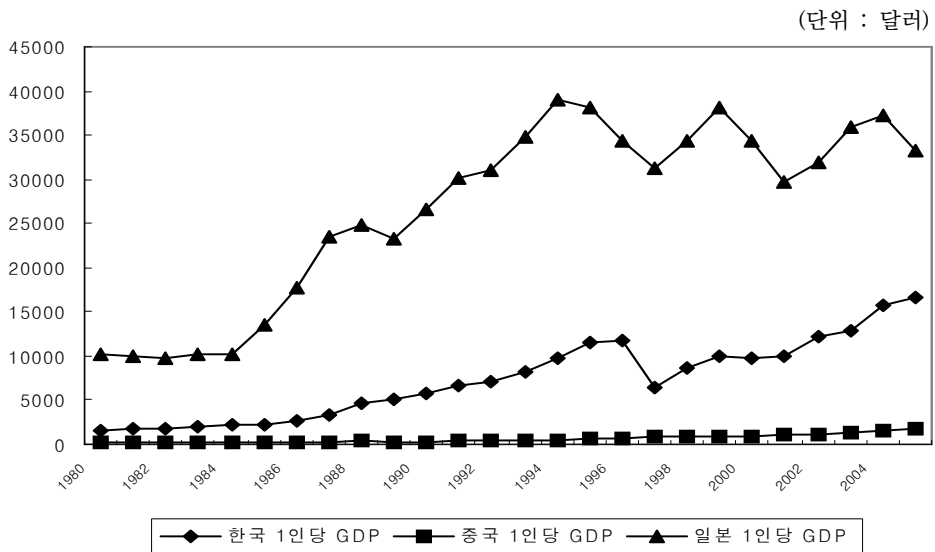
### GDP와 1인당 GDP

중국경제는 1978년 개혁을 실시한 이후 급속도로 발전하고 있다. 중국의 GDP는 2004년 1조 5천억 달러를 상회하여 1979년의 10배를 돌파하였다. 그러나 이와 같은 빠른 성장에도 불구하고 한국과 일본에 비해서 1인당 GDP는 아직도 크게 낮은 형편이다. 〈그림 1〉과 〈그림 2〉는 한국, 중국, 일본의 GDP를 나타낸다. 2004년의 경우 중국의 GDP는 일본의 30%에 머무르고 있으며 한국보다는 2배 크다. 그러나 1인당 GDP의 경우 한국의 27%이고 일본의 18% 수준을 기록하고 있다.

〈그림 1〉 한국, 중국, 일본의 GDP



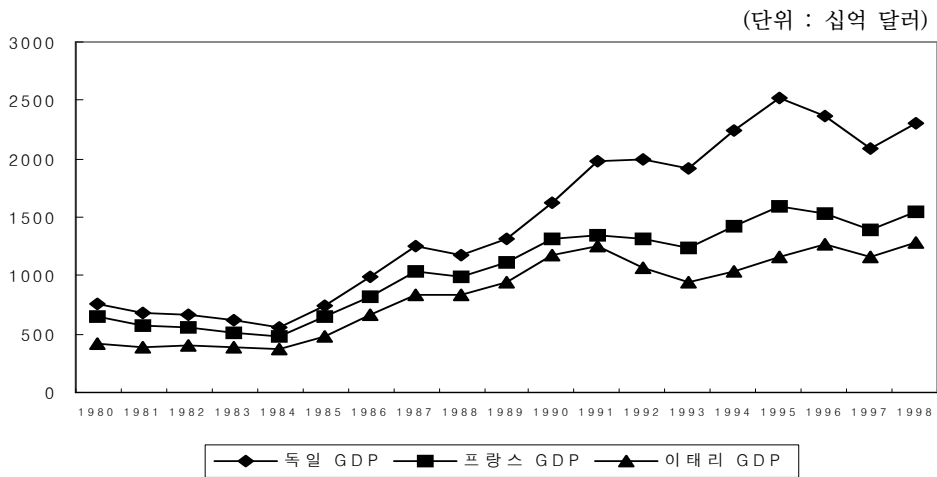
〈그림 2〉 한국, 중국, 일본의 1인당 GDP



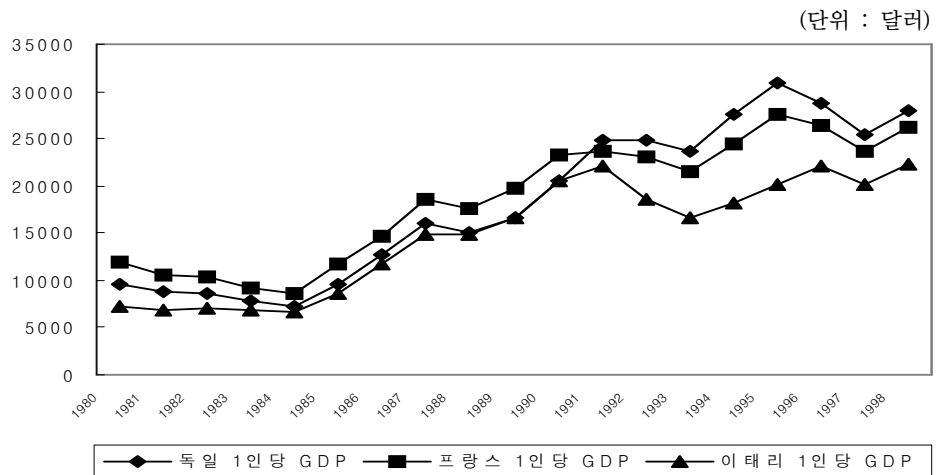


<그림 3>과 <그림 4>는 독일, 프랑스, 이태리의 GDP와 1인당 GDP를 나타낸다. 한국, 중국, 일본에 비해서 이들 3개국은 거의 비슷한 추이를 보인다는 것을 알 수 있다.

<그림 3> 독일, 프랑스, 이태리의 GDP



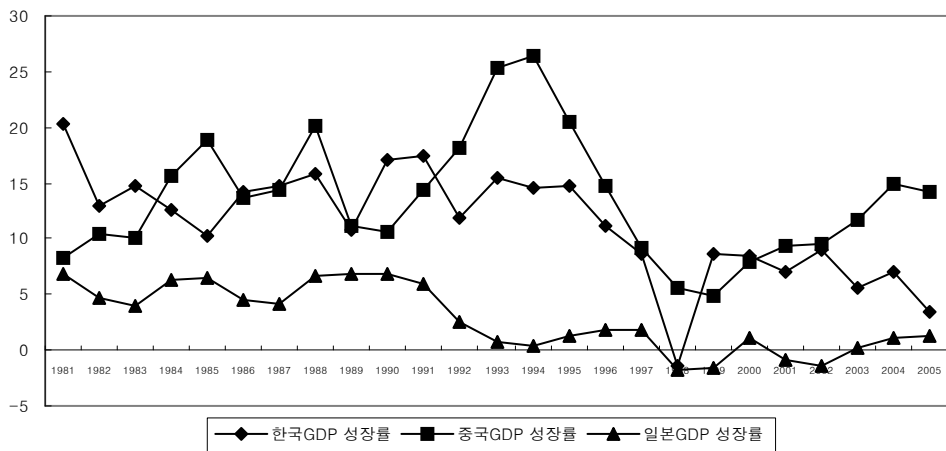
<그림 4> 독일, 프랑스, 이태리의 1인당 GDP



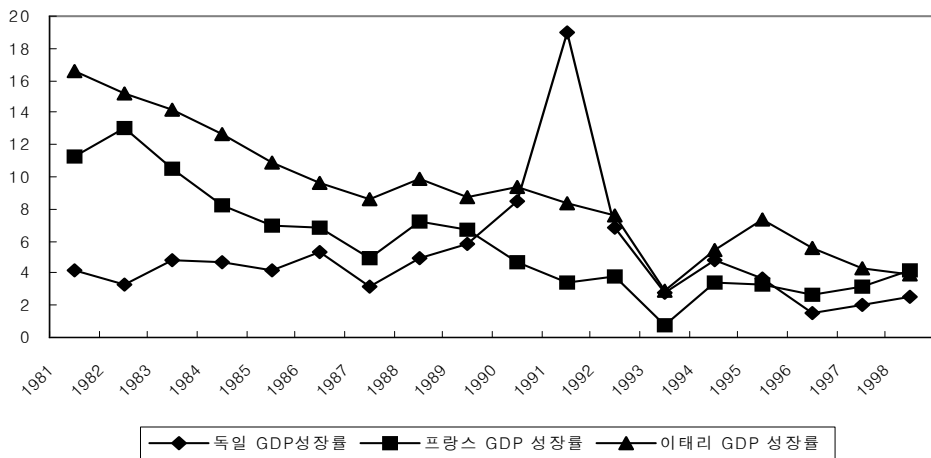
### GDP 성장률

GDP의 크기 자체뿐만 아니라 GDP의 성장률도 한국, 중국, 일본 사이에는 많은 차이가 있다. <그림 5>는 지난 25년 동안의 GDP성장률을 나타내는데, 한국

<그림 5> 한국, 중국, 일본의 GDP 성장률



<그림 6> 독일, 프랑스, 이탈리아의 GDP 성장률



의 경우 6.7%를 기록하였으며, 중국은 9.5%로 가장 높은 수치를 보였고, 반대로 일본의 경우는 2.7%에 머무르고 있다. 독일, 프랑스, 이태리의 경우 GDP 성장률의 추이가 매우 비슷함을 확인할 수 있다.

〈표 7〉과 〈표 8〉은 GDP 성장률에 대한 상관계수를 나타낸다. 한국과 중국의 상관계수는 0.18이며, 한국과 일본의 경우는 0.41을 나타내어 상대적으로 높은 상관관계를 보이고 있으나, 중국과 일본의 경우는 음수를 기록하고 있다. 독일, 프랑스, 이태리의 경우를 살펴보면, 독일과 프랑스는 0.58이며, 이태리와 프랑스는 0.76을 기록하면서 상대적으로 높은 상관관계를 보인다.

한편 노동의 이동성이 높으면 통화통합을 이룬 국가에 비대칭적 충격이 발생할 경우 이에 적응하는 것을 도와준다. 동아시아 국가의 노동이동성은 유럽 국가에 비해서 낮은 편이나 최근 사정이 나아지고 있다. 그럼에도 불구하고 아직까지는 유럽과 비교하여 미흡한 수준이라고 볼 수 있다.

〈표 7〉 한국, 중국, 일본의 GDP 성장률의 상관계수

국 가	한 국	중 국	일 본
한 국	1		
중 국	0.18	1	
일 본	0.41	-0.12	1

〈표 8〉 독일, 프랑스, 이태리의 GDP 성장률의 상관계수

국 가	독 일	프랑스	이태리
독 일	1		
프랑스	0.59	1	
이태리	0.58	0.76	1

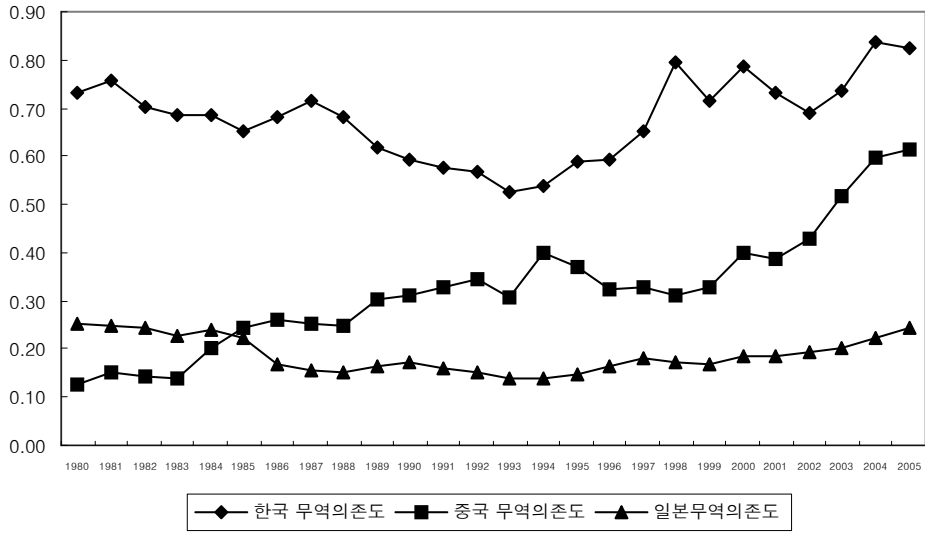
## 자본이동성

노동이동이 자유롭지 못한 경우라도 자본이동성이 크다면 경직된 임금이나 가격에 의해서 초래되는 국제수지의 불균형을 보완하여 거시경제의 안정성을 도모할 수 있다. 동아시아에서는 노동이동성은 상대적으로 열악한 상황이지만 자본이동성이 상당히 진전된 편이다. Moon et al.(2000)에 따르면, 1990년대 중반 GDP 대비 FDI 유입액은 동아시아가 1.56%로 가장 크고 EU가 1.26%였으며, GDP 대비 FDI 유출액은 동아시아가 1.74%이며 EU가 1.59%를 기록하였다. 중국의 경우 FDI유입액 중 상당부분이 지역내 국가로부터 초래되었다. 일본으로부터 유입된 FDI는 2002년 7.9%였으며, 2003년 9.5%로 증가하였다. 한국으로부터 유입된 FDI는 2002년 5.2%에서, 2003년 8.4%로 증가속도가 더욱 빨랐다.

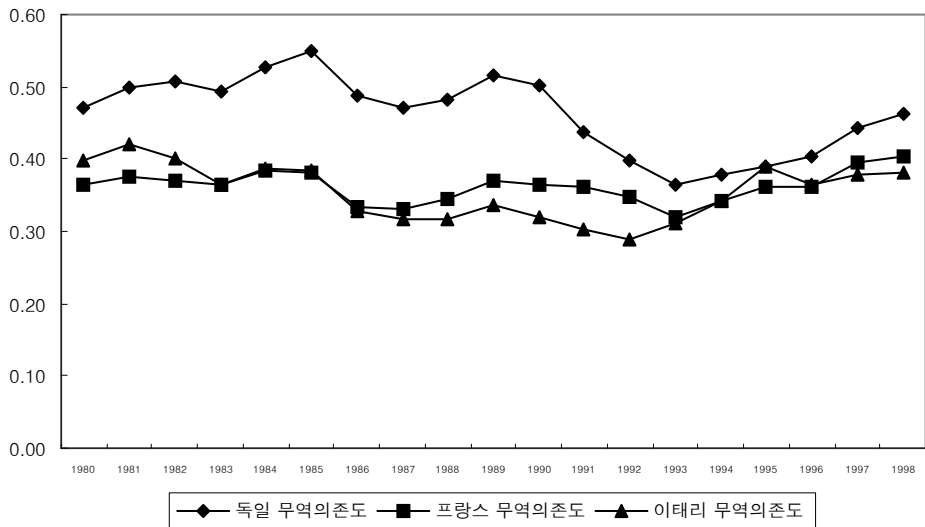
## 무역개방도와 상호의존도

무역개방도는 해당 국가가 세계 경제에 얼마나 개방되어 있는가를 나타낸다. Mckinnon(1963)에 따르면, 특정 국가의 무역개방도가 클수록, 독립적인 통화정책의 수요가 작을수록 통화통합을 이루는 데 적합하다. <그림 7>에서 보듯이 한국과 일본의 무역개방도는 1980년 이후 큰 변화없이 한국은 70%대, 일본은 20%를 넘나들고 있다. 한국은 경제개발을 실시한 후 초기부터 대외지향적인 정책을 펼쳤던 결과라고 볼 수 있고, 반면에 일본은 1980년대 이후 보호주의적 정책을 펼쳤던 영향이라고 볼 수 있다. 그러나 중국의 경우 1980년 12% 정도에서 2004년 70% 수준을 기록하며 급속도로 증가하였다. 이런 측면에서 한국과 중국은 다소 비슷한 면이 있으며, 무역개방도가 일본의 3배 정도를 나타낸다. 따라서 한국과 중국은 대외 충격이 발생할 경우 무역의존도가 높기 때문에 상당히 큰 충격을

〈그림 7〉 한국, 중국, 일본의 무역개방도



〈그림 8〉 독일, 프랑스, 이탈리아의 무역개방도



받을 가능성이 있으나, 일본은 상대적으로 가능성이 낮아서 한국, 중국, 일본 경제는 어느 정도 차별성이 강한 편이다. 한편 독일, 프랑스, 이탈리아의 경우는 무역개방도가 상당수준 근접하고 있는데, 1980년대 47%, 36%, 40%를 기록하였다. 1998년에도 큰 변화없이 독일, 프랑스와 이탈리아는 46%, 40%, 38%를 기록하였다.

### 무역집중도

동아시아 국가들은 지난 30년간 국제무역을 빠르게 증가시켰고, 이와 더불어 지역내 국가간 무역도 증가하였다. Goto(2002)가 개발한 무역집중지수를 이용하여 살펴 보도록 한다.

$$I_{i,j} = (T_{i,j} / T_i) / (T_{w,j} / T_w)$$

$I_{i,j}$ 는  $i$ 국과  $j$ 국 사이의 무역집중도를 나타낸다.  $T_{i,j}$ 는  $i$ 국과  $j$ 국 사이의 무역량을 나타내며,  $T_i$ 는  $i$ 국의 무역량을 나타낸다.  $T_{w,j}$ 는  $j$ 국이 나머지 국가 전체와 하는 무역량이며,  $T_w$ 는 전 세계 무역량을 나타낸다. 이 지수가 1인 경우,  $i$ 국과  $j$ 국 사이의 무역집중도가 전 세계와  $j$ 국 사이의 무역집중도와 같다는 의미이다. <표 9>와 <표 10>은 한국, 중국, 일본의 지수를 나타낸다. 1999년의 경우도 높은 편이었으나 2004년에는 더욱 상승한 것으로 나타났다. 한국, 중국, 일본 3국은 무역이란 측면에서 상호의존도가 매우 커서 통화통합의 전제 조건 중 하나를 충족시키고 있다고 볼 수 있다.

〈표 9〉 무역집중도 지수(1999)

국 가	한 국	중 국	일 본
한 국			
중 국	2.7		
일 본	2.5	2.5	

자료 : Jikang and Yin(2006)

〈표 10〉 무역집중도 지수(2004)

국 가	한 국	중 국	일 본
한 국			
중 국	3.0		
일 본	4.6	4.8	

자료 : Jikang and Yin(2006)

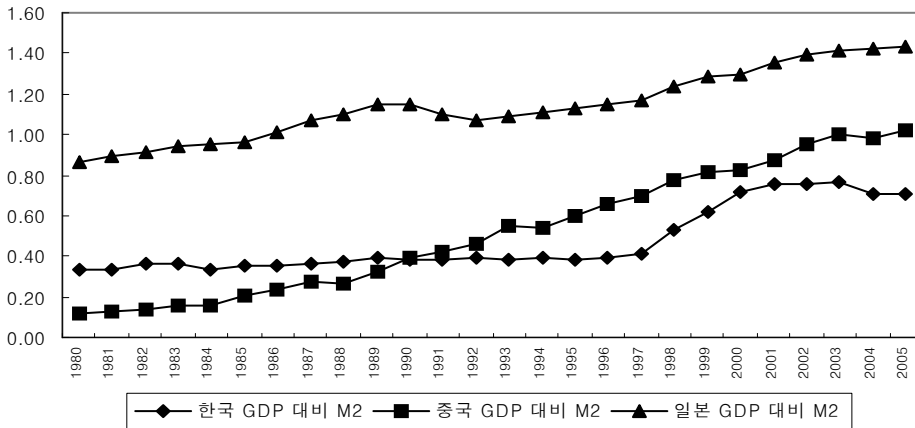
### 생산구조

한국, 중국, 일본은 발전단계상 차이가 있기 때문에 생산구조도 차이가 크다. 예를 들어 농업부문을 살펴보면 2004년에 한국과 일본은 GDP대비 3%와 1%에 불과하지만 중국은 15%에 이른다. 한국과 일본은 서비스부문에서는 GDP대비 60%를 초과하면서 가장 큰 비중을 나타내지만, 중국은 제조업 비중이 가장 크다. 즉 한국과 일본은 생산구조가 비슷한 편이나 중국은 차이가 크다는 것을 알 수 있다. 한편 독일, 프랑스, 이태리의 경우를 살펴보면 농업부문의 비중이 각각 3%, 3%, 1%로 매우 낮다. 또한 제조업의 비중은 25%에서 31%를 기록하였고, 서비스 부문은 68%에서 72%를 기록하였다. 즉 독일, 프랑스, 이태리 3개국의 생산구조는 매우 비슷하다는 것을 확인할 수 있다.

### 금융발전과 금융정책

한국, 중국, 일본 3국은 금융부문의 발전수준, 환율제도와 통화정책 등에서 큰 차이를 보이고 있다. <그림 9>는 이들 국가의 M2를 GDP로 나눈 값이다. 이 그림을 살펴보면 한국과 일본은 증가율면에서 유사한 면이 많다는 점을 확인할 수 있다. 그러나 중국은 1980년 대 이후 급속도로 증가하고 있다. 경제개방과 더불어 통화량증가가 수반되었다는 점을 보여준다. 2004년의 경우 한국, 중국, 일본의 GDP 대비 M2는 70%, 103%, 144%를 기록하고 있다.

<그림 9> GDP 대비 M2



### 인플레이션

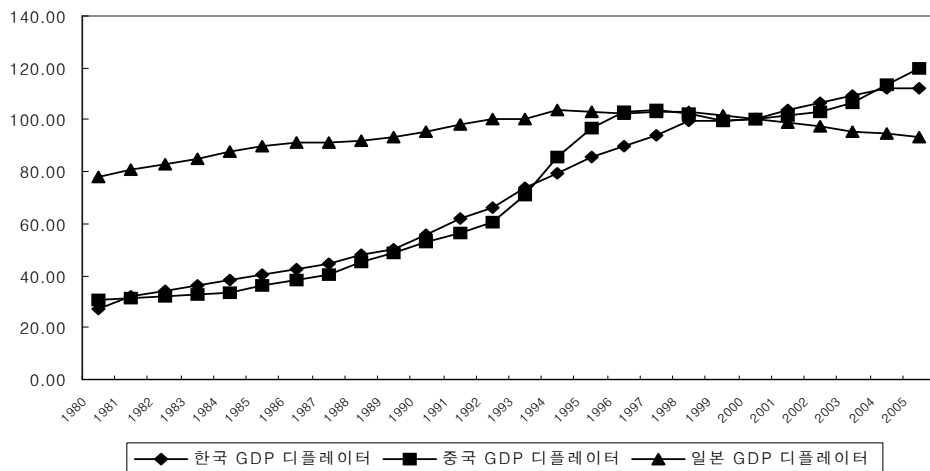
각국마다 인플레이션율이 다른 경우 통화의 구매력이 달라진다. 따라서 통화 통합을 원하는 국가인 경우 인플레이션율이 비슷하게 수렴하는 것이 통화통합의 전제조건으로 여겨지는 것이다. 지난 30여년 동안 한국과 중국의 인플레이션율이 크게 변동하였다. 반면에 일본의 경우 인플레이션율이 대부분 5% 이내로 안



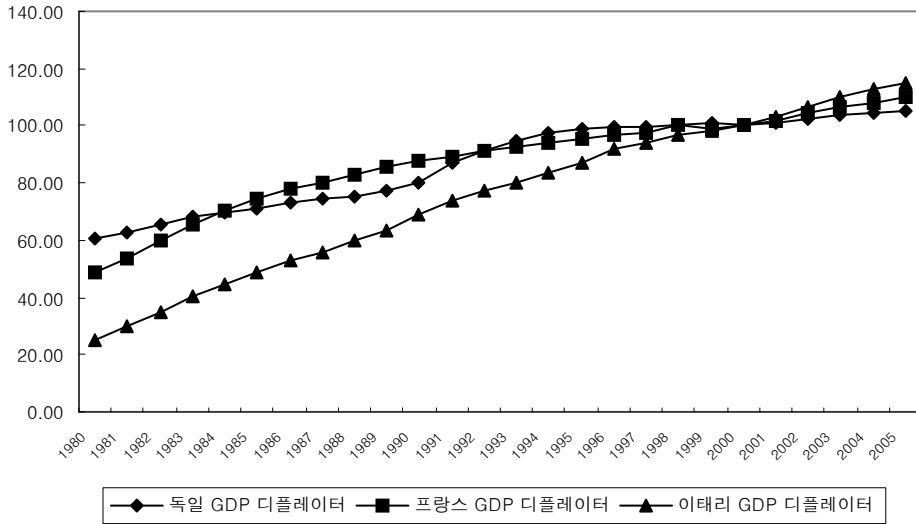
정적이었다. 일본의 경제성장이 1990년 이후 침체기에 들어선 것도 인플레이션이 크지 않았던 이유가 되었다. 독일, 프랑스, 이탈리아의 경우 1980년대 이후 계속해서 수렴해가는 것을 확인할 수 있다. 1992년 이후에는 대략 5% 이내였고, 1990년대 후반에는 2%대로 더욱 낮아졌다.

〈그림 10〉과 〈그림 11〉은 한국, 중국, 일본 및 독일, 프랑스, 이탈리아의 2000년 기준 GDP 디플레이터를 나타낸다. 일본의 경우 1980년 이후 완만하게 상승하다가 1990년대 중반 이후 다시 하락하는 모습을 보이고 있다. 한국은 1980년 27로 출발하여 급격하게 상승하다 1997년 외환위기 이후 완만한 모습을 보여 2005년 112를 나타냈다. 중국의 경우 한국과 비슷한 모습을 보이는데, 1980년 30으로 출발하여 급격하게 상승하다 2005년 120을 나타냈다. 한국, 중국, 일본의 경우는 GDP 디플레이터의 움직임이 상당한 차이를 보였으나 독일, 프랑스, 이탈리아의 경우는 수치는 약간 차이가 있었지만 움직임은 비슷한 추세를 보인다. 특히 독일과 프랑스는 수치 자체도 더욱 밀착된 모습을 보인다.

〈그림 10〉 한국, 중국, 일본의 2000년 기준 GDP 디플레이터



〈그림 11〉 독일, 프랑스, 이태리의 GDP 디플레이터



〈표 11〉과 〈표 12〉는 한국, 중국, 일본 등 동아시아 3개국과 독일, 프랑스, 이태리 등 EMU 3개국의 인플레이션율에 대한 상관계수를 나타낸다. 동아시아 3개국의 상관계수는 EMU 3개국의 상관계수와 비슷한 값을 보이므로 통화통합을 이루는 데 있어서 인플레이션율의 동조화문제는 큰 걸림돌이 되지 않는다.

〈표 11〉 한국, 중국, 일본의 인플레이션율 상관관계(1979~2004)

국 가	한 국	중 국	일 본
한 국	1		
중 국	0.98	1	
일 본	0.70	0.69	1

〈표 12〉 독일, 프랑스, 이태리의 인플레이션을 상관관계(1979~2004)

국 가	독 일	프랑스	이태리
독 일	1		
프랑스	0.71	1	
이태리	0.67	0.95	1

### 환율

통화통합이 실현되면 회원국 간의 환율이 고정되고, 비회원국과의 환율은 변동하게 된다. 만약 잠재적으로 통화통합을 원하는 국가의 환율이 서로간에 비대칭적으로 움직인다면 환율을 고정함으로써 생기는 부작용이 크게 되므로 통화통합의 장애물로 작용한다. 〈표 13〉은 한국, 중국, 일본 실질환율의 상관관계를 나타낸다. 한국과 일본의 상관관계는 0.45로 양의 상관관계를 나타내는 반면에 한국과 중국, 중국과 일본은 음의 상관관계를 나타내고 있다. 〈표 14〉는 한국, 중국, 일본 실질환율의 변동성을 나타낸다. 중국의 실질환율의 경우 변동성이 한국과 일본보다 5배 이상 높게 나와 큰 차이를 보인다.

〈표 13〉 한국, 중국, 일본 실질환율의 상관관계(1980~2004)

국 가	한 국	중 국	일 본
한 국	1		
중 국	-0.47	1	
일 본	0.45	-0.87	1

자료 : World Bank, World Develop Indicator 2005

〈표 14〉 한국, 중국, 일본 실질환율의 변동성(1980~2004)

국 가	평 균	표준편차
한 국	92.45	11.00
중 국	130.92	65.06
일 본	80.73	14.29

자료 : World Bank, World Develop Indicator 2005

독일, 프랑스, 이태리 실질환율을 살펴보면 동아시아 3개국에 비해서 훨씬 변동성이 적고, 크기도 3개국이 큰 차이를 보이지 않는 것을 확인할 수 있다. 또한 독일과 프랑스의 실질환율은 상관계수가 0.64로 나타나 한국과 일본의 경우보다 더 큰 상관관계를 나타내고 있다.

〈표 15〉 독일, 프랑스, 이태리 실질환율의 상관관계(1980~2004)

국 가	독 일	프랑스	이태리
독 일	1		
프랑스	0.64	1	
이태리	-0.35	-0.1	1

자료 : World Bank, World Develop Indicator 2005

〈표 16〉 독일, 프랑스, 이태리 실질환율의 변동성(1980~2004)

국 가	평 균	표준편차
독 일	115.42	8.24
프랑스	109.92	6.81
이태리	105.65	8.71

자료 : World Bank, World Develop Indicator 2005

### 거시경제 충격의 대칭성

만약 통화통합을 이룬 회원국들이 대칭적인 충격을 보인다면 환율정책을 사용하지 못함으로써 얻게 되는 비용은 크지 않을 것이다. 그러나 비대칭적인 충격을 보이는 경우라면 충격을 흡수하기 위한 방법으로 환율정책을 쓰고자 하는 필요성이 커질 수밖에 없다. 경제구조가 다른 국가들의 경우 일반적으로 거시경제 충격이 비대칭적이 될 가능성이 높다.

Eichengreen(1994, 2002)은 SVAR모형을 이용하여 충격을 수요충격과 공급충격으로 분류하여 분석을 시도하였다. 또한 Ding(2005)은 충격을 더욱 세분화하여 실질공급충격, 실질수요충격과 화폐적 충격으로 세분화하여 분석하였는데, 그 결과는 다음과 같다. <표 17>~<표 22>에서는 한국, 중국, 일본 등 동아시아 3개국과 독일, 프랑스, 이태리 등 EMU 3개국의 실질공급충격, 실질수요충격과 화폐적 충격의 상관계수를 나타낸다. 한국과 일본의 경우 실질공급충격과 실질수요충격이 EMU국가들처럼 상관관계가 상당히 높게 나타났다. 그러나 한국과 중국, 중국과 일본의 경우는 상관계수가 매우 낮았다. 특히 화폐적 충격의 경우는 한국과 일본이  $-0.06$ 을 나타냈고, 중국과 일본도  $-0.12$ 로 음의 상관관계를 나타내 EMU국가들이 서로 양의 상관관계를 나타내는 것과 큰 대조를 이루었다.

<표 17> 한국, 중국, 일본 실질공급충격의 상관계수(1980~2000)

국 가	한 국	중 국	일 본
한 국	1		
중 국	0.12	1	
일 본	0.42	0.09	1

자료 : Ding(2005)

〈표 18〉 독일, 프랑스, 이태리 실질공급충격의 상관계수(1980~2000)

국 가	독 일	프랑스	이태리
독 일	1		
프랑스	0.31	1	
이태리	0.62	0.5	1

자료 : Ding(2005)

〈표 19〉 한국, 중국, 일본 실질수요충격의 상관계수(1980~2000)

국 가	한 국	중 국	일 본
한 국	1		
중 국	0.60	1	
일 본	0.41	0.18	1

자료 : Ding(2005)

〈표 20〉 독일, 프랑스, 이태리 실질수요충격의 상관계수(1980~2000)

국 가	독 일	프랑스	이태리
독 일	1		
프랑스	0.44	1	
이태리	0.44	0.32	1

자료 : Ding(2005)

〈표 21〉 한국, 중국, 일본 화폐적 충격의 상관계수(1980~2000)

국 가	한 국	중 국	일 본
한 국	1		
중 국	0.09	1	
일 본	-0.06	-0.12	1

자료 : Ding(2005)

〈표 22〉 독일, 프랑스, 이태리 화폐적 충격의 상관계수(1980~2000)

국 가	독 일	프랑스	이태리
독 일	1		
프랑스	0,67	1	
이태리	0,67	0,46	1

자료 : Ding(2005)

### 3. 요약 및 정책적 시사점

본 절에서는 아시아지역의 주요 국가인 한국, 중국, 일본을 대상으로 하여 통화통합을 이루기 위한 주요 여건이 성숙되었는지를 EMU의 대표적인 국가인 독일, 프랑스, 이태리와 비교하여 분석하였는데, 이를 〈표 23〉에 정리하였다. 한국, 중국, 일본의 경우 자본이동성이나 역내 무역비중은 상당히 높은 편이나 영토, 인구밀도, GDP, 1인당 GDP, GDP 성장률, 생산구조, 금융발전 정도, 환율의 상관관계 등에서 서로 차이가 크게 나타났다. 반면에 독일, 프랑스, 이태리 3국은 자본이동성이나 역내 무역비중이 높을 뿐만 아니라 영토, 인구밀도, GDP, 1인당 GDP, GDP 성장률, 생산구조, 금융발전 정도, 환율의 상관관계 등에서도 매우 유사하였다. 또한 거시경제 충격을 실질 공급충격, 실질 수요충격, 화폐적 충격으로 나누어 상관관계를 살펴보았는데, 한국과 일본은 실질 공급충격, 실질 수요충격에서는 EMU의 대표적인 국가들과 비슷한 모습을 보였으나 화폐적 충격에서는 다른 모습을 보였다. 따라서 현 시점에서 살펴볼 때 한국, 중국, 일본이 통화통합을 이루기 위한 여건에 있어서 EMU의 대표적인 국가인 독일, 프랑스, 이태리가 통화통합을 이루기 직전보다 어려운 측면이 있다고 판단할 수 있다.

〈표 23〉 한국, 중국, 일본 3국과 독일, 프랑스, 이태리 3국의 주요 항목 비교

	한국, 중국, 일본 3국	독일, 프랑스, 이태리 3국
영토, 인구, 인구밀도	유사하지 않음	유사함
GDP	유사하지 않음	유사함
1인당 GDP	유사하지 않음	유사함
GDP 성장률	유사하지 않음	유사함
GDP 상관계수	보통	큼
자본이동성	큼	큼
역내 무역비중	큼	큼
생산구조	유사하지 않음	유사함
금융발전도	유사하지 않음	유사함
인플레이션 상관계수	약간 상관관계 존재	상관관계 존재
실질환율 상관계수	2국만 상관관계 존재	2국만 상관관계 존재
실질 공급 충격 상관계수	상관관계 존재	상관관계 존재
실질 수요 충격 상관계수	상관관계 존재	상관관계 존재
화폐적 충격 상관계수	상관관계 존재하지 않음	상관관계 존재



## IV. 동아시아의 통화바스켓 페그제도와 실효환율의 안정

### 1. 동아시아 통화바스켓 페그제도의 대두

1997년 동아시아 통화위기 이후 동아시아 국가들은 자국의 환율제도를 달러 페그제에서 변동환율제로 전환하는 경우가 많았다. 이와 같이 변동환율제로 전환하였던 이유는 자국의 통화가치를 시장에서 제대로 평가받아야 한다는 IMF의 요구에 부응하기 위한 것으로 볼 수 있다. 그러나 1998년 후반기에 통화위기의 큰 여파가 조금 잦아들기 시작하자 동아시아 국가들은 다시 달러 페그제와 비슷한 형태로 환율제도를 영위하였다. 왜냐하면 기본적으로 동아시아국가들은 변동환율제를 유지하는 것에 대해 큰 부담감을 느끼고 있기 때문이다.<sup>10)</sup> 조그마한 외부 충격이 발생하여도 외환시장은 요동을 쳐서 환율의 변동 폭이 너무 커지고 이에 따른 혼란이 커지는 것을 염려하는 것이다.

전 세계 개발도상국들이 공식적으로 공표하는 환율제도의 변화를 살펴보면 다음과 같다. 먼저 개발도상국의 수가 1980년 118개국에서 2000년 162개국으로 증가하였다. 이 중 고정환율제를 채택하는 국가는 감소하여 1980년 90개국에서 2000년 78개국으로 되었다. 한편 변동환율제를 채택하는 국가는 증가하여 1980년 25개국에서 2000년 81개국으로 증가하였다. 즉 외형상으로는 개발도상국의 환율제도가 고정환율제에서 변동환율제로 변하고 있는 것으로 보인다. 그러나 전 세계 개발도상국의 환율운용 방식을 분석한 보고서에 따르면 공식적으로는 환율

10) Bergsten, C. Fred and Park, Yung Chul, 2001, "Exchange Rate Regimes and Prospects for Financial Integration in East Asia", *Working Paper*.

제도를 변동환율제로 바꾸는 경향이 있었으나 실제로는 한 가지 통화 또는 통화 바스켓에 페그시키는 경우가 많은 것으로 나타났다.<sup>11)</sup>

동아시아지역에서 단기간 안에 완전한 자유변동환율제나 고정환율제를 실시하는 것은 현실적으로 어려움이 있다.<sup>12)</sup> 동아시아 국가들의 무역구조와 자본이동을 살펴보면 미국, 유럽, 일본과의 거래가 매우 강하다. 그러나 이들 국가의 통화인 달러, 유로와 엔화의 가치가 서로간에 변동성이 심하여 어느 한 통화에 고정시키는 경우 자국 통화의 가치도 변동성이 커진다. 동아시아 주요국의 환율제도를 살펴보면 현재 말레이시아, 중국, 홍콩 등은 달러 페그제를 채택하고 있으며 한국 등은 관리변동환율제를 택하고 있으나 가까운 장래에는 달러, 유로와 엔 등 여러 국가 통화로 구성된 통화바스켓에 환율을 안정시키는 방향으로 전환하는 것이 바람직하다는 의견이 대두되고 있다.<sup>13)</sup>

## 2. 달러 페그제와 통화바스켓 페그제

변동환율제도가 제대로 작용하기 위해서는 외환시장이 발달하여 효율적으로 작용되어야 한다. 그러나 개발도상국 중 많은 국가들이 효율적인 외환시장을 가지고 있지 못하여 자국경제의 펀더멘탈을 충분히 반영하여 환율이 결정되지 못한다. 또한 국제경제에 충격이 있거나 자국경제의 상황이 나빠지면 투자자들이 위험을 기피하여 개발도상국에서 자본을 일시에 회수할 위험성이 존재한다. 따

11) Kawai, Masahiro and Shigeru Akiyama, 2000, "Roles of the World's Major Currencies in Exchange Rate Arrangements", *Journal of the Japanese and International Economics*, pp.334-387.

12) Ramkishan S. Rajan(2001)도 동아시아에서 완전한 고정환율제나 변동환율제보다는 절충된 제도가 바람직하다고 주장하였음.

13) Kawai, Masahiro, 2001, "Recommending a Currency Basket System for Emerging East Asia", presented to the conference on "Regional Financial Arrangement in East Asia".

라서 남미 등의 국가들은 자국의 환율을 특정 통화에 페그(peg)시키는 고정환율제를 택하여 왔다. 먼저 달러에 자국 통화의 가치를 고정시키는 달러 페그제의 문제점을 살펴 본다.

### 1) 달러 페그제

한국의 경우도 해방이후 1980년 무렵까지 달러 페그제를 채택하여 왔는데 다음과 같은 문제점이 발생하였다.<sup>14)</sup> 첫째, 미국 달러화의 대외 교환가치가 변동함에 따라 원화의 가치도 다른 주요 선진국통화에 대하여 강세를 보였다. 특히 1973년 말 1차 석유파동 이후 달러화가 주요 선진국 통화에 대하여 초강세를 보임에 따라 이와 연동된 원화도 강세를 보여서 수출에 차질이 초래되었다. 둘째, 한국과 주요 수출경쟁국의 통화가치가 변할 경우도 문제가 되는데, 예를 들어 2001년 말의 경우처럼 엔화가 절하되는 경우이다. 이 경우 원화환율이 달러에 페그되어 있다면 한국은 수출경쟁력을 상실하게 된다. 왜냐하면 엔화가 절하되는 경우 일본의 수출기업은 보다 낮은 가격에 수출을 할 수 있게 되므로 수출을 증가시킨다. 그러나 달러의 가치는 변하지 않았으므로 원화환율도 변하지 않게 되어 실질환율은 고평가상태에 빠지며 수출은 감소하는 것이다. 셋째, 국내의 인플레이가 외국에 비해 훨씬 높은 상황 하에서 환율이 거의 고정되어 있어 국내와 외국의 인플레이 차이를 적기에 반영하지 못하였고 이에 따라 한국의 수출경쟁력이 약화될 수 있다. 넷째, 달러 페그제 하에서 실질환율의 고평가상태가 일정기간 지속되면 결국 어느 순간에서는 통화위기의 가능성이 커지게 된다.<sup>15)</sup> 이 경우 일시에 환율이 대폭 절하되므로 경제에 큰 충격을 줄 위험성이 있다.

14) 김종만, 1990, “환율제도와 외환위험관리”, 대외경제정책연구원.

15) Edwards, S., 1989, “Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment”, *The MIT Press*.

## 2) 통화바스켓 페그제도

앞에서 살펴본 달러 페그제의 단점을 보완하는 방법으로 통화바스켓 페그제도를 들 수 있다. 자국의 환율을 달러에 고정시키는 것이 아니라 복수의 주요국 통화의 가중치에 페그를 실시하는 제도이다. 이 제도의 장점으로서는 첫째, 달러화가 갑자기 가치가 변할 경우 달러 페그제 하에서는 자국 통화의 가치도 그대로 변하게 되지만 통화바스켓 제도 하에서는 달러에 부여된 가중치만큼만 변하게 된다. 따라서 달러화 가치변동에 따른 충격을 완화시킬 수 있다. 둘째, 무역 상대국의 화폐가치가 변할 경우에도 자국 화폐의 가치가 일정비율 같이 변하게 되므로 무역 경쟁력을 크게 상실하지 않게 된다.

통화바스켓 페그제도를 실시하는 데 따른 문제점도 다양하다. 첫째, 고정환율제가 가지고 있는 본질적인 문제점은 벗어나지 못한다. 예를 들어 자국의 소비자 물가가 타국보다 높아서 구매력평가설에 의하면 평가절하가 필요한 경우에도 통화바스켓에 포함된 통화의 가치가 변하지 않는 경우 자국 통화의 환율은 변하지 않게 된다. 이 경우 자국의 실질환율은 고평가상태에 빠지게 된다. 만약 고평가상태의 크기가 크고 오랜 기간 지속될 경우 일시에 환율이 대폭 절하하게 되어 금융시장을 혼란시킬 위험성이 남아 있다. 둘째, 통화바스켓에 포함시켜야 할 통화와 그 가중치를 결정할 경우 그에 따른 논란의 여지가 크다.

실제로 개발도상국의 통화바스켓에서 각 통화의 가중치는 어떻게 결정되는 경우가 많은가? 일반적으로 주요 통화를 보유하고 있는 국가(미국, 일본, 독일, 프랑스 등)과 무역을 많이 할수록 해당 국가 통화의 가중치는 커진다고 알려져 있다. Kawai(2001)에 따르면 달러, 프랑, 마르크가 가지는 가중치는 개발도상국과의 교역량과 양의 상관관계를 나타낸다. 그러나 일본의 엔화는 이와 같은 경향이 강하지 않은 것으로 분석되었다. 즉 일본과의 무역량이 커진다고 해서 엔

화가 차지하는 비중치가 유의성을 가지면서 커진 것은 아니었다.<sup>16)</sup> Frankel & Wei(1994)와 Kwan(1995)도 아시아 국가에게 달러화의 영향력이 절대적이었으며 특히 필리핀에서 영향력이 가장 컸다고 분석하였다.

### 3. 통화바스켓의 구성과 실질환율의 안정

동아시아의 국가들은 무역구조의 차이가 큰 편이다. 이러한 상황에서 동일한 통화바스켓을 구성한다 하더라도 포함된 통화의 비중치가 다른 경우 실효환율의 안정성이 저해될 가능성이 있다. 실효환율은 무역경쟁력과 무역수지에 미치는 영향이 크기 때문에 무역의존도가 큰 동아시아 국가에게는 중요한 관심사가 된다. 따라서 실효환율의 안정에 도움이 되는 통화바스켓을 구성하는 방법이 무엇인지를 확인하는 작업은 매우 중요하다.

지금까지 논의된 연구에 따르면 동아시아에서 통화바스켓을 구성하는 방법은 크게 2가지로 분류할 수 있다. 첫째, 한국, 중국, 일본과 아세안 국가를 포함한 동아시아 국가의 통화만을 대상으로 바스켓을 구성하는 방법, 둘째, 달러, 유로, 엔 등과 같은 기축통화를 위주로 통화바스켓을 구성하는 방법이다. 본 절에서는 각 방법이 실효환율의 안정에 어떠한 영향을 미치는지를 살펴본다.

#### 1) 동아시아에서의 공동 통화바스켓의 목적

1997년 동아시아 통화위기 이후로 지역 내 금융협력에 대한 논의가 발전되어

---

16) Kawai, Masahiro, 2001, "Recommending a Currency Basket System for Emerging East Asia", presented to the conference on "Regional Financial Arrangement in East Asia".

왔다. 통화위기로 인한 고통을 경험하게 되면서 이를 예방하기 위한 노력을 경주하게 된 것이다. 환율정책도 논의 대상 중 주요 의제가 되어 왔는데, 특히 통화바스켓 페그제에 대한 관심이 컸다. 그러나 통화바스켓 페그제에 대한 선행연구결과를 살펴 보면 의견이 통일되어 있지 않다. Frankel(1999)은 통화바스켓 페그제를 포함하여 다양한 환율제도를 다루면서 각 제도의 장점과 단점을 분석하였다. 특정 국가에 최적인 환율제도는 어느 하나로 결론지을 수 없고 해당 국가가 처해진 환경에 따라 달라진다고 주장하였다. 반대로 Rose(2000)는 개발도상국의 경우 환위험을 헷징하는 방법이 제한적이어서 공동통화를 채택하는 것이 무역과 투자를 증대시키는 좋은 방법이라고 말하였다.

한편 Yoshino, Kaji and Suzuki(2004)는 변동환율제, 달러 페그제, 통화바스켓 페그제를 대상으로 하여 GDP 안정성, 경상수지 안정성, 환율안정성 등에 미치는 영향을 분석하였다. 3변수를 포함한 Loss function을 만들어 외부충격이 발생할 경우를 분석하였는데 일반적으로 무역가중치를 이용해 구성한 통화바스켓 페그제가 가장 효과적이라고 결론지었다.

## 2) 통화바스켓의 종류

통화바스켓은 크게 2가지 종류로 나눌 수 있다. 먼저 지역내 국가의 통화로 구성된 통화바스켓을 들 수 있다. 바스켓에서의 각 통화의 가중치는 1979년부터 1998년까지 European Monetary System(EMS)에서 European Currency Unit(ECU)이 작동했던 것과 같은 방법으로 지역에서 차지하는 해당국가의 중요도에 따라서 결정된다. 이러한 것을 동아시아에서는 Asian Currency Unit(ACU)이라고 명명할 수 있다. ACU는 한·중·일과 ASEAN 국가의 통화를 가중평균하여 만들어진 것이다. 통화통합을 이루는 데에 현실적으로 오랜 시간이 필요하므로 그 중

간단계에서 유럽이 ECU를 창출했던 것처럼 아시아에서도 ACU를 창출할 필요가 있다는 의견이 커지고 있다. 일부 학자들은 ACU가 창출되면 통화통합을 이루는 것이 가시권에 든다는 점에서 ACU의 창출을 더욱 고대하기도 한다.<sup>17)</sup> 한편 Ogawa and Shimizu(2006)은 아세안 10개국과 한국, 중국, 일본을 포함한 13개국 통화의 가중평균치를 이용하여 Asian Monetary Unit(AMU)를 제안하였다.<sup>18)</sup> 그리고 AMU Deviation Indicator을 만들어 각국 통화가 기준치에 비해서 얼마나 이탈하였는지를 판별하였다.

두 번째 방법으로 달러나 유로 등과 같이 역외 국가의 통화를 포함하는 방법이다. 동아시아 국가간 무역이 긴밀해짐에 따라서 지역내 국가간 환율의 안정성이 중요한 이슈로 등장했다. 그런데 달러, 유로 등과 같은 특정 통화의 등락에 따라서 동아시아 국가 환율이 같이 움직인다면 실효환율의 안정성도 위협받게 된다. 실효환율의 변동은 동아시아 국가의 상대적인 경쟁력을 차이나게 하여 혼란을 야기시킨다. Williamson(1999), Kawai and Tagagi(2000), Ogawa and Ito(2002) 등은 달러, 유로, 엔 등 G3 통화로 구성된 통화바스켓을 사용할 것을 제안하였다. 특히 Kawai and Tagagi(2000)는 이러한 방법이 국제무역, 외국인 직접투자, 경제 발전을 위해서 필요한 환율의 유연성과 안정성을 가져온다고 주장하였다. 달러, 유로, 엔 등 G3 통화로 구성된 통화바스켓을 사용할 경우 역내 국가에 대한 환율안정성뿐만 아니라 역외 국가에 대한 환율안정성도 도모할 수 있다는 장점이 있다. 그러나 Wang(2002)은, 이 방법은 일본과 다른 동아시아 국가 사이에 비대칭적인 요소가 있다는 비판적인 의견을 제시하였다.

한편 통화바스켓을 구성하는 데 있어서 또 다른 논쟁거리가 존재한다. 지역 내 모든 국가가 통화바스켓 내의 통화간 가중치를 동일하게 하느냐(공동통화바스켓),

17) Eichengreen(2006)은 이를 “parallel currency approach”라 명명하였음.

18) 저자들은 Asian Monetary Unit(AMU)라고 명명하였으나 Asian Currency Unit(ACU)와 동일한 개념이라고 볼 수 있다.

아니면 국가마다 다른 가중치를 사용하는가(개별 통화바스켓)를 결정해야 한다. 전자의 경우 해당 국가의 무역비중을 고려하여 가중치를 결정하게 된다. 무역을 많이 하는 국가의 통화는 바스켓내의 가중치가 올라가며 반대의 경우는 내려가게 된다. 모든 국가의 무역상대국의 비중은 다르므로 가중치도 다르게 된다. 후자의 경우는 지역내 모든 국가의 무역비중을 평균하여 통화바스켓의 가중치를 동일하게 사용하는 것이다. Williamson(2005)는 공동통화바스켓과 개별 통화바스켓을 사용할 경우 실효환율의 안정에는 무엇이 효과적인가를 분석하였는데, 공동통화바스켓이 보다 효과적이었음을 확인하였다. 특히 Rajan(2002)은 개별 통화바스켓을 사용할 경우 특정 국가가 무역경쟁력을 유리하게 하기 위해서 의도적으로 평가절하할 가능성도 존재한다며 공동통화바스켓이 보다 나은 선택이라고 주장하였다. Mori, Kinukawa, Nukaya, and Hashimoto(2002)는 현실적으로 2단계 접근방법을 행하는 것이 바람직하다고 주장하였다. 1단계에서는 각국이 개별 통화바스켓을 채택하고, 2단계에서 공동통화바스켓을 실시한다는 것이다. 공동 통화바스켓을 직접 채택하는 데에는 여러 가지 장애물이 존재하므로 개별 통화바스켓을 거치는 것이 좋다는 판단이다.

### 3) ACU와 실질환율의 안정성

동아시아 국가의 환율을 ACU에 페그시키는 경우 실질실효환율의 안정성은 어떠한지 살펴본다. 인도네시아의 경우처럼 인플레이션이 높은 국가를 제외하면 명목실효환율이 안정되는 경우 실질실효환율도 안정된다.<sup>19)</sup> 따라서 명목실효

19) Williamson(2005)도 명목실효환율을 이용하였다. 그는 명목실효환율과 실질실효환율의 차이는 단지 국가간 인플레이션의 가중평균치의 차이뿐이라고 설명하였다. 그러나 최근에는 심각하게 인플레이션을 겪는 국가가 없으므로 명목실효환율을 사용하거나 실질실효환율을 사용하거나 큰 차이는 없다고 말하였다.



환율을 대상으로 해도 무관할 것이다.

Mckinnon(2002)이 말한 바와 같이 공동통화바스켓을 채택하는 주요 목적은 지역의 국가 환율의 변화로 인하여 지역내 국가의 무역경쟁력이 혼란스러워지는 것을 방지하기 위해서다. 예를 들어 달러나 유로가 가치가 변할 경우 동아시아 국가가 공동통화바스켓 페그제를 실시하고 있다면 지역내 국가간 무역경쟁력에는 영향을 주지 않게 된다.

한편, Williamson(2005)은 공동통화바스켓을 2가지로 분류하여 참여 국가의 실질환율이 안정되는지를 분석하였다. 먼저 무역을 하고 있는 모든 국가의 통화를 포함하여 통화바스켓을 만드는 경우를 상정하고, 두 번째로 달러, 유로, 엔과 같은 지역의 국가의 통화로 구성된 바스켓을 만든 경우를 상정하였다. <표 24>는 Williamson(2005)이 사용한 동아시아 국가의 개별 통화바스켓과 G3 공동통화바스켓 가중치를 나타낸다.

Ogawa and Shimizu(2006)는 동아시아 국가가 ACU에 페그시키는 방법으로 3가지 경우를 상정하였는데, 첫째, 한 국가만 ACU에 페그시키는 경우, 둘째, 아세안 국가만 ACU에 페그시키는 경우, 셋째, 동아시아 모든 국가가 ACU에 페그시키는 경우로 분류하였다. <표 25>는 Ogawa and Shimizu(2006)가 사용한 동아시아 국가의 ACU 공동통화바스켓 가중치를 나타낸다.

Ogawa and Shimizu(2006)는 Williamson(2005)의 결과와 비교하기 위해서 분석대상 국가와 통화바스켓 가중치 등을 동일하게 사용하였다. <표 26>은 2000년부터 2004년까지의 기간을 대상으로 각 통화바스켓을 사용하는 경우 나타난 동아시아 국가 명목실효환율의 표준편차이다. 첫번째 줄은 실제로 7개 국가에 나타난 명목실효환율의 표준편차이다.<sup>20)</sup> 두번째 줄은 개별 국가 통화바스켓 페그제 하에서 나타난 명목실효환율의 표준편차이며, 세번째 줄은 G3 공동 통화

20) IFS의 월별자료를 이용하여 연도별 표준편차를 작성하였다.

바스켓 페그제 하에서 나타난 명목실효환율의 표준편차이다. 넷째, 다섯째, 여섯째의 결과는 ACU에 페그할 경우의 결과이다.

분석결과를 정리하면 다음과 같다. 첫째, 먼저 개별 통화바스켓에 페그할 경우보다 G3 통화바스켓에 페그하거나, ACU에 페그할 경우 명목실효환율의 변동성이 하락하였다. 둘째, ACU에 페그하는 경우 참여하는 국가의 수가 늘어날수록 변동성을 줄이는 효과가 커졌다. 셋째, 지역내 모든 국가가 ACU에 페그할 경우 명목실효환율의 변동성이 하락하는 경우가 가장 많았다. G3 통화바스켓에 페그하는 경우와 비교해 보면 인도네시아, 필리핀, 한국, 태국에서 실효환율의 변동성이 하락하였다. 결국 일본과의 무역비중이 큰 국가일수록 ACU에 페그하는 것이 명목실효환율의 변동성을 줄이는 데에 효과적이었다.

#### 〈표 24〉 동아시아 국가의 개별 통화바스켓과 G3 공동통화바스켓 가중치

〈표 24-1〉 중 국

통 화	개별 통화바스켓	G3 공동 통화바스켓
미 달러	25.1	40.2
유로	20.9	31.6
엔	22.9	28.2
홍콩 달러	19.3	
원	11.8	

자료 : Williamson(2005)

〈표 24-2〉 인도네시아

통 화	개별 통화바스켓	G3 공동 통화바스켓
미 달러	14.9	40.2
유로	16.1	31.6
엔	29.7	28.2
위안	12.8	
말레이시아 달러	7.9	
싱가폴 달러	11.6	
원	7.0	

자료 : Williamson(2005)

〈표 24-3〉 말레이시아

통 화	개별 통화바스켓	G3 공동 통화바스켓
미 달러	25.8	40.2
유로	15.0	31.6
엔	19.5	28.2
위안	12.4	
홍콩 달러	6.9	
싱가폴 달러	20.3	

자료 : Williamson(2005)

〈표 24-4〉 필리핀

통 화	개별 통화바스켓	G3 공동 통화바스켓
미 달러	22.5	40.2
유로	13.8	31.6
엔	24.5	28.2
위안	12.6	
홍콩 달러	9.1	
말레이시아 달러	6.6	
싱가폴 달러	10.9	

자료 : Williamson(2005)

〈표 24-5〉 싱가포르

통 화	개별 통화바스켓	G3 공동 통화바스켓
미 달러	22.5	40.2
유로	19.0	31.6
엔	15.7	28.2
위안	16.2	
말레이시아 달러	26.7	

자료 : Williamson(2005)

〈표 24-6〉 한국

통 화	개별 통화바스켓	G3 공동 통화바스켓
미 달러	26.6	40.2
유로	17.6	31.6
엔	25.4	28.2
위안	30.4	

자료 : Williamson(2005)

〈표 24-7〉 태 국

통 화	개별 통화바스켓	G3 공동 통화바스켓
미 달러	19.9	40.2
유로	16.0	31.6
엔	31.5	28.2
위안	13.4	
말레이시아 달러	9.5	
싱가포르 달러	9.8	

자료 : Williamson(2005)

〈표 25〉 동아시아 국가의 ACU 공동통화바스켓 가중치

브 루 나 이	0.4
캄 보 디 아	0.2
중 국	34.8
인 도 네 시 아	5.1
일 본	27.8
한 국	9.8
라 오 스	0.1
말 레 이 지 아	5.3
미 얀 마	0.4
필 리 핀	2.9
싱 가 포 르	6.4
태 국	5.1
베 트 남	1.7

자료 : Ogawa and Shimizu(2006)

〈표 26〉 통화바스켓과 동아시아 국가 명목실효환율의 표준편차  
(2000-2004)

국 가	현 행 환율제도	개 별 통화바스켓	G3 공동통화 바 스 켓	ACU 공동통화바스켓 (자국만 채택)	ACU 공동통화바스켓 (ASEAN만 채택)	ACU 공동통화바스켓 (ASEAN+3 채택)
중 국	5.21	3.49	1.58	3.50	3.50	3.09
인도네시아	6.35	5.61	3.85	2.16	2.15	1.78
말레이시아	5.29	2.77	1.58	2.23	2.04	1.94
필 리 핀	9.55	12.68	5.41	2.13	2.07	1.89
싱 가 포 르	2.54	1.62	1.25	2.34	2.18	2.10
한 국	3.32	4.42	2.01	2.11	2.11	1.97
태 국	2.92	3.87	1.90	2.07	2.05	1.77

주 : 현행 환율제도, 개별 통화바스켓, G3 공동통화바스켓을 사용한 결과는 Williamson(2005)의 결과를 인용한 것이며, ACU 공동통화바스켓(자국만 채택), ACU 공동통화바스켓(ASEAN만 채택), ACU 공동통화바스켓(ASEAN+3 채택)은 Ogawa and Shimizu(2006)의 결과를 인용한 것임.

#### 4. 동아시아 통화바스켓 페그제도가 성공하기 위한 여건

동아시아 지역에서 각국의 교역과 투자가 서로간에 큰 폭으로 증가하고 있는 상황에서 통화바스켓 페그제도가 성공하기 위해서는 각국 경제부처의 밀착된 협력이 필요하다. 통화바스켓 페그제도를 실시하고 있는 상황에서 만약 한나라가 환율을 변경시켰을 경우 이웃나라의 무역경쟁력과 자본수지 등에 막대한 영향을 미친다. 따라서 양국이 환율을 조정하기 전에 서로 협의를 거쳐 결정해야만 환율절하를 경쟁적으로 남발하여 혼란을 가중시키는 사태를 막을 수 있다. 특히 1990년대에 발생한 통화위기가 지역적으로 집중되는 경향을 보이고 있는데, 이러한 현상을 막기 위해서도 각국의 협력이 중요하다.

Wyplosz(2001)는 동아시아 통화통합의 가능성과 문제점을 지적하면서 동아시아에서 통화바스켓 페그제가 성공하기 위한 조건을 제시하였다. 그에 따르면, 자유변동환율제도는 양자간 환율변동성을 너무 확대시킬 가능성이 있으므로 통화바스켓 페그제도가 보다 나은 대안이 될 수 있다. 다만 이를 위해서 통화바스켓 페그제도를 운용하는 데 따른 세부사항에 대한 준비를 하는 것이 매우 중요하다.<sup>21)</sup> 만일 통화바스켓 페그제에서 적절한 역내 합의가 이루어지지 않아 밴드 폭이 넓게 책정되었을 경우에는 통화바스켓 페그제가 변동환율제와 마찬가지로의 결과를 초래할 수 있다. 또한 밴드 폭을 좁히기 위해서는 역내에서 개입에 대한 규칙, 스왑협정, 주요 통화인 달러, 엔에 대한 환율 설정 및 운용 등에 있어서 한층 심도있는 협력이 이루어져야 한다고 강조한다.

한편, 동아시아국가들에게 통화바스켓 페그제도가 바람직하다고 할지라도 현재 달러에 기반을 두고 결정되는 환율정책을 엔화나 유로화로 비중을 옮기는 것

21) Charles Wyplosz, 2001, "A Monetary Union in Asia? Some European Lessons" KIEP 세미나 발표 논문

이 쉽지는 않은 일이다. 그리고 다른 동아시아 국가들이 여전히 달러에 큰 영향을 받는 상황에서 자국만 통화바스켓 페그제도를 실시하는 것은 여러 가지 불이익이 따를 수 있다. 그러므로 동아시아 국가들이 통화바스켓 페그제를 실시하기 위해서는 상호 조정하에 동시에 변경하는 것이 필요하므로 각국의 협력이 더욱 강조된다.

또한, 동아시아 통화바스켓 페그제도하에서 엔화의 역할이 증대되기 위해서는 먼저 일본경제의 회복이 선행되어야 할 것이다. 그러나 경제적인 측면에서 볼 때 엔화의 역할이 증대되어야 할 여건은 성숙되어 왔다. 첫째, 일본의 무역구조는 해외직접투자의 증대로 인하여 지난 15년간 크게 변해 왔다. 특히 동아시아 여타 국가들로부터 제조업 품목의 수입을 늘려 왔으며 이 때 결제용으로 엔화의 사용을 증대해 왔다. 제조업 부문에서 동아시아 국가와 무역을 할 때 일본 수출품의 50%와 수입품의 30%는 엔화를 결제수단으로 사용하고 있다. 이러한 수치는 아직까지 미국과의 교역에서 달러가 사용되는 수치와 비교할 경우 작은 것이나 동아시아국가들이 일본과의 교역을 점차 확대하고 있는 상황으로 볼 때 엔화의 결제수단으로서의 역할은 증대될 것이다. 둘째, 일본의 자본시장에 남아있던 여러 가지 규제들이 점차 사라져야 한다. 애초에 미국의 요구로 인하여 자본시장의 규제를 완화해 왔으나 유로의 출범 등 국제금융시장이 급변하자 자율적으로 개방을 확대하였다. 이와 같은 조치가 결실을 맺는다면 일본의 금융시장은 세계 3대 시장으로 자리잡을 가능성이 있으며 이 경우 엔화의 사용은 증대될 것이다.

엔화의 역할이 일본의 동아시아에서의 경제적 비중만큼 커질 수 없는 여러 가지 장애요소도 존재한다. 첫째, 동아시아국가들이 아직까지 일본의 리더십을 신뢰하지 않고 있다. 달러와 같은 역할을 수행하기 위해서는 동아시아 국가들이 경제적 위기에 빠졌을 경우 일본이 방패의 역할을 수행할 것이라는 신뢰를 주어

야 한다. 하지만 일본의 경우 동아시아 국가들이 대일 무역적자가 누적되는 상황에서 이를 보완하기 위한 노력을 게을리해 왔다. 둘째, 일본은 자국 경제에 문제가 생길 경우 이를 여타 동아시아국가들에게 떠넘길 가능성도 가지고 있는 듯하다. 예를 들어 최근 일본정부는 지속적인 경기침체를 막기 위한 방법으로 엔화의 급격한 절하를 유도하고 있다. 그러나 지나친 엔화의 절하는 여타 동아시아 국가들의 무역경쟁력을 악화시키므로 큰 반발을 사고 있는 상황에서도 자국의 이익을 위해서 밀어붙이고 있는 것이 좋은 예이다. 셋째, 역사적으로 살펴볼 때 엔화의 가치는 달러나 유로에 비해서 변동성이 심하였다. 따라서 통화바스켓에서 엔화가 차지하는 비중이 커지면 동아시아국가 통화가치도 변동성이 커질 위험성이 존재한다.

동아시아 통화바스켓 페그제를 택한다는 것은 엔화의 역할증대를 수용하는 데에 그 핵심이 있다. 경제적인 측면에 중점을 두고 살펴볼 경우 엔화의 역할은 증대되어야 마땅하다. 그러나 일본이 동아시아국가들로부터 경제적 역할에 걸맞은 신뢰를 얻지 못하는 점이 동아시아 통화바스켓 페그제를 실행하는 데에 큰 걸림돌로 작용할 것이다.



## V. 통화바스켓의 구성과 ACU의 역할

ACU는 아시아 역내의 무역이나 외환보유고를 위한 계산단위로 사용될 수 있다. 또한 ACU 본위 채권의 발행도 가능하다. 이와 같은 ACU는 이론적으로 여러 목적을 위해 사용될 수 있으나 실제로 사용되기 위해서는 시장참여자의 신뢰를 얻는 것이 가장 중요하다. 그런데 시장참여자의 신뢰를 유도하기 위해서는 공공부문의 역할이 중요하므로 결국 각국 정부의 정책의지가 밑바탕이 되어야 한다.

### 1. ACU 계산방법

본 절에서는 Ogawa and Shimizu(2006)의 제안에 따라서 ECU를 계산한 방법을 이용하여 ACU를 계산해 본다. 대상국가로는 ASEAN 10개국과 한국, 중국, 일본을 포함하여 13개국을 이용한다. 통화바스켓에 포함되는 통화의 가중치는 구매력(Purchasing Power Parity)으로 평가된 해당 국가의 GDP가 지역 전체의 GDP에서 차지하는 비중, 해당 국가의 무역량이 지역 전체의 무역량에서 차지하는 비중에 의해 결정된다. 그런데 최근의 경향을 보다 반영시키기 위해서 마지막 3년 동안의 평균을 구해 사용한다.<sup>22)</sup> ACU의 가치는 달러와 유로의 가중치에 의해서 비교되어진다. 달러와 유로를 모두 사용하는 이유는 미국과 유럽이 동아시아 국가에 모두 중요한 무역상대국이기 때문이다. 달러와 유로의 비율은 2002년부터 2003년까지의 무역액을 이용하여 구하였는데 각각 0.65와 0.35이다.

Ogawa and Shimizu(2006)는 ACU Deviation Indicator를 계산하기도 했다.

22) 일부 학자들은 각국의 자본수지도 포함시켜야 한다는 주장도 하지만 아직까지 아시아 국가들은 자본자유화가 이루어지지 못한 곳도 있어서 이를 포함하는 것은 아직 이른 것 같다는 의견이 많다.

그 때 사용되는 기준은 회원국의 무역수지, 회원국의 일본과의 무역수지, 회원국의 일본을 제외한 나머지 전 세계와의 무역수지 등이 균형을 이루는지 여부를 사용하였다. <표 27>은 1990년에서 2003년 사이의 무역수지를 나타내는데, 2001년에 거의 균형에 근접하였음을 알 수 있다. 환율이 무역에 미치는 데에는 다소 시간이 걸리는 것을 감안하여 기준년을 2000년과 2001년 2개년을 이용하였다. 기준연도에 ACU의 달러-유로 대비 환율은 1로 정의 된다.<sup>23)</sup> <표 28>은 무역량, PPP로 측정된 GDP, 대수로 표현된 비중, 기준환율, ACU 비중 등을 나타낸다.

<표 27> ASEAN10 +3의 무역수지

(단위 : 백만달러)

연도	일본과의 무역수지	전 세계와의 무역수지
1991	-33,084	58,013
1992	-41,172	91,249
1993	-54,184	89,923
1994	-65,089	105,815
1995	-73,856	82,362
1996	-59,680	26,041
1997	-54,531	103,764
1998	-29,802	242,064
1999	-32,605	221,181
2000	-37,239	191,768
2001	-23,997	134,520
2002	-40,027	168,690
2003	-55,724	196,539

23) 만약 달러만 이용하는 경우라면 기준연도에 ACU의 달러 대비 환율이 1이 될 것이다.

〈표 28〉 ACU 가중치(기준년 : 2000/2001)

국 가	무역량 (%)	PPP로 측정된 GDP(%)	가중치 평균 (a)	기준년 환율 (b)	ACU 가중치 (a)/(b)
브 루 나 이	0.41	0.41	0.41	0.5912	0.0069
캄 보 디 아	0.19	0.21	0.20	0.0003	7.4235
중 국	21.65	47.93	34.79	0.1256	2.7711
인 도 네 시 아	4.67	5.56	5.12	0.0001	452.7871
일 본	27.31	28.30	27.80	0.0091	30.5681
한 국	12.86	6.65	9.76	0.0009	113.1459
라 오 스	0.09	0.08	0.08	0.0001	5.9500
말 레 이 지 아	8.85	1.83	5.34	0.2735	0.1953
미 얀 마	0.38	0.38	0.38	0.1598	0.0239
필 리 핀	3.12	2.74	2.93	0.0220	1.3347
싱 가 포 르	11.90	0.81	6.36	0.5912	0.1075
태 국	6.60	3.56	5.08	0.0246	2.0630
베 트 남	1.96	1.53	1.74	0.0001	243.0432

자료 : Ogawa and Shimizu(2006)

## 2. 아시아 통화통합을 위해 극복되어야 할 요소

지금까지 많은 학자들이 과연 아시아에서 통화통합이 가능한지를 알기위해서 최적통화지역이론을 이용해 왔다. 그러나 실제 통화통합이 아시아에서 가능한지 여부를 알기 위해서는 보다 다양한 측면에서 살펴보아야 할 것이다. 예를 들어서 통화를 발행하는 발권력은 한 국가의 고유한 주권사항이라고 전통적으로 받아들여지고 있다. 이러한 인식하에서 과연 통화통합으로 인하여 경제적인 이득

이 있다 할지라도 주권사항에 속하는 발권력을 아시아 국가들이 포기할 수 있는가를 살펴보아야 할 것이다. 또한 아시아에서는 역사적, 정치적 측면에서 국가들 사이에 화해와 협력이 부족하며, 경제적인 측면에서도 발전단계가 크게 다르다. 이러한 관점에서 살펴보면 아시아에서 통화통합이 이루어지는 것은 요원할 것으로 판단되지만, 한편으로는 통화통합을 이루기 위한 사전 요건을 모두 갖추어야만 통화통합에 성공하는 것이 아니라, 통화통합을 이루면 각국가의 요건들이 수렴하는 현상이 발생한다는 주장도 대두되고 있다.

### 1) 경제통합을 이루기 위한 역사적, 정치적, 제도적 요건의 부족

유럽과 비교해서 아시아는 경제통합을 위해 노력한 기간이 상대적으로 짧다. 따라서 Wyplosz(2001)와 Kenen and Meade(2006)이 지적한 것처럼 경제통합을 위한 정치적, 제도적 기반이 취약한 상태이다. 2003년에 설립된 아시아채권기금이나 2000년 아세안 +3국 재무장관 협의회에 의해서 합의된 치아마이 협약에 의해서 지역통화협력을 위한 조치들이 시행되고 있으나 아직까지는 초기단계에 불과한 상태라고 볼 수 있다. 또한 아시아 지역 정치지도자의 모임도 활성화되지 못한 상태이다. 예를 들어 Asean+3 Summit는 1997년에 시작되었으며 East Asian Summit는 2005년에야 시작된 바 있다. 따라서 2차대전 직후 유럽에서 경제통합을 이루기 위해서 각국이 노력했던 경험과 비교해보면 아시아에서 경제통합을 이루기 위한 노력은 크게 진행되지 못한 상태이다. 또한 유럽에서는 2차대전 이후 여러 기관들이 설립되어 동시다발적으로 협력을 진행하였으나 아시아에서는 단지 아시아개발은행만이 본격적인 활동을 수행하고 있는 형편이다.

## 2) 발전단계상의 차이

유럽국가에 비해서 아시아 국가들 사이에는 발전단계상의 차이가 큰 편이다. 예를 들어 유로가 발생하기 직전 유럽에 비해서 아시아 국가들의 1인당 GDP는 표준편차가 3배나 크다.<sup>24)</sup> 이와 같이 경제발전의 차이가 크면 각국가의 정책 우선상의 선호가 크게 달라진다. 예를 들어 경제발전 초기에 있는 국가는 자본이 모자란 상태이기 때문에 다른 국가에 비해서 이자율이 높은 편이다. 따라서 통화통합과 더불어 지역내 이자율이 동일화될 경우 지역내 혼란이 커질 가능성이 크다.

## 3. ACU를 위한 ECU 경험의 적용

많은 학자들은 ACU는 유럽에서 ECU가 했던 것과 같이 통화통합의 설립을 촉진하기 위해서 만들어져야 한다고 주장한다. 그런데 ACU가 도입된다면 이를 적극적으로 사용되게 하기 위해서 무엇이 필요한지에 대해서는 아직 깊게 논의되지 못한 편이다. 지금부터 ECU의 경험을 살펴보고 ACU를 창출하는 데 시사점을 찾아보기로 한다. 특히 통화의 3대 기능인 회계단위, 가치의 저장, 교환수단이라는 측면에서 ECU가 어떠한 역할을 했는지를 살펴본다.

### 1) ECU의 역사적 고찰

ECU는 EC회원국 통화에 각각 가중치를 붙여 만들어진 통화바스켓이라고 할 수 있다. 이것은 1979년에 설립된 유럽통화제도(European Monetary System)

---

24) Bayoumi, Eichengreen, and Mauro(2001)를 참조

의 관리하에 창출되어, 1999년 유로가 탄생하기 전까지 일종의 통화로써 역할을 수행하였다. ECU를 창출할 때 사용되는 가중치는 각국가의 GDP비중, 무역비중, EMS의 재정부담 비중 등에 의해서 결정되었다.<sup>25)</sup>

ECU는 매 5년마다 각 항목에서 적합성을 검증받도록 하였으나, 1993년에 실시된 Maastricht Treaty의 합의에 의해서 더 이상의 검증은 실시되지 않게 되었다. Plath(1994)에 의하면, 이러한 조치의 이유는 ECU구성에 사용된 가중치 변화로 말미암아 ECU를 이용한 무역에 악영향을 주는 것을 방지하기 위해서라고 볼 수 있다.

ECU는 크게 두 가지 종류로 나눌 수 있는데, 공식적인 ECU와 사적인 ECU이다. 유럽통화제도(European Monetary System)하에서 공적인 ECU는 유럽 통화협력기금(European Monetary Cooperation Fund)에 의해서 제공되었다. 각 회원국의 중앙은행이 EMCF에 그들이 보유하고 있는 달러나 금의 20%를 예치하고 대가로써 공적인 ECU를 받게 되었다. 그리고 Fratianni and Hagen(1992)에 따르면, 각 회원국이 외환시장에 개입할 경우 최종 정산을 위해서 공적인 ECU를 사용하였다. 이와 대조적으로 사적인 ECU는 무역에 의해서 발생하게 된 상업은행의 ECU 표시 채무라고 할 수 있다. 1988년까지 상업은행은 공적인 ECU와 더불어 사적인 ECU도 사용을 받아 들여 두가지 모두 같은 가치를 지니게 되었다.

## 2) 회계단위로써의 ECU

공적인 ECU는 유럽국가의 통화가치의 평균에서 회원국 통화가치가 얼마나

---

25) 1989년 각국가 통화의 가중치는 다음과 같다. 독일 마르크 30.1%, 프랑스 프랑 19.0%, 영국 파운드, 13.0%, 이탈리아 리라 10.15%, 네덜란드 길더 9.4%, 벨기에 프랑 7.6%, 스페인 페제타 5.3%, 덴마크 크론 2.45%, 아일랜드 파운드 1.1%, 그리스 드라츠마 0.8%, 포르투갈 에스쿠도 0.8%, 룩셈부르크 프랑 0.3%로 구성되었다.

차이가 벌어졌는지를 확인하는 역할을 수행하였다. 또한 유럽 통화협력기금(Euro-pean Monetary Cooperation Fund)에 의해서 회계단위로써의 기능도 수행하였다.

### 3) 가치저장수단으로써의 ECU

사적인 ECU는 금융거래에서 널리 사용되어졌다. 특히 ECU로 표시된 채권은 1981년부터 1990년대 초반까지 꾸준히 증가하였다. 1989년 발행된 Delos 보고서에 따르면, 이와 같이 ECU의 사용이 활발하게 되었던 이유는 유럽의 정치지도자들이 유럽경제통합에 대한 열망과 확신을 시간이 지나면서 더욱 뚜렷하게 표시하여 시장참여자들로 하여금 확신을 갖게 만들었기 때문이다. ECU표시 채권은 1991년에 325억 달러를 발행하여, 국제채권 총액의 10%에 이르렀다. 그러나 1992년 ERM위기 나타나면서 ECU표시 채권은 발행이 감소하였고 그 이후 1998년까지 큰 변화가 없었다. 1999년 유로의 도입 직전 다시 발행액이 크게 증가하기 시작하였다.

### 4) 교환수단으로써의 ECU

공적인 ECU는 외환시장에서 직접 거래되지는 않았고 각국 정부가 외환시장을 할 경우 EMCF를 통해서 해당국의 통화와 교환할 수 있었다. 이러한 제약은 가치저장수단으로써의 ECU의 기능을 제한하게 되었다. 따라서 유럽 회원국들은 처음에 할당된 ECU를 추가해서 보유하려는 의욕을 보이지 않았다.<sup>26)</sup>

사적인 ECU는 상업적인 거래를 할 경우 사용되기는 하였지만 널리 사용되지

26) Steinherr(1989) 참조

는 못하였다. Jozzo(1989)나 Lomax(1991)에 따르면 그 이유는 크게 4가지로 볼 수 있다. 첫째, ECU는 현금통화는 아니었다. 둘째, ECU를 사용하여 송금할 경우 추가적인 비용과 시간을 소비하게 되었다. 셋째, ECU로 표시된 거래에 대해서 정보란 측면과 기술적인 측면에서 기존의 통화에 비해서 지원되지 못하는 부분도 존재했다. 넷째, 세금이나 월급은 국내통화로 지불되어야 했다. 이러한 이유로 인해서 1986년 상반기 이탈리아에서 ECU로 결제된 거래는 수출의 경우 0.85%, 수입의 경우 0.41%에 불과했다.

〈표 29〉 이탈리아 결제통화비중(1986년 상반기)

	이탈리아 리라	미 달러	독일 마르크	ECU
수 출	34.65	27.98	14.86	0.85
수 입	23.45	35.50	16.35	0.41

주 : Jozzo(1986)에서 발췌

민간 금융기관에 의해서 만들어진 사적인 ECU의 국제 결제시스템은 ECU의 사용을 증가시키는 데 나름대로 기여하였다. 그러나 안정성과 기능성 측면에서 불완전한 모습을 보였다.

#### 4. ACU에 대한 정책적 시사점

ECU의 경험은 아시아지역에서 창출될 ACU의 운용에 많은 시사점을 준다. 첫째, 균형환율에서 얼마나 이탈하였는지를 판단하는 지표로서의 역할은 크게 기대할 수는 없다. 왜냐하면 ECU조차도 이러한 역할을 제대로 수행하지 못했기



때문이다. 둘째, ACU로 발행된 채권은 이자율이 높았던 국가에게는 자금을 끌어모을 수 있는 기회를 제공하고 투자자에게는 포트폴리오를 다양하게 구성할 수 있는 기회를 제공한다. 그러나 ACU로 발행된 채권이 활성화되기 위해서는 통화통합에 대한 정치권을 열성적인 기대와 시장참여자들의 인식이 결정적으로 중요하다. 셋째, ECU에서와 같이 현금통화로써의 기능부족은 상업적인 목적에서 사용이 확대되는 데 장애로 작용할 것이다.

ECU의 사용은 ECU결제시스템과 금융시장의 발전에 의해서 진행되었다고 볼 수 있다. 아시아 국가들이 ACU의 도입을 계기로 최종적인 아시아 통화연맹을 달성하기 위해서는 어떤 방법으로 안정적이고 효율적인 결제시스템과 금융시장을 발전시키는가를 연구해야 할 것이다.

## VI. 결론 및 정책적 시사점

유럽에서 유로를 창출하는데 성공한 이후 동아시아에서도 장래에는 통화통합이 필요하다는 견해가 커지고 있다. 2006년 초에는 미래의 공동통화로 ACU(Asian Currency Unit)를 창설하자며, 아시아개발은행(ADB)의 관계자가 이에 대한 청사진을 제기하기도 하였다. 또한 2006년 5월에는 ASEAN+3 재무장관들이 향후 지역 공동통화 창설을 위한 연구모임을 발족시키는 데에 의견을 모으고 공식적으로 협정을 맺기도 하였다. ACU창설 가능성에 대해서 정부관계자들이 구체적으로 진일보한 행동을 옮겼다는 점에서 시사하는 바가 크며, 우리나라 입장에서는 자국의 이익을 위해서 ACU창설에 대한 대책을 마련해야 한다.

아시아 국가들이 최적통화지역에 해당하는가 여부를 분석한 연구는 2000년 이후 크게 이루어져 왔다. 아직까지도 확실한 결론을 내리기에는 이른 편이지만 전체적으로 살펴보면 일반적으로 아시아 국가들이 최적통화지역에 속한다고 결론지은 분석이 많다. 지금까지 연구되어진 실증분석 연구를 종합해보면 다음과 같다. 첫째, 말레이시아와 싱가포르는 서로간에 최적통화지역에 속한다는 결과가 많았다. 이 조합은 다른 어떤 국가의 조합보다 최적통화지역에 포함된다는 확률이 높았다. 둘째, 한국과 일본의 경우도 최적통화지역에 포함되는 경우가 많았다. 셋째, 아세안 국가 중에서 말레이시아, 태국, 싱가포르의 조합도 최적통화지역에 속한다는 연구가 많았다. 넷째, 필리핀을 포함한 경우 최적통화지역에 속하기가 어려웠다.

본 연구에서는 아시아 지역에서 경제규모가 가장 큰 한국, 중국, 일본을 대상으로 하여, EU국가 중 경제규모가 큰 프랑스, 독일, 이탈리아의 EURO 창출 전의 상황과 비교하여 통화통합의 현실성을 살펴보았다. 프랑스, 독일, 이탈리아

의 GDP는 EMU국가 중 70% 이상을 차지하고 있고, 무역거래량, 인구, 국가의 크기 등에서 유럽의 선두 국가라 할 수 있다. 한국, 일본, 중국의 아시아 지역 내 비중은 이보다 더 크다. 따라서 아시아에서의 통화통합의 성공 여부는 이들 3개국에서의 적합도에 의해서 좌우될 가능성이 크다. 또한 한국입장에서는 중국과 일본이 이웃 국가이기 때문에 3개국을 대상으로 점검하는 것이 큰 의미가 있다. 분석결과를 정리해 보면 한국, 중국, 일본의 경우 자본이동성이나 역내무역 비중은 상당히 높은 편이나 경제발전 정도, 생산구조, 금융발전 정도, 환율의 상관관계 등에서 서로 차이가 크게 나타났다. 또한 거시경제 충격을 실질 공급충격, 실질 수요충격, 화폐적 충격으로 나누어 상관관계를 살펴보았는데, 한국과 일본은 실질 공급충격, 실질 수요충격에서는 EMU의 대표적인 국가들과 비슷한 모습을 보였으나 화폐적 충격에서는 다른 모습을 보였다. 따라서 현 시점의 경제적 상황은 한국, 중국, 일본이 통화통합을 이루는 데에 EMU의 대표적인 국가인 독일, 프랑스, 이탈리아가 통화통합을 이루기 직전보다 어려운 측면이 있다고 판단할 수 있었다. 그러나 이러한 현상이 아시아 지역에서 통화통합을 이루는 것을 면 뒤로 미루어야 한다는 당위성을 제공하는 것은 아니다. 왜냐하면 유럽의 경우에서 경험하였듯이 비록 통화통합을 실시하기 위한 여건이 불충분하더라도 일단 통화통합을 실시하면 경제여건이 통화통합에 적합한 방향으로 바뀌는 경향이 존재하기 때문이다. 따라서 통화통합으로 인한 기대이익이 크고, 동아시아 국가들이 정치적인 합의를 이룬다면 과감하게 통화통합을 추진하는 것도 가능한 선택이라고 볼 수 있다.

1997년 동아시아 통화위기 이후로 지역내 금융협력에 대한 논의가 발전되어 왔다. 통화위기로 인한 고통을 경험하게 되면서 이를 예방하기 위한 노력을 경주하게 된 것이다. 환율정책도 논의 대상 중 주요 의제가 되어 왔는데, 특히 통화바스켓 페그제에 대한 관심이 컸다. 그러나 통화바스켓 페그제에 대한 선행

연구결과를 살펴 보면 어떠한 형태가 바람직한지에 대해서 의견이 통일되어 있지 않다. 특히 실효환율의 안정에 도움이 되는 통화바스켓을 구성하는 방법이 무엇인지를 확인하는 작업은 매우 중요한데, 지금까지 논의된 연구에 따르면 동아시아에서 통화바스켓을 구성하는 방법은 크게 2가지로 분류할 수 있다. 첫째, 한국, 중국, 일본과 아세안 국가를 포함한 동아시아 국가의 통화만을 대상으로 바스켓을 구성하는 방법, 둘째, 달러, 유로, 엔 등과 같은 기축통화를 위주로 통화바스켓을 구성하는 방법이다.

본 연구에서는 각 방법이 실효환율의 안정에 어떠한 영향을 미치는지를 기존에 실시된 연구를 위주로 하여 정리해 보았다. 첫째, 먼저 개별 통화바스켓에 페그할 경우보다 G3 통화바스켓에 페그하거나, ACU에 페그할 경우 명목실효환율의 변동성이 하락하였다. 둘째, ACU에 페그하는 경우 참여하는 국가의 수가 늘어날수록 변동성을 줄이는 효과가 커졌다. 셋째, 지역내 모든 국가가 ACU에 페그할 경우 명목실효환율의 변동성이 하락하는 경우가 가장 많았다. G3 통화바스켓에 페그하는 경우와 비교해 보면 인도네시아, 필리핀, 한국, 태국에서 실효환율의 변동성이 하락하였다. 결국 일본과의 무역비중이 큰 국가일수록 ACU에 페그하는 것이 명목실효환율의 변동성을 줄이는 데에 효과적이었다. 아시아 국가들이 ACU를 도입하고 환율을 이에 페그하는 데에 대해 우호적인 결론이라고 할 수 있다.

우리나라는 1997년 외환위기 이후 자유변동환율제도를 유지하고 있다. 그렇다면 명목실효환율의 변동성을 줄이기 위해서 지금 환율제도를 ACU에 페그하도록 전환할 필요가 있는가? 이 문제는 그리 간단히 답할 수 있는 성질의 것이 아니다. 환율제도 운용의 목적은 다양하기 때문에 명목실효환율의 변동성이 줄어든다고 무조건 이른 시일내에 전환할 필요는 없는 것이다. 특히 일부 연구에 따르면 우리나라는 외환위기 이후 원화환율이 시장에서 자유롭게 결정되면서 통화

위기의 가능성을 높이는 실질환율의 괴리(misalignment)는 감소하였다고 한다. 따라서 자유변동환율제가 나름대로 잘 운용되고 있기 때문에 단시일 내에 환율 제도를 바꿀 필요는 없다고 생각한다. 미래에 동아시아 역내 통화통합에 대한 여타 아시아 국가들의 전적인 동의가 이루어질 경우 중간 과정에서 검토되어야 할 과제일 것이다.

한편 ACU는 아시아 역내의 무역이나 외환보유고를 위한 계산단위로써 사용될 수 있다. 또한 ACU 본위 채권의 발행도 가능하다. 이와 같은 ACU는 이론적으로 여러 목적을 위해 사용될 수 있으나 실제로 사용되기 위해서는 시장참여자의 신뢰를 얻는 것이 가장 중요하다. 그런데 시장참여자의 신뢰를 유도하기 위해서는 공공부문의 역할이 중요하므로 결국 각국 정부의 정책의지가 밑바탕이 되어야 한다.

또한 ECU의 경험은 아시아지역에서 창출될 ACU의 운용에 많은 시사점을 준다. 첫째, 균형환율에서 얼마나 이탈하였는지를 판단하는 지표로서의 역할은 크게 기대할 수는 없다. 왜냐하면 ECU조차도 이러한 역할을 제대로 수행하지 못했기 때문이다. 둘째, ACU로 발행된 채권은 이자율이 높았던 국가에게는 자금을 끌어 모을 수 있는 기회를 제공하고 투자자에게는 포트폴리오를 다양하게 구성할 수 있는 기회를 제공한다. 그러나 ACU로 발행된 채권이 활성화되기 위해서는 통화통합에 대한 정치권을 열성적인 기대와 시장참여자들의 인식이 결정적으로 중요하다. 셋째, ECU에서와 같이 현금통화로써의 기능부족은 상업적인 목적에서 사용이 확대되는 데 장애로 작용할 것이다. ECU의 사용은 ECU결제시스템과 금융시장의 발전에 의해서 진행되었다고 볼 수 있다. 아시아 국가들이 ACU의 도입을 계기로 최종적인 아시아 통화연맹을 달성하기 위해서는 어떤 방법으로 안정적이고 효율적인 결제시스템과 금융시장을 발전시키는가를 연구해야 할 것이다.

현실적으로 판단할 때 단시일 내에 ACU를 도입하는 것은 쉽지 않아 보인다. 왜냐하면 외환위기 이후 변동환율제를 운용해 온 한국은 나름대로 현 체제에 큰 불만이 없다. 그리고 역사적으로 동아시아에서 큰 합의를 도출한다는 것이 쉽지 않다는 것을 알고 있다. 또한 ACU를 도입하거나 통화통합을 이루기 위한 여건이 이견은 있지만 아직은 부족한 면이 있다. 그러나 2006년 ASEAN+3 회의에서 ACU도입에 대한 구체적인 행동을 시작한 상황에서 한국이 이 작업에 소외된다면 큰 문제가 아닐 수 없다. 또한 통화통합을 이루기 위한 여건이 되지 않더라도 실시 이후에 여건들이 호전된다는 주장도 크다. 따라서 한국정부는 동아시아에서의 통화통합에 관련된 의제에 적극적으로 참여하면서 한국의 입장을 반영하도록 노력해야 할 것이다.

## 참고문헌

- 김종만, 『환율제도와 외환위험관리』, 대외경제정책연구원, 1990.
- Akerlof, G., Yelen, J., “Rational Models of Irrational Behaviour,”  
*American Economic Review* Vol.79, No.2, 1989, pp.137~142.
- Alesina, A., “Politics and Business Cycles in Industrial Democracies,”  
*Economic Policy*, 1989, pp.55~98.
- Artis, M. and Bayoumi, T., “Saving Investment, Financial Integration and  
the Balance of Payment, *IMF Working Paper* 89/102, 1989.
- Athukorala, P., “Patterns, Economic Implication and Policy Issues in Interna-  
tional Labor Migration,” G. de Brouwer and M. Kawai, eds., *Ex-  
change Rate Regimes in East Asaia*, Routledge Curzon, 2004.
- Baek, S.G. and C.Y. Song, “Is Currency Union a Feasible Option in East  
Asia?,” in H.G. Choo and Y. Wang, eds., “*Currency Union in East  
Asia*,” Korea Institute for International Economic Policy, 2002,  
pp.107~146.
- Bayoumi T and B. Eichengreen, One Money or Many? Analyzing the  
Prospects of Monetary Unification in Various Parts of the World,  
*Princeton Studies in International Finance* No.76. 1994.
- Bayoumi, T., B. Eichengreen and P. Mauro, “On Regional Monetary Arran-  
gements for ASEAN,” *Journal of the Japanese and International  
Economies* 14, 2000, pp.121~148.
- Benassy-Quere, A., A. Lahreche-Revil, “The Euro as a Monetary Anchor  
in the CEECs,” *Open Economy Review* 11, 2000, pp.303~321.

- Bergsten, C. Fred and Park, Yung Chul, "Exchange Rate Regimes and Propects for Financial Integration in East Asia," *Working Paper*, 2001.
- Chow, H. K. and Y. Kim, "A Common Currency Peg in East Asia? Perspectives from Western Europe," *Journal of Macroeconomics* 25, 2003, pp.331~350.
- Collins, Susan, "Inflation and the European Monetary System," *The European Monetary System*, Cambridge University Press, 1988, pp.112~136.
- Danthine, J., Giavazzi, Francesco and Thadden, E., "European Financial Markets after EMU: A First Assessment," *NBER Working Paper* 8044, 2000.
- De Grauwe, R., "International Trade and Economic Growth," *European Economic Review* No.31, 1987, pp.389~398.
- Ding, Symmetry of Economic Shocks and Regional Economic Cooperation: A Comparative Empirical Analysis among East Asia and Other Areas, [www.cenet.org.cn/cn/CEAC/2005in/gjjjx015.pdf](http://www.cenet.org.cn/cn/CEAC/2005in/gjjjx015.pdf), 2005.
- Edwards, S., "Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment," *The MIT Press*, 1989.
- Eichengreen, Barry, "Should the Maastricht Treaty be Saved?," *Princeton University Press*, 1992, pp.12~25.
- Eichengreen, B., "What to Do with the Chiang Mai Initiative?," University of California at Berkeley, *mimeo*, 2002.
- Eichengreen, Barry and T. Bayoumi, "Ever Closer to Heaven?," *UC Berkeley*



*Working Paper C96-078*, 1996.

Frankel, Jeffrey A., "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times," *NBER Working Paper No.7338*, 1999.

\_\_\_\_\_ and Andrew K. Rose, "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria," *revised draft*, 1997.

\_\_\_\_\_, "Estimating The Effects of Currency Unions on Trade and Output," *NBER Working Paper 7857*, 2000.

Frankel, Jeffrey A. and Steven Phillips, "The European Monetary System: Credible at Last?," *NBER Working Paper 3819*, 1991.

Frankel, J. and S. Wei, "Yen Bloc or Dollar Bloc?," *Exchange Rate Policies of the East Asian Countries* in T. Ito and A. Krueger(eds), 1994.

Girardin, E., "Regime-Dependent Synchronization of Growth Cycles between Japan and East Asia," *Asian Economic Papers 3*, 2005, pp.147~176.

Goto, J., Economic preconditions for monetary cooperation and surveillance in East Asia. In: Report of the Study Group on Strengthening Financial Cooperation and Surveillance. Institute for International Monetary Affairs, *Kobe Research Project*, Japan, 1-26, 2002.

\_\_\_\_\_ and K. Hamada, "Economic Preconditions for Asian Regional Integration," T. Ito and A. O. Krueger, eds., *Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*, University of Chicago Press, 1994, pp.359~385.

Jikang, Zhang and Lan Yin, "Is East Asia suitable for a Monetary Union?," *unpublished manuscript*, 2006.

Kawai, Masahiro, "Recommending a Currency Basket System for Emerging East Asia," presented to the conference on "*Regional Financial Arrangement in East Asia*," 2001.

\_\_\_\_\_ and Shigeru Akiyama, "Roles of the World's Major Currencies in Exchange Rate Arrangements", *Journal of the Japanese and International Economics*, 2000, pp.334~387.

\_\_\_\_\_ and Shinji Takagi, "Proposed Strategy for a Regional Exchange Rate Arrangement in Post-crisis East Asia," *World Bank Policy Research Working Paper No.2503*, 2000.

Kawai, M. and T. Motonishi, "Is East Asia an Optimum Currency Area?," *Policy Research Institute, Ministry of Finance, Japan*, 2004.

Kremers, J. J. M. and Lane, T., "Economic and Monetary Integration and the Aggregate Demand Money in the EMS," *IMF Working Paper* 90/23, 1990.

Kwack, S. Y., "An Optimum Currency Area in East Asia: Feasibility, Coordination, and Leadership Role," *Journal of Asian Economics* 15, 2004, pp.153~169.

Kwan, C., "Enken no Keizaigaku," *The Economics of the Yen Bloc*, 1995.

Lee, J.W., Y.C. Park and K. Shin, "A Currency Union in East Asia," The Institute of Social and Economic Research, *Osaka University, Discussion Paper No.571*, 2003.

Loayza, N., H. Lopez and A. Ubide, "Comovements and Sectoral Inter-

- dependence: Evidence for Latin America, East Asia, and Europe,” *IMF Staff Papers* 48, 2001, pp.367~396.
- Mckenzie, Michael D., “Exchange Rate Volatility and Trade in the East Asian Economics,” *Paper Prepared for Presentation at Conference held in Canberra*, 2001.
- McKinnon, R. After the Crisis, “the East Asian Dollar Standard Resurrected: An Interpretation of High-Frequency Exchange Rate Pegging,” in Joseph E. Stiglitz and Shahid Yusuf, eds. *Rethinking the East Asian Miracle*, *World Bank and Oxford University Press*, pp.197~246, 2001.
- McKinnon, Ronald I., “After the Crisis, the East Asian Dollar Standard Resurrected,” *In Monetary and Financial Management in the 21st Century*, ed. A.H.H. Tan, Singapore: World Scientific Publishing Co, 2002.
- Moon, W., Rhee, Y., Yoon, D.R., “Asian monetary cooperation: a search for regional monetary stability in the post Euro and the post Asian crisis era.” *Economic Papers* 3, The Bank of Korea, 2000, pp. 159~193.
- Meese, R., Rogoff, K., “Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit out of Sample?,” *Journal of International Economics*, No.14, 1983, pp.3~24.
- Molle, W., Morsink, R., “Direct Investments and Monetary Integration,” *European Economy—The economics of EMU*, special issue, 1990.
- Mongelli, F. P., “‘New’ Views on the Optimum Currency Area Theory: What

is EMU Telling Us?," *European Central Bank Working Paper Series* No.138, 2002.

Mori, Junichi, Naoyuki Kinukawa, Hedeki Nukaya and Masashi Hashimoto, "Integration of the East Asian Economies and a Step by Step Approach towards a Currency Basket Regime," *IIMA Research Report* No.2, Institute for International Monetary Affairs, 2002.

Mundell, Robert, "A Theory of Optimum Currency Areas," *American Economic Review* Vol.51 No.4, 1961, pp.657~665.

Ogawa, Eiji and Takatoshi Ito, "On the Desirability of a Regional Basket Currency Arrangement," *Journal of Japanese and International Economies* Vol.16: 2002, pp.317~334.

\_\_\_\_\_ and Junko Shimizu, "AMU Deviation Indicator for Coordinated Exchange Rate Policies in East Asia and its Relation with Effective Exchange Rates," *RIETI Discussion Paper* 06-E-002, 2006.

Ogawa, E. and K. Kawasaki, "Adopting a Common Currency Basket Arrangement into the "ASEAN Plus Three," *RIETI Discussion Paper Series* 06-E-028, 2006.

Peree, E. Steinherr, A., "Exchange Rate Uncertainty and Foreign Trade," *European Economic Review* No.33, 1989, pp.1241~1264.

Rajan, Ramkishan S., "Exchange Rate Policy Options for Post-crisis Southeast Asia: Is There a Case for Currency Baskets?," *The World Economy* 25: 2002, pp.137~163.

Rose, Andrew K., "Currency Union," *Economic Policy* April 2000 Printed in Great Britain, 2000.

- \_\_\_\_\_, “One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade,” *NBER Working Paper* No.7432, 2000,
- \_\_\_\_\_, and Charles Engel, “Currency Union and International Integration,” *NBER Working Paper* 7872, 2000.
- Schweickert, Rainer, “EU-Enlargement and the Euro-One Money for all the Europes?,” *Working Paper*, 2001.
- Tang, H.C., “An Asian Monetary Union?,” *CAMA Working Paper*, 13/2006, 2006.
- Wang, Tongsan, “Policy Recommendations on How to Strengthen Financial Cooperation in Asia,” Institute for International Monetary Affairs, ed., *Report on the Study Group on Strengthening Financial Co-operation and Surveillance*, 2002, pp.198~211.
- Watanabe, Shingo and Masanobu Ogura, “How Far Apart Are Two ACUs from Each Other?: Asian Currency Unit and Asian Currency Union,” *Bank of Japan Working Paper Series* No.06-E-20, 2006.
- Williamson, John, “A currency Basket for East Asia, Not Just China,” *Policy Briefs in International Economics* No.PB05-1, Institute for International Economics, 2005.
- Wyplosz, Charles, “A Monetary Union in Asia? Some European Lessons,” *KIEP 세미나 발표 논문*, 2001.
- Yoshino, Naoyuki, Sahoko Kaji and Ayako Suzuki, “The Basket-peg, Dollar-peg, and Floating: A Comparative Analysis,” *Journal of the Japanese and International Economies* Vol.18: 2004, pp.183~

217.

Yuen, H., "Optimum Currency Areas in East Asia," *ASEAN Economic Bulletin*, 18, 2, 2001, pp.206~217.

Zhang, Z., K. Sato and M. McAleer, "Is a Monetary Union Feasible for East Asia?," *Applied Economics* 2004, 36, 2004, pp.1031~1043.

European Economy No.44, "One Market, One Money," *Commission of the European Communities*, 1990.

S&P Report, "Global Financial System Stress," 2001.

## 〈부록 1〉 유럽국가의 EMU 가입에 따른 영향

EMU의 성립은 모든 회원국에 큰 영향을 미쳤으나 각국마다 그 영향의 크기는 달랐다. 또한 EMU는 유럽의 전반적인 금융시장의 상황도 변화시켰다. S&P의 보고서에 따르면, 단일 통화체제인 EMU 가입은 소규모 경제를 가진 EU회원국들에게 상당한 통화충격을 야기했다는 지적이 있다.<sup>1)</sup> 실제로 아일랜드, 그리스 등의 주변국들은 중심국인 독일이나 프랑스에 경제통합이 빠른 속도로 진행됨에 따라 금융시스템에 대한 압박이 증가하였다. 예를 들어 민간부문의 부채가 급증하고 자산가격이 급상승함에 따라 거품이 커졌으며 각국의 경제여건의 차이가 커서 정책수행에 차질이 빚어지고 있다.

위와 같은 결과가 나타나는 이유는 개별회원국의 상태에 따라 EMU 가입에 따른 비용과 편익이 달라지기 때문이다. 원래 EMS에 참여하고 있던 나라들은 EMU의 가입에 따른 비용은 더 이상 크게 지불할 것이 없어 작은 편이고 받아들여야 할 편익이 점차 크게 된다. 그러나 그렇지 않은 나라는 비용을 단기간에 많이 지불해야 하는 문제점이 있다. 특히 소규모개방경제를 이루고 있는 나라일수록 큰 편익을 얻게 되는 면도 있지만 비용 또한 크게 지불해야 한다. 왜냐하면 소국의 경우 외환거래비용의 대폭 감소 등으로 인한 편익도 크지만 통화통합에 필요한 수준에 접근하기 위해서는 급격한 변화가 불가피해서 상당한 비용으로 작용하기 때문이다.

### 1. EMU가입에 따른 각국의 비용과 편익

EMU의 가입에 따른 비용과 편익을 회원국 사이에 어떻게 분배되는가 하는

---

1) S&P Report, Global Financial System Stress(2001).

문제는 통화통합의 가능성 여부를 결정하는 중요한 문제이다. 일반적으로 통화 편입에 따른 편익의 배분문제는 제로섬(zero-sum game)의 문제는 아니라 양의 값을 가지고 나누는 것(positive-sum game)으로 알려져 있다. 따라서 통화통합을 이루는 것이 회원국 전체에는 이득이 되지만 회원국 사이에 비용과 편익의 분배문제 때문에 실천에 어려움이 있는 것이다. 이하에서는 각 나라별(독일, 프랑스, 이태리, 베네룩스 3국, 덴마크, 아일랜드)로 통화통합에 따른 편익과 비용에 대해서 S&P보고서(2001)와 Commission of the European Communities (1990)의 보고서를 기초로 하여 살펴보기로 한다.

#### a. 중심국(독일과 프랑스)의 경우

독일은 유럽의 여러 나라에 자본을 투자하고 있는 공급처의 역할을 수행해왔다. 따라서 환위험이 감소하여 시장기능에 따라 효율적으로 투자가 가능해지면 투자자의 입장에서 여러 가지 편익을 얻었다. 그러나 외환거래비용의 감소로 인한 편익은 크지 않게 되는데, 그 이유는 독일의 마르크화가 이미 외환거래에서 많이 사용되는 기축통화의 하나로 역할을 하고 있기 때문이다.

독일은 지속적으로 낮은 인플레이션을 유지하고 있는데 주된 성공요인은 분데스뱅크의 독립된 통화정책에 기인하고 있다. 독일은 EMU 가입 후에도 유로 은행의 독립된 통화정책을 통해서 물가안정을 이룰 수 있기를 희망하였다. 독일의 마르크화가 단지 국내통화로서의 역할뿐만 아니라 기축통화로서의 역할을 수행함에 따라 정책을 결정할 경우 국내경제와 국제경제를 동시에 고려해야 했으나 유로화가 마르크화의 역할을 대체하면 분데스뱅크는 경제적인 관점에만 살펴본다면 이와 같은 부담에서 벗어나게 되었다.

프랑스는 EMU 가입 전에도 물가안정이나 공공재정의 건전성 측면에서 독일



경제에 가장 접근한 나라였다. EMU 가입으로 인하여 프랑스 정부의 물가안정에 대한 의지는 더욱 확고한 것으로 받아들여질 수 있으므로 물가안정에는 더욱 도움이 되고 국제무역에서 사용되는 대금에 대한 외환의 거래비용과 환차손의 위험을 제거할 수 있으며 이자율의 하락도 기대되었다. 또한 낮은 이자율과 외환거래비용의 제거는 민간투자의 증가에 도움이 되었다.

프랑스는 EMU의 가입으로 인해 큰 편익을 받는 나라 중 하나이며, 상대적으로 높은 실업률로 인해 고민했던 부분도 민간투자 증가 등의 영향으로 감소할 것으로 기대하였다. 한편 Bayoumi and Eichengreen(1997)의 연구에 따르면, 최적통화지역의 조건으로 살펴볼 때 프랑스는 그다지 좋은 여건이 아니라고 분석하였다. 그러나 프랑스가 유럽의 통화통합에 적극적이었던 이유는 경제적인 이익만을 고려한 것이 아니라 정치적인 면도 고려한 것으로 보인다. 통화통합을 이루면 유럽이 미국과 일본에 대항해서 하나의 거대한 경제권을 수립할 수 있고 프랑스가 그 곳에서 중요한 역할을 수행하면 여러 가지 경제외적인 편익을 기대할 수 있기 때문이다.

## b. 나머지 국가의 경우

이태리는 프랑스에 비해서 EMU 가입에 필요한 여건이라는 측면에서 볼 때 상당부분 뒤쳐져 있었다. 그러므로 EMU 가입으로 인해 요구되는 비용이 프랑스보다는 컸던 것으로 보인다. 환위험의 감소와 인플레이션 프리미엄의 감소로 인하여 이자율은 하락하게 되는데, 이것은 이태리가 얻게 되는 중요한 편익 중 하나였다. 왜냐하면 이태리는 과도한 국채의 발행으로 인해 1989년에는 GDP의 98%까지 기록하였는데, 이로 인해서 국채이자에 대한 부담이 매우 컸었기 때문이다. 국채이자 지급으로 말미암아 정부의 예산도 만성적인 적자에 시달렸는데

이에 대한 시정도 가능하게 되었다.

EMU 가입으로 인하여 통화를 자체적으로 발행하지 못하게 되면 그 동안 상당했던 세노리지를 얻을 수 없게 되지만 그로 인한 비용은 크지 않았을 것으로 보인다. 왜냐하면 비용의 크기가 이자율 감소로 얻게 된 편익에 비해서는 작은 편이며 유럽중앙은행이 유로의 발행으로 인해서 얻게 되는 세노리지를 일부 나누어 받게 되므로 자체적인 통화발행의 금지로 인해서 나타나는 비용에 대해서 크게 염려할 정도는 아니었다.

벨기에, 네덜란드, 룩셈부르크가 얻게 되는 대표적인 편익은 환위험의 제거와 외환거래비용의 감소를 들 수 있다. 또한 이자율의 감소로 인한 혜택 역시 증가하였다. 이들 나라는 대표적인 소규모 개방경제를 채택하고 있는 국가인 동시에 거시경제상황도 원래 괜찮은 편이어서 통화통합으로 인한 비용보다는 편익이 컸다. 자국의 화폐가 기축통화의 역할을 수행하고 있지 않았으므로 외환거래비용의 감소가 대국에 비해 컸고 무역의존도가 큰 상황에서 환율의 급격한 변동은 국내경제에 큰 혼란을 주기 때문에 환위험의 제거로 인한 편익도 상대적으로 무역의존도가 작은 대국에 비해서 컸다.

덴마크의 경우 베네룩스 3국에 비해서 환위험의 제거와 외환거래비용의 감소로 인한 편익이 적을 것으로 예상되었다. 왜냐하면 덴마크의 경우 유럽연합에 속하지 않은 나라와의 무역비중이 상대적으로 크기 때문이다. 이와 같은 이유로 인해서 덴마크는 후반까지 EMU에 가입하지 않았다. 그러나 EMU의 가입은 그로 인한 편익도 작지 않았다. 덴마크는 과거 높은 물가로 인해서 경제주체의 인플레이션 우려가 크기 때문에 인플레이션 프리미엄이 상대적으로 높아서 이자율이 높았다. 그러므로 EMU 가입으로 인해서 이자율이 감소하게 되면 공공재정에 도움을 주게 되었다.

아일랜드는 물가안정과 임금안정이란 측면에서 많은 성과를 이룬 상태이고 예

산적자도 상당폭 감소시켜 EMU 가입을 위해 급격한 조정은 필요치 않은 상태였다. 그러나 1인당 GNP가 다른 국가에 비해 크게 낮았고 높은 실업률로 인해 이민자가 늘어나고 있었다. 정부의 EMU 가입에 대한 확고한 의지표명은 물가안정과 임금안정을 공고히 하는 데에 도움이 될 것으로 기대되었고 이미 어느 정도의 물가안정이 이루어진 상태이므로 가입에 따른 비용은 상대적으로 적을 것으로 보이며 편익이 클 것으로 기대되었다.

1989년 그리스는 인플레이션율이 14%에 달했고 예산적자는 GDP의 18%에 달해서 공공부채가 날로 증가하는 상태였다. 다른 국가들에 비해서 EMU 가입에 필요한 수준이 되기 위해서는 큰 조정이 필요한 상태였으므로 그 비용도 작지 않았다고 할 수 있다.

S&P보고서(2001)와 Commission of the European Communities(1990)의 보고서를 살펴 본 바와 같이 EMU 가입으로 인한 비용과 편익은 각 나라의 여건에 따라 달랐다. 이러한 차이점은 실제로 EMU를 확대하는 데에 장애물로 작용하기도 하였으나 독일과 프랑스의 적극적인 의지를 바탕으로 회원국을 늘리는 데 성공하였다. 경제적인 면을 떠나서 통화정책수단을 포기하는 것은 정치, 사회적 자존심의 문제가 걸려 있어 실제 통화통합을 이루는 것이 어려운 문제이다. 그러나 유럽의 경우 오랜 기간 사전정지작업이 있었고 역사적으로도 공동체적인 요소가 컸던 것이 성공의 주요 원인으로 생각된다. 또한 독일이 2차 대전을 일으켰던 장본인임에도 불구하고 독일의 역할이 강조되는 EMU가 성공한 것은 지난 기간 독일이 보여 주었던 반성의 노력이 실제로 주변국에 설득력 있게 작용한 것으로 보인다. 반면 일본의 경우 아직까지도 아시아 국가들에게 거부감을 주고 있는 상황이다. 따라서 비록 경제적인 면에서 아시아 통화통합이 유럽의 통화통합보다 편익을 크게 가져온다 해도 실제로 수행하는 것은 더욱 어려울 것으로 예상된다.

## 2. EMU가 금융시장에 미친 영향

EMU의 설립은 국제금융시장에 지대한 영향을 미쳤다. 특히 유럽금융시장의 성장이 예상보다 더 빠르게 진행되었다. EMU가 설립된 후 유로화로 발행된 채권시장이 급격히 성장하여 유로채권시장의 규모가 1999년경에 이미 달러채권시장을 능가하였다. <표 30>을 살펴보면, US 달러 단위 채권 발행액은 4,701억달러이었으나 유로단위 채권 발행액은 5,223억 달러에 달하고 있다.

<표 30> 1999년 국제 채권시장 발행현황

(단위 : 십억 달러)

US 달러 단위 채권액	470.1
유로 단위 채권액	522.3
모든 통화 단위 채권액	1,085.4

자료 : BIS

프랑크푸르트의 Neue Markt와 이태리의 Nuovo Mercato는 유럽뿐만 아니라 전세계 투자가의 중요한 투자대상으로 발전되었으며 유럽 전체를 대상으로 하는 주가지수도 개발되었다. 그리고 유럽인이 포트폴리오를 구성할 때 자국의 금융상품만을 대상으로 하는 것이 아니라 유럽 전체의 상품을 실질적으로 투자 대상으로 삼게 되었다.<sup>2)</sup>

Danthine, Giavazzi and Thadden(2000)에 따르면, 위와 같이 유럽의 금융시장이 급변하는 원인은 EMU설립으로 인한 직접적인 효과보다는 간접적인 효과에 기인한 바가 크다고 한다. 직접적인 효과의 대표적인 예는 유럽의 국가간에

2) Danthine, J., Giavazzi, Francesco and Thadden, E., 2000, "European Financial Markets after EMU: A First Assessment," *NBER Working Paper* 8044.

무역을 할 경우 환위험을 제거할 수 있는 점과 가격체계의 표준화와 투명성 확보, 은행의 규격화 등을 들 수 있다. 위와 같은 직접적인 효과들은 일반적으로 간접적인 효과를 발생시킨다. 예를 들어, 가격의 표준화는 소비자가 각국의 상품 가격을 비교하는 데 들어가는 노력을 줄여 주어서 직접적인 효과를 나타내기도 하지만, 간접적으로는 경쟁을 증가시켜 상품가격을 하락시키는 역할을 하기도 한다. 직접적인 효과의 경우는 수치로 나타내는 것이 그리 어렵지 않아서 많은 사람들의 일치된 의견을 얻는 것이 쉬었으나 간접적인 효과의 경우는 계량화하는 것이 다소 힘들어서 아직까지 논란의 대상이 되고 있다. 그러나 EMU의 설립 후에 나타난 유럽의 금융시장의 성장은 직접적인 효과만으로 설명하는 것은 불가능하여 간접적인 효과가 컸음을 짐작하게 한다.

## 〈부록 2〉 EMU 확대에 따른 편익과 비용

1990년대 후반에는 EMU확대에 대한 논의가 매우 커졌다. 어느 국가가 먼저 가입하는 것이 새로운 가입국과 기존의 회원국에게 최선인가를 아는 것은 EMU의 지속적인 발전에 핵심적인 요소로 볼 수 있다. 1991년 체결된 마스트리히트 조약에 따르면 EMU에 참가하기 위해서는 물가안정, 재정, 환율, 금리기준에 수렴해야 한다. 이와 같은 네 가지 기준을 충족하는 국가가 먼저 가입하는 것이 기존 회원국에게 혼란을 주지 않을 것이다.

EMU 가입을 원하는 국가가 늘어남에 따라 가입으로 인한 편익과 비용을 계산해서 순편익을 도출하는 연구가 활발하였다. Benassy-Quere/Lahreche-Revil(2000)과 Eichengreen and Bayoumi(1996)은 유럽통화연맹에 가입해서 각 나라가 얻게 되는 비용과 편익을 분석하였다. 이 논문들은 공통적으로 4개의 설명 변수들을 사용하였다. 그들의 연구에 따르면, 유럽통화연맹 국가들과의 교역량과 유럽통화연맹 국가들에 대비한 국가규모의 차이가 클수록 편익도 커진다. 마찬가지로 유럽통화연맹 국가들에 대한 경기의 비대칭성과 유럽통화연맹 국가들과의 무역구조 차이가 클수록 비용도 커진다. 그런데 실제로 이러한 설명변수만을 사용하여 실증분석을 할 경우 측정방법, 측정기간, 대상국 등에 의해서 결과가 뒤바뀌는 경우가 많아, 어느 국가가 먼저 유럽통화연맹에 가입하는 것이 옳은지 혼란스러웠다.

한편 Schweickert(2001)은 이러한 부류의 연구 중 하나로 유럽통화연맹(EMU)의 가입을 위해 필요한 조건의 수렴도와 가입 후에 얻게 되는 비용과 편익을 계산하는 방법을 연구하였다. 그는 주요 연구들의 결과가 뒤바뀌는 원인이 비용과 편익을 측정하기 위한 변수가 너무 적은데 크게 연유한다고 보았다. 따라서 Benassy-Quere/Lahreche-Revil(2000)과 Eichengreen and Bayoumi(1996)

가 사용하였던 설명변수에 또 다른 4개의 설명변수를 추가하였다. 이 변수들에 따르면, 자국의 실질실효환율 작성시 유럽통화연맹 국가 통화의 비중과 유럽통화연맹 가입으로 연계되는 신뢰성의 크기가 클수록 편익이 커진다. 마찬가지로 가입 후 달라지는 실질환율의 변동성과 구매력평가설에 따른 이론상의 환율과 시장에서 결정되는 명목환율의 차이가 클수록 비용도 커진다. 그는 이와 같은 변수들을 추가하여 일관된(consistent) 결과를 얻는 것이 가능하다고 주장하였다.

〈표 31〉은 유로화에 환율을 고정할 경우 얻게 되는 유럽 14개국의 순편익을 Schweickert(2001)가 계산한 것이다. 8가지 항목에 대해서 이미 EMU에 가입한

〈표 31〉 유로화에 환율을 고정해서 얻게 되는 주변국의 순편익

	편익	비용	순편익(편익-비용)
슬로베니아	4.65	-1.27	5.91
헝가리	3.99	-0.33	4.02
포르투갈	1.61	-1.87	3.48
체코	3.26	1.14	2.12
에스토니아	4.55	3.29	1.26
슬로바키아	3.97	2.74	1.23
폴란드	0.79	0.47	0.33
스페인	-0.82	-1.03	0.21
그리스	-0.36	0.16	-0.52
루마니아	2.74	3.84	-1.11
라트비아	2.38	4.13	-1.75
리투아니아	1.55	4.12	-2.57
아일랜드	-0.43	2.74	-3.16
불가리아	2.15	6.53	-4.38

그리스, 아일랜드, 포르투갈과 스페인에 대해 평가하고 이들 국가의 평균을 0으로 하여 기준으로 삼았다. 편익항목의 경우 값이 클수록 편익이 커지며 마찬가지로 비용항목의 경우 값이 클수록 비용도 커진다. 편익에서 비용을 감하면 순편익을 나타낸다. 크기가 클수록 순편익이 큰 것을 나타내고 음의 값인 경우에는 순손실이 발생하는 것을 말한다. 이와 같은 측정방법에 따르면 유럽통화연맹에 가입해서 유로화에 환율을 고정하는 경우 슬로베니아, 헝가리, 체코, 에스토니아의 순서로 순편익이 컸으며, 그리스와 아일랜드는 오히려 손해를 보는 것으로 나타났다.



## Abstract

### Currency Union and ACU in East Asia

In this paper, I discuss on the costs and benefits of the establishment of the currency union. The theoretical possibility of the establishment of the currency union raised by Mundell(1961) was realized by the success of the EMS and EMU in Europe. As Europe successfully settle down the currency union, the positive evaluation of the future European economy are anticipated and this makes a catalyst in discussing the establishment of the currency union in East Asia. The reason behind Europe was dedicated to establish the currency union is that the corresponding profit is anticipated.

This paper also examines the economic suitability of the major East Asia countries, China, Japan and Korea, for forming a monetary union. I compare their meets of OCA criteria to those of the major EMU members, Germany, France and Italy during the period before their circulating euro. I find that, although some economic indicators are agreeable, China, Japan and Korea don not appear to be economically suitable for monetary cooperation.

I review the future evolution of the Asian currency arrangements from broader perspectives, including the experience with the European Currency Unit (ECU). The experience with the ECU suggests that a successful Asian currency unit requires preconditions including the firm

political commitment, market-wide expectations of the eventual currency unification, and existence of well-functioning financial markets as well as cross-border payment/settlement systems. We can learn further from the fact that the ECU was handicapped by a lack of cash currency, which led to its limited use in commercial transactions, and inadequacies of settlement arrangements.

Historically, regional economic integration has been led by both economic and political motives. What matters most in seeking economic and monetary integration is the political will to do so rather than the economic incentive to do so. Korean government needs to prepare for achieving ACU, finally currency union.

## 한국금융연구원 자료판매 코너

총판 : 정부간행물 판매센터(02-394-0337)

지 역	서 점 명	전 화 번 호	위 치
서 울	본사 직영서점	(02) 734 - 6818	한국언론재단빌딩 www.gpcbooks.co.kr
	교보문고(본점)	(02) 397 - 3628	광화문사거리 www.kyobobook.co.kr
	영풍문고(본점)	(02) 399 - 5632	종각 www.ypbooks.co.kr
	(강남점)	(02) 6282 - 1353	강남고속버스터미널
	리브로엘지	(02) 757 - 8991	을지로 입구 www.libro.co.kr
	서울문고 (반디앤루디스)	(02) 6002 - 6071	삼성역(무역센터내)
부 산	영광도서	(051) 816 - 9500	서면로타리
	동보서적	(051) 803 - 8000	태화백화점 옆
광 주	삼복서점	(062) 222 - 0258	도청 옆
인터넷서점	yes 24	www.yes24.com	
	알라딘	www.aladdin.co.kr	

※ 위 코너 외에 교보문고 및 영풍문고는 각 지방 분점에서도 판매 중입니다.



## 강 삼 모(姜 三 模)

### ■ 약력

- 서울대학교 경제학과 졸업(경제학 학사, 경제학 석사)
- UCLA 경제학과 졸업(경제학 박사)
- 대외경제정책연구원 국제거시금융실 부연구위원
- 한국금융연구원 금융시장팀 연구위원
- 현) 동국대학교 경제학과 조교수

### ■ 주요 논저

- 한국과 일본의 품목별 수출물가에 대한 환율전가효과(국제지역연구, 2007.3)
- 수출국과 수입국 통화의 대미환율 변동성이 수입에 미치는 영향(경제학연구, 2005.12)
- The Effect of Yen/Dollar Exchange Rate on the Korean Economy, *International Journal of Finance and Economy*(published by John Wiley & Sons Ltd., 2005.3)
- The Effects of capital outflows from neighboring countries on a home country's terms of trade and real exchange rate: the case of East Asia(대외경제연구, 2005.4)
- Fear of Inflation: Exchange rate pass-through in East Asia, *Korea Economic Review*, 2004년 8월호

금융리포트

## 동아시아 통화통합과 ACU의 역할

2007년 9월 19일 인쇄

2007년 9월 28일 발행

발행인 이 동 결  
발행처 한국금융연구원

서울시 중구 명동 1가 41 은행회관 5·6·7·8층

전화 : 3705-6300 FAX : 3705-6309

<http://www.kif.re.kr> ; [wmaster@kif.re.kr](mailto:wmaster@kif.re.kr)

등록 제1-1838(1995. 1. 28)

ISBN 89-503-0365-5 93320

값 14,000원