

1980년대以後의 資本自由化에 대한 國別比較評價

左 承 喜

本 研究는 자본거래자유화정도를 명목상의 규제완화여부에 의해 판별하는 종래의 接近方法에서 벗어나, 形式的 規制與否에 관계없이 資本去來가 실질적으로 經濟的 誘引에 따라 얼마나 활발하게 이루어지고 있는가를 측정함으로써 資本去來自由化程度를 평가할 수 있는 방법을 모색하고 있다. 이와 관련해서 본 연구는 모두 5가지 접근방법을 시도하고 있다. 그 첫째는, 총대외무역량대비 자본거래량비중으로서 자본거래량이 상대적으로 증가하면 자본거래자유화정도가 높다고 본다. 둘째는, 환율절하기대를 감안한 국내외실질금리차로서 對內外資本去來가 자유로울수록 國內外金利差는 낮아질 것이기 때문에, 동금리차가 낮을수록 자본자유화정도가 높다고 본다. 동 지수로서는 통화선물시장의 존재 여부에 따라 위험포함 및 불포함 대내외금리차를 사용할 수 있다. 셋째로는, 다소 복잡한 계량경제학적 방법을 통해 국내외실질금리간의 연계관계를 측정하는 방법으로서 두번째 방법의 개선에 해당된다. 그리고 넷째로는, 셋째번 방법에 의한 연계관계를 시간변동지수로 전환하여, 시간의 경과에 따른 자본자유화정도의 변화를 측정하고 있다.

마지막으로는, 자본거래를 위험자산의 國際交易關係로 파악하여, 무역에 있어서의 산업내교역지수측정방법을 자본거래에 적용하여 자본거래총유출입지수를 측정하였다. 동 지수는 저축투자간의 補正的 거래차원을 넘어 위험자산거래 자체를 위한 자본거래의 정도를 측정함으로써 순수하게 자본거래 자체의 메커니즘에 의해 자생적으로 일어나는 자본거래의 활성화정도에 대한 척도가 될 수 있을 것으로 판단된다.

이상의 방법들을 주로 韓國, 日本, 臺灣 등에 적용해서 평가한 결과 한국의 資本去來自由化程度는 일본에 비해서는 낮지만 대만에 비해서는 높으며, 특히 90년대 들어 크게 향상된 것으로 평가되었다.

I. 問題의 提起

一國經濟에 있어서 外換·資本去來自由

化의 程度는 명목상 제도적으로 규제가 어느 정도 이루어지고 있는가에 의하여 판단하는 것이 일반적인 관행이다. 예컨대, OECD(1990)의 분석도 회원국의 外換·資本自由化程度를 코드(code)별로 어느 정도의 규제를 시행하고 있는가에 의해서

筆者: 本院 先任研究委員

* 本 論文은 Jwa(1994)의 'Chapter 4'를 기초로 하여 최근 자료를 추가·보완해서 재추정한 연구결과를 정리한 것이다.

판별하고 있다.

그러나 이러한 관행은 두가지 측면에서 일국경제가 향유하는(허용하는) 실질적인 資本移動性 정도를 왜곡하게 될 가능성이 높다. 그 하나의 측면은, 규제체계가 실제 외환자본거래를 완벽하게 규제하기는 불가능하기 때문에, 규제상의 취약점(loop-hole)을 악용하거나 규제를 회피하는 다양한 방법을 통해서, 실제로는 명목상의 규제가 의도하는 것과는 다른 수준과 내용의 자본이동이 일어나게 될 가능성이 높다 하겠다. 또한 명목상의 自律化에도 불구하고 눈에 보이지 않는 慣行이나 壓力을 통해 자본이동이 制約되는 경우도 있을 수 있는데, 이 경우도 명목상의 規制與否와 실제 자본자유화 정도가 일치하지 않게 될 것이다. 이와 같이 規制의 回避가 일어나거나 눈에 보이지 않는 장애가 숨어 있을 경우에는 단순한 명목상의 규제와 실제 자본이동성과의 사이에는 괴리가 발생하게 될 것이다.

다음으로 설령 규제자체가 변한다 하더라도 이미 그 규제가 의미가 없었거나 혹은 경제상황이 이에 반응할 유인체계하에 있지 않다면, 자본거래는 즉각적으로 반응하지 않을 것이다. 예컨대, 資本逃避의 유인이 이미 사라진 경제가 강력한 資本逃避 規制를 유지해 오다가 이를 완화하거나 國內金利가 높아 강한 자본유입 압력하에 있는 경제가 流出規制를 완화한다고 해서 資本流出이 즉각적으로 크게 반응하지도 않

을 것이다.

일반적으로 진정한 의미의 經濟分析은 명목상 혹은 외형상의 규제제도의 변화를 추적하는 데 있는 것이 아니라, 실질적인 행태의 변화를 추적하고 그 원인을 규명하는 데 있다 하겠다. 따라서 경제분석상 실제 자본이동의 정도, 즉 실제 資本自由化의 정도를 측정하기 위해서는 피상적으로 규제현황을 살피는 이상의 노력이 경주되지 않으면 안될 것이다.

본 연구는 이러한 시각에서 최근 새롭게 시도되고 있는 실제자본자유화의 정도를 측정하는 몇가지 接近方法을 이용하여 韓國, 日本, 臺灣, 그리고 필요시에는 선진국 및 동남아제국간의 실제자본이동성을 相互比較·分析해 보고자 하는 데 목적이 있다.

이를 위해 네가지의 서로 다른 측정방법을 이용해서 자본자유화의 정도를 비교·평가하고 있다. 우선 첫번째의 측정기준은 가장 단순한 방법으로서 일국의 總資本去來量의 對外經濟交易量에 대한 비율로서 측정되는데, 第Ⅱ章에서는 이를 사용해서 분석해 보기로 하겠다. 한편 국내외 금리차는 일반적으로 一國經濟가 국제자본시장으로부터 격리·폐쇄되어 있는 정도를 나타낸다고 해석되고 있는데, 이를 역으로 해석하면 국내외 금리차가 작을수록 국내외자본이동이 그만큼 자유롭다고 볼 수 있다. 따라서 第Ⅲ章에서는 국내외 금리차를 측정해 봄으로써 자본이동성의 정도를 평가하고 있다. 다음으로 第Ⅳ章에서는 국내

외 금리차를 좀더 진보된 實證分析方法을 이용해서, 자본자유화 혹은 자본이동성의 정도를 측정하는 指數로 환산하고, 同 指數를 고정지수로서는 물론, 시간에 따라 변하는 時間變動指數로 再換算하여 우리나라와 대만, 일본의 시간변동 자본이동성지수를 측정 및 평가하고 있다. 第V章에서는 최근의 資本去來를 危險金融資産의 國際去來를 통한 금융자산교역이득의 추구과정으로 보고, 자본이동성 정도를 전체자본이동에 대한 순자본이동의 비중에 의해서 평가하는 새로운 방법을 이용하여 우리나라를 포함한 日本, 臺灣 등 주요국의 자본자유화 정도를 측정 및 평가하고 있다. 마지막으로 第VI章에서는 지금까지의 주요국간의 자본이동성에 대한 비교·평가 결과를 종합함으로써 결론에 대신하고 있다.

II. 貿易量 對比 資本去來量 推移에 의한 資本自由化 程度 測定

資本自由化의 정도를 측정하는 기준으로서 가장 쉽게 이용할 수 있는 基準은 貿易去來總量, 즉 輸出과 輸入의 합에 대한 자본거래총량, 즉 자본유출입 합계의 比重이다. 예컨대, 다른 나라와 비교해 볼 때 어떤 한 국가의 資本去來量이 무역량에 비해 지속적으로 증가하고 있다면 이 나라는

자본거래가 상대적으로 自由化되고 있다고 할 수 있다(Gros, 1992). 즉 자본이동에 관한 명목상 규제의 많고 적음에 관계없이 貿易量 對比 資本去來量의 비중이 높으면 높을수록 상대적으로 資本市場이 개방되었다고 간주하게 된다.

전체 資本去來를 기준으로 한 선진국과 동남아제국에 대한 분석결과는 <表 1>에, 그리고 한국에 대한 상세한 자료는 <表 1-1>에 제시되어 있는데, 대만의 경우는 자료가 가용하지 않았다. 이에 의하면, 韓國의 資本自由化 정도는 1980년대 이후의 전기간에 걸쳐서 보면, 일본 및 싱가포르 그리고 기타 아시아 개발도상국에 비해서도 뒤떨어지는 것으로 관찰되고 있다. 이러한 현상은 전체자본거래는 물론 外國人 直接投資에도 해당되지만 포트폴리오投資의 경우에는 아시아 개발도상국이나 싱가포르에 비해서 높은 것으로 나타나고 있다. 한편 1980년대와 90년대를 비교해 보면 한국의 자본자유화는 90년대에 들어 보다 활성화되고 있는 것으로 나타나고 있다. 우선 全體資本去來 및 포트폴리오投資의 경우를 보면 80년대 전반에 비해 후반의 경우가 資本移動의 중요성이 오히려 감소하고 있으나 1990년에 들어서는 그 중요성이 크게 높아지고 있다. 한편 전체자본거래의 경우는 1987~88년중 높은 비중을 보이고 있는데, 이는 주로 <表 1-1>에는 나타나지 않은 단기자본거래비중의 증가에 기인한 것으로 보인다. 한편 외국인직접투

〈表 1〉 貿易量 對比 資本去來量 比重

	총자본계정				포트폴리오투자				외국인직접투자			
	1981 ~85	1986 ~90	1991 ~92	1981 ~92	1981 ~85	1986 ~90	1991 ~92	1981 ~92	1981 ~85	1986 ~90	1991 ~92	1981 ~92
선진국	27.07	47.37	23.33	34.90	5.74	10.01	13.69	8.85	3.20	7.42	5.62	5.36
미국	33.01	38.98	17.24	32.87	6.23	8.27	11.04	7.88	4.96	10.33	4.83	7.17
일본	31.72	117.45	20.24	65.53	13.50	28.35	21.97	21.10	1.95	7.69	5.03	4.86
독일	13.24	25.37	23.67	20.03	4.63	7.22	12.50	7.02	1.54	3.57	3.47	2.71
아시아 (개발도상국)	20.07	14.80	12.12	16.55	0.61	0.46	0.84	0.59	1.31	2.39	2.91	2.03
한국	10.11	8.74	13.25	10.06	0.61	0.38	2.99	0.91	0.40	0.96	1.37	0.80
싱가포르	14.59	14.96	13.70	14.60	0.42	1.05	1.49	0.86	2.65	4.93	5.08	4.01
인도네시아	12.77	13.31	12.94	13.02	0.42	0.45	0.09	0.38	0	1.60	2.87	1.15

資料 : IMF, *Balance of Payments Statistics*, Vol. 38, 44:Yearbook, part 2, 1987, 1993.

〈表 1-1〉 韓國의 貿易量 對比 資本去來量 推移

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
총자본계정	12.88	13.76	7.80	6.59	9.52	6.41	13.01	12.58	4.86	6.82	14.62	11.88
포트폴리오투자	0.14	0.03	0.39	0.63	1.85 ¹⁾	0.47	0.13	0.45	0.07	0.77	2.18	3.79
외국인직접투자	0.32	0.48	0.41	0.28	0.50	0.86	0.92	0.95	0.90	1.20	1.69	1.05

註 : 1) 1985년의 포트폴리오투자가 이례적으로 높은 것은 1984년 비거주자에 대한 Korea Fund의 설립과 1985년 국내기업에게 전환사채와 보증사채, 주식에탁증서발행을 허용한 결과임.

資料 : IMF, *Balance of Payments Statistics*, Vol. 38, 44; *Yearbook*, part 2, 1987, 1993.

자도 1980년대초 이후 꾸준한 자본이동성의 상승추세를 보이고 있다. 따라서 한국의 자본계정 開放度는 貿易量에 대한 비중으로 볼 때 아직 낮은 수준에 머물러 있기는 하지만 80년대 이후 꾸준히 증가해 왔다고 할 수 있다.

일본의 경우는 모든 지수가 1980년대를 통해 資本移動性이 급격히 증가해 왔음을 보여주고 있다. 그리고 외국인직접투자분야를 제외한 모든 분야에서 미국이나 독일 등 선진국보다도 높은 수준이다. 따라서

일본의 資本自由化 정도는 1980년대를 통해 크게 진전되어 매우 높은 수준에 도달하였다고 할 수 있다. 그러나 흥미롭게도 일본의 경우는 1990년대에 들어 1980년대 후반에 비해 자본이동성이 모든 분야에서 다소 둔화되는 추세를 보여주고 있다.

Ⅲ. 金利差를 利用한 資本自由化程度 測定

문헌상에서는 위험포함 대내외금리차(covered interest rate differential)는 물론 위험불포함 대내외금리차(covered interest rate differential)도 資本移動性의 척도로서 사용되어 왔다. 위험불포함금리차는 정의상 국가위험(country risk)과 환위험(exchange risk) 프리미엄이 감안되지 않은 반면 위험포함금리차는 환위험은 감안되지만 국가위험은 감안되지 않았다. 여기서 환위험이란 환율변동에 따른 수익률변동위험이며, 국가위험이란 투자대상국의 제반정책이나 경제상황변화 등 예측하지 못한 요인에 의한 수익률변동위험을 의미하는데, 여기에는 去來費用(transaction cost), 資本規制(capital control), 租稅(taxes) 및 그 밖의 파산위험 등에 따른 수익률변동위험이 포함된다. 따라서 위험불포함 금리차는 그 차이가 환위험으로부터 유발된 것인가, 아니면 자본규제를 포함하는 국가위험으로부터 오는 것인가, 또는 두가지 모두에서 연유하는 것인가를 구별할 수가 없다. 그러나 위험포함금리차

는 이미 환위험은 감안된 반면 자본규제를 중심으로 하는 국가위험은 감안되지 않았기 때문에 위험포함금리차가 클수록 그만큼 자본거래규제 정도가 높다고 볼 수 있다. 이러한 이유에서 위험포함금리차가 資本移動이 얼마나 자유로운가에 대한 보다 좋은 척도가 된다.¹⁾

그러나 위험포함금리차는 통화선물시장(forward currency market)이 없는 경우에는 관찰할 수 없는 단점이 있다. 이러한 이유로 해서 통화선물시장이 없는 한국과 대만의 경우는 위험불포함금리차만을 고려할 수밖에 없으며, 이는 다음과 같이 계산하였다.

$$UD_i = R_i - R'_i - ER_i \dots\dots\dots(1)$$

이때 UD_i 는 위험불포함금리차를, R_i 와 R'_i 는 각각 국내금리와 LIBOR달러예금금리로 측정된 해외금리를 나타낸다. ER_i 는 환율의 평가절하기대로서 “불확실성이 없다(perfect foresight)”는 가정하에 실제절하율을 그대로 사용하였다. 반면에 Euro 통화선물시장이 잘 발달된 일본은 다음과 같이 위험포함금리차를 고려하였다.

$$CD_i = R_i - R'_i - fd_i \dots\dots\dots(2)$$

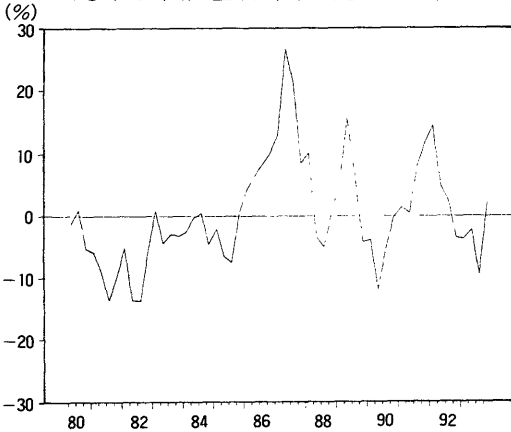
이때 CD_i 는 위험포함금리차이며, fd_i 는 엔화에 대한 장래할인율(forward discount), 즉 시장에서 관찰되는 기대평가절하율이다. 다른 변수들은 식(1)과 같다. 그러나 식(2)에서 CD_i 는 실제로는 위험포함금리

1) 자본이동을 측정하기 위한 여러가지 금리차의 사용에 대한 논의는 Frankel(1989) 참조. 자본규제에 대한 척도로서의 위험포함금리차에 대한 논의는 Ito(1986) 참조.

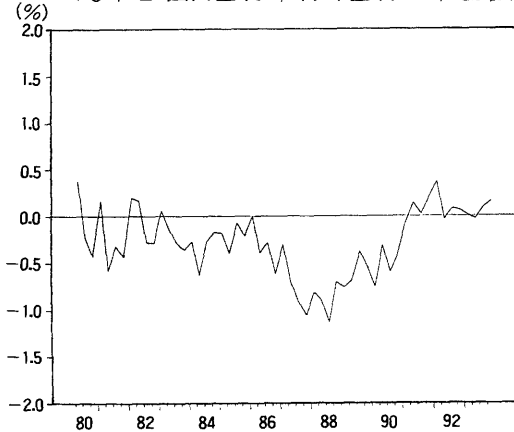
[圖 1] 韓國의 危險不包含 對內外 金利差
(양수면 國內金利가 海外金利보다 높음)



[圖 2] 臺灣의 危險不包含 對內外 金利差
(양수면 國內金利가 海外金利보다 높음)



[圖 3] 日本의 危險不包含 對內外 金利差
(양수면 國內金利가 海外金利보다 높음)



패리티率(covered interest parity rate) $R_f + fd_t$ 를 직접 계산하는 대신에 바로 LIBOR엔예금금리를 사용하여 계산하였다.²⁾ 金利差를 이용한 자본이동성 측정지수는 <表 2>에는 연평균으로 제시하였으며, [圖 1]~[圖 3]에 걸쳐서는 각각 韓國, 臺灣, 日本에 대해 分期資料를 이용한 이들 지수들을 도표화해서 보여주고 있다.

[圖 1]에 보인 바와 같이 한국의 경우, 80년대 전반의 위험불포함金利차는 평균적으로 비록 작기는 하나 음의 값을 보이고 있다. 반면 80년대 후반에는 높은 양의 값을 보이고 있으며, 90년대 초에도 그 차이는 다소 낮아졌지만 여전히 높은 양의 값을 보이고 있다. 한국은 80년대 초반 外貨流出의 압력을 받았으며, 80년대 후반 이후에는 지속적으로 外貨流入의 압력에 직면하였다. [圖 2]의 대만의 경우를 살펴보면 한국과 그 패턴은 매우 유사하나 평균적으로 臺灣의 金利差는 한국에 비해 다소 낮고, 특히 80년대 후반 이후에는 양수와 음수를 순환적으로 보이고 있어 자본자유화의 정도가 한국에 비해 높음을 시사하고 있다. 일본의 경우는 [圖 3]에 나타나 있는데, 위험포함金利차가 거의 0에 가까워서 완전한 정도의 資本移動性이 확보되고 있음을 암시하고 있다. 그러나 전체적인 모습은 미세하긴 하지만 80년대 말까지는 음수를 나타내고 있어 자본유출압력이 계속된 반면 90년대 초에는 약간의 正의 값을 나타내고 있어 자본유입유인이 있었음

〈表 2〉 對内外金利差의 國別比較

	한 국	대 만	일 본
1981	1.69	-9.60	-0.30
1982	-3.71	-9.62	-0.06
1983	-2.06	-2.44	-0.18
1984	0.10	-1.73	-0.34
1985	-2.70	-3.85	-0.22
1986	8.37	7.42	-0.32
1987	13.98	17.34	-0.75
1988	20.12	0.54	-0.89
1989	9.24	5.74	-0.60
1990	1.94	-5.35	-0.52
1991	7.64	5.49	0.07
1992	8.21	4.59	0.12
1993	6.37	-3.30	0.06

을 알 수 있다. 이러한 결과는 Ito(1986)가 여러가지 형태의 위험포함금리차지수들을 이용하여 70년대 이후 80년대 전반에 걸쳐 분석한 결과와 매우 유사하다. 그는 1980년도에 일본의 거의 모든 자본규제가 철폐되었으며 이후로는 위험포함금리패리티(covered interest rate parity)가 성립하고 있다고 결론짓고 있다.

여기서의 분석결과에 따르면 일본에 있어서는 자본이동이 매우 자유로운 반면 한국과 대만에서는 자본이동이 어느 정도 이

루어지고는 있으나 그 정도는 아직도 미약한 수준에 그치고 있는 실정이라고 할 수 있다. 특히 한국의 경우는 80년대 후반이 전반에 비해 금리차가 커짐으로써, 이 지수에 의하면 자본거래의 개방정도가 특히 1986~89년 기간중 더 낮아졌으나 1990년대 들어서 다소 회복되는 모습을 보이는 것으로 해석된다.

2) 이러한 방법 외에 실제 선물시장에서 관측되는 엔(yen)에 대한 장래할인율(forward discount rate)을 fd_t 로 사용하고 또 R_t^f 를 사용하여 위험포함금리패리티率(covered interest parity rate) $R_t^f + fd_t$ 를 계산할 수 있다. 그러나 이러한 방법은 본고에서 사용된 방법에 비해 측정오차가 커지게 된다.

IV. 國內外 金利間の 連繫程度에 의한 資本自由化程度의 測定

1. 資本自由化程度에 대한 不變指數의 推定

최근에 Reisen and Yêches(1991)는 Edwards and Khan(1985)의 模型을 확장시킨 Haque and Montiel(1990) 模型을 韓國 및 臺灣에 적용하여 이들 국가의 자본계정의 개방도를 추정한 바 있다. 여기에서는 Reisen and Yêches의 방법론을 한국, 대만, 일본에 적용해 보기로 하겠다. 여기에서 사용된 한국 및 대만의 通貨量(money stock)과 金利에 대한 자료는 Reisen and Yêches와는 다른 자료를 사

용하였는데, 사용자료에 대해서는 〈附表〉를 참조하기 바란다.³⁾

우선 자본거래자유화정도에 대한 不變指數(constant measure)는 다음의 式(3)에서 ϕ 에 의해서 정의된다.

$$R_i - R'_i = \alpha + \phi(R_i^* - R'_i), \quad 0 \leq \phi \leq 1, \dots\dots\dots(3)$$

여기서 R_i 는 국내명목금리, R'_i 는 국제금리에 환율의 기대절하율을 더하여 계산된 위험불포함패리티금리나 혹은 통화선물시장에서의 장래할인율을 더하여 계산된 위험포함패리티금리를 나타낸다. (1)식과 (2)식으로부터 R'_i 는 다음과 같이 표현될 수 있다. 위험불포함패리티금리는 $R'_i = R'_i + ER_i$, 그리고 위험포함패리티금리는 $R'_i = R'_i + fd_i$ 로 표현된다. 그리고 R'_i 는 민간자본거래가 완전히 차단되었다고 가정했을 때의 국내시장금리로 정의된다.

식(3)은 국내의 균형금리는 일반적으로 완전개방경제하에서의 해외금리와 완전폐쇄경제하에서의 국내금리의 가중평균으로 표현될 수 있다는 Edwards and Khan(1985)의 논의에 따라 유도된다. 이 경우 해외금리에 대한 가중치를 자본이동의 정도를 측정하는 것으로 해석할 수 있는데, 여기에서의 변수를 이용하면 $R_i = \phi R'_i + (1-\phi)R'_i$ 로 표현되며, ϕ 는 자본이동의 정도라고 해석한다. 여기에서 $\phi=1$ 이면 완전개방, $\phi=0$ 이면 완전폐쇄를 의미하게 된다. Haque and Montiel(1990)은 이 식

3) Reisen and Yêches에서는 M_1 을 사용하였으나 여기에서는 보다 광의의 M_2 를 사용하였다. 또 Reisen and Yêches가 한국의 경우는 사채시장금리, 대만의 경우는 사채시장금리 및 은행간 금리를 사용한 데 비하여 본고는 한국의 경우는 회사채수익률, 대만의 경우는 할인율(discount rate)을 각각 사용했다. Reisen and Yêches가 한국의 경우는 회사채수익률에 비해 사채시장금리가 더 부정확할 우려가 있음에도 불구하고 이를 사용한 것은 회사채수익률이 규제되어 있다고 생각한 때문이다. 그러나 한국의 회사채수익률은 80년대를 통해 상당히 자유화되었으며, 따라서 시장금리뿐 아니라 화폐보유에 대한 기회비용의 대용변수로도 사용할 수 있지 않나 생각된다. 대만의 경우에는 할인율이 유일한 可用 金利資料이다.

을 $R_t - R'_t = \phi(R_t^* - R'_t)$ 로 전환하였으며, Reisen and Yèches(1991)는 본고의 식(3)과 같이 여기에 상수항을 추가하고 동상수항이 국내 및 해외 금융자산간의 질적 차이를 반영한다고 해석하였다.

한편 완전폐쇄경제하의 국내금리 R'_t 은 다음과 같은 절차에 의해 유도된다. 우선 國內通貨需要函數를 다음과 같은 간단한 형태로 추정한다.

$$\ln(M/P)_t = \alpha_0 + \alpha_1 \ln y_t + \alpha_2 R_t + \alpha_3 (M/P)_{t-1} + \varepsilon_t \quad \dots(4)$$

이때 M_t, P_t, y_t 는 각각 通貨量, 物價水準, 實質GNP를 나타낸다. 다음으로 추정된 식(4)를 R_t 에 대하여 풀고, 만일 民間資本移動을 PC_t 라고 하면, 民間資本移動이 완전히 차단되었을 경우의 통화량 M'_t 개념을 $M'_t = M_t - PC_t$ 로 정의할 수 있을 것이다. 이를 이용하면 다음과 같이 R'_t 을 계산할 수 있다.

$$R'_t = (\alpha_0 / \alpha_2) - (\alpha_1 / \alpha_2) \ln y_t - (\alpha_3 / \alpha_2) \ln (M/P)_{t-1} + (1 / \alpha_2) \ln (M'/P)_t \quad \dots\dots\dots(5)$$

이러한 과정을 거쳐 식(3)을 추정함으로써 위험불포함 또는 위험포함패리티금리의 國內金利에 대한 영향 ψ 를 추정할 수 있고 이 값을 자본거래자유화의 정도로 해석할 수 있다.

한편 通貨先物市場이 없는 한국과 대만의 경우는 위험불포함패리티금리 $R_t^* = R'_t$

+ ER_t 를 다음과 같은 방법에 의해 측정하였다. 우선 해외금리 R_t^* 는 LIBOR달러예금금리(London interbank dollar deposit rate)로 측정하였다. 그러나 환율의 기대절하율은 통화선물시장이 없기 때문에 “불확실성이 없다(perfect foresight)”는 가정하에 실제절하율을 그대로 사용하였다. 한편 Reisen and Yèches도 한국과 대만의 경우 실제절하율을 환율기대절하율로 사용하고 있다.

반면 일본의 경우에는 선물환시장이 존재하므로 LIBOR엔예금금리를 그대로 위험포함패리티금리 R_t^* 로 사용하였다.

한국, 대만, 일본에 대한 식(3) 및 식(4)의 추정결과는 다음과 같다. t 값은 괄호 안에 표시되어 있으며, ψ 의 추정치들은 Reisen and Yèches와 Haque and Montiel의 추정치들과 같이 <表 3>에 보고하였다.

한국 : 추정기간, 1980:2~1993:3

$$R_t - R'_t = 4.536 + 0.912(R_t^* - R'_t), \quad (1.554) \quad (29.153) \quad \dots\dots\dots(3)$$

$$\bar{R}^2 = 0.933, \quad \rho = 0.743, \quad D-W = 2.317 \quad (7.901)$$

추정기간, 1980:1~1993:3

$$\ln(M/P)_t = -0.34 + 0.082 \ln y_t + (-0.002 R_t + 0.926 \ln (M/P)_{t-1}) \quad (-2.59) \quad (3.49) \quad (-3.01) \quad (43.87) \quad \dots\dots\dots(4)$$

$$\bar{R}^2 = 0.998, \quad h = -0.409$$

〈表 3〉 資本去來自由化程度에 대한 不變指數推定值 要約

	ψ 추정치	t-값	기 간
한 국			
Jwa(1994)	0.91	29.15	1980:2~93:3
Reisen and Yêches(1991)	0.89	22.01	1980~90
	0.59	7.95	1980~90
대 만			
Jwa(1994)	0.81	14.48	1981:2~93:3
Reisen and Yêches(1991)	0.92	17.31	1981~90
	0.35	10.20	1980~90
일 본			
Jwa(1994)	0.99	267.6	1980:1~93:3
	0.99	315.93	1980~90
인도네시아			
Haque and Montiel(1990)	0.87	8.54	1969~87
말레이시아			
Haque and Montiel(1990)	0.64	2.93	1967~87

대만 : 추정기간, 1981:2~1993:3

$$R_t - R'_t = 0.767 + 0.812(R'_t - R'_t),$$

(0.33) (14.48)(3)

$$\bar{R}^2=0.95, \quad \rho = 0.676, \quad D-W=1.90$$

(6.348)

추정기간, 1981:1~1993:3

$$\ln(M/P)_t = -1.282 + 0.346 \ln y_t$$

(-3.358) (3.808)

$$-0.016 R_t + 0.747 \ln (M/P)_{t-1}$$

(-5.177) (12.17)(4)

$$\bar{R}^2=0.998, \quad h = -0.373$$

일본 : 추정기간, 1980:1~1993:3

$$R_t - R'_t = -0.292 + 0.987(R'_t - R'_t),$$

(-3.119) (267.62)(3)

$$\bar{R}^2=0.999, \quad \rho = 0.641, \quad D-W=2.11$$

(6.096)

$$\ln(M/P)_t = -0.813 + 0.131 \ln y_t$$

(-0.679) (0.847)

$$-0.003 R_t + 0.898 \ln (M/P)_{t-1}$$

(-1.877) (9.201)(4)

$$\bar{R}^2=0.994, \quad h = -2.251$$

여기서는 추정된 ψ 값이 클수록 資本自由化程度가 그만큼 높다고 해석할 수 있는데, 위의 결과(表 3 참조)로 미루어 볼 때, 韓國과 臺灣 모두 상당히 높은 수준의 자유화 정도를 보이고 있다. 한국의 경우 ψ 가 0.912로 추정되었으며 통계적으로 1과 다르게 유의한 값을 가지는 것으로 추정되었다. 臺灣은 ψ 가 0.812로 추정되었으며, 이 경우도 통계적으로 1과 다른 것으로 추정되었다. 이러한 추정치들은 한국과 대만

모두 Reisen and Yêches의 추정치인 0.594와 0.353보다 높은 값을 보이고 있다. 日本은 0.987의 ψ 값이 추정되어 거의 완전한 資本移動이 이루어지고 있음을 의미하고 있다. 그러나 이 추정값은 1과 유의하게 다른 것으로 추정되었다.⁴⁾ 한편 1990년까지의 동일한 자료를 사용해서 추정한 Jwa(1994)의 추정치(表 3 참조)와 비교하면 90년대 자료가 추가됨에 따라 한국의 개방도는 증가하는 반면 대만은 오히려 감소하고 있으며, 일본의 경우는 큰 변화가 없는 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 한국은 자본자유화를 상당한 정도로 추진해 왔으며 아직 일본에는 못미치지만 대만보다는 높은 수준의 개방도를 보이고 있음을 의미하고 있다.

한편 식(3)의 상수항은 앞에서 지적한 바와 같이 국내와 해외금융자산의 질적 차이에 따른 금리차로 해석할 수 있다. 그런데 한국과 대만의 경우는 모두 상수항의 추정치가 유의하지 않은 반면, 일본의 경우에는 유의하게 추정되었다. 이러한 결과는 일반적인 예상과는 상반되는 것이다. 왜냐하면 한국과 대만의 경우는 런던은행

간 달러예금금리를 해외금리 R_f^* 로 사용하였기 때문에 실제로는 한국의 회사채나 대만의 상업어음할인을 런던은행간 달러예금과 비교하는 셈이지만, 일본의 경우는 런던은행간 엔화예금과 일본의 국내은행간 예금을 비교하고 있기 때문에 상식적으로 런던은행간 달러예금(London interbank dollar deposits)과 한국의 회사채나 대만의 상업어음할인(discount lending)간의 질적 차이보다는 런던은행간 엔화예금(London interbank yen deposits)과 일본 국내의 은행간 예금간의 질적 차이가 훨씬 작을 것이기 때문이다. 따라서 상수항의 추정치를 금융자산의 질적 차이를 반영하는 것으로 해석하는 데는 특별한 주의를 요한다 하겠다.

2. 資本去來自由化程度에 대한 時間變動指數의 推定

지금까지의 분석은 일정 분석기간중의 자본자유화 정도에 대한 단일의 고정된 불변지수를 추정하는 문제에 집중해 왔다. 그러나 자본자유화 정도는 시간에 따라 자본거래규제정책이나 경제여건의 변화에 따라 변할 것이기 때문에 시간의 변화에 따른 자본거래자유화 정도의 변화를 측정할 필요가 생기게 된다. 이하에서는 자본거래 자유화 정도에 대한 시간변동지수의 추정방법을 논의해 보기로 하겠다.

우선 첫번째로는 식(3)에 칼만필터(Kal-

4) (4)식의 일본 통화수요함수에 대한 추정결과는 소득탄력성이 상대적으로 부정확하게 추정되었는데, 이는 R_f^* 의 계산에 있어서 측정오차문제를 야기시킬 우려가 있으며, 나아가 ψ 의 추정값을 하향편의(downward bias)시킬 가능성이 크다. 그러나 일본의 ψ 추정값은 높게 나타나고 있으며, 나아가 추정의 정확성도 상당히 높아 t -값은 267.62로 추정되었다.

man filter) 방식을 적용하여 ψ 의 시간변동 지수추정치(time-varying estimate)를 구해볼 수 있는데, 이 결과를 도해하면 [圖 4]와 [圖 5], 그리고 [圖 6]에 보인 바와 같다.⁵⁾ ψ 의 시간변동이 유의한가의 여부를 보기 위하여, 즉 ψ 의 시간에 따른 변화가 통계적으로 固定不變指數와 다른가를 보기 위하여 ψ 의 고정계수추정치의 99% 신뢰구간을 같이 표시하였다. 만일 時間變動指數推定値가 이 구간 밖에(안에) 있게 되면 이는 固定不變指數와 통계적으로 유의하게 다르다고(다르지 않다고) 할 수 있다.

우선 한국의 자본자유화는 80년대 이후 점차 증가하여 왔으며 1987~89년간은 잠시 정체되어 있었다. 그리고 이러한 시간에 따른 변동은 통계적으로 유의한 것으로 추정되고 있어, 한국은 1980년대에서 90년대 초에 걸쳐 통계적으로 유의하게 資本自由化에 진전이 있었음을 의미하고 있다. 한편 대만의 경우는 1986년까지 낮은 수준을 유지하다가 한국과는 반대로 87년 이후에 높은 수준에 도달하였으나 이후로는 다소 정체되었던 것으로 관찰된다. 그리고 이러한 時間變動은 유의하기는 하나 한국의 경우의 유의성에는 미치지 못하는 것으로 나타났다.

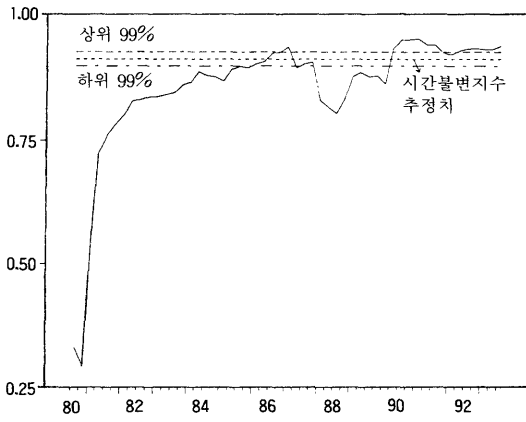
日本의 경우에는 變動指數 ψ 가 81년

1/4분기에 떨어진 이후 점차 지속적으로 증가하여 왔으나, 固定指數와는 통계적으로 크게 다르지 않은 것으로 나타났다. 이는 日本의 경우는 80년대에서부터 이미 지속적으로 충분히 높은 수준의 개방을 시현해 왔음을 의미한다고 볼 수 있다.

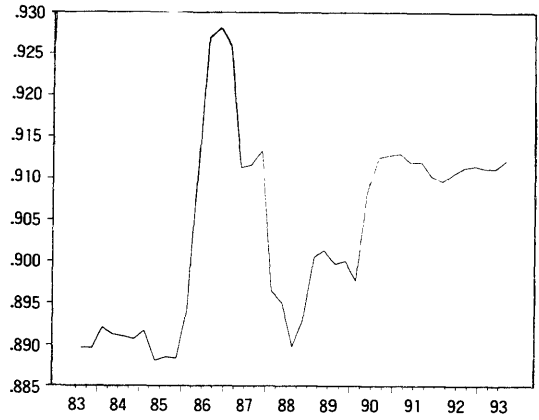
두번째로는 칼만필터방법과는 다른 방법을 이용해서 ψ 의 시간변동지수추정치의 시리즈를 계산해 보았는데, 이 방법은 매 시점마다 하나씩의 데이터를 추가해서 식(3)을 재추정하는 소위 굴림식 회귀분석(rolling-over regression)方法을 이용한다. 이 회귀분석은 식(3)의 추정에 사용된 데이터의 처음 10개의 데이터 포인트(data points)를 이용한 기준회귀분석(base regression)으로부터 출발하여 데이터 포인트를 하나씩 추가하면서 ψ 를 재추정해 나간다. 이렇게 얻어진 ψ 에 대한 시간변동지수 推定値들은 각 나라별로 [圖 7]과 [圖 8], 그리고 [圖 9]에 나타났다. 이 결과에 따르면 韓國의 경우(圖 7 참조)는 거의 칼만필터(Kalman filter) 방법을 이용한 경우와 동일한 추세를 보여주고 있다. 대만 역시 [圖 8]에서 볼 수 있듯이 칼만필터방법의 결과와 유사한 추세를 보여주고 있는데, 1980년대 중반 이후 급격하게 개방도가 증가된 이래 1980년대 후반에는 점진적인 감소추세를 보여주고 있다. [圖 9]의 일본의 경우 또한 칼만필터방식에 의한 추정결과와 비슷한 추세를 보이고 있다.

5) 식(3)의 칼만필터방식의 적용과정에 대한 보다 상세한 내용은 Reisen and Yêches(1991)를 참조하기 바람.

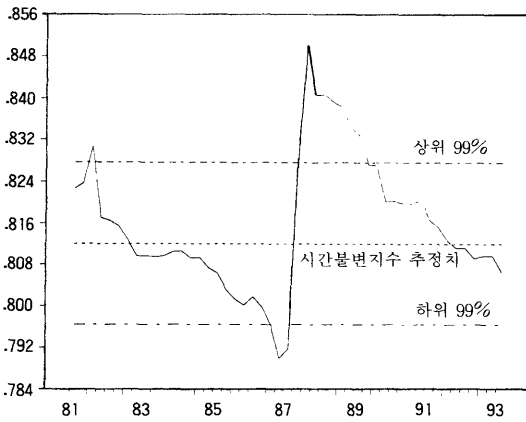
[圖 4] 韓國의 時間變動指數 推定值
(칼만필터方式)



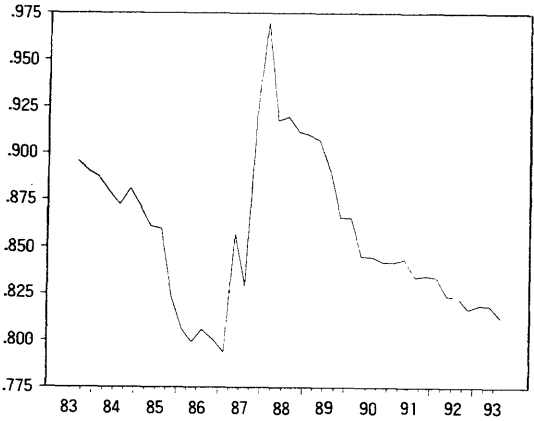
[圖 7] 韓國의 時間變動指數 推定值
(굴림식 回歸分析方法)



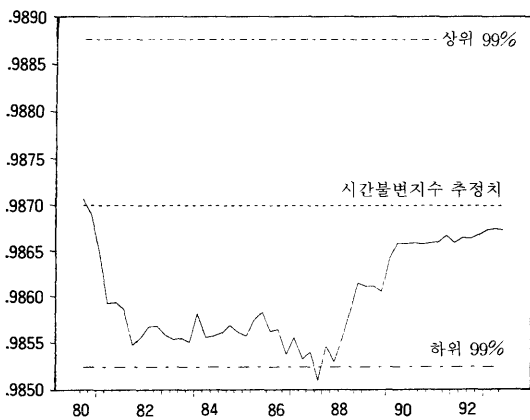
[圖 5] 臺灣의 時間變動指數 推定值
(칼만필터方式)



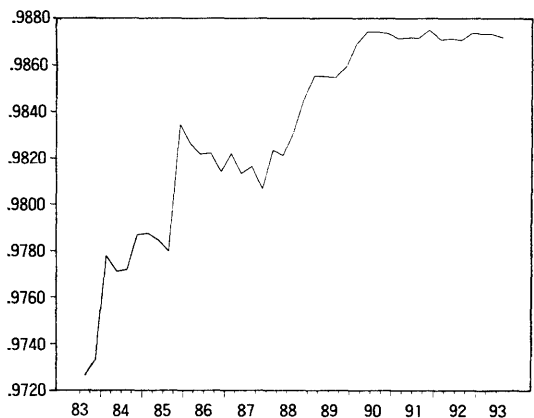
[圖 8] 臺灣의 時間變動指數 推定值
(굴림식 回歸分析方法)



[圖 6] 日本의 時間變動指數 推定值
(칼만필터方式)



[圖 9] 日本의 時間變動指數 推定值
(굴림식 回歸分析方法)



3. 要約 및 評價

이 章에서 제시된 결과들을 종합해 보면, 한국의 경우는 不變指數推定値로 평가해 볼 때 상당한 정도의 개방화에 이른 것으로 볼 수 있다. 칼만필터방식과 굴림식 회귀분석방법은 모두 80년대와 90년대초 중 자본거래 개방도가 꾸준히 증가하였음을 보여주고 있으며, 이러한 증가는 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 그러나 시간변동지수추정치들 모두가 1987~89년 기간동안 개방화의 상대적인 정체를 보여주고 있는데, 이 기간은 [圖 1]에 보인 바와 같이 위험불포함금리차가 크게 벌어지면서 동시에 <表 1-1>에 보인 바와 같이 무역액대비 자본거래액비중은 크게 늘어났던 기간으로서, 1987~89년 동안의 개방화의 정도를 측정함에 있어서 여러가지 측정방법들 사이에 불일치가 존재함을 알 수 있다. 그런데 식(3)에서의 ψ 에 대한 시간변동지수추정치는 위험불포함금리차를 계산하는 데 사용된 동일한 자료인 위험불포함패리티금리(R^*)에 결정적으로 의존하며

6) 이는 식(3)에서의 시간변동 ψ 는 주로 위험포함 혹은 위험불포함 금리차데이터에 수록된 정보를 반영한다는 것을 의미한다. 다른 말로 하면 파라미터 ψ 는 주로 이러한 금리차의 이미지를 반영한다는 것이며, 그렇기 때문에 자본흐름의 개방 정도에 대한 獨自의 정보를 제공하는 데는 어느 정도 제한적일 수밖에 없다는 것이다. 일본과 대만의 경우에도 추정된 ψ 의 추세와 금리차와의 관계는 역시 동일한 시사를 주고 있다.

또한 동 금리를 반영한다고 볼 수 있기 때문에, 결국은 위험불포함금리차에 의존하거나 이에 관련된 개방도 추정치는 1987~89년 기간중 개방화정도의 경미한 정체를 보여주고 있지만, 貿易額에 대한 자본거래액의 비율은 그 반대의 추세를 보여주고 있다고 해석할 수 있다.⁶⁾ 그러나 이런 짧은 기간 이후에는 모든 경우 개방화의 정도가 상승하는 추세를 보이고 있다.

한편 臺灣의 경우 1987년경 이후에 급격한 개방화의 증가를 경험했지만 그 추세는 1980년대 후반에 약간 감소한 것처럼 보인다. 일본의 경우는 자본계정의 개방정도가 1980년대 내내 높을 뿐만 아니라 증가세를 유지했으며, 또한 이러한 시간변화들은 통계적으로도 유의한 것으로 나타났다.

V. 資本去來 總流出入指數를 利用한 資本自由化程度 測定

危險資産의 賣買去來는 포트폴리오分散에 기여하고 전체적인 포트폴리오의 위험성도 감소시키는 데 기여한다. 만약 일정 수준의 위험을 부담함으로써 얻을 수 있는 수익률이 국가별로 다르다면 國際間的 金融資産去來는 모든 거래자들에게 이익이 되게 된다. 다시 말해서, 국제상품거래에 있어서와 마찬가지로 유사한 수준의 위험을 갖는 금융자산의 가격이 국가간에 서로

다르다면 이들 국가간의 金融資産의 賣買去來는 交易利得(trade gains)을 낳게 된다.

“危險이라는 요소를 국제자본거래 분석에 도입하는 것은, 資本流出入 자유화가 갖는 厚生增大效果를 기존의 投資增大效果와 분리해서 볼 수 있게 한다는 점에서 기존의 자본거래에 대한 전통적인 분석과 크게 다르다고 하겠다. 비록 資本流出入自由化에 의해 貯蓄과 投資의 총량은 영향을 받지 않는다 하더라도, 즉 민간자본계정이 자본의 유출입에 의해 정확하게 균형을 이루어 純貸借가 발생하지 않는다 하더라도, 개별 經濟主體들은 危險資産의 상호교역으로부터 利得을 볼 수도 있을 것이다. 더욱이 각 개인들이 위험에 대한 선호, 위험의 生産 및 評價 등의 차이를 기초로 金融資産 國際去來를 할 수 있도록 허용되어야 한다는 주장은, 財貨에 대한 국제교역을 자유롭게 허용해야 한다는 주장과 비슷한 것이다. 이는 아마도 資本市場의 개방을 주장하는 가장 강력한 논거라 할 것이다. (Hanson[1992])”

위에서 시사한 것처럼 자본이동에는 두 종류의 資本流出入이 있을 수 있다고 假定해 보자. 하나는 전통적으로 이해되어 온 것으로 超過貯蓄이나 超過投資現象과 같은 불균형을 보완하기 위해 일어나는 자본거래이고, 다른 하나는 危險資産을 거래함으로써 이득을 보기 위해 일어나는 자본거래

이다. 論議를 보다 간단하게 하기 위해, 만약 資本去來가 단지 前者의 類型으로만 구성되어 있다면 반드시 양 방향의 資本去來(two-way trade in capital)가 필요하지는 않을 것이다. 投資에 비해 부족한 저축분을 보완하기 위해서는 資本流入 한 방향만 있으면 될 것이고, 투자에 비해 貯蓄이 초과될 경우에는 단지 資本流出만 있으면 될 것이다. 그러나 두번째 유형의 資本流出入을 추가로 고려할 경우에는 궁극적으로 초과저축이나 투자규모를 반영하게 되는 순흐름의 규모는 일정하다 하더라도 자본유출입의 총규모는 이러한 두번째 유형의 자본거래가 증가함에 따라 증가하게 될 것이다. 따라서 다른 조건이 다 같다고 한다면, 상대적으로 더 큰 규모의 양 방향의 資本流出入은 두번째 유형의 資本流出入이 그만큼 더 활발하게 일어나고 있음을 나타내는 증거로 볼 수 있을 것이다.

이러한 시각에서, 여기서는 양 방향으로 진행되는 資本移動의 정도를 측정할 수 있는 資本去來 總流出入指數(Gross Flow Index of Capital Flow)라는 개념을 도입하고자 한다. 이 指數는 소위 產業內 貿易指數(intraindustry trade index)와 유사하게 양 방향으로의 資本去來의 중요성을 측정하는데, 다음과 같이 정의된다:

$$1 - \frac{|\text{순자본수지}|}{|\text{자본유입}| + |\text{자본유출}|}$$

만약 이 指數가 1에 가깝다면 이는 양

방향에서의 資本流出入의 총규모가 貯蓄과 投資의 균등화를 위해 필요한 純資本收支에 비해서 상대적으로 매우 크다는 것을 의미하게 된다. 이 경우에 우리는 資本流出入이 危險資産交易에 대한 誘引을 상대적으로 많이 반영한다고 해석한다. 이 경우에 있어서 資本計定은 단지 經常計定的 적자 혹은 흑자를 보완하는 수동적 기능 이상의 독자적 역할을 한다고 볼 수 있을 것이다. 다른 한편, 이 指數가 0에 가까운 값을 가짐으로써 자본거래의 성격이 한 방향만의 흐름을 강하게 나타내는 경우에는, 資本의 流出入은 경상계정의 상태를 상대적으로 많이 반영하면서, 國內投資에 대한 貯蓄의 부족을 보충하기 위한 자본도입이나 超過貯蓄의 對外投資를 위한 자본유출 필요성을 보다 많이 반영하게 될 것이다.⁷⁾

總資本計定, 포트폴리오投資, 外國人直接投資, 그리고 다른 여타의 자본흐름에 대해 각각 계산한 각국의 자본거래총유출입지수들을 <表 4>에, 그리고 한국과 일본의 경우의 연도별 지수들은 각각 <表 4-1>과 <表 4-2>에 보고하였다. 이 지수에 의하면 한국의 경우, 總資本計定과 포트폴리오投資의 흐름에 대한 지수는 아시아 開發途上國全體의 경우보다 훨씬 낮은 반면 外國人直接投資의 흐름에 대한 지수는 아

시아 전체의 경우보다 매우 높다는 것을 알 수 있다. 그러나 일본의 경우 모든 형태의 資本流出入에 대한 지수들이 모두 선진국가 전체의 경우보다 낮는데, 이는 貿易額에 대한 資本流出入額 비율은 <表 1>에서 보인 바와 같이 모든 경우에 선진국 전체보다 높다는 사실과 비교해 볼 때 흥미롭다 할 것이다. 특히 日本의 外國人直接投資에 대한 지수는 韓國보다도 훨씬 낮게 나타나고 있다.

요약하자면, 韓國의 資本流出入의 開放程度는 <表 1>을 통해서 알 수 있는 바와 같이 對外貿易去來對比 자본거래량의 중요성으로 測定하든지 혹은 <表 4>나 <表 4-1>에서 보인 바와 같이 資本流出入 중에서 위험자산교역비중지수, 즉 자본거래총유출입지수로 測定하든지간에 상대적으로 낮은 것처럼 보인다. 그러나 자본거래총유출입지수, 특히 外國人直接投資에 관한 총유출입지수는 아시아 경쟁국보다 더 높게 나타나고 있다.

그러나 日本의 경우는 반대로 나타나고 있다. 포트폴리오投資와 外國人直接投資의 총유출입지수는 1980년대 이후 크게 증가하지 않았으며 선진국 전체보다도 낮다. 하지만 <表 1>에서 볼 수 있듯이 무역규모에 대한 資本去來의 비율은 그 반대의 추세를 보이고 있다. 이는 비록 일본의 경우 대외거래에서 總資本去來가 차지하는 비중은 높지만 자본유출입의 성격은 상대적으로 經常收支黑字를 수동적으로 반영하고

7) Gros(1992)는 이 지수를 EC국가들의 자본통계의 유효성을 측정하는 데 사용한 바가 있다. 그러나 그는 이 지수가 위험자산간의 거래를 반영하는 자본이동의 정도를 측정하는 데 보다 유용할 수 있다는 점을 충분히 인식하지 못하고 있다.

〈表 4〉 資本去來量總流出入指數

	總資本計定				포트폴리오投資				外國人直接投資			
	1981 ~85	1986 ~90	1991 ~92	1981 ~92	1981 ~85	1986 ~90	1991 ~92	1981 ~92	1981 ~85	1986 ~90	1991 ~92	1981 ~92
先進國	0.97	0.97	0.95	0.97	0.93	0.96	0.91	0.94	0.90	0.88	0.78	0.87
美國	0.64	0.61	0.70	0.64	0.59	0.23	0.89	0.49	0.35	0.63	0.52	0.49
日本	0.71	0.87	0.18	0.69	0.67	0.44	0.56	0.56	0.13	0.04	0.18	0.10
獨逸	0.81	0.59	0.91	0.73	0.77	0.64	0.60	0.68	0.37	0.35	0.55	0.39
아시아 (開途國)	0.83	0.87	0.90	0.86	0.06	0.52	0.62	0.34	0.16	0.53	0.44	0.36
韓國	0.37	0.10	0.72	0.32	0	0.17	0.02	0.07	0.54	0.53	0.80	0.58
싱가포르	0.84	0.92	0.89	0.88	0.38	0.41	0.33	0.38	0.16	0.26	0.40	0.24
인도네시아	0.14	0.28	0.42	0.25	0	0	0	0	0	0	0	0

資料 : IMF, *Balance of Payments Statistics*, Vol. 38, 44; *Yearbook*, part 2, 1987, 1993.

〈表 4-1〉 韓國의 資本去來總流出入指數 推移

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
총자본계정	0.14	0.35	0.33	0.37	0.64	0	0	0	0	0.52	0.63	0.81
포트폴리오투자	0	0	0	0	0	0	0	0	0.67	0.18	0.02	0.01
외국인직접투자	0.59	0.64	0.71	0.50	0.25	0.40	0.47	0.30	0.57	0.93	0.90	0.69

資料 : IMF, *Balance of Payments Statistics*, Vol. 38, 44; *Yearbook*, part 2, 1987, 1993.

〈表 4-2〉 日本의 資本去來總流出入指數 推移

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
총자본계정	0.93	0.69	0.67	0.60	0.67	0.77	0.83	0.86	0.94	0.95	0.37	0
포트폴리오투자	0.70	0.95	0.90	0.36	0.46	0	0	0.57	0.83	0.78	0.81	0.32
외국인직접투자	0.07	0.18	0.20	0	0.18	0.03	0.11	0	0	0.07	0.09	0.27

資料 : IMF, *Balance of Payments Statistics*, Vol. 38, 44; *Yearbook*, part 2, 1987, 1993.

있으며, 경상수지의 흐름과는 독립된 위험 자산교역을 위한 자본거래동기에 의한 자본이동의 성격은 상대적으로 약했음을 의미하는 것으로 볼 수 있다. 이러한 해석에 따르면 日本의 資本去來開放程度는 모든 측정방법의 경우 대체로 높게 나오지만 실제내용면에서는 다소 제한적이었던 것처럼 보인다.

VI. 맺음말

이상의 분석을 통해서 보면 韓國의 資本移動性 혹은 資本自由化 정도는 전체적인 추세로 보면 1980년대 초에서 1990년대 초에 걸쳐 점진적으로 증가해 왔으나 80년대 후반중에는 다소간의 정체기가 있었던 것으로 관찰되며, 비록 日本보다는 낮지만 臺灣보다는 높은 상태를 유지하고 있다고 결론지을 수 있을 것이다. 日本의 경우는 여러가지 지표들이 1980년대중 비록 높은 資本移動性을 보여주고 있기는 하였지만 자본거래총유출입지수를 통해서 보면 실질적

인 資本移動性은 상대적으로 제한되어 있었던 것으로 평가된다.

주지하는 바와 같이 실질적인 資本去來自由化의 정도를 측정하고자 하는 이러한 노력은 경제적 중요성에도 불구하고 아직도 초보단계에 머물러 있다. 그러나 앞으로 자본시장의 개방에 대한 협상이나 논의에 있어서는 지금까지와 같은 형식적인 규제현황에 대한 논의가 아니라 보다 실질적인 자본이동성의 정도를 가지고 자본시장의 개방여부문제가 토의될 수 있어야 한다는 의미에서 여기서 제시한 방법들이 아직도 개선의 여지가 많지만 앞으로 資本市場開放論議의 수준을 높이는 데 기여할 수 있기를 바란다. 그리고 앞으로의 연구방향과 관련해서는 第V章에서 제시한 資本計定을 보는 새로운 시각과 그에 기초한 자본거래총유출입지수에 대한 독자들의 특별한 관심을 환기시키고자 한다. 앞으로 자본거래의 내역이 보다 다양해짐에 따라 細部個別去來項目別 자본유출입자료를 기초로 한 동 지수가 자본거래자유화정도의 중요한 척도로 사용될 수 있으리라 생각되기 때문이다.

▷ 參 考 文 獻 ◁

Edwards, Sebastian and Mohsin S. Khan, "Interest Rate Determination

in Developing Countries: A Conceptual Framework," *IMF Staff Papers*,

- 32(3), 1985, pp. 377~403.
- Frankel, Jeffrey A., *Quantifying International Capital Mobility in the 1990s*, NBER Working Paper No.2856, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, February 1989.
- Gros, Daniel, "Capital Controls and Capital Market Liberalization in Southern Europe," Paper Presented at a Joint Seminar on Monetary and Financial Policy Reform Held by KDI and Friedrich Ebert Stiftung, May 27~28, 1992.
- Hanson, James A., "An Open Capital Account: A Brief Survey of the Issues and the Results," Paper Presented at the Conference on the Impact of Financial Reform Held at the World Bank, Washington, D. C., April 2~3, 1992.
- Haque, Nadeem U. and Peter Montiel, *Capital Mobility in Developing Countries - Some Empirical Tests*, IMF Working Paper, WP/90/117, Washington, D. C. : International Monetary Fund, 1990.
- Ito, Takatoshi, *Capital Controls and Covered Interest Parity Between the Yen and the Dollar*, NBER Reprint No. 897, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 1986.
- Jwa, Sung Hee, "Capital Mobility in Korea since the Early 1980s.: Comparison with Japan and Taiwan," Takatoshi Ito and Anne O. Krueger(eds.), *Macro Economic Linkage*, NBER East Asia Seminar on Economics, Vol.3, 1994.
- OECD(Organisation for Economic Cooperation and Development), *Liberalization of Capital Movements and Financial Services in the OECD Area*, Paris: Organisation for Economic Cooperation and Development, 1990.
- Reisen, Helmut and Helen Yèches, *Time-varying Estimates on the Openness of the Capital Account in Korea and Taiwan*, Technical Papers No. 42, Paris: Organisation for Economic Cooperation and Development, 1991.

〈附表〉 變數의 定義 및 測定方法

변수명	정의 및 측정방법
M_t	· M_2 통화량(평균)
P_t	· 소비자물가지수
y_t	· 실질GNP
PC_t	· 민간자본거래량
R_t	· 국내명목금리 : 한국의 경우는 회사채수익률, 대만의 경우는 할인율(discount rate), 그리고 일본의 경우는 단기성 은행간예금금리
R'_t	· 민간자본거래가 완전히 차단되었을 경우의 국내시장금리
R^*_t	· 위험불포함패리티금리 : 한국과 대만의 경우는 LIBOR달러예금금리(3개월) + 실제환율절하율 · 위험포함패리티금리 : 일본의 경우는 LIBOR엔예금금리(3개월)