

國際金融市場構造에 對한 考察

關 相 基*

<目 次>

- | | |
|--------------------------------------|-------------------|
| I. 國際金融市場의 構造 | 1. 假定の 展開 |
| 1. 直接金融과 間接金融 | (A) 美國內의 金融여건 變動 |
| 2. 國內市場과 國際市場 | (B) 美國外의 金融여건 變動 |
| 3. 域內市場과 域外市場 | (C) 美國內의 金融業務의 |
| II. 유로달러 市場의 分析方法論 | 1. 利益率의 變動 |
| III. 유로달러 市場과 미국 國內市
場의 利率의 關係 | 2. 實證的 考察 |
| IV. 유로달러 市場과 미국 國內市
場의 利率差異의 決定要因 | V. 유로달러 市場의 장래 |
| | M. 國際金融市場에서의 借款政策 |

I. 國際金融市場의 構造

現在의 國際金融市場의 구조를 간단하게 그림으로 나타내면 다음과 같다.¹⁾

<그림 1>

	國內市場	國際 域內 ²⁾	市場 域外
直接金融	債 權	外國債權市場	유로달러 金融市場
間接金融	國內銀行與信	國際興信市場	유로달러 金融市場

*서울대학교 經營大學 助教授

1) Adapted from G. Dufey and I. H. Giddy. The International Money Market [Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1978], Chag1.

2) 域內外的 面分은 興信의 通貨單位에 依한 것으로 債權이나 金融의 通貨單位가 當該

64 閔相基

위 그림에 잘 나타나 있듯이 國際金融市場 決定에는 다음과 같은 세가지의 側面을 考慮해야 한다.

첫째는 直接金融과 間接金融의 比較, 둘째는 國內市場과 國際市場의 比較, 셋째 國際市場으로 決定되었을 때 域內市場과 域外市場의 比較 等이다.

1.1 直接金融과 間接金融

債權을 發行하여 資本供給者들로부터 直接金融을 얻을 것인가 아니면 銀行의 仲介業務를 통한 間接金融을 擇할 것인가는 大部分 資金需要期間에 따라 決定되는 경우가 많다. 即 5年 以上 長期間 동안 固定利率의 資金을 얻으려면 대개 債權市場에서만 가능하기 때문이다. 그리고 國際金融市場에서는 資本供給者와 需要者間의 親密度가 매우 낮기 때문에 債權發行에 있어서도 危險負擔 프리미엄이 높아져 오히려 전문적 仲介機關인 銀行을 통한 間接金融보다 利率이 높을 경우도 許多하다. 이러한 理由로 國際市場 特히 域外市場에서는 銀行을 통한 間接金融의 比重이 훨씬 큰데, 예를 들면 1976年度 域外市場에서의 債權發行이 145億 달러인데 반해 間接金融은 3110億달러로 20배가 넘는 實情이다³⁾.

1.2 國內市場과 國際市場

어느 나라 企業이든지 資金이 必要할 때 第一 먼저 接觸하는 곳은 國內 資金市場이다. 가장 큰 理由로는 銀行과의 긴밀한 關係와 與信의 用易性을 들 수 있으나, 經濟開發途上國과 같은 나라에서는 國際金融市場보다 利率이 높을 뿐 아니라 資金規模가 大單位일 때는 國內市場이 깊지 못하기 때문에 受容할 수 없는 경우가 許多하여 國際市場에 依存하게 된다. 先進國과 같이 自國內金融市場의 利率이 國際市場보다 높지 않으며 또한 市場의 깊이가 있을 때에도 國際市場으로 가는 경우가 많은데 그 理由는 차후에 說明할 域外市場의 效率性 以外에도 換危險의 極小化를 爲한 資本流入의 通貨 分散에 있다. 即 換危險을 極小化하기 위해서는 收入源의 通貨와 負債의 通貨가 一致되어야 하는데 多國籍企業의 경우 收入源의 一部가 불란서 프랑이라면 資本流入의 一部도 불란서 프랑으로 通貨單位

國家와 同一할 때에는 域內金融이며 相異할 경우 域外金融이 된다.

3) Morgan Guaranty Trust Co., World Financial Markets (monthly) and Bank for International Settlement, Quarterly press Release. 자료는 銀行間 去來額을 金 額 印

를 맞추어야 하기 때문에 母會社가 美國에 있는 경우라도 美國 國內市場에서는 달러란 通貨單位로 밖에 資本流入이 되지 않으므로 國際市場에 依存하게 된다.

1.3. 域內市場과 域外市場

資金源으로서 決定되고 換危險 極小化를 爲한 通貨의 選擇이 되었을 때 1960年 以前까지는 대체로 그 通貨를 法貨로 通用하고 있는 國家의 金融市場에서 與信을 求하였다. 가령 달러로 借款을 할 때에는 美國金融市場을 利用했던 것이다. 그런데 1960年代 以後 域外市場이 發達되어감으로써 달러로 借款을 하더라도 꼭 美國金融市場을 갈 必要가 없게 되었으며 事實 1964년에 140億 달러에 불과하던 美國달러의 域外市場(유로달러市場)이 1976年 3,110億 달러의 與信規模로 成長했을 뿐 아니라 우리나라도 現在 달러 借款을 美國으로부터가 아니라 런던, 싱가포르, 홍콩 등의 域外市場으로부터 빌려오고 있다.

域外市場에는 그림 1에서 보는 바와 같이 유로 債權市場과 유로 金融市場이 있으나 本稿에서는 서술의 편의상 유로 債權市場의 논의는 省略하며 유로金融市場論義에서도 그 範圍를 유로金融市場의 70% 以上을 차지하는 유로달러 市場의 分析에 限한다.

II. 유로달러市場의 分析方法論

유로달러市場의 生成動機, 成長要因 및 그 市場에서의 利率決定等の 分析을 爲해서는 유로달러 市場을 보는 觀點의 正立이 절대 必要하다.

지난 10年동안 놀라운 成長을 한 유로달러 市場에 關한 수 많은 著作과 論文들 中에는 유로달러 市場이 진정한 意味에서의 “國際金融” 市場이며 그러므로 世界的인 資金의 要素와 供給에 依해서 그 利率이 決定된다고 생각하여 유로달러 市場의 獨立的인 需要 供給函數를 求할려는 努力들이 많이 있었다⁴⁾. 그러나 이러한 文獻들의 유로달러 市場의 分析方法은 유로달러 市場의 根本의 特性, 卽 유로달러 市場은 全體 달러 通貨單位 金

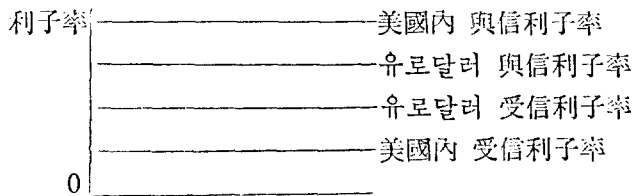
4) 代表的인 例로, Victor Argy and Zoran Hodjera, "Financial Integration and Interest Linkages in Industrial Countries, 1958-71," International Monetary Fund Staff papers (march 1973) 1-73.; Rodney A Mills, "Structural change in the Eurodollar Market: Evidence from a Two-Equation Model," Discussion paper #33, Board of Governors of the Federal Reserve System (Nov., 1973)

融市場의 一部이며 또한 域外市場으로서 不斷히 美國內 金融市場과 競爭 狀態에 있다는 點을 輕視하고 있다. 다시 말해서 유로달러 市場의 通貨單位는 分明코 法貨的인 側面에서 볼 때 美國달러이며 同一한 法貨를 通貨單位로 하는 美國金融市場과는 仲介(Arbitrage)라는 活動에 依하여 不斷히 연결되어 있어 달러라는 通貨全體에 대한 需要와 供給은 있을지언정 그 一部인 유로달러 市場自體의 需要供給을 따진다는 것은 仲介業界의 實存을 無視하는 것이다. 事實 유로달러 市場을 美國金融市場과 分離하여 分析하는 것은 1974年 1月까지 美國政府가 資本統制로 海外로 資本流出을 抑制했기 때문에 생긴 慣性이라 하겠으나 資本統制가 없는 지금 이의 脫皮가 절대적으로 要請되는 것이다.

Ⅲ. 유로달러市場과 미국 國內市場間 利率의 關係

根本的으로 달러 通貨單位의 與信 및 受信의 當然히 第一 重要한 市場은 美國(域內) 金融市場이며 이와 競爭하여 유로달러 市場(域外)이 生存하기 爲하여는 유로달러 市場이 美國內金融市場보다 獨特한 比較優位를 가져야 하는데 國際金融市場에서 比較優位라는 것은 主로 金融에 對한 利率의 側面으로 集中된다. 다시 말해서 달러의 當然하고 第一 큰 國內金融市場과 競爭하게 위해서는 유로달러 市場에서는 그 與信利率은 美國內 相對與信率보다 높아서는 안되며 또한 受信利率은 美國內相對受信利率보다 낮아서는 안된다는 것이다(그림 2).

그림 2. 理論的 유로달러 利率의 上限 및 下限



만약 유로달러의 與信利率이 美國內相對與信利率보다 높을 때에는 모든 달러 通貨與信業務는 美國內金融市場에서 이루어질 것이며 또한 만약 유로달러의 受信利率이 美國內相對受信利率보다 낮을 경우에는 모든 달러 通貨受信業務는 美國內 金融市場에서 이루어질 것이므로 유로달러 市場의 存在價値가 없어지는 것이다.

實際로 1974年 1月부터 1975年の 美國 및 유로달러 市場의 利率을

圖表로 그리면 (그림 3) 美國의 與信 및 受信利子率이 유로달러 市場의 利子率의 上限 및 下限이 되고 있음을 잘 알수 있다. 단지 1974年 5月부터 8月 사이에 유로달러 與信利子率이 美國內與信利子率을 上廻하는 例外를 나타내고 있지만 이는 그 當時 獨逸에 있는 유로 銀行인 Herstatt 銀行의 破産以後의 충격으로 보이며 곧 다시 유로달러 與信利子率이 美國內 與信利子率보다 낮게 떨어지는 것을 보여 주고 있다. 與信利子率로는 美國內 市場보다 낮고 受信利子率로는 美國內 市場 보다 높아야 한다는 것은 다시 말하면 유로달러 市場의 仲介利益의 幅이 미국 市場의 仲介利益의 幅보다 적다는 意味가 되는데 美國內銀行들과 같이 역시 利潤을 追求하는 유로 銀行들이 어찌해서 이렇게 작은 利益幅으로 견딜 수 있는가? 이에 對해서는 아래와 같은 理由等을 들 수 있으며 또한 이러한 理由들이 바로 유로달러 市場의 生成 및 지속적인 成長의 根本的인 要因이라는 것이다.

1. 유로銀行들은 定期豫金들에 對해 強制的으로 支拂準備金을 들 必要가 없다.
2. 유로銀行들은 豫金保險等의 半強制的인 經費를 支出할 必要가 없다.
3. 유로銀行들은 世界 어느 國家이든간에 稅率이 낮은 곳을 찾아 定着할 수 있다.
4. 유로달러市場의 與受信은 大單位의 都賣行爲이다.
5. 유로銀行은 國內銀行과는 달리 資產 포트폴리오 作成에 對해 政府의 問涉을 받지 않는다.
6. 유로 銀行은 利子率第定에 對한 制限等을 받지 않는다.

위에서 列擧한 6가지의 理由를 살펴보면 유로銀行이 域外에 있으므로 해서 어느 特定한 國家의 統制를 받지 않으므로 해서 생기는 仲介費의 節約 또는 資產포트폴리오에서의 보다 큰 利益等을 얻을 수 있다는 것이다. 유로달러 市場의 仲介利益幅이 적은 또 하나의 重要한 理由는 美國銀行들이 까다로운 美政府의 銀行設立許可規則에 依해 保護받고 있는 反面 유로달러 市場에는 아무 銀行이나 介入할 수 있기 때문에 競爭이 훨씬 극심하다는 것이다.

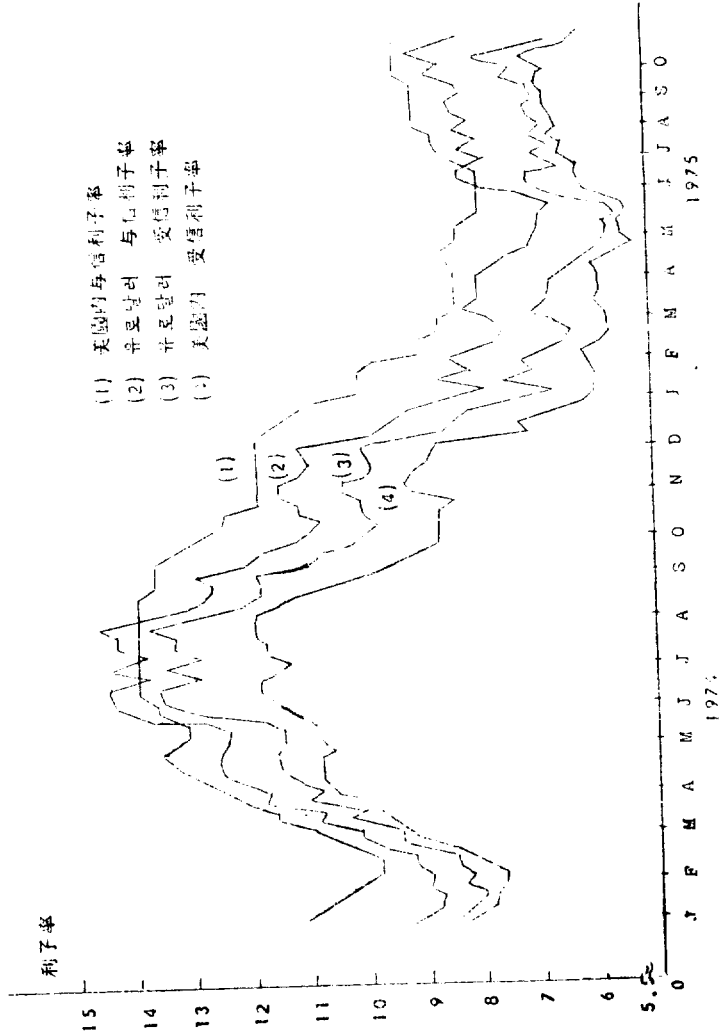


그림3 美國 및 유로달러 市場의 利率率

IV. 유로달러市場과 미국國內市場의 利率差異의 決定要因

4. 1 假定の 展開

그림 3에서 우리는 美國의 與受信利率이 유로달러 利率의 上下限이 된다는 것을 實際적으로 보았다. 그러나 또한 그림 3에서 우리는 美國 및 유로달러의 與信利率間의 差異나 受信利率間의 差異가 一定하지 않고 變動한다는 事實을 發見할 수 있다. 卽 1974年 1月부터 1975年 10月까지 93주일間 두 市場間의 與信利率의 差異는 最低 -0.698%, (卽 유로달러 與信利率이 더 높음)부터 最高 2.934%까지 變動하고 있으며 그 平均値는 0.95%였다(그림 4). 同期間동안 두 市場間의 受信利率의 差異는 最低 0%, (卽 兩受信利率이 同一함)으로부터 最高 2.19%까지의 진폭을 나타내었고 그 平均値는 0.83%였었다(그림 5).

元來 유로달러 市場의 生成動機 및 成長 原因이 美政府의 간섭으로 인한 美國內金融市場의 非効率性에 基因한 것이며 이에 또한 두 市場의 利率差異의 變動 역시 두 市場間의 構造的 差異에 基因된다고 생각한다. 다시 말해서 國內金融市場으로서는 美國金融市場이 가장 完全競争에 가까운 効率的 運營을 하고 있는 것은 事實이나 美國金融市場 역시 美政府로부터의 많은 統制와 保護를 받고 있어 유로달러市場보다는 完全競争에 가깝지 못한 形편이다. 卽 市場에서 資金이 탈릴 때 美國內銀行들이 Regulation에 의해서 受信利率을 마음대로 올릴 수 없다든지, 또는 與信利率을 올리기 보다는 與信條件의 強化 및 與信對象者의 選好等의 物量的 調節에 依存한다든지 하는 것은 完全競争下에서의 銀行의 業務라고는 볼 수 없으며 또한 이러한 金融機關의 非効率性은 美政府의 새로운 銀行 개설에 對한 制約等으로 保護를 받고 있는 것이다. 이와 反對로 유로달러市場은 누구나 유로달러 業務에 介入할 수 있으므로 相對적으로 훨씬 完全競争에 가깝고 또한 與受信利率第定에 아무런 統制를 받지 않으므로 날마다 變하는 世界의 金融與件들이 유로달러 利率에 影響을 미치고 있어 두 市場의 利率의 上下限이 된다는 데 두리안에서 仔細히 진폭을 이루고 있는 것이다.

두 市場間의 利率差異의 變動이 金融市場의 어떤 變動에 對應하는 두 市場의 構造的 差異에 基因한다는 것을 實證하기 爲해 本稿에서는 金融市場 內外의 與件變動의 Proxy 變數로 셋을 잡았는데;

70 関相基

그림 4 與信利率 差異의 分布

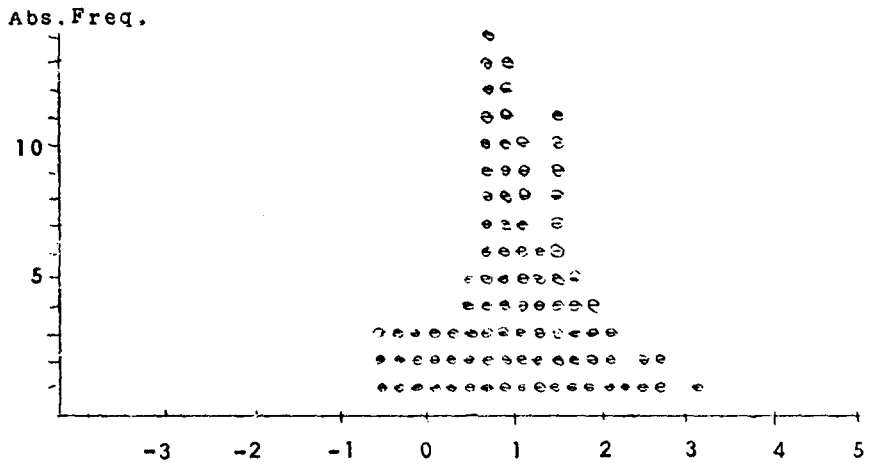
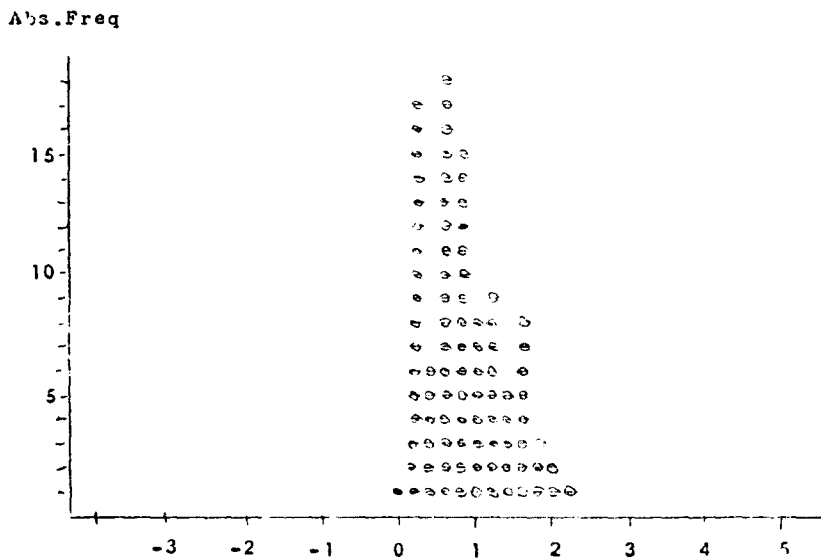


그림 5 受信利率 差異의 分布



첫째는 美國內의 金融여건 變動, 둘째는 美國外의 金融與件變動과 셋째로는 美國內의 金融業務의 利子率의 變動이다.

(a) 美國內의 金融與件變動

景氣의 回復等으로 美國에서 달러 通貨資金需要가 自發적으로 膨脹한 反面 美中央銀行(Federal Reserve System)에 이에 相當하는 달러 通貨를 增加시키지 않을 때는 一般적으로 달러 通貨에 대해 需要가 供給을 超過하는 경우가 생긴다. 이러한 不均衡 狀態에서 資金需要와 供給의 새로운 均衡點을 찾기 위해서는 金融機關에서는 當然히 受信利子率과 與信利子率을 올려야 하겠으나 美國內의 金融機關은 이러한 利子率調整에 민감하지 못하다. 卽 受信利子率 面에서는 Regulation Q란 受信利子率 上限線 때문에 마음대로 올리지 못하며 與信利子率의 지침이 되는 Prime Rate도 政治的 効果 때문에 그 調整이 迅速하지 못한 形편이다. 反面 아무런 制限을 받지 아니하는 尤로달러 市場에서는 조그마한 金融市場의 여건 變化도 尤로달러 與信利子率에 미치기 때문에 만약 달러자금의 需要가 供給을 超過하는 一時的 不均衡에도 與受信利子率은 上昇한다. 結果적으로 달러 資金의 需要가 急増할 때는 두 市場의 與信利子率의 異差는 줄어들고 受信利子率의 差異는 늘게되며 反面, 달러 資金의 수요가 떨어질 때에는 反對 現象이 일어날 것이다. 이러한 家定의 實際的 調査를 爲해서는 달러 資金受要 供給狀態 變動의 Proxy 變數로 Federal Fund 利子變動을 使用하였다.

(b) 美國外의 金融與件 變動

近來에 와서는 어느 特定한 國家에의 企業이 資金이 必要할 때 그 特定 國家의 金融市場에서만 資金을 求하지는 않는다는 것은 前記한 그림 1을 봐서도 明確한 事實이다. 그러므로 달러 資金의 需要와 供給은 달러를 法貨로 쓰고 있는 美國內 金融與件의 變動에서만 影響을 받는게 아니라 美國外의 獨逸, 英國, 日本 等 國家의 金融여건 變動에서도 影響을 받는다. 例를 들어 獨逸에서 資金의 需要가 늘어나 DM의 利子率이 오르면 달러 資金의 需要가 相對적으로 늘어날 것이다. 달러 資金에 대한 非居住人의 需要는 美國內金融市場과 尤로달러 市場에 同一하게 影響을 미치지만 前記한 바와 같이 美國內 金融機關에서는 利子率調整이 尤로 銀行들보다 敏感하지 못하기 때문에 두 市場間의 利子率의 差異는 變動을 일으키는 것이다. 다시 말해서 다른 通貨資金에 對比해서 달러 資金需要가 높아지면 美國과 尤로달러 市場間의 與信利子率의 差異는 줄고 受信利子率 差異는 늘게되며 反面 다른 通貨資金에 對比하여 달러자금 需要가 줄어들면 두 市場間의 利子率差異도 反對現象을 가져오는 것이다.

上記한 假定을 實證하기 爲하여는 어느 時點에서 投資家나 資金需要者가 다른 通貨資金보다 달러 通貨資金을 選好하는가를 밝혀야 하는데 여기에 많은 問題點이 있다. 常例的으로는 通貨의 選好는 先物換의 Premium과 두 通貨資金의 利子率을 比較하여 그 差異에 따라 決定된다고 하는데

$$\frac{DH. \$ - {}^sDM. \$}{{}^sDM. \$} > (\$i - DMi) \dots\dots\dots(1)$$

${}^FDM. \$$: DM과 \$의 先物換率

${}^sDM. \$$: DM과 \$의 現在換率

DMi : DM利子率

$\$i$: \$利子率

即 위의 不等式에서 DM과 \$와의 關係에서 DM에 對한 先物換의 Premium이 DM과 \$의 利子率의 差異보다 클 때는 投資家は DM을 選好하며 資金需要家は \$를 擇한다고 한다. 그러나 近間의 많은 論文에서는 實際國際金融市場에서는 先物質의 Premium과 두 通貨資金의 利子率 差異는 언제나 同一하며 어느 한 調査時點에서도 不等을 이루는 不均衡을 찾아볼 수 없다는게 實證되었으며 實際로 銀行들의 國際業務를 관찰하면 그들의 利子率 仲介業務(interest arbitrage)가 무섭도록 發達되어 있어 조금이라도 市場의 不均衡을 그냥 넘겨버리지 않은 실정이다. 이러한 問題點들을 감안하여 本稿에서는 投資家 및 資金需要家の 通貨選好를 前記한 事前的 指數에 依持하지 않고 通貨選好에 隨伴되는 國際資本移動統計에서 事前的으로 間接方式을 擇하기로 하였다. 또한 資料蒐集上의 問題로 國際資本 動移中 獨逸의 資本移動統計만을 分析하였는데 가령 獨逸의 斷期資本이 純輸入狀態에 있을 때는 資金需要者들이 달러 通貨資金을 選好한 結果로 간주하였으며 이는 또한 美國과 유로달러 市場의 與信利子率의 差異를 줄이며 受信利子率의 差異를 크게 하는 效果를 가져올 것이다.

(c) 美國內의 金融業務의 利益率의 變動

달러 通貨資金의 自生的 需要供給의 變化以外에도 美國內에서의 金融機關의 金融業務의 利益率은 美府의 金融機關統制方法의 強化로 因하여도 많은 影響을 받는다. 가령 支拂準備率의 變更, Regulation Q의 變更, 銀行設置法의 變更 등은 金融機關間의 競爭狀態에 影響을 미쳐 金融業務의 利益率에 影響을 미치는 것이다. 이와 反面, 유로 銀行은 이러한 變化에 對하여는 金融業務의 利益率이 影響을 받지 않을 것이다.

그러므로 만일 美國의 金融機關의 利益率이 美政府의 金融機關統制方式

의 變化로 올라갔을 때는 金融機關의 利益率을 與信利率과 受信利率의 差異로 定義를 내릴 때 유로 달러 利率의 上限과 下限의 幅이 넓어짐을 意味하게 된다. 여기에 또한 유로 銀行의 利益率이 金融機關統制方法에 影響을 받지 않고 變動이 없으니까 美國의 金融機關利益率이 올라가면 美國과 유로달러 市場의 與信利率의 差異의 幅은 넓어지게 된다.

이제 金融市場內外的 여건 變動의 셋 Proxy變數와 美國과 유로달러 市場의 利率의 差異의 變動을 公式으로 表現하면 아래와 같이 나타낼 수 있겠다.

$$R_L^{US} - R_L^{ES} = f_1(R_{FF}, NGSTC, (R_L^{US} - R_C^{US})) \dots\dots\dots(2)$$

$$R_D^{ES} - R_D^{US} = f_2(R_{FF}, NGSTC, (R_L^{US} - R_D^{US})) \dots\dots\dots(3)$$

- R_L^{US} : 美國金融市場에서의 與信利率
- R_D^{US} : 美國金融市場에서의 受信利率
- R_D^{ES} : 유로달러 市場에서의 與信利率
- D_L^{ES} : 유로달러 市場에서의 受信利率
- R_{FF} : Federal 利率
- NGSTC: Net German Short Term Capital Movement

공식 (2) (3)의 獨立變數들 위에 부호들은 전술한 假定展開과정에서 豫상되는 함수관계를 나타내고 있다.

4. 2. 實證的 考察

上記한 假定을 實證的으로 調査하기 위하여 本稿에서는 回歸分析方法을 擇했는데 1974年 1月부터 1975年 7月까지의 月別資料들을 대상으로 한 結果는 다음과 같다.

(a) 美國과 유로달러市과의 與信利率의 差異

$$R_L^{US} - R_L^{ES} = -0.451 + 0.726(R_L^{US} - R_D^{US}) - 0.075R_{FF} + 0.224 NGSTC \dots\dots\dots(4)$$

(-2.28) (6.95)
(-2.28) (1.33)

$R^2=0.78805$ $SE=0.36015$ $DW=1.6956$

(b) 美國과 유로달러 市場의 受信利子率의 差異

$$R^D - R^D = -0.646 + 0.202(R^L - R^D) + \frac{0.122}{(4.74)} R_{FF} - \frac{0.182}{(-1.38)} \text{NGSTC} \dots\dots\dots(5)$$

R²=0.96566 SE=0.28260 DW=2.2762

위의 實證的 結果에서 우리는 첫째 美國과 유로달러 市場의 利子率의 差異의 變動에 對한 우리의 假定들이 函數的 關係에서는 證有이 되고 있음을 알 수 있다. 卽 두 市場間의 受信利子率이 Federal Fund 利子率과는 逆函數關係를 나타내고 있으며 美國 金融機關의 利益率과 獨逸純單期資金流入現況과는 같은 方向으로 나간다는 假定과 一致되고 있으며 反面 두 市場間의 受信利子率의 差異는 Federal Fund 利子率과 美國金融機關利子率과 같은 方向으로 움직이며 獨逸의 純單期資金流入과는 逆函數의 關係를 나타내고 있다. 이러한 獨立變數의 函數關係外에 위의 調查結果는 또 하나의 重要한 點을 보여주고 있는데 그것은 美國과 유로달러 市場의 利子率의 差異가 美國內의 金融內外的인 變數에 依해서 더 많은 影響을 받고 美國外의 金融 여건 變數인 獨逸의 純單期資本流入과는 關係가 弱하다는 點이다. 다시 말해서 美國內의 金融內外的인 變數인 Federal Fund 利子率과 金融機關의 利子率에 對한 t statistics는 모두가 2를 넘어 95%의 信賴性을 보이는 反面 美國外의 金融여건 變數는 t statistics가 1.5를 下廻하여 信賴性이 매우 强하게 나타나고 있는 것이다. 유로달러 市場의 生成動機 및 成長要因自體가 美國政府에 對한 美國內金融機關에 對한 統制때문에 일어나는 非効率性에 基因한다는 事實을 상기할 때 美國과 유로달러 市場의 利子率의 差異도 美國內의 金融內外的인 여건變動에 보다 큰 影響을 받는다는 것은 오히려 當然한 歸結이 있겠으나 유로달러 市場의 모든 면에서 美國의 金融市場의 동향이 미치는 點이 크다는 點을 다시금 強調해 주는 事實이라 하겠다

V. 유로달러市場의 將來

美國內의 支拂準備率制, Regulation Q. 貯蓄에 對한 再保險要求, 새로운 銀行設立에 對한 制限들이 유로달러市場의 成長要因이 된다는 것은 前速한 바 있다. 그러나 美國內의 이러한 金融機關에 對한 統制가 꼭 나쁘다

는 意味는 絶대 아니다. 卽 支拂準備率制는 公開市場操作政策과 함께 重要한 國內通貨量조절의 한 手段으로 쓰이며 貯蓄再保險이나 銀行說立에 대한 制限等은 國內財務構造의 安定을 爲하여 어찌면 꼭 必要한 措置일지도 모른다.

또한 유로달러市場이 存在한다고 해서 美國에게 나쁜 影響을 미친다고 생각해도 안된다. 1969년부터 1971년까지 美國金融機關에서 美國市場과 유로달러市場의 銀行 사이로 달러通貨資金을 마음대로 移轉하여서 美國國際收支에 많은 影響을 미쳤다는 것은 事實 國際收支計算에 對한 定義에 대한 問題點을 霧出し킨 것이지 유로달러市場 때문에 일어난 問題는 아니다⁵⁾

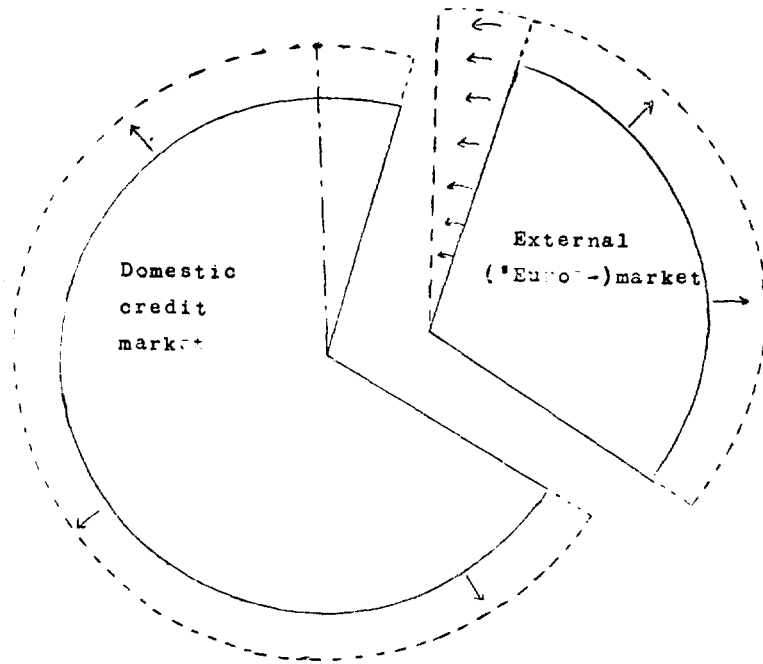
또한 유로銀行들이 存在하는 나라의 立場에서 보더라도 유로銀行의 存在로 말미암아 고용 및 조세효과는 물론이거니와 달러通貨市場이 가까이 있음으로써 當刻國家의 企業인들에게 많은 德을 주므로 오히려 반가운 存在인 것이다. 다만 원채 支拂準備도 定率로 되어있지 않고 직접적인 統制機關도 없는 유로機關이라 1974년의 Herstatt銀行과 같이 破産할 경우 世界的인 影響을 미치는 것을 念慮하고 있으나 1974년의 그 事件以後 破産된 銀行은 없을 뿐 아니라 유로銀行들도 與信業務에 좀더 注重해져서 그러한 위험도 줄어들었다.

꼭 어떠한 理由로 유로달러市場을 없애겠다고 한다면 다음과 같은 두 가지 方法이 있다. 첫째는 美國政府가 美國內의 金融機關에 대한 統制를 完全히 철폐하는 方法이고 둘째는 美國外 居住人에게 달러通貨單位로 資産을 가지는 것을 禁止하는 方法이다. 前者의 方法은 美國內의 政治的 背景上 거의 不可能한 形편이며 後者의 方法은 事實上 日本이 얼마전까지 쓰던 方法이다. 卽, 日本外 居住人에게 엔通貨單位로 資産을 가지는 것은 禁止 및 統制했기 때문에 유로 엔市場의 發達이 事實上 下可能했다는 事實이다. 그러나 달러通貨가 現在 世界貿易 및 世界各國의 外貨保有庫의 重要한 通貨單位로 되어 있다는 실정에서 美國政府가 獨自的으로 美國外 居住人에 對해서 달러通貨單位로 資産을 가지는 것을 禁止하지는 못할 形편이다.

그러므로 유로달러市場은 持續的인 成長을 나타낼 것으로 展望이 되는데 그 成長 속도는 다음과 같은 두가지 要因에 依해 左右된다. 첫째는 유로달러市場이 그 一部分을 이루고 있는 全體 달러通貨單位의 金融規模의 擴大에 따른 成長과 둘째는 美國內 金融市場(域內市場)과의 相對的인 効

5) Geoffrey Bell, "The Euro-dollar market and The International Financial System Halsted Press New York 1973

그림 6 域外市場 “A growing slice of an expanding pie”⁶⁾



率性에 따른 域外市場으로써 比重의 增加에 따른 成長이다. (그림 6)

따라서 前者의 成長要因은 美國政府의 通貨政策에 依해서 決定되며 後者의 成長要因 또한 美國政府의 國內金融機關과의 相對的이고 效率性에 依해서 決定된다고 할 수 있다.

VI. 國際金融市場에서의 借款戰略

國際金融市場에서 利率이 높다든지 아니면 資金需要의 單位가 커서 수용되지 않을 경우 國際金融市場으로 나가는데 지금까지의 分析으로써 우리는 域外市場(例로 尤로달러市場)의 與信利率이 域內市場(例로 美國金融市場)의 與信利率보다 낮다는 것을 알 수 있으며 따라서 두 市場中

6) Gunter Dufey and Ian H. Giddy

에서는 域外市場에서 借款을 얻는 것이 有利하다는 것을 알 수 있다. 이러한 點에서 볼 때 우리나라의 外國借款이 대개 유로달러市場으로부터 들어 온다는 것은 놀라운 事實이 아니다.

더구나 유로달러市場은 1972年以後 先進國家들의 異例的인 資金需要의 低調와 또한 1973年末以後의 Petro달러가 本市場으로 流入됨으로 因한 供給의 增加때문에 與信市場의 擴大로 開發途上國에 積極的으로 資金은 貸出해주고 있는 實情이기 때문에 유로달러市場으로부터의 借款은 相對的으로 容易했었다. 그러나 先進國家들의 經濟가 停滯에서 벗어나면 유로달러市場에서 이 資金에 對한 競爭이 더욱 甚하게 될것으로 產油國家들의 輸出이 늘어 줄어드는 形편에 있으므로 여태까지 開發途上國이 누리던 借款의 相對的인 容易는 곧 줄어들 것이다. 最近에 와서는 지난 몇년동안 開發途上國에 너그럽이 貸出해 주었던 與信들이 연체 및 반납 불이행이 일어날지도 모른다는 걱정들이 나돌 정도로 되어서는 開發途上國家들이 유로달러市場에서의 持續的인 顧客으로 參與하기 위하여는 새로운 借款戰略이 必要하게 되었다.

私企業이나 國家나 마찬가지로 借款을 할 때에 그 借款對象 Project의 利益性이 借款에 對한 元金 및 利子를 償還하고도 남을 程度로 높아야 한다. 그러나 實際的으로 計劃經濟에 있어서의 價格과 原價에 對한 믿을 만한 資料가 求하기 힘들다는 點과 政治的인 資金配分 등으로 政府가 間接的으로 國際市場에서 借款을 얻는데는 Project의 利益性만이 基準이 되지 않는 경우가 있으며 만약 이러한 非能率的인 Project에 對한 借款이 누적되면 나중에는 元金 및 利子償還을 위해 國內消費를 크게 줄여야 할 때가 올 때도 있다. 이러한 意味에서 볼 때에 순수히 經濟的인 側面에서만 Project의 利潤性을 따져서 借款을 해야 한다는 結論이되며 또한 이러한 點을 強調하기 爲하여는 우리나라에서도 政府를 통한 間接借款形式보다는 私企業들에 依한 直接借款의 形式으로 轉換이 時急하다고 할 것이다.

그러나 대부분의 開發途上國家經濟에서는 이러한 轉換에 큰 問題點들이 있다. 왜냐하면 外國의 與信供給銀行들은 여태껏 開發途上國들의 政府내지 政府機關의 保證을 받고 借款을 供給하였으며 그들은 또한 政府保證에 의한 Credit에 대한 위험제거가 그 政府自體가 지나친 外國借款으로 因해 破局에 이르는 위험부담보다 더 重視하고 있는 실정이기 때문이다. 그러므로 私企業의 規模가 比較的 적은 開發途上國에서는 私企業이 직접 國際金融市場에서 借款하는 경우보다 政府가 간접으로 國際金融市場에서 借款하는 경우 훨씬 더 有利한 利子率 또는 거취기간, 상환기간 등에 對한 與

信條件을 받는 것이다.

問題는 政府가 借款함으로써 얻어지는 利率의 利益은 누구의 눈에도 띄지 않는 政府가 간접금융을 일으켜서 재분배하는 과정에서 생기는 그 測量이 어렵다는 점이다. 그러나 그러한 機會費用은 尙연히 存在하며 그 액수가 점점 累增될 뿐 아니라 이제 私企業도 單位들이 커짐에 따라 政府의 간접금융과 거의 對等한 與信條件으로 借款을 들어오게 되었으므로 借款戰略側面에서 私企業이 主役이 되는 方向으로의 전환이 時急한 形편이다.

參 考 文 獻

1. Agmon, Tamir and Bronfeld, Sall, "The International Mobility of Short-Term Covered Arbitrage Capital," *Journal of Business Finance and Accounting*, Summer 1975.
2. Aliber, Robert Z., "The Interest Parity Theorem: A Reinterpretation," *Journal of Political Economy*, December 1973, pp. 1451-9.
3. Argy, Victor and Hodjera, Voran, "Financial Integration and Interest Rate Linkages in Industrial Countries, 1958-71," *IMF Staff Papers*, March 1973, pp. 1-73.
4. Dufey, Gunter and Giddy, Ian, "Interest Rates in the International Money Market," Unpublished draft, Jan. 1975.
5. Frenkel, Jacob A., and Richard M. Levich, "Covered Interest Arbitrage: Unexpected Profits?" *Journal of Political Economy*, April, pp. 325-338.
6. Kwack, Sung, "The Structure of International Interest Rates: An Extension of Hendershott's Tests," *Journal of Finance*, September 1971, pp. 897-900.
7. Lutz, Fredrich A., "The Euro-Currency System." *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, September 1974, pp. 183-200.
8. Marston, Richardc., "Interest Arbitrage in the Eurocurrency Market," *European Economic Review*, forthcoming.
9. Mills, Rodney H., "Structural Change in the Eurodollar Market: Evidence from a Two-Equation Mode," Board of Governors of the Federal Reserve System, Discussion Paper No. 33, November 1, 1973.

