
韓國의 國際收支와 換率의 同時的 決定에 대한 通貨論的 接近

金 仁 哲

▷ 目 次 ◁

- I. 序 論
- II. 國際收支·換率決定에 대한 通貨的 接近
- III. 實證的 分析
- IV. 要約과 結論

I. 序 論

本稿의 目的은 管理變動換率制度(managed floating system)를 實施하는 開放經濟體制下에서 國內與信이 國際收支나 換率에 어떠한 影響을 미치는 지를 檢討해 보는 데 있다. 증래의 우리나라 國際收支나 換率決定에 대한 研究分析에 있어서 國內通貨供給이나 信用創出이 理論上으로 중요한 說明變數가 됨에도 불구하고 이를 고려한 事例가 드물기 때문에 本研究에서 밝힌 國內信用과 國際收支 또는 換

率과의 體系의인 관계는 開放經濟體制下에서 通貨政策樹立에 중요한 참고가 될 것으로 믿는다.

우리나라는 지난 1980年 2月末부터 소위 管理變動換率制度를 實施한 이래 換率은 계속 變動되어 왔다. 그리고 純海外資產變動의 개념을 통해 본 國際收支도 계속적인 變動이 있어 왔다. 그러므로 本研究에서는 國際收支와 換率의 同時變動을 從屬變數로, 總通貨베이스(monetary base)의 중요한 부분인 國內與信의 變化를 說明變數로 취급하여 그 理論의 背景을 살펴보고 實證的 分析을 시도하였다.

第II章에서는 本研究의 근거가 되는 理論的 모델들을 간략하게 소개하였다. 國際收支에 대한 通貨的 接近(monetary approach to the balance of payments), 換率決定에 대한 通貨的 接近(monetary approach to the exchange rate determination) 그리고 끝으로 管理變動換率모델(monetary model of managed floating system)을 차례로 살펴보았다.

第Ⅲ章에서는 換率과 國際收支의 同時變動과 國內與信과의 體系的인 關係를 조사하였다. 回歸分析結果 두 變數사이의 상당히 중요한 關係가 성립한다고 하겠으나 단순한 回歸分析으로는 반드시 回歸方程式의 說明變數에서 從屬變數로 因果가 成立하는지의 與否를 파악할 수 없다. 따라서 「짐즈」因果檢證方法(Sims' test of causality)을 利用하여 본 결과 國內與信變數에서 海外從屬變數(換率과 國際收支의 同時變動)로 흐르는 一方的 因果(unidirectional causality)로만 보기는 힘들고 相互因果(two-way causality)의 흔적도 檢출할 수 있었다. 이것 역시 管理變動換率制度上 政府의 能動的인 市場介入을 의미하는 것으로서 通貨모델에 이론적으로 잘 부합된다고 하겠다. 마지막으로 結論 및 要約으로 本研究를 끝맺었다.

Ⅱ. 國際收支・換率決定에 대한 通貨의 接近

1. 國際收支에 대한 通貨의 接近

가. 國際收支에의 通貨의 接近의 起源

1960年代 末에서 1970年代 初사이에 소위 彈性接近의 悲觀主義(pessimism of Elasticities approach) 다음에 생겨난 것으로 당시 시카고 대학의 해리 존슨(Harry Johnson, 1972)과 로버트 먼델(Robert Mundel, 1968) 두 教授의 공동 아이디어에서 비롯되었다. 平價切下를 통한 貿易收接近法은 分析의 對象을 商品市場에만 국한시킨 것도 문제이려니와 貿易當事國의 輸出供給과 輸入需要彈性 그리고 貯蓄性

向등이 포함된 복잡한 關係式의 처리는 實際에 있어서 實用性이 적었다.

彈性接近法과는 달리 通貨主義의 接近은 그 實用性이 높은 것이 우선 貿易收支만 따로 떼어서 보는 것 보다는 綜合的인 國際收支概念에 重點을 맞춰 一國이 餘他國家에 대해 債務者의 입장인지 아니면 債權者의 입장에 있는지 직접 알 수 있게 된다. 通貨主義接近에 의하면 國際收支는 근본적으로 通貨의인 현상에 불과하므로 通貨의 흐름을 주시하면 國際收支의 決定을 쉽게 알 수 있다고 한다. 즉, 固定換率制度下에서는 通貨過剩供給만큼 國際收支上的 赤字를 나타내게 된다는 것이다.

그들이 國際收支에 대한 通貨의 接近理論을 처음 展開하였을 때에 그 바탕이 된 것은 貨幣市場의 「플로우」均衡條件(flow equilibrium)이었다. M_s 는 名目貨幣供給量을 M_d 는 名目貨幣需要量을 표시한다면 다음과 같은 方程式이 成立된다.

$$M_s \equiv a(R + D) \dots\dots\dots(1)$$

$$M_d = P \cdot m_d \dots\dots\dots(2)$$

여기서 a 는 通貨베이스에 立脚한 通貨乘數라 할 수 있고 R 은 海外資産 그리고 D 의 變化는 中央銀行의 與信을 나타낸다. R 과 D 의 合은 通貨베이스나 高性能貨幣量과 일치한다. P 는 國內物價水準이며 m_d 는 實質貨幣需要를 나타내며 恒常所得이나 金利, 期待인플레이 등의 函數가 된다.

式(1)은 行態方程式이 아닌 恒等式(identity)이며 式(2)는 資産保有形態나 商業去來上的 貨幣需要를 나타내는 行態方程式이라고 할 수 있다, (1)과 (2)를 대수미분하여 「플로우」均衡條件을 구하면

$$M_s = M_d \dots\dots\dots(3)$$

이 되며 (1)과(2)를 이용하여 다시 풀어쓰면

$$\hat{a} + \frac{R}{R+D} \cdot \hat{R} + \frac{D}{R+D} \cdot \hat{D} = \hat{P} + \hat{m}_d \dots\dots\dots(3)'$$

이 유도된다. 여기서 「^」는 「퍼센트」變化를 나타낸다.

通貨的接近理論의 핵심은 만일 어떤 충격에 의해 (3)'에 나타난 「플로우」均衡條件이 깨지는 경우 外換保有上의 조정으로 「플로우」貨幣市場均衡을 회복시킨다는 것이다. 즉(3)'를 재정리하여

$$\frac{1}{R+D} \cdot \Delta R = \hat{P} + \hat{m}_d - \hat{a} - \frac{1}{R+D} \cdot \Delta D \dots\dots\dots(4)$$

를 유도할 수 있다.

(4)式은 回歸方程式으로 직접 사용되는 편리한 점도 있거니와 國際收支의 通貨接近의 說明을 용이케 한다. 즉, 通貨當國이 創出한 國內信用이 名目貨幣需要의 增加를 초과하는 만큼 貨幣의 超過供給이 발생한다. 이를 좀더 分析해서 표현한다면 $\frac{1}{R+D} \cdot \Delta D > \hat{P} + \hat{m}_d$ 가 된다. 그러면 經濟主體인 民間人은 貨幣의 超過供給을 조정하려고 收入에 비해 支出을 增加시키므로써 國際收支上의 赤字가 發生되고 따라서 外換保有는 그 만큼 감소하게 되는 것이다. 그런데 많은 경우의 實證分析에 있어서

는 小規模의 開放經濟와 長期均衡의 概念을 채택하여 國內與信은 實質貨幣需要에 별로 뚜렷한 影響을 미치지 않는다고 가정하였다. 즉, ΔD 는 $\hat{P} + \hat{m}_d$ 에 직접 影響을 주지 않기 때문에 國內與信規模는 國際收支의 變化와 거의 같다고 주장하고 또 이를 뒷받침해 주는 實證的 結果를 얻은 研究事例도 많았다. 그러나 여기서 理論的 根據가 분명한 것은 國內與信은 原因이고 外換保有는 그것의 結果라는 사실이다.

나. 通貨主義的 接近의 약점

通貨主義的 接近의 理論的說明은 별로 흠잡을 데가 없으나 이것을 實證研究에 適用시켰을 때 몇가지 問題點이 생기게 되었다. 그중 심각한 것은 貨幣需給의 均衡條件을 이용하여 國際收支 單一方程式을 유도해 낼 때 國內與信變數의 처리가 문제였다. 즉, 國際收支方程式上의 오른쪽에 위치한 國內與信變數를 外生變數로 취급하기는 곤란하였다. 왜냐하면 國家마다 다르겠지만 國內與信變數自體가 國際收支의 函數로서 中央銀行이 內生變數로 취급할 수 있다는 可能性때문이었다. 여기에 관하여 스티븐 매기(Magee, 1976)는 A.E.R에 發表한 그의 論文에서 잘 설명해 주고 있다¹⁾.

2. 換率決定에의 通貨的 接近

근본적으로 換率決定의 通貨的接近은 國際收支의 通貨的接近과 一脈相通한다고 볼 수 있다. 즉, 外生的인 國內與信變化에 대응하여 엄격한 의미의 變動換率制度下에서는 換率이 變動되어 貨幣市場의 「플로우」均衡을 유지하게 되어 있다.

換率의 通貨的모멘에서는 自國貨幣와 相對

1) 이에 관하여 著者는 1983年 4月 *Journal of International Money and Finance*에 게재될 그의 論文 "The Partial Adjustment Theory of the Balance of Payments"에서 기존 通貨主義接近의 國內與信變數에 대한 問題點을 보완하면서 微視經濟學的 分析을 도입하여 새롭고 간단한 國際收支方程式을 유도하였다.

國貨幣間的 交換比率이 換率의 定義이며 相對國貨幣를 기준으로 한 自國貨幣의 價格決定은 兩國貨幣의 相對的 需要와 供給에 크게 依存하고 있음을 강조한다.

돈·부쉬(Dornbush, 1976)가 전개한 換率方程式의 유도는 다음과 같다. 우선 換率決定의 通貨의 모델은 購買力平價條件을 利用하고 있다. 즉, 兩國間的 交易財價格은 交易財市場에서의 效率性에 立脚한 一物一價의 法則이 適用된다고 가정하였다.

$$P_T = SP^* \dots\dots\dots(5)$$

여기서 P_T 는 國內交易財價格, 「*」은 相對國을 표시하여 S 는 名目換率을 나타낸다. 交易財價格은 各國의 一般物價水準 P 와 P^* 에 일정한 비례 θ 와 θ^* 만큼 연결된다고 하여 다음 식이 성립한다.

$$P_T = \theta \cdot P; P_T^* = \theta^* \cdot P^* \dots\dots\dots(6)$$

(5)와 (6)을 결합시키면

$$S = \left(\frac{P}{P^*}\right) \left(\frac{\theta}{\theta^*}\right) \dots\dots\dots(7)$$

이 성립한다.

이제 各國의 貨幣市場의 均衡條件을 구하면

$$\frac{M_S}{P} = m_a; \frac{M_S^*}{P^*} = m_a^* \dots\dots\dots(8)$$

이 된다.

그러면

$$S = \left(\frac{M_S}{M_S^*}\right) \left(\frac{m_a^*}{m_a}\right) \left(\frac{\theta}{\theta^*}\right) \dots\dots\dots(9)$$

의 換率 決定方程式이 유도될 수 있다.

(9)에 대수미분을 취하면

$$\hat{S} = (\hat{M}_S - \hat{M}_S^*) + (\hat{m}_a^* - \hat{m}_a) + (\hat{\theta} - \hat{\theta}^*) \dots\dots\dots(10)$$

이 추출되어 換率變化의 主要因들이 무엇인지 보여주고 있다.

(10)의 첫째항목($\hat{M}_S - \hat{M}_S^*$)는 餘他變數가 一定할때 兩國中 通貨供給率이 높은나라의 貨幣가 平價切下됨을 보여준다. 이것은 곧 兩國間的 長期均衡인플레이션의 差와 換率과의 關係를 말해주기도 한다.

둘째번 항목의 兩國間的 實質貨幣需要差($\hat{m}_a^* - \hat{m}_a$)는 各國의 實質所得이나 金利, 期待인플레이션의 變數의 變動에 따라 實質貨幣需要가 변하는데 이것이 換率變動에 연결되고 있다. 예를 들어 相對國의 生産性增加는 自國貨幣의 平價切下를 초래한다는 논리가 成立한다. 그런데 여기서 언급되어야 하는 것은 이 모델에서는 兩國의 一般國民은 相對國貨幣를 직접 各民間人의 資產保有形態로 需要하는 가능성을 배제하고 있다는 점이다²⁾

(10)의 세째번 항목($\hat{\theta} - \hat{\theta}^*$)는 各국의 交易財 對 非交易財間的 相對價格構造가 換率에 미치는 效果를 나타낸다. 즉 名目貨幣供給과 實質貨幣需要上에는 아무런 變動이 없어도 自國에서 非交易財에 대한 交易財의 相對價格이 전보다 높은 수준에 머문다고 하면 이것은 곧 自國貨幣의 平價切下로 연결된다는 것이다. 이를 좀더 구체적으로 설명한다면 總支出의 規模는 변함이 없는데 嗜好의 變化로 總支出에서 좀더 많은 豫算을 交易財購入에 사용했을

2) 소위 「貨幣代替」(currency substitution) 모델에서 이러한 가능성을 함께 포함시켜 換率의 變動을 分析하는 연구가 아직도 한창 진행중이라 할 수 있다. Guillermo Calvo and Alfredo Rodriquez, "A Model of Exchange Rate Determination Under Currency Substitution and Rational Expectations", *Journal of Political Economy*, No.85, May/June 1977, pp. 617~625. 參照.

때 交易財市場에서는 超過需要現象이 나타나며 이것은 또 貿易收支의 惡化를 의미한다. 이것은 곧 貿易收支均衡을 回復하기 위한 換率引上으로 연결이 된다.

3. 管理變動換率에의 通貨的 接近

이 모델에서는 管理變動換率制度下에서의 國際收支와 換率의 同時變動은 궁극적으로 「플로우」概念이든 「스톡」概念이든 貨幣市場의 均衡을 유지하기 위한 調整행위의 結果로 보고 있다. 이 接近法의 理論的 主張은 貨幣市場에서 超過供給이 생겼을 때 換率의 平價切下나 外換保有額의 減少 아니면 이들의 適當한 조합으로 이 超過供給壓力이 해소된다는 것이다.

管理變動換率制度下에서 外生的인 國內與信變化에 對應하여 換率과 國際收支가 동시에 變化 調整된다는 생각은 1977年 *American Economic Review*에 게재된 Girton-Roper의 論文中에서 비롯된다. 이때 換率과 國際收支의 同時變動을 다룬 「外換市場壓力模型」(Exchange Market Pressure Model)이라는 용어가 생겨나게 되었다. 그들은 二次大戰後 1952년부터 1974년까지의 캐나다의 經驗을 토대로 그들의 理論的 模型을 檢證하였다.

원래의 Girton-Roper 모델은 小規模經濟가 아니라 大規模經濟의 틀에 맞춘 것이어서 兩國間的 總需要政策으로 인한 反動效果(repercussion)도 함께 다루었으나 커놀리와 실비에라(Connolly and Silveira, 1979)는 G-P 모델을 小規模經濟에 맞게 개조하여 브라질의 經驗을 통해 「外換市場壓力模型」을 檢證하였다. 그후 모데스티(Modeste, 1981)는 1970年代의 아르헨티나의 經驗을 檢證해 보고 좋은 結果를 얻

었다.

「外換市場壓力模型」의 回歸方程式유도는 다음 두 가지 기본적인 條件만 갖추면 된다. 즉, 貨幣市場의 「플로우」均衡과 交易財間的 購買力平價條件이다.

外換市場壓力方程式은 1節과 2節에서 사용되었던 方程式中 일부를 채택하여 유도될 수 있다.

$$M_s \equiv a(R+D) \dots\dots\dots(1)$$

$$M_a = P \cdot m_a \dots\dots\dots(2)$$

$$\hat{M}_s = \hat{M}_a \dots\dots\dots(3)$$

(3)은 貨幣市場의 「플로우」均衡을 나타낸다. 그러면 固定換率時의 國際收支方程式이 다음과 같이 유도된다.

$$\frac{1}{R+D} \cdot \Delta R = \hat{P} + \hat{m}_a - \hat{a} - \frac{1}{R+D} \cdot \Delta D \dots\dots\dots(4)$$

그러면 이제 (4)式을 換率에 연결시키기 위하여 2節에서 가정했던 交易財 購買力平價等式인

$$P_T = SP_T^* \dots\dots\dots(5)式을$$

利用한다.

(5)를 대수미분하면

$$\hat{P}_T = \hat{S} + \hat{P}_T^* \dots\dots\dots(5)'$$

이 성립하고 交易財價格과 物價와의 關係式을 나타내는

$$P_T = \theta \cdot P \dots\dots\dots(6)$$

等式도 이용한다. (6)을 대수미분하면

$$\hat{P}_T = \hat{\theta} + \hat{P} \dots\dots\dots(6)'$$

이 성립하고 (5)'와 (6)'을 종합하면

$$\hat{P} = \hat{P}_T - \hat{\theta} = \hat{S} + \hat{P}_T^* - \hat{\theta} \dots \dots \dots (6)''$$

이 성립한다. 이 결과를 (4)에 대입하면

$$\frac{1}{R+D} \cdot \Delta R = \hat{S} + \hat{P}_T^* - \hat{\theta} + \hat{m}_a - \hat{a} - \frac{1}{R+D} \cdot \Delta D \dots \dots \dots (11)$$

이 유도된다. 여기서 $\hat{\theta}$ 는 交易財와 非交易財의 相對價格變化를 나타내며, 經濟의 產業構造上的 變化를 의미하기도 하는데 本研究에서는 標本期間이 짧아(1980年 2月~1982年 10月) $\hat{\theta}=0$ 로 취급한다. \hat{P}_T^* 는 小規模開放經濟下에서는 外生變數로 취급할 수 있을 것이다. 간단한 模型의 貨幣스톡需要는 주로 實質所得에 달려있다고 한다면 回歸分析 變의상 \hat{m}_a 를 實質所得을 나타내는 \hat{y} 로 대체시킬 수 있을 것이다. 그리고 實質所得은 國內與信에 의해 규칙적으로 영향을 받지 않는다고 가정한다면 通貨베이스에 입각한 通貨乘數 \hat{a} 變數와 함께 實質所得變數를 外生變數로 취급할 수 있을 것이다. 그러면 최종적으로

$$\left(\frac{1}{R+D} \cdot \Delta R - \hat{S} \right) = \hat{P}_T^* + \hat{y} - \hat{a} - \frac{1}{R+D} \cdot \Delta D \dots \dots \dots (12)$$

이 유도된다.

Ⅲ. 實證의 分析

1. 「外換市場壓力方程式」의 回歸分析

여기서는 Ⅱ章 3節에서 최종적으로 유도된

3) 1981年 12月 韓國銀行이 발간한 『韓國의 外換管理』, pp.117~136 參照.

4) 1982年 經濟企劃院의 『業務便覽』(貿易 및 國際收支編) 參照.

「外換市場壓力모델」에 입각한 國際收支·換率의 同時的 變動方程式(12)를 우리나라의 경험에 비추어 그 有效性與否를 檢證해 보았다. 回歸分析의 標本期間은 우리나라가 소위 管理變動換率制度를 채택한 1980年 2月부터 1982年 10月까지이며 總標本數는 月別單位로 33個이다.

解放以後 우리나라의 換率制度는 附錄에 실린 表에서 볼 수 있듯이 상당히 복잡한 變遷過程을 겪어왔다³⁾. 1945년부터 1964년까지의 換率制度는 기본적으로 固定換率制度였으나 십여차례에 걸친 換率引上措置등 실로 복잡다기한 公定換率變遷過程을 겪었으며 1964年 5月 3日 單一變動換率制度로 轉換한 이후에도 실제 外換市場에서의 우리나라 貨幣의 交換性(convertibility) 缺如와 中央銀行의 계속적인 市場介入으로 사실상 우리나라의 對美換率은 固定運營되어 왔다고 할 수 있다. 그런데 1980年 2月 27日 複數通貨「바스켓」制度로 이행된 후 실질적으로 換率流動化가 이루어지고 있고 따라서 對美換率도 一日單位로 變動되고 있어 現在 우리나라의 換率制度는 中央銀行의 能動的 介入이 허용되는 이른바 管理變動換率制度의 범주에 속한다고 할 수 있다.

總通貨(M_2)는 通貨機構의 通貨性負債이므로 總通貨上的 海外部門은 通貨機構의 外換賣買에 수반하는 元貨의 還收·撒布를 나타내는 國際收支表의 綜合收支 또는 通貨「서베이」(monetary survey)上的 純海外資產(net foreign assets)과 원칙적으로 일치한다⁴⁾. 그러므로 本實證研究에서 사용된 通貨概念은 總通貨이며 國內與信(domestic credit)도 國內의 民間信用과 政府信用 및 政府代行機關信用을 합쳐한 것이 된다.

回歸方程式(12)上的 外國의 交易財價格上昇

〈表 1〉 「外換市場壓力」모델의 回歸分析 結果(標本期間 1980年 2月~1982年 9月)

推 定	從屬變數	常 數	\hat{P}_T^*	\hat{y}	\hat{a}	\hat{d}	R^2	$D.W.$	ρ
CORC	$r+e$	0.010 (3.42)	0.701 (1.16)	0.072 (3.77)	-0.599 (-5.58)	-0.779 (-6.32)	0.673	1.92	-0.058

註: OLSQ= 通常最少自乘法(ordinary least squares); CORC=「코크란·오컬」反復法(cochrane-ortcutt iterative technique); r =總通貨베이스에 대한 外換保有變動比率 $\frac{\Delta R}{R+D}$; e =換率變動率 $(\frac{\Delta \frac{1}{S}}{\frac{1}{S}} / \frac{1}{S})$; \hat{P}_T^* =日本の 都賣物價指數變化率; \hat{y} =所得變化率; \hat{a} =總通貨乘數變化率 $(\hat{M}_2/R+D)$; \hat{d} =總通貨베이스에 대한 國內與信變化率 $(\Delta D/R+D)$; R^2 =回歸方程式 推定係數; $D.W.$ =Durbin Watson 統計量; ρ =誤差項의 時系列相關係數. ()안은 係數의 t 값

資料: 韓國銀行, 『統計月報』에 수록된 月別資料

率을 나타내는 \hat{P}_T^* 의 代名으로 本研究에서 日本의 都賣物價指數의 上昇率을 사용하였다. 貿易去來上의 主要對象國은 美國과 日本인데 地理의 理由때문으로 美國보다 日本에 比중을 더 둔다는 것에는 별로 異意가 없었으나 美國 都賣物價指數를 함께 써 본 結果는 별로 좋지 않아서 日本 都賣物價指數만 최종적으로 채택하였다. 그러나 <表 1>에 나타난 t 統計值가 「코크란·오컬」反復法에 의해 1.16으로 海外物價變數의 有意度는 그리 높지않게 나타났다.

貨幣需要函數로서 實質所得, 名目金利 및 期待인플레이등의 變數들을 생각해 볼 수 있겠으나 標本資料가 月別單位이고 市中金利와 公金利의 상승적인 乖離와 期待인플레이推定值에 대한 複雜性·任意性 때문에 여기서는 貨幣需要方程式上의 機會費用變數를 제외하고 月別單位로 쉽게 資料를 얻을 수 있는 規模變數만 고려하였다. 經濟活動과 貨幣需要를 체계적으로 연결시켜 줄 수 있는 規模變數를 찾던 中 産業生産指數를 사용해 본즉 별로 좋은 結果를 얻지 못했으나 製造業常傭從業員 月給與額을 사용한 結果 <表 1>에 나타난 대로 그 係數는 비록 작으나 「코크란·오컬」일때 3.77의 높은 값으로 나타났다.

貨幣乘數變化率과 國內與信變化率變數는 各 各 係數도 높고 t 統計值도 5~7로 推定方程式

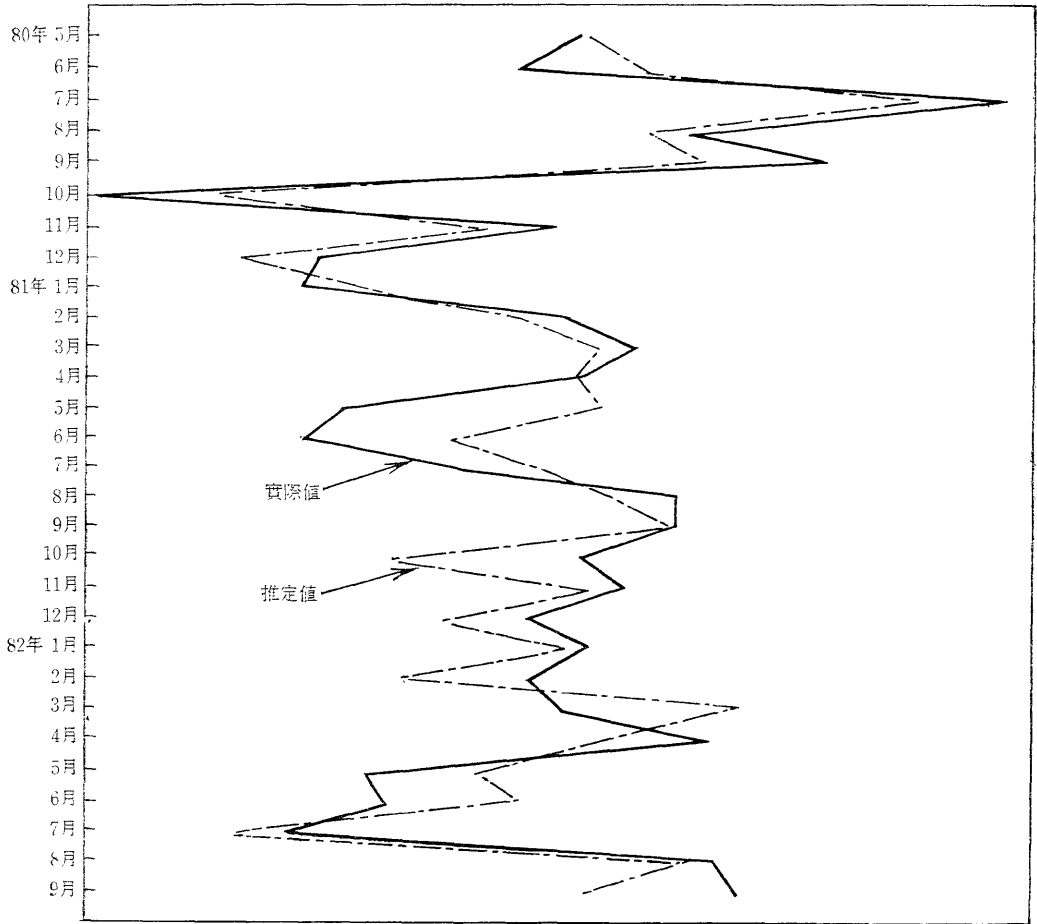
에서의 有意性이 상당히 높게 나타났다. [圖 1]은 回歸方程式의 「시뮬레이션」에 의한 過去值의 豫測度를 보여준다.

2. 因果關係의 檢證

<表 1>에 나타난 結果에 의하면 소위 「外換市場壓力」의 理論的모델이 實際적으로 그 有效性이 크다고 결론지을 수 있다. 즉, 이 모델에 의하면 國內與信이 外生的으로 增加했을 때 이에 따른 貨幣需要增加分을 초과하는 部分中 一部는 國際收支의 창구를 통해서 빠져나가 貨幣供給이 그만큼 줄어드는 한편, 自國 貨幣의 平價切下는 國內交易財 價格引上을 통하여 國內物價가 引上됨으로써 그만큼 名目貨幣需要는 增加되어 貨幣市場의 均衡을 이룩하게 된다. 그래서 因果는 國內與信에서 「外換市場壓力」變數로 나타난다고 할 수 있겠으나 管理變動換率制度下에서는 반드시 그렇지 않고 因果는 그 반대로 나타날 수 있다.

예컨대 갑작스러운 海外資産의 增加는 總通貨上의 海外部門을 통한 通貨供給의 增加를 초래하는데 中央銀行이 일정한 通貨水準을 維持하려 할 때는 國內資産 즉, 國內與信을 줄임으로써 通貨의 超過分을 제거하려 할 것이다. 그러므로 國際收支變數와 國內與信變數와는 계

〔圖 1〕 「시뮬레이션」에 의한 過去値의 豫測度



속 負의 關係를 유지하나 因果關係는 그 반대 가 될 수 있다.

이와 같이 中央銀行의 能動的인 介入이나 民間銀行측의 與信政策으로 管理變動換率制度下 에서는 國內與信에서 「外換市場壓力」變數로 의 일방적인 因果는 보장될 수가 없음을 알 수 있다. 本節에서는 우리나라의 경우 因果가 어떻게 나타나는지 「쥘즈」檢證方法을 써서 알아내려고 하였다.

「쥘즈」檢證을 하는 데 있어서 우선 國內與信變數 d 를 從屬變數로, 그리고 國際收支變數 γ 의 現在値, 過去時差 및 未來時差値를 說明

變數로 취급한 두개의 方程式을 다음과 같이 세운다.

$$d = c_1 + \sum_{i=-n_1}^{n_2} \beta_{t+i} \gamma_{t+i} + \epsilon_1 \dots \dots \dots (13)$$

$$\gamma = c_2 + \sum_{i=-n_1}^{n_3} \phi_{t+i} d_{t+i} + \epsilon_2 \dots \dots \dots (14)$$

여기서 n_1 과 n_2 는 過去와 未來時差의 期間을 나타낸다.

「쥘즈」檢證에 의하면 만일 (13)에서의 γ 의 未來變數가 전체적으로 零과 가깝지 않게 나타난다면 國內與信變數에서 國際收支變數로 因果가 成立한다고 하였다. 그러나 (14)에서의

〈表 2〉 國內信用回歸方程式

$$(d_t = c_1 + \sum_{i=-n_1}^{n_2} \beta_{t+i} \gamma_{t+i} + \varepsilon_1)$$

時差	A	B	C	D
-6	-0.3933 (-0.9592)	-0.3465 (-1.2214)		
-5	-0.6905 (-1.6778)	-0.3694 (-1.3136)		
-4	0.0233 (0.0516)	-0.0867 (0.2970)		
-3	0.6879 (1.4025)	0.5596 (1.6186)	0.5866 (1.8558)	0.6419 (2.0488)
-2	-0.9315 (-1.9684)	-0.6022 (-2.1576)	-0.5369 (-1.8468)	-0.2626 (-1.0329)
-1	0.2171 (0.4871)	0.4142 (1.3400)	0.3046 (1.0240)	0.1234 (0.4744)
0	-0.2541 (-0.5044)	-0.4022 (-1.3010)	-0.1934 (-0.5388)	-0.1526 (-0.5176)
1	0.5028 (-1.0311)		-0.5368 (-1.8088)	
2	-0.3556 (-0.6254)		0.2066 (0.6164)	
3	-0.0665 (-0.1042)		-0.2800 (-0.8181)	
4	-0.0482 (-0.0822)			
5	-0.5748 (-0.8743)			
6	0.0310 (0.0466)			
R^2	0.6412	0.5649	0.4184	0.2829
$D.W.$	2.7013	2.5275	2.3371	2.3502
F_f	0.4254		1.6308	
	$F(6.18)=2.66$		$F(3.24)=3.01$	

註: F_f 는 A, B와 C, D의 回歸結果를 이용하여 얻은 F 值인. 추정계수 아래에 위치한 () 안의 값은 t 統計值. OLSQ 推定技法을 썼음.

d 의 未來變數係數가 전체적으로 零에 가깝지 않게 나타난다면 因果는 國際收支에서 國內與信으로 나타난다고 하였다. 바꿔 풀이하면 n 이 零보다 큰 값을 취할때 $\beta_{t+i}=0$ 에 가까운 결과가 나오면 國內與信이 國際收支에 영향을 주기 드문 경우이며, n 이 零보다 큰 값을 취할때 $\theta_{t+i}=0$ 에 가까운 결과가 생기면 國際收支가 國內信用에 영향을 주기는 드문 경우를 가리킨다는 뜻이다.

〈表 2〉는 方程式(13)의 回歸分析結果를 나타내고 있다. A欄은 時差를 過去와 未來各

〈表 3〉 國際收支 回歸方程式

$$(\gamma_t = c_2 + \sum_{i=-n_1}^{n_2} \phi_{t+i} d_{t+i} + \varepsilon_2)$$

時差	A	B	C	D
-6	0.0333 (0.2223)	0.0055 (0.0396)		
-5	0.9701 (0.5989)	0.1238 (0.7993)		
-4	0.2166 (1.3000)	0.1885 (1.1952)		
-3	-0.0394 (-0.2182)	-0.0936 (-0.6136)	-0.2126 (-1.5141)	-0.0622 (-0.4711)
-2	-0.0641 (-0.3076)	-0.0636 (-0.3831)	-0.3636 (-2.3131)	-0.1705 (-1.2845)
-1	-0.1015 (-0.4936)	-0.1184 (-0.7020)	-0.4659 (-2.9175)	-0.3488 (-2.4843)
0	-0.2950 (-1.4222)	-0.2817 (-1.8687)	-0.4210 (-2.7105)	-0.3532 (-2.5367)
1	-0.1516 (-0.7570)		-0.2391 (-1.4227)	
2	-0.3028 (-1.5424)		-0.3518 (-2.0825)	
3	-0.0078 (-0.0414)		0.1192 (0.7918)	
4	-0.2007 (-0.9879)			
5	-0.3443 (-1.7131)			
6	-0.0261 (-0.1305)			
R^2	0.6241	0.4044	0.5044	0.3065
$D.W.$	1.3430	1.5209	1.4366	1.7982
F_f	1.169		2.795	
	$F(6.18)=2.66$		$F(3.24)=3.01$	

各 6개씩 포함시켜 回歸分析한 것이고 B欄은 未來時差는 빼고 過去時差만 포함시킨 것이다. C, D欄은 時差를 6개에서 3개를 줄인 경우이다. $\beta_{t+i}=0$ 의 여부를 판단하는데 있어서 時差가 6인 경우에는 F 統計值가 0.43으로 낮게 나왔으므로 國內與信이 國際收支에 영향을 미치지 않는다는 歸無假說(null hypothesis)을 기각한다는 것은 힘들다고 할 수 있다. 왜냐하면 歸無假說을 95% 有意水準에서 기각하려면 F_f 統計值가 2.66을 초과해야 되기 때문이다. 또 時差를 줄인 경우에는 F 統計值가 조금上昇하여 1,631로 되었으나 여전히 基準值 3.01

〈表 4〉 管理變動換率方程式

$$((r+e)_t = c_3 + \sum_{i=-n_1}^{n_2} \Psi d_{t+i} + \varepsilon_3)$$

時差	A	B	C	D
-6	-0.3465 (-1.0119)	-0.3500 (-1.4617)		
-5	-0.5395 (-1.6359)	-0.3988 (-1.6938)		
-4	-0.0138 (-0.0400)	0.0771 (0.3235)		
-3	0.5508 (1.6117)	0.5441 (2.0548)	0.5620 (2.0487)	0.6300 (2.2841)
-2	-0.7408 (-2.1823)	-0.6195 (-2.6966)	-0.4988 (-1.9072)	-0.2825 (-1.2260)
-1	0.1856 (0.5692)	0.3095 (1.2342)	0.2221 (0.8559)	0.1340 (0.5754)
0	-1.3079 (-0.8904)	-0.3563 (-1.4120)	-0.2603 (-0.8843)	-0.1713 (-0.6547)
1	-0.2465 (-0.7056)		-0.4196 (-1.6154)	
2	-0.2451 (-0.5101)		0.1457 (0.5093)	
3	-0.0576 (-0.1112)		-0.2926 (-1.0061)	
4	0.1464 (0.3000)			
5	-0.4414 (-0.7670)			
6	0.0302 (0.0518)			
R^2	0.6570	0.6090	0.4358	0.3247
$D.W.$	2.6965	2.6008	2.2532	2.3500
F_f	0.2798		1.3784	
	$F(6.18)=2.66$		$F(3.24)=3.01$	

〈表 5〉 逆管理變動換率方程式

$$(d_t = c_4 + \sum_{i=-n_1}^{n_2} \Phi(r+e)_{t+i} + \varepsilon_4)$$

時差	A	B	C	D
-6	0.1881 (0.1296)	-0.0235 (-0.1573)		
-5	0.1485 (0.9472)	0.1733 (1.0396)		
-4	0.3331 (2.0647)	0.2903 (1.7098)		
-3	0.0420 (0.2398)	-0.0357 (-0.2174)	-0.2146 (-1.4607)	-0.0505 (-0.3589)
-2	0.0058 (0.0289)	0.0025 (0.0138)	-0.3469 (-2.1091)	-0.1373 (-0.9714)
-1	-0.0337 (-0.1693)	-0.0431 (-0.2376)	-0.4507 (-2.6974)	-0.3250 (-2.1725)
0	-0.2665 (-1.3271)	-0.2493 (-1.5364)	-0.4412 (-2.7144)	-0.3719 (-2.5069)
1	-0.1775 (-0.0154)		-0.2559 (-1.4554)	
2	-0.4003 (-2.1061)		-0.3867 (-2.1877)	
3	-0.0360 (-0.1984)		0.1392 (0.8835)	
4	-0.2436 (-1.2389)			
5	-0.4181 (-2.1491)			
6	-0.0439 (-0.2268)			
R^2	0.7037	0.4198	0.5019	0.2774
$D.W.$	1.5590	1.6915	1.4215	1.8595
F_f	1.9162		3.1550	
	$F(6.18)=2.66$		$F(3.24)=3.01$	

을 下廻하고 있다.

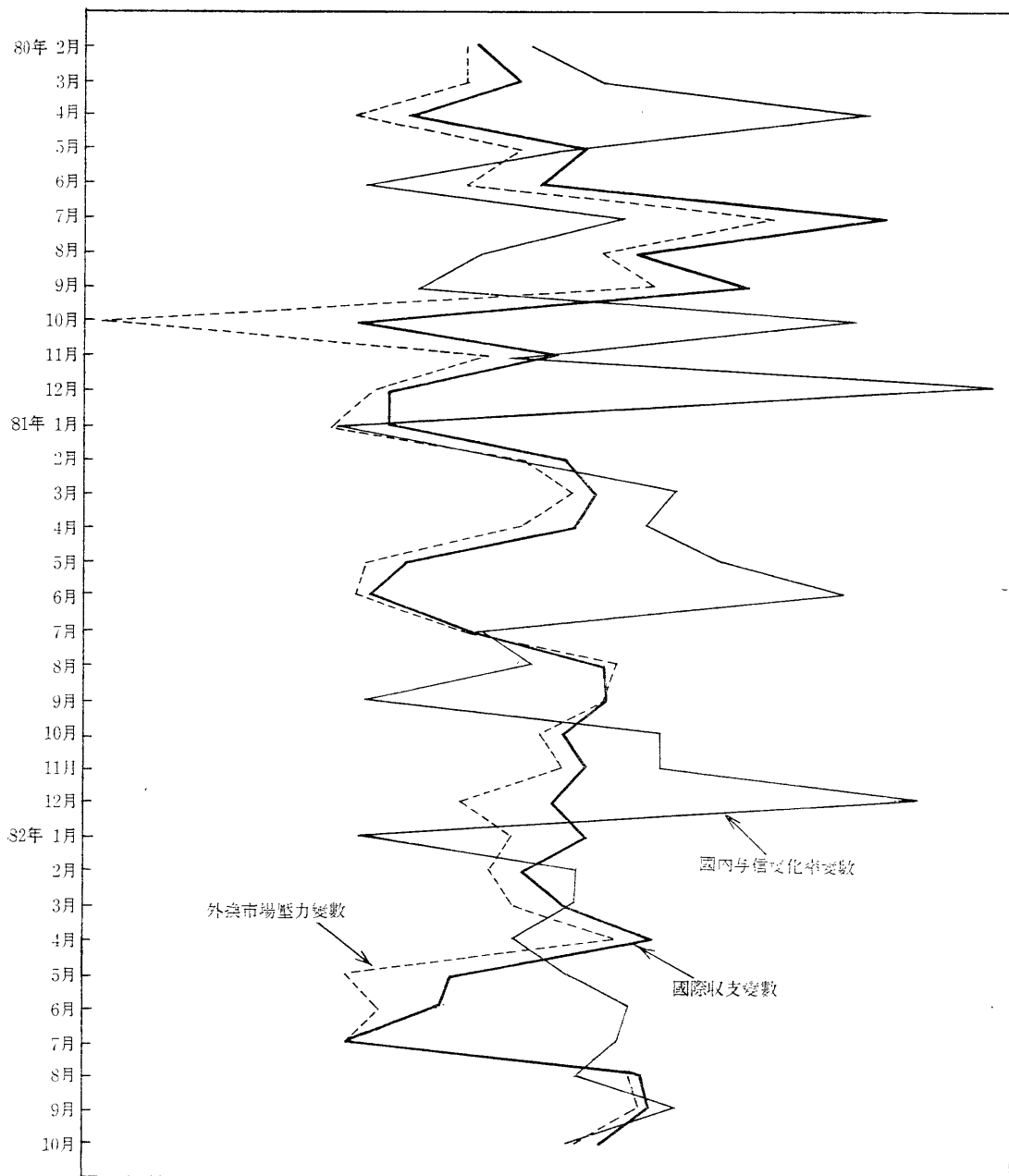
〈表 3〉은 國際收支方程式으로 式(13)을 逆으로 바꾸어 놓은 式(14)의 回歸分析結果를 보여 준다. 여기서는 時差를 6으로 하든, 3으로 하든 F_f 統計値는 歸無假說을 95% 有意水準에서 기각할 수 있는 基準統計値에 미달되기 때문에 역시 國際收支가 國內與信에 영향을 주지 않는다는 假說을 기각할 수 없다고 하겠다. 그러므로 〈表 2〉와 〈表 3〉의 結果를 종합하면 中央銀行측의 능동적인 市場介入行爲가 反影되었다고 할 수 있고 따라서 우리나라의 경우 國際收支와 國內與信의 두 變數사이에는 相互

因果關係가 성립한다고 할 수 있겠다.

그런데 本研究에서의 主要關心은 단순한 國際收支에의 通貨的 接近보다는 管理變數換率制度下에서의 國際收支와 換率의 同時的 決定에 대한 通貨的 틀을 이용한 分析에 있으므로 「外換市場壓力」 變數와 國內與信變數와의 因果關係를 檢證해 볼 필요가 있다.

〈表 4〉는 管理變動換率方程式 $(r+e)_t = c_3 + \sum_{i=-n_1}^{n_2} \Psi d_{t+i} + \varepsilon_3 \dots \dots (15)$ 를 因歸分析하여 國際收支와 換率의 同時變動과 國內與信과의 因果關係를 檢證한 結果인데 時差와 무관하게 낮은 F_f 値는 「外換市場壓力」 變數가 國內與信에 逆영

〔圖 2〕 國際收支・「外換市場壓力」・國內與信變數の 實際値



향을 준다고는 볼 수 없다. 그러나 <表 5>는 (15)를 역으로 바꾼

$$d_i = c_4 + \sum_{i=-\pi_1}^{\pi_2} \phi(\gamma + e)_{i+i} + \varepsilon_4 \dots \dots \dots (16)$$

를 회귀분석한 것인데 나타난 바와 같이 3개의 時差를 썼을 때 F 統計值 3.16은 基準值 3.01을 조금 초과하므로 國內與信이 國際收支와 換率의 同時變化에 영향을 주지 않는다는 假說을 기각할 수 있다고 하겠다. 여기서 부인하고 싶은 것은 最少自乘法에 의해 回歸分析을 할 경우, 사용되는 時系列은 時間經過에 따라 分散하나 共分散의 변하지 않는 靜的인 過程(stationary process)임이 요구되는데 一般物價水準, 名目所得, 通貨量등의 時系列은 시간이 지남에 따라 계속 上昇하고 있으므로 各變數에서 추세요인을 제거할 필요가 있다. 그래서 通貨政策이 經濟活動에 영향을 주는 一方的인 因果가 성립하는지, 아니면 반대로 經濟活動의 변화가 通貨量變化에 영향을 주는지를 檢證하기 앞서 「썬즈」는 經濟活動을 나타내는 名目所得變數와 通貨量時系列에서 系列相關을 제거하기 위하여 다음과 같은 조정방식을 통하여 새로운 系列을 만들어 사용하였다.

$$X_t = \ln x_t - 1.5 \ln x_{t-1} + 0.5625 \ln x_{t-2} \dots \dots \dots (17)$$

여기서 x 는 實際值이며 X 는 조정된 變數이다. 그러나 本檢證에 관련된 3개의 時系列 즉 國際收支, 外換市場壓力 그리고 國內與信變數는 이미 「퍼센트」로 측정된 것이어서 추세변수의 性格을 띠고 있지 않다. 그래서 上記한 「썬즈」의 系列調整方法은 사용할 필요가 없었다. [圖 2]는 3계열의 實際值를 보여주고 있다.

<表 2> <表 3> <表 4> <表 5>에 나타난 결과를 전체적으로 종합해 보면 「썬즈」檢證에서 사용된 二元方程式上的 從屬變數가 說明變數의 未來值에 영향을 주지 않는다는 歸無假說을 명백히 기각할 수 없는 형편이므로 두 變數는 相互因果關係에 있다고 할 수 있다.

여기서 指適하고 싶은 것은, 우리나라의 管理變動換率制度가 1980年 初에 채택된지 얼마 되지 않아 本研究에서는 月別 資料를 使用하였다. 만일 分期別 내지 年度別 資料를 쓸 수 있었다면 아마 더 좋은 結果를 얻을 수 있지 않았나 생각된다.

N. 要約과 結論

우리나라의 換率制度는 解放이후부터 本質的으로 固定換率制度의 性格을 띤 것이었으나 1980年 2月末에 複數通貨 「바스켓」 制度로 개편되어 換率流動化가 시작되었다. 따라서 對美換率도 日日單位로 變動되고 있으나 現在 우리나라의 換率制度는 中央銀行의 能動的 介入이 허용되는 이른바 管理變動換率制度의 범주에 속한다고 할 수 있다.

또한 總通貨「베이스」上的 純海外資產 概念을 통해 본 國際收支도 換率과 더불어 계속적으로 變動되어 왔다. 一國의 換率이나 國際收支의 결정에 대한 研究分析에 있어서 國內通貨供給이나 與信이 理論上 중요한 說明變數가 되므로 本研究에서는 國際收支와 換率의 同時變動을 從屬變數로, 總通貨「베이스」의 重要한 部分인 國內與信의 變化를 說明變數로 취급하여 두 變數間의 體系的인 關係를 把握하기 위

해 實證의 分析을 시도하였다.

本研究에서 다른 소위 「外換市場壓力」 모델의 理論的 主張은 貨幣市場에서 外生的인 國內信用創出로 인해 貨幣의 超過供給壓力이 생겼을 때 換率의 平價切下나 外換保有額의 減少, 아니면 이들의 적당한 組合으로 이 超過供給壓力이 解消된다는 것이다. 이러한 結果는 國內與信이 外生的으로 增加했을 때 이에 따른 貨幣需要의 增加分을 초과하는 部分中 一部는 國際收支의 窓口를 통해서 빠져나가 貨幣供給이 그만큼 줄어드는 한편, 自國貨幣의 平價切下는 國內交易財의 價格引上을 통하여 物價가 引上됨으로써 貨幣需要가 그만큼 증가되어 貨幣市場의 均衡을 이룩하게 된다는 本모델의 理論的 主張을 잘 뒷받침해 준다고 하겠다.

그러나 이러한 回歸分析結果만 가지고, 두 變數사이의 因果關係가 있다고 確실한 結論을 내릴 수는 없다. 理論上으로도 中央銀行의 能動的인 介入이 허용되는 管理變動換率制度下에선 因果가 반드시 國內與信에서 「外換市場壓力」 變數로 흐른다고 할 수는 없는 것이다. 예컨대 갑작스런 海外資産의 增加는 總通貨上의 海外部門을 통한 通貨供給의 增加를 초래

하는데 中央銀行의 一定한 通貨供給水準을 유지하려 할 때는 國內資産 즉, 國內信用을 줄임으로써 通貨供給의 超過分을 제거하려 할 것이다. 그러므로 國際收支變數와 國內與信變數와는 계속 負의 關係가 成立하나 因果關係는 그 반대가 될 수 있는 것이다.

이 때문에 本研究에서는 「쥘즈」因果檢證法을 사용하여 「外換市場 壓力」 回歸方程式上의 두 變數사이의 因果關係가 어떻게 흐르는지 파악해 내려고 하였다.

本檢證에서 나타난 結果를 綜合해 보면 「쥘즈」 檢證結果, 단순히 國內與信과 國際收支間에는 相互因果의 흔적이 발견되었으나, 「外換市場壓力」 變數와 國內與信間에는 後者에서 前者로의 一方的인 因果가 강하게 作用하고 있다고 하겠다.

國際收支와 換率決定에 있어 國內通貨供給이나 信用創出이 중요한 因果要因이 되고 있음에 비하여, 이에 대한 우리나라에서의 研究는 다소 부진하다고 할 수 있다. 그러므로 本研究에서 규명한 國內與信과 國際收支 또는 換率과의 關係는 開放經濟體制下에서의 通貨政策樹立에 유익한 참고가 되리라 기대한다.

▷ 參 考 文 獻 ◁

經濟企劃院, 『業務便覽(貿易 및 國際收支編)』, 1982.
韓國銀行, 『調査月報』, 1980年 1月~1982年 10月.
韓國銀行, 『韓國의 外換管理』, 1981.
Blejer, Mario I. and Leiderman Leonardo, "A Monetary Approach to the Crawling-

Peg System: Theory and Evidence", *Journal of Political Economy*, V. 89, No.1, Feb. 1981, pp.132—151.

Blejer, Mario I., "On Causality and the Monetary Approach to the Balance of Payments, The European Experience", *European Economic Review*, No.12, Sep. 1979,

- pp.289~296.
- Calvo, Guillermo and Alfredo Rodriquez, "A Model of Exchange Rate Determination Under Currency Substitution and Rational Expectations", *Journal of Political Economy*, No.85, May/June 1977, pp.617-625.
- Connolly, Michael and Jose Dantas Da Silveira, "Exchange Market Pressure in Post War Brazil: An Application of the Girton-Roper Monetary Model", *American Economic Review*, V.69, No.3, June 1979, pp.448-454.
- Dornbusch, Rudiger, "The Theory of Flexible Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Policy", *Scandinavian Journal of Economics*, V.78, No.2, May 1976, pp.255-275.
- Frenkel, Jacob A. and Harry G. Johnson (ed.), *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, London: Allen & Unwin; Toronto: Toronto University Press, 1976
- _____, *The Economics of Exchange Rates: Selected Studies*, Reading, Mass: Addison-Wesley, 1978.
- Girton, Lance and Don Roper, "A Monetary Model of Exchange Market Pressure Applied to the Postwar Canadian Experience", *American Economic Review*, Sept. 1977, pp.537-548.
- Kim, Inchul, "The Partial Adjustment Theory of the Balance of Payments," *Journal of International Money and Finance*, April 1983.
- Lizondo, Jose, "A Simple Model of Reserves and Exchange Rates Changes", *Three Essays on International Economics*, University of Chicago Ph. D Dissertation, 1979.
- Magee, Stephen P., "The Empirical Evidence on the Monetary Approach to the Balance of Payments and Exchange Rates", *American Economic Review Papers and Proceedings*, No.66, May 1976, pp.163-170.
- Modeste, Nelson, "Exchange Market Pressure During the 1970's in Argentina: An Application of the Girton-Roper Monetary Model", *Journal of Money Credit and Banking*, V.13, No.2, May 1981.
- Mundell, Robert A., *International Economics*, New York: Macmillan, N.Y., 1968.
- Mussa, Michael, "The Exchange Rate, the Balance of Payments and Monetary and Fiscal Policy Under a Regime of Controlled Floating", *Scandinavian Journal of Economics*, No.78, May 1976, pp.229-248.
- Parkin, Michael, "Inflation, the Balance of Payments, Domestic Credit Expansion and Exchange Rate Adjustment", Robert Z. Aliber (ed.), *National Monetary Policies and the International Financial System*, Chicago: Univ. Chicago Press, 1974.
- Shin, Hyunchul, "Money, Income and Causality-the Case of Korea-", *Asian Economies*, No.26, Sep. 1978. pp.13-28.
- Sims, Christopher A., "Money, Income and Causality", *American Economic Review*, Sept. 1972, pp.540-552.
- Zellner, Arnold, "Causality and Econometrics", K. Brunner and A.H. Meltzer (ed.), *Three Aspects of Policy and Policy Making*, Carnegie-Rochester Conference Series, V.10, North-Holland, 1978, pp.9-54.

〈附表〉 對美「달러」貨 換率 變遷 推移

	1「달러」當 換率				備 考
	圓	圓	원	對充資 金換率	
1945. 10. 1	15		(0.015)		美軍政當局의 公定換率(GARIOA援助 및 美軍政廳의 對民間 債務支給에 適用)
1947. 6. 11					朝鮮換金銀行 창설
7. 15	50		(0.05)		朝鮮換金銀行의 對美「달러」貨 公定換率(軍政廳의 對民間 債務支給에 適用)
1948. 2					外國換預置證制 실시
7. 1	850		(0.85)		“ 실시에 따라 形成된 最初の 自由賣買率
9. 28	450		(0.45)		韓美間 換金에 관한 暫定 協定
12. 15	450		(0.45)	450	對充資金 換率設定
1949. 6. 13	900		(0.90)	450	複數換率制度 實施(政府保有外換에 적용되는 公定換率 450圓, 一般換率 900圓)
11. 12	900		(0.90)	450	外換競賣制에 의해 一般換率 900圓으로 결정
1950. 5. 1	1,800		(1.80)	1,100	「外國換賣買規程」제정 공포
6. 12					韓國銀行 창립
11. 1	2,500		(2.50)	2,500	財務部長官 特別措置(6.25動亂)에 의한 換率
1951. 5. 1	2,500		(2.50)	6,000	對充資金 換率 6,000圓으로 책정
11. 10	6,000		(6.00)	6,000	
1952. 5. 24	6,000		(6.00)	6,000	Meyer協定에 의거 설치된 合同 經濟委員會에서 換率 決定
1953. 2. 14		60	(6.00)	180	通貨改革(100:1 平價切下 圓→圓)經濟再建 및 經濟安定計劃에 관한 韓美經濟協約
12. 15		180	(18.0)	180	
1955. 1. 10		180	(18.0)	350	複數換率體制 성립(援助弗·用役弗:350圓, 公定換率·入札弗:180圓)
8. 8		500	(50.0)	500	政府保有「달러」公賣率 계속 上昇, 對充資金換率도 500圓으로 公布(單一公定換率制)
1960. 2. 23		650	(65.0)	650	IMF와의 協議換率
1961. 1. 1		1,000	(100.0)	1,000	公定換率 발표(宗教·用役弗:1,249圓, 對日輸出弗:1,420圓, 其他地域輸出弗:1,280圓)
2. 2		1,300	(130.0)	1,300	1「달러」對 1,250圓의 基準換率+50圓의 證書率, 預置集中 買上集中 並行 실시
1962. 6. 10			130.0	130	通貨改革(10:1 平價切下 圓→원)
1964. 5. 3			256.53		變動換率制度 채택(基準換率 255원)
1965. 3. 22			256.53		“ 실시
12. 31			272.60		
1966. 12. 31			272.00		
1967. 7. 18			272.65		1967.4 KEB 新設, 5個市銀 甲類 昇格, 外國換銀行에 dealer機能 賦與 1967.4.17 外國換專門 委員會 및 外換證書交換室 설치
11. 25			271.50		BOK 集中基準率 告示
11. 28			271.60		各 外國換銀行이 자율적으로 對顧客賣買率 決定告示
12. 11			274.60		對顧客賣買率 KEB에서 告示, 他外國換銀行은 이를 準用
12. 31			274.60		
1968. 12. 31			281.50		
1969. 11. 3			304.35		4.4% 引上(外國換銀行 對顧客電信換賣渡率 291.90원

	1「달러」當 換率				備 考
	圓	圓	원	對充資 金換率	
					→305.10원)
12. 31			304.45		
1970. 9. 14			313.25		外換交換室 設置
12. 31			316.65		
1971. 6. 28			370.80		13% 引上(外國換銀行 對顧客電信換賣渡率 328.90원 →371.60원)
12. 31			373.30		
1972. 2. 1			376.50		BOK集中基準率은 市場率을 그대로 準用, 外換市場 改編
6. 13			399.90		變動換率制 實施以後 最高率임.
12. 31			398.90		
1973. 12. 31			397.50		
1974. 12. 7			484.00		21.3% 引上(外國換銀行 對顧客 電信換賣渡率 400원 →485원)(基準換率 480원)
12. 31			484.00		
1975. 12. 31			484.00		
1976. 12. 31			484.00		
1977. 12. 31			484.00		
1978. 12. 31			484.00		
1979. 12. 31			484.00		
1980. 1. 12			580.00		19.8% 引上(外國換銀行 對顧客電信換賣渡率 485원 →585.50원)
2. 26			580.00		
2. 27			580.50		換率制度改編(複數通貨「바스켈」制度)으로 換率 流動 化 實施
12. 31			659.90		
⋮			⋮		
1983. 1. 31			751.50		
2. 28			753.10		

資料：韓國銀行