

## 외환위기 이후 통화 및 환율정책의 평가\*

신 관 호\*\*

### 논문초록

본 연구는 외환위기 이후 10년간의 한국의 통화 및 환율 정책의 성과를 분석하였다. 외환위기 이후 한국의 통화 및 환율정책의 운용형태는 인플레이션 타겟팅과 변동환율제의 결합으로 특징지을 수 있다. 이러한 변화는 통화량 지표의 유용성 저하와 자본시장 개방에 의해 불가피하게 선택된 것이다. 지금까지의 성과를 살펴 보면 완전한 성공도 아니고 완전한 실패도 아닌 것으로 여겨진다. 외환위기 이후 인플레이션은 3%를 약간 초과하는 안정적인 모습이었지만 다른 선진국 및 주요 신흥시장 국가들에 비해 결코 우수한 성적이라 볼 수 없다. 이러한 낮은 인플레이션도 통화당국자가 굳은 의지를 가지고 인플레이션에 대응한 결과라기 보다는 환율절상을 비롯한 국내외 여건의 호전이 크게 도움을 준 결과라고 볼 수 있다. 동시에 한국은행은 경기변동에 매우 적극적으로 대처하였으나, 외환위기 이후 한국 경제의 변동성이 여타 국가에 비해 큰 편이었다는 점에서 이러한 대응도 그다지 성공적이라 보기 어렵다. 한편 인플레이션 타겟팅 정책과 결부된 변동환율제의 본격적인 도입은 환율불안정이라는 새로운 경제적 도전을 제공하고 있다. 정부당국은 특히 외환위기 이후 지속적인 환율절상에 개입을 통해 저지하려는 노력을 한 듯 하지만 이러한 노력은 단기적인 성과가 있었을 뿐 추세적인 변화를 꺾지는 못하였다. 이러한 과정에서 정부의 환율개입은 직간접적인 많은 비용을 지불한 셈이다. 또한 외환위기 이후 대폭 증가한 외환보유액도 이를 어떻게 효과적으로 운용할 수 있는가라는 문제를 제기하였다.

핵심 주제어: 통화정책, 인플레이션 타겟팅, 환율정책, 변동환율제

경제학문헌목록 주제분류: E5, F4

\* 본 연구는 재정경제부와 한국경제연구원의 재정적인 지원을 받아 서울대학교 국제대학원 국제통상 금융센터가 주관하였으며 재정적으로 지원해주신 두 기관에 감사의 뜻을 전한다. 한국경제학회 주최 정책토론회에서 지정토론을 해 준 서울대학교 김영식 교수께 감사 드리며 논문 작성을 위해 연구조교로 수고해 준 김지수 학생에게 감사한다.

\*\* 고려대학교 경제학과, e-mail: khshin@korea.ac.kr

## I. 서론

외환위기 이후 한국의 통화 및 환율 정책은 매우 큰 변화를 겪었다. 무엇보다도 1998년 발효된 한국은행법은 한국은행의 명시적 설립목적으로는 물가안정만을 적시함으로써 한국은행의 정책목표를 명확히 하였다.<sup>1)</sup> 이에 따라 한국은행의 통화정책 형태가 인플레이션 타겟팅(inflation Targeting, IT)으로 전환되는 전기를 마련하였다.<sup>2)</sup> 또한 환율 운용방식도 외환위기 전 실질적인(*de facto*) 고정환율제에서 변동환율제로 이행되었다.<sup>3)</sup>

이러한 통화 및 환율정책의 대대적인 변화는 한국경제에게 새로운 시험이었음에도 불구하고 외환위기 이래 1999-2005년 동안의 연평균 인플레이션은 약 3.1%로 이전 기간에 비하면 상당히 양호한 편이다. 하지만 선진국들과 비교해 보면 이 정도의 인플레이션도 상대적으로 높은 편이므로 인플레이션을 더욱 낮게 유지해야 한다는 의견도 많은 편이다. 또한 인플레이션 타겟을 결정하는 기준으로 사용하였던 근원(*core*) 소비자물가를 다시 일반인이 보다 이해하기 쉬운 일반 소비자물가로 최근에 환원하는 과정에서 우여곡절도 있었다.<sup>4)</sup> 일반적인 이야기이지만 과연 통화정

- 
- 1) 한국은행법 제1조는 “물가안정을 도모함으로써 국민경제의 건전한 발전에 이바지함을 목적으로 한다.”라고 적고 있으며 제4조는 “물가안정을 저해하지 아니하는 범위 내에서 정부의 경제정책과 조화를 이룰 수 있도록 하여야 한다.”라는 문구를 포함한다. 위 두 조항을 보다 광의로 해석하여 한국은행이 물가안정을 해치지 않는 범위 내에서 다른 목적을 함께 추구해야 한다는 적극적인 견해도 존재한다.
  - 2) 한국은행이 정식으로 인플레이션 타겟팅을 채택한 시기는 한은법의 개정을 기준으로 1998년 1월부터라고 생각하는 견해와 M3를 비롯한 통화량 지표를 단순히 정보변수로만 취급하기 시작한 2001년을 기준으로 하는 견해가 있다.
  - 3) 한국의 공식적(*de jure*) 환율정책 분류에 따르면 한국 환율제도는 1997년 12월 그 때까지 수행하던 시장평균환율제도에서 자유변동환율제도로 변경되었다. IMF의 분류에 따르면 한국 환율제도는 1997년 외환위기 전까지 관리변동환율제(*managed floating*)를 따르다가 외환위기 이후 자유변동환율제를 따른 것으로 되어 있지만, Reinhart and Rogoff(2004)의 분류에 따르면 한국의 실질적(*de facto*) 환율정책은 외환위기 전에는 *crawling peg*이었으며 외환위기 이후 자유변동환율제로바뀐 것으로 평가 받고 있다.
  - 4) 한국은행은 처음 인플레이션 타겟팅을 채택할 때 일반 CPI를 사용하였으나 2000년, 근원 소비자물가로 그 기준을 바꾸었다. 그러나 근원소비자 물가의 개년상 복잡성으로 일반인과의 의사소통에 지장이 있다는 지적에 따라 2007년부터 다시 일반 CPI로 그 기준을 변경하였다. 현재의 한국은행 인플레이션 타겟은 3년 평균 소비자 물가상승률이  $3.0 \pm 0.5\%$ 로 유지시키는 것으로 되어있다.

책이 인플레이션에만 집중하는 것이 바람직할 것인가에 대한 비판도 제기된다.<sup>5)</sup> 하지만 보다 더 심각한 비판은 환율제도와 밀접한 관련이 있다. 과연 변동환율제가 인플레이션 타겟팅과 양립할 수 있는가의 근본적인 문제가 제기되고 있으며 실제로 환율의 변동성이 외환위기 이후 크게 늘어남에 따라 이것이 경제에 큰 해악을 가져다 준다는 비판도 높다.<sup>6)</sup>

본 논문은 이상과 같은 문제의식을 가지고 외환위기 이후 한국 경제가 겪은 통화 및 환율 정책의 변화를 평가하는 것을 목적으로 한다.

본 논문의 내용은 다음과 같다. 제 2절에서는 외환위기 이후의 한국 통화정책에 대한 개관과 간단한 평가가 이어진다. 제 3절에서는 외환위기 이후 새로이 채택된 인플레이션 타겟팅의 성과를 평가한다. 이를 위해 같은 기간 동안 인플레이션 타겟팅을 수행한 14개 국가(선진산업 국가 6개와 신흥시장국가 8개)를 선정하여 이들 국가의 성과를 한국의 성과와 비교할 것이다. 또한 비교의 대상을 선정함에 있어서 인플레이션 타겟팅을 채택한 나라들에 국한하지 않고, 인플레이션 타겟팅을 채택하지 않은 대표적 8개 국가들(선진산업 국가 2개와 신흥시장국가 6개)을 추가적으로 선정함으로써 비교분석을 다양한 관점에서 행하였다.

제 4절에서는 한국 환율정책을 평가한다. 환율정책과 통화정책은 밀접한 관계에 있기 때문에 과연 한국의 환율정책이 외환위기 이후 운영되고 있는 통화정책과 양립할 수 있는 것인가라는 관점에서 살펴보고자 한다. 제 5절은 본 논문의 결론이다.

5) 제 2절과 제 3절에서 살펴볼 바와 같이 한국의 통화정책은 인플레이션뿐 아니라 실제로 경기 변동에 크게 반응하였다. 따라서 인플레이션에만 집중했다고 결코 볼 수 없다. 오히려 부동산과 주식 등 자산 가격에 대해 적극적인 대처를 하지 못하였다는 비판이 보다 많이 제기되었다.

6) 예를 들어 Eichengreen (2004)은 한국은행이 보다 명시적으로 환율문제를 다룸으로써 시장에 혼란을 주지 말아야 한다고 주장하였으며, Kim and Park (2006)은 환율변동성의 증가가 한국 통화정책의 어려움을 가중시킬 것이라고 보다 비판적인 견해를 피력하였다. 하지만 환율의 변동을 통해 외부충격이 완화되는 순기능도 함께 고려해서 환율변동의 폐해를 계산하여야 할 것이다.

## II. 외환위기 이후 한국 통화정책의 평가<sup>7)</sup>

외환위기를 겪으면서 한국은행은 한국은행법을 전면 개정하였고, 1998년 발효된 한국은행법에 따르면 한국은행 설립의 유일한 목적은 물가안정뿐이다.<sup>8)</sup> 이러한 조치에 발맞추어 동법은 한국은행으로 하여금 정부와의 협의 하에 인플레이션의 목표치를 정하고 이를 준수하도록 노력할 것을 요구하고 있다. 이와 같이 외환위기 이후 한국 통화정책의 구체적 형태는 인플레이션 타겟팅 정책의 채택으로 특징지어진다. 인플레이션 타겟팅 정책을 채택한 성과는 다음 장에서 보다 자세히 엄격한 기준에 의해 살펴 볼 예정이다. 본 장에서는 이에 앞서 외환위기 이후 통화정책과 관련한 중요 이슈들을 시기적인 순서에 따라 정리하고 이에 대한 통화당국의 대처를 살펴봄으로써 한국 통화정책에 대한 개괄적인 평가를 하고자 한다.

외환위기 직후 한국은행은 IMF의 권고에 따라 1998년 초기 시장금리를 30-40%로 유지하는 고금리 정책을 사용하였다. 이는 외국자본의 급속한 이탈을 막아 환율을 안정시키고자 하는 고육지책이었지만, 당시의 경제상태를 더욱 악화시키는데 기여한 측면도 있어 이에 대한 비판도 만만치 않게 제기된다.<sup>9)</sup>

실제로 환율은 고금리 정책 덕분이라기 보다는 IMF를 비롯한 국제기구로부터의 긴급자금 지원, 단기채를 중기채로 전환하는 외채협상 성공, 40억달러 규모의 외국환평형기금채권 발행 성공 등이 결정적 역할을 함에 따라 차츰 안정을 찾아갔다.<sup>10)</sup> 1997년 2000원 대에 육박하였던 대미 환율은 1998년 3월말 1300원 대로 낮아진 후 대체로 안정되었다. 이는 통화정책 당국이 환율보다는 국내 경제상황에 보다 능동적으로 대처할 여기가 생긴 것을 의미하였다.

이후 통화당국은 이자율을 적극적으로 낮추었으며 1998년 7월에 이르러 단기이

7) 본 절의 통화정책 내용은 각 해당연도의 통화신용정책보고서에 의존하였다.

8) 1998년 발효된 한국은행법의 또 한가지 중요한 특징은 한국은행의 독립성을 강화하였다는 점이다. 한국은행은 정부와 협의하여 인플레이션의 목표를 설정한 후에는 독립적인 통화위원회에서 이러한 목표를 달성하기 위해 정책을 수립하고 집행하도록 하였다. 통화위원회의 위원장은 재경부에서 파견되지 않고 중앙은행 총재가 당연직으로 임명되고 위원들의 임기가 보장된다는 의미에서 중앙은행의 독립성은 크게 신장되었다.

9) 고금리 정책에 대한 대표적인 비판으로는 Furman and Stiglitz(1998)과 Radelet and Sachs(1998)을 참조하라.

10) 예를 들어 이종규(2000)는 고금리 정책으로 환율이 안정된 구체적 징후가 없었음을 밝히고 있다.

자율은 외환위기 전 수준까지 회복하였다. 이렇게 외환위기 이후 다른 위기국가에 비해 상대적으로 빠르게 확장정책으로 전환한 것은 한국이 상대적으로 경제침체를 보다 빠르게 극복하는데 큰 도움을 주었다.<sup>11)</sup> 낮은 이자율은 투자의 회복에 도움을 줌으로써 1999년 투자율은 29%로 회복되었다.<sup>12)</sup> 당시의 낮은 이자율은 높은 채무를 갖고 있던 기업의 부담을 덜어 주는 효과를 통해 기업의 부도 위험을 크게 낮추었고 이것도 경제회복에 큰 보탬이 되었다.

1998년은 통화정책을 집행하는 과정에서 의미 있는 변화가 시작된 시점이다. 먼저 통화량 집계량 사이의 연관성이 크게 약화되었으며 이에 따라 한국은행은 큰 혼란을 겪었다. 통화정책을 확장기조로 전환한 이후에도 본원통화의 양은 지속적으로 IMF가 권고한 한도에도 미치지 못하였을 뿐 아니라 1998년 내내 1997년 12월말 수준보다 낮은 수치를 유지하였다. 반면 M2 및 M3는 높은 증가율로 증가하였다. 이에 따라 실제로 경제의 유동성 수준을 보다 잘 나타내는 지표로 비은행 금융기관의 예수금까지 포함한 M3의 중요성이 새롭게 인식되기 시작하였다.<sup>13)</sup> 하지만 어떤 통화량을 사용하던 통화량은 더 이상 통화정책의 상태를 나타내는 가장 좋은 지표가 아니었다. 금융기관의 발달에 따라 통화량의 정의에는 계속적인 변화가 가해졌지만, 더 이상 이러한 변화를 통해서 통화량을 유용한 지표로 집계하기가 어렵다는 판단에 이르게 된 것이다. 반면 외환위기를 겪는 과정에서 대량 발행된 국채는 국채시장을 크게 활성화 시킴에 따라 국채의 이자율이 경쟁시장의 원리에 따라 자유롭게 결정되기 시작했고, 이에 따라 시장 이자율은 경제의 자금 수급 상황을 보다 정확하게 표현하게 되었다.<sup>14)</sup> 이러한 변화를 토대로 2001년까지 중간목표

11) 최근 Lee and Rhee (2006)는 외환위기 이후 통화정책의 긍정적인 역할에 대해 자세히 설명하였다.

12) 외환위기 전까지 1990년대 외환위기 전(1990-1996) 평균투자율은 33%에 육박한 반면 2000년대 투자율은 30%를 넘지 못한 수준으로 외환위기 10년이 지난 후에도 투자율은 외환위기 전 수준을 회복하지 못하였다. 외환위기 전 투자율이 적절하며 앞으로도 우리가 목표로 삼아야 할 투자율일 것인지는 논쟁의 여지가 있다. 외환위기의 원인으로 과잉투자를 지적하는 연구들은 외환위기 전 수준의 투자율이 지나치게 높았으며 앞으로는 보다 낮은 수준에서 안정될 것이라고 주장한다. (예를 들어 Krugman (1998)은 아시아 외환위기의 원인으로 도덕적해이에 기인한 과잉투자를 꼽고 있다.)

13) 한국은행 (2006b) 참조. 당시 M3의 증가율은 12-14%를 나타내었다.

14) 외환위기 이전에는 사전에 정해진 이자율에 따라 정해진 몇몇 기관에 할당하는 방식을 취하였다. 반면 외환위기 이후에는 명실상부 완전경쟁방식에 의해 국채가 발행됨에 따라 국채 이자율이 시장의 상황을 정확히 반영하게 되었다. 보다 자세한 설명은 한국은행 (2006b)을 참조하

(intermediate target)로 함께 사용되던 통화지표는 이후 단순히 정보변수로서의 역할로 국한되었으며 이자율 조정이 통화정책의 가장 중요한 지표가 되었다.

1999년에 들어서서 한국경제는 급속도로 회복되고 있었지만 아직도 대우그룹을 비롯한 많은 기업들이 어려운 처지에 있었다. 따라서 한국은행은 연초 6% 대였던 콜금리를 4월 중순 4% 대로 추가 하락시킴으로써, 확고한 경기 호전이 이루어질 때까지 지속적으로 확장정책을 사용하려는 의지를 표명하였다. 이 때 또 하나 특이할 만한 사실은 종합주가지수가 5월 10일 1차적인 피크에서 이미 814로 전년 같은 시점에 비해 117% 정도 급등하였으며, 그 후 재차 상승하여 1999년 7월 9일에는 주가지수가 1028을 기록하여 정점을 이루었다는 점이다.<sup>15)</sup> 이렇게 급등한 주가는 당시의 경제여건에 비해 과도한 측면이 분명 있었으며 추후 주식뿐 아니라 부동산과 같은 자산가격의 폭등에 대해 중앙은행이 어떻게 대처하여야 하는지에 대한 논쟁을 촉발시켰다.<sup>16)</sup>

1999년 후반에 촉발된 대우그룹 구조조정 및 투신사 수익증권의 환매문제는 2000년 2월에 들어서 대체로 안정되었다. 실물경제도 1999년 9.1% 성장률에 이어 2000년에도 8.2% 실질성장률로 급속히 회복되는 듯 보였지만 2000년 후반으로 감에 따라 성장률은 급속히 낮아지고 있었다. 또한 2000년 6월부터는 그간 안정적이었던 물가가 큰 폭으로 상승하며 불안정해지기 시작하였다. 월별상승률 기준으로 소비자 물가는 6월에서 8월까지 약 0.5-0.6% 상승하다가 급기야 9월에는 한달 동안 무려 1.5%나 급등하였다.<sup>17)</sup>

2001년 들어 경기는 급속히 냉각되었지만 물가불안은 오히려 가속화되었다. 하지만 2001년 실질 GDP 증가율은 3.8%로 외환위기 이래 최저치였다. 물가불안보다는 이러한 경기둔화를 보다 우려하였다는 증가는 통화당국이 그 후 계속적으로

라.

- 15) 1999년 7월 촉발된 대우그룹 구조조정 문제와 투신사 수익증권의 대량환매 문제는 이후 7월 26일 주가지수를 다시 873으로 하락시킨 바 있다.
- 16) 예를 들어 전성인(2007)은 1999년 5월 이미 주가가 과도한 상승이 예견되었음에도 불구하고 이를 제어하지 못한 책임이 중앙은행에 있다고 주장하였다. 하지만 주가와 같은 자산가격의 움직임에 중앙은행이 어떻게 대처하는 것이 현명한지에 대해서는 이견이 존재한다. 이러한 논쟁은 2000년대에 급등한 부동산 가격으로 다시 한번 비슷한 논쟁을 겪게 된다.
- 17) 이 때 물가가 상승한 이유로는 당시 급등한 국제유가와 공공요금 상승에 기인한 바 크다. 이처럼 공급측 요인에 의한 물가 상승에는 통화당국이 적극적으로 개입할 필요가 없다는 의견도 개진되었다. (한국은행(2006b) 참조).

콜금리를 인하한 것을 보면 잘 알 수 있다. 통화당국은 2월에 콜금리를 0.25% 인하 한데 이어 7월과 8월 연속하여 콜금리를 각각 0.25%씩 인하하였으며 9월에는 0.5% 추가인하를 감행하였다.<sup>18)</sup> 반면 소비자물가는 상반기 기준 전년 동기에 비해 4.7% 상승하였다. 당시 기준으로 삼았던 근원인플레이션도 4.4%나 상승하였다.<sup>19)</sup> 당시 인플레이션 목표치가 3%를 기준으로 상하 1% 밴드였기 때문에 2001년 초반의 인플레이션은 명백히 목표 범위를 벗어나 있었다.<sup>20)</sup> 물론 인플레이션 성과는 장기적인 관점에서 평가하여야 하며 모든 시점에서 물가상승률이 목표 범위를 준수할 필요는 없다. 하지만 당시가 인플레이션 타겟팅을 채택한 초기라는 점에서 통화당국이 물가상승률을 허용범위 밖에서 용인하였다는 사실은 통화당국의 신뢰에 흠을 남길 가능성을 제기하였다.

물가에 대한 우려에도 불구하고 금리를 네 차례 인하한 성과는 그리 좋지 않았다.<sup>21)</sup> 기대했던 경기부양 효과는 거의 나타나지 않았고 대신 저금리 여파로 3분기에는 서울지역 중심으로 부동산 가격이 폭등하기 시작하였다. 당시의 전세계적인 불황은 정보통신 산업에 대한 지나친 낙관이 붕괴되는 과정에 기인한 것이었다. 정보통신 산업이 급속히 팽창하는 과정에서 과잉투자가 이루어졌으며, 생산설비는 이미 지나치게 높은 수준이었으므로 낮은 이자율에도 불구하고 추가적인 투자가 이루어지기는 힘들었다. 반면 낮은 이자율은 자산가격의 전반적인 상승을 불러왔으며, 이는 전세계적인 부동산 시장의 활황으로 이어졌다. 이에겐 한국경제도 예외가 아니었던 것이다.

2002년 실질 GDP의 증가율은 6.7%로 다시 경기가 회복되었다. 2002년 경기 회

18) 9월의 추가인하는 9/11 테러에 대한 대응의 의미가 더욱 강하다.

19) 한국은행 (2006b) 참조.

20) 2002년 4월에 발행한 통화신용정책보고서 (2001.1-2002.2)는 이러한 높은 물가상승률이 2001년초 물가안정목표를 설정할 때 기준으로 한 1995년 기준 소비자물가지수에 의해 계산될 경우이며, "2002년초 통계청이 새롭게 발표한 2000년 기준의 소비자물가지수로는 근 원 인플레이션율이 3.6%로서 목표범위에 머문 것으로 나타났다"라고 주장하였다. 하지만 일반인은 당시 발표된 물가상승률로 당시의 상황을 파악하기 때문에 물가상승률이 허용범위를 벗어났다고 인식되었다는 것은 확실하며, 이러한 인식이 중앙은행에 대한 신뢰에 영향을 미쳤을 것이라 생각된다.

21) 미국은 보다 공격적으로 금리인상을 감행하였다. 당시 미국의 경기는 2000년 후반부터 뚜렷이 둔화되고 있었고 이에 따라 미 연준은 상반기에만 여섯차례 총 2.75% 페더럴펀드 목표금리의 인하가 있었으며 9/11 테러사건 이후 추가적으로 세차례 1.5% 인하를 단행하여 11월에는 금리가 2%로 낮아졌다. 한국은행 (2006b) 참조.

복은 금리인하 자체에 기인 하다가 보다는 가계대출의 급증으로 가능하였다. 전통적으로 한국의 은행은 기업대출에 치중하였고 가계에 대한 대출은 소홀하였다. 하지만 외환위기를 겪는 과정에서 기업대출에 대한 위험이 부각되었고 상대적으로 가계대출의 안정성에 주목하게 된 은행들의 가계대출 증가액은 2000년 23.8조원에 이르렀고 2001년에는 45조원, 2002년에는 61.6조원에 달하였다.<sup>22)</sup> 이에 더하여 비 은행금융권의 가계대출도 매우 급속하게 증가하였는데 이에 당시 신용카드사의 무분별한 카드남발을 통한 신용증가가 큰 몫을 담당하였다. 가계에 대한 대출증가는 부동산 가격의 급등과 소비의 증가로 이어졌고 이것이 경기를 견인하는 주요 인이었다. 실제로 2002년 실질소비 (서비스+비내구재)의 증가율은 7.5%로 실질 GDP의 증가율을 능가하였다.<sup>23)</sup>

2002년의 소비자 물가지수의 상승률은 소비 및 부동산 가격 상승에도 불구하고 근원 인플레이션 기준 3.0%로 안정되었다. 이에 환율하락에 따른 수입품 가격의 하락과 이동통신 요금, 도시가스 요금 건강보험 수가의 인하 등 공공요금의 안정이 큰 역할을 하였다. 당시 대미 기준 환율은 2002년 1월 1317.6원에서 2002년 12월 1208.9원으로 100원 이상 대폭 하락하여 1998년 이래 가장 큰 환율의 하락을 기록하였다. 일각에서는 부동산 가격의 상승에 대응하여 보다 적극적인 통화정책을 요구하기도 하였지만 한국은행의 콜금리 운용도 대체로 안정적이었으며 5월에 한차례 0.25% 인상이 있었을 뿐이었다

2003년부터는 가계신용대출 부실과 이에 대응한 신용축소로 경기는 다시금 급격히 하강하였다.<sup>24)</sup> 투자는 지속적으로 낮은 수준이었고 그나마 가계대출로 증가하

22) 한국은행 (2006b) 참조.

23) 항상소득이론과 같은 경제이론에 따르면 소비자는 각종의 금융거래를 통해 소비의 변화를 소득의 변화보다 작게 유지한다. 이러한 이론적 함의는 외환위기 이전의 데이터를 살펴보면 대체로 잘 지켜졌다. 하지만 외환위기 과정에서 소비의 감소는 소득의 감소를 능가한 바 있으며 2002년 호황에서도 소비의 증가는 소득의 증가를 능가하여 경제이론이 잘 적용되지 않는 듯한 모습을 보였다. 하지만 소비는 소득이라기 보다는 부(wealth)에 의존하며 외환위기 때 자산 가격의 대폭하락이 있었고, 2002년 부동산 등의 자산가격 상승이 있었음을 감안하면 소비의 변화를 설명할 수 있다는 주장도 존재한다.

24) 2002년 61.6조원으로 최고치에 달했던 은행의 가계 대출 증가규모는 2003년 30.6조원, 2004년 22.5조원으로 대폭 축소되었다. 동시에 소비 증가에 직접적으로 영향을 주어왔던 신용카드사의 가계신용은 2003년 32.2조원이 줄어 들었으며 2004년에도 10조원이 감소하였다. 보다 자세한 설명은 한국은행 (2006b) 참조.

었던 소비도 다시 감소하여 내수 경기는 극도로 허약하였다. 설비투자는 2003년 1분기부터 2004년 1분기까지 4분기 연속, 민간소비는 2003년 2분기부터 2004년 3분기까지 6분기 연속 전년동기 대비 마이너스 성장률을 기록하였다.<sup>25)</sup> 유일한 희망은 지속적인 환율하락에도 불구하고 급속하게 증가하고 있었던 수출이었으며, 이에 힘입어 2003년 실질 GDP의 증가율은 간신히 3% 수준이었으며 2004년에는 이보다 조금 나아져 4.5% 수준을 유지하였다.<sup>26)</sup>

2003년은 물가도 안정추세였고 경기도 하강국면이었으므로 콜금리 목표도 대체로 하락하였다. 2003년에는 5월과 7월 0.25%씩 두 차례 콜금리가 인하되어 사상 최저 수준인 3.75%로 하락하였다. 이러한 저금리 정책에 기인하여 부동산 가격은 지속적으로 상승하였으며 이러한 부동산 가격 상승에 대응한 금리 인상 요구도 커졌다. 하지만 한국은행은 주택가격 상승이 주로 교육 및 주거여건의 차이 등을 반영한 강남권에서의 주택수급 불균형, 행정수도 이전지역 및 재건축 대상 아파트에 대한 투기적 수요 등이 복합적으로 작용하여 나타난 결과로 파악하였다.<sup>27)</sup> 정책금리 조정은 그 영향이 경제 전반에 걸쳐 무차별적으로 나타나기 때문에 위와 같은 부동산 문제에 금리인상을 통해 대응하는 경우, 국내경기의 하강을 보다 심화시킬 우려가 높아지므로 보다 바람직한 대응 방법은 미시적인 안정대책을 통하는 것이라고 판단한 것이다.

2004년 세계경제는 회복 중이었음에도 불구하고 한국경제는 내수부진으로 경기하강이 지속되었다. 이에 대응하여 한국은행은 콜금리목표를 8월과 11월 두 차례 인하하여 3.25%로 낮추었다. 다행히 부동산가격은 정부의 부동산 투기억제정책으로 안정적이었다. 반면 전반적인 물가수준은 불안정해지기 시작하였으며 10월에는 근원인플레이션율이 전년 동기 대비 3.4% 증가하여 당시 목표 상한이었던 3.5%에 육박하였다. 하지만 대미 기준 환율이 1월 1184원에서 12월 1050원으로 130원 이상 급락함에 따라 수입품 가격이 안정되고 11월 국제유가도 안정됨에 따라 더 이상 인플레이션이 진행되지는 않았다.<sup>28)</sup>

25) 한국은행 (2006b) 참조.

26) 총수출 증가율은 2003년 19.3%로 매우 높은 수준이었으며 2004년에는 31.0%로 가히 폭발적인 증가세를 시현하였다. (무역협회 자료 참조.)

27) 통화신용정책보고서 (한국은행 (2004) p. 62) 참조.

28) 한국은행 (2005) 참조.

2005년에 들어서자 경기는 민간소비를 중심으로 서서히 회복되고 있었으나 본격적인 상승세라고 보기는 어려웠다. 실질 GDP 성장률은 1분기중 2.7%에 머물렀으나 2분기중 3.3%로 높아지고 3분기에는 4.4%로 증가하는 정도였다.<sup>29)</sup> 반면 소비자물가지수는 대체로 안정적이었는데 상반기는 전년동기대비 3%대 초반이었지만 하반기에는 오히려 2.5% 내외로 낮아졌으며 근원인플레이션율은 8월 이후 1%대 후반으로 하락하였다.<sup>30)</sup> 그럼에도 불구하고 한국은행은 2005년 10월과 12월 두 차례에 걸쳐 콜금리 목표를 각각 0.25%씩 올려 4.0%로 상향 조정하였다.<sup>31)</sup>

경기회복이 본격화되지 않았음에도 이와 같이 콜금리가 지속적으로 상승한 것은 많은 논쟁을 야기하였다. 이에 대해 한국은행은 “콜금리 목표를 인상한 것은 장기간의 저금리 지속으로 인한 자산가격 상승압력 증대 및 금융기관 수신구조 단기화 등의 부작용을 점진적으로 해소함과 아울러 향후 경기회복 과정에서 예상되는 물가 상승압력에 선제적으로 대처할 필요가 있다는 판단에 따른 것이다” (통화신용정책보고서(2006)) 라고 밝히고 있다. 하지만 2006년 내내 소비자 물가 상승률은 2% 초반대로 안정적인 수준을 유지하였다. 따라서 당시의 콜금리상승은 주로 부동산가격 상승에 대한 정치권으로부터의 압력에 기인한 결과라 판단되며 이러한 기조는 2003년 부동산 폭등기에 대한 대처와 대조되는 모습이었다.

이상과 같은 분석을 통해 우리는 다음과 같은 사실을 확인할 수 있었다. 첫째, 외환위기 이후 처음 채택된 인플레이션 타겟팅 정책은 전반적으로 목표범위를 유지함으로써 외형상 성공적인 모습을 보였다. 하지만 이와 같이 낮은 인플레이션을 유지하는 데에는 외환위기 이후 낮아진 국내 수요뿐 아니라 지속적인 환율 하락이 큰 도움을 주었던 것으로 평가된다. 둘째, 한국은행은 인플레이션 타겟팅 정책을 채택하였음에도 불구하고 경기변동에 매우 적극적으로 대처하였다. 특히 2001년에는 물가가 상당히 불안하였음에도 불구하고 경기변동에 보다 집중하는 모습이었다. 하지만 경기변동에 대한 적극적 대처는 외환위기 직후 회복기를 제외하고는 그다지 성공적이지 못하였다. 셋째, 외환위기 이후 낮은 이자율을 유지한 것은 부동산이나 주식과 같은 자산가격의 상승으로 이어졌다. 반면 이에 대한 한국은행의 대처는 일관된 모습을 보여주지 못하였다. 인플레이션 타겟팅을 채택한 초기에는 자산가격의

29) 한국은행 (2006b) 참조.

30) 한국은행 (2006a) 참조.

31) 이러한 기조는 2006년에도 계속되어 2006년 2월에 콜금리 목표는 0.25% 추가 인하되었다.

상승에 그다지 큰 반응을 하지 않던 통화당국이 최근에 들어서 정치권의 요구가 거세짐에 따라 특히 부동산의 가격 변화에 대해서 보다 민감한 반응을 보여 주고 있다.

### Ⅲ. 인플레이션 타겟팅 정책의 성과

인플레이션 타겟팅은 1990년 뉴질랜드가 채택한 이래 동 정책을 채택한 국가의 수가 꾸준히 늘어나 현재 20여개 이상의 국가가 이를 통화정책의 근간으로 삼고 있다. 또한 지금까지 인플레이션 타겟팅을 채택한 국가들 중에는 이를 버리고 다른 형태의 통화정책으로 전환한 예가 없다. 이와 같이 통화정책의 형태로 인플레이션 타겟팅의 중요성이 커짐에 따라 이에 대한 평가도 다양한 각도에서 이루어지고 있다. 이 분야에서 가장 활발하게 분석 결과를 내 놓고 있는 경제학자는 Bernanke와 Mishkin인데 둘 다 인플레이션 타겟팅에 대해서 대체로 긍정적인 평가를 하고 있다<sup>32)</sup>.

본 절에서는 한국에서의 인플레이션 타겟팅 정책의 성과를 보다 엄밀하게 평가한다. 구체적인 기간은 1999년 1사분기에서 2005년 4사분기까지로 선정하였으며, 같은 기간 동안의 외국 통화정책 결과와 비교함으로써 한국 통화정책의 성과를 가늠할 것이다.<sup>33)</sup> 비교 대상국가로는 같은 기간 동안 인플레이션 타겟팅을 수행한 14개 국가(선진산업 국가 6개와 신흥시장국가 8개)와 인플레이션 타겟팅을 채택하지 않은 대표적 8개 국가들(선진산업 국가 2개와 신흥시장국가 6개)을 선정하였다. 지금부터는 논의 과정에서 용어를 단순화하기 위해 인플레이션 타겟팅을 채택한 국가는 IT(Inflation Targeting) 국가, 인플레이션 타겟팅을 채택하지 않은 국가는 NIT(Non-Inflation Targeting) 국가라고 부르도록 하겠다.

32) 예를 들어 Bernanke and Mishkin(1999)을 보라. 또한 최근 인플레이션 타겟팅 국가들에 대한 전반적인 평가로는 Neuman and von Hagen(2002)과 Mishkin and Schmidt-Hebbel(2006)을 보라. 보다 부정적인 평가로는 Willard(2006)를 들 수 있다.

33) 한국은행이 정식으로 인플레이션 타겟팅을 채택한 시기는 주 1에서 설명한 바와 같이 1998년부터로 생각하는 견해와 2001년을 기준으로 하는 견해가 있으나 본 연구에서는 1998년 견해를 따랐으며, 단 1998년은 외환위기 기간인 점을 감안하여 1999년부터 분석대상으로 삼았다.

### 3.1 기본적 통계량 분석

한국의 인플레이션 성과를 분석하기 위해 Neuman and von Hagen (2002) 에서와 같이 기본적 통계분석을 행하였다. 하지만 Neuman and von Hagen (2002) 은 평균과 변동성만을 중심으로 분석한 반면 본 연구에서는 지속성을 기본 통계분석에 포함하였고 신흥시장국가들을 포함하여 한국의 비교 대상으로 삼아 분석하였다는 차이를 갖는다. 기본적 통계량을 계산하기 위해 필요한 자료는 IMF의 IFS (International Financial Statistics) 에서 구하였다.

〈표 1〉은 한국 통화정책의 성과를 비교하기 위해 1차적으로 기본적인 통계량을 정리한 것이다. 먼저 제 2열은 1999.I-2005.IV 기간 동안 각 국가의 연 평균 인플레이션율을 CPI 지수를 이용하여 계산한 것이다. 같은 기간 동안 IT 국가들의 인플레이션율은 대체로 낮은 수준을 유지하며 약 1%에서 8% 수준의 평균 인플레이션율을 경험하였다. 한국의 경우는 그 중에서도 약 3% 수준으로 상당히 양호한 수준이라 할 수 있다. 반면 같은 기간 동안 NIT 국가들의 인플레이션율은 보다 다양한데, 홍콩의 -1.77%에서 베네수엘라의 18%까지 매우 큰 격차를 보이고 있다. 하지만 이를 보다 더 자세히 살펴보면 한국의 성과가 반드시 성공적이라고만 보기는 어려운 측면이 있다. IT 국가 중 선진산업국가들은 오스트리아의 3.22%를 빼고는 모두 2%대 이하의 낮은 수치를 보이고 있는 것이다. 또한 신흥시장국가들 중에서도 칠레, 체코, 페루 등은 한국보다 낮은 인플레이션율을 보이고 있어서 한국의 성과는 고작 신흥시장국가들 중에서도 중간 정도라고 볼 수 있다. 또한 NIT 국가 중에서도 선진산업국가들 모두와 신흥시장국가들 중 홍콩과 싱가포르는 한국보다 낮은 인플레이션을 경험하고 있다. 물론 인플레이션율이 낮을수록 반드시 좋은 것만은 아니겠지만 위에서 언급한 국가들이 모두 한국보다 낮은 인플레이션을 경험하고 있다는 사실은 한국의 인플레이션율도 보다 낮출 필요성이 있음을 시사한다고 생각할 수 있다.<sup>34)</sup>

34) 인플레이션 타겟팅의 효과로 초기에 주목 받았던 점은 인플레이션이 높은 나라들이 인플레이션을 단시간 내에 작은 비용으로 낮추는 효과가 크다는 지적이었다(Ammer and Freeman (1995)). 하지만 최근에는 오히려 낮은 인플레이션을 유지하는데 보다 효과가 뛰어나다는 지적이 많다(Mishkin and Posen (1997)).

〈표 1〉 인플레이션 수준, 변동성, 지속성 (기간: 1999.I-2005.IV)

	평균		표준편차			지속성	
	연별자료	월별자료	분기자료	연별자료	월별자료	분기자료	연별자료
<b>IT 국가</b>							
선진산업국가							
오스트레일리아	3.22		2.53	0.89		-0.17	0.42
캐나다	2.36	4.22	2.17	0.35	0.19	-0.02	-0.40
뉴질랜드	2.47		1.40	0.42		0.02	0.01
스웨덴	1.36	4.71	2.06	0.89	0.09	-0.33	-0.08
영국	2.48	3.77	2.01	0.60	-0.01	-0.72	0.24
스위스	0.96	4.19	2.14	0.35	0.06	-0.40	0.05
신흥시장국가							
브라질	8.05	5.95	4.50	2.85	0.58	0.43	-0.23
칠레	2.76	4.22	2.21	0.97	0.39	0.18	0.12
콜롬비아	6.70	5.80	4.20	1.40	0.66	0.07	0.15
체코	2.49	5.72	3.15	1.62	0.12	-0.13	0.19
이스라엘	1.56	5.95	3.90	2.02	0.36	0.33	-0.17
한국	3.11	5.33	2.24	0.68	0.21	-0.17	-0.61
멕시코	5.51	4.05	2.78	1.90	0.43	0.42	0.25
페루	2.21	3.90	2.25	1.31	0.28	0.33	0.05
폴란드	3.87	5.65	4.15	3.21	0.50	0.46	0.29
<b>Non- IT국가</b>							
선진산업국가							
독일	1.57	3.82	1.33	0.36	-0.31	-0.26	-0.19
미국	2.65	4.05	1.64	0.67	0.29	0.18	0.11
신흥시장국가							
아르헨티나	7.86	17.11	15.06	9.21	0.70	0.57	0.00
홍콩	-1.77	5.61	3.01	1.78	0.12	0.23	-0.27
인도	3.91	7.95	4.04	0.27	0.14	-0.20	-0.52
인도네시아	8.02	13.15	8.32	3.09	0.18	0.45	-0.09
싱가포르	0.76	4.52	1.49	0.73	-0.29	0.12	0.00
베네수엘라	18.10	10.22	6.47	5.44	0.29	0.78	0.26

주: 각국의 인플레이션은 IMF의 International Financial Statistics에서 구한 CPI 를 기초로 계산하였다.

다음으로 〈표 1〉의 3월부터 5월까지의 인플레이션의 변동성을 구하기 위해 월별, 분기별, 연별 인플레이션 자료를 이용하여 표준편차를 계산한 것이다. 인플레이션의 수준뿐 아니라 변동성은 경제에 불확실성을 크게 할 수 있어 되도록이면 안정적으로 유지할 필요가 있다. 따라서 인플레이션 타겟팅을 채택한 국가들의 성과를 평가하는 또 하나의 지표로 살펴볼 수 있다.<sup>35)</sup> 하지만 변동성에 있어서도 월별자료를

35) 인플레이션 타겟팅을 너무 경직적(strict) 하게 할 경우 인플레이션 이외의 변수를 고려하기 어

기준으로 할 때, 한국은 선진 IT 국가와 선진 NIT 국가들에 비해 높은 수준을 유지하고 있는 것을 알 수 있다. 신흥 IT 국가들 중에서도 칠레 멕시코 페루 등도 한국보다 낮은 상태를 유지하고 있어 한국의 성과가 우수한 편은 아니라고 볼 수 있다. 단 신흥 NIT 국가들은 싱가포르를 제외하고는 모두 한국보다 높은 변동성을 보이고 있어 흥미롭다. 이와 같이 IT 국가들의 인플레이션 변동성이 낮다는 사실은 인플레이션 타겟팅 정책이 변동성면에서 보다 탁월한 성과를 보일 수 있음을 시사한다.<sup>36)</sup> 또한 분기별 자료를 사용할 경우에도 지금까지의 결론은 대체로 성립한다. 단 연별자료를 사용하는 경우에는 한국 인플레이션의 변동성이 예외적으로 낮은 수준을 보이고 있다.

마지막으로 6월부터 8월까지의 인플레이션의 지속성을 구하기 위해 월별, 분기별, 연별 인플레이션 자료를 이용하여 1차 자기상관 계수를 계산한 것이다. 인플레이션 타겟팅의 성과를 살펴 보는 과정에서 인플레이션의 지속성은 중요한 지표로 사용된다. 왜냐하면 인플레이션에 충격이 오는 경우에 인플레이션 타겟팅을 사용하는 국가는 인플레이션에 대한 기대가 크게 영향을 받지 않아 인플레이션이 쉽게 원래 수준을 회복된다는 주장이 있기 때문이다(Siklos (1999)). 인플레이션 타겟팅 정책의 이러한 특성은 모형을 통해 중앙은행의 확고한 공약(commitment)에 기인함을 보일 수 있다(Kuttner and Posen (1999)).

월별 자료를 기준으로 할 때 한국 인플레이션의 지속성은 0.21로 상당히 낮음을 알 수 있다. 하지만 선진 IT 국가들의 인플레이션 지속성은 모두 한국보다 더 낮다. 반면 신흥시장 IT 국가들 중에서는 오직 체코만이 한국보다 낮은 인플레이션 지속성을 보이고 있다. 흥미로운 사실은 인플레이션 지속성이라는 측면에서는 NIT 국가들도 상당히 낮은 편이라는 사실이다. 선진 NIT 국가들 중에서 독일은 지속성이 음의 값이며 신흥시장 NIT 국가들 중에서도 여섯 개 국가들 중에서 네 개 국가

---

럽다는 것이 인플레이션 타겟팅의 주된 비판 중 하나이다. 하지만 최근에는 이를 보다 유연하게 하여 일정 기간 동안 인플레이션을 평균적으로 유지하면서 다른 변수 특히 경기변동에도 유의하면 된다는 견해도 있다. 하지만 어느 경우에도 너무 급작스러운 인플레이션의 변동은 경제에 바람직하지 않을 것이다.

36) <표 1>에 따르면 신흥시장국가들의 경우 IT 국가들은 NIT 국가들에 비해 인플레이션 수준보다도 오히려 변동성에 있어서 더 우수한 성과를 보이고 있는 것을 알 수 있다. 즉 월별 자료를 보면 IT 국가들은 모두 3-5%대의 변동성을 보인데 비해 NIT 국가들은 싱가포르(4.52%)를 제외하고는 모두 5% 이상의 변동성을 보이고 있다.

들의 지속성이 오히려 한국보다 낮은 수치이다. 분기 자료를 사용하면 한국의 인플레이션 지속성 수치는  $-0.17$ 로 매우 낮은 수준이다. 물론 선진 IT 국가들은 대부분 보다 더 낮은 편이지만 신흥시장 IT 국가들과 비교해서는 한국이 가장 낮은 수준이다. NIT 국가들과 비교하면 한국은 독일이나 인도에 비해서만 높을 뿐 다른 국가들 보다는 낮은 수치를 보이고 있다. 또한 연별 자료를 이용한 인플레이션 지속성 수치는  $-0.61$ 로 IT와 NIT 국가들을 통틀어서 가장 낮은 수치를 보이고 있다. 따라서 인플레이션 지속성 측면에서는 한국의 성과가 상당히 좋은 편이라고 결론 내릴 수 있다. 하지만 이러한 인플레이션의 지속성은 통화정책의 우수성을 보여줄 수도 있지만 단순히 인플레이션에 대한 심각한 충격이 없었기 때문일 수도 있다. 실제로 한국통화정책의 성과를 보기 위해서는 다음 절에서 살펴 볼 바와 같이 통화정책의 구체적인 형태를 고려하거나 경제의 구조적인 충격을 식별하는 등의 보다 체계적인 분석이 필요하다.

〈표 2〉는 각국의 이자율 수준과 변동성, 그리고 지속성을 계산한 결과이다. 이자율은 단기시장(money market)의 이자율을 사용하였다.<sup>37)</sup> 2열에 표시한 이자율 수준은 대체로 인플레이션이 높은 나라일수록 높은 경향이 있음을 알 수 있다. 하지만 한국의 경우는 인플레이션에 비해 지나치게 이자율이 낮은 편이다. 즉 선진 IT 국가들 중에 반이 한국보다 이자율을 높게 유지하여 인플레이션의 경우와 사뭇 다른 양상을 보이고 있다. 또한 신흥 IT국가와 비교해서는 오직 체코만이 한국보다 낮은 이자율을 유지했을 뿐이다. NIT 국가들과 비교해서는 대체로 선진 NIT 국가들은 한국보다 낮은 이자율을 유지하였으며, 신흥시장 NIT 국가들 중에서는 한국보다 낮은 인플레이션을 겪은 홍콩과 싱가포르만이 한국보다 낮은 이자율을 유지하였다.

이자율의 변동성은 〈표 2〉의 2열에서 4열까지 월별, 분기별, 연별 이자율 자료를 이용하여 표준편차를 계산하여 구하였다. 이자율 변동성은 종종 통화정책이 얼마나 적극적으로 활용되었는가의 지표로 사용된다.<sup>38)</sup> 즉 경기변동에 반응하여 이자율을

37) 이자율은 IFS (International Financial Statistics)의 Money Market Rate인 코드 명 60BZF를 사용하였다. 이 변수가 없는 국가인 이스라엘은 Treasury Bill Rate (60CZF)를 사용하였으며 페루는 Discount Rate (60ZF)를 사용하였다. 이 값은 국가마다 구체적인 대상 이자율에 차이가 있는데 한국의 경우는 콜금리에 해당된다.

38) Kahn and Parrish (1998)은 인플레이션 타겟팅을 채택한 후 이자율 변동성이 줄어들었음을 보이고 이를 적극적인 통화정책을 쓰지 않은 증거로 해석하였다.

〈표 2〉 이자율 수준, 변동성, 지속성 (기간: 1999.I-2005.IV)

	평균		표준편차		지속성		
	연별자료	월별자료	분기자료	연별자료	월별자료	분기자료	연별자료
<b>IT 국가</b>							
선진산업국가							
오스트레일리아	5.12	0.51	0.51	0.46	0.96	0.83	-0.14
캐나다	3.52	1.27	1.28	1.27	0.98	0.91	0.48
뉴질랜드	5.64	0.83	0.83	0.75	0.92	0.70	-0.31
스웨덴	3.70	0.69	0.66	0.47	0.95	0.80	-0.04
영국	4.65	0.89	0.82	0.77	0.97	0.93	0.21
스위스	1.11	1.10	1.11	1.16	0.67	0.81	0.55
신흥시장국가							
브라질	19.88	4.94	4.74	3.61	0.90	0.53	-0.29
칠레	4.84	3.11	3.04	3.07	0.89	0.72	0.38
콜롬비아	9.47	4.65	4.64	4.56	0.89	0.73	0.25
체코	3.59	1.80	1.76	1.57	0.95	0.86	0.60
이스라엘	7.17	2.43	2.43	2.41	0.95	0.85	0.21
한국	4.29	0.70	0.70	0.69	0.91	0.81	0.55
멕시코	12.24	6.44	6.44	6.35	0.90	0.76	0.46
페루	7.47	7.78	7.77	5.89	0.96	0.88	0.48
폴란드	10.64	5.15	5.16	5.34	0.97	0.94	0.57
<b>Non- IT국가</b>							
선진산업국가							
독일	2.99	0.95	0.96	0.95	0.98	0.93	0.39
미국	3.21	1.91	1.93	1.95	0.99	0.95	0.59
신흥시장국가							
아르헨티나	13.03	18.23	17.22	14.67	0.63	0.74	0.09
홍콩	3.07	2.23	2.23	2.75	0.95	0.90	0.53
인도							
인도네시아	11.77	7.67	7.58	6.29	0.86	0.59	0.01
싱가포르	1.66	0.76	0.75	0.73	0.93	0.88	0.58
베네수엘라	11.15	10.50	9.86	8.80	0.82	0.64	0.10

주: IMF의 International Financial Statistics에서 구한 Money Market 이자율을 기초로 계산하였다. 단 Money Market 이자율이 보고되지 않은 이스라엘과 페루에 대해서는 각각 treasury bill rate과 discount rate을 사용하였다.

활발하게 변화시켰다면 이자율의 변동성은 증가한다. 신흥시장국가들은 경기변동 뿐 아니라 종종 환율의 변화에 대응해서도 이자율을 변화시킬 가능성이 있으므로 이자율의 변동성은 외환시장에 정부가 얼마나 적극적으로 개입하였는가의 지표로도 활용된다. 39) 한국이자율의 변동성은 상당히 낮은 편이다. 먼저 월별자료를 기준으

39) 이러한 논의는 3절에서 다루겠다.

로 볼 때 선진 IT 국가들 중에서도 한국보다 낮은 이자율 변동성을 보인 나라는 오스트리아뿐이다. 신흥시장 IT 국가들은 모두 한국보다 높은 이자율 변동성을 보이고 있다. 이러한 사실은 NIT 국가들과 비교해서도 마찬가지이다. 선진 혹은 신흥시장국가들을 막론하고 한국보다 낮은 이자율 변동성을 보인 국가는 하나도 찾아볼 수 없다. 이러한 양상은 분기별 자료나 연별 자료를 사용할 때도 마찬가지이다. 따라서 한국의 이자율 변동성은 매우 낮은 편이었다. 이러한 낮은 변동성은 이미 설명한 대로 한국의 통화정책이 적극적으로 사용되지 않았을 가능성을 뒷받침한다. 하지만 이런 결론을 내리기는 아직 더 고려할 사항이 많다. 예를 들어 한국경제에 대한 충격이 빈번하지 않아 통화정책을 적극적으로 수행했음에도 불구하고 이자율을 빈번하게 변동하지 않았을 수도 있기 때문이다. 따라서 이에 대해서는 추후 보다 다양한 각도에서 상세한 분석을 할 예정이다.

이자율 지속성이라는 측면에서도 한국의 통화정책은 그다지 적극적이지 않았음을 시사한다. <표 2>의 5월부터 7월까지의 월별, 분기별, 연별 이자율 자료를 이용하여 1차 자기상관 계수를 계산한 것이다. 먼저 월별자료를 기준으로 할 때 한국 이자율의 지속성은 0.91로 상당히 높은 편이다. 선진 IT 국가들도 이자율의 지속성은 매우 높아 오히려 한국보다 높은 경우가 대부분이지만 이 정도 차이는 크게 의미를 둘 수 없다고 생각한다. NIT 국가들과 비교하면 선진국가들은 한국보다 지속성이 높지만 대부분의 신흥시장국가들의 지속성은 한국보다 낮은 편이다.

<표 3>은 경기변동 상의 총생산 변동성을 계산한 것이다. 경기변동 상의 변화를 계산하기 위해 HP(Hodrick-Prescott)를 사용하여 추세를 제거하였다. 통화정책의 기본적인 목표는 물가안정이며 인플레이션 타겟팅 정책은 이러한 목적을 명시적으로 달성하기 위한 것이지만, 통화정책을 통해 경기를 안정화시킬 필요성도 끊임없이 제기되고 있다. 사실 인플레이션 타겟팅을 너무 경직적으로 운용하지 않는다면 통화정책의 또 하나의 목적이라 할 수 있는 경기안정도 성공적으로 달성할 수 있다는 의견도 만만치 않게 존재한다. 물론 인플레이션 타겟팅의 융통성 있는 운용은 통화당국의 충분한 신뢰성이 확보된 다음에야 가능할 것이다. 그렇지 않다면 경기변동에 지나치게 반응하는 과정에서 신뢰성을 상실하여 경기변동을 안정화시키기 어려워질 뿐 아니라 원래의 목적인 낮은 인플레이션 유지도 달성하기 어렵게 될 수 있기 때문이다.

〈표 3〉 총생산갭의 변동성 (기간: 1999.I-2005.IV)

	월별자료	분기자료
<b>IT 국가</b>		
선진산업국가		
오스트레일리아	0.56	0.35
캐나다	0.77	0.75
뉴질랜드	0.74	0.65
스웨덴	0.96	0.78
영국	1.70	0.43
스위스	0.91	0.97
신흥시장국가		
브라질		1.03
칠레	1.08	1.38
콜롬비아	0.88	1.42
체코	0.80	1.22
이스라엘	2.51	2.56
한국	1.62	1.30
멕시코	2.51	1.52
페루	1.63	1.87
폴란드	1.41	1.26
<b>Non-IT국가</b>		
선진산업국가		
독일	0.84	0.88
미국	0.94	0.95
신흥시장국가		
아르헨티나	5.50	7.57
홍콩	2.56	2.66
인도		1.66
인도네시아	0.81	0.50
싱가포르	2.57	2.81
베네수엘라		6.24

주: 실질GDP는 IFS(International Financial Statistics)의 코드명 99BVPZF를 사용하였으며 이 데이터가 존재하지 않는 브라질의 경우에는 대신 명목GDP를 CPI로 나눈 후 계절조정된 값을 사용하였다. 잠재실질GDP는 Hodrick-Prescott 필터를 통해 구하였으며 실질GDP갭은 실질GDP에서 잠재실질GDP를 차감한 것이다.

실질GDP는 분기자료부터 존재하므로 〈표 3〉의 2열과 3열은 각각 분기 및 연별 자료를 이용하여 표준편차를 계산한 것이다.<sup>40)</sup> 선진 IT 국가와 비교할 때, 한국 GDP의 변동성은 상당히 높은 편이라 할 수 있다. 즉 분기별 자료를 기준으로 할

40) 브라질의 경우는 IFS에 실질GDP(코드명 99BVPZF)이 존재하지 않으므로 대신 명목GDP를 CPI로 나눈 후 계절조정된 값을 사용하였다.

때 선진 IT 국가들 중에는 오직 영국만이 한국에 비해 변동성이 높으며, 연별 자료를 기준으로 할 때는 한국보다 변동성이 높은 나라는 없다. 신흥시장 IT 국가들과 비교할 때에는 분기 자료를 기준으로 할 경우, 이스라엘과 멕시코만이 한국보다 변동성이 높으며 페루는 비슷한 수준이다. 단 연별자료를 사용하면, 신흥시장 IT 국가들과 비교해서 한국의 변동성은 그다지 높지 않은 수준이다. 또한 선진 NIT 국가들 모두 어떤 자료를 사용하는지에 상관없이 한국에 비해 변동성이 낮으며 신흥시장 NIT 국가들 중에서는 한국보다 변동성이 높은 나라들이 대부분인 실정이다. 요약하면 한국 GDP의 변동성은 선진국가들에 비하면 상당히 높은 편이며 신흥시장 국가들 중에서 IT 국가들과 비교해서는 한국의 변동성이 상대적으로 높은 편이라고 할 수 있다. 따라서 한국의 경우 인플레이션은 상대적으로 높았음에도 불구하고 경기변동성을 낮추는 데는 그다지 성공하지 못하였음을 알 수 있다.

### 3.2 벡터자기회귀 분석

지금까지의 분석에 따르면 한국의 통화정책 성과는 절대적인 면에서 본다면 그런 대로 우수한 편이라 할 수 있지만 다른 나라들과 비교해서는 그다지 좋은 성과가 아님을 확인하였다. 지금부터는 이러한 국가간 차이가 생기는 이유를 보다 엄밀히 살펴 보기 위하여 간단한 벡터자기회귀(VAR: Vector AutoRegression) 분석을 이용하여 국가간의 통화정책의 차이점을 살펴 보고자 한다. 벡터자기회귀분석에 사용된 변수는 총 3개이며 순서는 GDP갭, 인플레이션, 이자율이고 Cholesky 분할을 이용하여 구조적인 충격을 도출하였다.

〈그림 1〉은 GDP갭과 인플레이션 충격에 대응하여 이자율이 어떻게 반응하는지를 보여주는 이자율 반응함수 결과이다. 반응함수의 주위로는 95% 유의 수준을 나타내는 선을 함께 표시하였다. 먼저 선진 IT 국가들의 경우를 살펴 보면 오스트레일리아를 제외하고는 GDP갭과 인플레이션 충격에 대응하여 이자율이 모두 양의 방향으로 반응하고 있다. 하지만 영국을 제외하고는 대체로 GDP갭에 대한 반응계수가 보다 큰 편이며 인플레이션 충격에 대한 반응함수는 대부분 통계적으로 유의하지 않은 경우도 많은 편이다. 한국의 경우는 더욱 심하여 이자율이 GDP갭의 변화에 대해서는 통계적으로 매우 유의하게 양의 반응을 보이고 있지만 인플레이션 충격에 대해서는 전혀 반응하지 않은 듯한 모습을 보이고 있다. 이러한 차이는 신

홍시장 IT 국가와의 비교에서도 뚜렷하다. 대부분의 신흥시장 IT 국가들은 인플레이션 충격에 대해 양의 반응을 보이며 인플레이션 충격에 대한 반응이 GDP갭에 대한 충격보다 크거나 비슷한 수준을 보이고 있다. 한편 대부분의 NIT 국가들은 인플레이션 충격보다 GDP갭에 대한 충격에 이자율이 보다 많이 반응하는데, 예외적으로 아르헨티나와 인도네시아만 인플레이션에 대한 충격에 보다 많이 반응하는 모습을 보이고 있다.

〈그림 2〉는 시간이 흐름에 따른 이자율변동을 설명하는데 있어서 GDP갭 충격과 인플레이션 충격이 차지하는 비중을 그림으로 표시한 것이다. 흥미로운 것은 대부분의 나라의 경우 이자율 변동을 설명하는 데는 GDP갭의 충격이 압도적으로 높다는 사실이다. 이러한 사실은 〈그림 1〉의 반응함수를 보고도 어느 정도 예상할 수 있는 결과이다. IT국가들 중에서 예외적인 나라는 영국과 멕시코 정도이며 폴란드는 GDP갭 충격과 인플레이션 충격이 차지하는 비중이 서로 비슷한 수준을 보이고 있다. NIT 국가들 중에서는 아르헨티나와 인도네시아가 예외적이며 싱가포르의 양자가 비슷한 수준을 보인다.

3.1절과 3.2절의 결과를 요약하면 한국의 경우, 인플레이션 타겟팅을 채택한 이후 평균적으로 3% 초반 대의 인플레이션을 보였지만, 인플레이션 타겟팅을 채택한 대부분의 다른 나라들에 비해 좋은 성과라고 보기에는 미흡하다고 볼 수 있다. 단 인플레이션의 지속성은 상당히 떨어진 편인데 이러한 사실은 인플레이션 충격이 지속되지 않는다는 의미에서 긍정적으로 평가될 수 있겠다. 하지만 벡터자귀회귀분석을 통해 구조적인 충격을 식별하여 분석한 결과, 한국의 통화정책은 특별히 인플레이션 충격에 민감하게 반응하였다고 보기는 어려워 보인다. 따라서 한국은행은 결코 인플레이션에 적극적으로 대처했다고 보기 어렵다. 결국 한국경제가 외환위기를 계기로 인플레이션 타겟팅을 채택한 이후 인플레이션이 낮게 유지된 것은 통화정책의 성과라기 보다는 내외의 상황이 호전되었기 때문인 것으로 보인다.<sup>41)</sup>

41) 1990년대 후반 이후 인플레이션이 낮아진 것은 전세계적인 현상으로 한국에만 국한된 것은 아니다, 이렇게 낮은 인플레이션이 가능했던 데는 외환위기 이후 국내의 낮은 총수요와 중국이 낮은 가격의 공산품을 세계시장에 공급한 사실도 공헌하였을 것이다. 이러한 해석은 Kim and Park (2006) 을 참조하라.

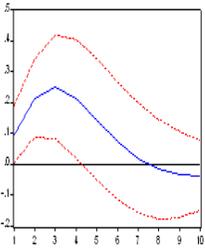
〈그림 1〉 이자율의 반응함수 (기간: 1999.I-2005.IV)

〈그림 1.1〉 IT 국가

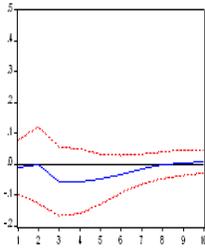
선진산업국가

A. 오스트레일리아

GDP갭에 대한 반응

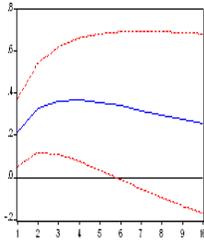


인플레이션에 대한 반응

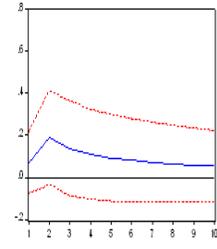


B. 캐나다

GDP갭에 대한 반응

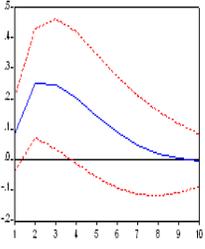


인플레이션에 대한 반응

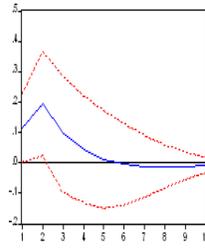


C. 뉴질랜드

GDP갭에 대한 반응

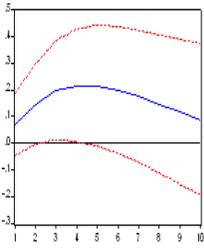


인플레이션에 대한 반응

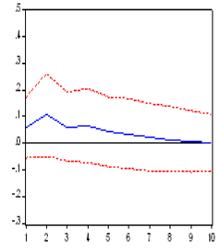


D. 스웨덴

GDP갭에 대한 반응

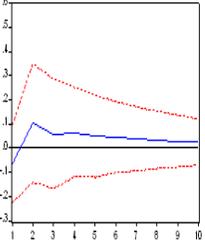


인플레이션에 대한 반응

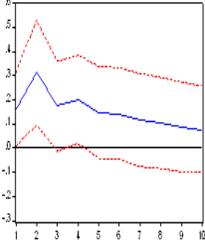


E. 영국

GDP갭에 대한 반응

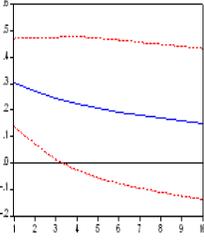


인플레이션에 대한 반응

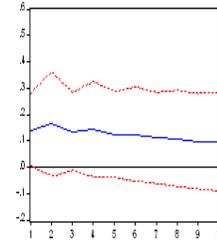


F. 스위스

GDP갭에 대한 반응



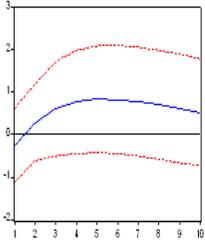
인플레이션에 대한 반응



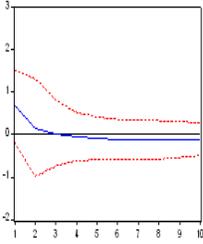
신흥시장국가

G. 칠레

GDP갭에 대한 반응

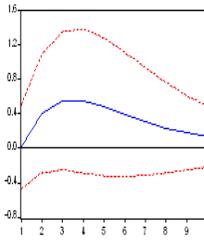


인플레이션에 대한 반응

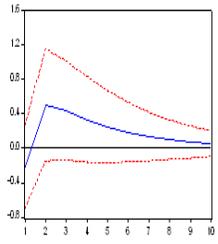


H. 콜롬비아

GDP갭에 대한 반응

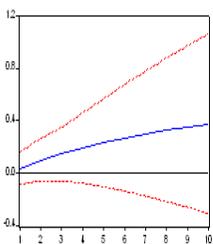


인플레이션에 대한 반응

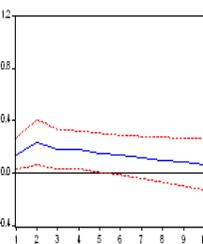


I. 체코

GDP갭에 대한 반응

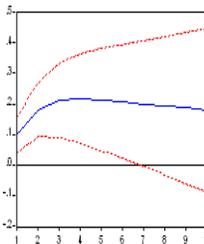


인플레이션에 대한 반응

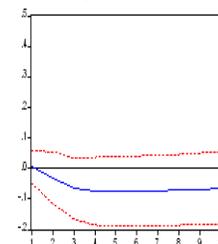


J. 한국

GDP갭에 대한 반응

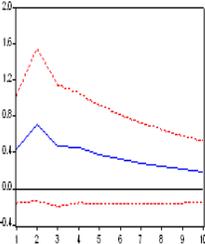


인플레이션에 대한 반응

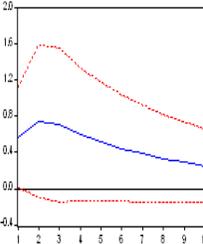


K. 멕시코

GDP갭에 대한 반응

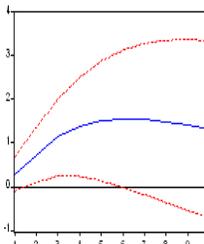


인플레이션에 대한 반응

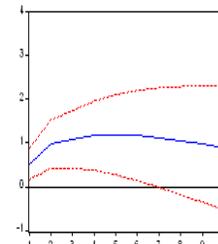


L. 폴란드

GDP갭에 대한 반응

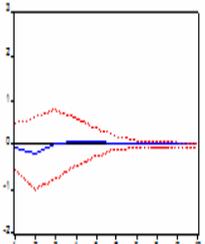


인플레이션에 대한 반응

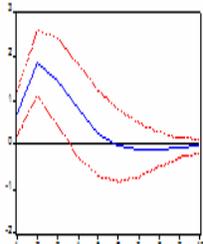


M. 브라질\*

output갭에 대한 반응

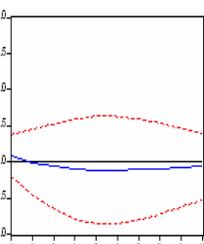


인플레이션에 대한 반응

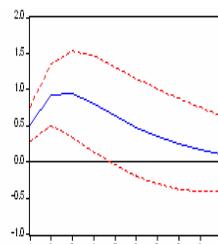


N. 이스라엘\*

output 갭에 대한 반응

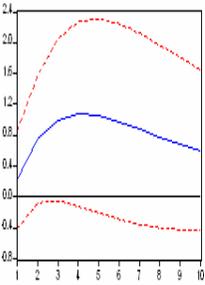


인플레이션에 대한 반응

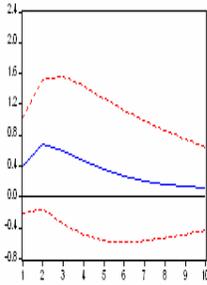


O. 페루\*

output 갭에 대한 반응



인플레이션에 대한 반응



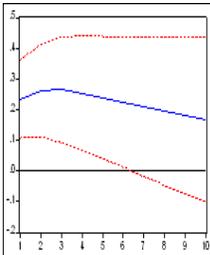
주: 이자율은 IFS (International Financial Statistics)의 Money Market Rate인 코드 명 60BZF를 사용하였다. 이 변수가 없는 국가인 이스라엘은 Treasury Bill Rate (60C..ZF)를 사용하였으며 페루는 Discount Rate (60ZF)를 사용하였다. 점선으로 표시된 것은 95% 유의 수준을 의미한다.

〈그림 1.2〉 NIT 국가

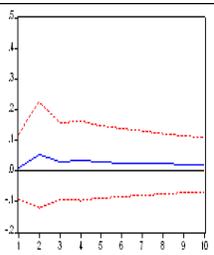
선진산업국가

M. 독일

GDP갭에 대한 반응

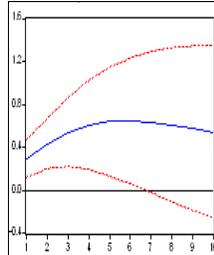


인플레이션에 대한 반응

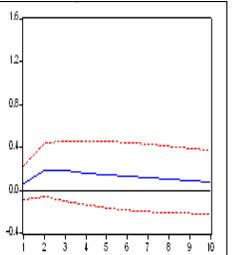


N. 미국

GDP갭에 대한 반응



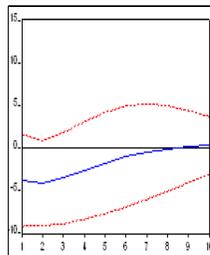
인플레이션에 대한 반응



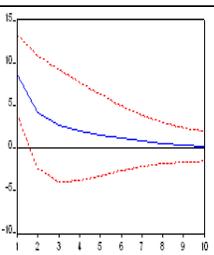
신흥시장국가

O. 아르헨티나

GDP갭에 대한 반응

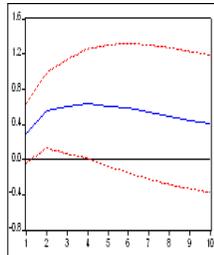


인플레이션에 대한 반응

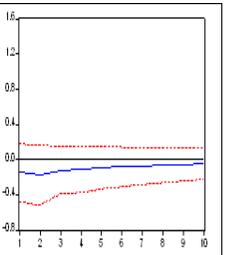


P. 홍콩

GDP갭에 대한 반응



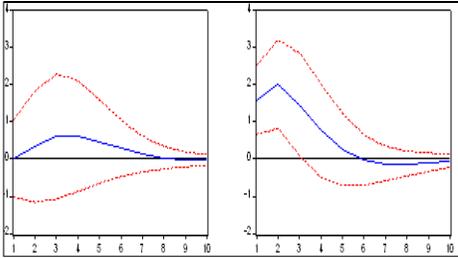
인플레이션에 대한 반응



Q. 인도네시아

GDP갭에 대한 반응

인플레이션에 대한 반응

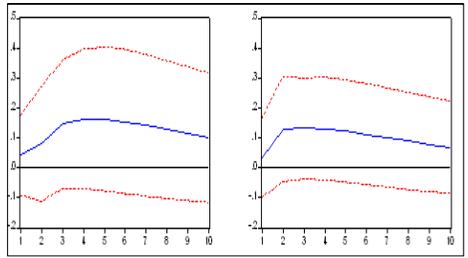


주: <그림 1.1>의 주를 참조하라.

R. 싱가포르

GDP갭에 대한 반응

인플레이션에 대한 반응



<그림 2> 이자율 변동성에 미치는 충격 비중 (기간: 1999.I-2005.IV)

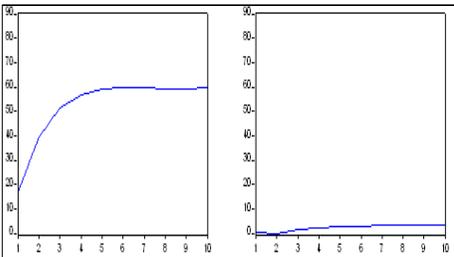
<그림 2.1> IT 국가

선진산업국가

A. 오스트레일리아

GDP갭 충격의 기여도

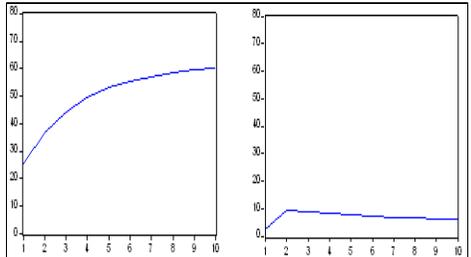
인플레이션 충격의 기여도



B. 캐나다

GDP갭 충격의 기여도

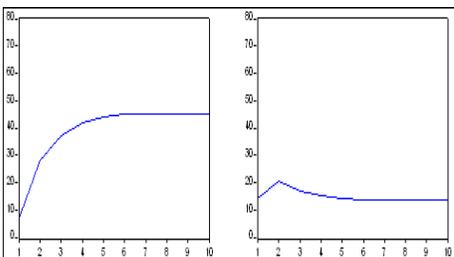
인플레이션 충격의 기여도



C. 뉴질랜드

GDP갭 충격의 기여도

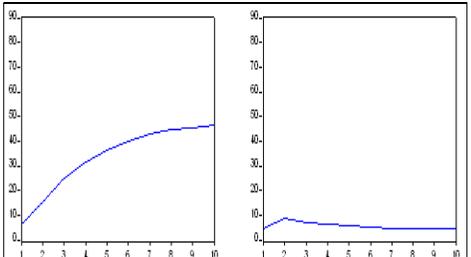
인플레이션 충격의 기여도



D. 스웨덴

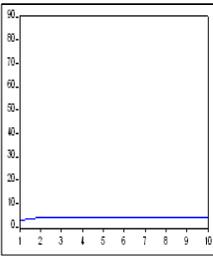
GDP갭 충격의 기여도

인플레이션 충격의 기여도

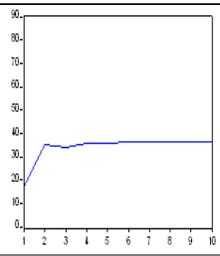


E. 영국

GDP갭 충격의 기여도

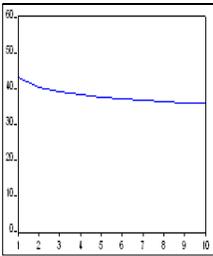


인플레이션 충격의 기여도

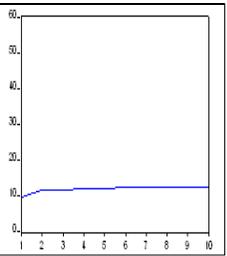


F. 스위스

GDP갭 충격의 기여도



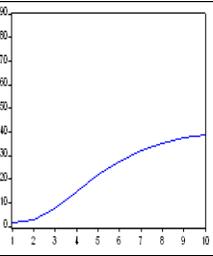
인플레이션 충격의 기여도



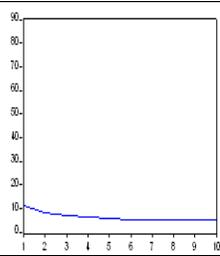
신홍시장국가

G. 칠레

GDP갭 충격의 기여도

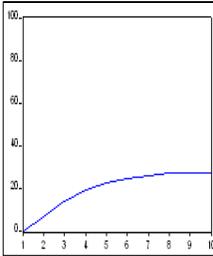


인플레이션 충격의 기여도

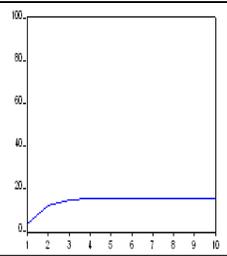


H. 콜롬비아

GDP갭 충격의 기여도

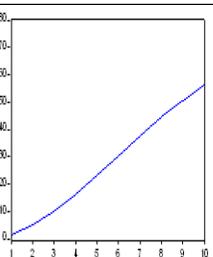


인플레이션 충격의 기여도

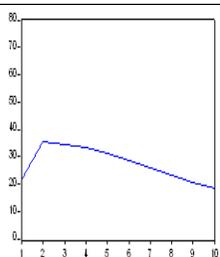


I. 체코

GDP갭 충격의 기여도

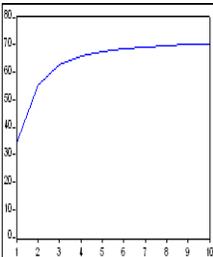


인플레이션 충격의 기여도

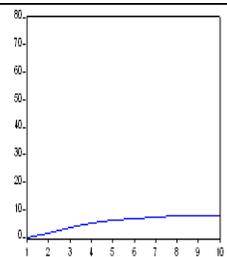


J. 한국

GDP갭 충격의 기여도

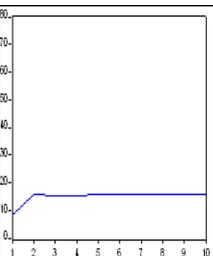


인플레이션 충격의 기여도

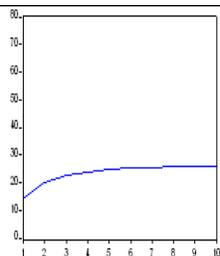


K. 멕시코

GDP갭 충격의 기여도

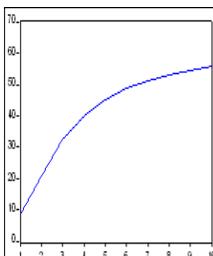


인플레이션 충격의 기여도

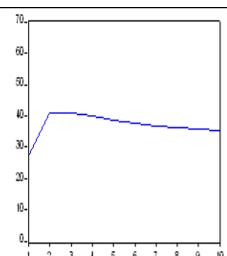


L. 폴란드

GDP갭 충격의 기여도

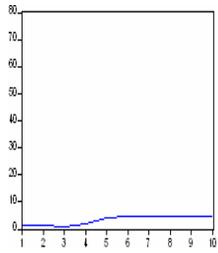


인플레이션 충격의 기여도

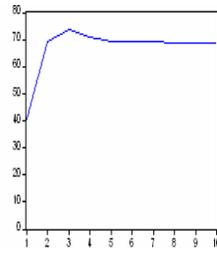


M. 브라질

output갭 충격의 기여도

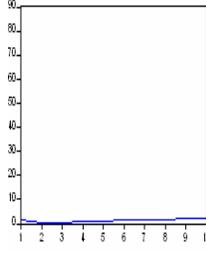


인플레이션 충격의 기여도

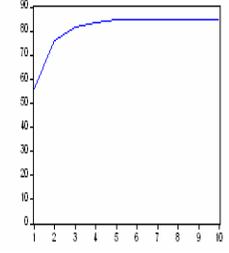


N. 이스라엘

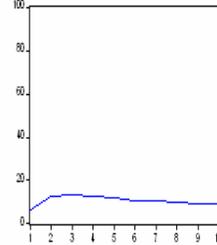
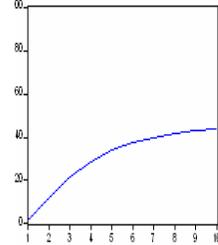
output갭 충격의 기여도



인플레이션 충격의 기여도



O. 페루

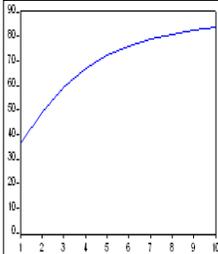


〈그림 2.2〉 NIT 국가

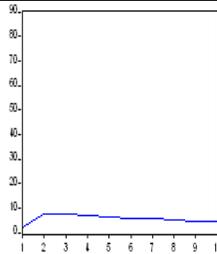
선진산업국가

M. 독일

GDP갭 충격의 기여도

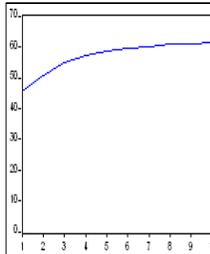


인플레이션 충격의 기여도

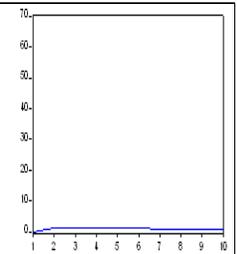


N. 미국

GDP갭 충격의 기여도



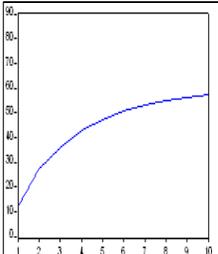
인플레이션 충격의 기여도



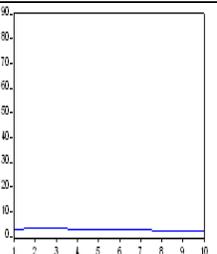
신흥시장국가

O. 아르헨티나

GDP갭 충격의 기여도

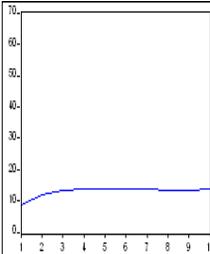


인플레이션 충격의 기여도

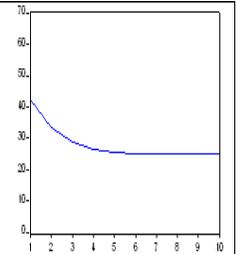


P. 홍콩

GDP갭 충격의 기여도



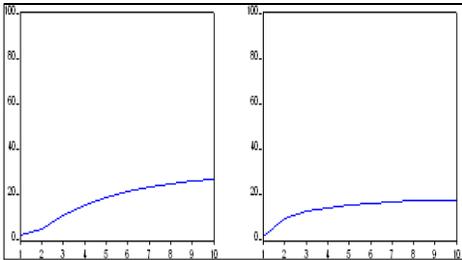
인플레이션 충격의 기여도



Q. 인도네시아

GDP갭 충격의 기여도

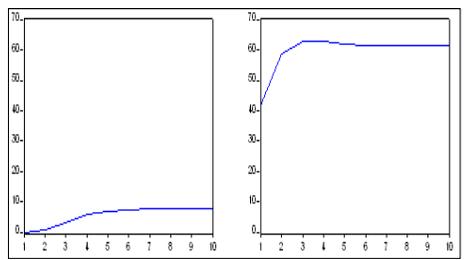
인플레이션 충격의 기여도



R. 싱가포르

GDP갭 충격의 기여도

인플레이션 충격의 기여도



### 3.3 한국의 테일러 준칙식 추정

본 절에서는 한국의 경우에 한하여 통화정책 함수를 추정한다. 통화정책의 구체적 형태는 Clarida et al. (1988)에서 사용된 다음과 같은 테일러 준칙식을 사용할 것이다.

$$i_t = (1 - c_1)(c_2 + c_3 E_t \pi_{t+n} + c_4 (y_t - y_t^*)) + c_1 i_{t-1} + \epsilon_t \quad (1)$$

위의 식에서  $i_t$ ,  $y_t$ 는 각각 시점  $t$ 에서의 명목이자율과 실질GDP를 나타내며  $\pi_{t+n}$ 는 시점  $t+n$ 에서의 인플레이션율을 나타낸다. 통화당국자는 미래의 인플레이션에 대한 예상을 바탕으로 통화정책을 수립하므로 명목이자율이 미래의 인플레이션에 반응하는 것으로 설정하였으며,  $n = 4$ 로 고정함으로써 대략 1년 정도의 예상인플레이션을 고려하는 것으로 생각하였다.<sup>42)</sup> 또한  $y_t^*$ 는 잠재실질GDP로 통화당국자가 실질GDP와 잠재실질GDP의 차이인 실질GDP갭에만 반응한다고 가정하였다. 명목이자율의 과거 값이 추가적으로 설명변수로 사용된 이유는 통화당국자가 이자율을 설정할 때 바로 목표치로 가지 않고 부분적으로 조정된다고 가정하기 때문이다. 따라서 계수  $c_1$ 은 이자율 평활화(smoothing)와 관련된 값이다. 자료는 GDP 자료의 제약에 기인하여 분기별 자료를 사용하였다.

한국 통화정책의 테일러 준칙식의 추정결과는 <표 4>에 정리하였다. 미래 인플레이

42) 추정할 때는 미래 인플레이션에 대한 기대 대신에 실제 값을 이용하였으며, 이 경우 미래 인플레이션에 대한 기대에 대한 오차는  $\epsilon_t$ 에 포함된다. 보다 자세한 설명은 Clarida et al. (1998) 참조.

이선은 시점  $t$ 에서 관측 가능하지 않으므로, 미래의 실제값을 이용하되, 계수 값은 당시에 관측 가능한 4기 이전의 인플레이션 및 과거 이자율, 과거 실질GDP갭, 상품가격 (commodity price) 을 도구변수로 사용하여 추정하였다. 추정결과 미래 인플레이션에 대한 계수는 통계적으로 유의하지 않을 뿐 아니라 계수의 부호도 음(-)의 값을 가지므로 통화당국이 미래 인플레이션 우려에 거의 반응하지 않았음을 알 수 있다. 반면 실질GDP갭에 대한 계수값은 1.77로 값이 클 뿐 아니라 통계적으로도 매우 유의하였다. 이러한 결과는 지금까지 살펴본 바와 일치된 결과이다. 즉 통화당국은 인플레이션에 대한 우려보다는 경기변동에 보다 민감한 대처를 하였다고 볼 수 있다. 또한 조정계수의 값도 0.89로 매우 크며 통계적으로 매우 유의한데, 이러한 사실은 이미 확인한 바와 같이 통화당국이 이자율을 그다지 급격하게 변화시키지 않았음을 보여 준다.

〈표 4〉 테일러 준칙식의 추정

	$c_1$	$c_2$	$c_3$	$c_4$	$c_5$
기본모형	0.8899** (0.0330)	3.8841** (0.7798)	-0.3126 (0.2618)	1.7701** (0.5775)	
환율 포함한 모형	0.8588 (0.0464)	4.0296 (0.6556)	-0.2601 (0.1841)	1.3660** (0.5036)	6.4124* (3.1503)

주: 기본모형은 본문의 식 (1)을 추정한 것이며 환율 포함한 모형은 식(2)를 추정한 것임. 인플레이션의 미래 값에 대한 도구변수로는 4기 전 인플레이션과 5기전 인플레이션, 1기 및 2기전 이자율, 1기 및 2기 전 실질GDP 그리고 1기 및 2기 전 상품가격 (commodity price) 를 사용하였음. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

다음 절에서는 본격적으로 환율의 변화의 문제를 다룰 것이다. 그 전에 테일러 준칙식을 다음 식 (2)와 같이 변형시켜 통화당국이 환율의 변화에도 반응하였는지 살펴보았다.

$$i_t = (1 - c_1)(c_2 + c_3 E_t \pi_{t+n} + c_4 (y_t - y_t^*) + c_5 \Delta e_t) + c_1 i_{t-1} + \epsilon_t \quad (2)$$

식 (2)에서 추가된 변수는  $\Delta e_t$ 로 실질환율의 변화율을 의미한다. 즉 명목이자율이 환율의 변동에 반응할 수 있는 경로를 명시적으로 고려함으로써 통화정책이 환

율변동에 반응하는지 여부를 검증할 수 있다.<sup>43)</sup> 추정결과는 <표 4>의 두번째 열에 정리하였는데 다른 계수의 추정치들은 거의 변하지 않았으며 새로 추가된  $\Delta e_t$ 의 계수의 추정치는 양의 값을 가지며 10% 수준(p value=0.06)에서 통계적으로는 유의하였다. 따라서 환율상승에 대하여도 통화당국은 이자율을 상승시켜 대응한 것으로 보인다. 사실 외환시장의 개입은 주로 국내 채권시장에 대한 동시개입을 통해 단기적인 영향력을 상쇄시켜 왔지만 그럼에도 불구하고 국내 이자율에 상당한 영향을 미친 것으로 보인다.

한국 통화정책의 테일러 준칙식의 추정결과는 지금까지의 분석결과와 대체로 일치하는 결과이다. 특히 통화당국이 물가보다는 경기변동에 대하여 보다 적극적으로 대응하였다는 사실을 다시 확인할 수 있었다. 또한 경기변동에 대한 적극적인 대처에도 불구하고, 조정계수의 추정치가 매우 큰 값이었다는 사실을 통해, 통화당국이 이자율을 목표치로 바로 변화시키지 않고 점진적으로 변화시킴으로써 이자율의 변동성을 높지 않도록 하였음도 확인하였다. 마지막으로 통화당국은 환율에 대해서도 적극적으로 대처했음도 확인하였다.

#### IV. 외환위기 이후 한국 환율정책의 평가

환율정책을 통화정책과 독립적으로 구별하여 평가하는 것은 무의미할 수 있다. 통화정책을 수행하는 과정에서 통화량을 변동시키면 이자율이 변할 뿐 아니라 그에 따라 환율도 변화하기 때문이다. 또한 환율시장에 개입하는 과정에서 통화량도 변화하고 이에 따라 이자율도 변화한다.<sup>44)</sup> 따라서 통화정책과 환율정책은 떼어 놓고 생각하기 어렵다. 이러한 면에서 한국의 환율정책을 따로 평가한다는 것은 불필요한 일일 수 있다. 하지만 환율의 움직임과 관련하여 인플레이션 타겟팅을 채택한 나라들의 통화정책에는 중요한 논쟁이 남아 있다. 인플레이션 타겟팅을 채택한 대부분의 경우 환율정책은 완전변동환율제를 채택하기 때문에 환율의 변동성이 커지게 되는데 과연 이와 같은 변동성을 얼마나 용인할 것인가가 문제된다.<sup>45)</sup> 본 논문

43) 이러한 분석은 Clarida et al. (1998)을 따른 것이다.

44) 만약 불태화(sterilization) 정책을 택한다면 통화량의 변화를 조래하지 않고 일시적으로 환율시장에 개입할 수 있을 것이다. 하지만 이러한 정책은 지속될 수 없기 마련이다.

45) 환율의 변동성은 그 자체 균형을 찾아가는 과정으로 이해된다면 바람직한 역할을 수행한다고

은 이러한 관점에서 논의를 전개한다.

일반적으로 통화정책에서 환율의 움직임을 고려하는 것은 정상이라 할 수 있다. 환율의 움직임은 인플레이션이나 GDP갭에 영향을 주므로 환율의 움직임에 중앙은행이 반응하는 것은 어쩌면 당연한 일인 것이다.<sup>46)</sup> 하지만 인플레이션이나 GDP갭의 변화를 명시적으로 고려한다면 환율의 움직임을 따로 고려할 필요가 없다는 주장이 있다. 왜냐하면 환율 움직임을 중요성이 결국 인플레이션이나 GDP갭에 영향을 주는 선에 국한된다면 인플레이션이나 GDP갭에 대한 적절한 반응을 통해 정책당국은 필요한 조치를 하고 있는 셈이기 때문이다. 결국 인플레이션이나 GDP갭에 대한 반응을 하면서도 추가적으로 환율에 대한 명시적인 고려가 있어야 하는가가 논쟁의 초점일 것이다.

외환위기 이후 한국경제의 환율정책은 적어도 공식적으로는 완전한 변동환율제를 표방하고 있어, 이것이 사실이라면 환율은 전적으로 시장에 의해 결정되는 셈이다. 한국경제는 자본의 해외 유출입에 관한 한 거의 제한을 없애 왔기 때문에 이러한 선택은 필수적이었다고 볼 수 있다.<sup>47)</sup> 왜냐하면 독립된 통화정책을 유지하는 경우, 자본의 해외유출입을 허용한다면 고정환율제를 유지하기가 불가능하기 때문이다.<sup>48)</sup> 이러한 환율정책의 변화는 1997년 아시아 외환위기 이후 많은 아시아국가들에서 나타나고 있는 현상이다. 과연 이러한 변화가 진정 환율의 변동성을 증가시켰는지에 대해서조차 의심하는 경우도 있으나 적어도 한국의 경우 외환위기 이후 환율의 변동성이 크게 증가한 것은 사실로 보인다.<sup>49)</sup>

---

평가할 수 있다. 즉 충격에 대한 대응으로서 환율이 자유롭게 변화한다면 오히려 충격의 영향을 완화해 줄 수 있는 것이다. 실제로 Broda (2001)은 변동환율제도를 채택한 나라들이 고정환율제를 채택한 나라들에 비해 교역조건 충격에 대해 영향을 적게 보임을 실증적으로 확인하였다.

46) 예를 들어 Ball (1999)를 보라.

47) 자본자유화는 1990년대 이후 꾸준히 이루어져 왔으며 오히려 외환위기를 거치며 보다 강화되었다. 또한 최근에는 거주 목적이 아닌 해외부동산 구입도 2007년 300만불까지 허용되고 있으며 2008년 완전 자유화를 목표로 하고 있어 자본의 해외 이동에 대한 제한도 거의 존재하지 않는 셈이다.

48) 이러한 사실은 trilemma라고 부른다. 즉 1) 독립적 통화정책, 2) 완전한 자본이동, 3) 환율변동의 완전한 제거 등 세가지 목표를 동시에 달성할 수 없고 그 중 하나는 포기해야 한다는 것이다. 이러한 명제는 많은 사람들에게 의해 받아 들여지고 있지만 반론도 존재한다.

49) Calvo and Reinhart (2002)는 많은 경우 신흥시장국들이 비록 변동환율제를 표방하고도 실제로는 과거의 고정환율제로 회귀하는 경우가 많다고 주장한다. 하지만 적어도 한국의 경우는

환율의 변동성 증가는 과거 정부가 책임졌던 환율리스크를 이제 기업이 떠 맡아야 한다는 문제를 제기한다. 따라서 환율리스크를 헤징할 수 있는 다양한 금융기법이 존재하는가의 문제와 이에 따른 비용증가를 기업들이 감당할 수 있는가의 문제가 대두된다. 특히 한국경제와 같이 개방이 많이 되어 있는 나라의 경우 이러한 환율의 변동성에 기인한 문제를 얼마나 잘 극복할 수 있느냐는 중대한 문제이다. 뿐만 아니라 최근 한국의 환율움직임을 살펴 보면 변동성이 늘어남과 동시에 2001년 이래 약 25% 정도 지속적으로 평가절상 되고 있는 모습을 보이고 있어 기업들의 부담을 가중시키고 있다.

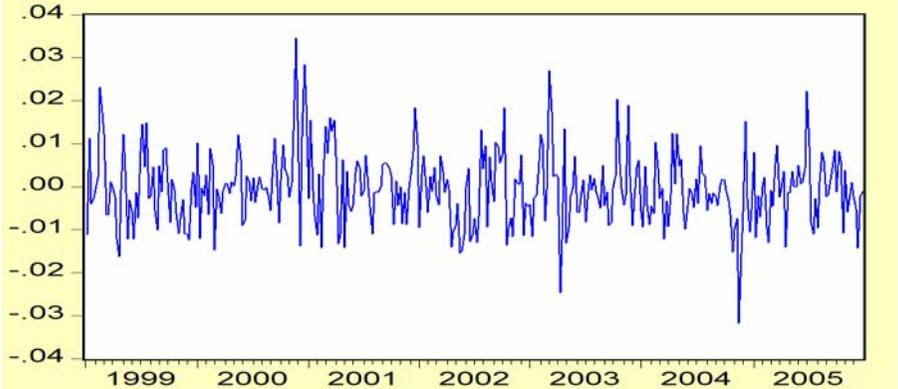
이러한 문제를 해결하기 위해 통화당국이 외환시장에 개입해야 한다는 주장은 끊임없이 제기된다. 사실 3절에서 추천한 통화정책식에 의해 통화당국자는 환율의 움직임에 반응하여 이자율을 책정했다는 사실을 확인할 수 있었다. 실제로 환율의 움직임을 살펴보아도 통화당국이 외환시장에 개입한 흔적을 찾을 수 있다. <그림 3-1>은 1999년 1월-2005년 12월 사이의 한국의 주간 환율의 변화율을 나타낸 것이다.<sup>50)</sup> 그림을 살펴보면 2002년 하반기와 2004년 전반기의 두 경우를 제외하고는 대체로 환율이 +의 변화율을 보일 때와 -의 변화율을 보일 때 사이에는 상당한 차이가 있는 것을 알 수 있다. 즉 환율이 상승할 때는 대체로 별 저항이 없지만 환율이 하락할 때는 이러한 변화가 즉각적으로 이루어진다고 보다는 어느 정도 저항이 이루어진 듯한 모습을 보이고 있다. 이러한 사실은 <그림 3-2>에 표시된 환율변화율의 분포를 통해 보다 확연히 알 수 있다. 즉 +변화율 쪽은 대체로 0으로부터 순차적으로 줄어드는 분포를 보이지만 - 변화율 쪽은 예외적인 두 경우의 큰 폭의 조정이 있는 경우를 제외하고는 0으로부터 멀지 않은 곳에 몰려 있는 듯한 모습을 보여 준다.<sup>51)</sup> 실제로 해당 기간 동안 환율이 지속적으로 하락해 왔다는 점을 감안할 때, 이러한 사실은 정책당국이 환율이 하락할 때 보다 집중적으로 개입하여 이러한 하락을 막았음에도 불구하고 결국 예외적인 큰 폭의 조정을 통해 대부분의 조정이 있었음을 엿볼 수 있다.

환율변동성이 외환위기 이전에 비해 명백히 증가하였다.

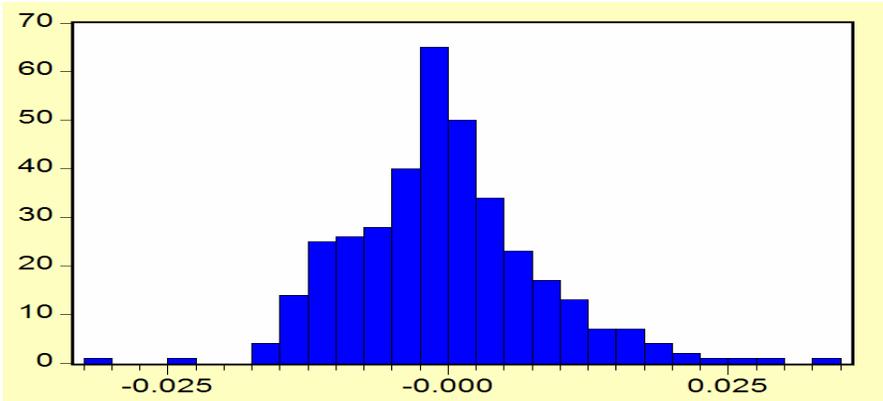
- 50) 주간환율값은 동 주간의 일일 환율값의 평균값으로 구하였으며 자연로그의 차분값으로 주간 환율변동률을 계산하였다.
- 51) 분포가 대칭적인가에 대한가의 여부는 3차 적률(moment)이 0인지 여부를 검증함으로써 알 수 있다. 검증결과 두 개의 특이치(outlier)를 제외한 경우, 5% 유의수준에서 대칭적이라는 가설이 기각됨을 알 수 있었다.

〈그림 3〉 외환 위기 이후 환율의 변동 (기간: 1999-2005)

〈그림 3.1〉 주간 환율 변동



〈그림 3.2〉 주간 환율 변동의 분포



주: 주간환율값은 동 주간의 일일 환율값의 평균값으로 구하였으며 자연로그의 차분값으로 주간환율변동률을 계산하였다.

이러한 외환시장 개입은 인플레이션이나 GDP갭에 대한 고려에 더하여 환율 움직임에 대해 통화당국이 추가적인 반응을 하는 것을 의미한다. 최근 Eichengreen (2004)은 한국 통화당국의 반응함수를 추정한 결과, 통화당국이 인플레이션과 GDP갭에 반응할 뿐 아니라 환율에 대해서도 추가적인 고려를 하고 있다고 주장하였다.<sup>52)</sup> 하지만 국회에 대한 연차 통화신용정책 보고서에는 외환시장에 대한 언급

52) 이러한 주장은 3절에서의 추정결과와 일치하는 것이다. Eichengreen (2004)의 경우 실질GDP

이 빠져있고, 월차 통화신용정책 보고서에도 환율에 대한 언급이 거의 없기 때문에 통화정책 당국자의 의사결정에 대한 투명성이 결여되었다고 주장하였다. 특히 월차 보고서는 시장과의 의사소통을 하는 중요한 통로인데, 말과 행동이 서로 일치하지 않는다면 통화정책 당국자의 신뢰성에 손상이 갈 수 있다는 것이다.

〈표 5〉 환율의 변동성

A. 환율의 변동성						
IT 국가	방법1. 로그차분			방법2. HP필터링		
	표준편차			표준편차		
	월	분기	년	월	분기	년
선진산업국가						
오스트레일리아	0.03	0.04	0.13	0.05	0.08	0.11
캐나다	0.02	0.03	0.06	0.03	0.04	0.05
뉴질랜드	0.03	0.05	0.16	0.05	0.10	0.13
스웨덴	0.03	0.04	0.13	0.05	0.08	0.11
스위스	0.03	0.04	0.10	0.04	0.06	0.08
영국	0.02	0.03	0.08	0.03	0.05	0.07
신흥시장국가						
브라질	0.05	0.08	0.16	0.09	0.12	0.14
칠레	0.03	0.05	0.11	0.05	0.07	0.08
콜롬비아	0.02	0.05	0.10	0.05	0.08	0.07
체코	0.03	0.05	0.11	0.05	0.07	0.09
이스라엘	0.02	0.03	0.06	0.03	0.04	0.04
한국	0.02	0.03	0.08	0.04	0.05	0.05
멕시코	0.02	0.03	0.05	0.03	0.04	0.04
페루	0.01	0.01	0.02	0.01	0.02	0.02
폴란드	0.03	0.05	0.06	0.04	0.05	0.04
Non- IT 국가						
선진산업국가						
독일						
미국	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
신흥시장국가						
아르헨티나	0.06	0.17	0.51		0.27	0.29
홍콩	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
인도	0.01	0.02	0.04	0.02	0.03	0.04
인도네시아	0.05	0.07	0.12	0.08	0.09	0.08
싱가포르	0.01	0.02	0.03	0.02	0.02	0.03
베네수엘라	0.05	0.08	0.17	0.10	0.12	0.11

주: 환율은 IFS(International Financial Statistics)에서 구하였다. 총격의 기여도 인플레이션 총격의 기여도.

대신 산업생산을 써서 분기별 자료 대신에 월별자료를 사용하였고 도구변수에도 약간의 차이를 두었음에도 비극한 결과를 도출하였다.

실제로 통화당국이 외환시장에 개입하고 있다는 또 하나의 방증은 외환보유액이 계속적으로 증가하고 있다는 사실이다. 한국의 외환보유액은 2007년 2400억불을 넘어서고 있다. 1997년 외환위기때 거의 바닥을 드러냈던 외환보유액이 10년 사이에 이만큼 증가했다는 사실은 가히 경이로운 일이며, 이는 정책당국자가 끊임없이 외환시장에서 외환을 사들였기 때문에 가능했다. 이 정도 규모의 외환보유액이 과연 필요한가에 대한 의문이 제기되고 있으며, 외환보유액을 보유하기 위해 조달한 자금에 대한 이자에 비해 외환보유액을 활용하여 얻을 수 있는 수익률이 작아 외환보유액의 지나친 보유가 부담스럽다는 주장도 제기되고 있다. 한편에서는 이 정도의 외환보유액도 한국의 자본시장 개방 규모를 고려할 때 미래의 위기를 예방하기에 충분하지 않다는 주장도 있으나, 위기에방을 외환보유액만 가지고 한다는 발상 자체는 위험하며 오히려 금융제도 전반에 걸친 감독기능의 활성화로 위기에 대한 대처를 잘 한다면 굳이 지금 정도의 외환보유액이 필요 없을 수도 있을 것이다.

이처럼 큰 규모의 외환보유액을 보유하는 과정에서 또 하나 제기되는 문제는 외환보유액의 구성 내용이다. 한국 외환보유액에서 각 외환이 차지하는 비중은 공개되지 않아 정확히 알 수 는 없지만 추측하건대 달러화로 표시된 자산이 대부분을 차지하고 있을 것이라고 본다. 미국의 경상수지 규모를 감안할 때 앞으로 달러화는 크게 평가절하될 가능성이 높는데, 대부분의 외환보유액이 달러표시 자산으로 구성되어 있다면 달러화의 평가절하시 자산평가상의 큰 손해를 볼 가능성이 높다. 따라서 너무 급격하게 변화를 주기는 어려워도 점차적으로 외환보유액의 구성을 다양화하려는 노력을 해야 할 것이다.

## V. 결 론

본 연구는 외환위기 이후 10년간의 한국의 통화 및 환율 정책의 변화양상을 살펴 보고 성과를 분석하였다. 외환위기 이후 한국의 통화 및 환율정책의 운용형태는 인플레이션 타겟팅과 변동환율제의 결합으로 특징지을 수 있다. 이러한 변화는 통화량 지표의 유용성저하와 자본시장 개방에 의해 불가피하게 선택되어진 것이다. 지금까지의 성과를 살펴 보면 완전한 성공도 아니고 완전한 실패도 아닌 것으로 여겨진다. 외환위기 이후 인플레이션은 3%를 약간 초과하는 안정적인 모습이었지만 다른 선진국 및 주요 신흥시장 국가들에 비해 결코 우수한 성적이라 볼 수 없다. 이러

한 낮은 인플레이션도 통화당국자가 굳은 의지를 가지고 인플레이션에 대응한 결과라기 보다는 국내외여건의 호전이 크게 도움이 된 것이라 볼 수 있다. 외환위기 이후 한국경제는 국내에서의 수요부진, 지속적인 환율절상, 중국으로 대표되는 개발도상국의 저가제품 공급 등에 힘입어 낮은 인플레이션을 유지하기 위해 더할 나위 없이 좋은 여건을 보유하고있던 것으로 보인다.

동시에 한국은행은 경기변동에 매우 적극적으로 대처하였으며 2001년에는 특히 물가가 상당히 불안하였음에도 불구하고 경기변동에 보다 집중하는 모습이었다. 이러한 통화정책은 외환위기 회복기에 상당히 도움을 준 것은 분명하지만, 외환위기 이후 한국 경제의 변동성이 여타 국가에 비해 큰 편이었다는 점에서 그다지 성공적이라 보기 어렵다. 또한 부동산이나 주식과 같은 자산가격의 상승에 그다지 큰 반응을 하지 않던 초기 모습과는 달리 최근에 들어서 통화정책은 정치권의 요구가 거세짐에 따라 특히 부동산의 가격 변화에 대해서 보다 민감한 반응을 보여 주고 있다.

한편 인플레이션 타겟팅 정책과 결부된 변동환율제의 본격적인 도입은 환율불안정이라는 새로운 경제적 도전을 제공하고 있다. 정부당국은 특히 외환위기 이후 지속적인 환율절상에는 개입을 통해 저지하려는 노력을 한 듯 하지만 이러한 노력은 단기적인 성과가 있었을 뿐 추세적인 변화를 꺾지는 못하였다. 이러한 과정에서 정부의 환율개입은 직간접적인 많은 비용을 지불한 셈이다. 또한 외환위기이후 대폭 증가한 외환보유액도 이를 어떻게 효과적으로 운용할 수 있는가라는 문제를 제기하였다.

■ 참고 문헌

1. 이종규, “IMF/IBRD 경제개혁 프로그램과 앞으로의 경제정책 방향,” 금융경제총서 2000-1, 한국은행 특별연구실 발간, 2000.
2. 전성인, “인플레이션 목표제도에 대한 평가와 향후 과제,” 통화금융연구회 발표자료, 2007.
3. 한국은행, 통화신용정책보고서(2001.1-2002.2), 2002.
4. 한국은행, 통화신용정책보고서(2003.1-2003.12), 2004.
5. 한국은행, 통화신용정책보고서(2005년 3월), 2005.
6. 한국은행, 통화신용정책보고서(2006년 3월), 2006a.
7. 한국은행, “우리나라의 통화정책,” 한국은행 정책기획국, 2006b.
8. 한국은행, 통화신용정책보고서(2007년 3월), 2007.
9. Ball, Lawrence, Policy Rules for Open Economies, in John Taylor (ed.), *Monetary Policy Rules*, Chicago: University of Chicago Press, 1999, pp.127-156.
10. Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, FredMishkin and Adam Posen. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton: Princeton UniverPress, 1999.
11. Broda, Christian, “Coping with Terms-of Trade Shocks: Pegs versus Floats,” AEA Papers and Proceedings, 2001, pp.376-380.
12. Clarida, Richard, Jordi Gali and Mark Gertler, “Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence,” *European Economic Review*, 42, 1998, pp.1033-1067.
13. Eichengreen, Barry, “Monetary and Exchange Rate Policy in Korea: Assessments and Policy Issues,” mimeo, 2004.
14. Furman and Stiglitz, “Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1998, pp.1-114.
15. Kahn, George A. and Parrish, Klara, “Conducting Monetary Policy with Inflation Targets,” Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review*, Third Quarter, 1998, pp.5-32.
16. Kim, Soyong and Yungchul Park, “Inflation targeting in Korea: a model of success?,” mimeo, 2006.
17. Krugman, P., “What Happened to Asia?,” Manuscript available from. <http://web.mit.edu/krugman>, 1998a.
18. Kuttner, K. N. and Posen, Adam S., “Does Talk Matter After All? Inflation Targeting and Central Bank Behavior,” Federal Reserve Bank of New York *Staff Report*, October, 88, 1999.
19. Lee, Jong-Wha and Changyong Rhee, “Crisis and Recovery: What We have Learned from the Korean Experience?,” unpublished manuscript, 2006.
20. Mishkin, Frederic and Schmidt-Hebbel Klaus, “Does Inflation Targeting Make a Difference?,” mimeo, 2006.
21. Mundell, R. A., “A theory of optimum currency areas,” *American Economic Review*, 51, 1961, pp.657 - 665.

22. Neuman, Manfred J.M. and Jürgen von Hagen, "Does Inflation Targeting Matter?," *Review* July/August, The Federal Reserve Bank St. Louis, 2002.
23. Nicita, Alessandro and Marcelo Olarreaga, "Trade, Production and Protection 1976-2004," working paper, World Bank, 2006.
24. Radelet, Steve and Jeffrey Sachs, "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects," with, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998, pp.1-90.
25. Siklos, Pierre L., "Inflation-Target Design: Changing Inflation Performance and Persistence in Industrial Countries," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, March/April, Vol. 81, No. 2, 1999, pp.46-58.
26. Willard, Luke, "Does Inflation Targeting Matter? A Reassessment," CEPS Working Paper, No. 120, 2006.

## Evaluation of Monetary and Exchange Rate Policy in Korea After the Financial Crisis

Kwanho Shin\*

### Abstract

The purpose of this paper is to evaluate monetary and exchange rate policy in Korea for the 10 years following the Financial crisis. The essential feature of the change in monetary and exchange rate policy after the Financial crisis is characterized by the fact that the Bank of Korea has adopted inflation targeting in combination with a floating exchange rate. Ultimately, this strategy has been half success and half failure. While the inflation rate has been slightly over 3%, it is still higher than that in other advanced and major emerging market countries. In fact, the Bank of Korea has been more concerned about recession, but, despite its efforts, has also not been particularly successful in stabilizing business cycle fluctuations. On the other hand, the floating exchange rate has resulted in much higher fluctuations of the exchange rate and astronomical level of foreign reserve accumulations, which has brought new challenges to the Bank of Korea.

**Key Words:** monetary policy, inflation targeting, exchange rate policy, floating exchange rate

---

\* Professor, Department of Economics, Korea University