

## 자본시장의 글로벌화와 한국 통화정책의 독립성

김 소 영

(서울대학교 경제학부 교수)

신 관 호

(고려대학교 경제학과 교수)

### Globalization of Capital Markets and Monetary Policy Independence in Korea

Soyoung Kim

(Professor, Department of Economics, Seoul National University)

Kwanho Shin

(Professor, Department of Economics, Korea University)

\* 본 논문은 금융연구센터 창립기념 심포지엄에서 발표된 바 있으며, 금융연구센터의 재정적 지원에 감사드린다. 금융연구센터 창립기념 심포지엄과 2009 KDI Journal of Economic Policy Conference에서 토론을 해주신 백웅기 교수님, 이우현 교수님, 윤덕룡 박사님과 익명의 심사자에게 감사드린다. 또한 본 연구를 위해 자료를 정리해 준 조재한 연구조교에게도 고마움을 표한다.

\*\* 김소영: (e-mail) soyoungkim@snu.ac.kr, (address) Department of Economics, Seoul National University, San 56-1, Sillim-dong, Gwanak-gu, Seoul, Korea  
신관호: (e-mail) khshin@korea.ac.kr, (address) Department of Economics, Korea University, Anam-dong 5 ga, Sungbuk-gu, Seoul, Korea

- Key Word: 자본시장 글로벌화(Capital Market Globalization), 통화정책 독립성(Monetary Policy Autonomy), VAR, 환율제도(Exchange Rate Regime), 통화정책 충격(Monetary Policy Shocks)
- JEL Code: E52, F42, F31, F32
- Received: 2009. 9. 15      • Referee Process Started: 2009. 9. 15
- Referee Reports Completed: 2010. 3. 10

## ABSTRACT

This paper empirically examines whether Korean monetary policy is independent of U.S. monetary policy during the post-crisis period in which capital account is liberalized and floating exchange rate regime is adopted and during the pre-crisis period in which capital mobility is restricted and tightly managed exchange rate regime is adopted. Before capital account liberalization, monetary autonomy can be achieved in view of the trilemma, even under tightly managed exchange rate regime, as capital mobility is restricted. On the other hand, for the period after capital account liberalization, monetary autonomy can be also achieved in view of the trilemma, as exchange rate stability is given up. Securing monetary autonomy, however, may not be easy under liberalized capital account for a small open economy like Korea. Huge capital movements can generate excessive instability in foreign exchange and asset markets. Strengthened international economic linkages may also be another factor to prevent monetary policy from being independent. Using block-exogenous structural VAR model, the effects of U.S. monetary policy shocks on Korean economy are examined. Empirical results show that Korean monetary policy is not independent of U.S. monetary policy for both periods before and after capital account liberalization. For the period after capital account liberalization, Korea does not seem to have implemented floating exchange rate policy in practice, which may lead Korean monetary policy to be dependent on U.S. monetary policy. For the period after capital account liberalization, portfolio flows respond dramatically to the U.S. monetary policy, which may also keep Korean monetary policy from being independent.

본 논문은 한국이 1997년 외환위기 이후 변동환율제 도입과 더불어 자본자유화로 자본시장이 글로벌화된 상황에서 외부로부터 독립적인 통화정책을 유지할 수 있었는지를 자본자유화 이전 기간과 비교하여 분석했다. 트릴레마 이론에 비추어보면, 자본자유화 이전에는 환율시장에 적극적으로 개입을 해도 이론적으로 독립적인 통화정책을 유지할 수 있는 여지가 있었으며, 자본자유화 이후에는 환율제도가 자

유변동환율제도로 전환함에 따라 독립적인 통화정책을 유지할 수 있는 여지가 있었다. 하지만 한국과 같은 소규모 개방경제의 경우 자본시장이 완전히 개방되어 국가 간 연계성이 증가하고, 막대한 양의 국제자본 유출입이 발생하여 환율과 자산시장의 심각한 불안정성을 초래할 수 있으므로 외국의 통화정책과 자본 흐름으로부터 완전히 자유로운 통화정책을 집행하기 어려울 수 있다. 본 논문의 실증분석에서는

## ABSTRACT

외부를 미국으로 국한하여 한국의 통화정책이 미국의 통화정책으로부터 독립적인지 블록 외생성 구조 VAR 모델을 이용하여 자세히 분석하였다. 그 결과 한국의 통화정책이 자본자유화 이전과 이후 두 기간 모두에서 미국의 통화정책으로부터 완전히 독립적으로 운용되지 못하였던 것으로 보인다. 자본자유화 이후 기간의 경우 완전한 변동환율제를 실제로 운용하기는 쉽지 않았고, 이로 인해 필연적으로 한국

의 통화정책은 외부의 충격으로부터 완전히 독립적이지 못했던 것으로 보인다. 또한 자본자유화 이후 기간에는 포트폴리오 자본의 유출입이 자본자유화 이전 기간에 비해 매우 민감하게 변화하여 독립적인 통화정책의 운영에 어려움을 초래한 것으로 보인다. 따라서 향후 자본의 글로벌화에 효과적으로 대응하면서 통화정책을 독립적으로 유지할 수 있는 정책의 틀을 개발하는 것이 시급하다고 하겠다.

## I. 서론

1990년대 이래 자본시장의 글로벌화가 급격히 진행되었다. 특히 한국을 비롯한 아시아의 신흥시장국가들은 1990년대 이래 자본시장의 대외적 개방을 꾸준히 진척시켜 왔고, 이에 따라 해외자본이 급속하게 유입되었다. 1997년의 외환위기는 이러한 과정에서 겪었던 커다란 시련이었다. 자본시장의 개방 과정에서 외환위기를 겪었음에도 불구하고 정책당국자는 외환위기 이후 자본시장을 보다 전면적으로 개방하는 선택을 하였다. 그 이유는 외환위기 이후 진행된 IMF 프로그램의 영향도 있었지만, 자본시장의 개방에 의한 편익이 비용을 능가한다고 판단하였기 때문이라고 생각된다. 현재 자본시장은 대외적으로 거의 완전한 개방에 이른 상태이다.

1997년 외환위기를 겪으면서 환율정책과 통화정책에도 심대한 변화가 있었다. 무리한 환율방어가 외환위기의 원인 중 하나였다는 반성의 결과로 환율정책은 적어도 공식적으로는 완전한 변동환율제를 표방하였다. 또한 통화정책과 금융감독 및 안정정책을 분리하여 한국은행은 금융감독 기능을 상실하였고, 한국은행의 정책목표로 물가안정만을 명시하였다.

이러한 변화는 자연스럽게 통화정책이 물가안정 목표제(inflation targeting)로 전환하는 계기가 되었다.

환율정책과 통화정책의 변화는 자본시장의 개방과 밀접한 관련이 있다. 자본시장이 완전히 개방된 경우, 환율안정과 통화정책의 독립성(independence)을 동시에 추구하기는 어렵기 때문이다. 즉, 자본을 통제하지 않는 한 환율을 안정시키기 위해서는 통화정책을 사용할 수밖에 없는데, 이와 같이 환율 통제를 위해 통화정책을 활용하게 되면 외부로부터 독립하여 국내경제 상황에 대응한 독자적인 통화정책을 집행할 여력이 없게 되기 때문이다. 이러한 문제는 개방경제가 직면한 ‘트릴레마(trilemma)’라고 불리며 Mundell이 지적한 이래 많은 연구자들에 의해 지지되고 있다. 즉, ① 자본시장의 개방, ② 환율 안정성, ③ 독자적인 통화정책의 세 가지 조건은 동시에 만족될 수 없으며 적어도 한 가지는 희생될 수밖에 없다는 것이다. 한국경제의 경우, 자본시장은 이미 거의 완전하게 개방되었으므로 자본 개방을 되돌리는 선택을 하기는 어렵다. 따라서 환율안정성과 독자적인 통화정책 사이에서 양자택일을 하여야 한다. 이러한 선택의 문제에 봉착한 한국경제는 대다수의 신흥시장국가들과 마찬가지로 물가안정 목표제를 채택하여 독자적인 통화정책을 추구하면서 환율제도도 변동환율제를 채택하고 있다. 변동환율

제는 환율의 결정이 시장에 의해 이루어 지도록 하는 제도로서 통화당국이 환율 시장에 개입하지 않는 것을 원칙으로 한다. 결국 자본이동을 비롯한 외부 충격을 환율의 자유로운 움직임에 의해 해결함으로써 통화정책은 국내 문제에 전념할 수 있게 하는 것이다.

하지만 트릴레마에 대한 해석에는 이 견도 존재한다. 삼위일체 불가능성은 세 가지 극단적인 경우가 동시에 성립할 수 없음을 의미한다. 하지만 극단적인 선택을 하지 않는다면 여러 가지의 혼합된 선택도 가능할 수 있을지 모른다. 예를 들어, 완전히 독자적인 통화정책을 추구하지 않는다면 자본시장이 완전히 개방되어 있다고 하더라도 어느 정도 외환시장에 개입하여 환율을 통제하려는 시도를 할 수 있을지도 모른다. 또한 자본시장을 어느 정도 불완전하게 개방한다면 독자적인 통화정책을 추구하면서도 외환시장에 어느 정도 개입할 수 있을지도 모른다. 이러한 견해를 가진 대표적인 경제학자로는 Frankel을 들 수 있다.

사실 변동환율제를 통해 독자적 통화정책을 집행할 수 있다는 견해는 자본의 이동에 의해 생기는 문제점을 환율의 변동을 통해 완전히 해결할 수 있다고 볼 때에 가능하다. 하지만 대부분의 소규모 개방경제 국가들에서 자본이동이 급격하게 혹은 지속적으로 이루어지는 경우 이를 환율 변화에 의해 전적으로 대응하기

어려울 수 있다. 예를 들어, 자본이 지속적으로 유입되는 경우 국내 유동성이 증가하게 되어 자산시장이 활황이 되기 쉽다. 이에 대해 통화정책이 적절하게 대응할 필요성이 생긴다. 또한 자본유입에 따라 환율은 절상압력을 받게 되는데, 이를 용인하는 경우 경상수지의 악화를 초래할 수밖에 없다. 경상수지의 악화는 대외부채를 증가시키는데, 대외부채가 적정 수준을 넘어서게 되면 국가부도의 위험이 커질 수밖에 없고, 이러한 위험이 부각되기 시작하면 자본유입이 갑자기 중단되면서 위기가 시작되기도 한다. 따라서 상당수 국가들은 자본유입에 따라 환율이 지나치게 절상되는 경우에 이에 개입하기도 하는데, 그 과정에서 통화정책의 독립성이 훼손될 수 있다.

특히 최근 글로벌 금융위기의 한 원인으로 미국의 지속적인 저금리정책을 지적하는 견해가 있다. 이러한 견해에 따르면, 미국의 확장적 통화정책이 타국에 전파되어 타국의 통화정책도 확장적으로 운용되도록 함으로써 전 세계적으로 유동성이 팽창하여 금융위기의 전초 단계를 마련하였다고 한다. 결국 자본의 글로벌화가 진전됨에 따라 각국의 통화정책이 완전히 독립적으로 운용되기 어려워졌다는 것이다.

한국의 경우 외환위기 전에 비하여 대외자본 개방은 보다 확대되었고, 환율의 변동성도 증가하였다. 전자는 통화정책

의 독립성을 저해하지만 후자는 통화정책의 독립성을 확보하는 데 도움이 된다. 본 연구는 이러한 한국의 정책적 변화와 관련하여 외환위기 이후 한국 통화정책의 독립성에 어떠한 변화가 있었는지 분석하고자 한다.

한국의 통화정책이 외부의 모든 충격에 대해 독립적으로 행해졌는지를 실증 분석하는 것은 현실적으로 매우 어려운 일이다. 왜냐하면 외부의 충격은 매우 다양하여 이를 일일이 식별하여 이에 대해 한국의 통화정책이 독립적인지를 검증하는 것은 무리이기 때문이다. 따라서 본 연구에서는 외부로부터의 충격을 미국의 통화정책 충격에 국한하여 한국의 통화정책이 미국 통화정책으로부터 독립적으로 수행되었는가를 실증분석하였다. 이러한 분석이 의의를 가지는 이유는 이미 지적인 바와 같이 최근 미국의 통화정책이 타국에 영향을 미쳐 전 세계적인 유동성 증가를 초래했다는 주장이 제기되고 있기 때문이다. 따라서 한국의 통화정책이 미국의 통화정책으로부터 독립적이었는지를 분석하는 것은 최근의 한국의 통화정책을 이해하는 데 중요한 의미를 갖는다. 이를 위해 본 연구는 미국의 외생적인 통화정책 충격을 식별하고(identify), 이에 대하여 한국의 통화정책이 어떻게 반응하였는지 분석한다. 예를 들어, 미국의 정책금리가 외생적으로 상승한 후 한국의 정책금리도 상승하는지 아니면 반

응하지 않는지를 실증분석한다. 이를 통해 한국의 통화정책의 독립성에 대해 추론하고자 한다.

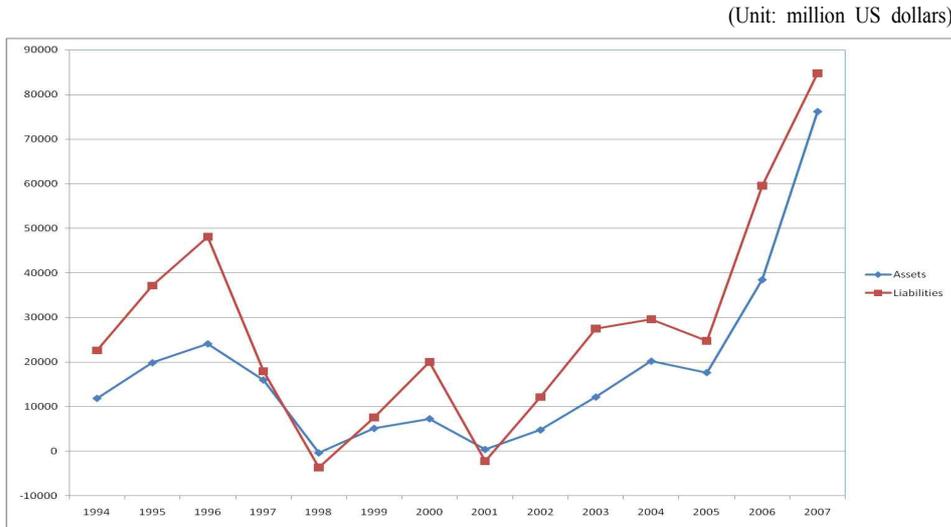
본 연구의 구성은 다음과 같다. 제II장에서는 대외자본 개방이 거시경제 전반에 미치는 효과를 현황 중심으로 살펴보고, 이에 대한 정책적 대응의 어려움을 설명한다. 제III장에서는 실제로 외환위기 이후 한국 통화정책의 독립성에 어떠한 변화가 있었는지 실증분석한다. 제IV장은 본 논문의 결론이다.

## II. 해외자본 유입에 대한 정책대응

### 1. 최근 현황

1990년대 이래 아시아 지역에는 두 번에 걸쳐 큰 규모의 자본유입이 있었다. 한국에 대한 자본유입도 아시아 지역 전체와 같은 양상을 보인다. [Figure 1]은 한국에 대한 자본의 유입과 유출을 나타낸 것이다. 그림에서 자산은 외국자산, 즉 자본유출을 나타내며, 부채는 외국에 대한 국내 부채, 즉 자본유입을 나타낸다. 1990년대 중반에 첫 번째 최고점에 달했던 자본유입은 1997년 외환위기를 겪으면서 급속하게 줄어 들었다. 하지만 2003년부터 다시 대규모 2차 유입이 시작되어 줄곧

[Figure 1] Capital Inflows and Outflows in Korea



Note: Data are obtained from IMF's Balance of Payments Statistics.

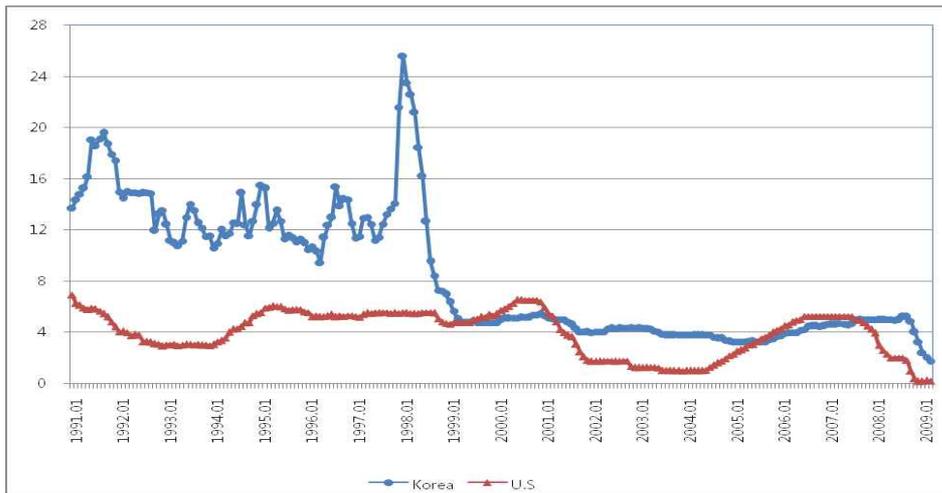
가파르게 늘어나 1차 유입 때보다 더 큰 규모의 자본유입이 2007년까지 지속되었다. 특히 2002년 이후는 자본유입이 자본유출을 초과하여 자본의 순유입이 지속되었다.

이와 같이 큰 규모의 자본 순유입이 한국과 같은 아시아의 신흥시장국가에 이루어진 이유는 이들 국가에 투자할 기회가 늘어난 측면도 있지만, 미국을 비롯한 선진국에서 2002년 이래 저금리정책을 지속적으로 유지하였기 때문이다. [Figure 2]는 미국의 정책금리를 나타낸 것이다. 그림에서 알 수 있듯이, 미국의 정책금리는 정보통신분야의 거품이 붕괴된 직후인 2002년 초부터 3여 년간에 걸쳐 1%대의 낮은 수준을 유지하였다. 그

림에는 표시하지 않았지만 5년 만기 국채이자율은 대략 비슷한 방향으로 변화하여 한때 2%대까지 하락하였다. 영국을 비롯한 다른 선진국에서도 비슷한 양상을 보였으며, 이에 따라 선진국에서의 높은 투자수익률을 기대하기 어렵게 되자 보다 높은 수익률을 좇아 신흥시장국가들로 자본이 이동하기 시작한 것이다.

이렇게 늘어난 자본유입은 한국 환율의 지속적인 절상을 초래했을 뿐 아니라 주식시장과 부동산시장에서의 자산가격 폭등으로 이어졌다. 환율은 1997년 외환위기 때 급속히 상승하여 1998년 후반기에 안정화되었지만 2001년까지 상승과 하락을 반복하였다. 하지만 2002년 초부터는 추세적으로 하락하여 최근 금융위기

[Figure 2] Policy Rates in Korea and in the U.S.



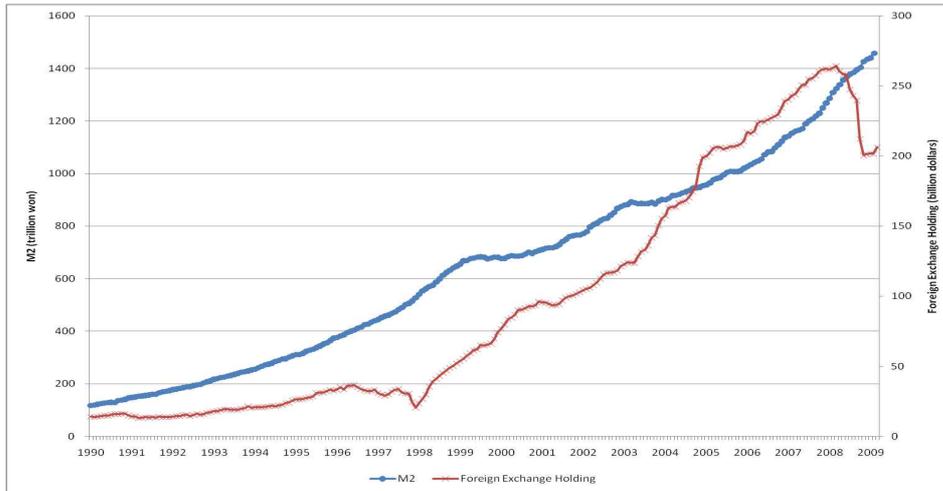
Note: As policy rates we used Federal Funds rate for the U.S. and uncollateralized call rate (all transactions) for Korea. Data are obtained from FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis and the Bank of Korea respectively.

직전까지 지속적으로 절상되었다. 환율에 영향을 주는 요인들은 다양하지만 환율이 절상하기 시작한 시점은 미국의 금리가 하락하고 자본의 유입이 본격화된 시점과 정확히 일치한다.

환율의 절상 움직임에 대응하여 정책당국은 꾸준히 외환보유고를 증가시켜왔던 것으로 보인다. [Figure 3]은 한국이 보유한 외환보유고를 나타낸다. 외환보유고는 외환위기 직전에 거의 바닥이 보일 수준으로 하락하였다가 그 후 꾸준히 증가하였다. 외환보유고의 증가속도는 2001년 들어서 약간 주춤하였으나, 2002년 중반부터는 다시 매우 빨라졌으며, 최근 위기를 겪으면서 음수로 전환하였다.

외환시장에 개입하는 경우 한국은 불태화(sterilization)정책을 원칙으로 하므로 통화량에 영향을 주지 않아야 한다. 하지만 현실적으로 외환보유고의 증가는 통화량의 증가를 초래하기 쉽다. 왜냐하면 외환 개입 시 늘어난 통화량을 채권 발행을 통해 당장 흡수하더라도 추후에 필요한 만큼 채권 발행이 이루어지지 않는다면 장기적으로는 불태화정책이 반드시 성립한다고 볼 수 없기 때문이다. 실제로 외환 개입이 통화량 증가에 얼마나 공헌했는지는 엄격한 분석을 통해 살펴보아야 할 것이다. 단지 [Figure 3]에서는 한국의 M2가 외환보유고와 함께 꾸준히 증가한 것을 알 수 있다.

[Figure 3] Foreign Exchange Reserves and M2 in Korea



Note: Data are obtained from the Bank of Korea.

통화량 증가가 수반되는 경우 이자율도 그대로 유지되기는 어렵다. [Figure 2]에는 한국의 정책금리도 함께 나타내었다. 한국의 정책금리는 외환위기 이후 5% 선에서 꾸준히 유지되었으나 2001년 후반기부터 추세적으로 감소하기 시작하여 2005년 중반기에는 3% 선까지 하락하였다. 이러한 정책금리의 변동성은 미국 정책금리의 변동성에 비하면 매우 작은 수준이다. 하지만 한국 정책금리의 변화 방향은 미국 정책금리의 변화 방향과 정확히 일치함을 알 수 있다. 즉, 미국의 정책금리가 2001년 6%대에서 2004년 1%대로 대폭 하락하는 과정에서 한국의 정책금리도 같은 기간 동안 5.3%에서 3.3%로 하락하였다. 또한 2004년 이래 미국의 정책금리가 상승할 때에도 약간의 시차는

있었지만 한국의 정책금리는 곧이어 상승을 시작하였다.

이상과 같은 통화량 증가와 이자율 하락은 일반적으로 물가 상승률을 높이는 것이 보통이다. 하지만 한국의 소비자물가 상승률은 외국자본의 유입이 본격화되기 이전인 2001년에 4%를 넘어섰을 뿐 그 후에는 2008년을 제외하고 줄곧 2~3%대에서 안정적으로 유지되었다. 외국자본의 유입이 물가에 제한적인 영향을 미친 이유는 성공적인 물가안정 목표제의 운용과 관련이 있을 수도 있지만 2000년대 초반의 유가 및 원자재 가격의 하락, 저렴한 중국 상품의 수입 등 상대적으로 유리한 경제 여건도 중요한 역할을 한 것으로 보인다(Kim and Park[2006]). 반면, 통화량 증가와 이자율 하락은 자산시장 가격에

[Figure 4] Housing and Stock Price Indices in Korea



Note: Data are obtained from the Korea Stock Exchange and Kookmin Bank Research Institute.

집중적으로 영향을 미쳤다. [Figure 4]는 한국의 종합주가지수와 주택매매가격지수를 나타낸다. 한국의 월평균 주가지수는 2003년 3월 550에서 급속하게 상승하여 2007년 1월 2,000을 넘어섰다. 서울의 주택매매가격지수도 2001년 5월 월간 상승률이 1%를 넘어선 이래 급속도로 증가하였으며, 그 후 2003년 10월부터 2005년 1월까지 잠시 주춤하였다가 최근 위기 직전까지 다시 급속히 증가하였다. 자산시장의 가격도 다양한 요인에 의해 결정되지만 상승시점을 고려할 때, 선진국가들의 저금리와 한국으로의 자본유입이 매우 중요한 영향을 준 것은 확실해 보인다.

## 2. 정책적 대응의 어려움

최근 많은 연구들이 자본의 글로벌화와 관련하여 거시경제정책의 어려움을 지적하고 있다. 이러한 연구들은 외국자본이 급격하게 들어오는 경우 정부정책이 매우 제한된다고 지적한다. 외국자본의 유입에 따라 환율이 절상된다면 순수출은 줄어 경상수지가 악화되기 때문이다. 만약 자본이 지속적으로 유입되어 경상수지 적자 상태가 지속된다면, 경제의 펀더멘탈이 악화되고, 결국 자본의 급격한 유출과 그에 따른 위기를 초래할 수 있다. 실제로 외환위기 직후 1998년 최고점에 달했던 한국의 경상수지는 2002년까지 줄곧 감소하였다가 세계경제가 호전되면서 다시 증가하였지만 2004년 이

후로는 지속적으로 감소하고 있다. 한국의 경상수지는 세계경제의 흐름에 보다 직접적인 영향을 받고 있는 듯 보인다. 하지만 최근 위기 직전에는 세계경제의 성장이 지속되었음에도 경상수지가 급격히 악화되었는데, 이는 환율 절상이 어느 정도 역할을 한 것으로 보인다.

따라서 많은 국가들이 외환시장에 개입하여 환율 절상을 막으려는 유혹을 느끼게 된다. 하지만 정부당국이 환율의 절상을 막기 위해 외환시장에 개입하여 외환을 매입한다면, 그 과정에서 국내 유동성 공급이 증가된다. 따라서 국내 이자율은 하락한다. 이는 국내 자산가격의 상승을 초래하고 물가 상승을 유발할 수 있다. 결국 외부의 자본유입의 충격에 대응하는 과정에서 불필요한 통화공급이 늘어나고 통화정책의 독립성이 훼손되는 것이다. 사실 물가 상승이 현실화되면 실질환율의 절상을 초래하기 때문에 정부가 소기의 목적을 달성하지도 못한 셈이 된다. 외환시장에 개입하여 명목환율의 절상을 막을 수는 있어도 물가 상승에 따른 실질환율의 절상을 막기는 어려운 것이다. 따라서 외환시장에 개입하든 하지 않든 실질환율이 절상되기 마련이며 경상수지는 악화된다.

이러한 문제에 봉착한 정부는 외환시장에 개입함과 동시에 늘어난 유동성을 국내채권시장에서 채권을 발행하여 흡수한다. 이러한 정책을 일반적으로 불태화

정책(sterilization)이라고 부른다. 하지만 IMF(2007)는 불태화정책의 효과가 의문시되며 오히려 바람직하지 않은 결과를 초래할 수도 있음을 경고한다. 즉, 불태화정책을 하지 않는 경우에 비해 국내 이자율의 하락이 제한되기 때문에 해외자본의 유입은 더욱 커질 수 있는 것이다. 또한 불태화정책은 이자율이 낮은 외환보유고의 보유를 늘리고 대신 높은 이자율을 지불하는 국내 부채를 부담하게 함에 따라 정부의 재정적 부담을 늘린다. 따라서 불태화정책은 장기간 지속되기 어렵다.

이상과 같이 자본자유화에 따른 자본의 급격한 유출입은 정책당국자의 대응을 매우 어렵게 한다. 또한 자본의 유출입 과정에서 환율의 급격한 변화를 겪게 되어 외환시장에 개입할 유혹을 느끼기 쉽다. 완전한 변동환율제를 유지하기 어렵게 된다면 결국 독자적인 통화정책에 훼손이 생기는 것이다. 이러한 문제는 선진국도 예외가 아니다. Taylor(2007)는 미국과 ECB(European Central Bank)의 이자율정책을 상호 비교한 결과, 미국이 보다 확장적인 통화정책을 집행하는 경우 ECB도 이를 따라 보다 확장적인 통화정책을 집행하는 경향이 있다고 주장하였다. 또한 Eichengreen(2008)은 2008년 초 아시아 국가들이 겪었던 높은 인플레이션은 미국의 통화정책 때문이라고 주장한 바 있다. 즉, 2007년 여름에 서브프라임 위기에 대응하여 미국이 매우 빠른 속

도로 이자율을 내리자, 아시아 국가들은 환율의 절상을 막기 위해 이자율을 내릴 수밖에 없었고, 이러한 잘못된 통화정책이 높은 인플레이션의 원인이라고 주장한 것이다.

이와 같이 아무리 변동환율제를 유지 하더라도 외국의 통화정책으로부터 완전히 자유롭기는 어렵다. 특히 미국의 통화정책은 많은 국가에 영향을 주고 있는 듯 보인다. 다음 장에서는 보다 정치한 모형을 이용하여 미국의 통화정책의 변화가 한국 통화정책에 어떠한 영향을 주었는지 분석할 것이다. 이를 통해 한국의 통화정책이 어느 정도 독자적으로 운용되고 있는지 평가할 것이다.

### III. 통화정책의 독립성에 대한 실증분석

#### 1. 실증분석모형

원칙적으로 해외 충격을 환율의 변화를 통해 완전히 흡수할 수 있다면 통화정책은 국내 충격에 대해서만 반응할 수 있을 것이다. 이러한 경우에 우리는 통화정책이 해외 충격으로부터 독립적이라고 간주할 수 있다. 하지만 한 국가의 통화정책이 해외 충격으로부터 독립적인지를 검증하기 위해서는 ‘경험 분석을 위한’

정의가 선행되어야 할 것이다. 왜냐하면 해외의 모든 충격을 식별하기도 어렵고 설혹 식별이 가능하다고 하더라도 모든 충격에 대해 한국의 통화정책이 독립적인지를 분석하기도 쉽지 않을 것이다. 따라서 본 논문에서는 해외 충격을 미국의 외생적인 통화정책으로 국한하고자 한다. 미국의 외생적인 통화정책에 대해서는 아래에서 정확히 정의할 것이다. 결국 본 논문에서는 미국의 외생적인 통화정책의 변화에 대하여 한국의 통화정책이 반응하였는지 여부를 통해 한국 통화정책의 독립성 여부를 판단하고자 한다.

미국의 외생적인 통화정책의 변화가 한국 통화정책에 어떠한 영향을 주었는지 분석하기 위해 다음과 같은 실증분석 모형을 이용한다. 먼저 대규모 국가인 미국의 변수들이 소규모 개방경제인 한국의 변수들에 대해 외생적이라고 할 수 있으므로 이러한 두 국가 간의 관계를 반영할 수 있는 구조 블록 외생성(Block-Exogenous) VAR(vector auto-regression) 모형을 이용하였다.

또한 외생적인 미국의 이자율정책 충격을 식별하기 위하여 Christiano, Eichenbaum, and Evans(1999)가 제시한 방법을 이용하였다. 미국의 통화정책과 한국의 통화정책이 미국 혹은 세계 구조 충격에 내생적으로 반응할 수 있으므로 단순히 미국의 통화정책지표와 한국의 통화정책지표의 관계를 분석하여 미국이 한국의 통화정

책에 반응하는지 추론하는 것은 어려우며, 외생적인 미국 통화정책 충격의 영향을 분석하는 것이 중요하다. 예를 들어, 세계적인 인플레이션 충격이 있는 경우 물가 상승을 제한하기 위해 미국과 한국이 동시에 정책금리를 상승시킬 수 있다. 이러한 경우 미국과 한국의 정책금리는 양 (+)의 상관관계를 보일 수 있으나 한국의 통화정책이 미국의 통화정책에 반응하는 것이라고 보기는 어렵다.

실증분석모형은 다음과 같다. 일반적으로 경제를 다음과 같은 구조방정식 시스템으로 나타낼 수 있다.

$$G(L)y(t) = e(t) \tag{1}$$

여기서,  $G(L)$ 은 시차 연산자(lag operator)  $L$ 에 대한 행렬 다항식(matrix polynomial)이고,  $y(t)$ 는  $m \times 1$  데이터 벡터(data vector)이며,  $m$ 은 모형에 포함된 변수의 개수이다. 그리고  $\text{var}(e(t)) = \Lambda$ 로  $L$ 은 대각행렬(diagonal matrix)로서 대각원소들은 구조적 교란(structural disturbances)에 대한 분산(variances)을 의미한다.

이제 (1)의 방정식 시스템을 다음과 같이 분할할 수 있다고 가정한다.

$$y(t) = \begin{bmatrix} y_1(t) \\ y_2(t) \end{bmatrix}, \quad G(L) = \begin{bmatrix} G_{11}(L) & 0 \\ G_{21}(L) & G_{22}(L) \end{bmatrix}, \quad e(t) = \begin{bmatrix} e_1(t) \\ e_2(t) \end{bmatrix} \tag{2}$$

$y_1(t)$ 와  $e_1(t)$ 는  $m_1 \times 1$ ,  $y_2(t)$ 와  $e_2(t)$ 는  $m_2 \times 1$ ,  $G_{11}(L)$ 은  $m_1 \times m_1$ ,  $G_{21}(L)$ 은  $m_2 \times m_1$ ,  $G_{22}(L)$ 은  $m_2 \times m_2$ 이다.

우리는  $G_{12}(L) = 0$ 이라고 가정할 것이다. 이는 블록 외생성(block-exogeneity) 제약으로  $y_1(t)$ 를 설명하는 데  $y_2(t)$ 의 금기자료뿐 아니라 과거의 시차 자료도 필요하지 않음을 의미한다. 본 연구에서는  $y_1(t)$ 는 미국 경제변수들,  $y_2(t)$ 는 한국 경제변수들로서, 미국 경제변수들을 설명하는 데 소규모 개방경제인 한국의 경제변수들이 필요하지 않다는 것을 의미한다.

미국 부문에서 미국 이자율 충격을 식별하기 위하여 Christiano, Eichenbaum, and Evans(1999)가 제안한 방법을 이용하였다.  $y_1(t)$ 는 [IP\_US, CPI\_US, CMP, FFR, NBR, M]로 IP\_US는 산업생산 (Industrial Production), CPI\_US는 소비자 물가지수 (Consumer Price Index), CMP는 상품가격 (Commodity Price), FFR은 미국 연방기금 금리(Federal Funds Rate), NBR은 비차입지준금(Non-Borrowed Reserves), M은 통화량이다. 미국 부문의 당기 구조 계수  $G_{11}(0)$ 에 대해서는 Christiano, Eichenbaum, and Evans(1999)를 따라 IP, CPI, CMP가 FFR의 변화에 대해 당기적으로 반응할 수 없고, FFR이 NBR과 M의 변화에 대해 당기적으로 반응할 수 없다는 제약을 부가하였고, FFR 충격을 금리정책 충격으로 식별하였다.

한국 변수  $y_2(t)$ 로는 먼저 기본변수로 소비자물가지수(CPI), 산업생산(IP), 콜금리(CR), 대미환율(ERA)을 고려하였다. CPI와 IP는 물가와 생산수준을 나타내는 주요 경제변수들이고, CR와 ERA는 한국의 금리정책과 관련된 주요 변수이므로 기본변수에 포함시켰다. 추정기간이 상대적으로 짧기 때문에 그 외의 변수들은 기본변수에 포함시키지 않았다. 기본변수만을 통한 분석 외에도 추가적인 분석을 위하여 다양한 변수들을 고려하였다. 즉, 통화량(M1), 한국주가지수(KOSPI), 순자본유입(CAP), 포트폴리오 관련 순자본유입(PORT) 등 관심 변수들을 기본모형에 하나씩 추가하여 분석을 확장하였다.

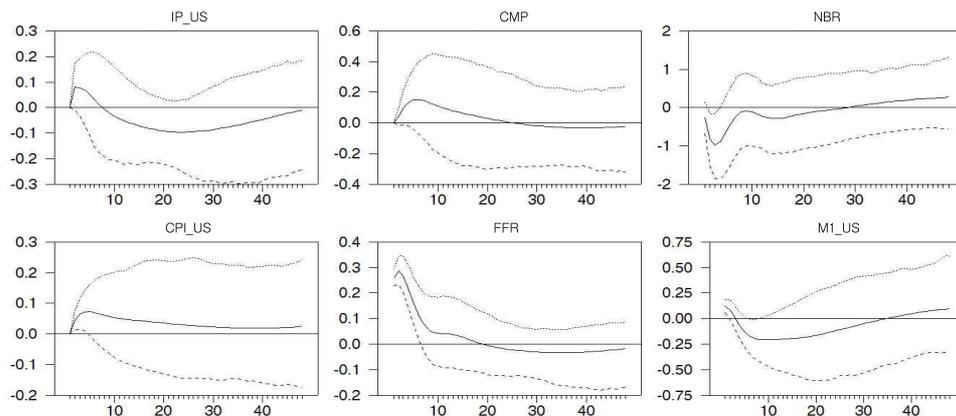
위와 같은 모형을 추정하기 위하여 다음과 같은 방법을 이용하였다. 축약형(reduced form) 블록외생성 VAR 모형의 경우 추정식의 우변의 변수가 동일하지 않으므로 OLS를 이용한 추정치는 비효율적(inefficient)이다. 따라서 SUR(Seemingly Unrelated Regression)로 추정한 후, 구조 VAR 모형으로 변환하는 방법을 사용하였다.

추정기간이 짧아 월별 자료를 이용하였고, 추정기간은 자본자유화 이전 기간인 1982년 10월부터 1991년 12월, 그리고 자본자유화 이후 기간인 1999년 1월부터 2007년 6월까지 두 기간이다. Strongin(1995) 등은 1982년 10월부터 미

국의 통화정책이 비기준 차입금 중심의 정책으로부터 금리 위주 정책으로 변경되었다고 주장하고 있고, Clarida, Gali, and Gertler(2000)을 비롯하여 1982년 10월 이후 미국의 통화정책이 변화되었다는 연구들이 많으므로 1982년 10월 이후를 추정하였다. 또한 1992년 1월 한국의 주식시장이 외국인에게 개방되는 등 중요한 정책적 변화가 있었으므로 자본 개방화 이전 기간으로는 1991년 12월까지를 한정하였다. 자본 개방화 이후 기간으로는 자본시장 개방이 완전히 진행되었고, 외환위기에서 벗어나 금리 위주의 통화정책을 도입하고, 인플레이션 타깃팅이 도입된 1999년 1월부터 글로벌 금융위기 전 기간인 2007년 6월로 했다. VAR 모형에 상수항을 가정했고 2개의 시차를 가정했다.

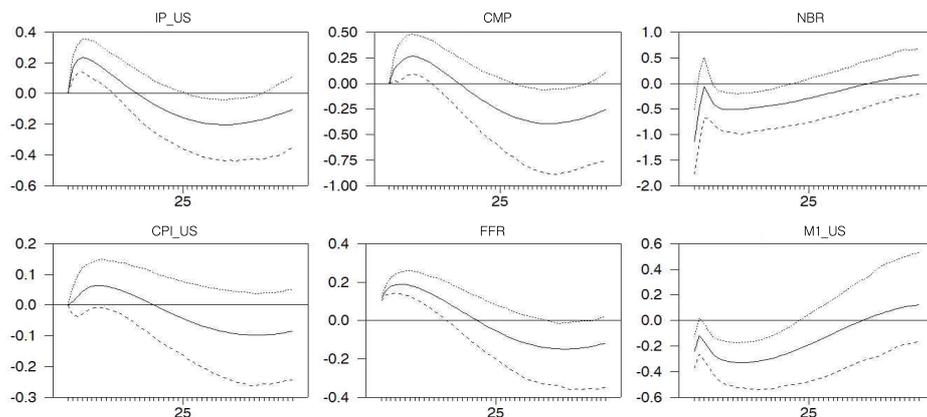
[Figure 5]와 [Figure 6]은 한국의 자본자유화 이전 기간과 이후 기간에 미국 금리정책 충격이 미국의 변수들에 미치는 영향을 보여준다. 먼저 자본자유화 이전 기간을 보면, 금리 상승 충격이 있을 때 금리가 상승하고 비기준 차입금이 감소하는 것을 볼 수 있고, 이러한 변화는 95% 확률 이상으로 0과 다른 것을 볼 수 있다. 또한 M1이 충격 후 바로 약간 증가하기는 하나 이후 감소하고 충격 후 7~9개월 후의 M1의 감소가 95% 확률 이상으로 0과 다르다. 소비자물가지수가 초기에 약간 증가하는

[Figure 5] Impulse Responses of U.S. Variables to U.S. Monetary Policy Shocks:  
Pre-Liberalization Period



Note: Solid lines show the mean response from Monte Carlo Integration. Dotted lines show 90% probability bands from Monte Carlo Integration.

[Figure 6] Impulse Responses of U.S. Variables to U.S. Monetary Policy Shocks:  
Post-Liberalization Period



Note: Solid lines show the mean response from Monte Carlo Integration. Dotted lines show 90% probability bands from Monte Carlo Integration.

물가 퍼즐 현상을 볼 수 있으나 그 이후의 반응은 확률 밴드가 상당히 넓다. 산업생산지수와 상품가격의 반응은 확

률 밴드의 크기를 볼 때 명확하지 않다. 자본자유화 이후 기간을 보면, 금리 상승 충격이 있을 때 금리가 상승하고 지

급준비금과 M1이 감소하는 것을 보다 명확히 볼 수 있다. 소비자물가 반응은 넓은 확률 밴드를 고려할 때, 명확하지 않고, 생산지수와 상품가격은 초기에 상승하나 장기적으로 감소하는 것을 볼 수 있다. 전반적으로 산업생산과 물가의 반응이 명확하지 않거나 약간의 이상현상을 보이는 경우가 있기는 하지만 외생적인 통화긴축정책 시 정책금리가 상승하고 지급준비금과 통화량이 감소하는 현상이 나타나야 하는데 전반적으로 이러한 현상을 볼 수 있으므로 본 모형을 식별된 통화정책 충격이 어느 정도는 외생적인 통화 충격을 잘 반영하고 있다고 생각된다.

## 2. 실증분석 결과

[Figure 7]은 기본모형에서 미국 금리 정책 충격에 대한 미국 연방기금금리(FFR)와 한국 콜금리(CR)의 4년 동안의 충격반응함수를 보여준다. 점선은 90% 확률 밴드이다. 첫 번째 열의 그림들은 자본자유화 이전 기간의 충격반응함수이고, 두 번째 열의 그림들은 자본자유화 이후 기간의 충격반응함수이다.

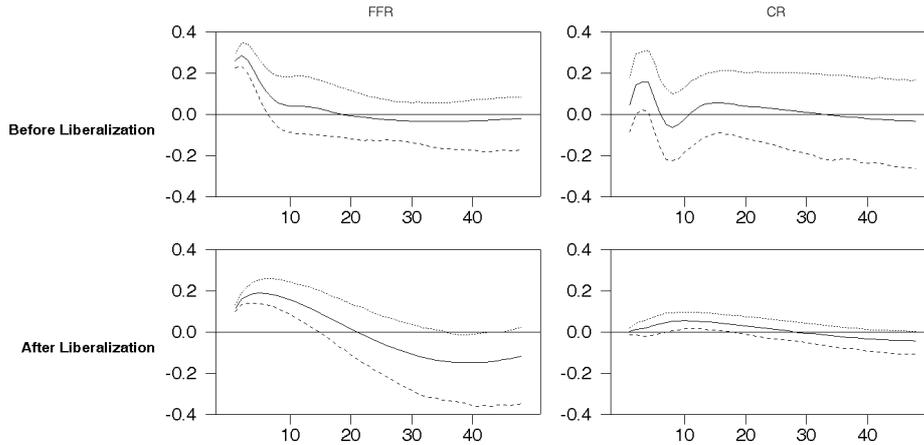
자본자유화 이전 기간을 보면, 충격 후 약 3개월 정도 미국 연방기금금리가 약 0.25~0.3% 정도 증가하고 이후 증가 폭이 줄어들어 약 9개월 후 원래 수준과 비슷한 수준으로 돌아간다. 한국의 콜금리도

증가하는데, 충격 후 첫 번째 월에 약간 증가하고 2~3개월째에 약 0.18% 정도 증가한 후 약 6개월 후에 원래 수준으로 돌아간다. 한국의 2~3개월째 금리 상승은 95% 확률로 0과 다르다고 할 수 있다. 결국 미국의 금리 증가에 따라 한국의 금리도 증가하는데 2~3개월째를 기준으로 보면, 미국 금리 상승의 1/2 이상 한국의 금리도 증가하는 것을 볼 수 있다.

자본자유화 이후의 기간을 보면, 미국의 금리정책 충격 후 미국 연방기금금리가 상승하기 시작하여 약 3개월 후에는 0.2% 가량 증가한다. 한국의 콜금리도 상승하는데 약 3~4개월 후 0.05% 가량 증가하고 이러한 한국의 금리 상승은 95% 확률로 0과 다르다. 한국의 금리 상승은 미국 금리 상승의 약 1/4 정도라고 할 수 있다. 자본자유화 이전의 기간과 이후의 기간을 비교해 보면, 자본자유화 이전 기간에 미국 정책금리의 변화에 대해 한국 금리가 보다 순응적으로 반응했음을 볼 수 있다.

일반적으로 통화정책의 변화는 이자율의 변화뿐만 아니라 통화량의 변화로부터 어느 정도 추론할 수 있다. 본 연구의 추정기간 동안 미국의 경우 이자율을 주요 정책지표로 이용했으므로 미국의 정책금리의 변화를 주요 지표로 이용하여 미국의 통화정책의 변화를 추론하고 있으나, 한국의 경우 자본자유화 이전 기간에는 통화량 중심의 통화정책을 수행했고

[Figure 7] Impulse Responses of Federal Funds Rate and Korean Call Rate to U.S. Monetary Policy Shocks in the Basic Model



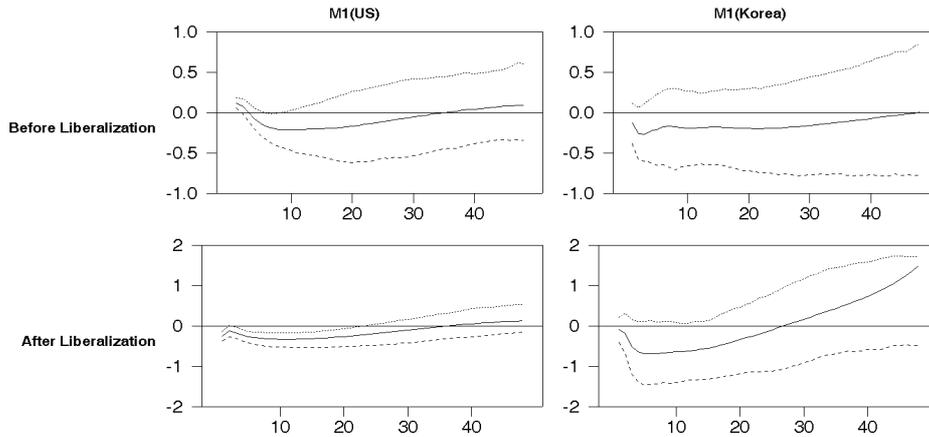
Note: Solid lines show the mean response from Monte Carlo Integration. Dotted lines show 90% probability bands from Monte Carlo Integration.

자본자유화 이후 기간에는 이자율 중심의 통화정책을 수행했으므로 이자율의 변화만을 이용하여 두 기간을 비교하는데는 문제점이 있을 수 있다. 이러한 이유로 미국의 금리정책 충격 후 통화정책의 주요 변수인 통화량의 반응도 비교 분석했다.

[Figure 8]은 미국의 금리정책 충격 후 미국과 한국의 통화량(M1)의 반응을 보여준다. 앞에서 이용한 기본모형으로부터 이전과 같은 미국 금리정책 충격 후 미국 통화량의 반응을 계산했고, 한국 통화량의 충격반응함수는 기본모형에 한국의 통화량을 추가한 확장모형에서 미국 금리정책 충격에 대한 반응함수를 계산했다.

자본자유화 이전 기간의 경우 미국의 통화량은 시간이 지남에 따라 감소하여 충격 후 약 8개월이 지나면 0.4% 가량 하락하고 약 35개월 후 원래 수준으로 돌아온다. 한국의 통화량은 약 2~3개월 후 0.4% 정도 하락한 후 충격 후 48개월 후 원래 수준으로 돌아온다. 하지만 한국의 통화량의 반응은 통계적으로 유의하게 나타나지 않는다. 자본자유화 이후의 기간의 결과를 보면, 미국의 통화량은 서서히 감소하여 충격 후 약 10개월이 지나면 0.3% 정도 감소하고, 한국의 경우 충격 후 약 4개월이 지나면 0.7% 정도 감소한다. 자본자유화 이전 기간과 마찬가지로 한국 통화량의 반응이 통계적으로 유의하게 나타나지는 않는다.

[Figure 8] Impulse Responses of the U.S. and Korean M1 to U.S. Monetary Policy Shocks



Note: Solid lines show the mean response from Monte Carlo Integration. Dotted lines show 90% probability bands from Monte Carlo Integration.

이상의 결과들을 정리해 보면, 자본자유화 이전 기간에는 미국의 금리정책 충격 후 미국의 금리 변화에 대해 한국의 금리정책은 크게 반응하는 반면, 자본자유화 이후 기간에는 한국의 금리정책이 상대적으로 작게 반응한다고 할 수 있다. 이러한 결과를 토대로 자본자유화 이후 기간에 한국의 금리정책이 완전하지는 않으나 상대적으로 더 독립성을 갖게 되었다고 볼 수도 있을 것 같으나, 통화량의 변화를 보면 오히려 자본자유화 이후 상대적으로 더 많이 반응하므로 명확한 결론을 내리기는 어렵다. 최소한의 결론은 자본자유화 이전과 이후 기간 모두 미국의 금리정책 변화 충격에 대해 한국의 금리정책이 어느 정도 종속적으로 움직

였고, 한국의 금리정책이 미국의 금리정책으로부터 완전히 독립적이었다고 보기는 어렵다는 것이다.

다음 대미환율(ERA), 자본 순유입(CAP), 포트폴리오 순유입(PORT), 주가지수(KOSPI)에 대한 효과를 분석한다. [Figure 11]과 [Figure12]는 각각 미국 금리정책 충격에 대한 대미환율, 자본 순유입, 포트폴리오 순유입, 주가지수의 충격 반응함수를 보여준다. 대미환율에 대한 효과는 기본모형을 이용하여 분석하였고, 나머지 변수들에 대한 효과는 기본모형에 각 변수를 하나씩 추가한 확장모형을 이용하여 분석하였다.

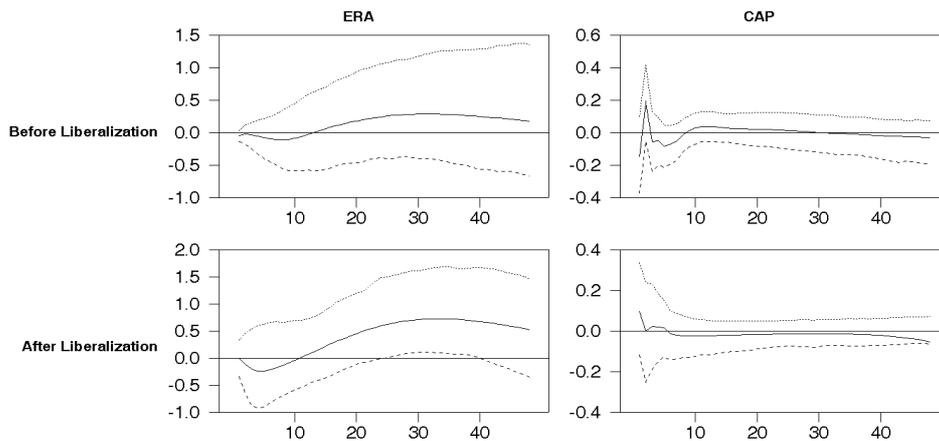
먼저 대미환율의 반응(Figure 9)을 보면, 미국 금리정책 충격의 환율에 대한

효과는 단기적으로 유의하지 않게 나타나는데, 이는 미국 금리 상승 시 한국 금리도 상승하는 효과 때문에 미국 금리 상승의 환율에 대한 효과가 어느 정도 상쇄되었다고 볼 수 있다. 또한 외환시장 개입도 환율에 대한 효과가 유의하게 나타나지 않게 만들었으리라고 생각된다. 관리변동환율제도를 선언한 자본자유화 이전 기간에는 환율의 변화가 장단기에 걸쳐 유의하게 나타나지 않는 반면, 변동환율제도를 선언한 자본자유화 이후 기간에는 약 10개월 정도 이후부터 환율이 상승하기 시작하는데, 이는 외환시장 개입 효과가 단기적으로만 유효하게 나타나기 때문에 생긴 현상일 수도 있다.

한편, 두 기간 모두 순자본 유입(Figure

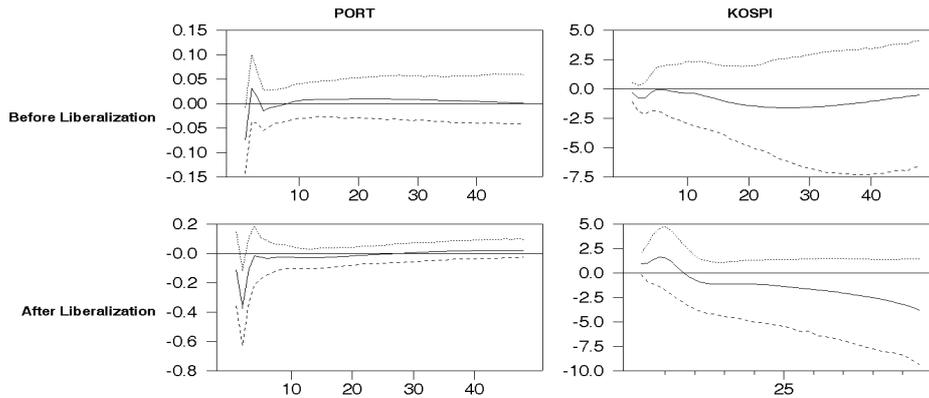
9)과 주가지수(Figure 10)의 반응은 확률 밴드를 참고할 때, 크게 유의하게 나타나지 않는 것으로 보인다. 하지만 포트폴리오 자본 순유입(Figure 10)의 경우 두 기간 모두 자본 순유입의 감소가 95% 확률로 0과 다르다. 자본자유화 이전 기간의 경우 충격 후 첫 달에 자본 순유입이 GDP 추세(trend) 대비 약 0.07% 정도 감소하고, 자본자유화 이후 기간의 경우 충격 후 두 번째 달에 자본 순유입이 GDP 추세(trend) 대비 약 0.35% 정도 감소한다. 결국 미국의 금리 상승으로 미국의 금리가 상대적으로 더 높아지고 이에 따라 포트폴리오 관련 자본유출이 나타나는 것으로 생각된다. 자본자유화 이후에 자본유출의 정도가 4배 이상 증가한 것을

[Figure 9] Impulse Responses of the Won-Dollar Exchange Rate and Korean Net Capital Inflows to U.S. Monetary Policy Shocks



Note: Solid lines show the mean response from Monte Carlo Integration. Dotted lines show 90% probability bands from Monte Carlo Integration.

[Figure 10] Impulse Responses of Korean Net Portfolio Inflows and KOSPI Index to U.S. Monetary Policy Shocks



Note: Solid lines show the mean response from Monte Carlo Integration. Dotted lines show 90% probability bands from Monte Carlo Integration.

볼 수 있는데, 이는 자본이동이 보다 자유로워짐에 따라 유출 폭이 더 많아진 것으로 생각된다.

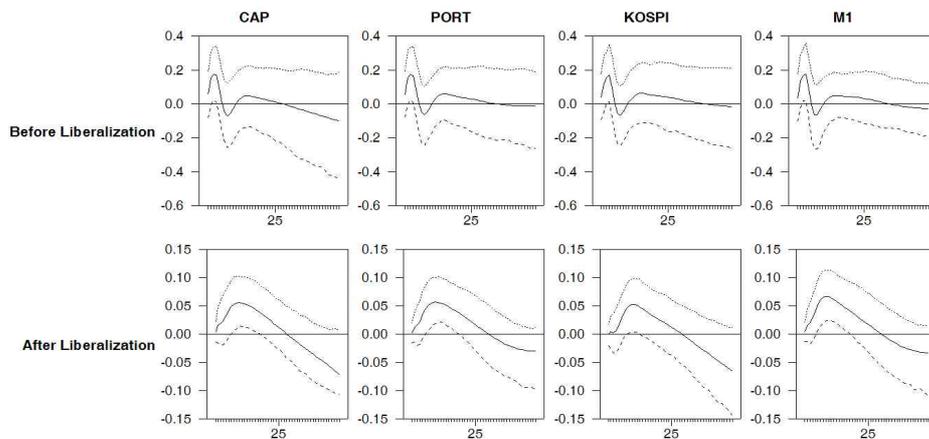
다음으로 본 연구에서 사용된 실증분석 모형과 그 결과의 안정성에 관한 여러 가지 분석을 하였다. 먼저 기본모형에 다양한 변수를 하나씩 추가하여 분석하였는데, 이러한 확장모형에서 한국 콜금리의 반응이 크게 달라지지 않는지를 검토하였다. [Figure 11]은 그 결과를 보여준다.

각 그림 열의 위에 어떤 변수를 추가한 모형인지를 표시했다. 이러한 확장모형에서는 한국 콜금리의 반응이 크게 변하지 않고, 특히 주요 결론에 영향을 미치지 않는다.

다음으로 분석기간이 변화할 때 실증분석 결과의 안정성을 검토하였다. 실증분

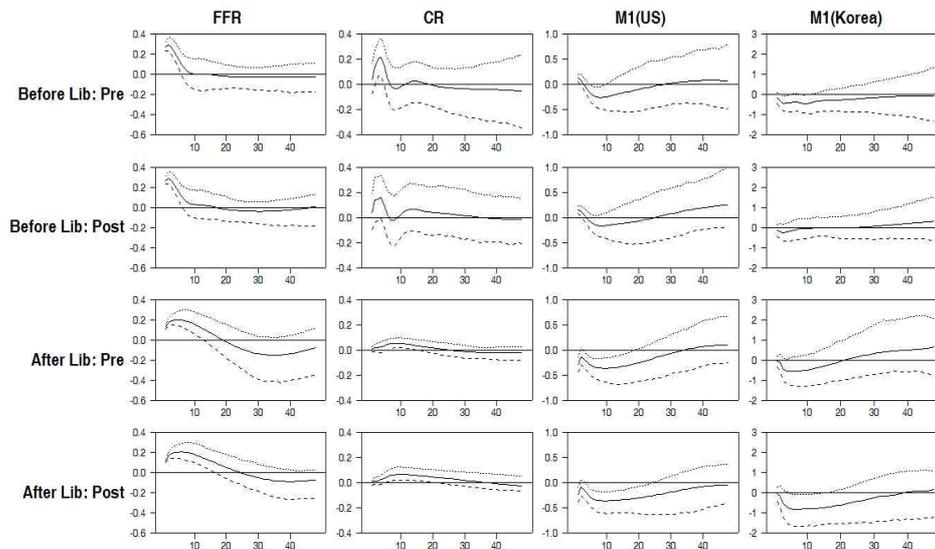
석기간을 정할 때 동질적인 정책이 실행된 기간을 선택하였고, 그 기간이 별로 길지 않기 때문에 분석기간 중 처음 1년을 제외한 기간을 대상으로 한 분석 그리고 나중 1년을 제외한 기간에 대한 분석을 했다. [Figure 12]는 그 결과를 보여준다. ‘Before Lib: post’, ‘Before Lib: pre’, ‘After Lib: post’, ‘After Lib: pre’는 각각 자본자유화 이전 기간에서 나중 1년, 처음 1년, 자본자유화 이후 기간에서 나중 1년, 처음 1년을 제외한 기간을 대상으로 했음을 의미한다. 분석기간이 변화할 때 기본모형에서 미국 연방기준금리와 한국 콜금리의 반응, 그리고 한국 M1을 추가한 모형에서 미국 M1과 한국 M1의 반응이 별로 변하지 않았음을 볼 수 있고, 특히 주요 결론이 변화하지 않았음을 볼 수 있다.

[Figure 11] Impulse Responses of Korean Call Rate to U.S. Monetary Policy Shocks in the Extended Models



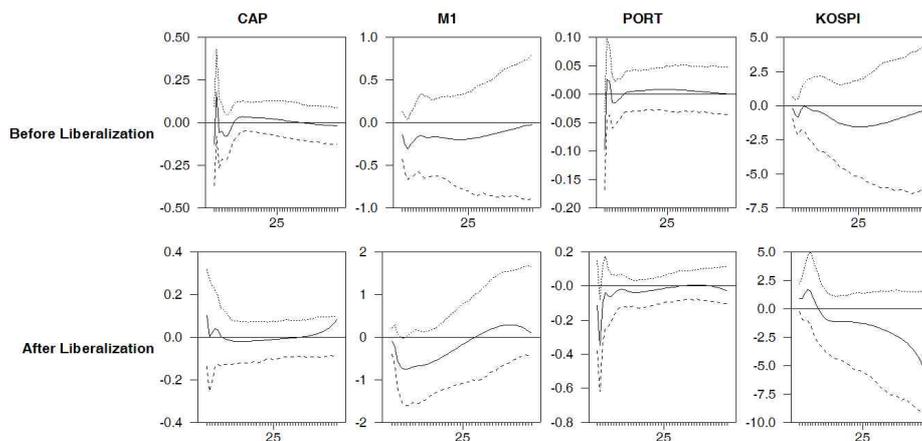
Note: Solid lines show the mean response from Monte Carlo Integration. Dotted lines show 90% probability bands from Monte Carlo Integration.

[Figure 12] Impulse Responses to U.S. Monetary Policy Shocks for Various Sample Periods



Note: Solid lines show the mean response from Monte Carlo Integration. Dotted lines show 90% probability bands from Monte Carlo Integration.

[Figure 13] Impulse Responses to U.S. Monetary Policy Shocks in the Model with Two Additional Variables



Note: Solid lines show the mean response from Monte Carlo Integration. Dotted lines show 90% probability bands from Monte Carlo Integration.

다음으로 기본모형에 자본 순유입, 포트폴리오 순유입, 주가지수, M1 중 두 가지 변수를 추가하여 분석하였는데, 실증분석 결과가 별로 달라지지 않았다. [Figure 13]은 자본 순유입과 M1 두 변수를 추가한 모형과 포트폴리오 순유입과 주가지수 두 변수를 추가한 모형에서 자본 순유입, M1, 포트폴리오 순유입, 주가지수의 반응을 보여준다.

#### IV. 결론

본 연구는 한국이 1997년 외환위기 이후 변동환율제 도입과 더불어 자본자유

화로 자본시장이 글로벌화된 상황에서 독립적인 통화정책을 유지할 수 있었는지 분석하였다. 한국은 1990년대 초 본격적인 자본자유화가 진행되기 전에는 환율시장에 적극적으로 개입해도 이론적으로 독립적인 통화정책을 유지할 수 있는 여지가 있었다. 하지만 자본자유화가 진행되면서 더 이상 독립적인 통화정책과 적극적인 환율 개입을 동시에 수행하기 어렵다는 사실을 깨닫게 되었다. 따라서 환율정책은 적어도 공식적으로는 완전한 변동환율제로 전환하게 된다. 환율에 대한 개입을 더 이상 하지 않음으로써 통화정책의 독립성을 유지하고자 도모한 것이다.

하지만 현실적으로 어떤 국가도 완전

한 변동환율제를 유지하기는 어렵다. 특히 소규모 개방경제의 경우 자본시장 개방으로 막대한 양의 국제자본 유출입이 있는 경우 환율과 자산시장의 심각한 불안정성을 초래할 수 있고 이러한 상황을 간과하기 어렵다. 또 환율의 결정을 시장에 전적으로 맡기더라도 자본시장이 완전히 개방되어 있는 상태에서 급속한 자본시장의 글로벌화는 국가 간의 연계성을 강화하기 마련이다. 특히 최근의 몇몇 연구는 미국의 팽창적인 통화정책이 많은 다른 국가의 통화정책에 영향을 줌으로써 전 세계적인 인플레이션 및 자산시장의 버블 형성에 기여했다고 주장하고 있다. 따라서 한국의 경우도 이와 같이 미국의 통화정책에 어떠한 영향을 받았는지를 분석하는 것은 매우 흥미로운 일이다. 즉, 한국의 경우 비록 변동환율제를 표방하고 있지만 외국의 통화정책과 자본 흐름으로부터 과연 자유로운 통화정책을 집행할 수 있었는지를 분석할 필요가 있는 것이다.

본 연구는 자본자유화 이전과 자본자유화 이후의 두 기간으로 나누어 각 기간에서 미국의 통화정책이 한국의 통화정책에 어떤 영향을 주었는지 실증분석하였다. 자본자유화 이전과 이후 기간은 환율제도에 있어서도 뚜렷한 차이를 보인다. 즉, 자본자유화 이전 기간에는 관리변동환율제였던 반면, 이후 기간에는 적

어도 공식적으로는 완전변동환율제를 표방하였다. 따라서 외환위기 이전 기간에 비해 이후 기간에는 자본자유화가 진전되었다는 면에서 독립적인 통화정책이 운용되기 어려워진 반면, 변동환율제를 채택하여 독립적인 통화정책에 유리한 환경이 조성되었다.

실증분석 결과에 따르면, 한국의 통화정책이 자본자유화 이전과 이후 두 기간 모두에서 미국의 통화정책으로부터 완전히 독립적으로 운용되지 못하였던 것으로 보인다. 특히 자본자유화 이후 기간에서도 완전한 변동환율제를 실제로 운용하기는 어려웠고, 이는 필연적으로 한국의 통화정책도 외부의 충격으로부터 완전히 자유롭지 못하도록 강요한 것으로 해석할 수 있다. 또한 미국의 이자율이 변화하는 경우 자본자유화 이후 기간에는 포트폴리오 자본의 유출입이 자본자유화 이전 기간에 비해 매우 민감하게 변화하여 통화정책의 운영에 있어서 어려움을 초래한 것으로 보인다.

앞으로 자본의 글로벌화 경향은 최근의 위기에 불구하고 쉽게 후퇴하지는 않을 것으로 생각된다. 따라서 이러한 자본의 글로벌화에 효과적으로 대응하면서 통화정책을 독립적으로 유지할 수 있는 정책의 틀을 개발하는 것이 시급하다고 하겠다.

## 참 고 문 헌

- 신관호, 「외환위기 이후 통화 및 환율 정책의 평가」, 『경제학연구』, 제55집 제4호, 2007, pp. 275~312.
- Backus, David K., Patrick J. Kehoe, and Finn E. Kydland, “International Real Business Cycles,” *Journal of Political Economy*, Vol. 100, No. 4, 1992, pp.745~775.
- Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, and Christian Lundblad, “Financial Openness and Productivity,” NBER Working Paper #14843, 2009.
- Calvo, Guillermo A. and Carmen M. Reinhart, “Fear of Floating,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2, 2002, pp.37~408.
- Christiano, Lawrence J., Martin Eichenbaum, and Charles L. Evans, “The Effects of Monetary Policy Shocks: Evidence from the Flows of Funds,” *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 78, 1996, pp.16~34.
- \_\_\_\_\_, “Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End?” in J. Taylor and M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1A, Amsterdam, Elsevier North-Holland, 1999, pp.65~148.
- Clarida, Richard, Jordi Gali, and Mark Gertler, “Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 115, No. 1, 2000, pp.147~180.
- Cole, Harold L. and Maurice Obstfeld, “Commodity Trade and International Risk Sharing: How Much Do Financial Markets Matter?” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 28, No. 1, 1991, pp.3~24.
- Eichengreen, Barry, *International Monetary Arrangements for the 21<sup>st</sup> Century*, Washington D.C.: Brookings Institution, 1994.
- \_\_\_\_\_, “Monetary and Exchange Rate Policy in Korea: Assessments and Policy Issues,” mimeo, 2004.
- \_\_\_\_\_, “Asia and Global Stagflation,” in VoxEU.org, 19 June 2008.
- Fischer, Stanley, “Capital Account Liberalization and the Role of the IMF,” speech at the IMF Seminar on Asia and the IMF, Hong Kong SAR, September 19, 1997. Available via the Internet: <http://www.imf.org/external/np/speeches/1997/091997.htm>.
- \_\_\_\_\_, “Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2, 2001, pp.3~24.

- Frankel, Jeffrey, "No Single Currency Regime Is Right for All Countries," Testimony before the House Committee on Banking and Financial Services, May 21, 1999.
- Glick, Reuven, Xueyan Guo, and Michael Hutchison, "Currency Crises, Capital Account, Liberalization, and Selection Bias," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 88, 2006.
- Gourinchas, Pierre-Olivier and Olivier Jeanne, "The Elusive Gains from International Financial Integration," *Review of Economic Studies*, Vol. 73, No. 3, 2006, pp.715~741.
- International Monetary Fund, "Managing Large Capital Inflows," Chapter 3 in *World Economic Outlook*, October 2007: Globalization and Inequality, World Economic and Financial Surveys Washington, 2007.
- Kim, Chang Jin and Jong-Wha Lee, "Exchange Rate Regime and Monetary Policy Independence in East Asia," *Pacific Economic Review*, Vol. 13, No. 2, 2008, pp.155~170.
- Kim, Soyoung, "International Transmission of US Monetary Policy Shocks: Evidence from VAR's," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 48, 2001, pp.339~372.
- \_\_\_\_\_, "What Is Learned from Crisis, Fear of Floating or Hollow Middle? Identifying Exchange Rate Policy in Recent Crisis Countries," Working Paper, Korea University, 2005.
- Kim, Soyoung, Sunghyun H. Kim and Yunjong Wang, "Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization: The Case of Korea," *Review of Development Economics*, Vol. 8, No. 4, 2004, pp.624~639.
- \_\_\_\_\_, "Fear of Floating in East Asia?" *Pacific Economic Review*, Vol. 14, No. 2, 2009, pp.176~193.
- Kim, Soyoung and Doo Yong Yang, "Do Capital Flows Matter to Asset Prices? The Case of Korea," *Asian Economic Journal*, 2009.
- Kim, Soyoung and Yung Chul Park, "Inflation Targeting in Korea: A Model of Success?" BIS Paper 31, 2006.
- Kose, Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei, "Financial Globalization: A Reappraisal," IMF Working Paper 06/189, International Monetary Fund, 2006.
- Lee, Jong-Wha and Kwanho Shin, "Welfare Implications of International Financial Integration," ADB Working Paper 2008-12-05, 2008.
- Lucas, Robert E., "Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" *American Economic Review*, Vol. 80, 1990, pp.92~96.
- Ötker-Robe, Inci and others, "Coping with Capital Inflows: Experiences of Selected European Countries," IMF Working Paper 07/190, Washington: International Monetary Fund, 2007.
- Reinhart, C. M. and K. S. Rogoff, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," *Quarterly Journal of Economics*, 2004.
- Sims, A., "Bayesian Skepticism on Unit Root Econometrics," *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 12, 1988, pp.463~474.
- Sims, C. A. and H. Uhlig, "Understanding Unit Rooters: A Helicopter Tour," *Econometrica*, Vol.

59, 1991, pp.1591~1599.

Strongin, S., “The Identification of Monetary Policy Disturbances: Explaining the Liquidity Puzzle,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 35, 1995, pp.463~497.

Taylor, John, “Globalization and Monetary Policy: Missions Impossible,” in Mark Gertler and Jordi Gali (eds.) *The International Dimensions of Monetary Policy*, National Bureau of Economic Research, 2007.

Tytell, Irina and Shang-Jin Wei, “Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies?” IMF Working Paper 04/84, Washington: International Monetary Fund, 2004.