

I. 개 요

1. 일시 : 2011. 01. 20 (목) 10:30~12:00

2. 장소 : KIEP 11층 세미나실

3. 발표자 : 정용승 교수(경희대학교)

4. 참석자

박복영 실장 (KIEP 국제거시금융실)

허 인 팀장 (KIEP)

이동은 박사 (KIEP)

안지연 박사 (KIEP)

이철인 교수 (서울대학교)

오승환 전문연구원 (KIEP)

양다영 연구원 (KIEP)

강은정 연구원 (KIEP)

5. 제 목

- "Asset Market Structures and Monetary Policy in a Small Economy"

II. 주요 발표내용 (상세 내용 별첨 참조)

- ☐ 통화 당국이 국내 물가와 생산량뿐만 아니라, 환율의 변동에도 개입을 해야 되는가는 국제 금융의 핵심 이슈 중 하나임.
 - 그동안의 문헌에서는 국내 물가 타겟팅을 하는 것이 최적의 통화정책이라는 증거가 제시되고 있었음.
 - 다만, 국내재와 수입재 간의 대체탄력성이 현실가능성이 없을 정도로 큰 경우에는 물가타겟팅이 최적이지 아닐 수 있음.
 - 특히 Gali and Monacelli(2005)는 소규모 개방경제에서의 최적 통화정책은 폐쇄경제의 경우와 동일한 구조를 갖고 있다는 사실을 보인 바 있음.
- ☐ 최근 벌어진 글로벌 금융위기 이후, 금융구조가 발달한 국가의 통화정책뿐만 아니라, 취약한 금융 구조를 갖고 있는 국가들의 최적 통화정책에 대한 관심이 높아지고 있음.
 - 많은 개발 도상 국가들이 고정환율제에서 변동환율제도로 이행했음에도 불구하고, 통화정책당국이 환율의 변동이 국내 경제에 미치는 영향에 대해 얼마나 대응을 해야 하는가는 여전히 매우 논란이 되고 있는 주제임.
 - 개발도상국의 정책당국자 중 일부는 여전히 인플레이션과 환율안정성 간의 트레이드오프(trade-off) 관계를 믿고 있으며, 따라서 취약한 금융 구조를 갖고 있는 자국 경제의 복지 향상을 위해서는 환율 시장에 대한 개입을 통해 자국 수출품의 가격 경쟁력을 제고해야한다는 견해가 여전히 존재함.
- ☐ 본 논문은 내부적 습관지속성과 외부적 습관지속성을 갖고 있는 소규모 개방경제를 이용하여 대체적인 통화정책 목표에 대한 복지효과를 비교 분석하고 있음.

□ 본 논문의 주요 발견은 다음과 같음.

- 첫째, 소비의 습관지속성을 갖고 있는 소규모 개방경제에 있어서 자산시장의 구조에 따라 최적 통화정책 목표는 달라질 수 있음.
- 외부 습관 지속성을 갖고 있는 소규모 개방경제에서는 자산시장의 구조에 따라 최적 통화정책이 달라질 수 있음.
- 이는 De Paoli (2009a, 2009b), Corsetti, Dedola, and Leduc (2010)와 상반되는 결과로, De Paoli 등은 완전한 자산 시장에서는 국내 가격 지수 물가 목표제(the domestic price index inflation targeting, 이하 DPI)가 소비자 물가 지수 목표제(the consumer price index inflation targeting, 이하 CPI)보다 우월하지만 외부 습관지속성이 존재하는 금융 폐쇄경제에서는 CPI가 DPI보다 우월하다는 결론을 내리고 있음.
- 둘째, 외부적 습관 지속성의 존재는 금융 폐쇄경제에 있어서뿐만 아니라 완전한 자산시장의 경우에도 단순 통화정책 목표의 복지 효과 순위에 영향을 미침.
- 외부적 습관지속성이 존재할 경우, 자국재와 수입재간의 대체탄력성이 큰 경우에 고정환율제(the exchange rate pegging, 이하 PEG)는 DPI보다 우월함.
- 예를 들어 높은 외부적 습관 지속성을 갖고 있는 폐쇄금융 소규모 개방 경제 하에서는 DIP가 CPI보다 열등할 수 있으나, 완전한 자산 시장을 가정한 단순 통화정책 목표 하에서는 DPI가 여타 통화정책에 비해 우월함.
- 이러한 발견은 De Paoli (2009b)의 발견과 상반되는 결과임.
- 셋째, 습관지속성의 존재는 대안적인 통화정책 목표의 복지 효과 순위에 영향을 미침.

- 예를 들어, 불완전한 환율전가(exchange pass-through)가 있어서 환율 결정에 비효율성이 존재할 경우에 PEG 목표가 여타 통화정책 목표에 비해 우월함.

- 넷째, 노동공급 탄력성과 국내재와 수입재 간의 대체탄력성은 명목 경직성을 지닌 소규모 개방경제에 있어 통화정책의 복지 효과를 평가하는 데 있어 결정적인 역할을 함.

III. 주요 논의사항

- Corsetti, Dedola, and Leduc (2010)과 De Paoli(2009)는 국내 자산 시장의 구조가 특정 통화정책의 유효성에 영향을 미친다는 사실을 위험회피성향의 조정을 통해 보인 바 있음.
- 동 연구결과에 의하면, 완전한 자산 시장 하에서는 최적 위험회피는 국내 소비와 국내 생산 간의 연계를 차단하기 때문에, 국내 노동시장의 노동공급은 축소되지만 소비는 줄어들지 않게 됨.
- 반면, 불완전한 자산 시장 하에서는 국내 소비와 국내 생산이 밀접하게 연결되어 있기 때문에, 노동공급 축소는 소비 축소를 야기하게 됨.
- 따라서 이러한 맥락에서는 완전한 자산 시장을 갖고 있는 개방경제에서의 최적 통화정책은 불완전한 자산 시장을 갖고 있는 개방경제의 최적 통화정책과 다를 수 있다는 결론을 내릴 수 있음.
- De Paoli (2009)는 금융 폐쇄경제(financial autarkies)하에서나 불완전한 자산시장 하에서는, 국내 가격 지수 물가 목표제(the domestic price index inflation targeting)가 고정환율제(the exchange rate pegging)나 소비자 물가 지수 목표제(the consumer price index inflation targeting) 보다 우월하다는 것을 보인 바 있음.

- Adolfson et al. (2007), Christiano, Trabandt and Walentin (2007) 등은 소비에서의 습관형성(habit formation) 도입이 소규모 거시 개방경제 모델의 실증적인 유효성을 제고시킨다는 점을 보인 바 있음.
- 소비에서의 습관지속성(habit persistence)을 가진 경직 물가 모형(sticky price model)은 통화정책 충격에 대해 소비와 생산의 hump-shaped 반응을 설명할 수 있음.
- 습관지속성이 소규모 개방 경제 거시 모형에서 영향을 미치는 메커니즘은 다음과 같음.
- 가계의 외부적 습관지속성은 경기 호황기 동안에 경제를 과열 시키는 역할을 하며, 경기 후퇴시에는 경제를 냉각시키는 역할을 함.
- 또한 가계의 외부적 습관지속성은 남에게 뒤지지 않기 위해 노동공급을 필요 이상으로 늘리려는 경향이 있으며, 이는 경제가 효율적인 수준 이상으로 생산하게 하는 역할을 함.
- 소규모 개방 경제에서, 이러한 시스템은 교역조건 악화를 가져 오게 되고, 복지에 영향을 미치는 실질 환율 갭(real exchange rate gap)과 산출갭(output gap)을 형성
- 이러한 교역조건의 악화는 국내 가계의 구매력을 약화시키고, 소규모 개방 경제에서 소비의 부정적 외부성을 강화
- 소비와 여가의 선택은 위험회피성향에 영향을 미치는 자산 시장 구조에 의존하고 있으므로, 대체적인 여러 통화정책 목표의 효과는 자산시장 구조에 따라 다를 수 있음.
- 본 논문은 가계가 소비에서의 외부적 습관지속성이나 내부적 습관지속성을 갖고 있을 경우에 대체적인 통화정책 목표의 효과를 분석하는 것이며, 특히 최적 통화정책 목표 설정에 있어서 습관지속성

의 역할을 규명하고 있음.

- 본 논문의 이론적 성과를 실증분석으로 보완할 수 있다면 더욱 흥미로운 연구가 될 것임.
- 다만 본 논문의 핵심적인 변수인 소비의 습관지속성 계수 자체가 관찰이 어려운 변수라는 문제가 있음.
- 현재 우리나라를 대상으로 본 논문의 결과를 어떻게 적용할 수 있을 것인지를 규명하는 것도 차후 흥미로운 작업이 될 것임.
- 우리나라 변수들을 대상으로 DSGE 모형을 추정하여 얻은 소비지속성 계수를 통해, 우리나라에 최적의 통화정책 목표를 평가해 볼 수도 있을 것임.