

1. 개 요

1. 일시 : 2015. 05. 02 (토) 16:00~18:00

2. 장소 : 한국고등교육재단 세미나실

3. 발표자 : 문성만 팀장(KIEP 국제거시팀)

4. 참석자

한민수 박사	(KIEP 간사)	김소영 교수	(서울대학교)
김영세 교수	(성균관대학교)	김영식 교수	(서울대학교)
김진일 교수	(고려대학교)	김철수 교수	(숙명여자대학교)
김형석 교수	(KAIST대학교)	신관호 교수	(고려대학교)
양두용 교수	(경희대학교)	정용승 교수	(경희대학교)
최형선 교수	(경희대학교)	허 인 교수	(전남대학교)
이미혜 박사	(한국은행)	정용국 교수	(서울시립대학교)
최경욱 교수	(서울시립대학교)		

5. 제 목

- "Delayed Overshooting: It's an 80s Puzzle"

II. 주요 발표내용 (상세 내용 별첨 참조)

- 본 연구는 delayed overshooting puzzle을 과거 데이터를 이용해 검증하는 것을 목적으로 함.
 - delayed overshooting puzzle이란 국내의 화폐당국의 화폐공급 축소 (monetary contraction)가 일정 기간 동안 국내 통화 가치의 평가 절상을 가져오다가 점차적으로 평가절하에 이어지는 것을 의미함.
 - 본 연구는 미국과 거래하는 14국가의 1974년부터 2006년까지의 환율의 변화를 살펴보는 한편 미국 화폐정책의 변화를 Uhlig (2005) 과 Scholl and Uhlig (2008)이 제시한 sign restriction 방법을 이용해서 구별함.
- 데이터를 볼커가 미국 연준의 의장으로 있었던 시기와 그렇지 않은 시기로 나누어서 살펴본 결과, 볼커가 의장으로 있었던 시기에만 환율의 변화가 delayed overshooting으로 나타남.

III. 주요 논의사항

- 과거 연구와의 관련성
 - 시장정보를 알고 있고 시장의 기대가 합리적이지 않을 경우 사람들의 기대에서의 오류가 발생하거나 risk premium이 있거나 여러 다른 가능성이 있을 수 있으므로 uncovered interest rate parity가 발생할 수 있음.
 - 과거 연구에서 장기적인 리스크로도 설명한다면 이는 합리적 기대가설 자체를 테스트하는 것이며 최근 수요 측면에서 rational inattention과 같은 관점에서 설명하기도 하나 본 연구에서는 보다 공급 측면의 관점에 집중하되 기존 연구와 비슷한 empirical strategy를 이용하고 있음.

□ 데이터와 관련해서 2006년까지만 사용함.

- 2007년 이후 global financial crisis가 있었으며 호주나 뉴질랜드와 같은 국가의 경우 분기별 데이터가 존재하지 않으며 80년대 중반 이후에나 가능함.

□ 미 연준의 당시 통화 정책의 재정 정책 및 정부의 예산 제약식과의 관련성

- 본 연구에서 고려하고 있는 축소적 통화 정책 (contractionary monetary policy)와는 관련이 없으나 확장적 통화 정책 (expansionary monetary policy)와는 관련이 있을 수 있음.

□ 데이터의 sample period

- 개별국가의 데이터를 이용했을 경우 시작과 끝나는 시점은 다르나, 총계량을 이용했을 경우 1998년 이후 유럽 국가의 경우 유로의 환율을 사용함.

□ delayed overshooting은 볼커 시기에만 주로 관찰됨.

- 볼커 시기 이후에는 즉각적인 overshooting이 나타난다는 점에서 Dornbusch의 이론을 지지하는 것으로 보이나 볼커 시기만 한정해서 보면 delayed overshooting이 나타나므로 볼커 이전의 시기에 delayed overshooting이 잘 맞지 않음에도 불구하고, 전체 시기를 가지고 살펴보았을 경우 delayed overshooting이 나타남.

□ 결과의 방법론에 대한 sensitivity

- delayed overshooting이 나타나는지 immediate overshooting이 나타나는지는 사용된 방법에 따라 다르게 나타날 수 있으며, Eichenbaum이 제시한 recursive method를 사용할 경우 지금과 다른 결과가 나타나나, 본 연구에서 사용된 sign restriction method는 일반적으로 sensitive하지 않기 위해서 사용되는 방법이라 알려져 있음.

□ aggregation 된 데이터 뿐만 아니라 개개의 국가들도 비슷한 forward discount puzzle이 나타남.

- 볼커 시기를 제외하면 uncovered interest rate parity 만족하며 risk premium도 거의 없는 것으로 나타나며 개발도상국의 경우 uncovered interest rate parity 만족하는 경우가 많으며 inflation rate 때문에 강하게 음의 값을 갖는 경우가 관찰됨.

□ 관찰된 현상에 대해서 통화 정책이 주요한 요인이라고 볼 수 있는지의 문제

- 볼커 시기의 시장 참여자들이 carry trade함으로써 이윤을 얻을 수 있다면 통화 정책과 관련없이 carry trade할 가능성이 있다는 점에서 통화 정책과 관련 없이 다른 충격들이 delayed overshooting을 가지고 올 수도 있음. 즉, average behavior만 가지고 통화정책의 효과를 구별해내는 것은 쉬운 일이 아님.

□ carry trade와 risk premium

- 시장 참여자들이 carry trade를 한다는 것과 함으로써 많은 돈을 버는 것은 다른 문제이며 사후적으로 carry trade return이 있는 것으로 risk premium이 있더라도 볼커 시기 이후에 관찰될 수 있음.

□ 통화 정책이 credible하면 delayed overshooting이 없으며 볼커 시기에는 credible하지 않았음.

- uncovered interest rate parity가 성립할 경우 excess return이 없으나, 통화 정책이 미국의 excess return의 변화에 영향을 미칠 수 있으며 delayed overshooting은 볼커 시기에 발생하는 것으로 conditional UIP test,를 통해서 검증할 수 있음.

□ forward premium puzzle 발생

- 통화 정책이 credible하면 UIP 성립하고 볼커 이후의 시기와 같이 risk

premium이 존재하지 않을 수 있음. 여기서는 선진국들만 보았으며 risk premium 존재한다는 연구는 기존에도 있었음.

□ 통화 정책의 타겟변수와 관련해서

- t-bill이 3개월이므로 maturity는 3개월로 설정함. 한편 타겟변수가 통화량에서 fund rate으로 바뀌어지는데 본 연구에서는 그 차이가 결과에 영향을 미칠 것으로 생각되지는 않음. 또한 통화량을 중심으로 생각할 경우, 수요 측면의 충격과 공급 측면의 충격을 어떻게 identification하느냐의 문제가 있음.