

(22) 통화정책이 환율에 미치는 영향분석과 정책적 시사점: 국제통화 미보유국을 중심으로

■ 연구책임자

- 윤덕룡 선임연구위원

과제구분	기초 <input type="checkbox"/> 정책 <input checked="" type="checkbox"/>
구분 선정 사유	○ 글로벌 금융위기 이후 미국을 비롯한 주요국이 양적완화에까지 이른 적극적 통화완화정책을 수행하였으며 그로 인한 환율전쟁 가능성이 계속하여 제기되었으나 주요국에 비해 소국개방경제국이나 신흥국의 통화정책은 그에 대응하는 정책적 수단을 가지지 못하는 문제를 노정하였으며 통화긴축시기에도 비대칭적 관계가 예상되므로 이에 대한 연구를 통해 정책적 대응방안의 모색이 요구됨.

■ 관련 정책현안 및 연구의 필요성

- 글로벌 금융위기이후 미국을 비롯한 주요국들은 통화정책을 이용하여 환율을 변화시킴으로 실질적인 환율의 변화를 가져왔고 수출경쟁력제고에도 활용하여왔으나 소국경제에서는 적절한 대응수단을 강구하지 못함.
- 미국, EURO 지역, 일본 등은 경제회복을 위해 전통적인 통화완화정책뿐만 아니라 양적완화정책(QE)을 시행하여 자국통화의 평가절하를 유도하였음.
- 이 과정에서 소국개방경제는 주요통화대비 자국통화가 상대적으로 고평가되어 수출상품의 가격경쟁력이 저하되었으나 적절한 통화정책적 대응수단을 확보하지 못함.
- 특히 자국통화가 국제통화로 통용되지 못하는 신흥국의 경우 통화정책적 대응은 더더욱 제한되어 환율의 변동방향이 주요국의 통화정책에 좌우되는 문제점을 노정함.
- 미국연준(FED)이 통화정책의 정상화를 선언하고 이자율을 인상하기 시작하였고 2019년말까지 기준금리를 3%수준으로 인상하겠다는 계획을 발표하여 향후 통화정책의 정상화 혹은 긴축이 예정되어 있으며 이 과정에서 소국개방경제의 환율에 미치는 영향에 대한 분석과 사전적 준비가 필요함
- 미국의 금리인상은 해외에 투자된 자금의 미국환류를 야기하여 소국개방경제를 운용하는 국가들의 자국통화 평가절하를 유발할 것으로 예상되나

과도한 자본 유출은 외환시장의 불안요인으로 작용할 우려가 제기되고 있음.

- 특히 이자율 상승기에 리스크프리미엄의 비대칭성으로 인해 한 호환성이 제한된 비국제통화를 보유한 소국개방경제의 경우 과도한 자본유출과 급격한 이자율 인상압력으로 환율의 과도한 변동 및 외환시장의 위기발생 가능성에 노출될 우려가 있음.
- 소국개방경제의 통화정책이 환율에 미치는 영향은 개별국가의 여건과 상황에 따라 서로 다른 측면이 존재하며 특히 자국통화가 국제통화인지의 여부가 중요한 의미를 가지므로 이에 대한 연구를 통해 금리인상기의 외환시장 안정을 도모하기 위한 방안의 모색이 필요함.
- 한국은 소국개방경제이면서 국제통화를 보유하지 못하고 있어서 통화정책을 이용한 환율정책의 여지가 가장 제한적일 가능성이 높으므로 분석적인 연구를 통해 가장 바람직한 통화정책 방안의 모색을 추진할 필요가 있음.
- 그러나 지금까지의 분석들은 국제적 호환성을 지닌 통화를 대상으로 하고 있어 구체적 호환성이 없는 통화에 대한 연구가 부족함.
- 기존의 모형으로 원화와 같이 국제적으로 호환성을 지니지 못하는 통화를 분석하는 것은 한계가 존재
- 이에 본 연구에서는 우리나라 실정에 맞는 ‘국제적 호환성이 없는 소국개방경제’모형을 발전시키고자 함.

■ 연구목적

- 국제적으로 통화정책의 변혁기를 맞으면서 소국개방경제의 환율 급변동 및 외환시장 불안이 우려되고 있으며 특히 한국은 두 번의 외환시장 위기상황을 경험한 바, 통화정책의 변화가 야기할 환율변화 및 외환시장에서의 영향을 사전적으로 분석하여 정책적 대응방안을 모색함.

■ 선행연구 현황 및 선행연구와 본연구의 차별성

구 분		선행연구와의 차별성		
		연구목적	연구방법	주요연구내용
주요선행연구	1	- 과제명: Monetary policy and exchange rate interactions in a small open economy - 연구재(연도): Hilde C. Bjornland	- 이론적 모형설정 - VAR	- 통화정책의 충격(원화 및 긴축 양방향)과 환율이 상호에게 미치는 영향분석

	(2008) - 연구목적: 통화정책의 충격과 환율의 상호작용분석		
2	- 과제명: The impact of monetary policy on the exchange rate: Evidence from three small open economies - 연구자(연도): Jeromin Zettelmeyer(2000) - 연구목적: 소국개방경제에서 통화정책이 환율에 미치는 영향 분석	- 통화정책 사례분석 - Regression	- 캐나다, 호주, 뉴질랜드에서 다양한 통화정책이 환율변화에 미치는 영향을 해당국에 맞는 모형을 통해 regression 분석
3	- 과제명: Monetary policy and exchange rate volatility in a small open economy - 연구자(연도): Gali & Monacelli(2005) - 연구목적: 소국개방경제의 통화정책과 환율변동성의 관계 분석	- Calvo sticky price model 이용 - 거시경제 모형 설정 - 충격-반응분석	- 통화정책과 환율의 변동성간의 관계를 분석하여 최적선택 및 차선의 정책조합방식 제시
4	- 과제명: Real interest rates, imbalances and the curse of regional safety asset providers at the zero lower bound - 연구자(연도): Gourinchas & Rey.(2016) - 연구목적: 유럽국가의 통화정책과 환율관계분석	- 통계분석 - VAR	- 국제안전통화를 발행하는 소국개방경제가 통화정책과 환율정책사이에서 정책적 딜레마분석
본 연구	- 과제명: 통화정책이 환율에 미치는 영향분석과 정책적 시사점: 국제통화 미보유국을 중심으로	- 문헌조사 - 패널분석 - VAR	- 소국개방경제와 기축통화국간의 통화정책이 환율에 미치는 차이를 분석 - 소국개방경제중에서도 신흥국과 안전통화국의 통화정책이 환율에 미치는 영향의 차이분석 - 환율에 대한 영향고려시 최적 통화정책 방향 모색

■ 주요 연구내용

통화정책과 환율의 관계

○ 통화정책과 환율의 관계에 대하여 일반적으로 알려진 주요 이론을 소개하되 다음과 같은 분류에 입각하여 그 상이점과 특징, 그 이유 등을 제시

- 일반이론에서 소개된 내용
- 소국개방경제의 경우 가지는 특수성과 특징
- 국제통화 보유국과 미보유국(신흥국)의 차이

통화정책이 환율에 미치는 영향 분석

- 통화정책이 환율에 미치는 영향을 상기에서 제시한 국가군별로 패널분석하여 일반적인 특징을 파악하여 제시
- 먼저 분석모형을 제시하고 국가군별로 모형의 차이를 설명한 후 주요국, 국제통화를 보유한 소국개방경제, 국제통화미보유 소국개방경제로 분류하여 분석
- 한국의 통화정책이 환율에 미치는 영향을 분석
 - 원/달러 환율을 중심으로 한국의 통화정책이 환율에 미친 영향을 분석하여 그 특징을 파악할 뿐만 아니라 한국의 경우 환율의 변동이 통화정책을 제한한 사례들도 있어서 환율이 통화정책에 미친 영향도 분석.
 - 한국의 경우 분석결과가 여타 국가들에서 나타난 특징과 부합하는 지, 그렇지 않은 점은 어떤 것인 지를 분석하여 한국의 통화정책과 환율간 관계를 파악하여 제시
- 정책적 시사점을 도출하여 제시

□ 목차 (잠정)

제1장. 서론

가. 연구배경과 목적

나. 기존 관련연구: 주요 내용과 연구방법론 소개

제2장. 통화정책과 환율의 관계

가. 주요 이론과 관련 모형

나. 주요국과 소국개방경제에서 통화정책과 환율관계의 차이

다. 소국개방경제내에서 국제통화보유국가과 미보유국의 차이

제3장. 통화정책의 환율에 대한 영향 분석

가. 분석모형 및 방법론

나. 주요국(미, EURO지역, 일본)의 경우

다. 국제통화 보유한 소국개방경제의 경우

라. 국제통화 미보유 소국개방경제의 경우

마. 소결

제4장. 한국의 통화정책이 환율에 미치는 영향분석

가. 분석 모형 및 방법론

나. 통화정책의 방향성(확대 혹은 긴축)에 따른 영향분석

다. 환율이 통화정책에 미치는 영향

라. 여타국과의 비교분석

마. 소결

제5장. 정책적 시사점

가. 미국의 금리인상기 소국개방경제의 합리적 통화정책 방향

나. 금리인상기 한국의 통화정책 및 환율정책 방향

다. 통화정책 및 외환정책의 중장기적 방향

라. 미국과의 환율갈등 등 대외정책에 관한 시사점

제5장. 요약 및 결론

■ 연구추진방법

□ 문헌연구

- 통화정책이 환율에 미치는 영향에 대하여 일반적인 문헌중심으로 알려져 있으므로 소국개방경제 및 국제통화 미보유국에 관한 주요 문헌을 종합적으로 정리하여 소개

□ 계량분석

- 패널분석을 통해 국가군별로 통화정책과 환율의 관계 분석
- VAR 및 여타 통계적 분석으로 한국의 통화정책이 환율에 미치는 영향분석

□ 국제비교분석

- 국가군별로 국제비교, 한국과 다른 나라와의 비교분석으로 유사점과 차이점 파악하여 제시

□ 해외현지조사

- 현지 동향 파악 및 관련 연구자 면담을 위하여 미국 워싱턴과 프랑스 파리 방문

■ 연구 추진일정

연구내용	추진일정	2018년도											
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
○ 자료 조사 및 연구계획													
○ 연구계획심의회													
○ 전문가간담회													
○ 연구중간심의회													
○ 국외출장													
○ 연구결과심의회													
○ 최종보고서 작성													

■ 경제인문사회연구회 표준분류체계

대분류	B 경제	중분류	B4 금융
-----	------	-----	-------

■ 주제어

한글 (영문)	환율제도 (exchange rate)	통화정책 (monetary policy)	금리변동 (interest rate)	국제통화 (international currency)	호환성 (convertibility)
------------	-------------------------	---------------------------	-------------------------	----------------------------------	-------------------------

■ 관련부처 및 국정과제 관련성

정책수요처(정부, 기관 등)

관련부처	주요 관련성
기획재정부	○ 금리 인상기 거시정책의 안정성 관리 ○ 금리 인상기 환율정책의 방향
금융위원회	○ 금리 인상기 금융시장의 안정성 관리 ○ 금리 인상기 국제자본이동의 증가로 인한 금융시장 변동성 관리
한국은행	○ 금리 인상기 국내 유동성 관리 ○ 금리 인상기 외환시장의 유동성 관리

국정과제 관련성

목표	전략		국정과제	
	코드	명	코드	명
5	3	국제협력을 주도하는 당당한 외교	100	보호무역주의 대응 및 전략적 경제협력 강화

■ 기대효과

□ 예상되는 정책적 기여도

- 통화정책의 변화기에 발생할 수 있는 환율불안 및 외환시장 리스크에 대응하기 위한 정책방안을 모색하는데 기여하며 통화정책과 환율정책의 조화를 위한 정책적 시사점을 도출 할 수 있을 것으로 기대

□ 예상되는 학술적 기여도

- 통화정책이 환율에 미치는 영향을 주요국중심으로 설명해왔으나 소국개방경제와 신흥국으로 그 이론적, 경험적 연구의 지평을 확대하는 데 기여할 것으로 기대

■ 연구기간

연구년차	(1/1년차)	연구기간	10 개월	시작일	2018.02.01.	종료일	2018.11.30.
------	---------	------	-------	-----	-------------	-----	-------------

■ 연구예산(천원)

구분	내용	금액
합계		50,000
1. 사업인건비	◦ 해당사항 없음	-
2. 공공요금	◦ 우편요금(DM 발송비 포함) 200×10월=2,000 ◦ 통신요금 50×10월=500	2,500
3. 수용비	◦ 소모품 등 구입비 - 전산소모품, 사무용품 및 회의용품비 등 100×10월=1,000 ◦ 인쇄 및 출판비 - 보고서 인쇄비 6×500부=3,000 - 자료 복사비 60×10월=600 ◦ 간행물구입비 100×10월=1,000 ◦ 기타 수용비 - 운송료, 주차료 등 (100×10월)+50=1,050	6,650
4. 연구기자재 및 임차료	◦ 장비임차료 - 전산장비(프린터기, 복사기 등 복합기) 200×10월=2,000	2,000
5. 여비	◦ 국내여비(서울특별시 등) (100×2인)×5회=1,000 ◦ 국외여비 - 미국(워싱턴) ▪ 항공료(Economy) (2,947×1인)×1회=2,950 ▪ 숙박비(가급지, 1호 라목) [(\$223×3박×1인)×1회]×1.13=760 ▪ 일·식비(가급지, 1호 라목) [(\$142×5일×1인)×1회]×1.13=800	10,600

■ 연구예산(천원)

구분	내용	금액
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 준비금(여행자보험료 등) (75×1인)×1회=75 - 프랑스(파리) <ul style="list-style-type: none"> ▪ 항공료(Economy) (2,221×1인)×1회=2,220 ▪ 숙박비(가급지, 1호 라목) [(\$223×4박×1인)×1회]×1.13=1,010 ▪ 일·식비(가급지, 1호 라목) [(\$142×6일×1인)×1회]×1.13=960 ▪ 준비금(여행자보험료 등) (75×1인)×1회=75 ◦ 초청비 <ul style="list-style-type: none"> - 지방참석자 교통비(연구심의회 관련) (50×3인)×3회=450 ◦ 시내출장 (20×3인)×5회=300 	
6. 연구정보활동비	<ul style="list-style-type: none"> ◦ 연구자료구입비 <ul style="list-style-type: none"> - 문헌자료구입비 670×10월=6,700 ◦ 특근매식비 (6×2인×10회)×10월=1,200 	7,900
7. 전문가활용비	<ul style="list-style-type: none"> ◦ 회의참석 사례비 <ul style="list-style-type: none"> - 발표비(전문가초청간담회) (300×1인)×4회=1,200 - 토론비(전문가초청간담회) (100×3인)×4회=1,200 ◦ 연구 및 회의 관련 <ul style="list-style-type: none"> - 심의비(연구심의회) (250×3인)×3회=2,250 ◦ 기타 <ul style="list-style-type: none"> - 교정료 500×1회=500 - 검독료 (200×5인)×1회=1,000 	6,150
8. 회의비	<ul style="list-style-type: none"> ◦ 회의비 <ul style="list-style-type: none"> - 간담회의비 [(30×5인)×1회]×10월=1,500 - 연구추진회의비 [(30×5인)×2회]×10월=3,000 - 연구심의회비 (30×10인)×3회=900 ◦ 학술회의비 <ul style="list-style-type: none"> - 전문가초청간담회의비 (30×15인)×4회=1,800 	7,200
9. 외부용역비 및 부담금	<ul style="list-style-type: none"> ◦ 위탁연구비 <ul style="list-style-type: none"> - 공동연구(통화정책 실증분석) 7,000×1건=7,000 	7,000

※ 국외출장(사업계획서 내 국외 출장 관련 내용 추가 정리)

출장지(방문기관)	미국 워싱턴(IMF)
출장목적	현지 동향 파악
출장자(역할)	윤덕룡 선임연구위원(동향파악)

출장지(방문기관)	프랑스 파리(OECD)
출장목적	관련 연구자 면담
출장자(역할)	윤덕룡 선임연구위원(연구자 면담)

※ 외부용역 및 부담금(사업계획서 내 외부용역 및 부담금 관련 내용 추가 정리)

주요내용	통화정책 실증분석
대상기관	서울대학교 김소영 교수