

외환위기 이후 통화정책과 환율정책의 방향

박대근* · 왕윤종**

<요 약>

외환위기를 극복하는 과정에서 통화정책의 기본적인 운용체제가 통화량 중간목표제도로부터 물가안정목표제도로 변경되었으며, 환율제도도 관리 변동환율제에서 자유변동환율제도로 전환되었다. 이와 같은 변동환율제와 물가안정목표제의 채택은 선진국뿐만 아니라 신흥시장국가에 있어서도 하나의 추세가 되고 있다. 본고에서는 통화·환율정책에서의 변화가 우리 경제가 처한 새로운 환경에 적절한 것인지를 논의하고, 이를 바탕으로 향후 바람직한 통화·환율정책의 방향을 제시하고자 한다.

개방경제체제 하에서 우리 경제의 바람직한 통화·환율정책 정립을 위한 과제를 제시하면 다음과 같다. 첫째, 일단 도입된 물가안정목표제도의 정착을 위해 물가예측치 중간목표제와 같이 운용목표의 선정과정에 있어서 투명성을 높일 수 있는 제도도입을 검토할 필요가 있다. 둘째, 자유변동환율제도 하에서 환율은 시장에 의해 결정되어야 하며 정책당국의 인위적 외환시장개입은 균형환율수준으로부터 지속적인 이탈 등 “매우 특별한” 경우를 제외하고는 철저히 배제되어야 한다. 셋째, 통화안정증권의 발행잔고가 지나치게 늘어난 결과 통화안정증권의 이자지급 자체가 통화증발요인이 되고 있다. 정상적인 통화정책의 기반을 마련하기 위해서는 총액한도대출, 외환시장개입, 정부의 한은 차입 등 본원통화의 증발요인을 축소시키고, 궁극적으로는 국채를 공개시장조작의 주된 수단으로 이용해야 한다.

핵심주제어 : 통화정책, 환율정책, 물가안정목표제, 자유변동환율제

JEL 분류기준 : E50, E52, F31

* 한양대학교 경제금융대학 교수(Tel: 02-2290-1033, E-mail: parkdk@hanyang.ac.kr)

** 대외경제정책연구원 선임연구위원(Tel: 02-3460-1124, E-mail: yjwang@kiep.go.kr)

I. 서론

외환위기의 파고가 아시아 지역을 휩쓸고 지나간 지도 벌써 상당한 기간이 경과했다. 외환위기를 극복하는 과정에서 우리 경제에는 많은 제도적 변화가 발생하였다. 위기의 주된 원인이 금융과 외환부문에 있었던 만큼 당연히 국내외 금융부문에 있어서 괄목할 만한 제도개선이 추진되었다. 통화정책과 환율정책도 예외는 아니었다. 통화정책의 기본적인 운용체제가 통화량 중간목표제도로부터 물가안정목표제도로 변경되었으며, 환율제도도 관리변동환율제에서 자유변동환율제도로 전환되는 등 통화 및 환율정책의 기본골격에 중요한 변화가 있었다. 이와 같은 변화는 우리 나라에만 특유한 것은 아니다. 변동환율제도와 물가안정목표제도의 채택은 선진국뿐만 아니라 신흥시장국가에 있어서도 하나의 추세가 되고 있다. 특히 1990년대 아시아 및 중남미 외환위기 이후 이와 같은 추세는 더욱 강해지고 있다.¹⁾

본 고에서는 통화정책과 환율정책에서의 변화가 과연 새로운 경제환경에 적절한지를 논의하고, 이를 바탕으로 향후 바람직한 통화정책과 환율정책의 방향을 제시해 보고자 한다. 본 고에서 통화정책과 환율정책을 함께 논의하는 이유는 경제의 개방화가 진전되고 자본의 국제이동성이 높아짐에 따라 이 두 정책이 서로 불가분의 관계를 가지기 때문이다. 그 근본적 이유는 자본의 자유로운 국제이동성, 고정환율, 그리고 독자적 통화정책의 세 가지는 동시에 추구될 수 없다는 소위 불가능한 삼위일체(impossible trinity)에 근거하고 있다. 즉, 자본의 자유로운 국제이동을 허용한 소국 개방경제가 고정환율제도를 채택하기를 원한다면 통화정책을 경기안정과 같은 목적으로 사용할 수 없고 오로지 환율고정을 위해서만 사용해야 하며, 반대로 통화정책을 국내경제 상황을 고려하여 독자적으로 사용하기를 원한다면 고정환율제도를 포기해야 한다는 것이다.

이와 같은 원리를 감안한다면 자본시장이 완전히 개방된 경제에서 고정환율제도

1) 영국, 캐나다, 스웨덴, 스위스, 호주, 뉴질랜드 등 선진국과 브라질, 칠레, 체코, 이스라엘, 남아공, 폴란드, 콜롬비아, 태국, 멕시코, 필리핀, 한국 등 신흥시장국가들이 공식적으로는 물가안정목표제도를 도입하고 있다. 그러나 실제 물가안정목표제도의 운용에 있어서는 많은 차이를 보이고 있다 (Eichengreen, 2001, p.8).

의 채택은 환율정책인 동시에 통화정책이라 해도 과언이 아니다. 자유변동환율제도를 채택할 경우 환율에 대한 고려를 하지 않고 독립적으로 통화정책을 시행할 수 있다는 점에서는 변동환율제도 역시 환율정책이자 통화정책의 선택이라고 할 수도 있다.²⁾ 이에 따라 본 고에서는 우리 나라가 선택한 통화·환율정책인 물가안정목표제와 변동환율제를 중심으로 그 타당성과 개선방향에 대해 논의하고자 한다.

본 논문은 다음의 내용으로 구성된다. 제Ⅱ절에서는 외환위기 이후 한국의 통화정책과 외환정책에서 발생한 주요 변화를 소개한다. 제Ⅲ절에서는 이와 같은 변화가 과연 개방화된 신흥시장국가인 한국 경제에 있어서 적절한 선택인지를 분석해 본다. 제Ⅳ절에서는 이를 토대로 향후의 바람직한 통화정책과 외환정책의 방향을 제시해 보며, 제Ⅴ절에서는 본 고의 결론을 제시한다.

Ⅱ. 외환위기 이후 한국의 통화정책과 환율정책 변화

1. 외환위기 이후 통화정책의 변화

외환위기 이후 통화정책에 있어서 가장 중요한 변화는 통화정책 목표의 변화라고 할 수 있다. 즉, 1997년 12월 개정되고 이듬해 4월부터 시행된 한국은행법 제1조 및 제6조는 물가안정을 통화정책의 가장 중요한 목표로 천명하고 있는데 이는 물가안정목표제도(인플레이션 타게팅: *inflation targeting*)의 채택을 의미한다.³⁾ 이에 따라 한국은행은 매년 정부와의 협의 하에 물가안정목표를 포함하는 통화정책운용

2) 물론 자유변동환율제도의 채택이 물가안정목표제도를 반드시 동반하는 것은 아니다. 일찍부터 자유변동환율제도를 채택하고 있는 미국과 일본은 아직도 물가안정목표제도를 공식적으로 도입하고 있지 않다.

3) 개정 이전의 한국은행법에 따르면 통화정책의 목표로 통화가치의 안정과 국내신용제도의 건전화라는 두 가지 목표가 설정되어 있다. 그러나 개정된 한국은행법에서는 물가안정을 단일의 목적으로 분명히 하고 있다. 통화가치의 안정은 물가안정을 포함하여 원화가치의 대외적 안정을 의미할 수 있다는 점에서 모호한 측면이 많았다고 할 수 있다. 다만 외환위기 이전 우리 나라는 변동환율제도를 채택하고 있었기 때문에 환율타게팅이 아닌 통화타게팅 제도를 운용하고 있었다.

계획을 수립·공표 한다. 2002년도 물가안정목표는 근원인플레이션을 기준으로 연평균 $3.0\% \pm 1\%$ 로 정해졌다.

통화정책의 목표뿐만 아니라 운용체제에 있어서도 중요한 변화가 있었다. 한국은행은 물가안정목표제도를 도입한 이후에도 계속해서 통화량을 중심으로 하는 통화량 중간목표전략을 택하고 있었으나, 2001년 중간목표로 활용해 오던 M3를 감시지표(*monitoring indicator*)로 전환시켰다. 2002년의 M3의 감시범위는 $8\% \sim 12\%$ 로 비교적 넓게 설정되었다. 이는 통화정책 운용체제가 중간목표 없이 콜금리를 운용목표로 하여 연간 물가목표의 달성을 위해 관련된 정보변수를 활용하여 콜금리를 결정하는 순수한 물가안정목표제도로 이행하였음을 의미한다.

이처럼 통화량 중간목표전략을 포기한 이유는 정보변수전략을 주로 이용하는 물가안정목표제도의 도입이 그 직접적인 원인이 되겠지만 1980년대 이후 금융혁신과 금융자유화로 인해 금융자산간의 이동성이 증대되어 통화총량 변수의 변동성이 높아졌으며, 이로 인해 통화총량과 실물부문간의 관계도 불안정하게 됨에 따라 통화량 중간목표에 바탕을 둔 통화정책의 유효성이 낮아졌기 때문이다.⁴⁾ <그림 1>에서 보듯이 M2와 M3 등 통화총량변수들의 안정성이 낮아졌으며, 1990년대 후반에 들어서서는 M2와 M3간의 관계도 매우 불안정하게 되었다. 이와 같은 통화총량의 변동성 증가와 주요 거시경제변수와의 안정적 관계상실에 따라 통화량 중간목표의 중심지표도 1970년대부터 사용해 오던 M2에서 MCT로 변경된 후, M3로 점차 확대되었으나 결국은 통화량 중간목표제도를 포기하기에 이른 것이다.

통화량 중간목표제도는 포기되었지만, M3 통화량을 감시지표로 사용함으로써 여타 정보변수에 비해서는 여전히 보다 중요한 역할을 부여하고 있다. 한편 통화량 지표의 문제점을 개선하기 위해 종래 금융기관 위주로 정의되던 통화량의 정의를 금융상품의 기능을 중심으로 재편하여 신M1과 신M2라는 새로운 지표를 개발하여 사용하고 있다. 통화정책의 운용목표도 본원통화를 중심으로 하였다가 역시 통화량

4) 장민·함정호(2000)는 M2와 M3 통화지표의 국민소득과 물가에 대한 설명력이 1980년대에 비해 1990년대에 대체로 약화되었고, 주요 경제지표에 대한 파급시차 및 파급경로에도 상당한 변화가 발생하였으며, 통화량의 내생화가 진전되고 있는 점을 들어 이들 통화지표의 통화정책 중간목표로서의 유용성이 현저히 저하되었다는 결론을 내리고 있다.

지표의 변동성과 실물부문과의 안정적 관계 상실을 반영하여 콜금리 중심으로 이전하였다.

한편 물가안정을 통화정책의 최우선으로 하면서도 금융안정 역시 통화정책의 중요한 목표로 자리잡고 있다. 흔히 물가안정과 금융안정간에는 상호 마찰의 소지가 있는 것으로 지적되고 있다. 이는 금융시장이 불안해질 때마다 중앙은행이 시중 유동성을 공급하게 되면 자칫 물가안정을 해칠 가능성이 있기 때문이다. 그러나 물가안정기조의 유지 없이 금융안정을 기대할 수 없음에 대해서는 많은 학자들이 동의하고 있다. 이러한 점에서 우리 나라 통화정책은 기본적으로 물가안정을 목표로 하면서도 보완적으로 금융시장의 안정을 추구하는 유연한 물가안정목표제도로 평가될 수 있다.

일례로 금융구조조정 과정에서 발생할 수 있는 금융시장의 잠재적 불안요인에 신속히 대처하기 위해 2000년 6월부터 유동성조절 대출제도를 도입하였다. 이 제도는 일시적으로 유동성 부족에 처한 은행이 차입을 신청하는 경우 신속하게 지원함으로써 금융시장의 안정을 도모하기 위한 것이다. 이에 더하여 구조조정 추진과정에서 기업들이 자금조달에 어려움을 겪지 않도록 하기 위해 총액대출한도가 다섯 차례에 걸쳐 11.6조원으로 증액되었다.⁵⁾

한편 금융감독원의 출범에 따라 은행감독원과 증권감독원, 보험감독원 및 신용관리기금 등으로 분산되어 있던 금융기관에 대한 감독기능이 통합 금융감독원의 출범으로 일원화되었다. 한국은행 내부기관인 은행감독원을 통해 수행되던 은행에 대한 감독기능도 금융감독원으로 이관되었다. 그러나 주로 금융시장을 통해 수행되는 통화정책의 특성상 금융시장과 금융기관에 대한 적시 정보가 필요하고, 금융위기 시 최종대부자(lender of last resort)로서의 기능을 효과적으로 수행하기 위해 한국은행은 자료제출 요구권과 공동검사 요구권 등의 간접적이고 제한적인 감독권한을 부여받고 있다.

5) 외환위기 이후 총액대출한도는 97년 12월 3.6조원으로부터 4.6조원으로, 98년 3월 5.6조원, 98년 9월 7.6조원, 2001년 1월 9.6조원, 2001년 9월 11.6조원으로 총 다섯 차례에 걸쳐 8조원이 증액되었다.

2. 외환위기 이후 환율정책의 변화

우리 나라는 1990년 3월부터 외환수급에 의해 환율이 결정되는 시장평균환율제도를 도입하여 종전의 복수통화바스켓제도하에서 정책당국이 환율을 결정하는 방식으로부터 벗어났다. 이후 외환위기가 발생하기 직전까지 점진적으로 자본자유화가 추진되면서 환율결정에 있어서 정책당국의 개입보다는 시장의 힘이 중요해졌다. 그러나 제한적인 자본자유화에도 불구하고 느슨한 금융감독체제와 대외채무관리의 실패는 태국 발 외환위기로부터 우리 나라를 보호할 수 없었다. 시장평균환율제도하에서 인위적으로 제한하였던 환율의 일일 허용변동폭으로는 폭등하는 환율을 감당할 수 없었기 때문에 우리 나라는 1997년 12월 자유변동환율제도로 전환하기에 이른다. 환율의 일일 허용변동폭에 대한 제한을 철폐함은 물론이고 정부의 인위적인 외환시장 개입은 적어도 명목상으로 사라지게 되었다.

IMF로부터 긴급자금지원을 받게 된 우리 나라는 외환시장의 안정을 단기적인 최우선의 정책목표로 설정하고 부족한 외환을 확보하기 위해 자본시장을 대폭적으로 개방하였다. 이후 초기 긴축적 거시경제정책 대응에 대한 많은 논란에도 불구하고 외환시장은 점차 안정을 찾게 되었고, 환율정책도 중기적 관점에서 보강되기에 이른다. 즉 자본시장개방과 자유변동환율제도 하에서 안정적인 거시경제운용을 위해서는 선진화된 외환시장의 하부구조 구축이 필수적이다. 1999년 4월과 2000년 말에 각각 추진된 외환자유화 방안은 외환제도를 국제적 수준으로 제고하기 위한 노력의 일환으로 볼 수 있다.

제1단계 외환거래 자유화조치는 기업·금융기관의 대외영업활동 관련 외환거래를 자유화함과 동시에 자유변동환율제도의 도입에 따른 환위험을 헤지 할 수 있는 제도적 기반을 보장하는 것을 주요 내용으로 하고 있다. 기업은 회사신용을 기반으로 외자를 자유롭게 빌릴 수 있게 되었으며, 수출입과 대외서비스 거래시 외환결제 절차가 훨씬 간편해졌다. 다만 정부는 무분별한 외화차입을 억제하기 위해 재무구조가 건실한 기업에 한하여 단기외화차입을 허용하기로 하였다. 한편 선물환거래의 실수요원칙이 폐지되면서 자유로운 선물환거래가 허용되었으며 통화선물시장도 도입되었다.

제2단계 외환거래 자유화조치는 개인의 외환거래 등에 관한 잔존 규제를 폐지하는 것을 주요 내용으로 하고 있다. 다만 외국환거래법의 일몰조항을 일부 개정하여 외환시장 안정에 필요한 핵심적인 사항을 유보하였다. 즉 불법적 외환거래에 대한 제재 근거를 유지하기 위한 “대외채권회수 의무제도”를 유지하고, 헤지펀드 등 대규모 투기적 공격을 차단하기 위한 목적으로 비거주자의 원화차입을 제한하고, 외채관리 및 기업의 외환건전성을 제고하기 위해 재무구조가 불량한 기업의 해외단기차입 거래에 대한 제한을 계속 유지해 가기로 하였다. 또한 외환자유화에 따른 불법적인 자금세탁을 방지하기 위해 금융정보분석기구의 설립을 준비하였다.⁶⁾

외환위기로 급격히 위축되었던 우리 나라 외환시장은 두 차례에 걸친 외환거래 자유화조치에 힘입어 점차 일 평균 거래규모가 확대 추세에 있다. 그러나 아직 실물부문에 비해 외환거래 규모가 선진국 수준에 이르지 못하고 있다. 이는 국내 금융기관의 국제금융업무의 역량 부족, 단기 금융시장의 미발달, 제한된 시장참여자들 외환시장이 아직까지 질적으로 충분히 심화·확대되지 못하고 있음을 반증하는 것이다. 외환위기 이후 시장평균환율제도에서 자유변동환율제도로 전환함에 따라 원/달러 환율의 변동성은 크게 증가하였으며, 이러한 환율변동 요인이 국내경제의 펀더멘털 변화와 같은 국내요인보다는 엔/달러 환율변동, 선진국 금리변화, 미국주가변동 등과 같은 해외요인에 의해 크게 영향을 받고 있다.⁷⁾ 국내 외환시장이 해외요인에 의해 크게 영향을 받고 있는 점은 자본자유화의 결과 국내 금융시장이 해외시장과 연계성이 높아졌기 때문이다. 그러나 우리 나라 외환시장 참여자의 거래행태를 분석한 연구 결과에 따르면 외환거래가 단기의 현물환거래에 집중되어 있으며, 펀더멘털보다는 군집행태에 편승하는 경우가 아직까지 일반화되어 있는 것으로 나타나고 있다. 즉 우리 나라 외환시장에서 노이즈 거래가 광범위하게 관찰되

6) 선진국들의 경우 자본과 외환자유화를 추진함과 동시에 범죄적 자금세탁을 방지하기 위해 금융정보기구를 설립하고 국제적 공조체제 구축에 많은 노력을 기울여 왔다. 우리 나라는 2000년 말 제2단계 외환자유화의 시행과 동시에 동 기구의 출범을 도모하였으나, 관련 법안의 국회의결이 지연됨에 따라 2001년 11월 28일에야 재정경제부 산하에 「금융정보분석원」이 출범하게 되었다.

7) 외환위기 이후 원/달러 환율의 변동성에 관한 연구로는 김정식(2001), 박해식(2001) 등을 참조하기 바람.

고 있다(안창모, 이응백, 서의훈, 2002). 이는 우리 나라 외환시장이 자본시장개방과 자유변동환율제도를 채택한 이후에도 아직 거래규모가 상대적으로 작고 선물환 시장이나 파생금융상품시장이 발달하지 않아 외환시장이 수급불균형을 적절히 소화해 내지 못하고 있음을 시사한다.

이러한 인식을 반영하여 정부는 금년 4월 『외환시장 중장기 발전방향』을 제시하기에 이른다. 동 방안은 향후 10년을 3단계로 구분하여 외환제도의 선진화, 외환시장의 경쟁촉진 등 시장의 깊이와 폭을 심화·확대하는 것을 골자로 하고 있다. 그러나 한가지 주목해야 할 점은 동 방안이 국내 외환시장의 선진화에 그치지 않고 한 걸음 더 나아가 동아시아 국제금융의 주요 중추로서 21세기 우리 나라가 동북아 비즈니스의 중심국가로 도약하는 발판을 마련하겠다는 비전에 기초하고 있다는 사실이다. 이러한 비전의 실현 여부를 떠나서 단계적으로 외환시장을 포함하여 금융인프라를 구축하여 금융선진화를 도모하는 것은 매우 바람직한 방향의 설정이라고 볼 수 있다. 3단계가 완료되는 2011년 시점에는 유사시 안전장치를 제외하고는 외환제도가 사실상 자유화되고, 원화의 국제화도 추진되어 명실상부하게 우리 나라는 신흥시장경제로부터 졸업하게 된다.⁸⁾

Ⅲ. 개방화된 신흥시장국가의 환율정책과 통화정책 선택

1. 환율제도의 선택

제 I 절에서 논의하였듯이 자본자유화가 진전되고 경제의 개방화가 이루어진 소국 개방경제에 있어서의 통화정책에 관한 논의는 환율정책의 선택과 불가분의 관계를 가진다. 따라서, 통화정책을 논의하기에 앞서서 환율제도의 선택에 대해 논의하고자 한다.

8) 원화 국제화의 핵심은 우리 나라 기업과 금융기관이 원화로 해외에서 차입할 수 있는지의 여부에 달려 있다. 즉 신흥시장국가들이 자국통화로 해외에서 차입할 수 없는 원죄(original sin)를 극복하게 될 때 비로소 금융 및 외환부문의 선진화가 달성되었다고 할 수 있다.

1990년대 아시아와 중남미 국가들이 외환위기를 겪으면서 신흥시장국가의 환율제도 선택은 중요한 정책 관심사로 부각되었다. 특히 높은 변동성을 가진 국제자본이동의 현실에서 신흥시장국가들이 국내 경제와 금융시장의 안정을 적절한 환율제도의 선택을 통해 달성할 수 있는가의 문제를 둘러싸고 아직도 많은 논쟁이 진행 중이다. 외환위기를 겪은 아시아와 중남미 국가들이 대개 고정환율제도나 관리변동환율제도를 채택하고 있었다는 점에서 이들의 외환위기 경험은 조정 가능한 고정환율제도(fixed but adjustable peg) 또는 부드러운 고정환율제도(soft peg)라고 불리는 어정쩡한 환율관리는 쉽게 투기적 공격의 대상이 됨을 보여 주었다. 이에 따라 외환위기 이후 신흥시장국가들은 아예 강력한 고정환율제도(hard peg)를 택하거나 환율의 보다 자유로운 변동을 허용하는 소위 양극화 현상이 나타나고 있다.

확고한 고정환율제도로는 홍콩 등이 채택하고 있는 통화 위원회제도(currency board system), 파나마, 에콰도르 등에서와 같이 자국통화를 포기하고 달러를 채택하는 달러라이제이션(dollarization), 유로와 같은 단일통화지역의 결성 등을 들 수 있다. 단일의 세계통화를 창출하는 것이 현실적으로 거의 불가능하다고 할 때 국제적으로 신뢰도를 확보하고 있는 통화에 자국통화를 “제도적”으로 연계시키거나 아예 자국통화를 포기하고 달러, 유로 등 국제통화를 채택하는 것이 개별 국가의 입장에서 하나의 대안이 될 수 있다. 만약 인접 국가들이 정치적 의지를 결집시킬 수 있다면 유로의 출범과 같은 통화동맹의 출현도 가능할 수 있다. 그러나 이러한 확고한 고정환율제도 역시 여러 가지 문제점을 지니고 있으며, 경우에 따라서는 고정환율제도의 장점을 발휘하는 데 필요한 일정한 전제조건을 충족시키기 어렵다는 점에서 회의적 시각도 팽배하다.

우선 통화위원회, 달러라이제이션, 단일통화지역의 결성 등은 공통적으로 통화주권의 포기를 의미하며 이에 따라 중앙은행은 통화정책의 독립성을 상실할 뿐만 아니라 금융위기가 발생할 경우 최종대부자로서의 역할을 제대로 수행할 수 없게 된다. 유로와 같이 정치적 결속의 과정과 제도적 장치의 뒷받침 없이 단일통화를 채택하는 것은 우리 나라를 포함한 동아시아의 현 여건을 고려할 때 완전히 불가능한 것이라고 단정지을 수는 없지만 매우 요원한 과제임에 분명하다. 그렇다면 개별 국가의 입장에서 통화위원회와 달러라이제이션이 과연 현실적인 대안이 될 수 있

을 것인가? 우선 1991년 4월 통화발행의 자율성을 포기하면서 통화위원회제도를 채택한 아르헨티나의 경험을 살펴보자.

Dornbusch(2001)는 초인플레이션을 경험하고 있었던 아르헨티나가 통화위원회제도의 채택 이후 1990년대 물가안정과 고도성장을 동시에 달성할 수 있었다는 점에서 성공적이었다고 평가하고 있다. 그는 최근 아르헨티나의 경제파탄을 통화위원회제도의 탓으로 돌리는 것은 문제의 본질을 잘못 보고 있는 것이라고 언급하고 있다. 즉 아르헨티나 사태는 근본적으로 재정위기에서 비롯된 것이고 매우 비협조적인 노동조합이 모든 구조조정과 기업설비투자를 지연시킴에 따라 산업설비가 노후화하고 생산기반을 약화시켜왔다는 점을 지적하고 있다.

그러나 통화위원회제도는 근본적으로 신뢰성을 상실할 경우 유지되기가 어렵다는 점에 주의를 기울여야 할 것이다. 독립적이고 재량적인 통화정책의 신뢰성 상실로 인하여 통화위원회제도를 채택한 것과 동일한 이유로 불건전한 거시경제정책 및 거시경제적 충격에 대한 조정능력의 상실로 인하여 국제금융시장에서 신뢰를 잃게 되면 통화위원회제도는 더 이상 유지되기가 어렵다. 신뢰성이 저하된 상태에서는 투기적 공격으로부터 고정환율을 유지하기 위해 치러야 할 경제적 비용이 지나치게 높아지기 때문이다. 또한 통화위원회제도와 같은 고정환율제도는 명목임금이 경직적인 상태에서 교역조건 악화나 경쟁국의 평가절하 등 해외충격이 발생할 경우 이에 신속히 대응할 수 있는 메커니즘이 결여되어 경상수지 적자, 경기침체 등이 장기화될 가능성이 높다. 이 경우 국제금융시장에서의 신인도가 낮은 신흥시장국가들은 투자자들의 투자자금회수에 따른 유동성 외환위기에 직면할 수도 있다.

고정환율제도에 대한 비판론자들은 최근 외환위기의 경험으로부터 신흥시장국가들로 하여금 보다 자유로운 환율변동을 허용하는 방향으로 환율제도를 개혁해야 한다고 주장한다. 뿐만 아니라 환율제도와 함께 어떤 통화정책을 택하는지도 중요하다라는 점에서 변동환율제도를 채택함과 동시에 명목 닷(nominal anchor)를 제공하는 방안으로 물가안정목표제도에 대한 국제사회의 관심이 제고되고 있다. 우선 변동환율제도를 지지하는 이들은 환율경직성이 위기의 원인을 제공하였고, 이러한 환율경직성이 환율에 대한 도덕적 헤이의 문제를 야기 시켜 단기자본 유입을 부추겼다는 주장을 편다.⁹⁾ 즉 환율경직성으로 인하여 환위험에 대한 충분한 고려 없이

외화차입이 증가되어 그 결과 환율변동에 따른 금융취약성이 증폭되었다는 것이다. 따라서 자본이동이 자유로운 상황에서 통화정책의 독립성을 유지하면서 선택될 수 있는 대안은 변동환율제도이며, 환율변동성이 초래하는 비용은 금융시장의 발전을 통해 해결해 나가야 한다는 입장이 제시되고 있다.

물론 외환위기 이후 상당수의 신흥시장국가들이 자유변동환율제도를 도입하고 있다는 점은 변동환율제도의 지지자들에게 고무적인 현상이 아닐 수 없을 것이다. 그러나 이점에 대해서 Calvo and Reinhart(2002)는 외환위기를 경험한 국가들이 명목상으로 변동환율제도로 이행한 것으로 보이지만 실제 환율의 움직임은 신뢰성을 상실한 고정환율제도에서의 환율 움직임과 유사하다는 점을 지적하고 있다.¹⁰⁾ 이들은 많은 신흥시장국가들이 환율의 변동성이 심할 경우 발생할 수 있는 환손실과 이로 인한 대외신인도의 저하, 국내 물가상승, 수출경쟁력 약화와 경상수지 악화 등을 염려하여 “자유변동에 대한 두려움(fear of floating)”을 갖고 있다고 설명하고 있다. 이들은 이 경우 투기적 공격이 대상이 될 수 있기 때문에, 차라리 확실한 고정환율(hard peg)를 선택할 것을 권장하고 있다.

Eichengreen(2002)은 Calvo and Reinhart(2002), McKinnon(2001) 등의 주장에 대해 외환위기를 전후로 한 환율, 외환보유고, 이자율의 상대적 변동성을 지표로 비교하면서 홍콩, 말레이시아와 같이 고정환율제도를 채택하고 있는 국가들과는 달리 태국, 한국, 인도네시아 등은 외환위기 이후 환율변동성을 용인하는 방향으로 나아가고 있다고 지적하고 있다(<표 1> 참조). 특히 외환위기 이후 한국은 일본을 포함한 동아시아 국가에서 외환보유고의 변동성 대비 환율변동성이 가장 큰 국가로 기록되고 있다. 이는 한국의 경우 외환보유고의 높은 증가세에도 불구하고 외환보유고가 환율안정을 위한 외환시장개입의 결과였다고 해석되는 것은 많은 오류를 지닐 수 있다는 점을 시사하고 있다. 즉 Eichengreen은 한국을 비롯하여 많은 수의 동아시아 국가들이 환율변동성에 적응해 가고 있는 것으로 보고 있다.

9) Eichengreen and Hausman(1999) 참조.

10) McKinnon(2001)은 동아시아 국가들이 외환위기 이후에도 여전히 대미 달러에 대해 환율 변동성을 용인하지 않고 있다고 지적하면서 달러본위제도의 도입을 주장하고 있다.

<표 1> 외환위기를 전후로 한 동아시아 국가의 환율, 외환보유고, 이자율의 변동성 비교

국 명	외환위기 이전		외환위기 이후	
	환율변동/ 보유고변동	환율변동/ 이자율변동	환율변동/ 보유고변동	환율변동/ 이자율변동
홍 콩	0.020	0.007	0.001	0.002
말레이시아	0.294	0.072	0.010	0.005
태 국	0.130	0.016	0.820	0.099
인도네시아	0.194	0.058	0.339	0.302
한 국	0.294	0.137	1.310	0.750
필 리 핀	0.078	0.037	0.135	0.133
대 만	0.587	0.155	0.968	0.303
싱가포르	0.886	0.052	0.069	0.065
일 본	1.304	0.338	1.153	0.025
호 주	0.242	0.928	0.347	1.069
뉴질랜드	0.158	0.380	0.189	1.251

자료 : Eichengreen(2002)

2. 개방화된 신흥시장국가의 물가안정목표제도

물가안정목표제도란 정책당국(중앙은행 또는 중앙은행과 정부)이 최종목표인 물가안정에 대해 명시적으로 목표를 설정한 후 통화량은 물론 금리, 환율, 기대물가상승률, 자산가격, 상품가격 등 다양한 정보변수를 활용하여 장래의 물가상승률을 예측하고 목표 물가상승률과의 괴리를 중앙은행의 통화정책 수단을 이용하여 축소해 나가는 통화정책 체계를 말한다(권성태, 배성중, 1999).

일반적으로 물가안정목표제도는 다음의 다섯 가지 요소를 가지고 있다. 첫째, 물가안정을 통화정책의 제일의 목표로 할 것을 제도적으로 약속한다. 여기에는 중앙은행이 정부의 간섭을 받지 않고 물가안정목표를 추구할 수 있도록 중앙은행의 독립성 보장도 포함된다. 둘째, 물가상승률 목표치(대부분의 경우 범위)가 공표 된다. 셋째, 여러 가지 정보변수들을 장래의 인플레이션 예측에 활용하여 정책수단을 결

정한다. 넷째, 통화정책에 관한 중앙은행 의사결정의 타당성을 시장에 알린다. 이는 통화정책 의사결정의 투명성을 높임으로써 시장의 신뢰를 높이는 데 목적이 있다. 다섯째, 중앙은행으로 하여금 상기 물가안정목표 달성에 대해 책임을 지도록 하는 장치가 있다.

물가안정목표제도를 채택하지 않는 나라들에 있어서도 물가안정이 결코 소홀히 될 수 없는 정책목표라는 점은 부인할 수 없다.¹¹⁾ 물가안정목표제도는 단순히 물가안정목표를 제시하는 것에 그치는 것이 아니라 물가안정목표를 시장에 약속하고 이를 위한 투명성과 책임성 등 제도적 장치를 구비하여 신뢰성을 확보해야 한다. 물가안정목표제도가 다른 통화정책의 운용체제와 다른 점은 중앙은행이 명시적으로 제시한 물가목표를 시장과의 “의사소통과 피드백”을 통해 달성하겠다는 강력한 의지의 표현이라는 점에 있다. 따라서 물가안정목표제도는 자본시장의 발달이 어느 정도 진전되어 비교적 안정적으로 인플레이션이 예측 가능한 경우에 적용될 수 있다.¹²⁾

물가안정목표제도는 1990년 3월 뉴질랜드가 처음으로 도입한 이후 영국, 캐나다, 스웨덴 등 선진국을 중심으로 도입되었고 최근에는 신흥시장국가들로 확산되고 있는데 중앙은행에 대한 시장의 신뢰가 확보되지 못한 경우에는 물가안정목표제도는 실패할 가능성이 높다. 즉 물가안정목표제도하에서 제시된 물가목표는 일반경제주체의 기대인플레이션에 영향을 미치지 때문에 중앙은행이 물가목표를 달성하지 못할 경우에 실물경제에 상당한 부작용을 초래할 수 있다. 신흥시장국가들이 물가안정목표제도를 도입할 경우 첫 번째 관건은 바로 물가안정목표를 성공적으로 수행하기 위한 신뢰성 보강장치를 확실히 하는 일이다. 중앙은행의 독립성, 책임성, 그리고 통화정책의 투명성이 확보되어야 한다. 이러한 점에서 우리 나라의 경우 외환위기 이후 물가안정목표제도가 즉시 도입되기에 이르는데 이는 우리 나라의 통화

11) 실제로 물가안정목표제도를 채택하고 있지 않은 선진국들이 지난 1990년대 걸쳐 물가안정목표제도를 채택한 국가들보다도 낮은 물가상승률을 기록한 것으로 나타나고 있다(Bernake et al. 1999, Mishkin and Schmidt-Hebbel 2001).

12) Christoffersen and Wescott(1999)와 Hoffmaister(2001)는 각각 폴란드와 한국의 경우 인플레이션이 선진국과 마찬가지로 예측가능하다는 점을 시뮬레이션을 통해 보여 주고 있다.

정책에 있어서 일대 전환점을 가져온 사건이다.

물가안정목표제도가 중앙은행의 독립성을 제도적으로 요구하지만 구체적인 물가목표의 결정에 있어 중앙은행 단독으로 이루어지는 경우는 거의 없다. 캐나다와 영국의 경우 중앙은행과 재무부가 사전에 협의하여 물가목표를 선정하게 되는데, 이는 물가목표의 달성을 위해서는 통화정책 이외의 재정정책 등 정부의 여타 정책협조가 반드시 필요하기 때문이다. 특히 정부의 통제하에 있는 각종 공공요금의 물가목표의 달성에 있어 중요한 정책수단이 될 수 있는 상황하에서는 더욱 그러하다. 따라서 중앙은행과 정부가 협조적으로 물가목표를 달성하겠다는 의지를 표명할수록 정책 신뢰도가 제고될 수 있는 측면도 있다. 그러나 이러한 중앙은행과 정부의 협의가 중앙은행의 독립성을 저해하는 요인으로 작용해서는 안될 것이다.¹³⁾

그러나 물가안정목표제도가 장점만 가지고 있는 것은 아니다. 흔히 물가안정목표제도가 경직적으로 적용될 경우 총생산의 변동이 지나치게 심하고, 장기적으로 경제성장을 저해할 우려가 있다는 지적도 있다. 즉 중앙은행이 사전에 공표된 물가목표에 지나치게 집착하여 경기침체에 선제적으로 대응하지 못하거나 금융시장의 불안에 대응하여 적절히 유동성을 공급하지 못할 경우 물가안정의 대가로 경기변동성이 증폭될 우려도 제기되고 있다. 그러나 어느 국가도 물가안정만을 고려한 순수한 형태의 물가안정목표제도를 운용하는 경우는 드물다. 결국 중요한 것은 총생산의 변동 또는 실업률의 변동과 같은 경기변동요인을 고려하되 과연 얼마만큼의 가중치를 두느냐에 있다. 정책당국의 목적함수에 총생산의 변동에 대한 가중치가 클수록 예상물가가 목표물가에 접근하는 시차가 길어지게 되며, 반대로 총생산의 변동에 대한 가중치가 작을수록 예상물가는 목표물가에 신속하게 접근할 수 있게 된다(Svensson, 1997).

물가안정목표제도를 채택하고 있는 정책당국은 과연 물가안정만을 정책목표로 할 것인지, 아니면 단기적으로 경기변동요인을 고려하되 장기적으로 물가안정을 추

13) 중앙은행의 독립성은 크게 목표 독립성(goal independence)과 수단 독립성(instrument independence)으로 구분될 수 있다. Mishkin and Schmidt-Hebbel(2001)에 따르면 물가안정목표제도가에서 오히려 중앙은행의 목표 독립성은 여타 통화정책을 채택한 국가에 비해 저하되는 반면에 수단 독립성은 높아지는 것으로 나타나고 있다.

구하는 유연한 운용방식을 취할 것인지 결정해야 할 것이다. Dooley et al.(2002)는 우리 나라의 경우 유연한 물가안정목표제도를 채택할 것을 권고하고 있다. 우선 우리 나라와 같이 물가목표제도를 도입한 국가의 경우 초기부터 설정한 물가목표를 달성하지 못하게 된다면 물가목표제도는 시장으로부터 신뢰를 받을 수 없게 된다. 그러나 다소 유연한 방식을 채택하게 될 경우 정책당국의 입장에서 인플레이션에 대한 예측 오류로부터 자유로울 수 있게 된다. 실제로 우리 나라를 포함하여 물가안정목표제도를 채택한 국가들이 다소 넓은 범위의 물가목표를 설정하고 있는 것은 앞의 이유에서 비롯된다. 더욱이 소규모 개방경제를 채택하고 있는 국가의 경우 예상치 못한 해외요인에 의한 충격에 물가가 민감하게 반응할 수 있다. 그러나 무엇보다도 중요한 것은 단기적으로 발생하는 산출 갭(output gap)을 시장의 힘에 의해서만 조정되도록 정책당국이 방관할 수 없다는 데 있다. 정책당국은 장기적으로 물가안정목표를 저해하지 않는 범위에서 경기조절기능을 유지해야 할 것이다.

한편 물가안정목표제도는 환율안정에도 기여할 수 있다. 이론적으로 모든 국가들이 물가안정목표제도를 추구한다면 장기적으로 구매력 평가에 의해 환율안정에 기여하게 된다. 그러나 개별적으로 물가안정목표제도를 채택한 국가의 경우에도 해외요인에 의한 충격으로 환율불안정이 발생할 경우 물가안정목표제도하에서 추구되는 정책대응에 의해 환율이 안정될 수 있다. 예를 들어 국제금리의 상승으로 국내통화가 약세를 보이게 되면 물가상승요인으로 작용하게 된다. 이 경우 정책당국은 물가상승을 통제하기 위해 금리를 인상하게 될 것이고 환율은 다시 안정을 보일 수 있다.

이제 개방경제체제하에서 물가안정목표제도의 적정성에 관한 여러 가지 이슈를 논의하기로 하자.¹⁴⁾ 우선 개방경제 하에서는 장래의 인플레이션을 예측하는데 있어서 해외변수들이 고려되어야 하므로 그만큼 정보변수가 많아지게 된다. 환율은 이러한 해외의 정보변수들이 영향을 미치는 매개변수로서 작동하며 아울러 국내물가에 영향을 미친다. 그러나 환율변동에 미치는 다양한 요인들을 모두 식별하기는 불가능하며 환율변동이 일시적인지 아니면 영속적인지 그 속성을 파악하는 것은

14) 보다 이론적인 논의에 대해서는 Svensson(2000)과 Eichengreen(2001)을 참조하기 바람.

매우 어려운 일이다. 또한 변동환율제도하에서 환율변동은 국내 통화정책의 결과일 수도 있으며 국내경제의 기초여건을 반영하는 변수이기도 하다.

동아시아 금융위기가 발생하였을 당시 이미 물가안정목표제도를 채택하고 있었던 호주와 뉴질랜드의 정책대응은 매우 흥미로운 비교를 제공해 준다.¹⁵⁾ 우선 뉴질랜드는 1997년 7월 태국의 바트화 평가절하 조치가 취해지자 자국통화의 약세를 전망하였고, 이에 따른 물가상승 우려로 200bp의 금리인상조치를 취하게 되었다. 그 결과 단기금리는 1998년 6월까지 9% 이상을 기록하게 되어 경기둔화를 경험하게 된다. 반면에 호주는 외환위기에 따른 동아시아 국가의 경기침체로 인하여 수출이 크게 둔화될 것으로 예상하여 호주경제에 심대한 부정적 영향을 미칠 것으로 파악하였다. 이러한 교역조건의 충격으로 환율상승은 불가피한 결과로 나타날 것이라고 판단하고 호주 중앙은행은 오히려 단기금리를 50bp 인하하여 1998년 말까지 5%대로 유지하였다. 그 결과 뉴질랜드의 경우 심각한 경기둔화를 경험하게 되는 반면에 호주는 20% 정도 환율상승에도 불구하고 실제로 물가상승률은 2~3%대에서 목표치를 달성할 수 있었다.

흔히 대외개방정도가 심해서 수입물가의 변동에 의해 국내물가의 변동이 큰 국가 또는 환율변동에 따른 물가전이효과가 큰 국가의 경우 물가안정목표를 달성하기 어려운 것으로 지적되고 있다. 그러나 실제로 물가안정목표제도를 채택하고 있는 국가는 상대적으로 소규모 개방경제를 지향하는 국가들에게서 흔히 발견되고 있다. 특히 남미 국가들의 경우 전통적으로 환율변동에 따른 물가전이효과가 큰 것으로 인식되고 있는데 칠레, 멕시코, 콜롬비아, 페루, 브라질 등 주요 남미 국가들이 물가안정목표제도를 도입하였다. 물가안정목표제도 하에서 환율은 더욱 중요한 정보변수가 되는데, 통화정책 운용의 성패는 명목환율의 변동이 국내 물가에 어떻게 전파되는가를 정확히 예측하는 능력에 달려 있다. 환율변동에 따른 물가전이효과를 산술적으로 파악하는 것은 무의미하며, 환율을 중요한 정보변수의 하나로 포함하여 종합적으로 인플레이션을 예측하는 것이 중요하다.

한편 자국통화가 약세를 보이게 되면 대외부채가 많은 신흥시장국가들은 그만큼

15) 동 사례는 여러 문헌에서 흔히 인용되고 있는 것으로 Schaechter et al.(2000), Mishkin and Schmidt-Hebbel(2001), Eichengreen(2001) 등을 참조하기 바람.

채무부담이 증가하게 된다. 이는 결제통화가 자국통화가 아니라 달러, 유로 등 국제통화이기 때문이다. 반면에 대부분의 자산은 자국통화로 평가되어 있기 때문에 환율변동에 따른 국내 금융기관 및 기업의 자산가격변동은 대외채무관리의 어려움을 가중시킨다. 지난 아시아 외환위기에서 경험하였듯이 급격한 환율약세에 따른 채무부담증가가 금융기관과 기업의 부도를 초래하고 실물경제에 악영향을 미치게 된 것은 주지의 사실이다. 신흥시장국가들의 경우 대외부채의 달러화(liability dollarization)로 인해 환율변동의 경로가 이러한 “금융가속기(financial accelerator)”를 가동시켜 위기를 심화시킬 수 있다. 그러나 대외부채의 달러화는 상당부분 고정환율제도의 결과라는 점을 인식해야 할 것이다. 환율변동성이 높아지면 금융기관과 기업은 환위험 관리의 중요성을 인식하게 될 것이고, 그 결과 환율변동에 따른 금융가속기의 부정적 폐해도 줄어들 수 있다. 신흥시장국가가 물가안정목표제도를 채택한다는 것은 환율변동성을 용인하겠다는 점을 전제로 하기 때문에 대외부채의 달러화에 따른 문제점도 그만큼 줄어들게 된다.

앞서 아시아 국가들 중 상당수가 외환위기 이후 자유변동환율제도로 전환하였으며, 환율변동성을 용인하는 방향으로 환율정책이 운용되고 있음을 지적하였다. 이러한 환율정책의 변화와 함께 태국, 인도네시아 등도 물가안정목표제도를 통화정책의 운용체제로 도입하였다. 그러나 태국의 경우 중앙은행은 정부로부터 물가안정보다는 경제성장을 우선하는 정책을 펼칠 것을 요구받고 있으며, 인도네시아의 경우 금융시장의 취약성으로 인하여 중앙은행의 물가목표는 아직 신뢰를 얻지 못하고 있다. 또한 중국, 말레이시아 등은 자본통제정책을 취하고 있어 물가안정목표제도의 도입은 전혀 고려되지 않고 있다. 일본 역시 일부 학자들이 물가안정목표제도의 도입을 권고하고 있지만(Ito, 2001), 일본 중앙은행은 물가목표제도가 현재의 디플레이션 상황하에서 작동하기 어렵다는 입장을 고수하고 있다. 따라서 동아시아 국가 중에서 사실상 우리 나라만이 물가안정목표제도의 실험대에 올려졌으며 동제도의 성공은 향후 여타 동아시아 국가들에 대해서도 표본이 될 것이다.

3. 물가안정목표제도에서의 통화정책 운용목표의 선정

물가안정목표제도는 통화총량에 대한 중간목표를 설정하는 대신 통화총량, 신용총량, 장기금리, 원자재가격지수, 장단기 금리차, 자산가격, 환율 등의 여러 정보변수를 활용하여 물가상승률을 예측하고, 이에 의거하여 목표 물가상승률과의 차이를 좁히는 방향으로 정책수단을 조절한다. 따라서 성공적인 목표달성은 다양한 정보변수를 어떻게 활용하여 운용변수의 목표를 설정할 것인가에 달려 있다.

이에 대해서는 Eichengreen(2001)이 제시한 바와 같이 세 가지 접근방법이 있다. 첫째는, 중앙은행이 보유한 거시계량모형으로부터 정책결정자의 직관에 이르기까지 모든 방법을 동원하여 정책수단을 설정하는 전략이다. 이와 같은 전략은 많은 정보를 이용하여 그때 그때의 상황에 적합한 최선의 정책을 선택할 수 있다는 장점이 있기는 하지만, 재량의 여지가 너무 커질 수 있다는 단점이 있다.

둘째는, 테일러 준칙(Taylor rule)과 같이 통화정책 목표로부터의 이탈과 운용목표 설정을 연결짓는 간단한 정책수단준칙(instrument rule)을 사용하는 것이다. 이와 같은 정책준칙은 비록 간단하기는 하지만, 여러 가지 모형에서 고르게 좋은 성과를 내는 것으로 알려져 있으며, 재량의 여지를 줄인다는 점에서 투명성과 신뢰성의 확보를 근간으로 하는 물가안정목표제도에 부합한다. 문헌들은 테일러 준칙이 폐쇄경제에서 물가안정을 목표로 하는 중앙은행의 최적 반응함수로 도출될 수 있음을 보였다.

셋째로, Svensson(1997)에 의해 제안된 물가예측치 중간목표제(inflation forecast targeting)가 있다. 이는 물가안정목표로부터의 이탈에 따른 손실함수를 극소화시키는 물가예측치 목표를 설정하고, 실제 물가예측치와 목표간의 차이를 축소시키는 방향으로 통화정책 운용목표를 설정하는 중간목표준칙이다.

제IV절에서도 논의하겠지만 물가안정목표제의 장점을 살리기 위해서는 운용목표의 선정과정에서의 투명성이 중요하며, 이를 위해서는 재량의 여지가 높은 첫 번째 방법보다는 물가예측치 중간목표제나 Taylor 준칙을 사용하는 것이 바람직하다. 물가예측치 중간목표제에 따른 정책반응함수는 Taylor 준칙에 따른 반응함수와 유사한 형태를 가지나 물가목표 및 산출목표로부터의 이탈 이외에도 여러 외생변수에

대해서도 정책반응이 이루어진다는 점에서 차이가 있다. Svensson(1997)은 이와 같은 물가예측치 중간목표제에서는 외생변수의 변화 등의 여건변화에 따라 자동적으로 정책반응함수가 수정되기 때문에 Taylor 준칙에 비해 더욱 유연하고, 따라서 더욱 효과적으로 정책목표를 달성할 수 있다고 주장한다.

그러나 물가예측치 중간목표제에도 문제가 없는 것은 아니다. 특히 이 접근방법의 효과는 물가예측이 얼마나 정확하게 이루어지느냐에 달려 있다. 즉, 중앙은행이 과거에 물가상승률을 계속 정확히 예측을 한 기록이 있다면 다른 어떤 방법에 비해서 높은 신뢰성을 확보할 수 있다. 그러나, 대부분의 국가에 있어서 그리고 특히 높은 물가상승률을 경험해 온 개도국에 있어서는 이것은 무리한 주문일 수 있다.

운용목표의 결정에 있어서 고려해야 할 두 번째 사항은 운용목표 결정에 있어서 환율의 변화를 어느 정도 감안할 것인가에 있다. 이 질문에 대한 대답을 구하는 것은 다음의 두 가지 이유로 인해 간단하지가 않다. 첫째, 경제에 대한 충격 특히 해외충격은 환율을 통해 물가를 비롯한 국내 경제활동에 영향을 미치게 된다. 둘째, 특히 개방화된 신흥시장국가에 있어서는 환율이 통화정책 수단의 변화가 물가를 비롯한 거시경제변수에 영향을 미치는 중요한 경로다.

Hunt, Isard and Laxton(2002)은 위 질문에 대한 답을 구하기 위해 개방화된 신흥시장국가의 모형을 이용하여 물가안정목표제에서 제안되는 여러 가지 정책반응함수 성과를 평가해 보았다.¹⁶⁾ 이 연구에 따르면 물가예측치 중간목표에 따른 정책반응함수나 Taylor 준칙에 따른 정책반응함수 모두 모형의 설정에 관계없이 좋은 성과를 보였다. 이들은 또한 정책반응함수에 환율의 지나친 변동을 줄이는 방향으로의 정책반응을 포함시켜서 그 성과를 보았다. 이들의 결론은 환율의 변동을 지나치게 줄이려고 하는 것은 여러 종류의 충격을 감안할 경우 결코 좋은 성과를 거둘 수 없으며, 환율변동을 어느 정도 완화시키는 방향의 정책반응의 성과는 충격의 중

16) 이와 같은 목적을 위해서는 불완전경쟁시장과 가격경직성을 특징으로 가지고, 경제주체의 효용함수에 의해 정책성과를 측정할 수 있는 소위 신개방거시경제(new open macroeconomics) 모형들이 이용된다. 특히 개방화된 신흥시장국가에서의 통화정책 평가를 위해서는 대차대조표 효과와 같은 신흥시장국가의 특성을 모형에 내포해야 하는데 이와 같은 특성을 갖춘 대표적인 모형으로는 Cepedes, Chang and Velasco(2001)를 들 수 있다.

류에 따라 상이하다는 것이다. 하지만 이들의 연구에서는 환율이 균형환율로부터 지속적으로 이탈됨이 없이 비교적 안정적인 변동을 보이는 경우만이 분석되었다는 한계가 있다. Hunt, Isard and Laxton(2002)도 언급하였듯이 환율이 균형환율 수준으로부터 지속적으로 이탈할 수 있는 가능성까지 감안한다면 지나친 환율변동을 완화시키는 방향으로의 환율변동에 대한 대응을 정책반응함수에 포함시키는 것이 바람직할 것이다. 따라서, 해외경제로부터의 충격이 빈번하고 환율이 장기적인 이탈 현상을 보일 가능성이 높은 신흥시장국가에 있어서는 지나친 환율변동에 대해서는 반응을 하는 방향으로 통화정책의 체계의 구축을 검토할 필요가 있다.

IV. 한국의 통화·환율정책의 바람직한 방향과 과제

1. 환율정책 및 외환관리

자유변동환율제도를 채택하고 있는 우리 나라는 기본적으로 환율정책의 운용 역시 원칙에 충실할 필요가 있다. 즉 환율은 시장에 의해 결정되어야 하며 정책당국의 인위적 외환시장개입은 “매우 특별한” 경우를 제외하고는 철저히 배제되어야 한다. 그렇다면 “매우 특별한” 경우란 어떤 상황을 의미하는가? 우선 환율이 급등하거나 급락하여 외환시장이 매우 불안정해지는 경우를 상정해 볼 수 있다. 즉 환율변동성이 지나치게 증폭되는 경우 외환시장의 충격을 줄이기 위해 정책당국이 흔히 “smoothing out”이 필요한 것으로 지적되고 있다. 외환위기 이후 우리 나라에 적용된 IMF 프로그램도 정책당국의 이러한 “smoothing out” 정책에 대해서는 용인하고 있다. 그러나 정책당국의 외환시장 직접 개입은 자본자유화 시대에 매우 제한적으로만 효과를 발휘할 수 있을 것이다. 환율불안정의 요인은 대부분의 경우 외환시장의 불확실성을 초래한 다른 요인에서 발견되어야 할 것이다. 따라서 정책당국은 외환시장에 직접 개입하기보다는 다른 정책 대안을 찾는 것이 올바른 대응일 것이다.

Dooley et al.(2002)은 원화의 일일 환율변동폭이 달러, 유로, 엔 등을 바스켓 기준으로 3%를 초과하거나, 주간으로 누적 변동폭이 6%를 초과하는 경우에 정책당국의 중화외환시장개입이 필요한 것으로 제시하고 있다. 이러한 준칙에 따른 외환시장개입정책은 지나친 환율변동에 따른 불확실성을 제거하는 장점이 있을 것이다. 또한 불확실성이 제거되면 외환보유고 수준을 외환시장개입 이전으로 회복시키는 이른바 목표외환보유고(*foreign exchange reserve targeting*) 정책은 외환시장개입정책의 투명성을 제고하는 측면이 있다. 이러한 환율정책은 명시적인 환율목표(*exchange rate targeting*)를 제시하는 것이 아니라 단지 환율의 지나친 변동성을 줄이는 데 목적이 있다. 또한 명목환율이 아니라 달러, 유로, 엔 등으로 구성된 바스켓을 기준으로 하기 때문에 실질실효환율의 변동성을 줄이는데 목적이 있다.

2001년 원/달러 환율의 일일 변동폭은 연평균 4.8원으로 전일 대비 변동률은 0.37%였다. 작년 한 해 동안 정책당국의 외환시장개입이 없었다는 전제하에 전일 대비 변동률이 3%를 초과한 적은 한번도 없었다(실제로 2%를 초과한 적도 없었다). 동아시아 주요국의 환율변동률(달러 대비)을 보더라도 가장 높은 변동률을 보인 인도네시아가 0.81%이고 대부분의 경우 우리 나라보다 낮은 변동률을 보였다. Dooley et al.(2002)이 제시한 3%는 실질실효환율을 기준으로 하기 때문에 극단적으로 환율이 큰 변동을 보이는 경우로 제한될 것이다. 외환위기 이전 시장평균환율제도 하에서 원/달러 환율의 일일 변동폭은 2.25%로 제한되었으며, 변동폭에 대한 제한이 완전히 풀리게 된 것은 결국 외환위기와 같은 극단적인 상황이 전개되었기 때문이다. 결론적으로 Dooley et al.(2002)이 제시하는 외환시장개입 상황은 매우 극단적인 상황으로 국한될 것이다. 다만 명시적으로 정책당국이 이러한 준칙을 채택하기보다는 암묵적으로 외환시장의 불안정성을 제거하기 위한 하나의 “rule of thumb”으로 참고하는 것이 바람직할 것이다.

정책당국의 외환시장개입정책은 외환보유고의 증감으로 나타난다. 기본적으로 정책당국의 외환시장개입이 없다고 할 경우 외환보유고는 운용수익의 증가만큼 늘어나게 될 것이다. 지난 외환위기 이후 우리 나라의 외환보유고는 1998년 말 520억달러, 1999년 말 741억달러, 2000년 말 962억달러, 2001년 말 1,028억달러, 2002년 4월말 1,077억달러로 꾸준한 증가세를 보이고 있다. 대체로 외환보유고가 운용수익

이상으로 증가세를 보이고 있는데, 2001년의 경우 전년 대비 66억달러 외환보유고가 증가하였는데 IMF 차입금 상환액 56.8억달러를 감안한다면 120억달러 이상 외환보유고가 증가한 셈이 된다.

적정외환보유고에 대해서는 아직도 많은 논란이 있다. 외환보유고는 각국의 경제적 상황에 따라 차이를 보이게 되기 때문에 특정의 기준을 일률적으로 적용하는 것은 바람직하지도 않으며 무의미하다. 다만 선진국과는 달리 신흥시장국가의 외환보유고는 대외신인도를 결정하는 중요한 지표가 된다는 점에서 일반적으로 선진국에 비해 높은 수준의 외환보유고를 유지하는 것이 필요하다. 현재 우리 나라의 보유고 수준은 대외적으로 신인도를 확보하는데 부족함이 없다고 생각한다. GDP 대비로는 여타 동아시아 국가들이 우리나라보다 높은 수준의 외환보유고를 유지하고 있으나, 절대적인 규모에 있어서는 일본, 중국, 대만, 홍콩에 이어 세계 5위를 기록하고 있다.

향후 외환보유고는 운용수익에 따른 자연증가 이외에 인위적으로 외환시장 개입을 통해 증가시키는 것은 바람직하지 않다고 할 수 있다. 외환보유고의 증가는 통화증발요인으로 작용하기 때문에 외환당국은 통화증발요인을 중화시키는 과정에서 통화안정증권의 발행을 증가시키게 된다. 1998년 이후 통화안정증권의 발행잔액이 크게 증가하게 된 것은 외환보유고 증가의 결과이다.

2. 물가안정목표제도의 정착

물가안정목표제도의 가장 큰 장점은 통화정책의 목표를 명확하게 제시하고, 이를 달성하기 위해 필요한 중앙은행의 독립성, 정책결정의 투명성, 정책결과에 대한 책임성을 확보함으로써 통화정책에 대한 신뢰도를 높일 수 있다는 데에 있다. 통화정책에 대한 신뢰는 재량적 통화정책에서 발생할 수 있는 인플레이션 偏倚(inflation bias)를 줄이고, 보다 나은 균형을 달성할 수 있게 해 준다. 따라서 물가안정목표제도의 성패는 통화정책에 대한 시장의 신뢰도를 얼마나 확보하느냐에 달려 있다.

문제는 이와 같은 잠재적인 장점에도 불구하고 물가안정목표의 실행과 감시에 있어서의 여러 가지 어려움으로 인해 시장의 신뢰를 얻는 것이 쉽지만은 않다는

데에 있다. 물가안정목표의 실행과 감시가 어려운 이유는 중앙은행의 물가에 대한 통제력이 불완전하기 때문이다. 긴 정책시차로 인해 통화정책은 오직 미래의 물가를 조절하는 데에만 효과가 있다. 더욱이 물가는 통화 이외에 중앙은행이 통제할 수 없는 요인에 의해서도 영향을 받는다. 이와 같은 문제는 물가안정목표 달성을 위한 중앙은행의 노력여부에 대한 감시와 평가를 어렵게 만들며, 나아가서 물가안정목표를 달성하지 못했을 경우 중앙은행의 책임추궁도 어렵게 만든다.

최근 우리나라의 통화정책에서도 이와 같은 문제점이 드러난다. 이미 2001년의 평균 근원인플레이션은 4.2%로 물가안정목표 상한인 4%를 초과하였다. 물가상승률 목표가 지켜지지 않은 것이다. 이에 대해 한국은행은 통계청이 새롭게 발표한 소비자물가지수에 의거한 근원물가상승률은 3.6%이기 때문에 목표범위에 머문 것으로 해석할 수 있다는 단서를 붙이고 있다.¹⁷⁾ 그러나 이는 목표물가를 설정할 때 사용한 것과는 다른 잣대를 가지고 평가한 것이다. 큰 폭은 아니라 해도 분명히 목표는 지키지 못한 것이다.

이에 더하여 韓銀의 『통화신용정책보고서』는 물가목표를 지키지 못한 주된 이유로 공공요금 인상과 환율 상승 등 중앙은행이 통제할 수 없는 요인을 들고 있다. 물론 공공요금 인상은 정부와의 협의를 거쳐 목표를 정할 때 이미 반영이 되어야 한다. 또한 환율도 통화정책이 어느 정도 영향을 줄 수 있는 변수이다. 그럼에도 불구하고 물가안정목표를 지키지 못하였음을 볼 때 과연 한국은행이 물가안정에 중점을 두고 통화정책을 시행했는지 아니면 경기부양을 원하는 정책당국의 의지를 수용한 것이 아닌지에 대해 의구심을 갖게 한다.

한국은행이 금리인상 필요성에 대한 의견을 자주 바꾸거나 경기부양에 중점을 두겠다고 발언하는 것도 신뢰의 확보에 도움이 되지 않는다. 물론 통화정책의 궁극적인 목적이 국민후생수준의 증대에 있는 만큼 물가안정목표의 경직적인 추구보다는 물가안정과 경기안정의 두 목표가 모두 정의 비중을 가지는 유연한 물가안정목표제도가 더 바람직하다. 다만, 한국은행이 물가안정 목표를 지키지 못한 것에 대해 이런저런 불가항력에 의한 것이라고 이유를 달고, 물가보다는 고용안정에 더 큰

17) 한국은행, 『통화신용정책보고서 2001.1~2002.2』, 2002년 4월, 77-78.

비중을 두기 마련인 정부의 의견에 영향을 받는 듯한 인상을 준다면 어렵사리 이른 통화정책에 대한 신뢰성에 금이 갈 우려가 있다는 것이다.

시장의 신뢰성을 확보하고 유지하기 위해서는 한국은행의 독립성을 확보하고, 통화정책 목표와 운용목표의 설정에 있어서 투명성과 책임성이 확보되어야 한다. 그동안 한은의 법제도적 독립성은 여로 모로 개선되었지만, 총재 임기의 보장, 한국은행의 예산편성 등에 있어서의 실질적인 독립성 면에서는 아직도 개선의 여지가 있다. 물론 한은에 대한 견제와 감시도 필요하나 이 기능은 물가보다는 경기나 고용에 더 큰 비중을 둘 가능성이 높은 행정당국보다는 국회에 맡기는 것이 적당하다.

통화정책 의사결정에 있어서 투명성을 높이기 위해서는 운용목표의 선택에 대한 논의를 더욱 투명하게 하여야 한다. 물론 한은은 『연간 통화신용정책 운용계획』과 『월간 통화정책방향』을 발표하고, 금융통화위원회의 의사록을 공개하는 등 투명성을 높이기 위한 노력을 하고 있다. 그럼에도 불구하고 아직 운용목표의 결정에 관한 사항은 암흑상자(black box) 안에서 이루어진다고 해도 과언이 아니다. 실제로 『통화정책방향』을 읽어보더라도 어떤 기준에 의해 운용목표의 선정이 이루어졌는지가 명확하지 않은 경우가 종종 있다.

운용목표 선정에 있어서 투명성을 높이기 위해서는 예상물가상승률 중간목표제와 같이 운용목표 선택에 대한 논의를 구체화할 수 있는 정책체계가 필요하다. 물론 예상물가상승률 중간목표제가 투명하게 시행되기 위해서는 예상물가상승률의 추정치의 발표뿐만 아니라 추정방법과 추정에 사용된 모형과 그 계수값, 주요변수에 대한 가정, 예상물가상승률과 물가상승률목표와의 괴리를 줄이기 위한 운용수단의 정책반응함수 등이 제시될 필요가 있다. 이들이 제시될 경우 다른 민간연구소나 학계 등에 의한 검증과 토론 과정을 통해 보다 정확한 물가예측이 이루어지고, 투명한 운용목표의 선정이 이루어질 수 있다. 하지만 중앙은행이 가지는 강한 기밀성향을 감안해 볼 때 우선은 다른 중앙은행들처럼 인플레이션 보고서를 작성하는 것으로부터 시작할 수 있다. 물론 운용목표의 결정과정이 유리상자와 같이 투명해질 수는 없겠지만, 최소한 지금과 같은 암흑상자는 면할 수 있을 것이다.

3. 통화안정증권 발행잔고 축소와 정책금융의 재정이관

통화정책과 관련하여 지적하고 넘어가야 할 사항으로 통화안정증권의 문제가 있다. 이미 잘 알려져 있듯이 통화정책의 대표적인 수단으로는 공개시장 조작, 재할인을 조작, 지불준비율 조작 등이 있다. 이 중 가장 보편적으로 사용되는 수단은 공개시장 조작이다. 한국은행이 공개시장 조작은 통화안정증권과 환매조건부 국공채 매매를 통해서 이루어진다. 이 중 환매조건부 국공채 매매는 주로 미세 조정을 위해 사용되고, 주된 공개시장 조작수단은 통화안정증권의 발행이라 할 수 있다.

문제는 통화안정증권의 발행잔고가 지나치게 늘어나는 데에 있다. 4월말 현재 통화안정증권 발행잔고는 84조 2,000억원으로 지난 2년 4개월만에 약 43조원이 증가하였다. 이처럼 잔고가 늘어남에 따라 2000년도 이자지급액이 4조 6,657억원이었던 데다가 2001년도의 이자지급액은 4조 8,730원에 달하였다. 2001년도 본원통화 증가액이 4조 5,890억원이라는 사실을 감안하면, 결국 통화안정증권 이자지급으로 인한 본원통화 증가분을 흡수하기 위해 통화안정증권을 추가적으로 발행했어야 한다는 자가당착에 빠진 셈이다.

이처럼 통화안정증권의 잔고가 늘어난 것은 총액한도대출과 같은 정책금융의 확대, 1998년 이후 외환보유고 확충, 정부의 한은 차입¹⁸⁾ 등이 모두 본원통화의 증발요인으로 작용하여 통화안정증권의 발행 이외에 본원통화 증가분을 흡수할 수 있는 별다른 수단이 없기 때문이다. 이제는 다른 특별한 본원통화 증발요인이 없다 하더라도 이자지급 자체가 통화증발요인이 되어 통화안정증권 발행고를 늘리고, 그 결과 이자지급액이 더 늘어나는 악순환이 시작되었으며, 앞으로 경기회복에 따라 금리가 상승할 경우 이자지급액이 더욱 늘어날 것을 감안한다면 통화안정증권 발행잔고는 기하급수적으로 증가할 것으로 우려된다.

이와 같은 악순환의 고리를 끊고 정상적인 통화정책의 기반을 마련하기 위해서

18) 1998년부터 2000년까지는 외환보유고 확충이 통화증발의 주된 요인이었고, 2001년부터 2002년 4월까지는 9.11 테러에 따른 총액한도대출한도의 확대와 정부의 한은차입과 한은 당기순이익의 일반세입 편입 등 재정요인이 통화증발의 주된 요인이었다. 총액한도대출역시 외환위기 이후 다섯 차례에 걸쳐 8조원이 확대되는 등 꾸준한 통화증발의 요인이 되었다.

는 통화안정증권 발행잔고를 줄이고, 궁극적으로는 국고채를 공개시장조작의 주된 수단으로 삼아야 한다. 한국은행도 이와 같은 문제를 잘 인식하고 있지만 한국은행만으로 이 문제를 해결하기는 어렵다. 통화안정증권 발행잔고를 줄이기 위해서 제안될 수 있는 방안은 외화수급조절, 한은 차입금 축소, 총액한도대출 축소 등이 있지만, 어느 것 하나 한국은행이 독자적으로 처리할 수 있는 것이 아니기 때문이다. 따라서, 이제는 통화정책의 건전성이 심각하게 위협받고 있음을 인식하고, 정부와 한국은행 그리고 총액한도대출제도의 혜택을 받고 있는 산업계가 모두 협조하여 이 문제를 공론화하고 그 해결책을 마련하기 위해 노력해야 한다.

특히 총액한도대출 축소는 통화안정증권 발행잔고를 축소시키는 데에 도움을 줄 뿐 아니라 통화정책을 정상화시키는 위해서도 필요하다. 총액한도대출은 시중은행이 일상적으로 사용하는 재할인창구다. 그러나 시중은행이 중앙은행의 재할인창구를 이용하는 것은 유동성 부족과 같이 정말로 긴급한 경우에 한정되는 것이 바람직하다. 즉, 재할인창구의 이용은 예외적인 현상이 되어야지 일상적인 현상이 되어서는 곤란하다. 총액한도대출제도는 산업정책을 수행하기 위한 정책금융으로, 금융부문을 산업정책을 수행하기 위한 수단으로만 인식해 온 과거의 잔재라 볼 수 있다. 산업정책의 수행을 위해 통화정책의 건전성이 위협받을 정도로 무리한 부담을 지는 일은 없어야 할 것이며, 따라서 이와 같은 기능은 재정부담으로 이관되는 것이 마땅하다.

4. 자산가격 변동과 통화정책

통화정책이 물가상승, 경기변동 이외에도 자산가격 변동에 대해서 반응을 해야 하는가에 대해서는 일치된 견해가 없다. 통화정책은 자산가격을 포함한 광의의 물가지수를 안정시키려는 노력을 해야 한다는 주장이 있는 반면에 자산가격 상승이 물가상승을 부채질할 우려가 없는 한 통화정책은 주가상승과 같은 자산가격 변동에 반응하지 않는 것이 바람직하다는 주장도 있다.

통화정책이 일상적인 자산가격의 변동에 대해서 일일이 대응할 필요는 없을 것이다. 그러나 자산가격의 변동이 주가의 거품이나 환율의 부정렬(misalignment)과

같이 균형수준으로부터 장기 이탈되는 경우에는 통화정책도 이들에 대해 전혀 무관심할 수만은 없을 것이다. 이미 제III절에서 장기 이탈의 성향이 있는 환율변동에 대한 통화정책의 반응의 필요성에 대해 논의되었지만, 부동산이나 주가도 마찬가지로 일 것이다. 통화정책이 자산가격의 이상변동에 대해서는 수수방관하면서 물가안정과 저금리에만 치중할 경우 경제주체들이 낙관적 전망에 도취되어 자산가격 거품이 나타날 위험이 있기 때문이다. 1920년대의 미국이나 1980년대의 일본에서 경험한 엄청난 자산가격 인플레이션도 소비자물가 상승률이 비교적 안정되었던 시기에 발생하였음을 교훈으로 삼아야 한다.

최근 우리 경제가 경험하고 있는 가계대출의 급증현상도 같은 맥락에서 접근할 수 있다. 가계대출을 증가시킬 것인지 여부는 물론 일차적으로 금융기관 당사자의 결정사항이며, 우리 경제가 겪고 있는 가계대출 증가현상 자체가 반드시 해롭다고는 속단할 수 없다. 만일 가계대출의 지나친 확장이 금융기관이나 금융시장의 안정성을 해칠 우려가 있다해도 이는 금융감독당국이 나서야 할 사항이다.

만일 가계대출 급증이 지나친 유동성 공급 그리고 저금리 지속과 부동산 및 주가상승에 대한 투자자들에 지나친 낙관에 의한 것이라면 그리고 이와 같은 현상의 지속이 금융시장과 국민경제의 안정성에 위협을 줄 수도 있다면 전혀 중앙은행과 무관한 일만은 아닐 것이다. 즉, 통화정책이 물가안정과 저금리만을 금과옥조로 여기고 금융시장과 국민경제의 안정성을 위협할 수도 있는 이상 현상에 대해 전혀 무관심한 태도를 보이는 것은 바람직하지 않을 것이다.

V. 결 론

외환위기 이후 우리 나라의 환율정책과 통화정책에는 많은 제도적 변화가 있었다. 본 고에서는 이 중에서도 자유변동환율제도의 채택과 물가안정목표제도의 채택이라는 두 가지 대표적인 제도적 변화를 중심으로 향후 환율·통화정책의 방향에 대해 살펴보았다. 물론 한 편의 논문에서 환율정책과 통화정책에 관련된 수많은 주제들 특히 기술적인 주제들은 다룰 수는 없으며, 따라서 전자화폐시대의 도래, 통

화정책의 운용수단으로서 금리의 유효성, 통화정책의 전달경로, 통화정책의 신호효과 등 많은 중요한 주제들이 본 고에서 언급되지 않았다. 이들에 대해서는 이미 국내외에서 수많은 연구가 이루어져 왔으며, 앞으로도 계속 연구가 이루어져야 한다는 사실만을 지적하고자 한다.

바람직한 통화정책과 환율정책에 대한 수많은 논의와 토론에 있어서 간과되어서는 안 될 중요한 교훈이 있다. 이는 아무리 잘 다듬어진 환율정책과 통화정책이라 하더라도 재정적자 누적과 과도한 정부부채, 경상수지 적자와 외채누적, 기업과 금융기관 부실 등 경제가 가지고 있는 근본적인 문제를 해결할 수는 없다는 것이다 (Frankel, 1999).

자본자유화 시대에 우리 나라가 환율정책과 통화정책의 기초로서 채택한 자유변동환율제도와 물가안정목표제도가 과연 안정적인 거시경제의 펀더멘털을 유지하는데 기여할 것인가는 매우 중요한 정책실험이다. 사실상 우리 나라는 동아시아 국가 중에서 동 제도를 채택한 유일한 국가이다. 아직 도입 초기라는 점에서 다소 신축적인 정책운용이 요구된다고 할지라도 자칫 동 제도 도입의 취지에 벗어나는 정책운용이 빈번히 목격된다면 시장의 신뢰를 얻지 못할 것이다. 원칙을 벗어난 외환시장개입과 물가안정목표의 달성실패는 시장참여자에게 정책에 대한 불신을 가중시킬 것이다. 국제금융시장의 통합화가 가속화되고 자본자유화에 따른 불확실성이 증가할수록 환율정책과 통화정책은 임기응변적인 대응보다는 일관성을 유지하는 것이 요구된다. 소규모 개방경제체제가 대외충격에 민감하게 반응하는 것은 불가피한 일이지만 일관성을 잃어버린 정책대응은 오히려 경제의 불확실성을 증폭시키는 결과만을 가져올 뿐이라는 점을 유념해야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 권성태, 배성중, 1999, 「물가안정목표제와 주요국의 사례」, 『한국의 물가안정목표제』, 한국은행, pp. 4~34.
- 김정식, 2001, 「원/달러 환율 변동성의 원인에 관한 연구 : 외환, 화폐 및 주식시장의 전이를 중심으로」, 경제분석 제7권 제1호, pp. 92~120.
- 박해식, 2001, 「외환위기 이후 자본자유화와 원/달러 환율의 변동 : 엔/달러 환율, NDF 환율, 외국인 주식투자의 영향을 중심으로」, 경제분석 제7권 제3호, pp. 26~62.
- 안창모, 이웅백, 서의훈, 2002, 「한국 외환시장의 노이즈거래 실태」, 경제분석 제8권 제1호, pp. 135~162.
- 오정근, 2001, 『한국의 물가안정목표제』, 교수연구자료 01-2, 한국은행.
- 장민 · 함정호, 2000, 「새로운 적정통화지표의 모색」, 함정호 외 지음, 금융환경 변화와 통화정책, 지식산업사, pp. 305~368.
- 한국은행, 2001, 『우리나라의 통화정책』.
- 한국은행, 2002. 『통화신용정책보고서 2000.1.~2002.2.』.
- 함정호 · 장민 · 임철재, 2000, “전환기 우리나라 통화정책의 새로운 패러다임,” 『금융환경 변화와 통화정책』 지식산업사, pp. 41~122.
- Bernanke, B. S., T. Laubach, F. S. Mishkin, and A. S. Posen, 1999, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press: Princeton.
- Calvo, Guillermo and Carmen Reinhart, 2002, “Fear of Floating,” *The Quarterly Journal of Economics* 117, pp. 379~408.
- Cepedes, Luis Felipe, Roberto Chang and Andres Velasco, 2001, “Balance Sheets and Exchange Rate Policy,” mimeo, Harvard University.
- Chang, Roberto and Andres Velasco, 2000, “Exchange-Rate Policy for Developing Countries,” *AEA Papers and Proceedings*, pp. 71~75.

- Christoffersen, Peter and Robert Wescott, 1999, "Is Poland Ready for Inflation Targeting?" IMF Working Paper No. 99/41 (March).
- Dooley, Michael, Rudiger Dornbusch, and Yung Chul Park, 2002, "A Framework for Exchange Rate Policy in Korea," KIEP Working Paper 02-02.
- Dornbusch, Rudiger, 2001, "Fewer Monies, Better Monies," *AEA Papers and Proceedings*, pp. 238 ~ 242.
- Eichengreen, Barry and Ricardo Hausmann, 1999, "Exchange Rates and Financial Fragility," NBER Working Paper No. 7418.
- Eichengreen, Barry, 2001, "Can Emerging Markets Float? Should They Inflation Target?" mimeo, University of California, Berkeley.
- Eichengreen, Barry, 2002, "What to Do with the Chiang Mai Initiative," presented at the Asian Economic Panel Meeting in Tokyo, May 21-22.
- Fischer, Stanley, 2001, "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" paper delivered at the Distinguished Lecture on Economics in Government, New Orleans.
- Frankel, Jeffrey, 1999, "No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times," NBER Working Paper No. 7388.
- Hoffmaister, Alexander W., 2001, "Inflation Targeting in Korea: An Empirical Exploration," IMF Staff Papers 48, pp. 317 ~ 343.
- Hunt, Benjamin, Peter Isard, and Douglas Laxton, 2002, "The Role of Exchange Rates in Inflation Targeting Regimes," mimeo, International Monetary Fund.
- Ito, Takatoshi, 2001, "Long-term Stagnation in Japan and Its Policy Implications," in *The Financial Crisis and Beyond*, Conference Proceedings, Korea Deposit Insurance Corporation.
- McKinnon, Ronald, 2001, "After the Crisis, the East Asian Dollar Standard Resurrected: An Interpretation of High-Frequency Exchange Rate Pegging," Joseph E. Stiglitz and Shahid Yusuf eds., *Rethinking the East Asian Miracle*, New York: Oxford University Press, pp. 197 ~ 246.

- Mishkin, Frederic S., 2000, "Inflation Targeting in Emerging-Market Countries," *AEA Papers and Proceedings*, pp. 105 ~ 109.
- Mishkin, Frederic S. and Klaus Schmidt-Hebbel, 2001, "One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?" NBER Working Paper No. 8397.
- Schaechter, Andrea, Mark R. Stone and Mark Zelmer, 2000, "Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries," Occasional Paper No. 202, Washington, D.C.: IMF.
- Svensson, Lars E. O., 1997, "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets," *European Economic Review* 41, pp. 1111 ~ 1146.
- Svensson, Lars E. O., 2000, "Open-economy Inflation Targeting," *Journal of International Economics* 50, pp. 155 ~ 183.

<그림 1>

통화총량 증가율 추이

