

외환시장개입에 관한 이론적 연구*

A Theoretical Analysis of Foreign Exchange Market Intervention

林 在 烈**
(Lim, Jae-Yeol)

논문접수일 : 97. 11

게재확정일 : 97. 12

목 차

- | | |
|-----------------|-------------------|
| I 머리말 | IV 외환시장개입의 정책적 합의 |
| II 외환시장개입의 기초개념 | |
| III 외환시장개입의 효과 | V 요약 및 결론 |

I. 머리말

주지하는 바와 같이 1973년 이후 주요 선진국들은 변동환율제를 채택하고 있다. 이들의 20여년간의 경험을 통하여 불 때 변동환율제하에서의 환율의 실제적인 변화 양태는 당초 예상과는 달리 그 가변성(volatility)이 대단히 크고, 장기균형환율 수준을 상당기간 이탈하는(misaligned) 양상을 보이고 있다. 이에 따라 과도한 환율변동을 완화시키고 환율수준을 장기균형수준으로 복귀시키기 위하여 통화당국의 외환시장개입에 대한 필요성이 크게 제고되었으며, 학문적인 관점에서도 외환시장개입에 대한 논의가 환율정책 및 환율결정이론에서 중요한 위치를 차지하게 되었다.

* 이 논문은 1994년도 한국학술진흥재단의 공모과제 연구비에 의하여 연구되었음.

** 강원대학교 무역학과 교수

1983년에 제시된 Jurgensen 보고서¹⁾에 의하면 G-7국가에 의해 이루어진 1973-81년간 외환시장개입이 환율에 미치는 효과는 적절한 국제경제정책의 협조가 없었다면 일시적이었을 것이라는 회의적인 견해가 제시되었다. 그러나 1985년 플라자협정 및 1987년 루브르협정 체결시에 채택한 선진국들간의 성공적인 협조개입을 계기로 외환시장개입에 대한 관심이 재개되게 되었다.

본 연구에서는 그 동안 국내외에서 활발하게 제시되고 있는 외환시장개입에 관한 이론적, 실증적인 연구결과들을 비교·검토하여 외환시장개입에 관련한 제반 개념에 대하여 논의하도록 한다. 그리고 이를 토대로 향후 환율변동폭의 제한이 철폐되고, 자본자유화 및 외환거래자유화가 크게 진척될 우리나라에서의 외환시장개입의 방향 및 전략에 대한 정책적인 함의를 도출하고 동시에 기존연구가 갖고 있는 문제점들을 지적함으로써 앞으로 전개되어야 할 연구방향을 제시하고자 한다.

II. 외환시장개입의 기초개념

1. 개요

현재 선진국에서 환율의 움직임에 영향을 미치기 위한 정책수단으로 널리 사용되는 것이 통화당국의 외환시장개입이다. 외환시장개입은 기본적으로 자본이동이 자유로운 상황에서 통화당국이 환율에 영향을 미치기 위하여 자국통화에 대하여 외환을 사거나 파는 행위를 말한다. 외환시장개입은 기본적으로 외환에 대한 초과수요가 과도하여 자국통화표시 환율이 누적적으로 상승하고 있는 경우에는 자국통화를 대가로 외국통화를 매각하여 환율상승폭을 억제하고, 반대로 외환시장에서 외환의 초과공급으로 인하여 환율이 지나치게 하락하고 있는 경우에는 자국통화를 대가로 외국통화를 매입함으로써 환율의 과도한 하락을 방지한다.

환율에 영향을 미칠 수 있는 정책수단으로는 외환시장개입외에도 자본이동에 대한 규제와 통화 및 재정정책 등이 있는데, 통화 및 재정정책의 경우 물가, 고용과 같은 환율 이외의 변수에 대한 일국의 목표와 상충될 수 있어 그 사용이 제한적일 수 밖에 없으며, 자본이동에 대한 규제는 자본이동 자유화가 이루어지고 있는 현 시점에서 유용성이 없다. 이러한 관점에서 외환시장개입은 이들 중에서 가장 신

1) 1983년에 G-7국가들에 의하여 Jurgensen Report가 제시되었는데, 그 요지는 다음과 같다. 첫째, 불태화시장개입은 태화시장개입보다 일반적으로 환율에 미치는 영향이 작고, 둘째, 환율에 미치는 효과가 단기적으로는 유효하고, 셋째, 장기적인 효과를 갖는 것 같지 않고 그 효과는 때때로 다른 거시경제정책의 효과에 의하여 압도되며, 넷째, 어떠한 단일 국가에 의하여 주도되는 일방적 개입보다 여러 국가들에 의하여 이루어지는 협조적인 공동개입이 보다 효과적이다.

축적이고 직접적으로 환율에 영향을 미칠 수 있는 정책수단이라 할 수 있다.

외환시장개입은 현물, 스왑, 아우트라이트 등의 다양한 경로를 통하여 이루어질 수 있으며, 분석적인 관점에서 선물환을 통한 개입이나 현물환을 통한 개입이나 현물환율에 미치는 효과는 같으나 후자의 경우가 전자에 비하여 보다 명확하고 정확한 메시지를 보내 쉽게 감지할 수 있어 주로 현물환시장을 통하여 이루어진다.²⁾

외환시장개입을 결정하는 권한은 통상 정부에 있으나 중앙은행이 위임을 받아 집행하는 것이 세계적인 추세이다. 미국의 경우 연방준비은행과 재무성 두개의 기관이 외환시장개입을 하는데 뉴욕연방준비은행이 재무성으로부터 위임을 받아 외환시장개입을 하고 있다. 일본의 경우 상업은행에 보유되어 있는 숨겨진 정부 명의의 외환준비금을 가지고 외환시장에 개입한다. 한편 프랑스, 이탈리아, 스페인, 영국의 경우는 국영기업들이 외국통화를 차입하여 이를 가지고 외환시장에서 그들 통화를 구입하는데 사용함으로써 외환시장에 개입한다. 이때, 이탈리아와 영국은 재무성이 그들이 입은 외환손실을 보상해주지만, 프랑스와 스페인의 경우는 그들 스스로 환위험을 부담한다. 우리나라의 경우도 재정경제원이 외국환평형기금을 설치하고 외환시장에 참여하도록 규정되어 있으나, 현재 동 기금에 대한 업무는 재정원장관의 위임을 받아 한국은행이 담당하고 있다.

이렇듯 각국의 통화당국은 외환시장개입에 있어 재무성, 중앙은행, 국영기업, 상업은행 등과 같은 상이한 기구를 운영하고 있다. 본고에서는 외환시장에 개입하는 주체를 중앙은행을 포함하여 외환시장에서 환율에 영향을 미치기 위하여 외환을 사고 파는 모든 공적기관을 의미하도록 하며, 이하에서는 이를 일반화하여 통화당국이라고 칭하도록 한다.

2. 외환시장의 개입목적

외환시장개입은 다음과 같은 여러 동기에 의하여 이루어진다.

첫째, 환율의 급격하고 불규칙한 단기적인 변동을 억제하기 위하여 이루어진다.

둘째, 환율의 변동추세에 영향을 미치기 위하여 이루어진다. 이는 첫번째의 경우 보다는 장기적인 관점에서 외환시장개입을 하는 것이며, 월 혹은 분기 측면에서 균형환율로부터의 이탈을 억제하기 위하여 이루어진다.³⁾

셋째, 자국통화의 가치가 오르고 내릴 때 외환을 팔거나 구매함으로써 여타 거시경제부문의 조정을 가속화시킨다. 즉 외환시장에 개입함으로써 영향을 미치고자 하는 가격안정, 완전고용 등의 안정화를 위하여 외환시장에 개입한다.

넷째, 환율에 영향을 미치는 것과는 달리 통화량에 영향을 미친다는가, 수출입에 영향을 미치기 위하여 외환시장에 개입하기도 한다.

다섯째, 외환자산의 보유규모 또는 그 구성을 변경시키기 위하여 외환시장에 개

2) 미국, 일본, 독일의 경우 현물환시장을 통하여 외환시장개입이 이루어진다.

3) 이는 통화당국이 민간부문에 비하여 보다 많은 정보를 가지고 있음을 가정한다.

입한다.

3. 외환시장의 개입유형

외환시장의 개입은 여러 기준에 따라 아래와 같이 다양한 형태로 구분해 볼 수 있다.

(1) 외환시장개입의 지속성 여부에 따라

1) 단기

이는 2-3일에 걸쳐 개입이 이루어지는 것으로 외환시장에서의 매입율과 매도율의 차이가 확대된다든가, 일중환율의 대폭적인 변화가 초래된다든가, 자기관성을 갖고 환율이 변화한다든가 등 외환시장에서의 비정상적인 조건에 의하여 발생하는 환율의 변화를 완화시키기 위하여 이루어진다.

2) 중기

어떤 일정한 크기를 초과하는 단기적 환율의 변화 혹은 불규칙한 환율의 변화를 억제한다든가, 후술하겠지만 바람에 기대는 방식의 개입을 하는 경우가 이에 해당한다.

3) 장기

이는 지속적으로 환율수준에 영향을 주기 위하여 이루어지는 것으로서 월 단위로 이루어지는 외환시장개입을 말한다. 이는 일반적으로 통화당국이 그들이 채택한 정책을 평가하기 위한 시간을 번다든가, 기초변수로부터 괴리되는 환율변화를 억제하거나, 외부충격이 국내통화조건에 미치는 충격효과를 줄임으로써 통화정책에 여유를 준다는든가, 인플레이션에 의한 우려 때문에 평가절하를 막는다는든가, 평가절하를 억제함으로써 가격경쟁력을 유지하기 위하여 이루어진다.

(2) 통화량의 변화를 수반하는가 여부에 따라

1) 태화개입(non-sterilized intervention)

통화당국이 외환시장에서 자국통화를 대가로 외환을 매입·매각함에 따라 (1)식에서와 같이 본원통화가 변화하며 이로 인해 통화량이 변화한다. 따라서 대부분의 경제학자들은 태화시장개입을 일종의 통화정책의 범주로 간주하고 있다.⁴⁾

4) 태화시장개입은 통화정책과 같이 환율에 영향을 미친다.

$$\Delta DC + \Delta NFA = \Delta R \quad (1)$$

(1)식은 중앙은행의 대차대조표상에서 얻어지는 항등식을 나타내며, 이때, DC는 국내여신, NFA는 순외화자산, R은 본원통화, Δ 는 변화분을 나타낸다.

2) 불태화개입(sterilized intervention)

이는 외환시장개입으로 인해 초래되는 본원통화의 변화분을 통화당국이 공개시장조작을 통하여 상계시키는 경우를 의미한다.⁵⁾ 불태화의 방법으로는 외환시장에서 외화자산을 매입함과 동시에 첫째, 중앙은행이 보유하고 있는 국내자산을 매각하는 방법, 둘째, 국내부채인 중앙은행채권을 발행하여 매각하는 방법, 셋째, 외화부채인 외국통화표시채권을 외국의 중앙은행으로부터 혹은 외국의 신용시장으로부터 발행하여 조달하는 방법이 있다. 우리나라에서는 불태화개입을 하고 있는 것으로 알려지고 있으나 국공채시장이 잘 발달되어 있지 않아 국내자산을 매각하는 대신 중앙은행의 국내부채인 통화안정증권을 발행매각하는 방식의 불태화개입을 하고 있다.⁶⁾

대외준비자산의 변동이 어느 정도 국내자산의 변동에 의하여 상계되느냐라고 하는 불태화정도를 살펴보기 위하여 대부분의 실증연구들은 국내여신정책에 대한 반응함수를 통하여 분석하고 있다.⁷⁾

전형적으로 국내여신은 외화준비의 변화분, 현재 산출량의 괴리, 인플레이션율에 대응한다고 가정하여 중앙은행의 국내여신정책의 반응함수를 다음과 같은 형태로 설정한다.

$$\Delta DC = \alpha_1 \Delta NFA + \alpha_2 GAP + \alpha_3 \pi + \mu \quad (2)$$

이때, GAP는 국민소득의 갭을, π 는 물가상승율을, μ 는 통계적 오차를 나타내고 있다. α_1 은 불태화계수를 나타내며, 그 값은 음(-)의 값을 가져, -1 보다 크고 0 보다 작은 값을 가지며, 완전한 불태화가 이루어지는 경우 -1 의 값을 갖는다.

많은 분석의 경우 표본기간 동안의 심각한 제도적 변화가 있음을 감안하여 위의 방정식을 추정하는 과정에서 단기와 장기로 나누어 분석을 하기도 하는데, 대체적으로 불태화개입은 단기적으로는 가능하나, 장기적으로는 가능하지 않은 것으로 평가되고 있다.

태화시장개입의 경우 환율에는 지속적인 영향을 미칠 수 있으나 국내 통화정책

5) 이 경우에는 통화량의 변화로 인해 발생하는 환율에 미치는 효과는 기대할 수 없다.
 6) 이에 따라 한국은행 대차대조표상에서 자산측면에서 외화자산이 증가하는 동시에 부채측면에서 국내부채가 증가하고 본원통화는 변화하지 않는다.
 7) 불태화의 정도는 단기나 장기나에 따라 그 크기가 다르다.

면에서는 교란요인⁸⁾이 될 수 있는 제약성을 갖고 있는 반면, 불태화시장개입의 경우에는 환율에 미치는 효과는 단기적이고 일시적이나 환율정책과 통화정책을 독립적으로 수행할 수 있다는 잇점이 있다.

(3) 국가간 협조가 이루어지는가의 여부에 따라

1) 일방적개입

이는 다른 나라 중앙은행의 행동과는 무관하게 한 나라의 통화당국에 의하여 일방적으로 이루어지는 외환시장개입을 말한다. 선험적으로 볼 때 일방적개입보다는 후술할 협조개입이 보다 효과적일 것이라고 판단되나 실제 이들 효과의 차별성에 대한 실증분석을 통해 볼 때 협조개입이 비협조개입보다 항상 효과적이다라는 결론을 일의적으로 내리기는 어려운 것 같다.⁹⁾

2) 협조개입

협조개입이란 2개 이상의 중앙은행이 동일한 통화에 대하여 동일자에 동일한 방향으로 개입하는 경우로서 이는 1985년 9월 플라자합의 이후 G-7 국가들간에 자주 사용되고 있다.¹⁰⁾ 그러나 1990년대에 들어 미국의 경기침체, 일본경제의 거품소멸, 독일의 통일 등 정치·경제 여건 변화로 주요 선진국간 거시경제협조가 소홀해짐에 따라 협조개입도 다시 줄어들고 있는 실정이다.

(4) 직접개입 및 간접개입

직접개입은 통화당국이 자신의 명의로 외환시장에 개입하는 것으로 통화당국의 의도하는 바를 시장에 공개적으로 알리고자 할 때 사용하고, 간접개입은 통화당국의 의도를 알리지 않아야 할 경우에 주로 상업은행과 같은 대리금융기관을 통하여 이루어진다.

4. 외환시장개입방식

외환시장개입은 크게 바람에 기대는 개입방식과 목표환율대에 의한 개입방식으로 나누어 볼 수 있다.

8) 이러한 측면 때문에 대부분 국가의 통화당국은 환율정책이 금융정책을 방해하는 것을 원치 않아 불태화를 한다.

9) Edison, p.35

10) 일반적으로 외환시장개입시 주로 자국 외환시장을 이용하나, 협조개입을 하는 경우 타국 외환시장에 참여하기도 한다.

(1) 바람에 기대는 개입방식(leaning against the wind)

이는 환율변동의 장기적인 추세는 외환시장에서 결정되도록 방임하지만 단기적으로 환율의 과도한 변동을 완화시킬 목적으로 평가절하되는 통화는 매입하고, 평가절상되는 통화는 매각하는 방식의 외환시장개입을 말한다.

일반적으로 바람에 기대는 외환시장개입이 과도한 환율 변화를 억제하기 위하여 일어난다고 하는데 이러한 논의에는 다음과 같은 세가지 측면이 타당하게 성립하여야 한다. 첫째, 가능한 객관적인 근거를 통하여 현재의 환율변화가 과도하다는 사실이 입증되어야 한다. 둘째, 이러한 과도한 환율의 변화가 경제활동에 영향을 미쳐 중요한 경제문제를 야기시키고 있어야 한다. 셋째, 통화당국은 외환준비를 사고 파는 과정을 통하여 환율의 과도한 변화를 완화시킬 수 있어야 한다.

(2) 목표환율대에 의한 개입방식

목표환율대 개입방식이라 함은 일 국민경제가 추구하는 어떠한 경제목표와 일치하는 환율수준을 유지하기 위하여 이루어지는 외환시장개입이라 할 수 있다. 이는 적정한 환율수준을 중심으로 실제 환율의 변동범위를 상한선과 하한선으로 목표환율대를 설정하고, 동 범위내에서는 자유로운 환율변동을 허용하나, 실제 환율이 목표환율대를 벗어나거나 또는 벗어날 우려가 있는 경우에 통화당국이 외환시장에 개입하는 방식을 말한다. 이는 궁극적으로 통화당국이 민간부문보다 목표환율에 대한 우월한 정보를 갖고 있으며, 실제의 환율이 이러한 목표환율에 근접할수록 바람직하다는 전제하에 가급적 목표환율을 유지하기 위해 이루어지는 외환시장개입방식이다.¹¹⁾

환율이 목표환율을 초과하면 통화당국이 외화자산을 매각하여 환율을 낮추려고 하고, 환율이 목표환율을 하회하면 외화자산을 매입하여 환율을 목표환율대 이내로 유지한다.¹²⁾ 물론 이때 설정된 목표환율대는 항구적으로 고정되는 것이 아니라 장기에 걸친 환율의 왜곡을 시정하거나 과도한 환율변동을 방지하기 위하여 장기적으로 조정이 이루어진다.

외환시장개입의 동기를 실증적으로 분석하기 위하여 외환시장개입의 반응함수를 추정하게 되는데 대개의 경우 단일방정식이 제시되며, 종속변수로서는 실제의 외환시장개입규모나 이에 대한 자료의 수집이 어려운 경우 그 대리변수로서 대외준비자산의 변화분을 사용하고, 독립변수로는 연구들마다 다르지만 대부분이 환율의 변화분이나 목표환율대로부터의 편차를 사용하고 있다. 따라서 그 전형적인 함

11) 이때, 제기되는 문제점은 현실적으로 목표환율수준을 어떻게 정의추정하느냐는 것이고 목표환율정책이 다른 정책목표와 상충될 수 있다는 것이다.

12) 유럽연합국(European Union:EU)들의 경우는 환율조정기구(ERM)와 같이 목표환율수준을 명시적으로 취하고 있다.

수형태로는 아래의 (3)식과 같다.

$$I_t = \alpha_0 + \alpha_1(s - s^*) + \alpha_2\Delta s + \alpha_3\Delta s_{-1} + \beta X + \mu_t \quad (3)$$

이때, s 는 실제환율, s^* 는 목표환율을 각각 나타내며, Δs 는 명목환율의 변화분¹³⁾, X 는 무역수지, 전기의 실업율, 전기의 물가상승율, 전기의 외환시장개입, 이외에도 외환시장개입의 결정에 영향을 미칠 수 있는 여러 다른 거시경제변수들의 벡터를 나타낸다.

α_1 은 현물환율이 장기 목표환율로부터 이탈되었을 때 이를 시정하기 위하여 외환시장에 개입하는 정도를 반영하며 α_2 는 바람에 기대는 방식에 의하여 이루어지는 개입의 정도를 나타낸다. 따라서 전자의 부호는 음(-)이고, 후자의 부호 또한 음(-)이다.¹⁴⁾ 왜냐하면 실제환율이 목표환율을 상(하)회하면 통화당국은 외화를 매각(입)하고, 그들 통화의 값이 평가절하되면 통화당국은 외화를 매각하고자 하기 때문이다. 그리고 (3)식에서 독립변수로서 환율변화율의 시차변수인 s_{-1} 를 포함시키고 있는 이유는 통화당국의 정책이 점차 수정되어 외환시장개입이 전기의 환율 변화율에 반응한다고 보기 때문이다.

대부분의 실증연구를 통해 볼 때 외환시장의 개입동기가 국가들마다 다르지만 많은 국가들이 바람에 기대는 방식에 의한 외환시장개입을 채택하고 있는 것으로 밝혀지고 있다.¹⁵⁾ 이는 현실적으로 국가간 경제력 차이를 잘 반영하는 목표환율을 결정하기 어렵고, 외환시장의 개입부담도 커 장기간 운용하기 어려워 외환시장개입은 환율의 단기변동폭 축소에 목적을 두는 것이 보다 바람직하기 때문인 것으로 평가된다. 그리고 나라에 따라 다르지만 평가절하할 때와 평가절하할 때의 계수가 달라 외환시장의 개입이 비대칭적으로 이루어지는 것으로 알려지고 있다. 이러한 바람에 기대는 방식에 있어 관측되고 있는 비대칭성은 각국의 통화당국이 가급적 낮은 인플레이션을 유지하고, 국내산업의 국제경쟁력을 제고시키기 위한 것으로 밝혀지고 있다.

환율의 안정과 목표환율로의 접근을 환율정책의 목표로 삼을 경우 환율의 안정을 위한 바람에 기대는 방식은 목표환율로의 환율수준의 조정이라는 목적과 상반될 수 있는 상황이 발생할 수 있으며, 반대로 목표환율로의 환율수준의 조정이 환율의 안정에 역효과를 가져올 수 있다. 따라서 외환시장개입을 할 때는 현재의 환율변동 뿐만 아니라 현재의 환율이 어떠한 추세에 있느냐 하는 점도 함께 고려되어야 한다. Gartner에 의하면 통화당국이 외환시장개입을 하는 경우를 크게 바람에 기대는 방식에 의하여 개입을 하는 경우와 목표환율을 유지하기 위하여 개입을 하

13) 명목환율의 변화분 대신에 실질환율의 변화분을 사용하기도 한다.

14) α_2 의 정(+)이면 이는 '바람을 타는 개입'(lean with the wind)을 하고 있음을 나타낸다.

15) Gartner(1987)의 연구결과에 의하면 스위스 중앙은행은 주로 목표환율대 방식에 의한 외환시장개입을 하고 있다.

는 경우로 나누어 전자의 경우 평가절하되고 있고 평가절상이 되고 있는 두가지의 경우로 나누고, 후자의 경우는 환율이 과대평가되고 있는 경우와 과소평가되고 있는 두가지의 경우로 나누어 자국통화가 평가절상되고 자국통화가 과대평가되는 경우와 자국통화가 평가절하되고 과소평가되는 경우 외환시장개입을 통한 이들의 목표달성간에 갈등이 발생하지 않지만, 자국통화가 평가절상되고 과소평가되어 있고 자국통화가 평가절하되고 과대평가되어 있는 경우 외환시장개입을 하는 경우 이들간에 상충성이 발생한다고 본다.¹⁶⁾

Ⅲ. 외환시장개입의 효과

외환시장개입의 효과는 외환거래규모에 대한 외환시장개입규모의 상대적 크기¹⁷⁾, 국내자산과 외화자산간의 대체성의 정도¹⁸⁾, 자본자유화의 정도, 미래정책에 대한 예상 등에 의하여 결정된다.

환율결정모형인 통화론적 모형의 경우 국내자산과 외화자산이 완전대체적인 것으로 파악하여 불태화개입은 통화량을 변화시키지 않으므로 환율에 영향을 미치지 않는 것으로 파악되나 포트폴리오균형모형의 경우 통화량이 변화하지 않더라도 국내자산과 외화자산이 불완전대체적이라면 포트폴리오 구성의 변화를 통하여 환율에 영향을 미친다고 본다. 한편 통화량이 변화하지 않고 국내자산과 외화자산이 완전대체적이라도 외환시장개입에 의하여 시장참여자들에게 미래 정책에 대한 새로운 정보를 전달하여 예상을 변화시키면 환율의 변화를 초래할 수도 있다.

이하에서는 외환시장개입의 형태를 크게 통화량의 변화를 수반하는 태화개입과 변화를 수반하지 않는 불태화개입으로 나누어 분석하고 불태화개입의 경우 포트폴리오효과와 신호효과로 나누어 분석하도록 한다.

1. 태화시장개입의 효과

태화시장개입은 외환시장개입에 따라 발생하는 본원통화의 변화를 불태화시장개입과 같이 공개시장조작을 통하여 상계시키지 않는다. 따라서 태화시장개입은 환율결정에 중요 결정변수라 할 수 있는 통화량의 변화를 초래하여 환율에 영향을

16) 이에 대한 구체적인 내용에 대하여는 Gartner(1987)을 참고할 것.

17) 현실 세계에서는 외환시장규모에 비하여 외환시장의 개입규모가 작고 산발적으로 이루어지고 있다. 이러한 점에서 외환시장개입 효과에 대한 회의적인 견해가 제시되고 있다. 그러나 Hung(1991)에 따르면 외환시장개입 규모가 비록 작더라도 상대적으로 알고 불확실한 시장에 진입함으로써 환율에 영향을 미칠 수 있으며 더욱이 지극히 짧은 시간대에 외환시장개입이 이루어지기 때문에 그 시간대에서 결코 민간 외환시장 규모에 비하여 작다고 할 수 없다.

18) 이때, 국내자산과 외화자산간의 대체성정도가 외환시세에 미치는 영향의 크기를 결정짓는 데, 그들간의 대체성이 작으면 작을수록 환율에 미치는 영향은 크다.

미친다.¹⁹⁾ 따라서 태화시장개입은 대개의 경우 통화정책의 범주로 포함시키고 있다.

태화시장개입에 의하여 이루어지는 통화량의 변화가 환율에 미치는 효과는 너무도 자명하므로 본고에서는 이에 대한 논의는 생략하고 주로 통화량의 변화를 수반하지 않는 불태화시장개입이 환율에 미치는 효과에 대하여 분석하도록 한다.

2. 불태화시장개입의 효과

불태화시장개입 효과의 이론적 파급경로는 환율결정모형에 의존하는데 크게 통화경로, 포트폴리오경로, 신호경로로 나누어 볼 수 있다. 이때, 통화경로는 통화량의 변동을 통하여 환율에 미치는 과정으로서, 불태화개입에서와 같이 통화량의 변화가 수반되지 않는 한 작동하지 않아 환율에 아무런 영향을 미치지 않는다. 이에 반해 포트폴리오경로는 비록 불태화시장개입을 통하여 통화량이 변화하지 않더라도 국내자산과 외화자산이 불완전대체적이어서 새로운 포트폴리오균형이 이루어지는 과정에서 환율에 영향을 미친다. 신호경로는 외환시장개입이 미래경제정책에 대한 시장참여자들의 예상을 변화시킴으로써 환율을 변화시키는 과정을 의미한다.²⁰⁾

(1) 포트폴리오 구성의 변동효과

환율결정모형으로서의 통화론적인 접근방법에 따르면 국내자산과 해외자산을 완전대체적으로 보고 있기 때문에 불태화시장개입으로 통화량이 변하지 않으면 환율에 영향을 미치지 못하는 것으로 파악한다. 이와는 달리 포트폴리오균형모형에 의하면 국내자산과 해외자산을 불완전대체적²¹⁾으로 파악함으로써 불태화개입이 민간이 보유하는 채권의 구성을 변화시킴으로써 환율에 영향을 미칠 수 있다고 본다.²²⁾

포트폴리오균형모형에 따르면 불태화개입이 효과를 시현하기 위하여는 첫째, 국내자산과 외화자산은 서로 불완전대체적이다. 둘째, 국내자산과 외화자산은 외부자

19) 이러한 효과는 통화론적인 환율결정모형에 의하여 쉽게 확인할 수 있다.

20) 위에 언급한 불태화외환시장개입이 어떠한 경로를 통한 장기적인 환율의 움직임에 영향을 줄 수 있다면 이것은 정책결정자들에게 재정정책이나 금융정책과는 구별되는 또 다른 정책수단이 제공된다는 사실을 의미한다.

21) 국내자산과 외화자산이 서로 대체적이지 못한 이유는 불완전정보, 환위험, 채무불이행의 위험, 정치적위험, 선호된 습관(preferred habitat), 행정규제 등으로부터 비롯된다 하겠다.

22) 그들간의 대체성이 완전하면 불태화개입의 결과 기존의 환율이나 이자율수준하에서 포트폴리오를 변경시켜야 할 어떤 유인도 갖고 있지 않기 때문에 현물환시세에 아무런 영향을 미치지 않는다.

산이라는 두가지 가정이 충족되어야 한다.

불태화개입은 당국자에 의하여 매입된 증권에 대한 초과수요와 판 증권에 대한 초과공급을 초래하여 포트폴리오불균형을 초래하며, 이를 해소하기 위하여 이들 자산에 대한 예상수익율을 변화시켜 이자율, 혹은 환율의 변화 혹은 이자율과 환율의 동시적인 변화를 필요로 한다.

$$i = i^* + (e^e - e) / e + \lambda \quad (4)$$

위의 (4)식은 포트폴리오의 균형상태를 나타내주고 있는 식으로서 i 는 국내이자율, i^* 는 해외이자율, e 는 현물환율, e^e 는 예상되는 미래환율, λ 는 위험할증을 각각 나타낸다. (4)식에서 국내자산과 외화자산이 완전대체적인 경우 위험할증 λ 는 0의 값을 가지나 불완전대체적인 경우 위험자산에 대한 위험보상적 성격을 갖는 λ 의 값은 0과 다른 값을 갖는다. 포트폴리오구성 효과라 함은 국내자산과 외화자산의 상대적 크기가 변동함에 따라 이것이 위험할증에 영향을 주어 포트폴리오의 새로운 균형이 달성되는 과정에서 환율에 영향을 준다고 본다.

포트폴리오경로를 통하여 환율에 미치는 효과를 확인하기 위하여는 환위험할증 $\lambda \{ = (i - i^* - (e^e - e) / e) \}$ 가 국내자산(B)과 외화자산(B*)간의 상대적 크기(B/B*)와 어떠한 함수관계에 있는가가 우선 검증되어 국내외자산간의 불완전대체 여부를 확인하여야 하며, 만약 이것이 유의성이 있다 할 때 환율과 국내자산과 외화자산간의 방정식을 추정한다. (4)식에서 불태화시장개입의 경우는 통화량의 변화를 수반하지 않기 때문에 국내외 이자율이나 미래환율은 변할 수 없어 궁극적으로 위험할증 λ ²³⁾이 외환시장개입에 의하여 변할 경우 (4)식에 따라 현물환율이 변하여야 한다.

한편 정부채권이 궁극적으로 미래의 조세에 의하여 상환되는 부채이고, 투자자들이 미래를 투시하여(forward looking) 이시점간(inter-temporal)에 최적화하고 이로서 미래세대의 후생을 내부화한다면 정부채권은 내부자산으로 평가되며, 이러한 경우 불태화시장개입은 상대적인 자산공급의 크기에 변화를 주지 않고 내부자산간의 단순한 구성의 변화만을 초래할 뿐이어서 외환시장균형에 아무런 영향을 미치지 못한다. 따라서 이러한 경우 소위 리카르도동등성(Ricardian Equivalence)이 성립하며 이에 따라 국내자산과 외화자산간의 대체성이 불완전해도 불태화시장개입이 현물환율에 아무런 영향을 미치지 못한다.

포트폴리오효과를 계측하기 위한 실증연구는 대체로 다음과 같은 세가지 형태를 통하여 이루어지고 있다.

첫째, 자산수요함수는 각 자산의 기대수익율과 부의 크기 등에 의해서 결정되는 것으로 가정하고 자산공급량의 변화가 환율에 미치는 영향을 파악하기 위해 개별

23) 이러한 위험할증을 어떻게 계측하느냐가 현실적으로 대단히 어려운 문제이다.

자산에 대한 구조적 자산수요함수를 직접 추정한다. 둘째, 역(inverted)자산수요함수를 계측하여 다른 통화로 표시된 채권간에 대체성이 존재하는지를 분석한다. 이때, 역자산수요함수란 자산수요대신에 그것에 영향을 주는 수익율을 종속변수화한 함수관계를 의미하는데 국내자산과 외화자산간의 사후 기대수익율의 차이를 종속변수로 놓고 추정한다. 국내자산과 외화자산간의 수익율의 사후적인 차이를 국내자산과 외화자산의 상대적 공급량에 대하여 회귀분석하는 경우 완전대체성과 합리적 기대의 합성귀무가설하에서 추계된 회귀계수가 유의적으로 0과 크게 다르다는 사실을 확인한다. 셋째, 평균분산분석과 같은 최적화 선택의 틀에서 도출된 자산수요방정식을 추정한다.

동 모형에 대한 실증적인 결과들을 살펴보면, Obstfeld는 독일을 대상으로 마르크화 표시채권에 대한 외국의 수요함수를 분석하여 설명변수인 채권수익율이 유의성이 있는 것으로 확인하여 포트폴리오균형모형이 외환시장개입효과를 분석하는데 타당하다고 주장한다. 이에 반해 Rogoff(1984)는 캐나다와 미국을 대상으로 추정한 결과 외환시장개입을 통한 자국 및 외화표시자산의 상대적 규모의 변화가 환위험할증에 미치는 영향을 분석하면서 그 계수가 유의적이지 못하고 부호가 틀려 환위험할증에 영향을 주지 못하기 때문에 포트폴리오균형 경로를 통한 외환시장개입의 효과가 없다고 하였다.²⁴⁾ Lewis(1988)도 선진국 통화를 대상으로 직접적인 자산수요함수를 계측하여 포트폴리오효과를 추정하였는데 과거의 연구에 비해 보다 개선된 계량기법을 사용하였음에도 불구하고 결과는 상대적인 기대수익율의 계수 대부분이 유의적이지 못하다는 회의적인 견해를 제시하였다.

앞서 논의된 포트폴리오경로를 통한 외환시장개입의 효과를 검증하는 과정에서는 다음과 같은 세가지 어려움이 제기된다. 첫째, 데이터 가용성의 제약과 관련된 것으로 예상수익율을 추계하는 과정에서 환율예상값에 대한 정확한 자료를 구하기가 어렵다. 둘째, 자산공급량에 대한 적절한 자료를 얻기 힘들다. 이는 각각 상이한 통화로 표시된 상대적 자산공급량의 계측을 정확히 하기 어려운 때문인 것으로 판단된다. 셋째, 환율과 외환시장개입간에 상당히 높은 '동시적 상관관계'(simultaneity problem)의 문제가 발생한다.²⁵⁾ 환율과 자산공급량이 동시에 결정되는 경우 환율을 종속변수로 다루는 것은 타당하지 않다. 이러한 동시적 상관관계를 감안하지 않는 연구는 자산공급에 대한 계수는 통계적으로 유의할지는 모르지만 부호가 잘못되는 결과를 제시한다.

(2) 신호효과

24) 포트폴리오 경로를 통한 불태화개입의 체계적인 효과를 기대하기 어렵다는 사실은 외환시장개입이 금융정책과 독립적인 수단이라고 할 수 없다는 것을 의미한다.

25) 환율이 변화하면 경상수지값에 영향을 미쳐 국내자산과 외화자산간의 상대적 공급의 크기를 변화시킨다. 더욱이 대부분의 경우 외환시장개입이 다른 금융정책에 의하여 동반되기 때문에 그 계수는 차라리 부분적일 가능성이 크다.

신호효과라 함은 통화당국이 외환시장에 개입함으로써 장래의 경제상태 및 경제정책 등에 대한 새로운 정보를 시장에 신호하여, 시장참가자들의 기대를 변화시킴으로써 환율에 영향을 미치는 것을 말한다.

외환시장규모에 비하여 외환시장개입의 규모가 상대적으로 작아져서 통화당국의 외환시장개입이 외환시장 참여자의 포트폴리오의 심대한 불균형을 초래할 수 있는 잠재력이 감소되고 있는데 이러한 측면에서 최근에는 포트폴리오 효과보다는 신호효과에 대한 관심이 증대되고 있다.²⁶⁾ 이하에서는 이러한 신호효과를 일방적으로 개입하는 경우와 협조개입하는 경우로 나누어 분석하도록 한다.

1) 일방적 개입하에서의 신호효과

외환시장개입과정에서 신호효과가 발생한다는 사실은 시장참여자들이 이를 미래 통화정책에 대한 한 신호로 인식함으로써 그들의 미래 통화정책에 대한 예상을 변화시킴으로써 현물환율을 변화시킨다는 것이다.²⁷⁾

시장참여자들이 통화당국의 외환시장개입으로 인해 제시되는 신호를 믿는다면 오늘의 통화량이 변하지 않더라도 시장참여자들이 미래통화량에 대한 예상을 수정하면 미래환율에 대한 예상을 수정하여 현물환율에 영향을 미칠 수 있다. 예를 들어 시장참여자들이 현행 외환시장개입을 통한 외환의 매각(입)을 미래에 통화량이 수축(확장)된다는 사실을 신호한다고 믿어버리면 이는 현시점에서 통화량이 변화하지 않더라도 미래의 통화량이 감소(증가)할 것으로 예상하여 즉각적인 평가절상(하)을 초래한다.

합리적예상의 가정을 채택하고 있는 자산시장모형에서는 환율은 금융변수의 현재값 뿐만 아니라 미래가치에 의하여 영향을 받는데 미래변수들에 대한 외환시장 참여자들의 예상이 변화하면 미래 현물환율에 대한 예상이 변할 것이고 이는 다시 현물환율의 변화를 초래한다. 이러한 과정을 (4)식을 통해 살펴보면 미래에 예상되는 환율수준 e^e 가 변할 때 (4)식이 지속적으로 성립하기 위해서는 현물환율 e 가 변화하여야 한다는 것이다. 이때, 외환시장개입은 장래 통화정책변경의 신호로서 해석되어 그와 같은 정책변경은 다시 장래 균형환율수준에 대한 기대를 변동시키고 변경된 기대는 환율에 영향을 미친다.

26) 신호효과는 현 개입의 크기에 의존하지 않는다. 중요한 요인은 얼마나 잘 현 외환시장개입이 정부의 의도된 미래정책에 대한 정보를 전달할 수 있느냐이다. 이러한 관점에서 신호효과는 외환시장개입이 현 통화량에 영향을 미칠 것인가에 관계없이 즉 불태화되든 아니든간에 관계없이 작동한다. 따라서 포트폴리오효과가 환율에 미치는 영향은 그 크기가 시간에 관계없이 일정하지만 신호효과의 경우는 시장분위기에 달려 있기 때문에 시간에 따라 다르다.

27) 미래 통화정책에 대한 예상이 변하지 않더라도 이들이 미래 환율에 대하여 갖는 연계과정에 대한 시장참여자들의 견해가 변하면 미래 현물환율에 대한 예상이 변화하여 환율이 변한다.

이러한 신호효과는 국내자산과 외화자산간이 완전대체적²⁸⁾이어도 그리고 리카르도동등성이 성립하더라도 불태화개입을 통하여 알려지지 않았거나 환율결정과정
에 포함되지 않는 정보를 제공할 경우 현물환율에 영향을 미칠 수 있다.²⁹⁾ 신호효과
가 보다 유효하기 위해서는 첫째, 시장참여자로부터 신뢰를 얻어야 한다. 신호효과
는 시장참여자들의 외환시장개입에 대한 인식에 달려있다. 만약 시장참여자들이 외
환시장개입에 의하여 제시되는 신호를 믿는다면 그들은 중앙은행의 편을 들어줌으
로써 환율에 영향을 미친다. 외환시장개입에 대한 중앙은행의 기본정책기조가 없거
나 또는 그 기조가 다르게 행하여질 경우 투자자들은 외환시장개입을 통한 중앙은
행의 정책의지를 신뢰하지 않을 것이다. 정부는 일시적인 목적을 위하여 실제 재정
정책이나 금융정책을 사용할 의사가 없음에도 불구하고 신호효과를 이용하는 것은
이습우화에서와 같이 늑대의 출현을 자주 외치는 것과 같아 궁극적으로 시장참여
자들은 이를 인지함으로써 통화당국의 정책에 대하여 신뢰하지 않을 뿐만 아니라
경우에 따라서는 저항함으로써 신호효과는 무기력해진다. 따라서 이러한 과정에서
발생하는 비용이 크기 때문에 중앙은행은 잘못된 신호를 전달하는 것을 자제하고
자 한다. 둘째, 외환시장개입과 통화정책간의 연계성이 분명해야 한다. 때로는 단
순히 일시적인 환율변동을 완화하기 위하여 외환시장개입이 이루어지는 경우가 있
는데 이러한 경우 외환시장개입의 신호효과는 크게 약화될 수 밖에 없다. 외환시장
개입의 신호효과가 어떠한 영향을 갖기 위해서는 이러한 정책에 수반해서 정부가
금융정책과 재정정책을 통하여 그것의 공표와 개입 사실을 뒷받침해주어야 한다.
신호경로를 통해서 불태화개입은 밑바탕을 이루는 화폐정책, 재정정책 그리고 다른
경제적 기초변수와 일치할 때 장기적으로 유효하다. 어떠한 정책이 병행되지 않고
자주 사용되면 비효율적이다.³⁰⁾ 셋째, 외환시장개입에 관한 정보가 시장참여자
에게 정확히 전달되어야 한다.³¹⁾ 신호효과가 작동하기 위하여는 시장참여자
들이 외환시장개입에 대한 정보를 정확히 인지할 수 있어야 한다. 시장참여자
들에 의하여 감지되지 않는 비밀스러운 개입은 신호효과가 시현될 수 없다. 이
러한 측면에서 볼 때 일반적으로 외환시장개입에 대한 자료가 공개되고 있지
않기 때문에 신호효과를 극대화시키기 위하여는 외환시장개입 사실과 그 크기가
공포되어야 한다.³²⁾

한편 이러한 신호효과에 대한 실증분석 결과에 대하여 살펴보면 Klein과

28) 이는 신호효과가 국내자산과 외화자산간의 대체성 여부에 관계없이 성립한다는 사실을 의미한다.

29) 이러한 측면에서 통화당국은 민간 부문에서 갖고 있지 않은 미래경제 변수에 대한 내부 정보(inside information)를 가지고 있다는 것이다.

30) 이러한 의미에서 외환시장개입은 재정정책이나 금융정책과 독립적인 정책수단으로 간주될 수 없다.

31) 외환시장개입에 관한 정보가 시장참여자에게 전달되는 경로(신문보도 여부 등)에 따라서도 신호효과의 유효성은 영향을 받을 수 있다.

32) 최근의 연구에 의하면 외환시장개입에 관한 시장정보의 불확실성으로 인해 외환시장개입이 환율에 미치는 영향에 대하여 의문이 제기되고 있다.

Rosengren(1991)은 외환시장개입이 단기에는 신호로 작용하나, 그 효과가 조만간에 소멸되기 때문에 외환시장개입과 통화정책 사이에는 일관성이 없다고 주장한다. 이에 대해 Kaminsky와 Lewis(1993)는 외환시장개입이 미래금융정책에 대하여 어떠한 정보도 주지 못한다는 가설을 강하게 부정하였다. 그리고 평균적으로는 외환시장개입에 의하여 암시되는 것과는 반대방향으로 신호를 보낼 수도 있다고 주장하였다. Humpage(1989)는 DM/\$와 ¥/\$를 이용하여 추정한 결과, 체계적인 외환시장개입이 환율에 미치는 영향은 미미하나 시장참가자들에게 새로운 정보를 암시하는 경우에는 효과가 있다고 보았다. Dominguez(1986)는 외환시장개입이 정책변화에 대한 사전 암시를 민간부문에 전달하여 이들이 미래 환율에 대한 예상값을 변화시켜 현재환율에 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다.

이렇듯 신호효과와 유효성에 대한 실증분석에 있어서는 아직 일치된 결론에 도달하지 못하고 있으나 신호효과와 경로를 통한 개입의 효과는 유의적인 것으로 평가되고 있다. 그러나 유의적인 관계를 갖는다는 사실이 미래화폐정책 혹은 다른 정책결정에 대한 예상의 개입효과를 반영한다고 명확히 보기는 어렵다.

신호효과에 대한 실증분석은 아직 충분히 이루어지고 있다고 보기는 어렵다. 그 이유는 개입의 시점과 크기에 대한 자료가 통화당국에 의하여 통제되어 공개되지 않고 있기 때문이며 아울러 이러한 신호효과를 측정할 수 있는 방법이 아직 개발되어 있지 않기 때문이다. 그리고 신호효과가 과연 중요한가에 대한 명확한 결론 또한 얻어지지 않고 있기 때문이다.

앞서도 지적한 바와 같이 외환시장개입은 신호효과에 의하여 통화당국이 미래 화폐정책에 대한 내부정보를 시장에 전달하는 수단으로 사용된다. 그런데 문제는 정책변화에 대한 사전신호를 위해서라면 왜 통화당국이 단순히 정책을 발표하는 대신 외환시장개입을 택하느냐 하는 것이고, 아울러 대부분의 외환시장개입이 왜 비공개로 이루어지느냐는 점이다. 이에 대해 신호효과를 옹호하는 사람들은 단순히 정책을 발표하기 보다는 외환시장개입을 통하여 정책변화에 대한 신호를 주는 것이 정책의 신뢰성을 강화할 수 있다고 보기 때문이다. 왜냐하면 통화당국은 그들의 정책수행을 위한 외환시장개입을 통하여 이미 자본을 투자하였기 때문에 외환시장개입이 암시하는 정책을 시행하지 않았을시 이와 관련하여 상당한 비용이 초래될 것으로 예상되므로 통화당국이 반드시 정책을 수행할 것이라는 신뢰성을 강화하기 위하여 사용된다고 설명하고 있다. 신호효과에 대한 또 다른 비판은 시장참여자들이 외환시장개입을 인지하는 경우에만이 예상을 변화시킬 수 있는데 왜 통화당국이 이를 공개하지 않고 정책변경에 대한 정보를 전달하려고 하는가이다. 특히 공개되지 않은 외환시장개입은 다른 정책과 혼재되어서 시장참여자들에게 의도하는 정책변경의 신호를 정확히 전달될 수 없는 경우가 많다. 따라서 불태화시장개입이 신호효과를 통하여 환율에 영향을 주기 위해서는 시장참가자들이 통화당국의 외환시장개입을 통화당국의 의도와는 상관없이 미래의 정책변화에 대한 신호로 인식하든지, 그렇지 않으면 통화당국이 외환시장개입을 통하여 암시한 정책변화를 연이어

실현함으로써 외환시장개입이 정책변경의 신호로 인식될 경우에 한해서 그 효과가 예상된다 하겠다.

2) 협조적 개입하에서의 신호효과

1985년 플라자협정을 계기로 G-7국가를 중심으로 각국 중앙은행간의 협조개입이 증대되고 있다.

공동개입의 경우 우선 일방적개입에 비하여 외환시장개입의 절대적인 규모를 증대시킴으로써 그 효과를 강화시킬 수 있다.³³⁾ 그러나 공동개입이 일방적 개입에 비하여 항상 그 효과가 강화된다고 할 수 없다. 왜냐하면 환율은 두 통화간의 관계를 반영하고 있기 때문에 상대방국가의 통화당국이 같은 방향으로 개입을 하는 경우 자국의 외환시장개입 효과는 강화될 수 있으나 반대방향으로 개입을 하는 경우 자국의 외환시장개입은 그 효과가 상쇄될 수 있기 때문이다.

외국 통화당국과의 상호협조하에서 공동개입의 형태를 취할 경우 시장참여자들이 협조개입을 참여 중앙은행들이 적절한 환율수준에 대한 비슷한 견해를 갖고 있고 불태화개입이 불충분 할시 소정의 환율수준을 유지하기 위하여 기꺼이 다른 정책을 조정할 것이라는 신호로 인식할 때 협조개입은 같은 크기의 일방적 개입에 비하여 그것의 신뢰성과 신호효과를 강화시킨다. 이렇듯 협조적인 공동개입의 경우 1개 이상의 통화당국에 의해서 제시되는 잠재적인 다수 신호는 외환시장개입에 의하여 전달되는 내부정보의 양을 증대시킴으로써 신호의 중요성을 증대시킬 뿐만 아니라, 그 신호가 진실일 것이라는 가능성을 강화시킬 수 있다.

통화당국은 다른 통화당국의 정보신호를 제공하는데 대한 명성을 무임승차하거나 혹은 그들이 제시하고자 하는 신호가 보다 신뢰성이 있는 다른 국가의 통화당국으로부터 주어지는 신호에 의하여 상계되거나 압도당하는 가능성을 제거하기 위하여 협조개입을 하고자 한다.

일방적 개입과 협조적 개입이 환율에 미치는 영향이 서로 다를 것인가에 대하여는 외환시장개입에 관한 이론에서 다루어지고 있는 중요한 연구 영역중의 하나이며 일반적으로는 협조개입이 보다 효과적일 것이라는 견해가 제기되어 왔다. Loopesko(1984)는 협조개입을 2개 혹은 그 이상의 국가가 같은 날에 같은 방향으로 시장개입을 하는 것으로 비협조적개입을 1개 국가만에 의해서 시장개입이 이루어지거나 혹은 다른 국가들에 의하여 반대방향으로 시장개입이 이루어지는 것으로 정의하여 실증분석한 결과 외환시장개입의 크기를 광의로 해석하는 경우 협조개입이나 비협조개입이나 그 효과는 같은 반면, 협의로 해석하는 경우 협조개입이 비협조개입에 비하여 보다 효과적임을 지적하였다. 한편 Dominguez(1990)는 그들간의 유의적인 차이가 있음을 발견하였다. 이렇듯 이에 대한 실증결과는 혼재되어 있으

33) 그러나 포트폴리오 균형모형에 의하면 이론적으로는 공동개입이 더욱 효과적이라고 할 수 없다. 왜냐하면 포트폴리오 균형모형에 의하면 상이한 통화로 표현된 증권에 상대적 공급에 있어 그 크기의 변화만이 환율에 영향을 미치기 때문이다.

나 협조개입이 일방적개입에 비하여 다소 효과적이라고 하는 견해가 우세한 듯하다.

IV. 외환시장개입의 정책적 합의

시장평균환율제를 채택하고 있는 우리나라에서도 외환시장개입기관이라 할 수 있는 한국은행이 환율의 움직임에 영향을 주기 위해서 과거와는 달리 외환시장에 개입하여 가중평균치 환율을 변화시켜야 하기 때문에 그동안 선진국들의 관심사항으로 간주되었던 외환시장개입이 환율의 안정적 운용을 위한 중요한 정책수단으로 부각되고 있다. 더욱이 앞으로 외환시장자유화 추세에 발맞추어 현존하는 환율변동폭의 제한이 궁극적으로 철폐되고 외환 및 자본자유화가 단계적으로 실시됨에 따라 환율의 결정이 실물적인 요인에 의해서라기 보다는 불안정한 단기자본의 흐름에 좌우될 측면이 커지고 있어 이로 인해 환율이 크게 불안정한 양태를 보일 가능성이 증대되고 있다. 이에 따라 과도한 환율변동을 완화시킴으로써 안정적인 환율수준을 유지하기 위한 통화당국의 외환시장개입이 그 어느 때 보다도 크게 요청되고 있는 실정이다.

외환금융시장이 크고 잘 발달되어 있으면 자금배분이 효율적으로 이루어져 환율과 금리가 탄력적으로 변동함으로써 시장의 경직성으로 인한 환율 및 단기금리 급등 등의 부작용이 나타나지 않을 것이나, 우리나라의 경우 외환 및 금융시장의 규모가 선진국에 비해 작고 민간부문의 외환 및 금융거래가 효율적으로 이루어지지 못함에 따라 유입된 외화자금의 대부분을 한국은행이 수동적으로 매입하고 있는 실정이어서 외환시장개입부담이 높게 나타나고 있는 실정이다. 더욱이 대부분의 선진국은 불태화개입수단으로서 주로 공개시장조작에 의존하고 있으나, 우리나라의 경우 국공채시장의 미비로 공개시장조작여건이 마련되어 있지 못하여 불태화시장개입시 한국은행의 국내부채항목에 속하는 통화안정증권 발행에 크게 의존하고 있는데, 이는 이자지급으로 인한 통화증발을 야기시킬 뿐만 아니라 금융기관의 수익성을 악화시킴으로써 금융산업의 발달을 저해하고 통화관리상의 부담을 가중시킬 가능성이 커 불태화개입 수단이 제한적일 수 밖에 없다. 따라서 우리나라의 경우 외환시장개입의 효율성을 높히고 효과적인 불태화시장개입수단을 확보하기 위해서는 소규모의 자본유출입에도 환율이 불안정해지지 않도록 외환의 수급기반을 확충하는 한편 정책금융의 축소, 금융시장간 단절현상의 개선 등을 통해 금리가 탄력적으로 움직여 외환 및 단기 금융시장간 자금이동이 보다 효율적으로 이루어질 수 있도록 하여야 하며, 아울러 간접통화관리방식을 정착시킬 수 있도록 국공채시장을 시급히 육성하여야 한다.

한편 앞으로 우리나라에서도 효과적인 외환시장개입 운영을 위해서는 다음과 같은 몇가지 사실들이 유념되어야 할 것이다.

첫째, 외환시장규모가 확대됨에 따라 외환시장개입의 규모가 상대적으로 축소되고 투자자들의 투자대상범위가 확대되는 작금의 상황에서 무엇보다 먼저 국내외 외환시장의 조건과 상황을 정확히 파악하고, 시장참여자들의 거래행태에 대하여 면밀히 분석을 함으로써 그들의 거래패턴을 적절히 이용할 수 있는 고도의 시장개입 기술 및 전략을 수립하도록 하며 외환시장개입과 여타 거시경제정책과의 상관관계를 면밀히 파악한 후 외환시장개입이 이들 정책에 대한 신호수단으로 활용될 수 있는지를 판단하여 적절한 상황에서 외환시장 개입정책을 활용하도록 하여야 할 것이다.

둘째, 외환시장개입의 효과를 극대화하기 위하여 시장참여자들의 거래가 외환시장개입효과를 상쇄시킬 수 없게 하기 위해서 외환시장개입이 상당기간, 상당규모로 이루어져 정책당국자의 강력한 정책의지를 표명하여야 한다.

셋째, 외환시장개입이 다른 경제정책과 상충되는 경우 외환시장개입효과는 감소될 수 있으므로 대내적으로 재정정책 및 금융정책 등 다른 거시경제정책과 조화적으로 실시되어야 한다.

넷째, 통화당국에 의한 외환시장개입은 시장참가자들의 외환시세에 대한 예측력을 교란시키고 개입의 일관성을 상실할 가능성이 커 오히려 외환시장의 불확실성이나 비효율을 초래할 수도 있다. 즉 외환시장개입은 통화정책에 대한 불확실성을 제고시킴으로써 환율의 변동성을 증대시키는 측면이 있다는 사실을 유념하여야 할 것이다.³⁴⁾

다섯째, 현재 이루어지고 있는 환율의 변화가 일시적인 요인에 의하여 이루어지고 있는 것인지, 아니면 구조적인 요인에 의하여 이루어지는 것인지를 정확히 구분하여야 한다. 왜냐하면 외환시장개입은 어디까지나 임시적이고 단기적인 방책으로 사용되는 것이지 구조적 방책으로 사용되는 것이 아니며 오히려 근본적인 해결책으로서의 금융정책이나 재정정책과 같은 것이 사용되어야 할 것이다.

여섯째, 우리나라의 경우 자본자유화를 추진함에 따라 외국으로부터 자본유입이 발생하고 있으며, 이 과정에서 통화량을 일정수준 유지하기 위하여 정부부채인 통화안정증권을 매각하여 통화를 흡수하는 불태화개입을 하고 있다. 그런데 이는 시장참여자들이 하여금 통화안정증권에 대한 이자지급을 위한 추가적인 통화공급을 예상케함으로써 인플레이션기대를 형성하여 통화당국의 인플레이션 억제에 대한 신뢰성을 떨어뜨리는 결과를 초래할 수도 있음을 유념하여야 한다.

V. 요약 및 결론

34) 통화당국의 외환시장개입이 비공개로 이루어질 경우에는 환율의 변동성이 더욱 증대된다.

본 연구에서는 그 동안 국내외에서 활발하게 제시되고 있는 외환시장개입에 대한 이론적, 실증적인 연구결과들에 대하여 살펴보았다. 종합적으로 판단하건대 이론적인 관점에서는 외환시장개입의 효과와 그 경로에 대하여 다양한 분석모형하에서 연구되고는 있으나 아직 이에 대하여 어떠한 보편타당한 결론을 얻어내지 못하고 있는 실정이다. 정책적인 차원에서 외환시장개입이 환율수준을 안정화시키기 때문에 통화당국의 외환시장에 대한 적극적인 개입을 주장하는 부류가 있는가 하면, 한 면에서는 오히려 통화당국의 외환시장개입이 환율을 불안정하게 한다고 주장을 하는 부류가 있어 아직 그 난맥상을 면치 못하고 있는 실정이다. 따라서 보다 외환시장개입에 관한 보편타당한 이론의 정립을 위하여는 앞으로도 많은 연구가 심도있게 제시되어야 할 것이며 이를 위하여 우선적으로 다음과 같은 몇가지 문제점들이 극복되어야 할 것으로 보인다. 첫째, 아직 외환시장개입이 상당한 설명력을 갖고 있다는 사실을 검증할 수 있는 환율결정모형에 대한 합의가 없기 때문에 보편타당한 환율결정이론이 우선적으로 정립되어야 한다. 둘째, 현실세계에서는 환율과 외환시장개입이 동시에 결정되고 있는데 외환시장개입의 효과를 정확히 평가하기 위하여는 외환시장개입이 없을 때의 환율의 변화와 외환시장개입이 환율변화에 반영되었을 때의 효과를 비교할 수 있어야 한다. 셋째, 관련변수들을 정확히 측정하기 어렵고, 측정방법 또한 체계적으로 정비되어 있지 않기 때문에 보다 정확한 실증분석을 가능하게 하기 위한 기초자료의 정비가 시급히 이루어져야 한다.

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 김 규한, “외환시장개입의 일반이론 및 개입전략의 선택”, 『금융경제연구』 12호, 한국은행, 1990. 7
- 김 태준, “외환시장개입정책의 효과분석과 환율정책에 대한 정책시사점”, 대외경제정책연구원, 1993. 5
- 이 영섭, “우리나라 외환시장개입의 행태와 효과,” *자본자유화론*, 법문사, 1995
- , “불태화 외환시장개입의 유효성에 관한 연구, 금융경제연구, 제 72호, 한국은행, 1994. 6
- 최 창규, “불태화 외환시장개입의 동태적 효과분석,” 경제분석, 한국은행, 금융경제연구소, 1995. 8

<외국문헌>

- Almekinders G. J., *Foreign Exchange Intervention*, Edward Elgar, 1995
- Almekinders G. J. and S. C. Eijffinger, “Empirical Evidence on Foreign Exchange Market Intervention: Where Do We Stand?”, *Weltwirtschaftliches Archiv*, Heft 4, 1991
- Blundell-Wignall A. and P.R. Masson, “Exchange Rate Dynamics and Intervention Rules”, *IMF Staff Papers*, Vol.32, Mar. 1985
- Bordo, Michael D. and Anna J. Schwartz, “What Has Foreign Exchange Market Intervention Since the Plaza Agreement Accomplished?”, *NBER Working Paper* No. 3562, 1990
- Dominguez, K.M., “Market Responses to Coordinated Central Bank Intervention”, *Carnegie Rochester Conference on Public Policy*, 32, Spring 1990
- Dominguez K. M. and Jeffrey A. Frenkel, *Does Foreign Exchange Intervention Work?*, Institute for International Economics, Washington, DC, September 1993
- Edison, J. Hali, “The Effectiveness of Central-Bank Intervention: A Survey of the Literature after 1982”, *Special Papers in International Economics* No.18, International Finance Section, July 1993
- Gartner, M., “Intervention Policy under Floating Exchange Rates: An Analysis of the Swiss Case”, *Economica*, Vol.54, 1987
- Genberg, Hans, “Effects of Central Bank Intervention in the Foreign Exchange Market”, *IMF Staff Papers*, Vol. 28, No. 3, Sep. 1981
- Ghosh, Artis R., “Is it Signalling? Exchange Intervention and the

- Dollar-Deutschemark Rate”, *Journal of International Economics*, Vol.32, 1992
- Hung, Juann H., “The Effectiveness of Sterilized U. S. Foreign Exchange Intervention”: An Empirical Study based on the Noise Trading Approach, Research Paper No. 9118, *Federal Reserve Bank of New York*, 1991
- Kaminsky, G. L. & K. K. Lewis, “Does Foreign Exchange Intervention Signal Future Monetary Policy,” Finance and Economic Discussion Series No. 93-1, Washington: Federal Reserve Board, Feb., 1993
- Kearney, Colm and Ronald MacDonald, “Intervention and Sterilization under Floating Exchange Rates: The U.K. 1973-1983”, *European Economic Review*, Vol. 30, Apr. 1986
- Klein, M. W. and E. S. Rosengren, “Foreign Exchange Intervention as a Signal of Monetary Policy”, *New England Economic Review*, May/June 1991
- Loopesko, Bonnie E., “Relationships Among Exchange Rates, Intervention, and Interest Rates: An Empirical Investigation”, *Journal of International Money and Finance*, Vol.3, Dec. 1984
- MacDonald, Ronald and Mark P. Taylor, “Exchange Rate Economics”, *IMF Staff Papers*, Vol.39, Mar. 1992
- Micossi, S. & S. Rebecchini, “A Case Study of the Effectiveness on Foreign Exchange Market Intervention, *Journal of Banking and Finance*, 1984
- Mussa, M., “The Role of Official Intervention”, *Group of Thirty Occasional Paper*, No.6, 1981
- Obstfeld, M., “Can We Sterilize? Theory and Evidence”, *American Economic Review*, Vol.72, May 1982
- , “The Effectiveness of Foreign-Exchange Intervention: Recent Experience”, *NBER Working Paper*, No.2796, Dec. 1988
- Quirk, Peter J., “Exchange Rate Policy in Japan : Leaning against the Wind”, *IMF Staff Papers*, Vol.24 1977
- Rogoff, Kenneth, “On the Effects of Sterilized Intervention: An Analysis of Weekly Data”, *Journal of Monetary Economics*, Vol.14, Sep. 1984