

Section III

학술동향

국제금융/개방경제 거시경제학의 최근 동향⁽¹⁾

김 소 영

1. 서론

국제 금융과 개방 거시 경제학과 관련하여 전반적으로 어떤 주제들이 논의되고 있는지 말씀 드리겠습니다. 관련된 주제들을 크게 7가지로 구분하여, 2절에서 8절까지 각각 2. 경상 수지 결정 이론, 3. 국제 금융 투자, 4. 국제 경기 변동 이론, 5. 환율, 6. 국제 거시 경제 모형, 7. 국제 통화/금융 체제 및 정책, 8. 금융 위기의 순서로 살펴보겠습니다.

2. 경상수지 결정이론

먼저 경상 수지 결정 이론에 대해 살펴보겠습니다. 경상 수지 결정 이론에 대해서는 크게 2가지의 내용, 경상수지에 대한 시제간 접근법(intertemporal approach)과 글로벌 불균형(global imbalance)에 대해 말씀 드리겠습니다. 오늘 이 자리에 학부생도 있고, 대학원생도 있는 것 같은 데, 경상 수지 결정 이론 중에서 학부 강의에도 나오는 탄력성 이론(elasticity approach)은 많이들 익숙할 겁니다. 학부 강의에서 경상수지 내지 무역수지가 어떻게 결정되는지를 생각할 무역수지는 수출에서 수입을 뺀 것이라고 봅니다. 여기서 수출은 해외국가의 소득수준과 우리나라와 해외 국가 간 실질환율에 의존하게 되고, 수입은 우리나라의 소득수준과 실질환율에 의해 변합니다. 일반적으로 해외의 소득수준이 높아지면 수출이 증가해서 무역수지가 개선되고, 우

(1) 본고는 2014년 11월 19일, 서울대에서 '제5차 열린 경제학의 최근동향 세미나'에서 필자가 발표한 것을 정리한 것이다.

리나라의 소득수준이 높아지면 수입이 증가해서 무역수지가 감소하게 됩니다. 실질 환율의 변화에 의한 무역수지 변화를 살펴보면, 실질환율은 명목환율에 해외물가와 자국물가의 비율을 곱한 값으로, 환율이 올라간다는 것은 해외의 물건보다 우리나라 물건의 가격이 낮아진다는 의미입니다. 그래서 실질환율이 올라가게 되면 수출이 증가하고 수입이 감소하여 무역수지가 개선됩니다. 뉴스에서도 보통 이런 내용으로 분석을 많이 하는데, 예를 들면 무역수지가 개선되었는데, 그 이유가 해외경기가 좋아져서 그렇다, 또는 환율 변동 때문에 그렇다는 식으로 이야기를 많이 합니다.

$$(2.1) \quad \text{Trade Balance} = Ex\left(\frac{ep^*}{p}, y^*\right) - IM\left(\frac{ep^*}{p}, y\right)$$

탄력성 이론이 전통적으로 많이 사용되어 왔는데 1980년대 이후 경상수지에 대한 시제간 접근법(intertemporal approach)라는 이론이 제시되었습니다. 이 이론에서는 생각을 달리하여, 국가 전체를 ‘합리적으로 생각하여 경제에 대한 선택을 내리는 하나의 집단’이라고 간주합니다. 그래서 국가가 합리적으로 투자액과 저축액을 결정하면 그 결과 경상수지가 결정된다는 내용입니다. 그 이유는 경상수지에 국민 소득 항등식(national income identity)을 적용해 보면 경상수지가 바로 저축에서 투자를 뺀 것입니다. 그래서 국가가 미래를 예측하여 저축과 투자를 얼마나 할지 결정하면 경상수지도 자동적으로 결정된다는 것입니다.

$$(2.2) \quad CA = S - I$$

이걸 국제 대차거래(international lending and borrowing)라고 생각해 볼 수도 있습니다. 경상수지 흑자라는 것은 우리나라가 해외에 돈을 빌려줬다는 얘기이고, 적자라는 것은 돈을 빌려 썼다는 말입니다. 그래서 마찬가지로 우리나라가 여러 가지 상황을 고려해서 돈을 빌려줄 지, 또는 빌릴지 결정하게 되면 그 결과로 경상수지가 결정된다고 생각해 볼 수도 있습니다. 예를 들어 한 나라에 자연재해가 발생했다고 생각해봅시다. 가까운 예로 몇 년 전 일본에 자연재해가 갑자기 발생했었죠. 이렇게 자연재해가 발생하게 되면 당장 국가 경제가 타격을 입게 되는 데, 이후 복구를 하게 되면 장기적으로는 회복이 될 것으로 예상하게 됩니다. 이런 경우 합리적인 결정은 현재 해외에서 돈을 빌려서 복구를 하고, 나중에 빌린 돈을 갚는 게 됩니다. 그래서 일

본 정부가 합리적인 소비를 위해 돈을 빌리게 되면 경상수지 적자가 나게 됩니다. 또 다른 예로 전쟁을 하는 경우를 생각해 볼 수 있습니다. 전쟁을 하면 정부지출이 급증하게 되고, 소비자가 쓸 부분은 감소하게 됩니다. 그렇게 되면 소비자 입장에서는 현재 돈이 없다고 굶지 않고 돈을 빌려서 소비의 평활화(consumption smoothing)를 추구하는 게 합리적인 결정이고, 그래서 해외에 빌려준 돈 보다 빌린 돈이 많게 되면 경상수지 적자가 나게 됩니다.

$$(2.3) \quad CA_t = -FA_t = B_{t+1} - B_t$$

이러한 내용이 1980년대 이후로 이야기 되고 있는 이론인데, 이제 어떠한 경제모형으로 분석하고 있는 지를 살펴보겠습니다. 경상수지에 대한 시제간 접근법으로 경상수지 결정이론을 분석하는 기본 모형에서는 거시경제모형에서 많이 사용하듯 이 효용을 극대화하는 대표 대리인(representative agent) 모형을 가정합니다. 그리고 국제 금융 시장에 완벽한 자본이동 가능성(perfect capital mobility)이 있다고 가정합니다. 즉 우리나라와 해외 간 자본 이동이 자유롭게 이루어지는 상황을 가정하는 겁니다. 그런데 실제로는 금융 자산 중에는 주식도 있고 채권도 있고 종류가 많죠. 시제간 접근법에서는 모형을 단순화시키기 위해 보통 국제금융시장에서 채권만 거래가 된다고 가정을 많이 합니다. 채권이 거래된다는 것은 다시 말하면 국제 대차거래(international lending and borrowing)가 이루어진다는 것이고, 그래서 이를 통해 경상수지가 어떻게 결정되는 지를 보려는 것이죠.

그런데 시제간 접근법에서 생각하는 경상수지 적자와 전통적으로 생각하는 경상수지 적자의 의미는 많이 다릅니다. 일반적으로 경상수지에 대해 단순히 적자는 좋지 않은 것이다, 즉 경상수지 적자는 효용수준을 감소시킨다 라고 생각하는 경우가 많습니다. 하지만 이 이론에서 볼 때, 경상수지 적자가 반드시 나쁜 것은 아닙니다. 경상수지 적자라는 건 돈을 빌려온다는 의미인데, 경상수지는 적자가 나지만 돈을 빌려와서 투자를 잘 한다든지, 소비를 잘 한다든지 해서 잘 이용하면 효용을 증가시킬 수 있기 때문입니다.

다음으로 시제간 접근법에 대한 실증연구에 대해 살펴보겠습니다. 먼저 전쟁이나 자연재해 등 역사적으로 큰 사건이 일어났을 때 경상수지가 어떻게 되는 지를 분석한 연구를 보면 시제간 접근법 모형이 자료를 상당히 잘 설명하는 것으로 나타납니

다. 즉, 자료를 살펴보니 실제로 전쟁이나 자연재해가 발생했을 때 경상수지도 적자를 보이는 것으로 나타났습니다. 그래서 지금은 이러한 역사적 사건에 대한 분석보다는 경기 변동 주기에서 경상수지가 어떻게 변하는지를 설명할 수 있는가에 대한 연구를 많이 합니다. 예를 들면, 분기별 경상수지의 변화를 잘 설명할 수 있는지를 연구하는 것입니다. 최근 이 분야에서는 현실경제에 있을 법한 다양한 특성과 저항(friction)을 고려하였을 때, 얼마나 경상수지를 잘 예측할 수 있는지에 대한 연구가 진행되고 있습니다.

최근 경상수지 관련해서 많이 연구되는 내용이 글로벌 불균형(global imbalance)입니다. 1970년대 이후 자료를 살펴보면 경상수지 흑자인 국가들은 계속 흑자를 보이고, 적자인 국가들은 대부분 지속적으로 적자를 보입니다. 경상수지 적자국 중에서 대표적인 곳이 미국인데, 미국의 자료를 보면 한 30년 넘게 계속 경상수지 적자를 보이고 있습니다. 더 흥미로운 것은 특히 미국의 경우 경상수지 적자가 지속될 뿐만 아니라 계속 적자폭이 증가하고 있다는 점입니다. 반대로 흑자국 중에서 최근 미국과 대비되어 많이 언급되는 곳이 중국입니다. 중국의 자료를 보시면 중국은 계속 흑자를 보이고 있습니다. 흑자 액의 수준은 예전에는 아주 크지는 않았는데, 최근 2000년대 이후 크게 증가했습니다. 일본도 계속 흑자를 보이는 국가 중 하나입니다. EU 안에는 흑자국과 적자국이 섞여 있는 데, 여기서도 독일 같은 흑자국은 지속적으로 흑자를 보이고, 적자국은 지속적으로 적자를 낸다는 점이 흥미롭습니다. 이 외에 눈여겨 볼 국가들이 산유국들인데, 산유국 같은 경우에는 석유가격의 상승으로 경상수지가 흑자를 보이는 경향이 있습니다. 요약해보면 흥미롭게도 경상수지 흑자국과 적자국이 지속적으로 유지가 될 뿐만 아니라 흑자폭과 적자폭이 점점 증가한다는 것입니다. 그래서 이런 현상을 글로벌 불균형이라고 하고, 이런 현상이 발생한 이유가 무엇인지에 대한 연구가 많이 이루어지고 있습니다.

글로벌 불균형의 원인에 대해서는 다양한 논의가 있는 데, 요약해보면 적자국의 저축 부족의 원인과 흑자국의 초과 저축의 원인에 대한 분석입니다. 먼저 미국의 과도한 소비 때문에 저축이 부족해서 생긴 것이다라는 논의가 있습니다. 경상수지는 저축에서 투자를 뺀 것이기 때문에 소비를 많이 하면 저축을 하지 못해서 경상수지 적자가 생기게 되기 때문이죠. 미국에 관해서는 소비자뿐만 아니라 정부에 대한 논의도 많습니다. 미국의 경우 재정적자가 지속적으로 증가해 왔기 때문에 미국의 정부 재정 적자가 글로벌 불균형의 발생 원인이라고 이야기하는 사람도 있습니다. 반

대로 동아시아 국가들이 저축을 너무 많이 해서 발생했다라는 논의도 있습니다. 경상수지라는 것이 상대적이기 때문에 한 쪽에서 저축을 많이 해서 흑자가 나면 상대방에서는 적자가 나게 되기 때문입니다. 이 외에 동아시아 국가들의 수출 중심 전략 때문에 생겼다는 얘기도 있습니다. 수출을 증대시키기 위해 환율을 조작하여 생긴 현상이라는 얘깁니다.

이외에 미국의 포트폴리오 선택(portfolio choice) 때문에 생긴 결과라는 논의도 있습니다. 미국이 상대적으로 성장률이 높고, 미국의 금융자산이 안전자산으로 선호되기 때문에 미국으로 자본이 많이 흘러 들어가서 생긴 결과라는 겁니다. 또 석유가격 상승 때문이라는 지적도 있습니다. 이러한 다양한 원인들이 제시되고 있는데, 최근 많이 진행되고 있는 연구들을 보면 글로벌 불균형의 다양한 원인 중에서 어떤 요인이 가장 중요한 원인인가에 대한 논의가 많습니다.

글로벌 불균형의 해소 방법에 대한 논의도 많이 진행되고 있는 데 해소와 관련해서는 기본적으로 앞에 말씀 드린 미국의 과소비, 동아시아의 지나친 저축 등 글로벌 불균형의 원인들을 제거하면 해소가 될 것이라고 보는 관점이 많습니다.

요컨대 경상수지 관련 이론에 관해서는 경상수지에 대한 시제간 접근법(intertemporal approach)과 관련된 내용이 연구되고 있고, 또 글로벌 불균형에 대한 연구가 많이 진행되고 있습니다.

3. 국제 금융 투자

다음으로 국제 금융 투자와 관련된 연구들을 살펴보겠습니다. 국제 금융 투자란 쉽게 말해 외국인들이 우리나라 금융자산을 사고, 우리나라 사람들이 외국의 금융자산을 사는 것을 이야기 합니다. 이와 관련된 연구에서 기본 모형(benchmark model)으로 사용되는 것은 완전 시장 모형(complete market model)입니다. 완전 시장 모형이라는 것은 국제 금융 시장에서 모든 유형의 위험자산이 거래된다고 가정하는 것입니다. 앞서 말씀 드린 시제간 접근법과 같은 경상수지 결정 모형에서는 채권만 거래된다고 가정했습니다. 여기서는 국제 금융 시장에서 채권뿐 아니라 주식 등 모든 종류의 금융자산을 사고 팔 수 있다고 보는 것입니다. 사실 이렇게 가정하는 게 현실적이지는 않지만 가장 간단한 형태의 국제 금융 시장 모형이기 때문에 이를 기본모형으로 사용해왔습니다.

이 모형의 주요 결론은 국제 금융 시장에서 모든 위험자산이 거래되고, 거래 행위자가 합리적이어서 최적결정을 한다면, 국가 고유의 위험은 모두 없어진다는 것입니다. 모든 금융자산 거래가 가능하니까 국가 고유의 위험을 세계 경제 전체가 나눠 갖게 되고, 그래서 개별 국가의 입장에서는 국가 고유의 위험이 없어지게 된다는 말입니다. 그래서 결국 국제 금융 거래로 상쇄할 수 없는 세계 경제 전체의 위험(world market risk)만 남고, 국가 고유의 위험(country specific risk)은 없어진다는 얘기입니다.

완전 시장 모형과 관련된 주요 결론 중에서 많이 이야기되는 것은 모든 국가의 소비 증가율이 서로 같아진다는 겁니다. 일반적으로 거시경제학에서는 소비와 관련해서 분석을 많이 합니다. 소비를 살펴보는 이유는 여러 가지가 있겠지만 궁극적으로 결국 효용을 증가시키는 것은 소비이기 때문이죠. 그래서 거시경제학에서 이론의 함의(implication)를 살펴볼 때 소비를 중요하게 생각합니다. 완전 시장 모형에 있어 소비와 관련된 가장 간단한 결론 중 하나는 바로 국가 간 소비 증가율의 동조화입니다. 금융 자산 거래를 통해 국가 고유의 위험은 상쇄되고 세계 경제 전체의 위험만 남게 되면 개별 국가들은 세계 경제의 상태에 따라 일정한 비율로 세계 경제 전체의 부를 나눠 쓰게 됩니다. 그래서 각국의 소비 수준이 서로 동일하게 움직이게 된다, 즉 상관관계(correlation)가 1이 된다는 내용입니다. 그러나 이 내용을 실증분석 해본 결과 이러한 모형의 예측과 실제 자료가 상당히 다른 것으로 나타났습니다. 예를 들어, 한국과 미국의 자료를 보면 두 국가 간 소비의 상관관계가 1과 상당히 다르게 나타납니다. 그래서 이것 학계에서 Consumption Correlation Puzzle이라고 부릅니다.

그런데 사실 완전 시장은 굉장히 이상적인 상황이고, 그래서 어느 정도 현실 경제와 다를 수밖에 없습니다. 그래서 이를 좀더 현실적으로 완화한 게 불완전 시장 모형(incomplete market model)입니다. 불완전 시장 모형의 극단적인 형태 중 하나가 바로 경상 수지 결정 모형에서 사용된 bonds-only model입니다. 채권만 거래되는 시장이죠. 최근 활발히 연구되고 있는 모형 중에서 이보다 좀 더 현실에 가까운 모형은 어느 정도 위험 자산도 거래가 되고, 거래가 되지 않는 자산도 있는 현실적 불완전 시장 모형(realistic incomplete market model)입니다. 실제 금융시장에서는 거래가 되는 자산도 있고 거래되지 않는 자산도 있습니다. 즉 모형에서도 실제 금융시장처럼 금융자산 중에서 일부는 거래가 되고, 일부는 거래가 되지 않는 것을 고려해서 모형을 만든다는 얘기입니다. 사실 기존에는 방법론적인 어려움으로 인해 거시 경제학에

서 불완전 시장을 모형화 하기가 어려웠는데, 많은 방법론이 개발되어 최근 활발히 연구되고 있고, 앞으로도 많은 연구가 진행될 것으로 보이는 분야 중 하나입니다.

불완전 시장 모형과 관련하여 현실의 국제금융시장이 완전 시장이 아니라면, 우리가 얼마나 완전 시장 에서부터 떨어져 있는 지, 즉 완전 시장이면 각 국의 소비성장률 간 상관관계가 1이 되어야 하는데, 실제 소비 성장률 간의 상관관계는 어느 정도 인지, 즉 얼마나 위험 분산(risk sharing)이 되어 있는 지, 또는 어떤 경로를 통해서 이루어 지고 있는 지에 대해서도 연구가 많이 진행되고 있습니다.

지금까지는 국제 금융 투자 모형의 소비와 관련된 거시 경제학적 함의를 설명 드렸는데, 포트폴리오 자체를 중심으로 보는 연구도 있습니다. 예를 들면 미국이나 중국의 주식을 한국인이 얼마나 사고 있는 지에 대한 내용입니다. 기본 모형을 살펴 보면 외국 주식과 자국 주식이 같이 거래가 되고 있을 때 위험 분산을 위해 외국 주식을 살 필요가 있는 데, 실제로 자료를 보면 대부분 외국 주식을 사는 비율이 상당히 낮습니다. 그런데 이런 현상은 위험 분산을 고려한다면 이상적인 상황이 아닙니다. 그래서 이것 International Portfolio Diversification Puzzle이라고 부릅니다. Home Bias Puzzle이라고도 부르는 데, 즉 포트폴리오가 자국 주식에 편향되어 있다는 얘기입니다. 그래서 이 내용에 대해 포트폴리오가 실제 얼마나 자국 주식에 편향되어 있는 지, 그 이유가 무엇인 지 등에 대한 연구가 많이 진행되고 있습니다.

또한 많이 논의되는 주제가 바로 금융시장의 세계화(financial globalization)입니다. 자료를 보면 금융시장의 국제 거래가 전세계적으로 증가하는 속도가 굉장히 빠릅니다. 한국의 경우 20년전과 비교해 대외자산(foreign asset)과 대외부채(foreign liability)의 비중이 GDP 대비 5배 정도나 높아졌습니다. 예전에는 한국의 GDP 대비 외국 주식 거래 비율이 거의 20%였는데 최근에는 거의 100%까지 증가했죠. 그래서 이런 현상을 금융시장의 세계화라고 부릅니다

이와 관련해서 금융시장의 세계화가 얼마나 확산되고 있는 지를 측정하는 것이 중요한 연구 분야 중 하나입니다. 금융시장의 세계화와 관련해 금융시장 통합(Financial Integration)이라는 용어도 많이 사용합니다. 시장 통합에 대한 얘기를 할 때 기존에는 주로 재화와 서비스 시장에 대한 논의가 많았는데, 최근에는 금융시장이 많이 커지면서 금융 시장의 통합에 대한 논의가 많아졌습니다. 그런데 여기에는 통합의 정도를 어떻게 측정할 것인가, 어떤 경우를 통합되었다고 볼 것인가에 대한 측정의 문제(measurement issue)가 있습니다. 예를 들어 한국과 미국의 주식시장이 많이 통합

되었다라고 하면, 통합이 되었다는 것이 무엇인지, 이 통합의 정도를 어떻게 측정할 수 있는 지가 아주 명확하지는 않기 때문입니다. 보통 시장의 세계화(globalization)에 대해서는 거래량으로 세계화의 정도를 이야기하는 경우가 많습니다. 그래서 서로 거래량이 많으면 시장이 서로 통합이 되어 있다는 얘기를 합니다. 그 외에 서로 가격이 비슷하면 시장이 통합된 것이라고 보기도 합니다. 이렇듯 금융 시장의 세계화와 통합에 대해서 현상을 설명하고, 얼마나 진행되었는지를 측정하는 연구들이 많이 진행되고 있습니다.

또한 금융통합이 되면 경제에 어떤 영향을 미치는가에 대한 연구도 진행되고 있습니다. 금융통합이 되면 경제성장률이 높아진다는지, 경기 변동에서 같이 움직이는 경향이 있다는지 하는 부분을 살펴보는 것입니다. 또 금융 통합과 무역 통합이 어떤 관계가 있는지에 대한 연구들도 있고, 실제 금융 통합이 되면 위험분담(risk sharing)이 얼마나 이루어지는지에 대한 논의들도 있습니다.

4. 국제 경기 변동 이론

다음으로 국제 경기 변동 이론에 대해 살펴보려고 합니다. 경기 변동 이론에 대해서는 많이 들어보셨을 것입니다. 국제 경기 변동 이론이란 거시경제학의 경기 변동 이론을 개방경제(open economy)로 확장한 이론이라고 생각하시면 됩니다. 즉 거시경제학과 비교하여 국제경제나 개방경제에서 중요한 부분을 좀더 자세히 들여다보는 것이라고 볼 수 있습니다.

전통적으로 경기변동이론은 주로 선진국에 대한 논의가 많았습니다. 그런데 최근에는 신흥국에 대한 이야기도 많이 합니다. 국제 경기 변동 이론의 입장에서 보면 오히려 신흥국이 국제 경기 변동 이론 모형과 더 가까울 수 있습니다. 보통 신흥국은 소규모 개방경제(small open economy)가 많고, 해외에 영향을 많이 받기 때문에, 실물 경기 변동 이론 같은 폐쇄 경제 모형 보다는 개방 경제 모형이 더 적합한 경우가 대부분입니다.

국제 경기 변동 이론의 모형에 대해 말씀 드리겠습니다. 국제 경기 변동 이론의 모형은 일반적인 거시 경제학의 모형과 비슷합니다. 거시 경제학에서도 동태 확률 일반 균형 모형(Dynamic Stochastic General Equilibrium, DSGE)이 많이 사용되는 데, 여기서도 이 모형을 많이 사용합니다. 단지 폐쇄 경제 모형을 개방 경제 모형으로 바

뀌놓았다라고 보시면 됩니다. 개방 경제(open economy)모형은 크게 보면 2 국가(two country)모형과 소규모 개방 경제(small open economy)모형으로 나눌 수 있습니다. 경기 변동을 설명하는 데 있어 미국 같은 선진국에 대한 분석에는 일반적으로 전자를 많이 사용하고, 한국 같은 경우 후자가 더 적합한 분석 방법 이라고 할 수 있습니다. 또한 개방 경제 모형에서도 거시의 경기변동이론과 같이 자본 축적 과정이 명시적으로 고려되어 있습니다. 또한 동태 확률 일반 균형 모형을 사용한 개방 경제 모형의 장점으로 국제 금융 시장에 대해 상당히 구체적으로 모형화할 수 있다는 점을 들 수 있습니다. 이 분야에서도 기존에는 국제 금융 시장 모형에 대해 완전 시장이나 bonds-only market 모형을 사용했었는데 최근에는 앞서 언급했던 현실적 불완전 시장 모형을 많이 사용하고 있습니다.

국제 경기 변동 이론과 관련된 연구주제들을 살펴 보겠습니다. 전통적으로 경기 변동 이론에 중요하다고 여겨지는 3가지가 있습니다. 바로 지속성(persistence), 변동성(volatility) 그리고 동조성(co-movement) 입니다. 즉 관심이 있는 특정 변수가 얼마나 지속성 있게 움직이는지, 변동성이 얼마나 큰지, 또 다른 변수들과 얼마나 같이 움직이는 지에 관심이 있다고 보시면 됩니다. 폐쇄 경제 모형에서 개방 경제 모형으로 넘어올 때 가장 중요한 변수가 실질환율과 경상수지 내지는 무역수지 입니다. 그래서 실질환율과 무역 수지에 대한 이야기를 많이 합니다. 먼저 실질 환율 자료를 살펴보면 한번 올라가면 상당히 오랫동안 머물러 있고 잘 내려오지 않습니다. 또 내려오는데도 한참 걸립니다. 그래서 실질 환율이 굉장히 지속성이 있다라고 이야기를 합니다. 또 무역수지에도 상당한 지속성이 나타납니다. 그리고 실질 환율이나 무역 수지가 얼마나 변동성이 큰지에 대한 이야기도 많이 합니다. 개방 경제를 이야기할 때 다른 주제에 비해 동조성에 대한 이야기도 상당히 많습니다. 예를 들어 한국과 미국의 경제가 같은 방향으로 움직이는지, 다르게 움직이는 지에 대한 관심이 많습니다. 이를 살펴보려면 동조성을 분석해보면 됩니다. 한국과 미국의 경제 변수가 얼마나 같이 움직이는지를 보는 것이죠. 그래서 한국과 미국의 경상수지와 실질환율, 저축, 투자 등의 상관관계가 얼마나 되는지를 살펴보는 것입니다.

구조 충격(structural shock)의 국제적 전이에 대한 연구도 중요한 분야입니다. 즉 특정 국가에 구조 충격이 발생했을 때, 이 충격이 다른 나라에 어떤 영향을 미치는가에 대한 연구 입니다. 예를 들면 최근 미국의 구조 충격, 즉 경기 침체(recession)가 있었는데, 이 충격이 우리 나라에 어떤 영향을 미치는 지를 살펴보는 것입니다.

지금까지 말씀 드렸던 내용들이 국제 경기 변동 이론의 주요 연구 주제라고 보시면 됩니다. 이 주제들에 대한 연구에 있어 최근 경향의 특징은 완전 시장이나 bonds-only 경제 모형을 사용하던 것에서 보다 현실적인 국제 금융 시장 모형을 가정하는 점과, 신흥국에 대한 관심이 높아졌다는 점입니다. 그 동안 신흥국에 대한 얘기가 없었던 이유는 여러 가지가 있겠지만, 10~20년 전만 해도 신흥국 경제가 세계경제에 차지하는 비중이 적기도 했고, 경제학자 중에서 신흥국 출신 경제학자가 많이 없었던 것도 여러 이유 중 하나 인 것 같습니다. 그러다가 최근에는 신흥국에 대한 연구가 상당히 많이 진행되고 있습니다.

경기변동성에 관해서는 선진국과 신흥국이 서로 비슷한 점도 있고, 다른 점도 있습니다. 한 예로 미국의 경제학 교과서에 보시면 경기변동과 관련해서 다양한 이야기가 나오는 데, 그 중 제일 먼저 나오는 내용이 바로 소비가 국내총생산(GDP)보다 경기 변동성이 더 낮다는 것입니다. 소비의 평활화(consumption smoothing)를 추구하기 때문인데요. 그래서 미국과 같은 선진국에서는 소득의 변동성보다 소비의 변동성이 더 낮다고 이야기 합니다. 그런데 신흥국 쪽을 살펴보면 사실 그렇지 않습니다. 신흥국에서는 소비의 변동성이 비슷하거나 더 큰 경우도 많습니다. 한국의 경우도 과거 20년 자료를 보면 소비변동성이 소득의 변동성보다 더 크게 나옵니다. 즉 우리가 알고 있는 전통적인 경기 변동성의 특징들이 신흥국에 적용해보면 맞지 않는 경우가 많습니다. 그래서 왜 선진국과 신흥국의 경기 변동성이 다른가, 특히 소비 변동성의 특성이 다른가에 대해서는 많은 연구들이 진행되고 있는데, 신흥국에서는 소비 평활화가 잘 이루어지지 않기 때문이라는 논의가 많습니다. 금융 시장이 덜 발달되어 대차거래가 자유롭지 않기 때문에 소비 평활화가 최적 수준만큼 이루어지지 않는다는 것이지요.

경기 변동성의 국가별 특성 외에 또 흥미로운 연구 분야 중 하나가 앞서 말씀 드린 선진국과 신흥국 간 구조 충격의 국제적 전이입니다. 예를 들어 미국의 정책 변화가 일어날 때, 이것이 신흥국에 어떤 영향을 미칠 지를 보는 것이지요. 최근에는 신흥국의 세계 경제 비중이 커짐에 따라 선진국에서 신흥국으로의 일방적인 충격 전이 효과뿐만 아니라, 선진국과 신흥국 간의 상호 작용에 대한 연구도 많이 진행되고 있습니다. 즉, 세계 경제 구조가 많이 바뀌었다는 생각을 많이 하는 것입니다. 기존에는 선진국의 비중이 크기 때문에 선진국이 일방적으로 신흥국에 영향을 미치고, 그 반대 방향의 효과는 거의 없다고 봐서 이 부분에 대한 연구는 거의 없었는데, 요즘은

신흥국의 경제 비중이 커짐에 따라 상호작용에 대한 논의도 진행되고 있습니다.

5. 환율

다음으로 환율에 대해 살펴보겠습니다. 환율을 연구하는 분야에는 상당히 퍼즐들이 많습니다. 다시 말하면, 환율을 예측하거나 설명하고 싶은 데 잘 안 된다는 겁니다. 일반적으로 환율을 설명하는 모형에는 크게 3가지 이론이 있는데, 이 이론들에 하나씩 다 퍼즐이 있습니다. 또 이 3가지 퍼즐들이 다 유명한 퍼즐입니다. 그만큼 환율은 설명하기가 어렵다는 말입니다. 구체적으로 이 모형들이 어떤 내용인지, 환율의 어떤 점을 설명하지 못해서 퍼즐이 존재하는 지에 대해 말씀 드리겠습니다.

첫 번째로 구매력 평가설이 있습니다. 구매력 평가설은 우리나라 물가와 외국 물가가 비슷해지도록 환율이 결정된다는 이론입니다. 이 이론의 시발점은 바로 1물 1가 법칙입니다. 모든 재화의 환율을 고려한 가격이 한국에서나 미국에서나 같다는 것인데, 그렇기 때문에 물가도 서로 같아져야 한다는 내용이지요. 그래서 구매력 평가설을 연구하는 실증 분석 중에 기본적으로 1물 1가 법칙이 실제로 성립하는 지를 살펴본 연구가 많이 있습니다. 예를 들면 요즘 주로 많이 비교되는 제품이 아이폰이죠. 그래서 우리나라에서 팔리는 아이폰의 가격과 미국에서 팔리는 아이폰의 가격이 비슷한지를 보는 겁니다. 이렇게 1물 1가 법칙의 성립 여부에 대한 연구는 아직도 많이 진행되고 있습니다.

구매력 평가설 자체를 검증하는 논문들도 상당히 있습니다. 검증하는 방법은 다양하지만 그 중에서 실질 환율이 안정적(stationary)인지 검증하는 방법을 많이 사용합니다. 구매력 평가설이 말하는 것이 바로 우리나라와 외국의 물가가 같아야 한다는 것인데, 실질환율의 정의를 생각해보면 명목환율에 외국물가를 곱한 값을 우리나라의 물가로 나눈 값이지요. 즉 명목환율을 고려한 상대 물가가 바로 실질환율입니다. 그래서 구매력 평가설이 맞다는 것은 우리나라와 외국의 물가가 비슷한 수준을 유지하려는 경향, 즉 차이가 나도 다시 비슷해지려는 경향이 있다는 이야기이므로, 실질 환율이 장기적으로는 안정적이어야 한다는 것입니다. 당연히 단기적으로는 여러 요인들 때문에 성립하지 않습니다. 그래서 이 연구는 장기적으로 우리나라와 외국의 물가가 서로 수렴하는 경향을 보이는지, 다시 말해 실질환율이 장기적으로 안정 과정(stationary process)을 따르는지 여부를 살펴보는 것입니다.

그런데 실질환율 자료를 살펴보면, 앞서 말씀 드렸다시피 상당히 지속성이 있습니다. 즉 실질 환율이 안정과정을 따른다면 벌써 다시 원래 수준으로 돌아왔어야 하는데 그렇지 않고 한번 올라가면 계속 올라가 있고, 내려 올 때는 시간이 한참 걸린다는 것입니다. 그래서 실질환율의 안정성 여부를 살펴보기 위해 Unit Root Test를 하는 관련 연구가 상당히 많은데, 아직도 환율의 안정성 여부에 대해 학문적 합의가 이루어지지 않은 상태입니다. 어떤 논문에서는 안정적이다라고 나오고, 또 다른 논문에서는 검증 방법을 발전시켰더니 안정적이지 않다고 나오는 것이 반복되는, 아직 결론이 나지 않은 부분입니다.

이 이론에서 PPP Puzzle이라고 불리는 퍼즐이 나옵니다. 이 현상을 퍼즐이라고 부르는 이유는 가격 경직성을 고려해도 실질 환율의 지속성을 설명하기 쉽지 않기 때문입니다. 구매력 평가설이 왜 맞지 않는지를 이야기할 때 주로 가격 경직성 때문이라는 이야기를 많이 합니다. 실질환율이 안정적이지 않은 이유, 다시 말해 우리나라와 외국의 물가가 서로 달라지는 이유가 가격이 경직적이기 때문에 가격 조정이 어려워서 물가가 달라질 수 있다는 생각을 많이 합니다. 그런데 가격도 단기에서는 경직적이지만 장기에서는 경직성이 해소가 됩니다. 보통 가격 경직성을 이야기할 때 주로 2년 정도가 가격이 경직적인 기간이라고 이야기 합니다. 그래서 가격 경직성 때문이라면 가격경직성이 없어지는 장기에서는 구매력 평가설이 맞아야 하는데 그렇지 않습니다. 실제로 보면 실질환율이 원래 수준으로 돌아오는 데는 4~5년 정도 걸립니다. 즉 가격 경직성을 고려해도 2년 정도 지나면 실질환율이 원래대로 돌아와야 하는데, 4~5년 정도나 걸린다는 말입니다. 그래서 이것을 PPP Puzzle이라고 부릅니다. 그래서 여기에 대해 Unit Root Test하는 연구들이 많이 있습니다.

그리고 이 부분에 대해 좀더 생각해보면 실질환율이 굉장히 지속성이 있어서 Unit root과 아닌 것의 경계에 있다는 것으로 볼 수 있습니다. 그래서 최근에는 추가적으로 Unit root과 stationary, 이렇게 두 가지 극단적인 확률 과정(process) 외에 중간적인, 좀 더 지속성이 있는 과정을 가정하여 분석하는 논문들도 많이 있습니다.

또 구매력 평가설이 맞지 않는 원인에 대한 연구 중에 집합화의 오류(aggregation bias)에 대한 논의도 있습니다. 실질환율이 상당한 지속성을 보이는 이유가, 또는 물가의 차이가 오래 지속되는 것이 바로 집합화(aggregation) 때문이라는 얘기입니다. 개별 종목, 예를 들어 아이폰의 가격으로 실질 환율을 계산해 보면 가격 차이의 지속성이 훨씬 짧은데, 전체 물가수준은 지속성이 훨씬 큼니다. 그래서 전체 물가 수준을

산정할 때 개별 재화의 가격을 통합하는 과정에서 물가 차이의 지속성이 생긴 것이라는 연구도 있습니다. 이 외에 구매력 평가설을 살펴볼 때 거시모형을 통해 정부의 통화정책이나 재정정책까지 고려해서 살펴보는 연구도 있습니다.

다음으로 환율 예측에 대한 연구를 살펴보겠습니다. 환율 예측은 사실 주가 예측처럼 누구나 하고 싶어 합니다. 그런데 전통적으로 기존 연구들을 보면 환율을 예측하기가, 특히 단기에서 환율을 결정할 것 같은 거시 경제 변수들을 이용하여 예측하기가 굉장히 어렵습니다. 그래서 이것 Exchange Rate Disconnect Puzzle이라고 합니다. 왜 이런 명칭이 붙여졌는가 하면, 전통적인 Mundell-Flemming-Dornbusch(MFD) 모형 같은 거시 경제 모형을 통해 환율을 예측하려고 해보면, 특히 단기 환율에 대해서는 예측이 잘 안 됩니다. 주요 거시 경제 통화 모형을 보면 통화량, 국내총생산, 이자율 같은 주요 변수들이 있는데, 환율이 바로 이 주요 변수(fundamental)의 함수로 나타나게 됩니다. 그런데 이 내용에 대해 실증분석을 해보면 이런 모형으로 환율 예측이 잘 안 된다는 겁니다. 그래서 주요 거시경제변수와 환율이 서로 연결이 잘 안 되어 있다 해서 Exchange Rate Disconnect Puzzle이라고 합니다.

이 퍼즐은 굉장히 오래 된 퍼즐입니다. 처음 documentation이 된 다음에 20년 동안 계속 환율 예측을 시도했는데 실패했고, 그래서 환율 예측은 불가능하다는 게 일반적인 의견이었습니다. 새로운 시도들을 도입해 보았지만 계속 실패하곤 했습니다. 그런데 최근 들어 관련 연구들이 굉장히 많아졌습니다. 그 중 한 가지 방향은 이론의 함의에 대해 다시 생각해 보는 것입니다. 즉 원래 이론 모형이 환율 예측이 아니라 환율과 거시 경제 변수간의 관계를 설명하는 내용인데, 이 모형을 가지고 환율 예측을 하려고 하니 안 되는 것이다, 즉 모형의 함의가 예측이 아닐 수 있다 라는 이야기입니다. 그리고 또 다른 방향은 기존 모형이 시간에 따른 변화를 반영하지 못해서 환율 예측에 실패한 것이라는 이야기도 많이 나옵니다. 즉 모형의 계수가 시간에 따라 변하는 Time-varying parameter 모형이나 Structural Break 같은 비선형모형을 사용하면 환율 예측이 더 잘 된다는 연구도 있습니다.

다음으로 환율 관련해서 이자율 평형 정리에 대한 내용을 살펴보겠습니다. 이 내용과 관련된 퍼즐은 Forward Premium Puzzle이라고 부르는데, 이것은 실질적으로 이자율 평형 정리가 맞지 않다는 이야기입니다. 간단한 거시 모형에서 이자율 평형 정리를 많이 사용하는데, 실제로 이에 대해 선물환율(forward rate)과 미래 현물환율(spot rate) - 보다 정확히는 각각에서 전기 환율을 뺀 것 - 에 대해 회귀분석을 해보면 이

자율 평형 정리에서 예측되는 계수의 값과 실제 자료의 값이 상당히 다릅니다. 일반적으로 선물환율은 미래 현물환율에 대한 예측이라고 봅니다. 선물환 계약(forward contract)은 미래 환율을 예측하여 현재의 약정한 가격에 환율을 거래하는 겁니다. 그래서 그때의 가격인 선물환율에는 당연히 미래 환율에 대한 예상이 반영이 되어있습니다. 그런데 미래 현물환율을 선물환율에 대해 회귀분석을 해보면, 선물환율의 계수 값이 이론상으로는 1이 나와야 하고 적어도 양수가 나와야 하는데 실제 자료에서는 계수가 음수로 나옵니다. 또 위험 제거 이자 평가 식(covered interest rate parity)을 보면 선물환율과 현물환율의 차이, 즉 선물 프리미엄(forward premium)은 우리나라와 외국의 이자율 차이와 같습니다. 그래서 위험 제거 이자 평가 식을 사용해서 미래 현물환율과 이자율 차이에 대한 회귀분석을 해보면 이것도 이론상으로는 1이 나와야 하는데, 자료상으로는 1이 아닐 뿐만 아니라 음의 값이 나온다는 게 퍼즐입니다. 그래서 이것을 Forward Premium Puzzle이라고 부릅니다.

$$(5.1) \quad e_{t+1} - e_t = \alpha + \beta(f_t - e_t) + \varepsilon_t$$

$$(5.2) \quad e_{t+1} - e_t = \alpha + \beta(i_t - i_t^*) + \varepsilon_t$$

이 퍼즐도 오래된 퍼즐인데 아직 해결이 되지 않았습니다. 이와 관련하여 많이 제안되는 것은 위험 프리미엄(risk premium)을 추가로 고려해야 한다는 것입니다. 그래서 위험 프리미엄의 크기나 상관관계 등을 고려하면 자료를 설명할 수 있을 것이라는 논의가 있습니다.

6. 국제 거시 경제 모형

다음으로 국제 거시 경제 모형에 대해 살펴보겠습니다. 이 분야에서 주로 논의되는 모형은 새 개방 경제 거시 모형(New Open Economy Macro Model, NOEM)입니다. 간단히 말씀 드리면 거시경제학의 New Keynesian model을 개방 경제 모형으로 바꿔 놓은 것이 새 개방 거시 경제 모형입니다. 전통적인 모형으로는 Mundell-Flemming-Dornbusch(MFD) 모형이 있는데, 이 모형은 학부 수업에서 논의가 되곤 하지만 대학원 과정에서는 거의 논의되지 않습니다. 특히 연구 모형으로 MFD 모형을 사용하는 경우는 거의 없다고 보시면 됩니다.

새 개방경제 거시 모형의 특징을 간단히 말씀 드리면, 일반적인 거시경제 모형에 가격 경직성과 같은 명목 경직성(nominal rigidity)을 추가한 모형이 New Keynesian model이고, 이 모형을 개방경제로 확장한 모형이 바로 새 개방경제 거시 모형이라고 보시면 됩니다. 새 개방경제 거시 모형은 미시적 기초(micro-foundation)에 근거한 모형입니다. 이 모형의 제일 간단한 형태는 앞서 말씀 드린 경상수지 결정 모형 중 경상수지에 대한 시제간 접근법(intertemporal approach)입니다. 그래서 이런 미시적 기초에 근거한 모형에 명목 경직성을 추가한 것입니다. 여기에 거시 모형에서 많이 사용되는 대표 대리인 모형(representative agent model)이 주로 사용되고 있습니다.

말씀 드린 대로 새 개방경제 거시 모형은 거시경제학에서 사용되는 모형과 비슷한 점이 많습니다. 그런데 폐쇄 경제 모형에서도 그렇지만 특히 개방 경제 모형에서 중요하게 논의 될 수 있는 부분이 바로 효용 분석(Welfare implication)입니다. beggar-thy-neighbor 정책이라는 말 많이 들어보셨을 겁니다. 예를 들어 미국이 통화 확장 정책을 하면, 미국의 경기가 좋아질 수 있습니다. 그런데 그러면 우리 나라의 경제는 이 정책에 의해 어떤 영향을 받게 될까요? 보통 우리 나라 경제는 부정적인 영향을 받게 될 거라는 이야기를 많이 합니다. 미국이 확장적 통화정책을 하면, 미국 달러의 약세로 인해 미국의 수출은 증가하지만 한국의 수출은 감소 하게 되고, 그래서 미국의 무역수지는 흑자가 되는 데, 한국의 무역수지는 악화되는 등 부정적인 영향을 받을 수 있다는 것입니다. 이런 내용이 바로 beggar-thy-neighbor 정책입니다. 그런데 이런 내용은 우리 나라가 좋은 영향을 받는 지 아닌 지를 무역수지가 좋아졌는지 아닌지를 가지고 판단하는 겁니다. 이걸 보다 정확하게 판단하려면 효용함수(welfare function)를 계산해서 분석해야 합니다. 새 개방경제 거시 모형에서는 효용함수를 가정하고 최적화(optimization)를 통해 실제 효과를 분석합니다. 그래서 기존의 정책 효과 분석 모형 보다는 좀 더 정치한 분석 방법이라고 볼 수 있습니다. 새 개방경제 거시 모형의 추가적인 장점으로는 정부예산제약(government budget constraint)에 대한 세부적인 분석을 할 수 있다는 점입니다. 이 외에 앞서 말씀 드렸던, 국제 금융 시장 구조에 대한 보다 자세한 고려도 포함시킬 수 있습니다.

다음으로 관련된 연구의 주요 이슈로는 먼저 통화정책과 재정정책의 국제 전이 과정 연구가 있습니다. 즉 앞서 말씀 드렸던 것처럼 미국이 새로운 통화정책이나 재정 정책을 집행했을 때 국제변수인 환율이나 경상수지 등에 어떤 영향을 미치는 가에 대해 분석하는 것입니다. 그리고 이 정책이 다른 나라 경제에 미치는 영향, 예를 들

면 미국의 정책에 대해 우리 나라 경제가 받는 여파(spillover effect)에 대한 연구도 있습니다. 또 개방 경제에서의 최적 통화 정책에 대한 연구도 많습니다. 먼저 말씀드린 것은 외국의 정책이 우리 나라에 어떻게 전이가 되는 지에 대한 내용이고, 이 부분은 어떻게 정책을 수립해야 최적 수준을 달성할 수 있는 지에 대한 내용입니다. 예를 들면 환율 제도 중에서 어떤 제도가 더 효율적인 지를 연구하는 것입니다. 이에 대해 학부 교과서에도 MFD 모형을 사용한 분석이 나오는데 여기서는 새 개방경제 거시 모형을 사용해서 분석하는 것을 말합니다. 실제로 이 분야에 대한 연구들이 많이 진행되고 있는데 이와 관련해서 최근 2~3년 내 많이 논의되고 있는 주제가 자본 규제(capital control)와 환율 시장 개입(FX intervention)입니다. 이 주제에 대한 이야기가 많이 나오는 이유는, 최근 경제 위기가 자주 발생하는 데 그 이유가 국제 자본 이동에 상당부분 기인한다는 인식 때문입니다. 그래서 자본 이동을 어떻게 통제할 것인가에 대해서, 그리고 자본 통제의 효과가 어떤 것인지에 대한 논의들이 많이 있습니다. 그래서 이 분야에 대해 새 개방경제 거시 모형을 통해 분석하는 연구들이 많이 진행되고 있습니다.

7. 국제통화/금융체제 및 정책

다음으로 국제 통화와 국제 금융 체제 및 정책에 대해 살펴보겠습니다. 앞서 말씀드렸던 부분은 거시경제 모형의 확장적인 성격이 강했는데, 이 장에서 말씀드릴 내용은 국제 거시나 국제 금융 연구의 고유한 영역에 더 가깝습니다.

먼저 많이 연구되는 것은 환율 시장 개입(intervention)에 관한 것입니다. 여기서 말하는 개입은 일반적인 개입이 아니라, 통화량 변화 없이 환율에 개입하는 불태화개입(sterilized intervention)을 말합니다. 일반적인 시장 개입은 효과가 있는 것이 당연한 것이고, 통화량을 변화시킨다는 점에서 통화 정책에 가깝습니다. 그래서 통화량의 변화 없이 환율 시장에 개입하는 것이 실제로 효과가 있는 지에 대한 연구가 상당히 많습니다. 이 주제와 관련해 기존에는 portfolio balance model을 많이 사용해왔는데, 최근에는 새 개방경제 거시 모형을 통한 연구와 실증분석 연구들이 많이 있습니다.

다음으로 환율 제도에 대해서 살펴보면 최적 환율 제도에 대한 연구가 있습니다. 즉 어떤 환율 제도가 장기 성장이나 단기 경기 변동 등을 고려 했을 때 더 나은 지에 대한 연구입니다. 환율 제도와 관련해서 실제로 정부가 환율 시장에 개입을 했

는지 여부를 살펴보는 연구도 있습니다. 대부분의 국가들이 자국 정부가 환율 시장에 거의 개입하지 않는다고 주장합니다. 그래서 실제 자료를 보고 어떻게 하면 개입의 여부를 알 수 있는 지를 살펴 보는 연구도 많이 있습니다. 이와 관련한 연구가 De facto 그리고 De Jure Exchange rate Regime Classification입니다. 이것은 한 국가가 자국이 채택하고 있다고 표명하는 것과 실제 따르고 있는 제도가 다를 수 있어서, 자료를 통해 실제로 어떤 환율 제도를 택하고 있는 지 분석하는 것을 의미합니다. 예를 들어 한국의 경우 공식적으로 변동 환율 제도를 택하고 있다고 말하는데, 실제 환율 자료를 보면 다를 수도 있다는 말입니다. 여기서 de jure라는 것은 국가가 공식적으로 표명한 제도이고, de facto는 자료를 살펴봐서 실제로 해당 국가가 따르고 있다고 보이는 제도를 의미합니다.

다음으로 말씀 드릴 것은 국제 자본 이동에 대한 연구입니다. 이 분야도 상당히 많은 연구들이 진행되고 있습니다. 관련된 내용을 간단히 말씀 드리면 일반적으로 국가가 자본 시장을 개방 하는 이유는 유입되는 국제 자본을 이용해서 투자를 한다든지, 소비평활화를 한다든지 해서 국제 자본을 잘 활용할 수 있다는 점 때문입니다. 그런데 금융시장을 개방하는 데는 편익만 있는 것이 아니라 비용도 존재합니다. 최근 많이 이야기 되는 것이 국제 자본 이동 때문에 경제 위기가 생긴다는 것인데요. Boom-bust cycle이라고 하기도 하고, sudden stop이라고 하기도 합니다. 예를 들면, 국제 자본 유입이 되면서 경기가 활성화 되어 자산 가격이 상승하다가, 갑자기 자본이 유출되면 경기가 침체되고 그래서 경제 위기가 오는 경우가 많다는 것입니다. 그래서 이런 내용에 대해 이론 모형이나 실증분석 방법으로 국제 자본 이동의 편익과 비용이 무엇인지, 실제로 boom-bust cycle이 생기는지, 국제 자본 유출입 때문에 실제로 경제 위기가 발생하는 지에 대해 연구하는 것입니다. 이런 연구의 주요 결론은 신흥국의 경우 국제 자본 이동의 비용이 크다는 것입니다. 선진국에 대한 내용은 아직 확실하지 않지만 최소 신흥국의 경우를 살펴보면, 자본 시장 개방의 편익은 거의 없었고 비용만 컸다는 내용의 연구들이 많이 있습니다.

그래서 다음으로 많이 논의되는 내용이 자본 이동의 고비용에 기인한 자본 통제 의 필요성입니다. 이에 대해 자본의 통제가 이론적으로 경제에 어떤 영향을 미치는지에 대한 연구가 있습니다. 또 실증분석을 통해 이러한 자본 통제가 실제로 효과적인 지를 살펴보는 연구가 많이 있습니다. 일반적으로 자본 통제를 하면 모든 자본을 통제 하는 것이 아니라 특정 종류의 자본 유입을 막든지, 세금을 매기든지 하는 식으로 자

본을 통제 합니다. 그런데 이렇게 통제를 하면 다른 통로를 통해 자본이 오히려 더 유입이 될 수도 있습니다. 그래서 실제로 자본 통제가 이루어지고 있는지, 자본의 통제가 효과적인지를 분석하는 연구들이 있습니다.

또 최근 국제 통화 체제에 대한 논의도 많이 이루어지고 있습니다. 글로벌 경제 위기가 근본적으로 국제 통화 체제의 문제라는 이야기입니다. 이와 관련해서 간단하게 유동성 공급 시스템에 대해 생각해 볼 수 있습니다. 예를 들어 우리 나라가 달러가 필요한 경우가 있습니다. 그런데 달러가 왜 필요한 가를 생각해 보면 기본적으로 거래를 하기 때문에 필요한 것입니다. 우리 나라가 금융거래를 했는데 달러로 지급해 달라고 하면 달러로 줄 수밖에 없겠죠. 그런데 경제 위기를 이야기하면서 유동성 공급 시스템을 언급하는 이유는 우리가 필요로 하는 만큼 달러가 공급되지 않는다는 점에서 문제가 생기기 때문입니다. 만약 우리가 원하는 만큼 달러가 원활하게 공급이 되면 문제도 발생하지 않을 것이고, 지금처럼 외환보유고를 모을 필요도 없겠죠. 그래서 많은 경제 문제, 위기들이 근본적으로 보면 글로벌 유동성 또는 국제기축통화에 대한 제한적 접근 때문에 생기는 문제라고 볼 수 있습니다. 그래서 국제 통화 체제에 어떤 변화가 필요한 지에 대한 연구도 많이 있습니다.

8. 경제 위기

다음으로 경제 위기에 대해 살펴보겠습니다. 경제 위기는 크게 3가지로 나뉩니다. 외환 위기(currency crisis), 채무 위기(debt crisis), 은행 위기(banking crisis)입니다. 개념적으로 이 3가지 위기는 각각 환율 거래에서 발생하는 위기, 한 국가가 국가 차원에서 빚을 갚지 못해 파산(default)하게 되어 발생하는 위기, 은행에 문제가 생겨 발생하는 위기를 말합니다. 한국의 경우를 보면 최근에는 채무 위기는 겪은 적이 거의 없고, 환율 위기는 아시아 외환위기 때 은행 위기와 같이 겪은 적이 있다고 보시면 됩니다. 국제 경제학에서는 주로 외환 위기와 채무 위기에 대해 연구를 많이 하고, 은행 위기에 대해서는 거시 경제학에서 주로 연구한다고 보면 될 것 같습니다. 경제 위기에 대한 연구는 주로 위기의 발생 원인, 경제 위기에 대해 이론 모형으로 얼마나 설명할 수 있는지, 위기를 어떻게 예측할 수 있는지, 또 위기가 발생했을 경우 경제에 어떤 영향을 미치는지, 회복하려면 어떻게 해야 하는지, 언제 회복할 수 있는지, 한번 위기가 발생하면 얼마나 지속이 되는지 등에 대한 연구들이 진행되고 있습니다.

다.

학문적으로는 최근 채무 위기에 관한 연구가 많이 나오고 있습니다. 채무 위기는 아직도 동유럽이나 남미권 국가에게 굉장히 중요한 이슈이지만 한국 경제의 경우 채무 위기의 가능성은 그렇게 높지 않기 때문에 오늘은 추가적으로 논의하지 않겠습니다. 채무 위기에 대해 더 관심이 있으신 분들은 Handbook of International Economics Volume 4에 서베이 챕터가 있으니 참고하시기 바랍니다.

외환위기에 대해 간단히 말씀 드리면, 외환위기에 대한 연구는 크게 1, 2, 3세대 연구로 나뉩니다. 1세대 외환위기 연구는 주로 1970~80년대 남미 국가들의 외환위기에 대한 연구입니다. 이 국가들의 공통점은 방만한 정책하에서 고정환율 제도를 유지하려고 했다는 점입니다. 구체적으로, 당시 남미 국가들은 재정 지출이 급증하여 이를 유동화(monetize) 했습니다. 결국 통화량이 지속적으로 증가하므로 장기적으로 고정환율제도와 공존할 수 있는 제도가 아님에도 불구하고 고정 환율 제도를 채택했다는 것이 근본적인 문제점이었습니다. 이런 배경에서 급격한 형태로 외환위기가 발생할 수 있다는 점을 보인 것이 1세대 외환위기 연구 모형입니다.

2세대 외환위기 연구 모형은 주로 유럽 국가들에서 발생한 외환위기에 대한 연구입니다. 1세대 연구 모형은 주로 남미 국가들에 대한 연구였고, 남미 국가 경제에 자체적으로 문제가 있어 외환 위기가 발생했다라는 게 주요 결론이었습니다. 그런데 90년대에 별로 문제가 없어 보이는 유럽 국가들이 갑자기 환율 위기를 겪게 됩니다. 대표적인 예로 영국이 유로화에 대한 고정환율제를 채택하기 바로 전에 환율 위기를 겪었습니다. 그래서 유럽의 외환 위기에 대한 분석이 주요 내용인 제2세대 외환 위기 모형에서는 자기실현성 위기(self-fulfilling crisis), 다중 균형점(multiple equilibrium)에 대한 논의가 많습니다. 이 논의는 경제에 근본적인 문제가 없어도 국제투자자들이 어떻게 생각하느냐에 따라 외환 위기, 즉 일반적인 균형점이 아닌 다른 균형점이 선택될 수 있다는 내용입니다.

그리고 아시아 외환위기를 겪으면서 3세대 외환 위기 연구들이 진행이 되었습니다. 3세대 연구에서 주로 많이 이야기 되는 점은 바로 전이 효과입니다. 아시아 외환 위기의 특징이 바로 주변 국가에 위기가 급속히 전이된 점이었습니다. 그래서 3세대 연구에서는 위기의 전이효과에 대한 논의가 많이 나왔습니다. 그리고 아시아 외환 위기의 특징 중 하나가 바로 복합적인 위기가 발생했다는 점입니다. 이전에 발생했던 위기들과 달리, 아시아 외환 위기는 특히 은행 위기 또는 금융 위기와 복합되어 있었

습니다. 그래서 복합 위기에 대한 이야기도 많이 나옵니다. 그리고 금융 시장의 공포(panic)에 대한 이야기도 많이 나오는 것 같습니다.

이 분야에서 특히 흥미로운 부분이 바로 위기 예측, 위기 예고 시스템의 구축에 대한 연구입니다. 사실 이 분야를 연구하는 주된 이유가 바로 경제 위기를 겪지 않도록 하는 데 있습니다. 그래서 이론 모형에서 경제 위기와 관련되어 있는 여러 경제 변수들을 찾아낸 다음, 실제 경제 위기를 측정한 변수와 회귀 분석을 한다든지 해서 어떤 변수들이 위기 예측에 중요한 지 판단하여 그 변수들을 바탕으로 예고 시스템을 구축하려는 시도들이 많이 있습니다. 그래서 경제 위기를 미리 감지할 수 있는 변수를 찾아서 그 변수를 살펴보고, 위기가 올 것인지 여부를 예측하려는 것이죠. 이 분야는 아직도 세계 경제가 위기에서 완전히 벗어나지 못하고 있기 때문에 상당히 많은 연구들이 진행이 되고 있습니다.

추가적으로 위기 발생 이후 회복 과정에 대한 연구도 많이 나오고 있습니다. 현재 세계 경제도 글로벌 금융위기 이후 회복 속도가 상당히 늦어지고 있죠. 특히 유럽 국가 같은 경우는 위기를 겪은 지 6~7년이 지났는데도 회복이 되지 않고 있습니다. 이런 점 때문에 경제 회복의 과정이나 속도 등에 대해 역사적으로 살펴 보는 연구가 많이 진행되고 있습니다. 관련 연구 중에서 Reinhart and Rogoff(2014, NBER Working Paper)을 보면, 한번 경제 위기가 오면 평균 6년 반에서 8년 정도로 위기가 지속된다고 하는 연구 결과가 있습니다. 이 외에 최근 자료뿐만 아니라 과거 몇 백 년 전 자료를 사용해서 역사적으로 경제 위기가 발생한 경우를 살펴보고, 위기에서 회복하는데 얼마나 걸리는 지를 살펴본 연구들도 많이 있습니다.

9. 결론

국제 금융과 개방 거시 경제학의 연구 주제는 상당히 다양하고 모든 방면의 연구들이 중요하다고 보여집니다. 그 중 개인적인 생각으로는 국제 금융 시장이 굉장히 급속도로 커지고 있어서 이 분야에 대한 연구가 상당히 중요하다고 봅니다. 또한 경제 위기와 관련된 연구는 시기적으로 필요할 뿐만 아니라 항상 중요한 주제라고 생각합니다. 이 외에 국제 경제학의 고유한 연구 주제라는 점에서 국제 통화 및 금융 체제, 국제 통화 및 금융 정책에 관한 연구도 상당히 흥미로운 주제라고 생각합니다.

서울대학교 경제학부 교수

151-746 서울특별시 관악구 관악로 1

전화: (02) 880-2689

팩스: (02) 886-4231

E-mail: soyoungkim@snu.ac.kr

