

3. 환율이 안정되면 금리도 안정(하락)되는가?

- 외환위기 당시에는 외국인 주식투자자금 유출, 주가 폭락, 달러화 수요 증가로 환율이 급상승했고, 기업의 연쇄도산 가능성 등 리스크 프리미엄의 급등으로 인해 금리도 급상승함에 따라 환율과 금리간의 연동성이 매우 높았음. 그러므로 이 시기에 금리하락을 유도하기 위해서는 무엇보다 환율의 안정이 필수적이었음
- 그러나 외환위기 이후 국면에서는 환율 변동성과 금리간의 인과관계가 크게 약화되면서 ‘환율이 안정되어야만 금리도 안정시킬 수 있다’는 논리는 더 이상 효력을 잃어가고 있음

□ 금융 변수간 연계성

- (외환위기 이전) 외환·자금·증권시장간 인과관계가 미미하였음
 - 예컨대 환율의 변동성이 높아져도 금리나 주가에 미치는 영향이 비교적 작았음
- (외환위기 당시) 환율 변동성 증가와 금리 및 주가간의 연계성이 높았음
 - 동남아 사태 등으로 외국인 주식투자자금이 밀물처럼 빠져나감에 따라 주가가 폭락하면서 환전을 위한 달러화 수요의 증가로 환율이 급상승하였음
 - 또한 기업의 연쇄도산 가능성 등 리스크 프리미엄의 급등으로 인해 금리도 급상승함에 따라 각 시장간 연계성이 매우 높았음
 - 즉 ‘동남아 사태 여파→ 외국인 자금 이탈→ 주식시장 붕괴→ 환율 변동성 증가→ 환차손 증가→ 수입 물가 상승→ 제조원가 상승→ 매출 감소→ 기업 부도 증가→ 부실채권 증가→ 금리상승→ 흑자 도산→ 대외신도 하락→ 외국인 자금 이탈’의 악순환이 반복되었음
 - 따라서 외환위기 당시에는 금리하락을 유도하기 위해서는 무엇보다 환율의 안정이 필수적이었음
- (외환위기 이후) 각 금융시장간 연계성이 다시 크게 줄었음
 - 외환위기 이후에는 외환시장과 금융시장이 따로 분리되어 움직이는 양상을 보이고 있음
 - 환율의 변동성은 외환위기 이후 크게 줄어들었으나 금리 및 주가의 경우는 환율 안정에도 불구하고 외환위기 당시와 큰 차이가 없음
 - 환율의 경우 외환위기 당시에는 약 20%의 변동성을 보였던 것이 외환위기 이후로는 2.5%내외로 크게 감소하였을 뿐만 아니라, 환율 수준도 1,300~1,400원으로

안정되었음

- 그러나 평균 금리 수준은 외환위기 당시의 18.35%보다 오히려 상승한 18.54%를 기록하고 있어 환율 안정에도 불구하고 여전히 높은 수준을 나타내고 있음
- 주가의 경우에도 환율 안정에도 불구하고 외환위기 이후에도 지속적인 하락세를 나타내고 있음
- 환율은 안정되어 감에도 불구하고 여전히 금리가 높은 이유는 기업의 구조조정 과정에서 예상되는 리스크 프리미엄이 높은 상태이기 때문임
- 이러한 여건하에서는 환율의 안정이 금리 안정의 필수적인 조건이 아님

< 환율의 변동성과 금리 및 주가의 평균 수준 >

구분	환율 변동성(%)	평균 금리(%)	평균 주가(포인트)
외환위기 이전(97.1-97.9)	0.06	12.18	707.69
외환위기 당시(97.10-98.2)	19.41	18.35	497.25
외환위기 이후(98.3-98.5)	2.48	18.54	483.77

□ 결론

- 외환위기 이후부터는 환율의 변동성과 금리간의 인과관계가 크게 줄어들었기 때문에 ‘환율이 안정되어야만 금리도 안정(하락)시킬 수 있다’는 논리는 점차 효력을 잃어가고 있음
- 외환위기 당시에는 금융변수간에 높은 상관관계뿐만 아니라 인과관계가 존재함에 따라 어느 한 변수에 충격이 발생하면 다른 변수에도 급속히 파급되는 현상이 발생하였음
- 그러나 외환위기가 진정되어 감에 따라 환율의 변동성과 금리간의 인과관계가 크게 줄어들었으며, 이는 환율이 어느 정도의 충격을 받더라도 금리에는 큰 영향을 미치지 않는다는 것을 의미함
- 그러므로 금리를 인하시키기 위한 여건으로 오직 환율안정만을 강조하는 것은 모순이며, 이보다는 오히려 경제 전반의 체질 개선이 더 시급한 과제라고 사료됨
- 즉 금리 인하를 위해서는 환율 안정 등 인과관계가 희박한 외환시장의 안정보다는 금융시장 자체의 안정이 무엇보다 시급한 것으로 판단됨

< 외환위기 이전(97.1 ~ 97.9) >

귀무가설(H ₀)	F-통계량	신뢰수준(Significance Level)	테스트 결과
환율 변동성 ≠ 주가	0.90	0.54	환율 ≠ 주가
주가 ≠ 환율 변동성	1.43	0.15	주가 ≠ 환율
금리 ≠ 환율 변동성	1.00	0.44	금리 ≠ 환율
환율 변동성 ≠ 금리	0.56	0.86	환율 ≠ 금리
주가 ≠ 금리	0.90	0.54	주가 ≠ 금리
금리 ≠ 주가	0.97	0.46	금리 ≠ 주가

< 외환위기 당시(97.10 ~ 98.2) >

귀무가설(H ₀)	F-통계량	신뢰수준(Significance Level)	테스트 결과
환율 변동성 ≠ 주가	0.69	0.74	환율 ≠ 주가
주가 ≠ 환율 변동성	1.87**	0.05**	주가 ⇒ 환율
금리 ≠ 환율 변동성	4.74**	0.00**	금리 ⇒ 환율
환율 변동성 ≠ 금리	2.54**	0.01**	환율 ⇒ 금리
주가 ≠ 금리	1.98**	0.03**	주가 ⇒ 금리
금리 ≠ 주가	1.84**	0.05**	금리 ⇒ 주가

< 외환위기 이후(98.3 ~ 98.5) >

귀무가설(H ₀)	F-통계량	신뢰수준(Significance Level)	테스트 결과
환율 변동성 ≠ 주가	1.64	0.10	환율 ≠ 주가
주가 ≠ 환율 변동성	1.62	0.11	주가 ≠ 환율
금리 ≠ 환율 변동성	1.48	0.15	금리 ≠ 환율
환율 변동성 ≠ 금리	0.81	0.63	환율 ≠ 금리
주가 ≠ 금리	1.00	0.46	주가 ≠ 금리
금리 ≠ 주가	2.61**	0.01**	금리 ⇒ 주가

주: 1) **는 각각 귀무가설이 5% 수준에서 유의미함을 나타냄

2) 자료는 일별 자료를 사용하였음(97년 1월 3일부터 98년 5월 2일까지)

(천 일 영 iycheon@hri.co.kr ☎724-4013)