

美國의 換率決定: 市場壓力 對 利益集團壓力을 中心으로*

金寅培** · 金一仲***

논문 초록

일반적으로 정부의 정책이 관련 이익집단의 영향력으로부터 완전히 자유스럽지 못하다는 것은 대부분의 사람들이 인정하는 사실이다. 환율정책 역시 예외는 아니다. 본 논문은 투입-산출표의 자료를 이용하여 환율에 대한 이익집단압력 실증 분석의 두 가지 큰 장애, 즉 압력의 “대리변수 문제”와 “Olson 문제”를 극복하였다. 실증분석 결과, 엔/달러 실질환율에 상품별로 구성된 수출·입업자 압력이 1-기의 시차를 갖고 비대칭적으로 작용하고 있음을 발견하였다. 특히 이들 압력이 1980년대 전반에 경쟁적으로 고조되었다는 사실은 우리의 이익집단가설이 기존 문헌에서 “기이한” 현상이라고 지적하는 당시의 미달러의 움직임을 설명하는 한 가지 중요한 요인임을 시사한다고 판단된다.

핵심 주제어: 환율결정, 공공선택, 이익집단압력

경제학문헌목록 주제분류: K4

* 2003년 경제학 공동학술대회(한국재정공공경제학회) 때 유익한 논평을 해주신 김상헌 교수님과 익명의 심사자분들, 그리고 연구조교로서 충실한 역할을 해준 권윤섭군과 주홍원군에게 사의를 표한다. 본 연구는 둘째 저자의 연구년이었던 2002년 한국학술진흥재단의 연구비지원(KRF-2002-013-C00061)에 의해 수행되었다.

** 숭실대학교 경제국제통상학부 조교수, e-mail: ibkim@ssu.ac.kr

*** 숭실대학교 경제국제통상학부 부교수, e-mail: ijk@ssu.ac.kr

I. 문제 제기

한 국가에 있어서 환율의 “결정” 내지는 “선택”이란 자국통화의 평가절하로부터 절상에 이르는 일종의 긴 직선 상의 한 점을 선택하는 작업과 흡사하다.¹⁾ 그리고 환율제도가 주어졌을 때,²⁾ 정책결정자의 입장에서 그러한 작업이 어려운 것은 그 직선상의 움직임이 바로 다양한 이해관계의 상충을 의미하기 때문이다.

전통 거시경제이론에서는 주로 공익에 충실한 사회계획자의 시각에서, 환율의 절하나 절상 관련 비용과 편익에 관한 논의를 발전시켜 왔다. 물론 이 소위 공익론은 국가경제 전체의 후생을 분석하는 출발점으로서 매우 유익한 방식이다.³⁾ 그럼에도 불구하고 환율의 변화가 국내 각 경제주체들의 이해관계에 첨예한 영향을 미친다는 점에 이견이 있을 수 없다. 이른바 환율변화가 갖는 분배적 효과가 크기 때문이다.

그러므로 경제내 각 이익집단들은 환율이 자신들에게 가장 이로운 수준에 이르도

- 1) 여기서 선택이란 표현을 쓸 수 있는 이유는 일반적으로 중앙은행은 행정부의 영향을 많이 받을 뿐 아니라, 대개 중앙은행의 모든 정책들이 정치적 과정으로부터 완전히 독립적이지 못하기 때문이다(이러한 정치경제적 환율결정 논의에 관한 자세한 서베이는 Broz and Frieden(2001)을 참조). 심지어 Calvo and Reinhart(2002)는 환율결정에 관한 한, 그날 그날의 재량이 절대적이라는 시각을 견지하고 있다. 나아가 환율결정에 직접적인 영향을 미치는 금융통화정책의 결정과정을 공공선택이론으로 분석한 문헌들에 대해서는 김인배 외(2001)에 잘 요약되어 있다. 한편 일반 외환시장개입의 효과에 관한 서베이로는 대표적으로 Almekinders and Eijffinger(1991)를 들 수 있으며, 그 중에 개입이 유효하다는 여러 연구들이 존재한다.
- 2) 환율제도에 관한 대부분의 문헌에서 환율제도는 주어진 것으로 보고, 서로 대립하는 환율제도들의 성과를 물가 혹은 국민총생산의 안정성을 기준으로 비교한다. 다만 소위 최적통화지역 문헌(de Grauwe (1994)의 서베이 참조)과 더불어, 일련의 연구들에서는 환율제도 역시 내생적으로 결정된다는 견해를 보이고 있다(Edwards, 1996; Fischer, 2001 등). 그러나 이들 역시 대부분, 예컨대 de Kock and Grilli(1993, 347)의 표현처럼, “일종의 통화정책과 환율정책의 비양립성으로부터 비롯된 결과”로 설명하고 있다. 이와는 달리 최근 고영춘 외(2002)는 환율제도의 내생성을 관료유인으로써 설명한 바 있다.
- 3) 하지만 실제로 환율변화에 따른 국가 전체 후생수준의 변화를 계산하는 작업이 늘 명쾌한 답을 제시하지는 못하는 듯하다. 가령 환율변화가 가격경쟁력과 국내구매력 사이에 상충관계를 낳는다는 사실을 제외하고는, 최적 환율에 대한 학자들간 의견에는 아직도 큰 차이가 존재하는 것으로 보인다. 예컨대 평가절하를 통해 수출을 증가시키고 국내생산을 증진시킨다는 주장을 한다. 그러나 한편으로 평가절하는 국내물가를 상승시키고 이에 따라 실질통화잔고를 하락시킴으로써, 국내생산을 위축시킨다는 논리 또한 자주 접하게 된다. 요컨대 환율이 변하면 일련의 변수들이 매우 복잡다기한 형태로 함께 변하기 때문에, 연구자들이 종국적인 후생합의를 명쾌히 제시하기란 그리 쉽지 않다(Stephan, 1992).

록 “경쟁적으로” 노력할 것이라는 가설 또한 결코 무리함이 없다(Becker, 1983). 환언하면, 환율정책당국에 대해 광의의 의미로서 “압력(pressure)”을 행사할 것이라는 주장이다. 바로 이러한 맥락에서 환율정책에 관한 정치경제학적 접근방식은 점차 많은 관심과 설득력을 얻고 있다. 환율변화에 상대적으로 민감한 이익집단들에 관해서 외국 경제학계에서는 이미 최소한 20여 년 전부터 활발한 연구가 진행되어 왔다.⁴⁾

문제는 원론적으로 환율결정의 정치경제학적 접근방식 및 그 이론적 논의가 갖는 큰 매력에도 불구하고 학계에서 체계적인 실증분석은 그리 활발하지 못했다는 사실이다. 최근 이 분야에 관하여 매우 정치한 서베이를 실시한 Broz and Frieden(2001, 327-328)은 그 이유를 두 가지로 요약하고 있다.

첫째, 이익집단 내지는 정치적 영향력을 개념화하는 것은 물론, 심각한 자료제약으로 인하여 그 계량화작업이 매우 힘들다는 것이다. 따라서 그 영향력의 대리변수로서 연구자들이 예컨대 국내총생산(GDP)에서 특정(이익집단) 산업이 차지하는 비중 등을 종종 사용해왔으나, 이는 정교하지 못한 대리변수였다는 Broz and Frieden의 지적이다. 말하자면 이는 영향력의 적절한 대리변수를 찾는 어려움, 즉 압력의 “대리변수 문제”이다.

둘째, 환율변화가 초래하는 효과가 매우 넓게 퍼진다는 사실에 저자들은 초점을 맞춘다. 왜냐하면 어떤 정책의 편익이 매우 넓고 비배타적으로 발생한다면, 영향력의 행사 과정에서 소위 Olson(1965)의 집단행동(collective action)의 문제가 야기될 것이기 때문이다. 주지하듯, 다른 조건이 일정할 때 잠재적 수혜자 숫자가 커져 일인당 기대하는 편익이 작을수록 로비활동을 조직화하는 일이 어렵게 될 것이다. 흥미롭게도 이러한 집단행동의 제약은 흔히 통상정책(trade policy)에 비하여 환율정책에서 더욱 심각하다.⁵⁾ 따라서 환율정책에 미치는 이익집단 압력을 분석할 때에

4) 민간 분야로부터 행사되는 압력으로는 대표적으로 수출업자 대 수입업자의 것들을 들 수 있다(Corden, 1982; Bliss and Joshi, 1988; Huizinga, 1997). 교역재 및 비교역재 생산자들로부터 발생하는 압력에 대해서도 여러 연구에서 지적되어 왔다(Frieden, 1991; Jeanneney and Hua, 2001). 또한 Fabella(1996)와 Chow(1997)에서는 해외채권자 및 해외채무자의 대립되는 입장이 언급되었다. 그밖에 자국통화의 절상을 원하는 그룹으로서, 금융업계(Destler and Henning, 1989), 소비자(Marris, 1987; Frieden, 1991) 등이 거론되어 왔다. 다양한 압력은 비단 민간부분에 국한되지 않는 듯하다. 선거나 정당선포에 의한 압력도 거론되었으며(Dornbusch, 1987; Stephan, 1992), 정부나 중앙은행의 관료유인 자체로 발생하는 압력도 강조되었다(Gärtner, 1991; Stephan, 1994).

는 반드시 이 “Olson 문제”에 대한 고려가 있어야 할 것이라는 저자들의 지적은 충분히 설득력을 갖는다.

앞서 소개한 기존의 문헌 중 대부분은 특정 이익집단이 환율수준과 이해관계가 있음을 주장하지만, 전술한 두 가지 큰 장애 때문에, 체계적으로 이해집단을 구분한 후 그들의 집단 영향력을 명시적으로 계량화하여 특히 보수추정방식에 의한 가설검증을 시도한 연구는 찾기 어렵다.⁶⁾ 본고는 이익집단압력의 존재를 검증하는 과정에서, 이 두 가지 방법론적 장애를 극복해보려는 실험적 시도이다. 그 극복방법에 관한 자세한 설명은 제III절로 미룬다. 특히 본고에서는 미국의 환율결정을 그 소재로 선택한다. 필자들에게 그 주요 이유는 두 가지이다. 첫째, 실증분석에서 사용될 모든 자료가 미국의 경우 상대적으로 제일 잘 갖추어져 있다. 둘째, 미국의 환율이야말로 이른바 “시장의 힘(market forces)”을 바탕으로 한 전통적 거시경제이론이 상정할 수 있는 가장 적합한 경우일 것이다. 환언하면, 비시장적 요소인 “로비 압력(lobbying forces)”이 행사될 수 있는 가능성이 상대적으로 가장 작을 것이라는 것이 필자들의 생각이다. 만일 이 분석에서도 이익집단압력의 존재를 검증할 수 있다면, 아마도 그것은 필자들에게 일종의 가장 보수적인 결과가 될 것이다. 따라서 이 분석의 결과가 수많은 다른 나라의 환율결정과정에 주는 함의는 더욱 커질 것으로 확신한다.

특별히 1980년대 전반 미달러 환율의 움직임은 경제의 펀더멘탈만으로는 설명하기 어려운 “기이한” 현상으로 여겨져 왔으며, 따라서 미국 국내의 많은 연구자들의 관심대상이 되어왔다.⁷⁾ 뿐만 아니라 당시 상당 기간 지속되었던 미달러의 강세는 보호무역주의와 1985년 9월 플라자합의의 도화선이 되었다. 그러나 그 급격한 움직임을 배경에 대해선 아직 학자들간에 충분한 합의에 이르지 못한 듯하다. 이런 점에서 본 논문의 또 다른 의미는 동 기간동안 “기이한” 현상을 보인 미달러의 움직임에 대해서, 본고의 이익집단압력 가설이 추가적인 설명을 할 수 있는지 살펴보는 것이다.

5) 예를 들어 안정적인 (평가절하된) 환율은 모든 수출산업을 이롭게 할 것이다. 반면 통상정책에 있어서 흔히 로비의 대상인 관세나 비관세장벽은 상대적으로 국한된 산업에만 배타적으로 편익을 제공하게 될 것이기 때문이다 (Gowa, 1988).

6) 최근 김인배·김일중(2002)과 고영춘 외(2002)는 한국의 환율정책에 있어서, 수출·입업자, 대외채권·채무자 및 선거 등의 영향력을 검증하였다.

7) 이에 관한 문헌은 Quinn and Harvey(1998) 참조.

본 논문은 다음의 순서로 구성된다. 제II절에서는 전통적인 환율결정이론을 개관 하되, 구체적으로 특히 1980년대의 달러 움직임을 소재로 하여 다양한 이론을 정리 한다. 다음으로 이익집단압력 가설에 근거한 설명을 시도한다. 제III절에서는 이익 집단의 압력을 계량화하는 과정을 자세히 설명한다. 이 절에서는 자료의 설명은 물론, 앞서 지적된 이 분야 실증분석의 두 가지 큰 장애를 어떻게 극복할 것인지 상술 한다. 이어 제IV절에서는 다양한 방식의 추정을 통해, 이익집단압력이 표본 기간 전반에 걸쳐 미국의 환율결정에 최소한 단기적으로 작동하고 있다는 것을 검증하게 될 것이다. 또한 이익집단들의 압력이 다른 기간에 비해 1980년대 전반에 경쟁적으로 매우 고조되었었다는 것을 보임으로써, 당시 환율의 기이한 움직임이 이익집단 압력 가설로 추가적으로(marginally) 설명될 수 있음을 실증적으로 보인다. 마지막으로, 논의를 정리하며 후속연구에 대한 제안으로써 제V절을 맺는다.

II. 換率決定과 利益集團의 壓力

일반적으로 환율의 구조모형들이 그리 만족스러운 설명력을 보이지는 못하는 듯 하다(이에 관한 서베이는 MacDonald and Taylor(1992) 참조). 전술한대로 특히 1980 년대의 급격한 달러 움직임에⁸⁾ 관해서는 무척 다양한 논의가 있었으나, 아직 수렴 된 가설 내지는 정론을 도출하지는 못했다. 그 중에서도 1985년 2월까지 무려 5년 간 계속되었던 초유의 강달러는 학계에서 많은 갑론을박을 야기시켰으나, 역시 뚜 렷이 정립된 이론은 부재한 것으로 보인다.

대표적으로 Taylor(1995)는 전통적인 펀더멘탈 변수에 기초한 거시모형들은 1980년대 달러환율의 단기 움직임을 설명하는데 실패했다고 결론짓고 있다. 나아가 펀더멘탈 변수와 비펀더멘탈 변수를 함께 활용하는 좀더 포괄적 접근방식에 큰 기대를 걸기도 하였다(MacDonald and Taylor, 1992, 27). 즉 두 가지 유형의 변수

8) Feldstein(1988)은 이 시기에 세 번의 큰 요동(big swings)이 있었다며 다음과 같이 그 격동의 시기를 구분했다. 첫 번째는 1977년 초반부터 1979년 말까지의 평가절하시기이다. 독일 마르크, 프랑스 프랑 및 영국의 파운드가 미 달러에 비하여 각각 33%, 21%, 26% 절상되었다. 두 번째는 이후 5년간 지속되었던 평가절상의 시기로서, 위 세 가지 통화에 비하여 달러가 대략 60-90% 절상되었다. 마지막으로 세 번째는 1985년 초반부터 1987년 말까지 진행되었던 달러의 평가절하 시기로서, 위 세 통화에 비하여 대략 50-70% 정도 달러가치가 하락하였다.

그룹을 서로 보완적으로 사용해야 한다는 요지이다. 그런 점에서 본고는 이익집단 압력 등 비핀더멘탈 변수인 정치경제학적 요인을 고려하여 이들의 영향력에 대해 실증적 검증을 제시하고자 한다. 이하에서는 우선 전통적 접근방식을 개관한 후, 본고 주제에 관련된 이익집단압력 이론을 소개한다.

1. 1980年代 前半 달러가치에 關한 傳統的 說明

필자들의 문헌조사에 따르면, 우선 1980년대 전반의 강달러에 대한 설명으로는 다음의 이유들이 제시되었다. 첫째, 대대적으로 실시된 미국의 전략적 재정적자정책(strategic government deficit)을 들 수 있다(Feldstein, 1986). 이는 곧 국민소득계정 상 미국에서 국민저축에 비해 국민투자가 훨씬 더 컸음을 의미한다. 더욱이 당시 미국 이외의 여타 국가들은 미국과는 반대로 오히려 긴축재정을 추구하였을 뿐 아니라, 경기침체로 국민저축이 국민투자를 초과하는 상태였다. 요컨대 미국은 당시 부족한 재원을 여타 국가들의 초과저축으로 충족시켰다는 의미이다. 이는 곧 아래의 두 번째 이유인 긴축통화정책과 함께 상대적 고이자율을 초래하였으며, 이로 인한 막대한 자본유입으로 강달러가 되었다는 것이다(Marris, 1987, 29-31).

둘째, 미국의 긴축 통화정책이 거론된다. 주지하듯 1979년 10월 미국은 이전의 이자율 위주에서 통화량 조절 중심의 통화정책으로 전환하였으며, 1, 2차 오일쇼크 경험으로 인한 인플레이션 우려 때문에 긴축통화정책을 견지하였다. 따라서 자금시장에서 이자율이 상승하고, 이는 높은 재정적자와 함께 강달러의 원인이 되었다는 주장이다(Feldstein, 1986; Frankel, 1988).

셋째, 미국이 자금 피난처(safe haven)로서의 역할을 했다는 설명이다. 당시 미국이 여타국에 비해 상대적으로 정치적 위험도가 낮아서 해외자본이 유입되었다는 것이다. 따라서 외환시장에서 달러의 수요가 증가함으로써 강달러가 되었다는 것이다(Dooley and Isard, 1985; Ayanian, 1988).⁹⁾

9) 당시 미국 이외 여타 국가들에서 발생한 주요 사건들은 1979년 이란혁명, 1979년 소련의 아프간 침공, 1980년 이란-이라크 전쟁, 1980~1981년 폴란드의 정치소요 및 사회주의 정권 출범, 1981-1982년 개발도상국들의 채무위기 등이다. 따라서 상대적으로 미국의 정치적 위험도가 낮았다고도 볼 수 있다. 그러나 이에 반하는 증거로서 자본유치의 경쟁자인 유럽의 매력도 역시 만만치 않았다. 예를 들어 1983년 독일의 보수정권 수립과 영국의 대처수상의 재집권 및 북유럽의 군소국가들에서 우파정권들이 많이 들어섰다는 것 등이 그 이유이다(Marris, 1987).

전술한 세 가지 강달러의 이유들이 전통적인 거시경제이론에 비추어 나름대로 설득력을 갖고 있음에도 불구하고, 이들에 대한 반대의견 내지는 의문점 또한 적지 않은 듯하다. 먼저 미국의 전략적 재정적자가 강달러의 원인이라는 가설에 대해서는 Evans(1986)가 실증분석을 시도하였으나 기각되었다. 나아가, 1985년 이후에도 심각한 재정적자가 계속되었음에도 불구하고 달러는 한 동안 평가절하를 경험했다는 사실 또한 이 가설의 약점으로 지적되고 있다(Marris, 1987).

또한 1980년대 전반의 강달러가 긴축 통화정책으로부터 발생한 고이자율에 의한 것이라는 설명에도 복병이 존재한다. 우선 이자율과 환율과의 관계가 실증적으로 항상 입증되지는 않는다는 점을 상기할 필요가 있다(대표적으로 Meese and Rogoff (1988)). 실제 자료를 보더라도, 1980년대 전반 미국과 여타국의 이자율 차이(spread)가 줄어들었을 때에도 강달러가 계속 유지된 바 있으며(Marris, 1987, 23), 1978-1979년 미국의 고이자율에도 불구하고, 달러는 약세를 면치 못하였다(Marris, 1987, 22).¹⁰⁾

이외에도 외국자본을 유인하기 위해 법인세를 낮추었던 1981년 경제회복세법(Economic Recovery Tax Act)을 이유로 들기도 하고(Blanchard and Summers, 1984), 혹은 적어도 1981-2년까지의 강달러는 1978-9년까지의 미국 경기침체로 인한 경상수지 개선의 영향이 시차를 갖고 작동한 결과로 설명하기도 한다(Marris, 1987). 그러나 이것 역시, 이후 계속되는 강달러를 설명할 수는 없다.

이상과 같이 1980년대 달러환율의 움직임에 대해선 무척 다양한 이론들이 혼재한 상태이다.¹¹⁾ 그러나 그러한 전통적인 거시 펀더멘탈에 입각한 실증분석들이 만족

10) 이에 대한 한 설명으로서, 이자율과 환율간의 인과관계(causality)를 들 수 있다. Marris (1987)는 단기에서 미래 환율에 대한 기대가 변하지 않을 때는 이자율과 통화 가치가 (+)의 관계를 보이지만, 일단 미래 환율에 대한 기대가 변하게 되면, 환율은 이자율보다는 오히려 여타 요인에 더 영향을 받는다고 하였다. 다시 말해서 이자율과 환율과의 인과관계는 미래 환율에 대한 기대 변화에 의해 바뀔 수 있다는 것이다. 예를 들어 1978-1979년에 투자자들은 달러가 하락할 것이라는 기대를 함으로써 인해 미국으로부터 자본유출이 발생하였고, 이로 인해 달러가치가 하락하고 동시에 자금시장에서 미국의 이자율은 상승하게 되었다는 것이다. 이는 강달러를 유지함으로써 (혹은 강달러에 대한 기대조성으로) 미국으로의 자본유입이 계속되게 하여 미국의 이자율이 더 높아지지 않도록 하였다는 Feldstein의 설명과 일치한다(Destler and Henning, 1989, 27). 말하자면, 1980년대 초반 강달러 현상은 고이자율을 유지함으로써 강달러가 결과되었다기보다는, 강달러를 유지함으로써 이자율이 더 높아지는 것을 제어했다는 논리이다.

11) 이렇게 펀더멘탈에 입각한 분석들과는 달리, 경제주체들의 비합리적 행위(irrational

할 만한 결과를 보여주지는 못하였다. 결론적으로, 이 분야에 대한 정론을 도출하기에는 아직 빈틈이 크게 존재한다고 판단된다. 본고에서는 이익집단압력이라는 정치경제학적 설명으로써 그 틈새를 좀더 좁혀보려는 것이다.

2. 利益集團壓力 假說

1) 概觀

미국의 국제통화정책사에서 전례를 찾기 힘들 정도로, 1980년대 초반 외환·통상 정책에 대하여 민간부문은 적극적으로 정치활동을 펼쳤고, 이에 대해 의회는 매우 민감한 반응을 보였다(Henning, 1994, 280). 특히 강달러가 최고조에 이른 1985년 무렵 민간부문의 다양한 그룹들은 달러의 평가절하를 위해 엄청난 로비활동을 전개하였다(Destler and Henning, 1989, 37).¹²⁾

사실, 기업, 사업자단체, 은행 및 기타 금융기관, 노동조합 등의 민간조직들이 환율에 영향력을 행사하기 위해 어떤 공식적인 기관을 만들지는 않았다. 로비의 절차도 반드시 정형화된 것은 아니었다. 그럼에도 불구하고 그 조직들은 행정부나 의회 또는 선거캠페인을 활용하여 자신들이 바라는 방향으로 환율을 변경시키도록 로비활동을 하였다(Destler and Henning, 1989, 117).¹³⁾

이렇게 이익집단들의 로비활동이 가시화되고 강력한 통상보호정책이 나오게 된

behavior) 혹은 거품(bubble)으로써 강달러를 설명하기도 한다(예: Krugman, 1985; Evans, 1986 등).

12) 1985년 중반 무렵에는 이미 재계지도자, 의회의 구성원들은 물론, 통상 및 국제경제정책 관련 행정부 소속의 인사들과 연구자들까지 포함된 연대(coalition)가 형성되었다. 이들은 모두 달러가치를 낮추어야 한다고 역설했다. 결과적으로 정부조직 내외에 일종의 정치시장을 만들어 통상 및 외환정책 분야의 변화를 촉구하게 되었다(Destler and Henning, 1989, 41).

13) 다양한 로비그룹들은 환율정책의 주무부서인 재무성 뿐만 아니라 백악관, 기타 행정부 및 의회 관련 기관 등 여타 정부조직들에 자신들의 견해를 피력하였다. 나아가 1988년의 통상법에 의해, 재무성은 매 6개월마다 환율정책을 대중에게 보고해야하는 의무를 갖게 되었다. 물론 그 과정에서 의회가 재무성의 환율정책을 직접 감독할 수 있는 법률적 장치도 마련되었다(Destler and Henning, 1989, 75). 특히 Destler and Henning(1989, 101)은 1980년대 환율정책에서 미국 의회가 차지했던 역할을 다음의 네 가지로 구분한다. 각 역할마다 물론 이익집단의 압력이 행사될 여지를 보이고 있다. (i) 정기적인 감독활동, (ii) 중요사안의 발굴 및 의제채택, (iii) 비정상적 환율의 징후를 교정하기 위한 입법활동, (iv) 환율정책에 의회가 직접 영향을 미칠 수 있도록 한 입법 마련.

배경은 물론 강달러였다. 당시 강력했던 보호무역주의 기류의 존재에 대해서는 학자간 별 이견이 없는 듯하다. 미국의 수출산업과 수입경쟁산업의 경쟁력이 떨어졌다는 주장과 통제는 많은 연구문헌에서 지적되고 있다(Rowley and Tollison, 1988; Stallings, 1993).

보호무역주의적 압력은 1985년까지 계속 증대되고 있었다. 이 압력이 그대로 초강력 관세 및 비관세 장벽 등으로 의회를 통해 입법화될 개연성에 대해 미행정부는 매우 우려하였다. 또한 미국의 주요 교역상대국들도 미행정부와 유사한 유인을 갖고 있었으므로 국제적 협력을 통해 무엇인가 해야한다는 공감대가 마련되었으며, 이러한 배경에서 플라자합의가 태동하였다(Funabashi, 1988).

한편 보호무역주의 압력이 일반적인 통상정책이 아닌 환율정책으로 반영되었다는 사실은 매우 흥미롭지 않을 수 없다. 환언하면, 각 민간부분들이 구체적인 통상 보호책을 요구했는데도 불구하고, 환율의 평가절하를 통해서 어떻게 보호무역주의적 입법이라는 의회의 위협을 행정부가 막을 수 있었을가에 대한 질문이다. 그에 대한 해답은 이익집단의 압력이 늘 일방적으로만 행사되는 것이 아니라는 사실에서 찾을 수 있다(Destler and Odell, 1987).

요컨대, Becker(1983) 등으로 대표되는 규제의 경제이론에서 주장해온 것처럼, 이익집단들의 다방향 압력은 늘 “경쟁적으로”으로 작동하기 때문이다. 예를 들어 보호무역과는 대조적으로, 당시에 미국내에는 수입업자나 수입요소에 크게 의존하는 제조업자들로부터도 반보호무역주의적 통상정책을 입법화하려는 압력이 행사되고 있었다. 의회는 이렇게 상충되는 압력들을 통상정책보다는 환율정책을 통해 해결하는 것이 낫다고 판단하였다. 그 이유는 통상정책과는 달리 환율조정의 경우, 수입의존그룹으로부터의 비난을 행정부 등으로 전가시킬 수 있다고 의회는 믿었기 때문이다(Destler and Henning, 1989, 106).

본고에서는 바로 이러한 이익집단들의 경쟁적인 압력들이 항시적으로 존재한다는 시각을 기본적으로 채택하고 있다. 다만 존재하는 모든 압력들을 밝힐 수는 없고, 그것이 필자들의 의도도 아니다. 본고는 일부 대표적인 압력들을 상징하고, 그 채택된 압력들이 환율결정에 대해 영향력이 있다는 것을 실증적으로 보이려는 실험적 연구이다.

2) 利益集團의 區分 및 換率變化의 方向

이미 서론에서 환율변화 방향에 대한 선호별 집단들을 다양하게 구분하여 정리한 바 있지만, 본 연구에서는 특별히 수출업자와 수입업자의 압력에 대해 산업별 그리고 상품별로 심도 있게 분석해 보고자 한다. 이와 함께 선거 혹은 정당별 환율선호 등의 정치적 변수들이 환율결정에 미치는 영향에 대해서도 살펴본다. 각 압력들의 속성에 대한 간단한 설명은 다음과 같다.

먼저 수출·입업자들의 압력이다. 자국통화에 대한 고평가가 지속될 때 국내수출업체들은 거의 예외없이 국제시장에서의 경쟁력이 악화되었다는 우려와 불만을 다양한 경로를 통하여 표출한다. 정치권에서는 당연히 이에 대한 반응을 하며 뭔가가 시적 조치를 취하게 되는 경우가 많다. 물론 이상의 논리는 수출업자 뿐 아니라 국내 수입경쟁산업(import-competing industry)에도 그대로 적용된다.¹⁴⁾

이와 대조적으로 수입업자들은 자국통화의 평가절상을 선호할 것이다. Huizinga(1997)는 국민소득에서 차지하는 수입소비의 비율이 높은 나라일수록 실질환율이 고평가되는 경향에 대해 이론적으로 밝힌 바 있다. 더불어 특정 산업의 생산요소가 수입에 의존하는 정도가 커질수록 그 산업은 평가절상을 선호할 것이다. 따라서 비록 미국내 수출업자라 할지라도, 다른 조건이 일정할 때, 그 생산요소에 대한 소위 수입의존(imported-input dependence)이 높을수록 강달러를 원할 것이다.¹⁵⁾

거시경제 상황이 좋을수록 재선되거나, 나쁠수록 자리를 경쟁자에게 내주어야 할 확률이 커진다는 사실은 소위 경제투표(economic voting) 이론에 관한 문헌에서 일반적으로 수용되는 명제이다(Lewis-Beck and Stegmaier, 2000). 소비자로서의 투표자에게 있어서 주요 경제변수 중의 하나는 구매력 혹은 인플레이션이다. 집권정 치세력은 선거 전 자국통화를 상승시켜 구매력을 높게 유지하려는 유인이 있다. 설사 궁극적으로는 평가절하를 하더라도 선거 이후로 미루려 하는 이 현상은 “환율선거순환(exchange rate electoral cycle)”으로 명명된다(대표적으로 Dornbusch(1987), 서베이는 Broz and Frieden(2001) 참조). 즉 정부가 선거 직전에 자국통화가치를 인

14) 국내 수출업자와 수입대체산업을 합하면 교역재 부문이 되는데, 정부가 환율의 절하를 통해 이들 부문을 보호할 때, 이를 Corden(1982)은 “환율보호(exchange rate protection)”라고 하였다. 한편 비교역재 부문의 경우 대체로 공식 사업자단체가 없고, 통상정책과 같은 다른 수단이 부재하므로, 환율에 직접 로비를 하는 것으로 알려져 있다(Frieden, 1991).

15) 이처럼 환율의 변화가 기업가치에 영향을 미치는 현상을 “경제노출(economic exposure)”라고 한다(대표적으로 Campa and Goldberg (1997), Williamson (2001) 등을 참조).

위적으로 절상시킴으로써 J-커브 효과를 이용할 뿐 아니라, 수입재 가격하락을 통한 소비자물가 하락, 이로 인한 일시적인 실질소득 증가를 유발하여 선거를 유리하게 이끈다는 것이다.

마지막으로 집권정당의 성향이다. 기존문헌에서는 진보적 정당일수록 평가절하에 대한 선호를 예측하고 있다. 진보정당일수록 실업이나 성장에 더 관심이 많기 때문이다. 따라서 보수정당에 비하여 더 경기확대적이며, 인플레이션에 대한 우려가 상대적으로 작다는 논리에 근거한다(Alesina, 1987; Caporale and Grier, 1998). 이와 같이 환율수준에 대한 다양한 이익집단 압력의 이론적 배경을 토대로, 다음 절에서는 실증분석을 위한 압력변수의 설정과 데이터 기초작업에 관해 설명한다.

Ⅲ. 利益集團 壓力 및 데이터

1. 壓力變數에 關한 두 가지 實證分析 障礙의 克復

이미 언급하였듯이, 환율관련 이익집단의 압력을 계측하는 것은 서론에서 언급된 두 가지 문제점들로 인해, 매우 실험적이고도 쉽지 않은 작업이다. 그러나 그 두 문제점들을 극복하는데 초점을 두며 계량화를 시도하기로 한다.

우선 첫 번째 문제는 각 이익집단 압력에 대한 적절한 대리변수를 구하는 것이다. 예를 들어, 이익집단 협회에 대한 기부금 혹은 소속 로비스트의 수 등이 가장 직접적인 대리변수가 될 수 있을 것이나, 환율에 대한 이익집단의 경우에는 그에 대한 자료를 구하기는 불가능하다. 따라서 차선으로서, Potters and Sloof(1996)가 제안하였듯이, 환율 변화에 따른 각 이익집단 이해(stake)의 크기를 압력의 대리변수로 사용하기로 한다. 이를 위해서는 필자들은 다음의 두가지 사항들을 신중히 고려하였다.

첫째, 수출·입업자 이익집단의 금전적 이해의 크기는 각 집단의 “총생산”에서 수출 또는 수입이 차지하는 비중과 밀접한 관련이 있을 것이다. 그러나 이러한 이해의 크기를 가능한 한 정확히 파악하기 위해서는 예를 들어, 이들 집단의 산업별 혹은 상품별로 세분화된 자료가 필요하다(이에 대한 자세한 설명은 후술됨). 뿐만 아니라, 이들의 “총생산”은 단순히 최종재 뿐 아니라 중간재의 생산까지도 포함하는 것이 보다 정확히 이해의 크기를 반영할 것이다.

둘째, 환율에 대한 수출·입업자의 압력은 생산과정 전반에 걸쳐 발생할 수 있다는 점이다. 특히 예를 들어 수입업자집단의 경우, 그들의 “총생산”에서 수입투입요소 비중이 클수록 환율의 고평가를 위해 압력을 가할 유인이 클 것이므로 (Rodrick, 1986), 이를 압력의 대리변수로 사용해 볼 수 있다. 이러한 유인은 역시 최종재뿐 아니라 중간재 생산단계에 있어서도 존재함은 물론이다.

압력 계량화의 두 번째 문제는 Olson(1965)이 지적한 단체행동에 있어서의 무임승차문제이다. 압력은 비용이 따르지만 공공재이므로 이해관계자 모두가 압력을 행사하지는 않을 것이며, 각자 비용-편익분석에 따라 압력에 참여하게 될 것이다. 즉 압력에 참여하는 것은 Olson의 표현대로 “선별적 유인구조(selective incentive mechanism)”에 따를 것이다. 따라서 압력 행사에는 이해의 크기가 일정 수준 이상이 되는 이해관계자들만이 참여할 것이므로, 이 점을 감안하여 압력을 계측하는 것이 Olson 문제를 극복하는 한 방법이라고 판단한다. 이 문제 역시 이익집단 구성원의 차별화 되는 이해의 크기를 측정할 수 있도록 구성원의 세분화된 자료가 필요한 것은 물론이다.

이러한 점들을 고려할 때, 각 산업별 혹은 상품별로 최종재 뿐 아니라 중간재까지도 포함하여 생산과 투입요소에 대한 세분화된 정보를 제공하는 투입-산출표의 자료는 수출·입업자 집단의 이해의 크기를 보다 정확히 측정하는데 매우 적절하다.¹⁶⁾ 나아가 비록 선택적으로 수출·입업자 집단이 산업별로 구성되는지 혹은 상품별로 구성되는지 알 수 없지만, 투입-산출표의 자료를 이용하여 이들의 환율에 대한 영향력을 검증해 본다면, 실제로 수출·입업자 이익집단이 어떻게 구성되어 압력을 행사하는지에 대해서도 밝힐 수 있을 것이다.¹⁷⁾ 다음은 구체적으로 이들의

16) 본 연구에서는 미국의 투입-산출표 자료 중에서 2-digit “make-table”과 “use-table”을 사용한다. 이들은 전체 산업을 총 85개 산업으로 구분하고, 각 산업에 상응하는 상품의 생산과 사용에 대한 정보를 제공한다. 구체적으로 make-table은 각 산업이 (물론 중간재 생산까지도 포함하여) 어느 상품을 얼마만큼 생산했는가를 보여주며, use-table은 각 중간재산업 및 최종수요자들이 어느 상품을 얼마만큼 사용 혹은 수요했는지 나타낸다.

17) 미국 투입-산출표 자료를 이용하여 수출·입업자 집단의 압력을 어떻게 산업별 혹은 상품별로 구분할 수 있는지에 대해 간단히 설명하면 다음과 같다. 예를 들어, 우유산업, 버터산업 그리고 치즈산업이 있다고 하자. 우유산업에서는 우유뿐 아니라 버터와 치즈도 생산하고 이들 일부를 수출하며, 버터산업에서는 버터뿐 아니라 치즈도 생산하고 수출도 한다. 만일 수출업자 이익집단이 산업별로 구성되어 압력이 행사된다면, 버터산업 수출업자압력의 크기는 버터산업이 생산하는 버터와 치즈의 “총생산”에서 이들의 수출이 차지하는 비중으로 나타낼 수 있

압력 대리변수에 대해 자세히 설명한다.¹⁸⁾

1) 産業別(industry) 輸出·入業者 壓力

우선 환율에 대한 산업 i 의 수출업자 이해의 크기는, 어떤 상품이든 상관없이 그 리고 중간재 생산까지도 포함한 산업 i 의 “총생산(total industry output)”에서 수출이 차지하는 비중, 즉 수출비중 $_i(=수출_i/총생산_i)$ 으로 나타낼 수 있다.¹⁹⁾ 그러나 “Olson 문제”를 고려하기 위해, 수출비중이 일정수준 이상인 산업만이 압력행사에 참여한다고 가정한다.

일정수준이 어느 정도인지는 선형적으로 알 수 없으므로, 여러 가지 임계치(threshold value)를 시도해 보기로 한다. 즉 매년 투입-산출표에서 구분한 각 산업에 대해서 수출비중 $_i$ 을 구하고, 일정 임계치 이상인 수출비중 $_i$ 들에 대해서만 가중평균한 값을 전체 수출업자 압력의 대리변수로 사용한다. 이때 임계치로는 전체 산업에서 수출비중 상위 10위와 중간값(median), 두 가지를 사용해 보기로 한다.²⁰⁾ 가중치(w_i)는 이들 임계치 이상에 속하는 산업들의 “총생산 합”에서 각 산

을 것이다. 반면 만일 수출업자 집단이 상품별로 구성된다하자. 그 경우, 예를 들어 치즈 수출업자의 압력은, 어느 산업이 생산했는지 상관없이, 치즈의 “총생산”에서 치즈수출이 차지하는 비중으로 계측할 수 있다.

- 18) Campa and Goldberg(1997)는 미국의 20개 제조산업에 대해 투입-산출표 자료를 이용하여 환율에 대한 “경제노출”을 다음의 네 가지 방법으로 측정하였다: 총생산 대비 수출비중(export revenue share), 소비 대비 수입비중(imports relative to consumption), 총생산 중 수입투입비중(imported input share in production), 마지막으로 위의 수출비중에서 수입투입비중을 뺀 순외부의존도(net external orientation). 앞의 세 가지 방법들은 수출업자 혹은 수입업자의 이해를 나타낸다는 점에서, 후술되는 본 연구의 수출업자 및 수입업자 집단의 압력 대리변수 개념과 매우 유사하다. 그러나 우리의 분석과 Campa and Goldberg(1997)와의 차이는 이들은 환율에 대한 “경제노출”을 산업별로만 측정하였으며, 또한 20개의 공산품산업에만 한정하여 분석한 반면, 본 연구는 압력대리변수를 산업뿐 아니라 상품별로도 계측하였고, 경제내 전산업의 환율관련 “경제노출”을 압력의 대리변수로 사용한다는 점에서 차이가 있다.
- 19) 투입-산출표의 use-table은 상품별 수출에 대한 정보는 제공하지만, 산업별 수출에 대한 정보는 제공하지 않는다. 따라서 산업별 수출은 Campa and Goldberg(1997)에서처럼 다음과 같이 구한다. $수출_i = \sum_j^{85} 수출비중_j * M_j^i$. 여기서 M_j^i 란 make-table에서 구한 i -산업의 j -상품 생산액이고, 수출비중 $_j$ 는 후술되는 상품 j 의 수출비중을 의미한다.
- 20) 참고로 1980년의 경우, 전체산업의 수출합에서 수출비중 중간값 이상이 되는 산업들의 수출합이 차지하는 비중은 약74%이고, 상위 10개 산업들의 수출합이 차지하는 비중은 52%이다. 이러한 수치는 표본기간 동안 매년 거의 큰 차이가 없다.

업의 “총생산”이 차지하는 비중 (= 총생산_i/총생산합)을 사용한다. 따라서 식 (1)은 산업별 (I)로 구성된 전체 수출업자 압력을 나타낸다.

$$XP^I = \sum_i \text{수출비중}_i \cdot w_i = \sum_i \frac{\text{수출}_i}{\text{총생산}_i} \cdot \frac{\text{총생산}_i}{\text{총생산합}} = \sum_i \frac{\text{수출}_i}{\text{총생산합}} \quad (1)$$

수입업자집단 역시 산업별로 구성되어 압력이 행사된다면, 각 산업은 자신들이 생산한 “총생산”에서, 수입투입요소 비중이 클수록 환율의 절상을 위해 압력을 가할 것이다. 즉 수입투입비중_i(= 수입투입_i/총생산_i)이 환율에 대한 i 산업 수입업자의 이해를 나타낸다고 할 수 있다.²¹⁾ 식 (2)의 산업별 (I)로 구성된 전체 수입업자압력의 대리변수는 수입투입비중을 위에서와 같은 임계치 이상인 산업들에 대해서만 가중평균한 값이다.

$$\begin{aligned} MP^I &= \sum_i \text{수입투입비중}_i \cdot w_i = \sum_i \frac{\text{수입투입}_i}{\text{총생산}_i} \cdot \frac{\text{총생산}_i}{\text{총생산합}} \\ &= \sum_i \frac{\text{수입투입}_i}{\text{총생산합}} \end{aligned} \quad (2)$$

2) 商品別(commodity) 輸出・入業者 壓力

수출・입업자 이익집단은 상품별로도 구성될 수 있다. 우선 환율관련 상품 j의 수출업자 이해의 크기는, 어떤 산업에서 생산되었든 상관없이 그리고 중간재로 사용된 상품까지도 포함한 상품 j의 “총생산(total commodity output)”에서 수출이 차지하는 비중, 즉 수출비중_j(수출_j/총생산_j)으로 나타낼 수 있다. 따라서 이 비중이 클수록 환율이 자신들에게 유리하도록 압력을 가할 유인이 커질 것이다.

역시 수출업자집단이 상품별 (C)로 구성되었을 때의 전체 수출업자압력의 대리

21) 역시 투입-산출표의 use-table은 상품별 수입에 대한 정보는 제공하지만, 산업별 수입투입요소에 대한 정보는 제공하지 않는다. 따라서 산업 i의 수입투입비중은 마찬가지로 Campa and Goldberg (1997)에서처럼 다음과 같이 추정한다. 수입투입_i = $\sum_j \text{수입비중}_j \cdot U_j^i$. 여기서 U_j^i 란 i-산업에서 투입요소로 사용한 j-상품의 액수를 나타내는데 이는 use-table에서 구할 수 있다. 수입비중_j은 후술되는 상품 j의 수입비중이다.

변수(식 (3))는 전체 상품에서 수출비중_j이 상위 10위에 속하는 상품들과 중간값 이상인 상품들에 대해서만 수출비중_j를 가중평균한 값을 사용하기로 한다. 가중치 (w_j)는 이들 범위에 속하는 상품들의 “총생산 합”에서 각 상품의 “총생산”이 차지하는 비중 (= 총생산_j/총생산합)을 사용한다.

$$XP^C = \sum_j \text{수출비중}_j \cdot w_j = \sum_j \frac{\text{수출}_j}{\text{총생산}_j} \cdot \frac{\text{총생산}_j}{\text{총생산합}} = \sum_j \frac{\text{수출}_j}{\text{총생산합}} \quad (3)$$

상품 j 의 수입업자압력도 같은 방법으로, 수입비중_j(= 수입_j/총생산_j)을 이용하고, 상품별 (C)로 구성된 전체 수입업자집단의 압력(식 (4))도 위와 같은 임계치를 이용하여, 그에 속하는 상품들에 대해서만 가중평균한 값을 사용한다.

$$MP^C = \sum_j \text{수입비중}_j \cdot w_j = \sum_j \frac{\text{수입}_j}{\text{총생산}_j} \cdot \frac{\text{총생산}_j}{\text{총생산합}} = \sum_j \frac{\text{수입}_j}{\text{총생산합}} \quad (4)$$

위의 수출업자압력 대리변수(식(1) 및 (3))와 수입업자압력 대리변수(식 (2) 및 (4)) 중 어느 것이 실제의 수출업자 혹은 수입업자의 압력을 잘 대변하는지 선험적으로 알 수 없으므로, 실증분석에서 다양한 시도를 통해 결정하게 될 것이다. 그 결과는 본고와 비슷한 류의 후속연구에 매우 유익할 것으로 사료된다.

2. 데이터 期間 및 變換

앞에서 이미 밝혔듯이, 본 논문의 주요 목적 중의 하나는 1980년대 전반 미달러의 “기이한” 움직임을 우리의 이익집단압력 가설로 설명하는 것이다. 그러나 1977년부터 미달러가 크게 요동을 쳤다는 Feldstein(1988)의 지적을 고려하여, 1977년부터 최근 자료인 1999년까지의 미국 투입-산출표(“make-table” and “use-table”)의 자료를 이용하여 압력변수를 구하였다. 미국 투입-산출표 자료는 U. S. Bureau of Economic Analysis(BEA)에서 구하였다.²²⁾ 데이터 기간동안 BEA는 연간자료로서

22) 웹상에서는 1987, 1992, 1996-99년 자료만 얻을 수 있었으나, 여타 연도의 자료를 친절히 제공해준 BEA에 감사한다.

1977년, 1982년, 1987년, 1992년, 1997년에 매우 상세한 투입-산출표("benchmark table")를 발표하였다. 그리고 그 사이의 년도에는 1986년까지 매년 "annual table"("benchmark table"보다는 좀 덜 상세하거나 추정치를 이용함)을 발표하였다. 그러나 1988년부터 annual table 작성을 중단하다가, 1996년부터 다시 작성하게 되었다. 따라서 자료는 1977-1987, 1992, 1996-1999년의 연간자료가 기초자료로 이용되었다. 따라서 발표된 투입-산출표의 자료에 대해 매년마다 위의 압력변수를 구하기 위한 각 산업별 혹은 상품별 관련자료들을 면밀히 계산하였다.

그러나 본고에서는 환율의 움직임을 분기별로 살펴보고 싶을 것이다. 따라서 우선 누락된 해의 자료는 선형증가한다고 가정하고 보간(interpolation)하였다. 그런 다음 분기별 보간방법은 보간하고자 하는 자료와 가장 상관관계가 높으면서, 분기별자료가 존재하는 시계열자료를 이용하는 Chow and Lin(1971)의 방법을 이용하였다. 예를 들어 산업별 혹은 상품별 총생산은 *International Financial Statistics (IFS)*의 분기별 GDP자료(line 99b. c)를 이용하고 (이들간 상관관계는 모두 0.95 이상이었음), 산업별 혹은 상품별 수출 및 수입 또는 수입투입 역시 IFS의 분기별 수출(line 90c. c) 및 수입(line 98c. c)을 이용하였다(이들간 상관관계 역시 모두 0.90 이상이었음).

IV. 實證分析

1. 壓力的 非對稱性和 主要 實證分析 結果

각 이익집단들의 궁극적인 관심은 실질환율 수준에 있을 것이다. 따라서 실질환율의 움직임에 대한 기본모형으로서, 실질환율(e_t), 실질이자율차이(rd_t) 및 누적경상수지 차이(cad_t)를 이용한 벡터오차수정모형(vector error-correction model)을 사용하기로 한다(Clarida and Taylor, 1997; Wu, 1999). 이는 실질환율 움직임에 대한 "시장의 힘"을 추정하기 위함이며, 여기에 III절에서 구한 압력변수를 추가하여 "로비압력"을 검증할 것이다.

일본은 1980년대와 1990년대 대부분 동안 미국의 최대 무역적자국일 뿐 아니라, 미국과의 무역규모 면에서도 캐나다 다음으로 가장 큰 국가이다(미 상무성, 『Commerce News』, 각호). 이런 점에서 엔-달러 실질환율은 미국 수출·입업자들

의 이해가 가장 첨예하게 대립되는 쌍방(bilateral) 환율이라고 사료된다. 우선 벡터 오차수정모형에서 사용되는 변수들 (e_t , rd_t , 및 cad_t)에 대해 Augmented Dickey-Fuller 단위근검증을 실시한 결과, I(1)을 따르는 것으로 나타났다.²³⁾ 뿐만 아니라 이들이 장기적으로 선형안정적인 관계를 갖는지, Johansen(1991)의 공적분(cointegration) 검증을 실시한 결과 5% 유의수준에서 1개의 공적분관계를 갖고 있었다.²⁴⁾

벡터오차수정모형의 래그 차수(lag order)를 정하기 위하여, 먼저 e_t , rd_t 및 cad_t 에 대해 VAR(p) 모형을 추정한 결과 $p=2$ 로 정하였으며,²⁵⁾ 따라서 벡터오차수정모형의 래그 차수는 ($p-1$)인 1로 하기로 한다. 한편 벡터오차수정모형에서 각 식에 사용되는 설명변수들이 동일할 경우, 각각의 식을 따로 회귀분석하여도 무방하다. 그러므로 아래와 같이 우리의 관심사인 실질환율(Δe_t) 식만을 분석하기로 하며, 앞서 언급한 대로 여기에 압력변수를 추가하여 식 (5)와 같이 “시장의 힘”과 “로비압력”을 동시에 추정하기로 한다.

23) $e_t = s_t + p_t^* - p_t$ 이며, s_t 는 엔-달러 평균환율(분기평균)의 로그값, p_t 는 CPI의 로그값이다. $rd_t = r_t - r_t^*$ 이며, r_t 는 장기실질이자율로서, 정부채권수익률에서 예상인플레이션율을 뺀 것이다. 예상인플레이션율은 CPI를 이용한 실제인플레이션율로 대체하였다. $cad_t = ca_t - ca_t^*$ 이며, ca_t 는 GDP 대비 상대적 누적경상수지를 의미한다. 누적경상수지는 Wu(1999)에서처럼 일본이나 미국이 1973:Q4에 균형을 이루었다는 가정 하에 계산되었다. 각 변수의 *는 미국을 의미하며, 모든 변수들은 IFS에서 구한 분기별 자료이다.

24) Johansen 공적분검증 (e_t , rd_t , cad_t)

	$H_0: n=0$	$H_0: n \leq 1$	$H_0: n \leq 2$
Trace 통계량	39.70** (34.91)	19.42 (19.96)	5.45 (9.24)

공적분 식: $e_t = 4.081 - 1.817 rd_t - 0.001 cad_t$

n 은 공적분벡터의 수이고, 괄호안의 숫자는 Osterwald-Lenum(1992)에서 보고한 5% 임계치이다. 따라서 **는 5% 유의수준에서 귀무가설이 기각됨을 의미한다.

25) Akaike 및 Schwarz 통계량

	VAR(1)	VAR(2)	VAR(3)
Akaike	-8.69	-9.58	-9.64
Schwarz	-8.36	-9.00	-8.81

$$\begin{aligned}
\Delta e_t = & \alpha + \beta_1 \cdot \Delta e_{t-1} + \beta_2 \cdot \Delta rd_{t-1} + \beta_3 \cdot \Delta cad_{t-1} + \gamma \cdot z_{t-1} \\
& + \delta_1 \cdot D_{X,t-1} \cdot \Delta XP_{t-1} + \delta_2 \cdot D_{M,t-1} \cdot \Delta MP_{t-1} \\
& + \delta_3 \cdot D_{E,t} + \delta_4 \cdot D_{P,t} + \delta_5 \cdot D_{X,t-1} + \delta_6 \cdot D_{M,t-1} + \varepsilon_t
\end{aligned} \quad (5)$$

- $z_t = e_t - 4.081 + 1.817 rd_t + 0.001 cad_t$ 로서 Johansen 공적분점증에서 구한 공적분 식이다.
- XP_t 와 MP_t 는 각각 제III절의 수출업자 및 수입업자 집단의 압력을 나타내며, $D_{X,t}$ 와 $D_{M,t}$ 에 대한 설명은 후술된다.²⁶⁾
- $D_{E,t}$ 는 선거더미로서 대통령선거 이전 2분기 동안 1의 값을, 나머지는 0의 값을 취한다. $D_{P,t}$ 는 행정부의 집권정당더미로서 민주당이면 집권기간동안 1의 값을, 공화당이면 0의 값을 취한다.

필자들은 이익집단의 압력이 그 영향력 행사에 있어서 비대칭적이라고 가정한다. 예를 들어, 수출압력의 경우 오직 수출증가율이 하락할 때만 작용하고, 그렇지 않은 경우에는 로비의 한계비용과 효용을 감안할 때, 압력이 미미하거나 시도하지 않을 것이라고 판단한다. $D_{X,t}$ 와 $D_{M,t}$ 는 환율에 대한 이러한 이익집단압력 발생의 비대칭성을 감안하기 위한 것이다. 따라서 $D_{X,t}(D_{M,t})$ 는 수출(수입)업자들의 전 기대비 수출(수입)증가율이 지난기보다 하락할 경우에 1, 그 외에는 0의 값을 갖는 더미변수이다.²⁷⁾ $D_{X,t} \cdot \Delta XP_t$ 와 $D_{M,t} \cdot \Delta MP_t$ 를 1기 래그시킨 이유는 압력의 효과가 1기의 시차를 두고 나타난다고 가정한 것이다. 효과가 동기에 나타나지는 혹은 시차를 두고 나타나지는 선형적으로 알 수 없으므로, 실증분석을 통해 검증되어야 할 것이다.

이외에 환율에 영향을 미칠 것으로 판단되는 정치적 변수로서, 우선 대통령선거 더미($D_{E,t}$)를 이용하여, 집권당이 환율의 J-curve 효과를 이용하는 환율선거순환 현상이 존재하는지 살펴본다. 또한 행정부의 집권정당 더미변수($D_{P,t}$)를 이용하

26) XP_t 와 MP_t 역시 Dickey-Fuller Augmented 단위근검증을 실시한 결과 I(1)을 따르는 것으로 나타났다.

27) 압력발생의 비대칭성에 대해서는 이외에도, 수출증가율이 n -분기 연속해서 하락한 경우, 혹은 과거 m -분기 이동평균 증가율보다 하락한 경우 등 다양한 가설을 검증해 볼 것이다.

여, 집권정당의 성향이 환율에 영향을 미치는지 살펴본다. 미국의 경우, 일반적으로 민주당은 공화당에 비해 상대적으로 더 진보적인 것으로 여겨지므로, 민주당 대통령이 집권할 경우 달러가치를 하락시켜서 경제성장 또는 실업률에 상대적으로 더 비중을 둘 것으로 판단된다. 이상의 논의를 종합할 때, β_1 , β_2 , β_3 , γ , δ_1 , δ_2 , δ_3 , δ_4 의 예상부호는 각각 (+/-), (-), (-), (+/-), (-), (+), (+), (-)이다.

실증분석 결과는 <표 1>과 같다. *Base*는 경제 펀더멘탈 변수들만을 포함한 기본모형이다. 특히 누적경상수지 차이 (Δcad_{t-1})가 예상했던 부호를 보이며, 공적 분 식 (z_{t-1})과 함께 실질환율의 움직임을 설명하고 있다. *Case 1T*와 *Case 1M*은 수출·입업자의 압력이 산업별로 구성된 경우이고, *Case 2T*와 *Case 2M*은 상품별로 구성된 경우이다. 여기서 *T*와 *M*은 Olson의 단체행동문제를 고려하여, 제III절에서 언급한 이해관계의 임계치, 즉 상위 10개(Top 10) 또는 중간값(Median) 이상의 산업 혹은 상품만을 고려한 것임을 의미한다. 예를 들어, *Case 1T*(*Case 1M*)는 식 (1)과 (2)를 수출업자와 수입업자의 압력 대리변수로 사용하되, 각각 수출비중_{*i*}과 수입투입비중_{*i*}이 전체 산업 중에서 상위 10위(중간값) 이상인 산업들에 대해서만 가중평균하여 구한 수출·입업자의 압력을 설명변수로 사용한 경우이다.

Case 1T, *Case 1M*, *Case 2T* 및 *Case 2M* 모두 경제 펀더멘탈 계수추정치의 유의도에는 차이가 거의 없었다. 그러나 앞의 세 경우에는 수출·입업자의 압력 ($D_{X,t-1}\Delta XP_{t-1}$ 및 $D_{M,t-1}\Delta MP_{t-1}$)이 유의하지 않았으나, *Case 2M*에서는 수출·입업자 압력이 1% 유의수준에서 유의한 것으로 나타났다. 따라서 수출·입업자 집단은 상품별로 구성될 뿐만 아니라, 수출·입비중이 중간값 이상인 상품의 수출·입업자들이 압력을 행사하는 것으로 보인다. 선거변수 ($D_{E,t}$)와 정당변수 ($D_{P,t}$)는 모든 경우에 유의하지 않은 것으로 나타났다. 따라서 이후 논의에서는 이들 변수를 제외하고 수출·입업자의 압력에 대해서만 심도있게 분석하고자 한다. 이에 따라 이들 변수를 빼고 *Case 2M*을 추정한 결과가 *Case 2Ma*이며, 이를 우리의 이익집단 모델의 기본 모델로 삼고자 한다.

〈표 1〉 이익집단압력 모형

	Δe_{t-1}	Δid_{t-1}	Δcad_{t-1}	z_{t-1}	$D_{X,t-1} \Delta X P_{t-1}^a$	$D_{M,t-1} \Delta M P_{t-1}^b$	$D_{X,t-1}$	$D_{M,t-1}$	$D_{E,t}$	$D_{P,t}$	α	$Adj. R^2$
Base	0.067 (0.079)	-0.006 (0.032)	-0.983*** (0.285)	-0.032*** (0.007)							-0.001 (0.010)	0.19
Case 1T	0.077 (0.083)	-0.002 (0.037)	-1.009*** (0.295)	-0.033*** (0.007)	-1.736 (3.676)	-0.320 (0.241)	-0.010 (0.015)	-0.006 (0.013)	-0.002 (0.015)	0.003 (0.010)	0.004 (0.014)	0.15
Case 1M	0.071 (0.079)	0.006 (0.039)	-1.049*** (0.296)	-0.033*** (0.007)	-2.524 (3.500)	0.513 (0.648)	-0.019 (0.016)	-0.005 (0.015)	-0.001 (0.015)	0.001 (0.009)	0.011 (0.014)	0.17
Case 2T	0.100 (0.084)	-0.004 (0.032)	-0.962*** (0.297)	-0.030*** (0.007)	0.921 (1.846)	0.971 (0.611)	0.003 (0.016)	-0.019 (0.015)	-0.001 (0.016)	0.000 (0.009)	0.008 (0.013)	0.18
Case 2M	0.045 (0.075)	0.009 (0.035)	-1.121*** (0.307)	-0.033*** (0.007)	-6.359*** (2.634)	3.038*** (1.070)	-0.015 (0.014)	-0.005 (0.013)	0.003 (0.015)	0.003 (0.010)	0.006 (0.013)	0.20
Case 2Ma	0.046 (0.077)	0.008 (0.036)	-1.132*** (0.302)	-0.033*** (0.007)	-6.254*** (2.585)	3.030*** (1.046)	-0.015 (0.014)	-0.005 (0.013)			0.008 (0.013)	0.22
Case 2Mb	0.051 (0.076)	-0.009 (0.033)	-0.998*** (0.293)	-0.029*** (0.007)	-0.252 (3.019)	2.582*** (1.076)	0.009 (0.013)	0.006 (0.011)			-0.004 (0.011)	0.20
Case 2Mc	0.083 (0.082)	-0.020 (0.034)	-1.007*** (0.320)	-0.026*** (0.007)	4.555 (4.155)	2.514*** (0.714)	0.037*** (0.013)	-0.009 (0.016)			0.001 (0.011)	0.22
Case 2Md	0.080 (0.085)	0.002 (0.033)	-0.902*** (0.272)	-0.032*** (0.007)	-0.448 (1.432)	-1.799* (0.982)	-0.001 (0.014)	-0.010 (0.014)			0.003 (0.014)	0.18
Case 2Me	-0.076 (0.076)	-0.005 (0.033)	-1.061*** (0.283)	-0.033*** (0.007)	-4.207* (2.271)	0.157 (0.949)	-0.008 (0.013)	0.011 (0.011)			-0.004 (0.013)	0.19
Case 2Mf	0.078 (0.081)	0.000 (0.034)	-0.954*** (0.287)	-0.032*** (0.007)			0.002 (0.009)	-0.002 (0.015)	-0.004 (0.015)	-0.008 (0.015)	0.004 (0.013)	0.16

***, **, * 는 각각 1%, 5%, 10% 하에서 유의함을 나타낸다. () 인은 표준오차를 나타낸다. Newey-West (1987) 추정법을 사용하였다. a 와 b 는 Case 2Md의 경우
에는 각각 $D_{X,t-1} \Delta X P_t$ 와 $D_{M,t-1} \Delta M P_t$ 이고, Case 2Me의 경우에는 각각 $D_{X,t} \Delta X P_t$ 와 $D_{M,t} \Delta M P_t$ 이다.

*Case 2Mb*와 *Case 2Mc*는 앞서 언급한대로 이익집단압력 발생의 비대칭성에 대해 여러 가지 가능성을 검증한 결과이다. 즉 *Case 2Mb*는 *Case 2Ma*에서 $D_{X,t}(D_{M,t})$ 가 압력행사에 참여하는 수출(수입)업자들의 이번 기 수출(수입) 증가율이 지난 2분기 이동평균보다 하락한 경우에 1, 그 외에는 0의 값을 갖는 더미변수를 사용한 경우이다. 마찬가지로 *Case 2Mc*는 *Case 2Ma*에서 $D_{X,t}(D_{M,t})$ 가 수출(수입)증가율이 지난 기와 이번 기 연속 2분기 하락한 경우에만 1의 값을 갖는 더미변수를 사용한 경우이다. 두 경우 모두 수입압력은 예상한 부호로서 유의한 결과를 보이고 있지만 수출압력은 유의하지 않게 나타나고 있다.

*Case 2Md*와 *Case 2Me*는 *Case 2Ma*와 동일한 변수들을 사용하되, 압력요인의 발생과 압력의 효과가 나타나는 시점에 대해 여러 경우를 시도해 본 결과이다. 우선 *Case 2Md*는 지난 기에 압력발생 요인이 나타나서 이번 기에 압력이 행사되는 경우를 상정한 것이다. 즉 압력변수로서 $D_{X,t-1}\Delta XP_t$ 와 $D_{M,t-1}\Delta MP_t$ 를 사용하였다. *Case 2Me*는 이번 기에 압력발생 요인이 나타났을 때 바로 압력이 행사되는 경우로서, $D_{X,t}\Delta XP_t$ 와 $D_{M,t}\Delta MP_t$ 를 사용하였다. *Case 2Md*에서는 수입업자 압력만이, *Case 2Me*에서는 수출업자 압력만이 10%하에서 유의하였으므로, 두 경우 모두 *Case 2Ma*보다는 압력행사나 그 결과가 나타나는 시점이 적절히 반영되지는 않는 것으로 보인다.

종합하면 위의 회귀분석 결과로부터 그 중 *Case 2Ma*가 가장 적절히 수출·입업자의 압력을 추정하는 것으로 판단된다. 즉 수출·입업자 이익집단은 상품별로 구성이 될 뿐만 아니라, 수출비중 혹은 수입비중이 전체 상품 중 중간값 이상인 되는 상품들의 수출·입업자들이 압력행사에 참여하는 것으로 볼 수 있다. 또한 이들의 압력은 압력요인이 발생하면 바로 그 기에 압력을 행사하며 압력의 효과는 다음 기에 나타나고 있음을 알 수 있다.

2. 壓力變數의 妥當性에 對한 檢證

본 연구에서 많은 시간과 작업을 요했던 본고의 수출·입업자 압력의 대리변수에 대해 그 타당성을 검증하기로 한다. 우선 본고의 수출·입업자 압력의 대리변수가 단순히 “수출” 혹은 “수입”을 대변하는 것이 아닌가 하는 의문을 가질 수 있다. 만일 그렇다면 그 계수추정치는 오히려 각각 (+)와 (-)로 나타나야 그러한 해석이 지지

될 것이다. 그러나 <표 1>의 실증분석에서 그와는 반대로 (-)와 (+)로 검증되어 필자들의 가설을 지지하고 있다. 뿐만 아니라 Case 2Ma에서 사용된 회귀분석의 종속변수 Δe_t 와 압력변수(ΔXP_{t-1} 혹은 ΔMP_{t-1})간에 Granger-causality 검증을 실시해 본 결과, Δe_t 은 압력변수들을 전혀 Granger-cause하지 않는 것으로 나타났다.²⁸⁾ 이러한 사실들은 우리의 압력변수들이 단순히 “수출” 혹은 “수입”이 아님을 보이는 것이다.

한편 Case 2Ma에서 $D_{X,t-1} \cdot \Delta XP_{t-1}$ 와 $D_{M,t-1} \cdot \Delta MP_{t-1}$ 를 빼고 추정했을 때, 압력더미 상수항, $D_{X,t-1}$ 및 $D_{M,t-1}$ 의 계수들이 각각 (-)와 (+)가 되는지도 살펴보았다. 왜냐하면 예를들어, $D_{X,t-1}$ 은 수출이 하락하던 분기를 의미하고, 만약 그에 대한 계수추정치가 (-)로 유의하게 나온다면, 이는 “수출감소에 따라 정부가 단순히 공익차원에서 통화가치를 하락시켰다”라는 주장을 할 수 있기 때문이다. 뿐만 아니라 그렇게 되면 (-)의 유의한 값을 가졌던 $D_{X,t-1} \cdot \Delta XP_{t-1}$ 에 대한 계수추정치는 상당부분 $D_{X,t-1}$ 자체의 영향, 즉 위에서 언급한 공익차원의 정부정책 효과를 포착했을 가능성이 존재하므로, 우리의 이익집단 가설이 갖는 설명력이 상당부분 저하될 것이다. 그러나 추정 결과, $D_{X,t-1}$ 및 $D_{M,t-1}$ 의 계수는 전혀 유의하지 않았다 (Case 2Mf).

3. 1980年代 달러의 搖動과 利益集團壓力 假說

앞에서는 표본기간 전반에 걸쳐 환율변화에 이익집단압력의 영향이 존재함을 발견하였다. 여기서는 특별히 Feldstein (1988)이 지적한대로 달러가 요동하는 1980년대에 초점을 맞추기로 한다. 구체적으로, 이익집단의 환율에 대한 영향력이 시간에

28) 인과관계 검증을 하는 이유는 만일 압력변수가 단순히 “수출” 혹은 “수입”을 대변한다면, 비록 회귀식의 표현상 외생적인 압력변수가 환율을 변화시킨 것처럼 보이지만, 사실은 단지 종속변수인 환율의 변화 과거치가 설명변수인 “수출”을 변화시킨 것에 다름아니라는 해석이 가능하기 때문이다.

<Granger 인과관계 검증>

	$H_0: \Delta e_t \nrightarrow \Delta XP_{t-1}$	$H_0: \Delta e_t \nrightarrow \Delta XP_{t-1}$	$H_0: \Delta e_t \nrightarrow \Delta MP_{t-1}$	$H_0: \Delta e_t \nrightarrow \Delta MP_{t-1}$
lag=2	F=0.72	F=3.28**	F=0.92	F=0.43
lag=4	F=1.44	F=2.45**	F=0.48	F=0.48

**는 5% 유의수준에서 H_0 을 기각함을 의미한다.

따라서 어떻게 변하는지 살펴봄으로써, 특별히 펀더멘탈만으로는 설명하기 힘든 1980년대 전반 미달러의 “기이한” 움직임을 본고의 이익집단압력 가설이 추가적으로 설명할 수 있는지 검증해보려는 것이다. 이미 이 기간동안 미달러 환율에 엄청난 이익집단압력이 작용했을 것이라는 사례분석적 연구는 제II절에서 언급한 바 있다. 본고에서는 이를 실증적으로 보이고자 한다.

우선 *Case 2Ma*를 추정하되 Kalman Filter를 이용한 시간연동모수 추정법(time-varying parameter estimation)을 이용하여 이익집단의 영향력인 δ_1 과 δ_2 가 아래와 같이 시간에 따라 변화도록 추정한다.²⁹⁾

$$\delta_{k,t} = \delta_{k,t-1} + v_{k,t}, \quad (k=1,2), \quad v_{k,t} \sim i.i.d.N(0, \sigma_{v_k}^2)$$

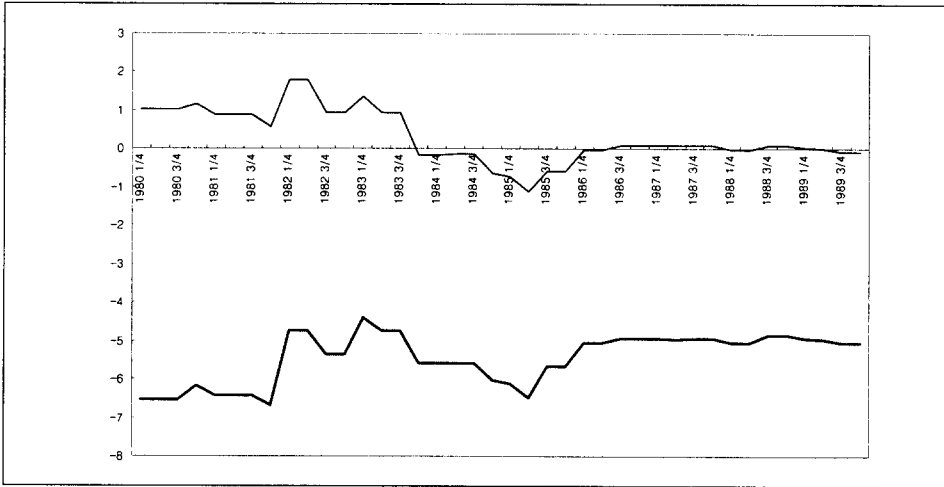
이렇게 추정한 $\widehat{\delta_{1,t}}$ 와 $\widehat{\delta_{2,t}}$ 의 추이가 <그림 1>과 <그림 2>에 나타나 있다. 각 그림에서 굵은 실선은 시간에 따라 변하는 $\widehat{\delta_{1,t}}$ 과 $\widehat{\delta_{2,t}}$ 를 나타내고, 가는 실선은 이들의 95% 신뢰수준의 임계치 중 상한(upper-bound) 혹은 하한(lower-bound)을 의미한다. $\widehat{\delta_{1,t}}$ 의 경우 95% 신뢰수준의 상한이 0보다 작을 때, $\delta_{1,t} < 0$ 임을 기각할 수 없다. 즉 수출업자의 압력이 성공적으로 작용함을 의미하고, $\widehat{\delta_{2,t}}$ 의 경우에는 하한이 0보다 클 때, $\delta_{2,t} > 0$ 임을 기각할 수 없다. 즉 수입업자의 압력이 발휘되고 있음을 나타낸다.

<그림 1>을 살펴보면, 흥미롭게도 1980년대 전반, 특히 1983:Q4-1986:Q2의 기간동안 여타 기간에 비해 수출업자의 압력이 매우 크게 작용했었던 것으로 나타난다.³⁰⁾ 또한 <그림 2>에서는 1983:Q2-1986:Q2 동안 수입업자의 압력이 매우 컸었던 것으로 나타난다. 이는 기존문헌에서 펀더멘탈만으로는 설명이 잘 되지 않았던 1980년대 전반 미달러에 대해 시사하는 바가 크다고 판단된다. 요컨대 이익집단의 압력이 특별히 크게 작용하였다는 것은 이익집단압력 변수가 적어도 이 기간동안 달러 움직임에 대한 추가적 설명 요인이 될 수 있음을 실증적으로 보인 것이다.

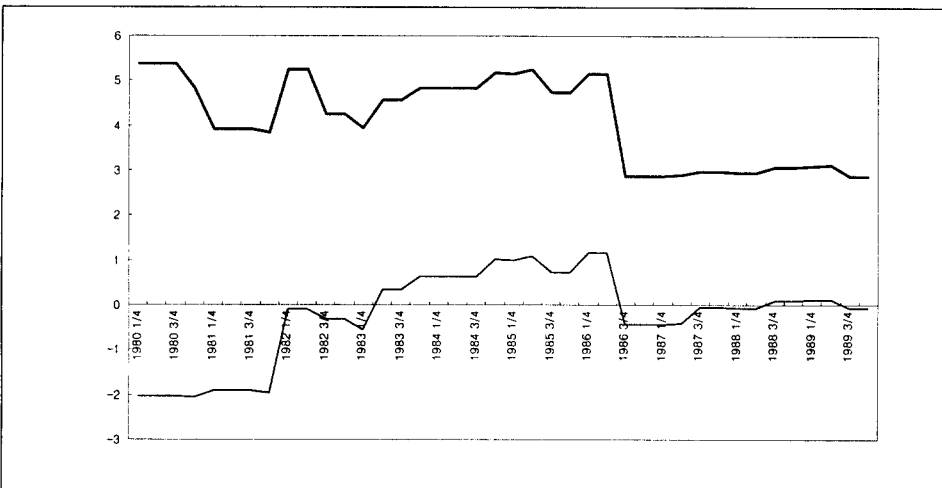
29) Kalman Filter를 이용한 시간연동모수 추정법은 Kim and Nelson(1999)을 참조. 이를 이용한 구체적인 이익집단모형 추정결과에 대해서는 필요시 필자들에게 요구할 수 있다.

30) 이해를 돕기 위해, <그림 1>의 굵은 실선은 수출업자의 압력계수 추정치이므로 압력의 효과 크기를 나타낸다. 반면, 가는 실선이 0보다 작다는 것 자체가 상용하는 압력계수 추정치가 5% 하에서 유의함을 의미한다.

〈그림 1〉 $\widehat{\delta}_{1,t}$ 과 95% 신뢰수준의 상한(upper-bound)



〈그림 2〉 $\widehat{\delta}_{2,t}$ 과 95% 신뢰수준의 하한(lower-bound)



또한 매우 흥미로운 사실은 수출업자와 수입업자의 압력이 크게 고조되었던 시기가 거의 일치한다는 점이다.³¹⁾ 어느 측의 압력이 더욱 강력하게 작동하여 환율의 추세를 사후적으로 바꾸는다는 별개의 문제이고, 최소한 이 기간에 단기적으로 양

31) 또한 이는 앞서 언급한대로 우리의 수출·입업자압력이 단순히 “수출” 혹은 “수입”을 대변하는 것이 아니라는 것을 재차 확인하게 한다.

측의 압력이 동시에 활발히 작용했다는 점은 이익집단의 압력이 “경쟁적으로” 이루어진다는 Becker(1983)의 주장과 매우 일관된 결과로 사료된다. 나아가 주로 수출업자의 다양한 압력행위에 초점을 맞추어 온 기존문헌과는 대조적으로, 본 분석결과는 1980년대 전반 수입업자의 압력활동에 대한 좀더 정치한 분석의 필요성을 제기한다.

V. 結論

일반적으로 정부의 정책이 관련 이익집단의 영향력으로부터 자유스럽지 못하다는 것은 대부분의 사람들이 인정하는 사실이다. 왜냐하면 공공선택이론에서 인지하듯, 법 혹은 정책은 “정치시장”의 산물이기 때문이다. 그러나 유독 환율정책에 있어서 만큼은 경제학자들마저 이를 인정하기를 꺼려하는 듯하다. 일면 그만큼 환율시장에 있어서는 시장의 힘을 신봉한다는 의미일 것이다. 그러나 환율의 결정 역시 예외는 아니라는 시각으로부터 본고는 출발하였다. 사실 이에 관해서는 이미 많은 기존의 연구들이 그 결정과정을 논의하면서 밝힌 바 있다. 다만 이를 실증적으로 보임에 있어서, 직접적이고도 명시적으로 이익집단의 압력을 계량화하여 그 영향력을 검증한 예는 찾아볼 수 없었다. 이는 무엇보다도 자료의 부족과 강한 공공재적 성격으로 인해 환율에 대한 이익집단 압력을 계량화하는 것이 원초적으로 어렵기 때문이었다. 본 논문은 이러한 장애를 극복하기 위한 매우 실험적인 연구이다.

본 연구에서는 특별히 수출·입업자의 압력에 초점을 맞추었다. 미국 투입·산출표의 자료를 이용하는 것이 이들의 이해(stake) 정도를 좀더 정확히 파악할 수 있다고 판단하여, 자료의 수집부터 압력변수의 선택까지 적지 않은 노력 끝에, 산업 및 상품별 수출업자와 수입업자의 압력을 계량화하였다. 실증분석 결과, 수출·입업자 집단이 산업보다는 상품별로 구성되고, 또 Olson의 문제를 고려할 때 각 집단의 수출·입 비중이 중간값 이상이 되는 상품의 수출·입업자들이 압력을 행사하고 있음을 발견하였다. 또한 이들 압력의 효과는 1기의 시차를 가지고 작용하는 것으로 나타났다. 나아가 비록 모든 이익집단압력을 검증한 것은 아니지만, 기존 문헌에서 펀더멘탈 변수만으로는 설명이 어렵다고 지적한 1980년대 전반 미달러의 움직임에 대해, 최소한 수출·입업자압력이 특별히 크게 작용하고 있었다는 실증분석 결과는 환율모형에 대한 정치경제학적 접근의 중요성을 시사한다.

엔/달러 환율시장과 같이 거대한 외환시장에서도 이익집단의 압력이 유효하다는 것은 여타 많은 국가들의 환율결정에 대해 시사하는 바가 크다. 결국 환율정책 역시 Buchanan (1994) 이 말한 대로 “보통 사람들”에 의해 이루어지고 있으며, 이러한 연구가 축적됨으로써 관료의 지대추구행위가 억제되고, 환율정책이 정립될 수 있다고 믿는다. 후속되는 연구에서 수출·입업자 뿐 아니라 좀더 다양한 이익집단을 포함하고, 이들과 전통 거시 변수들과의 환율에 대한 설명력을 비교 분석하는 것은 매우 흥미롭고도 의미 있는 작업이 될 것이다.

■ 참 고 문 헌

1. 고영춘·김인배·김일중, “법제도 변화의 내생성에 관한 공공선택이론적 연구: 환율제도를 중심으로,” 『경제학연구』, 제50집 3호, 2002, 111-139.
2. 김인배·김일중·박성규, “한국 통화정책의 관료유인 모형: 이론 및 실증분석,” 『공공경제』, 제6권 2호, 2001, 237-277.
3. 김인배·김일중, “무역수지와 환율: 공공선택이론적 연구,” 『금융연구』, 제16권 1호, 2002, 77-93.
4. Alesina, A., “Macroeconomic Policy in a Two-Party System as a Repeated Game,” *Quarterly Journal of Economics*, 102, 1987, 651-678.
5. Almekinders, G. J. and S. C. W. Eijffinger, “Empirical Evidence on Foreign Exchange Market Intervention: Where Do We Stand?” *Weltwirtschaftliches Archiv*, 1991, 646-677.
6. Ayanian, R., “Political Risk, National Defense and the Dollar,” *Economic Inquiry*, 26, 1988, 345-351.
7. Becker, G., “A Theory of Competition among Pressure Groups for Political Influence,” *Quarterly Journal of Economics*, 96, 1983, 371-400.
8. Blanchard, O. and L. H. Summers, “Perspectives on High World Real Interest Rates,” *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1984, 273-334.
9. Bliss, C. and V. Joshi, “Exchange Rate Protection and Exchange Rate Conflict,” *Oxford Economic Papers*, 40, 1988, 365-377.
10. Broz, J. L. and J. A. Frieden, The Political Economy of International Monetary Relations, *Annual Review of Political Sciences*, 4, 2001, 217-343.
11. Buchanan, J., “Notes on the Liberal Constitution,” *Cato Journal*, 14, 1994, 1-9.
12. Calvo, G. A. and C. M. Reinhart, “Fear of Floating,” *Quarterly Journal of Economics*,

117, 2002, 379-408.

13. Campa, J. and L. Goldberg, "The evolving external orientation of manufacturing: A Profile of Four Counties," *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, 3, 1997, 53-70.
14. Caporale, T. and K. Grier, "A Political Model of Monetary Policy with Application to the Real Fed Funds Rate," *Journal of Law and Economics*, 41, 1998, 409-428.
15. Chow, G. and A. Lin, "Best Linear Unbiased Interpolation, Distribution and Extrapolation of Time Series by Related Series," *Review of Economics and Statistics*, 57, 1971, 372-375.
16. Chow, L., "On Real Exchange Rate Targeting and Debt Servicing," *Atlantic Economic Journal*, 25, 1997, 115.
17. Clarida, R. and M. Taylor, "The Term Structure of Forward Exchange Premiums and the Forecastability of Spot Exchange Rates: Correcting the Errors," *Review of Economics and Statistics*, 79, 1997, 353-361.
18. Corden, W. M., "Exchange Rate Protection," in Cooper, Richard N. and Robert Triffin (eds.), *The International Monetary System under Flexible Exchange Rates - Global, Regional, and National*, Cambridge: Ballinger Publishing Company, 1982.
19. de Grauwe, P., *The Economics of Monetary Integration* (2nd ed.), Oxford: Oxford University Press, 1994.
20. de Kock, G. and V. Grilli, "Fiscal Policies and the Choice of Exchange Rate Regime," *Economic Journal*, 103, 1993, 347-358.
21. Destler, I. M. and C. R. Henning, *Dollar Politics: Exchange Rate Policymaking in the United States*, Washington DC: Institute for International Economics, 1989.
22. Destler, I. M. and J. S. Odell, "Anti-Protection: Changing Forces in United States Trade Politics," *Policy Analysis in International Economics* no. 21, Washington DC: Institute for International Economics, 1987.
23. Dooley, M. P. and P. Isard, "The Appreciation of the Dollar: An Analysis of the Safe-Haven Hypothesis," *IMF Working Paper*, 1985.
24. Dornbusch, R. J., "Exchange Rate Economics: 1986," *Economic Journal*, 97, 1987, 1-18.
25. Edwards, S., "Exchange Rates and the Political Economy of Macroeconomic Discipline," *American Economic Review*, 86, 1996, 159-163.
26. Evans, P., "Is the Dollar High Because of Large Budget Deficits?" *Journal of Monetary Economics*, 1986, 226-249.
27. Fabella, R. V., "The Debt-Adjusted Real Exchange Rate," *Journal of International Money and Finance*, 15, 1996, 475-484.
28. Feldstein, M., "The Budget Deficit and the Dollar," *National Bureau of Economic Research Macroeconomic Annual*, 1, Cambridge, MA: The MIT Press, 355-92, 1986.
29. Feldstein, M., "Let the Market Decide," *The Economists*, December 3-9, 309, 1988, 21-24.
30. Fischer, S., "Exchange Rate Regime: Is the Bipolar View Correct?," *Journal of Economic*

- Perspectives*, 15, 2001, 3-24.
31. Frankel, J., "International Capital Flows and Domestic Economic Policies," in: M. Feldstein (ed.), *The United States and the World Economy*, Chicago: University of Chicago Press, 1988.
 32. Frieden, J. "Invested Interests: the Politics of National Economic Policy in a World of Global Finance," *International Organization*, 45, 1991, 425-51.
 33. Funabashi, Y., *From the Plaza to the Louvre*, Washington DC: Institute for International Economics, 1988.
 34. Gowa, J., "Public Goods and Political Institutions: Trade and Monetary Policy Processes in the United States," *International Organization*, 42, 1988, 15-32.
 35. Gärtner, M., "Foreign-Exchange Markets and Central-Bank Intervention," in: A. Hillman (ed.), *Markets and Politicians: Politicized Economic Choice*, Boston, Dordrecht, and London: Kluwer Academic Publishers, 1991.
 36. Henning, C. R., *Currencies and Politics in the United States, Germany, and Japan*, Washington DC: Institute of International Economics, 1994.
 37. Huizinga, H., "Real Exchange Rate Misalignment and Redistribution," *European Economic Review*, 41, 1997, 259-277.
 38. Jeanneney, S. G. and P. Hua, "How Does Real Exchange Rate Influence Income Inequality between Urban and Rural Areas in China?" *Journal of Development Economics*, 64, 2001, 529-545.
 39. Johansen, S., "Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models," *Econometrica*, 59, 1991, 1551-1580.
 40. Kim, C. and C. R. Nelson, *State-Space Models with Regime Switching*, Cambridge: The MIT Press, 1999.
 41. Krugman, P. "Is the Strong Dollar Sustainable?" In *The U.S. Dollar - Recent Developments, Outlook, and Policy Options*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, 1985.
 42. Lewis-Beck, M. S. and M. Stegmaier, "Economic Determinants of Electoral Outcomes," *Annual Review of Political Science*, 3, 2000, 183-219.
 43. MacDonald, R. and M. P. Taylor, "Exchange Rate Economics: A Survey," *IMF Staff Papers*, 39, 1992, 1-57.
 44. Marris, S., "Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk," *Policy Analyses in International Economics*, Washington DC: Institute for International Economics, 1987.
 45. Meese, R., and K. Rogoff, "Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit out of Sample?" *Journal of International Economics*, 14, 1983, 3-24.
 46. Meese, R., and K. Rogoff, "Was It Real? The Exchange Rate-Interest Differential Relation over the Modern Floating-Rate Period," *Journal of Finance*, 43, 1988, 933-948.
 47. Newey, W. and K. West, "A Simple Positive Semi-Definite, Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix," *Econometrica*, 55, 1987, 703-708.
 48. Olson, M., *The Logic of Collective Action*, Cambridge: Harvard University Press, 1965.

49. Osterwald-Lenum, M., "A Note with Quantiles of the Asymptotic Distribution of the Maximum Likelihood Cointegration Rank Test Statistics," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 54, 1992, 461-471.
50. Potters, J. and R. Sloof, "Interest Groups: A Survey of Empirical Models that Try to Assess Their Influence," *European Journal of Political Economy*, 12, 1996, 403-442.
51. Quinn, S. F. and J. T. Harvey, "Speculation and the Dollar in the 1980s," *Journal of Economic Issues*, 32, 1998, 315-323.
52. Rodrick, D., Disequilibrium Exchange Rates as Industrialization Policy, *Journal of Development Economics*, 23, 1986, 89-106.
53. Rowley, C. K. and R. D. Tollison, "Rent-Seeking and Trade Protection," in: C. K. Rowley, R. D. Tollison and G. Tullock (eds.), *The Political Economy of Rent-seeking*, Boston: Kluwer Academic Publishers, 1988, 217-237.
54. Stallings, D. A., Increased Protection in the 1980s: Exchange Rates and Institutions, *Public Choice*, 77, 1993, 493-521.
55. Stephan, J., "Political Exchange Rate Cycles: Theory and Empirical Evidence," in: Vosgerau, Hans-Jürgen (ed.), *European Integration in the World Economy*, Berlin and New York: Springer Verlag, 1992.
56. Stephan, J., *A Political-Economic Analysis of Exchange Rate Movements*, Hartung und Gorre: Konstanz, 1994.
57. Taylor, M., "The Exchange Rate Modelling and Macro Fundamentals: Failed Partnership or Open Marriage?" *British Review of Economic Issues*, 17, 1995, 1-41.
58. Williamson, R., "Exchange Rate Exposure and Competition: Evidence from the Automotive Industry," *Journal of Financial Economics*, 59, 2001, 441-475.
59. Wu, J., "A Re-examination of the Exchange Rate-Interest Differential Relationship: Evidence from Germany and Japan," *Journal of International Money and Finance*, 18, 1999, 319-336.

U.S. Dollar Exchange Rate Determination: Market Forces vs. Interest Group Pressures

Inbae Kim* · Iljoong Kim**

Abstract

The exchange rate policy is not an exception of the interest group politics, but the influence has been hardly estimated and tested. We used input-output table data to overcome the two main empirical obstacles for its verification - the problems of "appropriate proxy" and "collective action". We empirically found that the yen-dollar real exchange rate has been influenced by the commodity-based, rather than by the industry-based, exporters/importers groups. Their pressure works, with a lag, in an "asymmetric" way. In addition, by empirically showing that the pressure competitively intensified especially during the first half of 1980s, we claim that the interest group pressure provides an additional explanatory power for portraying the "particularly puzzling" period of the 1980s' US dollar behavior.

Key Words: exchange rate, public choice, interest group

* Professors, Department of Economics, Soongsil University

** Professors, Department of Economics, Soongsil University