

상대적 구매력평가

○ 개념

- 절대적인 물가수준이 아니라 상대적인 변화율을 가지고 구매력평가를 설명
- 두 국가 간에 생활수준 등의 격차가 크다면 상품의 가격차이도 현저할 것이므로 절대적 구매력평가는 성립하지 않게 됨
- 그러나 국제무역의 제한 요인이 없다면 이 경우에도 환율변화율은 양국 간의 물가변화율 차이와 같아지는 상대적 구매력평가 성립 가능
- 즉, 국내물가변화율 = 외국물가변화율 + 환율변화율의 관계 성립

○ 참고사항

- 상대적 구매력평가는 고전학파의 통화중립성을 이론적 근거로 함
- 통화량이 증가하면 명목변수만 비례적으로 상승하고 실질변수는 아무런 변화가 없음
- 상대적 구매력평가가 성립하면 실질환율 (=명목환율 × 외국물가/국내물가)이 일정하게 됨

○ 경험적 결과

- 초인플레이션 시기에는 성립하는 것처럼 나타나기도 함
- 그러나 기타 다른 경우에는 성립하지 않는 것으로 나타남

○ 개념

- 국제금융거래에서의 균형관계를 나타냄
- 상품거래에서의 일물일가의 법칙을 금융거래에 적용한 것
- 동일한 통화로 환산했을 때 동일한 금융상품의 투자수익률은 전 세계 어디에서나 같아진다는 것을 의미
- 크게 무위험이자율평가, 유위험이자율평가, 실질이자율평가로 나눌 수 있음

* 주의: 종종 이자율평가라는 용어를 무위험이자율평가를 의미하는 것으로 사용하고 있음

무위험이자율평가(covered interest rate parity)

- 자본이동에 대한 제약이 없을 때 성립
 - 어떤 투자자가 국내(원화표시채권) 혹은 외국(\$화표시채권)에 투자하려 한다고 가정
 - 1원 국내투자에 따른 1년 후 수익(원리금)은 $1+r$ 원이 됨(r 은 국내이자율)
 - 외국에 투자하기 위해서는 1원을 \$화로 환전하고($1\text{원}=1/S$ 달러) 투자해야 하므로 1년 후 수익은 $(1+r^*)/S$ 달러가 됨(r^* 는 외국이자율)
 - 1년 후 외국투자수익을 원화로 환전하기 위해서는 1년 후 환율을 알아야 하는데, 환율변화에 따른 위험을 없애기 위해 미리 F 의 선물환율로 1년선물환매도를 해놓으면 $(1+r^*)F/S$ 의 무위험외환수익을 얻을 수 있음

제 2 절 이자율평가



- 만일 국내투자수익이 크다면 자본이 국내로 유입되고, 반대의 경우에는 자본이 유출되는 등 차익거래가 발생
- 차익거래에 따른 자본이동은 결국 두 투자수익이 같아질 때까지 지속됨
- 따라서 무위험이자율평가는 다음과 같이 표시됨

$$1+r = (1+r^*)F/S$$

$$\text{혹은 } r-r^* = (F-S)/S \quad (4-11)$$

○ 경험적 결과

- 자본이동의 자유로운 정도를 분석하기 위해 이자율평가의 성립 여부를 검증
- 자본이동이 자유로운 경우 대체적으로 성립하는 것으로 나타남
- 그러나 정치적 위험이 존재하거나 조세제도가 다른 경우 성립하지 않기도 함

* 주의

- 무위험이자율평가가 성립하지 않을 때 발생하는 거래는 차익거래임
- 선물환계약으로 환율변동에 따른 위험이 사라졌기 때문

유위험이자율평가(uncovered interest rate parity)

- 두 국가의 금융자산이 완전대체적일 때 성립
 - 완전대체적이라 함은 표시통화와 상관없이 동일한 자산으로 간주함을 의미
 - 외국투자에 따른 미래 기대수익을 고려할 때 선물환계약을 통해 위험을 제거하지 않고 투자자의 환율예상에 의존하기 때문에 위험이 수반됨
 - 따라서 유위험이자율평가가 성립하지 않아 발생하는 거래는 투기거래

제 2 절 이자율평가



- 유위험이자율평가는 다음과 같이 표시됨

$$(1+r) = (1+r^*)S^e/S$$

(S^e 는 미래환율에 대한 투자자의 예상)

혹은 $r-r^* = (S^e - S)/S$ (4-13)

- 국제피셔효과(international Fisher effect)라고 부르기도 함

제 2 절 이자율평가



- 무위험이자율평가와 유위험이자율평가의 관계

- 두 가지가 동시에 만족되려면 다음의 선물환평가(forward parity)가 성립해야 함

$$F = S^e$$

- 무위험이자율평가는 성립하지만 유위험이자율평가가 성립하지 않는 경우 환위험 프리미엄(혹은 디스카운트)이 발생

- * 이를 증명하기 위해 식(4-13)이 성립하지 않는다고 가정하고 양변에서 각각 선물환프리미엄(= (F-S)/S)을 빼고 정리

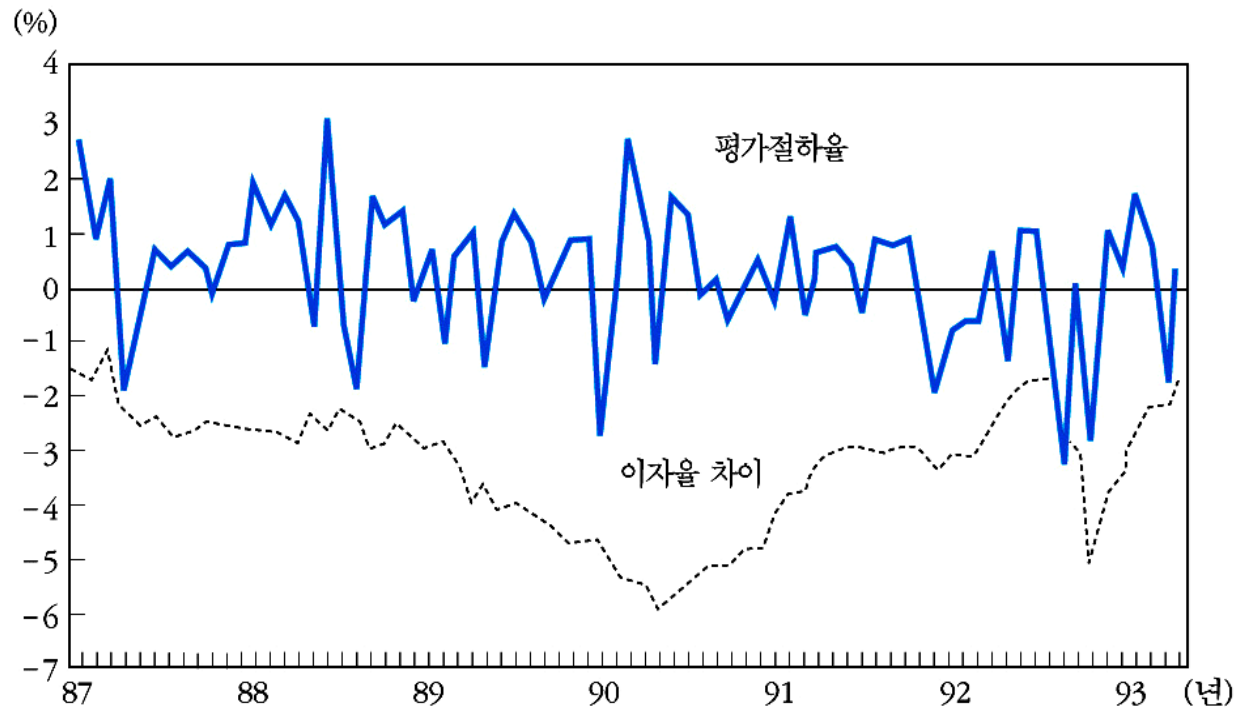
$$r - r^* - (F - S) / S \neq (S^e - F) / S$$

무위험이자율평가가 성립해 위 식의 좌변이 0이 되더라도 유위험이자율평가가 성립않는 경우 우변이 0과 달라져 환위험프리미엄((F-S^e)/S) > 0 또는 디스카운트 ((F-S^e)/S) < 0가 나타남

○ 경험적 결과

- 대체적으로 유위험이자율평가는 성립하지 않는 것으로 나타남
- 무엇보다도 환위험프리미엄(혹은 디스카운트)이 존재하기 때문임
- 투자자들은 자본이동이 아무리 자유로울지라도 국내금융자산과 외국금융자산을 동일한 것으로 간주하지 않음을 의미
- (그림 4-2) 참조

그림 4-2 유위험이자율평가(미국과 캐나다의 경우)



기타 평가관계

- 피셔 효과(Fisher effect ; FE)
 - 명목이자율(r)이 실질이자율(z)과 예상인플레이션율(π^e)을 잘 반영해 명목이자율은 실질이자율과 예상인플레이션율의 합으로 나타나게 된다는 이론

$$r = z + \pi^e$$

기타 평가관계

○ 선물환평가(forward parity)

- 선물환율이 미래환율의 예측값과 같다는 균형조건: 위험중립성 가설이라고도 부름

$$F = S_{t+1}^e$$

- 이 조건은 선물환율이 미래의 현물환율에 대한 효율적인 불편예측치(不偏豫測值: unbiased estimator ; UE)임을 나타내는데, 이것이 만족되는 경우 외환시장이 효율적임을 의미

기타 평가관계

- 실질이자율평가(real interest rate parity)
 - 국가 간 투자의 실질기대수익률이 같아진다는 것을 의미
 - 실질이자율(z)의 차이는 실질환율(q)의 예상변화율과 같아지도록 다음과 같이 표시됨

$$z - z^* = (q^e - q) / q$$

- 실질이자율평가에 따르면 국가 간 자본이동은 실질투자수익률의 차이에 의해 이루어짐

제 3 절 국제평가관계 종합



○ 실질이자율 평가(계속)

- 자본이동에 대한 제약이 거의 없는 국가들 간에도 실질이자율평가가 잘 성립되지 않는 것으로 나타남
- 주 요인은 통화프리미엄(currency premium)때문인 것으로 여겨짐

* 참고:

- 두 국가 간 실질이자율 격차

$$z-z^* = (r-\pi^e) - (r^*-\pi^{*e})$$

$$= (r-r^* - (F-S)/S) + (F-S^e)/S + [(S^e-S)/S - (\pi^e - \pi^{*e})]$$

- 첫번째 항은 국가할증(country premium), 두 번째 및 세 번째 항을 통화프리미엄이라 함
- 통화프리미엄이 훨씬 더 크고 변동도 심함

국제평가관계의 상호 연계

- 이자율, 환율, 물가 간의 다양한 관계를 종합
 - 구매력평가, 이자율평가(무위험, 유위험, 실질), 선물환평가
 - (그림 4-3) 참조

그림 4-3 국제평가관계의 종합

