

토론:

우리 경제의 대외여건 변화와 영향  
미국 금리인상 이후 통화신용정책 방향

서울대학교 경제학부

김소영

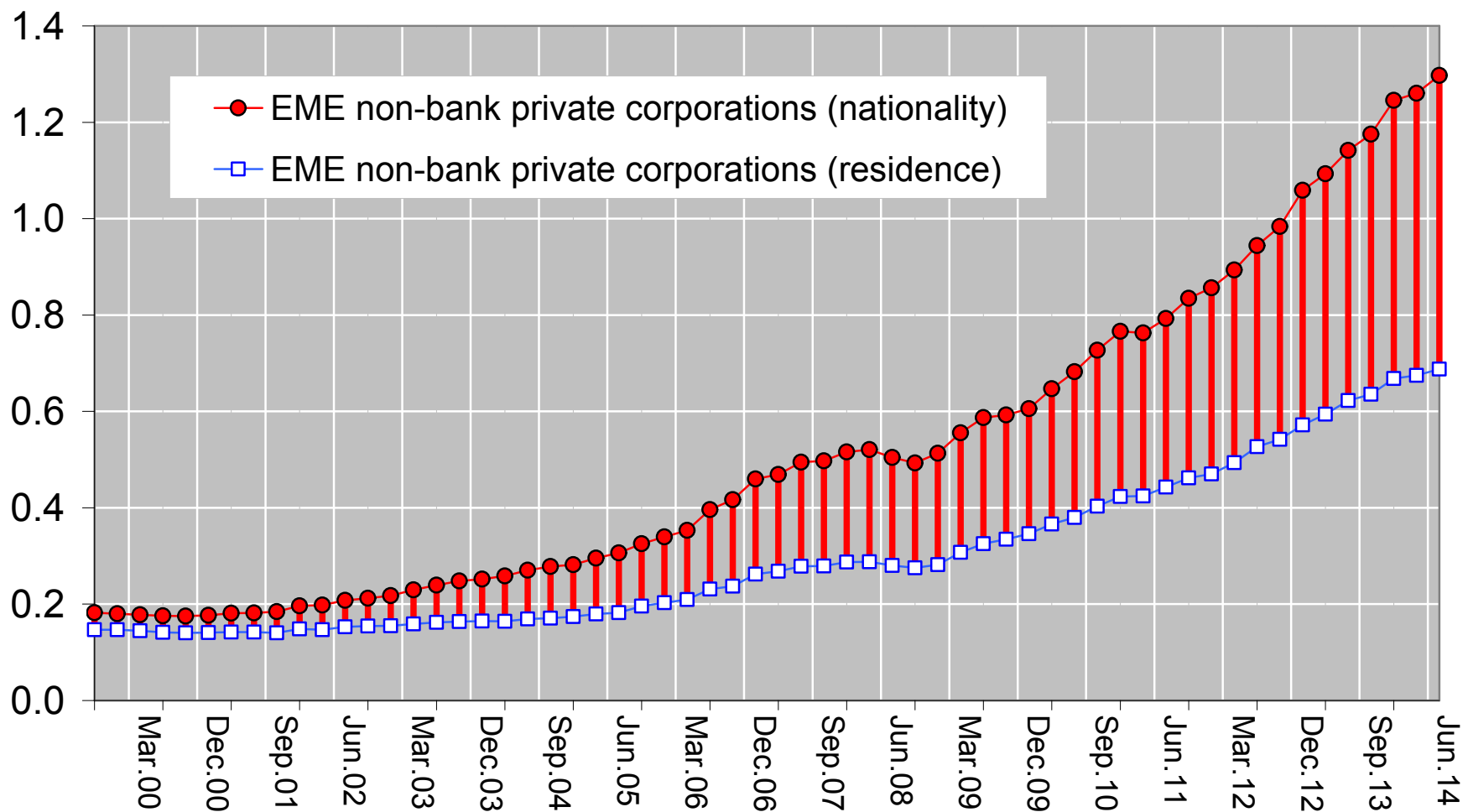
# 우리 경제의 대외여건 변화와 영향

- 요약
  - 최근 대외여건 변화 (G2 리스크 확산, 국제 금융 및 원자재 시장 변동성 확대, 신흥국 경제 불안 가능성 증대)
  - 국내 경제에 미치는 영향 (파급 경로, 부정적 영향, 제한적 영향 - 양호한 기초 경제 여건, 대외 충격 흡수력 강화, 신흥국 경제 불안이 국내 경제로 전이될 위험)
- Off-Shore Debt Issuance
- 외환 보유액, 포트폴리오 자본 유입 등

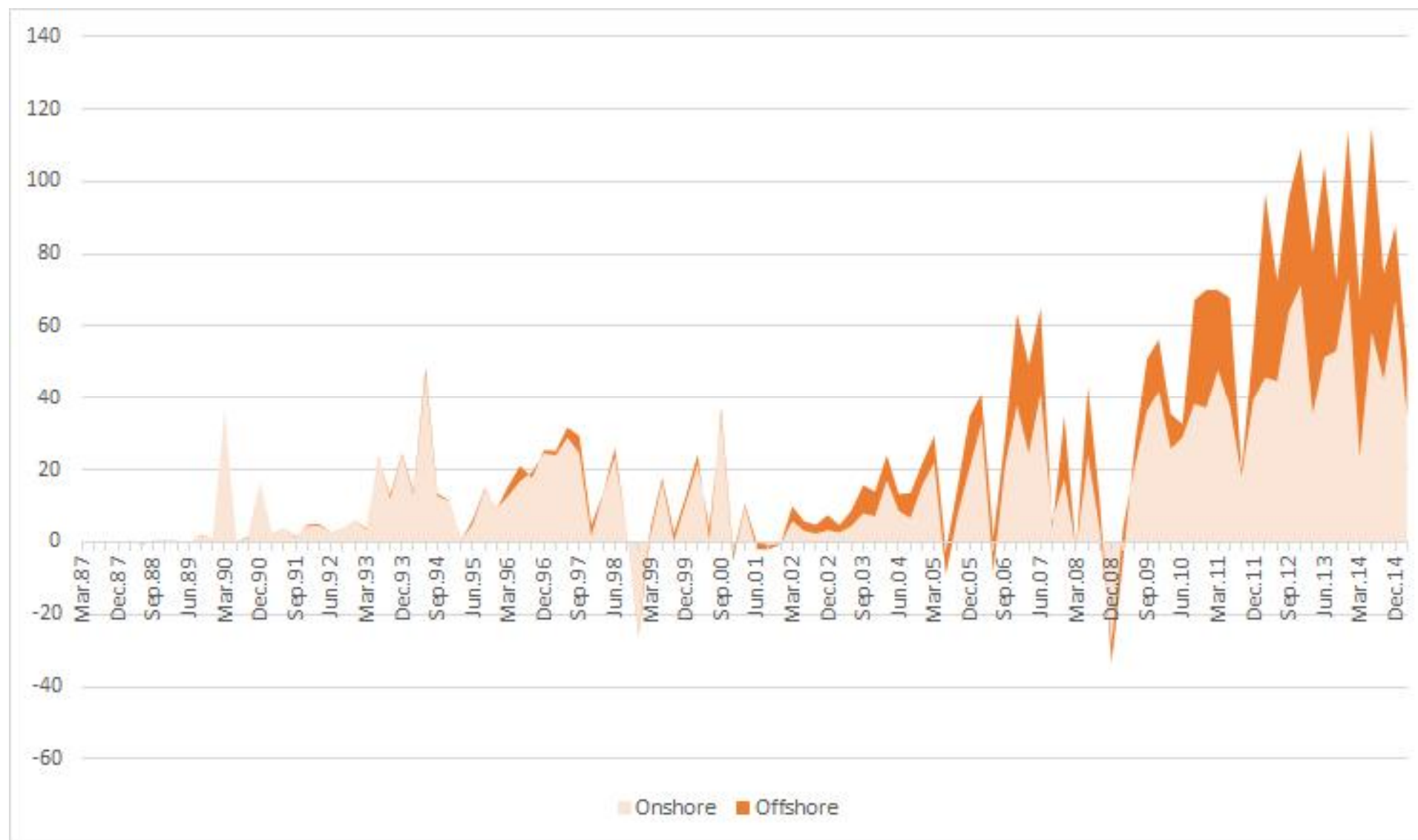
# Off-Shore Debt Issuance

- Soyoung Kim and Hyun Song Shin (2015),  
"Offshore EME Bond Issuance and the  
Transmission Channels of Global Liquidity"
  - 신흥국들의 Off-shore Debt Issuance가 지난 수년간 급증
  - 글로벌 유동성이 신흥국에 전파되는 주요 경로가 되었음
- 한국의 경우 Off-shore Debt Issuance는 미미
- 다른 신흥국들에 영향 → 한국경제에 영향

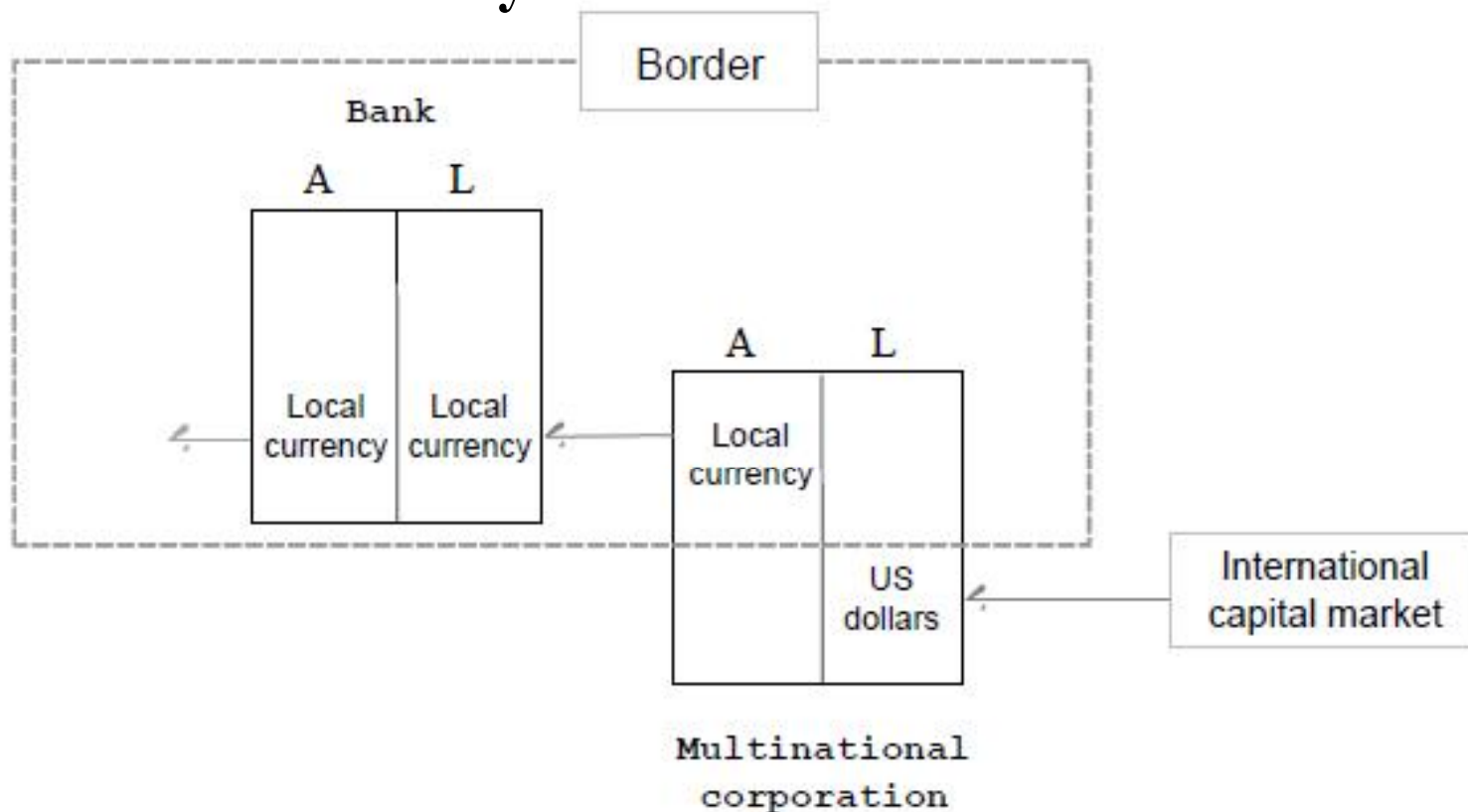
# Emerging Market Non-Bank Private Sector International Debt Securities Outstanding by Residence and by Nationality



# Onshore and Offshore Net Issues in International Debt Securities of Emerging and Developing Countries



## How global liquidity transmitted to emerging countries by offshore debt issuance: multinational corporation with offshore subsidiary

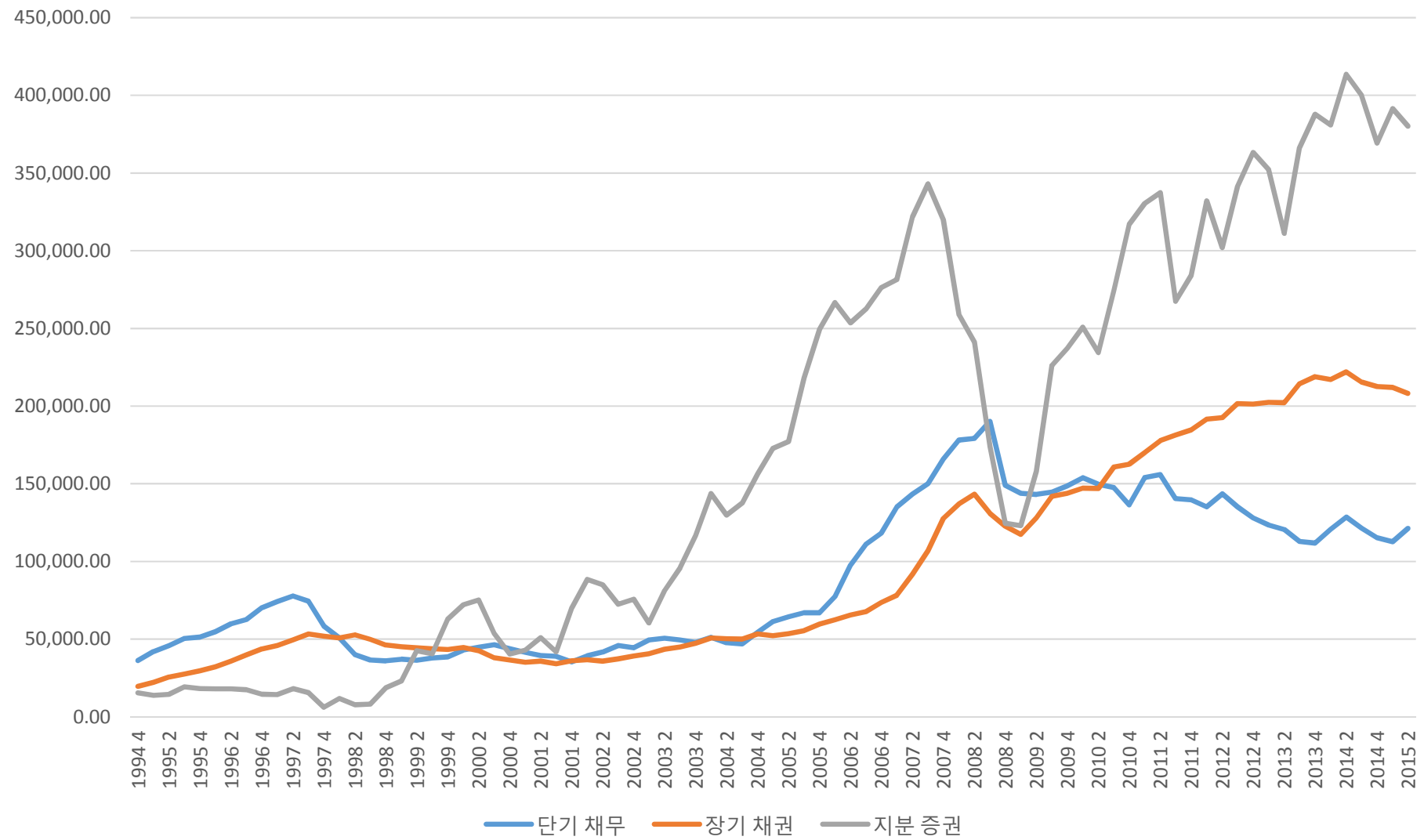


1. This channel is likely to work even if capital market is not liberalized; money is moving across border within a firm
2. BOP and official data on capital flows (compiled on locational basis) would not capture this transaction, if it's not done by explicit capital account transaction between subsidiary and headquarters,

# 위기 및 변동성 증가 가능성

- 전통적인 measures 기준으로 외환보유액을 보면 위기 가능성은 높아보이지 않음
  - 단기 채무/외환보유액: 33%
  - 3개월치 수입액/외환보유액: 36%
  - M2/외환보유액: 20%에 가까움
- 거시 건전성 정책 도입, 글로벌 금융 안전망 (CMIM, 통화스왑 재도입...) 등 이전보다 준비가 많이 되어있음.
- 하지만 자본 유출에 따른 금융 시장 변동성 증가 가능성은 높음
  - 글로벌 금융위기 이후 단기채무는 감소했으나, 지분성 증권으로의 자본 유입과 채권으로의 자본 유입은 급증
  - 자본 유출에 따른 금융 시장 변동성 증가 가능성 높음

단기채무, 장기 채권, 지분 증권





# 미국 금리 인상 이후 통화신용정책 방향

- 요약
  - 현 금리수준에 대한 평가 (Taylor Rule, 한미 금리차)
  - 과거로부터 교훈 (한, 미, 일): 신용 순환 조절 중요
  - 현 신용순환 국면 판단 (추정, 정책 방향)
- Taylor Rule을 이용한 금리수준 평가
- 물가안정목표와 금융안정목표의 상충
- 신용 팽창에 대한 정책적 대응

# Taylor Rule을 이용한 금리수준 평가

- 논문에서는 Taylor Rule이 함의하는 금리 수준과 실제 금리수준을 비교하여, 실제 금리 수준이 낮다고 평가.
- 미국 경제 상황에 맞는 Taylor Rule을 coefficient까지 그대로 한국에 적용하는 것이 어려울 수 있음.
- 특히 최근 몇 년간 인플레이션율이 인플레이션율 타겟보다 낮은 상태가 지속되고 있으므로 현재 금리가 너무 낮다고 하기 어려울 수 있음.

# 물가안정과 금융안정 목표 상충 1

- Soyoung Kim and Aaron Mehrotra (2015)  
“Managing Price and Financial Objectives – What Can We Learn from the Asia-Pacific Region?”
- 대상 국가: 인플레이션 타게팅을 하는 아시아 –태평양 6개국 (호주, 인도네시아, 한국, 뉴질랜드, 필리핀, 태국)
- 물가 안정 목표는 명시적으로 존재
- 금융 안정 목표는 명확하지 않으나 본 연구에서는 Credit-to-GDP gap을 사용

# 물가안정과 금융안정 목표 상충 2

- Credit-to-GDP gap
  - Credit-to-GDP gap의 장기 추세로 부터 이탈 수준
  - HP 필터 ( $\lambda = 400,000$ )
  - 은행 부문 distress의 조기 경보 변수로 유용 (Borio and Lowe, 2002, Borio and Drehmann (2009))
  - Basel III에서 countercyclical buffers의 사용에 대한 reference point
  - 6% 이상인 경우를 금융 불안정 위험을 나타내는 지표로 사용 (Borio and Drehmann, 2009)

## 물가안정과 금융안정 목표의 상충 3

- 각 국가별, 연도별로 인플레이션율과 Credit-to-GDP gap 계산한 후 인플레이션율이 목표치를 하회하지만 신용이 과다 팽창된 경우를 찾음
- 인플레이션율이 목표치를 하회하지만 신용이 과다 팽창된 경우 물가안정과 금융안정 목표가 상충될 가능성이 큼
  - 통화 정책을 이용하여 인플레이션율을 증가시키는 정책은 신용을 더욱 팽창시킬 수 있음
  - 거시건전성 정책을 사용하여 신용을 줄이려는 경우 그러한 정책이 인플레이션율을 더 낮게 만들 가능성이 있음.

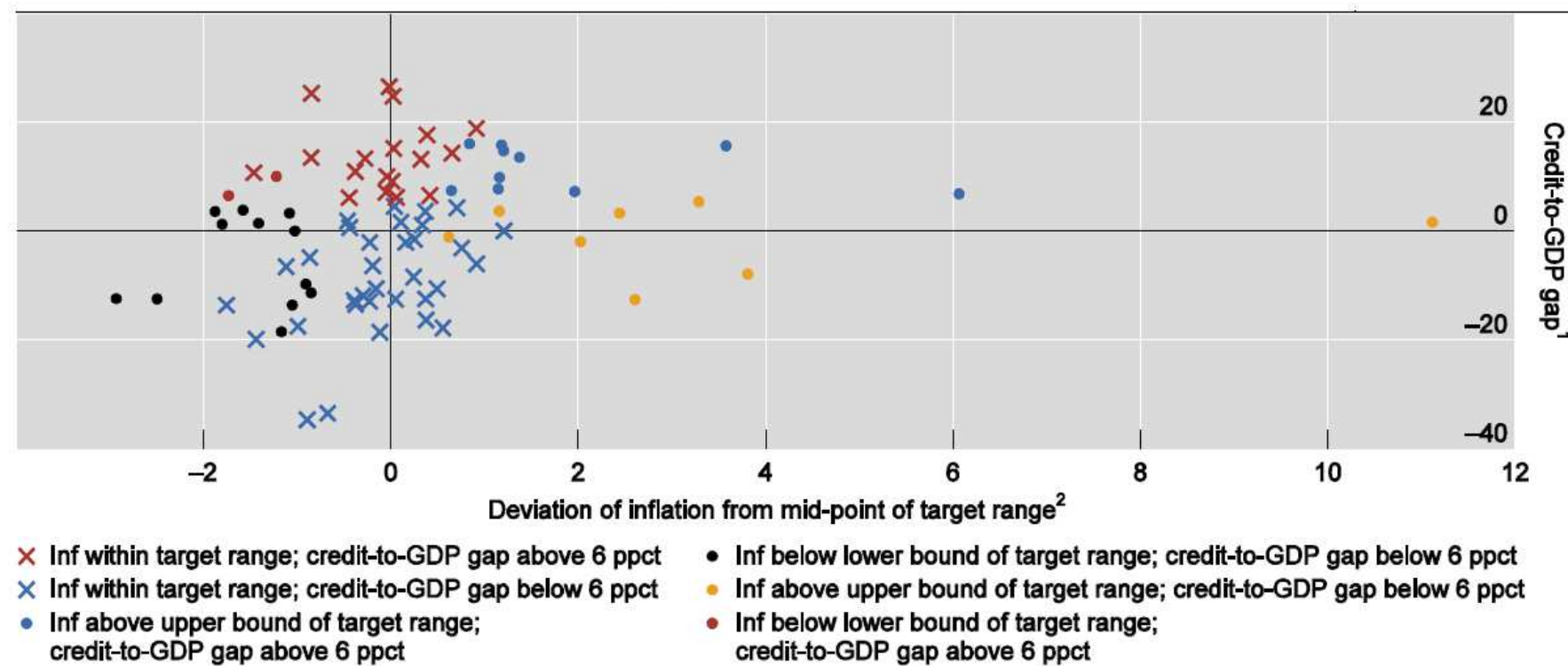
## 물가안정과 금융안정 목표의 상충 4

- 왜 인플레이션율이 목표치를 하회하지만 신용이 과다 팽창된 경우가 발생할 수 있는가
  - Financial cycle과 business cycle이 일치하지 않는 경우 이러한 현상이 발생할 수 있음 (Borio, 2014)
  - 통화 정책이 기대인플레이션율을 고정시켜 신용 팽창이 인플레이션율에 반영이 안되는 경우 (Borio and White, 2004)
  - 공급 충격이 신용을 증가시키면서 가격을 낮출수 있음 (Jonsson and Moran, 2014)

## Inflation outcomes and credit gaps

Australia, Indonesia, Korea, New Zealand, Philippines and Thailand, 2000-Q3 2014

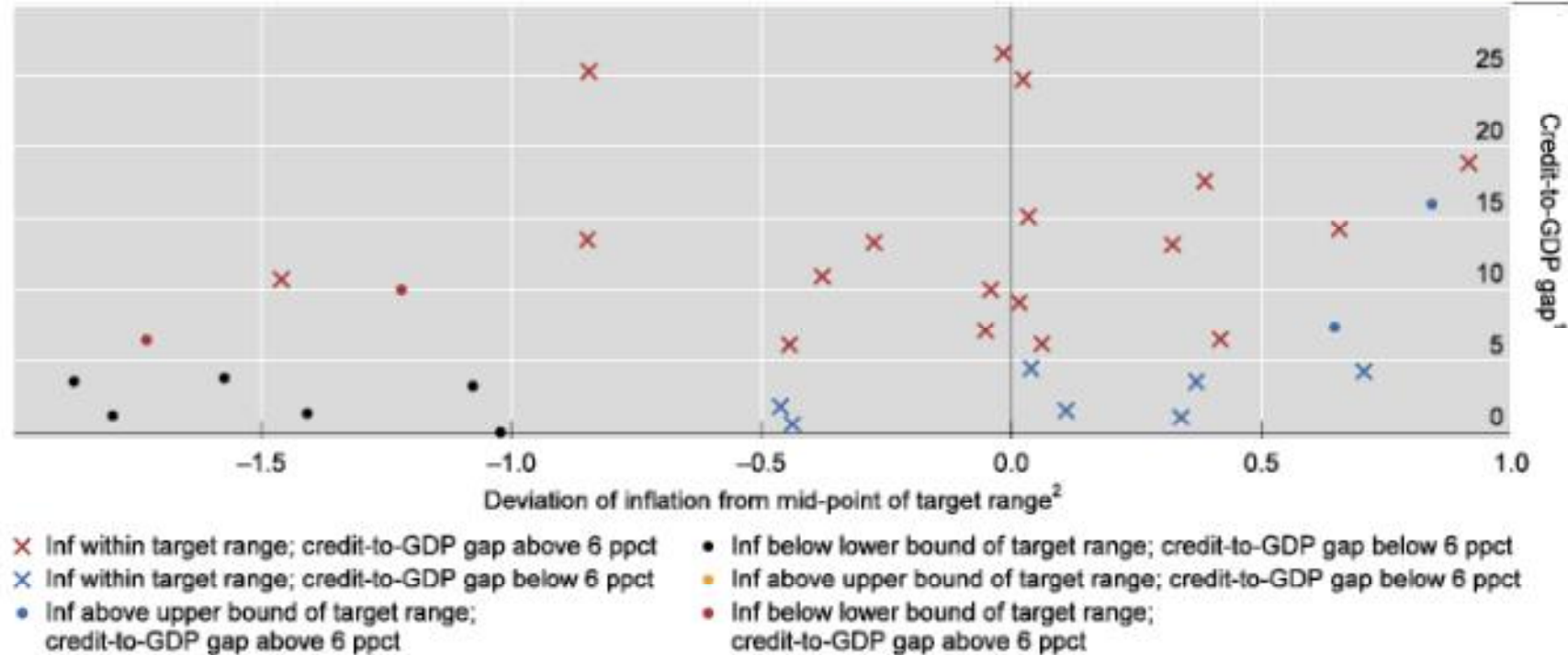
Graph 1



## Inflation outcomes and credit gaps

Australia, Indonesia, Korea, New Zealand, Philippines and Thailand, 2000-Q3 2014

Graph 4



1. 인플레이션율이 하한목표보다 낮고 Credit-to-GDP gap이 6%를 초과하고 경우: 2
2. 인플레이션율이 목표치 (혹은 목표 중간치)보다 낮고 Credit-to-GDP gap이 6%를 초과하는 경우: 11
3. 인플레이션율이 목표치 (혹은 목표 중간치)보다 낮고 Credit-to-GDP gap이 (+)인 경우: 19



# 신용 팽창에 대한 정책 대응

- 논문에서 한국은행이 신용순환을 적극 고려하여 금리 정책 결정할 필요 강조
  - 미국 금리 인상 시 향후 금리 정책 계획을 명확히
  - 한국은행이 비은행 금융기관의 신용총량에 관한 공동검사권 등 권한 부여 필요
- 추가적으로 신용순환에 대응하여 거시 건전성 정책 사용 필요
  - 최근 신용 팽창기임에도 불구하고 LTV, DTI 규제 완화
  - 거시 건전성 정책과 금리 정책의 역할 분담과 두 정책의 금융 안정 목표와 물가 안정 목표 달성을 위한 적절한 정책 조합을 어떻게 선택해야 하는지, 현실적으로 어떻게 coordinate할 것인지에 관한 심층 논의 필요
  - 금융 안정과 관련하여 한국은행, 금감원, 기재부, 금융위 등 각 기관에게 어떤 역할을 수행하고 어떤 정책 수단과 어떤 책임을 부여할 것인가에 관한 심층 논의 필요