

2019 년 춘계 공동 정책심포지엄

# 글로벌 금융사이클과 통화정책

발표 1: 금융 글로벌화와 대응과제 (김소영, 서울대)

발표 2: 한국 채권시장의 해외자본유출입 결정요인과  
시사점 (김수현, 한국은행 경제연구원)

토론: 김 진 일 (고려대학교)

2019 년 4 월 25 일

한국금융학회, 한국은행 경제연구원; 대외경제정책연구원

## 제가 토론할 내용

- 두 논문의 중요성 등에 대한 코멘트
- 금융 이슈에 있어서 거시적 관점과 시장 수급의 문제
- 한국의 통화정책
- 미국의 통화정책

## 제가 토론할 내용

- 두 논문의 중요성 등에 대한 코멘트 (성명과 질의응답)
- 금융 이슈에 있어서 거시적 관점과 시장 수급의 문제
- 한국의 통화정책
- 미국의 통화정책



## 목차

- 금융 글로벌화 현황
- 대외 자산 부채의 가치 변화 효과
- 금융 실효 환율의 활용
- 장기 금리 동조화와 통화 정책
- 글로벌 유동성의 전파 경로 변화

# What Determines Capital Flows? Evidence from the Korean Bond Market\*

Soohyon Kim<sup>†</sup>

April 11, 2019

## **Abstract**

This study examines the determinants that significantly affect global capital movement in the Korean bond market. Capital flows are distinctive by their investors: sovereign wealth funds, central banks, private funds, and private bank. The most impressive finding is that the foreign currency reserves of major central banks is very influential to capital flows. The global risk indicator also has a substantial impact on the changes in the capital flows. Growth rate differential, country-specific risk factors are also considerable effects. However, the interest rate differentials between Korea and the US are not significant for all the investors except private banks. The underlying reasons behind these findings are as follows: changes in the proportions of capital balances of investors after the global financial crisis, the introduction of regulations on leverage ratios for international banks, risk management by investors, and increasing flows from foreign currency reserves of major central banks.

Q. **금융불균형**에 대한 경계는 해야겠지만 최근 **가계부채** 둔화세 및 정부 규제의 효과를 고려할 때 통화정책으로 대응할 필요가 있는지?

A. 현 가계부채 규모가 GDP 대비 100%를 상회하고, 가처분소득이나 다른 기준으로 봐도 OECD 평균에 비해 상당히 높은 수준. 가계부채 규모가 경제의 성장을 제약하는 정도에 도달했다는 경고도 있는 상황. 가계부채가 명목소득을 넘어서는 증가세가 지속되는 것은 개선될 필요. 통화정책으로 대응할 필요가 없지 않냐는 해석은 성급. **금융안정에는 계속 경계를 늦추지 않을 것**

Q. 주식시장에 **외국인 자금**이 대거 유입이 되고, 채권시장은 경기둔화에 배팅이 나타나 주식/채권 간 전해가 동떨어지는 현상에 대한 의견이 궁금하다

A. **주식시장**의 외인 자금유입은 무역협상 기대감, 미 연준의 완화기조, 우려되었던 중국 경제의 부양책 효과가 개선되고 있는 점이 투자심리에 영향을 미쳤다 판단. **채권시장**은 미 연준의 통화정책 스탠스 및 대외 불안요인 해소에 따른 변동일 뿐 경기둔화에 배팅하고 있다고 생각하지 않음

## 제가 토론할 내용

- 두 논문의 중요성 등에 대한 코멘트
- 금융 이슈에 있어서 거시적 관점과 시장 수급의 문제
- 한국의 통화정책
- 미국의 통화정책

# Lessons from the Financial Crisis for Macroeconomic Modeling

John Roberts

Board of Governors of the Federal Reserve System

Bank of Korea Workshop on  
Central Bank Macro Modeling and Forecasting  
Seoul

September 14, 2018

**The analysis and conclusions set forth are those of the author and do not indicate concurrence by the Federal Reserve Board or other members of its staff.**





# I. Lessons from the financial crisis

- A. Finance matters
- B. The Phillips curve is very flat
- C. The lower limit on interest rates can bind for a long time

## A. Finance matters

- The 2008-09 financial crisis illustrated that financial shocks matter.
- Only financial variable in early DSGE models was a short-term interest rate.

## Bondholders take on forex risk as hedging costs soar

Unhedged buying of US bonds opens foreign investors to losses if dollar falls

Colby Smith and Robin Wigglesworth in New York APRIL 18, 2019



The soaring cost of buying protection against [dollar gyrations](#) is spurring more foreign investors to buy US bonds “unhedged”, raising the risk of painful losses and wider market ructions if the US currency weakens.

With the trade-weighted dollar near its most expensive levels in 20 years and US interest rates high compared to Europe and Japan — despite the Federal Reserve’s dovish turn this year — the cost for foreign investors to insure, or hedge, against fluctuations is near an all-time high.

The effect is to turn US Treasuries, a risk-free staple of investment portfolios the world over, into a negative-yielding investment for many foreign buyers.

## 제가 토론할 내용

- 두 논문의 중요성 등에 대한 코멘트
- 금융 이슈에 있어서 거시적 관점과 시장 수급의 문제
- 한국의 통화정책 (4 월 금통위와 오늘 GDP 발표)
- 미국의 통화정책

# 4월 금통위: 금리인하의 포문을 열다

## 기준금리 1.75%로 동결했으나 성장률과 물가전망 하향조정

4월 금통위는 기준금리를 1.75%로 만장일치 동결했다. 시장의 예상과 달리 올해 성장률을 기존 2.6%에서 2.5%로 하향 조정했는데 지난 1월(2.7→2.6%)에 이어 두 번째 하향조정이다. 올해 물가상승률 전망도 1.4%에서 1.1%로 낮추었다. 국내 경제에 대해서는 소비가 주춤해졌고 설비와 건설투자 조정, 수출둔화가 지속되면서 성장이 완만해졌다고 평가했다. 지난 2월 국내경제가 잠재성장률을 크게 벗어나지 않는다는 문구는 이번 통방문에서 삭제되었다. "향후 완화 정도의 추가조정 여부를 판단할 것"이란 문구도 삭제되어 기존의 금리인상 스탠스는 사실상 동결로 후퇴했다. 외부 변수들이 국내성장률과 물가에 미칠 영향을 살필 것"이란 내용이 추가되어 하반기 성장경로가 한은의 전망에 미치지 못할 경우 추가 성장률 하향조정과 함께 금리인하가 논의될 가능성이 높아졌다. 대출규제로 가계부채 증가세가 둔화되고 있다고 언급해 금융불균형에 대한 입장도 완화되었다.

4월 금통위는 만장일치 기준금리 동결. 수정경제전망에서는 올해 성장률과 물가전망치를 각각 0.1%p, 0.3%p 하향 조정. 다만, 추정 효과를 반영하지 않았다고 언급해 여전히 시장과 한국은행의 경기에 대한 시각 차 존재

- 통화정책 결정: 만장일치 기준금리 동결 결정

- 4월 금통위는 만장일치로 기준금리 동결(1.75%) 결정. 4월 수정경제전망에서는 성장률과 물가상승률 전망치를 모두 하향 조정. 다만, 직접적으로 금리인하의 시그널을 보낼 때는 아니라는 인식에 만장일치로 기준금리 동결 결정

- 통화정책 전망: 총재 의견이 소수일 가능성 확인

- 4/1일 이주열 총재는 연임 1주년 기자회견에서 연내 금리인하를 반영한 시장금리는 다소 과도하며 아직 금리인하를 검토할 때는 아니라는 점을 강조. 그러나 금번 통방문에서는 '완화 정도의 추가 조정 여부를 점검하겠다' 는 문구가 삭제. 사실상 총재 의견이 금통위 내 소수의견일 가능성 확인. 지난 11월 금리인상 당시 동결 소수의견을 냈던 조동철, 신인석 위원 외 비둘기와 목소리가 점차 강화되고 있다는 판단. 특히, 수정경제전망에서는 올해 성장률과 물가 전망치를 각각 0.1%p(2.6%→2.5%), 0.3%p(1.4%→1.1%) 하향 조정
- 총재 의견이 금통위 내 소수의견일 가능성이 확인됨에 따라 금리 인하로 나아가는 중요한 첫 걸음이 시작. 그러나 4월 금통위를 금리인하의 깜빡이로 해석하기에는 '아직은' 무리가 있음. 총재는 기자회견을 통해 성장률 전망 수정 시 추정 효과를 반영하지 않았다고 언급. 추정 규모가 시장 전망치를 크게 밀도는 7조원 내외로 발표했으나 5월 의결 가정 시 성장률 제고 효과는 0.13%p 내외로 추정. 이를 감안하면 기존 경기궤적에서 크게 벗어나진 않았다는 판단. 특히, 2분기에는 중국지표를 중심으로 침체까지 고민했던 대내외 경기지표 반등이 예상돼 단기간 내 금리인하를 반영하기는 쉽지 않음

# 1분기 성장률 -0.3%..금융위기 후 10년여 만에 최저(종합)

입력 2019.04.25 10:24

5분기만에 또 역성장..시장 예상 밑돌자 환율 급등, 주가 하락  
수출·투자 동반부진이 주요인.."작년 4분기 정부효과 사라진 탓도"

(서울=연합뉴스) 홍정규 기자 = 우리나라의 경제성장률이 올해 1분기에 전분기 대비 -0.3%를 기록했다.

글로벌 금융위기 이후 10년여 만에 가장 낮은 경제성장률이다. 5개 분기 만에 또 역(逆)성장했다.

한국은행은 올해 1분기 실질 국내총생산(GDP) 증가율이 이처럼 집계됐다고 25일 밝혔다. 이날 발표된 것은 속보치로, 추후 집계될 잠정치와 다소 차이가 날 수 있다.

전기 대비 실질 GDP 증가율, 즉 경제성장률은 -0.3%다. 이는 금융위기를 겪던 2008년 4분기(-3.3%) 이후 최저다.

금융위기 이후 성장률이 처음으로 뒷걸음질 친 것은 2017년 4분기(-0.2%)였다. 이번 성장률은 이보다 0.1%포인트 낮다.

전년 동기 대비 성장률은 1.8%다. 2009년 3분기(0.9%) 이후 9년 반 만에 최저다. 직전 시기와 비교하든, 지난해 같은 시기와 비교하든 약 10년 만에 가장 나쁜 실적이다.

예상치(0.2~0.3%)를 밑도는 실적에 금융시장은 출렁였다. 오전 10시 10분 코스피지수는 전 거래일 종가보다 9.49포인트 내렸다. 원/달러 환율은 7.5원 올랐다.

수출은 액정표시장치(LCD)가 큰 폭으로 감소한 영향이 컸다. 반도체 수출은 가격 하락에도 물량이 회복됐다. 다만 반도체 부진은 설비투자에도 심각한 악영향을 미쳤다.

건설투자는 주택건설이 부진한 가운데 토목건설도 감소했다. 정부 발주 사회기반시설(SOC) 건설은 집행 절차 때문에 시차를 두고 반영될 것으로 전망됐다.

여기에 지난해 4분기에 정부지출이 집중됐던 효과가 사라지면서 올해 1분기의 전기 대비 성장률이 더 악화했다고 한은은 분석했다.

지난해 4분기 성장률(1.0%) 중 정부의 기여도는 1.2%포인트였다. 정부가 성장을 견인한 것이다. 이 효과가 사라져 올해 1분기 정부 기여도는 -0.7%포인트로 돌아섰다.

다만 같은 기간 민간의 기여도가 -0.3%포인트에서 0.4%포인트로 플러스 전환한 만큼, 민간 부문의 성장 동력이 크게 훼손된 것은 아니라고 한은은 강조했다.

한은 박양수 경제통계국장은 "1분기 성장률이 2008년 4분기 이후 최저이긴 하나, 당사와 비교해 우리 경제에 과도하게 비관적인 생각을 가질 필요는 없다"고 말했다.

또 1분기 마이너스 성장에 따른 반대 방향의 기저효과, 정부의 추가경정예산 집행, 하반기 반도체 경기 회복 등을 고려하면 2분기 성장률은 반등할 것으로 전망했다.

박 국장은 "2분기에 1% 넘게 성장하고, 3분기와 4분기에 0.8%와 0.9%의 성장세를 유지해 (한은이 수정 전망한) 연간 2.5% 성장이 가능할 것"이라고 말했다.

업종별 성장률은 제조업이 2.4%, 전기·가스·수도사업이 7.3%, 건설업이 0.4% 감소했다. 농림어업은 4.7%, 서비스업은 0.9% 증가했다. 제조업 성장률은 10년 만에 최저다.

실질 국내총소득(GDI)은 교역조건 개선으로 전기 대비 0.2% 좋아졌다. 전년 동기 대비로는 0.6% 나 빠졌다.



## 제가 토론할 내용

- 두 논문의 중요성 등에 대한 코멘트
- 금융 이슈에 있어서 거시적 관점과 시장 수급의 문제
- 한국의 통화정책
- 미국의 통화정책 (3 월 FOMC 의사록과 5 월초 FOMC)

2019.4.10(수)

# 현 지 정 보

뉴욕사무소

제 목

2019. 3월 FOMC 회의 의사록 내용

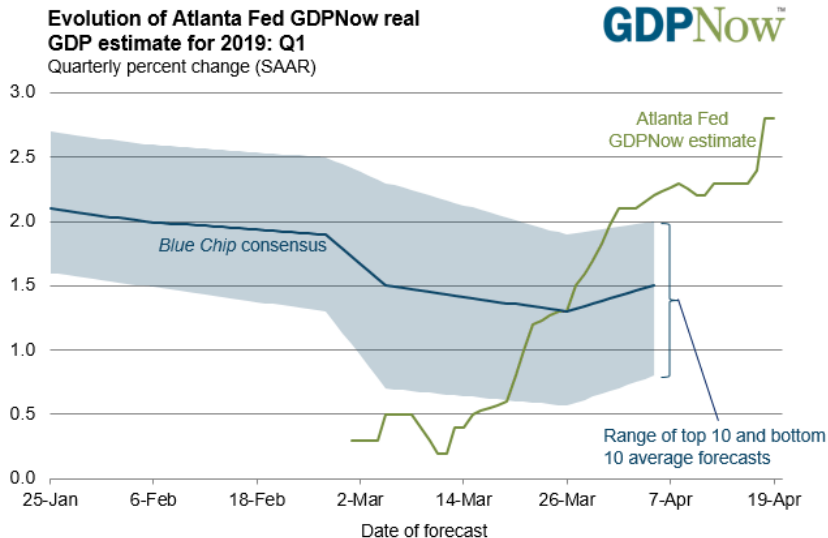
■ **(경제상황)** 최근 일시적으로 성장세가 둔화되었으나, 향후에는 **경제 활동의 꾸준한 확장세, 강한 노동시장 여건, 대칭적 2% 물가목표수준에 근접한 인플레이션**이 이어질 것으로 판단

○ 다만 **글로벌 경제성장세 둔화, 확장적 재정정책 효과 축소** 등으로 전년에 비해 성장률이 다소 낮아질 것으로 예측

■ **(통화정책)** 참석자들은 **정책금리를 동결**하고 글로벌 경제 및 금융 상황과 관련된 불확실성과 낮은 인플레이션 압력 등을 감안하여 향후 통화정책 결정과정에서 **인내심을 가질 필요**가 있다는 데 동의

○ 향후 적정 정책금리 수준에 대한 판단은 새로 입수되는 광범위한 데이터를 바탕으로 이루어질 것임을 강조

The next GDPNow update is **Thursday, April 25**. Please see the "Release Dates" tab below for a list of upcoming releases.



Sources: *Blue Chip Economic Indicators* and *Blue Chip Financial Forecasts*

Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the *Blue Chip* survey.

# 연준, 기준금리 '인하 기준선' 언급 시작...관건은 '물가'

윤영숙 기자 | 승인 2019.04.22 07:43

(서울=연합뉴스) 윤영숙 기자 = 미국 연방준비제도(연준·Fed) 위원들이 기준금리 인하의 '기준선(threshold)'을 언급하기 시작했다고 월스트리트저널(WSJ)이 20일(현지시간) 보도했다.

시장의 연준 금리 인하 기대가 커지는 가운데, 연준 위원들이 금리 인하의 조건을 제시하고 있다는 점은 주목할 부문이다.

**찰스 에번스** 시카고 연방준비은행(연은) 총재는 지난 15일 인플레이션이 한동안 2%를 크게 밑돌 경우 이는 "우리의 통화정책 환경이 실제 제약적(restrictive)이며, 연방기금금리를 아래로 조정할 필요가 있다는 점을 보여주는 것"이라고 언급했다.

물가가 한동안 중앙은행의 목표치를 크게 밑돌 때 금리를 인하할 수 있다는 점을 시사한 것이다.

에번스는 자신은 앞으로 1년간 인플레이션이 오를 것으로 예상한다며 이는 2020년 말과 2021년에 금리 인상을 정당화해줄 것이라고 말했다.

그럼에도 에번스는 근원 인플레이션이 몇 달간 1.5% 근방에 머물 경우 "극도로 긴장할 것"이라며 "그리고 금리 인하를 통해 보험에 드는 것에 대해 분명 생각하게 될 것"이라고 덧붙였다.

에번스가 제시한 금리 인하의 조건은 근원 인플레이션이 몇 달간(several) 1.5% 근방에 머무는 것이다.

**로버트 카플란** 델러스 연은 총재도 이와 유사한 발언을 한 바 있다.

카플란 총재는 인플레이션이 지속해서 1.5% 근방이나 그 이하에서 머물 경우 금리를 정할 때 "확실히 고려해야 할 사항"이라고 말했다.

카플란은 1.5%나 그 이하가 지속할 때 금리를 인하해야 한다고 언급한 것은 아니지만, 금리를 결정할 때 저물가 환경을 반드시 고려해야 한다고 언급해 금리 인하의 기준선을 간접적으로 시사했다.

**리처드 클라리다** 연준 부의장도 이달 초 CNBC와의 인터뷰에서 '경기침체'가 연준이 과거 금리를 인하한 유일한 상황은 아니었다며 일례로 1990년대 "일종의 보험용으로 금리를 인하한 상황"을 거론했다.

클라리다의 발언은 경기침체 상황이 아니더라도 금리를 인하할 가능성을 열어둔 것이다.

WSJ은 클라리다의 발언이 금리 인하의 장벽을 낮춘 것이라고 진단했다.

1994년 2월부터 12개월간 연준은 기준금리를 3.25%에서 6%까지 인상했다. 이후 1995년 7월부터 1996년 1월까지 인플레이션이 기대에 못 미치자 세 차례 회의에서 금리를 인하한 바 있다.

WSJ은 연준의 금리 인하가 임박하거나 오는 4월 30일~5월 1일 연방공개시장위원회(FOMC) 회의에서 위원들이 금리 인하를 고려하는 것은 아니라고 선을 그었다.

그럼에도 당국자들이 금리 인하의 조건들을 공개적으로 발언하는 것은 주목할만하다.

ysyoon@yna.co.kr

(끝)

저작권자 © 연합인포맥스 무단전재 및 재배포 금지



윤영숙 기자

# IIF "연준의 비둘기 전환, 신흥국에 불안 요인"

윤영숙 기자 | 승인 2019.04.19 14:20

(서울=연합뉴스) 윤영숙 기자 = 미국 연방준비제도(연준·Fed)의 통화정책 기조가 통화완화(비둘기)쪽으로 크게 기운 것이 신흥국의 불안 요인이 될 수 있다고 **국제금융협회(IIF)**가 분석했다.

또 경기 부양을 위해 노력하는 유럽중앙은행(ECB)과 일본은행(BOJ)의 행보를 복잡하게 만들 수 있다고 진단했다.

**로빈 브룩스** 국제금융협회(IIF)는 18일(현지시간) 발표한 보고서에서 연준의 뚜렷한 비둘기 전환이 신흥국의 자산 시장을 불안정하게 만드는 요인이 될 수 있다고 말했다.

브룩스는 연준의 변화가 신흥시장에는 "복합적인 축복(blessing)이 될 수 있다"며 우선 연준의 기조가 정치적 압력에 의해 바뀔 것일 수 있는 데다 기존 연준의 정책 틀이 전체적으로 불안해질 수 있다는 또 다른 증거일 수 있기 때문이라고 우려했다.

그는 이 경우 전체적으로 위험 프리미엄이 높아질 수 있다며 위험 프리미엄의 상승은 해외 차입에 의존하는 신흥시장을 더 힘들게 할 수 있다고 경고했다.

그는 오히려 연준의 정책 기조 전환이 신흥시장의 자금 흐름 전망에 하강 위험을 높이는 요인이라고 해석했다.

브룩스는 연준의 정책이 미국 경제를 과열시켜 장기 금리를 밀어 올리고, 변동성을 확대할 경우 대외 차입에 의존하는 신흥국은 해로울 수 있다고 덧붙였다.

그는 또 유로존과 일본의 근원 인플레이션이 이미 미국보다 크게 낮은 상황에서 연준의 기조 전환이 "유럽중앙은행(ECB)과 일본은행(BOJ)의 경기 부양 노력을 복잡하게 만들 수 있다"고 지적했다.

연준의 정책 기조 변화로 시장은 이미 연준이 올해와 내년에 금리를 내릴 수 있다는 점을 가격에 반영하기 시작했다.

이에 따라 리보선물 시장에 반영된 올해 중반부터 2021년 중반까지 연준의 금리 인하 기대가 다른 선진국들을 앞서는 상황이라고 브룩스는 설명했다.

유로존이나 일본의 근원 인플레이션은 미국보다 더 낮은 상황이지만, 추가 완화에 정치적 제약이 많은 이들이 더 완화적으로 나서기도 쉽지 않다는 게 브룩스의 설명이다.

ysyoon@yna.co.kr

(끝)

저작권자 © 연합뉴스 무단 전재 및 재배포 금지



윤영숙 기자

Our work touches every  
American and countless  
global citizens.

