

I. 개 요

1. 일시 : 2011. 05. 03 (화) 11:10~12:30

2. 장소 : KIEP 7층 세미나실

3. 발표자 : Filiz Unsal 박사(IMF)

4. 참석자

박복영 실장 (KIEP 국제거시금융실)

허 인 팀장 (KIEP)

박영준 팀장 (KIEP)

이동은 박사 (KIEP)

안지연 박사 (KIEP)

김진일 교수 (고려대학교)

오승환 전문연구원 (KIEP)

이지선 연구원 (KIEP)

이지은 연구원 (KIEP)

5. 제 목

- "Capital Flows to Asia: Comparison with Previous Experiences and Monetary Policy Options"

II. 주요 발표내용 (상세 내용 별첨 참조)

□ 아시아 신흥국가로의 급격한 자본유입이 과거의 경험과 비교하여 어떠한 상태인가?

- 아시아 신흥국가로의 자본유입의 글로벌 금융위기 이후 회복세를 보이지만, 이전의 최대치 아래수준에 머물고 있음.

- 발표한 연구에서 정의한 대규모 순자본유입은 두 가지 방법으로 정의되었음.

- o 과거치와 비교하여 표준편차가 1이상 크거나, 분포의 75% 이상인 기간을 대규모 순자본 유입으로 정의함.
- o 총 29기간 (이중 글로벌 위기 이전에는 13기간)이 발생하였음.

- 글로벌 금융위기 이후 대규모 유입의 특징은 다음과 같음.

- o 높은 회복속도를 보이는 특징이 있음.
- o 자본유입의 FDI가 줄고, 포트폴리오 투자가 늘어나는 형태로 구성비가 바뀌고 있음.
- o 아시아 증권투자자와 채권투자의 국가간 불균형이 이전기간보다 낮음.
- o 중국과 홍콩 등에서 주택가격이 빠르게 상승하고 있음.

□ 대규모 자본유입이 통화정책의 효율성을 약화시켰는가?

- 아시아의 장기채권 수익률 결정요인을 분석하기 위한 Generalized dynamic factor model과 Structural vector autoregression (SVAR) 이 사용됨.

- Forni et al (2005)에 따른 Generalized dynamic factor model은 관측되지 않는 공통요인을 예측하는 방법임.

- o 공통요인은 글로벌 요인들의 영향을 대표한다고 볼 수 있음.
- o 예측된 공통요인은 글로벌 이자율과의 상관성이 높게 나타남.

- SVAR결과에 따르면 장기채권 수익률 변동의 약 50%는 미국 장기 이자율 증

격과 관련 있음.

- 장기이자율변동이 평균 생산변동성의 5%를 설명하는데 비하여, 단기이자율변동은 25%를 설명함.

- 그러나, 대규모 자본유입기간에는 변이효과가 낮게 나타남.

□ 거시건전성 정책의 역할이 무엇일까?

- 대규모 자본유입기간에는 통화정책이 금융안정성을 유지하기에 불충분함. 따라서 거시건전성 정책의 역할이 요구됨.

- 특히 거시건전성 정책은 특정 시장을 타겟으로 할 수 있음.

- 건시건전성 규제의 역할을 논의하기 위해 open economy model을 수립함.
o 발표 연구에서는 모델에서 외국인부채를 구별하였음.
o 거시건전성 정책과 통화정책의 상호작용을 평가하였음.
o 초기 충격은 투자자의 위험인자가 감소하는 것으로 설정되었음. 따라서 금융조달비용이 낮아져 회사들은 대출과 투자를 늘림.
o 높은 leverage 로 risk premium이 높아지고, 경제는 평균화됨.
o 통화정책과 거시건전성 정책은 충격의 영향을 완화하는데 적지 않은 역할을 함.

- 발표 연구의 모델을 통해 5가지 시나리오를 분석함.
o Talyor rule¹⁾, Talyor rule과 거시건전성 규제, 최적화 Talyor rule과 거시건전성 규제, 외국인 채무에 대한 Talyor rule과 거시건전성 규제, 통화정책 없는 거시건전성 규제
o 거시건전성 규제의 도입은 금융 충격이후 Welfare 손실을 줄임.
o 최적화 통화정책의 경우에도, 거시건전성 규제는 중요한 역할을 수행함.
o 그러나, 적절한 통화정책반응이 없을 시에는, 거시건전성 규제정책을 도입한다 하여도 경제변동성이 높은 경제의 경우 그 효과가 낮음.

1) 발표연구에서는 통화정책을 지정하며, Taylor rule이라하면, 일반적으로 물가상승률 1% 상승당 명목이자율을 1% 이상 올리는 것을 의미함.

III. 주요 논의사항

□ 공통요인이 무엇을 대표한다고 할 수 있는가?

- 각 국가 경제변수에서 공통요인과 idiosyncratic component가 orthogonal하다는 가정 하에 Generalized dynamic factor model을 이용하여 추정하였음.

- 계량분석시 모델의 가정은, 공통요인이 domestic factor로 추출되지 않는 global factor를 대표한다는 것임.

- 분석결과, 공통요인과 미국 이자율(세계 이자율을 대표함) 그리고 글로벌 위험회피(VIX지수로 대표됨)은 높은 상관관계를 가졌음.

□ 분석결과에 따르면, 거시건전성 규제 정책이 신흥국에 도입되어야 한다는 기초로 보임.

- IMF에서는 그간 자본규제에 대하여 부정적 입장이었다는 것은 인정함.

- 그러나, 글로벌 금융위기 이후 IMF주도로 자본이동에 관하여 많은 연구가 수행되어 있고, 본 보고서도 그 일환임.

- 글로벌 금융위기 이후에 변화된 세계 경제와 본 보고서에서 분석한 여러나라의 사례를 보았을 때, 자본규제가 어느 정도는 효과가 있을 수 있음.

□ 외국인 채무가 모델에서 구별되어 분석되는 것으로 이해됨. 그로 인한 장점이 클 것으로 봄.

- 모델 설정에 따르면, household는 국내와 외국 금융시장에 참여할 수 있으며, entrepreneur는 외국통화와 자국내 통화로 자금을 조달할 수 있음.

- 이로 인하여, 규제 premium 이 측정될 수 있음.

□ 장기채권 수익률 자료는 10년만기 국채 수익률을 사용하였는지?

– 자료의 통일성을 위해 모든 대상국가의 10년만기 국채 수익률을 사용하였음.

□ 한국시장의 경우 기준이 3년이므로, 장기채권 수익률은 10년만기는 거의 거래되지 않음. 5년만기가 시장을 반영하기에 적절함.

– 타당한 의견임. 추후 업데이트시 고려하겠음.

□ output gap을 어떻게 추정하였는가?

– 현재 IMF에서는 여러 가지 방법으로 output gap을 추정하고 있으며, 본 연구에서 사용한 방식은 평균치와의 격차임.

□ capital flows자료는 분기별인가?

– BOP기준에 따른 분기별 자료임.