

(1) 국제금융시장의 불확실성 확대가 한국 통화정책에 미치는 영향 및 정책 시사점

■ 연구책임자

김경훈 부연구위원

과제구분	기초 <input type="checkbox"/> 정책 <input checked="" type="checkbox"/>
구분 선정 사유	본 연구에서는 한국을 둘러싼 국제금융시장의 변화를 살펴보고, 통합된 국제금융시장에서 불확실성이 확대될 때 이것이 한국 통화정책에 어떤 영향을 미치는지 그 효과와 한계에 대해 분석함. 경제정책 효과를 제고하기 위해 재정정책, 환율정책 등의 다양한 수단을 활용할 수 있는 여건 형성이 필요하다는 점을 제시하고자 정책연구로 선정함.

■ 관련 정책현안 및 연구의 필요성

국제금융시장과 신흥국의 통화정책

- 금융시장의 통합이 신흥국 경제성장에 기여하는 여러 가지 장점이 존재하지만 동시에 글로벌 경제위기 시, 자본이 급격하게 유출되는 점은 신흥국 경제에 큰 잠재적 위험요인임.
- 국제금융시장에서 불확실성이 높아지면 신흥국 내 자산가격, 레버리지, 신용 성장, 자본 유출입에 영향을 미치고, 이것이 결국은 신흥국의 통화정책을 제약하게 됨.

국제금융시장 변동성 확대와 한국 통화정책의 한계

- 개별 거시경제정책 수단에 대한 논의는 많이 있지만, 통합된 금융시장하에서 불확실성의 증가가 한국의 통화정책에 어떤 영향을 미치는지에 대한 연구는 상대적으로 미흡함.
- 세계경제에서 한국은 신흥국과 선진국 사이의 애매한 포지션에 위치

해 있는데, 이러한 한국경제의 개별성 및 특수성을 반영, 신흥국에 대한 일반 담론을 넘어서 한국을 둘러싼 금융시장의 환경변화를 이해하고 '한국의 통화정책'을 연구하고자 하는 것이 본 연구의 목적임.

□ 경제정책 효과·한계 분석과 활용

- 통화정책의 효과와 그 한계에 대한 이해는 결국 한국이 가지고 있는 다른 경제정책 수단의 활용을 극대화하는 전략수립의 중요성으로 이어지므로 재정정책과 환율정책, 거시건전성정책 등의 경제정책수단도 점검함.

□ 연구의 의의 및 필요성

- 글로벌 금융위기 이후 미국의 양적완화가 한국을 비롯한 많은 신흥국의 장기금리를 떨어뜨려 경기회복을 가속화 시켰으나, 향후 금리인상이 예상되는바 미국 통화정책 정상화가 잠재적으로 한국과 신흥국의 경기회복 및 성장을 저해할 수 있는 요인이 될 수 있음.
- 미국 양적완화로 신흥국에 유입된 달러 신용이 자산가격에 버블을 형성했으나 국제금융시장의 불확실성이 높아지면 언제든지 유입된 큰 규모의 자금이 한꺼번에 유출될 가능성이 있고, 선진국 통화정책이 신흥국의 통화정책을 크게 제약할 수 있는 국제금융환경으로 조성되어 있는 상황임.
- 본 연구를 통해서 주장하고자 하는 바는 한국을 비롯한 신흥국의 활용가능한 정책수단이 많지 않은 가운데, 그마저 활용 가능한 몇 가지 정책수단에 대해서는 그 활용을 제약해서는 안된다는 논리임(대표적으로 환율정책).
- 세계경제에서 신흥국이 차지하는 비중이 높아진 상황에서 신흥국의 경기침체가 미국 경기회복에 역으로 영향을 줄 수 있기 때문임(이른바 spillback effect).

- 위와 같은 논리로 국제협력, 정책공조의 필요성을 언급하면서 기존의 global safety net 및 regional safety net을 공고히 하고, 통화스와프 확대 필요성의 논리를 이끌어낼 수 있음.
- 본 연구를 통해 통화정책의 한계만을 부각시키고자 하는 것이 아니라 통화정책의 과도한 의존을 경계하고, 한국이 가지고 있는 다른 경제정책 수단의 적극적인 활용을 통해 경기회복 및 구조조정을 효과적으로 달성하며, 중·장기적으로 경제성장을 가속화하는 토대를 마련하고자 하는 것임.
- 그리고 미국을 비롯한 국제기구의 정책권고안이 신흥국의 현실을 반영하지 못하는 원론적인 이야기가 대부분이며, 이러한 정책권고는 오히려 신흥국의 정책운용공간을 위축시킬 위험성이 있는바, 본 연구를 통해 한국과 많은 신흥국에 최대한의 정책수단을 확보할 수 있는 논리적 근거를 제공하고자 함.

■ 연구목적

- 국제금융시장에서 불확실성 확대가 한국의 통화정책에 어떤 영향을 끼치는지를 살펴보고, 이에 대한 이해를 바탕으로 재정정책과 환율정책 등 다른 거시경제정책 수단을 어떻게 활용해야 하는지에 대한 정책적 시사점을 도출함.

■ 선행연구 현황 및 선행연구와 본연구의 차별성

구분	선행연구와의 차별성			
	연구목적	연구방법	주요연구내용	
주요선행연구	1	- 과제명: Dilemma not Trilemma: The global Financial Cycle and Monetary Policy Independence - 연구자(연도): Rey (2015) - 국제금융시장에서 자본의 유입 및 유출에 대한 동조성 관련 연구	- 계량 실증분석	- VIX로 측정되는 Global Financial Cycle이 개발도상국 채권, 주식 시장 국제자금의 흐름을 결정하는 가장 중요한 변수임. Global Financial Cycle은 금융중심지의 통화정책에 영향을 받음. - 따라서 개발도상국의 통화정책 독립성이 매우 제한됨.
	2	- 과제명: Surprising	- 계량 실증분석	- 개발도상국의 경우,

■ 선행연구 현황 및 선행연구와 본연구의 차별성

구 분	선행연구와의 차별성		
	연구목적	연구방법	주요연구내용
	similarities: Recent monetary regimes of small economies - 연구자(연도): Rose (2014) - 지난 글로벌 금융위기, 신흥국의 통화정책을 Trilemma 혹은 Dilemma의 관점에서 접근		환율체제와는 무관하게 미국발 금융위기가 실물경제에 충격을 가져옴.
3	- 과제명: Living with the trilemma constraint: Relative trilemma policy divergence, crises, and output losses for developing countries - 연구자(연도): Aizenman and Ito (2014) - Trilemma 관련 지표 제공	- 계량 실증분석	- 통화정책 독립성에 대한 연구. Trilemma의 구성요소에 대한 인덱스 제공
4	- 과제명: Exchange Rate Flexibility, Financial Market Openness and Economic Growth - 연구자(연도): 이일형, 김경훈, 강은정(2016) - 환율변동성과 신흥국 경제성장 관련 연구	- 계량 실증분석	- 금융시장 개방도가 낮은 신흥국의 경우, 높은 환율변동성은 장기 경제성장을 저해한다는 연구결과
5	- 과제명: International Transmission of U.S. Monetary Policy Surprises - 연구자(연도): 김경훈(2016) - 미국 통화정책 충격의 international linkage를 통해 국가간 경기변동에 어떤 영향을 주는지에 대한 연구	- 계량 실증분석	- 채권시장과 주식시장을 통한 international transmission이 글로벌 금융위기 전후로 다른 양상을 보임.

■ 주요 연구내용

- 통합된 국제금융시장에서 미국 통화정책이 신흥국 거시변수에 미치는 영향
- 주요국 금융시장 및 주변 신흥국 금융시장 개방도 파악
- 국제금융시장의 불확실성에 대한 변수로 VIX 지수(S&P 500지수옵션

<p>본 연구</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 과제명: 국제금융시장의 불확실성 확대가 한국 통화정책에 미치는 영향 및 시사점 - 한국 통화정책의 한계 및 활용방안 	<ul style="list-style-type: none"> - 계량 실증분석 	<ul style="list-style-type: none"> - 기존 연구에서는 신흥국 통화정책의 제약에 대한 연구가 주를 이룬 반면, 본 연구에서는 신흥국과 선진국의 경계에 위치한 한국 통화정책의 제약 및 한계, 그리고 활용방안에 대한 연구임. - 통화정책과 다른 경제정책 수단과의 관련성을 살펴보고 정책효과 극대화 방안에 대해서 살펴봄.
--------------------	---	---	---

변동성)를 활용, 국제금융시장 불확실성 확대가 신흥국 거시변수에 미치는 영향을 살펴봄.

한국 통화정책에 미치는 요인

- 주변 선진국 및 한국을 비롯한 신흥국 금융시장 특성 비교하고 한국 금융시장 시계열 변수 특성을 파악
- 금융중심지, 미국, EU, 일본의 통화정책과 한국 통화정책 관련성 이해

한국 통화정책의 효과 및 활용

- 신흥국의 금융시장이 개방되면서 글로벌 변수의 효과로 인해 국내 거시경제정책 수단 효과가 상당히 감소된 상황
- 한국 거시경제정책, 특히 통화정책의 효과와 여력, 제로금리 등에 대해 살펴보고, 활용을 극대화하기 위한 수단을 강구

정책적 시사점

- 위 실증분석 결과를 토대로 통화정책 효과·한계를 이해하고, 확보한 경제정책 패키지의 활용전략 및 그 효과를 극대화할 수 있는 방안을 고민
- 통화정책과 다른 수단, 특히 재정정책과의 관련성을 파악하고 정책

적 시사점을 도출

목차 (잠정)

제1장. 서론

1절. 연구배경

2절. 관련문헌

제2장. 금융시장의 개방과 신흥국 경제정책

1절. 선진국 및 신흥국의 금융시장 개방 현황 파악

2절. 선진국 통화정책이 신흥국 통화정책에 미치는 영향

제3장. 한국 통화정책의 효과 및 한계

1절. 미국의 통화정책이 한국 통화정책에 미치는 영향

2절. 주요 선진국 통화정책과 한국 통화정책의 제약

제4장. 경제정책수단 활용방안

1절. 환율체제 및 통화정책 독립성과 재정정책의 효과

2절. 한국 경제정책 수단 점검 및 활용방안

제5장. 결론

연구추진방법

패널자료 계량실증분석

- 한국을 비롯한 여러 국가를 포함한 패널자료를 활용하여, 국제금융 환경 변화로 인한 통화정책 효과가 어떻게 달라졌는지를 살펴봄.

세부 추진일정 (잠정)

○ 연구계획심의회: 2017년 1월

○ 연구중간심의회: 2017년 4월

○ 연구결과심의회: 2017년 6월

- 전문가 초청 간담회: 4월, 6월 2차례 간담회 추진 예정

■ 관련부처 및 국정과제 관련성

정책수요처(정부, 기관 등)

○ 기획재정부, 산업통상자원부

국정과제 관련성

국정 기초	추진전략		국정과제	
	코드	명	코드	명
1	3	민생경제	35	대외 위험요인에 대한 경제의 안전판 강화

■ 기대효과

예상되는 정책적 기여도

○ 변화하는 국제금융시장 환경으로 인한 한국 경제정책의 한계를 이해하고, 정책적 효과를 극대화하기 위한 활용방안을 고민

예상되는 학술적 기여도

○ 금융시장의 통합과 한국과 신흥국 경제정책 효과와의 관련성을 살펴본다는 측면에서 학술적 기여도가 있음.

■ 연구기간

연구년차	(1/1년차)	연구기간	6 개월	시작일	2017.01.01.	종료일	2017.06.30.
------	---------	------	------	-----	-------------	-----	-------------

■ 연구예산(천원)

구분	내용	금액
합계		63,000
1. 사업인건비	◦ 해당사항 없음	-
2. 공공요금	◦ 우편요금(DM 발송비 포함) 300×6월=1,800 ◦ 통신요금 50×6월=300	2,100
3. 수용비	◦ 소모품 등 구입비 - 전산소모품, 사무용품 및 회의용품비 등 250×6월=1,500 ◦ 인쇄 및 출판비 - 보고서 인쇄비 6×500부=3,000 - 자료 복사비 200×6월=1,200 ◦ 간행물구입비 100×6월=600 ◦ 기타 수용비 - 운송료, 신문구독료, 주차료 등 (200×6월)+250=1,450	7,750
4. 연구기자재 및 임차료	◦ 시설임차료 - 회의장임차(국외 학술회의) 1,000×1회=1,000 - 회의장임차(국내 학술회의) 1,000×1회=1,000 ◦ 장비임차료 - 전산장비(업무용 PC 및 복합기) 리스 150×6월=900 - 회의장비임차(국외 학술회의) 500×1회=500 - 회의장비임차(국내 학술회의) 500×1회=500	3,900
5. 여비	◦ 국내여비 (100×2인)×5회=1,000 ◦ 국외여비 - 미국(워싱턴) ▪ 항공료(Economy) (3,021×2인)×1회=6,040 ▪ 숙박비(가급지, 2호 가목) [(\$176×4박×2인)×1회]×1.15=1,620 ▪ 일·식비(가급지, 2호 가목) [(\$111×6일×2인)×1회]×1.15=1,530 ▪ 준비금(여행자보험료 등) (70×2인)×1회=140 - 싱가포르(싱가포르) ▪ 항공료(Economy) (848×2인)×1회=1,700 ▪ 숙박비(가급지, 2호 가목) [(\$176×3박×2인)×1회]×1.15=1,210 ▪ 일·식비(가급지, 2호 가목) [(\$111×4일×2인)×1회]×1.15=1,020 ▪ 준비금(여행자보험료 등) (50×2인)×1회=100 ◦ 초청비 - 국외인사 초청(국내 학술회의): 미국 기준 ▪ 항공료(Economy) (3,021×1인)×1회=3,020 ▪ 숙박비 (300×2박×1인)×1회=600 ▪ 식비 (90×3일×1인)×1회=270 - 지방참석자 교통비(연구심의회 관련) (50×3인)×3회=450 ◦ 시내출장 50×6월=300	19,000
6. 연구정보활동비	◦ 연구자료구입비 - 문헌자료구입비 1,000×6월=6,000 ◦ 특근매식비 (6×25회)×6월=900	6,900
7. 전문가활용비	◦ 회의참석 사례비 - 기초연설비(국내·외 학술회의) (400×1인)×2회=800	12,950

■ 연구예산(천원)

구분	내용	금액
	<ul style="list-style-type: none"> - 사회비(국내·외 학술회의) (300×1인)×2회=600 - 발표비(국내·외 학술회의) (500×3인)×2회=3,000 - 토론비(국내·외 학술회의) (200×9인)×2회=3,600 - 발표비(전문가초청간담회) (300×1인)×2회=600 - 토론비(전문가초청간담회) (100×3인)×2회=600 ○ 연구 및 회의 관련 <ul style="list-style-type: none"> - 심의비(연구심의회) (250×3인)×3회=2,250 ○ 기타 <ul style="list-style-type: none"> - 교정료 500×1회=500 - 검독료 (200×5인)×1회=1,000 	
8. 회의비	<ul style="list-style-type: none"> ○ 회의비 <ul style="list-style-type: none"> - 간담회의비 (30×5인)×3회]×6월=2,700 - 연구심의회비 (30×10인)×3회=900 ○ 학술회의비 <ul style="list-style-type: none"> - 학술회의비(국외 학술회의) (70×50인)×1회=3,500 - 학술회의비(국내 학술회의) (70×30인)×1회=2,100 - 전문가초청간담회의비 (30×20인)×2회=1,200 	10,400
9. 외부용역비 및 부담금	○ 해당사항 없음	-