

미국 금리변화가 주변국 금융안정에 미치는 영향

진가·김종혁

충남대학교 무역학과

2021년 5월 28일

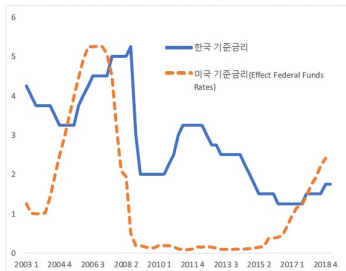
- 2008년 글로벌 금융위기 이후 통화정책당국이 직면한 새로운 상충관계
 - 기존의 물가안정-경기안정 목표에 금융안정 목표가 새롭게 추가
 - 금융불안정이 실물경제로 전이되는 위기를 방지하기 위해 거시건전성 정책의 중요성 증대
- 미국과 주요국 통화정책 간 동조화 현상 심화
 - 긴축발작(taper tantrum) 등 미 금리정책 변화 충격으로 인한 자국경제 불안정성 심화현상을 막기 위해 대외부문을 고려한 통화정책 대응노력
 - 그 결과 시장금리 뿐 아니라 기준금리 간에도 일정 수준 이상의 동조화 현상이 공통적으로 발견됨

- 미 기준금리 변화에 따른 주변국과의 금리동조화 정도에 따라 주변국 금융안정성이 어떠한 영향을 받는지 실증분석함
 - 국제금융의 삼중고(trilemma)가 미 금리의 영향력 확대에 의해 새롭게 인식되어야 할 필요성
 - 자본의 국제적 이동 및 변동환율제 채택에도 불구하고 국내 경제상황에 추가하여 미 금리변동성을 함께 고려하는 통화정책 수립 과정이 발생
 - BIS(Bank for International Settlement)에 가입된 27개국을 대상으로 자국-미국 간 금리차가 자국 금융안정 지표에 미치는 영향을 패널자료를 이용하여 회귀분석 실시

금리동조화 현상 추이

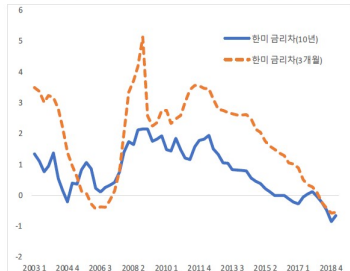
한국의 예

〈그림 1〉 한·미 기준금리 변화추이(단위: %)



출처: 한국은행(ECOS), 미 세인트루이스 연준(Fred)

〈그림 2〉 한·미 시장금리 차이 변화추이(단위: %p)



출처: 한국은행(ECOS), 미 세인트루이스 연준(Fred)

- Rey(2018)
 - 2002년 이후 자료를 사용하여 미국의 통화정책이 다국적 대형은행의 의사결정 과정에 영향을 미쳐 국가 간 유사한 금융순환주기가 발생, 일국의 통화정책이 미국의 통화정책에 연동되는 연결고리를 발생시킨다고 지적
- 김종혁(2020)
 - 한국의 자료를 사용하여 한-미 기준금리 및 시장금리 동조화 현상을 확인하고, 한-미 금리차가 신용-GDP 갭 및 대외부채-외환보유고 갭 지표에 미치는 영향을 실증분석

- Pooled OLS 패널 회귀분석 모형
 - 모형 검정 결과 발견된 이분산과 자기상관 문제를 해결하기 위해 Driscoll and Kraay(1998) 등의 결과를 바탕으로 Pooled OLS 모형 선택

$$\begin{aligned} FinStability_{i,t} = & \beta_1 + \beta_2 IntDiff_{i,t} + \beta_3 FX_{i,t} + \beta_4 HousePrice_{i,t} \\ & + \beta_5 StockPrice_{i,t} + \beta_6 Inflation_{i,t} + \gamma_i + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (1)$$

- $FinStability_{i,t}$: i 국의 t 분기 총신용-GDP 갭(gap)
- $IntDiff_{i,t}$: i 국과 미국 기준금리 차(프리미엄)
- γ_i : 국가 고정효과(fixed effect)

- BIS 회원 가입국 중 27개국의 1990년~2019년 분기별 자료 수집
 - 브라질과 홍콩은 제외
 - 브라질은 조사기간 중 겪었던 초인플레이션(hyper-inflation) 현상으로 인해, 홍콩은 중국 귀속 후 중국과의 긴밀한 관계로 인해 제외
 - 유로존(Eurozone)은 ECB에 의해 동일한 기준금리를 사용하므로 한 개의 국가로 가정
 - 총 19개 유로존 가입국에 대해 총신용-GDP 갭, 환율, 자산가격 상승률 등 동일한 변수 적용
 - 총신용-GDP 갭은 BIS에서 발표하는 공식자료를 사용하였으며, 추세를 제거하기 위해 사용한 $\lambda = 400,000$
 - 자료의 출처는 BIS, OECD, IMF 등 국제기구 통계사이트

분석대상 국가

아시아	유럽	아메리카	아프리카
오스트레일리아	스위스	아르헨티나	남아프리카
중국	체코	캐나다	
인도네시아	덴마크	칠레	
인도	영국	멕시코	
일본	헝가리		
한국	이스라엘		
말레이시아	아이슬란드		
뉴질랜드	노르웨이		
사우디아라비아	폴란드		
태국	러시아		
	스웨덴		
	터키		
	유로존		
10개	12개	4개	1개

실증분석 결과

Variable	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Constant	-13.545***	-12.195***	-15.372***	-14.072***
		(3.378)		(3.576)
<i>IntDiff</i> (Nominal)	1.772***			
	(0.245)			
<i>IntDiff</i> (Nominal, 1Q Lag)		1.541***		
		(0.267)		
<i>IntDiff</i> (Real)			1.869***	
			(0.267)	
<i>IntDiff</i> (Real, 1Q Lag)				1.639***
				(0.281)
<i>FX</i> (log)	8.221***	7.562***	7.716***	7.168***
	(2.230)	(2.397)	(2.207)	(2.375)
<i>HousePrice</i>	0.143***	0.139**	0.208***	0.203***
	(0.067)	(0.069)	(0.064)	(0.061)
<i>StockPrice</i> (log)	1.650	1.406	2.298***	2.012
	(1.153)	(1.179)	(1.221)	(1.240)
<i>Inflation</i>	-5.084	-5.931		
	(6.637)	(6.834)		

N

1,164

1,158

1,191

1,185

R²(Within)

0.1526

0.1202

0.1500

0.1212

실증분석 결과(계속)

- 양국간 금리차 확대는 국내 금융불안정성을 증대시키는 것으로 나타남
 - 종속변수인 총신용-GDP 갭 변수는 실물경기에 비해 과도한 신용의 확대를 포착하는 지표이므로, 이 변수의 증가는 금융부문 불안정성이 심화되는 것으로 해석 가능
 - i 국의 기준금리에서 미국의 기준금리를 뺀 금리차가 확대될수록 총신용-GDP 갭이 증가하는 것으로 나타남
 - 이는 양국 간 기준금리(통화정책) 간 동조화가 약해질수록 외국인 자본 유출입 변동성 확대 등의 요인으로 i 국의 금융안정성이 일정 부분 훼손될 수 있음을 의미
 - 명목금리, 실질금리, 1분기 시차 등 주요 독립변수를 바꾸어 실시해도 동일한 결과 도출

- 위 실증분석 결과는 통화정책 당국이 국내 금융안정과 물가안정 간 상충관계에 직면할 경우 발생하는 정책적 딜레마를 포착
 - 대외부문(미 통화정책)을 고려하여 금리를 동조화할 경우 금융안정을 달성할 수 있지만 국내 경제상황을 충분히 반영하지 못해 통화정책의 독립성이 취약해질 가능성
 - 국내 물가안정 및 실물경기 안정에 집중할 경우 대외부문 충격을 충분히 고려하지 못하여 금융불안정이 심화될 가능성
- 향후 모형을 보완하여 금리, 환율 및 물가증감률 등 통화정책 시 고려해야 하는 변수 간 관계를 보다 정밀하게 분석할 필요
 - 금융안정에 관여하는 다양한 정책을 반영하여 LTV·DTI 등 거시건전성 정책도 변수로 고려