

국민경제자문회의-한국금융학회 공동포럼

대내외 금리차가 환율과 실물경제에 미치는 영향

발표: 강삼모 교수님, 박성욱 박사님

토론: 허 준 영 (서강대학교 경제학부)

2022년 11월 15일

토론 요약

- 한·미 금리차 변화가 우리 경제에 미치는 영향은 시간에 따라 어떻게 달라져 왔는가?
 - 시변모수 벡터자기회귀(time-varying coefficient vector autoregressive, TVC-VAR) 모델을 설정하고, 한·미 금리차 확대 충격에 대한 충격반응함수가 시점에 따라 어떻게 변화해 왔는지 시산
- 이를 위해 5변수 VAR 모델을 설정
 - 금리차와 함께 국제금융시장 변동성의 주요인인 미국의 VIX 지수 및 국내 경제정책 불확실성(economic policy uncertainty, EPU), 그리고 환율변동을 포함
 - 이러한 변수와 함께 실물경제 및 국제금융시장 반응 변수인 산업생산(IP)과 비거주자의 대내투자(capital inflow) 시계열을 포함한 5변수 VAR 모델을 설정

토론 요약

- 모형의 변수

- [1] VIX: global risk factor

- [2] EPU: domestic risk factor

- [3] 금리차(interest rate differential, IRD): 한국 통안채 1년물 금리 - 미국 국채 1년물 금리

- [4] 환율변동(exchange rate adjustment, ERA): 원/달러 명목환율 - 1년후 원/달러 명목환율 예측치 (source: Consensus Economics, forecasts of major global financial institutions)

- [5] 실물경제 모형: 산업생산

- [5] 금융시장 모형: 비거주자의 대내투자, 전체 및 세부 항목별로 분석

- Total

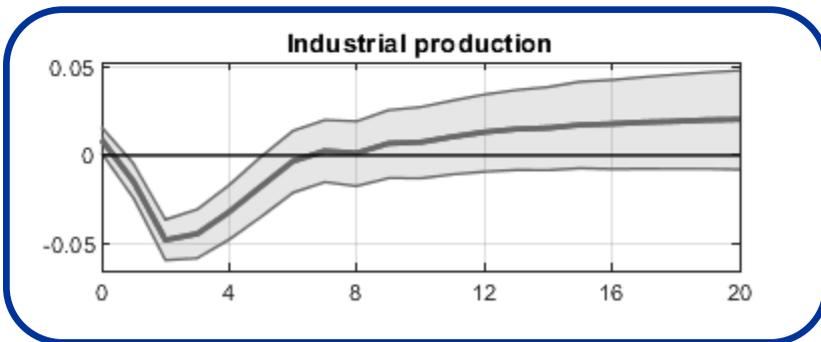
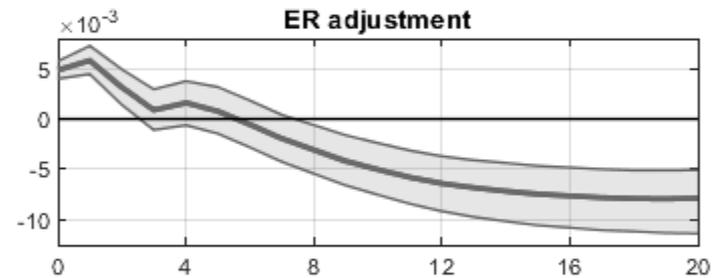
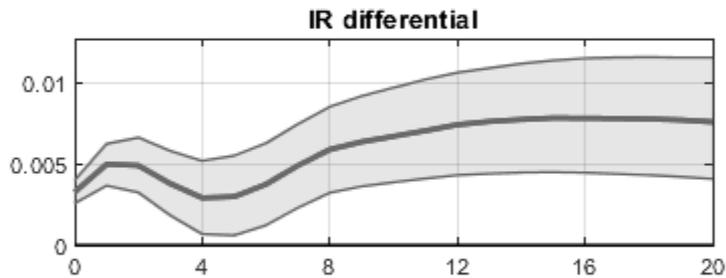
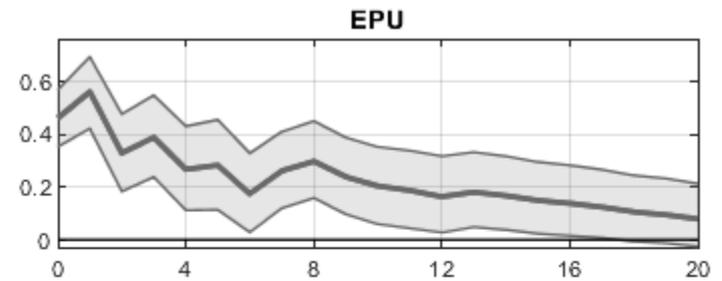
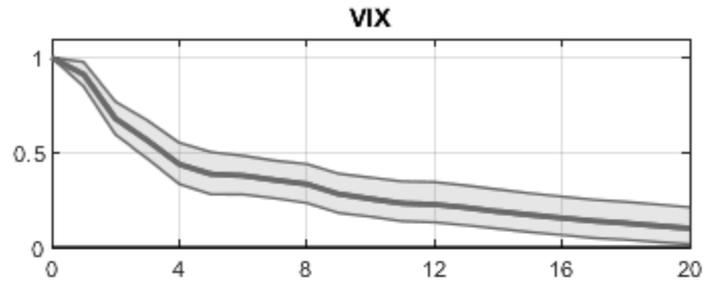
- Portfolio(Equity + Debt)

- Loans

- 샘플 및 추정: 1998:m12-2022:m4(월별데이터) / Bayesian inference

- 구조적 VAR 모형 식별: Cholesky ordering

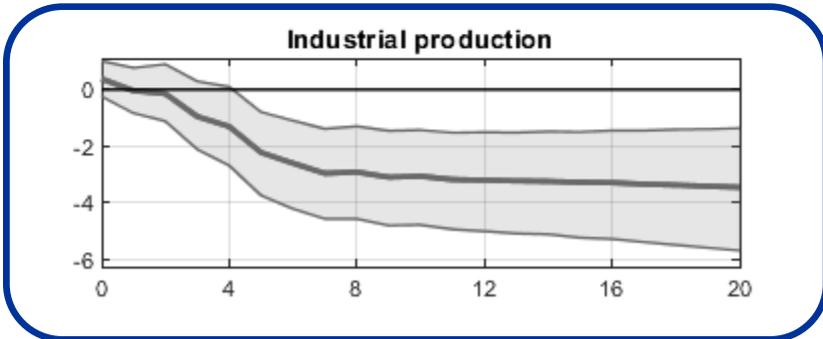
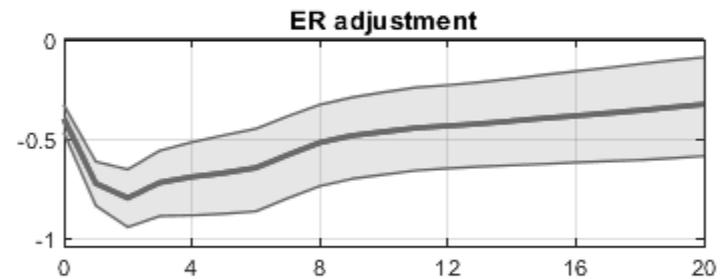
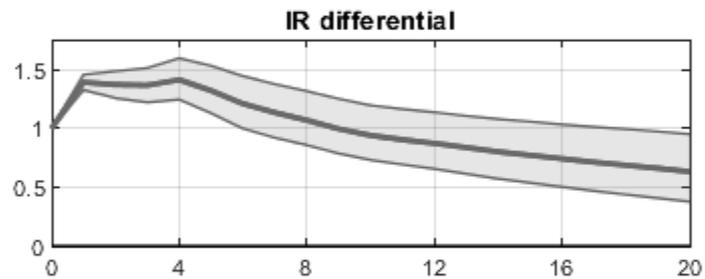
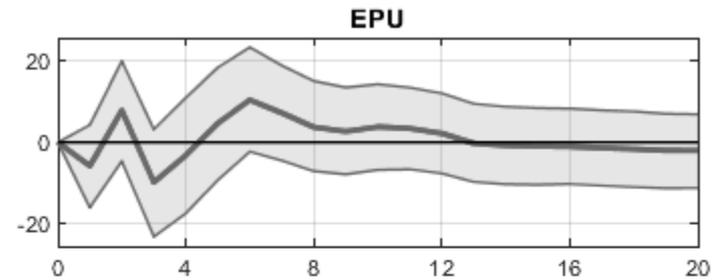
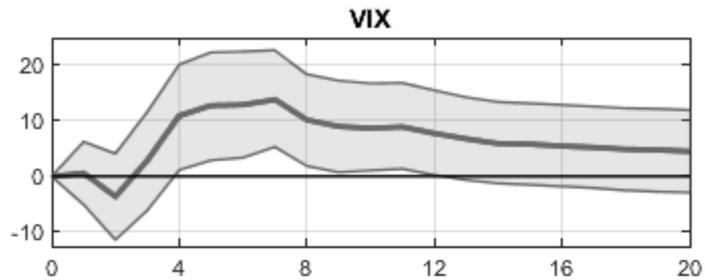
Fixed-coefficient VAR, VIX Shock



굵은 실선: Median 추정치

얇은 실선: [16%, 68%] 추정치

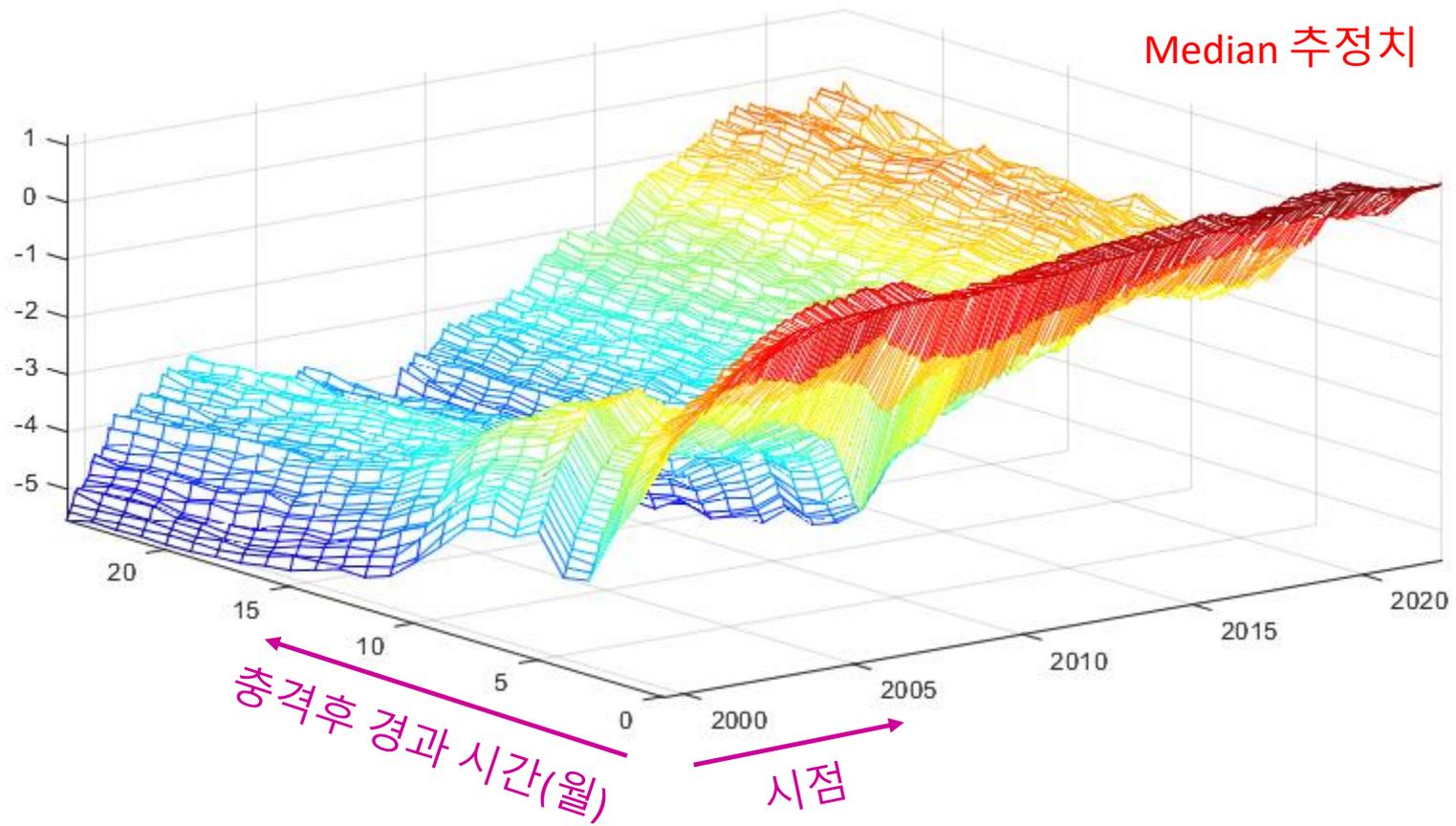
Fixed-coefficient VAR, IRD Shock



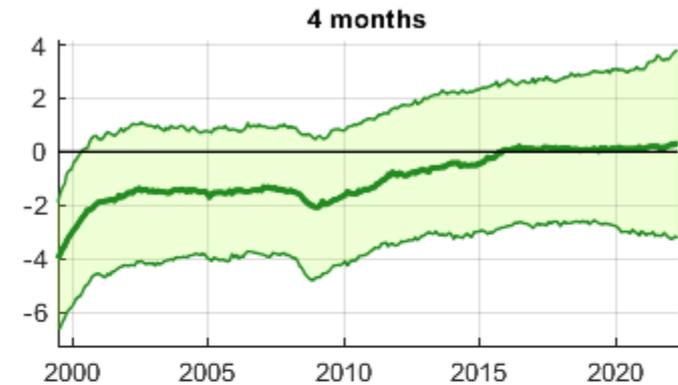
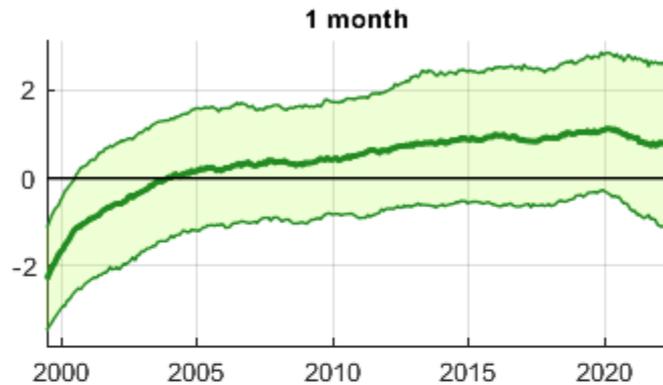
굵은 실선: Median 추정치

얇은 실선: [16%, 68%] 추정치

TVC-VAR, IRD Shock에 대한 IP의 반응



TVC-VAR, IRD Shock에 대한 IP의 반응

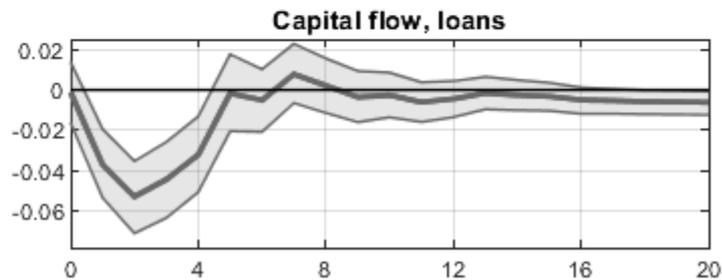
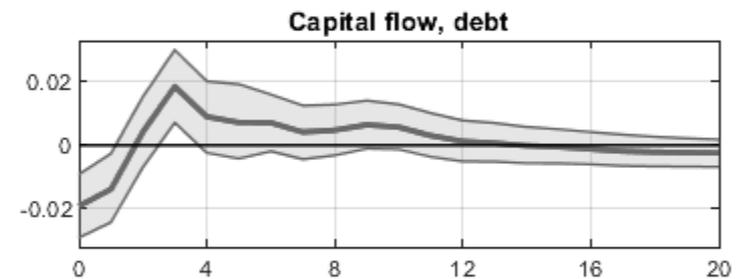
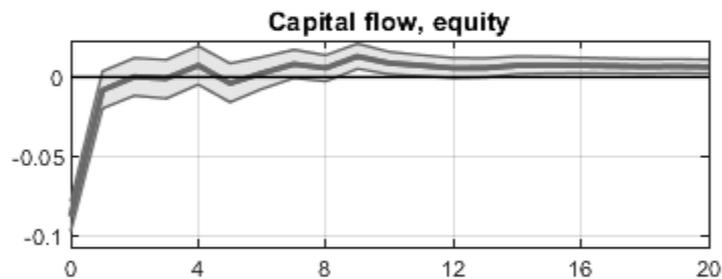
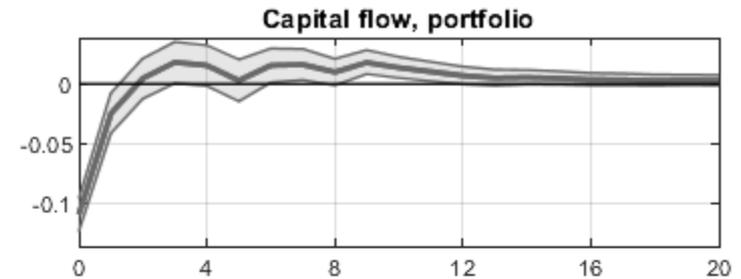
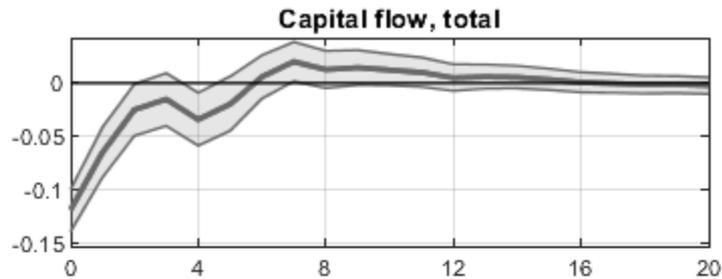


굵은 실선: Median 추정치; 얇은 실선: [16%, 68%] 추정치

TVC-VAR, IRD Shock에 대한 IP의 반응

- 이자율 격차 확대 충격에 대한 IP의 시변 충격반응은 다음과 같은 패턴
 - 충격 4개월 이후 반응은 중간값 기준 대부분의 시점에 대해 음(-)을 나타냄
 - 한·미 이자율 격차 확대 충격은 전반적으로 산업생산을 감소시키는 경기수축적 충격
 - 충격 8개월 이후 반응의 시변 패턴을 보면 이와 같은 경기수축적 패턴은 2008-9년 글로벌 금융위기(GFC)까지 강화되다가, 이후 지속적으로 약화되는 추세
 - 최근 기간에 대해서는 충격반응이 대체적으로 유의하지 않은 것으로 도출
- 최근 한국에 비해 상대적으로 빠른 미국의 금리상승 상황에 위의 결과를 적용해 보면, 미국에 비해 완화적인 우리나라 통화정책의 경기 부양 효과는 과거에 비해 제한적일 가능성

Fixed-coefficient VAR, VIX Shock

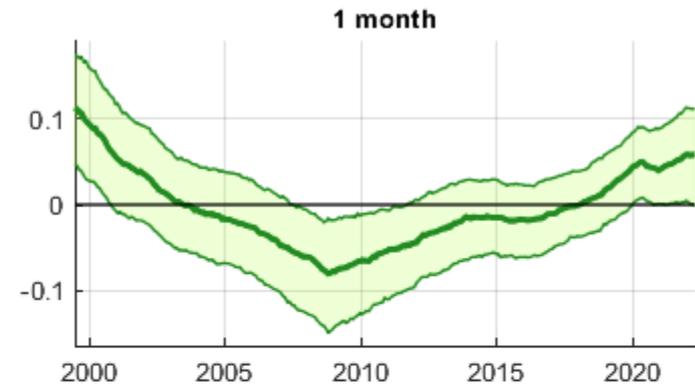
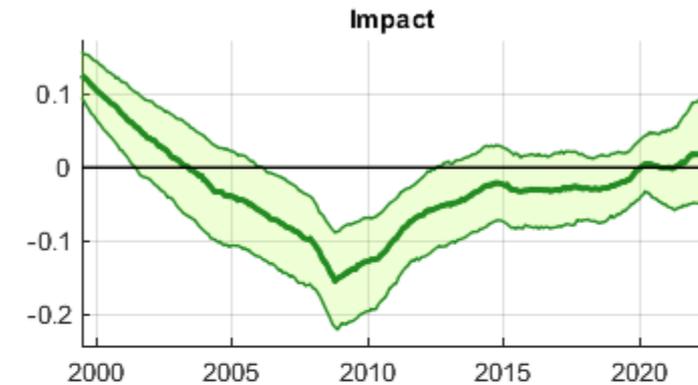


(+ / -): Capital inflows / outflows

굵은 실선: Median 추정치

얇은 실선: [16%, 68%] 추정치

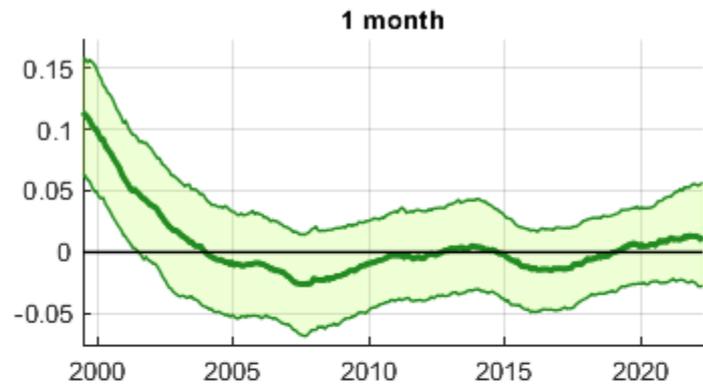
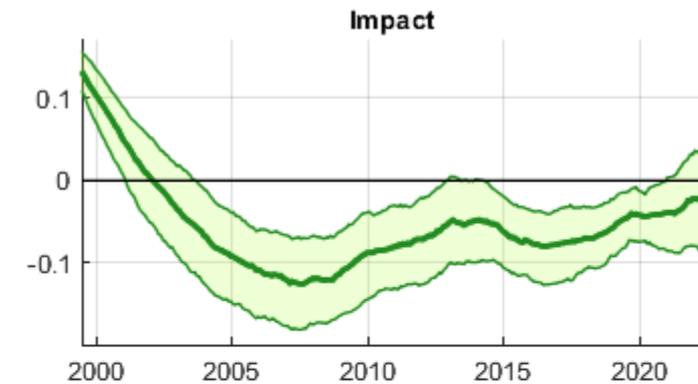
TVC-VAR, VIX Shock에 대한 Total Capital Flow의 반응



(+ / -): Capital inflows / outflows

굵은 실선: Median 추정치; 얇은 실선: [16%, 68%] 추정치

TVC-VAR, VIX Shock에 대한 Portfolio Capital Flow의 반응



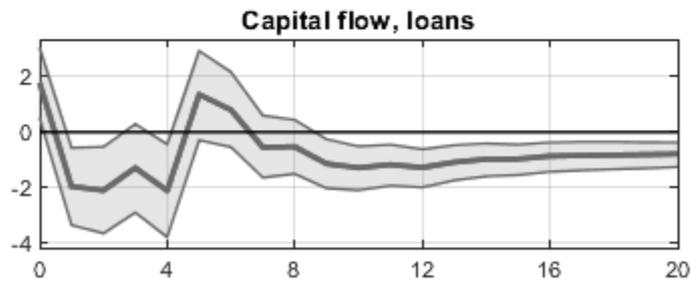
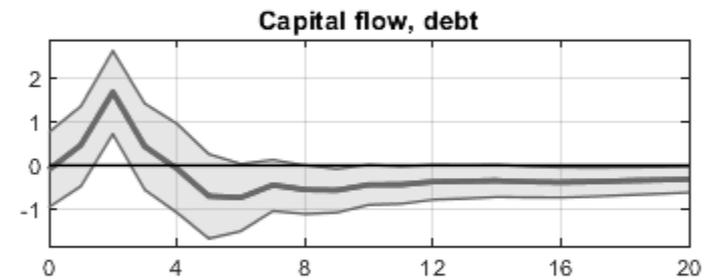
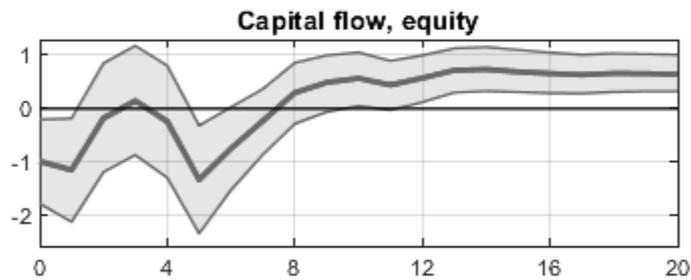
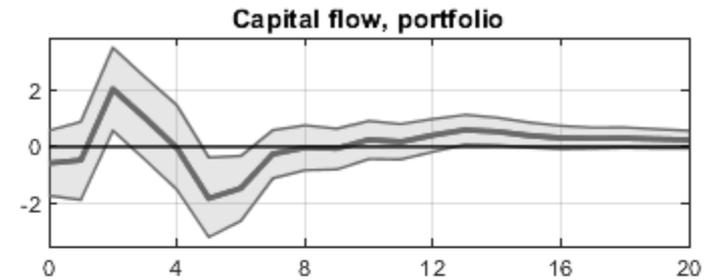
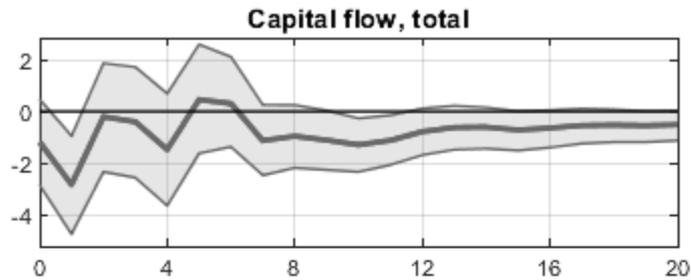
(+ / -): Capital inflows / outflows

굵은 실선: Median 추정치; 얇은 실선: [16%, 68%] 추정치

TVC-VAR, VIX Shock에 대한 Capital Flow의 반응

- VIX 상승 충격에 대한 비거주자의 대내투자 시변 충격반응은 다음과 같은 패턴
 - 해당 충격에 대해 단기 total 및 portfolio capital outflow는 2000년대 기간 동안 점점 강화되다가, GFC를 기점으로 이후 최근 기간까지 다시 약화되는 추세

Fixed-coefficient VAR, IRD Shock

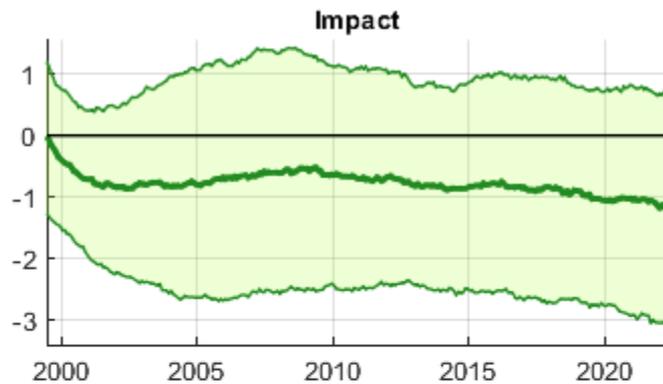


(+ / -): Capital inflows / outflows

굵은 실선: Median 추정치

얇은 실선: [16%, 68%] 추정치

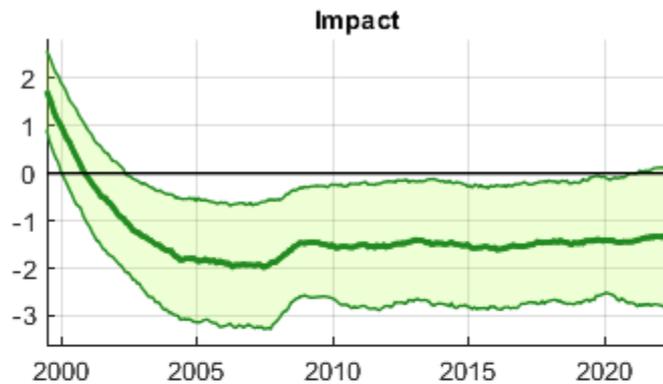
TVC-VAR, IRD Shock에 대한 Portfolio Capital Flow의 반응



(+ / -): Capital inflows / outflows

굵은 실선: Median 추정치; 얇은 실선: [16%, 68%] 추정치

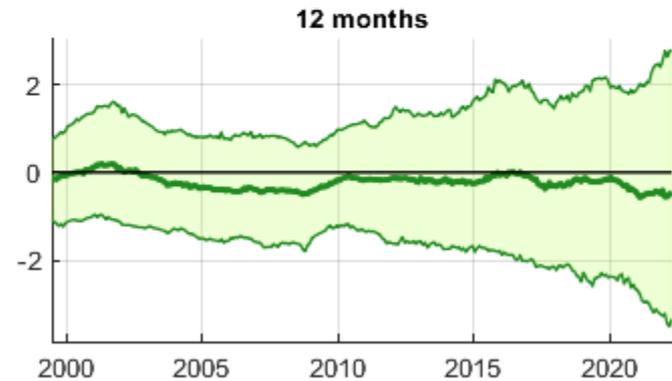
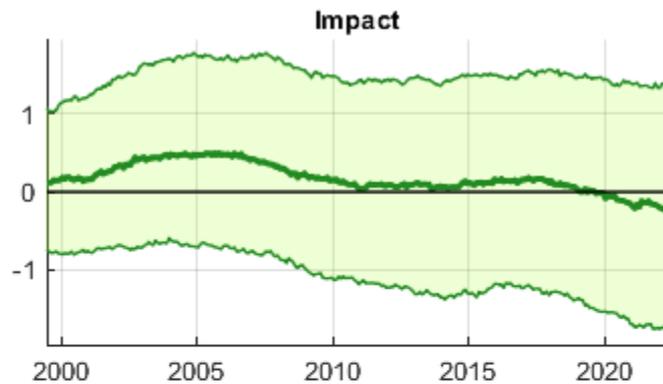
TVC-VAR, IRD Shock에 대한 Equity Capital Flow의 반응



(+ / -): Capital inflows / outflows

굵은 실선: Median 추정치; 얇은 실선: [16%, 68%] 추정치

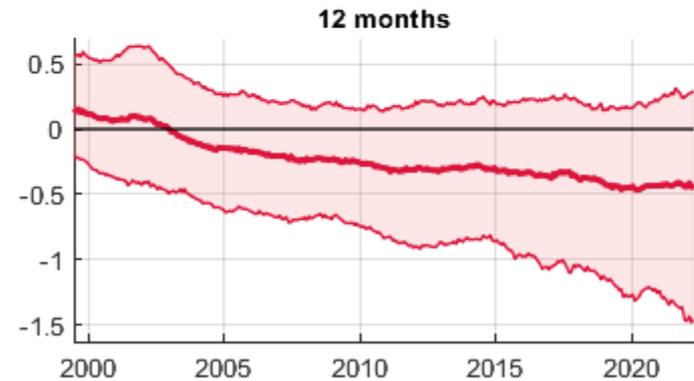
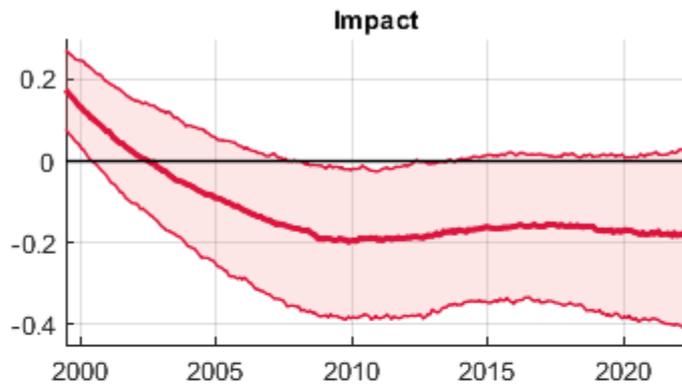
TVC-VAR, IRD Shock에 대한 Debt Capital Flow의 반응



(+ / -): Capital inflows / outflows

굵은 실선: Median 추정치; 얇은 실선: [16%, 68%] 추정치

TVC-VAR, IRD Shock에 대한 ERA(Debt Capital Flow)의 반응



굵은 실선: Median 추정치; 얇은 실선: [16%, 68%] 추정치

TVC-VAR, IRD Shock에 대한 Capital Flow 및 ERA의 반응

- 이자율 격차 확대 충격에 대한 portfolio capital flow 충격반응의 시변 패턴은 강하지 않음
 - 충격 2개월 이후 반응은 2000년대 초반 이후 지속적으로 약화되고 있으나, 4개월 이후 반응은 오히려 최근 들어 약간 강화되는 추세
 - 해당 충격에 대한 debt capital flow의 반응 또한 시간에 따라 크게 변하지 않는 모습
 - 단 금리 격차 확대 충격에 대해 충격 1개월 이후 ERA는 거의 모든 시점에 걸쳐 하락하며, 하락 폭이 최근 들어 증가하는 패턴
 - 최근 한국에 비해 상대적으로 빠른 미국의 금리상승 상황에 위의 결과를 적용해 보면, 한·미 금리차 축소에 따른 달러화 대비 원화의 절하 폭이 최근 들어 더욱 커졌을 가능성