ISSN 1975-5163
WORKING PAPER 제421호

금융경제연구
2010. 3

외국자본 유입이 경제성장에 미치는 영향

김 승 원 *

이 연구내용은 집필자 개인의견이며 한국은행의 공식견해와는 무관합니다. 따라서 본 논문의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 집필자명을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.

*한국은행 금융경제연구원 국제경제연구실 차장

한국은행 금융경제연구원

외국자본 유입이 경제성장에 미치는 영향

김승원*

이 연구내용은 집필자의 개인의견이며 한국은행의 공식견해와는 무관합니다. 따라서 본 논문의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 집필자명을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.

* 한국은행 금융경제연구원 차장(02-759-5338, kimseun4@bok.or.kr)

본 연구과정에서 귀중한 논평을 해주신 서영경 국제경제연구실장, 논문심의위원회 위원(홍승제 거시경제연구실장, 황상필 미시경제연구실 차장, 황광명 국제경제연구실 과장), 그리고 원내세미나 참석자 여러분께 감사드린다. 아울러 자료분석에 많은 도움을 준 박재환 연구원께도 감사드린다.

차 례

Ⅰ. 머리말 ····· 1

Ⅱ. 자본유입과 경제성장의 관계 ····· 3

1. 자본유입 및 경제성장률 추이
2. 실증분석

Ⅲ. 자본유입의 성장파급효과 결정요인 ····· 13

1. 분석모형
2. 실증분석

Ⅳ. 결론 ····· 22

<참고문헌> ····· 24

<부록 1> 자본유입과 경제성장의 관계 : 자본형태별 ····· 28

<부록 2> 자본유입의 문턱효과 : 개도국 및 FDI 기준 ····· 32

<부록 3> 자본유입의 문턱효과 : 역U자형 관계 ····· 36

외국자본 유입이 경제성장에 미치는 영향

국제자본 유입이 성장에 미치는 영향에 대해서는 개도국의 희소자본을 보완하여 투자와 성장을 촉진한다는 신고전학파의 낙관론과, 장기 성장 동력인 생산성 증가로 이어지지 못하고 금융불안을 초래할 위험이 높다는 회의론이 공존한다. 최근에는 해당국 경제여건이 일정수준(threshold)을 넘어선 경우에만 자본유입의 혜택이 가능하다는 연구결과들이 제시되었다.

본고는 1980~2006년중 국가패널자료를 이용하여 자본유입 형태별, 기간별, 국가그룹별로 자본유입의 성장파급효과를 추정하고, 자본유입국의 경제여건에 따라 이러한 효과가 달라지는지 분석하였다.

주요 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 자본형태별로는 직접투자의 성장파급효과가 가장 뚜렷한 반면 증권투자와 은행차입은 그 효과가 미미하거나 지나칠 경우 오히려 부정적 효과가 나타날 수도 있는 것으로 나타났다. 둘째, 국가별로는 선진국보다 개도국에서 자본유입의 성장유발효과가 강하였다. 셋째, 자본유입의 성장유발효과는 금융발전도, 제도수준, 기업경영환경, 자본수익률 등 경제여건이 양호할수록 커지는 것으로 나타났다. 다만 이들 변수와 성장의 관계는 정비례보다는 체감적 증가 형태를 보이는 것으로 추정되어 기초여건의 개선이 성장에 미치는 혜택은 초기에는 크게 증가하다가 일정수준을 넘어서면 약화되는 것으로 나타났다.

이러한 분석결과가 우리나라의 자본유입과 경제성장 관계에 대해 어떠한 함의를 가지는지 살펴보기 위하여 양의 성장유발효과를 가져오는 임계치와 우리나라 여건을 비교해 보았다. 그 결과 우리나라의 금융발전도는 임계치를 넘어선 반면 제도수준, 기업경영환경과 자본수익률은 개도국 평균에 비해서 높지만 임계치에는 미달한 수준이어서 이들 여건의 개선을 통해 자본유입의 성장제고효과를 기대할 수 있는 것으로 나타났다.

이상의 분석결과에 의하면 자본유입의 긍정적 효과를 높이기 위해서 증권투자, 은행차입 등 변동성이 큰 자본보다는 직접투자 등 안정적 자본의 유입이 늘어나도록 여건을 조성할 필요가 있다. 아울러 제도 및 기업경영환경의 개선, 자본수익률 제고 등 투자환경의 개선을 통해 자본유입의 혜택을 극대화하는 노력이 지속되어야 하겠다.

핵심주제어 : 외국자본 유입, 성장파급효과, 문턱효과(threshold)
경제학문헌목록 주제 분류 : F21, F32, F43

I. 머리말

최근 글로벌 금융위기를 계기로 자본자유화의 득실에 대한 논의가 다시금 활발해졌다. 1990년대 이후 국제자본이동 규모가 비약적으로 증가하고 신흥국 경제에 대한 해외충격의 영향이 커지면서 자본자유화의 성과와 관련하여 많은 연구들이 수행되었다. 이들 연구는 자본자유화의 효과에 대한 상반된 두 개의 입장으로 나누어진다.

Rogoff(1999), Fisher(1998, 2003) 등 신고전학파 성장이론에 입각한 낙관론은 자본축적이 부족한 개도국으로의 국제자본유입이 투자증가를 통해 성장을 촉진한다는 긍정적 효과를 강조한다. 반면 Rodrik(1998), Stiglitz(2000), Bhagwati(1998) 등의 비관론에 의하면 불완전한 경제발전하에서의 자본자유화는 성장유발효과는 미미한 반면 금융불안으로 이어질 위험이 크다. Rodrik & Subramanian(2008)은 저개발국에서 자본축적이 불충분한 이유는 저축부족보다는 수익성 있는 투자기회가 적기 때문인데 이러한 상황에서 자본유입 확대는 환율절상과 국제경쟁력 약화를 통해 투자수익률을 더욱 낮춤으로써 성장에 부정적 영향을 준다고 지적하였다.

자본유입의 성장파급효과에 대한 이론적 논쟁과 동시에 이와 관련한 실증분석 또한 활발히 이루어졌다. Quinn(1997)은 66개 국가의 1960~89년 자료를 이용하여 자본자유화와 경제성장간에 뚜렷한 양의 상관관계가 있음을 보였다. 반면 Rodrik(1998)은 95개 국가의 1975~89년 연평균 자료를 이용하여 자본자유화와 경제성장간에는 유의한 관계가 존재하지 않음을 보였다. 이처럼 자본자유화의 효과에 대해 상반된 추정결과가 제시됨에 따라 이후 많은 후속연구가 이뤄졌는데 이들 연구들은 대체로 자본유입이 성장을 촉진한다는 뚜렷한 뒷받침이 부족하다는 결론에 도달하였다. Kose et al. (2009a)은 최근 서베이 논문에서 26개의 기존연구중 양의 관계는 4개에 불과했으며, 양의 관계가 일부 나타나지만 표본기간, 대상, 추정방법 등을 달리하면 유의성이 사라지는 경우가 18개였고, 4개의 연구에서는 음의 관계가 있다고 설명하였다.

이러한 연구들이 주로 자본유입의 성장유발효과가 실제로 존재하는지 여부에 초점을 맞춰온 반면, 보다 최근의 연구들은 금융개방의 긍정적 효과가 나타나기 위한 경제여건에 관심을 두고 있다. Kose et al.(2006)은 금융시스템의 발전이 일정수준(threshold)을 넘어선 상태에서는 자본유입과 함께 경제성장이 촉진되지만 그렇지 못한 경우 오히려 성장이 둔화되거나 소비변동성이 확대됨을 보였다. Bekaert et al.(2005)은 법령·제도수준 및 거시경제정책의 안정성이 어느 정도 확보된 경우에만 자본유입의 혜택을 누릴 수 있다고 주장하였다. 나아가 Kose et al.(2009b)은 1975～2004년중 84개국 자료를 이용하여 금융시장 발전과 제도적 발전의 경우 문턱효과가 매우 뚜렷하며, 무역개방도, 거시건전성 등 여타 변수들도 비록 통계적 유의성이 낮으나 문턱효과가 일부 존재함을 보였다.

그런데 기존연구들은 주로 개도국으로의 전체 자본유입 또는 직접투자의 효과를 분석하고 있으며 증권투자, 은행차입 등 다양한 자본유입 형태별로 성장파급효과를 분석한 연구는 드물다. 또한 최근 들어 자본자유화의 혜택을 누리기 위한 선결조건에 대한 관심이 커지고 있지만 이에 대한 실증연구는 많지 않다.

이러한 점에 착안하여 본고는 1980～2006년중 38개국의 국가 패널자료를 이용하여 국제자본유입의 성장파급효과를 분석하였다. 특히 기존연구들과 달리 자본유입 형태별, 선진국·개도국 국가그룹별로 성장효과의 차이가 있는지 비교하였으며, 우리나라의 사례도 아울러 분석하였다. 또한 자본유입의 선결조건 여부를 기존연구에서 이용된 금융발전도, 제도발전수준 이외에 기업경영환경, 자본수익률 등의 설명변수를 새롭게 추가하여 검증하였다.

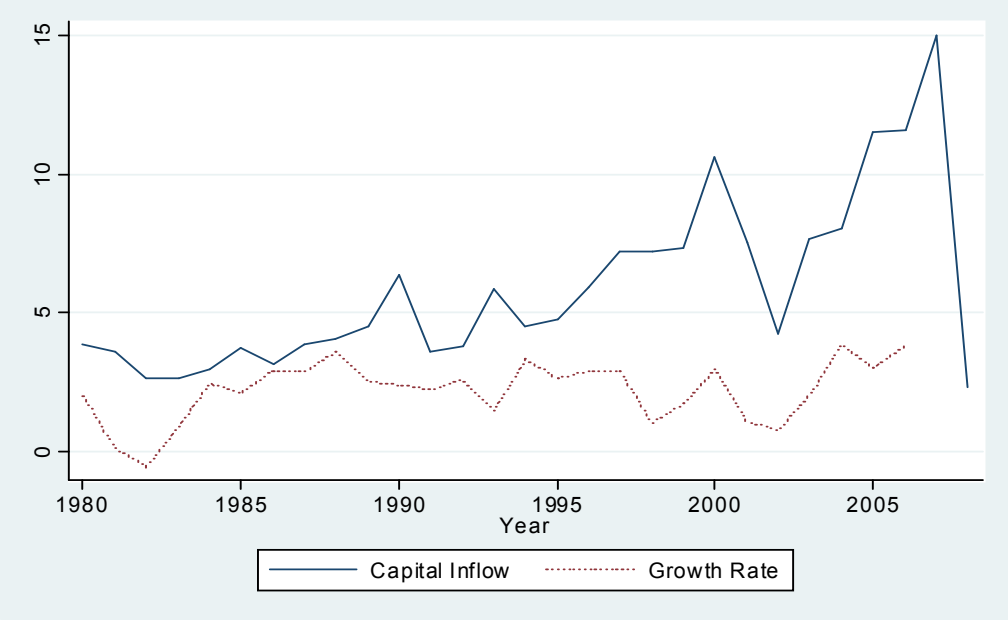
본고의 구성은 다음과 같다. 먼저 Ⅱ장에서는 자본유입이 경제성장에 미치는 파급영향을 추정하였다. Ⅲ장에서는 자본유입의 성장파급효과에 영향을 미치는 다양한 경제여건을 분석하였다. 끝으로 Ⅳ장에서는 분석결과를 요약하고 시사점을 간략히 제시하였다.

Ⅱ. 자본유입과 경제성장의 관계

1. 자본유입 및 경제성장률 추이

1990년대 중반 이후 자본자유화의 진전과 함께 전세계적으로 경제규모 대비 국제자본의 유입규모가 급격히 증가하였다. 이러한 추세는 2000년대 초반 세계 경기침체로 잠시 위축된 시기를 제외하고 2008년 글로벌 금융위기 발생 이전까지 지속되었다. 한편 세계 경제성장은 자본이동과 비슷한 부침을 보였으나 등락폭은 훨씬 작아 2% 내외의 성장률 수준을 유지하였다.

<그림 1> 국제자본이동 및 세계 경제성장률 추이[1](1980~2008년)



주 : 1) 자본유입은 명목GNI 대비, 성장률은 1인당 실질GDP 기준이며 총 38개국의 평균자료임. 국가별 상세내역은 p.4 각주1을 참조

아시아 외환위기 이후 신흥국의 금융개방이 빠르게 진전된 점을 감안하여 1980~1996년과 1997~2008년으로 구분하여 자본유입 추이를 비교해 보면 최근의 자본유입 규모가 이전 기간에 비해 두 배 정도 큰 것으로 나타났다. 반면 평균 경제성장률은 두 기간 모두 2% 내외로 비슷하였다.

국가그룹별로는 선진국으로의 자본유입 규모가 개도국 대비 세 배 가까이 많았다. 자본유입 형태별로는 선진국에서 증권투자의 비중이 가장 높은 반면 개도국에서는 직접투자의 비중이 2/3 이상을 차지하고 있다. 한국의 경우 GNI 대비 총자본유입 비율이 개도국 평균보다 낮은 수준인데 이는 직접투자 규모가 매우 작은 데 주로 기인하며 증권투자 및 은행차입은 개도국 평균보다 높은 수준을 보였다.

<표 1> 기간·국가별 자본유입 및 경제성장률

(%)

	전체	기간별		국가그룹별		
		1980~1996	1997~2008	선진국	개도국	한국
총유입[1]	6.02 (100.0)	4.20 (100.0)	8.37 (100.0)	8.88 (100.0)	3.00 (100.0)	2.49 (100.0)
직접투자	2.16 (35.9)	1.35 (32.1)	3.21 (38.4)	2.20 (24.8)	2.13 (71.0)	0.52 (20.9)
증권투자	2.20 (36.5)	1.52 (36.2)	3.08 (36.8)	3.62 (40.8)	0.69 (23.0)	1.23 (49.4)
은행차입	1.65 (27.4)	1.33 (31.7)	2.08 (24.9)	3.06 (34.5)	0.18 (6.0)	0.74 (29.7)
경제성장률[2]	2.12	2.14	2.10[3]	1.84	2.22	5.31

주 : 1) 명목GNI 대비 자본유입 비중이며 ( ) 내는 총유입 규모에서 차지하는 비중
2) 1인당GDP 기준 3) 1997~2007년의 평균성장률

2. 실증분석

이 절에서는 자본유입이 경제성장에 어떠한 영향을 미치는지 국가패널자료를 이용하여 분석하였다. 국가패널자료는 2008년 기준 국가경제규모 상위 100개 국가중에서 필요자료의 확보가 모두 가능한 38개국[1]을 대상으로 하

1) 전체 38개국의 내역은 다음과 같다. 이중 선진국은 18개, 개도국은 19개이며 우리나라는 어느 그룹에도 속하지 않은 별도의 그룹으로 분석하였다.

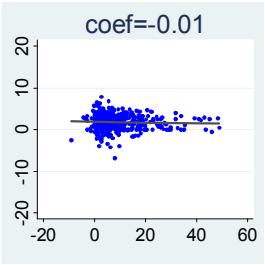
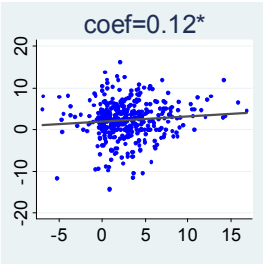
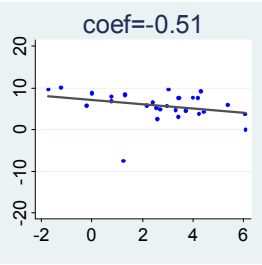
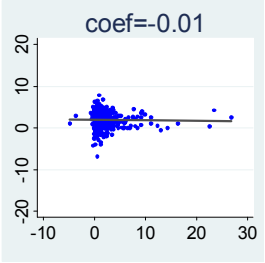
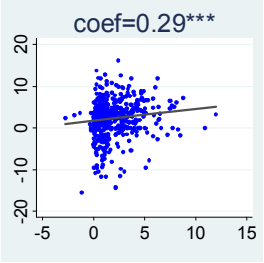
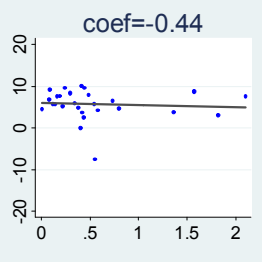
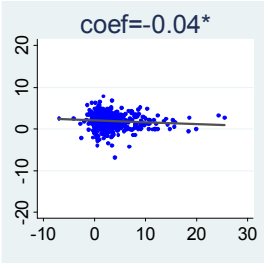
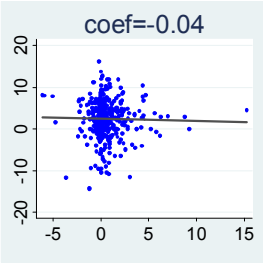
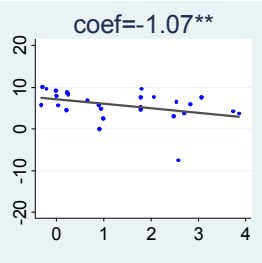
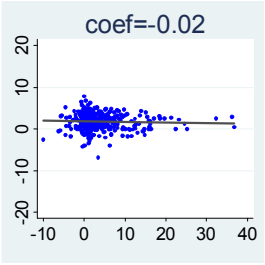
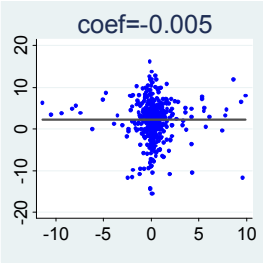
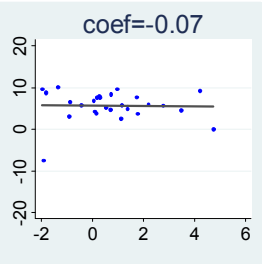
였으며 1980～2006년의 연간자료를 사용하였다. 분석방법으로는 경제성장률과 자본유입 변수간의 산포도 및 단순회귀식을 이용하여 개략적인 관계를 살펴본 다음 다중패널회귀모형을 통해 외국자본의 성장파급효과를 자본유입 형태별, 기간별, 국가그룹별로 추정하였다. 아울러 패널VAR 모형을 이용하여 추정결과의 강건성을 검증하였다.

(1) 산포도 및 단순회귀분석

본격적인 실증분석에 앞서 자본유입과 경제성장의 관계를 산포도 및 단순회귀식을 통해 개략적으로 살펴보았다. 자본유입은 명목GDP 대비 비중, 경제성장은 1인당GDP 성장률을 이용하였으며 경제성장과의 내생성(endogeneity) 문제를 해결하기 위해 자본유입변수는 전기값을 사용하였다. <그림 2>는 자본형태별, 국가그룹별 분석결과를 보여준다. 총자본유입의 경우 대체로 성장과의 관계가 미약한 가운데 개도국 표본에서만 10% 유의수준에서 양의 관계를 보였다. 자본유입 형태별로는 직접투자의 경우 개도국에서 성장과의 양의 관계가 뚜렷하게 나타났으나 선진국에는 그 파급효과가 미약했다. 반대로 증권투자는 선진국에서 유의한 음의 관계를 보였으며, 은행차입의 계수값은 대체로 음의 값을 보였으나 통계적 유의성이 낮았다. 한편 한국의 경우도 선진국 그룹과 유사하게 자본유입이 대체로 성장과 음의 관계를 보였으며 특히 증권투자의 경우 이러한 효과가 뚜렷하였다. 한편 기간별 분석결과는 <부록 1>의 <부도 1>에 제시하였는데 최근 들어 자본유입과 성장간의 양의 관계가 약화되거나 증권투자 등 일부 자본형태에 있어 음의 관계가 강화된 것으로 나타났다.

- 선진국(18개국) : 미국, 영국, 오스트리아, 벨기에, 덴마크, 프랑스, 독일, 이탈리아, 호주, 네덜란드, 노르웨이, 스웨덴, 캐나다, 일본, 핀란드, 포르투갈, 스페인, 스위스
- 개도국(19개국) : 아르헨티나, 브라질, 칠레, 콜롬비아, 코스타리카, 과테말라, 우루과이, 베네수엘라, 방글라데시, 스리랑카, 인도네시아, 말레이시아, 파키스탄, 필리핀, 태국, 모로코, 나이지리아, 튀니지, 중국
- 기타 : 한국

<그림 2> 경제발전 정도별 자본유입과 경제성장의 관계

	선진국	개도국	한국
총유입			
직접투자			
증권투자			
은행차입			

주 : 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 표시
2) 그림의 coef 값은 경제성장률을 종속변수, 자본유입(전기값)을 설명변수로 한 단순회귀식의 추정계수를 의미

(2) 다중패널회귀모형

산포도 및 단순회귀식으로는 경제성장에 미치는 여러 경제변수들의 영향을 적절히 통제할 수 없으므로 아래와 같은 다중패널회귀모형을 설정하였다. 1인당 실질GDP 성장률을 종속변수로 하고 설명변수로는 자본유입액의 명목GDP 대비 비중 이외에 통제변수로서 성장회귀분석에서 주로 사용되는 대외개방도, 물가상승률, 초기소득, 교육수준 등을 포함하였다.[2] 자본유입변수는 경제성장률과의 내생성을 배제하기 위하여 전기값을 이용하였다. 또한 국가별 비관측 특성을 감안할 수 있도록 국가고정효과(country fixed effect)로서 η_i항을 추가하였다. 변수들에 대한 설명 및 출처는 <표 2>에 요약되어 있다.

$$\text{경제성장률}_{it} = \text{상수항} + \beta_1 \cdot \text{자본유입}_{it-1} + \beta_2 \cdot \text{초기소득}_i + \beta_3 \cdot \text{교육수준}_i + \beta_4 \cdot \text{무역개방도}_{it} + \beta_5 \cdot \text{물가상승률}_{it} + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

<표 2> 추정식에 포함된 변수의 개요 및 출처

	변수명		자료원
종속변수	경제성장률	1인당 실질GDP 성장률	World Development Indicator(WDI)
설명변수	총자본유입	(직접투자+증권투자+은행차입)/명목GDP	자본유입: IFS 명목GDP: WDI
	직접투자	직접투자/명목GDP	
	증권투자	외국인증권투자/명목GDP	
	은행차입	은행해외차입/명목GDP	
	무역개방도	(수출+수입)/GDP	WDI
	물가상승률	소비자물가상승률	IFS
	초기소득	1인당GDP(1980년 기준)	WDI
	교육수준	중등학교 진학률(1980년 기준)	WDI

2) Levine(1992)의 서베이에 의하면 성장회귀분석시 가장 빈번히 사용되고 있는 변수들이다.

변수들의 예상부호는 다음과 같다. 먼저 통제변수의 경우 대외개방도 및 교육수준은 양의 계수값을, 소득수준 및 물가상승률은 음의 계수값을 가질 것으로 예상된다. 한편 본고의 주된 관심변수인 자본유입의 계수는 전통적 성장이론에 따르면 양의 값을 나타낼 것으로 예상되지만 반대론자들의 논리가 옳다면 계수값이 유의하지 않거나 음의 값을 가질 수도 있을 것이다. 자본유입변수로는 경제규모 대비 총자본유입액 이외에 직접투자, 증권투자, 은행차입 등 형태별 자본유입비율을 사용하였다. 자본유입이 성장에 미치는 영향은 자본형태별로 상이할 것으로 예상된다. 즉 직접투자는 국내투자를 증대시켜 경제성장에 직접 기여할 뿐만 아니라 생산기술과 경영기법의 이전 등을 통해 생산성을 향상시켜서 중장기적으로도 성장에 기여할 것으로 기대된다. 그러나 증권투자와 은행차입은 자본시장 확충, 민간부문의 부족한 자본조달능력 보완 등을 통해 성장에 기여할 수도 있지만 경제충격 발생시 변동성이 높아서 자본유입국의 금융시장 발전이 미흡할 경우에는 금융위기 가능성을 높이고 경기를 위축시키는 역작용을 초래할 수도 있다.[3)]

추정방식은 설명변수에 포함된 초기소득 및 교육수준 변수가 시계열에 관계없이 일정한 값을 가지므로 시간 고정효과(time fixed effect)모형의 적용이 불가능하여 확률효과(random effect) 모형을 사용하였으며 연도별 특성을 감안하기 위한 더미변수를 추가하였다.[4)]

---

3) 자본유입 형태별 변동성은 국가그룹별로 다소 차이가 있기는 하지만 직접투자가 가장 낮고 다음으로 증권투자, 은행차입의 순서를 보이고 있다. 특히 개도국에서는 은행차입의 변동성이 월등히 높은 모습이다.

자본유입 형태별 변동성

	국가그룹별			
	전체국가	선진국	개도국	한국
총유입	0.99	0.81	1.15	1.07
직접투자	0.96	1.09	0.85	0.99
증권투자	2.16	0.99	3.23	1.32
은행차입	6.21	2.10	9.90	2.52

주 : 1) 명목GNI 대비 자본유입 비중 기준
2) 1998~2000년중 국가별 변동성(표준편차/평균)의 단순평균값

4) WDI에서 제공하는 교육수준 변수는 5년 정도의 주기로만 수록되어 있고 연도별 변동성이 크지 않아 본고의 추정식에서는 1980년의 초기 교육수준만을 이용하였다.

먼저 총자본유입액을 설명변수로 사용한 기본모형의 추정결과는 <표 3>과 같다. 우선 통제변수들의 경우 대체로 이론에 부합된 결과를 보였다. 즉 초기소득, 물가상승률은 통계적으로 유의한 음의 영향을 나타냈으며, 교육수준과 무역개방도 또한 유의성이 다소 떨어졌지만 예상대로 거의 대부분의 표본에서 양의 계수값을 보였다. 자본유입변수는 전체표본에서 양의 부호지만 유의성이 낮게 나타나 경제성장에 미치는 영향이 미미한 것으로 분석되었다. 또한 국가그룹별 분석에서도 개도국의 경우에만 유의한 양의 설명력을 보였을 뿐 선진국에서는 10% 유의수준에서 음의 값을 나타냈다.

<표 3> 총자본유입과 경제성장

변수		전체	기간별		국가그룹별	
			1980-1996	1997-2006	선진국	개도국
총자본유입(-1)		0.010 (0.59)	0.058 (1.23)	-0.021 (1.16)	-0.019* (1.83)	0.145*** (2.75)
초기소득		-1.113*** (6.16)	-1.298*** (3.88)	-0.818*** (2.95)	-1.086*** (3.53)	-1.121*** (4.79)
초기교육		0.042 (1.14)	0.047*** (2.74)	0.017 (1.14)	0.004 (0.50)	0.043*** (2.90)
무역개방		0.004 (1.14)	0.020** (2.48)	0.001 (0.33)	0.005 (1.54)	-0.001 (0.05)
물가상승률		-0.002*** (3.12)	-0.002*** (2.57)	-0.217*** (3.38)	-0.103** (2.23)	-0.002*** (2.96)
상수항		10.196*** (9.43)	-	10.900*** (6.66)	12.724*** (4.63)	10.971*** (7.22)
관측치수		801	468	298	403	372
Adj-R^2	within	0.15	0.19	0.28	0.40	0.27
	between	0.46	0.42	0.42	0.13	0.60
	overall	0.22	0.25	0.30	0.38	0.34

주 : 1) ( ) 내는 t-값
2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 표시
3) 연도더미의 추정결과는 생략

<표 4> 자본유입(형태별)과 경제성장

변수	전체	기간별		국가그룹별	
		1980-1996	1997-2006	선진국	개도국
총자본유입(-1)	0.010 (0.59)	0.058 (1.23)	-0.021 (1.16)	-0.019* (1.83)	0.145*** (2.75)
직접투자(-1)	0.077* (1.81)	0.324** (2.05)	0.047 (1.21)	0.016 (0.67)	0.267** (2.42)
증권투자(-1)	-0.080** (2.30)	-0.133* (1.73)	-0.114** (2.52)	-0.061*** (2.93)	0.032 (0.26)
은행차입(-1)	0.010 (0.39)	-0.011 (0.19)	-0.005 (0.23)	-0.016 (1.15)	-0.057 (0.57)

주 : 1) 자본유입 변수로 전체유입, 직접투자, 증권투자, 은행차입을 각각 사용하여 별도 추정한 결과중 자본유입변수의 계수값만을 요약한 표로서 개별모형의 자세한 추정결과는 <부록 1>에 제시

아울러 자본유입 형태별로 성장회귀식을 추정한 결과 예상대로 추정계수의 부호와 유의성이 각각 다르게 나타났다.[5] <표 4>에서 보듯이 전체 표본을 보면 직접투자만이 유의한 양의 설명력을 보인 반면 은행차입의 영향은 유의성이 매우 낮았으며 증권투자는 음의 관계가 뚜렷하였다. 기간별·국가별로는 직접투자와 성장의 양의 관계가 개도국 및 아시아 위기 이전의 표본에서 강한 반면 선진국 및 아시아 위기 이후의 표본에서는 양의 관계가 현저히 약화되었다. 한편 증권투자와 성장간의 음의 관계는 개도국보다 선진국, 위기 이전보다는 이후에 뚜렷해지는 모습을 보였다.

다음으로 우리나라의 연도별 데이터를 이용하여 성장회귀식을 추정하였다. 설명변수는 고정된 값을 가지는 초기소득과 교육수준을 제외하고 패널모형과 동일하게 설정하였으며 연도더미는 외환위기 영향이 컸던 1998년만을 고려하였다. 추정결과 총자본유입이 유의한 음의 값을 보였으며 특히 증권투자가 강한 음의 효과를 보였다. 또한 직접투자와 은행차입도 통계적으로 유의성이 낮기는 하지만 음의 부호를 보였다.

5) 구체적인 추정결과는 <부록 1>을 참조

<표 5> 자본유입과 경제성장(한국)

	모형 Ⅰ	모형 Ⅱ	모형Ⅲ	모형Ⅳ
총유입(-1)	-0.506*** (2.86)			
직접투자(-1)		-0.180 (0.17)		
증권투자(-1)			-0.822*** (2.93)	
은행차입(-1)				-0.300 (0.67)
무역개방도	-0.057 (1.65)	-0.075* (1.75)	-0.063 (1.71)	-0.081** (2.25)
물가	-0.074 (1.58)	-0.094 (1.33)	-0.156*** (3.07)	-0.043 (0.46)
Y98	-13.669*** (22.81)	-12.723*** (21.21)	-11.711*** (23.34)	-13.531*** (9.37)
상수항	11.882*** (5.03)	11.957*** (4.69)	12.463*** (5.12)	12.195*** (4.97)
R^2	0.74	0.67	0.75	0.68

주: 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 표시

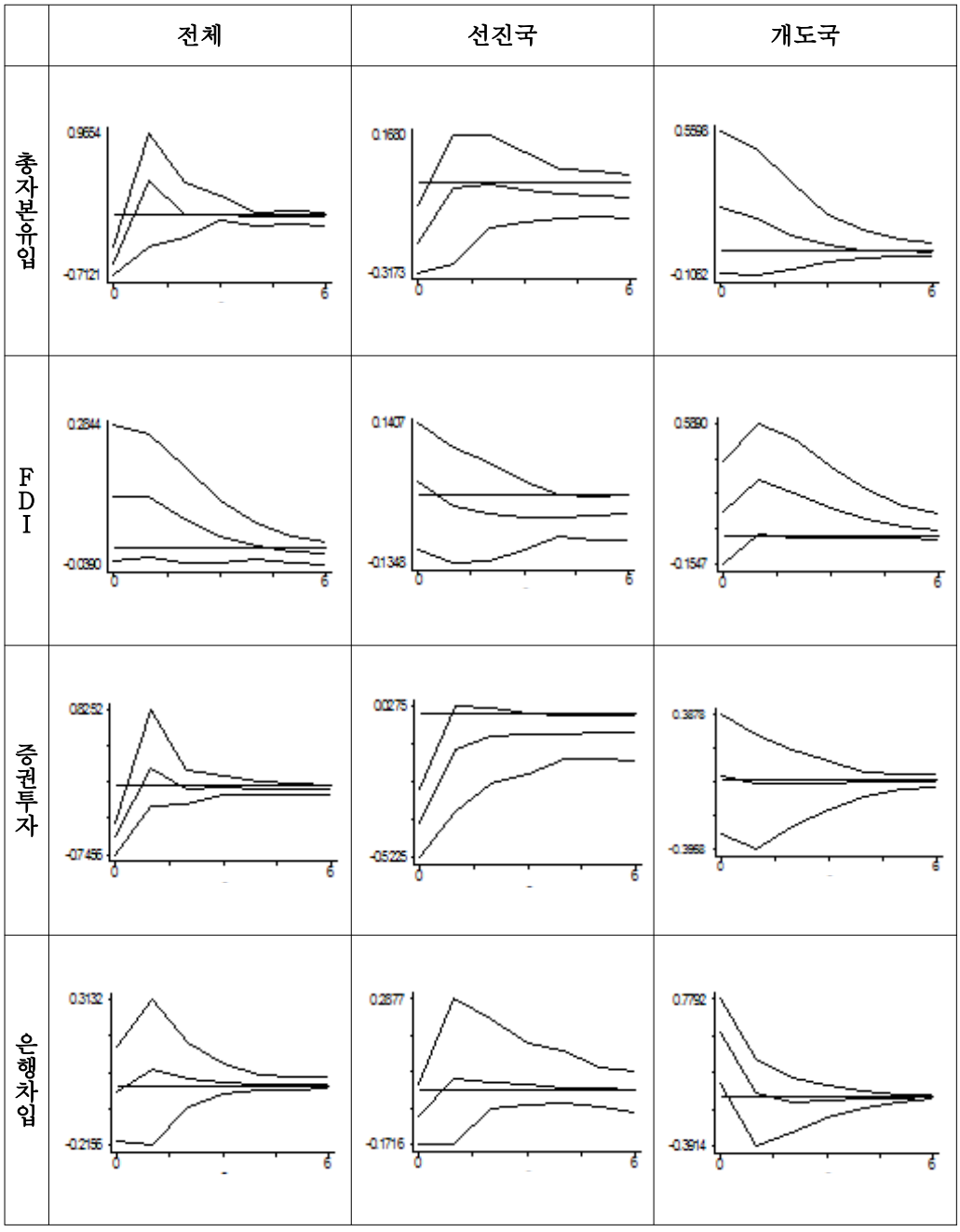
(3) 패널 VAR 분석

이하에서는 앞선 분석결과의 강건성을 검증하기 위해 인플레이션, 무역개방도, 자본유입, 경제성장률의 순서로 구성된 4변수 패널 VAR 모형을 통해 자본유입의 충격반응을 분석하였다.

<그림 3>에 나타난 바와 같이 패널 VAR의 충격반응 분석결과는 앞선 실증분석 결과와 대체로 일치하였다.[6] 첫째, 직접투자의 성장증대효과가 상대적으로 유의성이 높고 지속기간도 길게 나타났다. 둘째, 증권투자와 은행차입은 음의 효과를 보이거나 효과자체가 미미하였다. 셋째, 국가별로는 선진국보다 개도국에서 자본유입의 긍정적 효과가 뚜렷하였다.

6) 변수들의 순서를 바꾼 경우에도 결과는 대체로 유사하였다.

<그림 3> 자본유입에 대한 경제성장의 충격반응함수



주 : 1) 가운데 실선은 자본유입에 대한 경제성장률의 충격반응함수, 바깥쪽의 두 실선은 95% 유의수준의 신뢰구간을 표시

Ⅲ. 자본유입의 성장파급효과 결정요인

1. 분석모형

서론에서 설명한 대로 Bekaert et al.(2005), Kose et al.(2006, 2009b) 등 다수의 연구들은 자본유입이 성장에 미치는 파급효과가 자본유입국의 경제여건에 따라 달라질 수 있음을 지적하였다. 본고는 보다 최근의 자료와 다양한 기준을 이용하여 이를 확인함과 아울러, 분석결과가 우리나라의 자본유입과 경제성장 관계에 대해 어떠한 함의를 가지는지 살펴보았다.

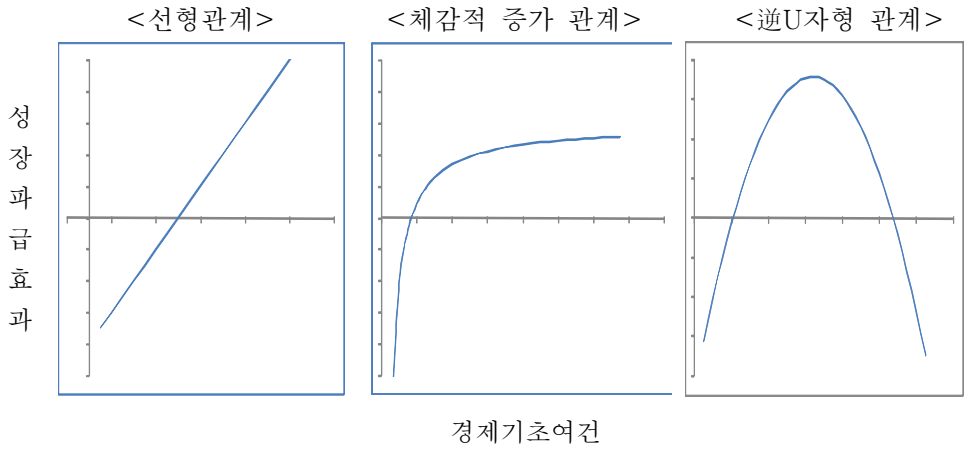
이를 위해 앞 장에서 추정한 성장회귀식에 자본유입과 경제기초여건 변수의 상호작용을 나타내는 교차항을 추가하여 분석하였다. 경제여건 변수로는 Kose et al.(2009b)이 고려한 금융발전도, 제도수준 등과 함께 기업경영환경, 자본수익률을 추가로 고려하였다. 그런데 이들 변수의 대부분은 연도별 자료의 입수가 일부 기간만 가능하거나 조사항목이 매년 바뀌어 연속성이 부족한 단점이 있다. 따라서 패널모형 대신 국가별로 1980~2006년 연간자료의 평균을 계산하여 횡단면분석을 실시하였다. 교차항의 형태는 선형관계(자본유입×기초여건)뿐만 아니라 비선형관계도 존재할 가능성이 있으므로 체감적 증가 형태(자본유입×기초여건$^{-1}$)를 별도로 추정하였다. 아울러 Kose et al.(2009b)에서와 같이 이차항을 포함한 역U자형 관계(자본유입×기초여건^{2})가 나타나는지도 분석하였다.

<표 6> 자본유입의 성장파급효과 결정요인 추정모형

유형	추정모형
기본식	o 성장률$_i$ $=\beta_0+\beta_1\cdot$자본유입$_i+\beta_2\cdot$통제변수$_i+\varepsilon_i$
선형 관계	o 성장률$_i$ $=\beta_0+\beta_1\cdot$자본유입$_i+\beta_2\cdot$(자본유입$_i\times$기초여건$_i$) $+\beta_3\cdot$통제변수$_i+\varepsilon_i$
체감적 증가 관계	o 성장률$_i$ $=\beta_0+\beta_1\cdot$자본유입$_i+\beta_2\cdot$(자본유입$_i\times$기초여건$_i^{-1}$) $+\beta_3\cdot$통제변수$_i+\varepsilon_i$
逆U자형 관계	o 성장률$_i$ $=\beta_0+\beta_1\cdot$자본유입$_i+\beta_2\cdot$(자본유입$_i\times$기초여건$_i$) $+\beta_3\cdot$(자본유입$_i\times$기초여건$_i^{2}$)$+\beta_4\cdot$통제변수$_i+\varepsilon_i$

이와 같이 교차항을 추정모형에 도입함에 따라 자본유입이 경제성장에 미치는 파급효과[$\frac{\partial 경제성장}{\partial 자본유입}$]는 선형관계의 경우 [$\beta_1+\beta_2\cdot$기초여건], 체감적 증가관계는 [$\beta_1+\beta_2\cdot$기초여건$^{-1}$], 逆U자형 관계는 [$\beta_1+\beta_2\cdot$기초여건$+\beta_3\cdot$기초여건^2]로 계산된다. 즉 아래 <그림 4>와 같이 자본유입의 성장에 대한 파급효과는 기초여건의 수준뿐만 아니라 양자간의 관계에 따라 달라지게 되는 것이다. 선형관계의 경우 경제여건이 개선될수록 자본유입의 혜택은 비례하여 늘어난다. 반면 체감적 증가 관계에서는 기초여건이 개선되면서 파급영향이 확대되지만 기초여건이 일정수준을 넘어서면 추가적인 혜택은 점차 미미해진다. 또한 逆U자형 관계가 유의하다면 자본유입의 성장파급효과는 기초여건이 개선되면서 점차 확대되다가 일정수준을 넘어서면 오히려 감소하기 시작하여 극단적으로는 성장을 위축시키는 요인으로 작용할 수도 있다. Kose et al.(2009b) 등은 자본유입의 성장효과가 逆U자형을 보인다는 실증결과를 제시하였으나 본고에서는 평균제곱근오차(Root Mean Squared Error; RMSE)를 기준으로 상대적 적합도(fitness)를 비교한 결과 체감적 증가 관계가 逆U자형 관계보다 모형설명력이 강한 것으로 나타나 전자를 기준으로 자본유입의 성장효과를 설명하였으며 후자의 분석결과는 <부록 3>에 별도로 제시하였다.

<그림 4> 성장파급효과와 경제기초여건의 관계(예시)



2. 실증분석

(1) 금융발전도

자본유입의 성장파급효과를 결정하는 경제 기초여건 변수로 우선 자본유입과 금융발전도와의 상호작용을 살펴보았다. 금융발전도를 나타내는 대용변수로는 Kose et al.(2009b)에서와 같이 GDP 대비 국내신용의 비율을 이용하였다. <표 7>에서 보듯이 총자본유입과 국내신용의 교차항의 경우 선형관계는 통계적 유의성이 낮은 반면 체감적 증가 관계는 유의하였다. 이는 자본유입이 경제성장으로 이어지기 위해서는 금융발전도가 일정수준을 넘어야 하지만 매우 높은 수준에 이르면 성장에 미치는 영향이 제한적임을 의미한다. 이는 금융발전이 높은 수준에 이르면 유입자본이 실물부문으로 흘러가 성장을 증대시키는 순기능은 약화되는 반면 단기수익률을 올리기 위해 금융부문에 머물 리스크요인이 보다 커질 가능성이 있음을 의미한다.

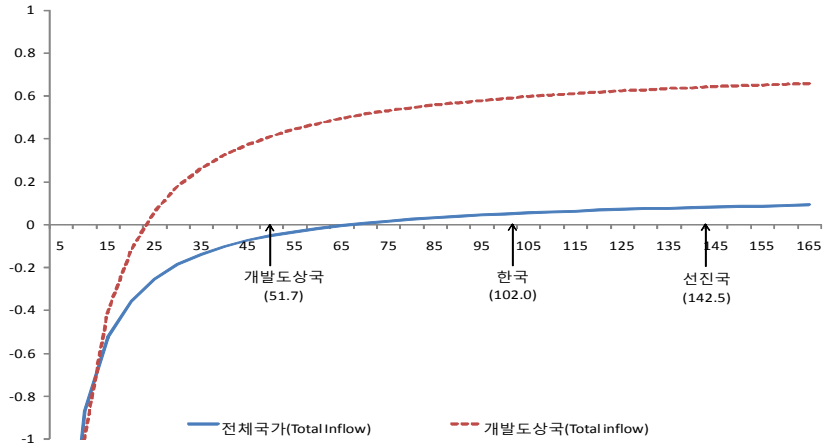
위의 추정결과를 이용하여 총자본유입의 성장파급효과가 양의 값을 나타내기 위한 임계치를 계산하였다. 자본유입의 경제성장에 대한 효과는 체감적 증가 관계의 경우 $(0.153-\frac{10.218}{\text{국내신용}})$이므로 임계치는 66.8이 된다. 즉 GDP대비 국내신용 비율이 66.8%보다 클 때 자본유입이 성장을 증대시키는 것이다. 이와 같은 방식으로 추정한 임계치를 국가별 실제 데이터와 비교한 결과 우리나라는 국내신용 비율이 102.0%로서 임계치를 훨씬 넘어서 성장파급효과의 증가율이 감소하는 영역에 있다. 반면 개도국은 향후 금융발전을 통해 자본유입의 혜택을 확대시킬 수 있는 가능성이 높았으며 선진국의 금융발전도는 성장효과가 미미한 단계에 있는 것으로 나타났다.

<표 7> 자본유입의 문턱효과 : 금융발전도

	총자본유입(전체국가) 기준		
	(1)	(2)	(3)
자본유입	−0.006 (0.12)	−0.062 (−0.78)	0.153** (2.14)
자본유입× 국내신용		0.001 (0.92)	
자본유입× 국내신용$^{-1}$			−10.218*** (−2.89)
초기소득	−1.088*** (−4.15)	−1.120*** (−4.22)	−1.140*** (−4.82)
초기교육	0.046*** (3.42)	0.045*** (3.30)	0.038*** (3.03)
무역개방	0.0017 (0.20)	0.002 (0.19)	0.002 (0.26)
물가 상승률	−0.0011 (−0.43)	−0.0008 (−0.31)	−0.0003 (−0.12)
상수항	8.338*** (4.90)	8.625*** (4.97)	9.270*** (5.92)
관측치수	37	37	37
adj R^2	0.33	0.33	0.46

주 : 1) ( ) 내는 t−값
2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 표시

<그림 5> 자본유입의 문턱효과 : 금융발전도



주 : 1) X축은 국내신용(GDP 대비, %), Y축은 자본유입의 성장파급효과를 표시
2) 개도국에 대한 패널모형 추정결과는 <부록 2>를 참조

한편 전체국가 대신 개도국만을 분석대상으로 하여 모형을 별도로 추정한 후 성장파급효과가 양의 값을 갖기 위한 임계치를 시산한 결과 전체국가의 경우보다 임계치 수준이 상대적으로 낮았다.[7] 이는 앞서 II장의 자본유입과 경제성장 관계에 대한 분석에서 나타났듯이 개도국에서 자본유입의 성장파급효과가 훨씬 크므로 금융제도의 발전수준이 상대적으로 낮더라도 양의 영향이 가능하기 때문인 것으로 보인다.

(2) 제도수준

자본유입의 성장파급효과가 제도발전 수준에 따라 달라지는지 살펴보았다. 제도발전을 측정하는 지표로는 세계은행이 국가별로 정부효율성, 법질서, 부패도 등 6개 항목을 평가하여 평균한 지수(World Bank Governance Indicators, WBGI)를 이용하였다.[8] 추정 결과 선형관계는 유의성이 낮은 반면 체감적 증가 관계는 유의성이 높았다(<표 8>). 즉 제도 및 지배구조가 개선될수록 성장파급효과가 높아지지만 정비례관계는 아니어서 제도발전이 일정수준을 넘어서면 성장에 미치는 추가적인 영향은 미미한 것으로 나타났다.

한편 자본유입의 성장파급효과가 양의 값을 나타내기 위한 제도발전 수준의 임계치를 국가 그룹별로 비교한 결과 선진국의 경우는 이미 한계점에 도달한 반면 개도국은 제도발전으로 자본유입의 혜택을 상당히 높일 수 있는 것으로 보인다. 우리나라는 제도수준이 임계치에 약간 미달하여 향후 제도개선에 따라 자본유입의 성장효과가 다소마나 커지는 것으로 나타났다.

---

7) 총자본유입 대신 직접투자를 이용한 경우에도 임계치가 상대적으로 낮았다. 개도국 및 직접투자를 이용한 자세한 추정결과는 <부록 2>를 참조.

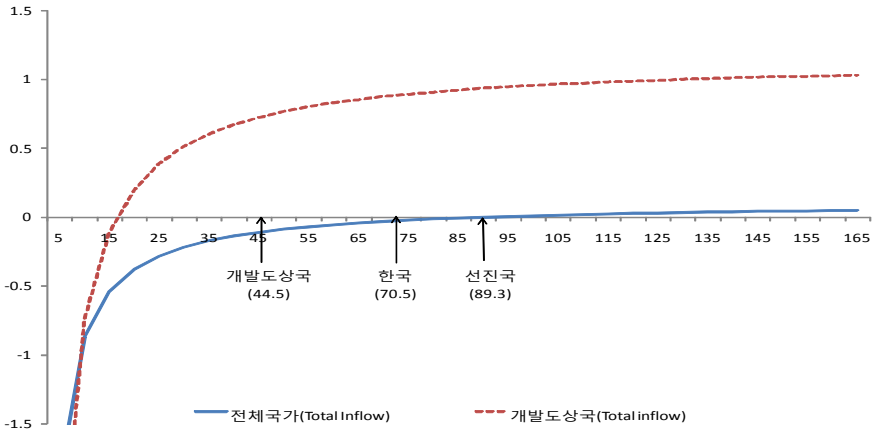
8) 세계은행의 WBGI는 Government effectiveness, Regulatory quality, Rule of law, Control of corruption, Voice & accountability, Political stability의 총 6개 항목을 국가별로 평가한 것이다.

<표 8> 자본유입의 문턱효과 : 제도수준

	총자본유입(전체국가) 기준		
	(1)	(2)	(3)
자본유입	−0.006 (0.12)	−0.235 (−0.78)	0.110 (1.55)
자본유입× 제도수준		0.003 (0.77)	
자본유입× 제도수준$^{-1}$			−9.810** (−2.20)
초기소득	−1.088*** (−4.15)	−1.103*** (−4.17)	−1.094*** (−4.42)
초기교육	0.046*** (3.42)	0.042*** (2.85)	0.037** (2.72)
무역개방	0.0017 (0.20)	0.0025 (0.29)	0.0016 (0.20)
물가 상승률	−0.0011 (−0.43)	−0.0009 (−0.34)	−0.0014 (−0.56)
상수항	8.338*** (4.90)	8.823*** (4.83)	9.161*** (5.56)
관측치수	37	37	37
adj R^2	0.33	0.32	0.40

주 : 1) ( ) 내는 t−값
2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 표시

<그림 6> 자본유입의 문턱효과 : 제도수준



주 : 1) X축은 제도발전지수(World Bank Governance Index), Y축은 자본유입의 성장파급효과를 표시
2) 개도국에 대한 패널모형 추정결과는 <부록 2>를 참조

(3) 기업경영환경

다음으로 자본유입의 성장파급효과와 기업경영환경과의 상호작용을 살펴보았다. 기업경영여건 지표로는 세계은행의 'Doing Business Index(DBI)'를 이용하였다.[9] 그런데 DBI는 시계열이 짧은 데다 매년 조사항목이 추가되어 연속성이 부족한 반면 연도별 변동성이 매우 낮은 특성을 보이므로 본고에서는 가장 최근인 2006년의 자료를 이용하였다. 추정결과 선형관계는 유의성이 낮은 반면 체감적 증가 관계의 유의성이 높게 나타났다. 한편 우리나라의 기업경영환경은 양의 파급효과를 얻기 위한 임계치 수준에 미치지 못하여 추가적인 개선이 있을 경우 자본유입효과가 커지는 것으로 분석되었다.

(4) 자본수익률

외국자본은 유입국의 자본수익률이 높을수록 실물부문으로 투입되는 비율이 높아져 성장률 제고에 기여할 것으로 예상된다. 본고에서는 Caselli & Feyrer(2007)의 자본수익률 지표[10]를 사용하여 자본유입과의 교차효과를 추정하였는데 선형관계 및 체감적 증가 관계가 모두 유의하게 나타났다. 우리나라의 자본수익률은 개도국이나 선진국 평균보다는 높았으며 체감적 증가 관계 기준의 임계치와 비슷한 수준이었다. 이러한 분석결과는 우리나라의 자본수익률이 비교적 양호한 수준이지만 앞으로도 수익률 제고를 통하여 성장파급효과의 도모가 가능함을 시사한다.

---

9) 세계은행의 DBI는 Starting a business, Dealing with licenses, Employing workers, Registering property, Getting credit, Protecting investors, Paying taxes, Trading across borders, Enforcing contracts, Closing business 등의 10개 분야로 구성되어 있으며 본고는 이들 항목을 평균한 전체 DBI를 이용하였다.

10) Caselli & Feyrer(2007)는 "자본수익률×자본스톡=(1−노동소득분배율)×총소득"의 관계를 이용하여 국가별 자본수익률을 추산하였다. 분석 결과 전통적 성장이론의 예상과 달리 자본수익률은 국가간 최종재·자본재가격 차이, 자본스톡중 토지·천연자원 비중 등을 감안할 경우 선진국이 개도국에 비해서 다소 높았다(국가별 자본수익률 추정치는 Caselli & Feyrer(2007), p.549의 <표 Ⅱ> 참조).

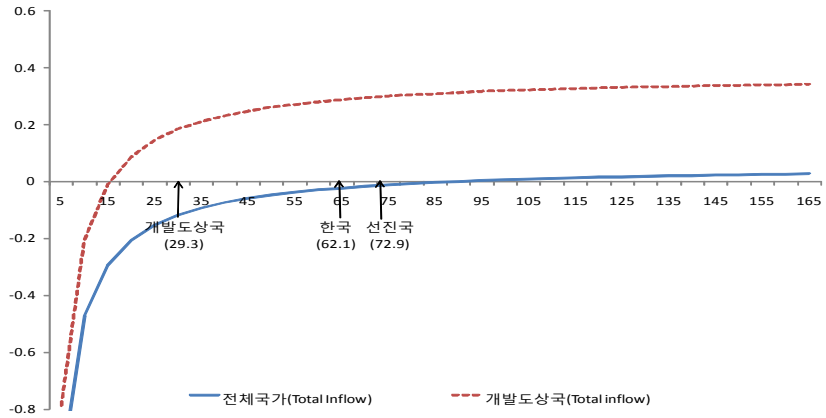
<표 9> 자본유입의 문턱효과 : 기업경영환경

	총자본유입(전체국가) 기준		
	(1)	(2)	(3)
자본유입	−0.006 (0.12)	−0.095 (−0.69)	0.059 (1.13)
자본유입×DBI		0.001 (0.70)	
자본유입×DBI^{-1}			−5.309** (−2.72)
초기소득	−1.088*** (−4.15)	−1.078*** (−4.07)	−1.276*** (−4.56)
초기교육	0.046*** (3.42)	0.044*** (3.09)	0.049*** (3.42)
무역개방	0.0017 (0.20)	0.0028 (0.32)	0.0035 (0.45)
물가 상승률	−0.0011 (−0.43)	−0.0009 (−0.32)	0.0011 (0.43)
상수항	8.338*** (4.90)	8.422*** (4.89)	9.927*** (5.63)
관측치수	37	37	36
adj R^2	0.33	0.32	0.40

주 : 1) ( ) 내는 t−값

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 표시

<그림 7> 자본유입의 문턱효과 : 기업경영환경



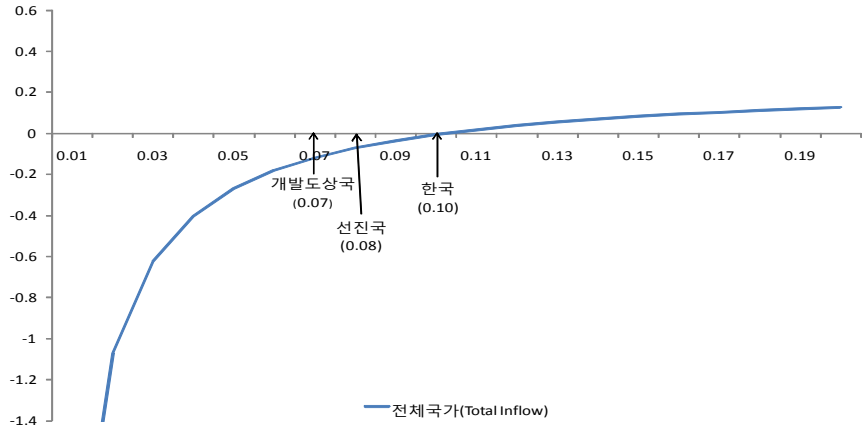
주 : 1) X축은 DBI지수, Y축은 자본유입의 성장파급효과를 표시

<표 10> 자본유입의 문턱효과 : 자본수익률

	총자본유입(전체국가) 기준		
	(1)	(2)	(3)
자본유입	−0.006 (0.12)	−0.475* (−1.95)	0.261 (1.56)
자본유입× 자본수익률		5.048* (1.86)	
자본유입× 자본수익률$^{-1}$			−0.027* (−1.79)
초기소득	−1.088*** (−4.15)	−0.231 (−0.78)	−0.221 (−0.72)
초기교육	0.046*** (3.42)	0.007 (0.48)	0.007 (0.50)
무역개방	0.0017 (0.20)	0.013 (1.50)	0.014 (1.55)
물가상승률	−0.0011 (−0.43)	−0.038 (−1.54)	−0.027 (−1.11)
상수항	8.338*** (4.90)	3.541 (1.57)	3.340 (1.44)
관측치수	37	27	27
adj R^2	0.33	0.22	0.21

주 : 1) ( ) 내는 t−값
2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 표시

<그림 8> 자본유입의 문턱효과 : 자본수익률



주 : 1) X축은 자본수익률, Y축은 자본유입의 성장파급효과를 표시
2) 개도국 자본수익률 데이터가 10개국만 가능하여 추정에서 제외

Ⅳ. 결론

본고는 국가패널자료를 이용하여 자본유입 형태별, 기간별, 국가그룹별로 자본유입의 성장에 대한 파급효과를 추정하였다. 아울러 자본유입의 성장유발효과가 경제 기초여건에 따라 달라지는지 살펴보기 위하여 기존연구에서 이용된 금융발전도, 제도발전수준 이외에 기업경영환경, 자본수익률 등을 설명변수에 추가하여 분석하였다.

분석결과 나타난 주요 특징은 다음과 같다. 첫째, 자본유입 형태별 성장에 대한 파급효과는 직접투자에서 가장 뚜렷한 반면 증권투자와 은행차입은 그 효과가 미미하거나 지나칠 경우 오히려 부정적 효과가 나타날 수도 있는 것으로 나타났다. 둘째, 국가별로는 선진국보다 개도국에서 자본유입의 긍정적 효과가 뚜렷하였다. 셋째, 자본유입의 성장유발효과와 기초경제여건의 관계를 분석한 결과 금융발전도, 제도수준, 기업경영환경, 자본수익률 등에서 양의 관계가 나타났다. 다만 이들 변수와 경제성장과의 관계는 선형보다는 체감적 증가 형태가 유의성이 높았다. 이러한 추정결과는 기초여건의 추가적인 개선이 성장에 미치는 혜택은 정비례관계는 아니며 일정 수준을 넘어서면 제한적으로 증가함을 의미한다. 넷째, 자본유입의 성장파급효과가 양의 값을 나타내는 임계치를 추산하여 우리나라의 여건과 비교한 결과 금융발전도의 측면에서는 상당한 수준에 이른 반면 제도수준, 기업경영환경과 자본수익률은 개도국에 비해서는 높지만 임계치에 미달한 수준이어서 기초여건의 개선을 통해 성장률 제고를 기대할 수 있는 것으로 나타났다.

이상의 분석결과에 의하면 자본유입의 긍정적 효과를 높이기 위해서 다음과 같은 시사점을 얻을 수 있다. 우선 직접투자 등 안정적 자본의 유입이 늘어나도록 투자환경을 개선할 필요가 있다. 이와 관련하여 유의할 점은 1990년대 중반 이후 세계적으로 직접투자의 투자유발효과가 낮아지고 있는 것이다.[11] 이는 직접투자의 성격이 최근 들어 단기자금화하고 M&A형 유입의 비중이 높아지는 추세를 반영하는 것으로 보인다. 따라서 앞으로는 직

접투자의 양적 확대 못지않게 질적인 건전성을 확보해 나가는 것이 긴요할 것이다. 반면 증권투자 및 은행차입의 경우 성장유발효과가 제한적인데 비해 변동성이 커서 경제전반의 리스크를 높일 가능성이 있으므로 급격한 유출입을 효과적으로 제어할 수 있는 대책을 마련하여야 하겠다. 끝으로 기초경제여건 면에서도 향후 제도 및 기업경영환경 개선, 자본수익률 제고 등을 통해 자본유입의 혜택을 극대화하는 노력이 지속되어야 하겠다.

11) GDP 대비 고정투자 비중을 종속변수로 하고 직접투자, 경제성장률, 환율을 설명변수로 하여 본고의 패널자료를 10년 단위로 추정한 결과 최근으로 올수록 계수값이 낮아지는 추세를 보였다.

직접투자 추정계수 추이

연도	80~89	81~90	82~91	83~92	84~93	85~94	86~95	87~96	88~97	89~98	90~99	91~00	92~01	93~02	94~03	95~04	96~05	97~06
추정계수	1.32	0.98	1.08	0.98	1.06	0.98	0.77	0.64	0.53	0.46	0.33	0.19	0.17	0.18	0.18	0.14	0.15	0.11

<참고 문헌>

김병화·임현준, “설비투자 결정요인 분석,” 금융경제연구 133호, 한국은행 금융경제연구원, 2002.

김영태·박장호·김영민, “외국인직접투자가 설비투자 및 고용에 미치는 영향,” 「조사통계월보」 4월호, 한국은행, 2008.

김진용·이정진, “외국인투자가 국내경제에 미치는 영향,” 「조사통계월보」 5월호, 한국은행, 2000.

김진용·전광명, “외국인투자의 변동요인 분석,” 「조사통계월보」 4월호, 한국은행, 2001.

김현정, “해외직접투자와 국내투자의 관계분석,” 금융경제연구 303호, 한국은행 금융경제연구원, 2007.

Arteta, C., Eichengree, B, Wyplosz, C., "When does capital account liberalization help more than it hurts?'", NBER WP8414, 2001.

Balliu, J., "Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing Countries," Bank of Canada Working Paper 15, 2000.

Bhagwati, J. “"The Capital Myth,"" *Foreign Affairs*, Vol. 77, 1998, 7−12.

Bekaert, G., Harvey, C., Lundblad, C., "Does financial liberalization spur growth,", Journal of Financial Economics, Vol. 77, 2005, 3−55.

Borensztein, E., Gregorio, J., Lee, J.W., "How does foreign direct investment affect economic growth?," *Journal of International Economics 45,* 1998, pp.115−135.

Bosworth, B, Collins, S., "Capital flows to developing economies: implications for saving and investment", *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol. 1, 1999, 143−169.

Bussiere, M., Fratzscher, M., "Financial openness and growth : short−run gain, long−run pain?" ECB WP348, 2004.

Cardarelli, R., Elekdag, S., Kose, M., "Capital inflows : Macroeconomic implications and policy responses," IMF WP/09/40, 2009.

Caselli, F., Feyrer, J., "The Marginal Product of Capital," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 122, No. 2, 2007, 535-568.

Chari, A., Henry, P., "Firm-specific information and the efficiency of investment," *Journal of Financial Economics,* Vol. 87, 2008, 636-655.

Committee on the Global Financial System, "Capital flows and emerging market economies," *CGFS Paers,* No. 33, Bank for International Settlement, 2009.

Durham, B., "Absorptive capacity and the effects of foreign direct investment and equity foreign portfolio investment on economic growth," *European Economic Review 48*, 2004, pp.285-306.

Edison, H., Klein, M., Ricci, L., Sløk, T., ichengreen, B., "Capital account liberalization : what do cross-country studies tell us?" World Bank Economic Review, Vol. 15, No. 3, 2001, 341-65.

Edwards, S., "Capital mobility and economic performance : are emerging economies different?", NBER WP8076, 2001.

Eichengreen, B., "Capital account liberalization : what do cross-country studies tell us?", *World Bank Economic Review,* Vol. 15, No. 3, 2001, 341-65.

Eichengreen, B., "Capital account liberalization : what do cross-country studies tell us?", *World Bank Economic Review,* Vol. 15, No. 3, 2001, 341-65.

Eichengreen, B. & Leblang, D., "Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right?" NBER WP9427, 2003.

Felices, G., Hoggarth, G., Madouros, V., "Capital inflows into EMEs since the millennium: risks and the potential impact of a reversal," *Bank of England Quarterly Bulletin 2008 Q1.*

Fisher, S., "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF," in *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, Princeton University, 1998.

Fisher, S., "Globalization and its challenges," *American Economic Review,* Vol. 93, No. 2, 2003, 1-30.

Hecht, Y., Razin, A., Shinar, N., "Interactions between Capital Inflows and Domestic Investment: Israel and Developing Economies,", *Israel Economic Review,* Vol. 2, No. 2, 2004, 1-14.

Henry, P., "Capital account liberalization : theory, evidence, and speculation,", *Journal of Economic Literature,* Vol. 45, No. 4, 2007, 887-935.

Klein, M., Olivei, G., "Capital account liberalization, financial depth, and economic growth," *Journal of International Money and Finance,* Vol. 27, 2008, 861-875.

Kose, M., Meredith, G., Towe, C., "How do Trade and Financial Integration Affect the Relationship Between Growth and Volatility?" *Journal of International Economics,* Vol. 69, No. 1, 2006, 176-202.

Kose, M., Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S., "Financial Globalization : A reappraisal," *IMF Staff Papers,* Vol. 56, No. 1, 2009a.

Kose, M, Prasad, E., Terrones, M., "Does financial globalization promote risk sharing?," *Journal of Development Economics,* Vol. 89, 2009b, 258-270.

Levine, R., Renelt, D., "A sensitivity analysis of cross-country growth regressions," *The American Economic Review,* Vol. 82, No. 4, 1992, 942-963.

Mileva, E., "The impact of capital flows on domestic investment in transition economies," European Central Bank working paper no. 871, 2008.

Mishkin, F., *The Next Great Globalization : How Disadvantaged Nations Can Harness their Financial Systems to Get Rich,* Princeton, NJ, Princeton University Press, 2006.

Mody, A, Murshid, A., "Growing up with capital flows," *Journal of International Economics 65,* 2005, pp 249-266.

Prasad, E., Rajan, R., Subramanian, A., "Foreign capital and economic growth," *Brooking Papers on Economic Activity,* Vol. 1, 2007, 153-209.

Quinn, D., "The Correlates of Changes in International Financial Regulation," *American Political Science Review*, Vol. 91, 1997, 531-51.

Ranciere, R., Tornell, A., Westermann, F., "Systemic crises and growth," *The Quarterly Journal of Economics,* 2008, 359-406.

Reisen, H, Soto, M., "Which Types of Capital Inflows Foster Developing-Country Growth?,", *International Finance*, Vol. 4, No. 1, 2001, pp. 1-4.

Rodrik, D., "Who Needs Capital-Account Convertibility," in *Essays in International Finance,* Vol.207, Princeton University, 1998.

Rodrik, D, Subramanian, A., "Why did financial globalization disappoint?," *IMF Staff Papers,* Vol. 56, Iss. 1, 2008, 112-138.

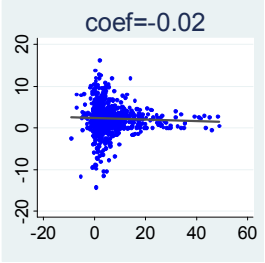
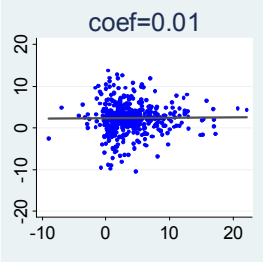
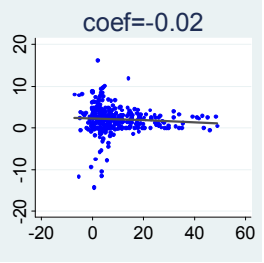
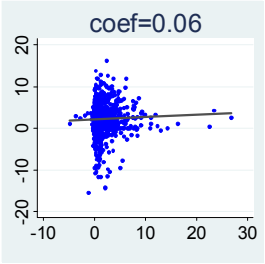
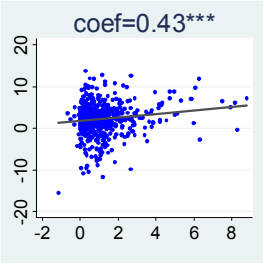
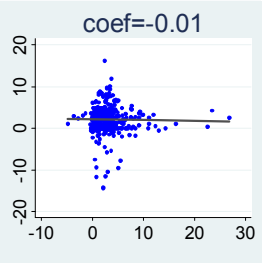
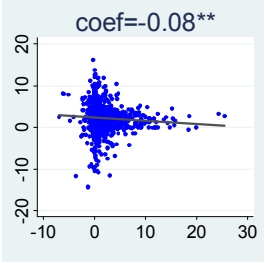
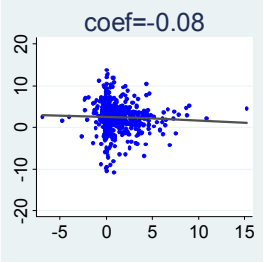
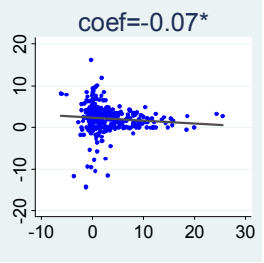
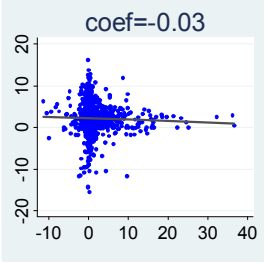
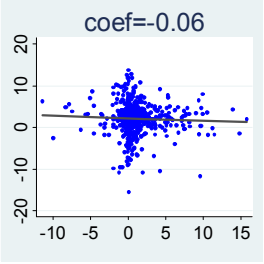
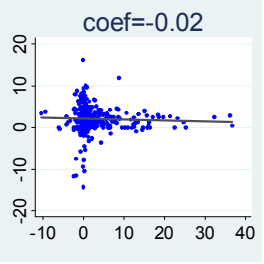
Rogoff, K., ""International Institutions for Reducing Global Financial Instability,"" *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 4, 1999, 21-42

Stiglitz,J., "Capital market liberalization, economic growth, and instability," *World Development,* Vol. 28, No. 6, 2000, 1075-1086.

Stiglitz,J., "Capital market liberalization, globalization, and the IMF," *Oxford review of Economic POlicy,* Vol. 20, No. 1, 2004, 57-71.

[부록 1] 자본유입과 경제성장의 관계 : 자본형태별

<부도 1> 기간별 자본유입과 경제성장의 관계

	전체	80 ~ 96	97 ~ 06
총유입			
직접투자			
증권투자			
은행차입			

주 : 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 표시
2) 그림의 coef 값은 경제성장률을 종속변수, 자본유입(전기값)을 설명변수로 한 단순회귀식의 추정계수를 의미

<부표 1> 직접투자와 경제성장

변수		전체	기간별		국가그룹별	
			1980-1996	1997-2006	선진국	개도국
직접투자(-1)		0.077* (1.81)	0.324** (2.05)	0.047 (1.21)	0.016 (0.67)	0.267** (2.42)
초기소득		-1.06*** (3.42)	-1.043** (2.43)	-0.934*** (3.56)	-0.957*** (3.06)	-1.129*** (2.70)
초기교육		0.043** (2.49)	0.043* (1.85)	0.019 (1.31)	0.003 (0.32)	0.049* (1.73)
무역개방		0.007 (1.01)	0.031*** (3.10)	-0.004 (0.50)	0.001 (0.23)	-0.004 (0.46)
물가상승률		-0.002*** (3.14)	-0.002*** (2.72)	-0.195*** (3.11)	-0.114*** (2.64)	-0.002*** (3.25)
상수항		9.346*** (5.22)	3.992 (1.45)	11.664*** (7.21)	11.447*** (4.14)	10.858*** (4.05)
관측치수		906	548	322	412	468
$Adj-R^2$	within	0.15	0.20	0.26	0.39	0.23
	between	0.37	0.27	0.44	0.07	0.56
	overall	0.20	0.19	0.29	0.37	0.29

주 : 1) ( ) 내는 t-값
2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 표시
3) 연도더미의 추정결과는 생략

<부표 2> 증권투자와 경제성장

변수		전체	기간별		국가그룹별	
			1980-1996	1997-2006	선진국	개도국
증권투자(-1)		-0.080** (2.30)	-0.133* (1.73)	-0.114** (2.52)	-0.061*** (2.93)	0.032 (0.26)
초기소득		-1.096*** (5.70)	-1.205*** (3.65)	-0.806*** (2.90)	-1.112*** (3.59)	-1.110*** (5.10)
초기교육		0.047*** (4.76)	0.051*** (3.04)	0.023 (1.55)	0.005 (0.53)	0.047*** (3.32)
무역개방		0.003 (0.63)	0.018** (2.48)	-0.003 (0.46)	0.002 (0.72)	0.003 (0.58)
물가상승률		-0.002*** (3.14)	-0.002*** (2.79)	-0.219*** (3.54)	-0.118*** (2.73)	-0.002*** (3.14)
상수항		10.383*** (9.19)	-	11.028*** (6.53)	13.371*** (4.80)	11.066*** (7.72)
관측치수		853	502	315	412	415
$Adj-R^2$	within	0.16	0.19	0.29	0.40	0.25
	between	0.47	0.38	0.38	0.04	0.57
	overall	0.23	0.25	0.30	0.38	0.31

주 : 1) ( ) 내는 t-값
2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 표시
3) 연도더미의 추정결과는 생략

<부표 3> 은행차입과 경제성장

변수		전체	기간별		국가그룹별	
			1980-1996	1997-2006	선진국	개도국
은행차입(-1)		0.010 (0.39)	-0.011 (0.19)	-0.005 (0.23)	-0.016 (1.15)	-0.057 (0.57)
초기소득		-1.010*** (3.73)	-1.046** (2.54)	-0.856*** (3.10)	-1.100*** (2.85)	-0.991*** (4.00)
초기교육		0.042*** (2.86)	0.041* (1.90)	0.016 (1.02)	0.003 (0.27)	0.050*** (2.94)
무역개방		0.010* (1.80)	0.036*** (3.78)	0.001 (0.10)	0.006 (1.55)	0.002 (0.23)
물가상승률		-0.002*** (3.08)	-0.002*** (2.73)	-0.215** (3.32)	-0.113** (2.47)	-0.003*** (3.21)
상수항		9.017*** (5.68)	-	11.240*** (6.90)	12.568*** (3.77)	10.311*** (5.18)
관측치수		867	533	299	406	435
$Adj-R^2$	within	0.15	0.18	0.28	0.41	0.25
	between	0.35	0.30	0.41	0.12	0.50
	overall	0.20	0.19	0.30	0.38	0.29

주 : 1) ( ) 내는 t-값
2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 표시
3) 연도더미의 추정결과는 생략

[부록 2] 자본유입의 문턱효과 : 개도국 및 FDI 기준

<부표 4> 국내신용

	총자본유입(개도국) 기준			FDI(전체국가) 기준		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
자본유입	−0.484 (−1.27)	−0.992** (−2.39)	0.763** (2.62)	−0.302 (−1.59)	−1.191*** (−3.24)	0.488** (2.69)
자본유입× 국내신용	0.011*** (3.13)	0.031** (3.03)		0.008*** (2.82)	0.031*** (3.47)	
자본유입× 국내신용^2		−0.00015* (−2.08)			−0.00015** (−2.73)	
자본유입× 국내신용$^{-1}$			−17.586*** (−3.27)			−20.926*** (−3.77)
초기소득	−1.008** (−2.62)	−1.022** (−3.00)	−1.335*** (−3.78)	−1.165*** (−5.10)	−1.100*** (−5.28)	−1.131*** (−5.37)
초기교육	0.042* (2.02)	0.032 (1.68)	0.027 (1.31)	0.041*** (3.29)	0.033*** (2.90)	0.036*** (3.06)
무역개방	−0.032* (−2.02)	−0.016 (−0.98)	−0.012 (−0.93)	−0.012 (−1.23)	−0.006 (−0.71)	−0.006 (−0.71)
물가 상승률	−0.0031 (−0.89)	−0.0015 (−0.46)	−0.0001 (−0.00)	−0.0012 (−0.5)	−0.0007 (−0.29)	−0.0010 (−0.44)
상수항	9.551*** (4.19)	9.068*** (4.46)	10.639*** (4.74)	9.624*** (6.51)	9.479*** (7.06)	9.640*** (7.12)
관측치수	19	19	19	37	37	37
adj R^2	0.59	0.68	0.61	0.45	0.55	0.53

주 : 1) ( ) 내는 t−값
2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 표시

<부표 5> 제도발전 수준

	총자본유입(개도국) 기준			FDI(전체국가) 기준		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
자본유입	−0.218 (−0.51)	−0.966 (−1.77)	1.143*** (3.15)	−0.328 (−0.61)	−1.253** (−2.06)	0.251 (1.37)
자본유입× 제도수준	0.012* (1.98)	0.064** (2.35)		0.004 (0.71)	0.053** (2.72)	
자본유입× 제도수준^2		−0.0005* (−1.95)			−0.0004** (−2.60)	
자본유입× 제도수준$^{-1}$			−18.905*** (−3.19)			−14.361** (−2.16)
초기소득	−1.616*** (−3.77)	−1.641*** (−4.25)	−1.733*** (−4.73)	−1.157*** (−4.39)	−1.061*** (−4.34)	−1.158*** (−4.85)
초기교육	0.018 (0.68)	0.001 (0.05)	0.003 (0.12)	0.043*** (2.97)	0.045*** (3.41)	0.040*** (3.00)
무역개방	−0.0055 (−0.38)	−0.0201 (−1.33)	−0.0106 (−0.85)	−0.0001 (−0.01)	−0.0064 (−0.68)	−0.0018 (−0.19)
물가 상승률	0.0015 (0.40)	−0.0008 (−0.21)	0.0012 (0.38)	−0.0010 (−0.35)	−0.0030 (−1.12)	−0.0015 (−0.60)
상수항	12.215*** (4.20)	13.090*** (4.93)	13.249*** (5.33)	9.233*** (4.88)	8.497*** (4.84)	9.546*** (6.09)
관측치수	19	19	19	37	37	37
adj R^2	0.44	0.54	0.60	0.32	0.40	0.40

주 : 1) ( ) 내는 t−값
2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 표시

<부표 6> 기업경영환경

	총자본유입(개도국) 기준			FDI(전체국가) 기준		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
자본유입	−0.157 (−0.39)	−0.107 (−0.24)	0.376* (1.14)	−0.350 (−0.90)	−1.014* (−1.88)	0.148 (0.93)
자본유입×DBI	0.011* (2.05)	0.005 (0.25)		0.006 (1.10)	0.033* (1.98)	
자본유입×DBI^2		0.0001 (0.30)			−0.0003* (−1.72)	
자본유입×DBI^{-1}			−5.810* (−2.11)			−10.746** (−2.54)
초기소득	−1.343*** (−3.21)	−1.358*** (−3.10)	−1.681*** (−3.40)	−1.150*** (−4.53)	−1.100*** (−4.44)	−1.289*** (−4.67)
초기교육	0.038 (1.57)	0.041 (1.52)	0.059* (2.04)	0.041*** (2.92)	0.039*** (2.80)	0.045*** (3.13)
무역개방	−0.0100 (−0.67)	−0.0115 (−0.70)	0.0018 (0.12)	0.0001 (0.00)	−0.0022 (−0.23)	0.0022 (0.24)
물가 상승률	0.0010 (0.27)	0.0009 (0.23)	0.0033 (0.76)	−0.0001 (−0.13)	0.0002 (0.06)	0.0017 (0.61)
상수항	10.289*** (3.89)	10.412*** (3.74)	11.490*** (3.87)	9.266*** (5.39)	9.372*** (5.62)	10.334*** (5.94)
관측치수	19	19	18	37	37	36
adj R^2	0.45	0.40	0.39	0.34	0.38	0.38

주 : 1) ( ) 내는 t−값
2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 표시

<부표 7> 자본수익률

	FDI(전체국가) 기준		
	(1)	(2)	(3)
자본유입	-0.510 (-1.05)	0.666 (0.54)	0.087 (0.35)
자본유입× 자본수익률	5.482 (1.00)	-29.573 (-0.87)	
자본유입× 자본수익률^2		254.071 (1.04)	
자본유입× 자본수익률$^{-1}$			-0.012 (-0.65)
초기소득	-0.492* (-1.83)	-0.463* (-1.71)	-0.523* (-1.94)
초기교육	0.013 (0.91)	0.009 (0.59)	0.017 (1.16)
무역개방	0.007 (0.75)	0.006 (0.66)	0.006 (0.60)
물가상승률	-0.029 (-1.10)	-0.056 (-1.52)	-0.024 (-0.90)
상수항	5.357** (2.56)	5.593** (2.66)	5.432** (2.56)
관측치수	27	27	27
adj R^2	0.12	0.12	0.09

주 : 1) ( ) 내는 t-값
2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 표시
3) 개도국은 자본수익률 데이터가 10개국만 가능하여 추정에서 제외

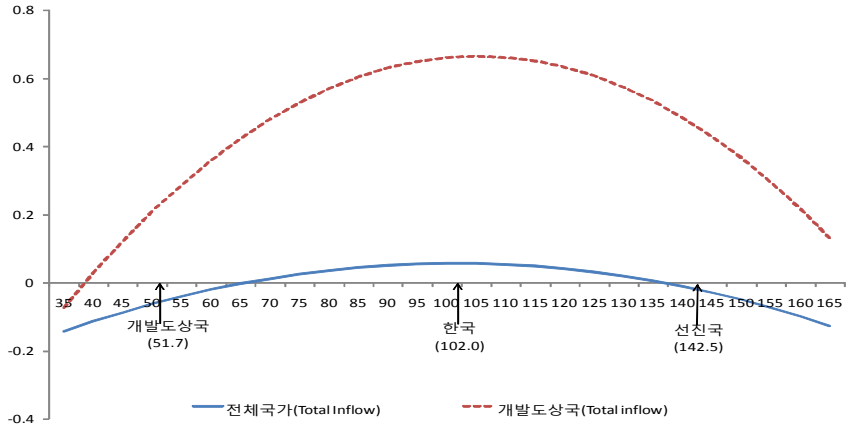
[부록 3] 자본유입의 문턱효과 : 역U자형 관계

<부표 8> 자본유입의 문턱효과 : 역U자형 관계

	총자본유입(전체국가) 기준			
	국내신용	제도수준	기업경영환경	자본수익률
자본유입	−0.401** (−2.33)	−0.832** (−2.16)	−0.485* (−1.84)	−0.217 (−0.16)
자본유입× 국내신용	0.009** (2.33)	0.025** (2.42)	0.013* (1.83)	−1.238 (−0.04)
자본유입× 국내신용^2	−0.00005** (−2.18)	−0.0002** (−2.28)	−0.0001* (−1.71)	38.690 (0.19)
자본유입× 국내신용$^{-1}$				
초기소득	−1.087*** (−4.34)	−1.073*** (−4.32)	−1.012*** (−3.90)	−0.252 (−0.78)
초기교육	0.041*** (3.11)	0.040*** (2.89)	0.037** (2.63)	0.007 (0.48)
무역개방	0.002 (0.27)	0.0004 (0.05)	−0.0004 (−0.05)	0.012 (1.15)
물가 상승률	−0.0005 (−0.20)	−0.0018 (−0.69)	−0.0006 (−0.22)	−0.045 (−1.05)
상수항	8.676*** (5.3)	8.819*** (5.16)	8.713*** (5.20)	3.773 (1.44)
관측치수	37	37	37	27
adj R^2	0.40	0.40	0.36	0.18
RMSE	1.19	1.18	1.23	0.92

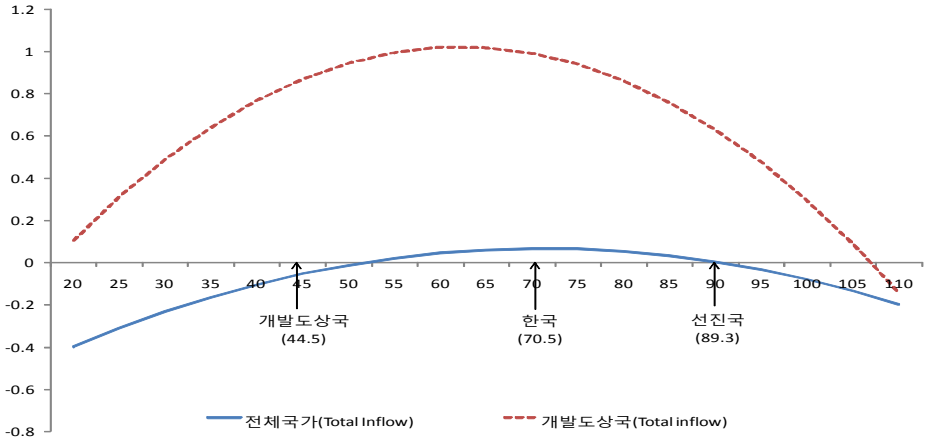
<부도 2> 자본유입의 문턱효과 : 역U자형 및 선형 관계

① 금융발전도



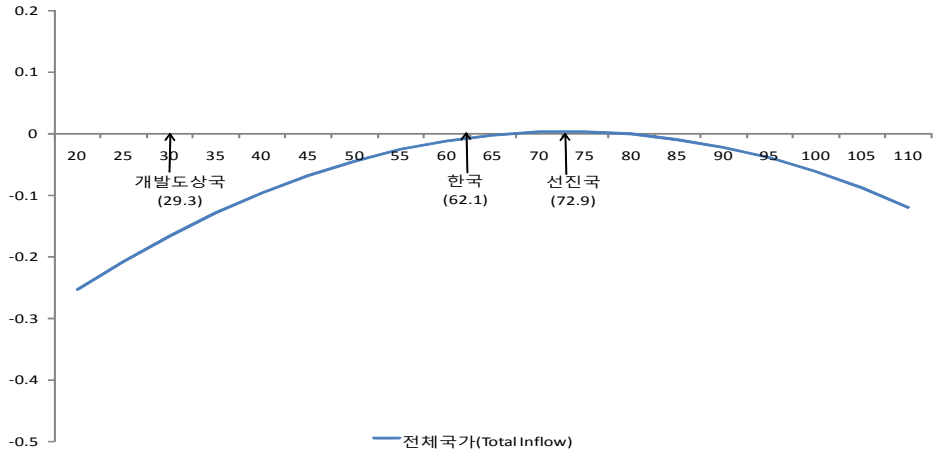
주 : 1) X축은 국내신용(GDP 대비, %), Y축은 자본유입의 성장파급효과를 표시
2) 개도국에 대한 패널모형 추정결과는 <부록 2>를 참조

② 제도발전



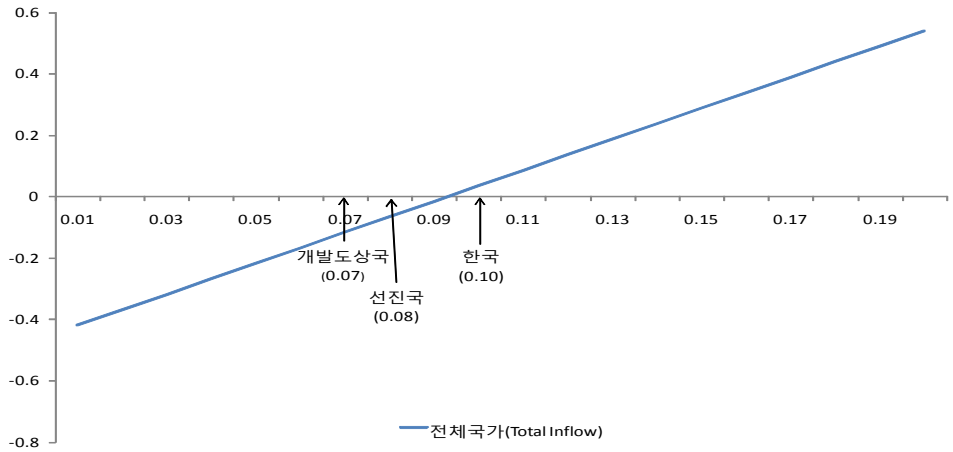
주 : 1) X축은 제도발전지수(World Bank Governance Index), Y축은 자본유입의 성장파급효과를 표시
2) 개도국에 대한 패널모형 추정결과는 <부록 2>를 참조

③ 기업경영환경



주 : 1) X축은 DBI지수, Y축은 자본유입의 성장파급효과를 표시
2) 개도국의 역U자형 관계는 통계적으로 유의하지 않아 그림에서 제외
3) 개도국에 대한 패널모형 추정결과는 <부록 2>를 참조

④ 자본수익률



주 : 1) X축은 자본수익률, Y축은 자본유입의 성장파급효과를 표시
2) 개도국은 자본수익률 데이터가 10개국만 가능하여 추정에서 제외

금융경제연구 발간목록

201 북한무역 및 남북교역이 북한경제성장에 미치는 효과 분석(2004.11) 이영훈

202 비교역재 모형을 이용한 최근의 수출호조 및 내수부진에 관한 분석(2004.11) 장동구·최영준

203 연구개발의 경제성장 효과 분석 (2004.11) 하준경

204 중국의 경제개혁과 북한에 주는 시사점 (2004.11) 안예홍

205 Liquidity and Twin Crises (2004.12) Hyun Song Shin

206 북한 재정제도의 현황과 변화추이 (2004.12) 문성민

207 주요국 중앙은행의 목적 및 업무 범위에 대한 비교와 그 시사점에 관한 연구 (2004.12) 고동원

208 외환전자중개와 환율변동성 (2004.12) 최창규

209 Assessing Korea's Post Crisis Managed Float (2004.12) Thomas D. Willett

210 최근의 설비투자 부진원인과 정책과제 (2004.12) 전승철·김영준·하준경

211 고용률의 의의와 유용성 분석 (2004.12) 김기호·장동구

212 Exchange Rate Polices in a Small Open Emerging Economy :Lessons from the East Asian Currency Crisis (2004.12) Junggun Oh

213 투기성 외국자본의 문제점과 정책과제 (2005.1) 전승철·윤성훈·이병창·이대기·이현영

214 은행의 금융중개기능 약화 원인과 정책과제 (2005.2) 강종구

215 우리나라 수익률곡선 추정과 특징 (2005.2) 임형석

216 개인신용정보 공유 방안에 관한 연구 (2005.3) 정형권

217 우리나라 부품소재산업의 경쟁력 현황과 정책과제 (2005.3) 김현정

218 외국인 주식투자가 주가양극화에 미친 영향 및 시사점 (2005.5) 서상원

219 외국 금융기관의 진입이 국내 은행산업에 미친 영향(2005.5) 강종구·김현의

220	북한 경제정책의 변화와 향후 전망: 가격을 중심으로(2005.5)	이영훈
221	최근 통화증가율 하락 원인과 시사점(2005.6)	김영준
222	환율 변화가 품목별 수출에 미치는 영향(2005.7)	윤성훈
223	기술혁신과 고용창출(2005.8)	강규호
224	인구고령화가 경제성장에 미치는 영향(2005.9)	김기호
225	구조변수를 이용한 산업별 FDI 결정요인 분석과 성장잠재력 확충에 대한 시사점(2005.9)	이종욱·전승철
226	우리나라 FDI정책의 문제점과 개선방안(2005.10)	남광희·윤성훈
227	서비스산업의 선진화와 외국인직접투자(FDI)의 전략적 유치방안(2005.10)	강성진·서상원
228	금융허브로의 발전과 금융 FDI의 역할(2005.10)	이근영·이대기
229	최근의 제조업 업종별 실질실효환율 동향과 시사점(2005.10)	이재랑·이병창
230	아시아 경제의 장래(2005.10) The Future of the Asian Economy(2005.12)	거시경제연구실·국제경제연구실·금융연구실·사회경제연구실
231	The Future of Central Banking(2005.10)	Charles A. E. Goodhart
232	노동시장의 구조변화와 생산성 - 비정규직 및 여성고용을 중심으로(2005.11)	전병유·장동구
233	시장구조와 생산성 : 한국 제조업 미시자료의 분석을 중심으로(2005.11)	안상훈·김기호
234	기업간 거래유형이 생산성에 미치는 효과(2005.11)	이덕희·김현정
235	기초 연구와 응용 개발 연구투자의 최적 구조에 관한 연구(2005.11)	김용진·이종화·하준경
236	북한 금융의 최근 변화와 개혁과제(2005.11)	문성민
237	사외이사제도의 유효성 - 일본의 사례분석과 우리나라에의 시사점(2005.12)	정태훈
238	최근 은행대출 증가세 둔화 원인과 정책과제 - 기업의 자금조달행태 변화를 중심으로(2005.12)	강종구

239 최근의 개인파산 급증현상과 정책과제(2005.12) 유경원

240 Markov Chain Approach for Bond Portfolio Selection(2006.1) Sangwon Suh·Jinsoo Lee

241 한국의 물가안정목표제 운용경험과 정책과제(2006.1) 전성인

242 한국경제의 소득재분배 효과 분석 – 사회회계행렬을 이용한 접근(2006.1) 노용환·남상호

243 외환위기 이후 가계소비행태 변화의 원인 분석 – 연령대별 소비행태를 중심으로(2006.2) 최영준

244 Velocity of Money and Optimal Monetary Policy for the Korean and US Economies(2006.2) Hwagyun Kim·Chetan Subramanian

245 최근의 기업투자와 현금흐름간 관계분석(2006.2) 강태수·서유정

246 북·중무역의 현황과 북한경제에 미치는 영향(2006.2) 이영훈

247 중국의 세계무역기구(WTO) 가입이후 중국인민은행의 개편 현황 및 전망(2006.2) 이동욱

248 주택가격의 거품여부에 대한 평가(2006.2) 이준희

249 국내 원·엔거래 활성화의 원화환율 안정화 효과와 정책과제(2006.3) 서상원

250 중소기업 정책금융지원 효과 분석(2006.3) 강종구·정형권

251 Relative Price Distortion and Optimal Monetary Policy in Open Economies(2006.3) Jinill Kim·Andrew T. Levin·Tack Yun

252 Rational Expectations, Long-run Taylor Rule, and Forecasting Inflation(2006.3) Byeongseon Seo·Sokwon Kim

253 화폐대용지급수단의 확대가 현금수요에 미치는 영향(2006.5) 유병학

254 서비스산업의 신성장동력 가능성 분석(2006.5) 김현정

255 자산가격과 유동성간의 관계분석(2006.6) 정규일

256 민간연금의 자본시장 발전효과 분석(2006.6) 김희식

257 정보격차와 경제성장(2006.6) 노용환

258	금융환경 변화가 금융안정에 미치는 영향(2006.7)	강종구
259	합병기업의 연구개발투자, 이윤 및 매출 변화 분석 - 제조업 및 정보통신업을 중심으로(2006.7)	권철우·전봉걸
260	저인플레이션 하에서 통화정책이 기업투자에 미치는 효과(2006.7)	김현의
261	환율변동이 고용에 미치는 영향(2006.7)	장동구·김기호·이현창
262	우리나라 금융회계의 보수성 분석(2006.8)	이상욱·서유정
263	기업공시의 시점과 주식시장의 반응(2006.8)	강태수·정태훈
264	최근 우리나라 경기변동의 특징에 대한 평가(2006.8)	남상호
265	비은행 금융기관 지급결제 서비스 제공의 경제적 효과(2006.9)	양준모
266	소득계층별 가계저축률 격차 확대의 원인 분석(2006.10)	유경원·조은아
267	비관측인자 오차수정모형을 이용한 월별 GDP 추정(2006.10)	김기호
268	혼합주기자료 VAR모형을 이용한 경제성장률 예측(2006.10)	김윤영·박준용
269	Shareholder Monitoring and Regulation : The Japanese Banking Experience(2006.11)	Kenneth A. Kim·Sang-Hyop Lee·S. Ghon Rhee
270	Efficiency, Productivity Growth and Profitability of Korean Banks(2006.11)	Kang H. Park·William L. Weber
271	바젤Ⅱ 도입과 은행의 대출행태 분석(2006.11)	서상원
272	금융규제 투명성과 금융안정(2006.11)	권철우·전봉걸
273	Learning and Model Validation(2006.11)	In-Koo Cho·Kenneth Kasa
274	은행 대형화 및 시장집중도 상승이 은행 효율성에 미친 영향(2006.11)	정형권·강종구
275	환율변동과 노동생산성간 관계 분석(2006.11)	이병창
276	Malmquist 지수를 이용한 총요소생산성 분석(2006.12)	최영준
277	중기물가안정목표제하에서의 최적 통화정책(2006.12)	김준한
278	최근 미국의 장기금리 수준에 대한 평가(2006.12)	이진수

279 금융기관 수신의 단기화에 대한 평가(2006.12) 최희갑

280 Estimates of Labor and Total Factor Productivity by 72 Industries in Korea (1970-2003) (2006.12) 표학길·이근희·하봉찬

281 남북경협의 현황 및 평가(2006.12) 이영훈

282 세계화 추세하에서 대기업 규제의 정당성 평가(2006.12) 김재홍·김상은·심경보·문성희

283 서비스시장 개방이 경제성장 및 생산성에 미치는 영향 분석(2006.12) 이현훈

284 최근 우리나라 설비자본의 효율성(2006.12) 김대수·전봉걸

285 부동산에 대한 과세의 거시경제적 효과(2007.1) 박성욱

286 기업의 비정규인력 고용행태 결정요인 분석(2007.1) 노용환

287 Is Money Growth Still Useful for Predicting Inflation in Korea?(2007.1) 김현의

288 선진국 노사관계의 특성 및 최근 변화
: 국가간 비교 분석과 국내에 대한 시사점(2007.1) 정주연

289 거시경제정책 조합과 사회후생(2007.1) 김현정·윤성훈

290 Agency Conflicts, Financial Distress, and Syndicate Structure
: Evidence from Japanese Borrowers(2007.1)
Seung-Woog (Austin) Kwag, Sang Whi Lee, Donald J. Mullineaux, and Kwangwoo Park

291 통일이후 남북한 경제통합방식에 대한 연구(2007.1) 안예홍·문성민

292 Financing Special Economic Zones in China(2007.1) Chan Man Hung, Thomas

293 통화정책과 금융기관의 비대칭적 금리조정(2007.1) 김석원

294 연금민영화의 금융발전 효과 분석: 칠레의 경험을 중심으로(2007.1) 김희식

295 가계부채 확대와 통화정책 효과
- 소비에 미치는 효과를 중심으로(2007.2) 김현의·우준명

296 소득분배 구조와 통화정책 효과(2007.2) 정규일

297 기업분할의 결정요인과 경영성과 분석(2007.2) 이상욱

298 경기변동에 따른 노동시장의 비대칭적 반응 분석(2007.2) 김우영

299 The Local Content Requirement under the Vertical Technology Diffusion(2007.3)
Chul-Woo Kwon·Bong Geul Chun

300 오차단위근을 고려한 공적분 검정(2007.5) 김윤영·박준용

301 조세 종류별 후생효과 분석(2007.5) 박성욱

302 국내 기업의 해외직접투자 결정 요인
- 기업경영 관련 여건을 중심으로(2007.6) 전봉걸·권철우

303 해외직접투자와 국내투자의 관계 분석(2007.6) 김현정

304 출산율저하가 인적투자 및 금융시장에 미치는 영향(2007.7) 김기호·유경원

305 상호저축은행의 효율성 및 건전성 분석(2007.8) 정형권

306 최근 통화량의 변동요인 분석
- 주택가격을 고려한 통화수요함수 추정(2007.8) 유병학

307 여성의 출산과 경제활동참가 결정요인 분석(2007.8) 김우영

308 비용상승 충격의 불확실성과 통화정책(2007.9) 정규일

309 2007년 한국은행 국제컨퍼런스 결과
- Monetary Policy Communication and Credibility in a Financially Globalized World(2007.9) 한국은행 금융경제연구원

310 금융기관 해외투자 확대정책의 경제적 효과 분석(2007.9) 강종구

311 외환위기 전후 원·달러 환율의 변동요인 비교분석(2007.10) 김윤영

312 가계의 교육비와 저축간 관계 분석(2007.10) 유경원

313 The Political Economy of East Asian Financial Cooperation
- The Chiang Mai Initiative(2007.10) Hyoung-kyu Chey

314 Forecasting Output Growth and Inflation
- How to Use Information in the Yield Curve(2007.10)
Huiyu Huang·Tae-Hwy Lee·Canlin Li

315 How Much Inflation is Necessary to Grease the Wheels?(2007.12)
Jinil Kim·Francisco J. Ruge-Murcia

316 선진적 금융세계화를 위한 전제조건 분석(2008.1) 김희식

317 물적·인적자본의 한계생산성 분석(2008.1) 박성욱

318 중국의 금융개혁과 은행산업 생산성변화(2008.1) 오대원

319 개방경제하에서의 최적 통화정책(2008.1) 정용승

320 외국인 직접투자의 현황과 과제(2008.1) 홍재범

321 Explaining the Cyclical Behavior of the Korean Labor Market(2008.2) Weh-Sol Moon

322 Inventory, Factor-Hoarding and the Dynamic Response to Monetary Shocks(2008.2) Kwang Hwan Kim

323 원/달러 무위험 금리차의 특성에 관한 연구(2008.2) 송치영

324 Total Factor Productivity by 72 Industries in Korea and International Comparison(2008.2) Hak K. Pyo·Hyunbae Chun·Keun Hee Rhee

325 Market Services Productivity in Korea: An International Comparison(2008.2) Hyun Jeong Kim

326 A Political Economic Critique on the Theory of Optimum Currency Areas and the Implications for East Asia(2008.3) Hyoung-kyu Chey

327 The Growth and Determinants of Vertical Trade in Korea(2008.3) Young Kyung Suh

328 제조업 업종별 특성과 수출경쟁력(2008.3) 권철우·전봉걸

329 Competition in the Credit Rating Industry(2008.3) 이인호

330 Non-Interest Income of Commercial Banks: Evidence from OECD Countries(2008.3) Joon-Ho Hahm

331 An Assessment of the New Keynesian Phillips Curve in the Korean Economy(2008.3) Bae-Geun Kim·Byung Kwun Ahn

332 미 달러화 환율의 장단기 결정요인 분석(2008.4) 김윤영

333 중국 제조업의 효율성 변화와 시사점(2008.4) 오대원

334 사교육투자의 효율성 분석(2008.4) 이찬영

335 외환거래 확대의 시장안정효과 분석(2008.5) 김희식

336 Do Capital Adequacy Requirements Really Matter(2008.5) Junhan Kim

337 물가안정목표제하에서 자산가격 변동과 경제안정(2008.5) 김양우·우준명

338 기혼여성의 맞벌이 결정요인 분석(2008.6) 김우영

339 제조업과 서비스업간 기술진보 확산효과 분석(2008.8) 박성욱

340 The Cost Channel Effect of Monetary Policy in Korea(2008.8) Myung-Soo Yie

341 해외 공급충격과 개방경제의 최적 금리준칙(2008.8) 김근영

342 고용보호제도 변화가 노동시장에 미치는 영향 분석(2008.8) 문외솔

343 장·단기 금리격차의 생산갭 예측력 분석(2008.9) 이명수

344 고용구조의 변화와 학력별 임금격차(2008.9) 김우영

345 임금근로자의 하향취업 행태 분석(2008.9) 이찬영

346 Estimation of Hybrid Phillips Curve in Korea(2008.9) Woong Kim

347 Can the European Monetary System Be a Model for East Asian MonetaryCooperation?(2008.10) Hyoung-kyu Chey

348 주택 가격지수 산정
- 서울 아파트 실거래가격을 이용한 실증연구(2008.10) KAIST 금융공학연구센터

349 2008년 한국은행 국제컨퍼런스 결과
- Recognizing and Coping with Macroeconomic Model Uncertainty in Designing Monetary Policy(2008.10) 한국은행 금융경제연구원

350 소비자물가에 대한 유가 및 환율충격의 비대칭성·비선형성 분석(2008.11) 김기호·윤성훈

351 불완전 환율전가하에서 환율이 상품수지에 미치는 영향(2008.11) 윤성훈·김귀정

352 Inflation Volatility and Stock Returns: Some International Evidence(2008.11) Ky-hyang Yuhn·Sang Bong Kim

353 외환시장압력과 국외부문 통화공급 변동의 관계 분석(2008.11) 김용복

354 통화적 물가결정이론으로 본 장기균형물가와 인플레이션(2008.11) 김배근

355 물가·성장간 관계변화 분석(2008.11) 송승주

356 The Impact of Foreign Bank Penetration on the Transmission of Monetary Policy in Emerging Economies: Evidence from Bank-level Data(2009.1)
Ji Wu·Alina C. Luca·Bang Nam Jeon

357 국가별 금리차의 요인분해(2009.1) 유복근

358 글로벌 구조 VAR 모형을 이용한 해외충격의 파급효과 분석(2009.1)
김윤영·박준용

359 통화옵션을 이용한 미래 원/달러 환율의 위험중립 확률분포 추정(2009.1)
이승환

360 통화정책과 주식수익률의 관계에 대한 실증분석과 시사점: 한국의 경우(2009.2)
이상규·김양우·우준명

361 기업의 자금조달 수단과 대출경로(2009.2) 김준한·이명수

362 지적재산 보호와 경제성장(2009.2) 박성욱

363 Opening to Capital Flows and Implications from Korea(2009.2)
Kyungsoo Kim, Byoung-Ki Kim and Young Kyung Suh

364 최근 고용여건 변화와 청년실업 해소방안(2009.2) 박강우·홍승제

365 Market Structure, Bargaining, and Covered Interest Rate Parity(2009.2)
Byoung-Ki Kim

366 한국노동패널자료를 이용한 가계부채 분석(2009.2) 김현정·김우영·김기호

367 우리나라 기업의 가격결정행태 분석(2009.2) 김웅·홍승제

368 The Impact of Affinity on International Economic Integration:
The Case of Japanese Foreign Direct Investment(2009.3) Hyoung-kyu Chey

369 한국경제의 구조변화와 생산성: Baumol 효과를 중심으로(2009.3) 오완근

370 제조업과 서비스업의 기술진보 격차가 고용에 미치는 영향(2009.3) 김배근

371 The Estimation of Capital Stocks, Total Factor Productivity and Potential GDP(2009.3) Hak K. Pyo·Sunyoung Jung

372 Does the Liquidity Effect Guarantee a Positive Term Premium?(2009.3) Kyuil Chung

373 개별가격변동과 통화정책(2009.3) 박강우

374 우리나라에서의 디플레이션 발생 위험 평가(2009.3) 김웅

375 Labor Market Frictions and Wage Contracts(2009.3) 문외솔

376 채무 만기연장에 관한 게임이론적 분석(2009.3) 정형권

377 개인저축률과 거시경제변수간 관계분석(2009.3) 송승주

378 환율변동이 실물경제에 미치는 영향(2009.4) 김용복·곽법준

379 가계재무구조와 사교육비 지출 행태(2009.4) 이찬영

380 가계부채의 결정요인 분석(2009.4) 김우영·김현정

381 Are Structural Parameters of DSGE Models Stable in Korea?(2009.4) Jiho Lee

382 Double Drain, Risk of Recession and Monetary Policy in Small Open Economies(2009.5) Geun-Young Kim

383 A Way Forward for Asian Bond Market Development(2009.5) Hong Bum Jang·Suk Hyun

384 개방경제의 실질소득지표에 대한 연구(2009.6) 김배근

385 실물·금융변수와 주택가격간 동태적 상관관계 분석(2009.6) 손종칠

386 은행의 비이자영업 확대와 시스템 위험(2009.6) 김기호·윤성훈

387 2009년 한국은행 국제컨퍼런스 결과
- The Credit Crisis: Theoretical Perspectives and Policy Implications(2009.6) 한국은행 금융경제연구원

388 낙인효과(stigma effect)와 자본이동성이 국채 CDS 프리미엄에 미치는 영향(2009.7) 김용복

389 Comparative Advantage and Labor Market Dynamics(2009.7) Weh-Sol Moon

390 투자자의 시장심리를 반영한 자산가격 변동요인 분석(2009.8) 김윤영·이진수

391 주가와 재무구조 정보를 이용한 기업부문 신용리스크 측정(2009.8) 이승환

392 직접투자 유출입이 경기동조화에 미치는 영향(2009.8) 황광명

393 은행부문의 통화불일치 평가와 발생요인 분석(2009.8) 서영경·김근영

394 Covered Interest Rate Parity: A Model of Cournot Competition and Bargaining with Outside Option(2009.9) Byoung-Ki Kim

395 The Determinants of Informal Sector and Their Effects on the Economy: the Case of Korea(2009.9) Donghun Joo

396 산업간 지식전파효과 분석 : 사업서비스를 중심으로(2009.9) 김현정

397 우리나라 노동시장의 이력현상 분석(2009.9) 김웅

398 다부문 경제성장모형에 의한 수출주도형 성장전략 평가(2009.9) 김배근

399 최적필터(optimal filter)를 이용한 우리나라 주가지수의 확률변동성 및 점프 추출(2009.9) 윤재호

400 사회후생 극대화를 위한 국가채무 수준에 대한 연구(2009.10) 임진

401 중고령자의 은퇴결정요인 분석(2009.10) 손종칠

402 금융 시스템리스크를 감안한 금융기관 자기자본 규제정책(2009.10) 서상원

403 Financial Integration in East Asia: Evidence from Stock Prices(2009.10) Xiaodan Zhao·Yoonbai Kim

404 'Sleeping with the Enemy' or 'An Ounce of Prevention': Sovereign Wealth Fund Investments and Market Destabilization(2009.10) April Knill·Bong-Soo Lee·Nathan Mauck

405 Fluctuations in Exchange Rates and the Carry Trade(2009.10) Kyuil Chung·Òscar Jordà

406 실물경기변동모형에 의한 경기침체 요인분석(2009.11) 송승주

407 1930년대 세계대공황과 2008년 위기(2009.11) 양동휴

408	국내외 금융시장의 연계성 변화 분석 : 외환위기와 글로벌 금융위기 기간을 중심으로(2009.11)	유복근·최경욱
409	Global Economic Recession and East Asia: How Has Korea Managed the Crisis and What Has It Learned?(2009.11)	Yung-Chul Park
410	가구패널자료 접속을 통한 가계의 유동성제약 변화 연구(2009.11)	김기호
411	자본유출입의 경기순응성과 파급경로(2009.12)	송치영·김근영
412	기업 혁신역량 강화를 위한 기업지배구조의 모색(2009.12)	장지상·이근기
413	소비구조 변화가 산업구조에 미치는 영향 – 인구구조 변화를 중심으로(2009.12)	황상필
414	Macro Prudential Supervision in the Open Economy, and the Role of Central Banks in Emerging Markets(2010.2)	Joshua Aizenman
415	Risk-Factor Portfolios and Financial Stability(2010.2)	Gus Garita
416	신용마찰의 경제환경 하에서의 통화정책에 대한 연구(2010.2)	정용승
417	은퇴와 가계소비간 관계 분석(2010.2)	윤재호·김현정
418	Measuring Systemic Funding Liquidity Risk in the Interbank Foreign Currency Lending Market(2010.2)	Seung Hwan Lee
419	선물환시장의 효율성과 무위험금리차(2010.2)	황광명
420	금리정책 동조화의 경로 분석(2010.2)	임진·서영경
421	외국자본 유입이 경제성장에 미치는 영향(2010.3)	김승원

* 금융경제연구 제1～200호의 발간목록은 제320호 이전 책자를 참고하십시오.