

금융경제연구
2010. 12

외환보유액이 단기외채 유입에 미치는 영향

김 승 원*

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

*한국은행 금융경제연구원 국제경제연구실 차장

한국은행 금융경제연구원

외환보유액이 단기외채 유입에 미치는 영향

김승원*

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

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

본 연구과정에서 귀중한 논평을 해주신 정규일 국제경제연구실장, 논문심의 위원회 위원(김현정 거시경제연구실장, 오금화 거시경제연구실 차장, 김근영 국제경제연구실 차장), 그리고 원내세미나 참석자 여러분께 감사드립니다. 아울러 자료분석에 많은 도움을 준 박재환 연구원께도 감사드립니다.

차 례

I. 머리말	1
II. 외환보유액과 단기외채의 관계	2
1. 기존연구	
2. 외환보유액 및 단기외채 추이	
3. 외환보유액과 단기외채의 상호관계	
III. 실증분석	9
1. 패널 회귀분석	
2. 패널 VAR분석	
IV. 결론	24
<참고문헌>	25
<부록>	29

외환보유액이 단기외채 유입에 미치는 영향

그동안 외환보유액의 비용에 관한 논의는 주로 조달비용과 운용수익의 차이를 의미하는 준재정비용(quasi-fiscal cost) 또는 사회적 비용(social cost) 등에 초점을 맞추어 왔다. 그러나 이러한 직접비용 이외에도 외환보유액이 확대될 경우 단기외채의 유입이 증가하고 외채구조가 단기화되는 등의 간접비용을 유발할 가능성이 있다. 이는 외환보유액 증가시 외국자본의 급유출(sudden stop)에 따른 외화유동성 위험(liquidity risk)이 상대적으로 낮아지므로 민간 경제주체들의 입장에서는 단기차입을 확대할 유인이 있기 때문이다. 또한 금융기관들이 외환보유액을 위기시 사용가능한 예비적 유동자산(일종의 보험)으로 인식할 경우에도 도덕해이가 발생하여 단기외채의 유입을 확대시킬 가능성도 있다.

이러한 점에 착안하여 본고에서는 실제로 외환보유액의 확충이 단기외채 유입을 촉진하였는지 46개 국가의 2000~2007년중 연간자료를 이용하여 실증분석하였다. 패널다중회귀모형과 패널VAR모형 분석에서 나타난 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 외환보유액이 증가할 경우 단기외채 증가율도 확대되었다. 이러한 추정결과는 국가 전체의 단기외채는 물론 은행부문만의 단기외채를 사용한 경우에도 마찬가지였다. 둘째, 외환보유 규모가 늘어날수록 총외채에서 차지하는 단기외채의 비중이 상승하여 외국자본 유입구조의 건전성이 악화되는 모습을 보였다.

이처럼 외환보유액이 단기외채를 유발할 경우 외환보유액 확충을 통해 위기를 예방하고 최소화하려는 당초의 자기보험 목적을 충분히 달성하기 어려운 반면 유지비용만 증가할 가능성이 있다. 따라서 외환보유액에 수반되는 부작용을 최소화하기 위하여 거시건전성 정책을 강화할 필요가 있다.

핵심주제어 : 외환보유액, 외화유동성 위험, 도덕해이, 단기외채
경제학문헌목록 주제 분류 : E58, F33, F34

I. 머리말

2000년대 들어 신흥국을 중심으로 외환보유 규모가 급격히 확대되었다. 이는 세계적으로 자본자유화가 급속히 진전되는 가운데 중남미, 아시아, 러시아 등이 잇따라 외환위기를 경험하면서 각국이 자본의 급유출(sudden stop) 위험을 예방하기 위한 자기보험 목적의 외환보유액을 늘려온 데 기인한 바가 크다.¹⁾

그러나 범세계적인 외환보유액 증가에도 불구하고 금번 글로벌 금융위기 과정에서 상당수 국가들이 외환위기에 준하는 충격을 경험함에 따라 외환보유정책의 개선방향에 대하여 최근 활발한 연구가 이뤄지고 있다. 이들 연구에 의하면 각국의 개별적인 외환보유규모 확대 노력만으로는 위기예방에 한계가 있으므로 글로벌 금융안전망 확충 등 국가간 협력을 강화하고 단기 자본의 급격한 유출입을 완화하기 위한 노력이 병행되어야 한다는 주장이 힘을 얻어가고 있다.

이처럼 최근의 외환보유액 관련 논의가 주로 경제위기 예방이라는 편의 측면에서 기존 정책의 평가와 개선방향에 초점을 맞추고 있는데 비해 본고에서는 외환보유액의 비용 측면에 주목하고자 한다.

그동안 외환보유액의 비용과 관련된 논의는 조달비용과 운용수익의 차이에서 비롯되는 준재정비용(quasi-fiscal cost) 내지 사회적 비용(social cost)과 관련된 연구가 대부분이었다. 그러나 이러한 직접비용 이외에도 외환보유액이 증가하게 되면 다음과 같은 이유로 단기외채의 유입이 증가하여 자본유입구조의 건전성이 악화될 가능성이 있다. 첫째, 외국자본의 급유출(sudden stop)로 인한 외화유동성 위험(liquidity risk)이 낮아지므로 개별 경제주체들은 단기외채 도입을 확대한다. 둘째, 금융기관들이 외환보유액을 위기시 사용가능한 예비적 유동자산(일종의 보험)으로 인식할 경우 도덕해이가 발생하여 단기외채의 유입이 증가한다. 즉 국내 금융기관의 입장에서

1) Aizenman & Lee(2007)는 53개 국가의 1980~2000년중 자료를 이용하여 신흥국의 외환보유액 확충이 중상주의적 동기보다는 자기보험 목적에서 비롯되었음을 보인 바 있다.

는 만기불일치 위험을 과소평가한 채 과도한 자금을 단기외채로 조달한 뒤 중장기로 운용하여 수익을 극대화할 유인이 발생한다. 또한 외국 투자자도 차입 금융기관의 건전성에 대한 엄밀한 평가를 소홀히 한 채 외화대출을 확대하는 위험추구(risk-taking) 행태를 보일 가능성이 있다.

이러한 점에 착안하여 본고에서는 외환보유액의 확충이 실제로 단기외채 유입을 촉진하였는지 패널 회귀분석, 패널 VAR분석 등 다양한 실증분석 방법을 통해 검증한 뒤 이를 바탕으로 외환보유정책에 대한 시사점을 논의하였다.

본고의 구성은 다음과 같다. 먼저 II장에서는 기존연구 결과를 소개한 뒤 신흥국 및 우리나라의 외환보유액과 단기외채 추이를 살펴보고 국가 횡단면 자료를 통해 두 변수 사이의 개략적인 관계를 분석하였다. III장에서는 외환보유액이 단기외채에 미치는 영향을 2000년대 국가 패널자료를 이용한 모형을 통해 실증분석 하였다. 끝으로 IV장에서는 분석결과를 요약하고 시사점을 간략히 제시하였다.

II. 외환보유액과 단기외채의 관계

1. 기존연구

앞서 설명한 바와 같이 외환보유액 증가는 경제 전체의 외화유동성 위험 축소와 금융기관의 도덕해이 유발을 통해 단기외채를 늘릴 가능성이 있다. 이러한 두 가지 경로 중 외화유동성 위험 축소를 통해 단기외채에 미치는 영향을 이론적으로 분석한 기존연구는 Fukuda(2007)를 들 수 있다. 동 연구에 의하면 단기외채는 장기외채에 비해 조달비용 면에서 유리한 반면 유동성 위험이 높은 단점이 있다. 따라서 외환보유액이 증가하면 외국자본의

급유출(sudden stop)로 인한 외화유동성 위험(liquidity risk)이 낮아지게 되어 민간 경제주체들의 단기외채를 증가시킬 유인이 발생한다.

한편 금융기관의 도덕해이 경로를 통한 외환보유액의 단기외채 유발 가능성에 대해서 분석한 연구는 아직까지 본격적으로 이뤄지지 않고 있다. 다만 이와 관련한 연구로 Fukuda(2010)는 단기외채 보유에 따른 외화유동성 위험에 대비하기 위해 민간 경제주체들이 지불해야 하는 보험프리미엄(insurance premium)을 가정한 뒤 동 프리미엄이 외환보유액에 반비례하므로 외환보유액 증가시 단기외채가 늘어남을 보였다. 또한 World Bank(2000)는 외환보유액의 보험성격에서 비롯되는 도덕해이를 직접 분석하지는 않았지만 이와 유사한 성격을 갖고 있는 각국 정부 및 국제기구의 구제금융조치가 민간의 도덕해이를 유발하여 단기외채 도입을 증가시킨다고 설명하였다.

외환보유액이 유동성위험 축소 및 도덕해이 유발 등의 경로를 통해 실제로 단기외채를 증가시켰는지 실증분석한 연구로는 Fukuda(2010)가 있다. 동 연구는 134개 국가의 1980~2004년중 연간자료를 통해 외환보유액 확대시 장단기 외채가 모두 증가하며, 이때 단기외채의 증가폭이 장기외채에 비해 상대적으로 크므로 총외채 대비 단기외채 비중이 상승함을 보였다. 그러나 Fukuda(2010)의 실증분석은 단기외채유입 결정요인 모형의 통제변수로 각국의 명목GNI 및 수입액만을 사용하였으며, 동일 시점의 외환보유액과 단기외채 사이의 관계를 보통최소자승추정법(OLS)으로 분석함에 따라 두 변수 사이에 내생성(endogeneity)의 문제²⁾가 남아 있다.

이와 같은 기존연구 결과를 참고하여 본고에서는 외환보유액의 확충이 금융부문의 위험추구 행태를 강화하고 그 결과로 단기외채 유입을 촉진하였는지 패널 회귀분석, 패널 VAR분석 등 다양한 실증분석 방법을 통해 검증하였다. 특히 Fukuda(2010)와는 달리 설명변수로서 기존 단기외채 관련 실증연

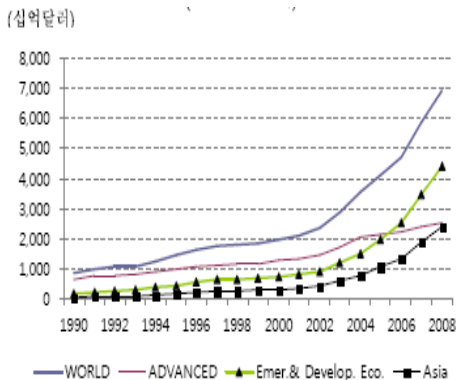
2) 외환보유액과 단기외채의 인과관계는 '외환보유액 증가→금융기관 위험추구행태 유발→단기외채 증가'의 방향도 있지만 '단기외채 증가→위기에방 목적의 외환보유액 증가'를 통한 역의 경로도 존재

구에서 사용되고 있는 다양한 국내외 요인을 추가하여 외환보유액 이외의 여타 요인이 단기자금 유입에 미치는 영향을 통제하였다. 아울러 추정방법 면에서도 Fukuda(2010)가 이용한 OLS 대신에 고정효과 또는 동태패널모형을 적용하여 국가별 고유특성을 통제하고 내생성 문제를 최소화하였다.

2. 외환보유액 및 단기외채 추이

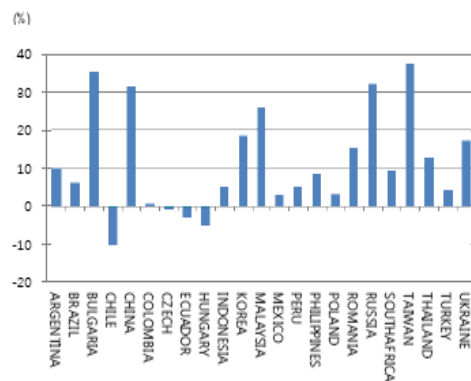
아시아 외환위기 이후 전세계 대부분의 국가들은 위기대응 능력 강화 등을 위해 공적 외환보유액 규모를 크게 확대하였다. 특히 선진국보다는 신흥국의 보유액 증대가 현저하여 2007년말 현재 전세계 국가 총 보유액의 2/3 정도를 신흥국의 외환보유액이 차지하고 있다. 신흥시장국중에서는 1990년대 중반 이후 아시아 및 중남미 국가의 외환보유액 증가가 두드러진 반면 동유럽 국가는 오히려 소폭 감소하였다.

<그림 1> 전세계 외환보유액 규모



자료 : 한국은행 국제국(2009)

<그림 2> 외환보유액 증가(1996~2007년중)



주 : 1) GDP 대비

자료 : 한국은행 국제국(2009)

이와 같이 외환보유액 절대규모가 증가하면서 2007년 기준 신흥국의 평균 GDP대비 외환보유액 비중은 2000년에 비해 전체보유액 기준으로 6.1%p, 단기외채를 차감한 가용보유액기준으로는 5.4%p 상승하였다. 한편 우리나라

라도 외환위기 이후 외환보유액을 크게 늘림에 따라 GDP 대비 외환보유액 비중은 2007년말 현재 2000년말에 비해 7%p 정도 상승한 25.0%에 달하였으며 신흥국 평균(16.5%)을 크게 웃돌고 있다. 다만 단기외채를 제외한 가용보유액 기준으로는 2004년의 19.8%를 정점으로 급격히 하락하여 2007년말 기준으로는 2000년 대비 1%p 가량 높아진 9.7%를 기록하였다.

<표 1> 신흥국¹⁾ 외환보유액 추이(%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
외환보유액/GDP	10.4	11.3	12.7	13.0	13.2	13.2	14.9	16.5
가용외환보유액 ²⁾ /GDP	2.1	3.1	4.2	4.2	5.1	5.3	7.0	7.5

주 : 1) 46개 국가 기준. 자세한 국가내역은 주 (4) 참조
 2) 외환보유액에서 단기외채를 차감

<표 2> 우리나라 외환보유액 추이(%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
외환보유액/GDP	18.0	20.4	21.1	24.1	27.6	24.9	25.1	25.0
가용외환보유액/GDP	8.7	12.4	12.7	16.2	19.8	17.1	13.1	9.7

신흥국의 단기외채 도입은 아시아 외환위기 이후 크게 위축되었으나 국제자본 이동이 2000년대 들어 빠르게 재개되면서 글로벌 위기 직전인 2007년에는 전년말 대비 28.5%나 상승하였다. 이와 같은 단기외채의 빠른 증가로 인해 신흥국의 총외채에서 단기외채가 차지하는 비중 또한 2000년의 14.8%에서 2007년에는 18.4%로 크게 높아졌다. 한편 우리나라의 단기외채 증가율은 신흥국 평균을 크게 웃도는 모습을 보였다. 이처럼 빠른 증가는 선박수주 관련 선물환 거래에 수반되는 단기외채 유입이 큰 역할을 하기도 하였지만 이러한 요인이 없었던 2000년대 초반에도 대체로 신흥국 평균 보

다는 빠른 증가를 보였다. 그 결과 총외채에서 단기외채가 차지하는 비중도 신흥국 평균에 비해 매우 높은 수준이다.

<표 3> 신흥국 단기외채 추이(%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
단기외채증가율	3.8	1.4	3.3	10.6	7.2	8.9	19.2	28.5
단기외채/총외채	14.8	14.1	13.3	13.2	13.5	14.6	17.0	18.4

주 : 46개 국가 기준. 자세한 국가내역은 주 (4) 참조

<표 4> 우리나라 단기외채 추이(%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
단기외채증가율	15.3	-18.9	19.6	5.5	10.9	17.0	72.6	40.9
단기외채/총외채	33.5	31.3	34.1	32.3	32.7	35.1	43.7	41.8

3. 외환보유액과 단기외채의 상호관계

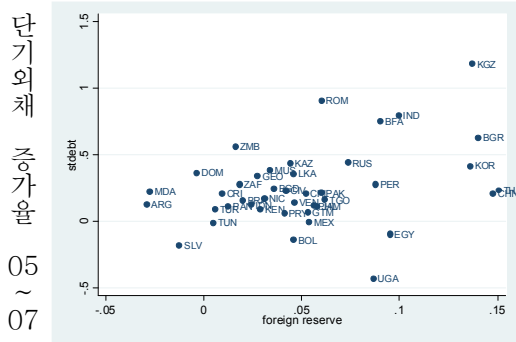
이 절에서는 다음 장의 본격적인 실증분석에 앞서 외환보유액과 단기외채의 관계를 국가별 횡단면자료를 이용한 산포도 및 단순회귀식을 통해 살펴보았다. 단기외채는 신흥국으로의 자본유입이 급격히 증가했던 2005~2007년의 국가별 자료를 이용하였으며 기간중 연평균 증가율과 총외채 대비 비중을 분석대상으로 하였다.³⁾ 한편 외환보유액 지표의 경우에는 외환보유액에서 단기외채를 차감한 가용외환보유액의 GDP대비 비중 또는 외환보유액/단기외채를 이용하였다. 이처럼 외환보유액 규모에 관한 변수에서 단기외채 요인을 제거한 이유는 개별 경제주체들의 의사결정시 외환보유액 절대 규모 자체보다는 실제 사용가능한 외환보유 규모를 참고할 가능성이 높기

3) 총 46개 국가의 자료를 이용하였다. 자세한 국가내역은 주 4) 참조.

때문이다. 또한 단기외채를 제외함으로 인해 외환보유액과 단기외채 사이에 쌍방향의 인과관계가 존재하는 내생성 문제도 어느 정도 해소할 수 있을 것이다. 아울러 내생성 문제를 해결하기 위한 추가적인 방법으로 단기외채는 2005~2007년 평균자료를 사용한 반면 외환보유액 규모는 2004년말 기준의 자료를 이용하였다.

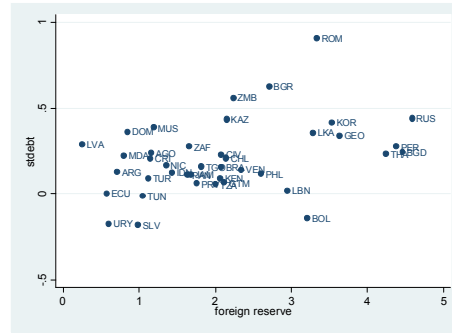
외환보유액과 단기외채증가율 사이의 관계를 산포도를 통해 개략적으로 살펴보면 가용외환보유액 및 단기외채 대비 외환보유액 모두 단기외채 증가율과 양의 관계를 나타내었으며 이 관계는 5% 수준에서 통계적으로 유의하였다.(<그림 3>) 아울러 총외채대비 단기외채의 비중 또한 외환보유액과 양의 관계를 보였으며 동 관계는 가용외환보유액 기준으로는 유의성이 다소 낮았지만 단기외채 대비 외환보유액 기준의 경우에는 5% 수준에서 통계적으로 유의하였다.(<그림 4>)

<그림 3> 외환보유액과 단기외채 증가율



coeff=2.297**, s.e.=0.959

가용외환보유액₀₄/GDP₀₄

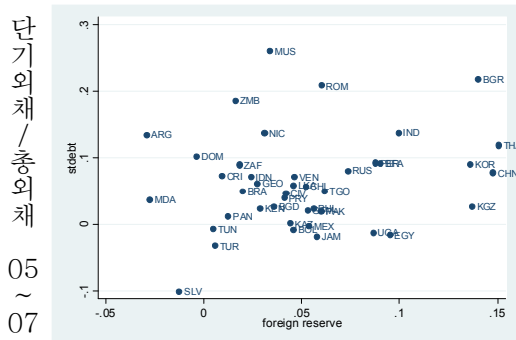


coeff=0.068**, s.e.=0.027

외환보유액₀₄/단기외채₀₄

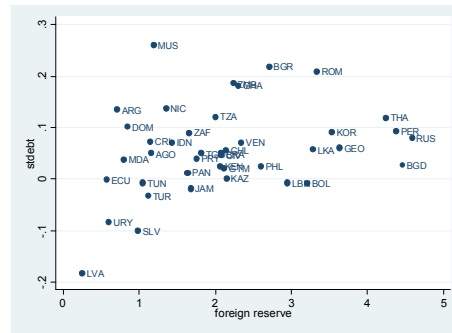
주 : Coeff는 단순회귀분석시 외환보유액 계수값의 추정치를 표시

<그림 4> 외환보유액과 단기외채 비중



coeff=0.312, s.e.=0.244

가용외환보유액₀₄/GDP₀₄



coeff=0.022**, s.e.=0.011

외환보유액₀₄/단기외채₀₄

주 : Coeff는 단순회귀분석시 외환보유액 계수값의 추정치를 표시

Ⅲ. 실증분석

이 장에서는 외환보유액과 단기외채의 관계를 국가패널자료를 이용하여 분석하였다. 국가패널자료는 신흥국가중 필요자료의 확보가 모두 가능한 46개국⁴⁾을 대상으로 하였으며 2000~2007년의 연간자료를 사용하였다.

산포도 및 단순회귀분석에서의 경우와 마찬가지로 외환보유액 변수는 단기외채를 차감한 가용외환보유액의 GDP대비 비중을 사용하거나 단기외채 대비 외환보유액 비중을 사용하였다. 분석방법으로는 1절에서 패널다중회귀분석을 실시하였으며 2절에서는 단기외채, 외환보유액, 경제성장률의 3변수로 구성된 패널VAR모형을 추정하였다.

1. 패널 회귀분석

가. 이용자료 및 추정모형

종속변수인 단기외채는 앞서의 산포도 분석에서는 국가 전체의 단기외채만을 사용하였지만 이 장의 분석에서는 은행부문의 단기외채를 별도로 분석하였다. 이는 은행부문 단기외채 자료를 사용할 수 있는 국가가 22개에 불과하여 횡단면분석의 경우 신뢰성이 낮았던 반면 패널자료에서는 은행부문의 단기외채에 대해 비교적 충분한 관측치를 확보할 수 있는 데다 외환보유액이 단기외채에 미치는 영향은 은행부문에서 주로 일어날 가능성이 높기 때문이다.

4) 터키, 남아프리카, 아르헨티나, 볼리비아, 브라질, 칠레, 코스타리카, 도미니카, 엘살바도르, 과테말라, 멕시코, 니카라과, 파나마, 파라과이, 페루, 우루과이, 베네수엘라, 자메이카, 이집트, 방글라데시, 스리랑카, 인도, 인도네시아, 한국, 말레이시아, 파키스탄, 필리핀, 태국, 앙골라, 케냐, 모리셔스, 모로코, 스와질란드, 토고, 튀니지, 우간다, 부르키나파소, 잠비아, 조지아, 카자흐스탄, 키르기스스탄, 불가리아, 러시아, 중국, 라트비아, 루마니아

통제변수의 선택에서는 국제자본이동에 관한 기존 연구들을 참고하였다.5) 국제자본이동에 관한 실증분석을 실시한 논문들은 자본이동의 결정요인을 크게 두 가지 측면, 즉 국내요인(pull factor)과 해외요인(push factor)으로 구분하고 있다.6)

우선 자본유입국의 국내요인은 신흥국의 경제 기초여건과 관련된 변수들을 포괄한다. 즉 국내이자율, 주가지수, 실질성장률, 물가, 재정수지, 국내투자, 국내신용증가율, 환율절상률, 환율변동성, 국가신용등급 등이 이용된다. 본고에서는 이들 변수 중 주가지수, 재정수지, 국가신용등급은 이용가능한 국가자료가 제한적이어서 제외하였다. 아울러 국내투자와 국내신용증가율은 경제성장률과 긴밀한 관계를 가진 것으로 나타나 제외하였다. 즉 본고에서는 국내요인으로 이자율, 실질성장률, 물가, 환율절상률, 환율변동성을 고려하였다.

다음으로 해외요인으로는 선진국의 유동성을 측정하는 지표로서 이자율과 선진국경기를 대표하는 지표로 선진국 경제성장률을 거의 대부분의 실증분석에서 사용하고 있다. 본고에서는 이들 변수중 선진국 유동성을 대표하는 지표로서 미국채 이자율을 모형에 포함하였으며 선진국 경제성장률은 추정대상 기간중에 신흥국가들의 경제성장률과 강한 상관관계를 보임에 따라 모형에서 제외하였다.7)

모형에 포함된 설명변수의 예상부호는 다음과 같다. 우선 외환보유액은 외화유동성 위험 및 도덕해이 유발 경로가 실제로 작용할 경우 단기외채와 유의한 양의 관계를 보일 것이나 그렇지 않을 경우 유의성이 없거나 음의 관계를 보일 것이다. 다만 외환보유액의 계수값이 양의 부호를 보일 경우는 위의 두 가지 경로에서 전적으로 기인하는 것은 아니며 환율절상 기대심리의 확산 등을 통해서도 발생할 수 있다는 점에 유의할 필요가 있

5) 국제자본이동 관련 기존연구의 서베이는 Jeanneau & Micu(2002), World Bank(2001), Brana & Lahet(2010) 등을 참조

6) Calvo et al.(1993), Chohan et al(1998), Montiel & Reinhart(1999) 등

7) 기존 연구에서는 선진국 유동성을 대표하는 지표로 미 국채금리 대신 미국 통화증가율을 사용하기도 한다. 본고의 실증분석에서도 미국 총통화(M2)증가율을 이용하여 보았는데 미 국채금리를 이용한 추정결과와 매우 유사하였다.

다.8) 또한 경제성장률은 상승시 투자수요 확대로 단기외채에 양의 영향을 보일 것으로 기대된다. 물가상승률은 상승시 국내통화가치 하락을 회피하기 위해 해외통화에 대한 수요가 높아짐에 따라 양의 영향이 있는 반면 국내 경제의 기초여건 약화를 의미하므로 공급측면에서는 음의 영향을 보일 것이다. 환율변화율은 실현된 환율보다는 미래환율에 대한 기대가 보다 큰 영향을 미치므로 특정부호를 예상하기 어려우나 환율변화율의 상승이 환율절상기와 일치한다면 환차익을 감안한 자본유입으로 양의 영향이 예상된다. 환율변동성은 전통적인 포트폴리오 안정화 견해(minimum variance portfolio view)에 따르면 음의 관계를 보일 것이다. 그러나 환율변동성을 고려한 차익거래의 측면에서는 양의 관계를 가질 가능성도 있다. 미국 유동성을 나타내는 대용지표로 사용한 미국채금리의 상승은 미국 금융시장의 유동성 감소를 의미하므로 음의 영향이 예상된다. 그러나 미국 금리의 상승이 경기호황에 기인한다면 양의 영향도 가능하다.9) 끝으로 내외금리차는 금리평가이론에 의하면 양의 영향을 보일 것이다. 다만 유입국 자산이 해외자산에 비하여 큰 투자위험을 가지는 경우에는 내외금리차가 확대되더라도 단기외채에 미치는 영향이 미미할 가능성도 있다.10)

추정방법으로는 이용자료의 성격에 따라 고정효과모형 또는 동태패널모형을 이용하였다. 즉 단기외채증가율 모형의 경우 국가별 이질성을 명시적으로 감안할 수 있는 고정효과 방식으로 추정하였다. 반면 단기외채 비중의 경우에는 종속변수 전기항의 설명력이 매우 높았는데 이 경우 고정효과 방식으로는 일치추정량을 얻을 수 없다. 따라서 종속변수의 전기항을 설명변

8) 본고에서는 환율절상률, 환율변동성 등을 설명변수로 포함하여 환율절상 기대심리를 통한 단기외채 유발경로를 부분적으로 통제하였으나 동 경로를 직접적으로 포착하지는 못하였다.

9) 신흥국으로의 외국자본유입을 실증분석한 World Bank(1997), Jeanneau & Micu(2002), Brana & Lahet (2010) 등에 의하면 1990년대 이전에는 미국 금리 상승이 음의 영향을 보였지만 1990년대 이후에는 양의 영향을 보였다. 이들은 이러한 관계가 나타나는 이유로 선진국 경기가 좋을 때 국제적인 자본이동이 증가하는 경향이 있음을 들었다.

10) Jeanneau & Micu(2002)는 국가 패널자료를 이용하여 신흥국으로의 은행대출 요인을 분석하였는데 내외금리차의 설명력이 유의하지 않았다. 또한 신종각(2003)에 의하면 우리나라 자본유입 결정요인에서 내외금리차는 이론적인 예상과 달리 음의 부호를 보였다. 반면 김근영·서영경(2009)에서는 재정거래 유인이 양의 부호를 나타냈다.

수로 포함하더라도 일치추정량을 얻을 수 있는 동태패널모형을 이용하였다. 실제 추정에서는 외환보유액, 경제성장률, 환율절상률, 미 국채금리의 네 가지 변수가 설명변수로 포함된 모형을 기본(모형 1)으로 하고 내외금리차(모형 2), 물가상승률(모형 3), 환율변동성(모형 4)을 각각 별도로 추가한 모형과 이들 변수들을 동시에 포함한 모형(모형 5)을 추정하였다. 또한 설명변수와 종속변수간의 내생성 문제를 완화하기 위하여 설명변수는 미국 금리와 내외금리차를 제외한 나머지 변수들의 경우 한 기간 이전의 값을 사용하였으며 국가별 비관측특성을 감안할 수 있도록 국가고정효과(country fixed effect)로서 η_i 항을 추가하였다.

고정효과 모형

$$\begin{aligned} \text{단기외채증가율}_{it} = & \alpha + \beta_1 \cdot \text{외환보유액}_{it-1} + \beta_2 \cdot \text{경제성장률}_{it-1} + \beta_3 \cdot \text{환율절상률}_{it-1} \\ & + \beta_4 \cdot \text{미국채금리}_t + \beta_5 \cdot \text{내외금리차}_{it} + \beta_6 \cdot \text{물가상승률}_{it-1} \\ & + \beta_7 \cdot \text{환율변동성}_{it-1} + \eta_i + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

동태패널 모형

$$\begin{aligned} \text{단기외채비중}_{it} = & \alpha + \gamma \cdot \text{단기외채비중}_{it-1} + \beta_1 \cdot \text{외환보유액}_{it-1} + \beta_2 \cdot \text{경제성장률}_{it-1} \\ & + \beta_3 \cdot \text{환율절상률}_{it-1} + \beta_4 \cdot \text{미국채금리}_t + \beta_5 \cdot \text{내외금리차}_{it} + \beta_6 \cdot \text{물가상승률}_{it-1} \\ & + \beta_7 \cdot \text{환율변동성}_{it-1} + \eta_i + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

<표 5> 추정식에 포함된 변수의 개요 및 출처

변수		자료원
-단기외채	-전년대비 증가율(말잔기준) -총외채 대비 비중(말잔기준)	World Bank
-외환보유액	-GDP 대비 외환보유액(단기외채차감) 비중 -단기외채 대비 외환보유액 비중	IFS
-경제성장률	-실질GDP 성장률	IFS
-환율절상률	-달러대비 명목환율의 절상(+), 절하(-)율	IFS
-미국유동성	-미 국채금리(단기)	IFS
-내외금리차	-각국 국채금리와 리보금리의 차이(단기)	IFS
-물가상승률	-소비자물가상승률	IFS
-환율변동성	-월중 환율의 연도별 변이계수 (표준편차/평균)	IFS

나. 외환보유액과 단기외채 증가율

첫 번째로 외환보유액과 단기외채 증가율의 관계를 추정하여 보았다. 추정방식은 Hausman 검정 결과 확률효과모형(Random Effect)에 비해 고정효과모형(Fixed Effect)이 적합한 것으로 나타나 이를 이용하였다.¹¹⁾ 추정결과를 살펴보면 <표 6>에 제시된 바와 같이 GDP 대비 가용외환보유액의 경우 외환보유액은 기본모형에서 1% 유의수준으로 단기외채증가율과 양의 관계를 나타내었다. 이러한 관계는 통제변수에 다양한 조합을 이용한 모형(2)~(5)의 경우에도 변하지 않았으며 유의성도 모두 높았다.

통제변수들 중에서는 경제성장률이 이론과 일치하는 양의 부호를 나타낸 가운데 유의성도 매우 높았다. 또한 미국 금리는 내외금리차를 제외하고 추정한 모형(1), (3), (4)에서 10% 유의수준으로 양의 부호를 보여 Jeanneau & Micu(2002), Brana & Lahet(2010) 등 최근의 실증분석 결과와 유사하였다.¹²⁾ 그밖에 환율절상률, 환율변동성, 물가상승률은 통계적으로 유의하지

11) 내생성문제를 해결하기 위해 설명변수의 시차를 늦추는 방식으로 모형을 설정하였지만 여전히 동 문제가 남아있을 수 있다. 따라서 Arellano & Bover(1995)가 제안한 동태패널모형도 추정하였으나 설명변수로 포함시킨 종속변수 전기값의 설명력이 유의하지 않은 것으로 나타났다. 동태패널모형을 이용한 추정결과는 <부록>을 참조

않아서 신흥국으로의 단기외채 유입에 대한 설명력이 낮은 것으로 나타났다. 한편 내외금리차는 예상부호와 다른 음의 값을 나타내었는데 이는 리스크요인 등 내외금리차 이외의 요인이 단기외채 유입에 보다 결정적인 요인으로 작용하였기 때문으로 해석된다.

또한 국가 전체의 단기외채 증가율 대신 은행 부문의 단기외채 증가율을 종속변수로 사용하여 모형을 추정하여 보았는데 앞서와 마찬가지로 모든 모형에서 가용외환보유액과 단기외채 증가율의 관계가 매우 유의성이 높은 양의 관계를 보였다.(<표 7>) 한편 통제변수의 경우 경제성장률의 유의성이 매우 낮아진 반면 환율절상률과 단기외채 사이에 양의 관계가 강하게 나타났다. 다만 은행 부문만의 단기외채를 고려할 경우 이용가능한 관측치수가 기본모형 기준으로 295개에서 79개로 크게 감소하므로 추정결과의 신뢰도는 전체 단기외채를 사용한 분석에 비해 다소 떨어진다.

한편 가용외환보유액 대신 단기외채 대비 외환보유액을 사용한 경우에도 외환보유액과 단기외채증가율 사이에 강한 양의 관계는 유지되었다. 즉 외환보유액과 전체 단기외채증가율의 관계는 모든 모형에서 1% 수준의 높은 유의성을 보였다.(<표 8>) 또한 은행부문 단기외채증가율과의 관계도 모든 모형에서 양의 부호를 보이는 가운데 설명변수에서 내외금리차를 제외한 모형 (1), (3), (4)에서는 10% 수준의 유의성을 보였다.(<표 9>) 그리고 기타 통제변수의 경우 앞서 가용외환보유액을 이용한 결과와 대부분 일치하였다.

12) 내외금리차 변수를 추가할 경우 자료 상의 제약으로 인해 관측치수가 기본모형에 비해 140여개 감소하는 단점이 있다.

<표 6> 가용외환보유액과 전체 단기외채 증가율

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
외환보유액(-1)	3.130*** (0.702)	3.670*** (1.155)	3.135*** (0.706)	3.125*** (0.697)	3.634*** (1.167)
경제성장률(-1)	1.798*** (0.544)	1.874*** (0.365)	1.797*** (0.546)	1.784*** (0.545)	1.844*** (0.354)
환율절상률(-1)	-0.144 (0.297)	-0.407 (0.467)	-0.175 (0.281)	-0.169 (0.328)	-0.334 (0.459)
미 국채금리	0.032* (0.018)	0.008 (0.022)	0.032* (0.018)	0.032* (0.018)	0.005 (0.024)
내외금리차		-0.009** (0.003)			-0.011** (0.005)
물가상승률(-1)			-0.106 (0.429)		0.382 (0.832)
환율변동성(-1)				-0.195 (0.654)	0.313 (0.692)
상수항	-0.214*** (0.077)	-0.156* (0.085)	-0.208** (0.080)	-0.206*** (0.073)	-0.171* (0.092)
관측치수	295	153	295	295	153
국가수	45	25	45	45	25
Adj. R ²	0.15	0.21	0.15	0.15	0.21
Hausman 검정	22.12***	19.59***	27.92***	23.78***	26.56***

주 : 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준의 유의성을 의미
 2) ()내의 숫자는 표준편차를 표시 3) within-R² 기준

<표 7> 가용외환보유액과 은행 단기외채 증가율

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
외환보유액(-1)	5.569*** (1.710)	6.181** (2.093)	5.775*** (1.787)	5.321*** (1.704)	5.863** (2.392)
경제성장률(-1)	0.668 (3.212)	-2.490 (1.731)	1.475 (3.515)	0.529 (3.269)	-0.598 (1.881)
환율절상률(-1)	1.111*** (0.274)	0.938*** (0.219)	1.678** (0.654)	1.243** (0.468)	1.263*** (0.266)
미 국채금리	0.018 (0.032)	0.008 (0.033)	0.024 (0.029)	0.039 (0.038)	-0.007 (0.022)
내외금리차		-0.002 (0.002)			-0.017*** (0.005)
물가상승률(-1)			1.646 (1.042)		3.461*** (1.031)
환율변동성(-1)				4.242 (6.716)	-6.099 (4.696)
상수항	-0.243 (0.236)	-0.061 (0.206)	-0.455 (0.315)	-0.423 (0.394)	-0.065 (0.193)
관측치수	79	49	79	79	49
국가수	21	13	21	21	13
Adj. R ²	0.20	0.41	0.23	0.22	0.49
Hausman 검정	8.38*	20.84***	9.94*	8.59	13.73*

주 : 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준의 유의성을 의미
 2) ()내의 숫자는 표준편차를 표시 3) within-R² 기준

<표 8> 외환보유액/단기외채와 전체 단기외채 증가율

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
외환보유액(-1)	0.043*** (0.011)	0.040*** (0.011)	0.043*** (0.011)	0.043*** (0.011)	0.039*** (0.012)
경제성장률(-1)	1.762*** (0.493)	1.626*** (0.475)	1.761*** (0.495)	1.723*** (0.509)	1.549*** (0.515)
환율절상률(-1)	-0.012 (0.313)	-0.237 (0.514)	-0.081 (0.281)	-0.084 (0.370)	-0.174 (0.527)
미 국채금리	0.030** (0.014)	0.002 (0.020)	0.031** (0.015)	0.030** (0.015)	-0.003 (0.023)
내외금리차		-0.010*** (0.003)			-0.013** (0.005)
물가상승률(-1)			-0.228 (0.427)		0.626 (0.913)
환율변동성(-1)				-0.514 (0.678)	0.012 (0.920)
상수항	-0.155** (0.065)	-0.006 (0.075)	-0.143** (0.068)	-0.137** (0.065)	-0.014 (0.093)
관측치수	298	152	298	298	152
국가수	46	25	46	46	25
Adj. R ²	0.20	0.26	0.20	0.20	0.27
Hausman 검정	23.48***	28.33***	32.09***	27.66***	31.79***

주 : 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준의 유의성을 의미
 2) ()내의 숫자는 표준편차를 표시 3) within-R² 기준

<표 9> 외환보유액/단기외채와 은행 단기외채 증가율

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
외환보유액(-1)	0.061* (0.034)	0.047 (0.032)	0.062* (0.033)	0.066* (0.033)	0.040 (0.028)
경제성장률(-1)	3.595 (4.699)	0.247 (4.599)	4.304 (5.001)	3.735 (4.906)	2.181 (4.118)
환율절상률(-1)	0.982*** (0.308)	0.785** (0.309)	1.410** (0.640)	1.159** (0.527)	1.186*** (0.344)
미 국채금리	0.012 (0.040)	-0.012 (0.054)	0.016 (0.039)	0.031 (0.040)	-0.016 (0.040)
내외금리차		-0.006** (0.002)			-0.025*** (0.006)
물가상승률(-1)			1.247 (1.022)		4.033*** (1.182)
환율변동성(-1)				5.660 (6.702)	-4.536 (5.375)
상수항	-0.226 (0.239)	0.123 (0.202)	-0.375 (0.312)	-0.480 (0.426)	0.000 (0.295)
관측치수	84	50	84	84	50
국가수	22	13	22	22	13
Adj. R ²	0.12	0.23	0.13	0.14	0.33
Hausman 검정	1.64	3.27	1.75	1.69	6.70

주 : 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준의 유의성을 의미
 2) ()내의 숫자는 표준편차를 표시 3) within-R² 기준

다. 외환보유액과 단기외채 비중

이번에는 외환보유액이 자본유입 구조의 건전성에 미치는 영향을 살펴보기 위하여 총외채 대비 단기외채 비중과의 관계를 추정하였다. 모형의 추정 결과는 앞서 단기외채증가율 모형과는 달리 종속변수 전기값의 설명력이 매우 높게 나타나 동태적 패널모형을 설정하였다. 한편 종속변수의 과거값이 설명변수로 사용될 경우 고정효과 모형으로는 일치추정량을 얻을 수 없으므로 Arellano & Bover(1995)가 제안한 바와 같이 종속변수의 수준변수 및 차분변수의 과거값을 도구변수로 사용하는 시스템 GMM방식을 이용하였다.

모형의 추정결과 가용외환보유액의 추정계수가 모두 1% 또는 5% 유의 수준에서 양의 부호를 나타내어 외환보유규모가 증가할수록 총외채 대비 단기외채의 비중 또한 높아지는 것으로 나타났다.(<표 10>) 단기외채 대비 외환보유액 비중을 사용한 경우에도 이러한 추정결과는 유의성이 다소 낮아지기는 하였지만 대체로 유지되었다.(<표 11>)

또한 통제변수로는 경제성장률이 높아질수록 단기외채 비중이 높아지는 관계가 대부분의 모형에서 유의성이 높게 나타났다. 미국 금리의 부호가 비교적 유의성이 높은 양의 부호를 나타낸 것도 앞의 단기외채 증가율 모형과 유사하다. 반면 환율절상률, 환율변동성, 물가상승률, 내외금리차 변수들은 설명력이 대체로 낮게 나타났다.

<표 10> 가용외환보유액과 단기외채 비중

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
단기외채비중(-1)	0.845*** (0.100)	0.848*** (0.112)	0.852*** (0.100)	0.856*** (0.099)	0.851*** (0.111)
외환보유액(-1)	0.199*** (0.073)	0.190** (0.091)	0.193*** (0.072)	0.219*** (0.078)	0.199** (0.086)
경제성장률(-1)	0.068* (0.037)	0.065 (0.057)	0.073** (0.035)	0.081** (0.037)	0.030 (0.062)
환율절상률(-1)	-0.011 (0.042)	0.051 (0.064)	0.008 (0.042)	0.002 (0.045)	0.070 (0.063)
미 국채금리	0.005** (0.002)	0.001 (0.003)	0.005** (0.002)	0.005*** (0.002)	-0.000 (0.003)
내외금리차		0.000 (0.001)			-0.001 (0.001)
물가상승률(-1)			0.090 (0.057)		0.200** (0.099)
환율변동성(-1)				0.103 (0.067)	0.094 (0.131)
상수항	-0.005 (0.014)	0.001 (0.016)	-0.012 (0.014)	-0.012 (0.014)	-0.006 (0.015)
관측치수	274	143	274	274	143
국가수	42	24	42	42	24
AR(1)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AR(2)	0.27	0.21	0.26	0.26	0.11

주 : 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준의 유의성을 의미
 2) ()내의 숫자는 표준편차를 표시

<표 11> 외환보유액/단기외채와 단기외채 비중

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
단기외채비중(-1)	0.915*** (0.088)	0.896*** (0.071)	0.915*** (0.089)	0.916*** (0.086)	0.914*** (0.062)
외환보유액(-1)	0.003** (0.001)	0.002* (0.001)	0.003** (0.001)	0.003** (0.001)	0.002* (0.001)
경제성장률(-1)	0.070** (0.032)	0.061 (0.056)	0.076** (0.030)	0.077** (0.031)	0.020 (0.060)
환율절상률(-1)	0.008 (0.045)	0.064 (0.070)	0.033 (0.044)	0.018 (0.051)	0.082 (0.070)
미 국채금리	0.005** (0.002)	0.001 (0.003)	0.004*** (0.002)	0.005*** (0.002)	-0.001 (0.003)
내외금리차		0.000 (0.001)			-0.001 (0.001)
물가상승률(-1)			0.117** (0.058)		0.228** (0.091)
환율변동성(-1)				0.061 (0.079)	0.007 (0.147)
상수항	-0.008 (0.015)	0.005 (0.019)	-0.016 (0.014)	-0.010 (0.014)	-0.003 (0.015)
관측치수	275	141	275	275	141
국가수	43	24	43	43	24
AR(1)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AR(2)	0.26	0.14	0.25	0.25	0.09

주 : 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준의 유의성을 의미
 2) ()내의 숫자는 표준편차를 표시

2. 패널 VAR분석

이하에서는 앞선 분석의 강건성을 검증하기 위해 패널 회귀분석에서 유의성이 높았던 변수들인 단기외채(전년대비증가율 또는 총외채 대비 비중), 경제성장률, GDP대비 외환보유액 비중의 3변수로 구성된 VAR모형을 통해 충격반응을 분석하였다. 충격의 식별은 순차적(Cholesky Decomposition) 방식을 적용하였으며 변수의 순서는 단기외채, 경제성장률, 외환보유액 비중으로 하였다. 변수 순서에 따른 충격반응 추정결과의 민감성을 살펴보기 위해 순서를 바꾸어 보았으나 결과에서 큰 차이를 발견하지는 못했다.¹³⁾

가. 단기외채 증가율의 충격반응

먼저 단기외채증가율의 경우 <그림 5>와 <그림 6>에 나타난 바와 같이 패널 VAR의 충격반응 분석결과는 앞선 패널회귀분석모형과 대체로 일치하였다. 즉 주요 관심변수인 단기외채증가율은 외환보유액 증가시 상승하였으며 유의성도 높았다. 이는 가용외환보유액을 사용한 경우와 단기외채 대비 외환보유액 비중을 사용한 경우 모두 마찬가지였다. 또한 경제성장률 상승도 단기외채증가율을 높이는 것으로 나타났다.

여타 변수의 충격반응을 살펴보면 우선 외환보유액 증가시 성장률이 높아지는 것으로 분석되었는데 이는 외환보유 규모가 늘어날 경우 경제위기를 예방하고 경상수지가 개선되는 등의 경로를 통해 나타나는 것으로 해석된다. 한편 단기외채 증가는 외환보유액을 줄이는 효과가 있는 것으로 나타났다. 그러나 이는 외환보유액 변수를 단기외채를 제외한 부분으로 정의한 데 따른 결과로서 통상적으로 단기외채 증가시 외환보유액을 늘려온 여러 신흥국가들의 행태와 모순되는 결과로는 볼 수 없다.¹⁴⁾

13) 이 절에서는 전체 단기외채의 충격반응만을 수록하였으나 은행 단기외채의 경우에도 그 결과는 매우 유사하였다.

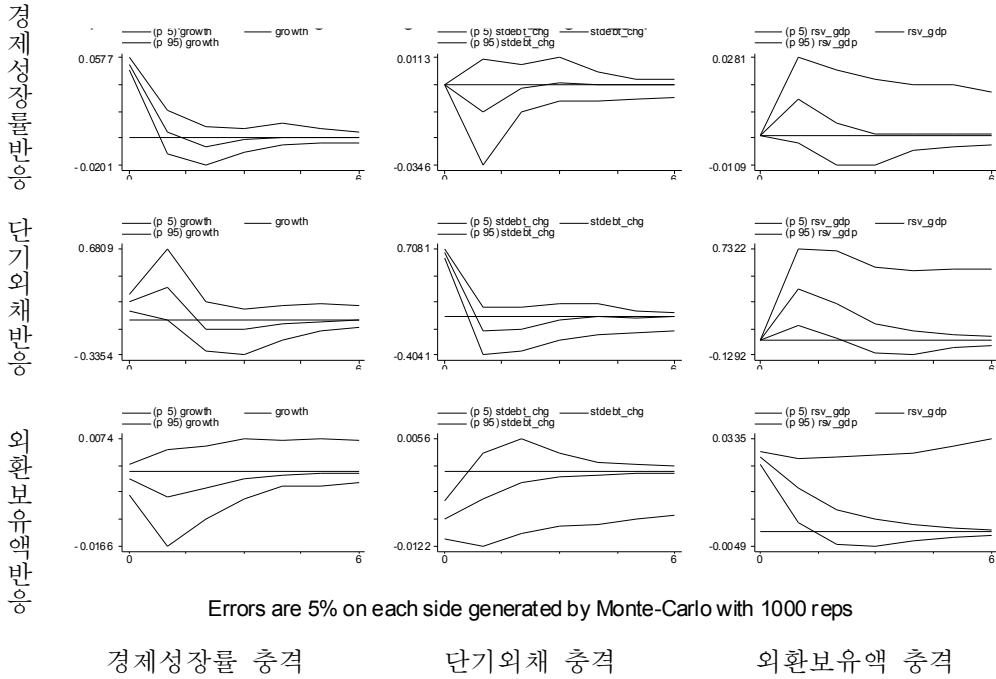
14) 단기외채 증가시 외환당국이 외환시장에 개입하게 되면 전체 외환보유액은 늘어나지만 가용외환보유액은 줄어들 가능성이 높다. 왜냐하면 가용외환보유액의 정의상 전체 외환

나. 단기외채 비중의 충격반응

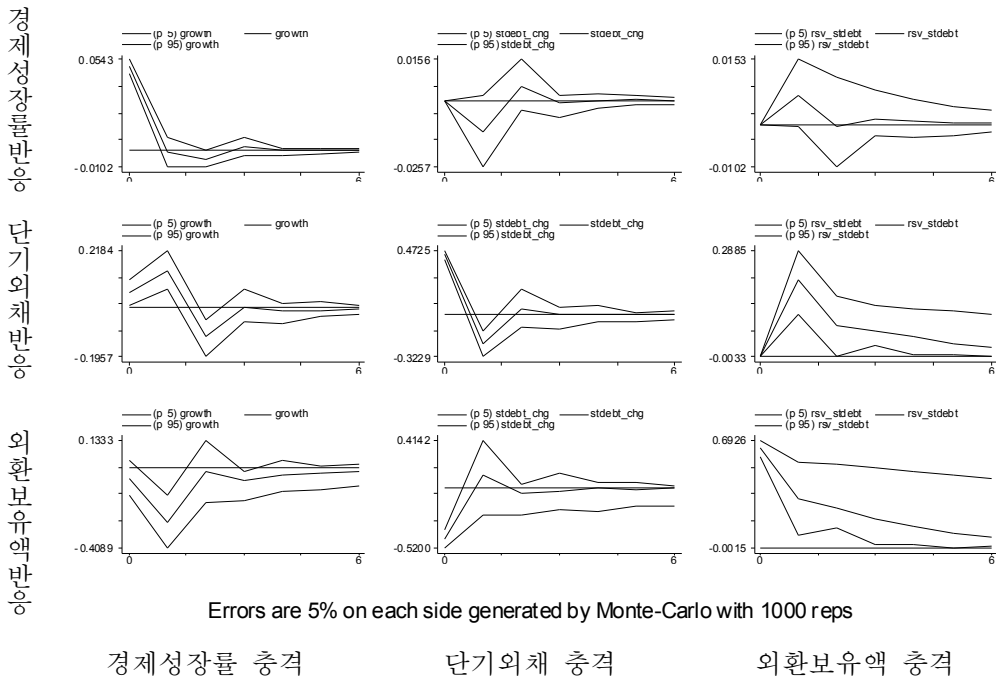
<그림 7>과 <그림 8>에 제시된 바와 같이 총외채대비 단기외채비중을 사용한 경우에도 충격반응 함수는 단기외채 증가율을 이용한 경우와 일치하였다. 즉 가용외환보유액 및 단기외채 대비 기준 모두 외환보유액 증가시 단기외채 비중이 높아지는 것으로 나타났다. 또한 성장률 상승 충격시에도 단기외채의 비중은 상승하였다. 여타 변수의 경우 외환보유액 증가는 성장률 상승을 유발하였으며, 단기외채 비중 상승시에 외환보유액은 감소하는 모습을 보였다.

보유액에서 단기외채를 차감하였으므로 전체 외환보유액 증가분이 단기외채 증가분을 초과하지 않는 한 가용외환보유액은 감소하기 때문이다. 한편 가용외환보유액 대신 전체 외환보유액을 이용하여 패널 VAR분석을 할 경우에는 양의 충격반응이 유의하게 나타났다.

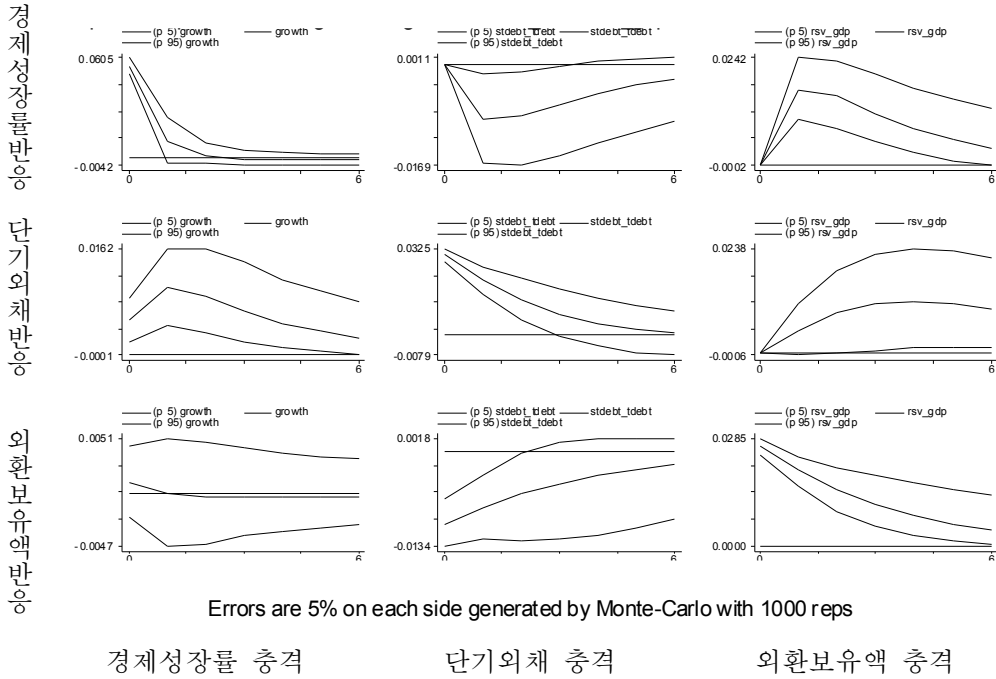
<그림 5> 가용외환보유액에 대한 단기외채증가율의 충격반응



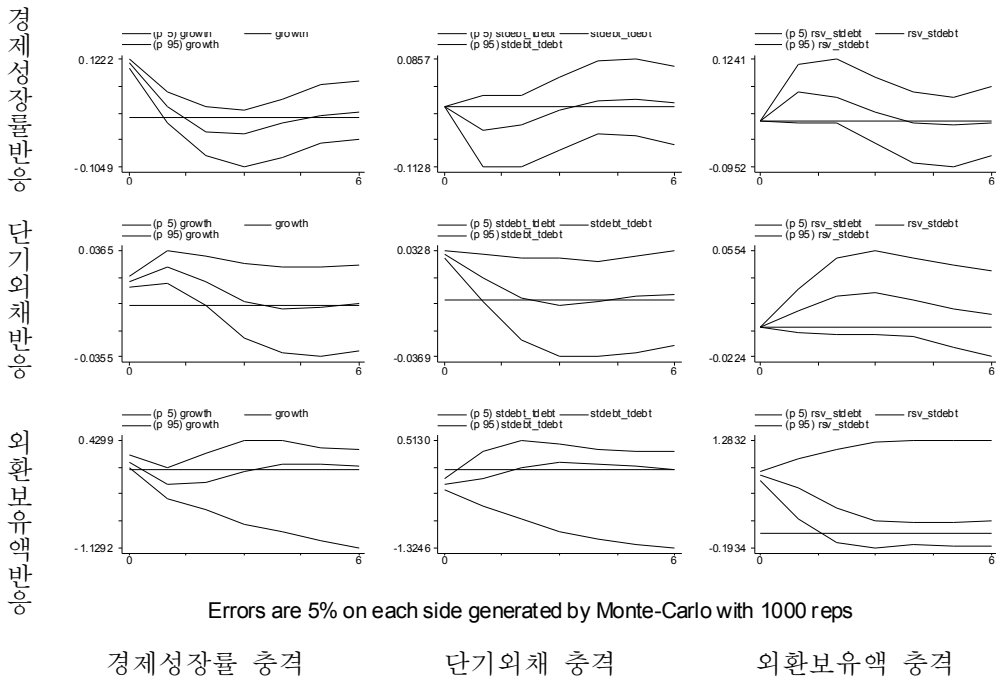
<그림 6> 외환보유액(단기외채 대비)에 대한 단기외채증가율의 충격반응



<그림 7> 가용외환보유액에 대한 단기외채비중의 충격반응



<그림 8> 외환보유액(단기외채 대비)에 대한 단기외채비중의 충격반응



IV. 맺음말

본고에서는 외환보유액 증가가 외화유동성 위험을 축소하고 금융기관의 도덕해를 유발하여 단기외채 유입을 확대시키는지 실증분석 하였다.

46개 국가의 2000~2007년중 연간자료를 이용한 패널다중회귀모형과 패널 VAR모형 분석에서 나타난 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 외환보유액이 증가할 경우 단기외채 증가율도 확대되었다. 이러한 추정결과는 국가 전체의 단기외채는 물론 은행부문만의 단기외채를 사용한 경우에도 마찬가지였다. 둘째, 외환보유 규모가 늘어날수록 총외채에서 차지하는 단기외채의 비중이 상승하였다. 즉 외환보유액 증가시 외국자본유입구조의 건전성이 악화되는 모습을 보였다.

이처럼 외환보유액이 단기외채를 유발할 경우 외환보유액 확충을 통해 위기를 예방하고 최소화하려는 당초의 자기보험 목적을 충분히 달성하기 어려운 반면 유지비용만 증가할 가능성이 있다. 따라서 외환보유액에 수반되는 부작용을 최소화하기 위하여 거시건전성 정책을 강화할 필요가 있다.

향후 연구과제로는 외환보유액이 환율절상 기대경로를 통해 단기외채를 유발하는 효과에 대해서 별도로 추정해 볼 필요가 있다. 외환보유액과 단기외채 사이에 나타나는 양의 관계가 외화유동성 위험 축소와 금융기관의 도덕해이 유발만을 통해서 발생하는 것은 아니며 외환보유액 증가가 경제주체들의 환율절상 기대심리를 유발하여 단기외채 유입을 촉진하는 경로도 분명히 존재할 것이기 때문이다. 또한 국가패널자료에서 나타나고 있는 외환보유액의 위험추구행태 유발 현상이 우리나라 시계열 자료에서도 유의한지 분석하는 것도 의미있는 연구주제가 될 것이다.

<참고 문헌>

- 김근영·서영경, "은행부문의 통화불일치 평가와 발생요인 분석," *금융경제연구* 제393호, 한국은행 금융경제연구원, 2010.
- 신종각, "한국의 자본유출입 결정요인 분석," *금융연구* 4권 1호, 예금보험공사, 2003, 75-107.
- 윤덕룡·이영섭, "한국의 외환보유액 결정요인 분석과 적정 외환 보유액정책에 관한 연구," *KIEP 세계경제* 2006년 2월호, 대외경제정책연구원, 2005.
- 이진수, "적정 외환보유액 수준에 대한 연구," *금융감독원 조사연구 Review* 제26호, 2009.
- 정지만·신관호·박창균, "금융안정을 위한 중앙은행의 역할," *한국경제의 분석* 15권 3호, 한국금융연구원, 2009.
- 이승호, 안성근, 정복용, "주요국의 Sudden Stop 및 정책대응 사례 분석과 시사점," 한국은행 국제국, 2009.
- Aizenman, J. "Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture," *NBER Working Paper* 13227, 2007.
- _____, Y. Lee, and Y. Rhee, "International Reserves Management and Capital Mobility in a Volatile World: Policy Considerations and a Case Study of Korea," *the Journal of the Japanese and International Economies*, 21, 2007, 1-15.
- _____. and J. Lee, "International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence," *Open Economic Review*, 18(2), 2007, 191-214.
- _____, " Foreign Exchange Reserves in East Asia: Why the High Demand?", *Federal Reserve Board of San Francisco Economic Letter*, 2003.

- Angkinand, A. and W. Clas, . "Deposit Insurance, Risk-Taking and Banking Crises : Is there a Risk-Minimizing Level of Deposit Insurance Coverage?," *LEFIC Workign Paper*, 2008.
- Arellano, M. and O. Bover, "Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models," *Journal of Econometrics*, Vol. 68, pp. 29-51, 1995.
- Barajas A. and R. A. Morales, "Dollarization of Liabilities : Beyond the Usual Suspects," *IMF Working Paper*, 2003.
- Blanchard, O., H. Faruquee, and M. Das, "The Initial Impact of the Crisis on Emerging Market Countries," *Brookings Papers on Economic Activity (Washington : Brookings Institution)*, 2010.
- Brana S. and D. Lahet, "Determinants of Capital Inflows into Asia: The Relevance of Contagion effect as push factors," *Emerging Markets Review*, 2010.
- Bussiere M., M Fratzscher. and W. Koeniger, "Currency Mismatch, Uncertainty and Debt Maturity Structure," *European Central Bank Working Paper* 409, 2004.
- Calvo, A., L. Leiderman and C. Reinhart, "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America – the Role of External Factors," *IMF Staff Papers*, Vol. 40, No. 1, 1993.
- Cheung Y. W. and X. Qian, "Hoarding of International Reserves: Mrs Machlup's Wardrobe and the Joneses," *Review of International Economics*, 17(4), 2009, 824-843.
- Chuhan, P., S. Claessens and N. Mamingi, "Equity and Bond Flows to Latin America and Asia : the Role of Global and Country Factors," *Journal of Development Economics*, Vol. 55, 1998, 439-63.
- Eichengreen B., "Managing Openness: Lessons from the Crisis for Emerging Markets." *Prepared for the World Bank Conference on Managing Openness*, May 10, 2010.

- Fukuda, S. and Y. Kon, "Macroeconomic Impacts of Foreign Exchange Reserve Accumulation : Theory and International Evidence," *ADBI Working Paper* 197, 2010.
- Fukuda, S. and Y. Kon, "Liquidity Risk Aversion, Debt Maturity, and Current Account Surpluses : Theory and Evidence from East Asia," *NBER Working Paper* 13004, 2007.
- Jeanne, O., "International Reserves in Emerging Market Countries : Too Much of a Good Thing?," *Brookings Papers on Economic Activity*, 38, 2007, 1–80.
- _____, "Dealing with Volatile Capital Flows," Peterson Institute for International Economics, *Policy Brief* 10–18, 2010.
- Jeanneau, S. and M. Micu, "Determinants of International Bank Lending to Emerging Market Countries," *BIS Working Paper* 112, 2002.
- International Monetary Fund, "How Did Emerging Markets Cope in the Crisis?," 2010.
- Mersch, Y., "The Framework for Short–term Provision of International Reserve Currencies to Sovereign States and their Central Banks," *Prepared for the 5th High–level Seminar of Central Banks in the East Asia–Pacific Region and the Euro Area*, 10 February, 2010.
- Montiel, M., and C. Reinhart, "Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s," *Journal of Money and International Finance*, Vol. 18, 1999, 619–35.
- Lee, J. H. and K. H. Shin,, "IMF Bailouts and Moral Hazard," *Journal of International Money and Finance*, 27, 2010, 816–830.
- Obstfeld, M., "Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves," *NBER Working Paper* 14217, 2008.

Reinhart, C., and K. Rogoff, "This Time is Different : Eight Centuries of Financial Folly", 2009.

Rodrik D., "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves," *NBER Working Paper* 11952, 2006.

Rodrik D. and A. Velasco, "Short-term Capital Flows," *NBER Working Paper* 7364, 1999.

World Bank, *Private Capital Flows to Developing Countries for Effective Development Finance*, Chap. 2, Oxford University Press, 1997, 75–149.

World Bank, *Global Development Finance*, 2001.

_____, *Global Development Finance*, 2010.

<부록> 외환보유액과 단기외채증가율의 관계(시스템 GMM)

가용외환보유액과 전체 단기외채 증가율

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
단기외채비중(-1)	-0.169 (0.126)	-0.274 (0.176)	-0.168 (0.124)	-0.174 (0.124)	-0.280* (0.160)
외환보유액(-1)	5.254*** (1.259)	3.972** (1.546)	5.234*** (1.248)	5.095*** (1.267)	3.755** (1.568)
경제성장률(-1)	2.545*** (0.729)	2.299* (1.334)	2.522*** (0.759)	2.449*** (0.753)	2.347* (1.230)
환율절상률(-1)	-0.589 (0.379)	-0.938* (0.509)	-0.732* (0.427)	-0.724* (0.395)	-1.026* (0.611)
미 국채금리	0.043 (0.028)	0.017 (0.034)	0.043 (0.028)	0.042 (0.027)	0.018 (0.037)
내외금리차		-0.013 (0.010)			-0.008 (0.010)
물가상승률(-1)			-0.584 (0.932)		-0.143 (1.171)
환율변동성(-1)				-1.045 (0.738)	-1.687 (1.343)
상수항	-0.412** (0.171)	-0.177 (0.210)	-0.369** (0.153)	-0.362** (0.167)	-0.135 (0.193)
관측치수	288	148	288	288	148
국가수	45	25	45	45	25
AR(1)	0.01	0.02	0.01	0.01	0.02
AR(2)	0.26	0.62	0.28	0.29	0.55

주 : 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준의 유의성을 의미
 2) ()내의 숫자는 표준편차를 표시

가용외환보유액과 은행 단기외채 증가율

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
단기외채비중(-1)	-0.272 (0.303)	-0.006 (0.169)	-0.334 (0.303)	-0.216 (0.314)	-0.189 (0.154)
외환보유액(-1)	4.798** (1.990)	6.175*** (2.032)	4.682** (1.827)	4.958** (2.069)	4.609** (2.049)
경제성장률(-1)	3.344 (5.206)	-3.860 (3.417)	3.638 (5.165)	2.302 (5.368)	-1.129 (3.338)
환율절상률(-1)	1.000 (0.742)	0.839 (0.801)	1.800* (1.003)	1.072 (0.811)	1.163 (0.709)
미 국채금리	0.000 (0.065)	0.057 (0.054)	0.059* (0.033)	0.045 (0.046)	0.028 (0.044)
내외금리차		0.021* (0.012)			-0.038 (0.034)
물가상승률(-1)			2.957*** (0.886)		5.143** (2.033)
환율변동성(-1)				7.534 (5.656)	-4.286 (3.895)
상수항	-0.214 (0.346)	-0.245 (0.290)	-0.674* (0.359)	-0.568 (0.472)	-0.042 (0.253)
관측치수	59	38	59	59	38
국가수	19	11	19	19	11
AR(1)	0.06	0.49	0.06	0.03	0.56
AR(2)	0.47	0.08	0.28	0.76	0.07

주 : 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준의 유의성을 의미
 2) ()내의 숫자는 표준편차를 표시

단기외채 대비 외환보유액과 전체 단기외채 증가율

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
단기외채비중(-1)	-0.080 (0.087)	0.020 (0.124)	-0.085 (0.087)	-0.085 (0.086)	0.005 (0.133)
외환보유액(-1)	0.104*** (0.021)	0.104*** (0.031)	0.104*** (0.021)	0.103*** (0.021)	0.104*** (0.033)
경제성장률(-1)	2.783*** (0.355)	3.635*** (1.013)	2.790*** (0.359)	2.656*** (0.297)	3.449*** (0.774)
환율절상률(-1)	-0.523 (0.339)	-0.798 (0.521)	-0.437 (0.292)	-0.699 (0.440)	-0.735 (0.527)
미 국채금리	0.018 (0.018)	-0.015 (0.022)	0.018 (0.018)	0.018 (0.018)	-0.017 (0.019)
내외금리차		-0.001 (0.009)			0.002 (0.015)
물가상승률(-1)			0.329 (0.683)		1.062 (1.147)
환율변동성(-1)				-1.285 (0.933)	-2.302 (2.181)
상수항	-0.377*** (0.106)	-0.378** (0.175)	-0.398*** (0.110)	-0.330*** (0.115)	-0.386** (0.179)
관측치수	291	147	291	291	147
국가수	46	25	46	46	25
AR(1)	0.00	0.02	0.00	0.00	0.01
AR(2)	0.45	0.35	0.43	0.49	0.63

주 : 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준의 유의성을 의미
 2) ()내의 숫자는 표준편차를 표시

단기외채 대비 외환보유액과 은행 단기외채 증가율

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
단기외채비중(-1)	-0.135 (0.303)	0.143 (0.176)	-0.196 (0.301)	-0.136 (0.293)	-0.073 (0.193)
외환보유액(-1)	0.035* (0.021)	0.046* (0.024)	0.031 (0.021)	0.042* (0.023)	0.024 (0.020)
경제성장률(-1)	5.670 (7.098)	0.449 (5.683)	5.500 (6.869)	5.973 (7.490)	2.574 (4.422)
환율절상률(-1)	0.475 (0.689)	0.374 (0.947)	1.179 (0.848)	0.415 (0.650)	0.961 (0.766)
미 국채금리	-0.032 (0.066)	-0.027 (0.069)	0.018 (0.044)	0.002 (0.058)	-0.051 (0.056)
내외금리차		0.010 (0.010)			-0.063** (0.028)
물가상승률(-1)			2.472*** (0.838)		6.258*** (1.977)
환율변동성(-1)				5.965 (5.324)	-4.400 (4.369)
상수항	-0.045 (0.313)	0.084 (0.191)	-0.394 (0.381)	-0.380 (0.514)	0.278 (0.226)
관측치수	64	40	64	64	40
국가수	21	12	21	21	12
AR(1)	0.01	0.07	0.01	0.01	0.12
AR(2)	0.32	0.52	0.94	0.18	0.36

주 : 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준의 유의성을 의미
 2) ()내의 숫자는 표준편차를 표시

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 Hahn
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)	문의솔
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 과급효과 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	가계채무구조와 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)	손종철
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 채무구조 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)	손종철
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-Oscar 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
422	횡단면분포 특성을 이용한 기업의 경기반응 분석(2010.3)	김웅
423	경제성장과 사회후생간의 관계(2010.3)	강성진
424	불확실성이 설비투자 결정에 미치는 영향분석(2010.3)	홍성표
425	소득불평등과 경제성장의 관계: Cross-country 비교분석(2010.3)	손종철
426	글로벌 금융위기와 재정거래차익 - 한국의 사례(2010.4)	유복근
427	Local Sharing of Private Information and Central Bank Communication(2010.4)	Byoung-Ki Kim
428	조건부 도산확률을 이용한 은행부문의 시스템리스크 측정(2010.4)	이승환
429	Optimal Discretionary Policy vs Taylor Rule: Comparison under Zero Lower Bound and Financial Accelerator(2010.4)	Donghun Joo
430	개방경제의 금리기간구조 분석(2010.5)	박하일
431	확률적 프론티어 모형을 이용한 중요소생산성 국제비교: 기술적 효율성을 감안한 접근방법(2010.8)	정선영

432	인구 고령화와 금융자산선택: 미시자료 분석을 중심으로(2010.8)	이상호
433	창립 60주년 기념 한국은행 국제컨퍼런스 결과 - The Changing Role of Central Banks(2010.8)	한국은행 금융경제연구원
434	은행 예대금리 행태 분석(2010.8)	윤재호
435	Managing Openness: Lessons from the Crisis for Emerging Markets(2010.10)	Barry Eichengreen
436	환율동학에 대한 기대와 통화정책의 유효성(2010.10)	김근영
437	Wage Inequality and the Efficiency of Workers in Korea, 1965 - 2007(2010.10)	곽승영
438	은행의 레버리지 행태와 유동성 창출(2010.10)	이승환
439	Theories of International Currencies and the Future of the World Monetary Order(2010.11)	Hyoung-kyu Chey
440	Regional Economic Disparity, Financial Disparity, and National Economic Growth: Evidence from China(2010.11)	J. Peng, Bong-Soo Lee, G. Li and J. He
441	인플레이션 타게팅에 관한 최근 논의(2010.11)	김병기, 송승주
442	An Empirical Evaluation of Two Financial Accelerator Mechanisms: the Balance Sheets Effects of the Bank versus Those of the Firm(2010.11)	Donghun Joo
443	유동성위험과 금융규제간의 관계분석(2010.11)	강종구
444	외환보유액이 단기외채 유입에 미치는 영향(2010.11)	김승원

* 금융경제연구 제1~200호의 발간목록은 제320호 이전 책자를, 제201~300호의 발간목록은 제421호 이전 책자를 참고하십시오.