

연구	05-08
----	-------

정책금리에 대한 의견개진의 효과 분석

배상근

정책금리에 대한 의견개진의 효과 분석

1판1쇄 인쇄/ 2005년 1월 18일

1판1쇄 발행/ 2005년 1월 24일

발행처/ 한국경제연구원

발행인/ 좌승희

편집인/ 좌승희

등록번호/ 제13-53호

(150-756) 서울특별시 영등포구 여의도동 28-1 전경련회관
전화 3771-0001(대표), 3771-0057(직통) / 팩스 785-0270~1

<http://www.keri.org>

© 한국경제연구원, 2005

한국경제연구원에서 발간한 간행물은
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.
(구입문의) 3771-0057

ISBN 89-8031-338-1

5,000원

* 제작대행: (주)FK1미디어

발간사

최근 중앙은행의 통화정책이 금융시장이나 실물경제에 미치는 영향이 미약하다는 의구심이 제기되고 있다. 통화정책의 유효성과 관련된 다양한 분석들 중에 실제 정책집행에 앞서 정책변경 내용이 시장에 이미 반영되었기 때문이라는 지적도 있다.

이처럼 중앙은행이 통화정책을 집행하지 않아도 중앙은행이 의도하는 시장기대를 형성해서 경제에 영향을 미칠 수 있다는 연구들이 해외에서 활발하게 진행되어 왔다. 여기에는 전통적인 통화정책수단뿐만 아니라 비공식적인 중앙은행의 의견개진이 새로운 통화정책의 수단으로 존재하고 있기 때문이라는 지적이다.

이런 점에 착안해서 본 보고서는 정책금리에 대한 정책담당자의 의견개진이 금융시장에 미치는 영향을 분석했다. 본 보고서를 통해 한국은행이 물가안정을 단일화된 목표로 내세우고 있음에도 불구하고 실제 정책집행에 있어서는 물가안정보다 경기여건을 더 중시하는 것이 아니냐는 의구심을 제기하고 있다. 또한 통화정책의 운용권한이 금융통화위원회에 있음에도 정부의 정책금리운용에 대한 의견개진이 지속되고 있다고 지적했다.

한편 시장참가자들이 정부의 의견개진을 신뢰하고 있는 상황에서 정부의 의견개진이 금융시장에 미치는 영향력은 금융통화위원회의 공식발표와 비슷할 뿐만 아니라 한국은행의 비공식적인 의견개진에 비해선 보다 큰 것으로 추정된다는 결과를 제시했다.

이러한 분석결과를 바탕으로, 본 보고서는 통화정책의 유효성을 제고하기 위해선 정부의 무분별한 정책신호발송은 지양되어야

하고 우리나라 통화정책 운영체계 변경에 대한 신중한 검토가 필요하다라는 점을 강조하고 있다.

따라서 우리나라 통화정책의 방향 및 운용에 대한 정책담당자의 의견개진이 시장에 미치는 영향을 검증한, 본 보고서는 중앙은행의 통화금융정책에 대한 기초연구로서 활용될 뿐만 아니라, 현재의 우리나라 통화정책 운영체계를 다시 한번 검토해야 할 이유를 제공할 것으로 기대된다.

본 연구보고서를 성실히 수행해 준 본 연구원의 배상근 연구위원에게 감사드린다. 또한 연구의 완성도를 높이기 위해 유익한 코멘트를 주신 토론자들과 익명의 심사위원들에게도 감사드린다. 그리고 연구보고서가 나오기까지 헌신적으로 도와준 연구조원들에게도 감사의 뜻을 전한다. 아울러 이 연구보고서의 내용은 저자의 개인적 견해이며 본 연구원의 공식적인 견해와는 무관함을 밝혀 둔다.

2005년 1월
한국경제연구원 원장
최승희

목 차

제1장 서론	13
제2장 문헌연구	19
제3장 통화정책운용에 대한 의견개진의 사례 분석	29
1. 우리나라 통화정책 운용 체계	31
2. 공식발표 및 비공식 의견개진의 자료수집 방법	34
3. 금융통화위원회의 공식발표	35
4. 한국은행의 비공식적인 의견개진	41
5. 정부의 비공식적인 의견개진	55
6. 통화정책방향에 대한 한국은행과 정부의 의견개진 비교	68
제4장 통화정책운용에 대한 의견개진의 경제적 효과 분석	71
1. 시계열자료 및 단순 분석방법	73
2. 누적변동폭을 이용한 단순 관측 및 통계 비교	75
3. 의견개진 이전과 이후의 변동폭 비교	81
제5장 요약 및 결론	87
참고문헌	94
부 록	101
영문초록	126

표 목차

<표 1> 한국은행의 정책방향별·신호발송자별 발송 횟수	46
<표 2> 한국은행 전철환 총재 재임시기의 정책방향별· 신호발송자별 발송 횟수	51
<표 3> 한국은행 박승 총재 재임시기의 정책방향별· 신호발송자별 발송 횟수	53
<표 4> 정부의 정책방향별·신호발송자별 발송 횟수	58
<표 5> 이규성 재경부장관 재임시기의 정책방향별· 신호발송자별 발송 횟수	62
<표 6> 강봉균 재경부장관 재임시기의 정책방향별· 신호발송자별 발송 횟수	62
<표 7> 이헌재 재경부장관 재임시기의 정책방향별· 신호발송자별 발송 횟수	63
<표 8> 진념 재경부장관 재임시기의 63정책방향별· 신호발송자별 발송 횟수	63
<표 9> 전윤철 재경부장관 재임시기의 정책방향별· 신호발송자별 발송 횟수	63
<표 10> 김진표 재경부장관 재임시기의 정책방향별· 신호발송자별 발송 횟수	64

<표 11> 이헌재 재경부장관 재임시기의 정책방향별· 신호발송자별 발송 횟수	64
<표 12> 재경부장관 재임 시기별 장관의 월평균 의견개진 횟수 비교	65
<표 13> 재경부장관 재임 시기별 정당을 제외한 정부의 월평균 의견개진 횟수 비교	67
<표 14> 공휴일 정책신호 횟수	74
<표 15> 금통위와 한은의 신호발송 후 금리변동폭 비교	77
<표 16> 금통위와 한은의 신호발송 후 주가변동폭 비교	78
<표 17> 정부와 한은의 신호발송 후 금리변동폭 비교	79
<표 18> 정부와 한은의 신호발송 후 주가변동폭 비교	79
<표 19> 금통위와 정부의 신호발송 후 금리변동폭 비교	80
<표 20> 금통위와 정부의 신호발송 후 주가변동폭 비교	80
<표 21> 금통위의 공식발표 전후 금리변동폭 비교	82
<표 22> 금통위의 공식발표 전후 주가변동폭 비교	83
<표 23> 한은의 정책신호발송 전후 금리변동폭 비교	83
<표 24> 한은의 정책신호발송 전후 주가변동폭 비교	84
<표 25> 정부의 정책신호발송 전후 금리변동폭 비교	84
<표 26> 정부의 정책신호발송 전후 주가변동폭 비교	85

그림 목차

<그림 1> 콜금리 변경추이	38
<그림 2> 통화정책방향 추이	38
<그림 3> 순환변동치, 소비자물가 및 한은의 정책신호 발송 횟수 추이	44
<그림 4> 순환변동치, 근원인플레이션 및 한은의 정책신호 발송 횟수 추이	45
<그림 5> 한국은행 정책신호 추이	47
<그림 6> 순환변동치, 소비자물가 및 한은의 정책금리 인상·인하 발언 횟수 추이	47
<그림 7> 순환변동치, 근원인플레이션 및 한은의 정책금리 인상· 인하 발언 횟수 추이	48
<그림 8> 금통위의 정책금리 변경과 한은의 정책금리 인상·인하 발언 횟수 추이	50
<그림 9> 한국은행 총재 정책신호 발언 추이	51
<그림 10> 한국은행 전철환 총재 발언 추이	52
<그림 11> 한국은행 박승 총재 발언 추이	53
<그림 12> 한국은행 총재별 월평균 정책신호발송 횟수 비교	55
<그림 13> 순환변동치, 소비자물가 및 정부의 정책신호 발송 횟수 추이	57

<그림 14> 순환변동치, 소비자물가 및 정부의 정책금리 인상·인하
발언 횟수 추이 59

<그림 15> 금통위의 정책금리 변경과 정부의 정책금리 인상·인하
발언 횟수 추이 60

<그림 16> 재정부장관별 월평균 정책신호 발송 횟수 비교 66

부표 목차

<부표 1> 금융통화위원회 통화정책방향(1999년)	103
<부표 2> 금융통화위원회 통화정책방향(2000년)	103
<부표 3> 금융통화위원회 통화정책방향(2001년)	104
<부표 4> 금융통화위원회 통화정책방향(2002년)	104
<부표 5> 금융통화위원회 통화정책방향(2003년)	105
<부표 6> 금융통화위원회 통화정책방향(2004년)	105
<부표 7> 한국은행의 주요 정책신호 일지(1998년~1999년)	106
<부표 8> 한국은행의 주요 정책신호 일지(2000년)	107
<부표 9> 한국은행의 주요 정책신호 일지(2001년)	107
<부표 10> 한국은행의 주요 정책신호 일지(2002년)	108
<부표 11> 한국은행의 주요 정책신호 일지(2003년 1~3월)	109
<부표 12> 한국은행의 주요 정책신호 일지(2003년 4~5월)	110
<부표 13> 한국은행의 주요 정책신호 일지(2003년 6~9월)	111
<부표 14> 한국은행의 주요 정책신호 일지(2003년 10~12월)	112
<부표 15> 한국은행의 주요 정책신호 일지(2004년)	113
<부표 16> 정부의 주요 정책신호 일지(1998년)	113
<부표 17> 정부의 주요 정책신호 일지(1999년)	114
<부표 18> 정부의 주요 정책신호 일지(2000년)	115

<부표 19> 정부의 주요 정책신호 일지(2001년)	116
<부표 20> 정부의 주요 정책신호 일지(2002년 1~6월)	116
<부표 21> 정부의 주요 정책신호 일지(2002년 7~12월)	117
<부표 22> 정부의 주요 정책신호 일지(2003년 1~5월)	118
<부표 23> 정부의 주요 정책신호 일지(2003년 6~9월)	119
<부표 24> 정부의 주요 정책신호 일지(2003년 10~12월)	120
<부표 25> 정부의 주요 정책신호 일지(2004년 1~6월)	121
<부표 26> 정부의 주요 정책신호 일지(2004년 7~12월)	122
<부표 27> 정책신호발송에 따른 콜금리 변동폭	123
<부표 28> 정책신호발송에 따른 CD수익률 변동폭	123
<부표 29> 정책신호발송에 따른 CP수익률 변동폭	123
<부표 30> 정책신호발송에 따른 회사채수익률 변동폭	124
<부표 31> 정책신호발송에 따른 국고채수익률 변동폭	124
<부표 32> 정책신호발송에 따른 KOSPI 변동폭	124
<부표 33> 정책신호발송에 따른 KOSPI200 변동폭	125
<부표 34> 정책신호발송에 따른 KOSDAQ 변동폭	125

제1장

서론

통화정책의 궁극적인 성패는 중앙은행이 향후 통화정책변경에 대한 시장기대형성을 유도해서 장기이자율을 움직임으로써 중앙은행이 의도하는 수준으로 실물경제에 영향을 주는 것에 달려있다.

그러나 최근 중앙은행이 정책금리를 변경시켜도 금융시장이나 실물경제의 반응이 미약하거나 거의 나타나지 않는 경우가 종종 지적되고 있다. 이러한 통화정책의 실효성이나 유동성효과(liquidity effect)에 대한 의문을 해소하고자 본 연구는 출발하였다.¹⁾

중앙은행은 대출정책, 지급준비정책, 공개시장조작정책 등의 전통적인 통화정책수단을 직접 활용하여, 중앙은행이 의도하는 시장기대나 정책결과를 통화정책의 파급 메커니즘을 통해 유도해 왔다.²⁾

하지만 정책담당자의 정책발표는 경제주체들의 경제행위에 영향을 미치고, 정책이 실행되기도 전에 정책발표만으로도 정책효과가 나타나기도 한다. 예를 들어, 정부가 내년에 세금을 낮출 것이라고 발표하면, 정부에 대한 신뢰를 바탕으로 미래소득증가에 대한 기대(expectation)를 형성하여 민간소비가 늘어나고 이자율이 상승하게 된다. 물론 이러한 효과는 정책담당자의 신뢰수준이나 정책신호의 혼선여부 등에 따라 상이한 결과를 낳기도 한다.

최근에 들어선 중앙은행도 통화정책수단을 직접 집행하지 않고서도 중앙은행의 의도만을 시장에 전달함으로써 시장의 충격을

1) Pagan and Robertson(1995)나 Christiano(1995) 등은 유동성효과가 사라지고 있다고 주장했다.

2) 중앙은행의 통화정책이 실물경제에 파급되는 경로에는 전통적인 금리경로(interest rate channel), 자산가격경로(asset price channel), 환율경로(exchange rate channel), 신용경로(credit channel), 물가안정목표제도가 도입됨에 따라 중요성이 크게 높아지고 있는 기대경로(expectation channel) 등이 있다. 보다 자세한 내용은 『우리나라의 통화정책』(2001) pp.139-155를 참조할 것.

줄이면서 중앙은행이 의도하는 시장기대를 형성하고 다양한 파급 경로를 거쳐 정책목표를 달성하여 통화정책의 유효성을 제고하고 있다.³⁾

이는 시장참여자들이 정책금리의 결정에 앞서 정책담당자나 정보가 상대적으로 우월한 자들로부터 자신들의 의사결정과 관련된 정보를 얻으려고 노력하고 미래의 정책금리에 대한 시장기대를 형성하기 때문이다.

따라서 중앙은행의 통화정책방향 및 정책금리목표에 대한 공식 발표인 공시효과(announcement effect)나 공개발언정책(open mouth operation) 뿐만 아니라 정책담당자들의 비공식적인 의견개진, 즉 정책신호(policy signal) 발송도 중앙은행의 새로운 중요 통화정책수단으로 부각되고 있다.⁴⁾

이와 같이, 통화정책에 대한 정책담당자의 의견개진이 매우 중요한 통화정책수단임에도 불구하고 이에 대한 연구가 아직까진 부족한 상태다. 더욱이 선진국에서는 정부의 고위당국자가 통화정책과 관련된 의견을 개진하는 것이 금기시되고 있기 때문에 이

3) Meulendyke(1998)도 정책금리 변경을 공표함으로써 미 연준(Federal Reserve Board)이 연방기금금리(federal fund rate)를 움직이기 위해 공개시장조작을 이용할 만한 필요성은 줄어들었고, 연준이 의도하는 연방기금금리 수준을 은행들이 빨리 인식하면 할수록 연방기금금리가 새로이 변경된 목표금리 수준으로 빠르게 이동하는 경향을 볼 수 있었다고 지적했다.

4) 공식적인 정책발표를 두고 학자들마다 다른 용어를 사용하는데, Demiralp and Jorda(2000)는 파블로프 반응(Pavlovian response)이라고 부르고 Guthrie and Wright(2000)는 공개발언정책(open mouth operation)이라 부르며, 전통적으로는 공시효과(announcement effect)라고 부른다. 비공식적인 의견개진이나 발언에 대해 Stein(1989)은 연방준비은행의 정확하지 않은 향후 통화정책과 관련된 의견을 “Cheap Talk”이라 지칭하였고 일반적으로는 정책당국이 시장참여자들에게 향후 정책 등에 대해 의견을 개진하는 것을 정책신호(policy signal)를 발송한다고 칭한다.

런 표본을 찾아 실증적으로 분석하기는 거의 불가능하다. 이와는 달리, 우리나라에서는 정부의 정책담당자들이, 관행과 같이 사전 임을 전제로, 통화정책과 관련된 의견을 빈번하게 개진하고 있기 때문에 이런 분석이 가능하다.⁵⁾

따라서 본 연구는 정책담당자의 정책금리에 대한 의견개진이 금융시장에 미치는 영향을 파악하고자 한다. 공시효과나 공개발언정책 등으로 불리는 금융통화위원회의 통화정책방향 및 정책금리목표에 대한 공식적인 발표와 한국은행과 정부의 비공식적인 의견개진, 즉 정책신호로 나누어 그 효과를 각각 비교하고 이를 바탕으로 정책적 시사점을 제안하고자 한다.

본 연구를 통해 연도별 물가안정목표 범위 안에 실제 물가가 놓여 있으면 한국은행의 의견개진이나 공식 정책집행이 물가보다는 경기에 대해 더 민감하게 반응하는 현상이 관측되었다. 또한 정부가 정책신호를 물가상승 시기보다 경기하강 시기에 빈번하게 발송하는 모습이 나타났다. 더욱이 정부의 정책금리 인상(인하) 발언 부근에서 금통위의 정책금리가 공식적으로 인상(인하)되는 경향도 관측되었다. 따라서 물가안정이 통화정책의 단일한 목표임에도 불구하고 금융통화위원회의 실제 정책집행은 정부의 영향을 받을 수 있으며 물가안정보다는 경기여건이 보다 중요한 목표일 수도 있다는 의구심이 제기되었다.

여기에 정부 의견개진이 시장, 특히 주식에 미치는 영향력은

5) 우리나라의 경우에는 대통령이 정책금리에 대한 의견을 개진함으로써 한국은행의 독립성이 훼손되는 사례가 나타나고 있다. “노무현 대통령이 정세균 민주당 정책위의장의 부동산 투자 대책이 전제되지 않는 금리인하는 위험하다는 건의에 대해 “한은 총재에게 이러한 당의 뜻을 전하라”고 말했다. 노 대통령의 의중을 떠나 집권여당의 금리인하 관련 진단은 완전한 ‘독립성’을 확보하지 못한 한국은행은 물론 금통위에도 상당한 압박이다.” (연합, 2003년 5월 9일 송고 기사)

금통위의 공식발표와 비슷할 뿐만 아니라 한국은행의 비공식적인 의견개진이 비해서 상대적으로 큰 것으로 추정되었다. 또한 장단기이자율의 경우, 금통위의 공식발표와 한국은행과 정부의 비공식 의견개진간의 차이가 없는 것으로 나타났다.

따라서 통화정책의 운용권한이 금융통화위원회에 있음에도 불구하고, 정부의 정책금리운용에 대한 의견개진이 지속되고 있고 시장참가자들이 정부의 의견개진을 상당히 신뢰하고 있음을 의미하는 것으로 생각된다.

본 연구의 결과를 통한 정책적 시사점은 다음과 같다. 중앙은행의 독립성과 신뢰성을 제고하여 통화정책의 유효성을 강화하기 위해서 정부의 무분별한 정책신호발송은 지양되어야 할 것으로 판단된다. 다음으로 우리나라 통화정책 운영체계에 대한 신중한 검토가 필요하다는 점을 지적할 수 있다. 한국은행의 공식적인 의견개진이 물가안정보다는 경기상황에 초점을 계속해서 맞춘다면, 인플레이션 타겟팅 제도를 포기하고 미국과 같이 물가와 성장(고용)을 함께 고려하는 통화정책목표로 통화정책 운용체계를 재정립할 필요가 있다.

한편 한국은행의 통화정책목표와 직접적인 관계가 다소 적은 교육, 실행정수도이전 등과 같은 주제에 대한 빈번한 의견개진도 정부정책에 대한 혼선을 야기할 가능성이 있으므로 지양해야 할 것으로 여겨진다. 따라서 한국은행이 비공식적으로 의견개진을 할 경우에도 보다 신중할 필요가 있다고 생각된다.

마지막으로 본 연구보고서의 구성은 다음과 같다. 제2장에서 국내외 관련 연구들을 검토하고 제3장에서 통화정책운용에 대한 의견개진의 사례를 분석한다. 제4장에서 의견개진의 경제적 효과를 비교한 후, 마지막 장에서 본 연구의 결론 및 시사점을 제기하고자 한다.

제2장

문헌연구

본 연구와 직·간접적으로 관련된 해외연구들을 살펴보면, 거시경제변수와 관련된 뉴스가 환율, 채권, 주가 등에 미치는 영향을 분석한 연구들이 많이 있다.

우선 뉴스가 환율에 미치는 영향을 분석한 해외연구로 Mussa (1979)가 환율변동의 대부분이 뉴스에 의해 야기된다고 주장했다. Dornbusch(1980)는 예상치 못한unexpected 실질소득, 이자율, 경상수지 등의 변화를, Frenkel(1981)은 예상치 못한 이자율 차이의 변화를, Edward(1982, 1983)는 통화공급량, 명목이자율, 실질국민소득 등의 예상치 못한 변화를, Engle and Frankel(1984), Hakkio and Pearce(1985), Ito and Rokey(1987), Hardouvelis(1988), Thornton (1989) 등은 통화량지표의 발표를, Irwin(1989), Hogan et al.(1991), Karfakis and Kim(1995) 등은 무역수지 발표를 경제뉴스로 간주하여 환율에 미치는 영향을 분석하였다.

최근에는 Anderson and Bollerslev(1998) 등과 같이 경제뉴스가 환율의 조건부 변동conditional variance에 미치는 영향을 파헤쳤고, Goodhart et al.(1993), Almeida et al.(1998) 등은 고빈도high-frequency의 방대한 시계열자료를 이용하여 거시경제적 뉴스 발표와 환율과의 관계를 분석했다. Anderson et al.(2002)이 예상을 벗어난 거시경제 뉴스가 환율의 조건부 평균conditional mean을 확대시키고 좋은 뉴스에 비해 나쁜 뉴스의 영향력이 보다 크다고 주장했다.

국내에서는 최동수·유지성(1994)이 1990년 3월부터 1993년 2월까지의 표본기간을 시장평균환율제도와 자유변동환율제도의 두 기간으로 나누어 거시경제 뉴스변수들로 대미달러화에 대한 원화의 환율변동을 분석하였다. 그들은 통화뉴스가 대미달러환율변동에 부negative의 관계를 나타낸 반면에 다른 뉴스적 환율결정요인들은 정positive의 관계를 나타냈다고 주장했다. 이근영(1999)은 해외 외환시장에서의 예상치 못한 환율변화를 뉴스로 간주하여 국

내 외환시장에 미치는 영향을 분석하였다. 송치영(2002)도 외환시장에 영향을 미칠 수 있는 외환시장정책, 통화정책, 신인도, 구두개입, 고위인사의 발언, 해외경제 등의 9가지로 구분한 뉴스들이 원/달러환율에 미치는 영향을 1999년 1월부터 2002년 10월 31일까지의 일별 자료를 이용하여 분석했다. 그 결과, 다양한 뉴스 중에서 신인도 뉴스와 해외경제 뉴스만이 환율에 영향을 미친다고 지적하였다.

한편, 외환시장에 대한 정부의 실제(매매)개입과 구두개입으로 나누어 환율에 미치는 효과를 분석한 연구로서, 박해식·송치영(2003)은 2000년부터 2002년까지 일본의 일별 자료를 가지고 외환당국의 구두개입이 환율에 미치는 영향을 회귀모형을 이용해서 실증적으로 분석하였다. 구두개입이 당일에만 효과가 있고 그 이후의 지속성은 없으며, 엔화강세 유도발언보다는 엔화약세 발언이 훨씬 효과적이고, 순풍적(lean-in-the-wind) 구두개입에 비해 역풍적(lean-against-the-wind) 구두개입이 실효성 측면에서 훨씬 우월하다고 강조하여 정부의 구두개입이 실제로 영향을 미친다고 주장했다.

유상대(2003)는 우리나라의 외환시장에서 외환당국의 매매개입 및 구두개입이 환율의 수준 및 기대변동성에 미치는 영향에 대해, 1999년 6월부터 2002년 4월까지의 시계열자료를 가지고 시차모형을 이용하여 분석하였다. 그는 매매개입이 환율의 움직임을 정책이 의도한 대로 이끌 수는 있지만 환율의 기대변동성을 확대시키는 반면에, 구두개입은 환율수준을 외환당국의 의도대로 이끌지는 못하지만 환율의 기대변동성을 축소시킨다고 주장했다. 또한 지나치게 빈번한 구두개입이 시장의 자율적인 조절기능을 저해하고 환율의 기대변동성을 과도하게 축소하여 시장거래를 위축시킬 수도 있다고 경고했다.

경제뉴스가 채권시장에 미치는 영향에 대해, Fleming and

Remolona(1999)는 뉴스 발표가 채권가격의 최대 변화를 유도한다고 지적했다. Balduzzi et al.(2001)은 채권가격에 대한 경제뉴스의 강력한 영향과 신속한 기업뉴스 효과가 나타난다고 주장했으며, Bollerslev et al.(2000) 등은 거시경제 뉴스의 자산 변동성(volatility)에 대해 분석했다.

Pearce and Roley(1985), Ederington and Lee(1993), McQueen and Roley(1993), Christie-David and Chaudhry(1999), Graham et al.(2003) 등은 예정된(scheduled) 거시경제 뉴스가 주가나 주가의 변동성에 미치는 영향을 분석했다. 특히, 무역수지 발표가 주가에 미치는 영향에 대해서는 Goodhart and Smith(1985), Hardouvelis(1987), Aggarwal and Schirm(1992, 1998), Sun and Tong(2000) 등에 의해 분석되었다.

한편, 통화당국의 정책변경이 경제에 미치는 영향이 매우 크기 때문에, 과거에는 주요국의 통화정책당국들은 정책금리의 변화 등을 공표하지 않았다. 미국도 1994년 2월 이전에는 연방공개시장조작위원회(Federal Open Market Committee)가 정책금리에 대한 통화정책목표나 회의결과를 비밀로 부치고 공개하지 않았다.⁶⁾ 따라서 이 시기에는 연방준비은행의 통화정책 기조와 운용목표를 공표하는 방법으로 재할인율(discount rate)을 이용한 공시효과(announcement effect)를 구사했고 이에 대한 연구가 활발하게 진행되어 왔다.⁷⁾

6) 1994년 2월 이후부터는 연방공개시장조작위원회가 통화정책 기조의 변화에 대해 언급하기 시작하였고 1995년부터는 구체적인 운영목표 수치를 공표하고 있다. 따라서 Romer and Romer(1994, 1997), Boschen and Mills(1995), Leeper (1997) 등과 같이, 이 당시 통화정책 기조를 판단하기 위해 연방준비은행의 의사를 중심으로 분석한 연구들이 있었다. 한국은행의 금융통화위원회도 1999년에 들어 공식적으로 정책기조의 변화에 대해서만 언급하기 시작했다가 1999년 5월부터는 구체적인 콜금리목표 수치를 공식적으로 제시하고 있다.

7) 재할인율의 변화가 이자율, 주가, 환율 등에 미치는 효과를 실증적으로 분석한 연구로는 Waud(1970), Brown(1981), Roley and Troll(1984), Smirlock and

그러나 때때로 공시나 정책신호 등에 대한 시장참여자들의 해석능력 차이로 정책의도와는 다른 시장기대가 형성되어 중앙은행이 의도하지 않은 방향으로 효과가 나타나기도 한다. 예를 들어, 미국의 연방준비은행(Federal Reserve Bank)이 정책기조를 바꾸지 않고 시장이자율의 상승수준에 맞추어 재할인율을 올리는 경우를 가정해 보자. 이 경우에 민간 경제주체들은 재할인율의 변경공시를 연준의 향후 통화정책 기조 변화를 나타내는 신호로 잘못 인식할 수 있기 때문에 향후 경기가 연준의 의도와는 달리 실제로 둔화될 가능성이 있다.

따라서, 중앙은행들은 충분한 정보를 시장참여자들에게 전달하여 정책당국자와 시장참여자간에 존재하는 정보의 비대칭성(information asymmetry)을 줄이고 통화정책의 투명성을 강조하는 동시에 정책당국의 신뢰를 높이고 통화정책의 유효성을 제고하고자, 통화정책과 관련된 의사결정에 대한 공개주의를 채택하고 있다.

미국 연준의 경우도 1994년 2월 이후에는 통화정책의 운용목표를 공개적으로 제시하였다. 그 결과로 재할인율에 대한 공시효과의 중요성이 크게 감소한 반면에, 연방기금금리(federal fund rate)에 대한 공시효과의 중요성이 강조되고 있다.⁸⁾

이러한 통화정책과 관련된 뉴스가 주가에 미치는 영향에 대해

Yawitz(1985), Hakkio and Pearce(1992), Thornton(1994) 등이 있다. Cook and Hahn(1988)은 재할인율의 변화에 대한 시장이자율이 반응이 재할인율의 변화가 연방기금금리에 대한 연준 목표의 변화를 의미하기 때문이라고 지적했다. Thornton(1998)은 시장금리에 대한 재할인율 변화의 직접적인 효과, 즉 공시효과는 미미하지만 존재한다고 주장했다.

8) 미 연준의 재할인율은 연방기금시장이 마감된 이후에 공시되므로, 재할인율을 공시하는 것과 연방기금금리의 목표를 결정하는 것에 하루의 시차가 나타났으나, 1994년 2월 이후 정책금리의 목표결정과 공표 사이에 발생했던 시차가 사라지게 되었다.

Cornell(1983), Goodhart and Smith(1985), Pearce and Roley(1985), Hardouvelis(1987), McQueen and Roley(1993) 등이 활발하게 연구했다. 그들은 예상치 못한 확장적인 통화정책이 주가를 하락시킨다는 기대인플레이션 가설Expected Inflation Hypothesis과 기대경기조건 가설Expected Business Condition Hypothesis을 입증하였다. 즉 기대실질이자율 가설Expected Real Interest Rate Hypothesis과는 달리, 통화정책 뉴스와 주가가 부negative의 관계를 나타낸다고 분석하였다. 송치영(2002)도 주식시장에서 영향을 미칠 수 있는, 주식시장정책, 통화정책, 해외경제, 신인도 등의 다양한 뉴스들이 주가에 영향을 미친다고 지적하였다.

정부의 정책신호에 관한 연구로는, Havrilesky(1988)가 *Wall Street Journal*에 매주 게재되었던 통화정책과 관련된 신문기사의 횟수를 단순 합계하여 미국 연방준비은행의 통화정책에 대한 정부의 영향력을 나타내는 SAFER(Signals from the Administration to the Federal Reserve)를 개발하였다. 그는 1964년 1월부터 1994년 5월까지의 SAFER를 이용하여 분석한 결과, 정부가 확장적인 정책신호를 발송한 경우 연방기금금리가 0.06%포인트 정도 하락하기 때문에 정부의 정책신호가 미 연준의 통화정책에 영향을 미친다고 주장했다.

Borio(1997)는 각국의 통화정책에 대한 국제결제은행Bank for International Settlement의 설문조사를 통해 14개국에서 통화정책 수행에 있어 유동성조절liquidity management과 함께 의사전달전략communication strategy도 중요시하여 정책신호발송signalling 전략을 구사하고 있다고 지적했다. Demiralp and Jorda(1999, 2001, 2002)는 연방기금금리의 변동분에서 전통적인 공개시장조작에 의해 조절되지 않은 부분, 즉 미 연방준비은행의 정책금리 공식발표로 인한 공시효과 announcement effect도 있다고 지적하고, 공개시장조작과 함께 공개적

인 발표(public announcement)가 이자율을 변경시킨다고 주장하였다. 따라서 통화정책에 있어 공시효과는 전통적인 유동성효과(liquidity effect)와는 다르며, 시장의 기대를 형성하는 공시효과로 인해 새로운 목표 수준에 필요한 공개시장조작의 크기, 즉 유동성효과가 훨씬 줄어든다고 지적했다.

Guthrie and Wright(2000)는 위협기반 통화정책(threat-based monetary policy)의 이론에 기초를 두고 실증적으로 1989년 1월 1일부터 1997년 9월 30일까지의 뉴질랜드 사례를 분석했다. 그들은 긴축적인 공개발언정책(open mouth operation)이 이자율을 높이므로 중앙은행이 유동성 경로(liquidity channel)와 함께 공시 경로(announcement channel)를 통해 금리에 영향을 준다고 주장했다. 이러한 이자율 변화는 공개시장조작만으로는 설명할 수 없는 부분이라고 지적하면서 다른 나라의 경험도 분석될 필요가 있다고 권고했다.

한편 Taylor(2001)는 공개발언정책이 공개시장조작의 시기(timing)만을 바꾸기 때문에, 공개시장조작과 유동성효과간의 연관관계를 약화시킨다고 지적하였다. Thornton(2004)은 목표금리 변화에 대한 실효 연방기금금리와 3개월 재무성채권이자율의 반응을 추정 한 결과, 공개시장조작이나 공개발언정책이 연방기금금리와 목표금리간의 밀접한 관계를 설명할 증거는 발견할 수 없었다고 주장했다.

정책신호와 관련된 국내연구로는 선정훈·정익준(2002)이 1999년 5월부터 2002년 6월까지 복수요인 자산가격결정 모형을 이용한 실증분석에서 정책금리에 대한 금융통화위원회의 공식발표는 주가변동에 뚜렷한 영향을 미치지 않았다고 추정했다. 또한 그들은, 표본기간을 경기상승기(1999년 5월~2000년 8월)와 경기하강기(2000년 9월~2002년 6월)로 나누어 분석했다. 그 결과 경기상승기에는 예상치 못한 콜금리 인상에 주가가 하락하는 반응을 보

인 반면, 경기하강기에는 예상치 못한 콜금리 인하가 주가 상승으로 연결되지 않았다고 지적하면서, 통화정책 뉴스가 주가에 비대칭적^{asymmetric}으로 영향을 미친다고 주장했다. 그러나 그들은 한국은행의 금리관련 발언에는 주가가 통계적으로 유의성 있는 반응을 보이지 않는 것으로 나타나 한국은행의 금리관련 의견개진이 발언 당일 주가에 영향을 미치지 않는다고 지적했다.

김양우·강태수(2002)는 한국은행과 정부의 금리관련 발언이 회사채나 국고채 등의 채권수익률에 미치는 영향을 분석했다. 그들은 중앙은행의 통화정책 운용과정에서 정부가 통화정책관련 신호를 시장에 수시로 발송할 경우, 실제로 금리변동성이 높아지고 통화정책의 효율성이 저해된다고 지적했다. 따라서 정부가 금리정책 관련 발언을 자제한다면 시장기대의 안정을 통해 경제의 불확실성이 크게 줄어들어 통화정책의 효율성이 높아진다고 주장했다.

유만식(2002)은 통화정책의 지급준비금시장에서의 직접적인 공시효과와 장단기 금융시장에서의 간접적인 공시효과를 연구했다. 긴축정책으로 인해 금리간 스프레드에 부^{negative}의 반응이 커졌고 장단기 금융시장에서도 정책의 공시효과가 존재했다고 지적했다.

이와 같이, 통화정책방향에 대한 한국은행의 공식발표와 비공식 의견개진, 그리고 정부의 비공식적 의견개진을 나누어, 주식시장, 채권시장 등과 같이, 신호발송주체별로 어느 한 부분의 금융시장에 미치는 영향을 주로 연구해 왔다. 따라서 아직까지는 정책금리에 대한 한국은행의 공식발표와 비공식 의견개진, 그리고 정부의 비공식적 의견개진을 함께 고려하여 장·단기이자율, 주가 등의 변동폭에 미치는 영향을 종합적으로 비교·검토한 적은 거의 없었다. 이런 측면에서 본 연구는 통화정책에 대한 금융통화위원회의 공식발표와 정책담당자들의 비공식적인 의견개진이 금융시장에 미치는 영향을 종합적으로 비교하여 분석한다는 의미를 갖는다.

제3장

통화정책운용에 대한 의견개진의 사례 분석

1. 우리나라 통화정책 운용체계

우리나라 통화정책 운용체계(monetary policy framework)는 1997년말 한국은행법의 개정을 통해 중간목표관리체계(intermediate target regime)에서 인플레이션 타겟팅 제도(inflation targeting regime)로 이행되었다.⁹⁾ 인플레이션 타겟팅 제도는 중앙은행의 목표를 물가안정으로 단일화하여 명시적인 인플레이션 목표를 공표하고 이를 달성하기 위해 시장기대심리를 형성하여 경제주체들의 경제행위를 유도하는 통화정책의 운용체계다. 따라서 중앙은행과 시장참여자간의 원활한 의사소통을 통해 형성된 시장기대가 통화정책과 실물경제간의 매우 중요한 연결고리로 등장하였다.

중앙은행은 통화정책목표를 달성하기 위해 대출정책, 지급준비정책, 공개시장조작정책 등의 전통적인 통화정책수단을 활용해왔다. 하지만 최근에 들어 중앙은행이 공식적인 발표나 정책신호를 시장에 보내어 중앙은행이 의도하는 시장기대형성이나 정책결과를 유도하기도 한다.

중앙은행의 정책신호발송 전략(policy signalling strategy)은 많은 장점을 가지고 있다. 시장참여자들이 정책당국의 의도를 잘못 해석해서 발생할 수 있는 기회비용을 줄일 수 있다. 또한 민간 경제주체

9) 우리나라의 통화정책 운용체계는 1990년대 중반부터 지적되어 왔던 물가 및 실물경제에 대한 통화지표의 유효성 저하와 국제통화기금(International Monetary Fund)의 권고 등으로 1997년말 한국은행법을 개정하여 통화 타겟팅(monetary targeting)으로부터 인플레이션 타겟팅(inflation targeting)으로 전환하였다. 그 결과, 통화중시 통화정책으로부터 금리중시 통화정책으로의 변화로 인해 총유동성을 나타내는 M3는 중간목표(intermediate target)로부터 감시지표(monitoring indicator)로 전환되어 관리되고 있다. 보다 자세한 우리나라의 통화정책 운영체계는 『우리나라의 통화정책』(2001) pp.67-91을 참조할 것.

와의 정보공유와 의사소통을 원활히 하여 정책당국자와 시장참여자간에 발생하는 정보의 비대칭성을 완화하고, 일관된 정책신호의 발송을 통해 정책기조를 시장에 알려 정책담당자가 의도하는 시장기대를 형성하는 것도 장점이다. 더욱이 정책신호와 동일한 통화정책이 공시되는 경우, 시장에 대해 중앙은행의 강력한 정책의도를 전달하게 되므로 중앙은행이 의도하는 시장기대를 보다 신속하게 형성하고 시장의 충격을 줄이면서 정책변화를 유도할 수 있다.

한편 우리 정부는, 선진국과는 달리, 한국은행의 통화정책 방향이나 기조 또는 조절 수준 등에 대한 정부의 희망을 담은 비공식적인 의견(정책신호)을, 대개는 사전임을 전제로, 시장에 빈번하게 보내고 있다. 이처럼 중앙은행의 통화정책을 두고 정부가 의견을 개진하는 것에 대해 부정적인 견해가 우세한 편이다.

우선 그 이유로 금리정책에 대한 의사결정이 금융통화위원회의 고유권한임을 들 수 있다. 정부가 중앙은행의 통화정책에 대해 평가하거나 언급하는 것은 중앙은행의 정책독립성을 훼손하고 정책혼선을 야기할 가능성이 있다.¹⁰⁾ 여기에 정책금리에 대한 정부의 빈번한 언급이 보도됨으로써 통화정책의 수행주체에 대한 일반국민의 오해를 야기해서 중앙은행의 통화정책에 대한 공식발표를 신뢰하지 않을 수도 있다. 또한 정부의 발언으로 인해 중앙은행이 의도하지 않은 시장기대가 형성된다면 통화정책의 신뢰성과

10) 1995년 6월 11일 미국 NBC 'Meet the Press'라는 TV방송에서 Leon E. Panetta 백악관 비서실장이 미국의 경기침체 가능성을 우려하여 미 연준의 금리인하를 희망하는 발언을 하였으나, 당시 재무장관인 Robert E. Rubin이 Panetta의 발언에 대해 잘못을 지적하고 연준의 정책에 대해서는 코멘트를 하지 않는 것이 Clinton 행정부의 일관된 입장이라고 언급하였다. 보다 자세한 내용은 조홍균(2000)을 참조할 것.

유효성은 크게 저하될 수밖에 없다. 따라서 통화정책운영에 대한 권한을 갖지 않고 있는 정부가 금리정책에 대해 정책신호를 빈번하게 발송한다면 일시적인 시장충격이나 시장교란요인으로 작용하여 주가나 금리 등의 변동폭volatility을 높이는 등 금융시장의 불확실성과 혼란을 가중시킬 가능성이 있다.

그러나 일부에선 정부의 통화정책에 대한 의견개진이 시장참여자들의 정보 비대칭성information asymmetry이나 시장의 일시적인 불안정을 완화할 수 있는 등의 긍정적인 의미도 있다는 반론을 제기하기도 한다. 또한 중앙은행의 통화정책방향에 대한 정부의 의견개진이 중앙은행이 의도한 방향과 같다면 일종의 정책공조를 형성하여 정책효과를 제고할 수도 있다는 지적도 있다.

하지만 설령 중앙은행의 통화정책방향과 정부의 의견개진이 같을지라도 문제점은 여전히 남아있다. 정부의 견해와 같은 목표금리가 설정될 경우에도 국민에게 중앙은행이 정부의 의견에 따른 것으로 여겨지거나 정부가 통화정책의 주체로 잘못 인식되어 중앙은행의 독립성과 자주성이 훼손될 수 있기 때문이다. 뿐만 아니라, 중앙은행의 자주적 입장을 무리하게 강조하기 위해 중앙은행이 본래 의도한 방향과 다른 결정을 할 가능성도 배제할 수 없다.¹¹⁾

한편 정부의 정책신호는 물론 중앙은행 내부에서도 다른 목소리를 시장에 전달하거나 실행된 통화정책과 발송된 정책신호가 상이한 경우에도 시장에 혼란을 야기한다고 볼 수 있다. 통화당국이 일관되게 발송한 의견개진과 상반된 정책의사결정이 통화당

11) 2004년 10월 7일 금융통화위원회 직후, 박승 한국은행 총재가 “채권시장 관계자들도 재정경제부의 말을 좇아 콜금리 인하를 전제로 풀베팅했다가 결과적으로 손해를 보고서는 ‘내가 철이 없었구나’하고 반성하게 될 것이다”라고 발언(연합, 2004년 10월 7일 송고 기사)했듯이, 정책금리에 대한 재경부 고위 관계자들의 발언을 두고 한국은행의 불만이 나타나고 있다.

국 자신에 의해 발표될 경우, 이전의 정책신호들이 오히려 시장을 교란시킨 원인이 되고 정책담당자의 신뢰성이 크게 훼손되어 향후 정책 실효성이 저해될 가능성이 제기된다.

예를 들어, 유럽중앙은행(European Central Bank)이 회원국 전체에 대해 단일한 통화정책을 수행하고 있지만 12개국 중앙은행들이 구성원이기 때문에 유럽중앙은행도 정책방향을 ‘하나의 목소리(one voice)’로 전달하지 못하여 금융시장의 혼란을 야기하고 통화정책의 유효성을 저하시킨다는 우려가 있다. 따라서 정책결정자와 금융시장간의 혼선을 막기 위해 유럽중앙은행에서는 ‘한 목소리의 원칙(principle of one voice)’을 준수하자는 의견이 강조되고 있다.¹²⁾

2. 공식발표 및 비공식 의견개진의 자료수집 방법

본 연구에서 이용될 자료는 통화정책에 대한 한국은행 금융통화위원회의 공식발표와 한국은행이나 정부의 비공식적인 의견개진으로 나누어 수집했다. 자료수집 기간은 한국은행법의 개정으로 통화정책 운용체계가 변경되기 때문에 1998년 4월 1일부터 2004년 12월 31일까지로 삼았다.

본 연구에선 통화정책에 대한 공식발표는 물론 비공식적인 의견개진도 사실유무를 차지하고 일단 언론을 통해 일반대중에게 전달되면 그 영향력이 금융시장에 파급되는 것으로 가정했다. 공식발표나 정책담당자의 의견개진, 즉 정책신호(policy signal)의 발송은 연합뉴스에 통해 보도된 기사들에 기초했다. 또한 보조적으로 우리나라의 대표적인 경제신문인 매일경제신문과 한국경제신문

12) 보다 자세한 내용은 『우리나라의 통화정책』(2001) pp.89-90을 참조할 것.

의 기사를 포함하여 분석했다.

연합뉴스를 통해 보도되지 않은 한국은행의 의견개진 기사는, 매일경제신문이 인상 1건, 인하 6건 및 유지 21건을 각각 보도하였고, 한국경제신문도 인상 1건과 유지 4건을 각각 보도하였으며, 양 신문에 중복되어 보도된 기사가 정책금리의 유지에 대해 1건이 있었다. 정책금리에 대한 정부 의견개진의 경우는 매일경제신문이 인상 2건, 인하 10건 및 유지 18건을 각각 보도하였으며 한국경제신문은 인하 4건 및 유지 2건을 보도하였고 양 신문에 중복되어 보도된 기사는 없었다. 한편 동일한 일자에 정책신호발송이 여러 차례 이루어진 경우에 자료로는 수집했으나 중복된 정책신호는 하나의 정책신호로 정리하여 분석에 이용하였다.

통화정책에 대한 공식발표 및 비공식적인 의견개진의 주체별로 신호발송자를 크게 세 부분으로 나누었다. 첫째 부분은 금융통화위원회의 공식발표로, 둘째 부분은 한국은행의 총재, 부총재, 금통위, 보도자료, 고위관계자 등의 한국은행 관계자로, 마지막 부분은 재정경제부 장관, 금융감독위원장, 청와대 경제수석, 청와대 경제보좌관, 산업자원부 장관, 기획예산처 장관, 건설교통부장관, 정부 보도자료, 정당 등의 정부 관계자로 분류하였다.

3. 금융통화위원회의 공식발표

한국은행은 통화정책의 유효성 제고 및 통화정책이나 중앙은행에 대한 신뢰성^{credibility}을 보강하기 위해 중앙은행의 독립성^{independence} 강화, 정책수행의 책임성^{accountability} 부여, 통화정책의 투명성^{transparency} 제고 및 정책홍보 강화 등에 노력해 왔다.

우선 한국은행의 독립성 강화를 위해 1998년 4월부터 통화신용

정책의 의사결정기구로서 금융통화위원회가 출범되었다.¹³⁾ 통화정책의 투명성이 강조되는 추세에 발맞추어, 금통위는 매월 첫째 또는 둘째 목요일 회의에서 통화정책방향을 심의·의결한 후 즉시 공표하고 있다.¹⁴⁾ 이러한 금통위의 공식발표는 정책의 투명성을

13) 1998년 4월 이전 한국은행의 의사결정기구는 금융통화운영위원회다. 위원회의 의장은 재정경제부 장관이 맡았으며 위원은 당연직인 한국은행 총재와 각계에서 추천된 7명의 인사를 포함하여 총 9명으로 구성하였다. 임명직 7명 가운데 정부에서 추천된 위원이 5명(경제기획원장관 추천 1인, 농림수산부장관 추천 2인, 상공부장관 추천 2인)이나 되었기 때문에 금융통화운영위원회의 독자적인 정책결정이 불가능하였다. 따라서 1998년 4월부터는 금융통화운영위원회를 금융통화위원회로 개정하고 추천위원 6인(한국은행 총재 추천 1인, 재경부장관 추천 1인, 금감위원장 추천 1인, 상공회의소회장 추천 1인, 증권업협회장 추천 1인, 은행연합회장 추천 1인)으로 줄임과 동시에 정부의 추천은 재정경제부와 금감위 추천 각각 1인으로 제한하여 구성했다. 최근 통화정책에 대한 금융통화위원회의 독립성을 보다 강화하기 위해 한국은행법을 개정하여 2004년 1월부터 추천위원 6인 중에 증권업협회장 추천 1인을 없애는 대신 한국은행 부총재가 당연직 금융통화위원회 위원으로 참여하게 되었다. 보다 자세한 내용은 『우리나라의 통화정책』(2001) pp.82-83과 개정된 한국은행법을 참조할 것.

14) 통화정책에 대한 비밀주의에서 최근 투명성이 크게 강조되고 있는 추세다. 우리나라, 미국 등을 포함한 주요 중앙은행은 투명성을 강조하여 통화정책 방향에 대한 회의결과를 공표하는 추세이지만, 통화정책결과 공표에 대해 그 범위와 정도에 있어 유보적인 견해도 여전히 상존하고 있다. 또한, 시장에 민감한 정보는 공개하지 않는 것이 시장안정을 위해 오히려 바람직하다는 견해도 존재하고 있다. 미국의 경우, 1994년 2월 이전에는 1년에 통상 8회 개최되는 연방공개시장조작위원회(Federal Open Market Committee: FOMC)의 정책금리에 대한 통화정책목표나 회의결과를 비밀로 부치고 결코 공개를 허용하지 않았다. 이로 인해 통화정책이 실행되는 것을 보고 그 방향을 단할 수 있었으며, 그 결과 소위 “연준 관찰자(Fed-Watcher)”가 나타나기도 했다. 1994년 2월부터는 금리의 인상 또는 인하 결정시 FOMC 회의 직후 성명서를 발표하여 공표하기 시작하였고, 2000년부터 정책의 변화가 없을 경우에도 정책금리의 유지를 성명서로 발표하고 있다. 보다 자세한 내

증대시키고 한국은행과 민간 경제주체간에 나타날 수 있는 정보의 비대칭성 문제를 해소하며, 중앙은행이 의도하는 시장기대를 형성하는 데 도움을 준다고 알려져 있다.

통화정책의 공시(announcement)는 1996년 5월부터 시작된 금융통화위원회의 통화정책 관련 의결사항에 대한 토의내용 공개로 볼 수 있다. 하지만 인플레이션 타겟팅 제도 채택에 따른 중기 물가안정목표를 명시적으로 공개하는 것과 매월 금통위의 통화정책방향에 대한 공식발표에서 정책금리목표, 즉 콜금리목표를 제시한 이후를 본격적인 공시가 시작한 것으로 봐야 한다는 주장이 우세하다.¹⁵⁾

한편, 한국은행법이 개정된 1998년에도 통화량 중심의 통화정책을 수행하였기 때문에, 콜금리가 운용목표(operating target)로서의 위치를 확보한 1999년에 들어서야 통화정책방향이 콜금리를 중심으로 언급되기 시작했다. 1999년초에는 통화정책방향이 “콜금리의 하향안정화를 유도” 등으로 애매하게 표현되었는데, 1999년 5월부터 월별 콜금리목표가 구체적인 수치로서 제시되었다.

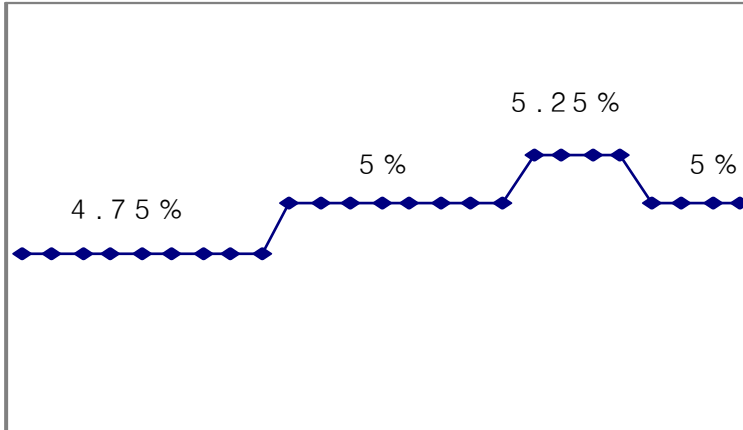
따라서 금융통화위원회의 통화정책방향에 대해 1999년 5월부터 2004년 12월까지 살펴보면 다음과 같다. <그림 1~2>에서 보는 바와 같이, 정책목표금리를 11회 조정하였다.

용은 『우리나라의 통화정책』(2001) p.87을 참조할 것.

- 15) 한편 제7차 개정 한국은행법에 따라 2004년 1월 1일부터 ‘연간 물가안정목표’ 대신 3년 단위의 ‘중기 물가안정목표’를 설정하고 운용하고 있다. 중기 물가안정목표제도도 변경한 이유로는 통화정책의 파급기간이 통상 1년 이상으로 알려져 있고 통화정책을 통해 연간 물가안정목표를 달성하기도 어려우며, 물가안정목표제도를 채택하고 있는 23개 국가 중에 선진국 모두가 중기 물가안정목표제를 선택하고 있기 때문인 것으로 지적되고 있다. 2004~2006년 물가안정목표는 농산물 및 석유류를 제외한 소비자물가지수의 기간중 평균상승률 기준으로 2.5~3.5%를 삼았다.

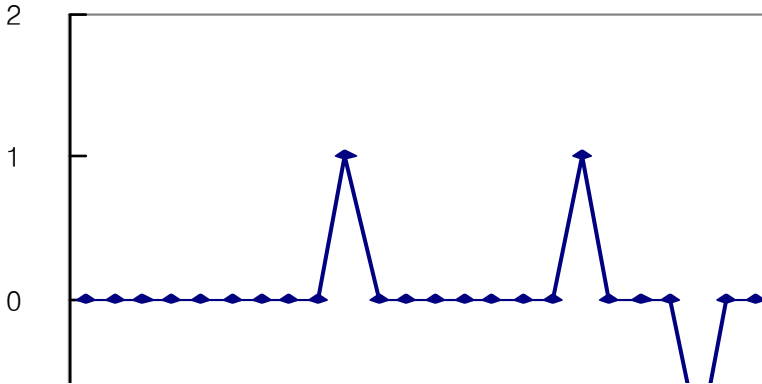
<그림 1> 콜금리 변경 추이

(1999년 5월~2004년 12월)



<그림 2> 통화정책방향 추이

(1999년 5월~2004년 12월)



주 : 인상 = 1, 인하 = -1, 유지 = 0

정책금리의 변경은 세 차례의 인상조치가 2000년 2월, 10월, 2002년 5월에 각각 발표되었고, 여덟 차례의 인하조치가 2001년 2월, 7월, 8월, 9월, 2003년 5월, 7월, 2004년 8월, 11월에 각각 발표되었다. 금융통화위원회의 정책금리 조정 폭은 미국 연준의 미세조정 방식을 활용하고 있는데, 1999년 1월부터 2004년 12월까지 아홉 차례의 정책금리 조정에서 열 차례의 0.25%포인트와 단 한 차례의 0.5%포인트를 조정하였다.¹⁶⁾

금융통화위원회의 통화정책방향을 살펴보기 위해 1999년 1월부터 2004년 12월까지 금통위 회의 직후 공표된 발표문을, <부표 1~6>에서 보는 바와 같이, 연도별로 정리하였다.

금통위의 공식발표를 통해 통화정책의 대략적인 흐름을 살펴보면, 1999년에는 정책금리의 수준이 유지되었고 2000년 2월과 10월에는 두 차례의 인상조치를 발표했다. 2000년의 두 차례의 콜금리 인상조치는 유동성조절 대출금리의 조정을 수반하지 않았기 때문에 정책기조 변경에 대한 의지를 강력히 전달할 필요성이 크게 제기되지 않은 정책금리 조정으로 판단된다.¹⁷⁾

16) 금리조정 폭은 미 연방준비은행이 정책금리를 0.25% 포인트 단위로 미세조정 (fine tuning)하는, 이른바 “그린스펀의 아기걸음마(Greenspan's babystep)” 방식을 주로 활용하고 있다.

17) 통화정책방향에 맞추어 콜금리의 목표수준과 함께 대출금리를 조정하여 중앙은행의 의도를 금융시장에 보다 강력하게 전달하는 금리공시기능을 수행하고자, 미국 연방준비은행의 재할인율(discount rate) 개념을 원용한 유동성조절 대출제도를 2000년 6월에 도입하였다. 유동성조절 대출제도를 통해 통화정책 기조의 변경의지를 전달할 필요성이 크지 않을 경우에는 콜금리의 목표수준만을 조정하고, 정책기조 변경에 대한 강력한 의지를 전달할 필요성이 상대적으로 크다고 판단되면 콜금리의 목표수준과 함께 유동성조절 대출금리를 동시에 조정하여 정책기조에 대한 공시효과를 강조하게 했다.

2001년에는 금융통화위원회가 네 차례(2월, 7월, 8월, 9월)나 인하조치를 발표하였는데, 경기하강국면에서 9.11 테러 등의 돌발적인 사태로 인해 정책금리를 연속해서 인하했다. 네 차례의 정책금리 인하조치 중에 두 차례(8월, 9월)는 유동성조절 대출금리의 조정을 수반하여 정책기조 변경을 강조한 정책금리 조정으로 볼 수 있다.

2002년에는 한국은행이 금리인상을 연상시키는 비공식적인 정책신호들을 여러 차례에 걸쳐 발송했다. 부동산 등의 자산가격 상승, 가계부채증가, 향후 물가상승압력 가능성 등이 제기되었기 때문이다. 하지만, 정책금리의 인상조치는 정작 단 한 차례만 수행되었다.

2003년에는 가계부채 지속, 카드채 및 신용불량자 문제 등으로 인해 금융시장의 불안요인이 가중되고 있었기 때문에 금리인하조치를 5월과 7월에 걸쳐 두 차례 시행했다. 정책금리의 하향안정화 기조는 2004년에도 유지되었고 8월과 11월에 콜금리 인하조치가 단행되었다. 수출호조세에도 불구하고 내수부진이 지속되어 민간소비지출이 2년 연속 감소세를 시현하는 등 수출과 내수의 양극화가 심화되었기 때문이었다.

하지만 2004년에는 유가 등 국제원자재 가격이 상승해서 비용측면의 물가상승압력이 있었고 통화정책에 대한 유효성마저 의심 받고 있는 상황에서, 정책금리의 유지 및 변경이 시장의 예상과 다르게 수행되면서 중앙은행이 의도하는 시장기대를 형성하지 못하는 등, 한국은행의 통화정책에 대한 예측가능성이 크게 저하되었고 정책금리 인하조치에 대한 우려의 목소리가 높았다.¹⁸⁾

18) 2004년 11월 11일 금융통화위원회 직후 가진 기자회견에서, 콜금리 인하, 동결이 계속 시장의 기대와 반대로 되는 것 같다는 질문에 박승 한국은행 총재는 “시장의 기대와 일치하지 못한 점에 대해서는 미안하다”고 발언(연합,

4. 한국은행의 비공식적인 의견개진

주요 중앙은행들은 통화정책이나 중앙은행에 대한 신뢰성을 확보하고 정보의 비대칭성으로 인한 시장기대형성의 왜곡을 막기 위해, 통화정책의 투명성 제고 및 정책홍보 노력을 강화하면서 종래의 비밀주의에서 벗어나 가능한 한 보다 많은 정보를 적기에 전달하고자 노력하고 있다.

한국은행도 통화정책의 유효성 제고나 물가 및 금융시장의 안정을 목적으로, 중앙은행이 의도하는 경제주체들의 시장기대 market expectation를 형성하기 위해 통화정책방향에 대한 비공식적인 의견개진(정책신호발송)을 수행하고 있다.

한국은행의 비공식 발표의 대략적인 흐름을 살펴보기 위해, 1998년부터 통화정책방향에 대한 한국은행의 정책신호발송을 <부표 7~15>에 연도별로 정리하였다. 1998년과 1999년에 한국은행의 통화정책방향에 대한 정책신호는 총 17회 발송되었다. 정책신호는 정책금리의 인상 1회, 유지 12회, 인하 4회로 구성되었는데, 경기상황에 따라 1998년과 1999년 상반기에는 정책금리 인하 신호를 발송하였고 1999년말에 인상 신호가 한 차례 발송되었다.

한국은행에서 발송한 정책신호는 2000년에 총 7회 발송하였고, 인상 4회와 유지 3회로 구성되어 경기상승국면에 따른 인상기조의 신호발송이 주된 흐름이었다. 2001년 한국은행의 통화정책방향에 대한 정책신호는 2000년에 비해 세 배 수준인 총 20회나 발송되었다. 이들은 유지 8회, 인하 12회로 구성되어 경기하강국면으로 인한 인하기조의 신호발송이 많았다.

2004년 11월 11일 송고 기사)했듯이, 한국은행의 통화정책에 대한 예측가능성이나 한국은행이 의도한 시장기대를 형성하지 못한 것으로 보인다.

2002년에는 2001년의 20회에 비해 4회 많은 총 24회의 정책신호를 발송하였다. 정책신호의 방향은 인상 9회, 유지 15회로 구성되었는데, 카드사용이나 신용대출 활성화 등의 무리한 경기부양 정책으로 정책금리의 인상 및 유지 신호가 혼재되어 나타났다. 내수부진과 함께 금융시장이 불안했던 2003년에는 전체 표본기간에서 가장 많은 총 67회의 비공식적인 의견개진이 나타났다. 한국은행의 정책신호발송은 인상 4회, 인하 9회 및 유지 54회를 각각 기록했으며, 7월까지의 정책금리 인하와 관련된 의견개진이 많았으나 8월에 들면서 정책금리의 인상발언이 선제적인 의미에서 나타났다.

2004년초에는 유가 등의 국제원자재가격 상승으로 정책금리의 인상과 관련된 발언이 2회 나타났으나, 내수부진이 지속되면서 경기회복을 위한 정책조합(policy mix)의 일환으로 3월부터는 정책금리의 유지를 의미하는 정책신호가 8회 발송되는 등 총 10회의 정책신호발송이 있었다.

한국은행은 1998년에 4회, 1999년에 13회, 2000년에 7회, 2001년에 20회, 2002년에 24회, 2003년에 67회, 2004년에 10회의 의견개진을 각각 발송하였다.¹⁹⁾ 이처럼 통화정책방향에 대한 한국은

19) “한은 이성태 부총재는 지난 22일 기자실을 찾아 금융통화위원회들과 집행부 임직원들은 앞으로 금리정책방향을 시사할 수 있는 발언을 하지 않도록 ‘유의’하기로 했다고 밝혔다. 특히, 통화정책방향 결정을 위한 금통위 회의 1주 전부터는 금융, 경제의 ‘일반적 사항’에 대해서도 언급하지 않기로 했다고 말했다. 한은은 금리 결정과 관련해 금융시장에 불필요한 혼선이 유발되지 않도록 금통위원과 임직원들이 대외 활동에서 발언에 신중을 기하자는 취지라며 언론에 ‘양해’를 구했다. 한은은 그러면서 앨런 그린스펀 미 FRB의 장이 지난 93년 금리를 결정하는 공개시장위원회에서 ‘대외발언 지침’으로 제시한 5가지를 소개했다. (1) 이자율과 환율 전망, (2) 공개시장위원회의 토의 내용, (3) 공개시장위원회 개최일의 앞뒤 일주일 동안은 경제나 관련 정

행의 정책신호발송 횟수가 점차 증가하는 추세를 나타냈으나 2004년에는 금리에 대한 한국은행의 발언자제 노력으로 추세보다 매우 적게 관측되고 있다.²⁰⁾

한편 정책금리에 대한 한국은행의 의견개진 원인을 살펴보기 위해, 1999년 1월부터 2004년 12월까지 경기동행지수 순환변동치, 소비자물가 인플레이션 및 정책신호발송 횟수를 도시하였다. 한국은행의 의견개진 빈도수는 표본기간에서 매월 열리는 금융통화위원회 회의의 다음날부터 다음 금통위 회의일자까지를 포함한 1개월 단위로 일별 정책신호발송 횟수를 합산하여 재구성하였다. 예를 들어, 2004년 11월 11일과 12월 9일에 금융통화위원회가 각각 열렸으므로, 11월의 정책신호발송 기간은 11월 12일부터 12월 9일까지로 삼았다.²¹⁾

<그림 3>에서 보는 바와 같이, 한국은행의 의견개진이 소비자물가 상승시기보다 순환변동치의 하강시기에 훨씬 빈번하게 관측

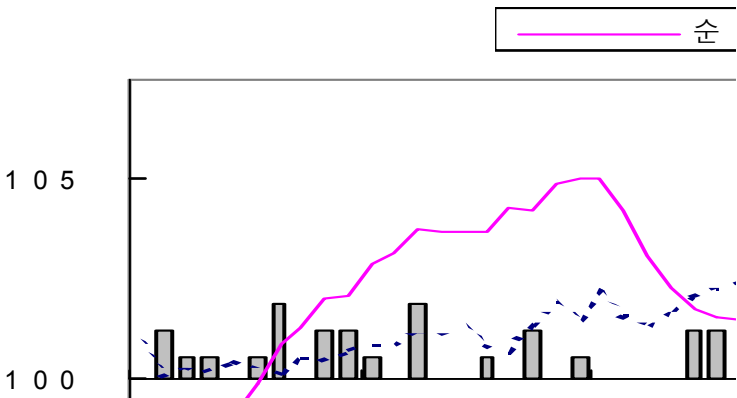
책에 대한 모든 사항, (4) 다른 정부 부처에 대한 평가 등은 언론에 말해서는 안 된다는 것이 그린스핀의 ‘지침’이었다”(연합, 2003년 5월 23일 송고 기사 참조)고 했지만 2003년에는 한국은행의 정책금리에 대한 발언이 이후에도 활발하게 개진되었다.

20) “박승 총재는 13일 국회재정경제위원회 회의 국정감사장에서 한은 총재가 너무 말을 많이 한다는 지적에 대해 “그동안 그린스핀은 시장에 시그널을 주는데 한은 총재는 너무 말이 없다는 데 대해 시장에 시그널을 주려고 노력했지만 또 말이 너무 많다고 해서 말을 안 하고 있다. 최근에 기자들이 기삿거리가 없다고 아우성을 치는 바람에 말을 해야 할지 안 해야할지 고민이다”고 하소연했다”(연합, 2004년 10월 13일 송고 기사)는 발언처럼, 한국은행이 2004년에 들어 정책금리에 대한 발언을 자제했다고 판단된다.

21) 2001년 9월에는 9.11 테러로 인한 대외여건의 변화로 금융통화위원회가 6일과 19일에 두 차례 열렸다. 따라서 8월 10일부터 9월 6일까지의 정책신호를 8월로, 9월 19일을 포함해서 9월 7일부터 10월 11일까지의 정책신호를 9월로 분류했다.

되고 있다. 그러나 1998년 4월부터 한국은행의 통화정책 운용체계가 물가안정목표제도(inflation targeting regime)로 변경된 이후, 한국은행의 통화정책목표가 물가안정으로 단일화되었다. 따라서 한국은행이 정책금리에 대한 의견을 소비자물가 상승시기보다 순환변동치의 하강시기에 빈번하게 발송한 근거에 대해 의문이 제기된다.

<그림 3> 순환변동치, 소비자물가 및 한은의 정책신호발송 횟수 추이
(1999년 1월~2004년 12월)



더욱이 한국은행이 소비자물가 상승률(CPI Inflation)을 목표대상 물가지수로 채택하고 있었던 물가안정목표제도 도입초기인 1999년에는 물가안정목표(소비자물가 상승률 $3.0\pm 1\%$)의 하한선(2%)보다 소비자물가 상승률(0.8%)이 낮은 수준이었다. 그럼에도 정책금리에 대한 의견개진이 다른 시기에 비해 훨씬 적은 것으로 나타났다.

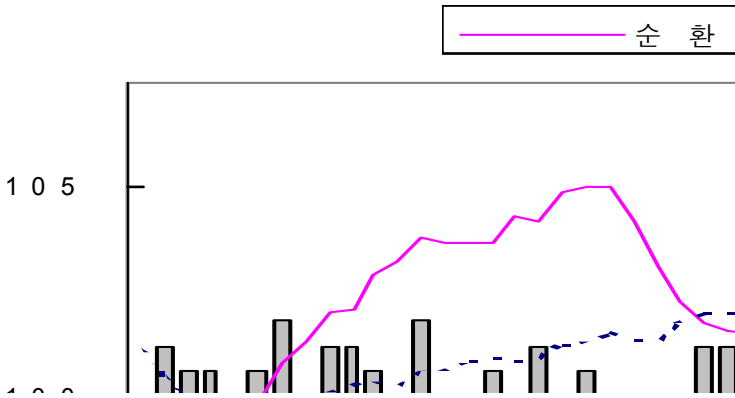
2000년부터는 한국은행의 목표물가지표로서 근원인플레이션(Core Inflation)이 채택되었으므로, <그림 3>에서 소비자물가 인플레이션을 근원인플레이션으로 대체하여 <그림 4>와 같이 다시 도

시하였다.²²⁾

실제 근원인플레이션이 연도별 물가안정목표 범위에 놓였음에도 불구하고 경기동행지수 순환변동치가 하강하고 있을 때 정책금리에 대한 한국은행의 의견개진 횟수가 크게 늘어난 것으로 관측되고 있다. 따라서 개정된 한국은행법이 내세운 통화정책목표의 단일화는 물가안정이지만 실제 통화정책과 관련된 의견개진은 경기상황과 밀접하게 연관되어 있을 가능성이 제기된다.

<그림 4> 순환변동치, 근원인플레이션 및 한은의 정책신호발송 횟수 추이

(1999년 1월~2004년 12월)



22) 근원인플레이션은 소비자물가에서 곡물 이외의 농산물과 석유류를 제외한 소비자물가 인플레이션으로서, 중앙은행이 통제할 수 없는 국제유가 변동 또는 일기나 작황 등에 크게 영향을 받는 항목들을 제외한 물가지수이다. 물가안정목표는 2004년 1월부터 중기 물가안정목표 제도가 도입되기 이전까지 매년 물가안정목표를 한국은행이 정부와 협의하여 정하였다. 표본기간 중 물가목표는 1999년에 소비자물가 상승률 $3.0 \pm 1\%$, 2000년에 근원인플레이션 $2.5 \pm 1\%$, 2001년부터 2003년까지는 매년 $3.0 \pm 1\%$ 로 설정되었다. 2004~2006년 중기 물가안정목표는 2.5~3.5%이다.

(1) 한국은행의 정책방향별·신호발송지별 분석

한국은행의 비공식적인 의견개진에 대해 보다 면밀히 비교하기 위해 신호발송을 정책방향별, 신호발송자별로 각각 나누어 살펴보면 <표 1>과 같다. 한국은행은 1998년 4월부터 2004년 12월말 까지 총 145회의 정책신호를 시장에 발송했다.

<표 1> 한국은행의 정책방향별·신호발송자별 발송 횟수

(1998년 4월~2004년 12월)

신호자	총재	부총재	금통위	보도자료	관계자	간담회	채권시장팀장	합계
합계	94	5	6	2	31	6	1	145
인상	13		2		4	2		21
인하	14		2		6	1	1	24
유지	67	5	2	2	21	3		100

주 : 당일 2회 이상 정책신호가 발송된 경우에, 발송주체가 동일한 모임에서 다른 주체들이 발송한 정책신호들은 하나의 정책신호로 계산하였고, 다른 모임에서 발송한 정책신호들은 다른 정책신호로 간주하였음.

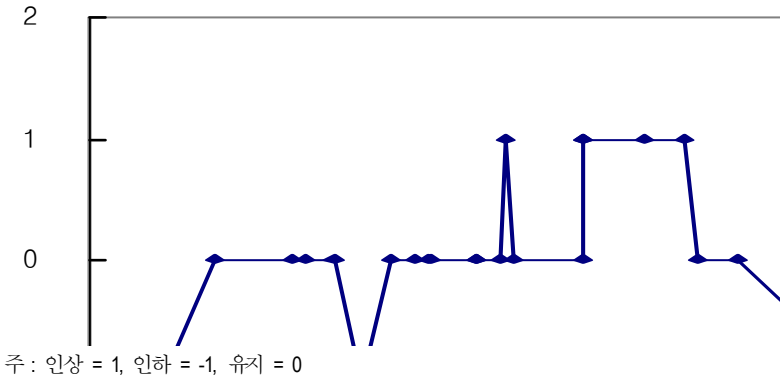
한국은행에서 정책금리에 대한 의견개진을 가장 많이 활용한 신호발송자는 총재로서 총 94회의 정책신호를 발송하여 한국은행 전체 정책신호발송의 64.8%를 차지하고 있다. 또한 정책방향별로 나누어 보면, 일별 자료로 도시한 <그림 5>와 같이, 인상 21회, 인하 24회 및 유지 100회를 각각 발송했다.

정책방향별로 한국은행이 의견을 개진한 원인을 살펴보기 위해, 1999년 1월부터 2004년 12월까지 경기동행지수 순환변동치, 소비자물가 인플레이션 및 정책신호발송 횟수를 <그림 6>에 도시하였다. 여기에 한국은행의 의견개진 빈도수는 표본기간에서 매월 열리는 금융통화위원회 회의 다음날부터 다음 금통위 회의

일자까지를 포함한 1개월 단위(11월 정책신호 : 11월 열리는 금통위 회의 다음날부터 12월 금통위 회의일자까지를 포함)로 일별 정책신호발송 횟수를 더하여 재구성하였다.

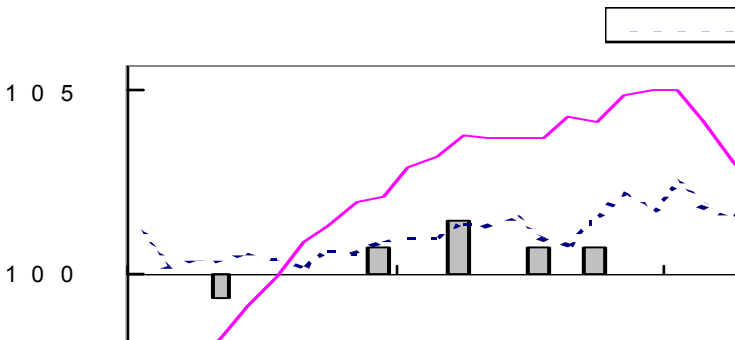
<그림 5> 한국은행 정책신호 추이

(1998년 4월~2004년 12월)



<그림 6> 순환변동치, 소비자물가 및 한은의 정책금리 인상·인하 발언 횟수 추이

(1999년 1월~2004년 12월)

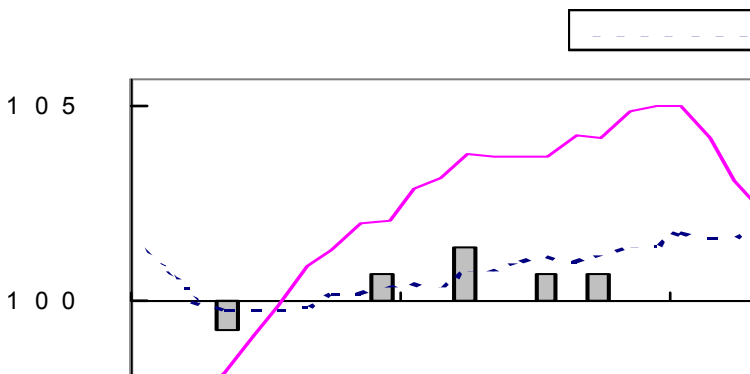


<그림 6>에서 보는 바와 같이, 한국은행이 소비자물가 상승률에 비해 경기변동에 보다 주목하여 정책금리에 대한 의견을 개진하고 있다는 의문이 제기된다. 예를 들어, 1999년말, 2002년 중반, 2003년말 등과 같이, 물가가 안정적인 상황에서 경기가 상승하고 있는 경우 금리인상의 의견을 개진하고 있다. 특히, 1999년 소비자물가 상승률이 0.8%임에도 금리인하발언은 단 한차례에 불과했다. 이와는 달리, 2001년 중반이나 2003년 초반 등과 같이 물가가 상대적으로 높고 경기가 하강하고 있는 상황에선 금리인하를 발언하고 있는 것으로 보인다.

한국은행이 2000년부터는 목표대상물가로 근원인플레이션을 채택했기 때문에, <그림 6>에서 소비자물가 인플레이션을 근원인플레이션으로 대체하여 다시 도시하였다. <그림 7>에서 한국은행이 물가에 비해 경기에 대해 더 민감하게 의견을 개진하고 있음이 보다 선명하게 나타난다.

<그림 7> 순환변동치, 근원인플레이션 및
한은의 정책금리 인상·인하 발언 횟수 추이

(1999년 1월~2004년 12월)



예를 들어, 2001년 연간 근원인플레이션 목표가 $3.0 \pm 1\%$ 이기 때문에 목표상한선 부근에 물가상승률을 시현했음에도 경기하강구면으로 인해 한국은행은 정책금리의 인하 발언을 지속적으로 개진했다. 또한 2002년 이후에는 근원인플레이션이 3% 수준에 머물고 있는 상황에서 경기상승기(하강기)에는 금리인상(인하)을 개진하고 있다. 이처럼 정책금리 변경과 관련된 발언이 물가목표와는 다소 무관하게 개진된 것으로 관측되고 있다.

다시 말해서 연도별 물가안정목표 범위 안에 근원인플레이션이 놓여 있으면 현재의 경기를 나타내는 순환변동치가 상승(하강)하고 있을 때 한국은행은 정책금리의 인상(인하)과 관련된 의견을 개진하고 있다. 따라서 실제 금리정책과 관련된 의견개진은 물가안정이라는 한국은행의 단일화된 통화정책목표와는 달리 현 경기에 보다 민감하게 반응하고 있는 것으로 판단된다.

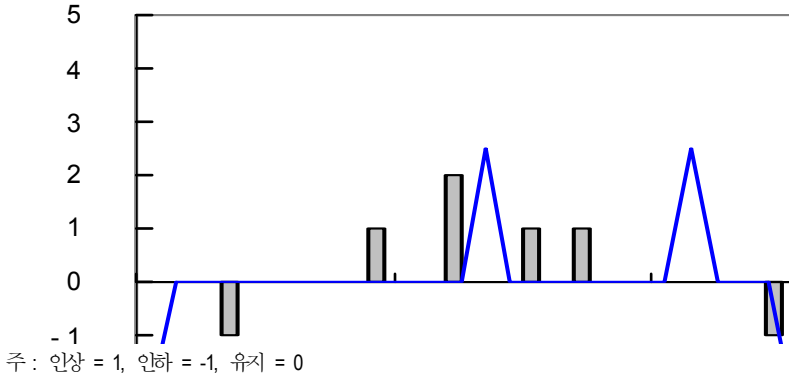
여기서 정책금리 변경에 대한 한국은행의 비공식적인 의견개진이 금융통화위원회의 정책금리 변경을 실제로 유도하는지를 살펴볼 필요가 있다. 이를 위해 금통위가 정책금리의 변경과 유지를 명확하게 밝히기 시작한 1999년 5월부터 2004년 12월까지 한국은행의 정책금리 인상 및 인하 발언 횟수와 금통위의 금리변경 추이를 <그림 8>을 도시해 보았다.

<그림 8>에서 보는 바와 같이, 한국은행이 정책금리의 인상(인하) 발언 이후 금통위의 정책금리가 인상(인하)되는 경향이 관측되고 있다. 하지만 2002년 6~10월과 2003년 8월~2004년 2월에는 한국은행이 정책인상 신호만을 발송했지만 공식적인 정책금리 인상은 나타나지 않았다. 그 원인도 <그림 6~7>과 비교해 보면, 2002년 6~10월에는 경기가 둔화되는 상황이었고 2003년 8월~2004년 2월에는 경기회복이 미약했기 때문으로 생각된다. 따라서 금통위가 물가측면보다는 경기상황의 변화에 따라 실제 정책금리

의 변경을 추진하지 않은 것으로 보인다.

<그림 8> 금통위의 정책금리 변경과
한은의 정책금리 인상·인하 발언 횟수 추이

(1999년 5월~2004년 12월)

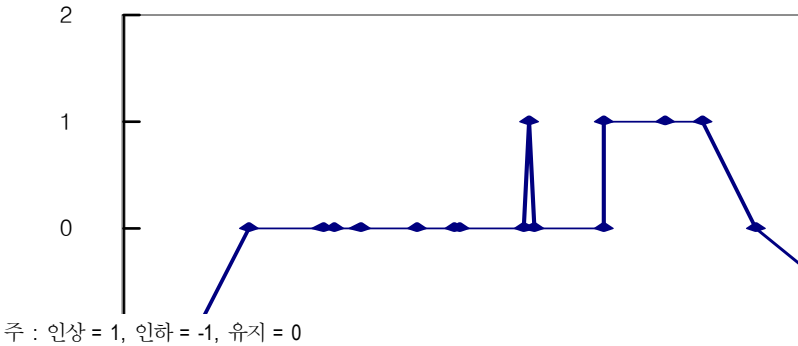


다시 말해서, 한국은행이 물가수준과 상관없이 정책금리 인하(인상)와 관련된 의견을 개진한 이후 경기동행지수 순환변동치가 다소 상승(하락)하기 때문에 금융통화위원회가 정책금리를 변경하지 않은 것으로 생각된다. 따라서 물가안정이 통화정책의 단일한 목표임에도 불구하고, 금융통화위원회의 실제 정책집행은 물가안정보다는 경기여건이 보다 중요한 변수로 고려될 수 있다고 판단된다.

한편 의견개진을 가장 많이 활용한 신호발송자인 한국은행 총재의 의견개진을 정책방향별로 나누어 보면 <그림 9>와 같다. 한국은행 총재는 인상 13회, 인하 14회 및 유지 67회의 의견개진을 각각 발송하였고, 총재 이외의 의견개진은 인상 8회, 인하 10회 및 유지 33회로 각각 관측되고 있다.

<그림 9> 한국은행 총재 발언 추이

(2002년 4월~2004년 12월)



(2) 한국은행 총재 재임기간별 정책신호발송 비교

한국은행 총재의 정책신호발송에 대한 개인별 선호경향을 파악하기 위해 표본기간 중 재임했던 전철환 총재와 박승 총재의 시기로 나누어 비교했다. <표 2>에서 보는 바와 같이, 전철환 총재의 재임기간인 1998년 4월부터 2002년 3월까지 한국은행은 총 47회의 정책신호를 발송하였다. 이 중 전철환 총재가 총 34회를 발송하여 전체 정책신호발송의 72.3%를 차지하고 있다.

<표 2> 한국은행 전철환 총재 재임시기의
정책방향별·신호발송자별 발송 횟수

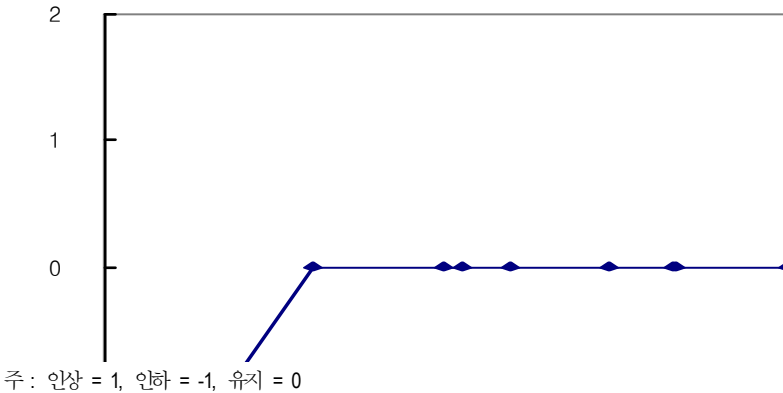
(1998년 4월~2002년 3월)

신호자	총재	관계자	보도자료	채권시장팀장	금통위	합계
합계	34	9	2	1	1	47
인상	4	2			1	7
인하	10	3		1		14
유지	20	4	2			26

주 : 당일 2회 이상 정책신호가 발송된 경우에, 발송주체가 동일한 모임에서 다른 주체들이 발송한 정책신호들은 하나의 정책신호로 계산하였고, 다른 모임에서 발송한 정책신호들은 다른 정책신호로 간주하였음.

<그림 10> 한국은행 전철환 총재 발언 추이

(1998년 4월~2002년 3월)



전철환 총재의 의견개진을 정책방향별로 나누어 보면 인상 4회, 인하 10회 및 유지 20회를 각각 발송하여 상대적으로 정책금리 인하의 의견개진을 상대적으로 많이 한 것으로 나타났다. 전철환 총재의 재임기간을 전반기와 후반기로 나눌 경우, <그림 10>에서 보는 바와 같이, 경기상황의 변화에 따라 상대적으로 전반기에는 인상기조의 발언을, 하반기에는 인하기조의 발언을 주로 구사한 것으로 관측되고 있다. 전철환 총재는 물가안정목표보다 경기상황을 상대적으로 더 고려했을 가능성이 있는 것으로 추측된다.

박승 총재의 재임기간인 2002년 4월부터 2004년 12월까지 33개월 동안, <표 3>과 <그림 11>에서 보는 바와 같이, 한국은행은 총 97회의 정책신호를 발송했다. 박승 총재는 총 60회를 발송하여 전체 정책신호발송의 61.8%를 차지했는데, 정책방향별로는 인상 9회, 인하 3회 및 유지 48회를 각각 발송하여 정책금리 인상을 의미하는 의견개진을 상대적으로 많이 구사한 것으로 관측되고 있다.

<표 3> 한국은행 박승 총재 재임시기의
정책방향별·신호발송자별 발송 횟수

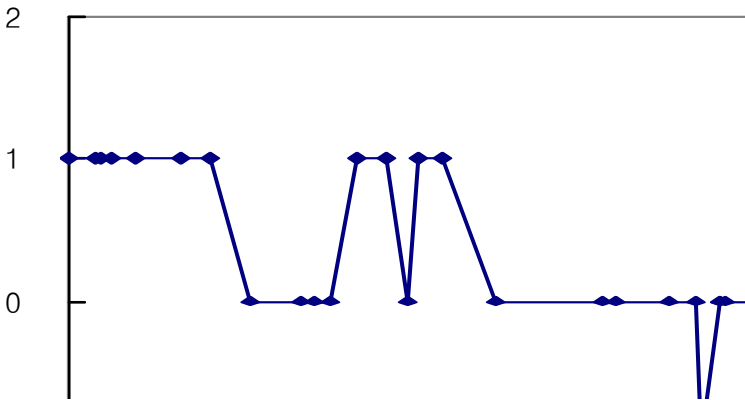
(2002년 4월~2004년 12월)

신호자	총재	부총재	금통위	보도자료	관계자	간담회	합계
합계	60	5	5		21	6	97
인상	9		1		2	2	14
인하	3		2		3	1	9
유지	48	5	2		16	3	74

주 : 당일 2회 이상 정책신호가 발송된 경우에, 발송주체가 동일한 모임에서 다른 주체들이 발송한 정책신호들은 하나의 정책신호로 계산하였고, 다른 모임에서 발송한 정책신호들은 다른 정책신호로 간주하였음.

<그림 11> 한국은행 박승 총재 발언 추이

(2002년 4월~2004년 12월)



주 : 인상 = 1, 인하 = -1, 유지 = 0

한편, 전철환 총재와 박승 총재의 정책신호발송과 통화정책방향의 추이를 비교하면 다음과 같다. <표 2~3>에서 보는 바와 같이, 전철환 총재에 비해 박승 총재는 정책신호발송을 보다 선호하여 전철환 총재의 재임기간(48개월)에 비해 15개월이나 짧은 기간 동안 1.76배 이상의 정책신호발송 전략을 구사한 것으로 나타

났다. 정책금리에 대해 전철환 총재는 총 34회, 월평균 0.71회의 의견을 개진한 반면에, 박승 총재는 총 60회로 월평균 1.82회 구사하여 전철환 총재에 비해 약 2.6배에 달했다.

이러한 박승 총재의 빈번한 정책신호발송에 대한 평가는 시장과 학계에서 엇갈린 반응이 나타나고 있다. 박승 총재의 정책신호발송이 한국은행이 의도하는 시장기대형성에 도움을 주었다는 주장이 있다. 하지만 박승 총재가 발송한 정책신호의 통화정책방향과 금융통화위원회의 공식적인 발표가 상이한 경우가 종종 발생했기 때문에, 경제주체들의 시장기대형성에 오히려 혼란을 주고 한국은행에 대한 신뢰성이 훼손되었을 가능성이 있다는 우려가 있다.²³⁾

한편 <그림 12>에서 보는 바와 같이, 전철환 총재와 박승 총재의 정책금리 유지 발언에 대한 정책금리변화 발언의 비율이 70%(14:20) 대 25%(12:48)로 박승 총재가 적게 나타났다.

특히, 박승 총재의 경우, 정책금리의 변경을 의미하는 의견을 빈번하게 개진했던 임기시작 1년과는 달리, 최근에 들면서 정책금리의 변경을 의미하는 정책신호발송에 상대적으로 신중했던 것으로 추정된다. 따라서 정책금리 변경 발언(유지 제외)을 전철환 총재가 총 14회로 월평균 0.29회 구사한 반면에, 박승 총재의 경우에는 총 12회로 월평균 0.36회의 의견을 개진하여 전철환 총재에 비해 1.24배 정도 정책신호를 발송했다.

23) 각주 (18)를 참조할 것.

<그림 12> 한국은행 총재별 월평균 정책신호발송 횟수 비교



5. 정부의 비공식적인 의견개진

정책금리에 대한 정부의 비공식적인 의견개진은 보통 사건임을 전제로 경제주체들의 시장기대 형성과정에 정부의 영향력을 행사 하거나 통화정책에 대한 정부의 희망사항을 전달하기 위해 나타난다.

하지만 중앙은행의 통화정책에 대해 행정부가 평가하거나 언급 하는 것은 중앙은행의 독립성을 훼손하고 정책혼선을 야기할 가능성이 크므로 통화정책의 신뢰성이나 유효성을 약화시킬 수 있다고 지적되고 있기 때문에 선진국에선 거의 찾아보기 힘들다. 따라서 통화정책에 대한 정부의 비공식적인 의견개진은 세계적으로 드문 분석이다.

통화정책방향에 대한 정부의 정책신호발송을, 한국은행의 경우와 동일하게, <부표 16~26>에서 보는 바와 같이, 연도별로 정리 하였다. 1998년 4월부터 1999년 12월까지 정부의 통화정책방향에

대한 정책신호는 총 31회 발송했는데, 그중 인상 1회, 인하 7회, 유지 23회로 각각 구성되었다. 정책신호의 방향은 1998년에는 정책금리 인하의 의견개진이 주류를 이루었고 1999년에는 유지 발언이 많았다.

2000년에도 총 28회의 금리방향에 대한 정책신호 중에 인상 1회, 인하 1회, 유지 26회로 구성되어 정부의 정책금리 유지 발언이 대세를 이루었다. 정부의 정책신호는 2001년에는 총 13회가 발송되었고, 그중 인상 1회, 인하 9회, 유지 3회로 각각 구성되어, 경기가 하강함에 따라 정부가 금리인하를 희망하는 의견이 대부분이었다. 2002년에는 정부가 통화정책방향에 대해 총 37회 발송한 정책신호들 중 인상 14회, 인하 1회, 유지 22회로 각각 구성되었고, 경기회복국면에 따라 정책금리 인상기조의 신호를 자주 발송하였다.

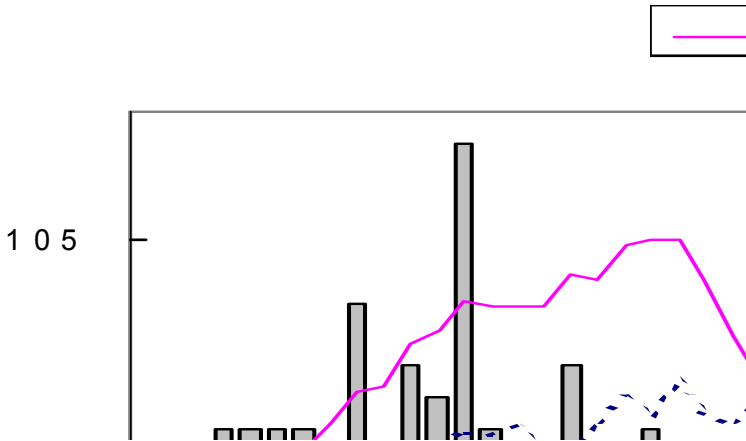
2003년과 2004년에는 정부가 정책금리에 대해 총 77회의 의견을 개진했는데 인상 5회, 인하 38회, 유지 34회로 각각 구성되었다. 2003년말부터 2004년초까지 잠시 회복세를 보이던 국내경기가 수출과 내수의 양극화가 심화되면서 내수침체가 지속됨에 따라 정책금리 인하기조의 의견을 자주 개진하였다.

정부의 정책신호는 1998년에 6회, 1999년에 25회, 2000년에 28회, 2001년에 13회, 2002년에 37회, 2003년에 42회, 2004년에 35회가 각각 발송되어, 2003년에 비해 2004년에 상대적으로 발송횟수가 약간 적어졌다. 하지만 통화정책방향에 대한 정부의 정책신호 발송 횟수는 전반적으로 점차 증가하는 추세를 보이고 있다.

한편 정책금리에 대한 정부의 의견개진 원인을 살펴보기 위해, 1999년 1월부터 2004년 12월까지 경기동행지수 순환변동치, 소비자물가 인플레이션 및 정책신호발송 횟수를 <그림 13>에 도시하였다. 정부의 정책신호발송 횟수도, 한국은행의 경우와 마찬가지로

로, 표본기간에서 1개월 단위로 일별 의견개진 빈도수를 합산하여 재구성하였다.

<그림 13> 순환변동치, 소비자물가 및 정부의 정책신호발송 횟수 추이
(1999년 1월~2004년 12월)



<그림 13>에서 보는 바와 같이, 정부도 정책신호를 소비자물가 상승시기보다는 순환변동치의 하강시기에 빈번하게 발송하는 모습이 관측되고 있다.²⁴⁾ 예를 들어, 정부의 정책신호가 경기상승 국면이었던 2000년에 급격하게 줄어든 반면에, 체감경기가 악화되던 2003년과 2004년에 지속적으로 발송된 것을 볼 수 있다. 따라서 정부는 소비자물가의 변화에 비해 경기상황에 상대적으로 민감하게 반응하여, 한국은행의 경우와 같이, 정부의 통화정책과 관련된 의견개진이 경기와 밀접하게 연관되어 있을 가능성이 제기된다.

24) 다만 한국은행의 경우와는 달리, 정부의 물가목표는 소비자물가 상승률이기 때문에 근원인플레이션은 고려하지 않았다.

(1) 정부의 정책방향별·신호발송자별 분석

정부의 공개발언정책에 대해 정책방향별, 신호발송자별로 각각 나누어 정책신호에 대한 정부의 선호경향을 파악하고자 한다. <표 4>와 같이, 정부 등은 1998년 4월부터 2004년 12월말까지 총 188회의 정책금리에 대한 의견개진을 시장에 발송했다. 정부의 정책금리에 대한 의견개진의 방향별로는 인상 22회, 인하 57회 및 유지 109회를 각각 발송했다. 동일한 표본기간의 한국은행 신호발송과 비교하면 정부가 상대적으로 정책금리의 인하와 관련된 의견개진을 보다 빈번하게 발송하는 경향이 나타나고 있다.

<표 4> 정부의 정책방향별·신호발송자별 발송 횟수

(1998년 4월~2004년 12월)

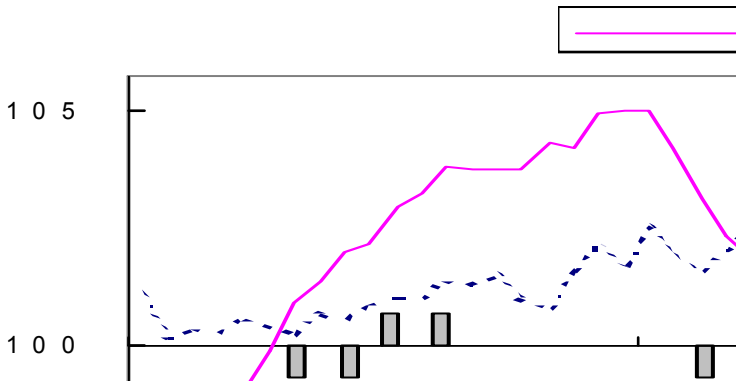
신호자	재경부 장관	재경부	금감 위원장	청와대 수석	산자부 장관	건교부 장관	기예처 장관	경제 보좌관	정당	당정	합계
합계	87	45	10	7	4	1	2	1	30	1	188
인상	3	5				1	1		12		22
인하	25	15	1	4			1	1	9	1	57
유지	59	25	9	3	4				9		109

주: 당일 2회 이상 정책신호가 발송된 경우에, 발송주체가 동일한 모임에서 다른 주체들이 발송한 정책신호들은 하나의 정책신호로 계산하였고, 다른 모임에서 발송한 정책신호들은 다른 정책신호로 간주하였음.

한편 정책방향별로 정부가 의견을 개진한 원인을 살펴보기 위해, 1999년 1월부터 2004년 12월까지 경기동행지수 순환변동치, 소비자물가 인플레이션 및 정책신호발송 횟수를 <그림 14>와 같이 도시하였다. 여기서도 정부의 정책신호발송 횟수도, 한국은행의 경우와 마찬가지로, 표본기간에서 1개월 단위(11월 정책신호: 11월 열리는 금통위 회의 다음날부터 12월 금통위 회의일자까지를 포함)로 일별 의견개진 빈도수를 합산하여 재구성하였다.

<그림 14> 순환변동치, 소비자물가 및 정부의
정책금리 인상·인하 발언 횟수 추이

(1999년 1년~2004년 12월)

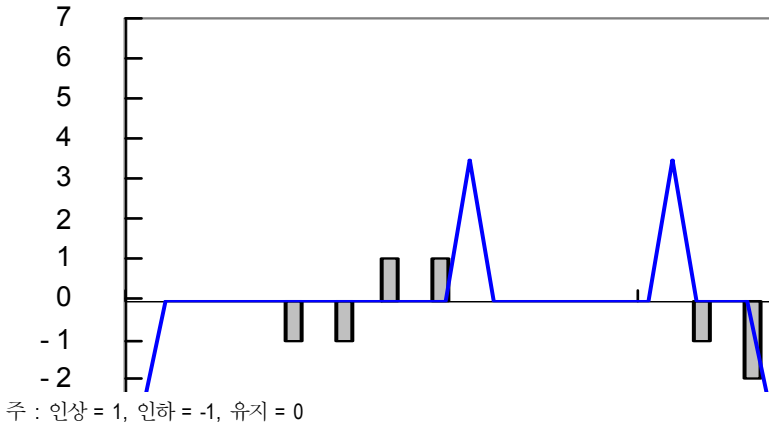


정부가 물가보다는 현 경기를 나타내는 경기동행지수 순환변동치가 상승(하강)하고 있을 때 정책금리의 인상(인하)과 관련된 의견을 개진하고 있는 것으로 나타났다. 예를 들어, 경기가 상승하면서도 소비자물가 상승률이 매우 낮은 수준에 머물렀던 1999년과 2000년 초반에도 정책금리 인하에 대한 의견개진이 2회에 불과했다. 또한 소비자물가 상승률이 4%대를 넘어섰던 2001년 6~8월이나 2004년 7~8월중에는 경기하강과 내수부진이 지속되면서 각각 두 차례와 다섯 차례의 정책금리 인하를 발언했다. 따라서 정부의 정책금리 변경과 관련된 발언은 현 경기에 보다 민감하게 반응하고 있지만 물가와와는 다소 무관하게 개진된 것으로 관측되고 있다.

한편 정책금리 변경에 대한 정부의 비공식적인 의견개진이 금융통화위원회의 공식적인 정책금리 변경에 영향을 미쳤는지 살펴볼 필요가 있다. 금통위가 정책금리의 변경과 유지를 명확하게 밝히기 시작한 1999년 5월부터 2004년 12월까지 정부의 정책금리 변경 발언 횟수와 금통위의 금리변경 추이를 도시하였다.

<그림 15> 금통위의 정책금리 변경과 정부의 정책금리
인상·인하 발언 횟수 추이

(1999년 5월~2004년 12월)



<그림 15>에서 보는 바와 같이, 정부가 정책금리의 인상(인하)을 발언한 부근에서 금통위의 정책금리가 공식적으로 인상(인하)되는 경향이 나타나고 있다. 다만 2002년 6~9월에는 정책금리 인상 신호를 발송했으나 실제 금통위의 정책금리 인상은 나타나지 않았다. 그 원인도 <그림 13~14>와 비교해 보면 경기하강에 따라 금통위가 실제 정책금리의 변경을 추진하지 않은 것으로 판단된다. 또한 소비자물가 상승률이 높았지만 경기둔화가 심화되었던 2004년 중반에도 정부는 금리인하를 계속 개진하였고 금통위도 8월과 11월에 정책금리를 각각 0.25%포인트씩 인하한 것으로 관측되었다. 따라서 정부가 정책금리 변경과 관련된 의견을 개진한 당시에 금통위가 물가수준보다는 경기측면을 더 고려해서 정책금리를 변경하는 것으로 추정된다.

한편, 정책금리에 대한 정부 등의 의견개진을 정부와 정당(당정

은 정당에 포함)으로 크게 나누어 살펴보면, <표 4>에서 보는 바와 같다. 총 22회의 정책금리 인상관련 신호들은 정부가 10회, 정당이 12회로 구성되었고, 총 57회의 정책금리 인하관련 신호들은 정부가 47회(82.5%), 정당이 10회로 구성되었으며, 총 62회의 정책금리 유지관련 신호들은 정부가 100회, 정당이 9회로 구성되었다. 동일한 표본기간에서 정부가 정당에 비해 정책금리의 인하나 유지를 훨씬 빈번하게 개선하는 경향이 관측되고 있다.

정책금리에 대한 정부의 의견개진을 재정부장관이 총 87회로 제일 많이 구사하여 전체 정책신호발송(187회)의 46.5%를 차지했고 다음으로 재정경제부가 총 45회로 24.1%를 차지하여, 이 둘을 합친 횟수가 전체의 70%를 상회하고 있다. 정책방향별로 재정경제부 장관(재정경제부)의 의견은 인상 3회(5회), 인하 25회(15회), 유지 59회(25회)를 각각 개선하여 정책금리의 인상보다는 인하에 보다 적극적으로 의견을 개진한 것으로 나타났다.

(2) 재정경제부 장관별 정책신호발송 비교

재정경제부 장관의 정책신호발송 및 정책방향에 대한 개인별 선호경향을 파악하기 위해 1998년 4월부터 2004년 12월까지 재임했던 이규성, 강봉균, 이헌재, 진념, 전윤철, 김진표 및 이헌재 장관을 각각 비교하였다.

이규성 장관은 1998년 4월 1일(취임일 3월 31일)부터 1999년 5월 23일까지의 재임 14개월 동안, <표 5>에서 보는 바와 같이, 총 5회의 정책금리에 대한 의견개진을 하였는데 정책방향별로는 인하 2회와 유지 3회를 각각 발송하였다.

<표 5> 이규성 재경부장관 재임시기의
정책방향별·신호발송자별 발송 횟수

(1998년 4월 1일~1999년 5월 23일)

신호자	재경부 장관	재경부	금감 위원장	청와대 수석	산자부 장관	기예처 장관	당정	정당	합계
합계	5	5		2					12
인상									
인하	2	3							5
유지	3	2		2					7

<표 6> 강봉균 재경부장관 재임시기의
정책방향별·신호발송자별 발송 횟수

(1999년 5월 24일~2000년 1월 13일)

신호자	재경부 장관	재경부	금감 위원장	청와대 수석	산자부 장관	기예처 장관	당정	정당	합계
합계	12	4	5	2					23
인상		1							1
인하			1	1					2
유지	12	3	4	1					20

1999년 5월 24일부터 2000년 1월 13일까지 7개월 동안 재정경제부 장관에 재임하였던 강봉균 장관은 <표 6>과 같이 정책금리의 유지와 관련된 의견만을 열두 차례 개진하였다. 이현재 장관은 2000년 1월 14일부터 8월 7일까지 총 13회의 정책신호를 발송하였고, <표 7>에서 보는 바와 같이, 정책방향별로는 정책금리에 대해 인상 1회와 유지 12회의 의견을 각각 개진하였다.

**<표 7> 이헌재 재경부장관 재임시기의
정책방향별·신호발송자별 발송 횟수**

(2000년 1월 14일~2000년 8월 7일)

신호자	재경부 장관	재경부	금감 위원장	청와대 수석	산자부 장관	기예처 장관	당정	정당	합계
합계	13	5	2						20
인상	1								1
인하									
유지	12	5	2						19

**<표 8> 진념 재경부장관 재임시기의
정책방향별·신호발송자별 발송 횟수**

(2000년 8월 8일~2002년 4월 13일)

신호자	재경부 장관	재경부	금감 위원장	청와대 수석	산자부 장관	건교부 장관	기예처 장관	정당	당정	합계
합계	8	9		1	2		1	2	1	24
인상	1	1					1			3
인하	4	5		1					1	11
유지	3	3			2			2		10

**<표 9> 전운철 재경부장관 재임시기의
정책방향별·신호발송자별 발송 횟수**

(2002년 4월 14일~2003년 2월 24일)

신호자	재경부 장관	재경부	금감 위원장	청와대 수석	산자부 장관	기예처 장관	당정	정당	합계
합계	10	8	3		2			10	33
인상	1	2						9	12
인하								1	1
유지	9	6	3		2				20

2000년 8월부터 2002년 4월까지 21개월 동안 표본기간 중 최장기 재임한 진념 장관은 <표 8>과 같이 정책금리에 대해 총 8회

의 정책신호를 발송하였고, 인상 1회, 인하 4회, 유지 3회의 의견을 각각 개진하였다. 2002년 4월 14일부터 2003년 2월 24일까지 재임한 전윤철 장관은 정책금리에 대해 총 10회의 정책신호를 발송하였고, <표 9>에서 보는 바와 같이, 정책방향별로는 인상 1회와 유지 9회의 의견을 각각 개진하였다. 김진표 장관은 2003년 2월 25일부터 2004년 2월 10일까지 정책금리에 대해 <표 10>과 같이 인하 9회와 유지 13회 등 총 22회의 정책금리에 대한 의견을 개진하였다.

<표 10> 김진표 재경부장관 재임시기의
정책방향별·신호발송자별 발송 횟수

(2003년 2월 25일~2004년 2월 10일)

신호자	재경부 장관	재경부	건교부 장관	청와대 수석	산자부 장관	기예처 장관	정당	당정	합계
합계	22	6	1	2			18		49
인상		1	1				3		5
인하	9	3		2			8		22
유지	13	2					7		22

<표 11> 이현재 재경부장관 재임시기의
정책방향별·신호발송자별 발송 횟수

(2004년 2월 11일~2004년 12월 31일)

신호자	재경부 장관	재경부	기예처 장관	청와대 수석	산자부 장관	경제 보좌관	정당	합계
합계	17(30)	8	1			1		27
인상	(1)							
인하	10(10)	4	1			1		16
유지	7(19)	4						11

주: ()는 두 번의 재임기간을 합한 경우의 발송 횟수임.

표본기간 중에 마지막으로 다시 재임한 이현재 장관의 재임기간인 2004년 2월 11일부터 12월 31일까지 총 17회의 정책신호를 발송하였고, <표 11>에서 보는 바와 같이, 정책방향별로는 정책금리에 대해 인하 10회와 유지 7회의 의견을 각각 개진하였다.

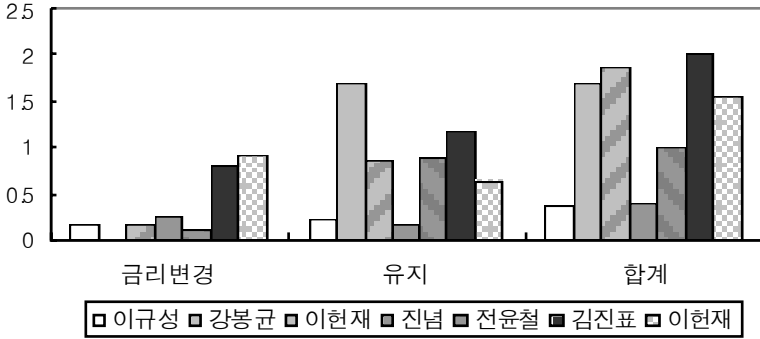
한국은행의 정책금리에 대해 가장 많이 의견개진을 한 재정경제부 장관은, <표 12>와 <그림 16>에서 보는 바와 같이, 김진표 장관으로서 총 22회(전체 재경부장관 신호발송 87회의 25.3%), 월평균 2.00회의 정책신호를 발송하였다. 그 다음으로 이현재(전기) 장관이 월평균 1.85회, 또 다시 이현재(후기) 장관이 1.55회의 의견을 개진했다. 뒤를 이어 전윤철 장관(1.00회), 강봉균(0.71회), 진념(0.40회) 장관의 순으로 나타났다. 이규성 장관은 가장 적은 월평균 0.35회로서 이는 김진표 장관의 월평균 의견개진 횟수의 1/5에도 미치지 못하는 수준이다. 또한 두 번 재임한 이현재 장관의 의견개진 횟수를 평균해도, 정책금리에 대해 가장 많이 의견개진을 한 재경부장관은 김진표 장관으로 그 순서가 바뀌지 않는다.²⁵⁾

<표 12> 재경부장관 재임시기별 장관의 월평균 의견개진 횟수 비교

	이규성	강봉균	이현재	진념	전윤철	김진표	이현재	이현재 평균	전체 평균
인상	0.00	0.00	0.14	0.05	0.10	0.00	0.00	0.07	0.04
인하	0.14	0.00	0.00	0.20	0.00	0.82	0.91	0.46	0.30
유지	0.21	0.71	1.71	0.15	0.90	1.18	0.64	1.18	0.79
합계	0.35	0.71	1.85	0.40	1.00	2.00	1.55	1.70	1.12

25) 이현재 장관의 재임기간을 합해도 18개월이어서 진념 장관에 비해 3개월 정도 적다.

<그림 16> 재경부장관별 월평균 정책신호발송 횟수 비교



한편 재경부장관의 정책금리에 대한 의견개진 중에 유지를 제외한 정책금리 변경을 발언한 월평균 횟수는 이헌재 장관(후기)이 0.91회로 가장 많다. 그 다음으로는 월평균 0.82회의 의견개진을 한 김진표 장관에 이어 진념(0.25회), 다시 이헌재(0.14회)와 이규성(0.14회), 전윤철(0.25회) 장관의 순으로 나타났고 강봉균 장관은 정책금리 변경에 대해 발언한 적이 없었다. 하지만 두 번 재임한 이헌재 장관의 의견개진 횟수를 평균한다면 월평균 0.53회로 정책금리 변경에 대해 가장 많이 의견개진을 한 재경부장관은 김진표 장관으로 바뀐다.

이번에는 재정경제부 장관의 재임기간별 정당(당정 포함)을 배제한 정부의 월평균 의견개진 횟수를 비교하면 <표 13>에서 보는 바와 같다. 재정경제부 장관을 배제한 경우, 정부의 정책금리에 대한 의견개진이 가장 적었던 시기는 이규성 장관의 재임기간으로 월평균 0.50회였다.

의견개진이 가장 많았던 시기는 김진표 장관의 재임기간으로서 월평균 2.45회의 의견을 개진하여 이규성 장관 재임기간의 월평균 횟수에 비해 4.9배나 많았다. 그 다음으로 전윤철(2.30회), 강봉

균(1.57회), 이현재(전기, 1.00회), 이현재(후기, 0.90회), 진념(0.62회) 장관의 재임기간 순이었다.

재경부장관을 제외한 정책금리에 대한 정부의 의견개진 중에 유지를 제외한 정책금리 변경을 발언한 횟수도 김진표 장관의 재임기간 중에 월평균 1.28회로 가장 많다. 그 다음으로 두 번 재임했던 이현재(0.55회), 강봉균(0.43회), 진념(0.39회), 이규성(0.21회), 전윤철(0.20회) 장관의 재임기간 순으로 나타났다. 이현재 장관의 전기 재임기간에는 장관을 제외한 정부의 정책담당자들이 정책금리 변경에 대해 발언한 적이 없었다.

<표 13> 재경부장관 재임시기별 정당을 제외한 정부의 월평균 의견개진 횟수 비교

		이규성	강봉균	이현재	진념	전윤철	김진표	이현재	이현재 평균	전체 평균
인상	장관 배제	0.00	0.14	0.00	0.10	0.20	0.10	0.00	0.00	0.08
	장관 포함	0.00	0.14	0.14	0.14	0.30	0.10	0.00	0.07	0.12
인하	장관 배제	0.21	0.29	0.00	0.29	0.00	1.18	0.55	0.28	0.36
	장관 포함	0.36	0.29	0.00	0.48	0.00	2.00	1.45	0.73	0.65
유지	장관 배제	0.29	1.14	0.86	0.24	1.10	0.82	0.36	0.61	0.69
	장관 포함	0.50	2.86	1.71	0.38	2.00	2.00	1.00	1.36	1.49
합계	장관 배제	0.50	1.57	1.00	0.62	2.30	2.45	0.90	0.95	1.33
	장관 포함	0.86	3.29	2.86	1.00	3.30	4.45	2.45	2.66	2.60

따라서 김진표, 이헌재, 전윤철 장관 등은 경제주체들간에 발생할 수 있는 정보의 비대칭성을 우려하여 상대적으로 적극적인 정책신평발송 전략을 선호한 것으로 보인다. 반면에 강봉균, 진남, 이규성 장관 등은 정부의 통화정책에 대한 개입으로 인한 중앙은행의 독립성 및 신뢰성 훼손을 우려하여 정책금리에 대한 의견개진을 상대적으로 선호하지 않았던 것으로 관측되었다. 한편 최근으로 올수록 재정경제부 장관들이 정책신평발송 전략을 보다 적극적으로 구사하고 있는 것으로 나타났다.

6. 통화정책방향에 대한 한국은행과 정부의 의견개진 비교

한국은행과 정부는 1998년 4월부터 2004년 12월말까지 정책금리에 대해 각각 145회와 188회의 의견을 시장에 개진하였다. 한국은행과 정부의 의견개진을 정책방향별로 비교해 보면, 정책금리의 인상을 한국은행과 정부가 21회와 22회를 각각 발송하였다. 금리인하는 한국은행이 24회, 정부가 57회를 시장에 각각 개진하였으며, 통화정책 기조를 유지하는 발언은 한국은행이 100회, 정부가 109회를 각각 발송하였다. 이러한 수치적 결과만을 보아도 정부가 정책금리의 인상보다는 인하의 방향을 선호하는 것이 관측된다.

정책금리 유지와 관련된 정부의 의견개진(100회)과 정당의 의견개진(31회)을 제외한 총 57회의 정부발송신평 중에 금리인하의 의견개진(47회)이 82.5%를 차지한다. 또한 정책금리 인상과 관련된 정부의 의견개진 22회 중에 정부 10회(전체의 45.5%), 정당(당정 포함) 12회로 각각 구성되었고, 총 57회의 정책금리 인하관련 신평들은 정부 47회(82.5%), 정당 10회로 각각 구성되었으며, 총

109회의 정책금리 유지 신호들은 정부 100회(91.7%), 정당 9회로 각각 구성되었다.

이처럼 금리인하의 의견을 정부가 정당보다 많이 개진하고 있으며, 금리인상의 경우는 반대의 결과가 관측되고 있다. 이에 비해 정책금리 유지를 제외한 한국은행의 의견개진은 총 45건으로 이중에 인상(21회)과 인하(24회)가 거의 비슷한 수준이다. 따라서 정부가 한국은행이나 정당에 비해 상대적으로 금리인상을 선호하지 않는 것으로 나타났다.

한편 한은 총재와 재경부장관의 신호발송자별 선호경향을 파악하기 위해 한국은행과 정부의 의견개진을 신호발송자별로 비교했다. 한국은행의 경우, 총재의 신호발송이 총 94회로 제일 많아, 전체 정책신호발송의 64.8% 차지한다. 한은 총재는 정책방향별로는 인상 13회, 유지 67회, 인하 14회를 각각 개진하여, 정책금리 유지 관련 발언을 제외하면, 정책금리의 인상발언이 정책금리 변경 발언 총 27회에서 48.1%를 차지한다.

또한, 재경부장관도 정부의 의견개진 중에 총 87회로 제일 많아 전체 정책신호발송의 46.3%를 차지하고, 정책금리의 운영방향별로 인상 3회, 유지 59회, 인하 11회를 각각 발송하였다. 재경부장관의 정책금리 유지 관련 발언을 제외하면, 정책금리 인하발언이 정책금리 변경 관련 발언 총 28회의 의견개진에서 89.3%를 차지하는 것으로 관측되었다.

따라서, 한국은행 총재와 재경부장관이 시장에 정책신호를 가장 많이 발송하는 주체이며, 한은 총재는 경기상황보다는 물가를 재경부장관에 비해 상대적으로 중시하여 정책금리의 인상 내지는 유지 방향을 선호하는 것으로 보인다. 반면에 재정경제부 장관은 향후 물가보다는 경기를 한은 총재에 비해 상대적으로 중시하여 정책금리의 인하 내지는 유지 방향을 선호하는 것으로 나타났다.

제4장

통화정책운용에 대한 의견개진의 경제적 효과 분석

1. 시계열자료 및 단순 분석방법

정책금리에 대한 의견개진을 일별로 구축했기 때문에 정책신호가 금융시장에 미치는 영향을 분석하는 데 일별 통계자료가 존재하지 않는 거시경제변수는 이용할 수 없었다.

따라서 본 연구에 이용된 경제변수들은 콜금리(익일물), CD수익률(91일물), CP수익률(91일물), 회사채유통수익률(3년물), 국고채유통수익률(3년물), 종합주가지수(KOSPI, 종가), KOSPI200(종가), 코스닥지수(KOSDAQ, 종가) 등과 같이 금융시장의 상황을 잘 반영하는 일별 통계자료를 최대한 활용하였다.

표본기간은 1999년 5월 1일부터 2004년 12월 31일까지다. 1998년 4월 1일부터 시계열자료를 이용하지 않은 이유는 1999년 5월 1일부터 금융통화위원회가 정책금리의 변경과 유지를 명확하게 밝히기 시작했기 때문이다.

정책금리 운용방향에 대한 금융통화위원회의 공식발표와 정부 및 한국은행의 비공식적인 의견개진이 금융시장에 미치는 영향과 차이를 비교하기 위해, 정책신호의 발송 이후에 시장금리, 주가 등의 누적변동폭을 신호발송자별로 각각 산출하였다.

한편 정책금리에 대한 한국은행과 정부의 의견개진이 같은 날에 중복되는 경우는 하나의 정책신호로 정리하였고 공휴일에 정책신호가 발송된 경우는 제외하였다.²⁶⁾ <표 14>에서 보는 바와 같이, 공휴일에 발생한 정부와 한국은행의 정책신호는 21건과 15건씩 각각 발송되었다. 공휴일에 발생한 정책금리의 인상(인하)관

26) 제4장의 분석방법과는 달리, 제3장에선 당일 2회 이상 정책신호가 발송된 경우에 발송주체가 동일한 모임에서 다른 주체들이 발송한 정책신호들은 하나의 정책신호로 계산하였고 다른 모임에서 발송한 정책신호들은 다른 정책신호로 간주하였다.

런 의견개진 5건(6건)은 정부 2건(3건)과 한국은행 3건(3건)으로 구성되어 있고 공휴일에 발송된 유지관련 발언도 정부와 한은이 16건과 9건을 각각 발송하였다.

<표 14> 공휴일 정책신호 횟수

(1998년 4월~2004년 12월)

	인상	인하	유지	합계
정부	2(2/22)	3(2/57)	16(6/109)	21(21/188)
한은	3(3/21)	3(3/24)	9(9/100)	15(15/145)

금융통화위원회, 한국은행, 정부의 신호발송자별로 시장금리, 주가 등의 민감도를 측정하여 분석하기 위해, 신호발송 당일을 포함한 2일, 3일, 4일, 5일간 시장금리, 주가 등의 누적변동폭을 각각 산출하였다. 예를 들어, 만약 t 일에 의견개진이 나타난 경우, t 일을 포함한 2일간 경제변수 x 의 누적변동폭은 아래와 같다.

$$2\text{일간 누적변동폭(당일포함)} = |\Delta x_t| + |\Delta x_{t+1}| = |x_t - x_{t-1}| + |x_{t+1} - x_t| \quad (1)$$

다음으로 한국은행과 정부의 정책신호발송 시점에 따라 발송당일 금융시장에 반영될 수 없을 경우도 고려하였다. 예를 들어, 언론을 통해 정책신호가 시장에 전달된 시점이 오후 5시 이후면 당일 금융시장에 영향을 미칠 수 없기 때문에, 신호발송 당일을 제외한 2일, 3일, 4일, 5일간 시장금리, 주가 등의 누적변동폭도 동일한 방법으로 각각 산출하였다. 따라서 만약 t 일에 의견개진이 나타난 경우 t 일을 배제한 2일간 경제변수 x 의 누적변동폭은 아래와 같이 구하였다.

$$2\text{일간 누적변동폭(당일배제)} = |\Delta x_{t+1}| + |\Delta x_{t+2}| = |x_{t+1} - x_t| + |x_{t+2} - x_{t+1}| \quad (2)$$

이러한 분석방법을 통해 정책금리 운용방향에 대한 신호발송자별 시장금리, 주가 등의 누적변동폭을 각각 시산하여 비교하였다.

2. 누적변동폭을 이용한 단순 관측 및 통계 비교

(1) 누적변동폭 관측 비교

정책금리의 운용방향에 대한 금융통화위원회의 공식발표와 정부 및 한국은행의 의견개진을 1999년 5월 1일부터 2004년 12월 31일까지 정리하였다. 다음으로 공휴일을 제외한 신호발송의 당일을 포함(제외)한 시장금리의 2~5일간 누적변동폭을 신호발송자별로 나누어 각각 산출하였다.

콜금리(익일물)의 초단기 시장금리, CD수익률, CP수익률 등의 단기 시장금리, 회사채유통수익률, 국고채유통수익률 등의 장기 시장금리에 대한 누적변동폭의 절대값 평균과 표준편차는 <부표 27~31>에 정리하였다.

우선 신호발송 당일을 포함한 콜금리(익일물) 누적변동폭의 경우, 콜금리의 2~5일간 누적변동폭 절대값 평균 모두 다 금통위의 신호발송이 가장 컸다. 하지만 신호발송 당일을 제외한 누적변동폭은 2일간과 3일간의 경우에는 금통위 신호발송이 가장 컸으나, 4일간과 5일간의 경우에는 정부의 발송신호가 한국은행의 경우나 금통위의 공식발표에 비해 큰 것으로 나타났다.

단기이자율인 CD수익률(91일)의 누적변동폭의 절대값 평균과 표준편차를 산출한 결과, 금통위의 공식발표나 정부의 비공식적인 의견개진에 따른 누적변동폭이 상대적으로 한국은행의 비공식적인 의견개진에 비해 큰 것으로 나타났다. 하지만 발송주체에 따른 차이가 매우 적은 것으로 관측됐다.

다음으로 단기이자율인 CP수익률(91일)이나 장기이자율인 회사채수익률(3년)의 경우는 정부의 정책신호에 따른 누적변동폭이 한국은행의 비공식적인 의견개진은 물론 금통위의 공식발표에 비해서도 상대적으로 큰 것으로 관측됐다.

또 다른 장기이자율인 국고채수익률(3년)은 당일을 포함한 경우 금통위의 공식발표나 정부의 정책신호에 따른 누적변동폭이 한국은행의 비공식적인 의견개진에 비해 시장에 미치는 영향이 상대적으로 큰 것으로 나타났다. 반면에 당일을 배제한 경우는 한국은행의 정책신호에 의한 누적변동폭이 상대적으로 큰 것으로 관측되었다.

한편 정책담당자의 공식발표나 의견개진에 의한 주가의 누적변동폭 절대값 평균과 표준편차를 <부표 32~34>에 정리했다. 종합주가지수(KOSPI)와 KOSDAQ의 경우, 정부나 금통위의 발송신호가 한국은행에 비해 상대적으로 크고, 신호발송 당일을 포함한 경우는 정부의 발송신호가 한국은행이나 금통위의 경우에 비해 상대적으로 큰 것으로 나타났다. KOSPI200의 누적변동폭은 금통위의 공식발표가 한국은행이나 정부의 비공식적인 의견개진에 비해 상대적으로 큰 것으로 나타났다.

따라서 한국은행의 정책신호가 금통위의 공식발표나 정부의 정책신호에 비해 시장이자율이나 주가의 누적변동폭 절대값 평균에 미치는 영향이 적은 것으로 관측되었다. 그러나 누적변동폭에 대한 단순 관측비교는 표준편차를 고려하지 않았기 때문에 비교대상간의 차이를 통계적으로 유의하게 비교할 필요가 있다.

(2) 누적변동폭에 대한 통계 비교

금융통화위원회의 공식발표와 한은과 정부의 비공식적인 정책 신호가 시장금리와 주가에 미치는 영향을 각각 통계적으로 비교하였다. 우선 금통위의 공식발표와 한국은행의 비공식 의견개진에 대한 시장금리의 누적변동폭 절대값 평균간 차이, 즉 한은의 누적변동폭 절대값 평균에서 금통위의 값을 뺀 결과는 <표 15>에서 보는 바와 같다.

금융통화위원회의 공식발표에 따른 콜금리의 누적변동폭(신호발송 당일 포함)이 한국은행의 의견개진에 비해 5%의 유의수준 significant level에서 큰 것으로 나타났다. 하지만 CD수익률, CP수익률, 회사채유통수익률, 국고채유통수익률 등 장·단기이자율의 경우는 금통위의 공식발표와 한국은행의 비공식 의견개진간의 차이가 전반적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

<표 15> 금통위와 한은의 신호발송 후 금리변동폭 비교(한은 - 금통위)

		평균 차이			
		2일	3일	4일	5일
콜금리	당일 포함	-0.038 **	-0.048 **	-0.052 **	-0.041 *
	당일 제외	-0.020	-0.024	-0.013	0.003
CD	당일 포함	-0.012	-0.008	-0.008	-0.009
	당일 제외	0.001	0.001	0.000	-0.007
CP	당일 포함	-0.005	-0.001	-0.008	-0.009
	당일 제외	0.000	-0.007	-0.008	-0.009
회사채	당일 포함	-0.010	-0.003	0.004	0.002
	당일 제외	0.011	0.018	0.017	0.023
국고채	당일 포함	-0.019	-0.004	0.000	0.004
	당일 제외	0.016	0.019	0.024	0.021

주: *는 10%의 유의수준을 **는 5%의 유의수준을 ***는 1%의 유의수준을 각각 나타낸다. 변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

또한 주가의 경우를 살펴보면, <표 16>에서 보는 바와 같이, 금융통화위원회의 공식발표에 따른 KOSPI와 KOSPI200의 누적 변동폭 절대값 평균이 대체로 한국은행의 의견개진에 비해 통계적으로 유의하게 statistically significantly 큰 것으로 나타났다. 하지만 KOSDAQ의 경우는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

<표 16> 금통위와 한은의 신호발송 후 주가변동폭 비교(한은 - 금통위)

		평균 차이			
		2일	3일	4일	5일
KOSPI	당일 포함	-3.103 *	-4.779 *	-4.876	-5.993
	당일 제외	-4.604 **	-4.701 *	-5.818 *	-6.645
KOSPI200	당일 포함	-0.503 **	-0.839 **	-0.890 **	-1.045 **
	당일 제외	-0.712 ***	-0.762 **	-0.917 **	-1.038 **
KOSDAQ	당일 포함	-22.019	-33.431	-44.890	-58.354
	당일 제외	-23.460	-34.919	-48.384	-52.698

주: *는 10%의 유의수준을 **는 5%의 유의수준을 ***는 1%의 유의수준을 각각 나타낸다. 변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

다음으로 한국은행과 정부의 비공식 의견개진에 따른 시장금리의 누적변동폭 절대값 평균간 차이, 즉 한은의 누적변동폭에서 정부의 값을 뺀 결과는, <표 17>에서 보는 바와 같이, 대체로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 그러나 <표 18>에서 보는 바와 같이, 주가의 경우는 정부의 비공식 의견개진에 따른 KOSPI와 KOSPI200의 누적변동폭 절대값 평균이 한은의 신호발송에 비해 전반적 유의하게 큰 것으로 나타났다.

<표 17> 정부와 한은의 신호발송 후 금리변동폭 비교(한은 - 정부)

		평균 차이			
		2일	3일	4일	5일
콜금리	당일 포함	0.005	-0.001	-0.004	-0.014
	당일 제외	-0.007	-0.010	-0.020	-0.027
CD	당일 포함	-0.012	-0.014	-0.007	-0.009
	당일 제외	-0.006	0.001	-0.001	0.002
CP	당일 포함	-0.022	-0.024	-0.025	-0.033
	당일 제외	-0.014	-0.014	-0.023	-0.015
회사채	당일 포함	-0.010	-0.011	-0.014	-0.008
	당일 제외	-0.005	-0.008	-0.002	0.002
국고채	당일 포함	-0.011	-0.007	-0.003	0.002
	당일 제외	0.001	0.005	0.009	0.008

주 : *는 10%의 유의수준을 **는 5%의 유의수준을 ***는 1%의 유의수준을 각각 나타낸다.
변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

<표 18> 정부와 한은의 신호발송 후 주가변동폭 비교(한은 - 정부)

		평균 차이			
		2일	3일	4일	5일
KOSPI	당일 포함	-4.303 **	-5.170 **	-6.233 **	-7.816 **
	당일 제외	-2.723 *	-3.785 *	-5.368 *	-6.455 *
KOSPI200	당일 포함	-0.534 **	-0.648 **	-0.794 **	-1.010 **
	당일 제외	-0.325	-0.472 *	-0.687 *	-0.865 **
KOSDAQ	당일 포함	-26.561	-35.725	-47.283	-90.172
	당일 제외	-19.664	-31.222	-74.110	-79.915

주 : *는 10%의 유의수준을 **는 5%의 유의수준을 ***는 1%의 유의수준을 각각 나타낸다.
변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

마지막으로 금통위의 공식발표와 정부의 비공식 의견개진에 따른 시장금리 및 주가의 누적변동폭 절대값 평균간 차이, 즉 금통위의 누적변동폭에서 정부의 값을 뺀 결과는, <표 19~20>에서

보는 바와 같다. 신호발송 당일을 포함한 2~4일간 콜금리의 경우를 제외하면, 금통위와 정부간의 차이가 대체로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

<표 19> 금통위와 정부의 신호발송 후 금리변동폭 비교(금통위 - 정부)

		평균 차이			
		2일	3일	4일	5일
콜금리	당일 포함	0.043 ***	0.047 **	0.048 **	0.027
	당일 제외	0.013	0.013	-0.007	-0.031
CD	당일 포함	0.000	-0.007	0.001	0.000
	당일 제외	-0.007	0.000	-0.001	0.009
CP	당일 포함	-0.018	-0.023	-0.018	-0.024
	당일 제외	-0.013	-0.008	-0.014	-0.006
회사채	당일 포함	-0.001	-0.008	-0.018	-0.011
	당일 제외	-0.016	-0.026	-0.019	-0.021
국고채	당일 포함	0.008	-0.003	-0.003	-0.002
	당일 제외	-0.015	-0.014	-0.014	-0.013

주 : *는 10%의 유의수준을 **는 5%의 유의수준을 ***는 1%의 유의수준을 각각 나타낸다.
변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

<표 20> 금통위와 정부의 신호발송 후 주가변동폭 비교(금통위 - 정부)

		평균 차이			
		2일	3일	4일	5일
KOSPI	당일 포함	-1.200	-0.392	-1.357	-1.823
	당일 제외	1.881	0.916	0.450	0.190
KOSPI200	당일 포함	-0.030	0.191	0.095	0.035
	당일 제외	0.387	0.291	0.230	0.172
KOSDAQ	당일 포함	-4.542	-2.294	-2.393	-31.817
	당일 제외	3.796	3.698	-25.727	-27.217

주 : *는 10%의 유의수준을 **는 5%의 유의수준을 ***는 1%의 유의수준을 각각 나타낸다.
변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

이러한 통계결과를 종합하면, 정부의 의견개진에 따른 주식의 누적변동폭이 금통위의 공식발표와 비슷할 뿐만 아니라 한국은행의 비공식적인 의견개진에 비해서는 통계적으로 유의하게 큰 것으로 나타났다. 장·단기이자율의 경우에는 금통위의 공식발표와 한국은행과 정부의 비공식 의견개진간 차이가 거의 없는 반면에, 초단기금리인 콜금리의 경우에는 금통위의 공식발표가 가장 큰 것으로 나타났다. 따라서 정부의 정책금리운용에 대한 의견개진이 지속되고 있는 가운데 시장참가자들이 정부의 의견개진을 신뢰하고 있다고 볼 수 있다.

3. 의견개진 이전과 이후의 변동폭 비교

금융시장이 불안하다면 시장을 안정시키고자 정책담당자들이 정책신호를 발송할 수 있다. 이 경우에는 금융시장이 이미 매우 불안정한 상태에서 개진한 정책담당자의 의견이므로 신호발송 후의 변동폭만을 비교하는 것은 정확한 결과해석이 아닐 수 있다. 이러한 문제점을 해소하기 위해서는 신호발송 이전의 시장 변동폭(안정성)을 파악하고 이를 신호발송 이후의 경우와 비교할 필요가 있다.

만약 정책신호발송 이전의 금융변수들의 변동성이 발송 이후의 변동성보다 크다면 정책담당자의 정책신호가 금융시장의 안정에 기여했다고 볼 수 있다. 반대로, 만약 정책신호발송 이전의 금융변수들의 변동성이 발송 이후의 변동성보다 작다면, 금융시장이 불안정했기 때문에 정책신호를 발송했기보다는 정책담당자가 의도하는 목적을 위해 정책금리에 대한 의견을 개진했다고 볼 수 있다.

따라서 금융통화위원회, 한국은행, 그리고 정부 등의 각 주체별로 정책신호발송 이전과 발송 이후의 각 변수들에 대한 2~5일간

누적변동폭 절대값 평균 크기를 통계적으로 유의하게 비교하였다.

우선, <표 21>에서 보는 바와 같이, 금융통화위원회의 공식발표는 이전과 이후의 2~5일간 시장이자율 누적변동폭의 절대값 평균 차이가 전반적으로 없는 것으로 나타났다. 다만 금통위 발표당일을 제외한 2일간 콜금리, 5일간 CD수익률(91일), 4~5일간 CP수익률(91일) 등은 발표 이전에 비해 발표 이후 누적변동폭이 증가한 것으로 관측되었다. 하지만 발표 전후의 장기이자율인 회사채수익률(3년)과 국고채수익률(3년)의 누적변동폭 차이는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 추정되었다.

<표 21> 금통위의 공식발표 전후 금리변동폭 비교

		평균 차이			
		2일	3일	4일	5일
콜금리	당일 포함	0.017	0.027	0.016	-0.016
	당일 제외	0.027 **	0.016	-0.016	-0.037
CD	당일 포함	0.009	0.008	0.015	0.019
	당일 제외	0.008	0.015	0.019	0.033 **
CP	당일 포함	0.006	0.006	0.015	0.024
	당일 제외	0.006	0.015	0.024 **	0.036 **
회사채	당일 포함	-0.002	0.011	-0.003	0.007
	당일 제외	0.011	-0.003	0.007	0.006
국고채	당일 포함	-0.013	-0.004	-0.015	-0.008
	당일 제외	-0.003	-0.015	-0.008	-0.003

주 : **는 5%의 유의수준을 나타낸다. 변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

이번에는 주식시장에서 금융통화위원회의 공식발표 이전과 이후의 누적변동폭 차이는 <표 22>에서 보는 바와 같다. KOPI200의 당일 포함 3일간과 당일 제외 2일간 누적변동폭만이 금통위 공식발표 이후 변동폭이 커지고 다른 경우에는 발표 전후에 차이가 대체로 없는 것으로 관측되었다.

<표 22> 금통위의 공식발표 전후 주가변동폭 비교

		평균 차이			
		2일	3일	4일	5일
KOSPI	당일 포함	1.665	4.082	1.067	1.046
	당일 제외	4.467	1.452	1.431	-1.331
KOSPI200	당일 포함	0.316	0.793 **	0.476	0.509
	당일 제외	0.793 **	0.476	0.509	0.087
KOSDAQ	당일 포함	3.428	9.753	11.744	16.215
	당일 제외	9.753	11.744	16.215	9.539

주 : **는 5%의 유의수준을 나타낸다. 변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

다음으로 정책금리에 대한 한국은행과 정부의 비공식 의견개진 이전과 이후에 대한 시장금리와 주가의 누적변동폭 절대값 평균 차이, <표 23~26>에서 보는 바와 같이, 대체로 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

<표 23> 한은의 정책신호발송 전후 금리변동폭 비교

		평균 차이			
		2일	3일	4일	5일
콜금리	당일 포함	0.001	-0.004	-0.006	-0.013
	당일 제외	-0.004	-0.006	-0.013	-0.017
CD	당일 포함	0.004	0.000	0.003	0.001
	당일 제외	0.000	0.003	0.001	0.000
CP	당일 포함	0.004	0.009	0.015	0.023
	당일 제외	0.006	0.012	0.020	0.035
회사채	당일 포함	0.006	-0.007	-0.009	-0.009
	당일 제외	-0.007	-0.009	-0.009	-0.009
국고채	당일 포함	0.000	-0.004	0.002	0.000
	당일 제외	-0.004	0.002	0.000	0.000

주 : **는 5%의 유의수준을 나타낸다. 변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

<표 24> 한은의 정책신호발송 전후 주가변동폭 비교

		평균 차이			
		2일	3일	4일	5일
KOSPI	당일 포함	-2.983	-1.665	2.928	5.625
	당일 제외	-1.241	3.352	6.049	7.643
KOSPI200	당일 포함	-0.202	-0.004	-0.033	-0.132
	당일 제외	-0.004	-0.033	-0.132	-0.268
KOSDAQ	당일 포함	-0.246	-0.148	-2.709	-4.950
	당일 제외	-0.362	-2.923	-5.164	-34.315

주: **는 5%의 유의수준을 나타낸다. 변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

<표 25> 정부의 정책신호발송 전후 금리변동폭 비교

		평균 차이			
		2일	3일	4일	5일
콜금리	당일 포함	-0.004	-0.004	-0.013	-0.011
	당일 제외	-0.004	-0.013	-0.011	-0.005
CD	당일 포함	0.005	0.006	0.003	0.001
	당일 제외	0.006	0.003	0.001	-0.008
CP	당일 포함	0.005	0.002	-0.007	-0.004
	당일 제외	0.001	-0.007	-0.004	-0.014
회사채	당일 포함	-0.007	-0.019	-0.019	-0.023
	당일 제외	-0.019	-0.019	-0.023	-0.028
국고채	당일 포함	-0.002	-0.012	-0.013	-0.015
	당일 제외	-0.012	-0.013	-0.015	-0.013

주: **는 5%의 유의수준을 나타낸다. 변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

<표 26> 정부의 정책신호발송 전후 주가변동폭 비교

		평균 차이			
		2일	3일	4일	5일
KOSPI	당일 포함	0.862	0.608	0.316	0.882
	당일 제외	0.540	0.248	0.814	1.403
KOSPI200	당일 포함	0.094	0.073	0.057	0.111
	당일 제외	0.073	0.057	0.111	0.209
KOSDAQ	당일 포함	5.388	-21.839	-20.110	-16.843
	당일 제외	-21.839	-20.110	-16.843	-17.737

주 : **는 5%의 유의수준을 나타낸다. 변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

이러한 결과들을 종합해 보면, 금통위의 공식발표 이전과 이후에 금융변수들의 누적변동폭 차이가 대체로 없지만, 발표 이후 일부에서 누적변동폭이 증가하는 것으로 나타나 금통위의 공식발표가 금리시장에 영향을 다소 미치는 것으로 관측되었다.

그러나 한국은행과 정부의 비공식적인 의견개진의 경우는 정책신호발송 이전과 발송 이후의 차이가 유의하지 않기 때문에, 금융시장의 불안정성을 완화하기 위해, 특히 정부의 경우 사전입을 전제로 정책금리에 대한 의견개진을 하는 것은 금융시장의 변동폭을 완화시키지 못하는 것으로 추정되었다.

따라서 정부가 불안정한 금융시장을 안정시키기 위해 정책금리에 대한 의견을 개진한다는 주장은 설득력이 다소 부족하다고 볼 수 있다.

제5장

요약 및 결론

최근 중앙은행이 정책금리를 변경시켜도 금융시장이나 실물경제의 반응이 미약하거나 거의 나타나지 않는 경우가 종종 지적되곤 한다. 이러한 통화정책의 실효성이나 유동성효과에 대한 의문을 해소하고자 본 연구는 출발하였다.

중앙은행은 통화정책수단을 실제로 집행하지 않고도 중앙은행의 의도만을 시장에 전달함으로써 시장의 기대를 형성하고 다양한 파급경로를 거쳐 실물경제에 영향을 미칠 수 있다는 연구들이 해외에서 활발하게 진행되어 왔다. 이는 통화정책의 파급 메커니즘에는 공개시장조작 등의 전통적인 통화정책수단뿐만 아니라, 공식적인 공시효과나 공개발언정책 및 비공식적인 정책신호발송 등이 중앙은행의 새로운 통화정책의 수단으로 존재하고 있기 때문이다.

우리나라 통화정책의 운용체제도 물가안정목표를 공표하는 인플레이션 타겟팅(inflation targeting) 제도로 이행되면서, 중앙은행과 시장참여자간의 원활한 의사소통을 통해 형성된 시장기대가 통화정책과 실물경제간의 매우 중요한 연결고리로 등장하게 되었다.

우리나라의 경우에는 중앙은행뿐만 아니라 정부의 정책담당자들이 통화정책에 관련한 의견을 마치 관행과 같이 사전임을 전제로 개진하고 있다. 사실 선진국의 경우에는 정부의 고위당국자가 통화정책과 관련된 의견을 개진하는 것은 금기시되고 있기 때문에 이러한 표본을 찾아 실증적으로 분석하기는 거의 불가능하다. 따라서 본 연구는 정책금리에 대한 정책담당자의 의견개진이 금융시장에 미치는 영향을 파악하고자 했다. 이를 위해 금융통화위원회의 공식발표와 한국은행과 정부의 비공식적인 의견개진, 즉 정책신호로 나누어 분석했다.

본 연구에서 이용된 표본기간은 한국은행법의 개정으로 통화정책 운용체계가 변경된 1998년 4월부터 2004년 12월까지다. 금통

위의 공식발표는 물론 정부나 한은의 비공식적인 의견개진도 발언의 사실유무를 차지하고 일단 언론을 통해 일반대중에게 전달되기만 하면 의견이 시장에 파급되는 것으로 가정하였고 기본적으로 연합뉴스, 매일경제, 한국경제에 보도된 기사들을 바탕으로 수집했다.

본 연구를 통해 금리정책과 관련된 한국은행이나 정부의 의견개진이 물가보다는 경기에 대해 보다 민감하게 반응하고, 한국은행이나 정부의 정책금리 인상(인하) 발언 부근에서 금통위의 정책금리가 공식적으로 인상(인하)되는 경향이 나타나는 것을 알 수 있었다.

또한 박승 총재가 발송한 정책신호의 통화정책방향과 금융통화위원회의 공식적인 발표가 상이한 경우가 있었기 때문에, 경제주체들의 시장기대형성에 오히려 혼란을 주고 한국은행에 대한 신뢰성이 훼손되었을 가능성도 지적했다.

한편 재정경제부 장관의 정책신호발송 및 정책방향에 대한 선호경향을 보면, 김진표, 이현재, 전윤철 장관 등은 상대적으로 적극적인 정책신호발송을 선호한 반면에, 강봉균, 진념, 이규성 장관 등은 선호하지 않았던 것으로 관측되었다.

본 연구를 통해 정부의 의견개진에 따른 주식의 누적변동폭이 금통위의 공식발표와 유사할 뿐만 아니라 한국은행의 비공식적인 의견개진에 비해서는 통계적으로 유의하게 큰 것을 알 수 있었다. 장·단기이자율의 경우에는 금통위의 공식발표와 한국은행과 정부의 비공식 의견개진간에 차이가 거의 없었다. 반면에 초단기금리인 콜금리의 경우에는 금통위의 공식발표가 가장 큰 것으로 나타났다. 따라서 정부의 정책금리운용에 대한 의견개진이 지속되고 있는 가운데 시장참가자들이 정부의 의견개진을 신뢰하고 있다고 판단할 수 있었다.

또한 불안정한 금융시장을 안정시키고자 정책신호를 발송할 수 있기 때문에 신호발송 이전과 이후에 대한 금융변수들의 누적변동폭을 비교하였다. 그 결과 한국은행과 정부의 비공식적인 의견개진은 이전과 이후의 차이가 유의하지 않았다. 따라서 정부가 불안정한 금융시장을 안정시키기 위해 정책금리에 대한 의견을 개선한다는 주장은 설득력이 다소 부족함을 알 수 있었다.

본 연구를 통한 정책적 시사점들은 다음과 같다. 우선 중앙은행의 독립성과 신뢰성을 제고하여 통화정책의 유효성을 강화하기 위해선 정부의 무분별한 정책신호발송은 지양되어야 할 것으로 판단된다.

다음으로 한국은행도 지속적으로 발송한 비공식적인 정책신호와 금통위의 공식발표가 다를 경우 한국은행의 신뢰성이 저하되어 통화정책의 유효성도 약화될 것으로 예상된다.

본 연구를 통해 지적하고 싶은 또 다른 정책적 시사점은 우리나라 통화정책 운영체계에 대한 신중한 검토가 필요하다는 점이다. 한국은행의 통화정책목표가 물가안정으로 단일화되었음에도 불구하고, 물가안정보다는 경기변동에 초점을 맞추어 한국은행이나 정부가 정책금리에 대한 의견을 빈번하게 개선한다는 점이다. 따라서 비공식적인 의견개진의 초점을 경기상황에 계속해서 맞출 것이라면 인플레이션 타겟팅 제도를 포기하고 미국과 같이 물가와 성장(고용)을 함께 고려하는 통화정책의 목표를 재정립할 필요가 있다.

한편 한국은행이 통화정책목표와 직접적인 관계가 다소 적은, 교육, 신행정수도이전 등과 같은 주제에 대해 빈번하게 의견을 개선하는 것도 정부정책에 대한 혼선을 야기할 가능성이 있으므로 지양해야 할 것으로 여겨진다. 따라서 한국은행이 비공식적으로 의견을 개선할 경우에도 보다 신중할 필요가 있다고 생각된다.

이러한 본 연구의 결과는 정책방향 및 운용에 대한 정책담당자의 의견개진(발송신호)이 시장에 미치는 영향을 분석함으로써 향후 정책운용에 기초자료로 활용될 뿐만 아니라 현재의 우리나라 통화정책 운영체계를 다시 한번 검토해야 할 이유의 하나를 제공할 것으로 기대된다.

그러나 본 연구의 한계는 분명하다. 우선, 정책신호가 경제변수들의 변동성을 야기한다고 가정할 경우, 펀더멘탈에 의한 것이 아닌 외적 교란요인, 즉 정책신호에 의한 부분만을 추정해야 할 것으로 생각된다. 하지만 본 연구에서는 변동성의 구체적인 변동요인을 구분하지 않고 분석하였기 때문에 명확한 판단을 하기 어렵다. 또한 금통위의 공식발표나 한은이나 정부의 정책신호에 따른 금융시장의 변동성만 분석하였을 뿐, 의도한 정책방향이나 정책신호 등의 강도에 따른 분석이 수행되지 않았다.

예를 들어, 시장금리나 주가가 펀더멘탈적인 요인이 아닌 심리적 위축 등으로 인해 비정상적으로 계속 하락해서 금융시장이 매우 불안한 경우를 가정해 보자. 이 경우에 금통위의 공식발표나 한은이나 정부의 정책신호의 발송을 통해 하락했던 크기만큼 상승했다면, 그 변동 크기는 동일할지라도 금융시장이 일시적으로 안정화되는 데 도움을 준 것으로 볼 수도 있다. (물론 시장금리나 주가 하락이 시장의 흐름에 관계없이 어느 정도나 하락했는지 또는 의도적인 개입으로 인한 시장왜곡 등의 문제는 고려하지 않는다는 조건이다.)

또한 한은이나 정부의 의견개진이 애매한 표현이었거나 정책신호의 강도가 다를 수 있음에도 불구하고 동일한 강도의 신호로 간주하여 분석한 것도 본 연구의 또 다른 분명한 한계이다.

따라서 본 연구의 향후과제는 정책담당자 의견개진의 정확한 표현과 강도를 객관적인 기준으로 분류하고, 정책담당자 의견개

진의 경제변수에 대한 정확한 효과를 측정하기 위해 경제변수의 변동을 펀더멘탈에 의한 부분과 기타 외적 교란요인에 기인한 부분을 구분한 후, 외적 교란에 의한 경제변수의 변동에 있어 정부나 한국은행의 의견개진의 영향력을 분석하는 것이 바람직해 보인다. 여기에 정책담당자들의 의견개진 동인에 대한 보다 심층적인 분석이 필요하고, 특히 정책당국이 의도하는 시장기대와는 다른 방향으로 급격하게 변화하는 거시경제변수에 대한 의견개진의 순기능을 분석할 필요성도 제기된다.

참고문헌

- 김양우·강태수, 「통화정책 신호효과의 유효성」, 한국금융학회 2002년 5월 정기학술대회 발표논문, 2002.
- 박해식·송치영, 「엔/달러 외환시장에서의 구두개입효과」, 『국제경제연구』 9권 3호, 2003.
- 선정훈·정익준, 「통화정책 뉴스가 주가에 미치는 영향」, 『금융경제연구』 140호, 한국은행 금융경제연구원, 2002.
- 송치영, 「뉴스가 금융시장에 미치는 영향에 관한 연구」, 『국제경제연구』 8권 3호, 2002, pp.1-34.
- 유만식, 「한국의 금리정책 공시효과」, 『경제분석』 8권 2호, 한국은행 금융경제연구원, 2002, pp.25-55.
- 유상대, 「우리나라 외환시장 개입의 유효성 분석」, 『외환국제금융리뷰』 1권, 한국은행, 2003, pp.27-42.
- 이근영, 「해외뉴스가 국내외환시장에 미치는 영향」, 『금융학회지』 4권 2호, 1999, pp.27-54.
- 조홍균, 「정부의 금리정책 언급은 왜 문제가 되는가?」, 한은소식 10월호, 2000.
- 최동수·유지성, 「대미달러 환율변동에 대한 경제뉴스의 효과분석」, 『경제연구』 15권 1호, 1994, pp.215-234.
- 한국은행, 『우리나라의 통화정책』, 2001.
- Aggarwal, R. and D. C. Schirm, “Balance of Trade Announcements and Assets Prices: Influence of Equity Prices, Exchange Rates, and Interest Rates,” *Journal of International Money and Finance*, Vol.11, 1992, pp.80-95.

- _____, “Asymmetric Impact of Trade Balance News on Asset Prices,” *Journal of International Financial Market Institutions and Money*, Vol.8, 1998, pp.83-100.
- Almeida, A., C. Goodhart and R. Payne, “The Effects of Macroeconomic ‘News’ on High Frequency Exchange Rate Behavior,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.33, 1998, pp.383-408.
- Anderson, T. G. and T. Bollerslev, “Deutsche Mark-Dollar Volatility: Intraday Activity Patterns, Macroeconomic Announcements, and Longer Run Dependencies,” *Journal of Finance*, Vol.53, 1998, pp.219-265.
- Anderson, T. G., T. Bollerslev, F. X. Diebold and C. Vega, “Micro Effect of Macro Announcements: Real-Time Price Discovery in Foreign Exchange,” *NBER Working Paper*, No.8959, 2002.
- Balduzzi, P., E. J. Elton and T. C. Green, “Economic News and Bond Prices: Evidence From the U. S. Treasury Market,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.36, 2001, pp.523-544.
- Bollerslev, T., J. Cai and F. M. Song, “Intraday Periodicity, Long-Memory Volatility, and Macroeconomic Announcement Effects in the U. S. Treasury Bond Market,” *Journal of Empirical Finance*, Vol.7, 2000, pp.37-55.
- Borio, C. E. V., “The Implementation of Monetary Policy in Industrial Countries: A Survey,” *Economic Papers*, No.47, Bank for International Settlements, 1997.
- Boschen, J. F. and L. O. Mills, “The Relation between Narrative and Money Market Indicators of Monetary Policy,” *Economic Inquiry*, Vol.33, 1995, pp.24-44.
- Brown, K. H., “Effect of Changes in the Discount Rate on the

- Foreign Exchange Value of the Dollar: 1973-1978,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol.96, 1981, pp.551-558.
- Christiano, L. J., “Resolving the Liquidity Effect: Commentary,” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol.77, No.3, 1995, pp.55-61.
- Christie-David, R. and M. Chaudhry, “Liquidity and Maturity Effects around News Releases,” *Journal of Financial Research*, Vol.22, 1999, pp.47-67.
- Cook, T. and T. Hahn, “The Information Content of Discount Rate Announcements and Their Effect on Market Interest Rates,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.20, 1988, pp.167-180.
- Cornell, B., “The Money Supply Announcements Puzzle: Review and Interpretation,” *American Economic Review*, Vol.73, 1983, pp.644-657.
- Demiralp, S. and O. Jorda, “The Transmission of Monetary Policy via Announcement Effects,” *Working Paper Series No.99-06*, Department of Economics, University of California-Davis, 1999.
- _____, “The Pavlovian Response of Term Rates to Fed Announcements,” *Finance and Economic Discussion Series 2001-10*, Board of Governors of Federal Reserve System, 2001.
- _____, “The Announcement Effect: Evidence from Open Market Desk Data,” *Economic Policy Review*, Vol.8, No.1, Federal Reserve Bank of New York, 2002, pp.29-48.
- Dornbusch, R., “Exchange Rates Economics: Where Do We Stand,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.1, 1980, pp.143-185.

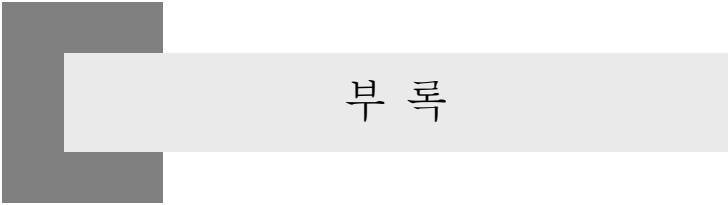
- Ederington, L. H. and J. H. Lee, "How Markets Process Information: News Releases and Volatility," *Journal of Finance*, Vol.48, 1993, pp.1161-1191.
- Edwards, S., "Exchange Rates and News: A Multi-Currency Approach," *Journal of International Money and Finance*, Vol.1, 1982, pp.221-224.
- _____, "Floating Exchange Rates, Expectations and New Information," *Journal of Monetary Economics*, Vol.11, 1983, pp.321-336.
- Engle, C. and J. Frenkel, "Why Interest Rates React to Money Announcements: An Explanation from the Foreign Exchange Market," *Journal of Monetary Economics*, 1984, Vol.13, pp.31-39.
- Fleming, M. J. and E. M. Remolona, "Price Formation and Liquidity in the U. S. Treasury Market: the Response to Public Information," *Journal of Finance*, Vol.54, 1999, pp.1901-1915.
- Frenkel, J., "Flexible Exchange Rates, Prices, and the Role of 'News': Lessons from the 1970s," *Journal of Political Economy*, Vol.89, No.4, 1981, pp.665-705.
- Goodhart, C. A. and R. G. Smith, "The Impact of News on Financial Markets in the United Kingdom," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.17, 1985, pp.507-511.
- Goodhart, C. A., S. G. Hall, S. G. Henry and B. Pesaran, "News Effects in a High-Frequency Model of the Sterling-Dollar Exchange Rate," *Journal of Applied Econometrics*, Vol.7, 1993, pp.199-211.
- Graham, M., J. Nikkinen and P. Sahlstrom, "Relative Importance of Scheduled Macroeconomic News for Stock Market Investors," *Journal of Economics and Finance*, Vol.27, No.2, 2003,

pp.153-165.

- Guthrie, G. and J. Wright, "Open Mouth Operation," *Journal of Monetary Economics*, Vol.46, 2000, pp.489-516.
- Hakkio, C. and D. K. Pearce, "The Reaction of Exchange Rates to Economic News," *Economic Inquiry*, Vol.23, 1985, pp. 621-636.
- _____, "Discount Rate Policy under Alternative Operating Regimes: An Empirical Investigation," *International Review of Economics and Finance*, Vol.1, 1992, pp.55-72.
- Hardouvelis, G. A., "Macroeconomic Information and Stock Prices," *Journal of Economics and Business*, Vol.39, 1987, pp.131-140.
- _____, "Economic News, Exchange Rates and Interest Rates," *Journal of International Money and Finance*, Vol.7, 1988, pp.23-36.
- Havrilesky, T., "Monetary Policy Signalling from the Administration to the Federal Reserve," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.20, No.1, 1988, pp.82-101.
- Hogan, K., M. Melvin and D. Roberts, "Trade Balance News and Exchange Rate: Is There a Policy Signal?," *Journal of International Money and Finance*, Vol.10, 1991, pp.S90-S99.
- Irwin, D., "Trade Deficits Announcements, Intervention and the Dollar," *Economic Letters*, Vol.31, 1989, pp.257-262.
- Ito, T. and V. V. Roley, "News from the U.S. and Japan: Which Moves the Yen/Dollar Exchange Rate?," *Journal of Monetary Economics*, Vol.19, 1987, pp.255-277.
- Karfakis, C. and S. Kim, "Exchange Rates, Interest Rates and Current Account News: Some Evidence from Australia," *Journal of International Money and Finance*, Vol.14, 1995, pp.575-595.
- Leeper, E. M., "Narrative and VAR Approaches to Monetary Policy:

- Common Identification Problems,” *Journal of Monetary Economics*, Vol.40, 1997, pp.641-657.
- McQueen, G. and V. V. Roley, “Stock Prices, News and Business Conditions,” *Review of Financial Studies*, Vol.6, 1993, pp.683-707.
- Meulendyke, A., U. S. *Monetary Policy and Financial Markets*, New York: Federal Reserve Bank of New York, 1998.
- Mussa, M., “A Model of Exchange Rate Dynamics,” *Journal of Political Economy*, Vol.90, No.1, 1982, pp.74-104.
- Pagan, A. R. and J. C. Robertson, “Resolving the Liquidity Effect,” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol.77, No.3, 1995, pp.33-54.
- Pearce, D. K. and V. V. Roley, “Stock Prices and Economic News,” *Journal of Business*, Vol.58, 1985, pp.49-67.
- Roley, V. V. and R. Troll, “The Impact of Discount Rate Changes on Market Interest Rates,” *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, Vol.69, 1984, pp.27-39.
- Romer, C. D. and D. H. Romer, “Monetary Policy Matters,” *Journal of Monetary Economics*, Vol.34, 1994, pp.75-88.
- _____, Identification and the Narrative Approach: A Reply to Leeper, *Journal of Monetary Economics*, Vol.40, 1997, pp.659-665.
- Smirlock, M. and J. Yawitz, “Asset Returns, Discount Rate Changes, and Market Efficiency,” *Journal of Finance*, Vol.40, 1985, pp.1141-1158.
- Stein, J. C., “Cheap Talk and the Fed: A Theory and Imprecise Policy Announcements,” *American Economic Review*, Vol.79, No.1, 1989, pp.32-42.
- Sun, Q. and W. Tong, “The Effect of U. S. Trade Deficit

- Announcements on the Stock Prices of U. S. and Japanese Automakers,” *Journal of Financial Research*, Vol.23, 2000, pp.15-43.
- Taylor, J. B., “Expectation, Open Market Operations, and Changes in the Federal Funds Rate,” *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol.83, No.4, 2001, pp.33-47.
- Thornton, D. L., “The Effect of Unanticipated Money on the Money and Foreign Exchange Markets,” *Journal of International Money and Finance*, Vol.8, 1989, pp.573-587.
- _____, “Why Do T-Bill Rates Respond to Discount Rate Changes,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol.26, 1994, pp.839-850.
- _____, “The Information Content of Discount Rate Announcements: What is behind the Announcement Effect?,” *Journal of Banking and Finance*, Vol.22, No.1, 1998, pp.83-108.
- _____, “The Fed and Short-Term Rates: Is It Open Market Operations, Open Mouth Operations and Interest Rate Smoothing?,” *Journal of Banking and Finance*, Vol.28, No.3, 2004, pp.475-498.
- Waud, R. N., “Public Interpretation of Federal Reserve Discount Rate Changes: Evidence on the Announcement Effect,” *Econometrica*, Vol.38, 1970, pp.231-250.



부 록

<부표 1> 금융통화위원회 통화정책방향(1999년)

날짜	내용	방향
1. 7	콜금리를 약간 하향조정된 수준에서 안정되도록 운영	인하
2. 4	콜금리는 금융시장에서 자금흐름, 장단기 시장금리의 움직임 등을 면밀히 관찰하면서 외환수급 상황을 감안하여 하향안정화 기조를 견지함	유지
3. 4	본원통화를 은행의 지준수요에 맞추어 신축적으로 공급하는 가운데 콜금리는 장단기 시장금리의 안정을 뒷받침하는 방향으로 운영	유지
4. 8	콜금리는 금융 및 외환시장 여건을 보아가며 시장금리의 하향안정과 은행 대출금리의 꾸준한 하락을 뒷받침할 수 있도록 탄력적으로 운영	유지
5. 7	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
6. 3	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
7. 7	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
8. 5	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
9. 2	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
10. 7	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
11. 4	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
12. 2	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지

주 : 한국은행 보도자료

<부표 2> 금융통화위원회 통화정책방향(2000년)

날짜	내용	방향
1. 6	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
2. 10	콜금리를 현재의 4.75%에서 5.0% 내외로 운영	인상
3. 9	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
4. 6	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
5. 4	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
6. 8	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
7. 6	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용 유동성대출조정금리는 연 4.5%로 결정	유지
8. 3	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
9. 7	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
10. 5	콜금리는 5.0%에서 5.25%로 상향 유동성대출조정금리는 현 수준에서 유지	인상 유지
11. 9	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
12. 7	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지

주 : 한국은행 보도자료

<부표 3> 금융통화위원회 통화정책방향(2001년)

날짜	내용	방향
1. 11	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
2. 8	콜금리목표를 현재의 5.25%에서 5.0%로 하향조정함	인하
3. 8	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
4. 6	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
5. 8	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
6. 7	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
7. 5	콜금리목표를 현재의 5.0%에서 4.75%로 인하	인하
8. 9	콜금리목표를 현재의 4.75%에서 4.5%로 하향조정 유동성조절대출금리도 현재의 4.5%에서 4.25%로 하향조정	인하 인하
9. 6	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
9. 19	콜금리목표를 현재의 4.5%에서 4.0%로 0.5% 인하함 유동성조절대출금리를 현재의 4.25%에서 3.75%로 0.5% 인하함	인하 인하
10. 11	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
11. 8	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
12. 6	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지

주 : 한국은행 보도자료

<부표 4> 금융통화위원회 통화정책방향(2002년)

날짜	내용	방향
1. 10	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
2. 7	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
3. 7	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
4. 4	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
5. 7	현재 4.0%에서 4.25% 소폭 상향조정하여 운영	인상
6. 5	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
7. 4	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
8. 6	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
9. 12	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
10. 10	콜금리는 당분간 현 수준에서 유지하는 방향으로 운용	유지
11. 7	콜금리목표를 현재의 4.25%에서 유지하는 방향으로 통화정책을 운용	유지
12. 12	콜금리목표를 현재의 4.25%에서 유지하는 방향으로 통화정책을 운용	유지

주 : 한국은행 보도자료

<부표 5> 금융통화위원회 통화정책방향(2003년)

날짜	내용	방향
1. 9	콜금리목표를 현재의 4.25%에서 유지	유지
2. 6	콜금리목표를 현 수준에서 유지	유지
3. 6	콜금리목표를 현 수준에서 유지	유지
4. 10	콜금리목표를 현 수준에서 유지	유지
5. 13	콜금리목표를 현재의 4.25%에서 4.0%로 하향조정	인하
6. 12	콜금리목표를 현 수준에서 유지	유지
7. 10	콜금리목표를 현재의 4.0%에서 3.75%로 하향조정	인하
8. 7	콜금리목표를 현 수준에서 유지	유지
9. 9	콜금리목표를 현 수준에서 유지	유지
10. 9	콜금리목표를 현 수준에서 유지	유지
11. 6	콜금리목표를 현 수준에서 유지	유지
12. 11	콜금리목표를 현 수준에서 유지	유지

주: 한국은행 보도자료

<부표 6> 금융통화위원회 통화정책방향(2004년)

날짜	내용	방향
1. 8	콜금리목표를 현 수준(연 3.75%)에서 유지	유지
2. 6	콜금리목표를 현 수준(연 3.75%)에서 유지	유지
3. 11	콜금리목표를 현 수준(연 3.75%)에서 유지	유지
4. 8	콜금리목표를 현 수준(연 3.75%)에서 유지	유지
5. 6	콜금리목표를 현 수준(연 3.75%)에서 유지	유지
6. 10	콜금리목표를 현 수준(연 3.75%)에서 유지	유지
7. 8	콜금리목표를 현 수준(연 3.75%)에서 유지	유지
8. 12	콜금리목표를 연 3.75%에서 연 3.5%로 하향조정 유동성조절대출금리를 연 3.5%에서 연 3.25%로 인하	인하 인하
9. 9	콜금리목표를 현 수준(연 3.5%)에서 유지	유지
10. 7	콜금리목표를 현 수준(연 3.5%)에서 유지	유지
11. 11	콜금리목표를 연 3.5%에서 연 3.25%로 하향조정 유동성조절대출금리를 연 3.25%에서 연 3.0%로 인하	인하 인하
12. 9	콜금리목표를 현 수준(연 3.25%)에서 유지	유지

주: 한국은행 보도자료

<부표 7> 한국은행의 주요 정책신호 일지(1998년~1999년)

일 자	신호자	신 호 내 용	신호방향
1998. 6. 1	총재	하반기 중 콜금리 하향안정화 유도	인하 ¹³
6. 18	총재	외환시장이 안정되면 금리인하	인하 ²
8. 31	총재	금리의 하향안정화는 유도하되 그 폭과 속도는 외환시장 여건 등을 고려하여 조절	인하 ¹
11. 5	총재	은행권의 금리인하 촉구	유지 ²
1999. 2. 10	총재	실물경제 회복을 뒷받침할 수 있도록 당분간 금리의 하향안정화 기조를 유지할 것	유지 ¹
2. 25	총재	금리의 급격한 변동을 방지할 것	유지 ¹
4. 1	총재	실물경제의 회복을 위해 콜금리 하향안정화 유지	유지 ¹
5. 7	부총재보	외환시장의 안정을 저해하지 않는 범위 내에서 시장상황에 맞춰 콜금리를 점진적으로 인하해 나갈 방침	인하 ¹
6. 12	총재	금리는 안정적으로 유지하되 실물경제상황을 면밀히 주시해 인플레이션 조짐이 감지될 경우 선제적으로 대처할 것	유지 ¹
7. 14	보도자료	구조조정 없는, 뒷받침 없는 저금리정책은 실효성 없음	유지 ¹
7. 30	총재	하반기 금리는 안정적 운용	유지 ²
8. 3	총재	하반기 금리는 정책기조에 따라 안정적 운용	유지 ²
9. 29	보도자료	물가불안 우려가 높아지고 있으나 현재로서는 금융시장 안정이 시급	유지 ¹
9. 30	관계자	콜금리를 현 수준에서 안정적 운용	유지 ¹
10. 27	총재	금융시장의 안정을 유지하고 경제가 건실한 성장세를 이어갈 수 있도록 당분간 금리를 유지	유지 ¹
11. 4	총재	향후 물가상황을 낙관할 수 없음	인상 ¹
11. 10	총재	당분간 금리 안정적 운용	유지 ¹

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제 □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스매일경제 동시 보도,
□¹³ 연합뉴스한국경제 동시 보도

<부표 8> 한국은행의 주요 정책신호 일지(2000년)

일 자	신호자	신 호 내 용	신호방향
2. 6	총재	콜금리를 올리는 대신 장기금리를 낮춰 해소	유지 ¹
2. 8	총재	물가안정 기조를 정착시키는 것이 무엇보다 중요	인상 ¹
2. 9	금통위	금리인상 필요성을 논의	인상 ¹
4. 26	총재	장단기 금리격차 축소를 위한 적절한 대응이 필요	인상 ¹
6. 12	총재	하반기 물가상향을 낙관할 수 없으며 인플레이션의 발생을 원칙적으로 방지하는 데 통화정책의 중점을 둘 것	인상 ¹
6. 30	관계자	금리의 하향안정세 유지가 중요	유지 ¹
8. 21	총재	금리안정 기조유지가 거시경제정책의 최우선 과제	유지 ²

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제, □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스/매일경제 동시 보도,
□¹³ 연합뉴스/한국경제 동시 보도 □¹²³ 연합뉴스/매일경제/한국경제 동시 보도

<부표 9> 한국은행의 주요 정책신호 일지(2001년)

일 자	신호자	신 호 내 용	신호방향
1. 29	총재	경기와 금융시장 상황 등을 감안해 콜금리를 신속적 운용	인하 ¹
2. 2	총재	콜금리는 물가안정 목표달성에 바람직하지 않다	유지 ²
2. 16	총재	국고채 매수 과열기미에 주의할 필요	유지 ¹
3. 8	총재	2. 16일의 발언은 적절하였음	유지 ¹
5. 8	총재	하반기 경제상황이 나아질 것	유지 ²
6. 7	총재	지난달 기대보다 경기가 좋아지는 것 같지 않음	인하 ¹
6. 12	총재	금리안정에 하반기 통화정책 역점	유지 ²
6. 22	총재	경기부양을 위한 콜 목표금리 인하가능성 시사	인하 ²
7. 2	관계자	5월 산업생산증가율이 예상 이상으로 저조	인하 ¹
7. 16	총재	경기둔화세가 장기화돼	인하 ²
7. 18	총재	향후 콜금리 인하를 중심으로 하는 통화정책	인하 ¹
7. 28	총재	최근 전세 및 주택매매 가격 급등으로 인한 인플레이션 기대심리 유발가능성에 유의해야 함	유지 ¹
8. 12	관계자	하반기 경제전망이 하향조정돼야 할 상황	인하 ¹
8. 23	총재	저금리는 잠재투자기업에 대한 투자를 늘리는 효과를 낼 것이나 구조조정대상기업은 저금리혜택을 볼 수 없을 것	유지 ²
9. 21	총재	시중은행에 대출금리 인하 요청	인하 ²
9. 28	관계자	최근 금리인하가 구조조정에 차질을 주지 않음	인하 ¹
10. 12	채권시 장담당	저금리 정책 기조에는 변함이 없음	인하 ¹
11. 9	총재	투자가 저조하고 물가상승률이 낮으면 금리조절	인하 ¹
12. 6	총재	경기저점 통과, 불확실하나 더 나빠지지 않음	인하 ¹
12. 18	총재	채권금리가 급등하는 것은 다소 지나친 반응이라고 지적	유지 ¹

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제, □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스/매일경제 동시 보도,
□¹³ 연합뉴스/한국경제 동시 보도 □¹²³ 연합뉴스/매일경제/한국경제 동시 보도

<부표 10> 한국은행의 주요 정책신호 일지(2002년)

일 자	신호자	신 호 내 용	신호방향
1. 10	총재	올해 물가상승 압력이 커지지 않도록 유의하는 한편 경기가 활성화될 수 있도록 통화정책을 운용할 것	유지 ¹
1. 17	총재	경기회복 기대감으로 시장금리가 오를 수 있지만 빠른 경기회복이 확실한 것은 아닌 만큼 금리상승 폭은 제한적인 것	유지 ²
3. 7	총재	경기가 빠른 속도로 회복, 과열기를 보이면서 물가상승 압력이 나타날 때가 금리를 인상할 시기	유지 ²
4. 2	총재	하반기 이후 물가상승 압력이 커질 것으로 예상돼 미리 대책을 세워 나가겠다	인상 ³
4. 16	총재	금리인상에 대비하라고 신호를 준 만큼 금리인상 시기의 오차범위는 3개월 정도 될 것	인상 ³
4. 18	총재	금리를 올리는 방향으로 가는 것이 국민에게 마이너스가 아니라 플러스가 될 것	인상 ¹
4. 25	총재	지금은 콜금리를 인상하는 것이 우리 경제에 도움을 주는 쪽으로 환경이 변하고 있어 금리에 손을 대야 하지만 시기에 대해서는 아직 예단하기 어렵다	인상 ¹
5. 7	총재	앞으로 경기를 부양할 수 있도록 저금리정책을 상당기간 지속	유지 ¹
5. 29	총재	경기회복을 뒷받침하기 위해 현재의 저금리 기조를 유지하는 것이 바람직함	유지 ¹
6. 14	총재	만일 달러매수 개입하면 통화환수 위해 금리 올려야 될 수 있다.	인상 ¹
6. 21	관계자	콜금리 인상과 관련 해외에서 불확실성이 여전히 사라지지 않고 있는 만큼 좀더 시장상황을 지켜봐야 함	유지 ¹
7. 4	총재	우리 경제의 안정기조를 확인하기 위해 콜금리를 동결	유지 ¹
7. 30	총재	환율하락이 물가를 안정시키는 효과가 있다. 금리를 올릴 유인이 줄어들었다.	유지 ¹
8. 4	관계자	부도율이 최저수준을 유지하고 기업의 자금사정도 개선돼 금융시장은 전반적으로 안정적인 상태	유지 ¹
8. 6	총재	국제금융시장의 불안이 정돈될길 바라는 만큼 금리조정에 신중을 기하는 게 좋겠다고 판단, 콜금리를 유지	유지 ¹
8. 9	관계자	현재 상황에서는 금리를 4%로 낮출 만한 요인이 없다	유지 ¹
8. 14	총재	올 하반기에 금리를 조정해야 할 상황을 생각하기 어렵다	유지 ²
8. 29	총재	정부대책이 안 되면 환은도 협조할 것	인상 ¹
9. 13	총재	내년 물가 예측해 봐서 대단히 우려되는 것으로 나오면 돈 거두어들이고 금리 올릴 것	인상 ¹
9. 24	총재	현재금리를 인상할 계획 없다	유지 ¹²
9. 29	총재	인플레이 압력 곧 현실화할 것	인상 ¹
10. 6	관계자	금리인상이 주식시장 침체를 가속화할 우려가 있고 최근 부동산 가격도 안정되고 있다는 점을 감안할 때 금리동결 쪽에 무게가 실린다	유지 ¹
10. 11	총재	저금리와 과잉유동성의 부작용을 해소하기 위해 거시적 측면에서는 금리를 조금 올리고 돈도 거둬야 한다는 분명한 방향	인상 ¹
11. 7	총재	통화정책상 기조변화는 없다	유지 ²

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제, □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스매일경제 동시 보도,
□¹³ 연합뉴스/한국경제 동시 보도 □¹²² 연합뉴스매일경제/한국경제 동시 보도

<부표 11> 한국은행의 주요 정책신호 일지(2003년 1~3월)

일자	신호자	신호내용	신호방향
1. 3	총재	경제에 급격한 충격이 없는 한 잠재성장률(5%대)을 달성할 수 있기 때문에 현재로서 추가 금리인하는 생각지 않고 있음	유지 ¹²
1. 5	관계자	금리인상론의 논거가 됐던 과잉유동성문제는 상당히 완화될 것임	유지 ¹
1. 9	총재	성장과 안정을 동시에 감안해야 하며 경제 불투명성이 지속되고 있는 만큼 금리인상·인하계획 없음	유지 ¹²
1. 16	관계자	금융시장의 불안으로 인해 풀금리 인하문제를 거론하고 있으나 금리를 변동해야 할 정도로 심각한 상황이 아님	유지 ¹
1. 20	간담회	국내외 여건이 악화될 경우 물가안정을 해치지 않는 범위 내에서 신속히 대응할 것이며 물금리 가 아직 높은 수준이기 때문에 추가 인하 여지 있음	인하 ²
2. 5	관계자	경제가 국내의 불확실성에 따른 투자·소비심리 위축으로 좋지 않으나 당장 금리를 움직여야 할 상황은 아님	유지 ¹²³
2. 6	총재	경제 불확실성이 미·이라크전 등 지정학적 불안에 기인하기 때문에 금리조정으로 이를 해소하기 어려운 만큼 당분간 관망할 필요가 있음	유지 ¹²³
2. 17	관계자	최근 지속되고 있는 경기 부진과 관련, 저금리정책을 당분간 유지함	유지 ³
2. 19	총재	우리나라는 이미 저금리 기조에 있으며 금리인하 등 별도 경기부양책을 쓰다 해서 경기회복 효과가 날지에 대해서는 의문이 있음	유지 ¹²
2. 21	총재	이라크전이나 북핵 문제 등으로 여건이 좋지 않으나 우리나라는 금리를 내릴 여지가 있고 재정이 건전하기 때문에 충분히 대처할 수 있음	인하 ¹²³
3. 4	총재	금리인하는 불확실한 대외경제에서 효과가 없으며, 이라크문제 추이를 지켜보면서 당분간 관망	유지 ²
3. 5	총재	금리를 인하할 경우 투자를 촉발할 수 있어야 하나 기업들은 대내외경제 불확실성으로 투자를 꺼리고 있음	유지 ¹²
3. 6	총재	현재의 실질금리는 캐나다를 빼면 세계에서 가장 낮으며, 기업들이 금리가 높아서가 아니라 대내외 불확실성 때문에 투자를 꺼리고 있는 만큼 금리인하는 효과가 의문시되며 금리인하 등 경기부양책 사용에 반대함	유지 ¹²³
3. 13	부총재보	물금리 인하여부는 물가 등 경기상황을 종합적으로 판단해서 결정해야 할 사항임	유지 ¹
3. 25	총재	경기가 극도로 악화되면 금리와 통화량을 조절하겠지만 인플레이션 등 부작용이 우려되는 만큼 경기부양책은 쓰지 않겠음	유지 ¹²

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제, □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스/매일경제 동시 보도,
□¹³ 연합뉴스/한국경제 동시 보도 □¹²³ 연합뉴스/매일경제/한국경제 동시 보도

<부표 12> 한국은행의 주요 정책신호 일지(2003년 4~5월)

일자	신호자	신호내용	신호방향
4. 8	총재	금융시장이 안정화되려면 물가안정 기조가 정착되어야 함	유지 ¹²
4. 9	관계자	미.이라크전쟁의 진전 상황과 전후처리, 북핵사태, 카드채문제 등이 경제에 어떤 영향을 미칠지 좀 더 지켜볼 필요가 있음	유지 ¹
4. 10	관계자	경기는 지금이 바닥으로 미.이라크전쟁이 조기 종결되면 회복될 가능성이 높음	유지 ¹
4. 10	총재	금리인하로 설비투자가 진작되는 등 그 효과가 확실해야 하는데 그렇지 못하며 하반기 경제는 지금보다 나아질 것임	유지 ²
4. 11	관계자	물가 및 부동산 투기에 부정적 영향을 미칠 가능성이 큼. 금리인하는 아직 시기상조	유지 ¹
4. 17	총재	기업투자가 부진한 것은 금리가 높아서가 아닌 만큼 금리정책으로 경기를 부양해야 할 상황은 아님	유지 ²
4. 22	간담회	재정확충과 금리인하 등 경기부양을 하는 것은 성급한 만큼 국내외 경제상황과 '사스'의 파급효과, 부동산 가격 움직임 등을 좀 더 살펴보면서 신중하게 경기부양 여부를 판단함	유지 ¹²
4. 23	금통위	시장의 바닥 경기가 떨어지는 것 같으며 재정정책과 통화정책은 같이 써야 하며 풀금리 인하 가능성 있음	인하 ²
4. 28	부총재보	원유가격 하락으로 물가에 대한 부담이 줄어 한이 통화정책 수행의 폭이 넓어졌으나 대내외 변수들의 추이를 좀 더 지켜봐야 함	유지 ³
4. 30	총재	사스와 북핵문제가 경제에 미치는 영향을 분석한 뒤 필요할 경우 통화정책변경을 검토하겠음	유지 ¹²
5. 11	관계자	경기침체의 장기화 및 하반기 경제회복을 기대하기 어려워 금리인하로 경제주체들의 심리적 위축을 완화해 줄 필요가 있음	인하 ¹
5. 13	총재	부동산 투기 우려에도 불구하고 침체된 경기진작과 고용유지를 위해 금리를 내렸음	인하 ¹²
5. 15	총재	4% 성장률을 지키기 위해 금리를 내릴 수도 올릴 수도 있음	유지 ¹
5. 15	금통위	추경예산 4조~5조원 편성에 0.25%포인트의 금리인하면 정부와 한이 할 수 있는 일은 다했고 이제 민간 쪽이 투자와 소비로 따라와 줘야 함	유지 ¹²
5. 19	총재	추가적인 (풀)금리인하를 생각하고 있다면 이는 (시장이) 오해를 하고 있는 것임	유지 ²
5. 20	간담회	경기가 매우 침체돼 있는 만큼 지금은 성장에 무게중심을 두고 경제정책을 해야 하며 현 단계에서 추가 금리인하를 논의하는 것은 시기상조임	유지 ¹²³
5. 20	부총재	최근 부동산 가격 상승세와 풀금리인하를 연관짓기에는 무리임	유지 ²
5. 29	총재	최근 금리인하만으로는 경기부양에 한계가 있으며 정부의 추경예산이 집행되고 부동산에 물린 자금을 증시로 돌려야 함	유지 ²
5. 30	총재	현재의 금리 수준은 경기회복을 뒷받침하기에 충분하며 금리추가인하를 예단하지 않는 것이 좋음	유지 ¹²

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제, □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스매일경제 동시 보도,
□¹³ 연합뉴스/한국경제 동시 보도 □¹²³ 연합뉴스매일경제/한국경제 동시 보도

<부표 13> 한국은행의 주요 정책신포 일지(2003년 6~9월)

일자	신포자	신포내용	신포방향
6. 12	총재	향후 금리정책은 물가안정을 저해하지 않는 범위 내에서 경기의 과도한 위축을 방지하고 고용의 안정을 유지할 수 있도록 탄력적으로 운용하겠음	유지 ¹²³
6. 17	총재	경기회복이 하반기에 예상됐기 때문에 콜금리를 또 내리지 않았으며 금리인하 효과는 6개월 정도의 시차를 두고 나타날 것임	유지 ¹²
7. 3	총재	마지노선으로 설정했던 4% 성장률을 지키기 위해 추가조치를 취할지는 좀 더 지켜봐야 할 것임	유지 ²³
7. 6	관계자	경기 부양을 위해 금리를 낮추는 세계적인 추세가 지속되고 있고 현재의 우리나라 금리 수준이 상대적으로 높은 편인 데다 물가는 안정돼 있으므로 금리인하 여건은 충분하지만 소비와 투자 진작 효과는 제한적인 반면 부동산에는 민감한 영향을 미칠 수 있어 금리 결정이 어려움	유지 ¹
7. 6	총재	성장률이 4%에 못 미친다고 해서 무리(금리인하)하면서까지 4%에 맞춰야 할지는 생각해 봐야 함	유지 ¹²
7. 10	관계자	정부의 억제책으로 부동산 가격이 안정된 데다 물가도 낮은 수준이어서 금리인하에 따른 부작용을 크게 우려하지 않음	인하 ¹
7. 10	총재	수출은 호조를 지속하고 있으나 생산 소비·투자 건설 등은 매우 침체돼 있어 금리인하가 불가피함	인하 ¹²³
7. 13	관계자	세계 경기회복이 완만하게 진행될 것으로 전망됨에 따라 금리인하 추세가 이어질 것으로 예상됨	인하 ²
7. 20	금통위	금리인하가 기업 투자 촉진에는 효과를 기대하기 어렵지만 금리 경감으로 인한 소비 진작 효과는 있음	인하 ¹
7. 24	관계자	한은부총재가 당면직 금통위원에 포함되는 내용의 헌은법 개정안이 국회에서 통과됨에 따라 통화정책을 결정함에 있어 보다 독립성을 가짐	유지 ²
8. 7	총재	당분간 경기회복지속 여부 등을 지켜보기 위해 통화정책은 '중립'으로 전환하겠음	유지 ¹²³
8. 19	간담회	중장기적으로 저축과 투자를 균형화하기 위해 금리정책 방향을 조정(금리인상)할 필요가 있음	인상 ¹
9. 9	총재	치솟는 강남 집값을 잡으려면 금리 문제를 따지지 말고 대학입시 제도부터 뜯어고쳐야 함	유지 ¹²³
9. 25	관계자	국내외 여건 변화를 종합적으로 고려하면서 성장과 안정이 균형을 유지할 수 있도록 금리를 탄력적으로 운용하겠음	유지 ¹
9. 30	총재	경기침체로 금리인하의 효과가 제한적이라는 사실은 인정하지만 금리인하가 없었다면 경기가 지금보다 더 위축됐을 것임	유지 ¹²

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제, □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스매일경제 동시 보도,
□¹³ 연합뉴스한국경제 동시 보도 □¹²³ 연합뉴스매일경제/한국경제 동시 보도

<부표 14> 한국은행의 주요 정책신호 일지(2003년 10~12월)

일자	신호자	신호내용	신호방향
10. 1	총재	콜금리 인하를 주장하는 사람들은 책임을 져야 함	유지 ²
10. 6	관계자	금리 결정이 부동산 문제와 같은 특정 변수에 의해 좌우될 수는 없으며 물가와 경기, 실업, 국내외 경제 환경 등이 더 중요한 변수임	유지 ¹
10. 6	관계자	소비 및 투자심리의 위축과 최근 태풍 '매미'의 피해 등으로 회복세는 매우 완만할 것으로 보임	유지 ¹
10. 8	관계자	부동산 가격 급등의 원인은 정책당국이 균형 수준 이하의 저금리를 장기간 지속한 데 있음	인상 ²
10. 9	총재	경기가 회복될 경우 부동산 문제 등을 고려해 금리인상을 검토하겠음	유지 ¹²³
10. 10	부총재	조만간 경기회복 기미가 보인다면 금리인상까지도 고려할 수 있을 것임	유지 ¹
10. 15	총재	경기 회복이 가시화된다면 금리 문제를 재검토하며 고 부동산 문제가 더 심각해질 경우 거시적·미시적으로 대응할 수 있는 조치를 다하겠음	유지 ¹
10. 21	간담회	경기침체가 심각한 현 상황에서 부동산 문제 때문에 금리를 인상하는 것은 바람직하지 않으며 금리를 올리더라도 강남 부동산 가격을 안정시키는 효과는 크지 않음	유지 ²
10. 29	총재	향후 금리 결정에 가장 중요한 요소는 경기이며 경기가 호전되면 금리인상 문제를 논의하겠음	유지 ¹²
11. 6	총재	수출중심의 경기회복 효과가 아직 고용과 소비에는 미치지 못하고 있어 아직 금리를 올릴 정도는 아님	유지 ¹²³
11. 11	총재	내년에 확장적인 거시경제정책의 효과와 세계 경제의 회복에 힘입어 4~5% 성장이 기대되나, 금리인상은 지금 논의할 단계가 아님	유지 ¹²³
11. 20	총재	경기가 좋아지는 것을 확인한 뒤 예나 금리를 올리는 문제를 검토할 것임	유지 ³
11. 25	간담회	세계경제 회복에 따라 선진국의 금리인상이 예상되는 만큼 우리나라도 경기회복이 본격화하면 이에 상응해 금리를 점진적으로 인상할 필요가 있음	인상 ¹²
12. 7	관계자	경기 회복의 가속으로 인플레이션 압력이 높아지는 내년 중반께 각국 중앙은행이 정책금리를 인상할 가능성이 있음	인상 ¹
12. 11	부총재	수출이 호조를 지속하고 있고 산업생산이 증가하는 등 경기가 회복세를 타고 있으나 속도가 느린데다 그동안 금리인상 압박으로 작용했던 부동산 가격이 정부의 대책으로 안정돼 물금리를 현 수준으로 유지함	유지 ¹²
12. 12	부총재	최근 5년간 경제상황과 통화정책 결정과정을 보면 물가 외에도 여러 요인이 정책에 영향을 미침	유지 ¹
12. 16	총재	내년에 5%의 성장률을 기록해도 물가 인상요인이 크지 않으면 콜금리는 당분간 올리지 않을 것이나 통화정책은 경기 이외에 물가, 실업률 등에 따라 금리결정이 달라짐	유지 ¹²³
12. 31	총재	근원인플레이션과 소비자물가 상승률이 모두 3% 내외에 머물러 올해보다 오름세가 둔화될 것	유지 ¹

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제, □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스매일경제 동시 보도, □¹³ 연합뉴스/한국경제 동시 보도 □¹²³ 연합뉴스/매일경제/한국경제 동시 보도

<부표 15> 한국은행의 주요 정책신호 일지(2004년)

일자	신호자	신호내용	신호방향
1. 25	금통위 운영위원	금리상승이 불가피할 것	인상 ¹
2. 2	총재	하반기에는 물가상승 압력이 점차 높아질 것으로 예상되며 인플레이션 압력에 선제적으로 대응하겠다	인상 ¹³
3. 3	관계자	금리정책에 변화를 줘야 할지의 여부는 신중하게 판단해야 할 것	유지 ¹
5. 15	총재	현재 물가상승은 유가 등 비용 압력으로 촉발된 인플레이션이므로 중앙은행의 통화정책보다는 정부의 관련대책으로 해결하는 게 바람직하다	유지 ¹
6. 4	총재	현재와 같은 상황에서 콜금리를 내릴 계획은 전혀 없다	유지 ¹
7. 2	총재	콜금리 인하는 없을 것	유지 ¹
7. 12	총재	물가안정에 유의하면서 민간소비와 설비투자의 회복을 뒷받침하는 방향으로 통화정책을 펴나가겠다	유지 ¹
7. 27	금통위원 이덕훈	금리를 내려도 소비나 투자가 늘어날 것으로 보이지 않는다	유지 ¹
10. 13	총재	금리가 실물경제에 미치는 영향도 제한적	유지 ¹
10. 20	총재	과거 일본이 재정확대와 금리정책으로 불황탈출을 시도하다 실패한 사례를 답습해서는 안 된다	유지 ²

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제, □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스매일경제 동시 보도,
□¹³ 연합뉴스한국경제 동시 보도 □¹²³ 연합뉴스매일경제/한국경제 동시 보도

<부표 16> 정부의 주요 정책신호 일지(1998년)

일자	신호자	신호내용	신호방향
4. 13	재정부장관	저금리를 바탕으로 경기회복정책을 계속 유지	유지 ¹
4. 16	재정부장관	정부도 이번 IMF와의 2/4분기 정책협의회에서 금리인하를 위해 최선을 다할 것	인하 ²
4. 20	재정부	IMF나 미국 정부와 금리인하 원칙에 합의	인하 ²
7. 16	재정부장관	금리인하가 바람직하며 의지도 갖고 있음	인하 ¹
9. 7	재정부	본원통화를 확대 공급하여 금리를 지속적으로 인하	인하 ¹
12. 9	재정부	시중금리의 지속적인 하락을 유도	인하 ¹

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제, □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스매일경제 동시 보도,
□¹³ 연합뉴스한국경제 동시 보도 □¹²³ 연합뉴스매일경제/한국경제 동시 보도

<부표 17> 정부의 주요 정책신호 일지(1999년)

일 자	신호자	신 호 내 용	신호방향
1. 22	재경부장관	하반기에는 금리의 하향안정화 기초 속에 통화를 신중적으로 공급하는 통화정책	유지 ¹
3. 11	재경부	저금리 기조를 축으로 금융시장의 안정과 경기진작을 동시에 추구	유지 ¹
5. 2	재경부	금리를 하향안정된 상태로 유지하는 기존 정책을 그대로 유지할 방침	유지 ¹
5. 6	재경부장관	최근의 경기회복세를 잘 활용해 회복세가 단기간에 그치지 않고 지속되도록 할 계획	유지 ¹
5. 18	청와대수석	저금리는 높은 금융비용을 낮추는 환경을 조성	유지 ¹
6. 3	재경부장관	저물가·저금리정책을 유지할 생각이다	유지 ¹
6. 5	재경부장관	저금리·저물가 기조를 유지하는 가운데 추가적인 부양책은 없을 것	유지 ¹
7. 7	재경부장관	현재의 경기상태를 과열로 볼 수 없다	유지 ¹
7. 13	재경부	저금리를 바탕으로 경기회복정책을 계속 유지	유지 ¹
7. 26	금감위원장	자금을 충분히 공급하여 콜금리를 하향안정화	인하 ¹
8. 10	재경부	저금리정책 기조 계속 유지	유지 ²
9. 3	재경부장관	정부는 내년 이후에도 저물가·저금리정책 기조를 견지해 나갈 계획	유지 ¹
9. 19	재경부장관	앞으로도 저금리·저물가 기조를 유지하기 위한 정책	유지 ¹
9. 20	재경부장관	저물가·저금리 기조의 정착과 안정적 통화정책	유지 ¹
9. 26	재경부장관	저금리추세가 지속될 것	유지 ¹
10. 3	청와대수석	금리를 당분간 한 자릿수로 안정시킬 계획	인하 ¹
10. 6	금감위원장	금리가 낮은 수준을 유지해야만 기업들의 수익성이 좋아져 주가가 오를 수 있다	유지 ²
11. 21	재경부장관	올해는 저물가·저금리 기조를 유지하는 데 아무런 문제가 없다	유지 ²
11. 21	재경부	물가안정 위해 상반기 중 단기금리 인상 검토	인상 ¹
11. 23	재경부	내년도 금리인상에 나설 필요가 없다는 게 재경부 공식입장	유지 ¹
11. 25	재경부장관	현재의 저금리 기조를 계속 유지해야 한다 (경제정책조정회의 수시회의)	유지 ¹
11. 25	금감위원장	현재의 저금리 기조를 계속 유지해야 한다 (경제정책조정회의 수시회의)	유지 ¹
11. 25	이기호 청와대 경제수석	현재의 저금리 기조를 계속 유지해야 한다 (경제정책조정회의 수시회의)	유지 ¹
12. 8	재경부장관	현재 기업 구조조정을 마무리할 때까지는 저금리 기조를 유지할 것	유지 ²
12. 9	금감위원장	금리의 하향안정화는 시간문제이며 일시적인 현상이 아니라 구조적으로 정착될 것	유지 ¹

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제, □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스매일경제 동시 보도,
□¹³ 연합뉴스/한국경제 동시 보도 □¹²³ 연합뉴스매일경제/한국경제 동시 보도

<부표 18> 정부의 주요 정책신호 일지(2000년)

일 자	신호자	신 호 내 용	신호방향
1. 6	재경부장관	저금리·저물가 기조는 올해에도 유지	유지 ²
1. 6	금감위 고위관계자	올해 거시경제의 핵심은 저금리 기조를 유지	유지 ²
1. 7	재경부장관	인플레이션 압력이 가시화되지 않은 여건에서 선제적 통화정책으로의 전환은 바람직하지 않다	유지 ¹
1. 13	금감위원장	기존 정책기조를 유지	유지 ¹
1. 19	재경부장관	저물가·저금리 기조는 우리 경제가 가야 할 당위이자 과제	유지 ¹
1. 21	재경부장관	저물가·저금리 실현을 위해 노력하겠다	유지 ¹
1. 25	재경부장관	경제안정 기조를 정착하기 위해 저물가·저금리 체제를 약속	유지 ²
1. 30	재경부장관	물가안정이 가시화될 경우 한은이 단기금리 인상할 것	인상 ¹
2. 1	금감위원장	한국은행이 국고채를 시장에서 매입하는 등 공개시장 조작정책을 적극 활용해 시장안정 기조를 유지	유지 ¹
2. 2	금감위원장	올해 수신금리는 자제해야	유지 ¹
2. 6	재경부	콜금리 올리기보다는 장기금리를 낮추는 방식으로 조정	유지 ¹
2. 6	재경부장관	콜금리를 올리는 대신 장기금리를 낮춰 해소	유지 ¹
2. 6	금감위원장	콜금리를 올리는 대신 장기금리를 낮춰 해소	유지 ¹
2. 6	김종창 금감위원	콜금리를 올릴 생각 없다	유지 ¹
2. 10	재경부	저금리 기조를 유지한다는 정부의 정책방향에는 추호의 변화도 없다	유지 ¹
2. 10	재경부장관	한국은행이 단기금리를 급격히 올리지 않을 것으로 기대	유지 ¹
2. 24	재경부장관	물가안정 기반 위에 한 자릿수 장기금리체제를 확고히 정착	유지 ¹
2. 27	재경부경제 정책국장	인플레 압력을 제거하기 위한 조치를 취할 단계에는 이르지 않았다	유지 ³
3. 15	재경부장관	물가안정을 통해 저금리 기조를 유지함으로써 금융시장의 안정추세가 지속되도록 하겠다	유지 ²
4. 27	재경부	단기금리를 인상하지 않는 것이 바람직하다	유지 ²
5. 22	재경부장관	증시가 불안하기 때문에 금리를 올리지 않을 생각	유지 ³
5. 24	재경부장관	금융시장이 불안한 상황에서 단기금리를 인상하면 장기금리도 덩달아 오르는 부작용이 일어날 것	유지 ²
5. 25	재경부장관	금리인상도 주식, 채권시장간의 균형을 꾀으로써 금융시장의 불안을 일으켜 금융, 기업구조조정의 저해요인으로 작용할 우려가 있다	유지 ¹
5. 27	재경부장관	저물가·저금리 체제의 확고한 구축이 거시경제정책의 최우선 목표	유지 ¹
6. 23	재경부장관	최근의 빠른 경제성장세에도 불구하고 물가가 안정	유지 ¹
8. 27	재경부장관	최근의 국고채금리 수준은 적정범위	유지 ¹
9. 6	재경부장관	금리인상이 반드시 효과적인 인플레 억제수단은 아님	유지 ¹
11. 24	재경부장관	우량은행들이 수신금리를 내리고 있다. 이런 추세가 지속된다면 앞으로 금리는 더욱 떨어질 것이다	인하 ¹

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제, □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스매일경제 동시 보도,
□¹³ 연합뉴스/한국경제 동시 보도 □¹²³ 연합뉴스매일경제/한국경제 동시 보도

<부표 19> 정부의 주요 정책신호 일지(2001년)

일 자	신호자	신 호 내 용	신호방향
2. 5	재경부	물가는 경제정책에서 하위변수이며 개방경제하에서 물가가 지상목표가 될 수 있음	인하 ¹
2. 7	재경부장관	세상이 다 금리인하가 필요하다고 인정하고 있음	인하 ¹
4. 11	재경부장관	금리인하가 성장세를 회복하는 데 도움이 되지 못할 것	인상 ¹
4. 18	민주당 강운태	금리는 형행을 유지하는 것이 바람직함	유지 ¹
6. 28	당정	콜금리 인하 적극 검토	인하 ¹
8. 8	재경부장관	최근의 경제상황과 경기대책에 대해 한은 총재와 인식을 같이하고 있음	인하 ¹
9. 2	재경부	한은에 콜금리를 추가인하해 줄 것을 요청할 방침	인하 ¹
10. 10	재경부	현 상황에서 저금리 효과를 자신할 수 없음	유지 ¹
10. 11	민주당 강운태	금리인하보다 자금의 선순환 구조를 갖추는 것이 더 중요	유지 ¹
11. 1	재경부장관	경기가 바닥을 쳤다고 볼 수 없음	인하 ¹
11. 15	재경부	채권금리가 절대로 더 오르지 않는 것	인하 ¹
11. 21	청와대수석	금리 하향안정 주력	인하 ¹
12. 6	재경부	성장 탄력을 위해 선제적 인하가 필요했다	인하 ¹

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제, □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스매일경제 동시 보도,
□¹³ 연합뉴스/한국경제 동시 보도 □¹²³ 연합뉴스매일경제/한국경제 동시 보도

<부표 20> 정부의 주요 정책신호 일지(2002년 1~6월)

일 자	신호자	신 호 내 용	신호방향
1. 4	재경부	현시점에서 금리를 높게 가져가는 것은 도움이 안 되며 정부는 시장친화적인 방법으로 금리안정에 나설 것	유지 ²
1. 10	재경부	저금리 기조는 한동안 유지	유지 ¹
1. 15	재경부장관	저금리정책을 흔들림 없이 추진해 나가야겠다	유지 ¹
3. 13	기획예산처 장관	기업들은 향후 금리가 상승할 것에 대한 준비를 하고 대처를 해야 할 것	인상 ²
3. 21	산자부장관	수출이 아직 본격적으로 회복되지 않아 금리를 인상할 단계가 아니다	유지 ²
3. 27	산자부장관	2~3개월 안에 금리를 올리는 일은 없을 것	유지 ¹
4. 9	재경부	경기회복세를 헤치지 않는 범위에서 콜금리 인상 불가피	인상 ¹
4. 26	산자부장관	당분간은 금리를 포함한 현 거시기조를 유지하는 것이 바람직함	유지 ²
4. 29	재경부	금리 등 거시정책 운용은 현재의 경기상승국면이 내년까지 이어지도록 하는 데 중점을 둘 필요가 있다	유지 ²
5. 5	재경부장관	선제적 금리인상 주장과 금리인상 시기상조 주장이 모두 있는 만큼 금통위가 시장에 충격을 주지 않고 금리를 합리적으로 예측가능하게 운용하는 것이 바람직함	유지 ¹
5. 7	재경부	현 정책기조의 큰 틀은 당분간 유지	유지 ²
6. 26	재경부	채권시장이 주가 하락에 대해 지나치게 과민 반응	인상 ¹

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제, □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스매일경제 동시 보도,
□¹³ 연합뉴스/한국경제 동시 보도 □¹²³ 연합뉴스매일경제/한국경제 동시 보도

<부표 21> 정부의 주요 정책신포 일지(2002년 7~12월)

일 자	신포자	신포 내 용	신포방향
7. 25	재경부장관	신축적인 통화정책과 국제발행 시기의 조정을 통해 시장금리 안정을 꾀하겠다	인상 ¹
8. 18	재경부	경기가 적정수준을 유지할 가능성이 높은 만큼 금리도 현 수준을 유지하는 것이 바람직함	유지 ¹
8. 20	재경부	지금으론선 금리와 통화 신용 정책을 바꿀 만한 특별한 여건이 없다	유지 ²
8. 29	재경부	부동산값 이상 급등에 따른 거품을 우려해 콜금리 인상 등 금리정책 동원 검토	인상 ¹
9. 2	재경부장관	세계경제 상황이 아직 좋지 않기 때문에 금리를 올리는 것이 어려울 것	유지 ¹
9. 3	민주당 김효석	투기억제 위해선 금리인상도 필요하며 우선 콜금리를 0.25%포인트 인상하는 방안을 검토해야 한다	인상 ¹
9. 5	금감위원장	거시정책 기조는 안정적, 중립적으로 유지하면서 금융 외환시장을 관망할 필요가 있다.	유지 ¹
9. 6	재경부장관	현재경제상황에서 금리인상정책은 정부의도와 맞지 않다	유지 ¹
9. 9	재경부장관	현 상황에서 금리를 인상해도 부동산 투기억제에 큰 효과가 없을 것	유지 ¹
9. 12	재경부장관	현 경제상황에서 금리인상은 적절치 못하다	유지 ²
9. 16	한나라 김효석	당장 금리를 인상하라는 것은 아니지만 경제여건이 안정되면 신속히 대처	인상 ¹
9. 16	민주당 김근태	선제적 금리를 인상했어야 한다	인상 ¹
9. 17	재경부	금리인상은 자칫 경제활동 위축을 가져올 수 있다는 기존의 입장 유지	유지 ¹
9. 24	한나라 김경부	금리인상을 포함한 예방적 조치를 통해 우리 경제의 불안요인과 왜곡현상을 제거해야 할 때	인상 ¹
9. 24	한나라 김동욱	지난 1/4분기에 선제적으로 금리인상을 했어야 함	인상 ¹
9. 24	민주당 김효석	부동산 투기와의 전쟁은 심리전이다. 금리인상 무기를 사용해야 한다	인상 ¹
9. 24	정동영	올 상반기 9.11 테러 이전 수준의 금리로 인상됐어야 함	인상 ¹
9. 24	임종석	10월에 콜금리를 0.25% 인상해야 한다	인상 ¹
9. 24	민주당 박병윤	통화환수를 중단하고 금리를 인하해야 한다	인하 ¹
9. 24	천정배	금리인상 실기하지 않아야 한다	인상 ¹
9. 26	산자부장관	금리를 올려 거시지표를 움직이면 기업에 불확실성을 주게 된다.	유지 ¹
9. 29	재경부장관	부동산 시장을 대상으로 한 금리조정에는 반대한다	유지 ¹
10. 1	재경부장관	금리조정은 경제여건을 종합적으로 고려해서 결정해야 함	유지 ¹
10. 23	재경부	가계대출도 쪼일 것으로 보이고 기업대출도 늘지 않는 상황에서 대출금리 등 시중금리가 오를 이유 없다	유지 ¹
11. 7	재경부장관	연말까지는 정책기조를 변화시키지 않겠다	유지 ¹

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제, □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스매일경제 동시 보도,
□¹³ 연합뉴스/한국경제 동시 보도 □¹²³ 연합뉴스매일경제/한국경제 동시 보도

<부표 22> 정부의 주요 정책신호 일지(2003년 1~5월)

일자	신호자	신호내용	신호방향
2. 11	재경부장관 (진원철)	금리문제는 떨어뜨리거나 올렸을 때 모두 양면성이 있으므로 올해 우리 경제가 5%대 성장이 되도록 거시경제정책 운용을 탄력적으로 하겠음	유지 ¹
2. 27	재경부장관	경기부양을 위해 인위적으로 금리와 세계개편을 하지 않음	유지 ¹
3. 4	재경부	정부는 1.4분기 경기지표를 종합분석하고 미·이라크전쟁 동향 등을 종합적으로 검증한 뒤 성장률 전망치 조정에 나설 수도 있음	인하 ¹
3. 13	재경부	자금유동성 확보, 금리를 안정시키는 데 주력	인하 ¹
4. 8	재경부장관	물가만을 고려해 금리를 조정하지는 않을 것임	유지 ¹
4. 13	재경부	금리인하는 기업들의 투자활성화에 도움을 주지 못할뿐더러 물가불안과 과잉유동성으로 인한 투기자금화 가능성 등 효과가 불확실해 재정정책 이후의 차선택으로 검토 중	유지 ¹
4. 16	재경부장관	유가 안정세가 이어질 경우 통화정책의 여력이 커질 것임	인하 ²
4. 18	재경부장관	한국은행이 올해 4%대 경제성장이 가능하다고 했지만 정부로서는 낙관만 할 수 없는 상황임	인하 ¹
4. 30	재경부장관	올해 물가상승률이 3%대 수준으로 예상되는 데 비해 현재 콜금리는 4.25%로 상대적으로 높아 탄력적으로 운용할 수 있는 여지가 있음	인하 ³
5. 1	청와대 이정우 정책실장	추경예산은 국회동의가 필요해 시간이 걸리지만 금리인하는 금융통화위원회에서 결정하면 바로 될 수 있음	인하 ¹
5. 2	재경부	지난해 부동산 가격이 상당수준 상승했기 때문에 금리가 낮아진다고 해도 부동산값이 또다시 오를 가능성은 그리 높지 않음	인하 ¹
5. 9	한나라당 입태회	금리인하는 부작용이 더 큼	유지 ³
5. 9	민주당 정세균	부동산 투자 대책이 전제되지 않은 금리인하는 위험하다	유지 ¹
5. 9	민주당 정세균	경기를 진작시키기 위한 금리인하 정책은 부동산 투기를 불러올 수 있기 때문에 신중해야 함	유지 ³
5. 9	한나라당 이상배	금리인하가 경기를 활성화하는 데에 조금이나마 도움이 된다고 판단되면 금리를 낮춰야 함	인하 ³
5. 9	민주당 강봉균	금리인하는 기업의 금융비용을 낮추는 효과뿐 아니라 중앙은행이 경기부양에 적극 대응하고 있다는 신호를 보내 투자의욕을 높이는 계기가 됨	인하 ³
5. 9	민주당 박병윤	금리를 낮춰 기업의 자금조달에 숨통을 터 줘야 하며 금리인하는 추가 상승에도 도움이 될 것	인하 ³
5. 22	재경부	전임 부총리와 한은 총재의 최대 실수는 바로 금리를 적절히 수준으로 올리지 않은 것임	인상 ¹
5. 23	재경부장관	금리의 경우 세계화된 경제 속에서 낮아질 수밖에 없다. 우리나라는 선진국들과 비교할 때 아직도 높은 수준	인하 ¹
5. 28	재경부장관	금리 추가인하, 추경예산편성 등 적극적 재정금융정책을 통해 충분히 극복	인하 ¹

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제, □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스매일경제 동시 보도,
□¹³ 연합뉴스/한국경제 동시 보도 □¹²³ 연합뉴스/매일경제/한국경제 동시 보도

<부표 23> 정부의 주요 정책신호 일지(2003년 6~9월)

일자	신호자	신호내용	신호방향
6. 1	재경부 장관	세계 10-15위권 경제규모를 감안하면 우리나라 금리가 가장 높은 편임	인하 ¹
6. 17	한나라당 김동욱	콜금리 인하에도 불구하고 시중자금이 생산적 부문으로 흘러가지 않고 부동산 투기심리만 높이는 등 경제의 부작용만 심화시켰음	인상 ¹
6. 17	민주당 강봉균	콜금리를 낮춘 이후 은행예금은 늘지만 가계대출이나 중소기업 자금난은 점점 심각해지고 있음	유지 ¹
6. 17	민주당 김효석	중앙은행은 일단 금리를 추가로 소폭 인하한 뒤 하반기 경기가 회복되면 다시 인상할 수 있도록 선제적 정책을 펴 주기 바람	인하 ¹
7. 3	민주당 김효석	어려운 경제상황을 타개하기 위해서는 정부가 재정정책을 탄력적으로 운용해야 하며, 금리도 신속히 조정해 나가야 함	인하 ¹
9. 23	재경부 장관	정부는 위축된 내수를 보완하고 투자활성화를 위해 금리인하, 추경편성, 세율 인하 등 확장적인 거시정책을 추진 중임	인하 ¹
9. 29	청와대 보좌관 조운제	급격한 원화절상이 진행되면 팽창적인 재정-통화정책으로 대응하겠음	인하 ²
9. 29	민주당 김효석	투자 및 경기침체가 심각한데도 정부가 재정지출 확대나 금리인하에는 너무 인색함	인하 ¹
9. 30	민주당 박병운	현은은 경기가 침체에 접어든 작년 강력한 통화완수정책과 금리인상 정책을 펼쳤으며 올해에는 금리를 인하했지만 통화팽창이 일어나지 않았음	유지 ¹
9. 30	통합신당 강봉균	콜금리 인하의 필요성이 있었음에도 불구하고 물가불안 때문에 금리인하 시기를 놓쳤음	인하 ¹
9. 30	민주당 김효석	상승시 금리를 인하하고 경기침체시 오히려 금리를 인상해 시기를 놓친 경우가 많았음	유지 ¹
9. 30	민주당 강운태	99년 이후 10차례 콜금리를 조정했는데 인상 인하조치가 적정하지 않았음	유지 ¹

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제, □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스매일경제 동시 보도,
□¹³ 연합뉴스/한국경제 동시 보도 □¹²³ 연합뉴스/매일경제/한국경제 동시 보도

<부표 24> 정부의 주요 정책신포 일지(2003년 10~12월)

일자	신포자	신포내용	신포방향
10. 7	건설 교통부	부동산 가격 상승은 저금리로 인한 부동산자금의 유입에 따른 것임	인상 ²
10. 8	재경부 장관	저금리정책이 부동산 가격 급등의 원인 중 하나라는 점은 인정하지만 부동산 투기를 막기 위해 금리를 올리는 것은 적절치 않음	유지 ¹
10. 8	재경부	부동산만 보면 금리를 올리는 것이 맞지만 현 상황은 그럴 때가 아님	유지 ¹
10. 9	재경부 장관	부동산을 잡으려면 금리를 획기적으로 올려야 하는데 그럴 경우 수출 경쟁력에 타격이 오고 대출이자가 늘어나 경제가 위축될 우려가 있으므로 금리인상에 반대함	유지 ¹
10. 21	한나라당 안경률	일관성 없는 부동산정책의 남발이 오히려 집값 상승을 부추겼고 부동산자금 흡수를 위한 금리인상과 아파트 분양원가를 공개해야 함	인상 ¹
10. 21	한나라당 김동욱	정부정책 혼선을 지적하며 강남 재건축 억제, 분양가 규제, 금리인상, 교육제도 개혁을 주장	인상 ¹
10. 22	민주당 박병윤	부동산 투기를 잡기 위해 종합재산세를 도입하고 증시활성화를 위해 금리인하와 투명성 유지를 위한 시책이 뒤따라야함	인하 ¹
10. 22	민주당 박상희	금리를 인상할 경우 중소기업들의 부담이 크기 때문에 금리인상은 바람직하지 않음	유지 ¹
10. 30	재경부 장관	부동산 가격 상승을 막기 위한 금리인상은 바람직하지 않음	유지 ²
11. 20	재경부 장관	경기부양책의 효과가 소비와 투자 회복, 수출의 지속적인 증가와 맞물리면 내년에는 잠재성장률인 5%선을 회복할 수 있을 것임	유지 ¹

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제, □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스매일경제 동시 보도,
□¹³ 연합뉴스/한국경제 동시 보도 □¹²³ 연합뉴스/매일경제/한국경제 동시 보도

<부표 25> 정부의 주요 정책신호 일지(2004년 1~6월)

일 자	신호자	신 호 내 용	신호방향
1. 2	재경부장관	정부는 경제가 6% 이상 고성장을 할 수 있도록 정책	유지 ²
1. 6	재경부장관	저금리 기조를 유지	유지 ¹
1. 9	재경부장관	저금리 기조를 유지, 경기 부양적 거시경제정책 지속	유지 ¹
1. 13	재경부장관	확장적 재정정책과 저금리 유지	유지 ¹
1. 15	재경부장관	금리는 현 수준에서 유지되어야 함	유지 ¹
1. 28	재경부장관	현재로는 금리를 올리지 않는 것이 사회적 공감대	유지 ¹
1. 30	재경부장관	금리는 적어도 현 수준에서 유지되어야 한다	유지 ¹
2. 6	재경부장관	금리는 낮추며 재정지출을 확대하는 확장형 정책을 추진하고 각종 일자리 창출 관련 사업도 앞당겨 시행	인하 ¹
2. 13	재경부 관계자	정책금리 변화를 고려해야 할 시점이 아니다	유지 ¹
2. 21	재경부장관	현재의 저금리 기조를 유지한다	유지 ¹
3. 4	재경부장관	저금리 기조를 유지	유지 ¹
4. 19	재경부 관계자	현재의 저금리 기조를 당분간 유지하는 거시정책에 대해 열린 우리당과 의견을 함께 했다	유지 ¹
4. 23	재경부장관	초과수요 등으로 인플레이션 압력이 발생하지 않는 한 금리인상 가능성은 크지 않다	유지 ¹
4. 27	재경부장관	향후 2~3년 동안은 물가상승에 따른 금리상승이 크지 않다	유지 ¹
5. 16	재경부장관	유가 등 비용 상승에 따른 물가상승 압력이 강화되고 있지만 금리정책을 통한 물가 조절은 바람직하지 않다	유지 ¹

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제, □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스매일경제 동시 보도,
□¹³ 연합뉴스한국경제 동시 보도 □¹²³ 연합뉴스매일경제/한국경제 동시 보도

<부표 26> 정부의 주요 정책신호 일지(2004년 7~12월)

일 자	신호자	신 호 내 용	신호방향
7. 27	재경부 차관 박병원	현 경기 상황을 고려할 때 정부는 금리를 올리겠다는 생각이 전혀 없다	유지 ¹
8. 12	재경부장관	금리인하는 내수 부양에 도움이 될 것	인하 ¹
8. 12	기획예산처 장관 김병일	금리인하는 내년에도 5% 내외의 성장률을 유지하기 위한 선제적인 조치	인하 ¹
8. 16	재경부장관	금리인하는 고유가 등을 고려해도 물가 관리가 가능하다는 전제하에 내리진 결정	인하 ¹
8. 20	재경부장관	통화정책이 경기 활성화에 중점을 두더라도 물가관리가 가능하다는 자신감의 표현	인하 ¹
8. 24	재경부 고위관계자	한국은행이 콜금리를 0.25% 포인트 내렸지만 0.5% 포인트로 대폭 인하했어야 했다	인하 ²
8. 27	재경부장관	경기부양을 위한 추가적인 재정 및 통화정책의 동원은 조심스런 부분이 있다	유지 ¹
8. 27	재경부 차관보 박병원	추가 재정 및 통화정책을 검토할 단계가 아니다	유지 ¹
8. 30	재경부장관	내년 5% 이상의 성장을 달성하기 위해선 재정, 환율, 통화정책 등 거시정책의 조합이 필요하다	인하 ¹
9. 10	재경부장관	"9월 물동결 아쉽다" 한은은 물가불안을 지적했지만, 근원인플레이션은 안정돼 있다	인하 ¹
10. 1	재경부 경제정책국장 이승우	내년 성장률 5%가 될 수 없는 상황이 감지된다면 정책조합을 통해 목표를 달성하도록 최대한 노력할 것. 금리정책도 정책 조합의 하나	인하 ²
10. 4	재경부장관	우리 경제가 아직 잠재성장률 아래에서 움직이고 있기 때문에 수요요인의 인플레이 압력은 없다고 보고 성장 쪽에 중점을 뒤야 한다	인하 ¹
10. 7	재경부	금통위의 콜금리 동결이 '납득하기 어려운 결정'	인하 ¹
10. 8	재경부장관	콜금리 동결한 것에 대해 아쉽다고 얘기할 수밖에 없다	인하 ¹
10. 12	재경부장관	금통위의 결정은 존중하지만 아쉽다	인하 ¹
11. 11	박병원 차관보	금통위가 콜금리를 인하한 데 대해 "이제 아쉬움은 없어졌다."	인하 ²
11. 12	재경부장관	콜금리 인하에 대해 "방향성은 맞다"	인하 ²
11. 18	재경부장관	금리인하 시그널 충분히 줬다	인하 ²
11. 26	경제보좌관 조운계	통화정책의 경우 최근의 금리인하와 같이 탄력적으로 운용이 이루어질 것으로 기대한다	인하 ²
12. 7	재경부장관	블룸버그와의 인터뷰에서 금리를 인하해야 한다	인하 ²

주 : □¹ 연합뉴스, □² 매일경제, □³ 한국경제, □¹² 연합뉴스매일경제 동시 보도,
□¹³ 연합뉴스한국경제 동시 보도 □¹²³ 연합뉴스/매일경제/한국경제 동시 보도

<부표 27> 정책신호발송에 따른 콜금리 변동폭

		절대값 평균(표준편차)			
		2일	3일	4일	5일
금통위	당일 포함	0.12(0.11)	0.16(0.15)	0.19(0.17)	0.21(0.17)
	당일 제외	0.09(0.09)	0.12(0.12)	0.14(0.12)	0.16(0.13)
한국은행	당일 포함	0.08(0.10)	0.11(0.12)	0.14(0.13)	0.17(0.15)
	당일 제외	0.07(0.08)	0.10(0.10)	0.13(0.12)	0.17(0.15)
정부	당일 포함	0.07(0.09)	0.11(0.13)	0.15(0.16)	0.19(0.20)
	당일 제외	0.08(0.09)	0.11(0.12)	0.15(0.17)	0.19(0.21)

주: 변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

<부표 28> 정책신호발송에 따른 CD수익률 변동폭

		절대값 평균(표준편차)			
		2일	3일	4일	5일
금통위	당일 포함	0.04(0.06)	0.05(0.07)	0.07(0.09)	0.08(0.10)
	당일 제외	0.03(0.03)	0.05(0.06)	0.06(0.07)	0.08(0.10)
한국은행	당일 포함	0.03(0.05)	0.04(0.07)	0.06(0.09)	0.07(0.10)
	당일 제외	0.02(0.05)	0.05(0.08)	0.06(0.09)	0.07(0.10)
정부	당일 포함	0.04(0.12)	0.06(0.13)	0.07(0.13)	0.08(0.14)
	당일 제외	0.03(0.08)	0.04(0.09)	0.06(0.10)	0.07(0.11)

주: 변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

<부표 29> 정책신호발송에 따른 CP수익률 변동폭

		절대값 평균(표준편차)			
		2일	3일	4일	5일
금통위	당일 포함	0.03(0.05)	0.04(0.06)	0.06(0.09)	0.08(0.10)
	당일 제외	0.02(0.03)	0.04(0.07)	0.06(0.09)	0.08(0.12)
한국은행	당일 포함	0.03(0.06)	0.04(0.07)	0.05(0.08)	0.07(0.09)
	당일 제외	0.02(0.03)	0.04(0.05)	0.05(0.07)	0.07(0.10)
정부	당일 포함	0.05(0.21)	0.06(0.22)	0.08(0.22)	0.10(0.24)
	당일 제외	0.04(0.11)	0.05(0.12)	0.07(0.15)	0.08(0.16)

주: 변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

<부표 30> 정책신호발송에 따른 회사채수익률 변동폭

		절대값 평균(표준편차)			
		2일	3일	4일	5일
금통위	당일 포함	0.11(0.09)	0.14(0.13)	0.18(0.15)	0.23(0.18)
	당일 제외	0.08(0.11)	0.12(0.13)	0.17(0.17)	0.21(0.18)
한국은행	당일 포함	0.10(0.11)	0.14(0.13)	0.19(0.16)	0.24(0.18)
	당일 제외	0.09(0.09)	0.14(0.13)	0.19(0.16)	0.23(0.18)
정부	당일 포함	0.11(0.17)	0.15(0.18)	0.20(0.20)	0.25(0.23)
	당일 제외	0.10(0.10)	0.15(0.13)	0.19(0.17)	0.23(0.19)

주: 변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

<부표 31> 정책신호발송에 따른 국고채수익률 변동폭

		절대값 평균(표준편차)			
		2일	3일	4일	5일
금통위	당일 포함	0.14(0.12)	0.17(0.13)	0.22(0.17)	0.27(0.19)
	당일 제외	0.09(0.09)	0.14(0.13)	0.20(0.15)	0.25(0.18)
한국은행	당일 포함	0.12(0.12)	0.17(0.16)	0.22(0.20)	0.28(0.22)
	당일 제외	0.11(0.12)	0.16(0.16)	0.22(0.18)	0.27(0.21)
정부	당일 포함	0.13(0.18)	0.17(0.20)	0.22(0.22)	0.28(0.26)
	당일 제외	0.11(0.10)	0.16(0.13)	0.21(0.17)	0.26(0.21)

주: 변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

<부표 32> 정책신호발송에 따른 KOSPI 변동폭

		절대값 평균(표준편차)			
		2일	3일	4일	5일
금통위	당일 포함	22.52(12.94)	35.29(18.66)	45.69(24.34)	56.85(30.23)
	당일 제외	25.87(15.64)	36.28(21.09)	47.43(26.89)	57.89(32.73)
한국은행	당일 포함	19.42(12.12)	30.51(15.24)	40.82(19.48)	50.86(23.24)
	당일 제외	21.27(11.48)	31.58(16.09)	41.61(19.33)	51.24(23.57)
정부	당일 포함	23.72(15.83)	36.69(18.91)	45.09(23.59)	58.67(29.08)
	당일 제외	23.99(14.56)	35.36(19.22)	46.98(24.75)	57.70(29.73)

주: 변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

<부표 33> 정책신호발송에 따른 KOSPI200 변동폭

		절대값 평균(표준편차)			
		2일	3일	4일	5일
금통위	당일 포함	3.07(1.76)	4.87(2.46)	6.27(3.12)	7.74(3.81)
	당일 제외	3.53(2.03)	4.94(2.67)	6.40(3.36)	7.78(4.09)
한국은행	당일 포함	2.56(1.60)	4.03(1.99)	5.38(2.52)	6.69(2.99)
	당일 제외	2.82(1.51)	4.17(2.08)	5.48(2.49)	6.74(3.01)
정부	당일 포함	3.10(1.97)	4.67(2.40)	6.18(2.96)	7.70(3.67)
	당일 제외	3.14(1.90)	4.64(2.46)	6.17(3.19)	7.61(3.87)

주: 변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

<부표 34> 정책신호발송에 따른 KOSDAQ 변동폭

		절대값 평균(표준편차)			
		2일	3일	4일	5일
금통위	당일 포함	50.92(54.54)	77.97(90.84)	103.82(119.92)	131.31(148.08)
	당일 제외	54.67(68.32)	80.52(98.65)	108.00(124.26)	129.75(146.65)
한국은행	당일 포함	28.90(35.81)	44.54(50.90)	58.93(66.86)	72.95(83.53)
	당일 제외	27.53(29.48)	36.32(50.56)	46.79(59.19)	59.77(80.84)
정부	당일 포함	55.46(66.25)	8.27(90.48)	106.21(119.81)	163.12(370.79)
	당일 제외	50.87(60.87)	76.82(89.21)	133.73(360.25)	156.97(369.48)

주: 변동폭의 산출 방법은 p.74를 참조할 것.

Abstract

Policy Signal Effects in Korea

Sang-Kun Bae

The objective in this paper is to investigate effects of policy signals by central bank, monetary policy committee, and government, respectively, on financial variables in Korea. It is found that policy signals by government officials have relatively stronger effects on variabilities of financial variables than those by central banker. Also, it is shown that monetary policy signals by central banker or government officials may be focused on business cycle rather than inflation although the only objective of monetary policy in Korea is to stabilize inflation. Moreover, monetary policy committee frequently follows policy recommendation suggested by government officials. Thus, it is necessary to consider the change of the current Korean monetary policy framework(inflation targeting system).