Lead Article

# 한국은행 총재의 통화정책 커뮤니케이션이 금융시장에 미치는 영향 분석: 감성 분석을 중심으로

유각준* · 조두연**

2008년 글로벌 금융위기 이후 중앙은행들은 기준금리 조정 등 전통적인 통화정책 수단뿐 아니라 선제적 지침(Forward guidance)과 같은 비전통적인 통화정책 수단도 적극 활용하고 있다. 이에 따라 중앙은행의 언어적 소통(Verbal communication)이 실물경제 및 금융시장에 미치는 영향에 대한 연구가 활발하게 진행되고 있다. 본 연구는 한국은행 금융통화위원회의 통화정책방향 결정 회의 후 진행되는 총재의 기자간담회에서 추출한 통화정책 기조가 우리나라 금융시장에 미치는 영향을 고빈도 금융시장 데이터와 텍스트 감성분석을 통해 분석하였다. 기자간담회 전문을 감성분석하여 통화정책 기조를 지수화한 뒤 분석한 결과, 그 기조가 매파적일수록 채권금리가 상승하였음을 보였다. 또한, 채권시장에서는 기자간담회 동안 변동성이 평상시에 비해 크게 확대되었지만, 주식시장과 외환시장에서는 그 차이가 미미한 것으로 나타났다. 본 연구는 한국은행의 통화정책이 전통적인 통화정책인 기준금리 조정뿐 아니라 기자간담회 같은 시장 참여자와의 소통을 통해서도 금융시장에 영향을 미칠 수 있음을 보여주며, 통화정책에 대한 불확실성을 줄여주는 중요한 역할을 할 수도 있다는 점을 보여준다. 또한, 본 연구는 한국은행의 커뮤니케이션이 통화정책의 유효한 수단으로도 활용될 수 있다는 시사점을 제시한다.

JEL Classification: C22, E31, E52, E58
핵심 주제어: 중앙은행, 통화정책, 기자간담회, 커뮤니케이션, 금융시장
DOI: 10.23299/bokeri.2025.31.3.001

* 서울대학교 법학전문대학원 (E-mail: sucka911@snu.ac.kr)
** 교신저자. 성균관대학교 경제학과 (E-mail: dooyeoncho@g.skku.edu, Tel: 02-760-0148)

본 논문의 심사과정에서 논문을 개선하는데 많은 도움이 되는 다양한 의견과 제안을 주신 주편집위원 및 편집위원회 위원들과 두 분의 익명의 심사자에게 감사드린다. 본 논문에 혹시 남아 있을 수 있는 오류는 저자들의 책임임을 밝힌다.

논문 투고일: 2024.7.9, 논문 수정일: 2025.7.8, 게재 확정일: 2025.9.30.

# Ⅰ. 서론

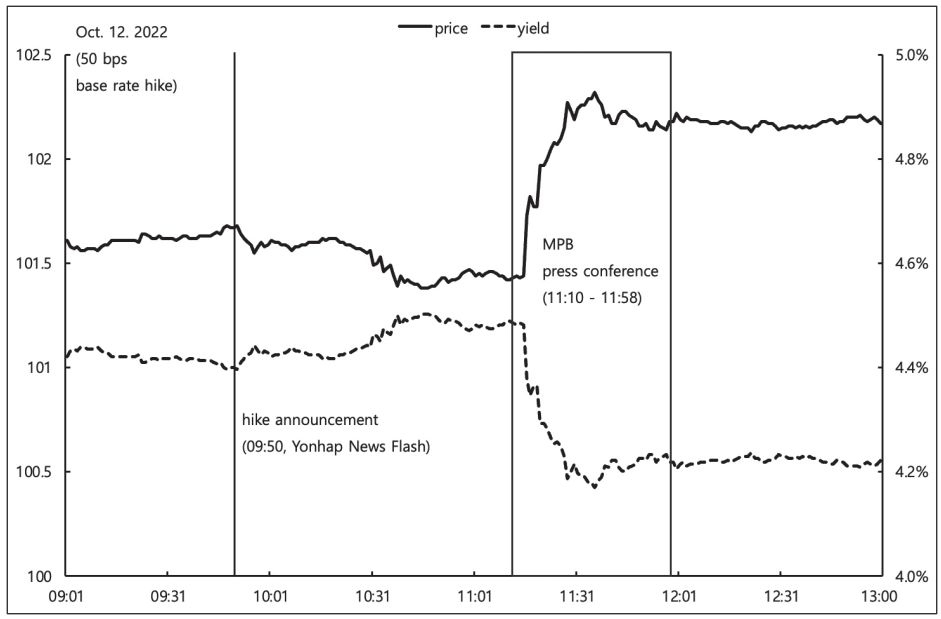
기준금리는 여러 경로를 통해 금융시장과 실물경제에 영향을 미치므로, 한국은행 금융통화위원회의 통화정책 방향 결정은 다양한 경제 주체들, 특히 금융시장 참가자들의 의사결정에 중요한 영향을 준다. 시장 참가자들은 기준금리 결정과 함께 발표되는 통화정책결정문을 바탕으로 투자 포지션을 조정하고, 향후 경제 상황에 대한 기대를 형성한다. 이로 인해 기준금리 발표 직후 금융시장의 변동성이 일시적으로 크게 증가하는 경향이 있다 (Kuttner, 2001; Bernanke and Kuttner, 2005). 한국은행은 기준금리 발표 직후 총재 주재 기자간담회를 통해 통화정책 결정의 배경을 설명하고, 질의응답을 통해 추가적인 정보를 제공한다. 경제 주체들은 이 과정을 통해 한국은행의 경기 인식, 경제 전망, 그리고 향후 통화정책 방향에 대한 이해를 높일 수 있다. 특히 글로벌 금융위기 이후 비전통적 통화정책 수단의 중요성이 부각되면서, 중앙은행의 커뮤니케이션은 더욱 주목받고 있다. 이는 중앙은행의 발언과 설명이 사전적 정책 방향 제시(Forward guidance)와 같은 비전통적 정책 수단으로 기능하기 때문이다.

금융시장 참가자들이 통화정책 발표보다 이후 진행되는 기자간담회의 내용에 더 크게 반응하는 경우도 종종 있다. 대표적인 사례로 2022년 10월 12일에 있었던 통화정책방향 결정회의를 들 수 있다. 한국은행은 물가상승률이 목표 범위를 크게 초과하고 외환시장에서 환율 상승 압력이 있는 상황에서 기준금리를 한 번에 50bp(0.5%p) 인상하였다. 그러나 〈Figure 1〉에서 보듯, 기준금리 발표 직후 국고채(3년) 선물 가격 및 금리는 비교적 안정적이었는데, 이는 채권시장이 이미 기준금리 변화의 방향과 폭을 정확히 예상하고 있었기 때문이라고 볼 수 있다.[1] 하지만 기자간담회가 시작된 후, 총재의 모두 발언에서 기준금리를 25bp(0.25%p) 인상하는 긴축강도가 상대적으로 낮은 정책을 지지한 소수 의견이 두 명의 금융통화위원으로부터 나왔다는 사실이 언급되자, 국고채 선물 가격은 20bp 이상 큰 폭으로 상승하였다(즉, 국고채 선물 금리는 큰 폭으로 하락). 이러한 사례는 금융시장 참가자들이 통화정책 결정 자체보다도 그 이후의 커뮤니케이션 내용에 얼마나 크게 반응하는지를 보여주는 것이라고 할 수 있다.

1) 미 연준은 1980년대 이후 연방기금금리를 0.25%p 단위로 조정하는 베이비스텝(baby-step) 방식을 주로 사용해왔으며, 한국은행도 이와 유사하게 기준금리를 조정해왔다. 다만, 글로벌 금융위기와 코로나19 팬데믹, 그리고 2022년 6월과 10월에는 예외적으로 50bp 이상의 큰 폭으로 기준금리를 인상한 바 있다.

통화정책방향 결정회의 기자간담회는 금융시장에 상당한 영향을 미치지만, 국내에서는 아직 기자간담회에서 총재의 발언이 금융시장에 미치는 영향을 체계적으로 분석한 연구가 드물다. 이는 통화정책의 방향성과 강도가 수치로 명확하게 드러나는 기준금리와 달리, 기자간담회의 발언 내용은 비정형 데이터로 그 충격을 계량화하기 상대적으로 수월하지 않기 때문으로 보인다. 최근 기계학습(Machine learning) 알고리즘을 통한 데이터 분석이 사회과학 분야에서 많이 활용되면서, 자연어처리(Natural language processing; NLP) 기술을 이용해 텍스트 데이터를 계량화하여 실증 분석에 적용하는 사례가 증가하고 있다. 기자간담회를 직접 대상으로 한 연구는 드물지만, 금융통화위원회 의사록과 관련된 실증 분석은 일부 존재한다. 예를 들어, 국내에서도 Lee et al. (2019a)은 금융통화위원회 의사록을 통해 통화정책 기조를 지수화하여 기준금리와 상관관계가 있음을 보였으며, 김예빈·조두연(2023)은 금융통화위원회 의사록에서 추출한 긴축적 통화정책 기조가 한국의 주식시장과 부동산시장에 부정적인 영향을 미친다는 결과를 보였다. 그러나 한

〈Figure 1〉 Trends in 3-year Government Bond Futures Prices and Yields Immediately after the Monetary Policy Meeting Press Conference on October 2022




Note: The left y-axis represents the 3-year government bond futures price, while the right y-axis represents the 3-year government bond futures yield.

국은행 총재 기자간담회에 관한 연구는 아직 부족한 실정이다. 1999년부터 모든 통화정책방향 결정회의의 의사록은 한국은행 홈페이지를 통하여 제공되고 있지만, 2016년 12월 이전의 기자간담회는 한국은행 홈페이지에 전문이 게시되지 않아, 한국은행 총재 기자간담회 영상(VOD)을 다운로드하여 AI 음성인식 프로그램을 이용하여 텍스트로 변환한 뒤 분석에 활용하였다. 이와 관련하여 자세한 내용은 아래 IV장 2절에서 설명하였다.

이렇게 기자간담회 내용 분석이 어려움에도 불구하고 중앙은행의 커뮤니케이션에 대한 관심과 그 영향이 증대되고 있다. 특히, 통화정책방향 결정회의 기자간담회는 많은 금융시장 참가자들에게 하나의 통화정책 수단으로 인식되고 있다. 본 연구는 한국은행 총재 기자간담회에서 통화정책의 어조를 추출하고, 그 어조가 금융시장에 미치는 영향을 분석한다. 먼저, 주식, 채권 및 외환시장 선물 데이터를 이용해 기자간담회 중 시장 변동성을 측정하고, 이를 통화정책 시행이 없는 평상시와 비교하여 금융시장이 기자간담회에 얼마나 크게 반응하는지 평가한다. 또한, 텍스트 마이닝 기법을 사용해 기자간담회 전문을 분석하여 통화정책 기조를 추출하고, 그 기조의 긴축적 혹은 완화적 정도에 따라 금융시장 가격지표가 어떻게 반응하는지를 분석하고, 이를 통해 정책적 시사점을 제시한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 먼저 2장에서는 관련 주제에 대한 국내외 선행연구를 소개하고, 3장에서는 평상시에 비해 기자간담회 중 시장 변동성이 유의미하게 확대되는지 살펴본다. 변동성 확대가 채권시장에서만 나타나는 것으로 확인됨에 따라 4장에서는 통화정책 기조가 채권시장에 미치는 영향을 분석하며, 마지막으로 5장에서는 연구의 결론을 도출하고 정책적 시사점을 제시한다.

## Ⅱ. 선행연구

금융 및 경제 분야에서는 자연어처리 기술을 통해 다양한 텍스트 데이터와 감성분석을 활용한 연구들이 활발하게 진행되고 있다. Barbaglia et al. (2023)은 주요 일간지의 뉴스 기사를 통해 거시경제 관련 주요 센티먼트를 지수화하여 GDP, 인플레이션 등 주요 거시변수의 예측에 활용할 경우 전통적인 거시변수만을 이용한 모형에 비해 예측력에 유의미한 제고가 있음을 보였다. Adams et al. (2023)은 금융 관련 텍스트 처리에 특화된 언어 모델인 FinBERT를 이용하여 Twitter에 게시되는 게시물들의 금융 여건 관련 센티먼트를 지수화한 뒤 동 지수가 채권 프리미엄 등

기존의 금융 여건 관련 지표와 동조화되는 양상을 보일 뿐만 아니라 주가 수익률이나 통화정책 서프라이즈(surprise)를 예측할 수 있음을 보여주었다.

해외에서는 중앙은행의 통화정책 결정 후 진행되는 기자회견에 대한 연구가 활발히 이루어지고 있다. Gomez-Cram과 Grotteria (2022)는 연방공개시장위원회(FOMC) 회의 후 진행되는 기자회견(Press conference)의 내용을 추출하고 고빈도 데이터를 활용하여 금융시장 가격 지표의 일중 추이를 문장별로 매칭하였다. 이 연구는 미 연준 의장이 통화정책 스탠스의 변화를 언급할 때 금융시장의 변동성과 거래량이 급증한다는 것을 보였다. 또한 Parle (2022)는 유럽중앙은행(ECB) 통화정책 결정 후 진행되는 기자회견 스크립트를 자연어처리 기술로 분석하여, 통화정책결정문에 포함되지 않은 추가 정보가 기자회견에서 제공될 때 시장이 반응한다는 사실을 밝혀내었다. Narain와 Sangani (2025)는 고빈도 데이터를 이용해 FOMC 기자회견 중 금융시장 가격 지표의 변동성을 분석한 결과, 코로나19 팬데믹 기간 동안 기자회견이 금융시장에 미치는 영향이 더욱 커졌음을 확인하였다. Gorodnichenko et al. (2023)은 딥러닝(Deep learning)을 이용해 학습한 모델을 통해 FOMC 직후 진행되는 미 연준 의장의 기자회견에서 목소리 톤을 지수화하고, 그 지수가 금융시장에 미치는 영향을 분석하였다.

국내에서도 통화정책방향 결정회의에서 기준금리 변화 외에 의사록 등 비정형 데이터를 분석하여 유의미한 시사점을 도출하고자 하는 노력이 있었다. Lee et al. (2019a)은 2005년부터 2017년까지 약 23만 건의 자료(신문 기사, 채권 분석 보고서, 금융통화위원회 의사록 등)에서 추출한 형태소 조합(n-gram)을 분석하여 문장 및 문서 단위로 통화정책 어조를 분류할 수 있는 감성사전을 구축했다.[2] 이러한 방법을 이용하여 금융통화위원회 의사록의 통화정책 기조를 지수화함으로써 그 지수가 기준금리에 대해 높은 설명력을 가진다는 것을 보였다. Lee et al. (2019b)은 구축한 감성사전을 활용하여 금융통화위원회 회의 전후 1일 신문기사에서 내재된 통화정책 기조의 차이를 통화정책 서프라이즈로 정의하고, 이 서프라이즈가 금리, 환율 및 주가 등 금융자산 가격 변수에 미치는 영향을 측정하였다.

위에서 언급한 바와 같이, 김예빈·조두연(2023)은 금융통화위원회 의사록에서 추출한 통화정책 기조가 주식시장과 부동산시장에 미치는 영향을 분석하여, 긴축

2) 특정 형태소 조합이 가지는 통화정책 어조의 극성을 매파적 혹은 비둘기파적으로 사전에 정의하고, 이러한 조합의 등장 여부나 횟수에 따라 문장의 극성을 매파적 혹은 비둘기파적으로 분류했다. 또한 매파적(비둘기파적) 문장의 등장 횟수에 따라 해당 문서의 전체 어조를 지수화하였다. 또한, 본 연구에서 이용한 Lee et al. (2019a)의 감성사전은 1개(unigram)에서 최대 5개의 단어(5-gram)로 이루어진 단어열을 활용하였다.

적 통화정책 기조가 주식시장 및 부동산시장의 가격지표에 하락 충격을 일으키며 이러한 충격이 일정 기간 동안 지속됨을 보였다. 안중섭·김주완·이병호(2021)는 통화정책 서프라이즈가 거시 경제 및 금융 변수에 미치는 영향을 분석하였으며, 이를 위해 고빈도 데이터를 활용하였다. 기준금리 공표 전후 및 기자회견 중 국고채 선물 금리 및 주가선물의 변동치를 통화정책 서프라이즈로 정의하고, 이를 부호제약 베이지안 VAR 모형을 통해 통화정책 충격과 중앙은행 정보효과로 구분하였으며, 이렇게 구분된 충격과 정보효과가 GDP, 실업률 등 거시 변수 및 KOSPI 등 금융시장 변수에 미치는 영향을 분석하였다.[3)]

본 연구는 한국은행 총재의 통화정책 관련 기자간담회 발언 내용을 정량적으로 분석하고, 그 시장 파급효과를 실증적으로 평가하였다는 점에서 의의를 가진다. 특히, 기자간담회 텍스트를 기반으로 한 어조(sentiment) 분석을 통해 채권시장 등 금융시장과의 연계성을 검토한 시도는 국내 연구로서는 최초로 파악된다. 현재까지의 문헌 조사 결과, 한국은행 총재의 기자간담회 발언을 중심으로 한 통화정책 커뮤니케이션 효과 분석은 국내에서 선행 연구가 없는 것으로 판단되며, 이 점에서 본 연구는 실증적으로 기여를 한다고 할 수 있다.

# Ⅲ. 기초분석 - 기자간담회 중 금융시장 가격 변동성 변화

## 1. 연구방법

이 장에서는 기자간담회 텍스트에 대한 어조 분석을 포함하지 않으며, 주로 기준금리 발표 직후 및 기자간담회 중의 시장 변동성을 비교·분석하는 데 초점을 둔다. 어조 분석은 다음 장(IV장)에서 별도로 다룬다. 이 장에서는 통화정책방향 기자간담회 동안 금융시장 가격 변수의 움직임을 포착하기 위해 고빈도 데이터를 활용하였다. 주식, 채권, 외환 시장의 1분 단위 선물 데이터(Futures data)를 사용하여 기자간담회 동안의 가격 변동성을 측정하였으며, 이 과정에서 안중섭·김주완·이병호(2021)의 방법론을 참고하였다. 기자간담회가 실제로 진행된 정확한 시점을 파악하기 위해, 한국은행이 매주 금요일에 게시하는 '주간보도계획' 자료를 활용하

3) Romer and Romer (2000)은 중앙은행이 민간보다 더 많은 정보를 보유하고 있으며, 금리 결정이 이러한 정보를 시장에 전달하는 수단이 될 수 있음을 보여주었다. 이에 따라 시장은 금리 변동 자체보다도 그 배경에 있는 중앙은행의 경제 인식에 반응할 수 있으며, 본 연구에서 정책 충격과 정보효과를 구분하는 것은 이러한 정보 전달 메커니즘을 반영한 것이다.

였다. 이 자료는 차주의 보도자료 배포 일정과 함께 통화정책방향 회의 직후에 예정된 기자설명회 개최 시간 등을 포함하고 있어, 분석 대상 시점 및 시간을 정밀하게 설정하는 데 유용하다. 또한, 한국은행 홈페이지에는 2008년 4월부터 통화정책방향 기자간담회 VOD가 게시되어 있어 기자간담회 진행 시간과 종료 시점을 파악할 수 있다. 기자간담회에 따른 시장 반응을 보다 명확히 파악하기 위해, 기준금리 발표 직후의 가격 변동성도 분석하였다. 기준금리 발표 시점을 특정하기 위해 역시 안중섭·김주완·이병호(2021)가 활용한 방법인 연합뉴스의 기준금리 결정 관련 속보(1보) 발간 시점을 기준으로 하였다. 분석 기간 중 기자간담회의 평균 진행 시간이 약 40분으로 나타남에 따라, 기준금리 발표 직후의 변동성을 계산할 때는 발표 이후 40분간을 기준으로 하였다.

변동성은 주식시장, 채권시장, 외환시장의 1분 단위 데이터를 기반으로 매분의 차이를 제곱한 뒤, 이를 평균하여 산출하였다. 금융시장 가격 변수에 영향을 미치는 요소는 통화정책뿐만 아니라 미국 등 주요국의 금융시장 움직임, 주요 경제지표 발표 등 다양한 요인들이 있다. 이러한 요소들을 고려하지 않고 월별 혹은 분기별 데이터를 이용해 통화정책의 영향을 분석하면 내생성 및 변수 생략에 따른 편향(omitted-variable bias) 등이 발생할 수 있다(Kuttner, 2001; Gürkaynak et al., 2005a 등). 본 연구에서는 기자간담회 동안 약 40분간의 짧은 시간 동안의 가격 변동성만을 분석함으로써 통화정책 외의 다른 요인들을 통제하고자 하였다.[4] 기자간담회와 기준금리 발표 직후의 변동성을 수식으로 나타내면 다음과 같다.

$$V_t = \frac{1}{\upsilon - \tau} \sum_{m=\tau}^{\upsilon} \left(p_m - p_{m-1}\right)^2 \tag{1}$$

위 식 (1)에서 $V_t$는 $t$기 통화정책방향 결정회의 직후 금융시장 변동성을 나타내며, $p_m$은 1분 간격으로 수집된 $m$분 시점의 가격을 의미한다. $\tau$는 기자간담회 시작 시점(기준금리 발표 시점)을 나타내며, $\upsilon$은 기자간담회 종료 시점(기준금리 발표 40분 후)을 의미한다. 구체적으로, 본 연구에서는 기자간담회 또는 기준금리 발표 직후 시장의 가격 변동성을 포착하기 위해 식 (1)에 제시된 바와 같이, 고빈도(1분 단위) 가격 데이터를 활용하여 실현변동성(realized volatility)을 계산하였다.

4) 실제로 한국은행에서 발표하는 GDP, 통계청에서 발표하는 실업률 및 소비자물가지수 등의 주요 거시통계는 기준금리가 발표되기 이전인 오전 8시경에 발표되며, 우리나라 금융시장에 영향을 미치는 미국과 유럽의 주요 거시지표는 오후에 발표되거나 금융시장이 활성화된다. 이는 한국은행의 기준금리 발표와 기자간담회가 진행되는 늦은 오전 시간대(오전 10시-오후 12시경)와는 차이가 있다.

이 수식은 자산 가격의 미세한 변화를 누적하여, 해당 기간 내 가격의 불안정성을 반영하는 것으로, 고빈도 금융 데이터 분석에서 널리 사용되는 non-parametric realized variance 추정 방식이다.

본 연구에서는 먼저 금융시장의 가격 변동성을 측정하여 기자간담회 중의 변동성과 기준금리 발표 직후의 변동성을 비교하였다. 또한, 통화정책 관련 이벤트가 없는 평상시의 변동성도 함께 비교하기 위해, Narain와 Sangani (2025)의 방법을 차용하여 통화정책방향 결정회의 일주일 전(Placebo)의 변동성을 계산하였다. 이 때 가격 변동성은 통화정책방향 결정회의가 열린 날 진행된 기자간담회의 시작 시각과 종료 시각 사이의 구간을 기준으로 측정하였다.[5] 이는 기자간담회에서 총재의 발언이 실시간으로 시장에 전달되면서 금융시장 가격에 영향을 미치는 구간이기 때문이다. 추가로, 한국은행 총재별로 커뮤니케이션 스타일과 이에 대한 금융시장의 반응이 다를 수 있음을 고려하여, 각 총재 재임 기간 동안의 금융시장 가격 변동성 차이를 분석하였다.

## 2. 데이터

〈Table 1〉에 제시된 바와 같이, 금융시장 고빈도 데이터는 연합 인포맥스에서 제공하는 1분 단위 최근 월물 선물 가격 데이터를 활용하였다.[6]

채권의 경우 국고채 3년물 선물가격을, 주식은 KOSPI 200 선물을, 외환시장의 움직임을 포착하기 위해서는 원달러 선물환율을 이용하였다. 연합 인포맥스에서 주식 및 채권 선물의 1분 단위 데이터를 2008년 8월부터 제공하기 때문에 가격 변동성 분석 대상 기간은 2008년 8월부터 2023년 7월까지로 설정하였다.[7]

국고채 선물의 경우 실제 거래는 100을 기준으로 하는 가격으로 이루어지지만, 일반적으로 채권은 금리를 기준으로 시세 및 변동성을 분석하기 때문에, 선물가격을 금리로 환산하여 변동성을 계산하였다.[8][9] 국고채 선물의 경우 선물가격과 금리

5) Placebo의 변동성 역시 해당 회차의 통화정책방향 기자간담회 일주일 전 동일한 시각에, 같은 시간(통상 약 30~40분) 동안 측정된 값이다. 예를 들어, 2020년 4월 9일 통화정책방향 기자간담회가 11시 20분부터 11시 56분까지 36분간 진행됐으므로, Placebo 역시 정확히 일주일 전인 2020년 4월 2일 11시 20분부터 11시 56분까지 36분 동안을 기준으로 삼았다.

6) 연합 인포맥스 단말기(Infomax)는 주요 파생상품의 근월물 가격을 시계열로 연결한 연결선물 데이터를 제공한다.

7) 원달러 선물의 경우 2008년 8월 이전의 데이터도 제공된다.

8) 국고채 3년물 선물금리는 선물가격을 이용하여 표면금리 5%(2010년 9월 이전 발행물은 8%), 6개월 단위 이자지급방식의 가상의 3년 만기 국고채의 금리를 역산하여 구할 수 있다. (“파생상품시장 업무규정[일부개정 2010.9.1. 규정 제636호]”, KRX 법규서비스, https://law.krx.co.kr/las/TopFrame.jsp)

9) 채권시장에 대해서도 선물가격을 이용하여 변동성을 계산하여 분석한 결과, 금리를 이용하여 변동성을 계산하여 분석한 결과와 매우 유사하였다.

간에는 역의 관계가 존재하므로, 본 연구에서는 선물가격의 변동을 금리 변동성에 대응하는 지표로 해석하였다. 본 연구에서 사용한 '선물가격을 금리로 환산'하는 방식은 아래 수식과 같이, 채권 가격의 현재가치 모형을 기반으로 시장 금리 $r_t$를 역산하는 것이다. 특히, 반기 쿠폰이 지급되는 만기 3년짜리 국채의 경우, 시장에서 관측되는 선물가격 $P_t$과 표면이자 $C$를 대입하여, 수치적으로 $r_t$를 도출할 수 있다. 이때 구한 $r_t$는 국채 선물 가격을 기준으로 계산한 가상의 3년 만기 국고채(각주 10 참조)의 만기 수익률로 해석되며, 본 연구에서는 이를 기반으로 금리 변동성 지표를 계산하였다. 특히, 선물가격을 금리로 직접 환산하는 과정에서는 다음과 같은 수식을 적용하였다.

$$-P_t+\frac{(\frac{C}{2})}{(1+\frac{r_t}{2})}+\frac{(\frac{C}{2})}{(1+\frac{r_t}{2})^2}+\frac{(\frac{C}{2})}{(1+\frac{r_t}{2})^3}+\frac{(\frac{C}{2})}{(1+\frac{r_t}{2})^4}+\frac{(\frac{C}{2})}{(1+\frac{r_t}{2})^5}+\frac{(\frac{C}{2})}{(1+\frac{r_t}{2})^6}=0$$

여기서 $r_t$는 시점 $t$의 만기 수익률(금리), $P_t$는 해당 시점의 선물가격, $C$는 채권의 연간 표면이자(coupon)를 의미하며, 반기 지급이므로 매년 $(\frac{C}{2})$가 6개월마다 지급된다. 또한, 만기가 3년이고, 반기 단위로 이자를 지급하는 채권이므로 총 6회가 지급된다. 이를 기반으로 1분 단위 선물 금리를 이용하여 변동성 지표를 산출하였다.

〈Table 1〉 Overview of Data for Preliminary Analysis

| Data | Source | Transformation | Frequency |
|---|---|---|---|
| 3-year government bond futures price | Yonhap Infomax | Yield to maturity (YTM) estimated from a hypothetical bond paying a nominal coupon rate of 5% (8%) on a semiannual basis. | Minute |
| KOSPI200 futures price | Yonhap Infomax | - | Minute |
| KRW/USD futures price | Yonhap Infomax | - | Minute |

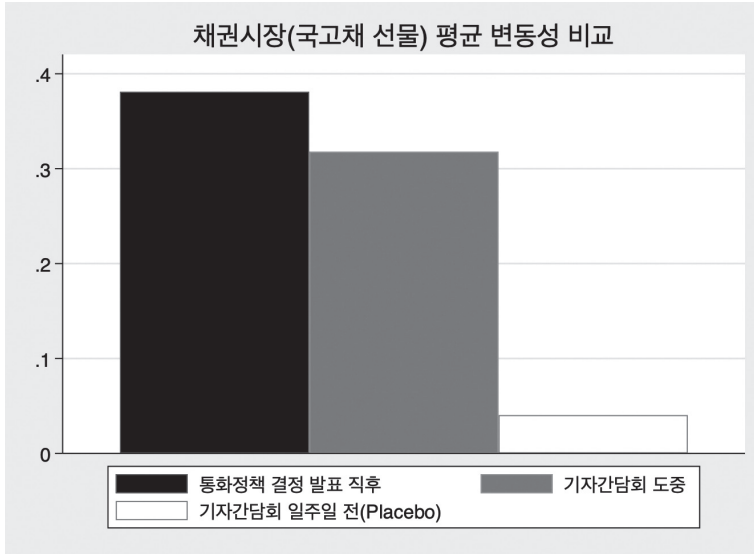
Note: This table outlines the source, transformation, and frequency of the data employed in our preliminary analysis.

분석 대상 기간은 2008년 8월부터 2023년 7월까지이며, 이 기간 동안 통화정책 방향 회의 및 기자간담회는 총 154회 실시되었다. 이 숫자는 기자간담회 진행 시간을 정확히 파악할 수 없거나 회의가 국고채 선물시장 마감 이후 진행된 임시 금융통화위원회를 제외한 것이다.[10)]

## 3. 분석결과

먼저 2008년 8월부터 2023년 7월까지의 데이터를 활용하여 한국은행의 기자간담회 중 금융시장의 가격 변동성이 어떻게 변화하는지를 분석하였다. 이를 위해 세 가지 시점을 설정하여 각 시점의 변동성을 각각 주식, 채권, 외환시장에 대하여 계산하였다. 분석한 시점은 다음과 같다: 1) 기준금리 발표 직후 40분 동안, 2) 기자간담회 진행 중, 3) 기자간담회 일주일 전(Placebo)이다. 이때 각 시장의 호가 단

〈Figure 2〉 Comparison of Volatility in the Bond Market (Government Bond Futures)



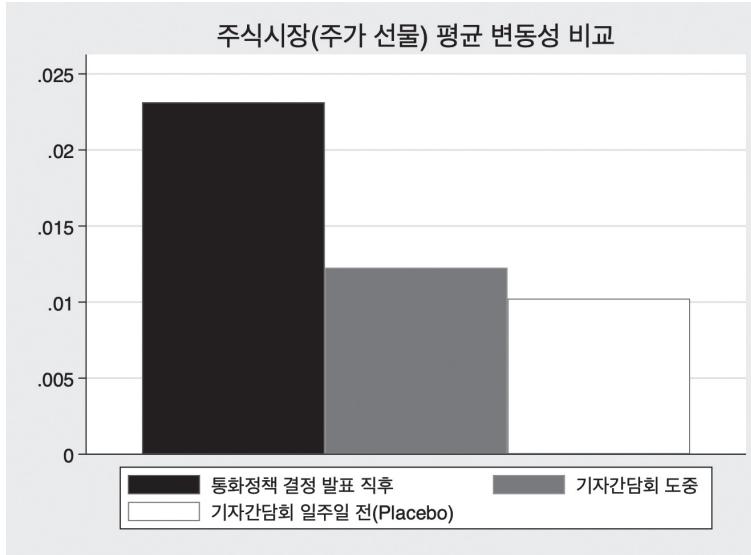

Note: In the graph above, the black bar represents the average volatility of government bond yields measured immediately after the monetary policy decision announcement, the gray bar represents the average volatility during the press conference, and the white bar represents the average volatility one week prior to the press conference (Placebo).

10) 한국은행은 2001년 9.11테러 직후, 글로벌 금융위기 당시(2008년 10월) 및 코로나19 팬데믹이 본격화된 2020년 3월에 임시 금융통화위원회를 소집하여 금리 인하를 단행한 바 있다.

위가 다른 점을 고려하여 절대적인 수준보다는 각 시간대별 변동성의 상대적인 크기를 비교하였다.[11] 채권시장의 경우, 〈Figure 2〉에 나타난 바와 같이 기준금리 발표 직후의 채권시장의 평균 금리 변동성이 0.381로 가장 크게 나타났다. 이는 기자간담회 중의 변동성(0.318)보다 다소 높으나, 기자간담회 일주일 전(Placebo)의 변동성(0.040)에 비해서는 7.5배 이상 큰 것으로 나타났다. 이는 기자간담회가 진행되는 시점 전후로 채권시장에서의 금리 변동성이 상대적으로 더 크게 관찰되었음을 의미한다.

주식시장의 평균 변동성은 채권시장과는 다른 양상을 보였다. 〈Figure 3〉에서 확인할 수 있듯이, 기준금리 발표 직후의 변동성(0.023)은 가장 높았으나, 기자간담회 중 변동성(0.012)과 Placebo 변동성(0.010) 간의 차이는 크지 않았다. 또한, 기준금리 발표 직후의 변동성과 Placebo 변동성의 비율(2.3)은 채권시장(9.4)에

〈Figure 3〉 Comparison of Volatility in the Stock Market (KOSP200 Futures)



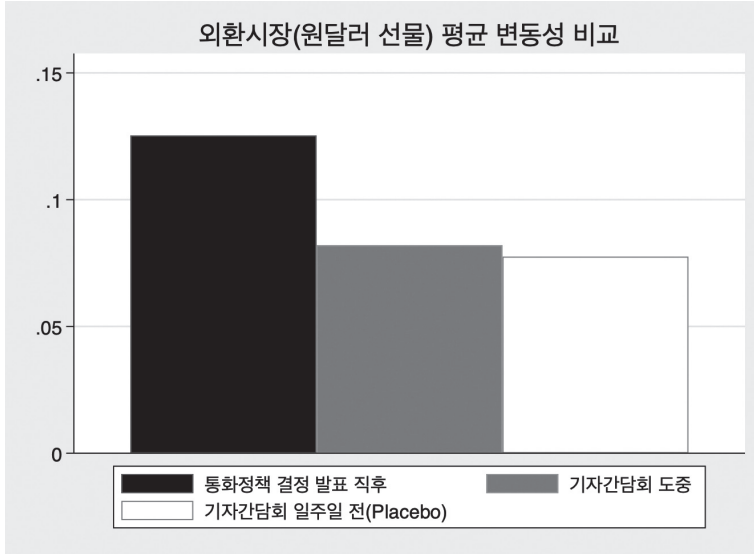

Note: In the graph above, the black bar represents the average volatility of KOSPI200 futures prices measured immediately after the monetary policy decision announcement, the gray bar represents the average volatility during the press conference, and the white bar represents the average volatility one week prior to the press conference (Placebo).

11) 주식시장에서는 KOSPI 200 선물가격을, 외환시장에서는 원달러 환율을, 그리고 채권시장에서는 국고채 선물가격을 사용하였으며, 채권 선물가격은 금리(bp 단위)로 환산하여 분석하였다.

비해 현저히 낮았다. 외환시장에서도 비슷한 패턴이 관찰되었다. 〈Figure 4〉에서 보듯, 기준금리 발표 직후의 변동성은 0.125였으며, 기자간담회 중 변동성은 0.082, Placebo 변동성은 0.078로 나타났다. 이로 인해 기자간담회 중 변동성과 Placebo 변동성 간의 차이는 미미했으며, 기준금리 발표 직후의 변동성과 Placebo 변동성의 비율도 1.6으로 채권시장에 비해 크게 낮았다. 이러한 결과는 주식시장과 외환시장이 채권시장에 비해 기자간담회의 영향을 덜 받는다는 것을 시사한다.[12)]

요약하면, 채권시장은 한국은행의 기준금리 발표 및 그 직후 진행되는 기자간담회 중 변동성이 크게 확대되는 반면, 주식시장과 외환시장은 상대적으로 기자간담회 중 변동성이 크게 확대되지 않은 것으로 나타났다. 따라서 기자간담회 중 주식

〈Figure 4〉 Comparison of Volatility in the Foreign Exchange Market (KRW-USD Futures)




Note: In the graph above, the black bar represents the average volatility of KRW-USD futures prices measured immediately after the monetary policy decision announcement, the gray bar represents the average volatility during the press conference, and the white bar represents the average volatility one week prior to the press conference (Placebo).

12) 주가선물과 선물환율 값이 100을 크게 초과함을 고려하여 각각 로그를 취한 뒤 계산한 결과도 유사한 양상을 보였다. 즉, 주식시장과 외환시장의 변동성은 채권시장에 비해 기자간담회의 영향을 덜 받는다는 결과는 변함이 없었다. 로그 변환을 통해 계산한 변동성 값 역시 기준금리 발표 직후의 변동성이 가장 높았으며, 기자간담회 중 변동성과 Placebo 변동성 간의 차이는 미미했다. 이는 주식시장과 외환시장이 상대적으로 기자간담회의 어조에 민감하지 않다는 점을 재확인시켜준다.

시장과 외환시장 가격 변동성은 통화정책방향 기자간담회가 없는 평상시와 비교해 보았을 때, 뚜렷하거나 일관된 차이를 보이지 않았다. 이는 통화정책이 금리 결정에 직접적인 영향을 미치기 때문에 채권시장은 이러한 발표에 크게 반응함을 알 수 있으며, 따라서 기자간담회 중 채권시장의 금리 변동성이 증가하는 것은 일반적인 현상이라고 여겨진다.

〈Figure 5〉에서는 통화정책방향 기자간담회 중 채권시장의 변동성이 확대되는 양상이 전반적으로 관측되었으나, 그 정도와 양상은 시기별로 차이를 보였다. 특히 이주열 총재와 이창용 총재 재임 기간에는 기준금리 발표 직후보다 기자간담회 중의 변동성이 더 크게 나타나는 경향이 확인되었다. 이러한 결과는 해당 시기에 각각 코로나19 팬데믹에 따른 완화적 통화정책(이주열 총재 재임기) 및 글로벌 인플레이션 대응을 위한 긴축 정책(이창용 총재 재임기)이 시행되었고, 이로 인해 기준금리 수준 자체보다는 중앙은행의 경기 판단 및 향후 정책 스탠스에 대한 시장의 관심이 상대적으로 높았던 상황과 관련 있을 것으로 해석할 수 있다. 한편, 주식시장과 외환시장에서는 기자간담회 중 변동성이 일관되게 확대되는 양상은 확인되지 않았다. 이는 기자간담회에서 제시되는 정보가 채권시장에 비해 주식시장이나 외환시장에 즉각적·직접적으로 반영되기 어려운 특성이 있거나, 해당 시장의 참가자들이 이미 사전에 내용을 상당 부분 예상하고 있었기 때문일 수 있다.

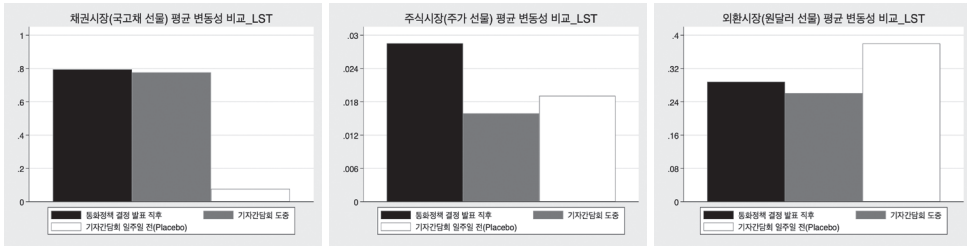
또한, 김중수 총재 재임기에는 주식시장에서 기자간담회 중의 변동성이 'Placebo' 변동성과 비교해 상대적으로 더 높게 나타나는 양상이 관측되었다. 이는 이성태 총재나 이창용 총재 재임기와 비교했을 때 특이한 양상으로, 그 원인은 명확하지 않지만, 한 가지 가능성으로는 당시 기자간담회가 주식시장에 대해 예측하기 어려운 정보를 전달했거나, 시장 참가자들이 김중수 총재의 커뮤니케이션에 보다 민감하게 반응했을 수 있다는 점을 추측해 볼 수 있다. 다만, 이는 본 연구의 실증 분석을 통해 입증된 것은 아니며, 추가적인 정성적 분석이 뒷받침되어야 할 사항이다.[13)]

요약하면, 본 분석은 총재 개인의 효과를 파악하려는 목적보다는, 각 총재 재임 시기의 거시경제 환경 및 시장 상황에 따라 기자간담회가 시장에 미치는 반응 양상이 어떻게 달라지는지를 파악하려는 데에 중점을 두었다. 이에 따라 총재별 구분은 실질적으로는 각 시기의 통화정책 대응 국면을 반영하는 시기 구분으로 이해될 수 있다.

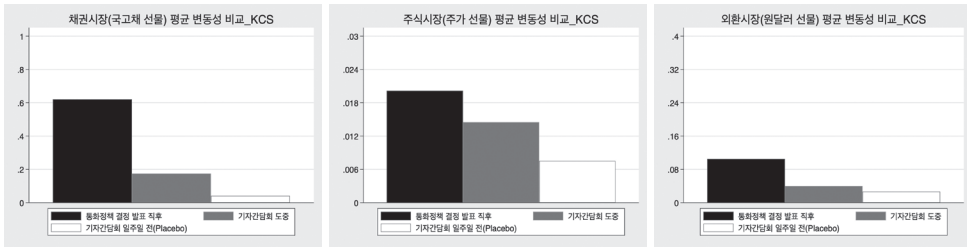
13) 익명의 심사자의 제안에 따라, 총재별 재임 기간이 시장 반응의 차이에 영향을 미쳤을 가능성을 고려하여, 기자간담회의 효과가 상대적으로 작게 나타난 김중수 총재 재임 기간을 제외한 분석을 추가로 수행하였다. 분석 결과는 〈부록〉의 〈Figure A1〉에 제시되어 있으며, 해당 기간을 제외한 경우 채권시장에서 기준금리 발표 직후보다 기자간담회 중 변동성이 더 크게 나타나는 등, 기자간담회에 대한 시장 반응이 보다 뚜렷하게 나타났다.

〈Figure 5〉 Comparison of Volatility in Government Bond Futures, Stock Futures, Foreign Exchange Futures across Major Monetary Policy Phases (by Governor's Tenure)

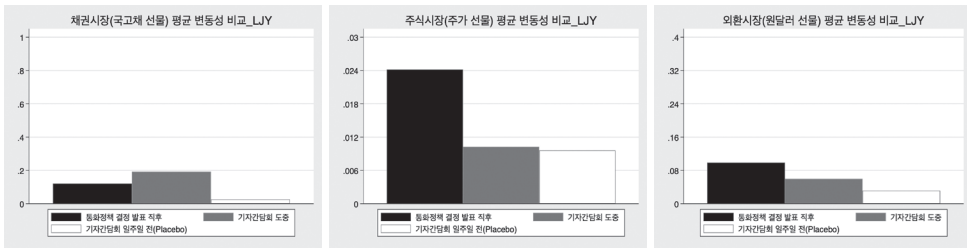
Lee Sung-tae [2006.04.01.-2010.03.31]



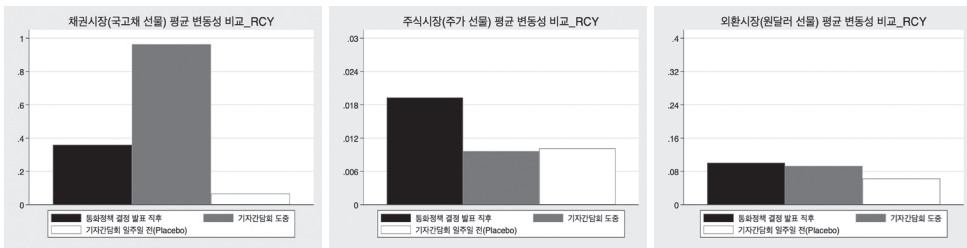

Kim Choong-soo [2010.04.01.-2014.03.31]




Lee Ju-yeol [2014.04.01.-2022.03.31]




Rhee Chang-yong [2022.04.22-present]




Note: In the graph above, by major monetary policy phases (based on each governor's tenure), the black bars represent the volatility of government bond futures prices (first column), stock futures prices (middle column), and foreign exchange futures prices (last column) measured immediately after the monetary policy decision announcement; the gray bars represent the corresponding volatilities during the press conference; and the white bars represent the volatilities one week prior to the press conference (Placebo).

# Ⅳ. 실증분석 - 기자간담회 어조가 채권시장에 미치는 영향

## 1. 연구방법 및 실증모형

기초분석 결과, 채권시장은 기자간담회 도중 변동성이 확대되며 기자간담회에 크게 반응하는 반면, 주식시장과 외환시장은 기자간담회의 영향이 미미한 것으로 나타났다. 이에 따라, 기자간담회의 영향이 가장 두드러지게 나타났던 채권시장의 변동성을 종속변수로 이용하는 회귀분석을 통해 기자간담회의 내용(어조)이 금융시장 변동성에 미치는 영향을 분석하였다. 기자간담회의 어조는 한국은행 홈페이지에 게시된 VOD 및 스크립트를 이용해 추출했으며, 이때 Lee et al. (2019a)이 편찬한 감성사전을 활용하였다. 이 감성사전은 한국은행 금융통화위원회 의사록과 관련된 문서를 기반으로 구축된 것으로, 한국 금융시장 및 통화정책 문맥에서 사용되는 표현을 반영하여 긍정어 약 600개, 부정어 약 1,200개 수준의 어휘로 구성되어 있다. 이 사전은 단순 감성분류용이 아니라, 통화정책 텍스트의 어조 분석을 목적으로 설계되었기 때문에, 일반적인 뉴스나 SNS용 감성사전과는 차별화된다. 예컨대 “확대”, “개선”, “완화”와 같은 표현은 긍정으로, “위축”, “불확실성”, “둔화” 등은 부정으로 분류된다.

이 방법론을 통해 산출된 각 기자간담회의 통화정책 어조(Press conference index, 이하 ‘PCI’)는 -1에서 1 사이의 값을 갖는데, 1에 가까울수록 긴축적(매파적)이며, -1에 가까울수록 완화적(비둘기파적)임을 나타낸다. 본 연구에서 사용한 PCI는 기자간담회 텍스트의 어조(tone)를 바탕으로 계산되며, 그 산출 방식은 아래 식 (3)과 (4)에 제시되어 있다. 여기서 tone은 기자간담회 전문에서 감성사전에 따라 분류된 긍정 단어와 부정 단어의 빈도 차이를 기반으로 측정되며, 이 값이 해당 회차의 PCI로 정의된다. 회귀분석을 위한 방정식은 다음과 같다.

$$FI\_Vol_t = \alpha + \beta PCI_t + \gamma EQ\_Vol_t (\text{or } FX\_Vol_t) + \epsilon_t \quad (2)$$

위 식에서, $FI_Vol_t$는 기자간담회 중 국고채 선물금리 변동성, $PCI_t$는 기자간담회 어조지수, $EQ_Vol_t$는 기자간담회 중 주가선물 변동성, $FX_Vol_t$는 기자간담회

중 선물환율 변동성을 의미한다.[14] 비록 앞서 언급한 대로 통화정책방향 기자간담회가 진행되는 시간은 통화정책방향 기자간담회 외에 금융시장에 영향을 미치는 요소가 제한적일 것으로 판단되나, 중국, 일본 등과 같이 우리나라와 경제적으로 밀접히 연관된 국가의 주요 통계 및 정책결정이 발표되는 경우 우리나라 금융시장 전반에 영향을 미칠 수 있을 것으로 판단된다. 이러한 요인을 통제하기 위한 변수로 주가선물 혹은 선물환율의 변동성을 설명변수에 추가하였는데 그 이유는 다음과 같다. 먼저 앞서 시행한 변동성 분석을 통해 확인하였듯이 주식시장 및 외환시장은 기자간담회 중의 가격 변동성이 Placebo 가격 변동성과 큰 차이를 나타내지 않는 등 통화정책방향 기자간담회의 영향을 거의 받지 않는 것으로 보인다. 또한 종속변수와 동일한 시간의 변동성을 측정하였기 때문에 다른 일간 혹은 월간 데이터를 조합하여 금융시장 여건을 고려했을 때에 비해 노이즈를 최소화할 수 있다. 기자간담회 어조지수의 경우 시장접근법(*PCI_mkt*)과 사전접근법(*PCI_lex*)의 각각 다른 감성사전 기반 어조를 모두 분석하였다.

회귀분석에 이용한 변수들의 단위근 검정 결과는 〈Table 2〉와 같다. 각 변수들의 움직임을 참고하여 추세를 제외하고 상수항을 포함하여 검정하였다. 모든 변수들이 Augmented Dickey-Fuller (ADF) 검정의 귀무가설을 기각하는 반면, Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) 검정의 귀무가설을 기각하지 못함에 따라 모든 변수들이 안정적(stationary)인 시계열이라고 결론 내렸다.

〈Table 2〉 Unit Root Test Results for Each Variable

| | *PCI_mkt* | *PCI_lex* | *FI_Vol* | *EQ_Vol* | *FX_Vol* |
|---|---|---|---|---|---|
| ADF | -4.389*** | -5.125*** | -8.921*** | -10.182*** | -7.477*** |
| KPSS | 0.239 | 0.167 | 0.231 | 0.142 | 0.308 |

Notes: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

14) 2008년 10월 통화정책방향 결정회의에 대한 선물환 변동성은 본문에서 설명한 바와 같이 데이터 오류로 판단되어 본 분석에서 제외하였다. 이에 따라 선물환 변동성 변수의 유효 관측치 수는 다른 변수들보다 1개 적다.

## 2. 데이터

통화정책방향 기자간담회의 전문은 한국은행 홈페이지에 2008년 4월부터 게시되고 있는 기자간담회 VOD를 이용하였다. 한국은행은 2016년 12월부터 기자간담회 전문을 VOD와 함께 게시하고 있으나, 그 이전 기자간담회는 전문 없이 영상만 게시되어 있어, VOD를 다운로드 받은 후 AI 기반 음성 기록 프로그램인 NAVER Clova Note (클로바노트)를 이용하여 전문을 분석하였다. 기자간담회 전문을 활용하여 PCI를 추출할 때, Lee et al. (2019a)이 편찬한 두 가지 감성사전인 사전 접근법(Lexical approach)과 시장 접근법(Market approach)을 모두 이용하여 PCI를 산출하였다(즉, $PCI_lex$와 $PCI\_mkt$). 두 방법은 감성사전을 구축할 때 각 형태소 조합(n-gram)의 극성을 매파적/비둘기파적으로 분류하는 과정에서 차이가 있다. 먼저 사전 접근법은 사전 편찬에 활용한 약 23만 건의 문건에서 특정 형태소 조합이 사전에 정의된 근원 문구(seed words)들과 함께 등장하는 빈도에 따라 그 극성(매파/비둘기파)을 판단한다.[15] 반면, 시장 접근법은 문구의 극성을 시장의 실제 반응을 통해 추정한다. 구체적으로, 특정 형태소 조합이 포함된 문건이 발표된 직후 단기금리(콜금리)의 변화 방향을 활용한다. 해당 문구가 포함된 문건이 발표된 날을 기준으로, 발표일의 콜금리 수준이 1개월 전 평균 콜금리보다 높은 경우가 빈번하게 관측되면 그 형태소 조합은 매파적으로 분류되며, 반대로 낮은 경우가 많으면 비둘기파적으로 분류된다. 여기서 "콜금리가 증가한 경우가 많다"는 것은, 해당 형태소 조합이 등장한 여러 문건 발표일들 중에서 콜금리가 1개월 전 대비 상승한 사례가 더 많았다는 것을 의미한다. 즉, 단일 문건이 아니라 다수의 문건과 해당 시점의 시장 반응을 통계적으로 집계하여 문구의 평균적 방향성을 판단하는 방식이다. 〈부록〉의 〈Figure A2〉는 사전 접근법과 시장 접근법에 기초하여 산출된 PCI를 보여준다. 두 PCI 간 상관계수는 0.857로 시간에 따라 유사한 추이를 보임을 알 수 있다. 2008년부터 2011년까지는 두 PCI가 거의 유사하게 변동하였지만, 2012년부터 2023년까지는 사전 접근법으로 산출된 PCI가 시장 접근법으로 산출된 PCI에 비해서 전반적으로 더 높은 값을 보임을 알 수 있다.

형태소 조합별 극성을 분류한 감성사전에 기초하여 특정 문건의 극성을 분류하는 방법은 다음과 같다. 먼저, 개별 문장별로 문장에 포함된 매파적 혹은 비둘기파적인 형태소 조합의 수에 따라 극성을 정의하는데, 구체적으로 문장(sentence) s의

15) 예를 들어, '금리 인상'이라는 단어와 빈번히 등장한 문구는 매파적인 문구로, '금리 인하'라는 단어와 빈번히 등장한 문구는 비둘기파적인 문구로 분류된다.

극성을 분류하는 공식은 다음과 같다.

$$tone_s = \frac{\text{매파적 형태소 조합의 수 - 비둘기파적 형태소 조합의 수}}{\text{매파적 형태소 조합의 수 + 비둘기파적 형태소 조합의 수}} \quad (3)$$

이렇게 분류된 문장들의 극성을 토대로 유사한 방법을 통해 동 문장들이 속한 문건(document) i의 어조지수가 다음과 같이 정의된다.

$$tone_t = \frac{\text{매파적 문장의 수 - 비둘기파적 문장의 수}}{\text{매파적 문장의 수 + 비둘기파적 문장의 수}} \quad (4)$$

식 (3)과 (4)에 따르면, PCI는 문서 내 개별 문장의 톤 값을 기반으로 전체 문건의 평균 어조를 계산한 것이다. 여기서 식 (3)의 톤 값은 해당 문장이 매파적 문구와 비둘기파적 문구 중 어느 쪽과 더 유사한지를 반영하여 -1(매우 비둘기파적)에서 1(매우 매파적) 사이의 연속적인 수치로 할당된다. 이에 따라 식 (4)에서 문건의 어조는 단순히 '매파적 문장의 수'와 '비둘기파적 문장의 수'를 비교하는 것이 아니라, 모든 문장의 톤 값을 평균하여 전체적인 정책 어조의 방향과 강도를 수치적으로 나타내는 방식이다. 즉, '매파적 문장의 수'와 '비둘기파적 문장의 수'를 단순히 세는 방식이 아니라, 모든 문장의 톤 값을 고려하여 그 평균을 취함으로써 문건 전체의 어조(tone)를 측정한다. 따라서 본 연구에서 사용한 PCI는 각 문장의 개별 성향을 정량화한 후 문건 단위로 평균 내는 방식으로 구성되며, 이는 단편적인 분류보다는 전반적인 정책 커뮤니케이션의 방향성을 보다 정교하게 파악할 수 있는 지표로 해석될 수 있다. 이러한 방법으로 생성된 지수는 -1에서 1 사이의 값을 가지며, -1에 가까울수록 비둘기파적이고, 1에 가까울수록 매파적으로 분류된다. PCI는 기자간담회 전문을 바탕으로 이 방법론을 적용하여 추출한 어조 지수로, 본 연구에서는 이를 기자간담회에서 나타나는 통화정책 기조의 척도로 사용하였다.

## 3. 분석결과

회귀분석 대상 기간은 2008년 8월부터 2023년 7월까지이며 기자간담회 진행 시간을 정확히 파악할 수 없거나 회의가 국고채 선물시장 마감 이후 진행된 임시 금융통화위원회의 경우는 분석 대상에서 제외하였다. 분석 모형은 1) 기자간담회 어조지수만을 포함한 경우, 2) 주식시장 변동성을 통제한 경우, 3) 외환시장 변동성을 통제한 경우를 포함하여 3가지 경우를 모두 분석하였다. 분석 결과(〈Table 3〉),

시장접근법 기반 어조지수(*PCI_mkt*)는 모든 경우에서 유의한 양의 값으로 나타난 반면 사전접근법 기반 어조지수(*PCI_lex*)는 대부분의 경우에서 유의하지 않은 것으로 나타났다. 다만 사전접근법 기반 어조지수의 경우에도 외환시장 변동성을 모형에 포함할 경우, 5% 수준에서 통계적으로 유의하게 양의 값으로 나타났다. 이를 통해, 기자간담회의 내용이 매파적일수록 채권시장의 변동성이 커진다는 사실을 알 수 있었다. 또한 주식시장 변동성을 포함했을 때와 달리 외환시장 변동성을 포함했을 경우 그 계수가 유의하게 나타남에 따라 통화정책 외에 금융시장 공통충격을 포착하는 데는 선물환율을 이용하는 것이 효과적임을 확인할 수 있었다.

다음으로는 총재별 재임 기간에 따라 기자간담회가 채권시장에 미치는 영향이 어떻게 달라졌는지를 확인하기 위하여 더미변수를 추가한 회귀분석을 실시하였다. 각 총재별 영문이름 이니셜의 알파벳 순서에 따라 〈Table 4〉에서 더미가 포함되지 않은 기본 모형이 김중수 총재(KCS) 재임 기간이며 dummy2-dummy4가 각각 이주열 총재(LJY), 이성태 총재(LST), 이창용 총재(RCY) 재임 기간을 뜻한다.

〈Table 3〉 Baseline Regression Results

| | (1)<br>*FI_Vol* | (2)<br>*FI_Vol* | (3)<br>*FI_Vol* | (4)<br>*FI_Vol* | (5)<br>*FI_Vol* | (6)<br>*FI_Vol* |
|---|---|---|---|---|---|---|
| *PCI_mkt* | 0.238** | | 0.237** | | 0.275*** | |
| | (0.095) | | (0.095) | | (0.093) | |
| *PCI_lex* | | 0.168 | | 0.165 | | 0.206** |
| | | (0.104) | | (0.105) | | (0.102) |
| *EQ_Vol* | | | 1.546 | 1.511 | | |
| | | | (1.833) | (1.855) | | |
| *FX_Vol* | | | | | 0.488** | 0.484** |
| | | | | | (0.202) | (0.205) |
| *constant* | 0.332*** | 0.310*** | 0.313*** | 0.292*** | 0.287*** | 0.262*** |
| | (0.038) | (0.038) | (0.044) | (0.044) | (0.040) | (0.041) |
| *N* | 154 | 154 | 154 | 154 | 153 | 153 |
| *F* | 6.224 | 2.599 | 3.462 | 1.628 | 6.694 | 4.274 |

Notes: The dependent variable (*FI_Vol*) measures the average volatility of government bond futures yields during the press conference. Standard errors are reported in parentheses.
* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

〈Table 4〉 Regression Results with Governor-Specific Dummy Variables

| | (1)<br>*FI_Vol* | (2)<br>*FI_Vol* | (3)<br>*FI_Vol* | (4)<br>*FI_Vol* |
|---|---|---|---|---|
| *PCI_mkt* | 0.083 | | 0.086 | |
| | (0.143) | | (0.142) | |
| *dummy2(LJY)* | 0.045 | 0.032 | 0.039 | 0.025 |
| | (0.077) | (0.080) | (0.077) | (0.080) |
| *dummy3(LST)* | 0.605*** | 0.602*** | 0.553*** | 0.544*** |
| | (0.101) | (0.109) | (0.123) | (0.127) |
| *dummy4(RCY)* | 0.503*** | 0.423** | 0.493*** | 0.409** |
| | (0.143) | (0.163) | (0.142) | (0.163) |
| *dummy2 * PCI_mkt* | -0.024 | | -0.025 | |
| | (0.197) | | (0.196) | |
| *dummy3 * PCI_mkt* | -0.037 | | 0.039 | |
| | (0.232) | | (0.270) | |
| *dummy4 * PCI_mkt* | 1.998*** | | 2.005*** | |
| | (0.484) | | (0.483) | |
| *PCI_lex* | | 0.065 | | 0.065 |
| | | (0.187) | | (0.187) |
| *dummy2 * PCI_lex* | | -0.105 | | -0.099 |
| | | (0.225) | | (0.225) |
| *dummy3 * PCI_lex* | | 0.064 | | 0.122 |
| | | (0.276) | | (0.302) |
| *dummy4 * PCI_lex* | | 1.733*** | | 1.745*** |
| | | (0.483) | | (0.482) |
| *EQ_Vol* | 1.192 | 1.374 | | |
| | (1.514) | (1.521) | | |
| *FX_Vol* | | | 0.066 | 0.098 |
| | | | (0.223) | (0.213) |
| *constant* | 0.149*** | 0.142** | 0.163*** | 0.158** |
| | (0.060) | (0.069) | (0.056) | (0.066) |
| *N* | 154 | 154 | 153 | 153 |
| *F* | 12.520 | 11.809 | 11.928 | 11.199 |

Notes: The dependent variable (*FI_Vol*) measures the average volatility of government bond futures yields during the press conference. Standard errors are reported in parentheses.

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$.

김중수 총재의 재임 기간을 살펴보면, *PCI_mkt*과 *PCI_lex*의 계수가 모두 유의하지 않은 것으로 나타났다. 즉, 앞서 언급한 기자간담회 어조와 시장 변동성의 양(+)의 상관관계가 김중수 총재 재임 기간에는 관찰되지 않은 것이다. 이는 김중수 총재가 기자간담회에서 제공한 정보가 제한적이었거나, 다른 총재들과 달리 전 세계 실물 시장 및 금융시장에 영향을 미친 공통충격으로 인해 다소 급격한 기준금리 조정이 이뤄지고 통화정책에 대한 경제주체들의 관심이 높아졌던 이벤트가 김중수 총재의 재임 기간에는 없었기 때문인 것으로 보인다.[16] 이주열 총재의 재임 기간에 대한 더미변수 및 PCI와의 상호작용 항은 모두 유의하지 않게 나타나, 김중수 총재의 재임 기간과 비교했을 때 변동성의 수준과 PCI 계수에 통계적으로 유의미한 차이는 없는 것으로 나타났다.[17]

글로벌 금융위기가 포함된 이성태 총재 재임 기간의 경우 더미변수가 유의한 양의 값으로 나타나며, 변동성의 수준이 김중수 총재의 재임 기간에 비해 통계적으로 유의하게 증가한 것으로 나타났다. 다만 PCI와의 상호작용 항은 유의하지 않은 것으로 나타나 기자간담회의 어조가 채권시장에 미치는 영향이 통계적으로 유의하게 증가하지는 않은 것으로 확인됐다.[18] 이창용 총재의 경우 더미변수와 PCI와의 상호작용 항 모두가 유의한 것으로 나타나, 변동성의 수준이나 기자간담회의 어조가 채권시장에 미치는 영향 모두가 통계적으로 유의하게 증가한 것으로 확인됐다.[19] 이창용 총재의 경우 취임 직후부터 전임 총재들과 달리 통화정책방향 기자간담회에서 통화정책의 근거 및 향후 정책 방향 등에 대해 명확하고 직설적으로 표현하였다는 평가를 받아왔는데, 이에 따라 시장이 이창용 총재의 기자간담회의 내용에 민감하게 반응하였을 수도 있다는 가능성을 의미한다.[20]

16) 이성태 총재는 글로벌 금융위기, 이주열 총재는 코로나19 팬데믹, 이창용 총재는 글로벌 인플레이션 상승 등에 대하여 평소보다 급격한 기준금리 조정을 통해 대응한 바 있다.

17) 한편, 이주열 총재 재임 기간의 *PCI* 계수의 통계적 유의성을 확인하기 위해서는 이주열 총재의 재임 기간을 기준으로 한 모형을 회귀함으로써 확인할 수 있는데 이 역시 통계적으로 유의하지 않았다.

18) 이성태 총재의 재임 기간을 기준으로 한 모형의 회귀분석에서도 *PCI*의 계수가 통계적으로 유의하지 않았다.

19) 이창용 총재의 재임 기간을 기준으로 한 모형의 회귀분석에서는 *PCI*의 계수가 유의한 양(+)의 값으로 나타났다.

20) 채권시장 참가자들은 이창용 총재가 취임 이후 구체적이고 명확한 발언으로 시장과 소통한 것에 대해 긍정적으로 평가하였다. (한종화, '[이창용의 한은 1년] 채권딜러들 "시원시원한 소통 좋지만 앞뒤 안맞기도",' 『연합뉴스』, 2023년 4월 21일)

# V. 결론 및 시사점

본 연구에서는 한국은행 금융통화위원회의 통화정책방향 회의 이후 실시되는 기자간담회가 금융시장에 미치는 영향을 분석하였다. 연합 인포맥스에서 제공하는 주식, 채권 및 외환시장 선물가격의 1분 단위 고빈도 금융시장 데이터를 이용하여 분석한 결과, 한국은행 통화정책방향 회의 직후 발표되는 기준금리 결정뿐만 아니라 그 이후 실시되는 기자간담회 역시 금융시장의 변동성을 확대하는 것으로 나타났다. 그러나 채권시장에서는 기자간담회 진행 중 변동성이 평상시에 비해 크게 확대되었지만, 주식시장과 외환시장에서는 그 차이가 미미한 것으로 나타났다.

또한, 총재 재임 기간을 기준으로 시기를 구분하여 분석한 결과, 기자간담회 중 금융시장에 나타나는 반응은 시기별로 상이하게 나타났다. 이성태, 이주열, 이창용 총재 재임 기간 중에는 기자간담회 도중 채권시장의 변동성이 평상시 대비 7-15배 이상 확대된 반면, 김중수 총재 재임 기간에는 약 4.2배 수준에 그쳤다. 반면 주식시장의 경우 대부분의 시기에는 기자간담회 중 변동성이 평상시와 유사하거나 더 낮은 수준이었지만, 김중수 총재 재임 기간 중에는 기자간담회 중 변동성이 평상시보다 약 1.9배 높게 나타난 점이 주목된다. 이는 해당 시기의 거시경제 여건이나 정책 커뮤니케이션 방식 등 외생적 요인이 영향을 미쳤을 가능성을 시사하며, 시장 참가자들이 김중수 총재의 발언을 보다 주의 깊게 반응했을 수도 있음을 보여준다.

본 연구에서는 기자간담회의 내용을 텍스트 마이닝 기법을 활용하여 지수화한 뒤, 이 지수가 채권금리에 미치는 영향을 분석하였다. 회귀분석 결과, 총재별 재임 기간에 따라 PCI가 채권시장 변동성에 미치는 영향에는 차이가 있는 것으로 나타났다. 김중수 총재 재임 기간에 비해 이주열 총재의 재임 기간에는 채권시장 변동성에 유의미한 차이가 없었고, PCI 계수 역시 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이는 김중수 총재 재임 시기에는 글로벌 금융시장에 충격을 줄 만한 사건이 비교적 없었고, 이주열 총재 재임 초기 역시 유사한 환경이었기 때문인 것으로 해석될 수 있다. 반면, 글로벌 금융위기가 포함된 이성태 총재의 재임 기간에는 김중수 총재 재임 기간에 비해 전반적인 시장 변동성이 높았던 것으로 나타났으나, 기자간담회 어조 자체의 영향력은 크지 않았던 것으로 보인다. 이와 달리, 이창용 총재 재임 기간에는 김중수 총재 재임 기간에 비해 시장 변동성 자체가 유의하게 증가하였을 뿐만 아니라 PCI 계수가 유의한 양의 값으로 나타났으며, 이는 이전 총재들과 달리 명확하고 직설적인 커뮤니케이션 스타일이 시장의 민감한 반응을 유

도했을 가능성을 시사한다.

본 연구는 한국은행의 통화정책이 전통적인 통화정책인 기준금리 조정뿐 아니라 한국은행 총재의 기자간담회 같은 시장 참여자와의 소통을 통해서도 금융시장에 영향을 미칠 수 있음을 보여준다. 이는 한국은행의 커뮤니케이션의 중요성을 더욱 부각시키는 결과라고 할 수 있다. 또한, 텍스트 마이닝 기법과 회귀분석을 활용하여 한국은행 총재의 통화정책 기조가 금융시장, 특히 채권금리에 미치는 영향을 정량적으로 분석함으로써, 한국은행의 커뮤니케이션이 통화정책의 유효한 수단으로도 활용될 수 있다는 시사점을 제시한다. 한국은행 총재가 기자간담회를 통해 시장 참여자들과 소통하는 것은 금융시장의 기대와 반응을 관리하는 데 중요한 역할을 한다. 이러한 소통을 통하여 정책의 의도를 명확히 전달하고, 불확실성을 줄이며, 시장의 예측 가능성을 높일 수 있게 된다.[21)]

또한, 본 연구는 한국은행의 역할이 단순히 기준금리 조정에 그치지 않고, 시장과의 소통을 통해 정책 효과를 극대화할 수 있음을 보여주며, 한국은행의 명확한 커뮤니케이션은 시장의 예측 가능성을 높이고, 금융시장의 안정성을 유지하는 데 기여할 수 있음을 보여준다. 마지막으로, 텍스트 마이닝과 같은 분석 기법을 활용해 한국은행의 커뮤니케이션을 보다 정교하게 분석하고, 이를 정책 수립에 활용할 수도 있다는 가능성을 제시한다.

## 〈참고문헌〉

김예빈·조두연 (2023), “텍스트 마이닝에 기반한 통화정책 기조가 한국 주식시장 및 부동산 시장에 미치는 영향에 대한 분석,” 『국제금융연구』 제13권 제1호, pp. 5-31.

박기영·고정원 (2019), “머신 러닝을 이용한 경제분석,” 『한국경제학보』 제26권 제2호, pp. 367-408.

안중섭·김주완·이병호 (2021), “고빈도 데이터를 활용한 한국의 통화정책 충격 식별 -통화정책에 담긴 중앙은행 정보효과를 중심으로-,” 『경제학연구』 제69집 제4호, pp. 45-116.

이근영 (2007), “통화정책이 금융자산가격에 미치는 영향 -한국의 경우-,” 『응용경제』 제9권 제1호, pp. 37-64.

장민 (2020), “우리나라의 비전통적 통화정책 현황과 과제,” 『KIF 금융분석리포트』 2020-18.

21) 위에서 언급된 바와 같이, 총재 기자간담회로 인한 금융시장의 변동은 예측 불가능한 새로운 정보의 유입에 기인함으로 볼 수 있다. 반면, 금통위의 결정 방향은 많은 부분 예측되어 이미 시장에 반영되었을 가능성이 높다. 이에 기초하여 본 연구의 결론을 다른 관점에서 보자면, 실제로 총재 기자간담회에서 예측하지 못한 유의미한 ‘새로운’ 정보가 시장에 주어지고 있음을 시사한다.

Adams, T., A. Ajello, D. Silva, and F. Vazquez-Grande (2023), "More than Words: Twitter Chatter and Financial Market Sentiment," Finance and Economics Discussion Series Working Paper, No. 2023-34. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Barbaglia, L., S. Consoli, and S. Manzan (2023), "Forecasting with Economic News," *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 41, pp. 708-719.

Bernanke, B. S. and K. N. Kuttner (2005), "What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve policy?" *The Journal of Finance*, Vol. 60, pp. 1221-1257.

Ehrmann, M. and J. Talmi (2020), "Starting from a Blank Page? Semantic Similarity in Central Bank Communication and Market Volatility," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 111, pp. 48-62.

Gomez-Cram, R. and M. Grotteria (2022), "Real-time Price Discovery via Verbal Communication: Method and Application to Fedspeak," *Journal of Financial Economics*, Vol. 143, pp. 993-1025.

Gorodnichenko, Y., T. Pham, and O. Talavera (2023), "The Voice of Monetary Policy," *American Economic Review*, Vol. 113, pp. 548-584.

Gürkaynak, R., B. Sack, and E. Swanson (2005), "Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements," *International Journal of Central Banking*, Vol. 1, pp. 55-93.

Kuttner, K. (2001), "Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 47, pp. 523-544.

Lee, Y. J., S. H. Kim, and K. Y. Park (2019a), "Deciphering Monetary Policy Board Minutes with Text Mining: The Case of South Korea," *Korean Economic Review*, Vol, 35, pp. 471-511.

Lee, Y. J., S. H. Kim, and K. Y. Park (2019b), "Measuring Monetary Policy Surprises Using Text Mining: The Case of South Korea," BOK Working Paper, No. 2019-11.

Nakamura, E., and J. Steinsson (2018), "High-Frequency Identification of Monetary Non- Neutrality: The Information Effect," *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 133, pp. 1283-1330.

Narain, N. and K. Sangani (2025), "The Market Impact of Fed Communications: The Role of the Press Conference," International Journal of Central Banking, Forthcoming.

Romer, C. and D. Romer (2000), "Federal Reserve Information and the Behavior of Interest Rates," *American Economic Review*, Vol. 90, pp. 429-457.

Swanson, E. (2021), "Measuring the Effects of Federal Reserve Forward Guidance and Asset Purchases on Financial Markets," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 118, pp. 32-53.

## 〈부록 A〉

아래 〈Table A1〉은 한국은행 통화정책방향 결정회의 및 한국은행 총재 기자간담회에 대한 일시와 진행시간 등을 상세히 제시한다. 이 표는 특정 기간 동안 개최된 기자간담회의 시작 시각, 종료 시각, 그리고 진행시간을 포함하고 있으며, 표에 나열된 주요 항목들은 아래와 같다. 각 날짜에 따라 기자간담회의 진행시간을 분석하여 정책 발표의 주기와 패턴을 이해할 수 있으며, 시간에 따른 기준금리 발표 및 기자간담회의 시간 변화를 통해 정책 발표 방식의 차이를 파악할 수 있다.

〈Table A1〉 Monetary Policy Meeting Dates and Press Conference Timings by Bank of Korea Governors

| | Date | Governor | Announcement timing[22] | Press conference begins at | Press conference ends at | Press conference duration (minutes) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 2008-08-07 | LST | 10:03 | 11:20 | 12:05 | 45 |
| 2 | 2008-09-11 | LST | 10:15 | 11:20 | 11:46 | 26 |
| 3 | 2008-10-09 | LST | 11:06 | 11:20 | 12:05 | 45 |
| 4 | 2008-11-07 | LST | 10:07 | 11:20 | 11:51 | 31 |
| 5 | 2008-12-11 | LST | 9:58 | 11:20 | 12:10 | 50 |
| 6 | 2009-01-09 | LST | 10:11 | 11:20 | 11:32 | 12 |
| 7 | 2009-02-12 | LST | 10:13 | 11:20 | 12:05 | 45 |
| 8 | 2009-03-12 | LST | 10:44 | 11:20 | 11:33 | 13 |
| 9 | 2009-04-09 | LST | 9:47 | 11:20 | 11:47 | 27 |
| 10 | 2009-05-12 | LST | 10:07 | 11:20 | 11:59 | 39 |
| 11 | 2009-06-11 | LST | 9:47 | 11:20 | 11:47 | 27 |
| 12 | 2009-07-09 | LST | 9:41 | 11:20 | 11:51 | 31 |
| 13 | 2009-08-11 | LST | 9:46 | 11:20 | 11:53 | 33 |
| 14 | 2009-09-10 | LST | 10:02 | 11:20 | 11:59 | 39 |
| 15 | 2009-10-09 | LST | 10:03 | 11:20 | 12:11 | 51 |
| 16 | 2009-11-12 | LST | 10:39 | 11:50 | 12:35 | 45 |
| 17 | 2009-12-10 | LST | 9:58 | 11:20 | 11:55 | 35 |
| 18 | 2010-01-08 | LST | 10:01 | 11:20 | 11:51 | 31 |

22) 이는 연합뉴스 1보 기준이다.

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 19 | 2010-02-11 | LST | 9:48 | 11:20 | 12:04 | 44 |
| 20 | 2010-03-11 | LST | 10:01 | 11:20 | 11:30 | 10 |
| 21 | 2010-04-09 | KCS | 10:02 | 11:20 | 12:10 | 50 |
| 22 | 2010-05-12 | KCS | 9:56 | 11:20 | 12:06 | 46 |
| 23 | 2010-06-10 | KCS | 10:20 | 11:20 | 11:56 | 36 |
| 24 | 2010-07-09 | KCS | 10:26 | 11:20 | 11:47 | 27 |
| 25 | 2010-08-12 | KCS | 10:22 | 11:20 | 12:03 | 43 |
| 26 | 2010-09-09 | KCS | 10:00 | 11:20 | 12:02 | 42 |
| 27 | 2010-10-14 | KCS | 10:19 | 11:20 | 12:08 | 48 |
| 28 | 2010-11-16 | KCS | 10:19 | 11:20 | 11:42 | 22 |
| 29 | 2010-12-09 | KCS | 10:00 | 11:20 | 12:08 | 48 |
| 30 | 2011-01-13 | KCS | 10:20 | 11:20 | 11:48 | 28 |
| 31 | 2011-02-11 | KCS | 10:10 | 11:20 | 12:01 | 41 |
| 32 | 2011-03-10 | KCS | 10:13 | 11:20 | 11:51 | 31 |
| 33 | 2011-04-12 | KCS | 10:22 | 11:20 | 12:07 | 47 |
| 34 | 2011-05-13 | KCS | 10:03 | 11:20 | 12:00 | 40 |
| 35 | 2011-06-10 | KCS | 10:20 | 11:20 | 11:55 | 35 |
| 36 | 2011-07-14 | KCS | 10:18 | 11:20 | 11:56 | 36 |
| 37 | 2011-08-11 | KCS | 10:15 | 11:20 | 12:12 | 52 |
| 38 | 2011-09-08 | KCS | 10:13 | 11:20 | 12:05 | 45 |
| 39 | 2011-10-13 | KCS | 10:05 | 11:20 | 11:53 | 33 |
| 40 | 2011-11-11 | KCS | 10:13 | 11:20 | 12:05 | 45 |
| 41 | 2011-12-08 | KCS | 10:08 | 11:20 | 12:05 | 45 |
| 42 | 2012-01-13 | KCS | 10:09 | 11:20 | 11:55 | 35 |
| 43 | 2012-02-09 | KCS | 10:09 | 11:20 | 12:02 | 42 |
| 44 | 2012-03-08 | KCS | 10:08 | 11:20 | 12:15 | 55 |
| 45 | 2012-04-13 | KCS | 10:10 | 11:20 | 11:46 | 26 |
| 46 | 2012-05-10 | KCS | 10:09 | 11:20 | 11:51 | 31 |
| 47 | 2012-06-08 | KCS | 10:14 | 11:20 | 12:06 | 46 |
| 48 | 2012-07-12 | KCS | 10:12 | 11:20 | 11:58 | 38 |
| 49 | 2012-08-09 | KCS | 10:13 | 11:20 | 12:00 | 40 |
| 50 | 2012-09-13 | KCS | 10:11 | 11:20 | 12:16 | 56 |
| 51 | 2012-10-11 | KCS | 10:04 | 11:20 | 11:59 | 39 |
| 52 | 2012-11-09 | KCS | 10:13 | 11:20 | 12:01 | 41 |
| 53 | 2012-12-13 | KCS | 10:13 | 11:20 | 11:51 | 31 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 54 | 2013-01-11 | KCS | 10:11 | 11:20 | 12:06 | 46 |
| 55 | 2013-02-14 | KCS | 10:10 | 11:20 | 12:08 | 48 |
| 56 | 2013-03-14 | KCS | 10:10 | 11:20 | 12:10 | 50 |
| 57 | 2013-04-11 | KCS | 10:17 | 11:20 | 12:14 | 54 |
| 58 | 2013-05-09 | KCS | 10:16 | 11:20 | 12:20 | 60 |
| 59 | 2013-06-13 | KCS | 10:08 | 11:20 | 12:16 | 56 |
| 60 | 2013-07-11 | KCS | 10:10 | 11:20 | 12:06 | 46 |
| 61 | 2013-08-08 | KCS | 10:15 | 11:20 | 11:46 | 26 |
| 62 | 2013-09-12 | KCS | 10:07 | 11:20 | 12:05 | 45 |
| 63 | 2013-10-10 | KCS | 10:10 | 11:20 | 12:04 | 44 |
| 64 | 2013-11-14 | KCS | 10:07 | 11:20 | 12:01 | 41 |
| 65 | 2013-12-12 | KCS | 10:08 | 11:20 | 11:58 | 38 |
| 66 | 2014-01-09 | KCS | 10:10 | 11:20 | 12:10 | 50 |
| 67 | 2014-02-13 | KCS | 10:10 | 11:20 | 12:01 | 41 |
| 68 | 2014-03-13 | KCS | 10:10 | 11:20 | 12:24 | 64 |
| 69 | 2014-04-10 | LJY | 9:55 | 11:20 | 12:05 | 45 |
| 70 | 2014-05-09 | LJY | 9:56 | 11:20 | 11:53 | 33 |
| 71 | 2014-06-12 | LJY | 9:54 | 11:20 | 11:54 | 34 |
| 72 | 2014-07-10 | LJY | 9:50 | 11:20 | 12:01 | 41 |
| 73 | 2014-08-14 | LJY | 10:10 | 11:20 | 12:12 | 52 |
| 74 | 2014-09-12 | LJY | 10:01 | 11:20 | 12:05 | 45 |
| 75 | 2014-10-15 | LJY | 10:02 | 11:20 | 12:01 | 41 |
| 76 | 2014-11-13 | LJY | 10:51 | 11:50 | 12:33 | 43 |
| 77 | 2014-12-11 | LJY | 10:01 | 11:20 | 12:13 | 53 |
| 78 | 2015-01-15 | LJY | 10:01 | 11:20 | 12:14 | 54 |
| 79 | 2015-02-17 | LJY | 9:59 | 11:20 | 11:46 | 26 |
| 80 | 2015-03-12 | LJY | 10:01 | 11:20 | 12:07 | 47 |
| 81 | 2015-04-09 | LJY | 10:01 | 11:20 | 11:57 | 37 |
| 82 | 2015-05-15 | LJY | 10:01 | 11:20 | 12:05 | 45 |
| 83 | 2015-06-11 | LJY | 10:04 | 11:20 | 12:09 | 49 |
| 84 | 2015-07-09 | LJY | 9:59 | 11:20 | 11:53 | 33 |
| 85 | 2015-08-13 | LJY | 9:56 | 11:20 | 11:52 | 32 |
| 86 | 2015-09-11 | LJY | 9:57 | 11:20 | 11:53 | 33 |
| 87 | 2015-10-15 | LJY | 9:57 | 11:20 | 11:48 | 28 |
| 88 | 2015-11-12 | LJY | 10:50 | 12:00 | 12:41 | 41 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 89 | 2015-12-10 | LJY | 9:57 | 11:20 | 12:02 | 42 |
| 90 | 2016-01-14 | LJY | 9:59 | 11:20 | 11:51 | 31 |
| 91 | 2016-02-16 | LJY | 10:01 | 11:20 | 12:01 | 41 |
| 92 | 2016-03-10 | LJY | 9:59 | 11:20 | 11:58 | 38 |
| 93 | 2016-04-19 | LJY | 9:58 | 11:20 | 12:02 | 42 |
| 94 | 2016-05-13 | LJY | 9:58 | 11:20 | 11:50 | 30 |
| 95 | 2016-06-09 | LJY | 9:59 | 11:20 | 12:18 | 58 |
| 96 | 2016-07-14 | LJY | 9:58 | 11:20 | 11:52 | 32 |
| 97 | 2016-08-11 | LJY | 9:57 | 11:20 | 11:59 | 39 |
| 98 | 2016-09-09 | LJY | 9:58 | 11:20 | 11:50 | 30 |
| 99 | 2016-10-13 | LJY | 9:58 | 11:20 | 11:52 | 32 |
| 100 | 2016-11-11 | LJY | 9:58 | 11:20 | 12:05 | 45 |
| 101 | 2016-12-15 | LJY | 9:57 | 11:20 | 12:05 | 45 |
| 102 | 2017-01-13 | LJY | 9:58 | 11:20 | 12:02 | 42 |
| 103 | 2017-02-23 | LJY | 9:58 | 11:20 | 12:05 | 45 |
| 104 | 2017-04-13 | LJY | 9:58 | 11:20 | 12:04 | 44 |
| 105 | 2017-05-25 | LJY | 9:57 | 11:20 | 11:56 | 36 |
| 106 | 2017-07-13 | LJY | 9:57 | 11:20 | 12:02 | 42 |
| 107 | 2017-08-31 | LJY | 9:57 | 11:20 | 11:54 | 34 |
| 108 | 2017-10-19 | LJY | 9:57 | 11:20 | 11:54 | 34 |
| 109 | 2017-11-30 | LJY | 9:53 | 11:20 | 12:00 | 40 |
| 110 | 2018-01-18 | LJY | 9:57 | 11:20 | 12:02 | 42 |
| 111 | 2018-02-27 | LJY | 9:48 | 11:20 | 11:56 | 36 |
| 112 | 2018-04-12 | LJY | 9:57 | 11:20 | 12:05 | 45 |
| 113 | 2018-05-24 | LJY | 9:55 | 11:20 | 11:56 | 36 |
| 114 | 2018-07-12 | LJY | 9:51 | 11:20 | 11:58 | 38 |
| 115 | 2018-08-31 | LJY | 9:55 | 11:20 | 12:03 | 43 |
| 116 | 2018-10-18 | LJY | 9:57 | 11:20 | 12:03 | 43 |
| 117 | 2018-11-30 | LJY | 9:57 | 11:20 | 12:03 | 43 |
| 118 | 2019-01-24 | LJY | 9:51 | 11:20 | 12:06 | 46 |
| 119 | 2019-02-28 | LJY | 9:50 | 11:20 | 12:03 | 43 |
| 120 | 2019-04-18 | LJY | 9:44 | 11:20 | 11:53 | 33 |
| 121 | 2019-05-31 | LJY | 9:58 | 11:20 | 12:04 | 44 |
| 122 | 2019-07-18 | LJY | 9:57 | 11:20 | 11:57 | 37 |
| 123 | 2019-08-30 | LJY | 9:49 | 11:20 | 12:01 | 41 |

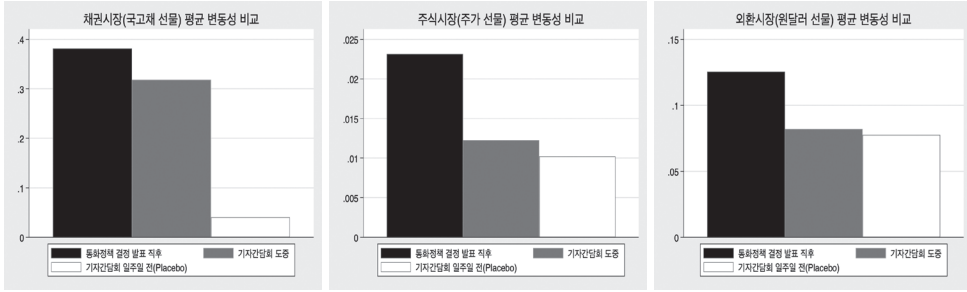
| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 124 | 2019-10-16 | LJY | 9:49 | 11:20 | 11:57 | 37 |
| 125 | 2019-11-29 | LJY | 9:52 | 11:20 | 11:48 | 28 |
| 126 | 2020-01-17 | LJY | 9:51 | 11:20 | 11:48 | 28 |
| 127 | 2020-02-27 | LJY | 9:48 | 11:20 | 11:46 | 26 |
| 128 | 2020-04-09 | LJY | 9:40 | 11:20 | 11:56 | 36 |
| 129 | 2020-05-28 | LJY | 9:48 | 11:20 | 11:55 | 35 |
| 130 | 2020-07-16 | LJY | 9:39 | 11:20 | 11:59 | 39 |
| 131 | 2020-08-27 | LJY | 9:39 | 11:20 | 11:50 | 30 |
| 132 | 2020-10-14 | LJY | 9:34 | 11:20 | 12:12 | 52 |
| 133 | 2020-11-26 | LJY | 9:37 | 11:20 | 12:18 | 58 |
| 134 | 2021-01-15 | LJY | 9:40 | 11:20 | 12:03 | 43 |
| 135 | 2021-02-25 | LJY | 9:41 | 11:20 | 12:13 | 53 |
| 136 | 2021-04-15 | LJY | 9:50 | 11:20 | 12:08 | 48 |
| 137 | 2021-05-27 | LJY | 9:49 | 11:20 | 12:09 | 49 |
| 138 | 2021-07-15 | LJY | 9:47 | 11:20 | 12:08 | 48 |
| 139 | 2021-08-26 | LJY | 9:45 | 11:20 | 12:14 | 54 |
| 140 | 2021-10-12 | LJY | 9:48 | 11:20 | 12:04 | 44 |
| 141 | 2021-11-25 | LJY | 9:42 | 11:20 | 12:16 | 56 |
| 142 | 2022-01-14 | LJY | 9:39 | 11:20 | 12:16 | 56 |
| 143 | 2022-02-24 | LJY | 9:48 | 11:20 | 12:12 | 52 |
| 144 | 2022-04-14 | RCY | 9:47 | 11:20 | 12:05 | 45 |
| 145 | 2022-05-26 | RCY | 9:45 | 11:10 | 11:54 | 44 |
| 146 | 2022-07-13 | RCY | 9:50 | 11:10 | 12:00 | 50 |
| 147 | 2022-08-25 | RCY | 9:50 | 11:10 | 12:06 | 56 |
| 148 | 2022-10-12 | RCY | 9:50 | 11:10 | 11:58 | 48 |
| 149 | 2022-11-24 | RCY | 9:50 | 11:10 | 12:05 | 55 |
| 150 | 2023-01-13 | RCY | 9:50 | 11:10 | 11:58 | 48 |
| 151 | 2023-02-23 | RCY | 9:50 | 11:10 | 12:04 | 54 |
| 152 | 2023-04-11 | RCY | 9:50 | 11:10 | 12:03 | 53 |
| 153 | 2023-05-25 | RCY | 9:50 | 11:10 | 12:03 | 53 |
| 154 | 2023-07-13 | RCY | 9:52 | 11:10 | 12:04 | 54 |

Notes: LST, KCS, LJY, and RCY stand for the BOK governors Lee Sung-tae, Kim Choong-soo, Lee Ju-yeol, and Rhee Chang-yong, respectively.

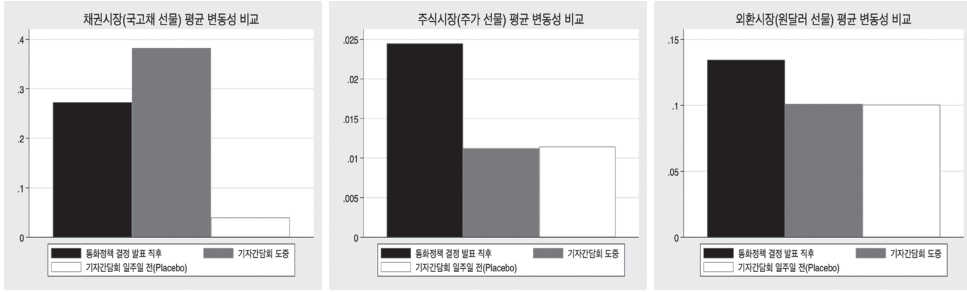
〈Figure A1〉 Comparison of Volatility in Government Bond Yields, Stock Futures, and Foreign Exchange Futures with and without the Governor Kim Choong-soo (KCS)

| Bond | Stock | Foreign exchange |
|---|---|---|

(a) Including the Governor Kim Choong-soo (KCS)

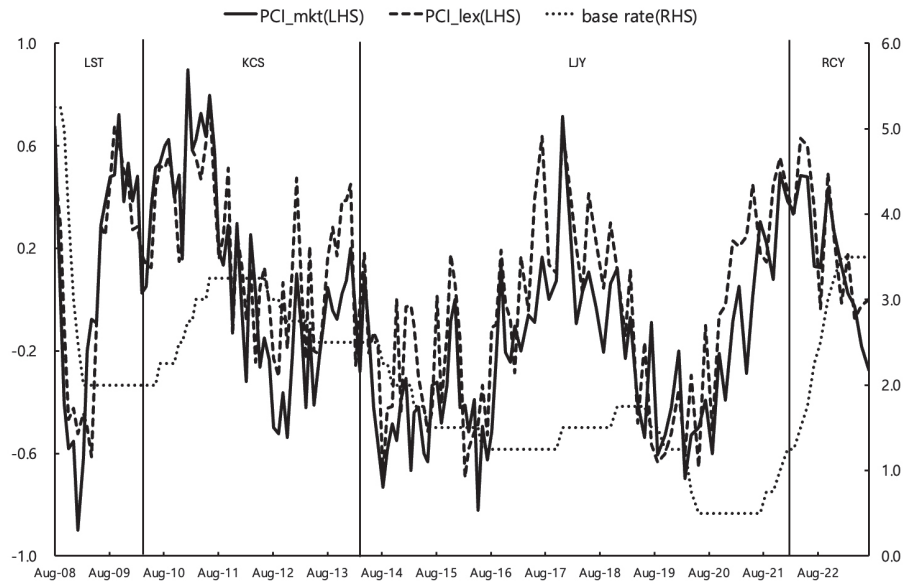



(b) Excluding the Governor Kim Choong-soo (KCS)




Note: In the graph above, the black bar represents the average volatility of government bond yields, stock futures, and foreign exchange futures measured immediately after the monetary policy decision announcement, the gray bar represents the average volatility during the press conference, and the white bar represents the average volatility one week prior to the press conference (Placebo).

〈Figure A2〉 PCI and the Base Rate




Note: The solid line shows the PCI based on the market-based approach, the dashed line shows the PCI based on the lexicon-based approach, and the dotted line shows the Bank of Korea's base rate.

# Effects of the BOK Governor's Monetary Policy Communication on Financial Markets: A Sentiment Analysis

Gakjoon Yoo*, Dooyeon Cho**

Since the global financial crisis, there has been a surge in research examining the effects of central bank verbal communication on both the real economy and financial markets, driven by the adoption of unconventional monetary policy tools such as Forward Guidance alongside traditional measures. This study analyzes how the monetary policy stance communicated during press conferences conducted by the Monetary Policy Board of the Bank of Korea after its policy-setting meetings affects financial markets, using high-frequency market data and text sentiment analysis. Our findings reveal heightened market volatility, particularly in the bond market, coinciding with these press conferences. Moreover, through sentiment analysis of the conference transcripts and assessing the influence of the monetary policy stance on bond yields, this study identifies that a more hawkish stance during these conferences is associated with an increase in bond yields. Thus, our study underscores the significance of central bank communication by illustrating that the Bank of Korea's monetary policy stance affects financial markets not only through traditional channels but also via communication in post-meeting press conferences.

JEL classification: C22, E31, E52, E58
Keywords: Central bank, Monetary policy, Press conference, Communication, Financial markets
DOI: 10.23299/bokeri.2025.31.3.001

* School of Law, Seoul National University, Seoul 08826, Republic of Korea.
(E-mail: sucka911@snu.ac.kr)
** Corresponding Author. Department of Economics, Sungkyunkwan University, Seoul 03063, Republic of Korea.
(E-mail: dooyeoncho@g.skku.edu, Tel: +82-2-760-0148)

Received: 9 July 2024, Received in revised form: 8 July 2025, Accepted: 30 September 2025