

## 미국 금리 인상이 자본유출입에 미칠 영향

강태수 국제거시금융실 국제금융팀 선임연구위원 (tskang@kiep.go.kr, Tel: 044-414-1151)

서현덕 인하대학교 경제학과 교수 (hsuh@inha.ac.kr)

김경훈 국제거시금융실 국제금융팀 부연구위원 (khkim@kiep.go.kr, Tel: 044-414-1221)

강은정 국제거시금융실 국제금융팀 전문연구위원 (ejkang@kiep.go.kr, Tel: 044-414-1214)

## 차 례

1. 美 연준 통화정책 정상화 관련 최근 쟁점
2. 자본유출입 결정요인 분석(47개 국가 패널 데이터 활용)
3. 美 금리 인상이 우리나라 자본유출입에 미칠 영향(TVP-VAR 모형 활용)
4. 정책적 시사점

## 주요 내용

- ▶ 지난 5월 8일 제롬 파월(Jerome Powell) 美 연준 의장 연설을 계기로 신흥국 자본유출입 결정요인을 둘러싼 논란이 다시 점화되고 있어 관련 논의의 재점검 필요
  - 파월 의장은 과거 신흥국으로의 자본유입은 미 연준 기준금리 인하 전부터 시작되었다는 점을 지적하며 대외 요인(push factor)보다는 대내요인(pull factor)이 신흥국 자본흐름 결정요소임을 시사
  - 하지만 대다수 선행연구는 대외요인(push factor)이 신흥국 자본흐름에 영향을 미쳤음을 지적
- ▶ 본 보고서 분석(47개 국가 패널 활용)에 따르면 선진국은 대내외 요인이 모두 통계적으로 유의한 결정요소\*이지만 신흥국의 경우 대외요인이 주요 결정변수로 나타남.
  - \* 대외요인 변수: VIX, 상품가격지수, 미국 금리, 선진국 GDP 성장률 활용
  - \* 대내요인 변수: 개별국 단기금리, 개별국 GDP 성장률 활용
- ▶ 美 금리 인상 충격으로 우리나라 금융시장이 전반적으로 약세를 보이겠지만 자본유출입 측면에서는 내국인 해외투자자금 국내환류가 외국인 투자자금 이탈을 상쇄할 수 있는 것으로 드러남.
  - \* 시변 벡터자기회귀(Time-Varying Parameter Vector Autoregression) 모형 활용
- ▶ 다음 세 가지를 정책적 시사점으로 제시함.
  - ① 내국인 해외투자의 경우 위기 상황에서 외화유동성 안전망의 역할을 수행함에 따라 정책활용도가 갈수록 높아질 것으로 기대
    - 경상수지 흑자가 국내에 머물기보다 내국인의 해외자산투자로 이어지면 원화 강제 압력을 완화할 뿐만 아니라 금융불안 상황 발생 시 국내로 환류되어 외화유동성 위기 발생을 억제하는 순기능 기대
  - ② 자본흐름 패턴이 과거와 다른 새로운 구조로 변화한바 통화정책도 이러한 흐름을 감안할 필요
    - 그동안 내외금리차 확대는 곧바로 자본유출로 이어진다는 우려가 컸으나 2014년 이후 「내국인 해외 증권투자 자산」 외국인 국내증권투자자산」 구조 정착 및 내국인 해외투자자금의 환류 가능성 상승 등으로 「내외금리차 확대 → 자본유출 증가」 리스크가 과거보다 줄어든 것으로 기대
  - ③ 美 금리 인상이 주변국에 끼치는 경제적 외부효과(externality: 자본유출 리스크 등)의 부작용을 G20 재무장관-중앙은행 총재회의, IMF 연차총회, BIS 중앙은행 총재회의 등을 통해 꾸준히 제기할 필요
    - 파월 의장의 주장은 美 금리 인상 충격이 부작용을 초래하더라도 이를 미국 때문이라고 비판하지 말고 신흥국이 자체적으로 대응하라는 뜻으로 해석됨.
    - 하지만 미국 금리가 시차를 두고 신흥국 자본유입에 영향을 미치는 것으로 나타남. 이는 파월 의장의 주장(「신흥국으로의 대규모 자본유입은 미 연준 기준금리 인하 전부터 시작」)에 대해 재평가가 필요함을 시사

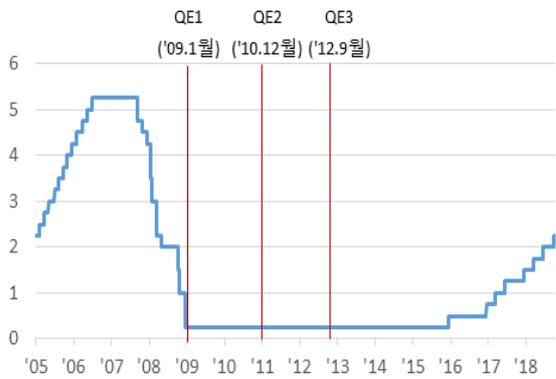
\* 본고는 KIEP 보고서 “미국 통화정책이 국내 금융시장에 미치는 영향 및 자본유출입 안정화 방안(2019년 1월 출판 예정)”에 기반하여 작성함.

# 1. 미 연준 통화정책 정상화 관련 최근 쟁점

■ 2008년 글로벌 금융위기에 맞서 美 연준은 제로(0) 수준의 기준금리, 세 차례에 걸친 대규모 자산매입(LSAP: Large-Scale Asset Purchase)을 통한 양적완화(QE: Quantitative Easing) 정책으로 강력 대응

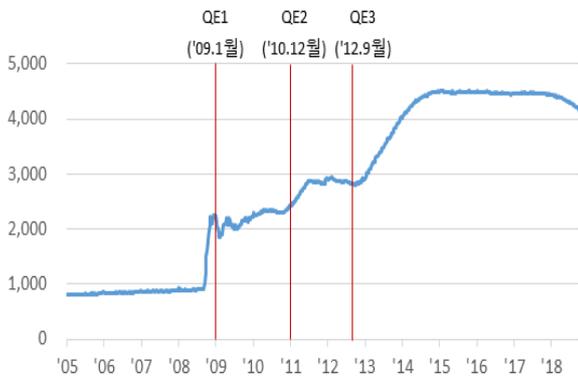
- 2008년 9,000억 달러 수준이던 연준 B/S 자산 규모가 2015년 4조 5,000억 달러도 약 5배 확대

그림 1. 미국 기준금리 추이 (단위: %)



자료: Bloomberg(검색일: 2018. 10. 10).

그림 2. 미 연준 B/S 확대 추이 (단위: 십억 달러)

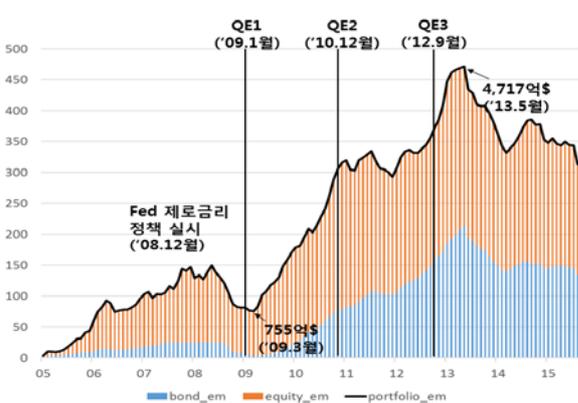


자료: Bloomberg(검색일: 2018. 10. 10).

- 확대된 글로벌 유동성의 상당 부분은 신흥국으로 유입
  - o 제로금리 실시('08.12) 이후 QE3 종료('13.5)까지 약 4,000억 달러 이상의 유동성이 신흥국으로 유입

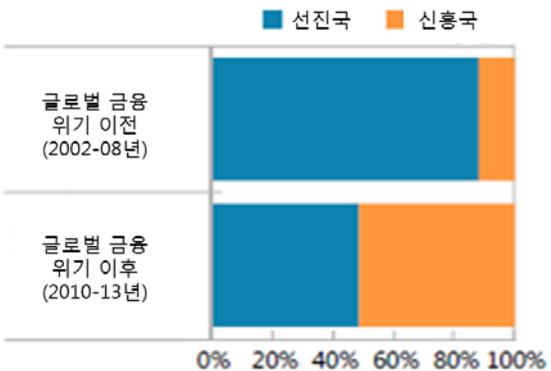
그림 3. 포트폴리오 투자자금 신흥국 유입 추이

가. 누적 유입액 (단위: 십억 달러)



주: 1) EPFR 분류 기준(총 67개국).  
2) 주식 및 채권 펀드 유입.  
자료: EPFR.

나. 글로벌 자금유입 구성비 (단위: GDP 대비 %)



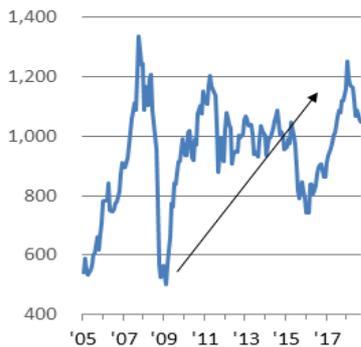
주: 신흥국은 중국 제외.  
자료: IIF.

- 급속한 자본유입에 신흥국이 거시건전성 수단(MPMs/CFMs\*)으로 대응(한국도 외환 부문 거시건전성 3종 세트 도입)하였음에도 자산가격 상승, 환율 하락(자국 통화 강세) 등이 초래됨.

\* MPMs(Macro-prudential Measures: 거시건전성 정책수단)

\* CFMs(Capital Flow Managements: 자본이동관리정책)

그림 4. MSCI 신흥국 주가지수  
(단위: Index)



자료: Bloomberg(검색일: 2018. 10. 10).

그림 5. MSCI 신흥국 통화지수  
(단위: Index)



자료: Bloomberg(검색일: 2018. 10. 10).

그림 6. 원/달러 환율  
(단위: 원/달러)



자료: BOK, ECOS(검색일: 2018. 10. 10).

- 美 통화정책 정상화(Fed 금리인상)가 본격화됨에 따라 신흥국에서의 자본유출 압력은 더욱 거세질 전망

- 미국경제가 호황 국면을 맞아 금리 인상 및 미 연준의 보유자산 축소 등이 가속화
- 이는 신흥국으로 유입되었던 외국인 투자자금의 유출 압력으로 작용

- 그동안 대다수 선행연구는 대내요인(pull factor)보다는 대외요인(push factor)이 신흥국 자본유출입에 더 큰 영향을 미쳤음을 보여줌.<sup>1)</sup>

- 실증분석 결과에 따르면 대내요인(pull factor)보다 대외요인(push factor)의 영향력이 큰 것을 확인
- 특히 前 인도중앙은행 총재 Raghuram Rajan은 미국 연준 및 선진국 중앙은행의 monetary stimulus를 주요 대외요인(push factor)으로 지목

- 지난 5월 8일 제롬 파월(Jerome Powell) 미 연준 의장 연설을 계기로 신흥국 자본유출입 결정요인(대외요인과 대내요인)을 둘러싼 논란이 다시 점화되고 있어 관련 논의의 재점검 및 대응 논리가 필요한 상황

- 제롬 파월(Jerome Powell) 의장은 신흥국으로의 대규모 자본유입은 ① 미 연준 기준금리 인하 전부터 시작되었고(그림 7)\* ② 신흥국과 선진국 간 성장률 차이와 동행하는 모습임(그림 8)\*\*을 강조하면서 신흥국으로의 純자본유입은 대외요인(push factor)보다 신흥국의 자체적인 대내요인(pull factor)에 기인한다고 주장<sup>2)</sup>

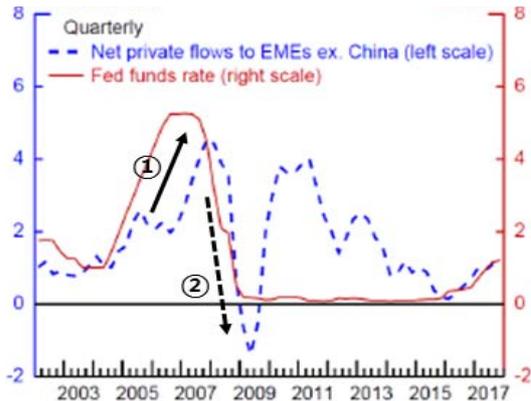
1) Koepke(2015), "What Drives Capital Flows to Emerging Markets," IIF Working Paper; 강태수 외(2015), 『국제금융시장 변동성 증대에 대응한 거시건전성정책 연구』, 연구보고서 15-02, 대외경제정책연구원.

\* 신흥국으로의 대규모 자본유입은 미 연준 기준금리 인하 전부터 시작

\*\* 신흥국 및 선진국 간 성장률 격차가 신흥국으로의 자본이동을 초래

그림 7. 순민간자본유입\* 및 미 연방기금금리

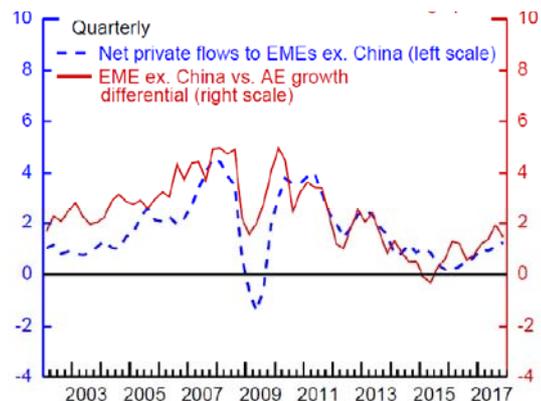
(단위: GDP 대비 %, %)



주: \* 4분기 이동평균(rolling average).  
자료: Powell(2018), Figure 4, p. 4.

그림 8. 순민간자본유입\* 및 선진국과 신흥국간 경제성장률 격차

(단위: GDP 대비 %, %포인트)



주: \* 4분기 이동평균(rolling average).  
자료: Powell(2018), Figure 5, p. 5.

## 2. 자본유출입 결정요인 분석(47개 국가 패널 데이터 활용)

■ [자료 및 분석방식] 1997~2015년, 47개 국가, 불균형 분기 패널 데이터

- 47개 국가를 선진국/신흥국으로 구분하는 한편 신흥국은 아시아(7개국), 동부유럽(9개국), 라틴아메리카(7개국), 기타 신흥국(8개국)으로 세분하여 자본유출입 결정요소 분석)
  - 기존 연구는 주로 선진국/신흥국으로 구분했으나 본 보고서는 신흥국가별 이질성을 고려하여 지역별로 더욱 세분함.
- 자본유출입 결정요소를 대외/대내 요인으로 구분하고, 각 그룹별 주요 결정변수를 분석
  - 대외요인(글로벌 요인, Push Factor): S&P 500 변동성 지수( $VIX$ ), 글로벌 상품가격지수( $CP$ ), 미국 단기금융시장 금리( $R^{US}$ ), 선진국 GDP 성장률( $GDP^{AE}$ )
  - 대내요인(개별국가 요인, Pull Factor): 개별국  $i$ 의 단기금융시장 금리( $R_i$ ), 개별국  $i$ 의 GDP 성장률( $GDP_i$ )

2) Jerome H. Powell(2018), "Monetary Policy Influences on Global Financial Conditions and International Capital Flows," "Challenges for Monetary Policy and the GFSN in an Evolving Global Economy" Eighth High-Level Conference 자료, Board of Governors of the Federal Reserve System. (5월 8일).

3) EU 선진국(9개국): 독일, 프랑스, 이탈리아, 네덜란드, 스페인, 포르투갈, 아일랜드, 핀란드, 키프로스; EU 외 선진국(7개국): 일본, 영국, 스위스, 뉴질랜드, 스웨덴, 덴마크, 아이슬란드; 아시아(7개국): 한국, 인도, 말레이시아, 태국, 인도네시아, 필리핀, 스리랑카; 동부유럽(9개국): 불가리아, 에스토니아, 루마니아, 크로아티아, 리투아니아, 슬로바키아, 체코, 폴란드, 슬로베니아; 라틴아메리카(7개국): 아르헨티나, 과테말라, 우루과이, 브라질, 멕시코, 콜롬비아, 파라과이; 기타 신흥국(8개국): 아르메니아, 몰도바, 남아프리카 공화국, 조지아, 러시아, 우크라이나, 키르기스스탄, 사우디아라비아.

■ [계량모형] 상기 대내외 요인을 설명변수로 하고, 포트폴리오 투자자금(채권+주식)을 종속변수로 하는 계량모형 설정

- 포트폴리오 투자자금(=순자본유입( $IF_{i,t}$ )): 총유입자금(외국인의 국내투자자금)과 총유출자금(내국인의 해외투자자금) 간 차이로 정의
- 내생성에 따른 추정 편의 문제를 완화하기 위해 대내외 요인은 모두 1분기 이전 값을 사용함(하첨자 t-1로 표시). 계량모형 식은 아래와 같음.<sup>4)</sup>

$$IF_{i,t} = \alpha + \underbrace{\beta_1 VIX_{t-1} + \beta_2 CP_{t-1} + \beta_3 R_{t-1}^{US} + \beta_4 GDP_{t-1}^{AE}}_{\text{대외요인}} + \underbrace{\beta_5 R_{i,t-1} + \beta_6 GDP_{i,t-1}}_{\text{대내요인}} + \delta t + \epsilon_t$$

■ [실증분석 결과] 자본유출입 결정요인이 신흥국/선진국별로 상이하며, 신흥국 내에서도 국가그룹별 이질성이 상당함을 확인(표 1 참고).

- [선진국 vs. 신흥국] 선진국으로의 자본유출입은 대내외 요인(pull/push factor)이 모두 통계적으로 유의한 반면, 신흥국은 대외요인(push factor)이 주요 결정변수인 것으로 나타나 선행연구들과 비슷한 결과 도출
- 선진국: 대외요인인 미국 금리( $R^{US}$ ), 선진국 GDP 성장률( $GDP^{AE}$ ) 상승 시 선진국으로의 순자본유입이 감소되는 반면, 대내요인인 개별국가 금리( $R_i$ )와 개별국 GDP 성장률( $GDP_i$ ) 등이 상승하면 순자본유입이 증가
- 신흥국: 대외변수인 글로벌 상품가격지수( $CP$ ), 미국 금리( $R^{US}$ )가 통계적으로 유의한 결과를 나타냄. 예컨대 미 금리가 상승할 때 신흥국으로의 순자본유입이 증가. 특히 신흥국(아시아, 동부유럽)으로의 자본유입은 미국 금리가 먼저 인하( $R_{t-1}^{US}$ )된 후 다음 분기(t 期)부터 증가하는 것으로 나타남. 이는 파월 의장의 주장("신흥국으로의 대규모 자본유입은 미 연준 기준금리 인하 전부터 시작")을 재고해볼 필요가 있음을 시사

표 1. 국가그룹별 자본유출입 결정요인에 대한 OLS 분석 결과

종속변수: $IF_{i,t}$	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	선진국	신흥국	아시아	동부 유럽	라틴 아메리카	기타 신흥국
$VIX_{t-1}$	-0.0230 (0.015)	-0.0039 (0.005)	-0.0111 (0.011)	0.0059 (0.012)	-0.0135 (0.011)	-0.0044 (0.008)
$CP_{t-1}$	0.0378 (0.024)	0.0079** (0.004)	0.0205 (0.011)	0.0029 (0.006)	0.0014 (0.005)	0.0078* (0.003)
$R_{t-1}^{US}$	-0.2360* (0.123)	-0.0476** (0.019)	-0.0840** (0.026)	-0.0811** (0.035)	0.0339 (0.039)	-0.0169 (0.029)
$GDP_{t-1}^{AE}$	-0.2914*** (0.078)	-0.0172 (0.029)	-0.0801** (0.024)	0.0098 (0.074)	-0.0210 (0.036)	0.0174 (0.041)

4)  $\alpha$ 와  $\delta t$ 는 각각 상수항과 추세를 의미하며,  $\epsilon_t$ 는 오차항을 나타냄.

표 1. 계속

대내요인	$R_{i,t-1}$	0.2563*** (0.069)	0.0038 (0.003)	0.0174** (0.006)	0.0040 (0.004)	0.0017 (0.008)	0.0117* (0.006)
	$GDP_{i,t-1}$	0.2554*** (0.086)	0.0026 (0.010)	0.0385* (0.018)	-0.0208 (0.030)	0.0261* (0.012)	0.0020 (0.004)
관측치 수		854	1,701	405	599	334	363
$R^2$		0.050	0.011	0.088	0.025	0.060	0.029

주: 1) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

2) ( ) 안의 숫자는 표준오차를 나타냄.

자료: 저자 계산.

- [신흥국 내 국가그룹 비교] 자본유출입 결정요인은 신흥국 내 4개 지역 국가그룹별로 상이함. 아시아 국가의 경우 대내외 요인이 모두 유의한 반면, 동부유럽은 대외요인, 라틴 아메리카는 대내외요인이 주요 결정 변수인 것으로 나타남.

■ [강건성 검증] 다섯 가지 강건성 검증을 통해 주요 실증분석 결과(표 1)의 신뢰성이 매우 높은 것을 확인할 수 있음(표 2 참고).

- [검증 항목] ① 개별국 특성변수를 대내외요인으로 포함한 확장모형 ② 고정효과를 포함한 패널모형 ③ 총 자본유입을 종속변수로 사용한 계량모형 ④ 실질금리를 사용한 계량모형 ⑤ 글로벌 위기 기간을 분석 기간에서 제외한 모형
- [표 2]에서는 주요 실증분석 결과(표 1)와 강건성 검증(①~⑤) 결과를 종합하여 각 대내외 요인과 자본유출입과의 상관관계 및 신뢰도를 히트맵(heat map)으로 표시함. 녹색 계열은 양의 상관관계를 나타내며, 붉은색 계열은 음의 상관관계를 나타냄. 색이 진할수록 여러 모형을 통해 검증된 강한 증거임을 의미함.

표 2. 국가그룹별 자본유출입 결정요인에 대한 OLS 분석 결과

종속변수: $IF_{i,t}$	(1) 선진국	(2) 신흥국	(3) 아시아	(4) 동부 유럽	(5) 라틴 아메리카	(6) 기타 신흥국
대외요인						
$VIX_{t-1}$						
$CP_{t-1}$		약한 양의 상관성	약한 양의 상관성			약한 양의 상관성
$R_{t-1}^{US}$	강한 음의 상관성	강한 음의 상관성	강한 음의 상관성	강한 음의 상관성		
$GDP_{t-1}^{AE}$	강한 음의 상관성		강한 음의 상관성			
대내외요인						
$R_{i,t-1}$	강한 양의 상관성		약한 양의 상관성			약한 양의 상관성
$GDP_{i,t-1}$	강한 양의 상관성		약한 양의 상관성		약한 양의 상관성	

주: ■ 강한 양의 상관성 ■ 약한 양의 상관성 ■ 강한 음의 상관성 ■ 약한 음의 상관성

자료: 저자 계산.

### 3. 美 금리 인상이 우리나라 자본유출입에 미칠 영향(TVP-VAR 모형 활용)

■ [분석 방법] 미국 통화정책이 우리나라 자본유출입에 미칠 영향을 시변 벡터자기회귀(Time-Varying Parameter Vector Autoregression, 이하 TVP-VAR) 모형으로 추정

- [TVP-VAR 모형] 동 모형은 VAR 모형의 계수와 오차항 분산이 시간에 따라 다른 값을 가질 수 있도록 허용하며, 경제구조의 점진적인 변화를 포착하는 데 적합한 ‘비선형 VAR 모형’임.

○ 모수(parameter)의 조건부 기댓값을 계산할 때 망각인자(forgetting factor)를 도입하여 추정시간을 단축하는 방법(“Large-TVP-VAR”<sup>5)</sup>)을 사용하여 추정

- [변수 구성]

\* 미국 금융시장 변수: 연방기준금리(Federal Funds Rate), 기간프리미엄, 신용스프레드

\* 국내 금융시장 변수: 장기금리, 원/달러 환율, 신용스프레드, 자본유출입(채권, 주식 및 기타 자금의 합계)

○ 자본유출입은 GDP 대비 비율을 사용함. 데이터 출처는 Federal Reserve Economic Data 및 한국은행 경제통계시스템임. 표본 기간은 1997년 1/4분기부터 2017년 4/4분기까지임.

- [구조적 충격의 식별] 출레스키 분해(Choleski Decomposition)의 단기제약을 이용하여 구조적 충격(Structural Shock)을 식별함.

○ 단기계약에서 유의할 점은 내생변수 순서를 정하는 것임(외생성이 강한 변수일수록 내생변수 벡터에서 우선순위를 차지함).

\* 본 보고서의 내생변수 순서는 「미국 신용스프레드-미국 연방기준금리-미국 기간프리미엄-한국 신용스프레드-한국 장기금리-환율-한국 자본유출입」으로 구성

○ 아래 분석은 미 연준이 대규모 자산매입을 종료한 2015년 이후부터 2017년 말까지 기간 중의 경제구조를 유지할 경우 미국 정책금리 인상이 초래하는 충격반응함수 결과임.

■ [분석 결과] 미 정책금리 인상 충격이 국내 금융시장 및 자본유출입 변동성에 미치는 효과는 제한적

- [그림 1]은 미국 정책금리 충격(1 표준편차 증가)에 대한 반응함수를 나타냄. 동 충격은 정책금리(US FFR)를 약 30bp 상승시키지만 미국 신용스프레드(US credit)나 기간프리미엄(US term)의 반응은 미미함. 국내 금융시장의 반응 역시 신용스프레드나 장기금리 5bp, 환율 0.05% 정도의 미미한 수준임(그림 9의 (가) 참고).

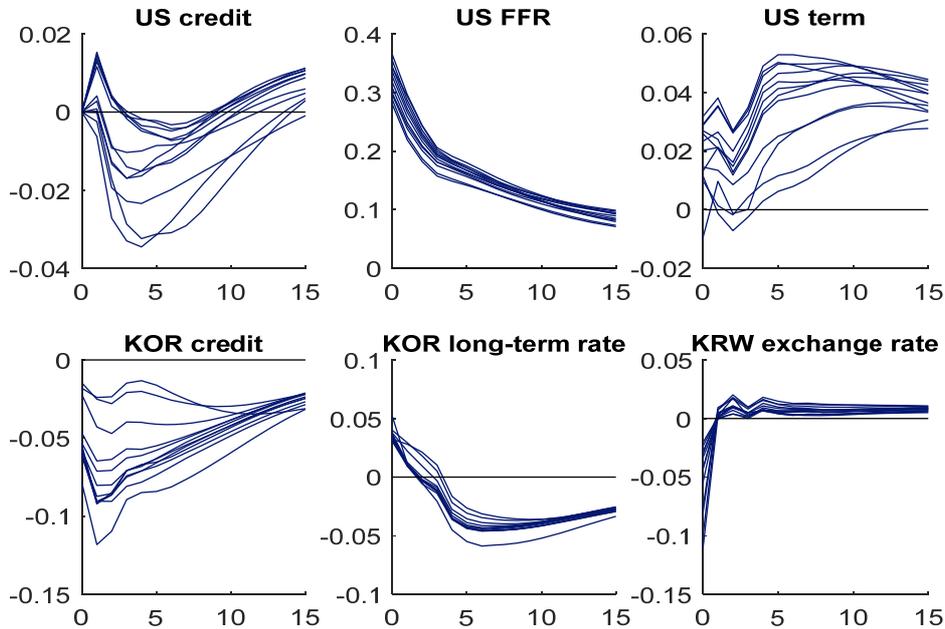
○ 이러한 결과는 기간 중 5회에 걸친 미국 정책금리 인상이 국내 금융시장에 큰 영향을 주지 못했음을 시사. 이는 미국 금리 인상이 느리고 예측 가능한 경로로 진행되어 시장 충격의 규모가 작았던 것과도 관련 있는 것으로 추정됨.

○ 한국으로의 자금유출입 반응도 해외 대출을 제외한 변수들은 규모가 작거나 일관되지 않은 모습을 보임(그림 9의 (나) 참고).

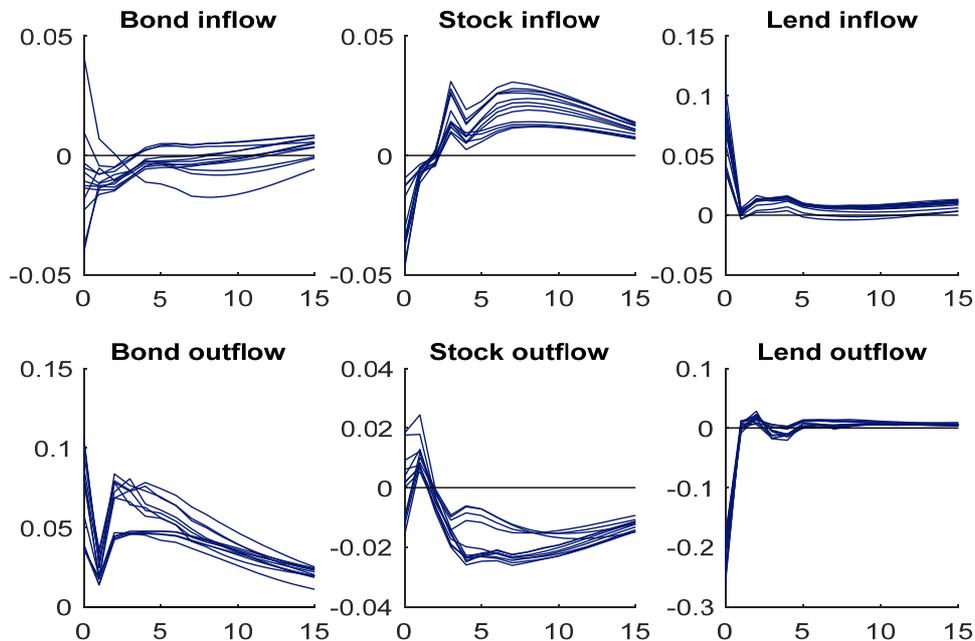
5) Koop and Korobilis(2013).

그림 9. 2015년 1/4분기~2017년 4/4분기, 미국 정책금리 충격

(가) 신용스프레드, 금리, 환율



(나) 자금유출입



주: US credit: 미국 신용스프레드 (Moody's Baa 채권금리와 10년물 국채금리 간 차이), US term: NY Federal Reserve Bank 공표 10년물 기간프리미엄(ACM Term Premium), US FFR: 미국 정책금리인 페더럴펀드 이자율, KOR credit: 국내 신용스프레드(회사채 3년물 AA-등급 금리와 국고채 3년물 금리 간 차이), KOR long-term rate: 국고채 3년물 금리, KRW exchange rate: 원/달러 환율, Bond inflow: 국제수지표 부채성증권(부채), Stock inflow: 국제수지표 지분성증권(부채), Lend inflow: 국제수지표 기타투자(부채), Bond outflow: 국제수지표 부채성증권(자산), Stock outflow: 국제수지표 지분성증권(자산), Lend outflow: 국제수지표 기타 투자(자산).  
자료: 저자 계산.

■ [시나리오 분석] 미 연준의 정책금리 인상, 기간프리미엄 확대, 신용스프레드 확대 등을 예상한 가상 시나리오를 상정한 후 국내 금융시장 및 자금유출입에 미칠 영향 추정

- [시나리오 가정] [표 3]은 2019~20년 중 미국 정책금리/기간프리미엄/신용스프레드에 발생할 예상 충격의 크기에 대한 시나리오 상황을 보여줌.
- 정책금리: 향후 미 연준 정책금리 예상 수준이 2018년 2.5%, 2020년 3.5%임을 반영, 2019년 3회, 2020년 1회 각 25bp 인상되는 것으로 가정
- 기간프리미엄: Goldman Sachs 전망치(2018년 1월 전망)를 감안하여 2019~20년 연간 12bp, 매 분기 고르게 상승할 것으로 가정
- 신용스프레드: 미국 통화정책 정상화는 금융시장의 불안을 야기할 수 있는바 이를 신용스프레드의 상승을 통해 반영함. 동 기간 중 2 표준편차 크기의 신용스프레드 상승 충격이 3회 발생하는 것을 가정

표 3. 미국 통화정책 정상화 시나리오

	2019.1Q	2Q	3Q	4Q	2020.1Q	2Q	3Q	4Q
정책금리	-	+25bp	+25bp	+25bp	-	+25bp	-	-
기간프리미엄	+3bp	+3bp	+3bp	+3bp	+3bp	+3bp	+3bp	+3bp
신용스프레드	-	+2SD	-	+2SD	-	+2SD	-	-

자료: 저자 계산.

■ [시나리오 분석 결과] 신용스프레드 확대, 장기금리·환율 상승 등 가격지표 변동성이 확대됨에도 자본이 純유출되지 않고 오히려 純유입되는 모습. 이는 국제금융시장이 불안해지는 상황에서 내국인의 해외투자자금이 환류되기 때문인 것으로 파악됨(표 4 및 그림 10 참고).

- [최근 경제구조가 유지될 경우 가정]
  - 금융시장에 미칠 충격의 크기: 신용스프레드 150bp, 장기금리 81bp, 환율 5.3% 상승
  - 자본유출입: 분기 GDP 대비 0.1% 純유출될 것으로 예상
- 외국인의 국내증권투자 유출(채권투자: GDP 대비 2.1%, 주식투자: 4.6%)에도 불구하고 내국인의 해외증권투자(채권투자: 3.9%, 주식투자: 2.6%) 자금이 환류되어 외국인 자본유출을 상쇄함에 따라 포트폴리오 투자 기준 純자본유출 규모는 소폭에 그칠 것으로 예상됨.
- [2000년대 중반의 경제구조 가정]
  - 금융시장에 미칠 충격의 크기: 신용스프레드 29bp, 장기금리 34bp, 환율 1.2% 상승
  - 자본유출입: 분기 GDP 대비 2.2% 純유출될 것으로 예상
- 외국인의 국내증권투자 유출(채권투자: GDP 대비 0.7%, 주식투자: 2.0%)
- 내국인의 해외증권투자 환류(채권투자: 0.4%, 주식투자: 0.9%)
- [글로벌 금융위기급 경제상황 가정]

- 금융시장에 미칠 충격의 크기: 신용스프레드 345bp, 장기금리 193bp, 환율 8.0% 상승
- 자본유출입: 분기 GDP 대비 7.6% 純유입될 것으로 예상
  - \* 외국인의 국내증권투자 유출(채권투자: GDP 대비 1.6% 유입, 주식투자: 6.4% 유입)
  - \* 내국인의 해외증권투자 환류(채권투자: 10.9%, 주식투자: 1.4%)
- 금융위기 상황에서도 내국인 해외증권투자자금 환류가 기대되는 이유는
  - ① 2014년 이후부터 「내국인 해외증권투자자금 > 외국인 국내증권투자자금」 구조가 갈수록 공고화되는 추세
    - 실제로 2010년 이후 최근까지의 내국인 해외 증권투자자금\*이 외국인의 국내증권투자자금\*\*을 상회
    - \* 분기 평균 124억 달러: 채권(37억 달러), 주식(87억 달러)
    - \*\* 분기 평균 91억 달러: 채권(40억 달러), 주식(51억 달러)
  - ② 국제금융시장 불안으로 신흥국 수익률 하락 시 신흥국에 투자된 내국인 투자자금의 환류
  - ③ 환율 급락에 따른 환차익 실현 기회 발생

표 4. 변수 누적 반응(2019~20년)

	신용 스프레드	장기 금리	환율	외국인 채권	외국인 주식	해외 채권	해외 주식	금융 계정
경제여건: 최근	1.50	0.81	5.25	-2.08	-4.60	-3.94	-2.64	-0.11
경제여건: 2000년대 중반 미국 금리 인상	0.29	0.34	1.19	-0.71	-2.03	0.39	-0.92	-2.21
경제여건: 글로벌 금융위기	3.45	1.93	8.04	1.59	-6.35	-10.93	-1.40	7.56

주: 1) 단위: %, 자본유출입은 GDP 대비.  
 2) 신용스프레드와 장기금리는 2019~20년 중 최대 반응 기준.  
 3) 환율 및 자본유출입 변수는 2019~20년 누적 반응 기준.  
 4) 금융계정에서 대출 및 차입은 제외.  
 자료: 저자 계산.

그림 10. 변수 누적 반응 요약(2019~20년)

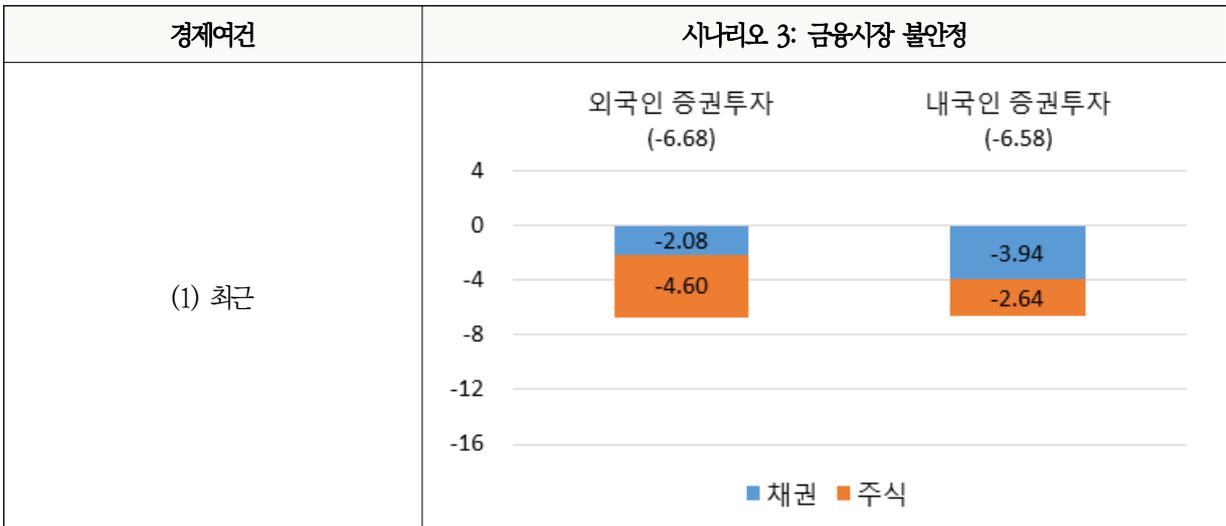
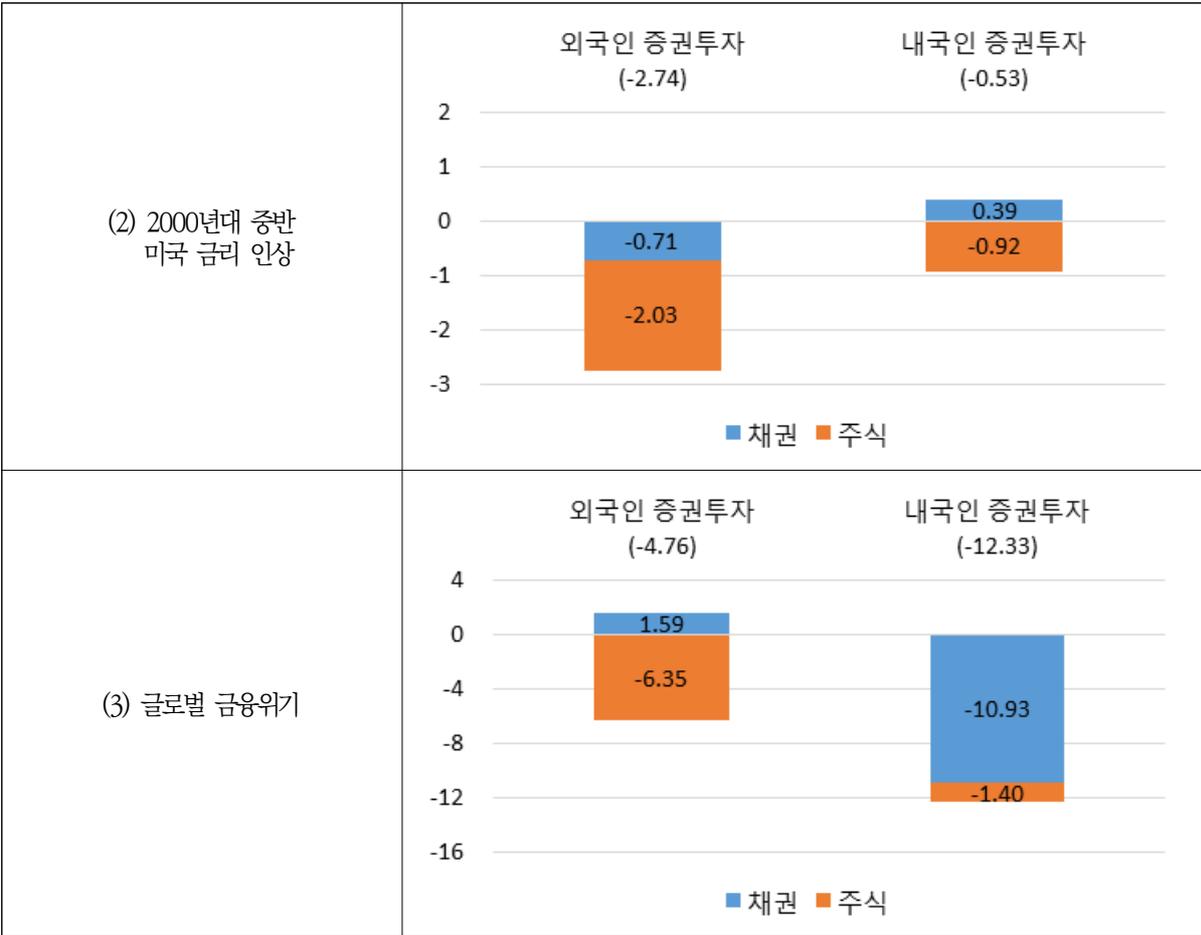


그림 10. 계속



주: ( ) 안은 채권과 주식의 합계.  
자료: 저자 작성.

## 4. 정책적 시사점

본 보고서는 다음 세 가지를 정책적 시사점으로 제시함.

- 내국인 해외투자의 경우 위기 상황에서 외화유동성 안전망의 역할을 수행함에 따라 정책활용도가 갈수록 높아질 것으로 기대
  - 경상수지 흑자가 국내에 머물기보다 내국인의 해외자산투자로 이어지면 원화 강제 압력을 완화할 뿐만 아니라 금융불안 상황 발생 시 국내로 환류되어 외화유동성 위기 발생을 억제하는 순기능 기대
- 자본흐름 패턴이 과거와 다른 새로운 구조로 변화한 바 통화정책도 이러한 흐름을 감안할 필요
  - 그동안 내외금리차 확대는 곧바로 자본유출로 이어진다는 우려가 컸으나 2014년 이후 「내국인 해외증권

투자자산 > 외국인 국내증권투자자산」 구조 정착 및 내국인 해외투자자금의 환류 가능성 상승 등으로 「내외금리차 확대 → 자본유출 증가」 리스크가 과거보다 줄어든 것으로 기대

■ 美 금리 인상이 주변국에 끼치는 경제적 외부효과(externality: 자본유출 리스크 등)의 부작용을 G20 재무장관·중앙은행 총재회의, IMF 연차총회, BIS 중앙은행 총재회의 등을 통해 꾸준히 제기할 필요

- 파월 의장의 주장은 美 금리 인상 충격이 부작용을 초래하더라도 이를 미국 때문이라고 비판하지 말고 신흥국이 자체적으로 대응하라는 뜻으로 해석됨.
- 하지만 미국 금리가 시차를 두고 신흥국 자본유입에 영향을 미치는 것으로 나타남. 이는 파월 의장의 주장(“신흥국으로의 대규모 자본유입은 미 연준 기준금리 인하 전부터 시작”)에 대해 재평가가 필요함을 시사 **KIEP**