

# 글로벌 금융위기 이후 국가간 자금흐름 분석과 시사점

임태훈 · 이동은 · 편주현



# 글로벌 금융위기 이후 국가간 자금흐름 분석과 시사점

임태훈 · 이동은 · 편주현

## Ⅰ 서 언 Ⅱ

2000년대 이후 선진 경제권을 중심으로 국제 자본시장의 통합이 가속화되었으며 국가간 자본의 이동도 빠르게 증가하였습니다. 2008년의 글로벌 금융위기는 자본시장의 통합으로 넓어진 국제 자본의 이동경로를 통해 전 세계의 거시경제, 금융시장에 막대한 영향을 미치기도 하였고, 글로벌 금융위기 이후에는 유래 없는 양적완화 정책과 초저금리 정책으로 말미암아 선진국에서 신흥국으로 막대한 자금이 흘러들어가기도 했습니다. 최근 양적완화가 종료되었고 향후 초저금리 정책의 정상화를 앞두고 있는데, 또다시 국제 금융시장의 변화가 예견되는 상황입니다.

본 보고서는 이렇듯 급변해온 국제 금융환경에 맞춰 변화한 국제 자본이동의 양상을 분석하고, 이에 대한 이해를 높이는 것을 목적으로 하고 있습니다. 본 연구는 다양한 자료를 바탕으로 한 미시적·거시적 실증분석을 통해 글로벌 금융위기 이후 국제 자본이동의 변화를 다양한 측면에서 분석하고, 이를 종합하여 앞으로 선진국 통화정책 기조의 변화와 국제 금융시장의 변동성에 따라 향후 국제 자본이동의 양상에 대한 시사점을 도출하려고 했다는 점에 의의가 있다고 하겠습니다.

본 연구의 주요 내용은 다음과 같습니다. 첫째, 신흥국 주식시장의 자본이동은 전 세계적인 요인(Push factor)에 많은 영향을 받는 반면, 채권시장에서의 자본이동은 국가 특성 요인(Pull factor)에 주로 영향을 받는 것으로 분석되었습니다. 또한 자본이동에 영향을 미치는 전 세계적인 요인은 글로벌 금융위기 전후 비슷한 영향을 보인 반면, 국가 특성 요인은 위기 이후에 그 영향이 두드러지게 나타난 것으로 분석되었습니다. 둘째, 글로벌 금융위기 이후 미국의 실질이

자율의 변화에 따라서 선진국의 자본이동은 영향을 받은 반면 신흥국에는 그 영향이 유의하지 않은 것으로 분석되었고, 미국시장의 금융시장 변동성이 증가하면 선진국의 주식시장에는 자본의 유입, 신흥국에는 자본의 유출이 일어날 것으로 분석되었습니다. 셋째, 한 국가에 투자하는 외국인투자자의 국적이 집중되어 있을수록 자본이동의 변동성이 높은 것으로 분석되었으며, 글로벌 금융위기 이후에는 투자자가 집중되어 있는 국가를 중심으로 자본의 유입이 일어난 것을 확인할 수 있었습니다.

위 내용을 종합해보면, 선진국의 금리인상 자체만으로는 신흥시장에 큰 영향을 미치지 않을 것으로 예상되는 반면, 금융시장의 변동성 상승이 동반되면 경제 펀더멘털이 약한 신흥국을 중심으로 자본의 유출이 시작될 것으로 볼 수 있습니다. 이에 더해 외국인투자자의 국적이 집중되어 있는 국가는 글로벌 금융위기 이후에 유입되었던 자금이 급격하게 빠져나갈 수 있는 가능성도 볼 수 있었습니다. 금리인상의 파급 경로는 매우 다양하고 복잡한 만큼 분석 결과의 해석에 일부 불확실성이 있을 수 있다는 점은 염두에 두어야 할 부분이기도 하나, 자본이동과 경제 주요 변수들 간의 연관관계와 상호작용에 대해 다방면으로 이해를 높여준 연구라고 평가합니다.

특히 우리나라는 2000년대 이후 자본시장의 개방이 가속화되고 있어 주식시장과 채권시장에서 외국인투자 비중이 지속적으로 증가하였을 뿐만 아니라, 2008년 글로벌 금융위기 시작 국면에서도 외국인 자금이탈로 인한 심각한 외환시장 불안을 경험하였기 때문에, 외부의 거시적 요인에 대한 이해와 더불어 외국인투자자의 미시적 특성을 이해하고자 하는 본 연구는 향후 우리나라 금융시장 안정을 위한 정책을 결정하는 데 기초자료로 기여할 수 있을 것으로 생각합니다.

이 연구는 본원 임태훈 부연구위원, 명지대학교 이동은 교수, 고려대학교 편주현 교수가 공동 집필하였습니다. 이 연구의 수행 과정에서 소중한 조언과 관심을 아끼지 않은 본원의 윤덕룡 선임연구위원과 금융연구원의 박해식 선임연구위원, 기획재정부 윤태식 과장과 신중범 과장, 경희대학교의 안지연 교수, 그리고 익명의 심의위원들에게 감사의 뜻을 표합니다. 또한 자료의 편집에 노고를 아끼지 않은 이강희 주임연구조원에게 감사의 마음을 표합니다. 본 보고서가 정책당국자와 이 주제에 관심을 갖고 있는 분들께 도움이 되기를 바랍니다.

2014년 12월

원장 이일형

## 국문요약

본 연구에서는 글로벌 금융위기를 전후로 선진국 및 신흥 개발도상국으로 포트폴리오 자본이 이동하는 결정요인을 분석함으로써 국가간 자금흐름의 구체적인 특성과 패턴에 대한 이해를 높였다. 본 연구에서는 국가간 자본이동을 견인하는 전 세계적 요인(Push factor)과 국가 특성 요인(Pull factor)을 구분하여 주식과 채권자본의 순 유출입에 미치는 영향을 분석하였으며, 글로벌 금융위기 이후 주요 관심사가 되고 있는 미국의 통화정책 변화와 미국 금융 시장 불확실성 확대 충격이 미국을 중심으로 한 해외 주식과 채권 투자에 미치는 영향에 대한 분석 또한 실시하였다. 거시적인 관점에서 자본이동의 결정요인을 분석할 뿐만 아니라 미시적인 관점에서 투자자의 행태가 국가간 자본이동에 미치는 영향을 분석하여 기존의 연구에서 볼 수 없었던 자본이동의 총체적인 결정 요인에 대하여 논의하였다.

신흥국 및 개발도상국의 주식자본 순 유입은 글로벌 리스크의 변화와 같은 전 세계적 요인에 의해 유의한 영향을 받는 것으로 나타났고, 채권자본 순 유입은 금융시장의 발전 정도와 같은 국가 특성 요인에 따라 유의한 영향을 받는 것으로 나타났다. 또한 선진국과 신흥 개발국가로의 포트폴리오 자본 순 유입을 견인하는 요인들이 각각 상이하며, 글로벌 금융위기를 기점으로 포트폴리오 순 유입을 결정하는 요소들의 영향이 변화하였음을 확인하였다. 글로벌 리스크의 증가와 같은 전 세계적 요인의 변화는 글로벌 금융위기 전후에 상관없이 신흥국 및 개발도상국으로 주식자본의 순 유입을 낮추는 방향으로 작용하는 것을 관찰하였으나, 개별 국가의 금융시장 발전 정도 또는 자본자유화 정도와 같은 국가 특성 요인은 글로벌 금융위기 이후 신흥개발국의

로의 포트폴리오 자본, (특히 채권자본) 순 유입을 추가적으로 견인하였던 것으로 나타났다.

글로벌 금융위기를 전후한 미국의 통화정책과 글로벌 리스크의 변화가 해외 포트폴리오에 미치는 영향을 분석한 결과, 글로벌 금융위기 이후 미국의 실질이자율 하락과 같은 충격에 대해 미국 투자자들은 신흥개발국의 채권과 주식의 투자에 유의한 반응을 보이지 않았음이 나타났다. 미국의 실질이자율 변화에 따른 포트폴리오 자본이동에 대한 분석 결과는 ① 미국 실질이자율의 양적완화 정책 대응 변수로서의 유효성과 ② 글로벌 리스크, 개발도상국의 환율변수 등 미국 실질이자율이 직간접적으로 영향을 미치는 다양한 경로를 고려할 때 해석에 주의가 필요하며, 앞으로 추가 연구가 필요한 부분이다. 한편 글로벌 금융시장 불확실성 확대 충격에 대해 미국 투자자들은 선진국 주식 순 매수를 늘리는 반응이 관찰되었고, 신흥개발국에 대해서는 주식 순 매수를 줄이는 반응이 관찰되었다.

마지막으로 미시적인 자본이동 및 변동성의 결정요인으로 고려한 투자자 기반 집중도가 국가간 자본이동에 미치는 영향을 분석한 결과, 투자자의 국적에 따른 투자 집중도가 자본이동의 변동성을 유의하게 높인다는 사실을 발견했고, 여러 기관투자자의 유형 중에는 헤지펀드의 참여율이 높을수록 자본이동 변동성이 높아진다는 결과를 얻었다. 표본을 선진국과 신흥개발국으로 나누어 분석한 결과에서는 투자자 기반 집중도가 자본이동의 변동성에 미치는 영향이 선진국의 표본에서는 통계적으로 유의하지 않았지만, 반대로 신흥개발국의 표본에서는 유의한 양의 상관관계가 나타났다. 글로벌 금융위기 전후로 투자자 기반 집중도와 자본이동 변동성 간의 관계는 변함없이 양의 관계임을 확인했고, 투자자 기반 집중도와 자본이동 간의 관계는 글로벌 금융

위기 이후 투자자 집중도가 높은 국가일수록 자본 유입의 규모가 커지는 것을 확인했다.

이러한 분석 결과들을 종합해보면 크게 다음 세 가지 시사점을 도출할 수 있다. 첫째, 글로벌 금융위기 이후 신흥국 및 개발도상국으로 유입된 포트폴리오 자본 중 일부는 전 세계적인 요인에 반응한 부분도 존재하지만, 포트폴리오 자본 전체를 보았을 때 국가 자체적인 펀더멘털 요인에 따라 차별적으로 결정되는 부분이 상당하다는 것을 확인할 수 있다. 그러므로 신흥국 및 개발도상국 정책 입안자 및 집행자는 국내 실물경제 및 자본시장 안정을 위해 시시각각 변화하는 선진국들의 정책 변화에 따른 대응전략을 구상하는 것도 중요하지만, 개별 국가의 특성 요인을 정비하여 국가 펀더멘털을 강화하고 다른 신흥개발국과 차별화하는 장기적인 정책을 수립하는 것이 효과적인 대응방안일 수 있다.

둘째로, 미국의 테이퍼링이 종료된 이 시점에서 향후 실질이자율이 상승한다면 미국인 투자자들은 신흥개발국보다는 선진국의 금융시장을 중심으로 이탈할 가능성이 있음을 확인하였다. 다만 본 연구에서 실시한 미국의 양적완화 정책에 대한 분석은 미국 투자자만을 대상으로 한 것이기 때문에 기타 외국 투자자의 신흥개발국 금융시장으로부터의 이탈 가능성을 배제할 수는 없고, 신흥개발국의 펀더멘털에 따라서 신흥국가간 상이하게 자본유출입이 일어날 수 있다는 점은 주의를 요하는 부분이다. 한편 국제 금융시장의 불확실성이 확대된다면 미국 투자자들은 다른 선진국의 주식 비중을 늘리면서 신흥개발국의 주식 비중을 줄이는 선택을 할 것으로 예상할 수 있었다. 불확실성의 확대와 더불어 금리 인상이 이루어진다면 선진국에서는 채권, 신흥국에서는 주식시장에서 미국 자본의 유출이 일어날 수 있음을 유추할 수 있다.

마지막으로 글로벌 금융위기 이후에 투자자 기반 집중도가 높은 신흥국 주식시장으로 주식자본의 유입이 많아졌음을 확인하였는데, 투자자 기반 집중도가 높은 국가는 자본이동의 변동성이 높다는 분석 결과를 감안하면 글로벌 금융위기 이후에 높은 자본이동 변동성이 잠재된 국가로 주식시장 자본이 유입되었다고 해석할 수 있다. 이는 향후 자본시장의 불확실성과 변동성이 높아지게 되면 오히려 해당 신흥개발국 주식시장에서 자본이 빠져나가며 혼란을 야기할 수 있으므로 철저한 자본 관리 및 모니터링을 요한다고 하겠다.

Ⅰ 서언 .....	3
Ⅰ 국문요약 .....	7
Ⅰ 제1장 서론 .....	17
Ⅰ 제2장 글로벌 금융위기 전후 국가간 자금흐름의 결정요인 분석 .....	25
1. 글로벌 금융위기 당시 해외 포트폴리오 자본 유출입 현황 .....	26
2. 글로벌 금융위기를 전후한 자본 순 유(출)입의 결정요인 분석 .....	33
가. 연구의 배경: 세계적 요인 vs. 국가 특성 요인 .....	33
나. 자본 순 유(출)입 결정요인: 실증 모형과 분석 .....	39
다. 글로벌 금융위기 이후 자본 순 유입의 결정 .....	50
3. 소결 .....	54
Ⅰ 제3장 미국의 통화정책 및 글로벌 리스크 변화가 국가간 자금흐름에 미치는 영향 .....	57
1. 미국 양적완화와 금융시장 .....	58
2. 미국의 금융 충격이 해외 포트폴리오 투자에 미친 영향 .....	67
가. 연구의 배경 .....	67
나. 자료 및 분석방법 .....	68
다. 실증분석 결과 .....	73
3. 소결 .....	87

<ul style="list-style-type: none"> <li> <ul style="list-style-type: none"> <li> <ul style="list-style-type: none"> <li>가. 연구의 배경</li> <li>나. 외국인투자자 기반 집중도</li> <li>다. 외국인투자자 기반 집중도와 자본이동의 변동성</li> </ul> </li> <li>2. 글로벌 금융위기 이후의 투자자 기반 집중도와 자본의 이동</li> <li>3. 소결</li> </ul> </li> </ul>	89
<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 외국인투자자 기반 집중도와 자본이동의 변동성</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>가. 연구의 배경</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>나. 외국인투자자 기반 집중도</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>다. 외국인투자자 기반 집중도와 자본이동의 변동성</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>2. 글로벌 금융위기 이후의 투자자 기반 집중도와 자본의 이동</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>3. 소결</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 외국인투자자 기반 집중도와 자본이동의 변동성</li> </ul>	90
<ul style="list-style-type: none"> <li>가. 연구의 배경</li> </ul>	90
<ul style="list-style-type: none"> <li>나. 외국인투자자 기반 집중도</li> </ul>	93
<ul style="list-style-type: none"> <li>다. 외국인투자자 기반 집중도와 자본이동의 변동성</li> </ul>	97
<ul style="list-style-type: none"> <li>2. 글로벌 금융위기 이후의 투자자 기반 집중도와 자본의 이동</li> </ul>	106
<ul style="list-style-type: none"> <li>3. 소결</li> </ul>	111
<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 외국인투자자 기반 집중도와 자본이동의 변동성</li> </ul>	90
<ul style="list-style-type: none"> <li>가. 연구의 배경</li> </ul>	90
<ul style="list-style-type: none"> <li>나. 외국인투자자 기반 집중도</li> </ul>	93
<ul style="list-style-type: none"> <li>다. 외국인투자자 기반 집중도와 자본이동의 변동성</li> </ul>	97
<ul style="list-style-type: none"> <li>2. 글로벌 금융위기 이후의 투자자 기반 집중도와 자본의 이동</li> </ul>	106
<ul style="list-style-type: none"> <li>3. 소결</li> </ul>	111
<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 결론</li> </ul>	114
<ul style="list-style-type: none"> <li>2. 정책적 시사점</li> </ul>	117
<ul style="list-style-type: none"> <li>1. 결론</li> </ul>	114
<ul style="list-style-type: none"> <li>2. 정책적 시사점</li> </ul>	117
<ul style="list-style-type: none"> <li>참고문헌</li> </ul>	131
<ul style="list-style-type: none"> <li>Executive Summary</li> </ul>	135

## 표 차례

표 2-1. 기초통계량 .....	43
표 2-2. 선진국의 순 자본 유출입의 결정(1986~2012) .....	45
표 2-3. 신흥국 & 개발도상국의 순 해외 자본 유출입의 결정(1986~2012) .....	47
표 2-4. 글로벌 금융위기 전후 순 자본 유출입의 결정 .....	52
표 4-1. 자본이동 변동성과 투자자 기반 집중도 .....	100
표 4-2. 선진국의 자본이동 변동성과 투자자 기반 집중도 .....	102
표 4-3. 신흥개발국의 자본이동 변동성과 투자자 기반 집중도 .....	103
표 4-4. 자본이동 변동성과 투자자 기반 집중도(강건성 확인) .....	105
표 4-5. 신흥개발국의 자본이동 변동성과 투자자 기반 집중도 .....	107
표 4-6. 글로벌 금융위기 이전과 이후의 자본이동과 투자자 기반 집중도 .....	109
표 4-7. 신흥개발국의 자본이동 변동성과 투자자 기반 집중도 .....	110

## 그림 차례

그림 2-1. 선진국들의 포트폴리오 자본 순 유출입 .....	30
그림 2-2. 신흥개발국들의 포트폴리오 자본 순 유출입 .....	31
그림 3-1. 미 연준 보유자산 규모 .....	60
그림 3-2. 미국 장단기 이자율 추이 .....	61
그림 3-3. 미국 30년 모기지 금리 추이 .....	62
그림 3-4. 다우존스 산업평균 지수 .....	63
그림 3-5. 외국인의 미국 국채 순 매수 .....	63
그림 3-6. 외국인의 미국 정부기관 채권 순 매수 .....	64
그림 3-7. 외국인의 미국 회사채 순 매수 .....	64
그림 3-8. 외국인의 미국 주식 순 매수 .....	65
그림 3-9. 미국인의 외국 채권 순 매수 .....	65
그림 3-10. 미국인의 외국 주식 순 매수 .....	66
그림 3-11. 미국의 실질 정책이자율과 실질 10년 국채 이자율 .....	70
그림 3-12. VIX Index의 추이 .....	71
그림 3-13. 미국 실질이자율 충격에 대한 외국인의 미국 금융자산 순 매수 반응 .....	74
그림 3-14. 미국 실질이자율 충격에 대한 미국인의 외국 금융자산 순 매수 반응 .....	76
그림 3-15. 금융시장 변동성 충격에 대한 외국인의 미국 금융자산 순 매수 반응 .....	77
그림 3-16. 금융시장 변동성 충격에 대한 미국인의 외국 금융자산 순 매수 반응 .....	79

그림 3-17. 미국 실질이자율 충격에 대한 미국인의 선진국 금융자산 순 매수 반응 .....	82
그림 3-18. 금융시장 변동성 충격에 대한 미국인의 선진국 금융자산 순 매수 반응 .....	83
그림 3-19. 미국 실질이자율 충격에 대한 미국인의 신흥개발국 금융자산 순 매수 반응 .....	83
그림 3-20. 금융시장 변동성 충격에 대한 미국인의 신흥개발국 금융자산 순 매수 반응 .....	84
그림 3-21. 미국 실질이자율 충격에 대한 미국인의 한국 금융자산 순 매수 반응 .....	85
그림 3-22. 금융시장 변동성 충격에 대한 미국인의 한국 금융자산 순 매수 반응 .....	86
그림 4-1. 신흥국의 투자자 기반 집중도와 시가총액 .....	96
그림 4-2. 선진국의 투자자 기반 집중도와 시가총액 .....	97
그림 5-1. 우리나라 외국인 주식 순 매수와 채권 순 투자 연도별 추이 .....	118
그림 5-2. 우리나라 외국인 주식 순 매수와 채권 순 투자 월별 추이 .....	120
그림 5-3. 미국 기준금리 인상과 외환위기 .....	124

글로벌 금융위기 이후 국가간 자금흐름 분석과 시사점

# 제1장 서론



2008년 미국 서브프라임모기지 사태로 시작된 글로벌 금융위기(global financial crisis)는 발발 이후 금융 경로(financial linkage)를 통해 전 세계에 빠르게 전이되었는데, 1930년대의 대공황(the Great Depression)에 견주어 대침체(the Great Recession)라 부를 만큼 세계 각국의 거시경제, 금융시장에 막대한 영향을 미쳤다. 금융기술과 정보통신기술의 발달을 기반으로 전개되어온 금융통합(financial integration)은 그동안 세계경제 발전에 기여하여 왔다고 평가받고 있었으나, 금융위기가 시작되자 위기 전이(contagion)를 가속화하는 창구 역할을 하게 된 것이다.

2000년대 이후의 국제 자본시장은 미국을 중심으로 한 선진국의 경기와 통화정책 기조에 따라 다음의 네 시기로 나누어 볼 수 있다. 먼저 첫째 시기는 글로벌 금융위기 이전에는 미국과 일본 등 선진국의 확장적 통화정책으로 인해 풍부해진 유동성이 신흥국 및 개발도상국(이하 신흥개발국)으로 유입되었던 시기였으며, 이 시기 신흥개발국에 유입된 자금은 해당국의 금융시장 확장과 발전에 기여하였다. 둘째는 2008년 미국 서브프라임 사태 초기에 안전자산 선호 현상으로 인해 신흥개발국에서 외국인 금융 투자자가 급속히 이탈하면서 신흥개발국 금융시장과 외환시장에 큰 혼란이 야기된 시기이다. 이 당시 우리나라 원/달러 환율도 60% 이상 큰 폭으로 평가절하되었다. 셋째 시기는 2008년 12월 미국을 시작으로 선진 각국이 초저금리와 양적완화 정책을 시행하여 다시 글로벌 유동성이 확대되는 시기였다. 선진 각국은 양적완화 정책으로 대표되는 비전통 통화정책으로 금융시장의 유동성 확대를 해왔으며, 이러한 통화 금융 정책으로 세계경제가 안정을 찾은 것은 사실이지만, 이 시기 확대된 유동성이 미칠 수 있는 부작용에 대한 우려도 상존하고 있다. 마지막으로 넷째 시

기는 2013년 5월 미국의 양적완화 축소 논의를 시작으로 한 선진국 통화정책의 정상화와 금리 상승 시기가 될 것이다. 미국이 양적완화 축소를 시사하는 발표를 하자 일부 신흥개발국 금융시장에서는 외국인의 자본 이탈 현상이 가시화되었으며, 이에 따라 해당국의 자산 가격 폭락과 급격한 환율 평가절하 등 위기의 징후가 나타나기도 하였다. 언론에서는 미국의 양적완화 축소 관련 발표 이후 금융시장의 혼란이 야기된 일부 신흥개발국들을 위기 취약 5개국(Fragile 5), 혹은 벼랑끝 8개국(Edge 8) 등으로 지칭하며 세계경제의 위협요인으로 제시하고 있기도 하다

본 보고서는 이렇듯 급변해온 국제 금융환경에 맞춰 변화한 국제 자본 이동의 양상을 분석하고, 이에 대한 이해를 높이는 것을 목적으로 한다. 즉, 본 보고서는 다양한 자료를 바탕으로 한 미시적, 거시적 실증분석을 통해 글로벌 금융위기 이후 국제 자본이동이 이전 시기와 비교하여 어떻게 변화하여 왔으며 앞으로 선진국의 통화정책 기조가 바뀌게 되면 어떠한 양상으로 변화할 것인지에 대한 전망을 하는 것을 목표로 하고 있다.

글로벌 금융위기 이후 주요 선진국들의 저금리와 양적완화 정책으로 팽창된 글로벌 유동성(global liquidity)은 금리 재정거래 유인을 확대시켰고, 높은 수익률을 찾아나선 선진국 투자자들은 상대적으로 성장 속도가 빠른 신흥개발국 금융시장에 상당 규모 투자하였다. 이렇게 유입된 자본의 특성과 내재되어 있는 위험성에 대한 연구는 아직 충분히 이루어지지 않았고, 특히 우리나라를 중심으로 한 분석은 드문 실정이다. 따라서 본 보고서에서는 글로벌 금융위기 이후에 신흥개발국 금융시장에 유입된 자본의 특성을 분석함으로써 향후 국제 금융환경에 대한 전망을 시도하고 자본이탈 위험성에 대해 분석하였다. 본 보고서에서는 국제 자본이동에

대한 거시 자료를 분석하는 한편, 전 세계 기관투자자의 주식 보유 현황을 나타내는 자료를 미시적 관점에서 분석하여 다양한 각도에서 국제 자본이동에 대한 함의를 도출하고자 한다.

제2장에서는 1985~2012년까지 IMF의 연간 외국인 포트폴리오 투자 자료를 바탕으로 주식시장과 채권시장에서 외국인투자 결정요인이 무엇인지, 글로벌 금융위기 이후 그 결정요인에 변화가 있었는지를 분석하였다. 특히, 자본이동의 결정요인에서 전 세계적인 금융시장의 변화 요인과 국가 특성 요인을 비교하여 어느 요인이 중요한지, 이러한 요인들이 신흥국과 선진국에 다르게 작용하는지, 주식시장과 채권시장의 자본 흐름에 어떤 차이가 있는지를 분석하였다.

제2장의 분석 결과, 신흥개발국 주식시장의 자본 순 유입은 국가 특성 요인 보다는 글로벌 리스크와 같은 전 세계적인 요인에 유의한 영향을 받는 것으로 나타났고, 선진국과 신흥국의 채권시장 순 유입은 주로 국가 특성 요인에 유의한 영향을 받는 것으로 나타났다. 전 세계적인 요인 중에 중요한 변수로 고려했던 미국의 단기 실질이자율은 선진국이나 신흥개발국 채권시장의 순 유입에 유의한 영향을 미치지 않았다는 점은 우리가 예상했던 바와 다르지만 Forbes and Warnock(2012)의 결론과 일치하기도 한다. 다만, 이자율의 파급효과가 다양한 경로로 나타날 수 있다는 점, 미국의 실질이자율이 선진국의 통화정책 변수를 온전히 반영하지 않을 수 있다는 점은 결과의 해석에 주의를 요하며, 정책 변수로 이자율을 분석할 때 연간 자료를 사용한다는 한계를 극복하기 위해 3장에서는 월간 자료를 이용해 미국 통화정책의 효과를 추가로 분석하였다.

또한 제2장에서는 글로벌 금융위기 전후로 자본이동에 미치는 요인들의 유의함에 변화가 있는지 살펴보았다. 전 세계적인 요인인 글로벌 리스크는 금융위기 전후에 상관없이 주식자본의 순 유입의 감소를 유발하는 것으로 나타났고, 개별 국가의 금융시장 발전 정도와 같은 국가 특성 요인은 금융위기 이후에 채권시장의 순 유입에 추가적인 영향을 미친 것으로 나타났다. 즉, 주식시장에 영향을 미치는 요인은 글로벌 금융위기 이전과 이후가 크게 다르지 않지만, 글로벌 금융위기 이후의 채권시장의 자본이동은 모든 나라에 무차별적으로 적용되는 전 세계적인 요인보다 각 나라의 개별 특성을 반영하는 요인에 더 반응했다고 할 수 있고, 이는 개별 국가의 펀더멘털이 국가간 채권자본이동에 더욱 중요한 역할을 했다고 해석할 수 있다.

제2장에서 연간 자료를 바탕으로 투자를 받는 국가의 유입액을 기준으로 패널 분석을 하였다면, 제3장에서는 월간 자료를 이용하여 미국 투자자가 선진국과 개도국, 그리고 우리나라에 어떠한 포트폴리오 투자를 하였는지를 글로벌 금융위기 전후로 비교 분석하였다. 이를 위해 제3장의 분석에서는 2000년 1월부터 2014년 2월까지 미국 재무부 국제금융 자료를 이용하였으며, 글로벌 금융위기의 진원지인 미국과 기타 투자국 간의 쌍방 포트폴리오 투자를 벡터자기상관회귀 모형(VAR: Vector Autoregressive model) 추정을 통해 분석하였다. 미국의 테이퍼링과 금리인상이 향후 가장 주목되는 국제 금융 이슈일 뿐만 아니라, 미국 투자자는 2014년 8월 현재 우리나라 주식시장과 채권시장에서 가장 많은 자산을 보유하고 있기 때문에<sup>1)</sup> 미국을 중심으로 한 투자 행태 분석은 향후 국제금융시장을 이해하는 데 필수 요소이다.

---

1) 2014년 8월 현재 우리나라 주식시장 외국인투자액 중 미국인 투자가 차지하는 비중은 39%이며, 채권시장 외국인투자액 중 미국인 투자가 차지하는 비중은 19.6%이다. 금융감독원(2014. 8), 보도자료, <http://www.fss.or.kr>(검색일: 2014. 9. 20).

제3장의 주요 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 글로벌 금융위기 이전 미국 투자자들은 실질이자율 상승 충격에 대해 선진국의 채권과 주식의 포트폴리오를 통계적으로 유의하게 조정하지 않았으나, 위기 이후에는 선진국 채권과 주식의 순 매수를 줄이는 반응이 관찰되었다. 그러나 같은 충격에 대해 미국(선진국) 투자자들은 신흥개발국의 채권과 주식에 대한 자산 보유 포트폴리오를 변화시키지는 않았고 이는 제2장에서도 관찰된 동일한 결과이다. 둘째, 글로벌 금융시장 변동성 확대 충격에 대해 글로벌 금융위기 이전에는 미국 투자자들이 선진국 채권과 주식의 순 매수를 늘리는 반응이 유의하게 관찰되었으나, 위기 이후에는 채권 순 매수에 대한 반응은 유의성을 잃고, 주식 순 매수 증가 반응만 유의하게 관찰되었다. 반면 신흥개발국에서는 미국 금융시장의 불확실성 확대 충격에 대해 미국 투자자들의 주식 순 매수 감소 반응이 관찰되었는데, 이는 역시 제2장의 결과와도 일치하며 향후 미국 금융시장에 불확실성이 발생하면 미국 투자자는 다른 선진국 주식 순 매수를 늘리지만 신흥개발국 주식 순 매수는 줄이는 포트폴리오 조정이 가능함을 보여주고 있다. 마지막으로 미국 투자자는 글로벌 금융위기 이후 실질이자율 충격에 대해 우리나라 채권 시장과 주식시장의 포트폴리오 조정을 하지 않고 있지만, 금융시장 불확실성 충격에 대해서는 우리나라 채권시장 순 매수를 줄이는 반응을 보이고 있다. 이는 우리나라 자본시장에는 미국 통화 긴축 충격보다는 불확실성 증가에 따른 충격이 외국인 자금 이탈을 야기할 수 있음을 보여주고 있다.

제4장에서는 2장과 3장에서 고려했던 거시적인 자본이동의 측면보다는 국제 금융시장에 나타나는 투자자의 미시적 구조를 중심으로 글로벌

금융위기를 전후한 국제 자본이동에 대해서 분석해보았다. 즉 국제 금융 시장에서 투자자의 행태에 기반을 둔 자본이동 결정요인을 추가로 고려함으로써, 기존의 거시적인 측면에서 자본이동을 분석한 연구에서 간과하였던 국가간 자본이동의 동인과 특성에 대한 이해를 높였다. 이 장에서는 팩트세트 보유자산(Factset Ownership) 자료를 이용하여 투자자 기반의 집중되어 있는 정도가 자본이동 변동성에 미치는 영향을 살펴보고, 글로벌 금융위기 이전과 이후에 국가간 자본이동의 양상과 투자자 기반 집중도와와의 연관성을 중심으로 분석해보았다. 한 자산의 투자자 기반이란 그 자산을 보유한 투자자를 의미하는데, 자산이 여러 투자자들에게 분산되어 있는지 특정 투자자에게 집중되어 있는지 수치화하여 분석하였다. 비슷한 목적과 동기를 가진 외국인투자자들이 한 나라의 투자자 기반의 대부분을 구성한다면 그 투자자들이 그 나라의 자산을 팔거나 살 때 거래의 반대편에 있어줄 외국인투자자가 부족할 수 있고, 결과적으로 자본이동의 변동성이 높아질 수 있다는 가설을 세우고 검정을 해보았다. 분석 결과, 한 나라의 주식시장에서 외국인투자자의 기반 집중도가 높을수록 자본이동의 변동성이 높게 나타났고, 이 관계는 선진국 보다는 신흥개발국에서 더 유의하게 나타났다. 자본이동 변동성과 투자자 기반 집중도의 관계는 금융위기의 전과 후에 차이가 없이 유의미한 것으로 나타났지만, 자본이동과 투자자 기반 집중도는 유독 금융위기 이후 양의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이는 금융위기 이후의 자본 유입은 투자자 기반 집중도가 높은 나라에서 주로 일어났다고 해석할 수 있다. 금융위기 이후부터 2014년까지 지속되어왔던 확장적 통화정책의 방향이 전환된다면 자본이동의 방향이 뒤바뀌게 될 가능성이 있고 이는 자본이동의 변동성을 높이

는 위험요인으로 작용할 수 있다.

특히 우리나라는 2000년대 이후 자본시장의 개방이 가속화되고 있어 주식시장과 채권시장에서 외국인투자 비중이 지속적으로 증가하였을 뿐만 아니라, 2008년 글로벌 금융위기 시작 국면에서도 외국인 자금 이탈로 인한 심각한 외환시장 불안을 경험하였기 때문에, 향후 발생 가능한 국제 금융 불안 요인에 대해 진단하고 이해를 높이는 연구가 필요하다고 판단한다. 우리나라 자본시장은 외국인 비중이 꾸준히 증가하여 2014년 8월 현재 우리나라 주식의 32.6%, 채권의 6.8%를 외국인이 보유한 상황에서, 외부의 거시적 요인에 대한 이해와 더불어 외국인투자자의 미시적 특성을 이해하는 것은 향후 우리나라 금융시장 안정을 위한 정책을 결정하는 데 기초자료로서 기여할 수 있을 것으로 판단한다. 본 연구의 결과를 통해 금융시장 참여자와 정책당국자 모두에게 국제 금융 자금흐름에 대한 이해를 높이고 불확실한 금융시장에 대한 대안을 모색하는 데 도움이 될 수 있을 것이다.

본 보고서는 다음과 같이 구성되어 있다. 제2장에서는 2008년 금융위기 전후 국가간 자금흐름의 현황을 점검하며 전망을 위한 자금흐름 결정 요인에 대해 분석한다. 제3장에서는 제2장에서 검토하였던 세계적 요인 중 선진국의 정책효과를 대용하는 변수인 미국의 실질이자율과 글로벌 리스크의 변화를 통해 미국 양적완화 정책에 따른 국제 자금흐름을 분석하며, 제4장에서는 미시적인 분석에 초점을 맞추어 해외 포트폴리오 투자자의 행태가 글로벌 금융위기를 전후로 자본이동에 어떤 영향을 미치는지 실증 분석한다. 제5장에서는 이전 장의 분석 결론을 바탕으로 정책적 시사점 및 결론을 도출한다.

## 제2장 글로벌 금융위기 전후 국가간 자금흐름의 결정요인 분석

1. 글로벌 금융 위기 당시 해외  
포트폴리오 자본 유출입 현황
2. 글로벌 금융위기 전후한 자본  
순 유(출)입의 결정요인 분석
3. 소결



본 장에서는 글로벌 금융위기 발생을 중심으로 선진국 및 신흥 개발도상국들에 대해 이루어진 포트폴리오 투자를 주식과 채권으로 세분화하여 각각의 자본에 대한 순 유입의 결정요인을 분석하였다. 특별히 글로벌 금융위기 이후 많은 개발도상국들은 미국 및 기타 선진국들의 비전통적 통화정책과 글로벌 리스크의 변화가 국가간 자본 유출입에 영향을 줄 것이라는 문제의식 속에 금융위기 이후 국제 자본 흐름과 그 동인에 대하여 주목하였다. 이는 선진국의 정책과 글로벌 금융시장의 리스크 변화 등 전 세계적인 요인이 자본 유출입에 영향을 주는지, 아니면 개별 국가의 금융시장 발전 정도 및 자본시장 개방 정도 등과 같은 국가 특성 요인이 자본 유출입에 영향을 주는지, 두 가지 요인 중 어떤 요인이 더 큰 영향을 미치는지에 대한 논의와도 맥락을 같이한다. 본 장에서는 글로벌 금융위기를 전후로 세계적 요인과 국가 특성 요인 중 어떤 요인이 개별 국가의 자본 유출입에 더 중요한 영향을 미쳤는지 분석하였다. 본 장의 흐름은 다음과 같다. 우선 분석에 앞서 개별 국가들의 주식 및 채권의 포트폴리오 자본의 순 유출입 패턴을 관찰함으로써 분석에 바탕이 되는 동기를 제시하였다. 또한 자본 유출입과 관련된 이전 연구를 정리하고 이전 연구와의 차이점을 제시하였다. 또한 이전 연구를 바탕으로 자본 순 유출입의 결정 모형을 세우고 글로벌 금융위기 기간을 중심으로 모형을 추정하고 분석하였다.

## 1. 글로벌 금융위기 당시 해외 포트폴리오 자본 유출입 현황

본 절에서는 1985년부터 2012년까지 선진국 및 개발도상국의 포트폴

리오(주식, 채권)를 선별하여 순 유출입 패턴을 관찰하였다. 특히 2008년 글로벌 금융위기 발생을 기준으로 주식과 채권의 자본 흐름의 변화를 관찰하였다. 주식 및 채권 포트폴리오 유출입 자료는 IMF의 International Financial Statistics(IFS) database에서 제공하는 포트폴리오 자산(asset)과 부채(liability) 계정 자료를 수집하였다.

[그림 2-1]은 선진 4개국(프랑스, 독일, 영국, 일본)의 주식 및 채권 포트폴리오 자본의 순 유출입을 보여준다. 우선 유로존 국가인 프랑스와 독일의 자본 순 유출입을 관찰한 결과, 프랑스는 글로벌 금융위기 이전까지 자본 순 유출입 패턴이 안정적이었으나 금융위기 발생을 기준으로 채권 순 유입이 급증하고 2010년에 발생한 유로존 재정 위기 때에는 다소 유입 패턴이 정체되는 것을 볼 수 있었다. 이와 반대로 독일은 글로벌 금융위기를 기점으로 채권의 순 유출이 나타났다. 특히 1991년 동서독 통일 당시 채권자본의 순 유입이 증가하였다. 두 유로존 국가는 모두 주식자본보다 채권자본의 변동성이 크게 나타났다. 또한 [그림 2-1]에서는 영국과 일본의 자본 순 유입 패턴을 보았는데, 영국은 금융 중심지답게 GDP 대비 주식, 채권 순 유입의 양과 변동성이 모두 높았고, 글로벌 금융위기 시작 전 그리고 위기 기간 중에 영국으로 유입되었던 주식과 채권자본이 위기 이후 급격히 빠져나가는 것을 볼 수 있었다. 일본은 상대적으로 안정적인 자본 유출입의 패턴이 나타났고, 글로벌 금융위기를 기점으로 주식과 채권자본 모두 순 유출로 돌아섰다. 선진 몇몇 국가들의 자본 유출입 패턴을 관찰한 결과 공통적으로 자본 유출입의 변동성이 글로벌 금융위기를 기점으로 커진 것을 확인하였다. 그러나 선진국들 사이에서 일반적인 주식과 채권의 특정한 유출입 패턴을 관찰하기는 힘들었고, 오히려 국가

의 개별 특성 및 특정 사건(동서독 통일 등)에 따른 자본이동의 패턴이 나타난 것을 확인하였다.

[그림 2-2]는 신흥개발국들의 주식 및 채권 포트폴리오 자본의 순 유출입을 그려보았다. 신흥개발국은 2000년대 초반까지 GDP 대비 자본의 순 유출입 비중이 선진국에 비하여 상대적으로 적음을 확인하였다(아르헨티나와 브라질은 예외적으로 1990년 초반 큰 폭의 채권자본의 급격한 순 유입이 있었다). 이는 선진국에 비해 상대적으로 더딘 신흥개발국들의 금융 및 자본시장의 발전정도와의 관련된다고 유추할 수 있다. 그러나 2000년 이후 신흥개발국으로의 자본의 순 유출입 변동성이 커진 것을 확인하였다. [그림 2-2]의 패널 A는 몇몇 아시아 신흥개발국들의 자본 순 유출입 현황을 보여준다. 첫째, 아시아 국가들 모두 1997년과 1998년 아시아 금융위기와 2008년과 2009년에 걸친 글로벌 금융위기 기간에 주식과 채권자본 유출입의 변동성이 커지는 것을 확인하였다.<sup>2)</sup> 둘째, 중국을 제외한 대부분의 아시아 국가들에서 2008년 글로벌 금융위기를 기점으로 주식자본의 급격한 유출이 일어났고 이후에 다시 순 유입 추세로 돌아섰다. 채권자본 역시 2008년을 기점으로 순 유출이 나타났다가 2009년부터 시작된 선진국의 양적완화 정책과 동시에 순 유입으로 돌아선 국가들이 많았다. 반면에 한국과 중국은 글로벌 금융위기 기간에도 채권자본의 순 유

---

2) 아시아 국가들은 중국을 제외하고 순 자본 유입의 패턴이 총 자본 유입의 패턴과 거의 흡사하게 나타났다. 이는 신흥개발국 국내 투자자들의 해외 투자 비중자체가 해외 투자자들의 국내 투자에 비해 크지 않음을 시사하는 결과이다. 실제로 IMF에서 제공하는 CPIS(Coordinated Portfolio Investment Survey) 데이터 베이스를 통해 국가 양자간의 주식, 채권 자산의 보유 비중을 분석한 결과 선진국의 해외 주식, 채권 투자가 주를 이루었으며 신흥국 및 개발 도상국의 해외 투자는 미미하게 나타난 점 역시 세계 포트폴리오 금융시장에 투자하는 자본의 투자자가 선진국에 집중되어 있음을 확인할 수 있다.

입이 나타났고, 특별히 한국은 2008년에 상대적으로 높은 채권자본의 순 유입과 주식자본의 순 유출이 대조적으로 나타났다. 셋째, 아시아 신흥 국가들은 주식과 채권의 자본 유출입 패턴이 동조적이라기보다 두 자산 사이에 상반되게 나타나는 경향을 보였다. 이를 통해 주식과 채권의 자본이동에 대한 다른 투자 행태와 동인이 존재함을 유추할 수 있었다.

[그림 2-2]의 패널 B는 라틴아메리카 및 그 외 지역의 신흥 국가들의 순 자본 유(출)입을 그려보았다. 라틴아메리카 국가들과 기타 신흥개발국들도 글로벌 금융위기 기간에 순 자본 유출입의 변동성이 커지는 것을 재차 확인할 수 있었다.<sup>3)</sup> 라틴아메리카 국가군에서는 포트폴리오 채권 순 유입의 GDP 대비 비중이 주식에 비해 훨씬 크게 나타났으며, 그 변동성의 크기도 다른 아시아 신흥 국가들보다 큰 것으로 나타났다. 또한 2008년 글로벌 금융위기 이후 채권자본의 순 유입이 지속적으로 나타남을 확인하였다.

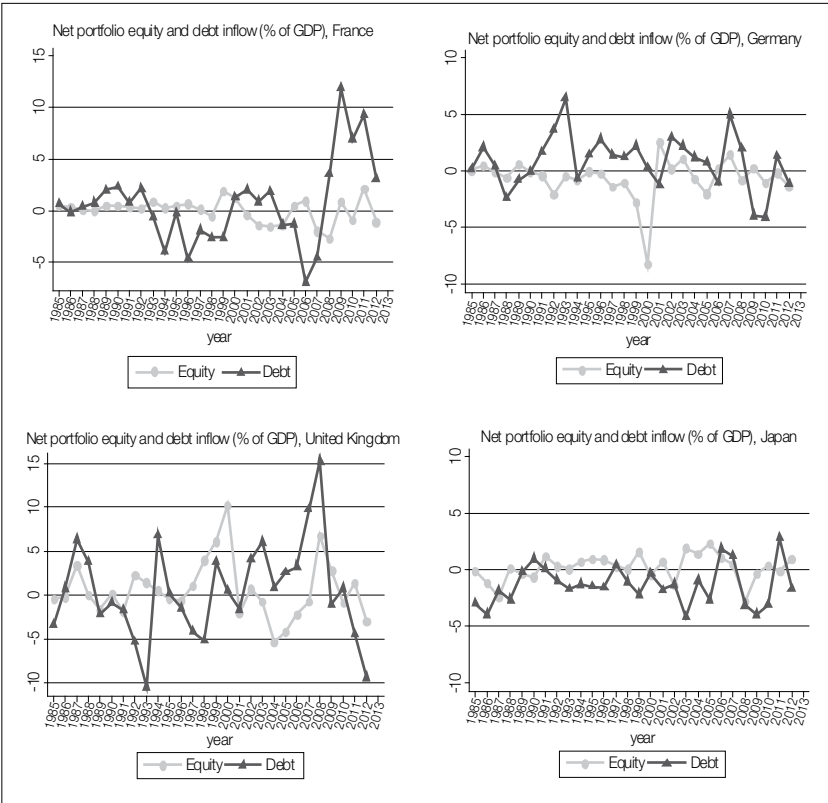
종합하면 [그림 2-1]과 [그림 2-2]를 통해 선진국 및 신흥개발국 모두 글로벌 금융위기를 기점으로 포트폴리오 자본 순 유입의 패턴이 변화한 것을 관찰하였다. 특히 신흥국에서는 글로벌 금융위기 이후 주식과 채권 자본의 순 유입 추세가 나타났고, 두 가지 포트폴리오 주식과 채권자본의 유출입 패턴이 때로는 상반되게 나타났다. 이렇게 선진국과 개발도상국의 주식 및 채권자본의 순 유입 패턴을 살펴봄으로써 몇 가지 자본이동의 특성을 관찰할 수 있었지만, 체계적으로 주식 및 채권자본 순 유입의 패턴 및 동인을 분석하기에는 어려움이 있었다. 다음 절에서는 이런 문제의식

---

3) 라틴아메리카와 다른 지역의 신흥국가들 역시 주식 채권의 순 자본 유입과 총 해외자본 유입의 행태가 비슷하게 나타나는 것으로 미루어볼 때 국내 투자자들의 해외 투자가 해외 투자자들의 국내 투자에 비하여 그리 크지 않음을 유추할 수 있었다.

을 바탕으로 정치한 자본 순 유입의 결정 모형을 세워서 자본 유출입의 결정요인을 분석하고, 특별히 글로벌 금융위기 이후 자본 순 유입의 결정에 어떤 요인이 더욱 중요하였는지 분석하였다.

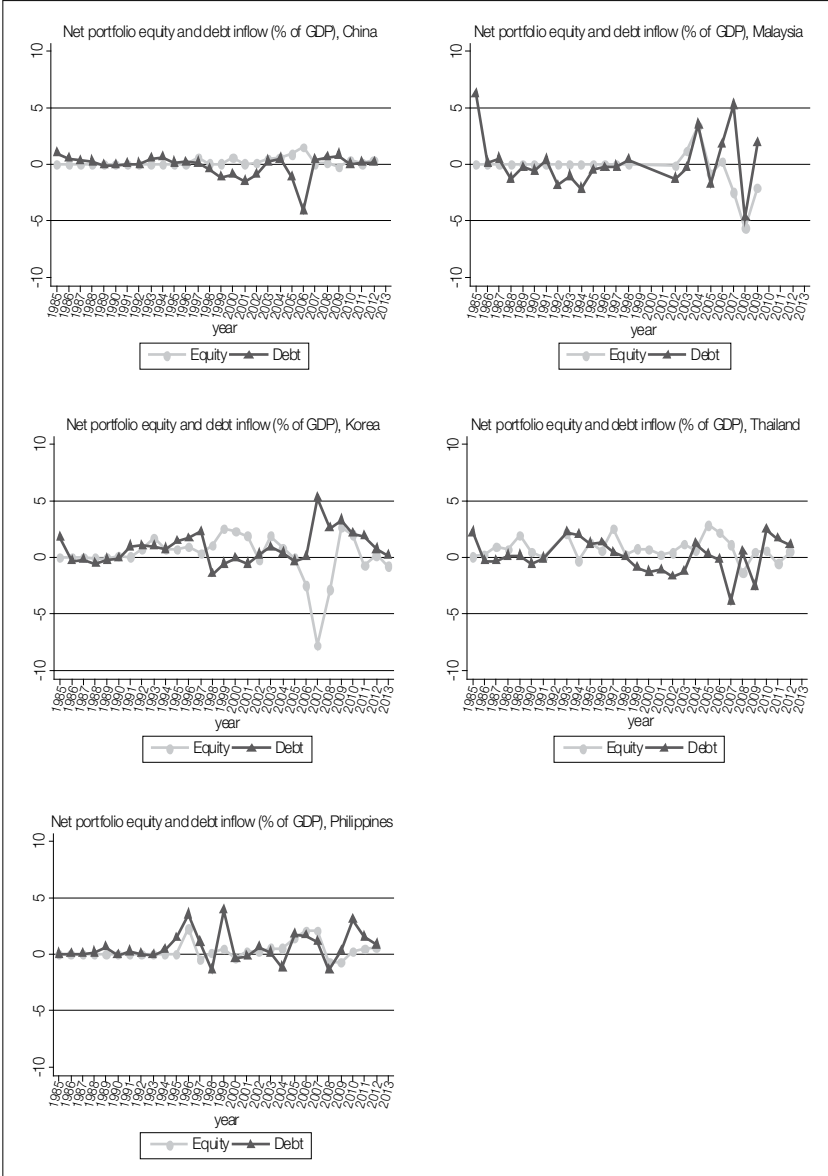
그림 2-1. 선진국들의 포트폴리오 자본 순 유출입



자료: IMF, International Financial Statistics(IFS)(검색일: 2014. 5. 5).

그림 2-2. 신흥개발국들의 포트폴리오 자본 순 유출입

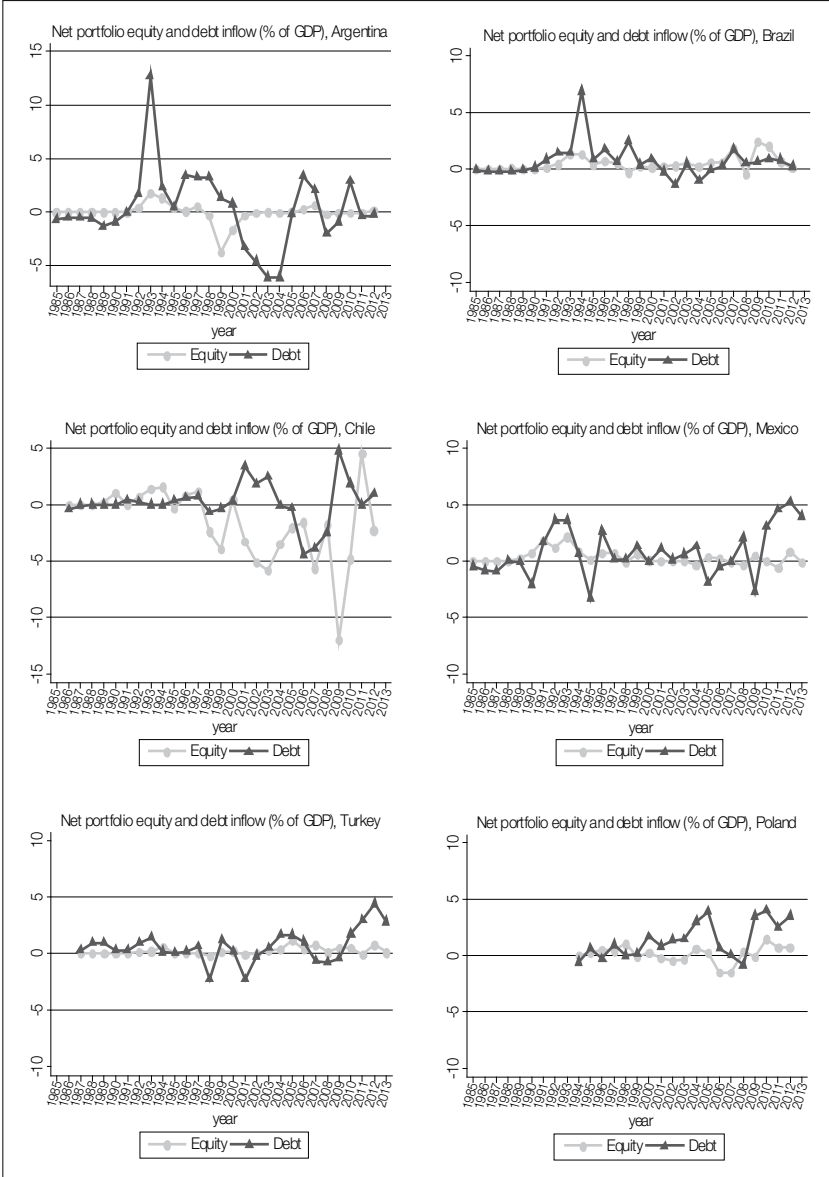
A. 아시아 국가들



자료: IMF, International Financial Statistics(IFS)(검색일: 2014. 5. 5).

그림 2-2. 계속

B. 라틴아메리카 및 기타 국가들



자료: IMF, International Financial Statistics(IFS)(검색일: 2014. 5. 5).

## 2. 글로벌 금융위기를 전후한 자본 순 유(출)입의 결정요인 분석

본 절에서는 선진국과 신흥개발국으로 국가군을 나누어 자본의 순 유출입의 결정요인에 대하여 알아보았다. 또한 글로벌 금융위기를 기점으로 어떤 요인들—세계적 요인 또는 국내 특성 요인—이 포트폴리오 주식과 채권, 각각의 자본 유출입을 견인하였는지를 분석하고 이를 통해 글로벌 금융위기 이후 순 자본 유출입에 대한 예상과 시사점을 제공하였다.

### 가. 연구의 배경: 세계적 요인 vs. 국가 특성 요인

#### 1) 이전 연구

이전의 많은 연구들이 1990년대 말 혹은 2000년대 초반에 발생한 신흥국가들의 금융위기를 기점으로 나타난 비정상적인(abnormal) 자본이동의 패턴에 대하여 관심을 가지고 연구하였다. 특히 신흥국으로의 자본이동을 유도하는 요인에 대하여 많은 연구들이 관심을 가지고 진행되었다. 그중 Calvo, Leiderman, and Reinhart(1993, 1996)의 연구는 처음으로 자본이동의 결정요인을 전 세계적인 공통요인(‘Push’ factor)과 개별 국가의 특성이 반영된 개별 국가 요인(‘Pull’ factor)로 구분하고 1990년대의 신흥개발국으로의 자본 유입에 전 세계적인 요인이 중요한 역할을 차지함을 역설하였다. 국가간 자본이동과 변동성에 관한 연구는 최근에 일어난 글로벌 금융위기를 기점으로 다시 한 번 주목을 받게 된다. 이유는 글로벌 금융위기 이후 선진국들의 계속되는 비전통적인 통화정책과 더불어 글로벌 유동성이 확대되고, 위기로 인한 파급효과가 선진국뿐만 아니라 개발

도상국에도 미칠 것이라는 우려가 지속적으로 표출되기 때문이다. 최근에 Forbes and Warnock(2012)과 Ghosh *et al.*(2014)의 연구에서는 국가간의 자본이동을 구체적으로 관찰하여 급격한 자본이동의 사건을 정의하고, 이의 결정 요인에 관한 심도높은 연구를 진행하였다. Forbes and Warnock(2012)에서는 자본의 급격한 유출입 행태를 네 가지 에피소드— ‘surges’와 ‘stops’(해외로부터 국내로 들어오는 자본의 급격한 증가와 감소), ‘flight’와 ‘retrenchment’(국내로부터 해외로 나가는 자본이동의 급격한 증가와 감소)로 분류하여 이런 자본의 급격한 변화를 유도하는 요인에 대하여 분석하였으며, 이를 통해 선진국의 정책을 의미하는 미국 및 유럽 주요 국가들의 실질이자율과 같은 전 세계적 요인(‘Push’ factor)이 위와 같은 급격한 자본이동의 네 가지 에피소드를 결정하는 데 그다지 유의한 영향을 주지 않았음을 밝혔다(반면 글로벌 리스크로 대변되는 VIX/VXO 지수는 급격한 자본이동 에피소드와 유의한 연관이 있음을 보였다). 그리고 자본 통제 정도와 같은 개별 국가의 정책 역시 외국 투자 주도하는 ‘surges’와 ‘stops’과 같은 자본 유입과 유출에 미미한 영향을 미치는 것으로 분석하였다.

한편, Ghosh *et al.*(2014)은 Forbes and Warnock(2012)과 달리 선진국과 신흥국의 자본 유입 패턴이 이질적일 것이라는 문제 의식하에서 또 다른 위기 발생의 우려가 있는 신흥국들에 급격히 들어오는 순 자본 유입의 결정 요인을 조사하였다. Ghosh *et al.*(2014)은 55개국의 신흥국만을 대상으로 하여 자본의 급격한 순 유입(surges)의 사건을 정의한 후 이런 자본의 순 유입을 불러일으키는 요인들을 분석하였다(여기서 ‘surges’는 자본의 유출입을 모두 고려한 순 유입의 개념이기 때문에 Forbes and

Warnock(2012)의 ‘surges’와 구분된다). 분석 결과, 전 세계적 요인—미국의 실질이자율과 글로벌 리스크—이 신흥국의 급격한 자본 순 유입에 유의한 영향을 주는 것으로 나타났다. 미국의 실질이자율이 올라갈수록, 혹은 글로벌 리스크가 증가할수록 신흥국으로의 급격한 자본 순 유입의 확률은 낮아지는 것으로 나타났다. 반면에 국가 특정 요소(‘Pull’ factor)—경상수지(외국 자본에 대한 수요), 자본 통제 혹은 자본자유화 정도, 환율제도—는 급격한 자본 순 유입의 발생 확률 자체에 영향을 주기보다 이미 ‘surges’ 사건이 발생하였을 때 자본 순 유입이 일어나는 정도에 더 유의한 영향을 주는 것으로 나타났다. 특히 Ghosh *et al.* (2014)에서 보인 미국의 실질이자율(미국의 통화정책)에 대한 자본 유출입의 반응은 앞서 살펴본 Forbes and Warnock(2012)과는 다소 상반된다고 할 수 있지만 두 연구의 국가 표본, 자본이동을 측정된 변수—총유입이나 혹은 순 유입이나—와 분석 방법 등이 다르기 때문에 어느 한 결론을 지지하기는 힘들다고 하겠다.

Fratzscher(2011)는 앞의 두 연구와 비슷한 틀에서 자본이동을 견인하는 전 세계적 요인과 국가 특정 요인 중 어떤 요인이 ‘일반적인’ 자본 유출입의 결정에 영향을 주는지 분석하였다. Fratzscher(2011)는 2005년부터 2010년까지 50개국의 국가간 자금흐름을 세분화한 펀드 수준의 주간(weekly) 자금흐름 데이터(EPFR Global data)를 사용하였고 글로벌 금융 위기를 전후로 한 펀드 자금흐름의 상이성을 분석하였다. Fratzscher(2011) 역시 글로벌 요인—VIX 지수로 측정된 글로벌 리스크—이 자본의 유출입에 중요한 역할을 하였음을 보였고, 특히 글로벌 금융위기 전과 기간 중에는 전 세계적 요인의 역할이 중요하였고, 글로벌 금융위기 이후는

국가 특정 요인이 개발도상국가들의 자본 유출입을 결정하는 데 더욱 중요한 역할을 했음을 보였다.

그 밖에도 강삼모(2012), 박복영, 안지연(2011), 이현훈(2010), 허인외(2010) 등은 한국과 동아시아의 관점에서 국가간 포트폴리오 자본이동 및 변동성의 결정 요인과 그 파급효과에 대한 연구를 진행하였다. 강삼모(2012)는 동아시아 주요국의 자본 수지 흐름에 대하여 살펴본 후, 특히 한국을 비롯한 동아시아 3개국의 자본이동 결정요인을 벡터자기상관 회귀모형(VAR: Vector Auto-Regression model)을 이용하여 살펴보았다. 그 결과 글로벌 금융위기 이후 미국의 GDP와 대미 환율의 변동성이 한국의 자본 수지 변동성에 미치는 영향이 커졌음을 보였다. 박복영, 안지연(2011)은 전 세계 41개국의 자료를 이용한 실증분석을 통해 금융시장과 실물시장(무역) 개방도가 높고, 금융시장 발전 정도가 높을수록 자본이동 변동성이 증가하는 것을 발견하고, 이를 바탕으로 한국으로 유입되는 자본의 변동성을 완화할 수 있는 정책적 방안에 대하여 논의하였다. 반면, 이현훈(2010)은 국가간 포트폴리오 자본—주식, 채권—과 은행 대출 등 여러 종류의 자본이동 결정요인을 분석하고, 미국의 동아시아 국가들에 대한 투자규모의 적정성을 분석함으로써 최근 이슈가 되어온 글로벌 불균형 현상과 자본이동의 패턴이 연관되어 있음을 보였다. 마지막으로 허인외(2010)는 동아시아 채권시장에 대한 관심을 바탕으로 글로벌 금융위기 이후 외국인의 동아시아 채권 투자에 영향을 주는 요인을 분석하고, 특별히 한국에 유입되는 채권자본을 안정적으로 관리할 수 있는 방안에 대해 정책적 제언을 하였다.

## 2) 이전 연구와의 차별성

본 연구에서는 글로벌 금융위기를 전후로 선진국 및 신흥개발국에 대한 자본 유출입의 구체적인 특성과 패턴을 이해하기 위하여 글로벌 금융위기를 기점으로 개별적인 자본(주식, 채권) 흐름 및 그 구성에 전 세계적인 요인과 국가 특성 요인이 어떻게 다른 영향을 주었는지 분석하고 이를 대조하였다.

우선 이전 연구의 차별성을 염두에 두고 포트폴리오 자본을 주식과 채권으로 세분화하여 각각 자본이동의 결정요인을 분석하였다. 주식과 채권 자본의 다른 결정요인에 대하여 이미 관심을 가졌던 이전 연구들이 있다. Chunhan *et al.*(1998)은 1990년대에 아시아와 라틴아메리카에 유입되는 미국의 주식과 채권 투자의 결정요인을 미국(세계적) 요인과 국가 특성 요인으로 나누어서 분석한 결과 주식은 미국 요인—미국의 이자율과 미국의 산업생산—에 더 영향을 받고, 채권은 국가 특성 요인—투자 대상국 신용등급 등—에 더 영향을 받는 것을 보였다. 이런 이전 연구를 통해 포트폴리오 자본을 구성하는 주식과 채권자본의 결정요인은 상이하게 나타날 수 있음을 유추할 수 있다. 또한 Davis(2014)와 Pyun and An(2014)와 같은 연구는 국가간 경기변동의 결정 및 실물 충격의 전이(contagion)에 있어 국가간 주식과 채권시장의 통합 정도가 상이한 역할을 함을 보였는데<sup>4)</sup> 이런 연구들을 바탕으로 주식자본과 채권자본의 특성에 대해서 생각

---

4) 예를 들어 Davis(2014)에서는 국제 실물 경기 변동 모형(International Real Business Cycle model)을 통하여 금융시장의 통합 정도—국가간 다른 주식과 채권시장의 통합정도—가 국가간의 경기변동 동조성의 패턴에 다른 영향을 가져옴을 보였고, Pyun and An(2014)에서는 미국과 전 세계 국가들의 주식시장과 채권시장의 통합 정도에 따라 글로벌 금융위기 기간에 발생한 미국 금융위기의 충격과 국가간 실물 경기 전이가 상이하게 나타남을 보였다.

해볼 수 있다. 주식은 일반적으로 국가에 국한되지 않고 기업이나 산업 특성이 반영되어 투자가 이루어지는 반면, 채권은 국가(정부)의 정책이나 채권시장에서 많은 부분을 차지하는 국제시장의 펀더멘털이 채권 투자의 결정에 반영될 수 있다. 즉, 주식 투자는 국가를 초월한 산업 특성, 전 세계적 경기 변동 요인 및 다국적 투자자들의 투자 감성(sentiment)에 영향을 더 받는 반면, 채권 투자는 국가 자체의 국지적인 요인이 더 큰 영향을 받는다는 가설을 세울 수 있다.<sup>5)</sup>

또한 본 연구는 글로벌 금융위기를 중심으로 하여 개별 국가로 유입 및 유출되는 포트폴리오 주식과 채권자본 결정요인의 차이를 비교함으로써 이전 연구와 차별된다. 2008년 발생한 글로벌 금융위기는 많은 국제 경제 및 금융 분야 연구의 화두로 떠오르고 있다. 특히 글로벌 금융위기의 원인과 배경을 비롯하여 금융위기가 실물경제와 금융시장에 미치는 영향은 여전히 많은 연구를 촉발하고 있다. 또한 글로벌 금융위기를 기점으로 시작된 선진국의 정책적 대응—비전통적인 통화정책—에 대한 과급 효과는 국제 자본이동에 이전과 다른 영향을 미칠 것이라는 우려 섞인 논의 역시 지속되고 있다. 이런 맥락에서 앞서 소개한 Fratzscher(2011)는 금융 위기를 전후로 부표본으로 나누어 펀드 수준의 자본 유(출)입 결정요인을 비교 분석하였는데 위기 기간과 위기 이후 자본이동에 유의하게 영향을 주는 요소가 차별화됨을 보였다. 또한 신흥개발국은 글로벌 금융위기 이후에 국가 특정 요소, 국가의 펀더멘털이 자본 유입에 더욱 유의한

---

5) 채권 역시 국제화 회사채로 구분되는데 회사채는 주식과 비슷한 투자 패턴을 보일 수 있다. 그러나 특별히 신흥개발국으로 투자되는 채권자본은 전체에서 국가가 차지하는 비율이 상대적으로 크기 때문에 위의 가설은 신흥국과 개발도상국의 채권 유입에 더 적합한 가설이라고 하겠다.

영향을 미쳤음을 보였다.<sup>6)</sup>

본 연구에서는 글로벌 금융위기 이후 자본 순 유입 결정요인에 변화가 있었는지를 분석하기 위해 상호작용항을 도입하였다. 이런 분석을 통해 기존에 자본 순 유입을 결정하는 전 세계적 요인과 국가 특성 요인이 글로벌 금융위기 이후 자본 순 유입에 추가적인 영향을 주었는지 살펴보았다. 즉, 글로벌 금융위기를 기점으로 포트폴리오 자본의 순 유입 결정에서 어떤 요인이 더 부각되었는지 분석하였다.

## 나. 자본 순 유(출)입 결정요인: 실증 모형과 분석

### 1) 실증 분석식과 자료

자본 순 유(출)입의 결정요인을 분석하기 위한 실증 분석 모형은 다음과 같다.

$$\text{자본순유(출)입}_{it} = \alpha + \beta_1 \times \text{글로벌요인}_t + \beta_2 \times \text{국가특정요인}_{it} + \varphi_i + \varepsilon_{it} \quad \text{식 (1)}$$

여기서 자본순유(출)입<sub>it</sub>은 t년도에 국가 i로 들어가는 GDP 대비 자본 순 유(출)입을 말한다. 전 세계 국가—23개 선진국과 60개의 신흥개발국가—의 주식 및 채권의 유입과 유출 데이터는 IMF IFS에서 제공하는 포트폴리오 유입(Portfolio liability flow)과 유출(Portfolio asset flows)를 사용

---

6) Fratzscher(2011)는 본 연구의 결과와 달리 주식과 채권 순 유입의 결정에 전 세계적 요인과 국가 특성 요인이 상이한 영향을 주지 않았다. 이는 Fratzscher(2011)의 자료가 기관 투자자의 자료를 사용하여 국가 전체에 들어오는 자본 순 유입을 정확히 측정하지 못했다는 것과 분석 기간이 2005년 이후부터라는 점이 결과의 차이를 나타냈다고 유추할 수 있다.

하여 순 유(출)입(=유입 - 유출)을 계산하였다. 여기서 양의 값은 순 유입을 의미하며 음의 값은 순 유출을 의미한다(이하 ‘순 유입’이라고 명명하였다). 또한 자본별로 주식과 채권을 따로 분류하여 자본의 순 유입을 구하였다. 자본 순 유입 변수를 사용할 것인지 자본 총유입(gross portfolio inflow)을 사용할 것인지에 대해서는 몇 가지 논의가 있다. Ghosh *et al.*(2014)에서는 한국가의 위기 발생은 전체 자본 유출과 관련이 있을 수 있지만, 많은 거시 변수들이 순 자본 유입과 밀접한 상관관계가 있다는 점에서 순 자본 유입에 더 관심을 가졌다. 예를 들어 금융 안전에 관련된 리스크나 신흥국 시장 은행의 환포지션에 대한 규제와 같은 거시 건정성 측정 지표 등이 순 자본 유입과 관련이 있다는 측면에서 순 자본 유입을 사용하는 장점이 있음을 역설하였다.

글로벌 요인<sub>ii</sub>은 전 세계 국가에 공통으로 해당되는 자본이동 결정요인을 의미한다. 여기서는 이전 연구에 바탕하여 미국의 실질이자율, CBOE S&P 100 VOLATILITY INDEX(VXO), 그리고 세계은행에서 제공하는 에너지 가격 지수를 사용하였다. 미국 실질이자율은 선진국 통화정책의 영향을 측정(미국의 통화정책의 효과)하는 변수<sup>7)</sup>이고 VXO는 글로벌 리스크를 대변하는 변수로 이미 이전 연구에서 활발히 이용되었다. VIX는 1990년부터 가용한 반면 VXO는 1986년까지 가용하여 VXO를 선택하였다. 본 연구에서 소개한 글로벌 요인 변수들은 모두 가격 지표라는 한계

7) 본 연구에서 사용한 미국 실질이자율 지표는 글로벌 금융위기 이후 명목이자율이 0에 가까워짐으로써 이자율의 변화 자체가 인플레이션율에 의해 대부분 영향을 받고 그 변동성 또한 크지 않다는 한계가 있다. 이후 연구에서는 미국의 통화정책을 더 효과적으로 측정할 수 있는 양적완화의 크기(글로벌 유동성의 크기)나 효과와 관련한 지표를 도입할 필요가 있다.

가 있다. 그러나 글로벌 금융위기 이후 글로벌 유동성의 증가 정도와 같은 양적 지표를 추가적인 글로벌 요인으로 고려할 필요가 있다.

국가특정요인<sub>it</sub>은 자본이동 결정의 국가 개별 요인으로 국가의 금융시장 발전 정도를 측정하는 변수로 GDP 대비 국내 신용(Private credit to GDP), 개별 국가의 실질이자율, 일인당 GDP, GDP 성장률, 경상수지(Current Account, % of GDP), 금융개방도(Chinn and Ito 2008), 실질실효환율의 변화율, 환율의 변동성, 금융위기 더미를 통제하였다. 실질이자율은 세계은행(World Bank)의 World Development Indicator(WDI)에서 제공하는 실질이자율 변수를 사용하였고, 실질이자율 변수가 없는 신흥개발국은 money market 이자율에서 인플레이션율을 뺀 실질이자율 변수를 구축하여 사용하였다. 일인당 GDP와 GDP 성장률은 각각 IMF World Economic Outlook과 WDI로부터 수집하였다. 경상수지, 실질실효환율(소비자 물가 기준)은 IMF의 International Financial Statistics(IFS)로부터 수집하였다. 한국, 터키, 인도, 인도네시아, 태국의 실질실효환율은 IFS에 가용하지 않아 OECD statistics와 BIS로부터 수집하였다. 각국의 금융위기 더미는 Laeven and Valencia(2012)과 Reinhart and Rogoff(2009)의 연구에서 제공하는 은행위기 변수와 외환위기 변수를 모두 금융위기로 분류하여 사용하였다.

마지막으로 국가 고정효과( $\phi_i$ )를 넣음으로써 실증 분석식에서 포함하지 못한, 보이지 않는 국가별 특성 요인을 통제하였다.<sup>8)</sup>  $\epsilon_{it}$ 은 오차항을 의미한다. [표 2-1]은 사용한 자료에 대한 기초 통계량을 제시하였다.

8) 여기서 연도 더미(연도 고정효과)는 전 세계적 요인을 포함하기 위하여 분석에 포함하지 않았다. 연도 더미를 포함하면 전 세계적 요인이 연도 더미에 흡수되어 추정되지 않는 단점이 있다.

[표 2-1]의 패널 1은 선진국의 자본 순 유입과 자본이동에 영향을 주는 변수들을 글로벌 금융위기를 기점으로 그 평균과 표준편차 값을 보도하였고, 패널 2 역시 신흥개발국의 기초통계량을 글로벌 금융위기를 전후로 하여 보도하였다. 자본 순 유입의 패턴을 살펴보면 선진국과 신흥개발국 사이에 확연한 차이가 있음을 확인할 수 있다. 선진국은 전 분석 기간에 걸쳐 모든 포트폴리오 자본의 순 유출이 나타남을 볼 수 있었고 GDP 대비 자본 순 유(출)입의 크기도 신흥개발국보다 훨씬 크게 나타났다. 또한, 글로벌 금융위기를 기점으로 선진국들로부터의 자본 순 유출(-)의 규모가 큰 폭으로 증가하였다. 특히, 채권의 순 유출 폭이 금융위기 발생 이후 크게 늘어나며 전체적인 포트폴리오 자본 유출을 견인하였음을 확인하였다. 반면에 신흥개발국은 평균적으로 자본의 순 유입이 나타났으며, 글로벌 금융위기를 기준으로 주식 및 채권 모든 포트폴리오 자본의 순 유입 정도가 증가한 것을 볼 수 있었다. 전 세계적 요인인 미국의 실질이자율은 글로벌 금융위기 이후 평균적으로 음의 값으로 나타났고, 글로벌 리스크를 나타내는 VIX/VXO 지수와 에너지 가격 지수 모두 글로벌 금융위기 발생 후에 평균적으로 더 높아졌다.

[표 2-1]에서 선진국과 신흥개발국의 국가 특성 요인들을 살펴보면, 패널 1에 나타난 선진국의 일인당 GDP 평균, 자본자유화지수, 환율변동성 등은 위기 전후에 상관없이 평균적으로 일정 수준에 머무는 것을 확인하였다. 이는 이미 정상상태(steady-state)에 도달한 선진국들에서 예측할 수 있는 결과였다. 반면 선진국들의 GDP 성장률은 글로벌 금융위기 이후 그 평균값이 0.72%로 금융위기 이전 평균 3.18%에 비해 훨씬 낮은 저성장 기조에 접어들었음을 보여주었다.

표 2-1. 기초통계량

패널 1: 선진국들의 포트폴리오 자본 순 유·출입

	금융위기(1986~2007)			금융위기 발생 이후(2008~12)		
	관측치	평균	표준편차	관측치	평균	표준편차
순포트폴리오 자본유입/GDP	378	-0.516	9,151	51	-6.751	22,211
순주식유입/GDP	375	-0.449	6,015	51	-0.843	4,483
순채권유입/GDP	375	-0.071	10,738	51	-5.908	22,590
VIX/VXO	378	20,750	5,863	51	26,255	6,044
미국실질이자율	378	1,501	1,398	51	-1,597	1,199
에너지가격지수	378	34,877	18,635	51	112,411	20,537
국내신용/GDP	378	97,878	44,389	51	149,555	37,892
자본자유화지수 (Chinn-Ito index)	378	1,899	0,911	51	1,956	1,112
개별국가 실질이자율	378	5,623	3,281	51	3,124	2,550
로그 일인당 GDP	378	10,028	0,338	51	10,573	0,193
GDP 성장률	378	3,182	2,545	51	0,720	3,474
경상수지/GDP	378	0,014	0,060	51	0,538	3,340
%Δ 실질실효환율(REER)	378	0,002	0,053	51	0,005	0,067
환율변동성	378	0,025	0,012	51	0,034	0,019
금융위기 더미	378	0,071	0,258	51	0,412	0,497

자료: IMF, IFS와 World Bank, WDI 자료를 이용하여 저자 작성(검색일: 2014. 5. 5).

패널 2: 신흥 국가들의 포트폴리오 자본 순 유·출입

	금융위기 이전(1986~2007)			금융위기 발생 이후(2008~12)		
	관측치	평균	표준편차	관측치	평균	표준편차
순포트폴리오 자본유입/GDP	899	0,062	4,673	261	1,009	4,664
순주식유입/GDP	744	0,038	1,507	226	0,159	2,513
순채권유입/GDP	744	-0,114	4,183	226	0,960	4,252
VIX/VXO	899	20,495	6,008	267	25,864	5,925
미국실질이자율	899	1,346	1,405	267	-1,632	1,185
에너지가격지수	899	41,014	23,105	267	112,689	20,146
국내신용/GDP	899	45,469	35,859	267	54,101	35,578
자본자유화지수 (Chinn-Ito index)	899	-0,141	1,310	267	0,223	1,485
개별국가 실질이자율	899	8,207	12,571	267	5,871	7,189
로그 일인당 GDP	899	8,561	0,907	267	8,917	0,920
GDP 성장률	899	4,191	4,306	267	3,196	4,306
경상수지/GDP	899	-0,035	0,083	267	-0,938	4,646
%Δ 실질실효환율(REER)	899	0,001	0,095	267	0,016	0,070
환율변동성	892	0,021	0,036	267	0,025	0,023
금융위기 더미	899	0,148	0,355	267	0,124	0,330

자료: IMF, IFS와 World Bank, WDI 자료를 이용하여 저자 작성(검색일: 2014. 5. 5).

패널 2를 통해 신흥개발국들의 국가 특성 요인을 살펴보면, 자본 자유화지수는 글로벌 금융위기 전보다(1986~2007년) 글로벌 금융위기 이후 상대적으로 훨씬 높은 평균값을 가졌고, 이는 1990년대 후반부터 급격하게 시작된 금융 자유화가 지속적으로 진행되고 있음을 시사한다. 또한 글로벌 금융위기 이후 신흥개발국에서 평균적으로 경상수지의 적자 폭이 확대되었음을 보았다. [표 2-1]의 기초통계량을 분석하여 선진국과 신흥개발국들 간의 자본 흐름 패턴을 예측할 수 있었으나 이런 자본이동을 견인한 요인들을 구체화하는 것에는 한계가 있었다. 그러므로 앞서 제시한 실증분석식 (1)을 통하여 보다 체계적인 자본이동의 결정요인에 대하여 분석하였다.

## 2) 실증분석 결과

[표 2-2]와 [표 2-3]은 각각 선진국과 신흥개발국의 포트폴리오 자본 순 유입의 결정요인에 대한 실증분석 결과를 보여주고 있다. 실제로 Ghosh *et al.*(2014)에서는 선진국과 신흥개발국 사이의 자본이동 패턴이 크게 차이를 역설하고 특히 신흥개발국에서 일어나는 급격한 자본 순 유입에 초점을 두고 분석을 진행하였다. [표 2-2]와 [표 2-3]의 결과 역시 선진국과 신흥개발국의 자본 순 유입에 미치는 영향이 몇몇 요인에 있어 대조적으로 나타남을 보여준다.

우선 [표 2-2]를 통해 선진국의 자본 순 유입의 결정요인을 검토하였다. [표 2-2]의 열 (1)부터 열 (3)은 횡단면(국가간)과 종단면(시계열) 변동을 모두 고려한 Pooled OLS 결과이고, 열 (4)부터 열 (6)은 국가의 보이지 않는 특성을 통제한 국가 고정효과(fixed effects) 실증분석 결과이다.

본 연구에서는 일치성(consistency) 측면에서 고정효과 모형을 더 우월하다고 판단하고 지지한다. [표 2-2]를 통해 살펴보면 선진국에서 나타나는 전 세계적인 요인—글로벌 리스크, 미국 실질이자율(선진국 정책 변수),

표 2-2. 선진국의 순 자본 유출입의 결정(1986~2012)

	종속변수	포트폴리오	주식	채권	포트폴리오	주식	채권
		순 유입	순 유입	순 유입	순 유입	순 유입	순 유입
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
글로벌 요인	VIX\XVO	-0,1181 (0,1080)	0,056 (0,0573)	-0,1741 (0,1362)	-0,0936 (0,0795)	0,0544 (0,0369)	-0,1510* (0,0839)
	US 실질이자율	0,0024 (0,5286)	-0,1442 (0,2362)	0,1282 (0,4877)	-0,2816 (0,4677)	0,0362 (0,2063)	-0,3375 (0,4759)
	에너지가격지수	0,008 (0,0490)	-0,0213 (0,0359)	0,029 (0,0663)	0,0168 (0,0327)	-0,023 (0,0152)	0,04 (0,0375)
국가 특성 요인	국내신용 (% of GDP)	0,0527 (0,0467)	-0,0101 (0,0089)	0,0637 (0,0537)	0,1631*** (0,0607)	-0,0174 (0,0154)	0,1825*** (0,0581)
	금융개방도 (Chinn-Ito)	0,6433* (0,3385)	-0,4683 (0,3328)	1,1142* (0,5873)	0,548 (0,3361)	-0,2552* (0,1306)	0,8076** (0,3373)
	국내실질이자율	-9,8531*** (2,6532)	-2,6608 (2,4365)	-7,2670* (3,5937)	-19,183*** (4,1716)	1,1129 (1,9431)	-20,51*** (4,8146)
	로그 일인당 GDP	0,428 (0,6397)	0,0152 (0,3324)	0,4166 (0,8006)	0,6899* (0,3910)	-0,1206 (0,1396)	0,8062* (0,4153)
	GDP 성장률	0,2736 (0,7993)	-0,0261 (0,1238)	0,3009 (0,8112)	0,676 (0,7745)	0,1058 (0,1237)	0,568 (0,8088)
	경상수지 (% of GDP)	2,2566* (1,1319)	0,1019 (0,2192)	2,1428* (1,1921)	3,7319*** (1,2853)	0,289 (0,3253)	3,4347** (1,3528)
	실질실효환율의 변화율	15,3177 (13,8595)	0,8661 (4,8981)	14,7617 (14,5133)	10,6024 (14,2991)	0,068 (3,8984)	10,6989 (14,9407)
	대미환율변동성	206,0628 (153,1327)	54,1965 (37,6222)	151,5978 (163,9957)	176,3811** (76,4883)	21,3897 (22,7261)	154,4895** (75,7010)
	금융위기 더미	-1,9503 (5,2973)	2,0767*** (0,6770)	-4,0285 (5,0147)	-3,5311 (3,1542)	2,6057*** (0,7604)	-6,1889* (3,1652)
	국가고정효과	아니오	아니오	아니오	예	예	예
관측치	442	439	439	442	439	439	
R-squared	0,184	0,105	0,168	0,345	0,325	0,349	

주: ( ) 안에 국가 수준에서 클러스터링(clustering)한 강건표준오차를 보도하였다.

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1.

자료: 저자 작성.

에너지 가격 지수—이 선진국의 자본 순 유출입에 유의한 영향을 주지 않는 것으로 나타났다. 반면 선진국의 국가 특성 요인은 선별적으로 자본 유출입에 영향을 주는 것으로 나타났다. 예를 들어 국내 신용, 로그 일인당 GDP, 경상수지는 각각 자본 순 유입에 유의한 양의 효과를 나타냈다. 즉, 높은 수준의 국내 신용(금융 및 자본시장 발전 정도)은 자본 순 유입을 촉진하였고, 높은 수준의 소득은 높은 수준의 인프라 및 제도를 대용하는 변수로 자본의 순 유입과 양의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 경상수지 흑자는 자본 유입의 반대 급부로서 이론의 예상대로 자본 순 유입을 높이는 결과를 가져왔다. 반면에 예상과 달리 환율 변동성이 높을수록 자본 순 유입이 늘어나는 결과가 나타났다. 이는 대부분의 선진국 국가의 환율 변화가 안정적이고, 유로존 국가들처럼 고정환율제도를 택하고 있기 때문에, 변동환율제도를 택하는 영국과 일본 같은 특정 나라들의 극단적인 정보가 더 많이 반영되어 나타나는 결과로 유추할 수 있다.

마지막으로 선진국 부표본 분석에서 국내 이자율(국내 통화정책의 지표)은 자본 순 유입 결정에 대하여 이론의 예상과 달리 음의 유의한 영향이 나타났다. 이는 전 세계적 요인으로 구분한 미국의 실질이자율과 선진국 이자율이 밀접한 상관관계를 가짐으로 발생 가능한 다중공선성(multicollinearity)에 기인할 수 있다. 또한 선진국 부표본 분석은 전 세계적 요인(Push factor)과 국내 특성 요인(Pull factor)이 모두 선진국의 특성을 반영하기 때문에 앞서 이전 연구에서 제시한 이론적 틀에 따라 선진국의 자본 순 유입 결정 요인들을 정확히 구분하는 데 한계가 있다.

[표 2-3]은 신흥개발국으로의 자본 순 유입의 결정요인을 분석한 결과이다. 신흥개발국의 부표본 분석은 앞서 이전 연구를 통해 소개한 국가의

자본 순 유입을 견인하는 두 가지 요소—전 세계적 요인과 국내 특성 요인—의 역할을 대조하여 분석하는 데 있어 선진국을 대상으로 한 분석보다 더욱 적합하다. [표 2-3]의 열 (1)을 통해 먼저 총 포트폴리오 자본 순 유입

표 2-3. 신흥국 & 개발도상국의 순 해외 자본 유출입의 결정(1986~2012)

종속변수		포트폴리오	주식	채권	포트폴리오	주식	채권
		순 유입	순 유입	순 유입	순 유입	순 유입	순 유입
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
글로벌 요인	VIX/VXO	0,0124 (0,0355)	-0,0221** (0,0085)	0,0262 (0,0413)	0,0207 (0,0295)	-0,0225** (0,0106)	0,0387 (0,0309)
	US 실질이자율	-0,1205* (0,0645)	0,0014 (0,0385)	-0,0656 (0,0563)	-0,1242 (0,1135)	-0,0197 (0,0537)	-0,052 (0,1031)
	에너지가격지수	0,0075 (0,0104)	0,0027 (0,0038)	0,0105 (0,0095)	0,0114 (0,0086)	0,0073 (0,0052)	0,0146** (0,0074)
국가 특성 요인	국내신용 (% of GDP)	0,0038 (0,0073)	0,0005 (0,0023)	0,0036 (0,0064)	0,0302** (0,0122)	0,0065 (0,0048)	0,0315*** (0,0117)
	금융개방도 (Chinn-Ito)	-0,5311** (0,2155)	-0,1158** (0,0536)	-0,3885* (0,2136)	-0,548*** (0,1350)	-0,1886** (0,0789)	-0,2715* (0,1477)
	국내실질이자율	0,0189 (0,0140)	0,0078 (0,0054)	0,0149 (0,0117)	0,006 (0,0164)	0,0057 (0,0050)	0,001 (0,0161)
	로그 일인당 GDP	-0,1951 (0,4666)	-0,1362 (0,0950)	-0,1967 (0,4437)	-1,5068* (0,7983)	-1,0336** (0,4696)	-1,7175** (0,6672)
	GDP 성장률	-0,0106 (0,0363)	-0,0097 (0,0189)	-0,0038 (0,0306)	0,0175 (0,0270)	-0,0067 (0,0140)	0,027 (0,0324)
	경상수지 (% of GDP)	0,0541 (0,0543)	0,0963 (0,0854)	-0,0347 (0,0322)	0,0681 (0,0587)	0,0922 (0,0861)	-0,0403 (0,0296)
	실질실효환율의 변화율	2,3196* (1,3190)	0,9109* (0,4553)	1,808 (1,4285)	0,8062 (1,4839)	0,8880* (0,5111)	-0,0843 (1,5567)
	대미환율변동성	4,7249 (4,1332)	1,2586* (0,6750)	7,218 (5,3187)	-0,2885 (3,6055)	0,0695 (1,1272)	-0,3661 (3,7145)
	금융위기 더미	-0,1279 (0,2960)	-0,0739 (0,1447)	0,0564 (0,2872)	-0,8780** (0,3845)	-0,1746 (0,1300)	-0,6629* (0,3761)
	국가고정효과	아니오	아니오	아니오	예	예	예
관측치	1,029	845	845	1,029	845	845	
R-squared	0,031	0,028	0,03	0,14	0,076	0,168	

주: ( ) 안에 국가 수준에서 클러스터링(clustering)한 강건표준오차를 보도하였다.

\*\*\* p(0,01), \*\* p(0,05), \* p(0,1).

자료: 저자 작성.

의 결정요인을 살펴보았다. 선진국의 정책 효과로 대응되는 미국 실질이자율은 유의한 음의 계수가 나타났다. 즉 미국 실질이자율의 하락이 신흥개발국으로의 자본 순 유입을 증가시켰고 이는 특히 글로벌 금융위기 이후부터 실시된 양적완화 정책이 신흥개발국으로의 자본 순 유입을 통해 일종의 파급효과가 유발되었음을 시사한다고 해석할 수도 있다. 그러나 미국 실질이자율의 추정 계수는 열 (1)을 제외한 다른 실증분석식에서는 그 유의성을 잃어버렸다.

이전 연구인 Forbes and Warnock(2012)에서도 선진국의 실질이자율이 신흥국으로의 급격한 자본 유입에 유의한 영향을 주지 않았다는 결과를 보도하였는데, 본 연구 결과 역시 미국의 통화정책을 통한 실질이자율의 감소가 신흥개발국으로 자본 순 유입에 유의한 영향을 주었다는 확고한 증거를 찾기는 힘들었다. 그러나 이런 유의하지 않은 분석 결과는 ① 선진국의 통화정책 변수로 사용한 미국 실질이자율의 대응 변수로서 유효성과 ② 이 실질이자율 변수와 다른 변수들 간의 다중 공선성에 기인하여 나타날 수도 있기 때문에 해석에 주의해야 한다. 예를 들어 글로벌 금융위기 이후 이미 명목이자율 수준이 0에 가까워지고, 미국 실질이자율은 결국 인플레이션율에 의하여 그 변동의 대부분이 결정되었기 때문에 실질이자율의 변동성 자체가 작고, 통화정책의 효과를 정확히 잡아낸다고 보기 어려울 수 있다. 이러한 한계를 극복하기 위해 양적완화 정책의 효과를 정확히 측정할 수 있는 변수를 고려할 필요가 있다. 또한 미국 실질이자율 변수는 글로벌 리스크 혹은 국가 개별적인 환율변동성, 그리고 뒤의 상호작용항 분석에서 통제할 글로벌 금융위기 이후 더미 등의 변수들과 높은 상관관계를 가지는 추가적인 다중 공선성 문제로 추정 결과 자체

의 표준오차가 커져 유의성을 잃는 문제가 생길 수 있다. 실제로 다음 제 3장에서는 미국의 실질이자율 변수와 더불어 미국의 장기이자율까지 고려하여 선진국 정책이 국가간 자본이동에 미치는 효과를 더 심도있게 분석하였다.

열 (1)~(3)을 통해 글로벌 리스크 증가는 신흥개발국 주식의 순 유입을 유의하게 낮추었고, 국내 신용과 금융위기 여부는 채권 순 유입에 각각 유의한 양의 효과와 음의 효과를 가져왔다. 이를 통해 글로벌 리스크와 같은 전 세계적 요인은 신흥개발국의 주식 순 유입에 유의한 영향을 주고, 국가 특성 혹은 국가 펀더멘털 요인은 채권 순 유입에 유의한 영향을 미침을 확인하였다.

열 (4)~(6)은 국가 고정효과 분석의 결과를 보여주고 있다. 특히 열 (5)와 열 (6)은 포트폴리오 주식 순 유입과 채권 순 유입의 결정 요인을 보여주고 있는데, 앞서 열 (1)~(3)에서 확인한 대로 신흥개발국에 유입되는 두 자산의 결정요인이 상이하게 나타남을 확인하였다. 열 (5)에서는 전 세계적 요인으로 분류된 VIX/VXO 변수가 유의한 음의 계수를 보이며, 전 세계적인 금융시장의 변동성이 증가할 때 신흥개발국으로부터 주식자본의 순 유출이 일어남을 시사하였다. 열 (6)은 신흥개발국으로의 채권자본 순 유입의 결정을 보여주는데, 열 (5)의 결과와는 달리 국내 금융시장의 발전 정도를 나타내는 GDP 대비 국내 신용 변수의 유의한 양의 계수가 관찰되었다. 이는 신흥개발국으로의 채권 투자를 견인하는 요인이 전 세계적 요인보다 투자 대상 국가의 특정 요인이 더욱 중요함을 시사하는 결과이다. 또한 신흥국 및 개발도상국으로 순 유입되는 전체 포트폴리오의 결정에 초점을 두고 볼 때도 전 세계적인 요인보다 국가 개별적으로 가지고

있는 펀더멘털 요인이 순 자본 유입을 끌어들이는 데 더 중요한 동인임을 발견하였다.

## 다. 글로벌 금융위기 이후 자본 순 유입의 결정

[그림 2-2]와 [표 2-1]의 기초 통계량에서 살펴본 결과 글로벌 금융위기를 기준으로 선진국과 신흥개발국에 유입 또는 유출되는 포트폴리오 주식, 채권 두 종류의 자본 순 유(출)입 패턴이 변화한 것을 확인하였다. 본 절에서는 글로벌 금융위기 이후 어떤 요인이 이런 순 유입 패턴의 변화를 견인하였는지를 체계적으로 분석하였다. 이를 분석하기 위하여 식 (2)와 같이 상호작용항을 도입하였다.

$$\begin{aligned} \text{순자본유입}_{it} = & \alpha + \beta_1 \times \text{글로벌요인}_t + \beta_2 \times \text{국가특정요인}_{it} + \beta_3 \times \text{위기이후더미} \\ & + \beta_4 \times \text{위기이후더미} \times \text{글로벌요인}_t + \beta_5 \times \text{위기이후더미} \\ & \times \text{국가특정요인}_{it} + \varphi_i + u_{it} \end{aligned} \quad \text{식 (2)}$$

여기서 글로벌 금융위기 이후 더미는 금융위기 기간(2009년을 포함하여 이후의 시점)을 1로 코딩하여 만든 더미변수이다. 이 더미변수와 앞서 소개한 전 세계적 요인인 VIX/VXO 변수, 미국의 실질이자율 변수와 국가 특성 요인 중에서 GDP 대비 국내 신용 변수, 자본 자유화 지수(자본 통제 지수)를 택하여 만든 상호작용항을 도입함으로써 글로벌 금융위기를 기점으로 선진국과 신흥개발국의 순 자본 유입을 견인한 두 가지 요소—전 세계적 요인과 국가 특성 요인—중 어느 요인이 자본 유입의 결정에 더 유의한 영향을 주었는지 분석하였다.

[표 2-4]의 열 (1)~(3)은 글로벌 금융위기 이후 선진국으로의 포트폴리오 자본 순 유입 결정을 분석한 결과이다. 금융위기 이후 더미는 선진국의 주식과 채권의 순 유입에 상이한 영향을 주었다. 금융위기 이후 선진국으로의 주식 순 유입이 나타난 반면, 채권은 순 유출의 유의한 영향이 나타났다. 열 (2)에서 글로벌 리스크(VIX/VXO)의 계수 자체는 유의하지 않았으나, 금융위기 이후 더미와 VIX/VXO의 상호작용항을 도입하면서 금융위기 이후의 기간에는 VIX/VXO가 주식자본의 순 유입에 유의한 음의 영향이 나타났다. 이는 특별히 금융위기 발생 이후에 나타난 글로벌 리스크의 증가가 선진국으로의 주식자본 순 유입을 줄였음을 시사한다. 반면 열 (2)에서 미국 실질이자율의 계수는 양의 부호를 갖지만 통계적 유의성이 없었고, 금융위기 이후 더미와 미국 실질이자율의 상호작용항은 유의한 양의 계수를 나타냈다. 이를 통해(금융위기 이후 양적완화 정책을 통한) 미국 실질이자율의 하락은 선진국으로의 주식자본 순 유입을 줄이는 방향으로 작용함을 확인하였다.

열 (3)에서 선진국으로의 채권 순 유입과 글로벌 금융위기를 전후한 그 결정요인을 분석하였는데, VIX/VXO의 계수는 유의한 음의 영향을 보였으나, 금융위기 이후 더미를 상호작용항으로 도입하면서 위기 이후의 기간에 VIX/VXO가 채권의 순 유입에 미치는 유의한 양의 효과가 나타났다. 이 둘을 종합하여 해석하면 글로벌 금융위기 이전에 나타난 글로벌 리스크의 증가는 선진국의 채권 순 유출을 늘리는 방향으로 작용했지만, 글로벌 금융위기를 기점으로 나타난 글로벌 리스크의 증가는 오히려 선진국의 채권자본 순 유입을 늘렸음을 시사한다. 이는 위기를 통해 안전자산(선진국의 채권)에 대한 선호 현상이 나타나고 그 수요를 늘리는 투

표 2-4. 글로벌 금융위기 전후 순 자본 유출입의 결정

종속변수	선진국			신흥국 및 개발 도상국		
	포트폴리오 순 유입	주식 순 유입	채권 순 유입	포트폴리오 순 유입	주식 순 유입	채권 순 유입
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
VIX\XO	-0.1256 (0,0765)	0,0414 (0,0451)	-0.1737** (0,0857)	0,0019 (0,0312)	-0,0273** (0,0112)	0,0044 (0,0312)
US 실질이자율	-0.4369 (0,4114)	0,045 (0,2077)	-0.4951 (0,4125)	-0,0555 (0,1068)	0,0355 (0,0483)	0,0022 (0,0974)
에너지 가격 지수	0,0505 (0,0471)	-0,0352* (0,0197)	0,0862* (0,0461)	-0,0053 (0,0093)	-0,0017 (0,0057)	-0,0015 (0,0086)
국내신용(% of GDP)	0,1287** (0,0553)	-0,0123 (0,0155)	0,1433*** (0,0521)	0,0240** (0,0113)	0,0072 (0,0049)	0,0266** (0,0108)
자본자유화지수(Chinn-Ito)	0,9704 (0,6490)	0,55 (0,3408)	0,4132 (0,6556)	-0,867*** (0,2437)	-0,2310** (0,1002)	-0,5042* (0,2657)
글로벌 금융위기 이후 더미	-57,701*** (13,0909)	7,5544** (3,6890)	-65,357*** (13,2155)	2,6178 (2,6455)	2,6678* (1,5191)	0,1141 (2,4959)
VXO*금융위기 이후 더미	0,7675 (0,6592)	-0,3578** (0,1789)	1,1335* (0,6694)	-0,0971 (0,1518)	-0,041 (0,1119)	-0,0197 (0,1119)
미국실질이자율* 금융위기 이후 더미	-0,1081 (5,0716)	3,2128** (1,5329)	-3,2929 (5,3450)	0,1213 (1,2163)	-0,3218 (0,8752)	0,2734 (0,9257)
국내신용*금융위기 이후 더미	0,0184 (0,0581)	-0,0031 (0,0198)	0,0207 (0,0558)	0,0154 (0,0096)	-0,0038 (0,0051)	0,0193** (0,0087)
자본자유화* 금융위기 이후 더미	14,7597*** (4,4266)	-1,5699*** (0,5448)	16,3329*** (4,5009)	1,4028*** (0,4811)	0,3793** (0,1886)	0,9803** (0,4276)
실질이자율	0,3534 (0,2914)	-0,2400* (0,1273)	0,5935** (0,2786)	0,0067 (0,0163)	0,0044 (0,0047)	0,0013 (0,0161)
로그 일인당 GDP	-14,569*** (3,1392)	0,8111 (1,9734)	-15,627*** (3,6165)	-0,8892 (0,6485)	-0,7811* (0,4130)	-1,2673** (0,5760)
GDP 성장률	0,6127* (0,3170)	-0,1067 (0,1439)	0,7124** (0,3310)	0,0449 (0,0285)	0,0095 (0,0120)	0,0605* (0,0355)
경상수지 (% of GDP)	0,2217 (0,4897)	0,1239 (0,1190)	0,0974 (0,4704)	0,08 (0,0768)	0,1251 (0,1042)	-0,0446 (0,0555)
실질실효환율의 변화율	2,8393 (10,6522)	0,9661 (3,8974)	1,8056 (11,1967)	0,5877 (1,5134)	0,9304* (0,5159)	-0,5136 (1,6269)
대미환율 변동성	187,2134** (90,1942)	14,4318 (23,3956)	171,8581* (91,6347)	-2,3964 (4,0197)	-0,1061 (1,1714)	-2,2287 (4,1359)
금융위기 더미	-3,0432 (2,7326)	2,4863*** (0,8234)	-5,6090** (2,5544)	-0,8395** (0,3984)	-0,1275 (0,1311)	-0,6985* (0,3940)
국가고정효과	예	예	예	예	예	예
관측치	429	426	426	1,029	845	845
R-squared	0,481	0,338	0,5	0,172	0,111	0,192

주: ( ) 안에 국가수준에서 클러스터링(clustering)한 강건표준오차를 보도하였다.

\*\*\* p<0,01, \*\* p<0,05, \* p<0,1.

자료: 저자 작성.

자지들의 투자 행태에서 비롯된 결과라고 해석할 수 있다. 그밖에도 선진국의 실질이자율은 주식과 채권 순 유입과 상이하지만, 유의한 영향을 주었다. 특히 자본 자유화 지수는 금융위기를 기점으로 주식과 채권 순 유입에 각각 유의한 음의 영향과 양의 영향을 주었다. 즉 글로벌 금융위기 이후 자본 자유화 정도가 높은 선진국일수록 주식의 순 유출과 채권의 순 유입이 나타났다.

열 (4)~(6)에서는 글로벌 금융위기 이후 신흥개발국에 대한 포트폴리오 자본의 순 유입 결정요인에 초점을 맞추어 살펴보았다. 모든 열에서 글로벌 금융위기 이후 더미에 양의 계수가 나타났고, 특별히 주식 순 유입 부분에서 그 영향이 유의하게 나타났다. 열 (5)의 주식자본은 전 분석 기간에 걸쳐 세계적 요인인 글로벌 리스크의 변화에 유의한 영향을 받는 것으로 나타났다. 그러나 상호작용항으로 분석한 결과 글로벌 금융위기 이후(양적완화 시행) 전 세계적 요인—글로벌 리스크 또는 미국 통화정책—이 주식자본 순 유입을 더욱 견인하는 추가적인 영향은 나타나지 않았다. 채권 순 유입은 투자 대상 국가의 금융 및 자본시장의 발전 정도를 나타내는 변수인 국내 신용 변수가 유의한 양의 결과를 일관되게 보임으로써 신흥개발국의 채권 순 유입은 국가의 편더멘털한 요인이 중요함을 볼 수 있었다. 무엇보다 글로벌 금융위기 이후 더미와 국내 신용의 상호작용항이 유의한 양의 부호를 보였고, 이를 통해 글로벌 금융위기 이후 추가적으로 국가 특성 요인(Pull factor)이 채권자본 순 유입 및 전체 포트폴리오 자본의 순 유입을 견인하는 유의한 역할을 하였음을 확인하였다.

### 3. 소결

본 연구에서는 글로벌 금융위기를 전후로 선진국 및 신흥개발국으로의 자본 순 유(출)입에 대한 구체적인 특성과 패턴을 이해하기 위하여 전 세계적인 요인과 국가 특성 요인이 개별적인 포트폴리오 자본(주식과 채권)의 흐름에 어떻게 다른 영향을 주었는지 분석하고 이를 대조하였다. 분석 결과 ① 국가간 자본이동을 견인하는 전 세계적 요인과 국가 특성 요인이 포트폴리오를 구성하는 주식과 채권자본의 순 유입에 각각 상이한 영향을 미침을 확인하였다. 신흥개발국의 주식자본 순 유입은 글로벌 리스크와 같은 전 세계적 요인에 의해 더 유의한 영향을 받는 것으로 나타났고, 채권자본 순 유입은 금융시장의 발전 정도와 같은 국가 특성 요인에 더 유의한 영향을 받는 것으로 나타났다. 이는 각 포트폴리오 자본의 이질적인 성격을 반영한 결과이다. ② 또한 선진국과 신흥개발국가로의 포트폴리오 자본 순 유입을 견인하는 요인 역시 각각 다르고, 특히 글로벌 금융위기를 기점으로 포트폴리오 순 유입을 결정하는 요소들의 영향이 변화하였음을 확인하였다. 글로벌 리스크의 증가와 같은 전 세계적 요인의 변동은 글로벌 금융위기 전후와 상관없이 신흥개발국으로 주식자본의 순 유입을 낮추는 방향으로 작용하는 것을 관찰하였으나, 개별 국가의 금융시장 발전 정도 또는 자본 자유화 정도와 같은 국가 특성 요인은 글로벌 금융위기 이후 신흥개발국으로의 포트폴리오 자본(특히, 채권자본) 순 유입의 변화를 추가적으로 견인하였던 것으로 나타났다. 즉 글로벌 금융위기 이후 신흥국으로의 채권자본 순 유입은 국가 특성 요인에 더욱 민감하게 반응하는 것으로 나타났다.

선진국의 정책을 대응하는 변수인 미국 실질이자율은 분석 기간에 선진국과 신흥개발국의 포트폴리오 자본 순 유입에 유의한 영향을 주지 않는 것으로 나타났다. 또한, 글로벌 금융위기를 기점으로 실시된 미국을 비롯한 선진국의 양적완화 정책의 효과—미국 실질이자율의 변화—의 추가적인 영향은 발견하지는 못했다. 그러나 이런 분석 결과의 해석은 ㉠ 미국 실질이자율의 선진국 통화정책 대응 변수로서의 유효성과 ㉡ 미국 실질이자율과 다른 변수—글로벌 리스크, 개발도상국의 환율변수 등—들과의 밀접한 상관관계에서 야기되는 다중공선성 여부를 고려할 때 주의를 요구한다. 그러나 분석 결과 글로벌 금융위기 이후 신흥개발국으로의 포트폴리오 자본 순 유입의 결정은 전 세계적인 요인 혹은 선진국 요인보다 국가 자체적인 펀더멘털 요인이 더욱 중요한 역할을 하였음을 확인하였다. 그러므로 신흥개발국 정책 입안자 및 집행자들은 국내 실물경제 및 자본시장 안정을 위해 시시각각 변화하는 선진국의 정책 변화에 대응 전략을 구상하는 것도 중요하지만, 무엇보다 개별 국가의 특성 요인을 정비하고—금융시장 발전, 효과적인 거시건전성 규제, 경기안정화를 위한 효과적인 국내 정책 구상 등—국가 펀더멘털을 강화하는 장기적인 정책 수립에 주력해야 한다.

## 제3장 미국의 통화정책 및 글로벌 리스크 변화가 국가간 자금흐름에 미치는 영향

1. 미국 양적완화와 금융시장
2. 미국의 금융 충격이 해외  
포트폴리오 투자에 미친 영향
3. 소결



본 장에서는 제2장의 분석을 바탕으로 미국의 통화정책 및 글로벌 금융시장의 리스크 변화가 국가간 자본이동에 미치는 영향을 분석하였다. 제2장의 분석에서 투자국의 구분 없이 자본이 유입/유출되는 국가의 자료를 바탕으로 패널 자료 분석을 시행하였다면, 제3장에서는 미국 투자자들이 미국 금융시장에 충격이 발생하면 선진국과 개도국의 주식시장과 채권시장 투자 포지션을 어떻게 바꾸는지를 분석하였다. 미국은 우리나라 주식시장과 채권시장에서 외국인투자 중 가장 큰 보유 비중을 갖고 있으므로, 미국을 중심으로 한 분석은 향후 우리나라 금융시장을 이해하는 데 필수적이다. 본 장에서는 선진국, 개도국에 대한 분석과 함께 우리나라에 대한 투자도 별도로 분석하였다.

본 장에서는 먼저, 글로벌 금융위기 이후 미국의 양적완화 정책이 미국의 실물시장과 금융시장에 미친 영향에 대해 살펴보고, 미국 실질 정책이자율 상승과 금융시장 불확실성 확대가 미국을 중심으로 한 국제 금융 투자에 미치는 영향에 대해 실증분석하고 있다. 분석 결과를 바탕으로 테이퍼링 이후 미국의 통화정책 긴축 기조가 시작될 때의 국제금융시장에 대해 전망한다.

## 1. 미국 양적완화와 금융시장

미국 서브프라임모기지 사태가 본격화되던 2007년 말부터 미국은 적극적인 통화완화 정책을 통해 경기부양을 시도하였다. 미국 연방준비제도 이사회(이하 연준)는 2007년 초 5.25% 수준이었던 목표 정책금리(Federal funds rate)를 2007년 9월부터 빠르게 인하하여 2008년 12월에는 0~0.25%의 밴드로 운영하였으며, 이는 실질적인 제로(0) 금리 수준이라고

할 수 있다. 전통적인 통화정책 수단이라 할 수 있는 단기 금리 인하를 통한 통화완화 정책의 여력이 소진되자, 미국 연준은 비전통적인 통화정책 수단을 써서 추가적인 경기 부양에 나섰다 그 대표적인 정책이 양적완화(Quantitative Easing) 정책이다.

양적완화는 중앙은행이 시중의 금융자산을 매입함으로써 금융시장에 유동성을 공급하고 장기이자율 하락을 유도하여 경기 부양을 도모하는 통화정책으로 실질적인 제로금리 상태에 있던 2001~06년에 일본에서 시행되었다. 이번 글로벌 금융위기를 지나오면서 미국, 영국, 유로지역, 일본의 중앙은행에서 양적완화 정책을 시행하여 금융시장 안정과 경기부양을 시도하였다.

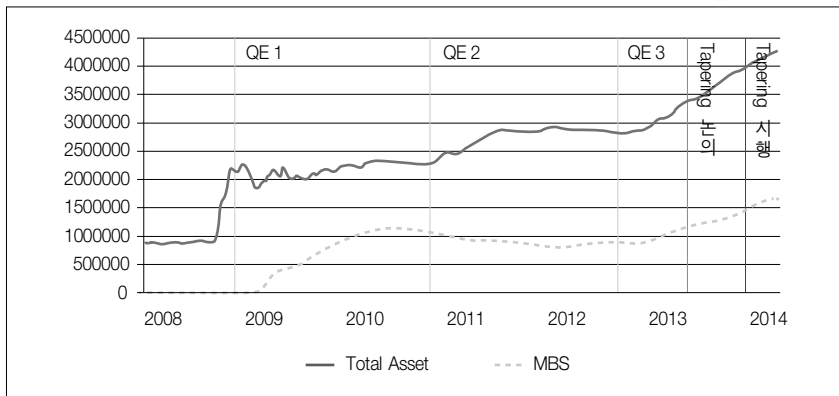
통화정책은 기본적으로 자국의 물가안정과 경기안정을 목표로 한 정책 수단이지만, 국제 금융시장에서 영향력이 큰 선진국들의 통화정책 기조 변경은 세계 금융시장 전체에 영향을 미칠 수 있다. 특히 2000년대 초반 미국과 일본의 저금리 기조로 인해 글로벌 유동성 과잉 현상에 대한 우려가 제기되기도 하였는데, 이번 글로벌 금융위기 이후 선진국들의 초저금리와 양적완화 정책으로 이러한 우려가 확대되고 있다. 확대된 글로벌 유동성이 신흥국 투기성 자금으로 집중되면, 신흥국 금융시장이 불안정해지고 과열될 우려가 있다. 본 장에서는 미국의 양적완화 정책이 미국을 중심으로 한 국제 금융시장에 미치는 영향에 대해 분석하는 것을 목적으로 한다.

미국의 양적완화 정책은 총 3차에 걸쳐 진행되었다. 먼저 제1차 양적완화 정책은 2008년 11월부터 2010년 3월까지 진행되었으며, 3,000억 달러 규모의 국채 매입과 1조 2,500억 달러의 MBS 매입, 그리고 2,000억

달러 규모의 공공기관채 매입이 그 내용이다. 제2차 양적완화는 2010년 11월에 시작하여 2011년 6월에 종료되었으며, 매월 750억 달러 규모로 중앙은행이 총 6,000억 달러의 자산을 매입하였다. 마지막으로 제3차 양적완화는 2012년 9월 발표되었는데, 기한을 명시하지 않은 채로(open ended) 모기지 증권(MBS: Mortgage-backed securities)을 매월 400억 달러씩 매입하고, 이미 진행 중이던 오퍼레이션 트위스트(Operation Twist)를 통해 매월 450억 달러씩 장기 국채를 매입하여 매월 총 850억 달러 규모의 양적완화를 실시한다는 내용으로 진행되었다. 제3차 양적완화는 그 종료 시한을 명시하지 않았기 때문에 2013년 5월부터 미 연준에서는 양적완화 축소(tapering)에 대한 논의를 시작하였고 2013년 12월부터 순차적인 축소가 시작되었다. 매월 850억 달러 규모였던 3차 양적완화는 2013년 12월 100억 달러 축소로 시작하여 2014년 6월 현재 매월 350억 달러의 양적완화만을 시행하고 있다.

그림 3-1. 미 연준 보유자산 규모

(단위: 백만 달러)



자료: FRED 통계자료(accessed on May 1, 2014).

그림 3-2. 미국 장단기 이자율 추이

(단위: %)



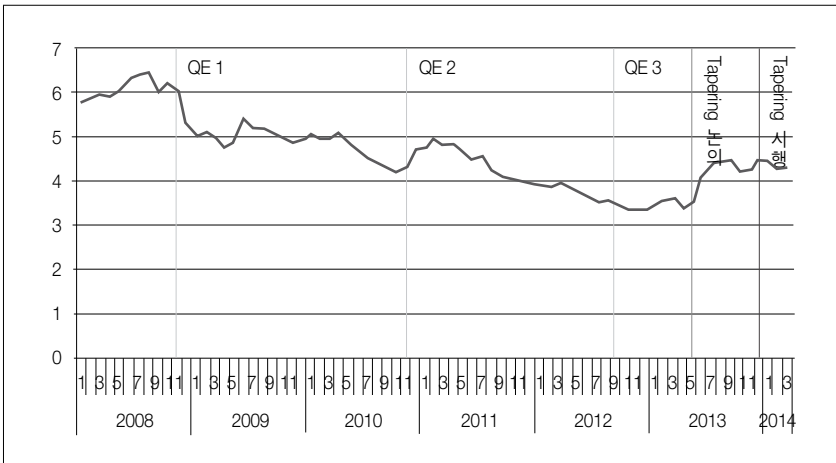
자료: FRED 통계자료(accessed on May 1, 2014).

양적완화 규모는 중앙은행의 자산규모로 확인할 수 있는데, [그림 3-1]은 미 연준의 총 자산 규모와 그중 MBS 자산 규모를 나타낸다. 글로벌 금융위기 이전 9,000억 달러 수준이었던 미 연준의 자산 규모는 제3차 양적완화 시행 시점에서 이미 2조 8,000억 달러 수준까지 증가하였으며, 제3차 양적완화가 진행되고 있는 2014년 4월 현재 4조 2,000억 달러 수준에 달한다. 양적완화가 축소 시행되면서 연준 자산의 증가속도는 감소하였으나 여전히 증가하는 모습을 볼 수 있으며, 이는 여전히 양적완화 정책을 통한 완화적인 통화정책이 진행되고 있음을 의미한다. 미 연준의 MBS 자산 규모도 3차 양적완화 이후 지속적으로 증가하고 있다. 2012년 9월 8,400억 달러 수준이었던 연준의 MBS 자산은 2014년 4월 1조 6,300억 달러 수준까지 증가하였다. [그림 3-2]는 미국의 정책금리와 10년 만기 장기국채 금리의 추이를 나타내는데, 2008년 실질적인 제로 정책금리 상황에서 세 차례에 걸친 양적완화를 실시하여 장기 금리가 추세적으로 하향하였던 것을 볼 수 있다. 또한 2013년에 시작된 양적완화 축

소 논의 시점부터 장기 금리가 높아졌던 사실도 확인할 수 있다. 2013년 초 1.7% 수준까지 낮아졌던 미국 10년 국채 이자율은 같은해 5월 미국 연준 의장인 버냉키의 양적완화 축소 계획이 발표되자 1%포인트 이상 상승하였으며, 실제 100억 달러 규모의 양적완화 규모가 축소된 12월에는 3% 수준까지 상승하였다. [그림 3-3]은 미국 장기 MBS의 기초자산이 되는 30년 모기지 금리 추이를 나타내는데, 미국의 양적완화 정책으로 인한 자산 매입이 국채와 함께 모기지 증권에 집중되었던 만큼, 모기지 금리도 양적완화와 함께 지속적으로 하락하였으나 양적완화 축소 논의 이후 역시 1%포인트 정도 높아졌다. 마지막으로 [그림 3-4]는 미국 다우존스 지수 추이를 나타내고 있는데, 2009년 금융위기의 여파로 저점을 통과한 후 지속적으로 상승하고 있으며, 양적완화 축소 논의가 있던 2013년 중에도 연초 대비 상승하였다.

그림 3-3. 미국 30년 모기지 금리 추이

(단위: %)



자료: FRED 통계자료(accessed on May 1, 2014).

그림 3-4. 다우존스 산업평균 지수

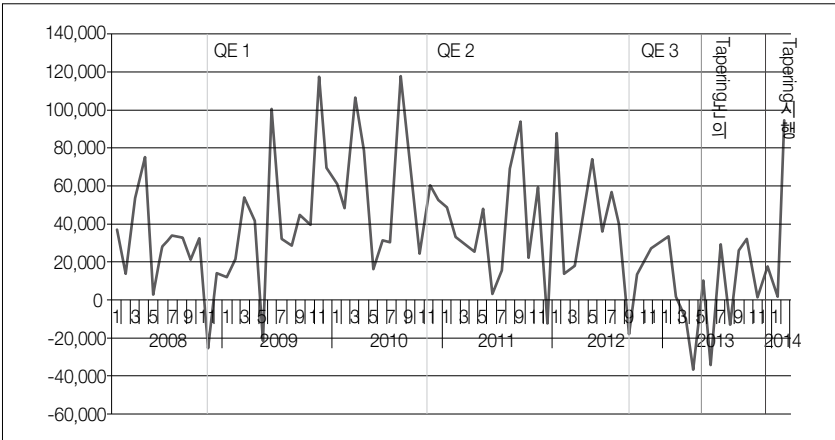
(단위: 인덱스)



자료: FRED 통계자료(accessed on May 1, 2014).

그림 3-5. 외국인의 미국 국채 순 매수

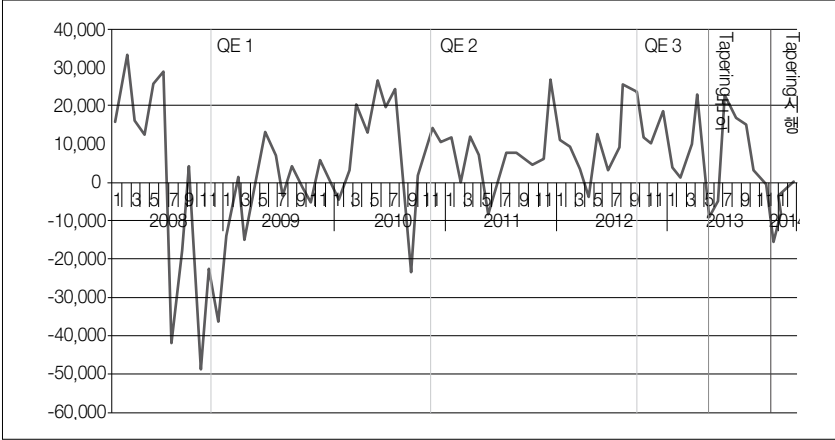
(단위: 백만 달러)



자료: 미국 재무부 국제 자본 시스템 통계자료(Treasury International Capital System, accessed on May 1, 2014).

그림 3-6. 외국인의 미국 정부기관 채권 순 매수

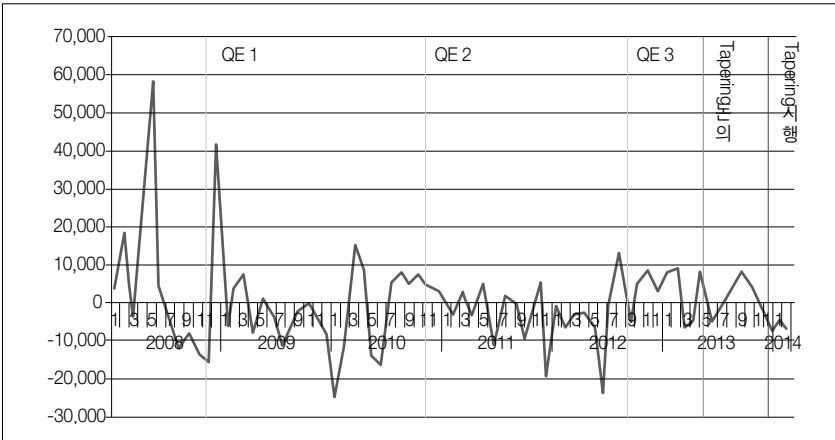
(단위: 백만 달러)



자료: 미국 재무부 국제 자본 시스템 통계자료(Treasury International Capital System, accessed on May 1, 2014).

그림 3-7. 외국인의 미국 회사채 순 매수

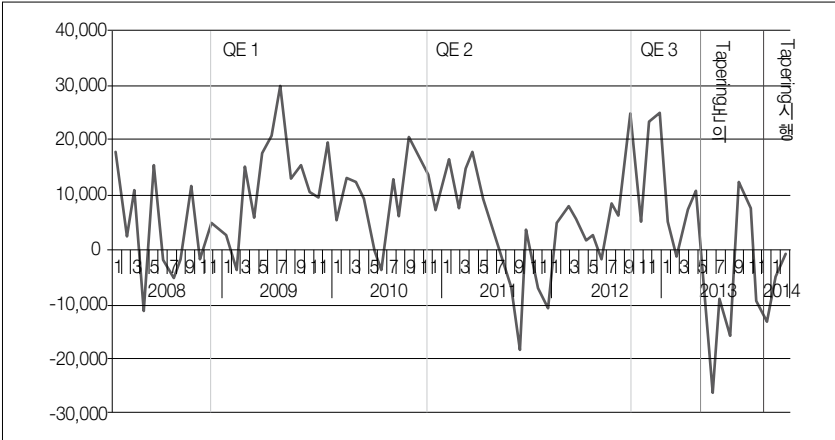
(단위: 백만 달러)



자료: 미국 재무부 국제 자본 시스템 통계자료(Treasury International Capital System, accessed on May 1, 2014).

그림 3-8. 외국인의 미국 주식 순 매수

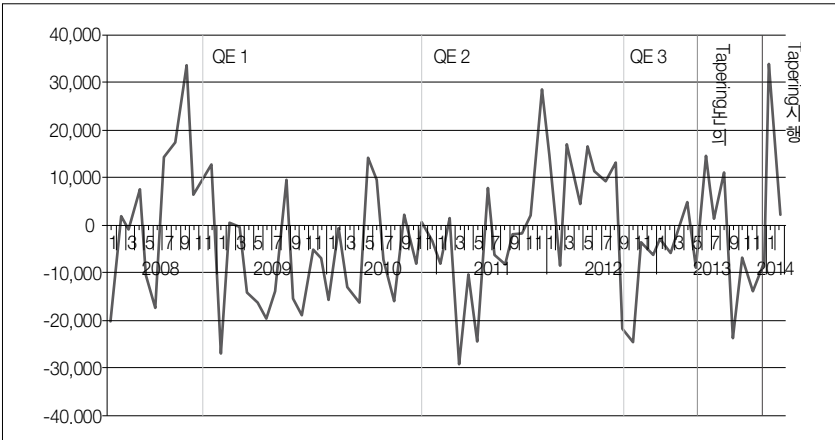
(단위: 백만 달러)



자료: 미국 재무부 국제 자본 시스템 통계자료(Treasury International Capital System, accessed on May 1, 2014).

그림 3-9. 미국인의 외국 채권 순 매수

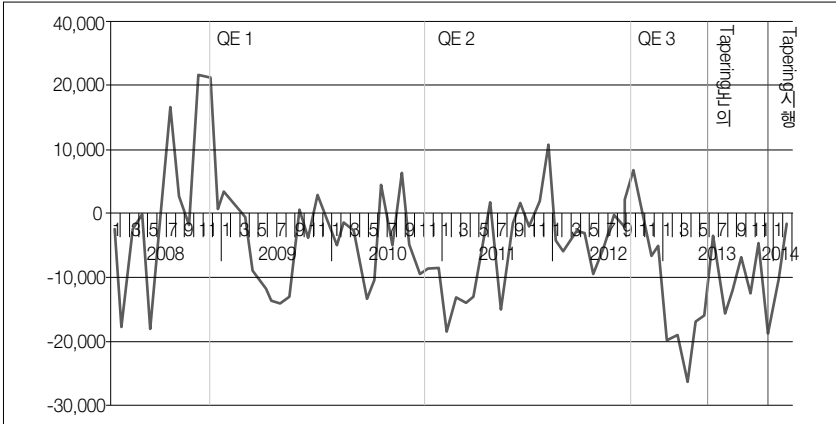
(단위: 백만 달러)



자료: 미국 재무부 국제 자본 시스템 통계자료(Treasury International Capital System, accessed on May 1, 2014).

그림 3-10. 미국인의 외국 주식 순 매수

(단위: 백만 달러)



자료: 미국 재무부 국제 자본 시스템 통계자료(Treasury International Capital System, accessed on May 1, 2014).

미국의 양적완화 정책은 미국 경제와 금융시장에 대한 안정성을 제고 시키기 때문에 외국인들의 미국 자산에 대한 수요를 높이는 쪽으로 작용할 수도 있고, 장기이자율 하락과 환율절하 효과로 인해 수요를 낮추는 쪽으로 작용할 수도 있다. 또한 미국 국채는 국제 ‘안전자산’이라는 특수성 때문에 글로벌 금융위기 중에도 각국의 외환보유고 확보 목적 등으로 수요가 늘기도 하였다. [그림 3-5] ~ [그림 3-8]은 미국 국채, 미국정부 기관채, 미국 회사채, 미국 주식에 대한 외국인들의 순 매수 추이를 나타낸다. 양적완화 기간에 미국 국채, 정부 기관채, 주식에 대한 외국인의 수요는 늘어났으나, 미국 회사채에 대한 수요는 큰 폭의 변화 없이 오히려 줄어드는 모습을 볼 수 있다. [그림 3-9]와 [그림 3-10]은 미국인의 외국 채권과 주식에 대한 순 매수 추이를 각각 나타내는데, 글로벌 금융위기 기간 중 전반적인 순매도 추이가 관찰되며, 특히 양적완화 정책 시행 직후에는 그 순매도 추이가 더욱 강해지는 것을 볼 수 있다.

## 2. 미국의 금융 충격이 해외 포트폴리오 투자에 미치는 영향

### 가. 연구의 배경

한 국가의 통화정책은 환율과 국제 무역 관계를 통해 타국의 경제에 영향을 미칠 수 있다. 한 국가의 완화적인 통화정책은 환율 평가절하와 무역수지 개선을 통해 그 국가의 경제에 도움이 될 수 있지만, 반면 교역 상대국의 무역수지 악화를 가져오기 때문에 근린국뺨화정책(beggar-thy-neighbor)이라 불리기도 한다. 또 다른 한편으로 통화정책 기조의 변화는 이자율 등 금융자산의 수익률이 변화하여 투자자들의 의사 결정에 영향을 미칠 수도 있다. 본 절에서는 글로벌 금융위기 기간 중 미국의 통화정책과 금융시장의 불안정성이 미국 금융 자산에 대한 외국인의 투자와 외국 금융자산에 대한 미국인의 투자에 미치는 영향을 실증분석하는 것을 목적으로 한다.

Kim(2001)은 벡터자기상관회귀모형(VAR: Vector Autoregressive Regression Model)의 추정을 통해 미국의 통화정책이 G-6 국가들의 환율과 교역에 미치는 영향에 대해 분석하였으며, 대체로 먼델-플레밍 모형(Mondell-Fleming Model)이 의미하는 결과를 확인하였다. Devereux and Sutherland (2007)는 이론 모형을 통해 통화정책이 채권과 주식의 포트폴리오 선택에 미치는 영향에 대한 설명을 시도하였다. Fratzcher *et al.*(2009)에서는 부호제약(sign restriction)을 사용한 구조 VAR 모형을 통해 미국의 외생적 통화 완화 정책은 미국 순자본 유입은 증가시키고, 특히 채권 투자의 유입을 증가시키지만 주식 투자의 유입을 감소시킨다는 결론을 도출하였다.

글로벌 금융위기 이후에 대한 논의를 보면 선진국의 통화 완화 정책으로 글로벌 유동성(Global Liquidity)이 증가함으로써 신흥국 경제에 미치는 영향을 다양하게 분석하고 있다. IMF (2010)는 선진 4개국(미국, 유로지역, 영국, 일본)의 통화 완화 정책이 신흥국의 주가, 주택 가격, 실질이자율에 미치는 영향을 고정효과 패널 모형으로 분석하였고, Cho and Rhee(2013)에서는 미국의 양적완화 정책이 아시아 국가의 채권 이자율, CDS 프리미엄, 환율에 미치는 영향을 분석한 바 있다. 마지막으로 Bruno and Shin(2013)은 VAR 모형의 추정을 통해 긴축 통화정책이 국제 은행의 레버리지를 위축시켜 국제 은행 자본 흐름을 감소시킬 수 있다고 지적하였다.

본 연구는 미국의 통화정책과 금융시장의 불안정성이 미국 금융자산에 대한 외국인의 투자와 외국 금융자산에 대한 미국인의 투자 결정에 미치는 영향이 글로벌 금융위기 전후로 어떻게 달라졌는지를 분석하고, 또 지역에 따라 어떠한 차이가 있는지를 분석하였다. 실증분석 모형은 Bruno and Shin(2013)과 유사한 형태의 구조 VAR이며, 2000년 1월부터 2014년 2월까지의 자료를 바탕으로 분석하였다. 본 연구에서 글로벌 금융위기 이전 기간은 2000년 1월부터 2007년 12월까지로, 글로벌 금융위기 이후 기간은 그 이후 기간으로 정의하였는데, 데이터의 구분 시점을 1년 전후로 바꾸어도 결과에는 큰 차이가 없었다.

## 나. 자료 및 분석방법

글로벌 금융위기 기간 이후 미국의 통화정책 기초를 분석하는 데 가장 큰 난점은 어떤 변수로 통화정책을 측정할 것인가의 문제이다. 일반적인

시기에 통화정책은 정책이자율로 그 기초를 판단할 수 있지만, 글로벌 금융위기 중 미국의 정책금리는 이미 제로금리 수준으로 떨어진 상황이기 때문에 추가적인 양적완화로 인한 통화완화의 정도를 정책금리로 파악할 수 없다(그림 3-2 참고). 반면 양적완화의 정도를 미 연준의 자산으로 파악한다면 글로벌 금융위기 이전 시기와의 비교가 어렵고 그 효과를 과장할 우려가 있다(그림 3-1 참고).

본 연구에서는 Bruno and Shin(2013)을 따라 미국의 실질 정책이자율(real effective federal funds rate)로 미국 통화정책의 기초를 측정하고 있는데, 명목 정책이자율이 글로벌 금융위기 이후 제로 바운드에 영향을 받는 반면 실질 정책이자율은 양적완화 정책에 따라 마이너스까지 떨어질 수 있기 때문에 제로금리를 넘어서 추가적인 통화 완화를 측정할 수 있으며 금융시장에서 투자자들이 직면할 수익률과도 관계가 깊기 때문에 본 연구의 목적에 맞는 변수라 판단한다.

본 연구에서는 금융시장의 단기 실질이자율이라 할 수 있는 실질 정책이자율을 통화정책의 기초를 반영하는 변수로 분석하였는데, 다른 대안이 될 수 있는 변수로는 장기 실질이자율이 있다. 특히 글로벌 금융위기 이후 양적완화 정책을 비롯한 비전통적 통화정책<sup>9)</sup>의 전과 경로 중의 하나는 장기 이자율의 하락이기 때문에, 단기 이자율이 제로 바운드에 다다른 이후의 통화정책 기초를 반영할 수 있는 대리 변수가 될 수 있다. 그러나 장기 이자율에는 현재 통화정책 당국의 정책 기초 외에도 미래 통화정책

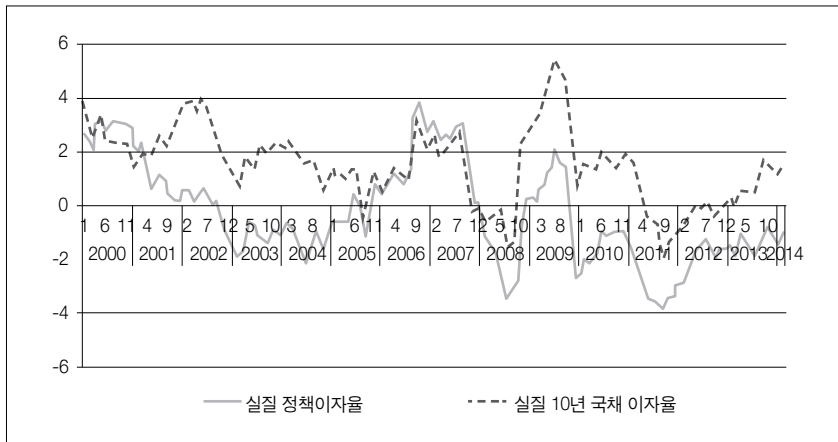
---

9) 글로벌 금융위기에 동안 미국 연준이 사용한 비전통적 통화정책에는 양적완화, 오퍼레이션 트위스트(operation twist), 그리고 완화적 통화정책 지속에 대한 통화정책 당국의 정책공약(commitment)이 있으며, 이 모두는 장기 이자율 하락을 통한 금융 완화가 1차적인 목표이다.

과 인플레이션에 대한 기대(expectation), 그리고 위험 프리미엄(inflation premium)이 반영되어 있어 그 자체로 통화정책의 기초를 반영한다고 보기 어렵다. [그림 3-11]은 실질 정책이자율과 실질 10년 국채 이자율의 추이를 나타내고 있는데, 장단기 실질이자율은 글로벌 금융위기 이후에는 비슷한 추이를 보이고 있으나, 위기 이전에는 방향성이 일치하지 않은 시기가 있었다. 이를테면 2001년 하반기부터 2002년 초반 기간 동안 연준의 통화정책 기초를 반영하는 단기 실질금리는 지속적으로 하향하고 있었으나, 장기 금리는 당시 911 사태로 인한 높은 위험 프리미엄을 반영하여 크게 상승하였다. 따라서 위기 전후 통화정책 기초의 변화에 따른 국제 금융 투자 패턴의 차이를 보기 위해서는 장기 실질이자율 보다는 단기 실질이자율이 더욱 적절한 변수이다.

그림 3-11. 미국의 실질 정책이자율과 실질 10년 국채 이자율

(단위: %)



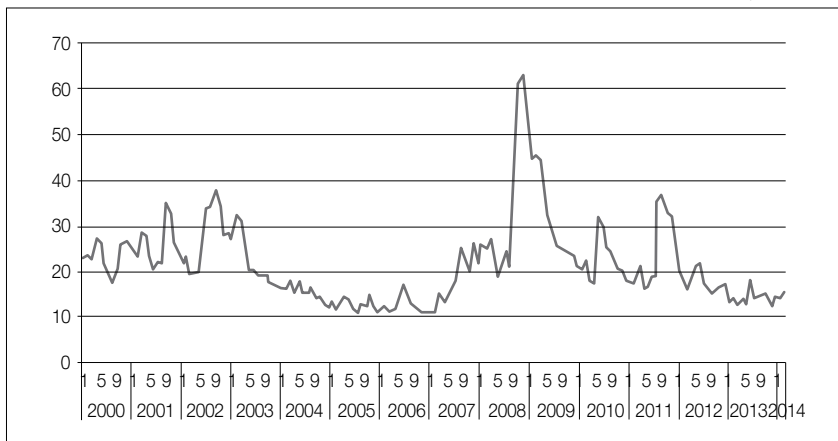
자료: FRED 통계자료(accessed on May 1, 2014).

본 연구에서는 미국 통화정책의 기조가 국제금융 투자에 미치는 영향 외에도 미국 금융시장의 불확실성 증가가 투자에 미치는 영향도 분석하였다. 글로벌 금융위기의 본질은 미국 금융시장의 충격에 있기 때문에, 위기 이후 취약해진 미국 금융시장에서 나타나는 불확실성 증가도 미국을 중심으로 한 투자자들의 행태에 변화를 가져왔을 것으로 예상되었기 때문이다. 본 연구에서는 VIX(Volatility Index)를 금융시장 불확실성의 대리 변수로 사용하였다.

본 연구에서 사용하는 VAR 모형의 내생변수는 미국의 산업생산, 미국의 실질 정책이자율, VIX 지수, 그리고 포트폴리오 투자 변수이다. 산업생산은 미국의 실물 경제를, VIX 지수는 미국 금융시장의 변동성과 위험도를 반영한다. 미국과 외국의 쌍방(bilateral) 포트폴리오 투자 자료는 미국 재무부의 국제 자본 시스템(TIC: Treasury International Capital) 자료를 사용하였고, 나머지 자료는 연준의 FRED 자료를 사용하였다.

그림 3-12. VIX Index의 추이

(단위: Index)



자료: FRED 통계자료(accessed on May 1, 2014).

본 연구의 실증분석을 위한 추정 모형은 전형적인 벡터자기상관모형 (VAR: vector autoregressive model)이다. VAR 모형에서는 [식 3-1]과 같은 자기상관 축약식(reduced form)을 추정하게 되는데,  $A(L)$ 은  $L$ 차 시차연산자(lag operator)를 의미하고,  $y_t$ 는 내생변수 벡터를,  $u_t$ 는 축약식의 오차항을 의미한다. [식 3-2]는 이 모형의 이동평균(moving average) 구조식(structural form)을 의미하고, [식 3-3]은 구조 충격  $e_t$ 와 축약식 오차항과의 관계를 보여준다.  $B_0$ 는 시차 0에서의 구조 시차다항식(lag polynomial)을 의미한다. [식 3-4]에서  $\Sigma = (u_t u_t')$ 는 축약식의 공분산행렬(covariance matrix)을,  $\Lambda = (e_t e_t')$ 는 구조식의 대각 공분산행렬(diagonal covariance matrix)을 의미하며, 충격-반응함수(impulse response function)에서의 충격(shocks)을 식별하기 위해  $B_0$  행렬은 [식 3-4]에서와 같은 하방삼각 행렬(lower triangular matrix) 형태라고 가정한다.

$$y_t = A(L)y_t + u_t \quad [\text{식 3-1}]$$

$$B(L)y_t = e_t \quad [\text{식 3-2}]$$

$$e_t = B_0 u_t \quad [\text{식 3-3}]$$

$$\Sigma = B_0^{-1} \Lambda B_0^{-1} \quad [\text{식 3-4}]$$

$$\begin{bmatrix} e_{ip} \\ e_{rf} \\ e_{vix} \\ e_{inv} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} 1 & 0 & 0 & 0 \\ b_{21} & 1 & 0 & 0 \\ b_{31} & b_{32} & 1 & 0 \\ b_{41} & b_{42} & b_{43} & 1 \end{bmatrix} \begin{bmatrix} u_{ip} \\ u_{rf} \\ u_{vix} \\ u_{inv} \end{bmatrix} \quad [\text{식 3-5}]$$

충격-반응(Impulse-Responses)의 식별을 위한 내생변수의 순서(ordering)는 당기의 충격(contemporaneous shock)에 의해 반응이 가능한지의 여부와 경제이론에 의해 결정되는데, 실물 시장을 반영하는 산업생산이 금융변수에 의해 당기에 변화하기 힘들다는 점에서 산업생산을 가장 먼저 배치하였고, 통화정책이 실물 시장의 변화를 당기에 반영할 수 있다는 점에서 그다음에, 그리고 포트폴리오 투자자들은 이 모든 정보를 반영하여 당기의 투자를 결정한다는 가정을 바탕으로 가장 마지막에 배치하였다. VAR의 시차항(lag length)은 Schwarz Criterion 기준을 적용하여 1로 하였다.

#### 다. 실증분석 결과

본 절에서는 미국 단기 실질이자율 상승 충격과 금융시장 불확실성 확대 충격에 대해 추정된 충격-반응 함수를 통해, 미국 금융시장의 충격이 미국을 중심으로 한 국제 금융시장 투자 결정에 어떠한 영향을 미쳤는지를 살펴본다. 먼저 [그림 3-13]은 미국 단기 실질이자율 상승 충격에 대한 외국인의 미국 금융상품에 대한 순 매수 반응을 글로벌 금융위기 전후로 비교하여 보여주고 있다. 글로벌 금융위기 이전에는 미국 단기 실질이자율 상승 충격에 대해 외국인들은 미국 국채 순 매수를 줄이고 주식 순 매수를 늘리는 반응을 보였으나, 금융위기 이후에는 전반적으로 그 유의성이 사라졌으며, 단지 충격 당기에만 유의한 반응이 있었다. 이는 글로벌 금융위기 기간 중 미국의 국채가 안전자산으로 평가되어 지속적인 순 매수 상태에 있었고, 양적완화 정책을 비롯한 실질 정책금리 하락을 가져온 완화적인 통화정책이 오히려 발표 당시 미국경제에 대한 부정적 신호로

인식되어 주식시장에서 외국인투자가 이탈했기 때문으로 해석된다. [그림 3-14]는 미국 실질이자율 상승 충격에 대한 미국인의 외국 금융자산에 대한 충격-반응 함수인데, 글로벌 금융위기 이전에는 채권시장과 주식시장에 모두 유의한 반응이 없다가, 글로벌 금융위기 이후에는 모두 순 매수를 줄이는 반응을 보이고 있다. 즉, 글로벌 금융위기 이전 미국 투자자들은 외국의 포트폴리오 투자를 조정할 때 자국의 통화정책에 반응하지 않았으나, 글로벌 금융위기 중 양적완화 정책이 시행되어 외국 자산에 대한 순 매수를 늘린 것으로 해석할 수 있다. 글로벌 금융위기 기간 중 단기 실질 정책이자율의 추이를 양적완화 정책의 대리변수로 설명할 수 있다면, [그림 3-13]과 [그림 3-14]의 결과는 위기 기간 중 양적완화 정책의 시행으로 인해 외국 투자자들의 미국 금융 상품에 대한 포지션 변화는 통계적으로 유의하지 않으나, 미국 투자자들의 외국 금융 상품의 순 매수 증가는 통계적으로 유의하게 입증되었다고 할 수 있다.

그림 3-13. 미국 실질이자율 충격에 대한 외국인의 미국 금융자산 순 매수 반응

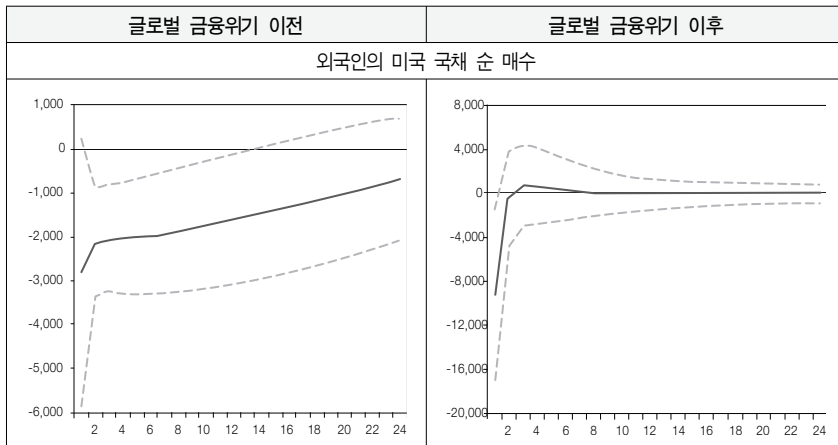
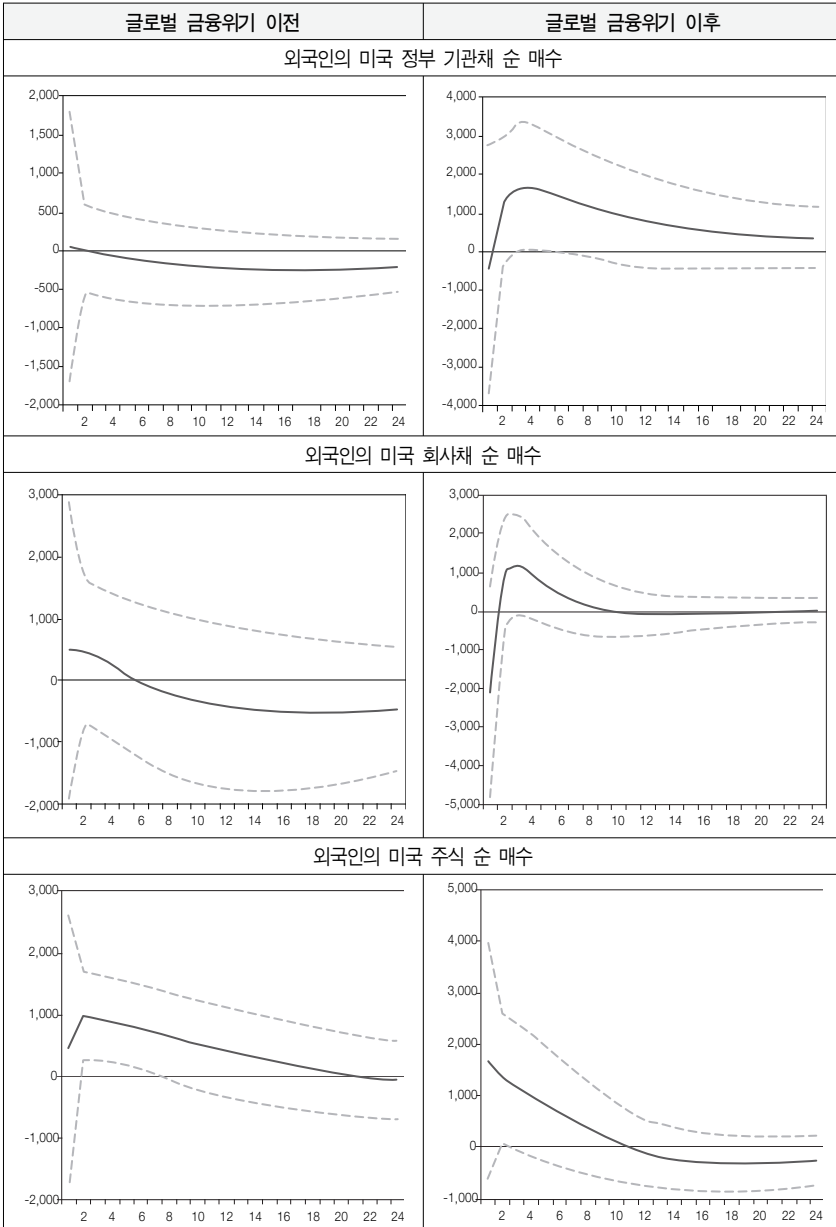
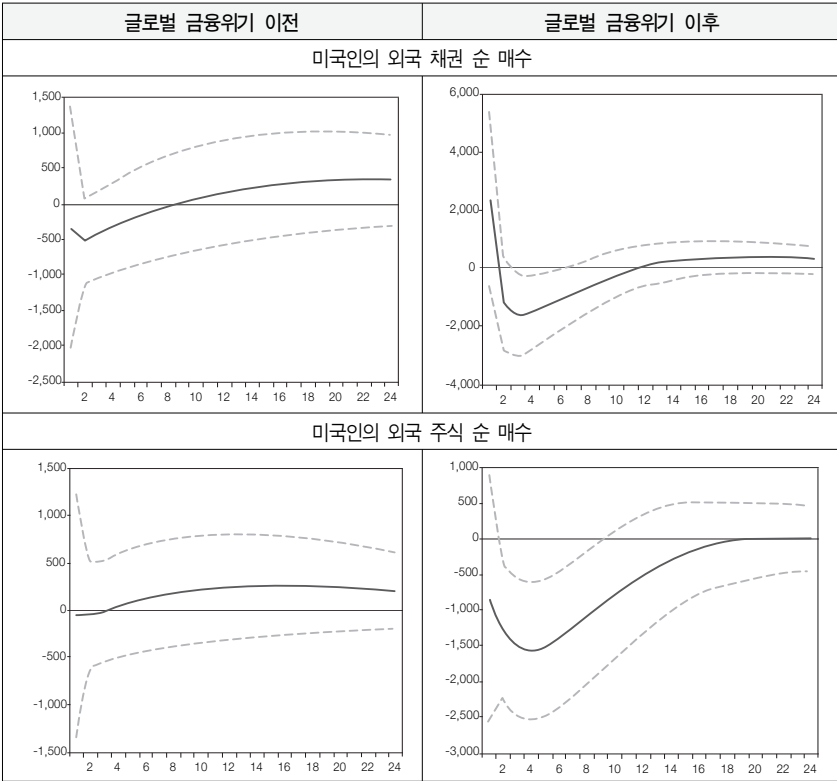


그림 3-13. 계속



자료: 미국 재무부 TIC 통계자료(accessed May 1, 2014), FRED 통계자료를 바탕으로 저자 계산.

그림 3-14. 미국 실질이자율 충격에 대한 미국인의 외국 금융자산 순 매수 반응



자료: 미국 재무부 TIC 통계자료(accessed May 1, 2014), FRED 통계자료를 바탕으로 저자 계산.

[그림 3-15]는 미국 금융시장 변동성(VIX) 증가 충격에 대한 외국인의 미국 금융 자산에 대한 순 매수 반응을 나타내고 있는데, 단기 실질이자율 충격에 대한 반응과 같이 글로벌 금융위기 이후 유의성을 모두 잃고 있다. 글로벌 금융위기 이전에 외국인투자자들은 미국 금융시장의 변동성이 확대되면 미국 국채, 정부 기관채, 회사채, 주식의 순 매수를 모두 단기적으로 줄이는 반응을 보였는데, 글로벌 금융위기 이후에는 미국 내의 금융 불안에도 불구하고 미국 국채 등의 금융 상품이 상대적으로 안전한

자산으로 인식되어 순 매수가 유의하게 감소하지 않았다. [그림 3-16]은 미국 금융시장 변동성 확대 충격에 대한 미국 투자자의 외국 채권과 주식 순 매수 반응을 나타내고 있는데, 글로벌 금융위기 이전 미국의 금융시장 변동성이 확대되면 외국 채권을 순 매수했던 것에 반해 금융위기 이후에는 단기적으로 통계적으로 유의한 순 매수 증가를 보이지 않고, 중기적으로는 오히려 감소하는 모습을 보이고 있다. 반면 주식시장의 반응은 글로벌 금융위기 전후가 크게 다르지 않은데, 미국 금융시장 불안정성이 확대되었을 때 미국 투자자가 외국 주식을 순매수 하는 패턴은 유지가 되었지만, 그 지속성은 다소 감소하였다.

[그림 3-14]와 [그림 3-16]에서 글로벌 금융위기 이후 미국 투자자들은 미국 실질이자율이 상승하면 해외 채권과 주식의 보유를 줄이고, 금융시장의 불확실성이 확대되면 해외 주식 순 매수를 늘리고 있다. 이상의 결과를 종합하면 향후 테이퍼링이 종료된 이후 이자율 이상의 시점에 대한 정책적 불확실성이 확대된다면 이는 미국 투자자들의 해외 채권시장과 주식시장에서의 이탈을 야기할 수 있다는 예측을 할 수 있다.

그림 3-15. 금융시장 변동성 충격에 대한 외국인의 미국 금융자산 순 매수 반응

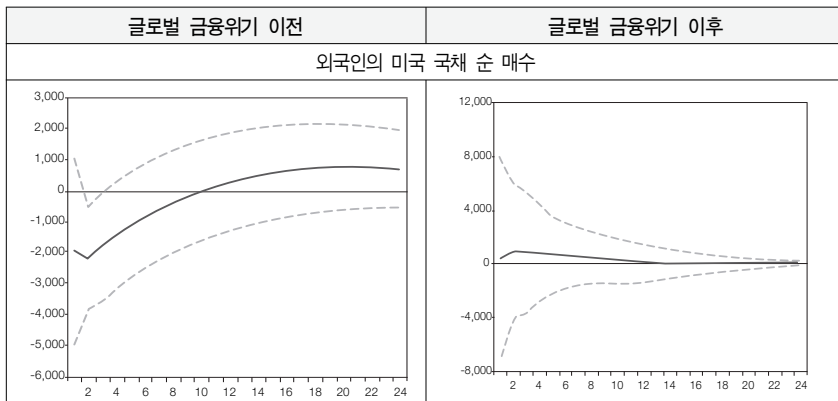
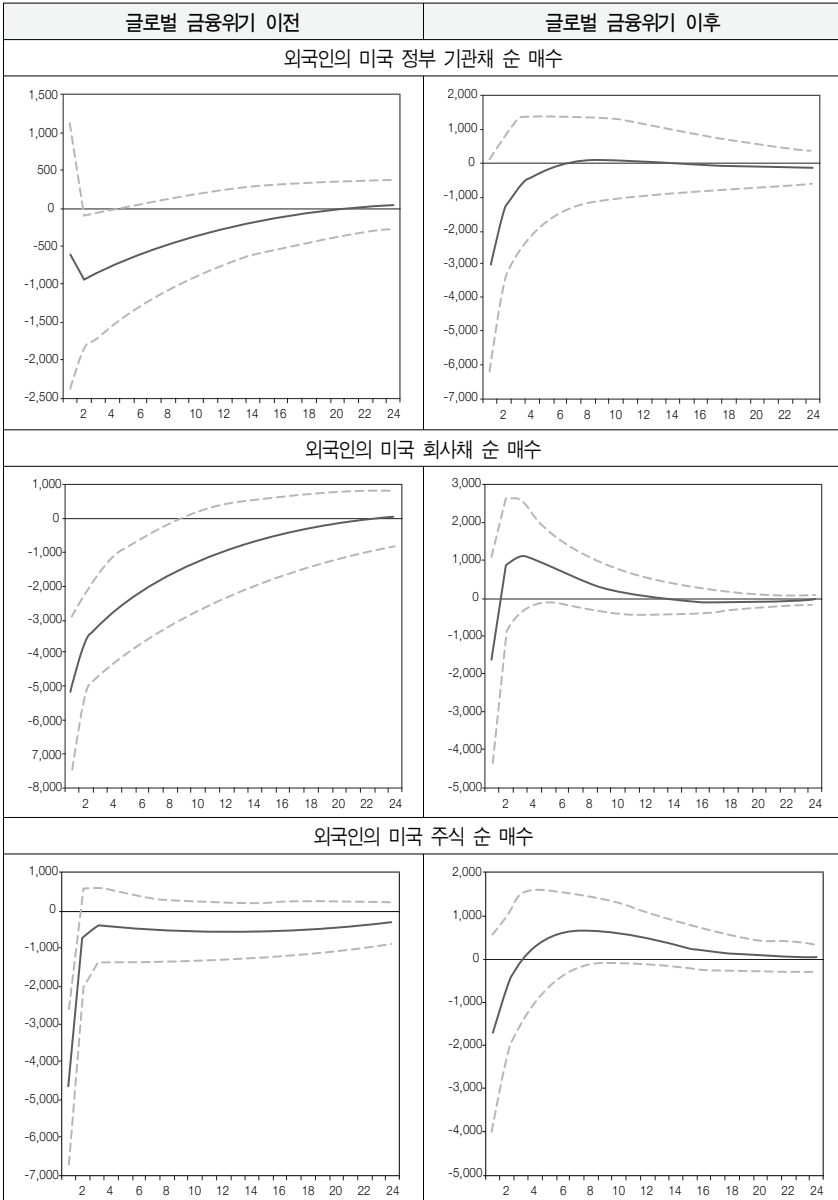
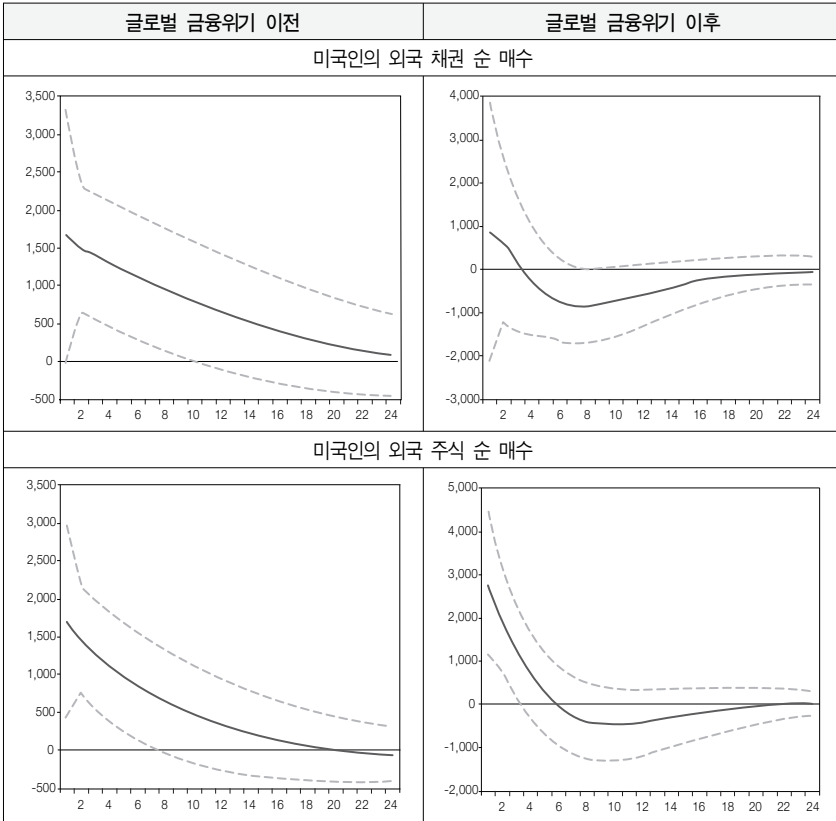


그림 3-15. 계속



자료: 미국 재무부 TIC 통계자료(accessed May 1, 2014), FRED 통계자료를 바탕으로 저자 계산.

그림 3-16. 금융시장 변동성 충격에 대한 미국인의 외국 금융자산 순 매수 반응



자료: 미국 재무부 TIC 통계자료(accessed May 1, 2014), FRED 통계자료를 바탕으로 저자 계산.

앞에서 살펴본 [그림 3-14]와 [그림 3-16]은 각각의 충격에 대해 해외 부문의 총합에 대한 미국 투자자들의 순 매수 반응을 살펴보았으나, 이하의 [그림 3-17]과 [그림 3-18]은 각각의 충격에 대해 미국 투자자들이 선진국 채권과 주식의 순 매수 반응을, [그림 3-19]와 [그림 3-20]은 개발도상국 채권과 주식의 순 매수 반응을 나타내고 있다. 마지막으로 [그림 3-21]과 [그림 3-22]는 한국 채권과 주식에 대한 순 매수 반응이다.

먼저 [그림 3-17]은 미국 단기 실질이자율 상승 충격에 대해 미국 투자자들의 선진국 채권과 주식에 대한 순 매수 반응을 나타내고 있는데, 글로벌 금융위기 이전에는 유의한 반응이 없었으나, 글로벌 금융위기 이후에는 통계적으로 유의한 순 매수 감소 반응이 있었다. [그림 3-18]은 미국 금융시장 불확실성 증가 충격에 대해 미국 투자자들의 선진국 금융상품에 대한 순 매수 반응을 나타내고 있는데, 글로벌 금융위기 이전에는 매우 유의한 순 매수 증가가 보였으나, 금융위기 이후에는 채권시장의 순 매수 증가 반응은 유의성이 사라지고, 주식시장의 순 매수 증가 반응은 유지되었다. 글로벌 금융위기 이후 금융시장 불확실성 증가 충격에 대해 선진국 채권 순 매수에 대한 통계적인 유의성이 없어진 배경에는 같은 기간 금융시장이 발달한 유로 지역이 재정 위기를 겪으면서 미국 금융시장이 불안할 때 대체할 수 있는 안전한 자산으로서의 기능을 수행하지 못하였기 때문으로 분석된다. 선진국에 대한 충격-반응 함수는 대체로 외국 금융시장 전체를 대상으로 한 앞의 경우와 유사한 모습을 보이는데, 이는 미국 투자자들의 해외 부문 투자에서 선진국이 차지하는 비중이 압도적으로 높기 때문에, 선진국에 대한 반응이 전체 해외 시장의 반응을 좌우했다고 볼 수 있다.

[그림 3-19]는 미국 단기 실질이자율 상승 충격에 대한 미국인의 신흥개발국 채권과 주식에 대한 순 매수 반응을 나타내고 있는데, 글로벌 금융위기 이전에는 채권의 순 매수 증가와 주식의 순 매수 감소가 통계적으로 유의하게 나타나고 있는데 반해 금융위기 이후에는 그 유의성이 사라졌다. 이는 금융위기 이후 미국 실질이자율 충격에 의해 채권과 주식 순 매수가 감소하던 [그림 3-17]의 결과와 뚜렷이 대비된다. 이 결

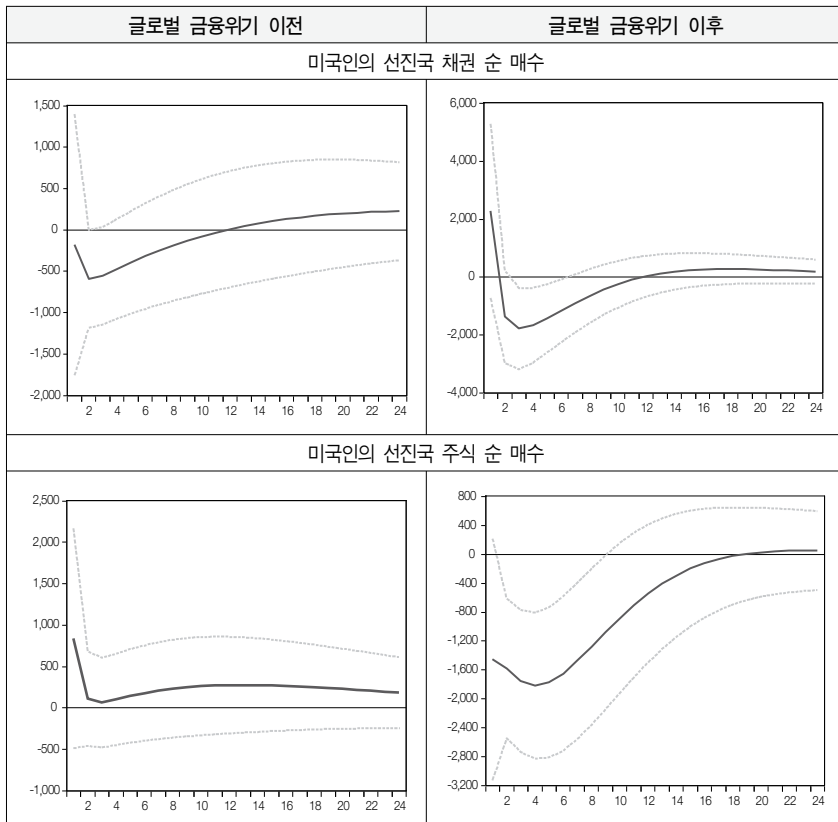
과는 글로벌 금융위기 이후 미국의 실질이자율이 마이너스 금리로 하락 하던 시기에 미국 내의 유동성이 신흥개발국이 아닌 선진국으로 이동한 것을 의미한다.

[그림 3-20]은 미국 금융시장 변동성 충격에 따른 신흥개발국 채권시장과 주식시장 순 매수 추이를 나타내고 있다. 채권시장은 위기 전후 유의한 반응이 관찰되지 않은 반면, 주식시장 위기 이전에는 유의한 반응이 없었으나 위기 이후 시차를 두고 주식시장 순 매수가 감소하는 반응이 관찰되었다. 이 역시 [그림 3-18]의 선진국 반응과 구분되는 점이다. 글로벌 금융위기 이후 금융시장 불확실성 확대 충격에 대해 미국 투자자들은 선진국 주식은 순 매수를 늘리면서 신흥개발국에서는 순 매수를 줄이는 반응을 보여온 것이다. 이는 위기 이후 미국 금융시장 불안이 높아졌을 때 위기에 취약한 신흥개발국 주식시장에 대한 비중을 높이기보다는 상대적으로 안전한 다른 선진국 주식시장에 대한 비중을 높인 결과로 해석된다.

[그림 3-17]~[그림 3-20]에서 나타난 글로벌 금융위기 이후 미국 실질이자율 충격과 금융시장 불확실성 확대 충격에 대한 선진국과 신흥개발국 금융시장이 반응한 차이점은 다음과 같다. 첫째, 미국 투자자들은 실질이자율 상승 충격에 대해 선진국 채권과 주식의 순 매수를 줄이지만, 신흥개발국 자산에 대해서는 유의한 반응을 보이지 않았다. 둘째, 미국 금융시장의 불확실성 확대 충격에 대해 미국 투자자들은 선진국 주식의 순 매수를 증가하고 신흥개발국의 주식은 순 매수를 줄였다. 만약 향후 통화정책이 긴축적으로 전환되는 시기에도 이와 같은 반응이 나타난다면, 미국 투자자들은 신흥개발국 금융시장에서보다는 선진국 금융시장에서 포트폴리오 조정을 할 것으로 예상할 수 있지만, 그 과정에서 금융시

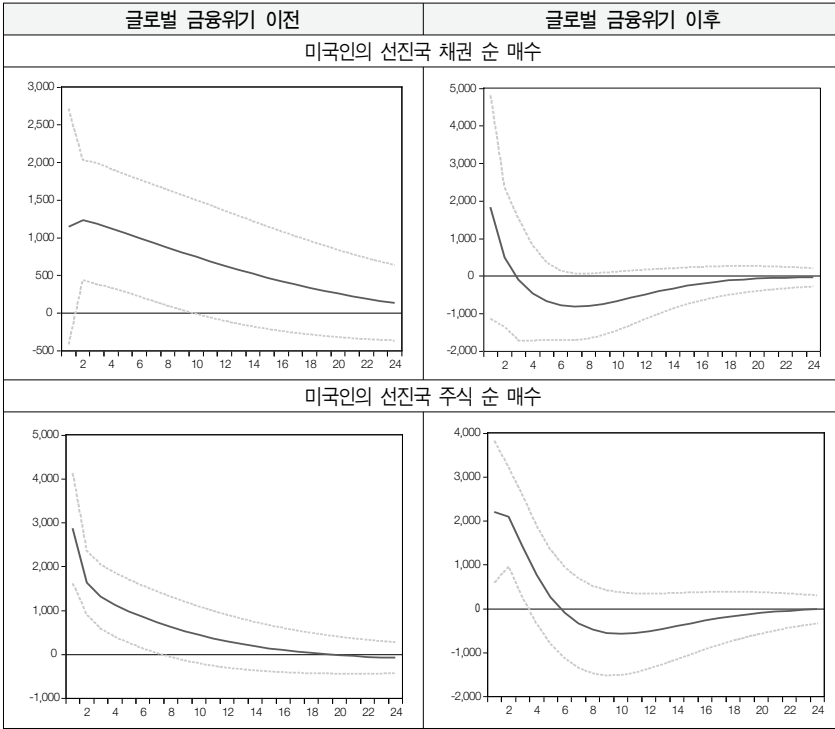
장에 불확실성이 확대된다면 오히려 선진국 주식시장으로의 비중을 늘리고 신흥개발국 주식시장에서 이탈하는 결과가 나올 수 있을 것으로 판단된다.

그림 3-17. 미국 실질이자율 충격에 대한 미국인의 선진국 금융자산 순 매수 반응



자료: 미국 재무부 TIC 통계자료(accessed May 1, 2014), FRED 통계자료를 바탕으로 저자 계산.

그림 3-18. 금융시장 변동성 충격에 대한 미국인의 선진국 금융자산 순 매수 반응



자료: 미국 재무부 TIC 통계자료(accessed May 1, 2014), FRED 통계자료를 바탕으로 저자 계산.

그림 3-19. 미국 실질이자율 충격에 대한 미국인의 신흥개발국 금융자산 순 매수 반응

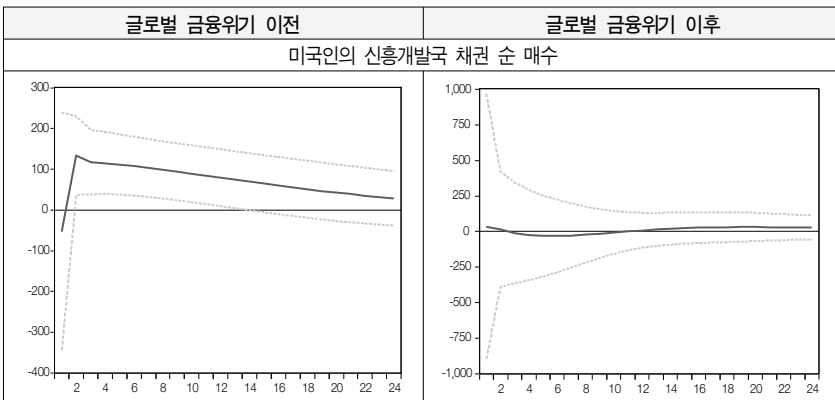
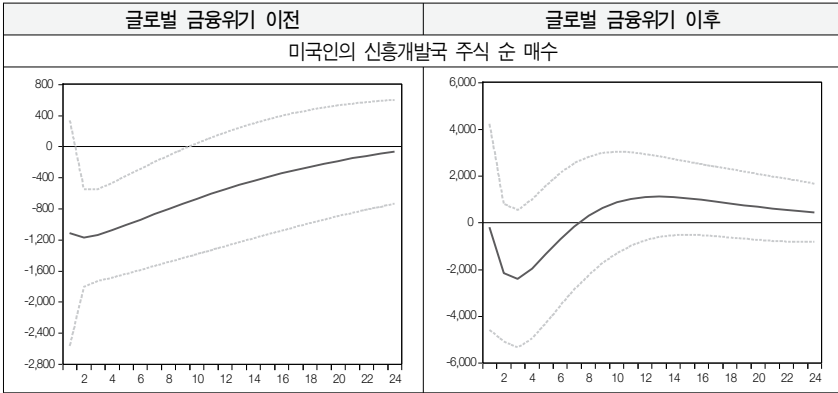
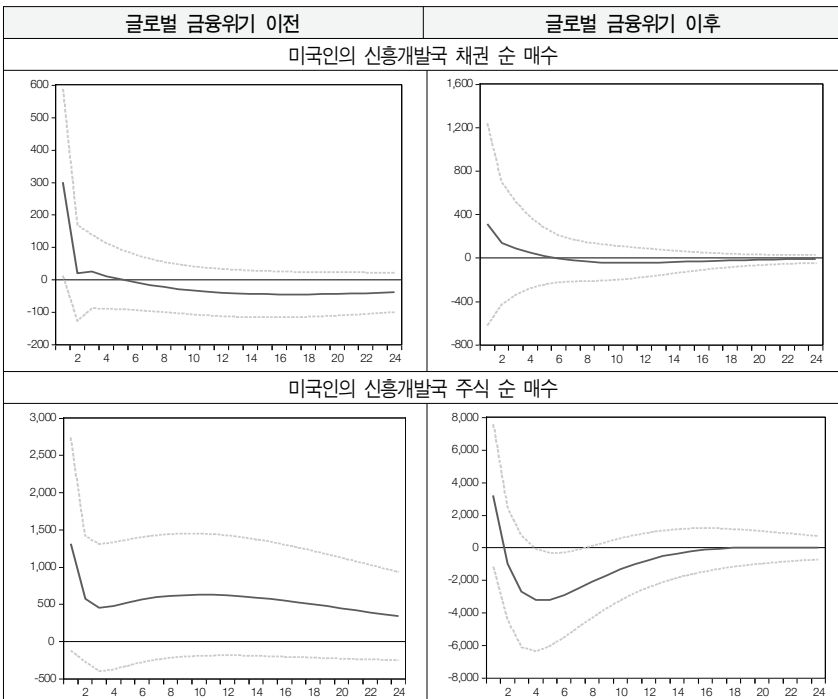


그림 3-19. 계속



자료: 미국 재무부 TIC 통계자료(accessed May 1, 2014), FRED 통계자료를 바탕으로 저자 계산.

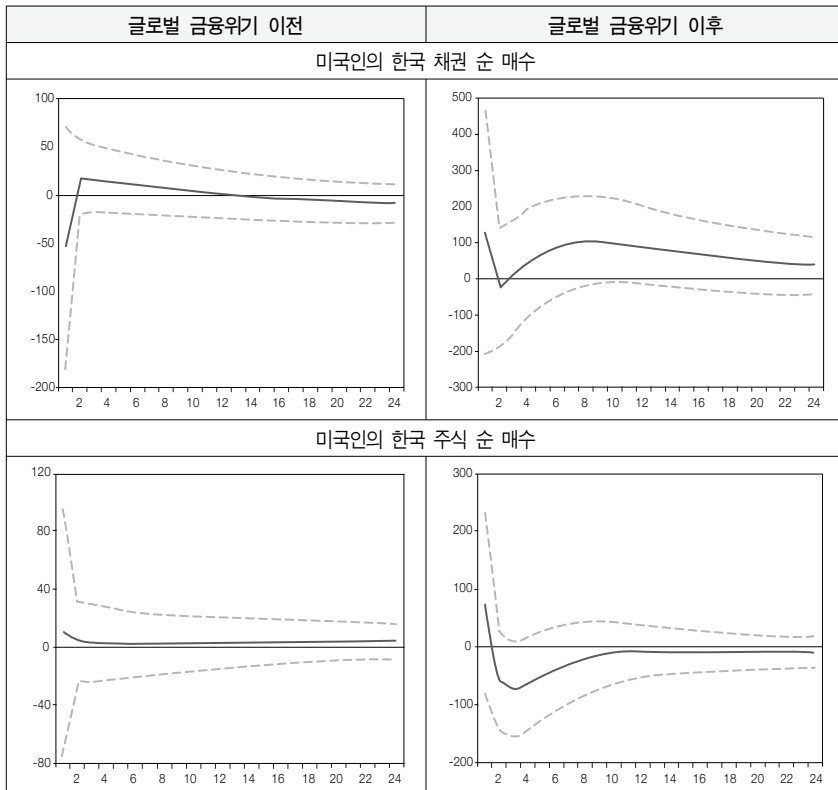
그림 3-20. 금융시장 변동성 충격에 대한 미국인의 신흥개발국 금융자산 순 매수 반응



자료: 미국 재무부 TIC 통계자료(accessed May 1, 2014), FRED 통계자료를 바탕으로 저자 계산.

마지막으로, [그림 3-21]과 [그림 3-22]는 각각의 두 충격에 대한 우리나라 채권시장과 주식시장에 대한 순 매수 반응을 나타내고 있다. 우선 [그림 3-21]에서 미국 실질이자율 충격에 대해서는 글로벌 금융위기 전후 모두 미국 투자자가 한국의 채권시장과 주식시장에 대한 순 매수를 통계적으로 유의하게 조정하지 않았다. 반면 [그림 3-22]에서 미국의 금융시장 불확실성이 증가하면 미국 투자자들은 우리나라 채권시장의 순 매수를 통계적으로 유의하게 감소시키지만 주식시장에 대한 반응은 유의하지

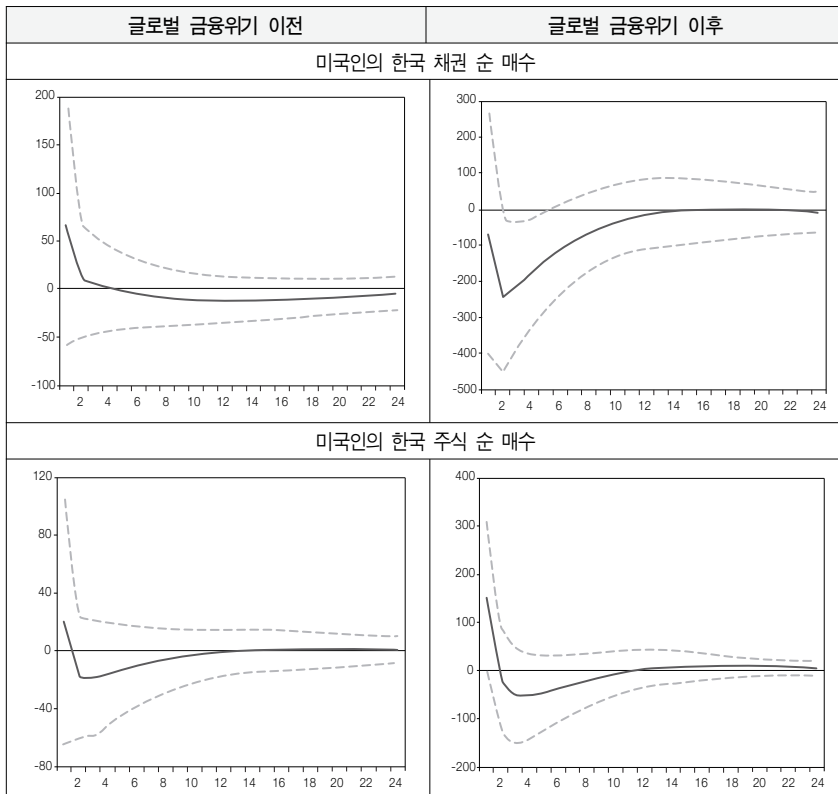
그림 3-21. 미국 실질이자율 충격에 대한 미국인의 한국 금융자산 순 매수 반응



자료: 미국 재무부 TIC 통계자료(accessed May 1, 2014), FRED 통계자료를 바탕으로 저자 계산.

않았다. 금융시장 불확실성 확대에 대해 채권시장 순 매수를 줄이는 것은 선진국과 신흥개발국에서는 나타나지 않은 우리나라 시장의 특징이다. 이는 글로벌 금융위기 이후 우리나라 채권시장에 외국인투자가 빠른 속도로 확대되고, 더욱이 미국인 투자자의 비중이 확대된 것에 기인한다. 상대적으로 VIX 인덱스가 안정적이던 시기에 집중적으로 미국인 투자자가 채권시장에 유입되었는데, 2008년 말 37조 5,000억 원 규모이던 외국인 상장채권 보유 규모가 2013년 말 93조 7,000억 원 까지 확대되었고, 같은

그림 3-22. 금융시장 변동성 충격에 대한 미국인의 한국 금융자산 순 매수 반응



자료: 저자 계산.

기간 미국인 투자자의 상장채권 보유 규모는 더 빠르게 증가하여 3조 6,000억 원에서 20조 1,000억 원이 되었다. 만약 이 시기에 채권시장으로 유입된 미국 투자자금이 금융시장 불확실성 충격이 발생하여 이탈한다면 우리나라 채권시장의 변동성이 확대될 우려가 있다.

### 3. 소결

본 장에서는 글로벌 금융위기 전후로 미국의 실질이자율 상승 충격과 미국 금융시장 불확실성 확대 충격이 미국을 중심으로 한 쌍방 국제 포트폴리오 투자에 미치는 영향에 대해 실증 분석하였다. 분석의 주요 결론은 다음과 같다. 첫째, 글로벌 금융위기 이후 미국의 실질이자율 상승 충격에 대해 미국 투자자들은 선진국 채권과 주식의 순 매수를 줄이는 반응을 보였으나, 신흥개발국 채권과 주식에 대해서는 유의한 반응을 보이지 않았다. 이는 제2장에서 전 세계적 요인에 대해 신흥국으로의 포트폴리오 자본 순 유입이 유의하게 반응하지 않은 것과 동일한 결과이다. 둘째, 금융시장 불확실성 확대 충격에 대해 선진국 주식 순 매수를 늘리는 반응이 관찰되었으나, 신흥개발국에 대해서는 주식 순 매수를 줄이는 반응이 관찰되었다. 셋째, 우리나라는 미국 실질이자율 상승 충격에 대해서는 통계적으로 유의한 반응이 없었으나, 금융시장 불확실성 확대 충격에 대해서는 채권 순 매수를 줄이는 반응이 관찰되었다. 이 점에서 두 가지 특이한 사항은 다음과 같다. 우리나라는 다른 신흥개발국과 달리 금융시장 불확실성 확대 충격에 대해 주식시장의 순 매수 축소 반응이 없었다는 점과

선진국과 신흥개발국 그룹 데이터에서 볼 수 없는 채권시장의 순 매수 감소 반응이 있었다는 점이다.

본 분석의 결과에 따르면 향후 테이퍼링이 종료되고 실질 금리 상승이 야기되면 미국인 투자자들은 선진국 금융시장을 중심으로 이탈할 가능성이 있다. 그러나 본 분석은 미국인 투자만을 대상으로 한 것이기 때문에 기타 외국 투자자가 신흥개발국 금융시장에서 이탈할 가능성을 배제할 수는 없다. 또한 국제 금융시장의 불확실성이 확대되면 미국 투자자들은 다른 선진국의 주식 비중을 늘리면서, 신흥개발국의 주식 비중을 줄이는 선택을 할 것이다. 마지막으로 우리나라는 다른 선진국과 달리 미국 금리 인상의 영향을 받지 않을 것이나 국제 금융시장의 불확실성이 확대된다면 채권시장을 중심으로 한 외국인 이탈이 발생할 것으로 예상할 수 있다.

본 연구는 미국 금융시장의 충격에 대해 미국을 중심으로 한 외국 투자자들의 반응을 대한 실증분석한 것으로, 미국 이외의 외국 투자자들의 반응이나 외국 투자자가 우리나라 금융시장에 미치는 영향에 대한 일반적인 결론으로 해석되어서는 안 된다는 한계가 있다. 그러나 미국은 국제 금융시장에서 가장 중요한 역할을 하고 있으며, 2014년 8월 현재 우리나라 외국인 보유 상장 주식 중 39%와 외국인 보유 상장채권 중 19.6%를 보유한 만큼 대표성이 있다고 할 수 있다. 미국을 제외한 주요 외국 투자자의 패턴도 중요하지만, 향후 시계열이 충분히 확보되는 시점에서 다양한 자료를 바탕으로 한 추가적인 연구는 앞으로의 연구 과제로 남겨둔다.

## 제4장 Macro to Micro: 해외 포트폴리오 투자자의 구성과 자본이동

1. 외국인투자자 기반 집중도와  
자본이동의 변동성
2. 글로벌 금융위기 이후의 투자자 기반  
집중도와 자본의 이동
3. 소결



앞의 두 장에서는 자본이동을 결정하는 거시적인 요인—세계적 요인과 국가 특성 요인—을 살펴보고, 특별히 세계적 요인인 미국의 통화정책 변화와 글로벌 리스크의 변화에 따른 국가간 자본이동 양상의 변화를 살펴 보았다. 본 장에서는 국가간 자본이동의 결정요인에 대한 이해를 높이기 위해 거시 변수와는 별개로 해외 투자자의들 자본 보유에 관한 미시 데이터(micro data)를 사용해 자본이동의 변동성 요인을 기관 투자자 행동과 관련하여 분석해보았다.

## 1. 외국인투자자 기반 집중도와 자본이동의 변동성

### 가. 연구의 배경

투자론에서는 각 자산이 가진 고유 위험을 줄이기 위해서 분산투자의 중요성을 강조한다. 따라서 투자하는 입장에서는 자신의 포트폴리오를 구성하는 개별 자산의 고유 위험이 얼마나 잘 분산되어 있는지 파악하는 것이 중요하다. 이러한 분산 투자의 논리 투자를 받는 입장인 투자 대상자에 적용하면 투자자 기반(Investor base)이 얼마나 잘 분산되어 있는지 파악하는 것이 중요함을 유추할 수 있다. 극단적인 예를 들어 우리나라 주식을 보유한 외국인이 미국인뿐이라면 미국에 금융위기가 발생하면 충격을 받고 그 결과 미국인은 우리나라 주식을 처분할 수밖에 없을 때, 우리나라 주식 가격은 큰 타격을 받게 될 것이다. 즉 투자자의 기반이 넓게 퍼져 있지 않고 특정 투자자에게 집중되어 있다는 것은 그 투자자에서 비롯하는 고유 위험이 충분히 분산되어 있지 않음을 의미한다.

투자자 기반이 분산되어 있는 정도는 투자자 기반의 범위와도 연관이 깊다. Merton(1987)의 정보 비대칭하의 자본시장 이론에 따르면 투자자 기반이 넓을수록 더 다양한 투자자로부터 자금을 조달할 수 있으므로 투자자 기반을 넓히는 것은 자본 조달 비용을 줄여주는 역할을 하기도 한다. 예를 들어 한국의 기업이 한국에 있는 투자자만을 대상으로 자본을 조달하는 것과 비교해 미국을 비롯한 전 세계의 투자자를 대상으로 자본을 조달할 수 있다면 한국에만 국한해서 자본을 조달할 때 보다 잠재적 투자자의 범위가 넓어지기 때문에 자본 조달 비용을 줄일 수 있게 된다. 즉, Merton(1987)의 자본시장 이론의 기본 가정인 정보의 비대칭성은 국가간에 만연해 있다고 할 수 있고, 국제 금융시장에서 투자자 기반과 자본 조달 비용은 큰 상관관계가 있을 수 있다고 예상할 수 있다. 그 밖에 투자자 기반과 개별 주식의 수익률을 연구한 논문으로는 Amihud, Mendelson, and Uno(1999)과 Foerster and Karolyi(1999)가 있는데, 특히 Foerster and Karolyi(1999)에서는 미국 밖에서 주로 거래되는 유가증권이 미국시장에서 상장 될 때의 효과에 대해서 주로 연구하였다.

해외 기관 투자자들이 떼지어 행동하는 것(herding)도 투자자 기반과 관련이 있다. 서로 비슷한 목적과 동기를 가지고 행동하는 투자자들이 특정 자산의 투자자 기반의 대부분을 구성한다면, 해당 투자자들이 팔거나 사려는 주문을 받아줄 투자자들이 부족하다는 의미이고, 이런 경우는 가격의 변동성이 필요 이상으로 높아지는 결과를 초래할 수 있다. Froot, O'Connell, and Seasholes(2001)은 미국의 한 상업은행 계좌에서 일별(daily) 국제 유가증권 거래 데이터를 통하여 해외 투자자들의 투자 행태를 연구했는데, 국제 유가증권 거래에서는 지역별 집단 거래가 존재함을 발견

하였다. 특히, 동 연구에서 아시아의 주식 거래에서 집단 거래의 양상은 다른 나라에 비해서 두드러진다는 사실을 발견했는데 아시아 국가의 유가 증권 투자자 기반에 대한 연구의 필요성을 보여준다고 할 수 있다.

서로 다른 나라의 자산 가격의 움직임에 동조화 현상이 일어나는 원인으로 투자자 기반을 들기도 한다. Bartram, *et al.*(2013)에서는 기관 투자자들의 포트폴리오로 서로 연결된 주식들은 국적이나 산업 등 펀더멘털이 상이하더라도 가격의 움직임에 동조화가 있을 수 있다는 것을 발견하는데, 이러한 현상은 투자자 기반과 밀접한 관계가 있다. 투자자가 누구며 그 투자자가 어떤 자산을 보유하고 있는지가 가격 변동에 영향을 미칠 수 있는 원인에 대해서 Barberis and Shleifer(2003)는 투자자들은 개별 자산 하나하나의 특성을 고려해서 자산을 사고팔기보다는 자산을 큰 범주로 나누어 거래하기 때문이라는 가설을 세우고 검증하는데 이는 자산을 가진 투자자 기반이 왜 중요한지에 대한 흥미로운 답을 제시하기도 한다.

2014년 4월 IMF의 Global Financial Stability Report(IMF 2014)의 둘째, 챕터에서는 최근 신흥국에 대한 투자자 기반의 변화와 그 의미에 대해서 비교적 자세하게 다루기도 하였다. 신흥국에 대한 자산 투자에 외국인투자자의 참여율이 높아지면서 신흥국들은 국제 금융 변동성에 더 영향을 받았다. 그리고 기관 투자자들이 거래를 지속하지 않고 상황이 좋지 않을 때 빠져나갈 수 있다는 점 때문에 해외 기관 투자자들의 특성과 투자자 기반에 대한 면밀한 모니터링이 필요하다는 결론을 내렸다.

이렇듯 투자자 기반은 자산 가격의 움직임이나 자본이동에 대해 중요한 의미를 가지며, 학계와 정책 입안자, 국제기구의 관심을 끌고 있다. 본 절에서는 투자자 기반의 집중도에 대해서 알아보고 투자자 기반의 집중

도가 가지는 여러 가지 함의에 대해서 분석해보고자 한다.

## 나. 외국인투자자 기반 집중도

외국인투자자 기반 집중도가 자본이동에 미치는 영향을 알아보기 이전에 외국인투자자 기반 집중도를 구체적으로 정의할 필요가 있다. 본 절에서 사용하는 투자자 기반 집중도는 산업조직론에서 시장 집중도를 측정할 때 사용하는 허쉬먼-허핀달 지수(Herfindahl-Hirschman Index)와 유사한 형식을 취한다. 산업조직론에서 허쉬먼-허핀달 지수를 이용하여 시장 집중도를 계산할 때에는 시장 참여자의 시장 점유율의 제곱의 합을 사용하지만 여기서 정의하는 투자자 기반 집중도는 특정 유형의 투자자의 투자 지분율의 제곱의 합을 사용하여 한 나라에 투자한 투자자의 유형이 집중된 정도를 측정한다. 예를 들어 한 나라에 투자하는 외국인들을 국적으로 분류한다면 계산된 투자자 기반 집중도는 그 나라 자산을 보유하는 외국인의 국적이 일부 나라에 집중되어 있는지 혹은 여러 나라에 분산되어 있는지를 수치화하여 나타낼 수 있다.

투자 대상국  $i$ 에 투자한 투자자 기반 집중도는 다음과 같이 수식으로 나타낼 수 있다. 여기서  $c$ 는 투자자의 유형을 나타내고  $N$ 은 총 투자자의 유형의 수를 나타낸다.

$$\text{투자자 기반 집중도}_i = HHI_i = \sum_{c=1}^N s_{c,i}^2$$

$$\text{where } s_{c,i} = \frac{\text{보유액}_{c,i}}{\sum_{d=1}^N \text{보유액}_{d,i}} \quad [\text{식 4-1}]$$

이렇게 정의된 투자자 기반 집중도는 한 유형의 투자자에게 모든 지분이 집중되어 있으면 1, 그리고 여러 투자자들에게 골고루 지분이 분배되어 있으면 0에 가까운 값을 가진다. 즉, 투자자의 기반이 집중되어있을수록 1에 가까운 값을 가지며 분산되어 있을수록 0에 가까운 값을 가진다고 할 수 있다. 예를 들어 우리나라에 투자할 수 있는 외국인의 국적은 총 10개가 될 수 있지만 우리나라에 실제로 투자하는 외국인은 단 1개 국가의 국적을 가지고 있다면 외국인투자자의 국적을 기반으로 계산된 우리나라의 투자자 기반 집중도는 1이 된다. 반면 두 나라의 투자자들이 같은 양의 주식을 나눠 가지게 된다면 투자자 기반 집중도는  $0.5^2 + 0.5^2 = 0.5$ 가 된다. 여러 국적의 외국인투자자가 우리나라 주식을 골고루 보유한다면 투자자 기반 집중도는 더 작아져서 0에 가까워질 것이다.

위의 예에서는 외국인투자자의 유형을 투자자의 국적으로 나눈 경우를 고려해봤는데 투자자의 유형은 국적 이외에도 여러 가지가 있을 수 있다. 뮤추얼 펀드, 연금기금, 보험회사, 헤지펀드 등 기관 투자자의 기관 종류를 고려해볼 수도 있고, 미국의 연금기금, 독일의 보험회사와 같이 국적과 함께 기관의 종류를 이용하여 분류할 수도 있다. 가장 세밀하게 투자자를 분류하자면 개별 기관 투자자 하나하나를 별개로 고려하여 개별 기관 투자자들에게 얼마나 집중되어 있는지도 살펴볼 수 있다. 본 장에서 사용한 Factset Ownership 데이터에서는 각 투자자의 주식 보유 현황을 알아볼 수 있는데, 본 장에서는 개별 투자자에 집중하기보다는 투자자를 특정 범주로 나누어 범주 안의 투자자 지분을 종합하여 분석하였다. Factset Ownership 데이터에서 가장 기초가 되는 주식 보유의 주체는 기관 투자자인데, 기관 투자자들의 국적과 기관의 분류를 주요 범주로 이용하였다.

여기서 고려한 기관의 분류는 데이터에서 사용할 수 있는 가장 자세한 분류인 세부 분류와 세부 분류를 크게 세 분류로 나눈 약식 분류가 있다. 세부 분류의 예로 투자 자문회사, 보험회사, 국부 펀드, 은행 등이 있고 세부 분류를 뮤추얼 펀드, 헤지펀드, 기타 기관 세 가지로 약식으로 분류하여 사용했다.

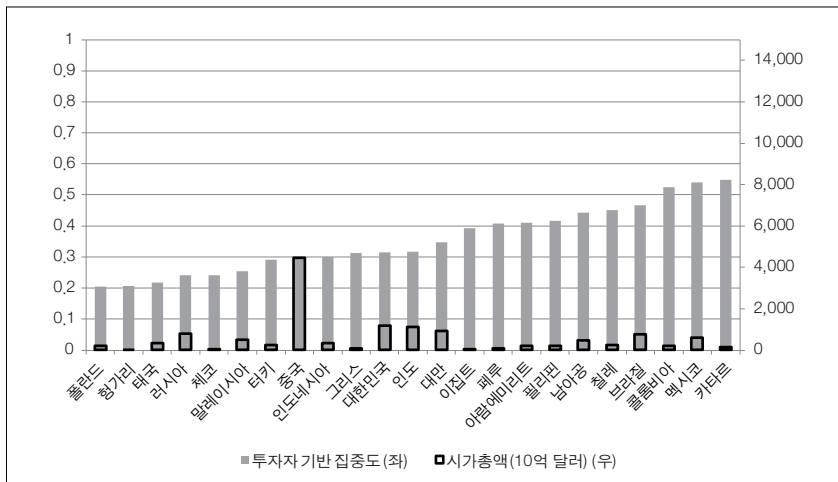
기관 투자자의 국적과 세부 기관 유형을 동시에 고려하면, 나라마다 세부 분류에 속하는 기관이 보유한 지분율을 사용하여 투자자 기반의 집중도를 계산하게 된다. 이렇게 계산된 투자자 기반 집중도를 국가별-기관유형별 투자자 기반 집중도라고 부르기로 한다. 예를 들어 우리나라의 국가별-기관유형별 투자자 기반 집중도는 다음과 같이 계산한다. 미국 뮤추얼펀드, 미국 은행, 일본 뮤추얼펀드 등이 보유한 우리나라 주식 보유량을 기반으로 특정 국가의 특정 유형의 기관이 전체 외국인 보유량에서 차지하는 비중을 계산하고, 이 비중에서부터 위 식에 따라서 집중도를 계산할 수 있다.

투자자의 국적만 고려하는 경우, 투자자의 기관유형만 고려하는 경우 각기 다른 종류의 투자자 기반 집중도를 구할 수 있고 이렇게 계산된 여러 가지 집중도를 사용하여 각 분류 방법이 설명력에서 유의미한 차이를 보이는지 살펴볼 수 있다.

MSCI의 기준에 따라 신흥국으로 분류하는 나라들과 선진국으로 분류하는 나라의 국가별 투자자 기반 집중도의 2001년과 2013년 표본에서의 평균을 [그림 4-1]과 [그림 4-2]에 나타내보았다. 투자자 기반 집중도와 더불어 각국의 2013년 12월의 주식시장 시가 총액도 같은 그래프에 나타내보았는데, 신흥국의 시가 총액과 집중도는 약한 음의 관계를 보이지만

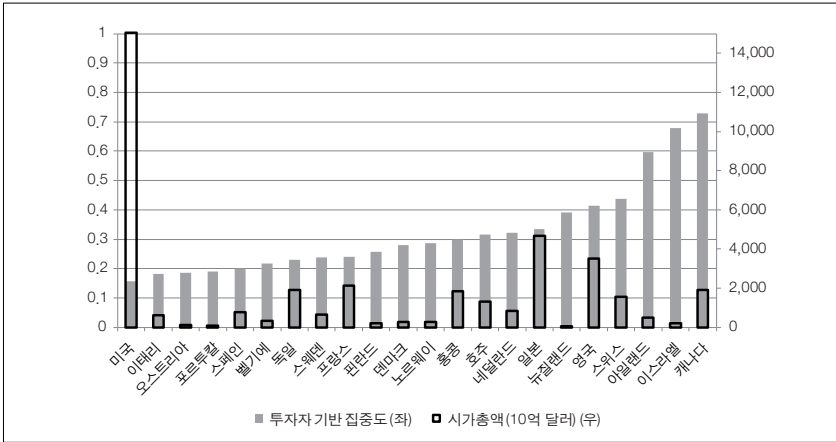
그 관계가 명확하지 않음을 볼 수 있고, 선진국에서는 미국을 제외하면 시가 총액과 집중도는 약한 양의 관계를 보이는 것을 알 수 있었다. 미국은 가장 넓은 투자자 기반을 가진 것으로 나타났고, 유럽 국가들의 투자자 기반 집중도가 상대적으로 낮음을 확인할 수 있었다. 특히 캐나다, 이스라엘, 아일랜드는 다른 선진국이나 기타 신흥국의 투자자 기반 집중도보다 훨씬 높은 투자자 기반 집중도 값을 나타냈다. 신흥국에서는 남미 국가들의 투자자 집중도가 높았다. 우리나라의 투자자 기반 집중도는 2001~13년까지 평균 약 0.3으로 계산되었는데 이는 23개 신흥국 중 11위로 낮지만, 22개의 선진국 중 14위로 높은 수치이다. 우리나라의 주식시장에 투자하는 투자자 기반의 넓이는 신흥국의 기준으로는 보통이며, 선진국의 기준으로는 집중되어있는 편이라고 할 수 있다.

그림 4-1. 신흥국의 투자자 기반 집중도와 시가총액



자료: FactSet Ownership 데이터를 참고하여 저자 계산(검색일: 2014. 8. 29).

그림 4-2. 선진국의 투자자 기반 집중도와 시가총액



자료: FactSet Ownership 데이터를 참고하여 저자 계산(검색일: 2014. 8. 29).

## 다. 외국인투자자 기반 집중도와 자본이동의 변동성

본 절에서는 여러 형태의 투자자 기반 집중도를 고려해보고 다양한 투자자 기반 집중도 수치가 자본이동의 변동성에 대한 설명력이 있는지 알아보았다.

본 절의 분석에 사용한 회귀분석의 종속변수로 사용한 자본이동의 변동성은 외국인투자금액의 변화율의 제곱을 사용하였는데, 분기별 투자금액의 변화율은 자산의 가격 변동으로 인해서 투자금액 총량이 변동하는 부분 상쇄한 나머지 변화율을 사용하였다. 분석의 강건성(robustness) 확인을 위해서 자본이동의 변동성을 측정할 수 있는 또 하나의 기준으로 외국인투자 지분을 변화율의 제곱을 사용하기도 하였다.

위에서 고려한 투자금액 및 투자지분의 변화율을 수식으로 나타내면 다음과 같다. 다음 수식에서  $i$ 는 투자대상국을 나타내고,  $c$ 는 외국인투자

자를 나타낸다. 보유액<sub>*i,c,t*</sub>은 *t*분기 말 *c* 투자자가 보유한 *i*국의 주식의 가치를 미국 달러로 표시한 것이고, 시가 총액은 *i*국의 총 주식 가격으로 이해할 수 있으므로 시가 총액의 변화율은 가격의 변화율로 볼 수 있다. 보유액은 가격이 오르면 추가로 매입하거나 매수하지 않아도 평가액이 증가하므로 가격 변화로 인한 투자금액의 변화율은 상쇄시켜서 분석할 필요가 있다.

$$\text{외국인 투자금액 변화율}_{i,t} = \frac{\sum_{c=1}^N \text{보유액}_{c,i,t} - \sum_{c=1}^N \text{보유액}_{c,i,t-1}}{\sum_{c=1}^N \text{보유액}_{c,i,t-1}}$$

[식 4-2]

가격 변동분 상쇄한 외국인 투자금액 변화율<sub>*i,t*</sub>

$$= \frac{\frac{\sum_{c=1}^N \text{보유액}_{c,i,t}}{1 + \text{시가총액 변화율}_{i,t}} - \sum_{c=1}^N \text{보유액}_{c,i,t-1}}{\sum_{c=1}^N \text{보유액}_{c,i,t-1}}$$

[식 4-3]

$$\text{투자지분율 변화율}_{i,t} = \frac{\frac{\sum_{c=1}^N \text{보유액}_{c,i,t}}{\text{시가총액}_{c,t}} - \frac{\sum_{c=1}^N \text{보유액}_{c,i,t-1}}{\text{시가총액}_{c,t-1}}}{\frac{\sum_{c=1}^N \text{보유액}_{c,i,t-1}}{\text{시가총액}_{c,t-1}}}$$

[식 4-4]

이렇게 나타난 변화율은 때로 극단값을 보이기도 하므로 양극단 1% 표본의 값을 윈저화(Winsorize)하였다. 펀드 자산의 변화율을 연구하는 Barber, Odean, and Lu(2005)와 Ferreira *et al.*(2012)을 비롯한 다른 연구에서도 극단적인 표본값의 영향을 줄이기 위해 위와 같이 처리하였고, 이 연구에서도 이전 연구를 좇아 동일하게 처리하였다. 그러나 극단적인 표본을 제외한 표본을 사용한 결과와 윈저화한 표본을 사용한 결과는 크게 다르지 않았다.

본 절에서는 다음 네 가지 유형의 투자자 기반 집중도를 고려해보았다. 첫째로 투자자의 국적과 세부 기관유형을 동시에 고려한 국가별-기관유형별 투자자 기반 집중도, 둘째로 투자자의 국적만으로 기관을 분류한 국가별 투자자 기반 집중도, 셋째로 투자자의 세부 기관 유형만으로 기관을 분류한 세부 기관유형별 투자자 기반 집중도, 마지막으로 투자자를 크게 세 가지 기관유형만으로 분류한 약식 기관유형별 투자자 기반 집중도를 살펴보았다. 여러 유형의 투자자 기반 집중도를 동시에 고려해봄으로써 어느 측면의 투자자 기반 집중도가 자본이동의 변동성에 영향을 미치는지 분석해보려고 한다. 또한 표본을 선진국과 신흥개발국으로 나누어 각 집중도가 국가 그룹 여부에 따라서 자본이동의 변동성에 유의성을 가지는지 살펴보았다.

전체 표본을 사용한 회귀분석 결과는 [표 4-1]에서, 선진국 표본을 사용한 결과는 [표 4-2]에서, 신흥국 표본을 사용한 결과는 [표 4-3]에서 확인할 수 있다. [표 4-4]에서는 회귀분석의 강건성을 확인하기 위하여 위에서 언급한 자본이동 변동성의 대안 변수를 사용한 회귀분석 결과를 제시하였고 국가 고정 효과를 고려하지 않은 결과도 표시하였다.

투자자 기반 집중도 이외의 설명변수로는 외국인의 투자 비율, 시가 총액의 로그 값, 그리고 시가 총액 증가율의 제곱 값을 회귀식에 포함하였다. 본 절의 회귀분석에서 사용한 모든 설명변수는 설명변수의 내생성 문제를 완화하기 위해 t-1 분기의 값을 사용하였다.

표 4-1. 자본이동 변동성과 투자자 기반 집중도

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
국가별-기관유형별 투자자 기반 집중도	0,104 (2,64)				
국가별 투자자 기반 집중도		0,144 (3,79)			
세부 기관유형별 투자자 기반 집중도			0,012 (0,27)		
약식 기관유형별 투자자 기반 집중도				-0,117 (-1,97)	
외국인 헤지펀드 투자비중					0,189 (2,06)
외국인투자 비율	-0,218 (-2,98)	-0,229 (-3,17)	-0,244 (-3,35)	-0,262 (-3,61)	-0,214 (-2,69)
log(시가 총액)	0,020 (2,85)	0,021 (3,11)	0,012 (1,87)	0,011 (1,75)	0,022 (2,21)
(시가총액증가율) <sup>2</sup>	0,000 (0,66)	0,000 (0,63)	0,000 (0,68)	0,000 (0,69)	0,000 (0,50)
R squared	0,0851	0,0865	0,0838	0,0845	0,0866
표본의 수	4900	4900	4900	4900	3799
국가 고정 효과	예	예	예	예	예
분기 고정 효과	예	예	예	예	예

주: 종속변수로 외국인투자금액 변화율의 제곱을 사용하였다. 투자금액의 변화율을 계산할 때 가격 변동으로 인해서 투자금액이 변동하는 부분은 상쇄하였다. 본 회귀식의 설명변수는 이전 분기(t-1)의 데이터를 사용하였다. 표본기간은 2001년 1분기에서 2013년 4분기이며, 선진국 분류기준은 MSCI의 분류기준을 사용하였다. 설명 변수로 사용한 여러 유형의 투자자 기반 집중도에 대한 설명은 본문에 기술되어 있다. ( ) 안의 값은 t 통계량임.  
자료: 저자 작성.

전체 표본 국가에서는 [표 4-1]에서 확인할 수 있듯이 두 가지 유형의 투자자 기반 집중도—국가별, 기관별 투자자 기반 집중도와 국가별 투자자 기반 집중도—가 자본이동의 변동성과 통계적으로 유의한 양의 상관관계를 보였다. 투자자의 국적을 고려하지 않고 투자자의 기관유형으로만 투자자를 분류해 계산한 집중도는 회귀분석 결과에서 통계적으로 유의하지 않은 반면, 투자자의 국적을 투자자의 분류에 사용해 계산한 집중도는 통계적으로 유의했다. 이는 투자자 기반이 특정 기관유형에 집중되어 있는 정도보다 특정 국적에 집중되어 있는 정도가 자본이동의 변동성을 더 잘 설명한다고 해석할 수 있다. 주식시장의 크기나 외국인의 투자 비중, 그리고 주식시장의 가격 변동성 등 자본이동의 변동성에 영향을 미칠 것으로 예상되는 변수들의 영향을 고려하더라도 투자자 기반이 집중되어 있을수록 자본이동의 변동성이 높음을 [표 4-1]에서 확인할 수 있다. 전체 표본에서는 외국인투자 비율이 높을수록 자본이동 변동성이 유의하게 낮음을 볼 수 있고 시가 총액이 높을수록 자본이동 변동성이 유의하게 높다는 것을 확인할 수 있다. 이 결과는 국가별 고정효과를 고려한 회귀식을 추정해서 나온 결과로 국가별 자본이동 변동성의 국가간 차이를 감안한 결과로 이해할 수 있다. 따라서 위 결과는 국가별 자본이동 변동성의 차이가 같은 두 나라를 고려했을 때 외국인투자 비율이 더 높은 나라에서 자본이동 변동성이 더 낮고, 시가 총액이 더 높은 나라에서 자본이동 변동성이 더 높다고 해석할 수 있다.

선진국만을 포함하는 표본을 분석한 결과는 [표 4-2]에서 확인할 수 있는데, 전체 국가를 표본으로 사용했을 때와는 다르게 네 가지 유형의 투자자 기반 집중도가 모두 통계적으로 유의하지 않음을 볼 수 있다. 이를

통해 선진국은 해외 투자자의 집중도가 자본이동의 변동성을 잘 설명하지 못한다는 의미로 해석할 수 있다. 이는 여러 선진국 중 투자자 기반 집중도가 높은 나라는 반드시 자본이동 변동성이 높지 않다고 해석할 수 있다. 또한 전체 표본에서 볼 수 있었던 외국인투자 비율이 자본 변동성에 미치는 유의한 음의 효과는 선진국 표본에서는 찾아볼 수 없었다.

표 4-2. 선진국의 자본이동 변동성과 투자자 기반 집중도

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
국가별-기관유형별 투자자 기반 집중도	-0,041 (-0,81)				
국가별 투자자 기반 집중도		-0,008 (-0,31)			
세부 기관유형별 투자자 기반 집중도			-0,014 (-0,43)		
약식 기관유형별 투자자 기반 집중도				-0,028 (-0,67)	
외국인 헤지펀드 투자비중					-0,055 (-0,37)
외국인투자 비율	0,054 (1,61)	0,052 (1,55)	0,051 (1,54)	0,055 (1,63)	0,052 (1,55)
log(시가 총액)	0,016 (2,95)	0,016 (3,05)	0,017 (3,13)	0,017 (3,19)	0,016 (3,04)
(시가총액증가율) <sup>2</sup>	0,082 (1,28)	0,081 (1,27)	0,080 (1,25)	0,081 (1,26)	0,079 (1,23)
R squared	0,4069	0,4066	0,4067	0,4068	0,4066
표본의 수	1122	1122	1122	1122	1122
국가 고정 효과	예	예	예	예	예
분기 고정 효과	예	예	예	예	예

주: 종속변수로 외국인투자금액 변화율의 제곱을 사용하였다. 투자금액의 변화율을 계산할 때 가격 변동으로 인해서 투자금액이 변동하는 부분은 상쇄하였다. 본 회귀식의 설명변수는 이전 분기(t-1)의 데이터를 사용하였다. 표본기간은 2001년 1분기에서 2013년 4분기이며, 선진국 분류기준은 MSCI의 분류기준을 사용하였다. 설명 변수로 사용한 여러 유형의 투자자 기반 집중도에 대한 설명은 본문에 기술되어 있다. ( ) 안의 값은 t 통계량임.

자료: 저자 작성.

반면, 신흥개발국만을 포함하는 표본에서 도출된 결과는 [표 4-3]에서 볼 수 있는데, 전체 표본에서 도출된 [표 4-1]에서 나타난 결과와 비슷하게 투자자의 국적을 고려한 집중도가 자본이동의 변동성에 통계적으로 유의하게 양의 상관관계를 가짐을 알 수 있다. 즉 여러 신흥개발국 중 외국인투자 비율이나 시가 총액의 차이를 감안하더라도 투자자 기반 집중

표 4-3. 신흥개발국의 자본이동 변동성과 투자자 기반 집중도

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
국가별-기관유형별 투자자 기반 집중도	0,098 (2,16)				
국가별 투자자 기반 집중도		0,144 (3,27)			
세부 기관유형별 투자자 기반 집중도			0,012 (0,23)		
약식 기관유형별 투자자 기반 집중도				-0,106 (-1,52)	
외국인 헤지펀드 투자비중					0,215 (1,95)
외국인투자 비율	-0,245 (-2,85)	-0,253 (-2,98)	-0,273 (-3,18)	-0,290 (-3,40)	-0,228 (-2,31)
log(시가 총액)	0,024 (2,87)	0,025 (3,15)	0,017 (2,13)	0,015 (2,02)	0,030 (2,36)
(시가총액증가율) <sup>2</sup>	0,000 (0,58)	0,000 (0,55)	0,000 (0,60)	0,000 (0,61)	0,000 (0,40)
R squared	0,0849	0,0864	0,0838	0,0843	0,0943
표본의 수	3778	3778	3778	3778	2677
국가 고정 효과	예	예	예	예	예
분기 고정 효과	예	예	예	예	예

주: 종속변수로 외국인투자금액 변화율의 제곱을 사용하였다. 투자금액의 변화율을 계산할 때 가격 변동으로 인해서 투자금액이 변동하는 부분은 상쇄하였다. 본 회귀식의 설명변수는 이전 분기(t-1)의 데이터를 사용하였다. 표본기간은 2001년 1분기에서 2013년 4분기이며, 선진국 분류기준은 MSCI의 분류기준을 사용하였다. 설명 변수로 사용한 여러 유형의 투자자 기반 집중도에 대한 설명은 본문에 기술되어 있다. ( ) 안의 값은 t 통계량임.  
자료: 저자 작성.

도가 높은 나라는 자본이동 변동성이 높다고 할 수 있다. 또한 전체 표본의 결과와 같이 외국인투자 비율과 시가 총액이 유의하게 자본이동 변동성을 낮추는 것을 확인할 수 있다.

또한 여러 나라에서 규제를 받지 않기 때문에 자본이동의 변동성을 높인다고 알려져 있는 헤지펀드의 참여율과 자본이동의 변동성의 관계를 [표 4-1], [표 4-2], [표 4-3]의 마지막 열에서 살펴보았다. 신흥개발국으로 분류된 국가들에서는 헤지펀드 참여율이 높을수록 자본이동의 변동성이 높은 것으로 나타났지만, 선진국에서는 통계적으로 유의한 상관관계를 찾을 수 없었다.

[표 4-1], [표 4-2], [표 4-3]의 결과를 정리하면 전체 표본 국가나 신흥국을 대상으로 분석했을 때에는 투자자의 국적을 투자자 유형으로 사용한 투자자 기반 집중도가 자본이동의 변동성과 양의 유의한 상관관계가 있음을 볼 수 있다. 또한 다른 기관 투자자들에 비해서 행동의 제약이 적은 헤지펀드의 참여율은 전체 표본과 신흥개발국 표본에서 자본이동의 변동성과 통계적으로 유의한 양의 관계가 있다는 것을 볼 수 있었고, 외국인투자자의 참여율도 자본이동의 변동성과 상당히 강한 양의 관계가 있음을 볼 수 있다. 반면, 선진국에서는 투자자 기반 집중도와 자본이동 변동성의 관계는 통계적으로 유의하지 않았으며, 헤지펀드의 참여율이나 외국인투자 비율 또한 유의하지 않은 것으로 나타났다. 마지막으로, 모든 표본에서 국가의 시가 총액은 클수록 자본이동의 변동성이 높다는 결과가 도출되었다.

[표 4-4]에서는 위 결과들의 강건성을 검증하기 위해서 가격 변화율을 고려한 외국인투자 금액의 변화율 제곱과 더불어 외국인 지분을 변화율

의 제곱을 종속변수로 사용했다. 또한 국가별 고정 효과를 고려한 회귀식과 고려하지 않은 회귀식의 결과 역시 나타내고 있다. 자본 이동의 변동성 결정에 투자자의 국적이 집중도가 중요한 정보를 주는 것으로 위의 결

표 4-4. 자본이동 변동성과 투자자 기반 집중도(강건성 확인)

패널 A: 자본이동 변동성(유형 1)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
국가별 투자자 기반 집중도	0.144 (3.79)	-0.008 (-0.31)	0.144 (3.27)	0.052 (2.24)	-0.017 (-2.26)	0.056 (1.97)
외국인투자 비율	-0.229 (-3.17)	0.052 (1.55)	-0.253 (-2.98)	-0.060 (-2.06)	0.013 (1.25)	-0.057 (-1.59)
log(시가 총액)	0.021 (3.11)	0.016 (3.05)	0.025 (3.15)	-0.011 (-5.55)	-0.002 (-2.04)	-0.009 (-3.32)
(시가총액변화율) <sup>2</sup>	0.000 (0.63)	0.081 (1.27)	0.000 (0.55)	0.000 (0.63)	0.168 (2.68)	0.000 (0.56)
R squared	0.0865	0.4066	0.0864	0.0481	0.3794	0.0474
표본의 수	4900	1122	3778	4900	1122	3778
표본국가	전체	선진국	신흥국	전체	선진국	신흥국
국가 고정 효과	예	예	예	아니오	아니오	아니오
분기 고정 효과	예	예	예	예	예	예

패널 B: 자본이동 변동성(유형 2)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
국가별 투자자 기반 집중도	0.042 (6.31)	-0.038 (-4.07)	0.042 (5.41)	0.025 (5.98)	-0.006 (-2.25)	0.024 (4.71)
외국인투자 비율	-0.071 (-5.58)	0.041 (3.37)	-0.082 (-5.52)	-0.069 (-12.89)	0.010 (2.53)	-0.074 (-11.36)
log(시가 총액)	-0.002 (-1.92)	0.006 (2.93)	-0.001 (-0.95)	-0.006 (-16.65)	0.000 (-1.47)	-0.005 (-10.52)
(시가총액변화율) <sup>2</sup>	0.000 (1.88)	-0.001 (-0.03)	0.000 (1.67)	0.000 (1.60)	-0.005 (-0.21)	0.000 (1.45)
R squared	0.2645	0.1900	0.2306	0.1616	0.1345	0.1279
표본의 수	4900	1122	3778	4900	1122	3778
표본국가	전체	선진국	신흥국	전체	선진국	신흥국
국가 고정 효과	예	예	예	아니오	아니오	아니오
분기 고정 효과	예	예	예	예	예	예

주: 패널 A의 종속변수로 외국인투자금액의 변화율의 제곱을 사용하였다. 투자금액의 변화율을 계산할 때 가격 변동으로 인해서 투자금액이 변동하는 부분은 상쇄하였다. 패널 B에서는 외국인의 투자 지분을 변화율의 제곱을 종속변수로 사용하였다. 본 회귀식의 설명변수는 이전 분기( $t-1$ )의 데이터를 사용하였다. 표본기간은 2001년 1분기에서 2013년 4분기이며, 선진국 분류기준은 MSCI의 분류기준을 사용하였다. ( ) 안의 값은  $t$  통계량임.

자료: 저자 작성.

과들에서 나타났기 때문에 [표 4-4]에서는 투자자 기반 집중도 변수로 국가별 투자자 기반 집중도 하나만을 고려했다. 결과를 살펴보면, 가격의 변화에 영향을 받지 않는 외국인 지분율의 변화를 사용해 자본이동의 변동성을 측정할 수 있는 종속변수를 사용한 결과에서도 국가별 투자자 기반 집중도는 선진국만을 고려한 표본을 제외하고는 자본이동의 변동성과 양의 상관관계를 가졌다. 한 가지 흥미로운 것은 국가별 고정 효과를 고려하지 않았을 때에는 시가 총액이 자본이동의 변동성과 양의 관계를 가졌는데 고정 효과를 고려하고 난 이후에는 음의 관계를 가지는 것을 확인할 수 있었다. 본 절에서 가장 중요하게 초점을 두고 있는 투자자별 집중도와 자본이동 변동성과의 관계는 국가별 고정 효과 고려 여부를 떠나서 유의함을 볼 수 있다.

## 2. 글로벌 금융위기 이후의 투자자 기반 집중도와 자본의 이동

이 절에서는 앞에서 분석하였던 투자자 집중도와 자본이동의 변동성 간의 관계가 글로벌 금융위기 이전과 이후에 어떻게 달라지는지 글로벌 금융위기 전과 후를 나누는 더미 변수를 이용한 상호작용항 분석을 하였다.

[표 4-5]에서는 특별히 앞의 분석에서 유의한 결과를 보여주었던 신흥국 표본을 분석한 결과를 보도하였는데, [표 4-3]에서 확인하였던 대로 신흥국에서 투자자 기반의 집중도는 자본이동의 변동성을 유의하게 높임을 보였다. 그러나 글로벌 금융위기 더미(GFC 더미)와 투자자 기반 집중도

표 4-5. 신흥개발국의 자본이동 변동성과 투자자 기반 집중도

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
국가별, 유형별 투자자 기반 집중도	0,108 (2,23)				
국가별, 유형별 투자자 기반 집중도 × GFC 더미	-0,034 (-0,59)				
국가별 투자자 기반 집중도		0,147 (3,05)			
국가별 투자자 기반 집중도 × GFC 더미		-0,008 (-0,14)			
세부 유형별 투자자 기반 집중도			0,072 (1,17)		
세부 유형별 투자자 기반 집중도 × GFC 더미			-0,124 (-1,88)		
약식 유형별 투자자 기반 집중도				0,000 (-0,01)	
약식 유형별 투자자 기반 집중도 × GFC 더미				-0,192 (-1,94)	
외국인 헤지펀드 투자비중					0,198 (1,68)
외국인 헤지펀드 투자비중 × GFC 더미					0,060 (0,41)
외국인투자 비율	-0,248 (-2,88)	-0,252 (-2,96)	-0,286 (-3,32)	-0,301 (-3,52)	-0,229 (-2,32)
log(시가 총액)	0,023 (2,81)	0,025 (3,10)	0,018 (2,28)	0,017 (2,30)	0,031 (2,39)
(시가총액증가율) <sup>2</sup>	0,000 (0,58)	0,000 (0,56)	0,000 (0,58)	0,000 (0,61)	0,000 (0,40)
R squared	0,0850	0,0864	0,0847	0,0853	0,0944
표본의 수	3778	3778	3778	3778	2677
국가별 고정 효과	예	예	예	예	예
분기 고정 효과	예	예	예	예	예

주: 종속변수로 외국인투자금액 변화율의 제곱을 사용하였다. 투자금액의 변화율을 계산할 때 가격 변동으로 인해서 투자금액이 변동하는 부분은 상쇄하였다. 본 회귀식의 설명변수는 이전 분기(t-1)의 데이터를 사용하였다. 표본기간은 2001년 1분기에서 2013년 4분기이며, 선진국 분류기준은 MSCI의 분류기준을 사용하였다. 설명 변수로 사용한 여러 가지 유형의 투자자 기반 집중도에 대한 설명은 본문에 기술되어있다. ( ) 안의 값은 t 통계량임. GFC 더미는 2008년 1분기 이후부터 1, 그 이전은 0의 값을 취한다.

자료: 저자 작성.

와 상호작용항은 5% 유의수준에서 유의하지 않았다. 이는 글로벌 금융위기 전과 후를 비교했을 때 투자자 기반 집중도와 자본이동 변동성과의 양의 관계가 유의한 차이가 없음을 의미한다.

[표 4-6]에서는 자본이동 변동성 대신 자본의 이동 자체 변수를 종속변수로 하여 투자자 집중도와 어떤 상관관계가 있는지 살펴보았다. 분기마다 국가별 투자자 집중도를 이용해서 표본의 국가들을 5분위로 나누어 주식시장의 자본이동에 대한 통계를 내었다. 이전 결과에서 확인한 바와 같이 전체 표본과, 글로벌 금융위기 전과 후 모두 투자자 기반 집중도가 높아지면서 전체 국가와 신흥국의 경우 자본이동의 표준편차가 높아지는 것을 확인할 수 있다. [표 4-5]의 결과와 같이 금융위기 전과 후의 동일 분위군간 표준편차의 차이가 거의 없음을 볼 수 있다.

[표 4-6]의 평균을 나타낸 열을 보면, 자본이동 변수는 금융위기 이후에 투자자 집중도가 높은 국가군에서 더 높은 값을 보여주는 것을 확인할 수 있다. 이런 양의 상관관계는 금융위기 이후 전체 국가, 선진국, 신흥국에서 확인할 수 있었다. 반면, 금융위기 이전의 전체 국가 표본에서는 집중도가 높아지면서 자본의 유입이 늘어나거나 줄어드는 현상을 볼 수 없었다. 오히려 선진국이나 신흥국에서는 투자자 집중도가 높을수록 자본 유입이 줄어드는 결과를 확인할 수 있다. 즉 글로벌 금융위기 이전에는 투자자 기반 집중도가 낮은 국가로 자본 유입이 더 컸지만, 이후에는 양상이 바뀌어 투자자 기반 집중도가 높은 국가로 자본이 유입되었다고 해석할 수 있다.

[표 4-7]에서는 회귀분석을 이용하여 기타 다른 변수를 고려한 이후에도 [표 4-6]과 같은 결과를 보이는지 분석해보았다. 분석 결과 이전 표의

결과와 마찬가지로 글로벌 금융위기 이후에는 투자자 기반 집중도와 주식자본 유입이 양의 관계임을 확인할 수 있었다. 투자자 기반 집중도와 글로벌 금융위기 더미의 상호작용항의 계수가 유의한 양의 값으로 투자자 집중도의 계수보다 현저히 크므로 금융위기 이후에는 투자자 집중도가 높은 국가에 자본 유입이 일어났을 것을 이 결과에서 유추할 수 있다.

표 4-6. 글로벌 금융위기 이전과 이후의 자본이동과 투자자 기반 집중도

패널 A: 전체 표본	전체국가		선진국		신흥국	
	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차
제1 5분위 집중도 국가군	5.81	21.03	3.84	15.31	7.34	23.97
제2 5분위 집중도 국가군	5.97	22.56	4.47	15.84	7.15	25.33
제3 5분위 집중도 국가군	8.00	24.54	4.11	14.91	8.86	27.18
제4 5분위 집중도 국가군	8.04	27.83	4.00	14.42	7.61	29.58
제5 5분위 집중도 국가군	7.47	28.90	4.16	14.08	8.68	30.42

패널 B: 글로벌 금융위기 이전	전체국가		선진국		신흥국	
	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차
제1 5분위 집중도 국가군	10.32	18.74	7.42	13.97	13.29	21.54
제2 5분위 집중도 국가군	11.73	22.97	8.55	15.11	13.82	26.77
제3 5분위 집중도 국가군	13.55	25.45	6.88	13.47	15.57	28.77
제4 5분위 집중도 국가군	12.96	29.75	6.48	15.18	12.48	32.13
제5 5분위 집중도 국가군	10.33	29.80	6.06	13.91	11.31	30.96

패널 C: 글로벌 금융위기 이후	전체국가		선진국		신흥국	
	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차
제1 5분위 집중도 국가군	1.46	22.19	-0.20	15.79	1.95	24.81
제2 5분위 집중도 국가군	0.51	20.76	-0.12	15.45	1.09	22.31
제3 5분위 집중도 국가군	2.68	22.41	0.99	15.86	2.71	24.07
제4 5분위 집중도 국가군	3.38	25.03	1.21	13.03	3.18	26.32
제5 5분위 집중도 국가군	4.76	27.77	2.03	14.04	6.32	29.76

주: 본 표에서는 국가별 투자자 기반 집중도에 따라서 각국 외국인(의) 주식 보유 금액의 변화율(%)의 평균과 표준편차를 나타낸다. 패널 A에서는 2001년 1분기부터 2013년 4분기까지, 패널 B에서는 2001년 1분기부터 2007년 4분기까지, 패널 C에서는 2008년 1분기부터 2013년 4분기까지의 표본을 사용했다. 분기마다 전체 국가들을 국가별 투자자 기반 집중도의 값에 따라 5개의 5분위(quintile)군으로 분류하는데, 제1 5분위군에 속하는 국가는 국가별 투자자 기반 집중도가 가장 낮은 군으로, 제5 5분위군의 국가는 국가별 투자자 기반 집중도가 가장 높은 군으로 분류한다.  
자료: 저자 작성.

[표 4-7] 역시 외국인투자 비율 변수 결과를 보면, 외국인투자 비율의 글로벌 금융위기 더미와 상호작용항이 통계적으로 유의하기는 하지만 계수의 값이 외국인투자 비율의 계수 값을 더했을 때 이전 계수와 부호가 다르지 않으므로 글로벌 금융위기 이후에는 외국인투자비율이 높은 나라에서 상대적 자본 유출의 정도가 금융위기 이전에 비해 약해졌음을 알 수 있다.

표 4-7. 신흥개발국의 자본이동 변동성과 투자자 기반 집중도

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
국가별 투자자 기반 집중도	-0,066 (-2,21)	0,172 (2,69)	-0,086 (-2,48)	-0,034 (-1,61)	-0,002 (-0,07)	-0,052 (-2,01)
국가별 투자자 기반 집중도 × GFC 더미	0,148 (4,45)	0,144 (3,46)	0,185 (4,44)	0,094 (3,09)	0,069 (1,75)	0,125 (3,36)
외국인투자 비율	-0,331 (-5,46)	-0,557 (-5,08)	-0,319 (-4,59)	-0,179 (-5,60)	-0,131 (-3,23)	-0,175 (-4,59)
외국인투자 비율 × GFC 더미	0,147 (3,31)	0,147 (2,52)	0,133 (2,48)	0,166 (3,90)	0,115 (2,21)	0,155 (3,01)
log(시가 총액)	-0,016 (-3,23)	-0,070 (-5,09)	-0,013 (-2,27)	0,000 (0,15)	-0,002 (-1,26)	0,003 (1,35)
시가 총액 변화율	0,006 (1,84)	-0,078 (-1,34)	0,006 (1,58)	0,007 (2,31)	-0,068 (-1,15)	0,007 (1,99)
시가 총액 변화율 × GFC 더미	-0,005 (-1,61)	0,142 (1,61)	-0,005 (-1,39)	-0,007 (-2,08)	0,095 (1,06)	-0,006 (-1,79)
R squared	0,2707	0,7073	0,2488	0,2452	0,6837	0,2232
표본의 수	4900	1122	3778	4900	1122	3778
표본국가	전체	선진국	신흥국	전체	선진국	신흥국
국가별 고정 효과	예	예	예	아니오	아니오	아니오
분기 고정 효과	예	예	예	예	예	예

주: 종속변수로 외국인투자금액 변화율을 사용하였다. 투자금액의 변화율을 계산할 때 가격 변동으로 인해서 투자금액이 변동하는 부분은 상쇄하였다. 본 회귀식의 설명변수는 이전 분기(t-1)의 데이터를 사용하였다. 표본기간은 2001년 1분기에서 2013년 4분기이며, 선진국 분류기준은 MSCI의 분류기준을 사용하였다. ( ) 안의 값은 t 통계량임. GFC 더미는 2008년 1분기 이후부터 1, 그 이전은 0의 값을 취한다.

자료: 저자 작성.

마지막으로 시가 총액의 변화율과 자본의 유입 사이에 상관관계가 있는지, 글로벌 금융위기 전후로 그 관계가 달라졌는지를 살펴봤는데 유의한 상관관계는 찾지 못하였다. 예를 들어 지난 분기 시가 총액의 변화율이 높을수록 자본의 유입이 일어난다면 외국인투자자들이 추세추종 거래를 주로 한다는 증거인데, 이런 증거는 전체 외국인을 집단으로 고려했을 때는 찾을 수 없었다. 기존 연구에서는 개별 펀드매니저들의 거래 행태로 추세추종 거래를 드는데 여러 국적의 펀드매니저들이 함께 거래를 하게 되면 상쇄되는 측면이 있기 때문에 유의한 결과가 나오지 않았다고 추측할 수 있다.

### 3. 소결

본 장에서는 국가간 자본이동의 미시적인 결정 요인으로 투자자의 행태에 초점을 두고 분석을 진행하였다. 기관 투자자의 분기별 보유 주식 데이터를 이용해서 투자자 기반 집중도 변수를 구축한 후, 이 투자자 기반 변수가 자본이동 변동성과 어떤 관계가 있는지 살펴보고, 글로벌 금융위기 이전과 이후에 투자자 기반 집중도와 자본이동 변수들 간의 관계에 의미 있는 변화가 있었는지 분석하였다.

투자자 기반 집중도를 계산하기 위해서 고려했던 여러 투자자의 유형 중 투자자의 국적으로 구축한 투자자 기반 집중도가 자본이동의 변동성에 가장 유의한 양의 결과를 나타낸다는 사실을 발견했고, 또한 여러 기관 투자자의 종류 중에는 헤지펀드의 참여율이 자본이동 변동성과 양의

관계가 있다는 결과를 얻었다. 투자자 기반 집중도가 자본이동의 변동성에 미치는 영향은 선진국의 표본에서는 통계적으로 유의하지 않았고 신흥국의 표본에서 유의하게 나타났다.

또한 투자자 기반 집중도와 자본이동 변동성 간의 관계는 글로벌 금융위기 전후로 변함없이 양의 관계임을 확인한 반면, 투자자 기반 집중도와 자본이동 자체의 관계는 글로벌 금융위기 전과 후로 다른 양상을 보임을 확인할 수 있었다. 예를 들어 신흥개발국에 초점을 맞추어 살펴보면 글로벌 금융위기 이후에 신흥국 주식시장으로의 자본이동은 투자자 기반 집중도가 높은 국가 위주로 자본 유입이 더 많이 일어났음을 볼 수 있다. 하지만 앞서 투자자 기반 집중도가 높은 국가는 자본이동의 변동성이 높다는 사실을 감안하면, 글로벌 금융위기 이후에 변동성이 높은 국가로 주식시장 자본이 유입되었다는 해석 역시 가능하다. 이는 향후 자본시장의 불확실성과 변동성이 높아지게 되고 자본이동의 방향이 뒤바뀔 경우 이미 자본이 많이 유입되어 있었던 해당 주식시장에서 혼란을 야기할 수 있으므로, 지속적인 자본이동의 모니터링 및 급격한 자본이동 패턴에 대한 주의 깊은 관찰을 요한다.

# 제5장

## 결론 및 정책적 시사점

1. 결론
2. 정책적 시사점



## 1. 결론

본 연구에서는 글로벌 금융위기를 전후로 한 선진국 및 신흥개발국으로의 개별적인 포트폴리오 자본—주식과 채권—이동의 결정요인을 분석함으로써 국가간 자금흐름의 구체적인 특성과 패턴에 대한 이해를 높였다. 본 연구에서는 국가간 자본이동을 견인하는 전 세계적 요인(Push factor)과 국가 특성 요인(Pull factor)을 구분하여 각각의 주식과 채권자본의 순 유(출)입에 미치는 영향을 분석하였다. 또한 글로벌 금융위기 이후 주요 관심사인 미국의 통화정책 변화와 미국 금융시장 불확실성 확대 충격이 미국을 중심으로 한 해외 주식과 채권 투자에 미치는 영향에 대한 추가 분석 역시 실시하였다. 거시적인 관점에서 자본이동의 결정요인을 분석할 뿐만 아니라 미시적인 관점에서 투자자의 행태—투자자 기반 집중도—가 국가간 자본이동에 미치는 영향을 분석하여 기존의 연구에서 볼 수 없었던 자본이동의 총체적인 결정요인을 논의하였다.

분석 결과, 신흥개발국의 주식자본 순 유입은 글로벌 리스크의 변화와 같은 전 세계적 요인에 의해 유의한 영향을 받는 것으로 나타났고, 채권 자본 순 유입은 금융시장의 발전 정도와 같은 국가 특성 요인에 의해 유의한 영향을 받는 것으로 나타났다. 또한 선진국과 신흥개발국가로의 포트폴리오 자본 순 유입을 견인하는 요인들이 각각 상이하고, 글로벌 금융위기를 기점으로 포트폴리오 순 유입을 결정하는 요소들의 영향이 변화하였음을 확인하였다. 글로벌 리스크 증가 같은 전 세계적 요인의 변화는 글로벌 금융위기와 상관없이 신흥개발국으로 주식자본의 순 유입을 낮추는 방향으로 작용하는 것을 관찰하였으나, 개별 국가의 금융시장 발전 정

도 또는 자본 자유화 정도와 같은 국가 특성 요인은 글로벌 금융위기 이후 신흥개발국으로 포트폴리오 자본, (특히 채권자본) 순 유입을 추가적으로 견인하였던 것으로 나타났다.

또한, 글로벌 금융위기를 전후한 미국의 통화정책과 글로벌 리스크의 변화가 해외 포트폴리오에 미치는 영향을 분석한 결과, 글로벌 금융위기 이후 미국의 실질이자율 하락과 같은 충격에 대해 미국 투자자들은 신흥개발국의 채권과 주식 투자에 대해 유의한 반응을 보이지 않았음이 나타났다. 미국의 실질이자율 변화에 따른 포트폴리오 자본이동에 대한 분석 결과의 해석은 ① 미국 실질이자율의 양적완화 정책 대응 변수로서의 유효성과 ② 미국 실질이자율 이외의 다른 변수—글로벌 리스크, 개발도상국의 환율변수 등—들과의 밀접한 상관관계로부터 야기되는 다중공선성 여부를 고려할 때 주의를 요구하며 앞으로 추가적인 연구가 필요한 부분이라고 할 수 있다. 반면, 글로벌 금융시장 불확실성 확대 충격에 대해 미국 투자자들은 선진국 주식 순 매수를 늘리는 반응이 관찰되었고, 신흥개발국에 대해서는 주식 순 매수를 줄이는 반응이 관찰되었다.

마지막으로 미시적인 자본이동 및 변동성의 결정요인으로 고려한 투자자 기반 집중도가 국가간 자본이동에 미치는 영향을 분석한 결과, 투자자 기반 변수 중 투자자의 국적에 따른 투자 집중도 변수가 자본이동의 변동성을 유의하게 높인다는 사실을 발견했고, 여러 기관 투자자의 유형 중에는 헤지펀드의 참여율이 높을수록 자본이동 변동성이 높아진다는 결과를 얻었다. 표본을 선진국과 신흥개발국으로 나누어 분석한 결과에서는 투자자 기반 집중도가 자본이동의 변동성에 미치는 영향이 선진국의 표본에서는 통계적으로 유의하지 않았고, 반대로 신흥개발국의 표본에서는 유의

한 양의 상관관계가 나타났다. 또한 글로벌 금융위기 전후로 투자자 기반 집중도와 자본이동 변동성 간의 관계는 변함없이 양의 관계임을 확인했고, 투자자 기반 집중도와 자본이동 간의 관계는 글로벌 금융위기 전과 후로 상반되는 결과—특히, 글로벌 금융위기 이후 투자자 집중도가 높을수록 자본 유입이 많은—가 나타나는 것을 확인하였다.

이러한 분석 결과들을 종합해보면 글로벌 금융위기 이후 신흥국 및 개발도상국으로의 포트폴리오 자본 순 유입의 결정은 전 세계적인 요인 혹은 선진국 요인에 일률적으로 반응한 부분보다는, 국가 자체적인 펀더멘털 요인에 따라 차별적으로 결정되는 부분이 상당하다는 것을 확인하였다. 그러므로 신흥개발국 정책 입안자 및 집행자들은 국내 실물경제 및 자본시장 안정을 위해 시시각각 변화하는 선진국들의 정책 변화에 따른 대응 전략을 구상하는 것도 중요하지만, 개별 국가의 특성 요인을 정비하고—금융시장 발전, 효과적인 거시건전성 규제, 경기 안정화를 위한 효과적인 국내 정책 구상 등—국가 펀더멘털을 강화하고 다른 신흥개발국과 차별화하는 장기적인 정책을 수립하는 것이 효과적인 대응 방안일 수 있다는 점을 확인하였다.

향후 미국의 테이퍼링이 종료되고 실질이자율 상승이 야기되면 미국인 투자자들은 신흥개발국보다는 선진국의 금융시장을 중심으로 이탈할 가능성이 있음을 확인하였다. 다만 본 연구에서 실시한 미국의 양적완화 정책에 대한 분석은 미국 투자자만을 대상으로 한 것이기 때문에 기타 외국 투자자 신흥개발국 금융시장에서 이탈 할 가능성을 배제할 수는 없고, 신흥개발국의 펀더멘털에 따라서 신흥국가간에 서로 상이하게 자본유출입이 일어날 수 있다는 점은 주의를 요하는 부분이다. 한편, 국제금융시장의

불확실성이 확대되면 미국 투자자들은 다른 선진국의 주식 비중을 늘리면서 신흥개발국의 주식 비중을 줄이는 선택을 할 것임을 예상할 수 있었다. 불확실성의 확대와 더불어 금리 인상이 이루어진다면 선진국에서는 채권, 신흥국에서는 주식 시장에서 자본의 유출이 일어날 수 있음을 유추할 수 있다.

마지막으로 글로벌 금융위기 이후에 투자자 기반 집중도가 높은 신흥국 주식시장으로 주식자본의 유입이 많아졌음을 확인하였다. 투자자 기반 집중도가 높은 국가는 자본이동의 변동성이 높다는 분석 결과를 감안하면 글로벌 금융위기 이후에 변동성이 높은 국가로 주식시장에 자본이 유입되었다고 해석할 수 있다. 이는 향후 자본시장의 불확실성과 변동성이 높아지게 되면 오히려 해당 신흥개발국 주식시장에서 자본이 빠져나가며 혼란을 야기할 수 있으므로 철저한 자본 관리 및 모니터링이 필요하다.

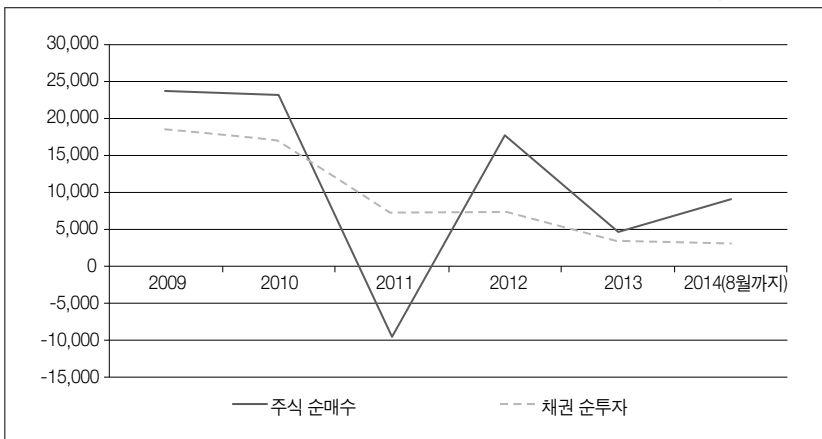
## 2. 정책적 시사점

우리나라 주식시장과 채권시장에서 외국인의 투자 비중은 2000년대 이후 꾸준히 증가하여 왔으며, 2014년 8월 현재 주식시장에서 외국인 보유 비중은 32.6%, 채권시장에서의 외국인 보유 비중은 6.8%에 이른다. [그림 5-1]은 주식시장과 채권시장에 대한 외국인 순투자 추이를 나타내는데, 글로벌 금융위기 이후에도 2011년 주식시장에 대한 일시적 위축을 제외하고는 외국인투자 증가가 지속적으로 이어지고 있다. 양적완화 중단 논의가 시작되었던 2013년에도 금융시장에서는 외국인투자자들의 일시

적 이탈이 있었을 뿐 전체적으로는 주식시장과 채권시장에 외국 자금 순 유입이 일어났으며, 테이퍼링이 시행되는 2014년 8월까지도 순 유입 기 조는 이어지고 있다. 연도별 자료에서 주목할 만한 점은 주식시장보다 채 권시장의 변동성이 작다는 점과 유럽 재정위기가 심화되던 2011년 주식 시장의 유럽계 자금이 급격히 이탈하였으나, 채권시장에서는 완만한 수준 의 변화만이 있었다는 점이다. 이는 제2장에서 분석된 바와 같이 주식시 장에는 글로벌 요인이 외국인투자 결정에 주요 요인이 되는 반면 채권 투 자에는 우리나라 경제의 여건이 더욱 중요하기 때문으로 해석할 수 있다.

그림 5-1. 우리나라 외국인 주식 순 매출과 채권 순 투자 연도별 추이

(단위: 십억 원)



자료: 금융감독원 보도자료 2009년 1월 ~ 2014년 8월 외국인 증권투자 동향, 각호(<http://www.fss.or.kr>, 검색일: 2014. 9. 20).

[그림 5-2]는 주식시장과 채권시장에서 외국인투자의 월별 추이를 나 타내는데, 주식시장과 채권시장의 시기별 순 투자 경향과 그 변동성을 보다 명확하게 확인할 수 있다. 첫째 특징은 연도별 자료에서와 같이 주

식시장의 외국인투자 변동성이 채권시장보다 높다는 점이다. 연도별 자료에서는 전반적인 우리나라 주식시장에의 외국인 순 유입 규모의 확대 경향을 확인할 수 있었지만, 월별 자료에서는 순 매수와 순매도가 매우 빈번히 교차된다는 사실을 볼 수 있다. 둘째로 주목할 만한 점은 2009년 1월부터 2014년 8월까지 주식시장과 채권시장에서 순 유입 간의 상관계수가 거의 0에 가까운 값을 나타낸다는 것이다. 이는 주식시장과 채권시장에서 외국인의 투자 양상은 크게 상관이 없음을 의미하고 제2장에서 강조했듯이 주식시장과 채권시장을 분리해서 분석할 필요가 있다는 의미도 있다.

표본의 부분을 살펴보면 우리나라 주식시장과 채권시장의 순 유입은 양의 상관관계를 보이는 시기와 음의 상관관계의 시기도 관찰할 수 있다. 흥미롭게도 2013년에는 미국의 테이퍼링 논의 이후 주식시장과 채권시장에서 외국인투자 양태가 서로 반대의 모습을 보이기도 했는데, 2013년 중반 미국 테이퍼링 논의가 시작되면서 7월부터 9월 사이 주식시장에는 외국인 자금 유입이 큰 폭으로 이루어졌으나, 같은 기간 채권시장에서는 외국인투자 순 유출이 발생하였다. 한편 2013년 12월 테이퍼링 시행에 대한 계획이 발표되고 이행되자 2014년 연중에는 주식시장과 채권시장에서 모두 외국인투자 순 유입이 일어나는 양상을 보였다.

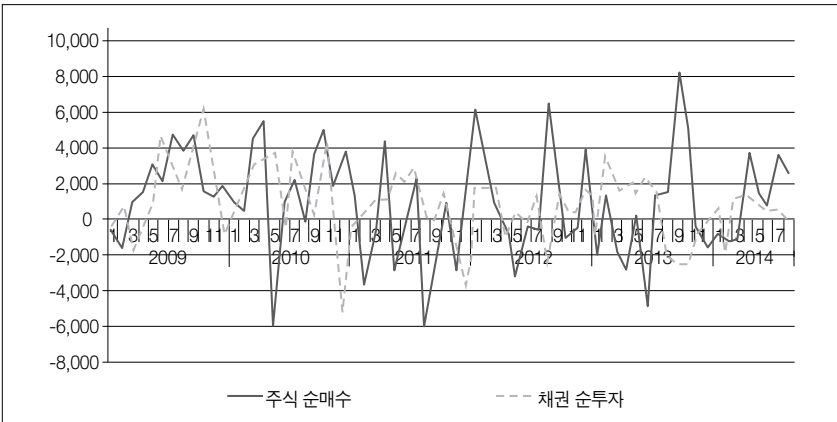
우리나라 채권시장의 외국인투자는 주식시장에 비해 상대적으로 더디게 성장해왔으나, 글로벌 금융위기 이후 그 증가세가 가속화되고 있다. 글로벌 금융위기 이전인 2007년 말 외국인의 우리나라 상장채권 보유 비중은 4.63% 수준이었으나 2014년 8월 현재 6.8%까지 증가하였다. 외국인들의 주식시장 투자 결정이 글로벌한 요소에 기인한다면 채권시장 투자

결정은 투자 수여국 자체의 유인에 더 크게 좌우된다는 제2장의 분석결과에 비추어보면, 이는 우리나라 경제와 채권시장이 외국인투자자에게 더욱 매력적인 시장이 되었다는 것으로 해석할 수 있다.

우리나라 채권시장의 투자 여건 개선을 반영하는 대표적인 지표는 국가 신용등급을 들 수 있는데, 1997년 아시아 외환위기 당시 투자부적격 등급 수준까지 강등되었던 우리나라 국가 신용등급은 이후 꾸준히 개선되어 왔고, 글로벌 금융위기 기간 중에도 개선되어 2014년 8월 현재 무디스(Moody's) 기준 Aa3 등급을 기록하고 있다. 이는 일본, 중국, 벨기에 등과 같은 수준으로 여타 개도국에 비해서는 매우 높은 신용등급이다. 외국인들이 보유한 우리나라 채권 투자액 중 99% 정도가 국채와 통안채에 집중되고 있다는 점을 볼 때, 우리나라의 신용도 개선과 외국인의 우리나라 채권에 대한 투자는 이와 직접적으로 연관되어있다고 할 수 있다.

그림 5-2. 우리나라 외국인 주식 순 매수와 채권 순 투자 월별 추이

(단위: 십억 원)



자료: 금융감독원 보도자료 2009년 1월 ~ 2014년 8월 외국인 증권투자 동향, 각호(<http://www.fss.or.kr>, 검색일: 2014. 9. 20).

최근 우리나라 채권시장에 외국인 자금 유입 증가가 우리나라의 펀더멘털의 개선에 기인한다면, 이는 재정거래 차익을 위해 들어온 투자 형태와 다른 의미로 해석할 수 있으며, 향후 미국 금리 상승으로 재정거래 차익 유인이 감소하더라도 쉽게 이탈하지 않을 것으로 전망할 수 있다. 제3장의 분석에서도 우리나라 채권시장에 대한 외국인의 자금 유입/유출은 미국의 실질금리 충격에 유의한 반응을 보이지 않은 것으로 나타났다.

그동안 채권시장에 대한 자금 유입은 미국 투자자가 주도하였으나 최근에는 중국 투자도 크게 증가하고 있다는 점도 주목할 필요가 있다. 중국은 그동안 미국 채권에 크게 투자해 왔으나 최근 우리나라 채권 매수를 빠르게 늘리며 2014년 8월 현재 채권시장의 외국인 보유 비중 중 미국이 19.6%를 차지한 데 이어, 중국이 13.7%를 차지하며 2위로 올라섰다. 중국 자국 금리가 크게 높은 상황에서 미국이라는 거대 채권시장을 두고 우리나라 채권시장에 들어온 자금은 향후 미국의 금리인상 시점에서도 이탈하지 않을 가능성이 크다. 이에 더해 중국은 외환보유고를 다원화하고되고 있으므로 중국의 입장에서 우리나라 채권은 미국 국채를 대체하는 역할도 하고 있는 것으로 보이므로 중국의 우리나라 채권 보유 비중은 급속히 줄어들지 않을 것으로 예상할 수 있다.

우리나라 채권시장에 외국인투자 비중 확대가 지속적으로 이루어지면 외환시장과 통화정책의 전이경로(transmission mechanism)에 변화가 생길 수 있으므로 이 영향에 대한 모니터링 강화와 정책적 대비가 필요하다. 현재 외국인들의 채권시장 유입 속도는 장기금리 수요에 큰 영향을 미치고 있지는 않지만 향후 그 유입 속도가 가속화되면 이는 장기금리 하락 요인이 되며 정부가 정책금리 인상을 통해 장기금리를 인상 할 시기가

오면 정책 수행에 부담이 될 수 있다. 2000년대 중반 미국이 정책금리를 빠르게 인상하는 국면에서 장기금리는 오히려 하락하는 모습을 보여 당시 미연준 의장인 그린스핀은 이 현상을 두고 수수께끼(conundrum)이라는 표현까지 쓰기도 하였는데, 이의 한 원인으로 당시 중국의 미국 국채 매입 증가가 지목되었다. 우리나라 채권시장에 외국인 유입 속도가 빨라지면 우리나라 장기금리도 정책금리에 의해 충분히 조절이 되지 않는 국면이 올 수도 있다.

우리나라의 금융시장의 변동성 변화에 따른 채권시장의 자금흐름에 대해서도 모니터링이 필요하다. 제3장의 분석 결과에 따르면 금융시장의 변동성이 높아지는 충격에 대해서 우리나라 채권시장에서 미국인의 순 매수는 감소하는 것으로 나타나는데 이는 선진국이나 신흥국의 채권시장 반응과는 상이한 우리나라의 특징으로 볼 수 있다. 금융시장의 변동성이 커짐에 반응하여 자산의 순 매수가 줄어드는 양상은 위험 자산에서 흔히 볼 수 있는 양상인데 우리나라 채권시장도 일부 위험자산의 성격을 띠고 있음을 유추할 수 있다. 나아가서 금융시장의 변동성은 금융위기 이후에 상당기간 감소해왔고 또 낮은 수준을 유지하였기 때문에 낮아진 변동성에 기인하여 우리나라 채권시장의 순 매수가 늘어난 부분이 있을 것으로 분석할 수 있다. 지금까지 상황과는 반대로 앞으로 금융시장의 변동성이 늘어나게 되면 채권시장에서의 유출이 일어날 가능성이 있는 것으로 분석결과를 해석할 수 있다.

2013년 5월부터 12월까지 미국의 테이퍼링 논의가 진행되면서 일부 신흥국에서 외국인투자자가 급속히 이탈하여 주가 폭락과 환율 급등, 금리 폭등 등 위기의 징후가 나타나기도 하였다. 특히 ‘위기 취약 5개국

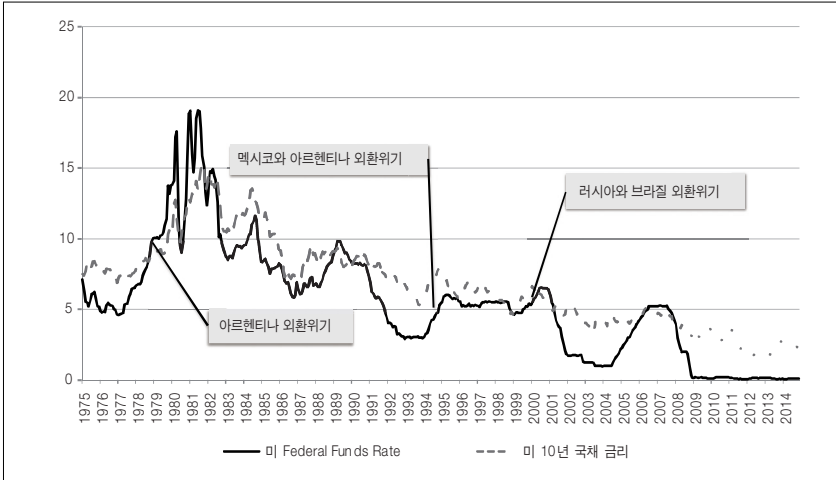
(fragile 5)’이라 불리는 남아프리카공화국, 터키, 브라질, 인도, 인도네시아 등을 중심으로 한 금융시장 불안이 심각하였다. 이때 우리나라 금융시장도 외국인들이 이탈할 위험이 높다는 불안감이 조성되었으나, 결과적으로 2013년 한 해 동안 주식시장으로 약 4조 7,000억과 채권시장 3조 5,000억 원의 외국인 순 유입이 이루어졌으며 외환시장도 대체로 안정적인 모습을 유지하였다.

우리나라는 1997년 아시아 외환위기와 지난 2008년 글로벌 금융위기를 거치며 대외 충격에 취약한 모습을 보여왔기 때문에 조심스러운 측면이 있는 것은 사실이나, 또 한편으로는 그동안 우리나라 경제의 펀더멘털이 꾸준히 개선되어온 모습을 다시 평가할 필요가 있다. 우리나라 국가신용등급은 일본과 같은 수준으로 평가받고 있으며, 외환보유고는 2014년 8월 말 현재 3,675억 달러로 세계 7위 수준이다. 이 밖에 글로벌 금융위기 국면에서 문제로 지적받았던 단기 대외 채무 비중도 꾸준히 낮추는 노력을 하고 있는데, 2008년 1분기 48.6%였던 전체 대외채무 대비 단기 대외채무 비중은 2012년 4분기 31.1%로 크게 낮아졌고, 2013년 동안에도 개선이 이루어져 2013년 3분기에는 27.1%로 낮아졌다. 반면 위기가 반복되는 신흥시장은 대체로 신용등급 자체도 우리나라보다 크게 낮은 수준이고, 대부분 지속적인 경상수지 적자, 재정수지 적자 등의 펀더멘털에 문제가 있는 국가들이어서 우리나라 경제와 단순 비교하여 위기 가능성을 논하는 것은 부적절하다.

한편으로는 미국의 통화정책 역사에서 단기간에 걸쳐 연준의 기준금리(federal funds rate)을 높인 수차례의 경험 중 많은 경우가 국제금융 불안을 수반했다는 사실에 주목할 필요가 있다. 미국의 양적완화 정책이 2014

그림 5-3. 미국 기준금리 인상과 외환위기

(단위: %)



자료: FRED 통계자료(검색일: 2014. 5. 1).

년 12월로 종료된 현재, 2015년 중반 이후 금리 인상이 시작될 것으로 전망<sup>10)</sup>되고 있다. [그림 5-3]은 미국 연준의 기준금리와 10년 만기 국채 이자율의 추이를 나타내고 있는데, 1970년 후반 오일쇼크로 인한 인플레이션에 대응하기 위해 미국이 금리를 인상하자 아르헨티나에서 외환위기가 발생하였고, 1990년대 중반 금리 인상 시점에서는 멕시코와 아르헨티나가 외환위기를 경험하였으며, 1990년대 후반 금리 인상 시에는 러시아와 브라질의 외환위기가 수반되었다. 그림에서는 표시되지 않았지만 2013년 5월 이후 미국의 양적완화 종료 논의와 관련된 금융 불안도 미국의 금리인상에 대한 기대로 인한 국제금융 불안으로 해석할 수 있다. 따

10) 미 연준은 2012년 9월 제 3차 양적완화를 발표하면서 현재의 초저금리 기조를 2015년 중반까지 유지하겠다는 선언을 하였다. 2014년 12월 FOMC에서 양적완화 종료와 함께 기준에 유지하던 현재의 초저금리를 상당기간(for a considerable time) 유지하겠다는 문구가 삭제되면서 시장에서는 2015년 중반 이후 금리 인상에 대한 기대가 높아지고 있다.

라서 2013년에 위기의 징후가 나타났던 남아프리카공화국, 브라질, 인도, 인도네시아, 터키와 이 외의 최근 펀더멘털이 취약해지고 지정학적 불확실성이 증가한 러시아는 2015년부터 시작될 미국의 금리 인상 시점에서 위기에 노출될 우려가 상존한다. 특히 러시아의 경우 2014년 중반부터 시작된 큰 폭의 유가 하락<sup>11)</sup>과 우크라이나 사태로 인한 서방의 경제 제재로 경기 둔화가 심각한 가운데 미국의 금리 인상으로 추가적인 자본 이탈이 나타날 경우 위기에 직면할 가능성이 높다고 할 수 있다.

우리나라는 위기에 취약한 신흥국과 비교할 수 없을 만큼 경제의 펀더멘털이 건전하므로 향후 미국의 금리인상으로 인한 직접적인 위협에 놓여있기보다는 펀더멘털이 약한 신흥국들의 위기에서 파생되는 전염(contagion)의 위협에 노출될 우려가 있다. 따라서 펀더멘털이 취약한 국가들과 경제, 금융의 연관 관계를 다방면으로 살펴보고, 이들 국가들의 위기 가능성에 대비해야 한다.

제3장의 실증분석에서는 우리나라 주식시장이 일부 선진국 금융시장의 특징을 나타내고 있다는 사실을 보여주고 있다. 금융시장 변동성 확대 충격에 대해 선진국에서는 외국인 주식 순 매수가 증가하고 신흥개발국에서는 감소하는 반응이 확인되는데, 우리나라는 일시적이긴 하지만 증가하는 반응이 보인다. 즉, 금융시장 변동성 확대 국면에서 미국 투자자들은 비교적 안전성이 높은 선진국 주식을 대체재로 매수하는데, 우리나라 주식도 다른 선진국과 같이 매수하는 반응이 일시적으로 일어나는 것에서 나타났다. 2013년 신흥국 금융시장 불안정 국면에서도 초기에 주식시장

---

11) 브렌트유는 2014년 6월 말 112달러에서 2014년 12월 19일 60달러로 짧은 기간 동안 약 50%의 하락을 보였다(국제금융센터, [www.kcif.or.kr](http://www.kcif.or.kr), 접속일: 2014. 12. 20).

외국인투자자 이탈이 있긴 했지만 이어서 더 큰 규모의 순 매수가 있었다는 점과 연관해서 생각해볼 수 있다. 한편으로 우리나라 금융시장은 국제 금융시장에서 신흥개발국으로 상당 기간 분류되어 있었기 때문에 투자자의 행태로 말미암은 신흥국의 특징을 가지기도 하므로 신흥국의 불안요인에도 관심을 가지고 지켜볼 필요가 있다.

따라서 향후 국제 금융시장 불안요인으로 일부 신흥국에 위기가 발생하더라도 그 위기가 우리나라에 직접 전이될 채널이 있는지 확인할 필요가 있지만 무조건적으로 위기가 전이될 수 있다는 지나친 불안 심리는 경계할 필요가 있다. 금융시장의 불안 심리는 자기충족적 예언 기능(Self-fulfilling mechanism)이 있어 과도한 불안과 두려움의 심리는 일시적으로라도 금융시장 변동성을 불필요하게 높일 가능성이 있기 때문이다.

일반적으로 주식시장은 글로벌 요인 중 특히 글로벌 금융시장 불확실성에 영향을 많이 받기 때문에 주식시장에서는 글로벌 금융시장의 불확실성 요인의 모니터링 강화를 바탕으로 정책대응을 해야 하며, 특히 글로벌 금융시장의 불확실성이 커짐에 따라 두드러지는 정보의 비대칭성으로 인한 부작용을 최소화할 수 있도록 기업 정보 투명성 제고, 투자자 보호 정책이 필요하다.

우리나라 주식시장과 채권시장에서의 순 유입을 기관투자자의 양상과 연관시켜보아도 흥미로운 사실을 발견할 수 있다. 주식시장의 경우 우리나라 종합주가지수의 월별 수익률과 같은 기간 주식시장의 순 유입 상관계수는 위 기간 0.63에 달하는 것을 확인할 수 있는 반면 채권시장은 우리나라 1년 만기 채권 금리의 월간 변화율과 월별 기간 채권시장의 순 유입 상관계수는 0.11 정도로 주식시장보다는 월등히 낮은 수치를 보여주

었다. 주식시장에서 보이는 이런 행태는 기존 연구에서 나타나는 기관 투자자들의 추세추종매매의 행태와 관련이 있다. 투자자가 추세추종매매의 행태를 보이는 경우 자산의 수익률이 올라가면 해당 자산을 추가로 매입하고자 하며 수익률이 떨어지면 자산을 처분하려는 양상을 보이기 때문에, 자산의 가격하락을 동반하는 글로벌 금융시장의 변동성이 늘어나면 주식시장에서의 자금 이탈이 가속화될 수 있는 위험이 있다고 할 수 있다. 특히 2011년 이후에 금융시장 변동성이 지속적으로 감소했고 상당히 오랜 동안 낮은 상태로 유지되고 있으므로 시장 참여자의 위험에 대한 기피도가 필요 이상으로 낮아졌을 가능성을 배제할 수 없고 따라서 위험 자산의 가격이 부풀려졌을 수 있다. 자산 가격에 거품이 생기면 가격 하락 폭이 커지고 추세추종매매의 증폭작용이 커질 가능성이 있으므로 자산 가격의 움직임을 면밀히 살필 필요가 있다.

또한, 제4장에서 살펴보았듯 금융위기 이후 주식시장의 순 유입이 있었던 국가들은 투자자 기반이 상대적으로 집중되어 있었으며, 나아가서 투자자 기반이 집중되어 있을수록 자본이동의 변동성이 높아지기 때문에 자본이동의 흐름이 뒤바뀌게 되면 다방면으로 위험이 커질 것으로 예상할 수 있다. 다만 제4장의 결론은 국제 주식시장의 외국인 보유현황 데이터를 분석해서 나온 결론으로 채권시장에 바로 적용하기에는 어려움이 있을 수 있다. 하지만 주식시장에서 투자자의 집단행동(herding) 및 자산을 범주로 묶어 거래하는(category trading) 기관 투자자의 행태를 관측한 연구와 더불어 신흥시장에서는 채권시장의 기관 투자자도 주식시장의 기관 투자자와 많이 다르지 않다는 연구들이 최근 출판되고 있으므로 두 시장에서 기관 투자자의 유사성이 있다고 할 수 있다. 제2장에서 논의되었

던 주식시장과 채권시장의 상이함은 인지해야 하겠지만 금융시장에 막대한 자금을 운용하는 기관투자자의 특성에 따른 자본이동의 양상은 비슷하다고 볼 수 있고 따라서 투자자의 행태에 따른 위험은 주식시장과 채권시장을 구별 없이 모니터링해야 한다고 판단할 수 있다.

외국인투자자 기반의 집중도가 높을수록 자본이동의 변동성이 높으므로 외국인투자자의 다원화를 모색할 필요가 있다. 우리나라 채권의 외국인 보유현황을 보면, 2014년 8월 현재 외국인 보유 상장 채권의 19.6%를 미국인이 보유하고 있고 최근 중국인이 가파르게 보유량을 늘여 13.7%를 보유하고 있다. 미국에 집중되어있는 투자자 기반을 확대한다는 측면에서는 중국인 투자자 기반 확대가 바람직하지만 한편으로는 미국과 중국에 투자자 기반이 집중되는 것을 주의 깊게 모니터링하고 그 잠재적 위험성을 재평가해야한다. 나아가서 본 보고서의 분석에서는 투자자의 국적을 기준으로 집중도를 분석하는데 그쳤지만 국가간 경제의 연관도 또한 고려할 필요가 있다. 투자자 기반이 여러 국가에 분산되어있더라도 해당 국가간 경제가 긴밀하게 연관되어있으면 큰 의미에서는 투자자 기반이 집중되어 있을 수 있기 때문이다.

본 보고서의 분석을 바탕으로 향후 미국 테이퍼링의 종료와 금리인상 시기에 우리나라 금융시장에서의 외국인투자 형태를 전망할 때 관건은 미국 금융시장의 기초적 변화가 얼마나 불확실성을 제어해가며 이루어지느냐이다. 2013년 10월 테이퍼링이 예상대로 종료된 후 금리 인상 시점이 결정되지 않은 상태에서는 금리 인상 시점에 대한 불확실성이 높아져 다시 2013년 중반과 같이 일부 신흥국에서 외국인 자금 이탈과 변동성 확대가 발생할 가능성을 배제할 수 없다. 금융시장의 불확실성이 커지면

우리나라는 특히 채권시장의 외국인투자가 이탈할 가능성이 높으므로 금리 인상 시점에 선제적 정책 안내(forward guidance)를 통해 성공적으로 불확실성을 제어하면 우리나라 금융시장의 변동도 최소화 할 수 있을 것이다. 미국 금리 인상에 따른 일부 외국인투자 감소는 불가피할 수 있지만, 그동안 우리나라 외국인투자 자금 유입 추세로 판단할 때, 순유출을 기록하는 정도의 큰 충격이 있기보다는 유입 규모가 감소하는 정도의 변화가 있을 수 있다고 조심스럽게 판단해본다.

본 보고서의 실증 분석을 바탕으로 정책적 시사점을 정리하면 크게 다음 세 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 글로벌 금융위기 이후 국가간 채권 자본의 이동을 중심으로 자본이동이 증가하고 있다. 특히 본 보고서에서는 국가간 채권 자본이동은 글로벌 요인보다는 개별 국가의 펀더멘털에 더 많은 영향을 받는 것으로 나타났다. 그러므로 급격한 외국인 자본 유출 가능성을 줄이기 위해서 국내 금융시장 발전을 모색하는 한편, 효과적인 거시건전성 규제를 통해 안정적인 금융시스템을 유지하는 것이 중요하다. 펀더멘털을 개선하는 노력과 더불어 우리나라와 다른 신흥국과의 차별성을 외국인 투자자를 비롯한 국제사회에 홍보하는 노력도 필요하다. 국제사회의 신뢰를 얻을 수 있는 연구를 지원하고 외국인 투자자의 눈높이에 맞춘 리서치 생산을 장려하면 1998년 외환위기 이후 개선된 우리나라 펀더멘털을 널리 알릴 수 있을 것이다.

둘째, 글로벌 금융시장 변동성의 움직임을 조심스럽게 모니터링하고 변동성의 변화가 우리나라의 금융시장에 미칠 수 있는 영향에 대해서 면밀히 살펴볼 필요가 있다. 본 보고서의 분석 결과, 글로벌 금융시장의 변동성이 증가하면 우리나라 채권시장과 신흥시장의 주식시장에서 외국인

자본의 유출 가능성이 보였는데, 이는 변동성 상승시 우리나라 채권시장과 주식시장에서 동시에 자본유출이 일어날 수 있는 가능성을 시사한다. 글로벌 금융시장의 변동성이 높아지면 시장은 투자정서(investor sentiment)에 민감하게 반응할 수 있으므로 이에 따른 부작용을 최소화해야 한다. 투자정서는 투자자의 인식과 밀접하게 연결되어있으므로 외국인 투자자의 우리나라에 대한 인식을 개선하려는 노력이 필요하다. 글로벌 금융시장에서 우리나라는 오랫동안 신흥국으로 분류되었는데 이는 우리나라의 경제규모와 펀더멘털에 상응하는 평가를 받지 못하는 이유가 되기도 한다. 우리나라의 발전 상황을 반영하여 일부 국제기구는 이미 우리나라를 선진국으로 분류하고 있지만 BIS와 MSCI는 아직까지 우리나라를 신흥국으로 분류하고 있는 실정이다. 우리나라도 강화된 펀더멘털에 상응하도록 제도를 개선하고 외국인 투자자에게 이를 효과적으로 홍보하면서 투자 여건의 개선 및 변동성을 줄이려는 노력을 해야 한다.

셋째, 투자자 기반의 집중도에 따른 위험성을 재평가하고 투자자 기반의 다원화를 모색할 필요가 있다. 외국인 투자자가 속해있는 경제권과 우리나라와의 연관성, 외국인 투자자의 투자목적 등을 다방면으로 고려하여 투자자 기반이 집중되어있는지 모니터링하고 집중도에 따른 위험을 재평가 하는 노력이 필요하다. 또한 위에서 언급한 우리나라의 펀더멘털 개선과 외국인 투자자의 인식 개선 노력을 통해서 우리나라를 투자 대상으로 생각하지 않았던 투자자로 하여금 우리나라에 새롭게 투자할 유인을 제공할 수 있다. 이는 투자자 기반을 넓혀 투자자 기반을 다원화하는 데 도움을 줄 것이다.

## ■ 참고문헌 ■

### [국문자료]

- 강삼모. 2012. 『글로벌 금융위기 이후 국제자본 흐름의 특징과 전망 신흥국 관련 자본이동을 중심으로』. 금융연구원.
- 박복영·안지연. 2011. 「자본이동 변동성의 원인 분석과 정책 시사점」. KIEP 오늘의 세계경제. Vol. 11, No. 31.
- 이현훈. 2010. 「국가간 포트폴리오 투자와 은행대출을 중심으로 살펴본 글로벌 불균형의 현황과 과제」. 『금융경제연구』. working paper, 제447호.
- 허인·이동은·이윤수·양다영. 2010. 『글로벌 금융위기 이후 아시아 채권시장의 변화와 우리나라의 대응전략』. 연구보고서 10-07. 대외경제정책연구원.

### [영문자료]

- Amihud, Yakov, Haim Mendelson, and Jun Uno. 1999. “Number of Shareholders and Stock Prices: Evidence from Japan.” *Journal of Finance*, 54, 1169-1184.
- Barber, Brad M., Terrance Odean, Lu Zheng. 2005. “Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows,” *Journal of Business*, 78, 2095-2119.
- Barberis, Nicholas C. and Andrei Shleifer. 2003. “Style Investing.” *Journal of Financial Economics*, 68, 161-199.
- Bartram, Sohnke, John Griffin, Tae-Hoon Lim, and David Ng. 2013. “How Important are Foreign Ownership Linkages for International Stock Returns?” Working Paper. Cornell University.

- Bruno, Valentina, and Hyun Song Shin. 2013. "Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy." NBER Working Paper 18942. National Bureau of Economic Research.
- Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman, and Carmen Reinhart. 1993. "Capital Inflows and Real Exchange Rate appreciation in Latin America: The Role of External Factors." *IMF Staff Paper*, 40(1), 108-151.
- \_\_\_\_\_. 1996. "Capital Flows to Developing Countries in the 1990s: Causes and Effects." *Journal of Economic Perspectives*, 10, 123-139.
- Chinn, Menzie, and Hiro Ito. 2008. "A New Measure of Financial Openness." *Journal of Comparative Policy Analysis*, 10(3), 309-322.
- Cho, Dongchul and Changyong Rhee. 2013. "Effects of Quantitative Easing on Asia: Capital Flows and Financial Markets." Prepared for the Bank of Korea International Conference 2013.
- Chuhan, Punam, Stijn Claessens, and Nlandu Mamingi. 1998. "Equity and bond flows to Latin America and Asia: the role of global and country factors." *Journal of Development Economics*, 55, No. 2, 439-463.
- Davis, Scott. 2014. "Financial integration and international business cycle co-movement." *Journal of Monetary Economics*, 64, 99-111.
- Devereux, Michael B. and Alan Sutherland. 2007. "Monetary Policy and Portfolio Choice Choice in an Open Economy Macro Model." *Journal of the European Economic Association*, 5(2-3), 491-499.
- Ferreira, Miguel A. Aneel Keswani, Antonio F. Miguel, and Sofia B. Ramos. 2012. "The Flow-performance Relationship Around the World." Working Paper.
- Foerster, Stephen R. and G. Andrew Karolyi. 1999. "The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices Evidence from Foreign Stocks Listing in the United States." *Journal of Finance*, 54, 981-1013.

- Forbes, Kristin J. and Francis E. Warnock. 2012. "Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment." *Journal of International Economics*, 88, 235-251.
- Fratzscher, Marcel. 2011. "Capital Flows, Push Versus Pull Factors and the Global Financial Crisis." NBER Working Paper 17357.
- Fratzscher, Marcel, Christian Saborowski, and Roland Straub. 2009. "Monetary Policy Shocks and Portfolio Choice." Working Paper Series 1122. European Central Bank.
- Froot, Kenneth A., Paul G. J. O'Connell, Mark S. Seasholes. 2001. "The Portfolio Flows of International Investors." *Journal of Financial Economics*, 59, 151-193.
- Ghosh, Atish R., Mahvash S. Qureshi, Jun Il Kim, and Juan Zalduendo. 2014. "Surges." *Journal of International Economics*, 92, No. 2, 266-285.
- IMF. 2010. *Global Financial Stability Report*. (April)
- \_\_\_\_\_. 2014. *Global Financial Stability Report*. (April)
- Kim, Soyoung. 2001. "International transmission of U.S. Monetary Policy Shocks: Evidence from VAR's." *Journal of Monetary Economics*, Vol. 48(2), 339-372.
- Laeven, Luc and Fabian Valencia. 2012. "Systemic Banking Crises Database: An Update." IMF Working Papers 12/163.
- Merton, Robert C. 1987. "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information." *Journal of Finance*, 42, 483-510.
- Pyun, Ju Hyun and Jiyou An. 2014. "Capital and Credit Market Integration and Real Economic Contagion During the Global Financial Crisis." Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=2408942>. (accessed on May 5, 2014)
- Reinhart, Carmen and Kenneth Rogoff. 2009. *This Time is Different: eight Centuries of Financial Folly*. Princeton university press.

## [통계자료]

국제금융센터. [www.kcif.or.kr](http://www.kcif.or.kr)(accessed December 20, 2014).

금융감독원 보도자료. 2009년 1월 ~ 2014년 8월 외국인 증권투자 동향.

<http://www.fss.or.kr/>(accessed on September 20, 2014).

Bank for International Settlements(BIS) Statistics. <https://www.bis.org/statistics/index.htm>(accessed on May 10, 2014).

FactSet Ownership. <https://www.factset.com/>(accessed on April 29, 2014).

Federal Reserve Economic Data(FRED). <http://research.stlouisfed.org/fred2/>  
(accessed on May 1, 2014).

International Monetary Fund(IMF). International Financial Statistics(IFS)  
(accessed on May 5, 2014).

Organization for Economic Cooperation and Development(OECD). Economic Outlook. <http://stats.oecd.org/>(accessed on May 10, 2014).

U.S. Department of the Treasury. Treasury International Capital(TIC) System.  
<http://www.treasury.gov/>(accessed May 1, 2014).

World Bank. World Development Indicator(WDI).(accessed on May 5, 2014).

## Executive Summary

### Cross-border Fund Flow after 2008 Financial Crisis

Tae-Hoon Lim, Dong-Eun Lee, and Ju Hyun Pyun

This paper examines the determinants of portfolio capital flows of both advanced and emerging markets and aims to obtain better understanding of detailed characteristics and patterns of cross-country capital flows. We investigated separate effects of push and pull factors in cross-country capital flows of both debt and equity markets. There is also an analysis of the effects of changes in monetary policy stance and capital market volatility on both international investments in equity and debt securities. In addition to macro analysis of international capital flows, we also expand the scope of our analysis to micro-level data and derive comprehensive implications, which do not appear frequently in current literature.

Our results suggest push factors such as global capital market volatility had significant effect on net equity capital flows in emerging markets, whereas pull factors such as financial market developments had significant effect on net debt capital flows. We also found that significant determinants of capital flows to advanced market were different from flows to emerging markets. Moreover, there were a number of factors whose effects displayed significant changes since the global financial crisis, reflecting changes in the international capital market environment. The negative effect of global capital market volatility on the net flows to emerging equity market stayed at about the same level before and after the crisis, however the effects of some of the pull factors

such as financial market development on the portfolio capital flows increased considerably, especially on the flows to debt markets.

Our analysis of the effects of monetary policy changes on the portfolio capital flow suggests that the increase in real short term interest rates does not significantly decrease the capital flows to both equity and debt markets in emerging economies. The seemingly insignificant response of emerging capital markets to the increase in real interest rates has to be interpreted with caution, however. The short-term real interest rates may not truly reflect the changes in monetary policy because the transmission channel of the short term interest rate is very wide and complex. Therefore there is a risk that the increase in real interest rates alone may not capture all the effects of monetary policy. On the contrary, a rise in global capital market volatility actually increased the net flow to equity markets of advanced economies and decreased the flows to emerging markets.

Lastly, we examined the effects of investor base concentration on the international capital flows. We found that higher investor base concentration was associated with higher volatility of capital flows and that high participation rate of hedge funds had positive association with high capital flow volatility. When we divided the entire sample into advanced and emerging markets, we found positive and significant effect of investor base concentration on capital flow volatility in emerging markets. On the contrary, we did not find similar results in advanced economies. In our analysis, the sample period was divided into periods before and after the global financial crisis. We thus confirmed that there was a similar level of importance of the investor base concentration for capital flow volatility. Moreover, we found considerably more capital had flowed into countries with high investor base concentration after the crisis.

Summarizing our findings above, there are several interesting implications for international capital flows. First, country fundamentals are very important

determinants of overall international capital flows, despite there being some parts of the capital market with greater susceptibility to shocks from global factors. Therefore, it is suggested that policy makers in emerging economies may benefit from improving fundamentals and from differentiating one's economy from other emerging economies, although it is still important to build strategies in response to changes in global factors.

Secondly, in the likely scenario of policy rate hike during the course of normalization of super easy monetary policy, capital outflow is likely to take place in advanced economies rather than emerging ones. Since this conclusion is drawn from the analysis of international capital allocations by U.S. investors only, the conclusion is a limited one in that we do not have complete data for investors from other advanced economies. It is also possible that the insignificant reaction in emerging market portfolio capital flows could be due to varied level of responses within emerging countries, as we saw in connection with the first implication stated by our paper. In the scenario with increased global capital market volatility, our result suggests capital will flow into equity markets of advanced economies and flow out of equity markets of emerging economies. If the rate hike is accompanied with increases in volatility, we expect to see capital out flows from debt markets of advanced economies and equity markets of emerging economies.

Finally, we found that capital flow was concentrated in countries with higher potential for volatile capital flows. Therefore, caution is warranted in those countries. After the global financial crisis, we saw large increase of capital flow towards emerging economies whose investor base was concentrated. Recalling that a higher concentration of investor base was associated with higher capital flow volatility, we can deduce that the countries with concentrated investor base can exhibit rapid reversal of capital flows in the even of increased global volatility.

# KIEP 연구보고서 발간자료 목록

## ■ 2014년

- 14-01 체제전환국의 경제성장 요인 분석: 북한 경제개혁에 대한 함의 / 정형곤 · 이재완 · 방호경 · 홍이경 · 김병연
- 14-02 글로벌 불균형의 조정 전망과 세계경제적 함의 / 조종화 · 양다영 · 김수빈 · 이동은
- 14-03 글로벌 금융위기 이후 국가간 자금흐름 분석과 시사점 / 임태훈 · 이동은 · 편주현
- 14-04 주요 통화대비 원화 환율 변동이 우리나라 수출 경쟁력에 미치는 영향 / 윤덕룡 · 김수빈 · 강삼모
- 14-05 한국의 FTA 10년 평가와 향후 정책방향 / 김영귀 · 금혜윤 · 유새별 · 김양희 · 김한성
- 14-06 포스트 발리 DDA 협상의 전개방향 분석과 한국의 협상대책 / 서진교 · 김민성 · 송백훈 · 이창수
- 14-07 TPP 주요국 투자 및 서비스 장벽 분석: 기체결 협정문 및 양허 분석을 중심으로 / 김종덕 · 강준구 · 엄준현 · 이주미
- 14-08 국내 R&D 투자가 수출 및 해외직접투자에 미치는 영향: 생산성 변화를 중심으로 / 이승래 · 김혁황 · 이준원 · 박지현
- 14-09 무역구제조치가 수출입에 미치는 영향 분석: 반덤핑조치를 중심으로 / 이승래 · 박혜리 · 엄준현 · 선주연
- 14-10 해외 곡물 확보를 위한 한국의 대응방안 / 문진영 · 김윤옥 · 이민영 · 이성희
- 14-11 주요국의 중소기업 해외진출 지원전략과 시사점 / 김정곤 · 최보영 · 이보람 · 이민영
- 14-12 Post-2015 개발자원 확대 논의와 한국의 대응방안 / 정지원 · 권 울 · 정지선 · 이주영 · 송지혜 · 유애라
- 14-13 일본의 FTA 추진전략과 정책적 시사점 / 김규관 · 이형근 · 김은지 · 이신애

- 14-14 중국 국유기업의 개혁에 대한 평가 및 시사점 /  
문익준 · 최필수 · 나수엽 · 이호진 · 이장규 · 박민숙
- 14-15 중국 신흥도시의 소비시장 특성과 기업의 진출전략 /  
김부용 · 박진희 · 김홍원 · 이형근 · 최지원 · 張 博
- 14-16 중국의 문화 콘텐츠 발전현황과 지역별 협력방안 /  
노수연 · 정지현 · 장준구 · 오종혁 · 김홍원 · 이한나
- 14-17 동남아 해외송금의 개발효과 분석 /  
오윤아 · 이 용 · 김유미 · 박나리 · 신민금
- 14-18 동남아 주요국 노동시장의 환경변화와 우리나라의  
대응전략 / 곽성일 · 배찬권 · 정재완 · 이재호 · 신민이
- 14-19 인도의 FTA 확대가 한인도 교역에 미치는 영향 /  
이 용 · 조충제 · 최윤정 · 송영철 · 이정미
- 14-20 멕시코 경제환경 변화와 한·멕시코 경제협력 확대방안 /  
권기수 · 김진오 · 박미숙 · 이시은
- 14-21 미국의 제조업 경쟁력 강화정책과 정책 시사점 /  
김보민 · 한민수 · 김종혁 · 이성희 · 고희채
- 14-22 유럽 주요국의 산업경쟁력 제고정책과 시사점 /  
강유덕 · 이철원 · 오대현 · 이현진 · 김준엽
- 14-23 러시아의 극동·바이칼 지역 개발과 한국의 대응방안 /  
제성훈 · 민지영 · 강부균 · Sergey Lukonin
- 14-24 중동지역 산업 및 금융환경의 변화와 한·중동 금융협력  
방안 / 이권형 · 손성현 · 박재은
- 14-25 적정기술 활용을 통한 대(對)아프리카 개발협력  
효율화방안 / 박영호 · 김예진 · 장종문 · 권유경

■ 2013년

- 13-01 동아시아의 가치사슬구조와 역내국간 FTA의 경제적 효과 분석 / 최낙균 · 김영귀
- 13-02 글로벌 유동성 확대가 세계경제에 미치는 영향과 정책 대응 / 이동은 · 양다영 · 강은정 · 박영준
- 13-03 개방경제하에서의 소득분위별 후생수준 변화 / 정 철 · 이준원 · 김봉근 · 전영준
- 13-04 금융개방의 경제적 효과와 과제 / 윤덕룡 · 송치영 · 김태준 · 문우식 · 유재원 · 채희율
- 13-05 FTA의 경제적 효과 추정 방법론 개선에 관한 연구 / 김영귀 · 배찬권 · 금혜윤
- 13-06 DDA 협상 조기수확 패키지의 경제적 효과분석과 정책 대응 / 서진교 · 오수현 · 박지현 · 김민성 · 이창수
- 13-07 금융통합이 금융위기에 미치는 영향 / 이동은 · 강은정 · 편주현 · 안지연
- 13-08 무역 및 투자 개방이 한국의 FDI에 미치는 영향 / 김종덕 · 이승래 · 김혁황 · 강준구
- 13-09 대외개방이 국내 노동시장의 숙련구조에 미치는 영향 / 배찬권 · 선주연 · 김정근 · 이주미
- 13-10 국제 공유지의 효율적 활용을 위한 거버넌스 연구 / 문진영 · 김보민 · 이성희 · 김윤옥 · 홍이경 · 이민영
- 13-11 녹색기후기금(GCF)의 당면과제와 우리의 대응방안 / 정지원 · 서정민 · 문진영 · 송지혜
- 13-12 아·태 역내 생산 네트워크와 APEC 경제협력: 중간재 교역을 중심으로 / 정 철 · 박순찬 · 박인원 · 임경수
- 13-13 신북방 경제협력의 필요성과 추진방향 / 정여천 · 제성훈 · 강부균 · 최필수 · 김부용 · 김지연
- 13-14 중국의 동북지역 개발과 신북방 경제협력의 여건 / 문익준 · 이혁구 · 전재욱
- 13-15 러시아 극동·바이칼 지역의 개발과 신북방 경제협력의 여건 / 조영관 · 엄구호 · 강명구
- 13-16 중국의 정치경제 변화에 따른 북한경제의 진로와 남북경협의 방향 / 정형근 · 이유진 · 안병민

- 13-17 중국의 중장기 경제개혁 과제와 전망 /  
양평섭 · 나수엽 · 남수중 · 이상훈 · 이혁구 · 유호림 · 조현준  
· 최의현 · 장영석
- 13-18 중국의 녹색성장 전략과 한·중 무역에 대한 시사점 /  
문익준 · 정지현 · 나수엽 · 박현정 · 이효진
- 13-19 중국의 신흥시장 진출과 한국의 대응방안:  
동남아, 중남미, 아프리카를 중심으로 /  
최필수 · 박영호 · 권기수 · 정재완 · 이효진
- 13-20 중국의 채권·외환시장 변화가 우리나라에 미치는 영향 /  
문익준 · 양다영 · 허 인
- 13-21 중국 권역별·성별 내수시장 특성과 진출전략 /  
양평섭 · 정지현 · 노수연 · 김부용 · 박현정 · 임민경 ·  
오종혁 · 김홍원 · 박진희 · 이상희
- 13-22 동남아 주요 신흥국가와의 산업협력 강화전략 /  
김태윤 · 정재완 · 이재호 · 신민균 · 박나리 · 김유미
- 13-23 일본 재정의 지속가능성과 재정규율에 관한 연구 /  
김규관 · 이형근 · 김은지 · 서영경
- 13-24 유럽의 사례를 통해 본 복지와 성장의 조화방안 연구 /  
강유덕 · 오대현 · 이철원 · 이현진 · 김준엽
- 13-25 인도의 경제개혁 이후 노동시장의 변화와 시사점 /  
이 용 · 송영철 · 초충제 · 최윤정
- 13-26 MENA 지역의 보건의료산업 동향 및 국내 산업과의  
연계방안 / 이권형 ·곽성일 · 박재은 · 손성현
- 13-27 해외 정책금융기관 활용을 통한 아프리카 건설·플랜트  
시장진출 방안 / 박영호 · 장종문 · 전해린 · 김영기
- 13-28 중남미 다국적기업을 활용한 대중남미 경제협력  
확대방안 / 권기수 · 김진오 · 박미숙 · 이시은 · 임태균

■ 2012년

- 12-01 무역이 고용 및 부가가치에 미치는 영향 분석과 정책 시사점 / 최낙균 · 한진희
- 12-02 DDA 협상 지연의 요인 분석과 국제적 대응방안 / 김준동 · 서진교 · 송백훈 · 안덕근
- 12-03 한국 기발효 FTA의 경제적 효과 분석 / 배찬권 · 김정근 · 금혜윤 · 장용준
- 12-04 무역자유화 효과의 실증분석과 정책 대응: 소비자후생을 중심으로 / 서진교 · 정 철 · 이준원 · 정윤선
- 12-05 경제개방과 R&D 정책의 상호작용에 대한 평가와 시사점 / 김영귀 · 김종덕 · 강준구 · 김혁황
- 12-06 저탄소 녹색성장정책과 다자무역규범 간의 조화: 주요 쟁점과 정책 시사점 / Sherzod Shadikhodjaev · 서정민 · 김민성 · 이재형
- 12-07 신기후변화체제하에서 한국의 대응전략: 새로운 감축-지원 통합 메커니즘의 모색 / 서정민 · 정지원 · 박혜리 · 조명환
- 12-08 국가 채무가 국가 신용도에 미치는 영향 분석 / 허 인 · 안지연 · 양다영
- 12-09 글로벌 금융위기 이후 주요국 거시금융 정책의 평가와 시사점 / 이동은 · 편주현 · 양다영
- 12-10 금융시장을 통한 효율적 환헷지 방안과 정책적 시사점 / 윤덕룡 · 박은선 · 강삼모
- 12-11 대규모 외부충격(disasters)이 거시경제 및 금융시장에 미치는 영향 / 안지연 · 이동은 · 박영준 · 강은정
- 12-12 유럽 재정위기의 원인과 유로존의 개혁과제 / 강유덕 · 김균태 · 오태현 · 이철원 · 이현진
- 12-13 한·중·일 경제협약체 구상 / 이창재 · 방호경 · 나승권 · 이보람
- 12-14 최빈개도국 개발과제와 한국의 ODA 정책방향 / 권 율 · 정지원 · 정지선 · 이주영
- 12-15 G2 시대 일본의 대중(對中) 경제협력 현황과 시사점 / 김규관 · 이형근 · 김은지

- 12-16 중국 도시화의 시장 창출 효과와 리스크 분석 /  
최필수 · 이상훈 · 문익준 · 나수엽
- 12-17 중국기업 연구개발 투자의 특징과 시사점 /  
문익준 · 박민숙 · 나수엽 · 여지나 · 은종학
- 12-18 중국 · 대만 · 홍콩의 경제통합과 정책적 시사점 /  
이승신 · 양평섭 · 문익준 · 노수연 · 정지현 · 여지나
- 12-19 러시아의 해외직접투자 패턴과 한국의 투자 유치  
확대방안 / 이재영 · 이성봉 · Alexey Kuznetsov · 민지영
- 12-20 한국의 메콩 지역개발 중장기 협력방안: 농업, 인프라 및  
인적자원개발을 중심으로 /  
김태윤 · 정재완 · 이재호 · 신민금 · 박나리
- 12-21 동남아 주요 국가들의 인력송출 현황과 한국의 대응방안 /  
오윤아 · 허재준 · 강대창 · 김유미 · 신민금
- 12-22 아시아 주요국의 대인도 경제협력 현황과 시사점 /  
조충제 · 송영철 · 최윤정 · 이 용 · 정혜원
- 12-23 안데스 자원부국과의 경제협력 확대 방안:  
베네수엘라, 에콰도르, 볼리비아를 중심으로 /  
권기수 · 김진오 · 박미숙 · 이시은
- 12-24 중동지역 정세변화에 따른 대중동 新경제협력 방안 모색 /  
한바란 · 최필수 · 윤서영 · 손성현 · 박재은 · 전해린 · 이시욱
- 12-25 아프리카 건설 · 플랜트 시장특성 분석 및 한국의  
진출방안 / 박영호 ·곽성일 · 전해린 · 장종문
- 12-26 북한의 시장화 현황과 경제체제의 변화 전망 /  
정형근 · 김병연 · 이 석
- 12-27 글로벌 금융위기 이후 미국경제의 진로모색과 시사점 /  
박복영 · 김중혁 · 고희채 · 박경로
- 12-28 글로벌 금융위기 이후 일본경제의 진로모색과 시사점 /  
정성춘 · 김규관 · 이형근 · 김은지 · 이우광
- 12-29 글로벌 금융위기 이후 EU 금융감독 및 규제변화 /  
강유덕 · 김균태 · 오태현 · 이철원 · 이현진 · 채희울

■ 2011년

- 11-01 미국·캐나다의 녹색성장 전략과 시사점 /  
교회재·이준규·오민아·이보람
- 11-02 동북아 경제협력에서 동아시아 경제통합까지:  
동아시아 시대를 향하여 / 이창재·방호경
- 11-03 신국제통화체제: 필요성 및 대안 분석 /  
윤덕룡·오승환·백승관
- 11-04 국제금융에서 중국의 위상 변화와 시사점 /  
박복영·오승환·정용승·박영준
- 11-05 대외 위험요인 진단과 거시경제효과 분석 /  
이동은·장은정·박영준
- 11-06 국제 단기자본 규제 효과 분석 및 시사점 /  
허 인·안지연·양다영
- 11-07 글로벌 금융위기 이후 국제경제환경의 변화와 한국의  
대외경제정책 방향(1, 2권) / 박복영 편
- 11-08 동아시아 발전모델의 평가와 향후 과제: 영·미  
모델과의 비교를 중심으로 /  
조종화·박영준·이형근·양다영
- 11-09 국제곡물가격의 변동성 요인분석과 한국의 정책적 대응 /  
서진교·이준원·김한호
- 11-10 한·EU FTA 이후 대EU 통상정책의 방향과 전략 /  
강유덕·이철원·이현진·오현정
- 11-11 한국의 일반특혜관세제도(GSP) 도입 추진 방향 /  
조미진·김영귀·박지현·강준하
- 11-12 개방화 효과 극대화를 위한 경쟁구조에 대한 연구 /  
김영귀·박혜리·금혜윤
- 11-13 한국의 중간재 교역 결정요인과 생산성 파급효과에 관한  
연구 / 김영귀·강준구·김혁황·현혜정
- 11-14 무역상 기술장벽(TBT)이 무역에 미치는 영향과 정책적  
대응방안 / 장용준·서정민·김민성·양주영
- 11-15 글로벌시대의 보호무역에 대한 경제적 비용분석과 정책  
시사점 / 최낙균·김정근·박순찬
- 11-16 APEC 경제통합과 원산지규정: 경제적 효과와 APEC의  
협력 과제 / 김상겸·박인원·박순찬·임경수

- 11-17 국제사회의 남남협력 현황과 우리의 추진방안 / 권 울 · 정지선 · 박수경 · 이주영
- 11-18 일본 제조업의 경쟁력 실태분석과 시사점 / 김규관 · 이형근 · 김은지
- 11-19 한·중·일 서비스산업 직접투자 현황과 역내협력 활성화 방안 / 정형곤 · 방호경 · 나승권 · 윤미경
- 11-20 중국의 보조금 현황과 주요국의 대응사례 연구 / 박월라 · Sherzod Shadikhodjaev · 나수엽 · 여지나 · 마 광
- 11-21 북한의 투자유치정책 변화와 남북 경험 방향 / 정형곤 · 김지연 · 이종원 · 홍익표
- 11-22 베트남 및 인도네시아 진출 한국기업의 경영실태와 생산성 분석 / 김태윤 · 이재호 · 정재완 · 백유진 · 강대창
- 11-23 세계 주요국의 아프리카 진출 전략 및 시사점 / 박영호 · 전해린 · 김성남 · 김민희
- 11-24 브라질 경제의 부상과 한·브라질 산업협력 확대 방안 / 권기수 · 김진오 · 박미숙 · 교회체
- 11-25 인도 주별 성장패턴 전망과 정책 시사점 / 조충제 · 최윤정 · 송영철
- 11-26 CIS의 경제통합 추진현황과 정책 시사점: 관세동맹을 중심으로 / 이재영Sherzod Shadikhodjaev · 박순찬 · 황지영
- 11-27 대중국 경제협력 및 무역투자 활성화 방안: 내수시장 진출과 투자 활성화를 중심으로 / 이승신 · 최필수 · 김부용 · 여지나 · 박민숙 · 임민경
- 11-28 인도진출 한국기업 경영실태 및 성과분석 / 조충제 · 최윤정 · 송영철 · 손승호
- 11-29 한국·인도네시아 중장기 경제협력 방안 연구: 지역개발과 인적자원을 중심으로 / 강대창 · 김규관 · 오윤아 · 이재호 · 신민금 · Siwage Dharma Negara · Latif Adam
- 11-30 남미공동시장(MERCOSUR) 20년 평가와 시사점 / 김진오 · 권기수 · 교회체 · 박미숙 · 김형주
- 11-31 중동 노동시장 현황 및 우리의 대응: 사우디아라비아와 UAE를 중심으로 / 한바란 · 윤서영 · 박광순

## 임태훈(林台勳)

고려대학교 경제학과 졸업  
미국 Cornell University 경제학 박사  
대외경제정책연구원 국제거시금융실 국제금융팀 부연구위원  
(現, E-mail: thlim@kiep.go.kr)

### 저서 및 논문

“How Important are Foreign Ownership Linkages for International Stock Returns?”  
(공저, *The Review of Financial Studies*, forthcoming)  
“Trade Linkage and Cross-country Stock Return Predictability”(2014) 외

## 이동은(李東垠)

고려대학교 경제학과 졸업  
미국 Indiana University-Bloomington 경제학 박사  
(前) 대외경제정책연구원(KIEP) 국제거시팀 팀장 / 연구위원  
명지대학교 경제학과 조교수  
(現 E-mail: derhee@gmail.com)

### 저서 및 논문

“Nonlinear Effects of Government Debt on Private Consumption: Evidence from OECD Countries”(공저, *Economics Letters*, 121, pp. 504-507, 2013)  
“Information and Capital Flows Revisited: the Internet as a Determinant of Transactions in Financial Assets”(공저, *Economic Modelling*, 40, 191-198, 2014)

## 편주현(片周弦)

고려대학교 경제학과 졸업  
미국 University of California, Davis 경제학 박사  
고려대학교 경영대학 국제경영학과 조교수  
(現, E-mail: jhpyun@korea.ac.kr)

### 저서 및 논문

- 『글로벌 금융위기 이후 주요국 거시금융 정책의 평가와 시사점』(공저, 2012)  
대외경제정책연구원 2012  
『금융통합이 금융위기에 미치는 영향』(공저, 2013) 외

연구보고서 14-03

## 글로벌 금융위기 이후 국가간 자금흐름 분석과 시사점

---

2014년 12월 26일 인쇄  
2014년 12월 30일 발행

**발행인 이일형**

**발행처** 대외경제정책연구원

339-007 세종특별자치시 시청대로 370

세종국책연구단지 경제정책동

전화: 044-414-1114 FAX: 044-414-1122, 1199

**인쇄** 오름시스템(주) 전화 02-2273-7011

**등록** 1990년 11월 7일 제16-375호

---

ISBN 978-89-322-1506-8 94320      정가 7,000원  
978-89-322-1072-8 (세트)

# KIEP 발간자료회원제 안내

- 본 연구원에서는 본원의 연구성과에 관심있는 專家, 企業 및 一般에 보다 개방적이고 효율적으로 연구 내용을 전달하기 위하여 「발간자료회원제」를 실시하고 있습니다.
- 발간자료회원으로 가입하시면 본 연구원에서 발간하는 모든 보고서 및 세미나자료 등을 대폭 할인된 가격으로 신속하게 구입하실 수 있습니다.

## ■ 회원 종류 및 연회비

회원종류	배포자료	연간회비		
		기관회원	개인회원	연구자회원*
S	외부배포 발간물 일체	30만원	20만원	10만원
A	Journal of East Asian Economic Integration	8만원		4만원

\* 연구자 회원: 교수, 연구원, 학생, 전문가풀 회원

## ■ 가입방법

우편 또는 FAX 이용하여 가입신청서 송부 (수시접수)  
 339-007 세종특별자치시 시청대로 370 세종국책연구단지 경제정책동  
 대외경제정책연구원 지식정보실 출판팀  
 연회비 납부 문의전화: 044) 414-1179 FAX: 044) 414-1144  
 E-mail: sklee@kiep.go.kr

## ■ 회원특권 및 유효기간

- S기관회원의 특전: 본 연구원 해외사무소(美 KIEI) 발간자료 등 제공
- 자료가 출판되는 즉시 우편으로 회원에게 보급됩니다.
- 모든 회원은 회원가입기간 동안 가격인상에 관계없이 신청하신 종류의 자료를 받아보실 수 있습니다.
- 본 연구원이 주최하는 국제세미나 및 정책토론회에 무료로 참여하실 수 있습니다.
- 연회원기간은 加入月로부터 다음해 加入月까지입니다.

# KIEP 발간자료회원제 가입신청서

기관명 (성명)	(한글)	(한문)
	(영문: 약호 포함)	
대표자		
발간물 수령주소	우편번호	
담당자 연락처	전화 FAX	E-mail :
회원소개 (간략히)		
사업자 등록번호	종목	

회원분류 (해당난에  표시를 하여 주십시오)

기관회원 <input type="checkbox"/>	S 발간물일체	A 계간지
개인회원 <input type="checkbox"/>		
연구자회원 <input type="checkbox"/>		

\* 회원번호

\* 갱신통보사항

(\* 는 기재하지 마십시오)

## 특기사항

# Cross-border Fund Flow after 2008 Financial Crisis

Tae-Hoon Lim, Dong-Eun Lee, and Ju Hyun Pyun

2000년대 이후 선진 경제권을 중심으로 국제자본시장의 통합이 가속화되면서 국가간 자본의 이동 규모도 빠른 속도로 증가하였고, 국제자본이 경제에 미치는 영향력 역시 중요해졌다. 특히 위기 이후 지속되었던 초저금리 정책이 정상화되면서 국제자본시장은 어떻게 변화하게 될지 학자를 비롯한 정책당국자들의 지대한 관심을 받고 있다. 본 연구는 급변해온 국제금융환경에 맞춰 변화한 국제자본이동의 양상을 분석하고, 이에 대한 이해를 높이려는 목적의식을 가지고 미시·거시적 실증분석을 통해 글로벌 금융위기 이후 국제자본이동의 변화를 다양한 측면에서 분석하였으며, 이를 종합하여 앞으로 선진국 통화정책 기초의 변화와 국제금융시장 변동성의 변화에 따라 향후 국제 자본이동의 양상에 대한 시사점을 도출하고자 한다.

**KIEP** 대외경제정책연구원  
Korea Institute for International Economic Policy

339-007 세종특별자치시 시청대로 370  
세종국책연구단지 경제정책동  
T.044-414-1114 F.044-414-1122, 1199  
<http://www.kiep.go.kr>

9 788932 215068 94320  
978-89-322-1506-8  
978-89-322-1072-8(세트)

정가 7,000원