

금융통합이 금융위기에 미치는 영향

이동은 대외경제정책연구원 국제경제실
국제거시팀 팀장
derhee@kiep.go.kr

편주현 고려대학교 경영대학 조교수
jhpyun@korea.ac.kr

안지연 경희대학교 국제학부 조교수
ja256@khu.ac.kr

강은정 대외경제정책연구원 국제경제실
국제금융팀 연구원
ejkang@kiep.go.kr



1. 연구의 배경 및 목적

- 2000년 이후 국제적인 자본이동이 급속도로 늘어나면서 전 세계 금융시장의 통합이 가속화¹⁾하였으며, 금융통합(financial integration)의 긍정적인 측면이 주목을 받아왔음.
 - 그동안 금융통합은 위기로 인한 실물경제의 충격을 분산시키는 긍정적인 역할을 하는 것으로 논의되어 왔음.
 - Baele *et al.*(2004)에 따르면 금융통합은 위험 분담, 자본 분배, 경제 성장의 관점에서 긍정적인 역할을 함.
 - 이러한 측면에서 아시아 국가는 지난 1997년 아시아 외환위기를 겪고 난 이후 취약한 자본확충 구조를 보완하기 위해 역내 금융협력 및 금융통합을 추진하였음.
- 그런데 지난 글로벌 금융위기 이후 금융통합이 실물경제의 충격을 흡수하기보다는 전이(contagion)시키는 역기능이 있다는 문제가 제기되고 있음.
 - 지난 2008년 미국발 글로벌 금융위기로 인해 미국뿐 아니라 전 세계 많은 국가의 성장률이 함께 감소한 것으로 나타났음.
 - 전 세계적으로 무역 및 금융거래 규모가 급격히 증가하면서 한 국가의 경제위기는 단순히 국내 위기에 그치지 않고 역외로 파급될 수 있음.
 - 이러한 글로벌 금융위기의 사례로 인해 금융통합의 실효성에 대한 문제가 제기되기 시작하였음.
- 따라서 금융통합이 금융위기의 실물경기 전이에 미치는 영향에 대한 분석이 필요함.
 - 지난 글로벌 금융위기 사례를 통하여 미국발 충격이 다른 국가의 실물경기로 전이될 때 미국과의 금융통합 정도가 위기의 충격을 실물경기에 전이시키는지 혹은 흡수하는지를 분석하고자 함.
 - 이를 통해 향후 발생가능한 금융위기에 대한 정책적 대응방안을 모색할 수 있음.

1) Lane and Milesi-Ferretti(2007).

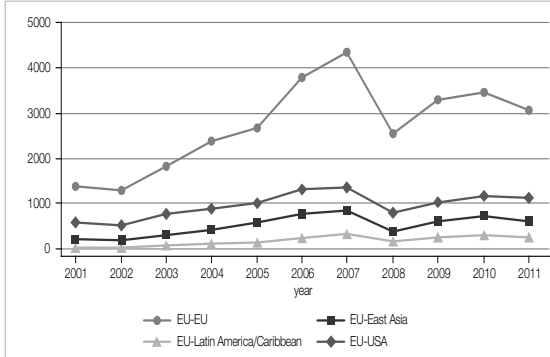
2. 조사 및 분석 결과

1) 금융통합의 개념 및 현황

- 금융통합은 광의의 개념에서 국가간 혹은 지역간 복수의 금융시장이 동태적으로 연결되면서 금융연계성이 확대되는 현상으로 정의할 수 있음.
 - 협의의 개념으로 금융통합은 i) 금융시장에서 동일한 제도가 적용되고, ii) 금융시장의 거래 및 접근 비용이 동일하여 투자자들의 접근성이 동일하며, iii) 금융시장에서 거래할 때 동일한 대우를 받는 것으로 정의됨(Baele *et al.* 2004).
 - 이러한 측면에서 유럽의 통화통합은 협의의 개념에 포함되며, 동아시아 금융통합은 광의의 개념에 해당함.
- 본 연구에서는 IMF의 Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS) 데이터를 바탕으로 거래량 기준 금융통합 지표를 활용하여 지역별 금융통합 추이를 살펴봄.
 - 거래량 기준 지표는 대부분 시장별로 국가간 금융자산의 거래량으로 측정되며, 국가간 자산 거래량을 각국 국내총생산(GDP)의 합이나 총자산 거래량으로 나누어 표준화한 지표임.²⁾
 - 거래량 기준 지표는 금융시장간의 거래 및 정보비용 감소를 통한 양적인 금융거래의 증가를 측정할 수 있다는 장점이 있음.
 - 다만 거래량 기준 지표는 거래량의 증가가 반드시 두 금융시장이 통합되어 근접한 체도와 규모를 보유한 다고 결론을 내리기에는 한계가 있음.
- 유럽 국가는 역내 주식·채권에 대한 투자가 높게 나타났으나, 아시아 국가는 미국, 유럽 등 선진국에 대한 투자가 높게 나타났음.
 - 주식자산 보유 현황을 살펴본 결과 유럽 국가는 역내 주식자산 보유량이 다른 지역에 비해 약 20배 까지 높게 나타난 데 반해, 아시아 국가는 역내보다 선진국에 대한 투자가 더 높게 나타났음.
 - 장기채권의 보유 현황도 유럽은 역내, 동아시아는 선진국에 대한 투자가 높게 나타났음.
 - 특히 동아시아의 역내 채권투자가 현저히 낮은 것으로 나타났는데, 이는 아시아 신흥국의 낮은 신용등급과(Forbes 2010), 역내 통화가 기축통화로 통용되지 않는 채권시장의 통화 불일치 문제(Eichengreen, Hausmann and Panizza, 2002) 등이 원인인 것으로 해석할 수 있음.

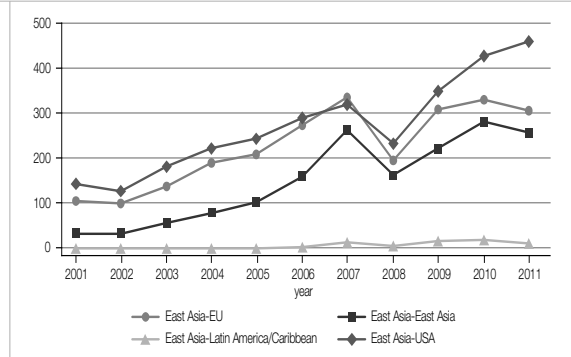
2) $FI_{i,j,t} = \frac{Assets_{i,j,t} + Liabilities_{i,j,t}}{GDP_{i,t} + GDP_{j,t}}$

[그림 1] EU 27개국의 역내·외 주식 자산 보유 (단위: 십억 달러)



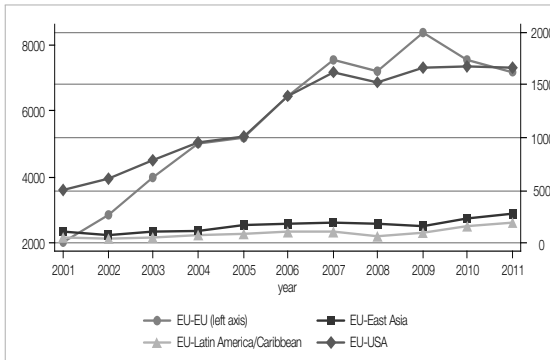
자료: IMF의 CPIS 자료를 활용하여 저자 작성.

[그림 2] 동아시아 국가의 역내·외 주식 자산 보유 (단위: 십억 달러)



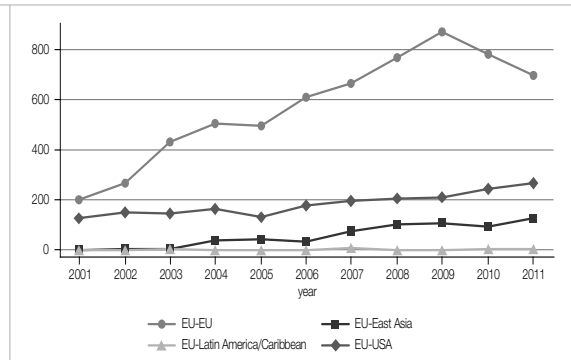
주: 동아시아 국가는 ASEAN+3 국가와 홍콩, 대만을 포함함.
자료: IMF의 CPIS 자료를 활용하여 저자 작성.

[그림 3] EU 27개국의 역내·외 장기채권 보유 (단위: 십억 달러)



자료: IMF의 CPIS 자료를 활용하여 저자 작성.

[그림 4] 동아시아 국가의 역내·외 장기채권 보유 (단위: 십억 달러)



주: 동아시아 국가는 ASEAN+3 국가와 홍콩, 대만을 포함함.
자료: IMF의 CPIS 자료를 활용하여 저자 작성.

● 글로벌 금융위기에 따른 변동성은 주식시장보다 채권시장이 낮은 것으로 나타남.

- 미국발 글로벌 금융위기의 여파로 유럽과 아시아의 해외 주식자산 보유량이 급감하였다가 유럽은 2009년 말에 재조정된 유럽 재정위기로 인해 증가세가 꺾여 위기 이전 수준을 회복하지 못하였으나, 아시아는 대부분 위기 이전 수준을 회복하였음.
- 한편 장기 채권시장은 주식시장보다 글로벌 금융위기의 영향을 크게 받지 않은 것으로 나타남.
 - 장기 채권시장에서 각 지역의 미국에 대한 투자가 글로벌 금융위기의 영향을 크게 받지 않은 것으로 나타났는데, 이는 미국발 금융위기가 확산되면서 안전자산 선호현상으로 인해 미국 재무부 장기채권에 대한 투자가 늘어난 것으로 보임(Noeth and Senguta, 2010).

2) 금융통합이 금융위기의 전이에 미치는 영향 분석

- [금융시장 유형별] 미국(위기진원국)과의 주식시장 통합정도가 높을수록 미국의 부정적인 충격이 전이 되는 것으로 나타나는 데 반해 미국과의 채권시장 통합정도가 높을수록 충격의 전이 정도가 작아지는 것으로 나타남.
 - Davis(2012)에 따르면 주식과 해외직접투자의 통합은 부의효과(wealth effect)를 가져오면서 경기변동을 비대칭적으로 만드는 반면, 채권시장의 통합은 채권을 발행하는 은행의 대차대조표 효과(balance sheet effect)를 통해 경기변동을 동조화시킴.
 - 실증분석 결과에 따르면 미국과 주식시장의 통합정도가 높을수록 미국의 부정적인 충격이 미국과의 경기변동 동조성을 높이지만, 미국과 채권시장의 통합이 높은 국가에서는 오히려 경기변동 동조성을 낮추는 것으로 나타남.
 - [부표 1]에서 주식시장과 위기더미의 상호작용항의 계수는 양(+)으로 유의하였으며, 채권시장과 위기변수의 상호작용항의 계수는 음(-)으로 유의하였음.
- [자산보유 형태] 주식시장은 Liabilities 채널을 통해 위기 전이가 가속화하는 데 반해, 채권시장은 Assets 채널을 통해 위기 전이가 작아지는 것으로 나타남.
 - 기존의 금융통합 지표는 내국인의 해외자산 보유(Assets)와 외국인의 국내자산 보유(Liabilities)의 합으로 이루어져 있어 자산보유 형태에 따른 금융위기의 전이효과를 살펴보는 데 한계가 있음.
 - 국가마다 내국인의 해외자산 보유와 외국인의 국내자산 보유가 대칭적으로 이루어져 있지는 않으므로 이를 고려하여 분석할 필요가 있음.
 - 일례로 주식시장의 경우 노르웨이, 뉴질랜드 등은 내국인의 미국자산 보유 비중이 높은 데 반해, 한국을 포함한 많은 국가들은 미국인의 국내자산 보유가 더 높게 나타남.
 - 금융위기 동안 미국인이 국내주식을 더 많이 보유할수록 경기변동 동조성을 높이지만, 자국민이 미국채권을 더 많이 보유할수록 경기변동 동조성을 낮추는 것으로 나타남.
 - [부표 2]에서 주식시장의 경우에는 외국인의 국내자산 보유(Liabilities)와 위기더미의 상호작용항의 계수가 양(+)으로 유의하였으며, 채권시장의 경우에는 자국민의 해외자산 보유(Assets)와 위기더미의 상호작용항의 계수가 음(-)으로 유의하였음.
- [경제 펀더멘털] 금융통합 정도 이외에 국가의 경제 펀더멘털도 금융위기의 전이에 영향을 미치는 것으로 나타남.
 - Bakaert *et al.*(2012)의 경종가설(wake-up call hypothesis)에 따르면 금융위기의 전이는 위기 발생국과의 경제적 관계(금융 및 무역 통합정도 등)보다는 각국의 금융시장 개방도, 펀더멘털, 과거 금융위기의 경험, 제도적 금융통합(swaps 여부) 등에 따라 결정됨.

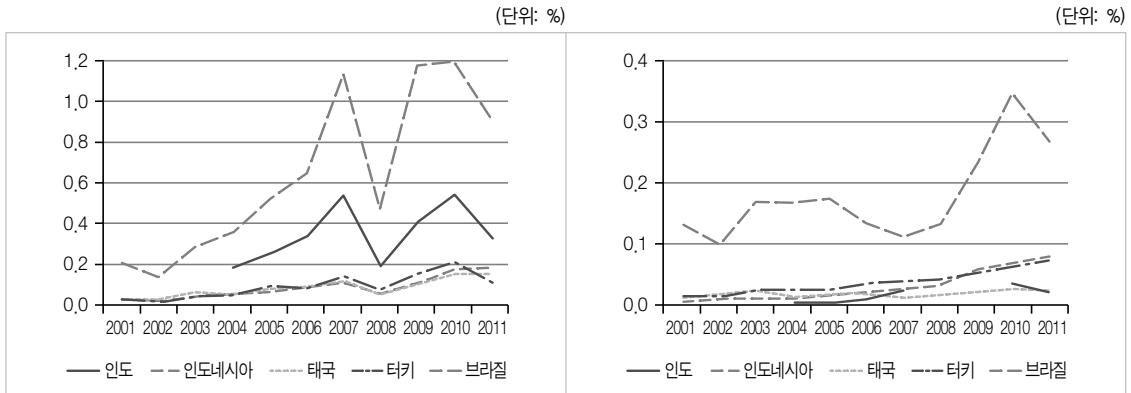
- 이에 따라 본 연구에서는 금융통합 이외에 국가 펀더멘털을 반영하는 경상수지, 외환보유고, 국가 신용등급, 외채 등의 관련 변수들을 추가하여 분석하였음.
- 분석결과에 따르면 외환보유고가 높을수록, 금융시장 개방도가 높을수록, 외채의 비중이 낮을수록 미국과의 경기변동 동조성이 낮아지는 것으로 나타남.
 - [부표 3]에서 외환보유고 비중과 금융개방도지수는 위기더미와의 상호작용항이 음(-)으로 유의하였으며, 외채비중과 위기더미의 상호작용항은 양(+)으로 유의하게 나타남.

3. 정책적 시사점

1) 미국 양적완화 축소로 인한 금융불안에 대한 시사점

- 최근 미국의 경제상황이 개선되면서 양적완화정책 규모가 축소될 가능성이 높아짐에 따라 국제금융시장에 혼란을 초래하였으며, 특히 신흥개도국의 금융불안을 초래하였음.
 - 최근 미국 고용지표가 개선되는 등 미국경제가 글로벌 금융위기의 충격에서 벗어나 점진적인 회복세를 보이면서 출구전략 시행에 대한 논의가 진행되고 있음.
 - 미 연준(Fed)의 양적완화 축소/중단 발언에 의해 미국의 주가지수가 하락하고 국채 이자율이 상승했을 뿐 아니라 국제금융시장에 큰 혼란을 가져왔음.
 - 이러한 미국의 통화정책 기조 변화는 미국보다 오히려 신흥개도국의 금융시장에 더 큰 불안을 초래하였음.
 - 인도, 인도네시아, 태국, 터키, 브라질 등의 신흥개도국은 외국인 투자자금이 급유출되면서 큰 폭의 환율 평가절하, 주가 폭락, 금리 상승 등의 금융불안이 확산되었음.
- 이는 금융위기가 전이되는 데 있어서 금융통합의 정도와 함께 각국의 경제 펀더멘털도 중요하다는 것을 시사함.
 - 미국 주식시장과의 통합정도가 높은 브라질, 인도와 미국 채권시장과의 통합정도가 낮은 인도, 터키, 브라질, 인도네시아 등이 미국발 금융불안에 크게 노출되었음을 알 수 있음(그림 5, 6 참고).
 - ※ 본 연구의 분석결과에 따르면 미국 주식시장과의 통합정도가 높을수록, 채권시장과의 통합정도가 낮을수록 충격의 전이가 높은 것으로 나타났음.

[그림 5] 주요 신흥국의 미국 주식시장과의 통합 정도 [그림 6] 주요 신흥국의 미국 채권시장과의 통합 정도



자료: 저자 작성.

자료: 저자 작성.

[표 1] 양적완화 축소 논의의 영향을 받았던 신흥개도국의 주요 경제지표 (2012년)

분야	주요 경제지표	인도	인도네시아	태국	터키	브라질
거시경제 건전성	경제성장률(%)	3.8	6.2	6.5	2.2	0.9
	경상수지 적자(GDP 대비 %)	4.8	-2.7	0.7	-6.0	2.4
	재정수지 적자(GDP 대비 %)	-5.9	-0.1	-4.7	-2.1	2.5
대외채무 건전성	대외채무(십억 달러)	390	251	133.2	339	312.9
	단기채무(십억 달러)	96	43	60.6	101	32.6
	장기채무(십억 달러)	294	208	72.6	238.1	280.3
	외환보유액(십억 달러)	292	108.8	173.3	100.3	378.6
금융시장 건전성	신용등급 ¹⁾	Baa3	Baa3	Baa1	Ba1	Baa2
	CDS프리미엄(bp) ²⁾	-	124.0	87.3	127.0	108.4

주: 1) Moody's, 2012년 말 기준 2) 연말 자료.

자료: 각국 중앙은행, 통계청, Bloomberg.

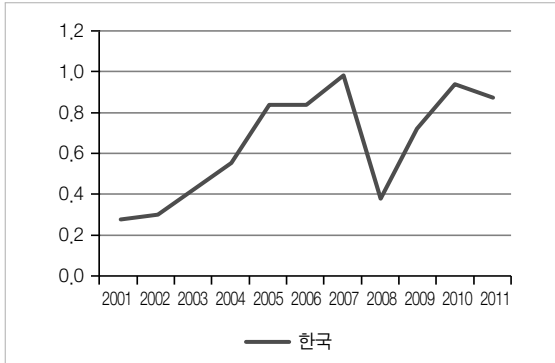
- 또한 금융불안이 초래된 신흥개도국은 큰 폭의 경상수지 적자의 지속(인도, 인도네시아, 터키), 큰 폭의 재정수지 적자(인도, 태국, 터키), 그동안의 고성장 기조에서 저성장 기조로의 전환(인도, 터키, 브라질), 낮은 신용등급 등 경제 펀더멘털도 취약하여 위기가 전이되기 쉬움(표 1 참고).
- 미국의 양적완화 축소가 시작된다면 미국과의 금융통합 정도가 높고 경제 펀더멘털이 취약한 신흥개도국을 중심으로 금융불안이 재현될 가능성이 높으므로, 이들 국가에 대한 모니터링을 강화해야 함.

[그림 7] 우리나라의 미국 주식시장과의 통합 정도

[그림 8] 우리나라의 미국 채권시장과의 통합 정도

(단위: %)

(단위: %)



자료: 저자 작성.

자료: 저자 작성.

[표 2] 시기별 우리나라의 주요 경제지표

주요 경제지표		외환위기 전후			글로벌 금융위기 전후			최근		
		1996	1997	1998	2007	2008	2009	2010	2011	2012
거시 경제 건전성	경제성장률(%)	7.2	5.8	-5.7	5.1	2.3	0.3	6.3	3.7	2.0
	경상수지(GDP 대비 %)	-3.6	-1.2	6.6	1.7	0.2	2.5	2.1	1.8	2.8
	관리재정수지(GDP 대비 %)	-0.9	-2.6	-5.1	0.7	-1.1	-4.1	-1.1	-1.1	-1.4
대외 채무 건전성	대외채무(십억 달러)	150.9	167.3	155.5	333.4	317.4	345.7	359.8	398.7	413.6
	단기채무(십억 달러)	75.9	63.8	39.6	160.2	149.9	149.2	139.8	137.4	126.8
	장기채무(십억 달러)	75.0	103.5	115.9	173.2	167.5	196.5	220.2	261.4	286.8
	외환보유액(십억 달러)	33.2	20.4	52.0	262.2	201.2	270.0	291.6	306.4	327.0
	단기외채/총외채(%)	50.3	38.1	25.5	48.1	47.2	43.2	38.8	34.5	30.7
	단기외채/외환보유액(%)	228.3	312.5	76.1	61.1	74.5	55.3	47.9	44.8	38.8
금융 건전성	신용등급	A1	Baa3	Ba1	A2	A2	A2	A1	A1	Aa3
	CDS 프리미엄(bp)	-	-	-	45.3	333.0	87.2	95.6	169.4	63.5
	BIS 자기자본비율(%)	-	-	-	11.95	12.73	14.56	14.63	14.27	14.81
	고정이하여신비율(%)	-	-	-	0.73	1.16	1.17	1.85	1.28	1.28
	외화유동성비율(%)	-	-	-	98.7	97.7	104.5	97.1	102.4	107.4
기업 건전성	부채비율(전산업, %)	335.6	424.6	336.4	114.9	129.8	158.7	150.1	152.7	-
	자기자본순이익률(제조업, %)	2.0	-4.2	-15.9	11.1	6.1	10.2	13.91	9.8	-
가계 건전성	부채비율(가처분소득대비 %)	-	-	-	78.8	80.6	83.7	82.6	85.5	85.9
	가계신용(GDP 대비 %)	-	-	-	64.6	66.6	68.9	67.7	69.7	71.2

주: 1) Moody's, 연말 기준 2) 연말 자료.

자료: 국제금융센터, 금융감독원, 기획재정부, 무역협회, 한국은행, Bloomberg.

- 이러한 관점에서 우리나라는 금융불안이 야기된 신흥개도국과 달리 경제 펀더멘털이 강함.
 - 우리나라는 미국 금융시장(주식, 채권)과의 통합정도가 브라질과 비슷한 수준임(그림 5~그림 8 참고).
 - 그러나 우리경제는 안정된 물가수준에서 경상수지 흑자를 지속하고 있고, 건실한 수준의 재정을 유지하고 있으며, 높은 신용등급을 유지하는 등 경제 펀더멘털이 양호함(표 2 참고).
 - 따라서 신흥개도국과 달리 금융불안이 재현될 가능성이 낮음.

- 다만 가계부채가 위험요인으로 판단되므로 이에 대한 정책적 대응이 필요함.
 - 최근 우리나라의 가계부채는 1,158조 8,000억 원으로(2012년 기준) GDP 대비 91.1%에 달하는 수준임.
 - 가계부채 악화는 은행부문의 여신건전성 및 수익성을 악화시켜 금융불안을 야기할 가능성이 있으므로 이에 대한 적극적인 정책적 대응 노력이 필요함.
 - 또한 우리경제의 펀더멘털이 금융불안이 우려되는 신흥국과는 달리 양호하므로 외국인 투자자가 유사시 불안심리로 이탈을 하지 않도록 대내외 홍보를 강화할 필요도 있음.

2) 동아시아 금융협력에 대한 시사점

- 아시아 외환위기 이후 동아시아 국가들은 외환위기 재발방지를 위해 역내 금융시장을 육성하고 역내 금융협력을 강화하기 위한 노력을 기울여 왔음.
 - 위기발생 시 ASEAN+3 회원국간 단기 유동성 지원을 강화하는 치앙마이 이니셔티브 다자화(CMIM)를 추진하였음.
 - ASEAN+3 회원국의 채권시장 활성화를 통해 역내 투자를 활성화하는 아시아 채권시장 발전방안(ABMI)을 마련하였으며, 역내 채권시장 육성에 필요한 인프라도 구축하고 있음.

- 특히 아시아 채권시장 발전방안은 동아시아 회원국들의 위기 대응능력을 강화하고 위기취약국의 경제 펀더멘털을 강화하므로 이에 대한 지속적인 활성화 노력이 필요함.
 - 아시아 채권시장 발전방안은 동아시아 위기의 전이를 막을 수 있는 장치로서 기능할 뿐만 아니라 아시아 개발도상국의 투자를 활성화하여 경제 펀더멘털을 강화하는 역할도 수행할 수 있을 것임.
 - 특히 지난 1997년 아시아 외환위기 당시 어느 한 국가의 위기가 도미노식으로 인접한 동아시아 국가에 빠르게 전염되었던 경험으로 판단해볼 때, 취약한 동아시아 회원국의 경제 펀더멘털을 강화하는 것은 장기적인 관점에서 우리나라의 금융 안정성을 제고하는 데도 기여할 것임.

[참고문헌]

- Baele, Lieven, Annalisa Ferrando, Peter Hördahl, Elizaveta Krylova and Cyril Monnet. 2004. "Measuring Financial Integration in the Euro Area." ECB Occasional Paper Series, no. 14.
- Bekaert, Geert, Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher and Arnaud J. Mehl. 2012. "Global Crises and Equity Market Contagion." NBER Working Paper, no. 17121.
- Davis, J. Scott. 2012. "Financial Integration and International Business Cycle Co-movement: Wealth Effect vs. Balance Sheet Effects." Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper, no. 89. Federal Reserve Bank of Dallas.
- Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann and Ugo Panizza. 2002. "Original Sin: The Pain, the Mystery and the Road to Redemption." mimeo, Inter-American Development Bank.
- Forbes, Kristin J. 2010. "Why Do Foreigners Invest in the United States?" *Journal of International Economics*, Vol. 80, Issue 1, pp. 3-21.
- Lane, Philip R. and Gian-Maria Milesi-Ferretti. 2007. "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004." *Journal of International Economics*, Vol. 73, Issue 2, pp. 223-250.
- Noeth, Bryan J. and Rajdeep Sengupta. 2010. "Flight to Safety and U.S. Treasury Securities." *The Regional Economist*. www.stlouisfed.org. (accessed August 9, 2013)

[부록] 금융통합이 글로벌 금융위기의 전이에 미치는 영향: 실증분석 결과

[부표 1] 금융시장 유형별(주식·채권) 금융통합에 따른 글로벌 금융위기의 전이 효과

종속변수	(1) synch1	(2) fi_eq	(3) fi_td	(4) ti
위기더미	-1.047*** (0.31)	-0.06 (0.09)	0.045 (0.08)	7.58 (4.95)
주식시장 금융통합(fi_eq)	-4.488*** (1.37)			90.131*** (5.85)
주식시장 금융통합*위기더미	2.828* (1.48)			
채권시장 금융통합(fi_td)	8.221*** (1.73)			-44.845*** (5.84)
채권시장 금융통합*위기더미	-4.294** (1.81)			
무역통합(ti)		0.016*** (0.00)	0.011*** (0.00)	
미국과의 거리		-0.041*** (0.00)	-0.032*** (0.00)	2.421*** (0.27)
공식언어 영어 사용		0.053 (0.08)	0.109 (0.07)	1.159 (4.57)
상수	-2.180*** (0.13)			
관측치	630	630	630	630

주: 1) 변수간의 내생성을 고려한 연립방정식 모형

2) 괄호 안의 값은 표준오차이며, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1임.

3) 외생변수로 선진국더미와 년도더미를 추가하였음.

자료: 저자 작성.

[부표 2] 금융통합의 자산보유 형태에 따른 글로벌 금융위기의 전이 효과

종속변수	(1) synch1	(2) fi_eq_ass	(3) fi_eq_lib	(4) fi_td_ass	(5) fi_td_lib	(6) ti
위기더미	-0.944*** (0.35)	-0.022 (0.04)	-0.03 (0.06)	0.046 (0.06)	0.006 (0.03)	4.023 (5.02)
주식시장 금융통합, 내국인(fi_eq_ass)	12.711*** (4.52)					81.760*** (6.64)
주식시장 금융통합, 외국인(fi_eq_lib)	-9.724*** (2.23)					5.799* (3.44)
주식시장 금융통합, 내국인*위기더미	-6.942 (4.75)					
주식시장 금융통합, 외국인*위기더미	6.296*** (2.37)					
채권시장 금융통합, 내국인(fi_td_ass)	7.207*** (1.98)					-58.116*** (3.19)
채권시장 금융통합, 외국인(fi_td_lib)	-3.742 (3.00)					118.654*** (7.02)
채권시장 금융통합, 내국인*위기더미	-3.731* (2.05)					
채권시장 금융통합, 외국인*위기더미	2.17 (3.30)					
무역통합(ti)		0.006*** (0.00)	0.007*** (0.00)	0.004*** (0.00)	0.006*** (0.00)	
미국과의 물리적거리		-0.017*** (0.00)	-0.019*** (0.00)	-0.013*** (0.00)	-0.018*** (0.00)	2.807*** (0.27)
공식언어 영어 사용		0.081** (0.03)	0.100* (0.05)	0.141** (0.06)	0.104*** (0.03)	-11.128** (4.64)
상수	-2.116*** (0.15)					
관측치	630	630	630	630	630	630

주: 1) 변수간의 내생성을 고려한 연립방정식 모형

2) 괄호 안의 값은 표준오차이며, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1임.

3) 외생변수로 선진국더미와 년도더미를 추가하였음.

자료: 저자 작성.

[부표 3] 경제 펀더멘털에 따른 글로벌 금융위기의 전이 효과

종속변수	(1) synch1	(2) synch1	(3) synch1
위기더미	-1.001*** (0.31)	-1.274*** (0.28)	2.721 (5.81)
주식시장 금융통합	-3.681*** (1.27)	-3.450*** (1.16)	-18,199*** (4.02)
주식시장 금융통합*위기더미	2.561* (1.38)	2.337* (1.25)	12,589*** (4.74)
채권시장 금융통합	7.146*** (1.59)	2.902** (1.47)	16,718 (12.69)
채권시장 금융통합*위기더미	-3.996** (1.66)	-1.489 (1.53)	4,011 (16.29)
경상수지 변화	0.028 (0.03)	0.097* (0.05)	0.023 (0.10)
경상수지 변화*위기더미	-0.054 (0.07)	-0.108 (0.08)	0.003 (0.14)
외환보유고 비중	0.008 (0.01)	-0.045*** (0.02)	-0.147*** (0.04)
외환보유고 비중*위기더미	-0.040*** (0.01)	0.021 (0.02)	0.199*** (0.06)
금융시장 깊이		0.022*** (0.01)	0.070*** (0.01)
금융시장 깊이*위기더미		-0.006 (0.01)	-0.059** (0.02)
금융개방도지수		-0.01 (0.12)	-0.510** (0.21)
금융개방도지수*위기더미		-0.632*** (0.21)	-0.620* (0.38)
반부패지수		0.355** (0.17)	0.069 (0.42)
반부패지수*위기더미		-0.236 (0.29)	-0.114 (1.01)
신용등급		0.125** (0.05)	-0.114 (0.12)
신용등급*위기더미		0.082 (0.09)	-0.085 (0.22)
외채비중			-0.067*** (0.01)
외채비중*위기더미			0.052** (0.02)
상수	-2.210*** (0.15)	-1.679*** (0.18)	-2,633 (4.42)
관측치	520	346	130

주: 1) 변수간의 내생성을 고려한 연립방정식 모형

2) 괄호 안의 값은 표준오차이며, *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1임.

3) 외생변수로 선진국더미와 년도더미를 추가하였음.

자료: 저자 작성.