

글로벌 유동성 확대가 세계경제에 미치는 영향과 정책 대응

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

양다영 대외경제정책연구원 국제경제실
국제금융팀 전문연구원
dyyang@kiep.go.kr

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

박영준 아주대학교 경제학과 부교수
yjpark@ajou.ac.kr



1. 연구의 배경 및 목적

- 금융시장의 개방화와 세계화 진전에 따라 국가 간 금융연계(financial linkages)가 긴밀해 지면서 한 나라의 금융 시스템의 변화는 그 나라만의 문제에 그치는 것이 아니라 다른 나라에 직간접적인 영향을 미치게 되었음.
 - 2008년 미국의 서브프라임 사태로부터 시작되어 전 세계의 경기침체를 가져온 글로벌 금융위기(Global Financial Crisis)는 국제 금융시장의 통합이 얼마나 깊이 진행되었는지를 보여주는 가장 고통스러운 사례가 되었음.
- 글로벌 유동성에 대한 논란은 2000년대 초중반 일본과 미국의 장기간에 걸친 저금리 정책과 신흥개발도상국의 높은 성장세에 따라 본격화되었음.
 - 이는 같은 기간 동안 심화되어온 글로벌 불균형(global imbalance)과 미국 금융위기의 한 원인으로 지목되고 있는데, 확대된 글로벌 유동성이 미국 금융 시장에 집중 유입되면서 미국 경상수지 적자의 한 축을 이루게 되었고, 또 유입된 자금이 미국의 자산시장 과열과 부실을 가져오면서 금융위기 촉발의 원인이 되었음.
- 2008년 이후 글로벌 금융위기와 유럽 재정위기가 발발하면서 위기의 진원지인 선진국에서 역사상 가장 완화적인 통화정책이 실시되자 글로벌 유동성 확대에 대한 우려가 증폭되었음.
 - 선진국들은 일제히 초저금리 정책을 시행하게 되었고, 정책금리가 실질적인 제로(0) 금리 상태에 다다른 뒤에는 중앙은행이 직접 금융시장의 자산을 매입하는 이른바 양적완화 정책을 시행
- 이에 따라 선진국의 통화확장 정책이 개발도상국 경제에 미칠 영향에 대한 논의가 활발히 진행되고 있음.
 - 선진국의 통화확장은 선진국의 통화가치 하락과 개발도상국의 통화가치 상승을 야기하는 이른바 근린국핍화(beggar-thy-neighbor)정책이 될 수 있음.
 - 풍부해진 글로벌 유동성이 개발도상국을 중심으로 유입될 경우 개발도상국 물가 불안, 자산시장의 과열과 부실화가 이루어질 가능성이 있음.
 - 또한 글로벌 과잉 유동성이 국제상품 시장에 투기적 거래를 늘려서 유가 등의 주요 국제상품 시장 가격 수준과 변동성에 영향을 미칠 것에 대한 우려도 제기

● 본 보고서에서는 이러한 글로벌 유동성의 확대가 세계경제와 우리나라 경제에 미치는 영향을 실증적으로 분석하고 그에 대한 정책대응 방안을 모색하고자 하였음.

- 본 보고서에서는 글로벌 유동성이 원유, 곡물, 구리, 금 등의 국제상품 시장의 가격 수준과 변동성에 미치는 영향, 신흥 개발도상국의 환율, 외국인 투자, 주가, 물가 등에 미치는 영향, 우리나라의 환율, 주가, 부동산 시장, 외국인 포트폴리오 투자에 미치는 영향에 대해 실증분석하고 있음.

● 분석에 앞서 글로벌 유동성을 미국, 유로지역, 영국, 일본의 통화량 지표(M2)로 정의하였음.

- 글로벌 금융위기 이후 양적완화를 시행하고 있는 선진국들의 완화적 통화정책으로 인한 글로벌 유동성 확대에 초점을 맞추기 위해, 국제통화라 할 수 있는 미국, 유로지역, 영국, 일본의 통화량 지표(M2)를 글로벌 유동성으로 정의하고 분석

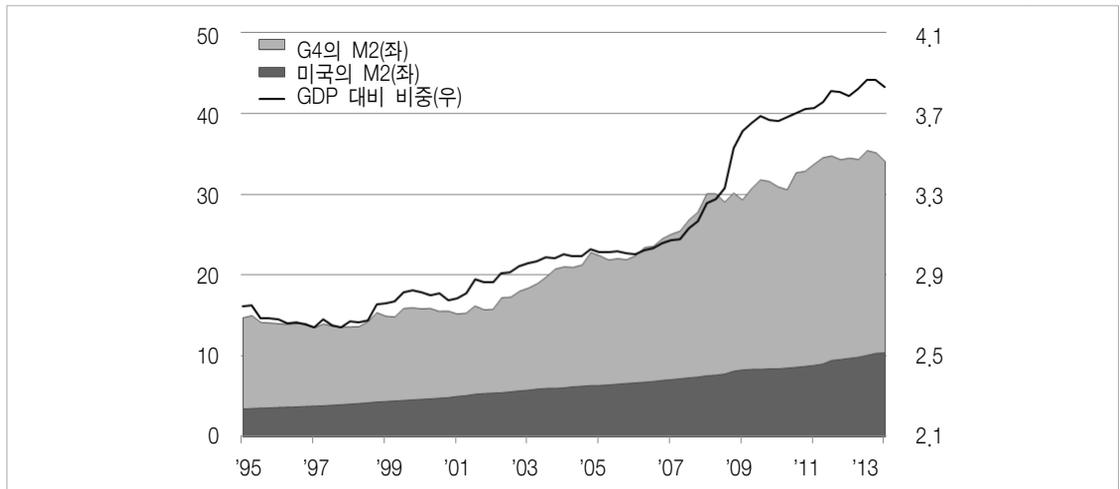
- 따라서 본 연구는 선진국들의 통화량 증가가 세계경제와 우리나라 경제에 미치는 영향을 분석한다고 할 수 있으며, 신흥국이나 민간부문의 확대로 오는 글로벌 유동성 확대는 포함하고 있지 않음.

- 통화량 지표를 사용할 경우 글로벌 금융위기 이후 진행되고 있는 양적완화 정책의 효과와 민간 신용 창출 효과를 완전히 반영하지 못한다는 한계가 있음

- [그림 1]은 G4 국가의 M2 추이를 나타내고 있는데, 글로벌 유동성은 2000년대 초반부터 본격적으로 확대되고 있는데, 이는 동 기간 동안의 미국과 일본의 완화적 통화정책에 힘입은 바가 큼.

[그림 1] 미국, 유로지역, 영국, 일본 등 G4 국가의 M2 추이

(단위: 조 달러, M2/GDP)



자료: Bloomberg DB; Datastream DB.

2. 조사 및 분석 결과

1) 국제상품시장에 미치는 영향

- 글로벌 금융위기 이후 세계 각국의 중앙은행이 확장적 통화정책을 시행함에 따라 원유, 농산물, 원자재 등의 상품가격의 상승압력이 고조되고 변동성이 커질 것이라는 우려가 제기되었음.

① 분석방법

- 글로벌 유동성이 상품가격에 미치는 영향을 분석하기 위해 일반자기회귀조건부분산, GARCH(Generalized ARCH) 모형을 사용하였음.
 - GARCH 모형은 변동성이 집중된 특성을 갖는 시계열을 조건부 분산의 관점에서 모형화한 ARCH모형에서 잔차항의 현재 조건부 분산에 대해 잔차 제곱과 조건부 분산을 함께 고려하여 보다 일반화한 모형임.
- 여러 가지 상품 중 원유, 곡물(옥수수, 소맥, 대두), 전기동, 금을 대상으로 글로벌 유동성이 상품가격에 미치는 영향을 분석
 - 원자재는 크게 에너지(원유, 가솔린, 천연가스 등), 농축산물(옥수수, 소맥, 대두, 커피, 설탕, 돈육 등), 비철금속(전기동, 알루미늄, 아연, 니켈 등), 귀금속(금, 은, 팔라듐, 플래티늄 등) 등으로 분류되는데, 본 연구에서는 각 부문에서 경제적 중요성이 큰 대표적인 상품인 원유, 곡물(옥수수, 소맥, 대두), 전기동, 금을 대상으로 함.
- 글로벌 유동성 지표 이외에 원유, 곡물, 전기동, 금 등 각각의 상품별 통제변수로 세계 원유 초과수요, 세계 곡물재고, 전기동 재고, 달러인덱스 등을 사용하였음.
 - 그 외 공통적인 통제변수로 VIX지수를 사용하였고, 더미변수로 글로벌 금융위기를 추가하였으며 원유의 경우 지정학적 위험 더미변수도 추가하였음.
 - 이에 따라 분석모형은 각각의 상품가격과 글로벌 유동성, 상품별 통제변수를 사용한 기본모형과 기본모형에 VIX지수를 추가한 것, VIX지수 대신 더미변수를 추가한 것 등 3가지로 일관성 있는 결과를 얻고자 하였음.
- 각각의 월별자료를 대상으로 1995년 1월부터 2013년 5월까지를 분석기간으로 설정하였음.

② 분석결과

- 실증분석 결과, 글로벌 유동성의 확대는 국제상품시장에서 달러화와 일종의 대체관계에 있다고 할 수 있는 원유와 금의 가격을 높이는 효과가 있었다는 것을 발견할 수 있었으며, 곡물가와 전기동 가격을 높이는 효과는 없었음.
- 또한 글로벌 유동성의 확대는 금 시장의 가격 수준과 변동성을 높이는 효과도 발견되었음.
- 따라서 향후 글로벌 유동성 확대가 얼마나 더 지속될 것인지에 따라 원유와 금의 국제 가격이 영향을 받을 가능성이 있음.
 - 글로벌 유동성 확대로 인해 유가가 추가적으로 상승한다면 물가 불안과 경기둔화 등 세계 경제에 또 다른 불안 요인이 될 수 있음.
 - 또한 금 가격 상승도 신흥국 물가와 외환시장 불안을 매개로 하여 세계 경제의 교란 요인이 될 가능성이 있으므로, 이에 대한 면밀한 모니터링과 대응책 마련이 필요함.

2) 신흥개발도상국 경제에 미치는 영향

- 글로벌 유동성이 신흥국 자본시장에 집중될 경우, 신흥국 외환시장 및 자본시장 왜곡과 불안정이 야기 될 가능성이 있으므로, 이에 대한 실증분석을 통해 그 현황을 파악하고 대책을 마련할 필요가 있음.

① 분석방법

- 글로벌 유동성이 신흥국 경제에 미치는 영향을 분석하기 위해 실증분석 모형으로 패널 벡터자기상관, Panel VAR(Vector Autoregressive) 모형을 이용
 - VAR 모형은 경제 이론적인 제약을 상대적으로 적게 주면서 실제 데이터에 바탕을 둔 분석을 시행하며, 특히 충격반응(impulse reponses) 분석을 통해 한 변수의 변화에 대해 내생적으로 연관 되어 있는 다른 변수들의 동태적 반응을 도출할 수 있다는 장점을 가지고 있음.
 - 또한 패널 구조를 선택하여 여러 국가를 대상으로 함으로써 보다 일반적인 결과를 얻고자 했음.
- 먼저 글로벌 유동성은 미국, 일본, 유로지역, 영국 등 G4 국가의 M2로 정의하였으며, 강건성 검정을 위해 G4 국가의 국내 신용으로 나타낸 자료도 사용
 - 그 외 각 국의 거시 변수로 GDP와 소비자물가지수(CPI)를, 금융변수로 포트폴리오 투자 유입(총

유입(국제수지의 금융수지 중 포트폴리오 부채) 또는 순유입(포트폴리오 부채-포트폴리오 자산)과 환율 (대 미국 달러) 또는 주가를 사용

- 분석대상 국가는 34개국으로, 각 국의 1인당 GDP와 인구를 고려해서 자금 수여국(liquidity receivers)을 선정하였음.
 - 패널 데이터 분석의 장점은 유사한 특성을 가진 그룹별로 분석을 시행하여 비교함으로써 보다 정치한 정책적 시사점을 얻을 수 있다는 점임.
 - 이에 따라 본 연구에서는 먼저 자금 수여국을 G4 국가를 제외한 선진국과 신흥국으로 나누어 분석을 시행하였음.
 - 신흥국을 아시아-태평양과 서반구 등 지역별로 나누어 글로벌 유동성 변화에 대한 반응에 어떠한 차이가 있는지 분석하였음.
- 각각의 분기별 자료를 대상으로 분석기간은 1995년 1분기부터 2013년 1분기까지로 선정하였음.

② 분석결과

- 전체 34개 자금 수여국을 대상으로 분석한 결과, 글로벌 유동성 확대가 G4 국가 이외의 국가의 실질 GDP도 증가시키는 글로벌 경기부양효과를 가짐을 암시했음.
 - 물가의 경우 일부 소폭 상승하는 효과가 있었으나 분석모형에 따라 유의하지 않은 결과가 나타나기도 했음.
 - 포트폴리오 투자 자금 유입의 경우 단기에 총유입 뿐만 아니라 순유입도 증가하는 결과를 나타냈으며, 이에 따라 자국의 통화가치와 주가 등 자산가격도 상승하는 것으로 나타났음.
- 자금 수여국을 선진국과 신흥국으로 나누어 분석을 시행하였다. 글로벌 유동성의 확대로 인해 선진국에 비해 신흥국의 실질 GDP가 증가하는 등 경기부양효과가 컸으며, 물가 상승 효과는 뚜렷하게 나타나지 않았음.
 - 자국통화가치와 주가의 상승도 신흥국의 경우가 G4 국가를 제외한 선진국에 비해 상대적으로 크고 지속적으로 나타났음.
 - 다만, 포트폴리오 투자자금 유입의 경우 G4 국가를 제외한 선진국의 경우 글로벌 유동성 확대기에 단기간 소폭 증가한 반면, 신흥국의 경우 유입세는 뚜렷하게 나타나지 않고 오히려 소폭 유출되는 것으로 나타났음.
- 글로벌 유동성 확대로 인한 신흥국의 포트폴리오 자금 유입 감소는 중남미에서 비롯된 것으로 나타났음.

- 이는 중남미가 1980~1990년대 초인플레이션을 경험하는 등 물가불안이 지속되는 가운데 글로벌 유동성 확대기인 2000년대 초반 아르헨티나 외환위기 등으로 경제성장세가 불안정해지면서 해외 투자자금 유입이 제한되었기 때문인 것으로 보임.
- 또한 스페인 등에 의한 식민지 경험으로 인해 유럽계 금융기관의 투자 비중이 높아 글로벌 금융위기 이후 유럽 재정불안의 부정적인 영향을 상대적으로 많이 받았음.

3) 우리나라 경제에 미치는 영향

- 글로벌 유동성 확대가 원/달러 환율, 외국인 포트폴리오 투자에 따른 자본 유출입 변동, 주가와 주택가격을 통한 우리나라 자산 가격 변동, 그리고 물가에 미치는 영향에 대해 살펴봄.
- 특히 원자료(raw data)를 사용한 분석과 함께 일반적인 경기변동(business cycle) 주기보다 짧은 고주기대역영역(high frequency domain)에서의 자료를 사용한 분석을 시행하여 주요 선진국의 유동성 확대가 우리나라의 주요 거시경제 변수에 미치는 효과를 분석하였음.
 - 글로벌 유동성 위험요인에 대해 중장기적으로는 우리나라 금융시스템 개선을 통해 금융시장의 안정성을 확보하고, 대외 위험요인이나 경제적 충격에 대한 부작용을 최소화시키는 방향으로 우리나라 경제의 체질을 강화하는 것이 필요함.
 - 그러나 지금처럼 경제위기로부터 완전히 회복되지 못하고 글로벌 과잉 유동성에 따른 우려가 커지는 상황에서 우리나라 경제에 미치는 단기적 영향을 잘 파악하여 이에 적절히 대응할 필요가 있음.

① 분석방법

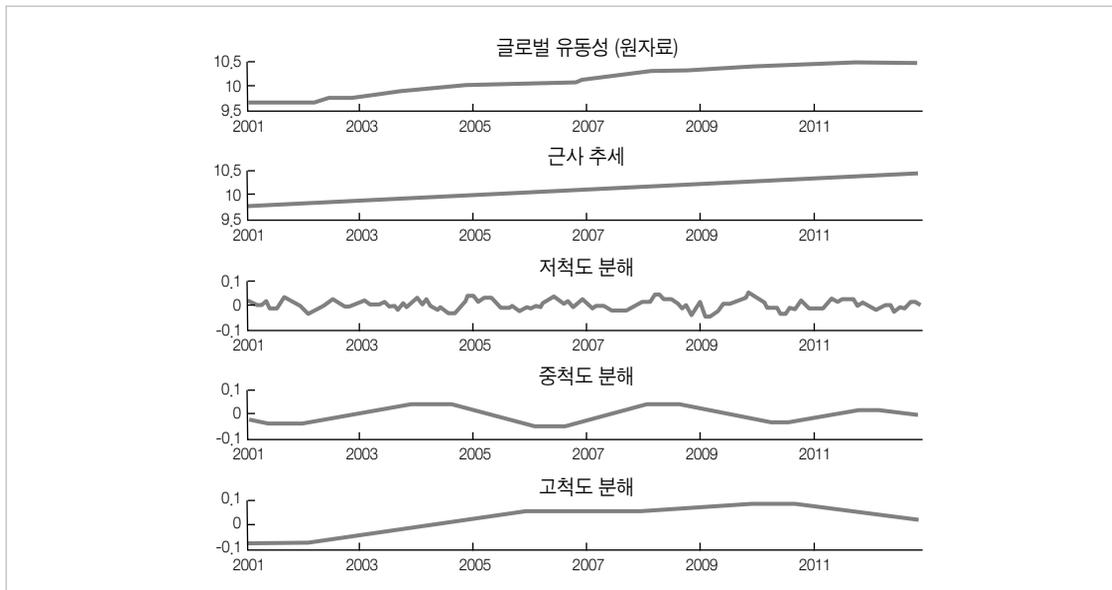
- 글로벌 유동성이 우리나라의 주요 거시경제변수에 미치는 영향을 분석하고자 블록 외생적 벡터자기회귀모형(VAR)을 사용하였음.
 - 해외 유동성 충격으로 주요 선진 4개국의 유동성 총합을 외생적인 통화정책으로 간주함.
 - 결국 주요 선진국의 외생적인 통화정책의 변화, 즉 대규모 유동성 확대가 소규모 개방경제인 우리나라의 거시경제 변수들에 대해 외생적이라고 할 수 있으므로 이러한 관계를 반영할 수 있는 블록 외생적 벡터자기회귀모형을 이용
- 우리나라의 주요 거시경제 변수로는 원/달러 환율, 주가지수, 주택매매가격지수, 외국인 주식 순매수, 외국인 채권 순매수, 소비자물가지수를 사용하였음.

- 실증분석은 2001년 1월부터 2012년 11월까지의 월별 자료를 이용하여 시행하였음.
- 원 자료와 함께 소파동 분석(wavelets)을 사용하여 원 자료에서 중주기와 장주기의 시간척도에서 변동하는 부분을 제거한 자료를 사용하여 글로벌 유동성이 우리나라에 미치는 영향을 단기적 주기의 관점에서 살펴보고자 함.
 - 이산적 소파동 변환의 이항 표본추출에 의해 시계열 자료는 아래 식과 같이 근사 추세(첫 번째 항)와 1년 4개월 미만의 주기를 갖는 단주기에서의 상세 변동(두 번째 항), 중주기와 장주기에서의 상세 변동(세 번째 항) 등으로 나누어짐.

$$y(t) = \sum_k \alpha_{7,k} \phi_{J,k}(t) + \sum_{j=1}^4 \sum_k \delta_{j,k} \psi_{j,k}(t) + \sum_{j=5}^7 \sum_k \delta_{j,k} \psi_{j,k}(t)$$

- 본 연구에서는 글로벌 유동성이 우리나라 경제에 미치는 영향을 단기 순환주기에서 분석하고 있으므로, 위의 식에서 세 번째 항의 상세 변동을 제거한 자료를 실증분석에서 사용함.
- 일반적으로 중척도로 여겨지는 경기변동 주기의 최소치가 6분기이므로, 본 연구에서 사용하고자 하는 단주기 변동은 주기가 6분기 미만에 해당하는 정보임.
- 이에 따라 주요 선진 4개국(미국, 유로지역, 영국, 일본)에 대해 달러표시로 변환한 M2의 총합으로 측정된 글로벌 유동성 지표를 소파동 분해한 결과는 [그림 2]와 같으며, 이 외에 다른 거시경제 변수들도 같은 방법을 사용하여 단주기 변동을 추출하여 분석에 사용하였음.

[그림 2] 글로벌 유동성 지표의 소파동 분해



자료: 저자 계산.

② 분석결과

- 원 자료를 이용하여 추정한 충격반응함수에 따르면, 소비자물가지수만 글로벌 유동성 충격에 대해 통계적으로 유의하게 양(+)의 반응을 보이는 것으로 나타났다.
 - 예측오차 분산분해에서는 글로벌 유동성이 주택가격지수와 소비자물가지수의 변동을 설명하는데 각각 최대 20%, 30% 정도의 설명력을 차지하는 것으로 나타났다.
 - 원/달러 환율에 대한 글로벌 유동성의 설명력은 충격 이후 첫 번째 달에 13% 정도의 설명력을 보이는 반면, 주가지수, 외국인 주식순매수, 외국인 채권순매수에 대한 글로벌 유동성의 설명력은 그리 크지 않은 것으로 나타났다.
- 반면, 1년 4개월 미만의 단기순환 척도에 초점을 맞추어 분석한 결과에 의하면 글로벌 유동성 확대가 우리나라의 환율과 주택가격지수 및 소비자물가지수의 단기 순환적 변동을 설명하는데 있어서 매우 중요한 요인으로 작용하는 것으로 나타났다.
 - 충격반응함수 분석 결과, 글로벌 유동성이 1% 확대될 때 원/달러 환율의 누적 충격반응은 약 7.85% 절상효과가 있는 것으로 나타났으며, 주택가격지수와 소비자물가지수는 12개월 동안 누적 충격반응이 통계적으로 유의하게 각각 2.95%, 2.81% 상승하는 것으로 나타났다.
 - 예측오차 분산분해에서도 원/달러 환율과 주택가격지수 및 소비자물가지수의 단기순환적 변동을 설명하는데 글로벌 유동성의 설명력이 매우 크게 나타났다.
 - 환율의 경우 충격 이후 12개월 후에는 61.2%까지 설명하고 있고, 주택가격지수의 경우에는 12개월 후에는 46.3%의 설명력을 보이고 있으며, 소비자물가지수에서는 12개월 후에 70.3%의 높은 설명력을 보이고 있음.
- 이러한 두 가지 분석결과의 차이는 중장주기 시간척도에서의 변동 유무에서 기인한 것임.
 - 따라서 글로벌 유동성 효과에 대한 이상의 분석결과는 단기 투자 의사결정을 하는 시장 참가자들이나 단기 순환 주기에서 거시변수의 변동을 모니터링하고 이에 대한 대응책을 마련하는 정책입안자에게도 유용한 정보변수로 사용될 수 있음.

3. 정책 제언

- 미국의 양적완화 축소와 금리 인상으로 국제금융 시장의 불안이 일시적으로 발생할 가능성이 있으나, 글로벌 유동성 확대 국면은 향후 중기적으로 지속될 가능성이 높음.
 - 첫째, 미국의 통화정책 출구전략이 시작되더라도 금리 수준이 정상화되기까지는 수년의 시간이 소요될 것임.

- 둘째, 통화정책 출구전략이 시작되더라도 그것이 바로 긴축적인 통화정책(contractionary monetary policy)을 의미하는 것은 아니며, 그 수준도 2000년대 초반 글로벌 유동성이 팽창하던 시기의 장기금리 수준일 가능성이 높음.
 - 셋째, 미국의 출구전략이 시작되더라도 영국, 유로지역, 일본의 완화적 통화정책 기조는 당분간 유지될 가능성이 높음.
 - 넷째, 통화정책 출구전략의 시작은 해당 선진국의 실물 경제 회복을 의미하는데, 이 경우 공적 유동성 축소가 일어나더라도 민간 유동성이 그동안의 디레버리징 기조에서 벗어나 신용창출을 통해 팽창할 가능성이 높으며, 이 경우 공적 유동성의 축소를 민간 유동성의 확대가 상쇄할 가능성이 있음.
- 본 연구의 실증분석 결과, 이러한 글로벌 유동성의 확대가 원유 가격과 금 가격을 상승시키고 금 가격의 변동성을 높이며, 신흥국의 주가를 높이지만 환율을 평가절상 시키는 효과가 있는 것으로 나타났다.
- 따라서 향후 글로벌 유동성 확대가 지속될 경우 신흥국은 국제 상품가격, 국내 자산시장 가격, 그리고 외환시장의 환율에 영향을 받을 가능성이 있음.
 - 유가와 금 가격의 상승은 신흥국의 물가 불안 요인이 될 수 있으며, 글로벌 유동성 확대로 인해 신흥국 자산시장에 투기적인 자금 유입이 가속화 된다면 자산 시장의 과열과 거품 형성이 이루어질 수 있음.
 - 환율의 평가절상 기조는 신흥국의 수출경쟁력 악화로 이어져 경제에 장기적으로 부담이 될 수 있음.
- 따라서 글로벌 유동성 확대시기에는 신흥국의 자산 가격 과열과 환율 절상을, 글로벌 유동성 축소기에는 급격한 자본 유출로 인한 주가 폭락과 환율 평가절하를 유의하여 모니터링을 강화할 필요가 있음.
- 국제금융 시장의 불안에 대응하는 우리나라 경제의 기초체력은 과거 그 어느 시기보다도 강화되었다고 할 수 있으나, 국제금융시장과 외국인 투자자의 움직임은 심리적인 영향이 크기 때문에 위기 국면에서는 비이성적인 행태가 발생하기 쉬움.
- 이에 따라 우리나라는 글로벌 유동성으로 인한 불안 요인에 대처하기 위해 통화스왑의 확대, 유지와 국제적 공조체제 확대 등의 노력을 기울일 필요가 있음.
 - 특히 G-20 등에서 글로벌 유동성 확대에 대한 논의를 이어나가면서 신흥국의 목소리를 대변할 필요가 있으며, ASEAN+3 차원의 지역 금융안전망을 더욱 공고히 하는 등 협력관계를 강화할 필요가 있음.

- 또한 실증분석 결과, 글로벌 유동성 확대가 우리나라에 영향을 미치는 가장 큰 경로는 유가 상승을 통한 물가 상승이므로, 글로벌 유동성 추이의 국면 변화에 따라 통화정책 및 미시적 원유 수급 관리를 효율화할 필요가 있음.
 - 유가 상승으로 인한 비용견인 인플레이션(cost-push inflation)의 경우에는 금리조정을 통한 물가 안정 정책에 한계가 있으므로, 거시정책 수단 보다는 미시적인 시장 조정 수단을 통한 안정화 정책이 필요함.
 - 또한 글로벌 유동성 확대가 지속될 경우를 대비해 중장기적으로 산업의 에너지 효율을 개선하고 원유 수입처를 다변화 할 필요가 있음.