

글로벌 금융위기 이후 국가간 자금흐름 분석과 시사점

임태훈 대외경제정책연구원 국제거시금융실
국제금융팀 부연구위원
thlim@kiep.go.kr

이동은 명지대학교 경제학과 조교수
derhee@gmail.com

편주현 고려대학교 국제경영학과 조교수
jhpyun@korea.ac.kr



1. 연구의 배경 및 목적

- 2000년대 초반 미국과 일본의 저금리 기조로 인해 글로벌 유동성 확대가 급격히 진행되어 왔으며, 이러한 통화팽창 기조는 글로벌 금융위기 이후 선진국들의 제로금리에 가까운 저금리 기조와 양적완화 정책으로 가속화되어 왔음.
 - 이렇게 확대된 글로벌 유동성은 신흥국에 상당 규모 유입되었다고 판단되며, 이는 그동안 신흥국의 자산가격 상승과 경제성장에 도움이 되었다고 평가되고 있음.
- 그러나 2013년 5월 미국이 양적완화 축소를 시사하는 발표를 하면서 일부 신흥국 금융시장에서는 외국인의 자본 이탈 현상이 가시화되었으며, 이에 따라 해당국의 자산가격 폭락과 급격한 환율평가절하 등 위기의 징후가 나타나기도 하였음.
 - 언론에서는 미국의 양적완화 축소 관련 발표 이후 금융시장의 혼란이 야기된 일부 신흥국들을 위기취약 5개국(Fragile 5), 혹은 벼랑 끝 8개국(Edge 8) 등으로 지칭하며 세계 경제의 위험요인으로 제시하고 있음.
 - 위기취약 5개국은 인도, 인도네시아, 브라질, 터키, 남아프리카공화국이며, 벼랑 끝 8개국은 앞의 5개국에 헝가리, 칠레, 폴란드를 추가한 것임.
- 우리나라는 2000년대 이후 주식시장과 채권시장에 외국인 투자 비중이 지속적으로 증가하였을 뿐만 아니라, 2008년 글로벌 금융위기 시작 국면에서도 외국인의 자금 이탈로 인한 외환시장 불안을 경험하였으므로, 향후 발생 가능한 국제금융 불안 요인에 대해 진단하고 이해를 높이는 것은 우리나라 금융시장과 외환시장 안정을 위해 반드시 필요함.
 - 2014년 8월 현재 우리나라 주식시장에서 외국인 보유 비중은 32.6%에 달하고, 채권시장에서의 외국인 보유 비중은 6.8% 수준임.
 - 미국의 양적완화 축소 발표로 일부 신흥국의 금융 불안이 야기된 2013년에도 우리나라 주식시장과 채권시장에서는 각각 4.7조 원, 3.5조 원의 외국인 투자 순유입이 발생하였는데, 유입 자본에 대한 원인 규명이 필요하고 유입 자본의 성격에 대한 이해가 필요함.

- 본 연구는 금융위기 이후 국가간 자금의 흐름, 글로벌 투자자의 투자 행태, 양적완화 축소에 따른 신흥국 리스크 분석을 목적으로 함.
 - 분석대상 지역은 전 세계 국가이며 일부 분석에서는 신흥국을 중심으로 살펴보았음.
 - 자금흐름 현황, 해외기관 투자자의 투자행태, 금융시장의 변동성과 이자율 변화에 따른 신흥국의 자금흐름을 분석하였음.

2. 조사 및 분석 결과

가. 2008년 금융위기 전후 국가간 자금 흐름의 현황 및 전망

- 글로벌 금융위기 당시 해외 포트폴리오 자본 유출입 현황
 - 선진국 및 신흥개발국 모두 글로벌 금융위기를 기점으로 포트폴리오 자본순유입의 패턴이 변화했음.
 - 특히 신흥국에서는 글로벌 금융위기 이후 주식과 채권 모두 자본순유입 추세가 나타났음.
 - 하지만 주식과 채권 자본의 이동 양상은 상이하게 나타나는 경우가 많았음.

- 글로벌 금융위기를 전후한 자본순유출입의 결정요인
 - 주식과 채권의 자본 흐름의 양상이 상이한 만큼 결정요인도 다를 것으로 예상하므로 국가간 자본 흐름을 주식과 채권으로 분리하여 분석했음. 또한 기존 연구에 따라 선진국과 신흥개발국을 분리하여 자본이동 결정요인을 분석하였음.
 - 신흥개발국의 주식 자본이동에는 국제금융 시장의 변동성 등 전 세계적 요인('Push' factor)이 중요한 역할을 한 반면, 채권 자본이동에는 개별 국가의 펀더멘털 요인('Pull' factor)이 중요한 동인으로 분석되었음.
 - 글로벌 금융위기 전후의 주요 동인의 중요도 차이를 살펴본 결과, 주식 자본이동에서의 전 세계적 요인의 중요도가 금융위기의 전이나 이후에 비슷한 것으로 나타났고, 채권 자본이동에서의 개별 국가의 펀더멘털 요인은 글로벌 금융위기 이후에 더 중요한 동인이었던 것으로 나타남.

나. 미국 금융시장의 충격이 국제금융 시장에 미치는 영향

● 미국 양적완화와 국제금융 시장

- 양적완화 기간 동안 외국인의 미국 국채, 정부 기관채, 주식에 대한 수요는 늘어났으나, 미국 회사채에 대한 수요는 큰 폭의 변화없이 오히려 줄어들었음.
- 미국인은 외국 채권과 주식에 대한 순매수 추이를 각각 나타내고 있는데, 글로벌 금융위기 기간 중 전반적인 순매도 추이가 관찰되며, 양적완화 정책 시행 직후에는 그 순매도 추이가 더욱 강해지는 것을 볼 수 있음.

● 미국의 금융 충격이 국제 포트폴리오 투자에 미친 영향

- 금융위기 이전에는 미국의 실질 이자율의 충격에 따른 미국인의 외국 금융자산의 매수세가 뚜렷하게 나타나지 않았지만, 금융위기 이후에는 실질 이자율이 올라가면 미국인은 외국 금융자산을 매도하는 것으로 분석됨.
- 금융위기 이전에는 미국의 금융 시장 변동성 충격에 따른 미국인의 외국 금융자산의 매수세가 나타나지만, 금융위기 이후에는 변동성이 늘어났을 때 채권을 유의하게 매수하는 반면 주식은 뚜렷한 매수세를 보이지 않음.

다. 해외 포트폴리오 투자자의 행태 분석

● 외국인투자자 기반 집중도와 자본이동의 변동성

- 한 나라의 외국인투자자 기반의 넓고 좁음을 집중도로 측정했음. 낮은 집중도는 외국인투자자의 기반이 넓음을 의미함. 우리나라의 투자자 집중도는 23개 신흥국 중에 하위 9위 정도로 투자자 기반이 약간 넓은 편에 속함.
- 투자자 기반의 집중도가 높을수록 자본이동의 변동성이 높은 것으로 나타남. 선진국에서는 투자자 기반 집중도와 자본이동 변동성과 큰 연관이 없는 것으로 분석되지만 신흥국에서는 두 변수간 통계적으로 유의한 관계가 있는 것으로 나타남.

● 글로벌 금융위기 이후의 투자자 기반 집중도와 자본의 이동

- 투자자 기반 집중도와 자본이동 변동성은 글로벌 금융위기 전후와 상관없이 양의 관계를 유지하는 것으로 나타남. 하지만 투자자 기반 집중도에 따른 자본이동은 그 방향의 전환이 뚜렷한 것으로 나타남. 글로벌 금융위기 이전에는 투자자 기반 집중도가 낮은 국가에 주로 자본이 유입되었는데 이후에는 집중도가 높은 국가로 자본이 유입되는 것을 관찰할 수 있음.

- 투자자 기반 집중도가 높은 국가로 자본이 유입되면, 집중도가 높은 국가는 위기 전후를 막론하고 자본이동의 변동성이 크므로 자본이동의 흐름이 바뀌는 경우 자본이동의 변동성이 커져 위험을 초래할 수 있음.

3. 정책적 시사점

- 주식시장은 글로벌 요인 중 특히 금융시장 불확실성에 영향을 많이 받기 때문에 주식시장에서는 글로벌 요인의 모니터링 강화를 바탕으로 정책대응을 해야 하며, 특히 글로벌 금융시장의 불확실성이 늘어남에 따른 부작용을 최소화할 수 있는 기업 정보 투명성 재고, 투자자 보호정책이 필요함.
- 채권시장에서는 개별 국가의 튼튼한 기초조건이 자금 유입을 견인하는 역할을 하므로 채권시장 관련 정책에서는 개별 국가의 기초조건을 개선하는 데 노력을 기울여야 함.
- 외국인투자자 기반의 집중도가 높을수록 자본이동 변동성이 높으므로 리스크로 고려하고 대비할 필요가 있음.
 - 2014년 8월 현재 외국인 보유 상장 채권의 19.6%를 미국인이 보유하고 있고 최근 중국인이 가파르게 보유량을 늘여 13.7%를 보유하고 있음. 미국에 집중되어있는 투자자 기반을 완화한다는 측면에서는 중국으로의 투자자 기반 확대가 바람직하지만 한편으로는 미국과 중국에 투자자 기반이 집중되는 것에 따른 위험을 관리해야 함.
- 향후 초저금리 통화정책의 정상화가 이루어지면서 국제 금융시장의 변동성 확대가 동시에 이루어지는지 모니터링 필요
 - 국제 금융시장의 변동성이 확대되면 신흥국의 주식시장에서 자본의 유출이 일어날 것으로 예상되며, 통화정책의 정상화가 이루어지면서 신흥국으로 유입되었던 자본은 펀더멘털이 약한 신흥국을 중심으로 이탈할 가능성이 있음.
 - 우리나라의 주식시장은 국제금융 시장의 변동성 확대에 큰 영향을 받지 않는 것으로 분석되었고 또 펀더멘털 또한 튼튼한 것으로 나타나기 때문에 직접적인 충격을 받기보다는 펀더멘털이 약한 주변국의 위기로 인한 간접적인 충격을 받을 것으로 예상됨. 따라서 글로벌 요인의 모니터링과 함께 우리나라와 경제, 금융으로 연관된 국가들의 위기 가능성에 대해 대비해야 함.