



# 미국 통화정책이 국내 금융시장에 미치는 영향 및 자본유출입 안정화방안

강태수 대외경제정책연구원 국제거시금융실  
국제금융팀 선임연구위원  
tskang@kiep.go.kr

김경훈 대외경제정책연구원 국제거시금융실  
국제금융팀장 khkim@kiep.go.kr

서현덕 인하대학교 경제학과 교수  
hsuh@inha.ac.kr

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



## 1. 연구의 배경 및 목적

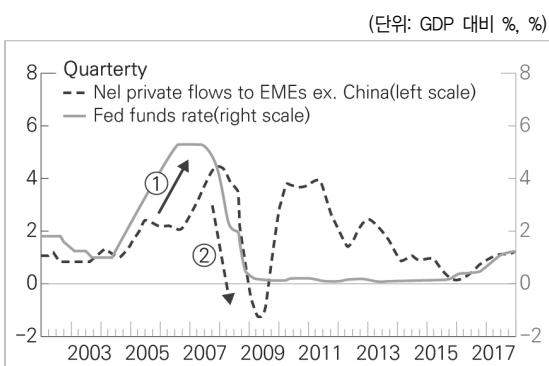
- 美 통화정책 정상화(미 연준의 금리 인상 및 보유자산 축소)가 본격화되면서 신흥국에서의 자본유출 압력이 갈수록 증가할 전망
  - 향후 미 연준의 기준금리 인상이 양적완화로 풀린 유동성을 환수하는 조치(연준 보유자산 축소, tapering)와 함께 빠르게 추진된다면 국제금융시장에 미칠 파급영향은 막대할 것으로 예상
  - 특히 신흥국으로 유입되었던 외국인투자자금 유출압력으로 작용할 것
- 최근 신흥국 자본유출입 결정요인(대내요인 vs. 대외요인)에 대한 논란이 재점화되고 있어 관련 논의의 재점검 및 대응 논리가 필요한 상황
  - 그동안 대다수 선행연구는 대내요인(pull factor)보다는 대외요인(push factor)이 신흥국 자본유출입에 더 큰 영향력을 준 것으로 나타남.<sup>1)</sup>
    - 대외요인(push factor)은 자본유입에 영향을 미치는 국제금융시장 혹은 미국, 유럽, 일본 등 주요국에 존재하는 공통요인을 지칭하며, 대표적으로 선진국 금리 및 경제성장률, VIX, 글로벌 상품가격지수 등이 있음.
    - 대내요인(pull factor)은 국내 금융시장으로 자금을 끌어들이는 개별국의 특성을 나타내며, 개별국 금리 및 경제성장률, 환율체계, 금융시장 개방도, 경제발전 단계 등이 있음.
  - 특히 前인도중앙은행 총재 Raghuram Rajan은 주요 대외요인으로 미국 Fed 및 선진국 중앙은행의 통화정책 충격(monetary stimulus)을 지목<sup>2)</sup>
  - 한편 제롬 파월(Jerome Powell) 미 연준 의장은 신흥국으로 대규모 자본유입은 ① 미 연준 기준금리 인하 전부터 시작되었고(그림 1) ② 신흥국과 선진국 간 성장률 차이와 동행하는 모습(그림 2)임을 강조하면서 신흥국으로의 純자본유입은 대외요인보다 신흥국의 자체적인 대내요인에 기인한다고 주장<sup>3)</sup>

1) Ghosh *et al.*(2012); 강태수 외(2015).

2) Rajan, Raghuram(2014), "Competitive Monetary Easing--Is It Yesterday Once More?" Speech delivered at the Brookings Institution, Washington, April 10.

3) "Monetary Policy Influences on Global Financial Conditions and International Capital Flows," Panel remarks by Jerome H. Powell, Chairman, Board of Governors of the Federal Reserve System(2018. 5. 8, 그림 1). "Capital flows to emerging markets were already strong before the Fed cut its policy rate"(그림 2). "EMEs vs AE growth differentials drive capital flows to EMEs(push보다는 pull effect가 더 커다는 지적).

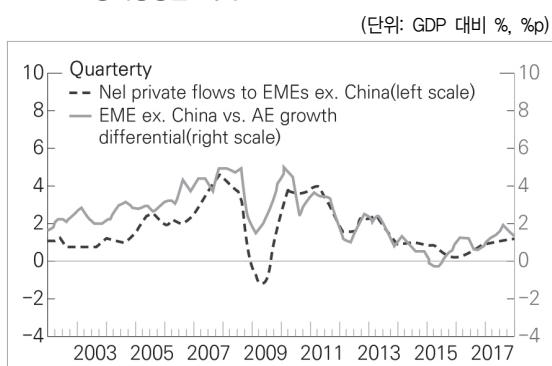
그림 1. 순민간자본유입\* 및 연방기금금리



주: \* 4분기 이동평균(rolling average).

자료: Powell(2018), Figure 4, p. 4.

그림 2. 순민간자본유입\* 및 선진국과 신흥국 간 경제성장률 격차



주: \* 4분기 이동평균(rolling average).

자료: Powell(2018), Figure 4, p. 4.

## 2. 조사 및 분석 결과

### 1) 자본유출입 결정요인 분석

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

- 47개 국가를 선진국/신흥국으로 구분하는 한편 신흥국은 아시아(7개국), 동부유럽(9개국), 라틴 아메리카(7개국), 기타 신흥국(8개국)으로 세분하여 자본유출입 결정요소 분석<sup>4)</sup>
- 기존 연구는 주로 선진국/신흥국으로 구분했으나 본 보고서는 신흥국가별 이질성을 고려하여 지역별로 더욱 세분함.
- 자본유출입 결정요소를 대외/대내 요인으로 구분하고, 각 그룹별 주요 결정변수를 분석
  - 대외요인(글로벌 요인, Push Factor): S&P 500 변동성 지수( $VIX$ ), 글로벌 상품가격지수( $CP$ ), 미국 단기금융시장 금리( $R^{US}$ ), 선진국 GDP 성장률( $GDP^{AE}$ )
  - 대내요인(개별국가 요인, Pull Factor): 개별국  $i$ 의 단기금융시장 금리( $R_i$ ), 개별국  $i$ 의 GDP 성장률( $GDP_i$ )

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

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

- 포트폴리오 투자자금(=純자본유입( $IF_i$ )): 총유입자금(외국인의 국내투자자금)과 총유출자금(내국인의 해외투자자금) 간 차이로 정의<sup>5)</sup>
- 계량모형 식은 [식 1]과 같음.<sup>6)</sup>

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

[식 1]

- [실증분석 결과] 자본유출입 결정요인이 신흥국/선진국별로 상이하며, 신흥국 내에서도 국가그룹별 이질성이 상당한 것으로 나타남(표 1 참고).

표 1. 국가그룹별 자본유출입 결정요인에 대한 OLS 분석 결과

종속변수: $IF_{i,t}$	(1) 전체 샘플	(2) 전체 샘플	(3) 선진국	(4) EU 선진국	(5) 非EU 선진국	(6) 신흥국	(7) 아시아	(8) 동유럽	(9) 중남미	(10) 기타
$R_{i,t-1} - R_{t-1}^{US}$	0.0137** (0.006)									
$GDP_{i,t-1} - GDP_{t-1}^{AE}$	0.0295 (0.020)									
대외요인	$VIX_{t-1}$	-0.0031 (0.006)	-0.0083 (0.006)	-0.0230 (0.015)	-0.0287 (0.016)	-0.0111 (0.025)	-0.0039 (0.005)	-0.0111 (0.011)	0.0059 (0.012)	-0.0135 (0.011)
	$CP_{t-1}$	0.0155** (0.008)	0.0156** (0.008)	0.0378 (0.024)	0.0306 (0.037)	0.0330 (0.026)	0.0079** (0.004)	0.0205 (0.011)	0.0029 (0.006)	0.0014 (0.005)
	$R_{t-1}^{US}$		-0.0547* (0.029)	-0.2360* (0.123)	-0.1128 (0.101)	-0.2590 (0.206)	-0.0476* (0.019)	-0.0840** (0.026)	-0.0811** (0.035)	0.0339 (0.039)
	$GDP_{t-1}^{AE}$		-0.0578* (0.030)	-0.2914*** (0.078)	-0.1947*** (0.046)	-0.3788** (0.151)	-0.0172 (0.029)	-0.0801** (0.024)	0.0098 (0.074)	-0.0210 (0.036)
대내요인	$R_{i,t-1}$			0.0125** (0.006)	0.2563*** (0.069)	-0.1318 (0.257)	0.3089*** (0.066)	0.0038 (0.003)	0.0174** (0.006)	0.0040 (0.004)
	$GDP_{i,t-1}$			0.0307 (0.020)	0.2554*** (0.086)	0.2066*** (0.056)	0.3199 (0.187)	0.0026 (0.010)	0.0385* (0.018)	-0.0208 (0.030)
N	2,555	2,555	854	410	444	1,701	405	599	334	363
R-squared	0.007	0.008	0.050	0.037	0.084	0.011	0.088	0.025	0.060	0.029

주: 추세와 분기 더미변수가 포함됨. ( ) 안의 숫자는 (clustered) 표준오차를 나타냄. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

$IF_i$ -국가 i의 연간 GDP 대비 분기별 純자본유입액(%),  $VIX$ -S&P500 지수 변동성,  $CP$ -글로벌 상품가격지수(%, 변화율),  $R^{US}$ -미국 그림자 금리(%), Wu and Xia, 2016),  $GDP^{AE}$ -선진국(IMF 분류기준) 실질 GDP 성장률 평균(%),  $R_i$ -국가 i의 단기금융시장 금리(%),  $GDP_i$ -국가 i의 실질 GDP 성장률(%).  
자료: 저자 작성.

- [선진국 vs. 신흥국] 선진국으로의 자본유출입은 대내외 요인(pull/push factor)이 모두 통계적으로 유의한 반면, 신흥국은 대외요인(push factor)이 주요 결정변수인 것으로 나타나 선행연구들과 비슷한 결과 도출

5) 내생성에 따른 추정의 편의 문제를 완화하기 위해 대내외 요인은 모두 1분기 이전 값을 사용함(하첨자 t-1로 표시).

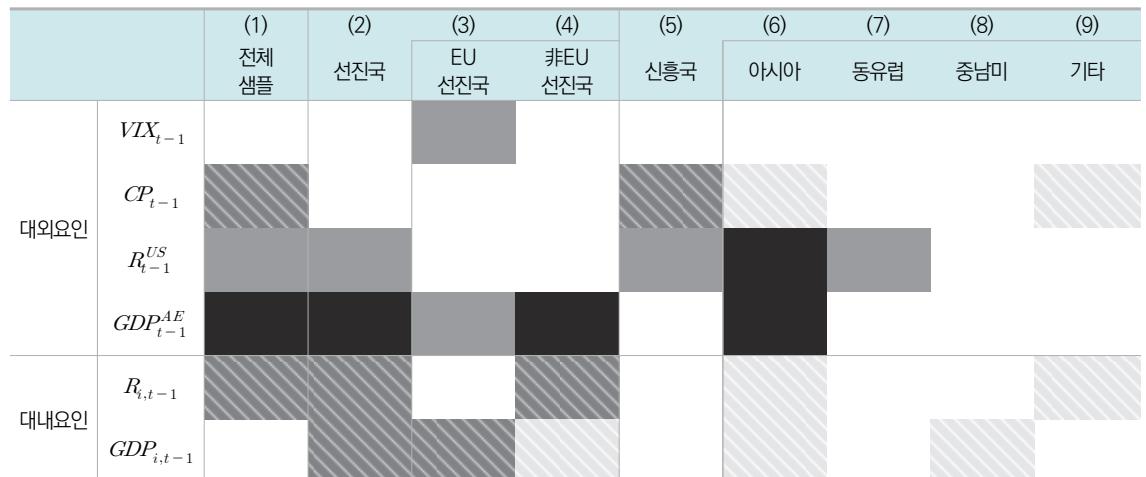
6)  $\alpha$ 와  $\delta t$ 는 각각 상수항과 추세를 의미하며,  $\epsilon_t$ 는 오차항을 나타냄.

- 선진국: 대외요인인 미국 금리( $R^{US}$ ), 선진국 GDP 성장률( $GDP^{AE}$ ) 상승 시 선진국으로의 순자본 유입이 감소되는 반면, 대내요인인 개별국가 금리( $R_i$ )와 개별국 GDP 성장률( $GDP_i$ ) 등이 상승하면 순자본유입이 증가
- 신흥국: 대외변수인 글로벌 상품가격지수( $CP$ ), 미국 금리( $R^{US}$ )가 통계적으로 유의한 결과를 나타냄. 예컨대 미 금리가 상승할 때 신흥국으로의 순자본유입이 증가. 특히 신흥국(아시아, 동부유럽)으로의 자본유입은 미국 금리가 먼저 인하( $R_{t-1}^{US}$ )된 후 다음 분기(t期)부터 증가하는 것으로 나타남. 이는 파월 의장의 주장("신흥국으로의 대규모 자본유입은 미 연준 기준금리 인하 전부터 시작")을 재고해볼 필요가 있음을 시사
  - [신흥국 그룹별] 자본유출입 결정요인은 신흥국 내 4개 지역 국가그룹별로 상이
- 아시아 국가의 경우 대내외 요인이 모두 유의한 반면, 동부유럽은 대외요인, 라틴아메리카는 대내요인이 주요 결정변수인 것으로 나타남.

● [강건성 검증] 다섯 가지 강건성 검증<sup>7)</sup>을 통해 주요 실증분석 결과(표 1)의 신뢰성이 매우 높은 것을 확인할 수 있음(표 2 참고).

- [표 2]에서는 주요 실증분석 결과(표 1)와 강건성 검증(①~⑤) 결과를 종합하여 각 대내외 요인

표 2. 실증분석 요약 정리 히트맵



주: ■ - 강한 양의 상관성

■ - 약한 양의 상관성

■ - 약한 음의 상관성

■ - 강한 음의 상관성

추세와 분기 더미변수가 포함됨. ( ) 안의 숫자는 (clustered) 표준오차를 나타냄. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.  $IF_i$ -국가의 연간 GDP 대비 분기별純자본유입액(%),  $VIX$ -S&P500 지수 변동성,  $CP$ -글로벌 상품가격지수(%), 변화율),  $R^{US}$ -미국 그림자 금리(%), Wu and Xia (2016),  $GDP^{AE}$ -선진국(IMF 분류기준) 실질 GDP 성장률 평균(%),  $R_i$ -국가 i의 단기금융시장 금리(%),  $GDP_i$ -국가 i의 실질 GDP 성장률(%).

자료: 저자 작성.

7) ① 개별국 특성변수를 대내요인으로 포함한 확장모형 ② 고정효과를 포함한 패널모형 ③ 총자본유입을 종속변수로 사용한 계량모형 ④ 실질금리를 사용한 계량모형 ⑤ 글로벌 위기기간을 분석기간에서 제외한 모형.

과 자본유출입과의 상관관계 및 신뢰도를 히트맵(heat map)으로 표시함.<sup>8)</sup>

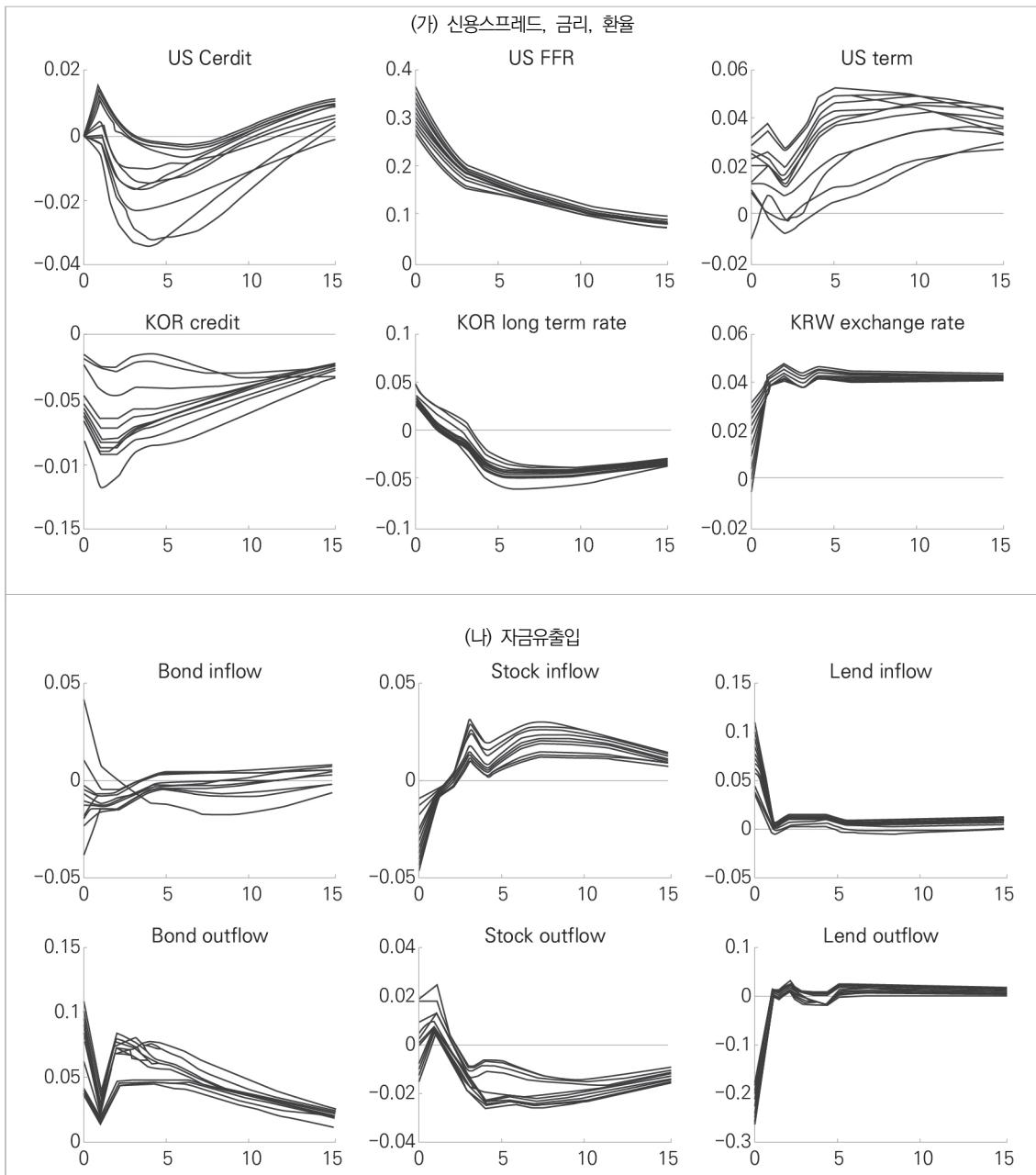
## 2) 미국 통화정책 충격이 우리나라 자본유출입에 미치는 영향

- [분석방법] 미국 통화정책이 우리나라 자본유출입에 미칠 영향을 시변 벡터자기회귀모형(TVP-VAR: Time-Varying Parameter Vector Autoregression)으로 추정
  - TVP-VAR 모형은 VAR 모형의 계수와 오차항 분산이 시간에 따라 다른 값을 가질 수 있도록 허용하며, 경제구조의 점진적인 변화를 포착하는 데 적합한 ‘비선형 VAR 모형’임.<sup>9)</sup>
  - [변수 구성]
    - 미국 금융시장 변수: 연방기준금리(Federal Funds Rate), 기간프리미엄, 신용스프레드
    - 국내 금융시장 변수: 장기금리, 원/달러 환율, 신용스프레드, 자본유출입(채권, 주식 및 기타 자금의 합계, GDP 대비 %)
    - 표본기간은 1997년 1/4분기부터 2017년 4/4분기까지
  - [구조적 충격의 식별] 콜레스키 분해(Choleski Decomposition)의 단기제약을 이용하여 구조적 충격(Structural Shock)을 식별함.
    - 단기제약에서 유의할 점은 내생변수 순서를 정하는 것임(외생성이 강한 변수일수록 내생변수 벡터에서 우선순위를 차지함).
    - 본 보고서의 내생변수 순서는 「미국 신용스프레드-미국 연방기금금리-미국 기간프리미엄-한국 신용스프레드-한국 장기금리-환율-한국 자본유출입」으로 구성
    - 다음 분석은 미 연준이 대규모 자산 매입을 종료한 2015년 이후부터 2017년 말까지 기간 중 경제구조를 유지할 경우 미국 정책금리 인상이 초래하는 충격반응함수 결과임.
- [분석 결과] 미 정책금리 인상 충격이 국내 금융시장 및 자본유출입 변동성에 미치는 효과는 제한적
  - [그림 3]은 미국 정책금리 충격(1표준편차 증가)에 대한 반응함수를 나타냄. 이 충격은 정책금리(US FFR)를 약 30bp 상승시키지만 미국 신용스프레드(US credit)나 기간프리미엄(US term)의 반응은 미미함. 국내 금융시장의 반응 역시 신용스프레드나 장기금리 5bp, 환율 0.05% 정도의 미미한 수준임(그림 3의 (가) 참고).
    - 이러한 결과는 기간 중 5회에 걸친 미국 정책금리 인상이 국내 금융시장에 큰 영향을 주지 못했음을 시사. 이는 미국 금리 인상이 느리고 예측 가능한 경로로 진행되어 시장충격의 규모가 작았던 것과도 관련 있는 것으로 추정됨.
    - 한국으로의 자금유출입 반응도 해외 대출을 제외한 변수들은 규모가 작거나 일관되지 않은 모습을 보임(그림 3의 (나) 참고).

8) 녹색 계열은 양의 상관관계를 나타내며, 붉은색 계열은 음의 상관관계를 나타냄. 색이 진할수록 여러 모형을 통해 검증된 강한 증거임을 의미함.

9) 모수(parameter)의 조건부 기댓값을 계산할 때 망각인자(forgetting factor)를 도입하여 추정시간을 단축하는 방법(‘Large-TVP-VAR’)을 사용하여 추정(Koop and Korobilis 2013).

그림 3. 2015년 1/4분기~2017년 4/4분기, 미국 정책금리 충격



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

자료: 저자 계산.

## ● 미국 통화정책 정상화 시나리오 분석

- 미 연준의 정책금리 인상, 보유자산 축소에 따른 기간프리미엄 확대, 금융시장 불확실성 증대에 따른 신용스프레드 확대에 대한 가상의 시나리오를 상정하여 국내 금융시장 및 자본유출입에 대한 영향을 추정
- 정책금리: 미 연준의 2018년 예상금리가 2.5%, 2020년 예상금리가 3.5%임에 따라 2019년 3회, 2020년 1회 각 25bp 인상되는 것을 가정
- 기간스프레드: Goldman Sachs 전망치(2018년 1월 전망)를 감안하여 2019~20년 연간 12bp, 매 분기 고르게 상승할 것으로 가정
- 신용스프레드: 미국 통화정책의 정상화는 금융시장의 불안을 불러올 가능성이 있으므로 이를 신용스프레드의 상승을 통해 반영
- 금융시장 불안에 따른 시나리오는 다음의 3개로 구분
  - ① 첫 번째 시나리오에서는 신용스프레드 충격이 발생하지 않음.
  - ② 두 번째 시나리오에서는 2019~20년 중 1표준편차 단위의 신용스프레드 상승 충격이 3회 발생
  - ③ 세 번째 시나리오에서는 같은 기간 중 2표준편차 단위의 신용스프레드 상승 충격이 3회 발생하는 것을 가정

표 3. 미국 통화정책 정상화 시나리오

	2019.1Q	2Q	3Q	4Q	2020.1Q	2Q	3Q	4Q
정책금리	-	+25bp	+25bp	+25bp	-	+25bp	-	-
기간스프레드	+3bp	+3bp	+3bp	+3bp	+3bp	+3bp	+3bp	+3bp
신용스프레드								
시나리오 1 : 금융시장 안정	-	-	-	-	-	-	-	-
시나리오 2 : 금융시장 다소 불안정		+1SD		+1SD		+1SD		
시나리오 3 : 금융시장 불안정		+2SD		+2SD		+2SD		

주: 1) 정책금리 경로는 미 연준 Federal Funds Rate projection의 중간값 참고

2) 기간스프레드 경로는 골드만삭스(2018. 1) 자료 참고

자료: 저자 작성

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

### ① 최근 경제구조가 유지될 경우 가정

- 금융시장에 미칠 충격의 크기: 신용스프레드 150bp, 장기금리 81bp, 환율 5.3% 상승
- 자본유출입: 분기 GDP 대비 0.1% 純유출될 것으로 예상
  - 외국인의 국내증권투자 유출(채권투자 GDP 대비 2.1%, 주식투자 4.6%)에도 불구하고 내국인의 해외증권투자(채권투자: 3.9%, 주식투자: 2.6%) 자금이 환류되어 외국인 자본유출을 상쇄함에 따라 포트폴리오 투자 기준 純자본유출 규모는 소폭에 그칠 것으로 예상됨.

### ② 2000년대 중반의 경제구조 가정

- 금융시장에 미칠 충격의 크기: 신용스프레드 29bp, 장기금리 34bp, 환율 1.2% 상승
- 자본유출입: 분기 GDP 대비 2.2% 純유출될 것으로 예상
  - 외국인의 국내증권투자 유출(채권투자: GDP 대비 0.7%, 주식투자: 2.0%)
  - 내국인의 해외증권투자 환류(채권투자: 0.4%, 주식투자: 0.9%)

### ③ 글로벌 금융위기급 경제상황 가정

- 금융시장에 미칠 충격의 크기: 신용스프레드 345bp, 장기금리 193bp, 환율 8.0% 상승
- 자본유출입: 분기 GDP 대비 7.6% 純유입될 것으로 예상
  - 외국인의 국내증권투자 유출(채권투자: GDP 대비 1.6% 유입, 주식투자: 6.4% 유입)
  - 내국인의 해외증권투자 환류(채권투자: 10.9%, 주식투자: 1.4%)
- 금융위기 상황에서도 내국인 해외증권투자자금 환류가 기대되는 이유는
  - ① 2014년 이후부터 「내국인 해외증권투자자금 > 외국인 국내증권투자자금」 구조가 갈수록 공고화되는 추세
- 실제로 2010년 이후 최근까지의 내국인 해외 증권투자자금<sup>10)</sup>이 외국인의 국내증권투자자금<sup>11)</sup>을 상회
  - ② 국제금융시장 불안으로 신흥국의 수익률 하락 시 신흥국에 투자된 내국인투자자금의 환류
  - ③ 환율 상승에 따른 환차익 실현기회 발생

10) 분기 평균 124억 달러: 채권(37억 달러), 주식(87억 달러).

11) 분기 평균 91억 달러: 채권(40억 달러), 주식(51억 달러).

표 4. 변수 누적 반응(2019~20년)

(단위: %)

	신용 스프레드	장기 금리	환율	외국인 채권	외국인 주식	해외 채권	해외 주식	금융 계정
<b>경제여건: 최근</b>								
시나리오 1: 금융시장 안정	-0.10	-0.11	0.10	-0.11	-0.03	0.54	-0.12	-0.56
시나리오 2: 금융시장 다소 불안정	0.68	0.37	2.67	-1.10	-2.31	-1.70	-1.38	-0.34
시나리오 3: 금융시장 불안정	1.50	0.81	5.25	-2.08	-4.60	-3.94	-2.64	-0.11
<b>경제여건: 2000년대 중반 미국 금리 인상</b>								
시나리오 1: 금융시장 안정	0.15	0.56	0.18	-0.59	0.21	-0.29	-0.11	0.03
시나리오 2: 금융시장 다소 불안정	0.34	0.39	0.69	-0.65	-0.91	0.05	-0.52	-1.09
시나리오 3: 금융시장 불안정	0.29	0.34	1.19	-0.71	-2.03	0.39	-0.92	-2.21
<b>경제여건: 글로벌 금융위기</b>								
시나리오 1: 금융시장 안정	-0.16	0.35	0.05	-0.16	0.50	0.45	0.06	-0.17
시나리오 2: 금융시장 다소 불안정	1.91	1.03	4.05	0.72	-2.93	-5.24	-0.67	3.70
시나리오 3: 금융시장 불안정	3.45	1.93	8.04	1.59	-6.35	-10.93	-1.40	7.56

주: 1) 자본유출입은 GDP 대비.

2) 신용스프레드와 장기금리는 2019~20년 중 최대 반응 기준.

3) 환율 및 자본유출입 변수는 2019~20년 누적 반응 기준.

4) 금융계정에서 대출 및 차입은 제외.

자료: 저자 작성.

그림 4. 변수 누적 반응 요약(2019~20년)

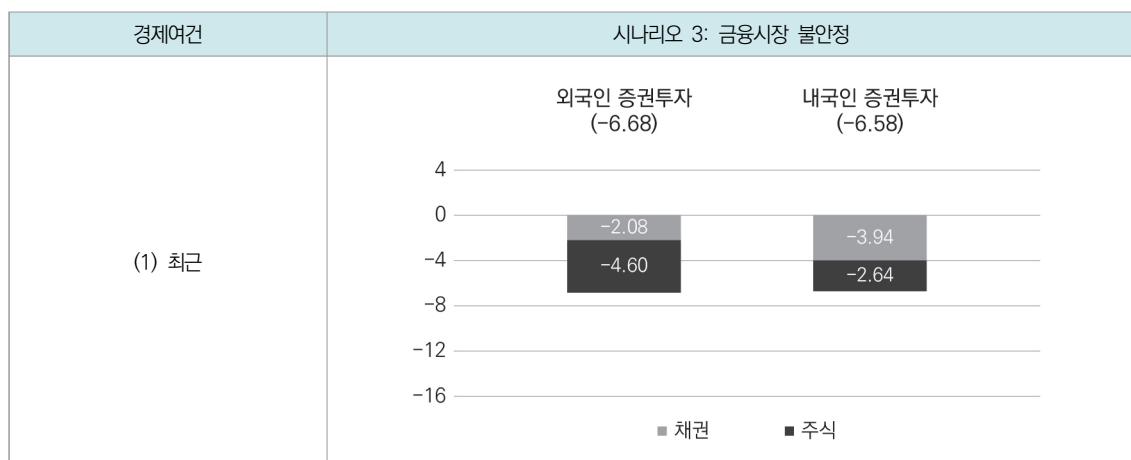
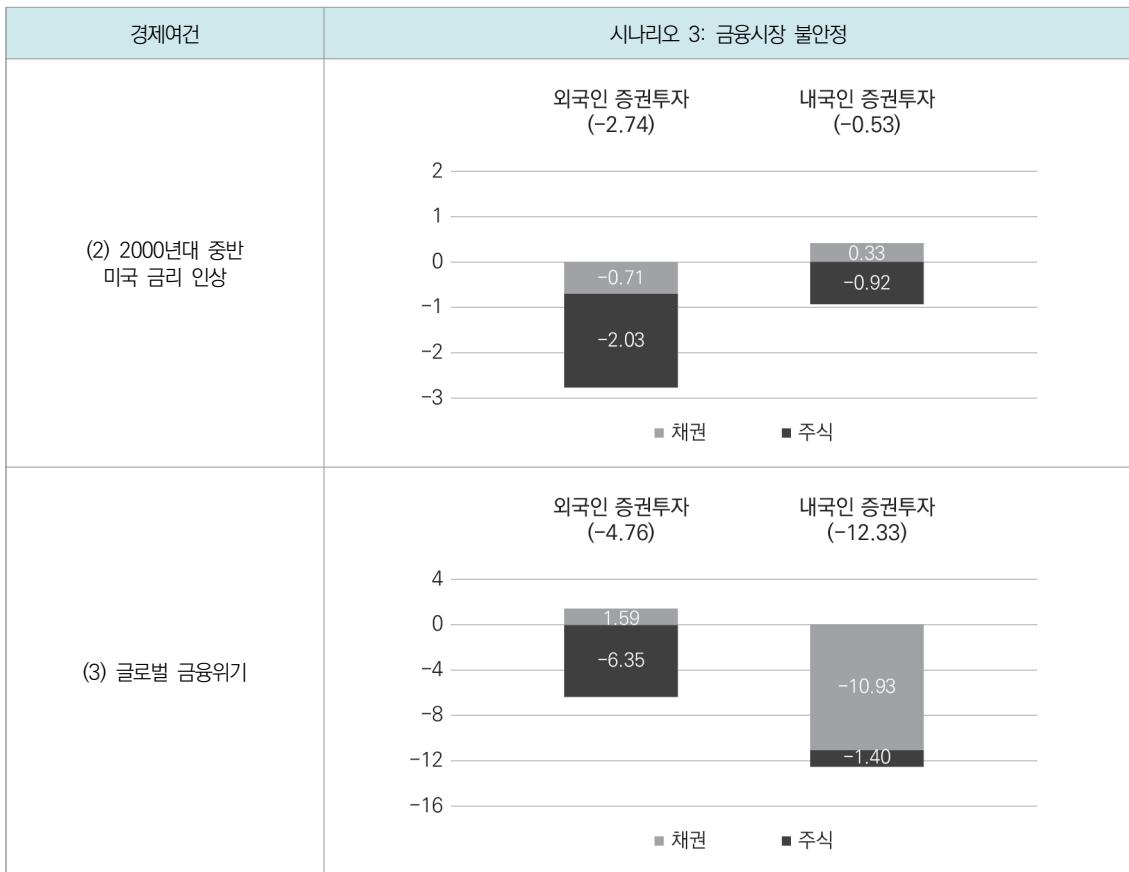


그림 4. 계속



주: ( ) 안은 채권과 주식의 합계.

자료: 저자 작성.

### 3. 정책 제언

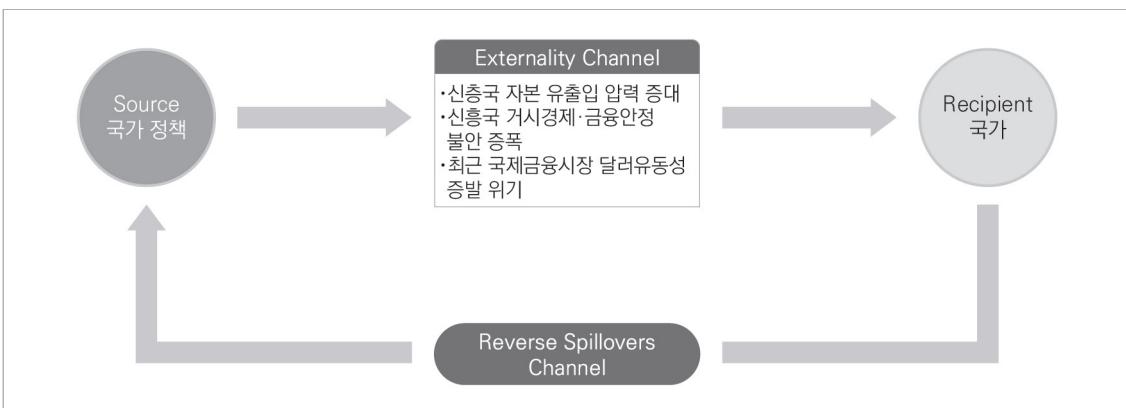
#### 1) 선진국 통화정책이 초래한 외부효과의 심각성에 대한 문제 제기

- 금리 인상이 주변국에 끼치는 경제적 외부효과(자본유출 리스크 등 externalities)의 부작용을 G20 재무 장관·중앙은행총재회의, IMF 연차총회, BIS 중앙은행 총재회의 등을 통해 제기할 필요
  - 파월 의장의 주장은 美 금리 인상 충격이 부작용을 초래하더라도 이를 미국 때문이라고 비판하지 말고 신흥국이 자체적으로 대응하라는 뜻으로 해석됨.
  - 하지만 미국 금리가 시차를 두고 신흥국 자본유입에 영향을 미치는 것으로 나타나므로, 이는 파월 의장의 주장("신흥국으로의 대규모 자본유입은 미 연준 기준금리 인하 전부터 시작")에 대

해 재평가가 필요함을 시사

- 「자금 방출국가(source countries)- 자금 도착지 신흥국(recipient counties)」 간 국제자본 흐름이 초래하는 외부효과에 대한 객관적인 분석을 G20 플랫폼을 통해 IMF, OECD, BIS 등에 요구하는 것도 한 방안이 될 것임.
- 아울러 선진국 정책이 신흥국에 끼치는 외부효과의 부작용이 클수록 신흥국 위기가 선진국에 되돌아가는 리스크(reverse spillovers)도 동시에 커지므로 국가간 정보 공유 등 협력을 더욱 공고히 할 필요성을 G20 등 국제회의를 통해 강조

그림 5. 선진국 통화정책의 외부효과

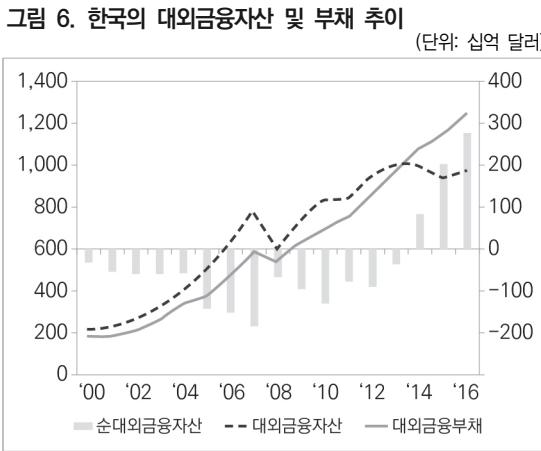


자료: 저자 작성.

## 2) 통화정책은 자본흐름 패턴 변화를 감안할 필요

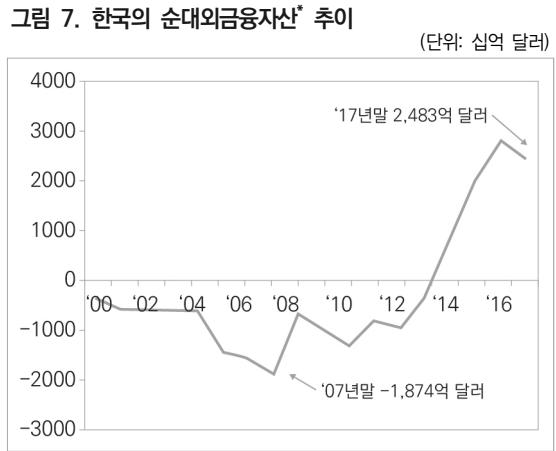
- 최근 내국인의 해외투자자금이 위기 시 국내로 환류되면 '외환 안전망' 역할을 수행하게 되므로 이러한 자본흐름의 구조 변화를 통화정책 운용 시 감안해야 함.

- 그동안 내외 금리차 확대는 곧바로 자본유출로 이어진다는 우려가 컸지만, 2014년 이후 「내국인 해외 증권투자자산 > 외국인 국내 증권투자」 구조 정착 및 내국인 해외투자자금의 환류 가능성 상승 등으로 「내외 금리차 확대→자본유출 증가」 리스크가 과거보다 줄어들었음(그림 6, 그림 7 참고).
- 금융 불안 상황 발생 시 내국인 해외자산이 국내로 환류되면서 외화유동성 위기 발생을 억제시키는 '안전망' 역할을 수행하므로, 민간의 해외자산투자 확대를 통해 대외지급능력 및 대외건전성이 강화될 수 있음.



주: 국제투자대조표(IIP).

자료: 한국은행 경제통계시스템(검색일: 2018. 11. 1).



주: \* 순대외금융자산=대외금융자산-대외금융부채.

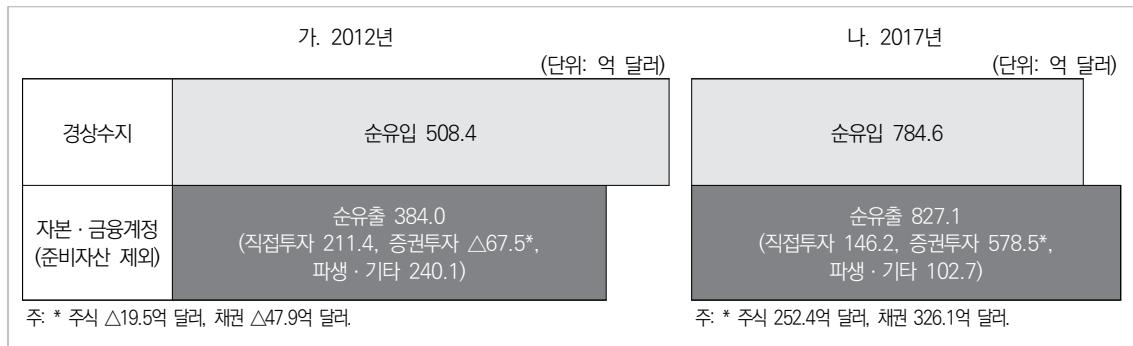
자료: 한국은행 경제통계시스템(검색일: 2018. 11. 1).

### 3) 「경상수지 흑자 ⇌ 내국인 해외투자 증가」의 선순환구조를 정착시켜나갈 필요

- 내국인 해외투자자금의 경우 위기 시 국내로 환류되면 외화유동성 안전망의 역할을 하게 됨에 따라 정책 활용도가 갈수록 높아질 것으로 기대

- 경상수지 흑자가 국내에 머물기보다 내국인의 해외자산투자로 이어지면 원화 강세 압력이 완화 될 뿐만 아니라 금융불안 상황 발생 시 국내로 환류되어 외화유동성 위기 발생을 억제하는 순기능 기대
- 내국인 증권투자의 경우 2012년 67억 5,000만 달러 순유입에서 2017년에는 국내 보험사, 자산운용사 등의 해외투자에 힘입어 578억 5,000만 달러 순유출로 급격히 증가(그림 8 참고)
- 따라서 내국인 해외투자 증가추세가 꺾이지 않도록 정책적 관심을 기울여 「경상수지 흑자 ⇌ 내국인 해외투자 증가」의 선순환구조를 정착시켜나갈 필요

**그림 8. 국제수지표상 외환 수급**

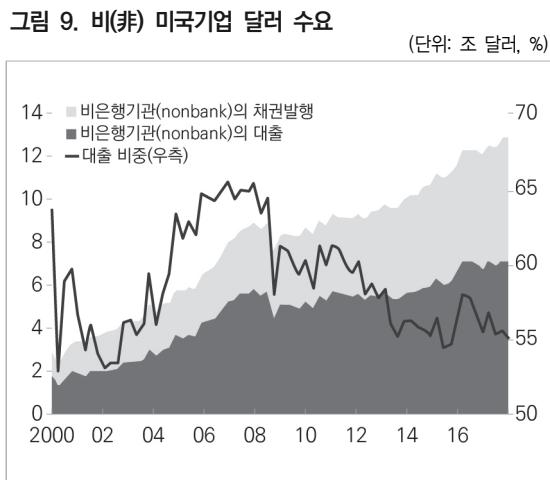


자료: 한국은행 경제통계시스템(검색일: 2018. 11. 1).

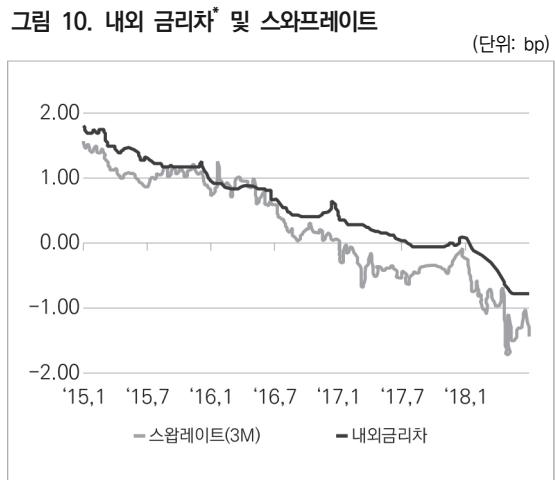
#### 4) 외화유동성 확보 수단인 ‘외화예금’을 활성화할 필요

##### ● 미 통화정책 정상화가 초래하는 자본유출 압력에 대응하여 외화예금을 활성화할 필요

- 美 통화정책 정상화 과정에서 달러 유동성 조달 문제(US Dollar funding risk)가 국제금융시장의 민감한 리스크 요인으로 주목받고 있음.
  - 美 달러화 표시자산(US dollar-denominated assets) 수요는 미국 이외의 지역(우리나라 포함)에서 빠르게 증가하고 있음(그림 9 참고).
  - 국내 외화자금시장에서 스와프레이트의 마이너스(-) 하락 폭이 확대되고 있는바, 이는 보험사 등 금융사의 美 달러화 단기자금 조달여건이 어려움을 시사(그림 10 참고)



자료: IMF(2018), Figure 1.23, p. 41.



주: \* 통인체 금리(3개월)-LIBOR(3개월).

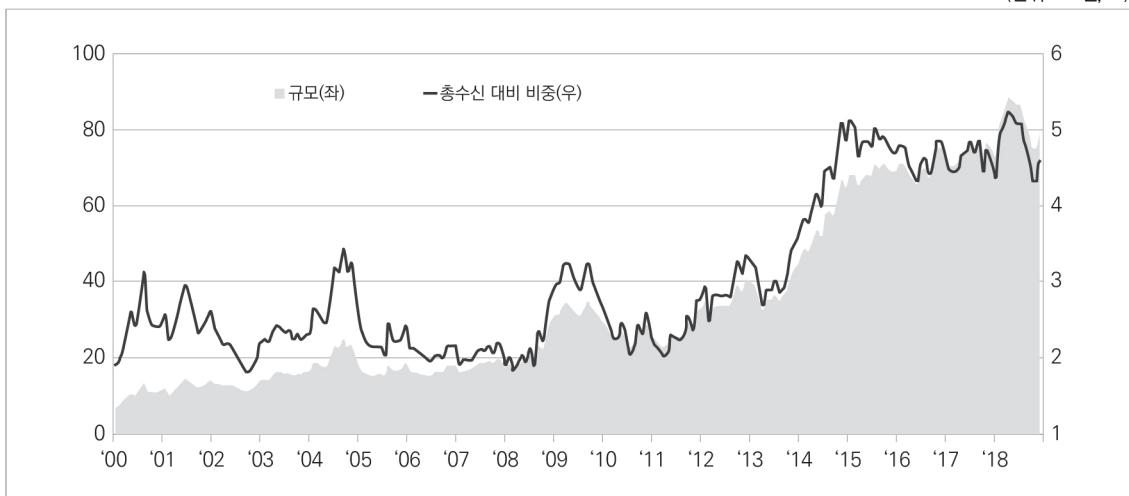
자료: Bloomberg(검색일: 2018. 6. 8).

- 미국 통화정책 정상화 과정에서 국제금융시장 불안 발생 가능성성이 높으므로 외환보유액 확충, 중앙은행 통화스와프 등을 통한 외화유동성 확보에 정책적 노력을 지속해나가야 함.
- 이러한 관점에서 외화예금은 외화유동성 공급, 스와프시장 왜곡 해소, 해외충격 완화 등의 긍정 효과가 기대되는바 지속적인 확대를 도모할 필요(그림 11 참고)
- 따라서 외화예금 활성화를 위해 외화예금 조달 측면에서 ① 장기 외화예금에 대해 한시적 세제 혜택 부여 ② 이자소득세 차등 과세(원화예금의 경우 15.4%)<sup>12)</sup> ③ 위기 시 비거주자 외화예금의 국내 환류방안 강구를 고려할 필요

12) 외화예금의 경우 이자소득세 납부 후에도 환손실 리스크에 노출.

그림 11. 은행의 거주자 외화예금 추이

(단위: 조 원, %)



자료: 한국은행 경제통계시스템(검색일: 2018. 11. 1).

## 5) 향후 정책금리 경로에 대한 소통 노력을 강화할 필요

- 한국은행은 통화정책 운용과정에서 예상되는 정책금리 경로에 대해 금융시장과의 소통 노력을 배가시켜나갈 필요
  - Hallvarsson and Hallvarsson(2010)은 위기상황에서는 금융안정 관련 주요 당사자간 커뮤니케이션(crisis communication)이 활성화되어야 금융시장에 미칠 충격이 누그러짐을 지적
  - 2015년 이후의 미국 정책금리 인상은 우리나라 금융시장 및 자금유출입에 큰 영향을 미치지 않았는데, 이는 미 연준이 금리인상 예상경로를 사전에 공표하는 포워드 가이던스(forward guidance)를 통한 소통노력을 강화해 시장에 미칠 충격을 줄였기 때문이라는 견해가 지배적
  - 국내 통화정책에서도 선제적 예고를 통한 소통 노력의 정책효과를 기대할 수 있을 것 **KIEP**