금융불안지수 개발과 금융불안 요인 변화 분석

정영식 대외경제정책연구원 세계지역연구센터
신남방경제실장
ysjeong@kiep.go.kr

최혜린 대외경제정책연구원 국제거시금융실
국제거시팀 부연구위원
hlchoi@kiep.go.kr

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

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

고덕기 연세대학교 경제학과 박사과정
ejrl79@naver.com

KIEP 대외경제정책연구원
Korea Institute for International Economic Policy

1. 연구의 배경 및 목적

- **2008년 글로벌 금융위기 이후에 크고 작은 금융불안이 반복되고 있고, 향후에도 글로벌 금융불안이 발생할 가능성이 있음.**
  - 2010년 이후 유럽 재정위기, 2013년 미국의 양적완화 축소 발작(Taper tantrum), 2014년 이후 자원가격 급락, 중국경제 경착륙 우려 등에 따라 금융불안이 발생하였음.
  - 최근에도 미·중 통상분쟁, 미국의 금리인상, 브렉시트, 중국 및 신흥국 경제불안 등으로 국내외 금융시장이 불안한 모습을 보이고 있고, 향후에도 세계경제 불확실성 확대 등으로 금융불안 양상이 반복될 것으로 보임.
    - ○ 향후 통상 및 환율 정책, 재정 및 통화 정책 등 경제적 측면에서의 자국우선주의와 보호주의가 심화될 뿐만 아니라 외교, 군사, 안보 측면으로 확산될 가능성이 있기 때문

- **이러한 가운데 한국의 대외부문 건전성이 과거에 비해 크게 개선되기는 했지만 한국은 무역 및 금융 개방도가 높아 대외 충격 고조에 따른 금융불안 가능성을 배제하기는 어려움.**

- **금융불안은 금융경로와 경제심리를 통해 실물경제에도 부정적인 영향을 미치므로 만약의 사태에 대비해 금융불안을 완화하는 노력이 필요**
  - 금융불안은 부(wealth) 감소, 실질구매력 감소, 자금조달 비용 상승, 경제 심리 위축 등을 거쳐 실물경제에 부정적으로 영향
  - 금융위기는 자본 및 노동 등 생산요소 투입의 급격한 감소, 금융중개기능 약화, 연구개발투자와 인적자본 투자 위축에 따른 생산성 하락 등을 유발해 잠재성장률 하락에도 영향

- **이에 따라 본 연구는 금융불안을 측정할 수 있는 금융불안지수를 개발하고, 이를 활용하여 한국과 신흥국의 금융불안 결정요인 변화 분석과 미국 금리인상, 중국 금융불안, 통상불확실성 등 다양한 대외충격이 한국 금융불안에 미치는 영향분석을 수행**
  - 이를 바탕으로 금융불안 리스크에 대응하고 금융불안을 완화할 수 있는 정책적 시사점을 제시

2. 조사 및 분석 결과

1) 금융불안지수 개발

- **금융불안지수는 현재 금융시장의 불안(stress)의 수준을 연속적인 단일수치로 나타낸 것임.**
  - 금융불안지수는 기존의 금융위기 관련 연구들이 위기 발생 여부를 간단한 2진(binary) 변수로만 측정하고 현재의 금융불안수준(severity)을 측정하는 데 소홀했다는 점을 보완하려는 목적으로 캐나다 중앙은행의 Illing and Liu(2003)가 최초로 개발하여 널리 사용
  - 금융불안지수는 연속적인 변수로써 극단적인 값을 가질 경우를 금융위기로 정의

- **KIEP 금융불안지수는 구성변수 선택, 가중합산방법 선택, 임계치 설정 등 세 단계를 거쳐 산출**

- **[구성변수] 금융시장을 자금중개시장, 외환시장, 주식시장 등 3개 부문으로 나누고 각 부분별로 대표 변수를 선정하여 9개 구성변수로 산출**
  - 자금중개시장에서는 은행업 주가의 상대변동성 또는 은행업 베타, TED 스프레드, 신용 스프레드, 국가간 스프레드 등 4개 변수가, 외환시장에는 환율 변동성, 환율 절하율, 외환보유액 감소율 등 3개 변수가, 주식시장에는 주가 변동성, 주가 하락률 등 2개 변수가 포함

표 1. KIEP 금융불안지수의 구성변수와 산출방법

구성변수		산출방법
자금중개시장	은행업 주가의 상대변동성	r: 일일 은행업 주가 변동률 m: 일일 종합주가지수 변동률 t: 해당 월(month) $\sigma^{r_t}/\sigma^{m_t}$
	은행업 베타	$cov_t(r,m)/var_t(m)$
	TED 스프레드	CP(3개월)금리 - 통안채(1년)금리
	신용 스프레드	회사채(3년, AA-)금리 - 국채(3년)금리
	국가간 스프레드	국채(5년)금리 - 미국채(5년)금리
외환시장	환율 변동성	원/달러 환율 일일 변화율의 월별 표준편차
	환율 절하율	원/달러 환율의 전년동월대비 절하율
	외환시장압력지수	외환보유액 감소율(전월대비)
주식시장	주가 변동성	주가지수 일별수익률의 월별 표준편차
	주가 하락률	전년동월대비 주가지수 하락율

주: 은행업 주가의 상대변동성과 은행업 베타를 번갈아 사용하여 두 가지 지수를 도출.
자료: 저자 작성.

- **[가중합산방법] 각 시점별 변수에서 평균을 뺀 후 표준편차로 나누어 단위를 통일시킨 후(표준화한 이후) 동일한 가중치를 사용하여 단순합산하는 방식인 동일분산 가중(equal-variance weight) 합산방법을 사용**
  - 합산 후에는 용이한 해석을 위해 최댓값이 100, 최솟값이 0이 되도록 단위(scale)를 조정

- **[임계치 설정] 금융불안수준을 안정, 불안, 위험 단계로 분류하고 위험단계의 임계치는 IMF 연구 등을 따라 '평균+표준편차x1.5'로 설정하고 불안단계의 임계치는 '평균'으로 설정**
  - 이러한 임계치는 각 국가의 장기적 평균에 비해 현재의 금융불안수준이 얼마나 높은지를 판단하는 상대적인 개념

- **이러한 KIEP 금융불안지수 산출방법을 여타 신흥국(MSCI 기준)에도 적용하여 개별 신흥국들의 금융불안지수도 산출**
  - 구성변수 중 채권시장의 신용 스프레드는 신흥국 회사채 시장의 미발달로 제외하였고 일부 변수의 경우 데이터 가용성이 제한됨에 따라 대리지표(proxy)를 사용

그림 1. KIEP 금융불안지수 추이

A. 은행업 주가의 상대변동성을 사용한 경우

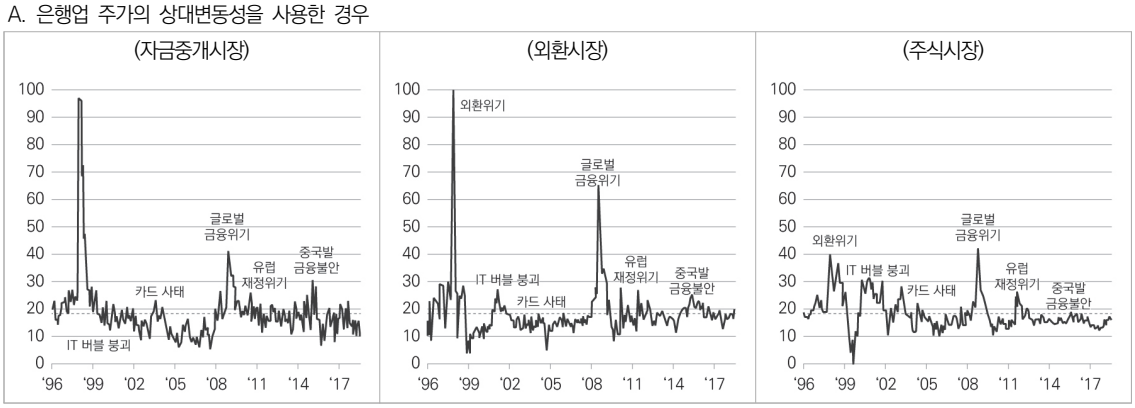
B. 은행업 베타를 사용한 경우

주: 최댓값이 100, 최솟값이 0이 되도록 조정한 수치.
자료: 저자 계산.

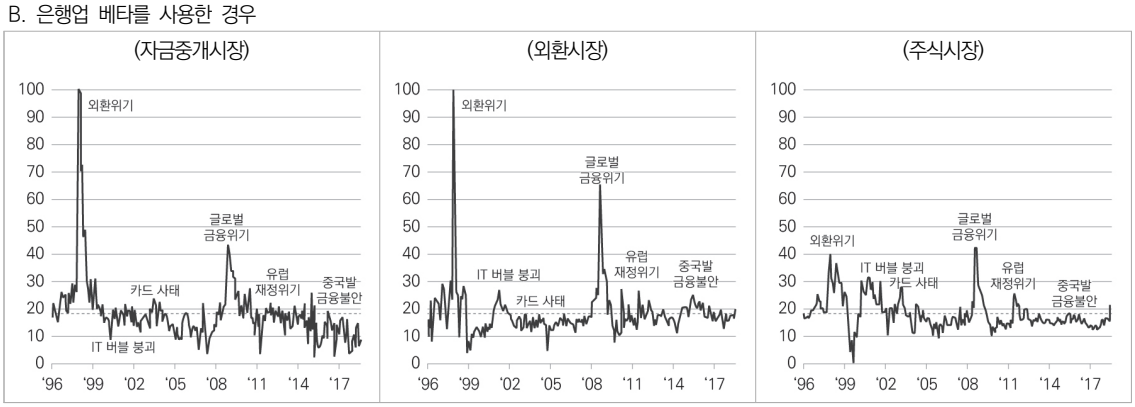
- **[산출 결과- 한국] KIEP 금융불안지수는 외환위기, 글로벌 금융위기 등의 한국의 주요 금융위기 기간과 IT 버블붕괴, 카드사태, 유럽 재정위기 등 주요 금융불안 시기를 잘 포착하는 것으로 나타났음(그림 1).**
  - 외환위기와 글로벌 금융위기 기간의 KIEP 금융불안지수 수준을 비교해보면 최고치가 각각 100.0과 50.0으로 나타나, 금융불안의 수준이 외환위기가 금융위기의 2배 정도 되는 것으로 나타났음.
  - 부문별로는 외환위기 시기에는 자금중개시장과 외환시장의 불안이 상대적으로 컸던 반면, 금융위기 시기에는 외환시장과 주식시장의 불안이 큰 것으로 나타났음(그림 2).

그림 2. 금융시장의 각 부문별 불안 추이

A. 은행업 주가의 상대변동성을 사용한 경우



B. 은행업 베타를 사용한 경우



주: 세 가지 부문의 최댓값이 100, 최솟값이 0이 되도록 조정한 수치.
자료: 저자 계산.

  - 2018년 10월 기준으로 한국 금융시장은 KIEP 금융불안지수가 불안 임계치인 장기 평균을 하회하는 등 안정기로 나타나고 있으나, 미·중 통상분쟁 심화가 환율 및 주가에 부정적인 영향을 미치면서 2017년 말에 비해 KIEP 금융불안지수가 소폭 상승하였으며, 부문별 기여도는 외환시장과 주식시장이 높게 나타났음(표 2).

표 2. 주요 금융불안지수 상승기의 부문별 기여도 및 기여율

가. 은행업 주가의 상대변동성을 사용한 경우					
	금융불안지수		자금중개시장	외환시장	주식시장
외환위기	1997년 5월	12.4	35.6	42.4	9.6
	1997년 12월	100.0	(40.6%)	(48.4%)	(11.0%)
금융위기	2008년 5월	12.5	4.8	20.2	12.5
	2008년 10월	50.0	(12.7%)	(53.9%)	(33.4%)
최근	2017년 12월	3.9	-2.9	3.3	3.7
	2018년 10월	8.0	(-69.6%)	(79.4%)	(90.2%)
나. 은행업 베타를 사용한 경우					
	금융불안지수		자금중개시장	외환시장	주식시장
외환위기	1997년 5월	15.0	35.3	40.5	9.2
	1997년 12월	100.0	(41.5%)	(47.6%)	(10.8%)
금융위기	2008년 5월	14.6	5.2	18.8	11.6
	2008년 10월	50.3	(14.7%)	(52.7%)	(32.6%)
최근	2017년 12월	0.0	0.2	3.3	3.7
	2018년 10월	7.2	(2.8%)	(45.5%)	(51.7%)

주: ( ) 안은 기여율을 의미.
자료: 한국은행, 경제통계시스템; Bloomberg(검색일: 2018. 11. 13)를 이용하여 저자 계산.

- **[산출 결과- 신흥국] 최근 들어 터키, 중국, 멕시코, 러시아 등의 금융불안이 고조되고 있는데, 이는 주로 외환시장의 불안에 기인**
  - 글로벌 금융위기 당시에는 터키와 멕시코의 경우 외환시장이 중국, 러시아 등은 주식시장이 전체 금융불안에 가장 많은 영향을 주었음.

그림 3. 터키, 중국, 멕시코, 러시아 금융불안지수

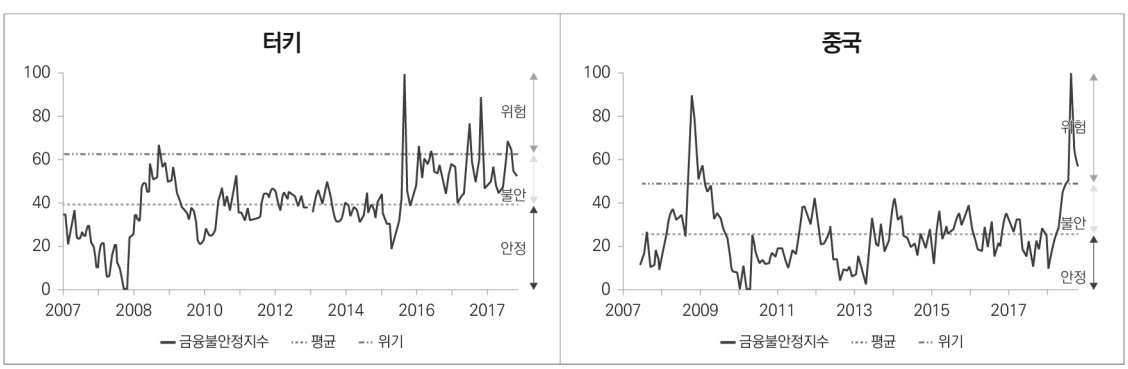
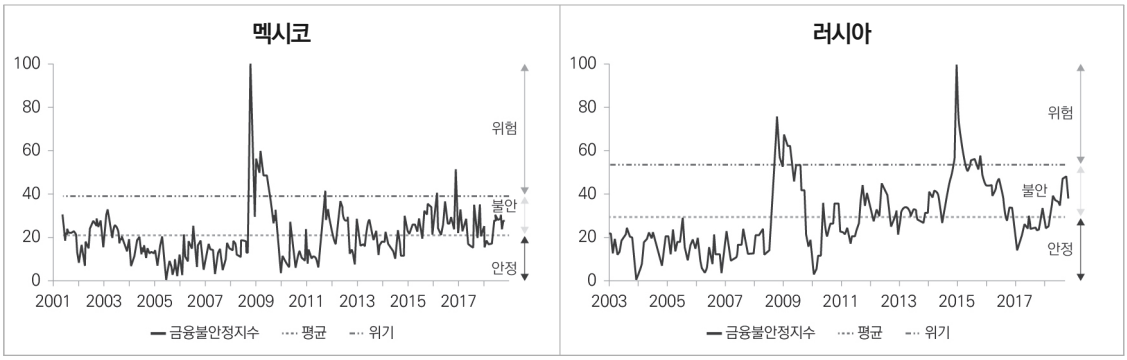


그림 3. 계속



주: 위험단계는 금융불안지수가 평균+1.5σ(표준편차)를 상회한 경우, 불안단계는 평균치와 위험단계 사이 구간.
자료: 저자 작성.

2) 글로벌 금융위기 전후 금융불안요인 변화 분석

① 신흥국 패널분석

- **신흥국의 금융불안 결정요인 변화를 살펴보기 위해 고정효과(fixed effect) 패널분석을 실시**
  - [분석자료] 1999년 1분기부터 2018년 2분기까지 기간 중 MSCI 신흥국 중 자료 확보가 가능한 17개 국가의 거시경제자료를 이용
  - [분석방법] 분석기간을 글로벌 금융위기 전후 기간으로 구분하여 분석결과를 비교
  - [분석모형] KIEP 신흥국 금융불안지수를 종속변수로 두고 중 GDP 대비 외국인 증권(주식, 채권)투자 비율과 GDP 대비 외국인 기타 투자비율을 관심변수로 설정

$$EKFS_{i,t} = \alpha + \beta \times FOC_{i,t} + r \times DOM_{i,t-1} + q \times GLO_{i,t} + V_i + e_{i,t}$$

  ○ EKFS는 신흥국별 금융불안지수, V_i 국가별 관측되지 않는 요인을 통제하기 위한 고정효과(fixed effect), 설명변수 중 FOC는 관심변수로 국제수지상의 외국인증권투자, 외국인기타투자, 외국인주식투자, 외국인채권투자, 여타 통제변수로 DOM은 국내요인으로 경상수지 비율, 재정수지 비율 등이고, GLO는 글로벌 요인으로 글로벌 상품가격지수 증가율, 글로벌 통상리스크 증가율, 실질 세계GDP 증가율 등

- **패널분석 결과 외국인 증권투자 및 기타 투자비율이 신흥국 금융불안지수에 미치는 영향이 금융위기 전후로 다르게 나타남.**
  - 글로벌 금융위기 이후 외국인 증권투자비율의 경우 신흥국 금융불안지수에 미치는 민감도가 확대되었으나, 기타 투자비율의 경우에는 축소된 것으로 분석

○ 금융위기 이후 풍부한 글로벌 유동성이 바젤3 등 은행에 대한 금융규제 강화로 인해 은행을 통한 자금흐름이 축소된 반면, 상대적으로 금융규제가 은행권에 비해 느슨하면서도 투자수익률이 상대적으로 높은 주식 및 채권을 통한 자금흐름이 활발하였기 때문

- 외국인 증권투자를 외국인 주식투자와 채권투자로 구분한 분석에서도 외국인 주식 및 채권 투자비율의 경우 금융불안지수에 미치는 민감도가 금융위기 이후에 크게 확대된 반면, 기타 투자비율의 경우에는 큰 폭으로 축소

○ 특히 외국인 증권투자 중에서는 주식투자가 채권투자에 비해 민감도가 큰 것으로 나타났는데, 이는 증권투자가 채권투자에 비해 고수익 및 고위험 추구 성향이 강하게 나타나기 때문인 것으로 보임.

표 3. 분석결과(금융위기 이전 및 이후 기간)

		위기 前 '99Q1~'08Q2	위기 後 '09Q3~'18Q2	위기 前 '99Q1~'08Q2	위기 後 '09Q3~'18Q2
종속변수	신흥국금융불안지수	분석모형(1)	분석모형(1)	분석모형(2)	분석모형(2)
관심변수	외국인 증권투자비율(GDP 대비)	-0.073***	-0.126***		
	외국인 주식투자비율(GDP 대비)			-0.027	-0.201***
	외국인 채권투자비율(GDP 대비)			-0.087***	-0.113***
	외국인 기타 투자비율(GDP 대비)	-0.085***	-0.002	-0.085***	-0.002
국내요인	경상수지 비율(GDP 대비)	-0.054***	-0.195***	-0.048*	-0.192***
	재정수지 비율(GDP 대비)	0.010	-0.046**	0.021	-0.048**
해외요인	글로벌통상리스크 증가율(전년동기대비 %)	0.003***	0.001**	0.003**	0.001**
	글로벌상품가격지수 증가율(전년동기대비 %)	-0.004	-0.054***	-0.004	-0.054***
	실질 세계 GDP 증가율(전년동기대비)	-0.557***	0.160*	-0.541***	0.155*
Number of observations		415	577	374	575
Number of countries		17	17	17	17
Overall R-sq		0.28	0.27	0.25	0.27

주: 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.
2) 경상수지 비율과 재정수지 비율은 1기 시차변수(lagged variable) 이용.
자료: 저자 계산.

- **내생성 완화, 구조적 변화 고려, 추정방법의 다양화 등 세 가지 방향으로 강건성 검증(robustness check)을 수행한 결과, 앞절의 분석 결과와 유사한 결과가 나타남.**
  - 첫째, 내생성을 완화하기 위해 관심변수의 1기 시차를 적용하여 분석(표 4)
  - 둘째, 금융위기 전후 기간 분석에 대한 강건성 검증으로 기본 모형의 관심변수(외국인 자금흐름 변수)에 금융위기 이후 기간더미변수(교차항 더미)를 이용
  - 끝으로 오차항에 이분산성이나 자기상관을 고려한 GLS(Generalized Least Square) 방법을 적용하여 추정

표 4. 분석결과(관심변수에 1기 시차 적용)

종속변수	신흥국금융불안지수	분석모형(1)	분석모형(1)
관심변수	외국인 증권투자비율(GDP 대비)(t-1)	-0.096***	.
	외국인 주식투자비율(GDP 대비)(t-1)	.	-0.176***
	외국인 채권투자비율(GDP 대비)(t-1)	.	-0.083***
	외국인 기타 투자비율(GDP 대비)(t-1)	0.002	0.003
국내요인	경상수지 비율(GDP 대비)(t-1)	-0.158***	-0.148***
	재정수지 비율(GDP 대비)(t-1)	-0.010	-0.016
해외요인	글로벌통상리스크 증가율(전년동기대비 %)	0.001**	0.001**
	글로벌상품가격지수 증가율(전년동기대비 %)	-0.042***	-0.044***
	실질 세계 GDP 증가율(전년동기대비)	-0.481***	-0.442***
Number of observations		1,061	1,012
Number of countries		17	17
Overall R-sq		0.34	0.33

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.
자료: 저자 계산.

② 한국 시계열분석(Recursive least squares)

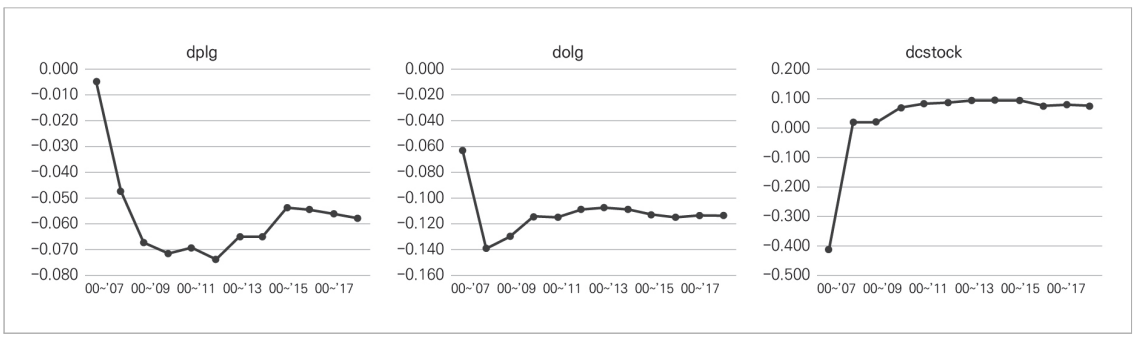
- **한국만을 대상으로 글로벌 금융위기 전후 한국금융불안지수 결정요인들의 동태적 변화를 반복최소자승법(Recursive leaset squares method)을 이용하여 분석**
  - [분석방법] 초기 분석기간(2000년 1분기~2007년 4분기)을 설정하고, 그 이후에는 분석기간을 1년씩 늘려갈 경우 2018년 2분기까지 총 12번의 추정결과를 구할 수 있으며 이를 바탕으로 관심변수의 동태적 변화를 추적
  - [분석모형] KIEP 한국 금융불안지수를 종속변수로 두고 관심변수, 국내요인, 글로벌 요인을 설명변수로 설정

$$KKFS_t = \alpha + \underbrace{\beta_1 PLG_t + \beta_2 OLG_t}_{\text{관심변수}} + \underbrace{\beta_3 CA_{t-1} + \beta_4 GRES_{t-1}}_{\text{국내요인}} + \underbrace{\beta_5 WCIL_t + \beta_6 CKFS_t}_{\text{글로벌요인}} + u_t$$

  - KKFS는 한국금융불안지수, 관심변수로 PLG는 외국인증권투자비율(GDP 대비), OLG는 기타 투자비율(GDP 대비), 국내요인변수로 CA는 경상수지 비율(GDP 대비), GRES는 외환보유액 비율(GDP 대비), 해외요인변수로 WCIL는 글로벌 상품가격지수, CKFS는 중국 주식시장 불안지수
  - 중국 금융불안지수는 시계열이 짧아 중국 금융불안지수의 하위 구성항목 중 시계열이 상대적으로 긴 주식시장 불안지수를 중국 금융불안지수의 대용치로 사용

- **추정 결과 글로벌 금융위기 이후 외국인 증권투자, 주식투자, 채권투자, 기타 투자는 모두 한국금융불안지수에 대한 영향력이 전반적으로 확대**
  - 다만 동태적으로는 금융위기 직후에 영향력이 크게 확대되었고, 그 이후에는 그 영향력이 전반적으로 지속
    - ○ 12번의 추정 결과 모두에서 외국인 증권투자 비율과 외국인 기타 투자 비율 상승은 한국의 금융불안지수 하락을 초래하였으며, 두 변수의 추정치는 금융위기 직후 큰 폭으로 하락한 이후 소폭 상승하거나 횡보
  - 패널분석 결과와 같이 금융위기 이후 기간에 외국인 증권투자 비율은 평균적으로 금융위기 이전 기간에 비해 음(-)의 추정치가 크게 하락하나, 기타 투자 비율의 경우에는 평균적으로 음(-)의 추정치가 소폭 하락에 그친 것으로 나타남.
  - 중국 주식시장불안지수는 한국 금융불안지수에 미치는 영향은 금융위기 직후 음(-)에서 양(+)으로 관계가 바뀌었으며 최근까지 양(+)의 관계가 지속
    - ○ 이는 글로벌 금융위기 이후 중국경제 리스크가 고조되고 있고, 이 과정에서 중국경제 의존도가 높은 한국이 타격받을 것이라는 우려가 고조됨에 따라 중국 주식시장불안지수와 한국 금융불안지수 간에 양(+)의 관계가 나타난 것으로 보임.

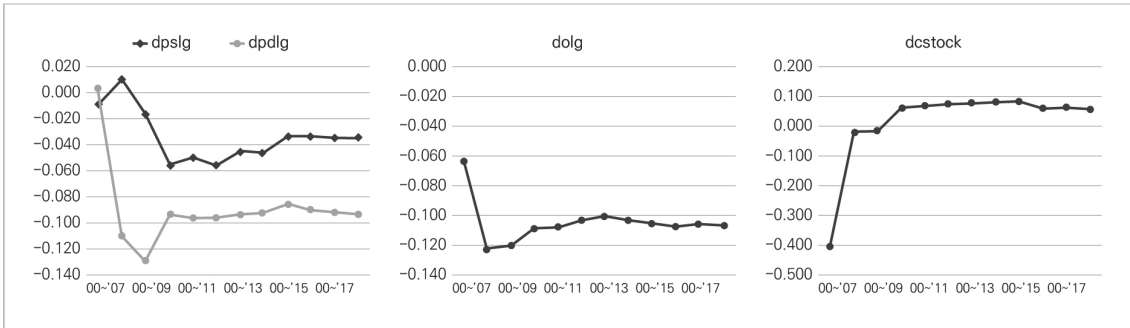
그림 4. 주요 변수의 추정치 변화 추이



주: dplg: 외국인 증권투자비율, dolg: 외국인 기타 투자비율, dcstock: 중국 주식시장 불안지수.
자료: 저자 계산.

  - 외국인 증권투자를 주식투자와 채권투자로 구분해 동일한 반복최소자승법을 통해 분석한 결과, 추정치 하락폭 측면에서 외국인 채권투자비율이 외국인 주식투자비율보다 크고, 추정치 수준(level) 측면에서도 지속적으로 낮은 수준을 유지
    - ○ 이는 글로벌 금융위기 이후 외국인 채권투자자금이 외국인 주식투자자금에 비해 보다 지속적이고 큰 규모로 유입되었기 때문

그림 5. 주요 변수의 추정치 변화 추이(주식투자와 채권투자로 구분)



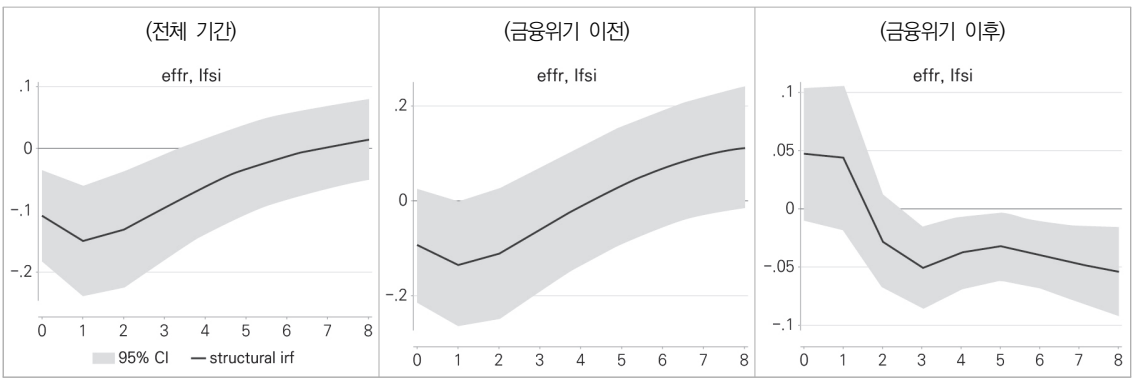
주: dpslg: 외국인 증권투자비율, dpdlg: 외국인 채권투자비율, dolg: 외국인 기타투자 비율, dcstock: 중국 주식시장 불안지수.
자료: 저자 계산.

3) 대외충격의 한국 금융불안 영향분석

- **미국의 금리인상, 중국의 금융불안, 글로벌 통상 리스크 등 외부충격이 한국 금융불안에 미치는 강도와 지속성을 분석**
  - 1999년 1분기부터 2018년 3분기 기간에 대해 분기별 분석을 실시하였으며, 미국 세인트루이스 연방준비은행의 실효정책금리, 블룸버그의 통상정책 불확실성 지수, 그리고 앞장에서 구축한 중국, 한국을 포함 신흥국의 금융불안지수 데이터를 활용
  - 방법론으로는 구조적 벡터자기회귀모형(SVAR)을 사용하여 변수간 상호 연관성과 내생성을 고려하였으며, 모형 내 변수간 충격식별관계를 지정해 현실성 있는 관계를 반영
  - 분석변수로 대외충격요인, 신흥국의 금융불안지수, 국내 금융불안지수를 고려하고, 국내 금융불안지수는 미국 금리 및 신흥국 금융불안에 영향을 주지 않고 미국 금리 및 신흥국 금융불안 공분산은 0을 가정함.

- **[미국금리 인상] 분석 결과에 따르면 미국 금리상승 충격에는 국내 금융불안지수가 낮아졌다가 서서히 회복**
  - 미국 금리상승에 따라 신흥국의 자본유출로 국내 금융불안이 높아질 것이라는 예측과는 상반되는 결과
  - 미국 금리상승은 미국 경제여건이 건실하고 지속적인 확장이 기대될 때 이루어지므로 미국의 금리인상은 한국 실물경제에 긍정적인 영향을 미치고 국내 금융불안을 낮추는 것으로 추측됨.
  - 금융위기 전후로 나눠 살펴보면 금융위기 이전은 위와 같은 결과를 보이는 반면, 금융위기 이후에는 미국 금리상승 시 금융불안이 심화되지만 1분기 이후 회복
  - 외환, 주식, 자금중개 시장별로 나누어 반응을 살펴보면 금융위기 이전에는 외환시장에서 미국 금리 변화에 민감하게 반응한 한편, 금융위기 이후에는 자금중개시장에서 가장 민감하게 반응

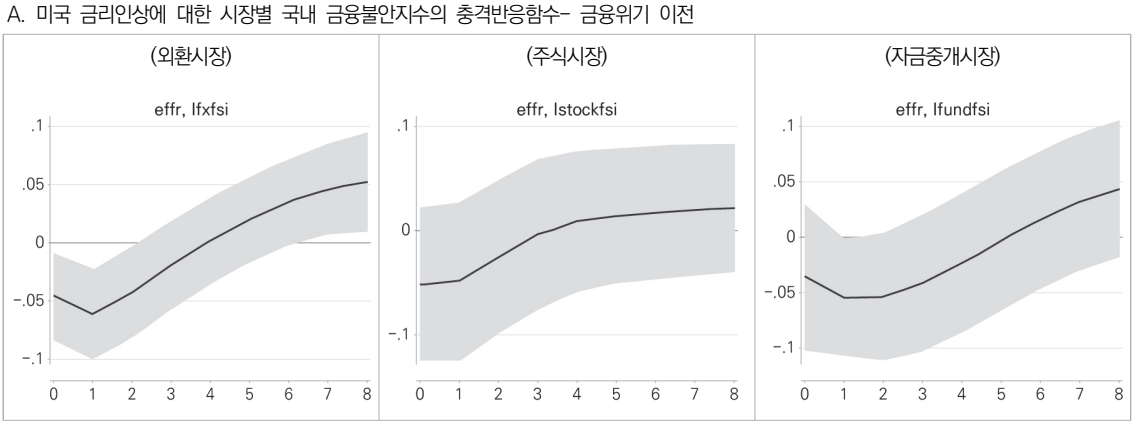
그림 6. 미국 금리인상에 대한 국내 금융불안지수의 충격반응함수



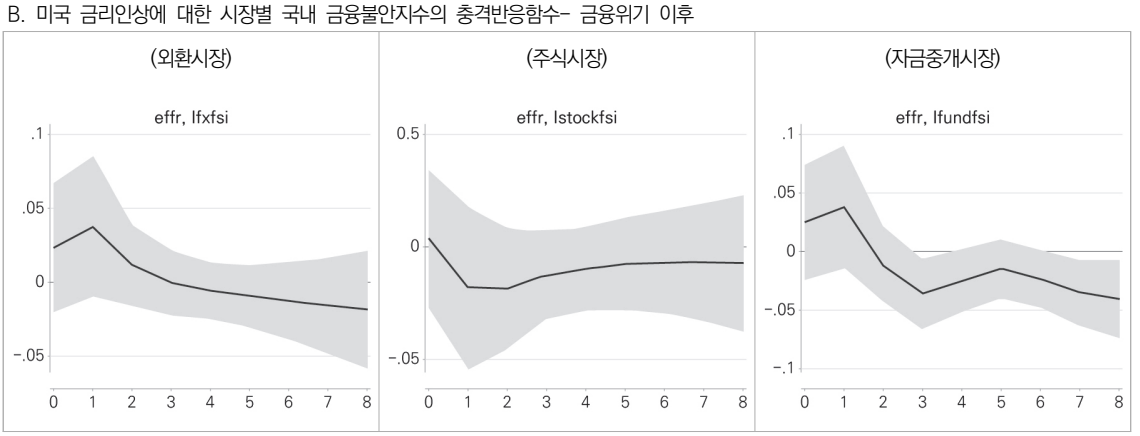
자료: 저자 계산.

그림 7. 금융시장의 각 부문별 불안 추이

A. 미국 금리인상에 대한 시장별 국내 금융불안지수의 충격반응함수- 금융위기 이전



B. 미국 금리인상에 대한 시장별 국내 금융불안지수의 충격반응함수- 금융위기 이후

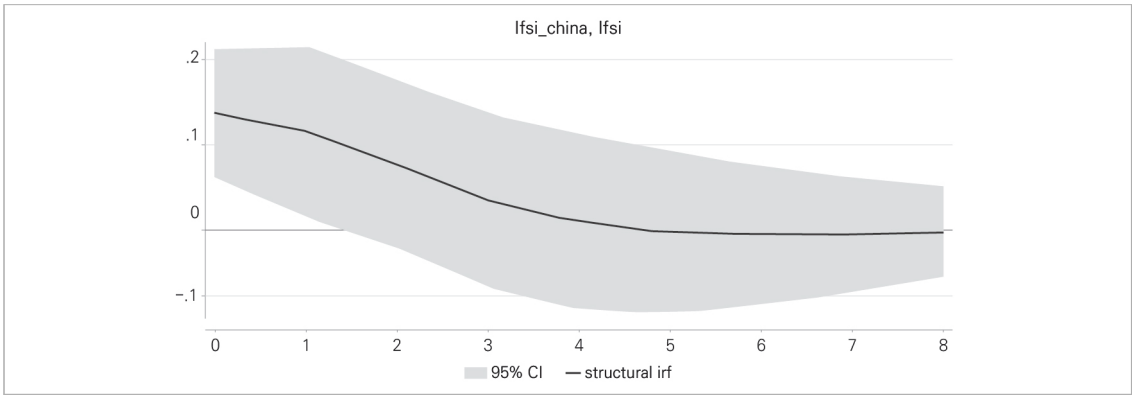


자료: 저자 계산.

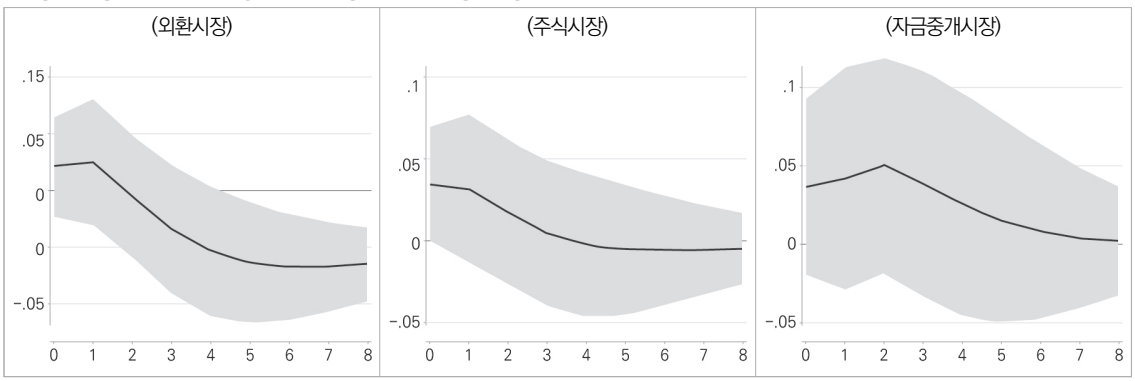
- **[중국 금융불안] 중국의 금융불안이 높아질 때 국내 금융불안 역시 심화되며 3분기까지 지속**
  - 한국경제는 중국과 무역 및 금융 등을 통해 긴밀히 연결되어 있어 중국 금융시장 불안에 대해 민감하게 반응하는 것으로 보임.
  - 시장별로는 외환시장에서 가장 민감하게 반응하고 주식 및 자금중개 시장에서는 유의한 영향이 나타나지 않음.

그림 8. 중국 금융불안에 대한 국내 금융불안지수의 충격반응함수

A. 중국 금융불안에 대한 국내 금융불안지수의 충격반응함수



B. 중국 금융불안에 대한 시장별 국내 금융불안지수의 충격반응함수



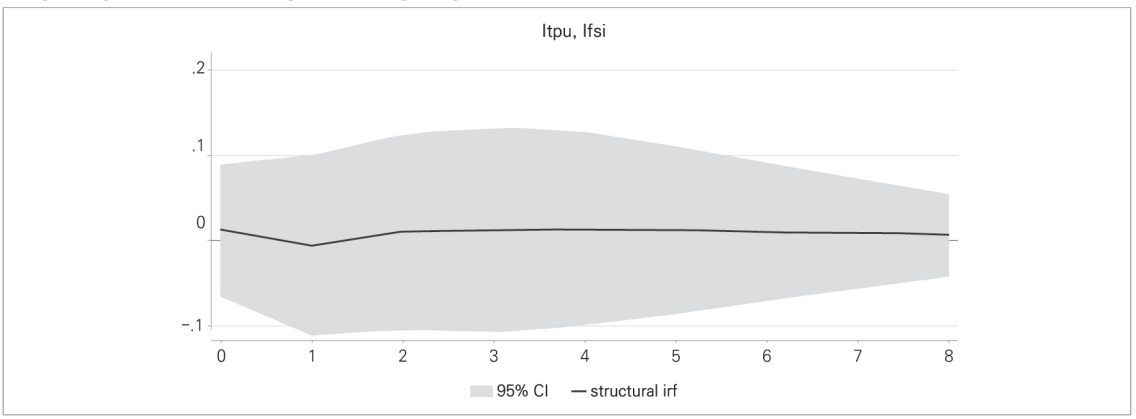
자료: 저자 계산.

- **[통상정책 불확실성] 최근 무역보호주의에 따른 통상정책 불확실성이 확대되면서 통상 불확실성 충격이 국내 금융불안지수에 미치는 영향을 분석한 결과, 통상 불확실성에 대한 충격은 국내 금융시장에 유의한 영향을 미치지 않은 것으로 나타남.**
  - 시장별로는 외환시장과 자금중개시장은 통상 리스크에 대해 거의 반응하지 않는 반면, 주식시장은 유의성은 높지 않으나 통상 리스크에 대해 양(+)의 반응을 보임.

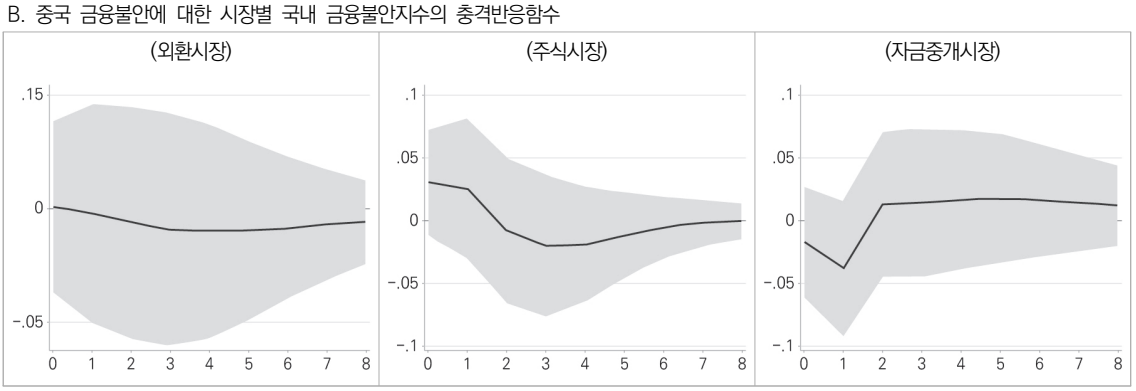
- 이는 통상정책의 불확실성이 수출기업의 실적에 대한 기대치 등에 영향을 미치기 때문인 것으로 추측됨.
- 통상 불확실성의 증가는 최근 미국 트럼프 정부 이후 더욱 가시화되었기 때문에 기존 데이터에 충분히 반영되지 못한 한계가 있을 수 있음.

그림 9. 통상 불확실성에 대한 국내 금융불안지수의 충격반응함수

A. 중국 금융불안에 대한 국내 금융불안지수의 충격반응함수



B. 중국 금융불안에 대한 시장별 국내 금융불안지수의 충격반응함수



자료: 저자 계산.

3. 정책 제언

1) 금융불안 모니터링 수단 강화

◉ 본 연구에서 개발한 KIEP 금융불안지수가 국내외 금융불안 상황을 모니터링할 수 있는 하나의 수단으로 활용

- KIEP 금융불안지수는 국내외 금융불안을 신속하고 체계적으로 모니터링할 수 있을 뿐만 아니라

주식, 외환, 자금중개 시장으로 구성되어 있어 금융불안을 야기하는 부문을 파악하는 것이 가능

- 또한 정책당국의 금융불안 단계별 대응체제 강화에 활용될 수 있을 것임.
  - ○ KIEP 금융불안지수는 안정, 불안, 위험 등 금융불안 단계별로 구분되어 있어, 각 단계별로 금융안정을 위한 정부의 대응 매뉴얼과 연계해 활용될 수 있을 것임.
  - ○ 한편 현재에는 신흥국 중심으로 금융불안지수가 개발되어 있는데, 향후 이를 주요 선진국 및 주요 지역으로 확장할 경우 이들 금융불안지수 간의 관계를 분석해 한국의 불안 경로 및 강도를 분석하는 데에도 활용
  - ○ KIEP 금융불안지수를 국제금융센터, 한국은행, 금융감독원 등에서 사용 중인 유사 지수와 병행 또는 연계해 활용할 수 있을 것임.

2) 금융불안 완화 방안 마련

- **주요 신흥국의 금융불안에 대한 모니터링을 강화하는 한편,, 그동안 한국 금융안정에 기여했던 기존 외환 건전성 조치를 완화하는 것은 시간을 두고 검토할 필요**
  - 2018년 한국의 경우 전반적인 금융불안지수 수준은 과거에 비해 크게 낮지만 상대적으로 외환 및 주식 시장의 불안이 높아지면서 불안지수가 상승

- **금융위기 이후 외국인 증권투자, 채권 및 주식 투자는 신흥국 금융불안지수에 미치는 민감도가 확대되었으나 외국인 기타 투자는 축소된 것으로 나타나, 외국인 채권 및 주식 투자자금에 대한 모니터링 강화와 이들 자금 유출에 따른 파급 영향분석 등 다각적으로 대응할 필요**
  - 외국인 증권투자자금 이탈에 대비해 글로벌 민간 기관투자자의 투자패턴을 파악하고, 외국 중앙은행 및 국부펀드와의 정기적 교류 및 핫라인 구축 등의 대응을 강화할 필요
  - 한편 금융안정을 위해 경상수지 흑자 기조를 유지하고, 중국 리스크에 대해 엄밀히 조사하는 것도 필요
    - ○ 금융위기 이후 경상수지, 재정수지, 세계상품가격지수가 금융불안에 미치는 영향 강도가 확대
    - ○ 글로벌 금융위기 이후 중국 금융시장이 한국의 주요 금융불안 결정요인으로 부상함에 따라 중국 기업 부채, 부동산 버블 리스크, 실물경제 부진, 미·중 통상분쟁 고조 등이 중국 경제 미치는 영향에 대해 엄밀히 조사할 필요

- **글로벌 금융위기 이후 미국 금리상승 충격은 국내 금융불안을 높이는 방향으로 영향을 미침에 따라 외국인 자금유출 가능성에 대비할 필요**
  - 실제 2006년 5~7월 한·미 금리 역전폭이 100bp를 상회하였을 때 외국인 증권투자 순매도액은 8조 2,000억 원에 달하고, 종합주가지수는 8.6% 하락한 전례가 있음.

- **향후 금융불안 가능성에 대비해 보다 근본적으로는 기존의 은행 등 자금중개기관에 초점을 두고 취해온 금융안정체제를 보완하는 노력이 필요**
  - 금융위기 이후 정책당국의 금융안정조치가 기타 투자자금 흐름, 즉 은행 등 자금중개기관에 초점을 둔 반면, 글로벌 자금흐름이 기타 투자에서 증권투자 중심으로 구조 변화가 발생하고 금융불안 결정요인 중에서도 증권투자의 영향력이 기타 투자보다 커졌기 때문
    - ○ 금융위기 이후 정책당국이 추진한 주요 외환부문 거시건전성 조치는 선물환포지션 한도 규제, 은행 외환건전성부담금 제도, 외화유동성 커버리지비율 등
  - 중장기적으로 금융시장 안정에서 민간부문의 역할을 제고하는 정책 방향을 모색
    - ○ 외환시장 안정에 기여하고 있는 거주자 외화예금의 확대를 유도
    - ○ 경상수지 흑자, 국내 연금형 금융자산 축적 등으로 해외투자가 확대되고 있는데, 이들 해외투자가 국내 금융시장 안정을 제고할 수 있도록 과도한 환위험 헤지를 완화하는 노력이 필요 KIEP