

# 국내 증권시장에서 외국인 자금 이동 결정요인 분석: 금리와 환율을 중심으로

**윤덕룡** 대외경제정책연구원 국제거시금융실  
국제거시팀 선임연구위원  
dryoon@kiep.go.kr

**송원호** 중앙대학교 경제학부 교수  
whsong@cau.ac.kr

**이진희** 대외경제정책연구원 국제거시금융실  
국제거시팀 전문연구위원  
jinhee@kiep.go.kr



## 차 례

1. 연구의 배경 및 목적
2. 조사 및 분석 결과
3. 정책 제언

## 주요 내용

- ▶ 본 연구는 외국인 투자와 관련된 외국인 투자자금 유출입의 결정요인을 실증 분석하여 증거에 기반한 정책적 시사점을 모색하고자 함.
- ▶ 국면에 따른 외국인 의사결정 차이를 파악하기 위하여 마르코프 스위칭 모형을 이용하여 2007년 1월부터 2020년 7월까지 주식과 채권의 외국인 자금흐름 결정요인을 분석
  - 외국인 자금 이동의 수준을 국면(regime)으로 설정하여, 자금 이동이 높은 수준과 낮은 수준일 때의 비대칭성을 허용
  - 세밀한 정책 설계와 효과성 높은 정책적 시사점을 제안하기 위하여 외국인 자금 이동을 순매수, 매수, 매도 자금으로 세분화하여 분석
- ▶ 분석결과, 매도와 매수는 각기 다른 요인의 영향을 받으며, 정책 대상과 시장의 국면에 따라 결정요인이 다르기 때문에 정책 목표와 정책 여건에 따라 정책 수단도 다르게 선택해야 할 필요가 있다는 것을 확인
- ▶ 또한 외국인인 국내 증권에 투자할 때 국내 요인(pull factor)보다 글로벌 요인(push factor)을 더 중요한 의사결정 요인으로 고려
- ▶ 외국인의 주식투자와 채권투자는 서로 밀접하기 때문에 외국인 투자 관련 정책을 시행할 때에는 정책 시행의 대상을 명확히 할 필요
- ▶ 본 연구는 연구결과를 바탕으로, △외국인 증권투자 질적 개선 △외국인 증권투자 모니터링 강화 △관계기관 협의기능 강화를 제안
  - 금융시장 발전과 증권 가격 및 외환시장 변동성을 완화하기 위해 확대된 외국인 증권투자 자금의 질적인 측면을 개선할 필요
  - 정책 환경을 정확하게 파악하고 그에 따른 정책을 설계하기 위해 증권투자 모니터링을 강화하는 것이 필요
  - 서로 다른 시장이지만 상호 연계된 외국인 주식, 채권시장과 외환시장의 통합적인 관리 및 감독을 위해 대외 건전성 지배구조를 개선할 필요

## 1. 연구의 배경 및 목적

- 외국인 투자자금은 국내 금융시장의 규모를 확대하고 금융상품의 다양화 및 시장발전에 기여하지만 금융 시장이 불안정해질 때마다 외국인 투자자본의 유출입이 금융 불안요인으로 작용
  - 자본유출입의 규모가 증가하고 변동성이 높아지면서 금융시스템이 취약해지고 나아가 금융시장 가격 변수 및 거시경제의 불확실성 증대
- 자본시장 개방이 선택 가능한 대안이 아니라는 점을 고려할 때 외국인 자금 유입 및 유출의 편익을 극대화 하기 위한 외국인 투자의 결정요인을 살펴보는 것은 금융부문뿐만 아니라 실물부문의 건전한 성장을 위해서도 필수적인 과제
  - 이에 따라 본 연구에서는 외국인 투자와 관련된 외국인 투자자금 유출입의 결정요인을 실증 분석하여 증거에 기반한 정책적 시사점을 모색

## 2. 조사 및 분석 결과

### 1) 외국인 투자 동향과 특징

- 외국인 증권투자에 대한 제도는 1990년 후반 이후 완화되기 시작하였으며, 이에 따라 주식과 채권시장에 들어오는 외국인 자금의 규모도 지속적으로 증가하는 추세

표 1. 외국인의 국내 상장증권 투자 현황

(단위: 조 원, %)

연도	주식			채권		
	보유	(비중)	순매수	보유	(비중)	순투자
1995	16.7	(11.9)	1.4	0.1	(0.05)	0.02
2000	58.6	(27.2)	13.1	0.7	(0.2)	△0.4
2005	269.8	(37.2)	△2.3	3.3	(0.5)	1.4
2006	273.1	(35.2)	△11.8	4.6	(0.6)	1.8
2007	325.4	(30.9)	△30.6	37.0	(4.5)	33.5
2008	170.7	(27.4)	△45.5	37.5	(4.3)	23.0
2009	296.0	(30.4)	23.5	56.5	(5.6)	53.6

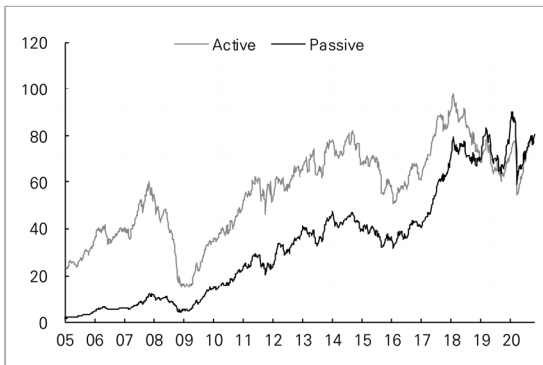
표 1. 계속

연도	주식			채권		
	보유	(비중)	순매수	보유	(비중)	순투자
2010	386.4	(31.2)	22.9	74.2	(6.6)	63.1
2011	351.5	(30.4)	△9.6	83.0	(6.9)	41.2
2012	411.6	(32.2)	17.6	91.0	(7.0)	38.0
2013	432.2	(32.6)	4.7	94.7	(6.8)	3.5
2014	423.0	(31.2)	6.3	100.4	(6.9)	5.2
2015	421.0	(28.6)	△3.5	101.4	(6.5)	0.5
2016	481.6	(31.2)	12.1	89.3	(5.6)	△12.3
2017	635.9	(32.9)	10.2	98.5	(5.9)	9.4
2018	509.7	(31.3)	△6.7	113.8	(6.6)	15.6
2019	593.2	(33.3)	1.6	123.7	(6.8)	9.2

자료: 금융감독원(2020), 『외국인 투자제도에 대한 안내서』, p. 5.

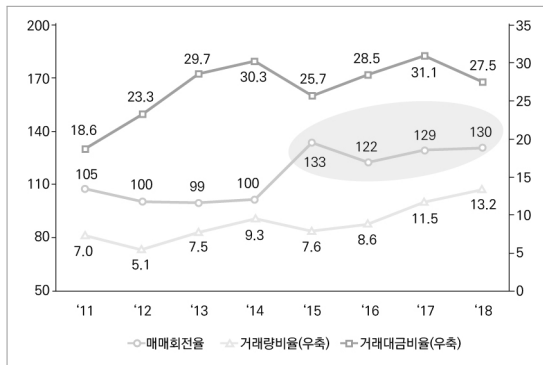
- 최근에는 주식시장에서 액티브 투자의 비중이 감소하고 패시브 투자의 비중이 증가하여 지수 추종형 투자로 변화하는 모습과 외국인 주식투자의 매매 회전을 상승이 관찰됨.

그림 1. 한국 증시에 투자하는 공모펀드 운용자산(AUM)  
(단위: 십억 달러)



주: 한국에 투자하는 글로벌 주식형 공모펀드 대상.  
자료: 주영근(2020), 『외국인투자자의 한국주식 투자결정요인 및 최근동향』, p. 2.

그림 2. 외국인 투자자의 주식거래량, 거래대금, 매매 회전율  
(단위: %)



주: 1) 매매 회전율=매도 주식수÷연평균 보유주식.  
2) 거래량(대금) 비율= (외국인 매수거래량+매도거래량)÷(전체거래량\*2).  
자료: 박승호(2019), p. 45.

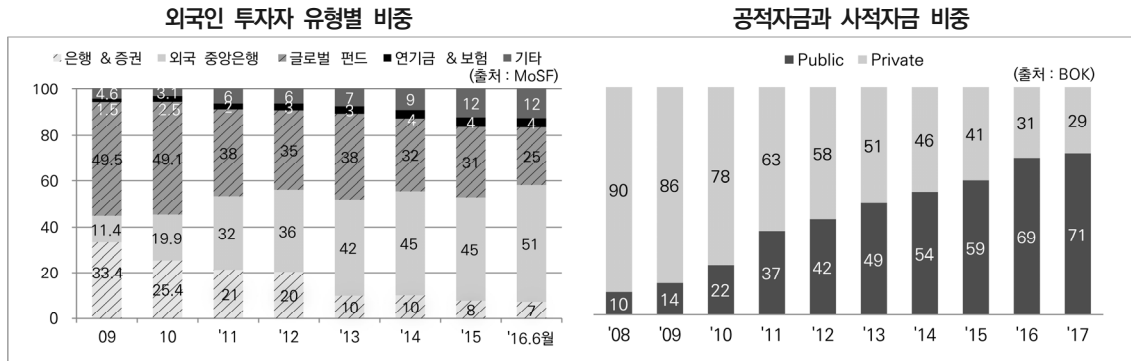
- 채권시장에서는 외국인 투자가 지속적으로 증가하고 있으며 듀레이션의 증가와 투자자 다변화가 이루어져 양적으로뿐만 아니라 질적인 측면에서도 변화가 감지되고 있음.

- 2020년 1월 외국인 투자자들의 채권투자 잔고는 130조 원을 상회하게 되어 2010년 초 대비 2배 이상 증가

- 해외 채권투자자들 가운데 외국 중앙은행의 비중이 지속적으로 증가하여 투자액의 절반 이상을 차지하게 되었고 중앙은행만이 아니라 소비린 펀드 등 공공부문의 자금이 보유 잔액의 70%를 상회하는 수준으로 확대

그림 3. 외국인 채권자금 유형

(단위: %)



자료: 이성호(2020), 「최근 국채시장 외국인 동향 및 전망」, p. 5.

- 주식투자에서 패시브 자금이 중심이 되고 있는 것은 금융시장 안정을 위해 리스크 관리의 중요성이 높아진다는 것을 암시하며, 높은 매매 회전율은 투자의 장기화가 필요함을 시사
- 채권자금의 이동은 환율의 변동성이 결정하는 경우가 많기 때문에 외환시장의 변동성 관리가 외국인 채권 투자의 안정적 유지에 중요한 조건

## 2) 국내 증권시장에서 외국인 자금 이동 결정요인 분석

### ① 분석방법

- 경기변동, 환율 등의 연구에서 활발히 사용되고 있는 국면전환모형을 외국인 주식자금 이동에 적용
  - 외국인 증권투자에 대한 기존의 연구들은 벡터자기회귀(VAR) 모형, 오차수정모형(ECM), 주성분 분석(PCA) 등 다양한 시계열 모형을 이용하여 분석되어 옴.
  - 이러한 연구들은 외국인 투자자들의 의사결정에 존재할 수 있는 비대칭성을 고려하지 못하는 한계를 지님.
  - 본 연구에서는 외국인 증권투자자들의 투자 의사결정이 거래 수준 및 변동성에 따라 비선형적일 수 있다고 가정하고 이를 반영할 수 있는 마코프 스위칭 모형을 분석모형으로 이용

- 마코프 국면전환모형은 관측되지 않은 상태 간의 전환이 마르코프 체인을 따르기 때문에 마르코프 전환 모형이라고 알려져 있으며 유한하면서도 관측 불가능한 상태 집합에서 전환되는 시계열을 모형화

$$y_t = \beta_{S_t}' x_t + \delta' z_t + u_t$$

$$u_t | S_t \sim N(0, \sigma_{S_t}^2)$$

- 여기서  $y_t$ 는 외국인 주식 순매수·매수·매도, 외국인 채권 순매수·매수·매도
- $x_t$ 는 설명변수이며, [표 2]에 해당하는 설명변수를 포함
- $z_t$ 는 국면에 따라 변화하지 않는 변수로 선형 추세선을 포함

- 외국인 자금 이동  $y_t$ 가 높은 수준을 국면 1( $S_t = 1$ )로, 자금 이동이 낮은 수준을 국면 2( $S_t = 2$ )로 정의

- 국면 1과 국면 2는 각기 다른 상수항, 계수 추정치, 분산을 가지며,  $S_t = 1$ 이면  $\beta_{S_t} = \beta_1, \sigma_{S_t}^2 = \sigma_1^2$  이고,  $S_t = 2$ 이면  $\beta_{S_t} = \beta_2, \sigma_{S_t}^2 = \sigma_2^2$ 
  - 자금 이동의 규모뿐만 아니라 각 국면에 따라 외국인 자금 이동의 분산이 변화하는 것을 허용
  - 국면에 따라 상수항과 분산의 이질성을 모두 허용하였지만 결과를 해석할 때 국면은 상수항을 기준으로 구분

- 분석기간은 2007년 1월부터 2020년 7월까지이며, 세밀한 정책 설계와 정책의 효과성을 높이기 위해 외국인 자금 이동을 순매수, 매수, 매도 자금으로 세분화하여 분석

- 외국인의 투자 결정요인은 다섯 가지 항목으로 구분

표 2. 항목별 외국인 증권 투자 결정요인

모형 1		모형 2	모형 3	모형 4	모형 5
주식	채권	수익률	위험	글로벌 유동성	거시 및 환율
채권 및 이자율	주식 및 이자율				
채권 매도액	주식 매도액	한미 금리차(3년)	한국 CDS(5Y)	MSCI 한국 투자비중	원/유로 환율
채권 매수액	주식 매수액	재정거래 유인(3년)	TED 스프레드 <sup>1)</sup> (1Y)	선진국 국채 가중금리	원/달러 환율
국고채(3년)		코스피 수익률	Citi Macro Risk Index	G5 M2 성장률	실질실효환율
미 국채(3년)		미 Dow Jones 지수 수익률	EMBI+	신흥국 <sup>2)</sup> 외환보유액 증가율	경상수지
-		-	VIX 지수	-	산업생산 증가율

주: 1) TED 스프레드=리보금리-미국 국채금리.

2) 중국, 말레이시아, 태국, 중국+홍콩, 싱가포르.

자료: 저자 작성.

- 모형 1에서는 주식과 채권이 보완 혹은 대체 관계를 지닌다고 가정하고 각각 상대 상품과 이자율을 고려
- 모형 2는 증권 수익률에 영향을 주는 변수로 구성하였으며, 한미 금리차, 재정거래 유인, 한미 주가지수 수익률을 고려
- 모형 3은 위험지표로 한국 CDS와 TED 스프레드 등 리스크 지표들을 포함
- 모형 4에서는 글로벌 유동성을 반영하였는데 MSCI(Morgan Stanley Capital International)의 한국 투자 비중, 주요국의 국채 가중금리와 M2 성장률, 신흥국의 외환보유액을 포함
- 모형 5는 거시 및 환율 항목으로 원/유로, 원/달러 환율, 실질실효환율, 경상수지, 산업생산 증가율을 고려

● 분석에 사용되는 변수들<sup>1)</sup>은 단위근 검사를 한 후 단위근이 발견될 경우 성장률 혹은 차분 형식으로 적절한하게 변환하여 단위근을 제거

표 3. 분석에 사용된 변수들

변수	출처	단위	ADF 검정
<b>종속변수</b>			
외국인 주식투자 순매수	FnGuide	백만 원	-8.219***
외국인 주식투자 매수	FnGuide	백만 원	-3.785**
외국인 주식투자 매도	FnGuide	백만 원	-3.476**
외국인 채권투자 순매수*	Infomax	억 원	-4.342***
외국인 채권투자 매수	Infomax	억 원	-5.413***
외국인 채권투자 매도	Infomax	억 원	-11.451***
<b>금리 변수</b>			
국고채금리(1년)	ECOS	%	-3.549**
국고채금리(3년)	ECOS	%	-3.350*
국고채금리(5년)	ECOS	%	-7.633***
미국국채금리(1년)	FRED	%	-2.942**
미국국채금리(3년)	FRED	%	-2.693*
미국국채금리(5년)	FRED	%	-9.776***
<b>수익률 변수</b>			
한미 금리차(1년)	ECOS, FRED	%	-4.631***
한미 금리차(3년)	ECOS, FRED	%	-3.564***
한미 금리차(5년)	ECOS, FRED	%	-12.096***

1) 본 연구에서 사용되는 변수들에는 금액이나 차분 형태, 비율 등 여러 종류의 변수들이 혼합되어 있기 때문에 회귀식에서 통상적으로 사용하는 로그 형태를 취하기가 어렵다. 따라서 모든 변수는 해석의 용이함을 위하여 평균값을 차감하고 표준편차로 나누는 표준화 과정을 거쳤다. 이로써 각 추정계수의 부호와 크기를 통해서 각 변수가 외국인 증권투자에 미치는 상대적 영향력을 비교 가능하도록 하고 단위의 차이로부터 발생하는 해석의 어려움을 완화하고자 하였다.

표 3. 계속

변수	출처	단위	ADF 검정
재정거래 유인(1년)	ECOS, FnGuide	%, bp	-3.157 <sup>*</sup>
재정거래 유인(3년)	ECOS, FnGuide	%, bp	-3.208 <sup>*</sup>
재정거래 유인(5년)	ECOS, FnGuide	%, bp	-3.717 <sup>**</sup>
KOSPI 주가지수 수익률	Bloomberg	%	-12.410 <sup>***</sup>
미국 Dow Jones 지수 수익률	Bloomberg	%	-9.765 <sup>***</sup>
<b>리스크 변수</b>			
한국 신용부도스왑(CDS)(5년)	Bloomberg	%, bp	-4.471 <sup>***</sup>
TED 스프레드(1년)	FRED	%, bp	-3.490 <sup>**</sup>
Citi Macro Risk Index	Bloomberg	%, bp	-4.393 <sup>***</sup>
EMBI+(신용국채 기산금리)	Bloomberg	%, bp	-3.961 <sup>**</sup>
VIX	Bloomberg		-3.842 <sup>**</sup>
<b>글로벌 유동성 변수</b>			
MSCI 한국투자비중	Bloomberg	%	-12.194 <sup>***</sup>
G5(미, 영, EU, 캐, 일) 국채장기금리(10년) 가중평균	FRED, OECD	%	-3.173 <sup>*</sup>
G5(미, 영, EU, 캐, 일) M2 가중평균	IFS, OECD	mil. USD	-4.091 <sup>***</sup>
신중국(중, 말, 태, 흥, 상) 외환보유액 합	IFS, Bank of China	mil. USD	-2.867 <sup>*</sup>
<b>거시 및 환율 변수</b>			
원/유로 환율	ECOS	Won/US	-3.355 <sup>*</sup>
원/달러 환율	ECOS	Won/Euro	-2.929 <sup>**</sup>
실질실효환율	IFS	Won	-2.739 <sup>*</sup>
경상수지	ECOS	mil. USD	-3.297 <sup>*</sup>
산업생산지수	IFS	index	-5.814 <sup>***</sup>

주: \* 만기 1년 이하, 1~3년, 3~5년, 5년 이상 자료의 출처와 단위는 동일하며, ADF 검정 결과는 공간을 절약하기 위해 생략.  
 다음 변수들은 단위근이 발견되어 각각 괄호 안의 방식으로 단위근을 제거하여 사용하였음: 국채금리(5년)(차분), 미국 국채금리(5년)(차분), 한미 금리차(차분), MSCI 한국투자비중(성장률), G5 M2 가중평균(성장률), 신중국 외환보유고(성장률), 산업생산지수(성장률).  
 자료: 저자 작성.

## ② 주식시장 분석결과 2)

- 외국인은 국내 주식을 투자할 때 이자율 변수로 국내 요인(pull factor)보다 글로벌 요인(push factor)을 더 중요한 의사결정 요인으로 고려
  - 한국의 통화정책이 외국인 투자자금의 유입과 유출에 미치는 영향이 제한적이라는 측면에서 금융시장 안정을 위한 통화정책의 영향이 미미할 수 있다는 것을 시사

2) 지면의 한계상 주식시장과 채권시장의 추정결과 표를 생략하였다. 30개의 추정결과 (3개 종속 변수×5개 모형×주식 및 채권)에 대한 자세한 내용은 윤덕룡, 송원호, 이진희(2020)를 참고하기 바란다.



● 외국인의 주식 매도와 매수는 각기 다른 수익률의 영향을 받음.

- 주식 매수 및 매도가 낮은 수준일 때 주식 매수에 Dow Jones 수익률이 중요한 요인이었으나, 주식 매도에는 KOSPI 수익률이 중요한 요인

● 정책 대상과 시장의 국면에 따라 다른 정책 수단을 선택해야 할 필요

- 예를 들어 주식 순매수와 주식 매수 및 매도를 설명하는 모형에도 차이가 있었는데 주식 순매수는 글로벌 유동성이 잘 설명하였으나 주식 매수 및 매도는 위험지표가 잘 설명(표 4 참고)

표 4. 주식 모형의 적합도 비교

		모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5
순매수 모형	Akaike information criterion	2.917	2.371	2.766	2.338	2.985
	Hannan-Quinn criterion	3.032	2.486	2.897	2.454	3.116
	Log likelihood	-224.158	-179.388	-208.466	-174.371	-226.264
	Schwarz criterion	3.200	2.654	3.089	2.624	3.307
매수 모형	Akaike information criterion	1.071	1.161	0.953	1.044	0.986
	Hannan-Quinn criterion	1.186	1.276	1.084	1.160	1.117
	Log likelihood	-72.795	-80.224	-60.673	-69.545	-63.350
	Schwarz criterion	1.354	1.445	1.276	1.330	1.309
매도 모형	Akaike information criterion	1.110	1.140	0.909	1.053	1.042
	Hannan-Quinn criterion	1.225	1.255	1.040	1.169	1.173
	Log likelihood	-76.024	-78.481	-57.049	-70.294	-67.886
	Schwarz criterion	1.394	1.424	1.231	1.339	1.364

주: ■은 적합도가 가장 높은 모형, □은 적합도가 가장 낮은 모형.  
자료: 저자 계산.

- 또한 두 국면에 따라 유효한 결정요인이 다르고 변수에 미치는 방향도 다르기 때문에 정책 당국은 국면에 따라 다른 정책 수단을 고려해야 의도한 정책 목적을 달성할 수 있다는 것을 시사

● 외국인 주식 투자자금의 유출이 높은 수준일 때 변동성이 크게 나타남.

- 일반적으로 외국인 자금 유출로 인한 파급효과가 단기에 발생하며, 정책적 대응이 어렵다는 점을 고려할 때 정책 당국에 도전과제가 될 수 있음.

○ 외국인 자금 유출은 변동성도 높으며 외국인 자금 유출로 인한 영향은 아시아 외환위기와 글로벌 금융위기에서 경험하였듯이 초단기에 발생하여 금융시장을 교란할 수 있기 때문

③ 채권시장 분석결과

● 채권을 만기별로 구분하여 만기 1년 이하, 1~3년, 3~5년, 5년 이상 만기를 가진 채권을 따로 분석

- 채권의 매수와 매도는 순매수에서 보이지 않는 다른 모습을 보이며, 특히 매수와 매도의 상대적인 움직임으로 인해 순매수에서는 만기에 따라 결정요인과의 관계가 일정하지 않아서 일관된 분석이 어려움.
  - 예를 들어, CDS 프리미엄은 순매수와 대체로 음의 관계를 갖지만, 만기 1~3년에서 유의하게 양의 관계
    - 이것은 CDS 프리미엄 상승으로 인해 매수가 늘어난 것이 아니라 매도가 감소하였기 때문
  - 매수와 매도를 구분하여 분석하게 되면 순매수에서 보이는 이와 같은 움직임의 원인을 보다 정확하게 분석할 수 있음.
  
- 채권투자는 설명변수와 만기에 따라서 서로 다른 관계
  - 채권투자는 만기에 따라 서로 다른 부호의 관계를 가질 수 있기 때문에 만기에 따라 구분하지 않고 전체 투자를 분석하게 되면 양과 음의 관계가 서로 영향이 상쇄되어 유의하지 않은 결과가 나올 수 있음.
  
- 국면에 따라 채권투자는 서로 다른 결정요인을 가짐.
  - 예를 들어 순매수 투자의 경우 MSCI 한국투자비중은 국면 1의 경우에는 음의 관계, 국면 2의 경우에는 양의 관계
  - 다시 말해서 채권 순매수 수준이 높은 경우에는 주식시장과 채권시장이 경쟁관계에 있지만 채권 순매수 수준이 낮은 경우에는 서로 보완 관계
  
- 외국인 채권투자는 금리와 환율에 대해 민감
  - 금리는 순매수 전체 투자금액뿐만 아니라 만기별로, 국면별로 모두 유의한 결정요인
    - 특히 매수의 경우에는 장기 채권에서 영향이 유의하였는데, 향후 장기 채권투자의 비중이 점차 높아질 가능성이 있으므로 금리변수가 매수에 미치는 영향을 잘 파악할 필요성을 시사
  - 대미, 대EU 환율은 외국인 투자 수준이 높을 때 장단기 채권 모두에서 유의한 영향
    - 따라서 외국인 투자 규모가 큰 경우 환율이 외국인 투자에 미치는 영향에 주의할 필요
  
- 외국인의 주식투자와 채권투자는 서로 밀접하기 때문에 외국인 투자 관련 정책을 시행할 때에는 정책 시행의 대상을 명확히 할 필요
  
- 외국인 채권투자에는 신흥시장과 관련된 변수들보다 선진국 시장 관련 변수들이 더 유의했기 때문에 외국인의 채권투자 동향을 예측하기 위해서는 선진국 증권시장의 상황을 면밀히 살펴볼 필요

- 거시경제변수는 외국인의 채권투자에 중요한 영향을 미치며 특히 외국인이 장기채권에 투자할 때 중요한 결정요인
  - 향후에 외국인 채권투자를 안정적으로 유지하기 위해서는 거시경제변수들의 안정성을 높이는 것이 중요

### 3. 정책 제언

#### 1) 주요 결론

- ① 외국인 증권투자 제도와 제반 시장에 대한 정책적 논의가 필요
- 1990년대 말 주식 및 채권에 대한 외국인 투자 한도가 폐지되며 외국인 증권투자 관련 규제가 완화되기 시작
  - 1998년 5월에 거래소, 코스닥 및 선물시장의 외국인 투자 한도가 폐지되었고, 2개월 뒤인 1998년 7월에는 채권시장 및 기타 유가증권 시장의 외국인 투자 한도에 대한 규제가 폐지
  - 이후 국내 증권시장에서 외국인 보유 비중이 점차 확대되었으며, 2019년 말 기준 주식시장에서 시가총액 대비 외국인 보유금액 비중은 33.3%, 채권시장에서 상장총액 대비 외국인 비중은 6.8%
- 외국인 증권투자 규모 및 비중의 증가는 갑작스런 유입과 유출, 변동성 확대라는 금융시장 불안을 야기할 가능성
  - 하지만 금융시장의 안정을 위해 규제를 강화하는 것은 적절한 방향이 아닐 수 있음.
  - 박해식 외(2009)에서는 외국인 증권자금에 대한 규제 강화가 금융시장 발전을 저해하고 국제사회에서의 입지가 축소될 수 있을 뿐만 아니라 규제의 실효성이 낮을 수 있다는 것을 지적
- 외국인 증권투자에 대한 정책적 논의는 ‘외국인 증권투자’ 그 자체에 초점을 맞출 뿐만 아니라 외국인 증권투자의 영향을 받는 변수 혹은 시장으로 확대될 필요
  - 대표적인 것은 바로 환율과 외환시장인데, 외국인 증권투자에서 환율은 중요한 의사결정 요인이기도 하지만, 매매 과정에서 환율을 변화시키기도 하기 때문
  - 이때 외환당국에서 가장 우려하는 것은 갑작스런 자금의 유출과 그로 인한 환율의 급등이며, 가장 최근 두 번의 위기에서 환율과 외환은 결정적인 위기의 방아쇠(trigger)가 되었기 때문
  - 외국인 증권투자에 대한 정책은 외국인 증권투자의 순기능을 강화하고 부정적 영향을 최소화할 수 있도록 외환 건전성 정책과 함께 논의되어야 하며, 글로벌 금융안전망과 같이 한국의 입장을 대변할 수 있는 어젠다를 선제적으로 발굴하여 G20 국제금융체제(International Financial Architecture) 등 국제 논의에서 합의를 이끌어낼 필요

② 정책의 목적과 대상을 구체화할 필요

- 외국인 증권자금을 상품, 거래 구분, 거래 수준 등 다양한 방법으로 세분화하여 분석한 결과, 상품, 거래 구분, 거래 수준에 따라 외국인 증권자금은 다른 결정요인을 가짐.
  - 예를 들어 채권 순매수에서 MSCI 한국투자비중은 국면 1의 경우에는 음의 관계를 보였지만, 국면 2에서는 양의 관계
- 따라서 정책 당국이 의도하는 정책 목적을 달성하기 위해서는 현재의 국면을 정확히 파악하고 정책 대상을 구체화하는 과정이 선행될 필요

③ 외국인 증권투자를 미시적 관점에서 재조명할 필요

- 그동안 외국인 증권투자에 대한 논의는 외국인 주식투자와 채권투자의 상대적 비중 혹은 시장에서의 외국인 보유 비중 등 거시적 관점에서 전개됨.
- 그러나 외국인 비중이 확대되고 금융 상품 및 IT 기술이 발달함에 따라 투자자의 유형과 상품, 전략이 다양화되고 있음.
  - 주식투자는 액티브 투자에서 패시브 투자의 형태로 변화하고 AI 등 첨단기술을 활용하여 알고리즘 매매도 증가하는 추세
  - 외국인 채권투자도 시기에 따라 투자 형태 및 전략이 변화하였는데, 2000년대 말 채권자금이 유입되기 시작하였을 때는 단순히 재정거래를 중심으로 거래가 이루어졌으나 2010년 들어서는 프랭클린 템플턴 등 글로벌 펀드가 투자의 중심이 되었고 2014년 이후에는 아시아 지역 중앙은행으로부터 자금 유입이 증가
- 외국인 증권투자에 대한 구체적인 정책 시행을 위해서는 외국인 증권투자를 투자자 유형과 상품, 전략 등을 기준으로 세분화하여 미시적으로 파악할 필요

④ 외국인의 증권투자는 국내 및 신흥국보다 미국 등 선진국 변수에 민감

- 주식시장에서 외국인 투자자는 주식을 매매할 때, 한국 금리보다 미국 금리를 중요한 요인으로 고려
  - 채권에서도 리스크 변수와 글로벌 유동성 변수에서 전반적으로 신흥국 변수들보다 선진국 변수들이 더 유의한 요인

- 따라서 외국인의 증권투자 향방을 예측하기 위해서는 미국 등 선진국 금융시장에 대한 모니터링을 강화할 필요

### ⑤ 주식과 채권투자는 밀접

- 외국인 주식투자의 주체는 민간 자금이 중심이 되고 외국인 채권투자는 공적 자금을 중심으로 이루어지고 있음에도 상관관계와 실증분석 결과에 의하면 주식과 채권은 때로는 보완적인 관계를, 때로는 대체적인 관계를 보이며 서로 영향을 주고받음.

- 따라서 주식 혹은 채권에 대한 정책 혹은 규제를 설계할 때 두 상품간의 확산효과(spillover effect)를 충분히 고려하는 것이 필요

## 2) 정책적 시사점

### ① 외국인 증권투자 질적 개선

- 한국은 지속적으로 주식과 채권 시장을 개방하였으며, 그 결과 외국인 증권투자 규모가 확대되었고, 정책 당국 및 시장에서는 주식 및 채권시장과 외환시장의 변동성 확대를 우려

- 따라서 외국인의 증권투자 기반을 확충한다는 규모적인 측면에서뿐만 아니라, 투자 시계(time horizon), 위험 선호도(risk preference), 거래목적(trading objective) 등 자금의 성격을 종합적으로 고려하여 시스템 위험 분산 및 시장 변동성 완화 효과<sup>3)</sup>를 가져올 수 있도록 유도하는 것이 필요

- 변동성이 높은 단기투자 성격의 투자자금을 상대적으로 안정적이고 중장기적 성격을 가지는 투자자금으로 대체하여 증권시장의 장기적인 발전을 유도하면서도 증권 가격의 변동성과 외환시장의 단기적인 변동성도 완화될 수 있도록 할 필요

- 투자자금이 단기 상품에 집중되어 있거나 거래 패턴이 단기적(hot money)이면 국내 증권시장의 가격 변동성이 높아지고 자금의 반전 위험이 높아질 수 있기 때문

3) 기획재정부(2020), 『국채백서 2019』, p. 27.

## ② 외국인 증권투자자 모니터링 강화

- 외국인 증권투자자의 질적 개선을 위해서는 외국인 증권투자자의 매수, 매도, 순매수 수준뿐만 아니라 어떠한 투자자로부터 어떠한 성격의 투자자금이 들어 왔는지에 대한 정확한 판단이 필요하며, 이는 보다 섬세한 외국인 증권투자자 모니터링을 필요로 함.
- 외국인 증권투자자의 모니터링은 외국인 증권거래가 야기할 수 있는 경제적 충격을 사전적으로 포착하고 적절한 자원배분을 위한 전략과 정책 대응을 마련하는 데 중요
- 또한 모니터링을 통한 현황 파악은 증거에 기반한 정책(Evidence-based policy)의 설계와 대응책을 마련하는 데 중요한 시발점
- 분석결과에서 확인하였듯이 외국인 증권투자자들의 의사결정은 상황 의존적이기 때문에 정책의 기대효과는 모니터링을 통한 정확한 정책 환경을 파악하여 달성 가능
  - 이때, 추정결과에서 확인할 수 있듯이 외국인들은 증권투자에서 해외 요인을 중요한 의사결정 요인으로 고려하고 외국인 채권투자는 금리와 환율에 대해 높은 민감성을 보임.
  - 따라서 모니터링의 방향은 자금의 규모와 성격뿐만 아니라 국내외 증권시장과 외환시장 등 연계된 시장들을 통합적으로 모니터링해야 하며 이는 관계기관의 협의기능 강화에 대한 논의가 필요함을 시사

## ③ 관계기관 협의기능 강화

- 주식과 채권은 밀접한 관계를 지니고 있으며, 금리와 환율이 각 시장에서 중요한 의사결정 변수
  - 그러나 각 시장 및 변수에 대한 정책은 분절되어 있어 상호 연계성(interconnectedness)을 고려하기 어려운 구조
  - 주식시장은 금융위원회 및 금융감독원, 국채발행은 기획재정부, 환율 및 외환 업무는 기획재정부와 한국은행이 각각 담당
- 외국인 증권투자자 모니터링을 통해 파악된 결과가 효율적으로 논의되어 정책 효과성을 높이기 위하여 금융위원회·금융감독원·한국거래소·기획재정부·한국은행<sup>4)</sup> 등 주식, 채권, 외환시장 정책을 관할하는 기관들이 의견을 교환하고 정책을 설계할 수 있는 논의의 장이 필요

4) 금융위원회는 금융감독 관련 정책 및 금융기관 인·허가 등 금융감독과 관련한 중요사항을 심의·의결하며 금융감독원은 금융위원회가 결정한 사항을 집행하거나 금융기관을 검사·감독하는 업무를 수행한다. 한국거래소는 금융위원회 감독하에 거래소 시장의 개설 및 운영 업무를 수행한다. 기획재정부는 국채 발행에 대한 권한을 지니고 있으며, 외환정책을 총괄하고 외환거래법령을 관리한다. 한국은행은 외환시장 운영 등의 역할을 한다.

- 이를 위해 정기적으로 시장의 상황을 모니터링하고 각 기관의 의견을 공유하고 정책을 협의할 수 있는 협의체 등을 고려해볼 필요 **KIEP**

그림 4. 다섯 가지 결론과 정책적 시사점

다섯 가지 결론		
결론 D	외국인 증권투자 제도와 제반 시장에 대한 정책적 논의가 필요	
결론 D	기대된 정책 효과를 달성하기 위해 정책의 목적과 대상을 구체화할 필요	
결론 B	외국인 증권투자를 미시적 관점에서 재조명할 필요	
결론 D	외국인의 증권투자는 국내 및 신흥국보다 미국 등 선진국 변수에 민감	
결론 B	주식과 채권 투자자금은 밀접한 관계	
결론	시사점	필요성
결론 D	① 외국인 증권투자 질적 개선	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 금융시장 발전</li> <li>■ 증권 가격 변동성 완화</li> <li>■ 외환시장의 단기적 변동성 완화</li> </ul>
결론 D B D	② 외국인 증권투자 모니터링 강화	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 정책환경 분석</li> <li>■ 증거 기반 정책 설계</li> </ul>
결론 D B	③ 관계기관 협의기능 강화	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 연계 시장의 통합 관리</li> </ul>

자료: 저자 작성.