



대외경제정책연구원 www.kiep.go.kr 137-747 서울시 서초구 염곡동 300-4 2007년 6월 13일

제07-26호

동아시아의 저축-투자 불균형과 역내투자 확대의 필요성

오 용 협 국제거시금융실 국제거시팀장 (yho@kiep.go.kr, Tel: 3460-1022)

이인구 국제거시금융실 국제거시팀 부연구위원 (iklee@kiep.go.kr, Tel: 3460-1153)

주요 내용

- ▣ 최근 동아시아 국가들의 외환보유고가 큰 폭으로 증가하고 있는 가운데 이 지역의 유동성 증가에 대해 국제적 관심이 고조되고 있음.

 - 동아시아의 유동성 증가는 국제투자자금 유입과 같은 대외적 요인과 더불어 이들 국가의 국내 저축률이 투자율을 크게 상회하는 것에서 주요 원인을 찾을 수 있음.
- ▣ 이러한 동아시아의 유동성 증대 현상은 다음과 같은 문제점을 노정하고 있음.

 - 외환위기 이후 동아시아 국가에서 발생한 유동성은 주로 미국 금융시장에 투자되어 미국의 무역수지 적자를 보전함으로써 글로벌 불균형을 확대시킴.
 - 글로벌 불균형을 감소시키기 위해 동아시아 국가가 공동으로 취할 수 있는 정책은 저축률과 투자율 간의 격차를 줄이거나 동아시아 국가의 통화를 동시에 절상하는 것임. 그러나 통화 절상에 따른 경제적 비용이 매우 클 뿐만 아니라, 저축과 투자간 격차를 한 경제 내에서 줄여나가는 것 또한 용이하지 않은 과제임.
 - 반면 전반적인 경제 펀더멘털이 우수하더라도 유동성이 상대적으로 취약한 경제의 경우 국제자본의 진입 유인이 큰 대신 자본의 이탈 또한 쉽다는 것을 알 수 있음. 이러한 점에서 유동성을 무조건 줄여나가는 것도 바람직한 정책방향은 아니라는 딜레마가 존재함.
- ▣ 본고에서는 글로벌불균형을 수정하기 위해서는 동아시아의 저축-투자 격차를 줄이는 것이 필요하며 이를 위해서 동아시아의 유동성이 역내 투자 확대로 이어질 필요성이 있다는 데 논의의 초점을 두고 있음.

 - 동아시아의 역내 투자 확대는 역내 저축과 투자간 불균형을 줄여 글로벌 불균형을 완화하는 데 도움이 될 뿐만 아니라, 동아시아 역내자본의 흐름을 증대시켜 역내자본시장의 취약성을 개선하고 나아가 동아시아권 환율의 절상 압력을 줄이는 효과가 있기 때문임.

1. 동아시아 유동성 증대의 원인과 문제점

- 최근 동아시아 국가들의 외환보유고가 큰 폭으로 증가하고 있는 가운데 이 지역의 유동성 증가에 대해 국제적 관심이 고조되고 있음.
- 동아시아의 유동성 증가 원인은 대내적 요인과 대외적 요인으로 구분할 수 있는데, 이 중 대외적인 요인으로 경상수지 흑자와 국제투자자금 유입을 들 수 있음.
 - 2006년 동아시아 국가들은 중국과 일본이 각각 1,831억 달러, 1,716억 달러의 경상수지 흑자를 기록한 것을 비롯하여 싱가포르가 363억 달러, 말레이시아가 234억 달러, 인도네시아가 88억 달러, 한국이 61억 달러, 필리핀이 41억 달러, 태국이 32억 달러를 기록하는 등 대부분의 국가가 경상수지 흑자를 나타냄.
 - 특히 미국의 동아시아에 대한 무역수지 적자는 글로벌 불균형의 주요 원인으로서 동아시아 국가의 대 달러화 환율 절상을 초래하는 요인으로 작용함.

표 1. 미국과 동아시아 국가간 무역 현황(미국 GDP 대비)

(단위: %)

연도	미국의 대 동아시아 수출	미국의 대 동아시아 수입
2001	1.95	4.55
2002	1.72	4.01
2003	1.59	4.03
2004	1.60	4.04
2005	1.68	4.47
2006	1.68	4.73

주: 2006년은 11월까지의 자료임.
자료: IMF

- 또한 2006년 한 해 동안 아시아 개발도상국에 유입된 해외투자 자본은 1998~2004년의 연평균 유입액보다 4배 가까이 증가하여 980억 달러에 달한 것으로 조사됨.
- 이에 따라 2006년 말 현재 동아시아 8개국의 외환보유고 합계는 전 세계의 45.1%에 달하고 있으며 그 비중도 증가하는 추세임.
 - 2006년 말 동아시아 각국의 외환보유고는 중국이 1조 663억 달러, 일본이 8,749억 달러, 한국이 2,383억 달러, 싱가포르가 1,362억 달러로 전 세계의 20.8%, 17.1%, 4.6%, 2.7%에 해당함.
 - 특히 이들 동아시아 8개국은 2006년 한 해 동안 증가한 전 세계 외환보유고의 43.1%를 차지함.

- 이들 8개국 이외에 대만과 홍콩의 외환보유고는 2006년말 현재 각각 2,661억 달러, 1,332억 달러를 기록함.

표 2. 동아시아 국가의 외환보유고 현황

(단위: 억 달러)

	2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년
중국	1,655.7	2,121.7	2,864.1	4,032.5	6,099.3	8,188.7	10,663.0
일본	3,472.1	3,877.3	4,514.6	6,527.9	8,242.6	8,288.1	8,749.4
한국	958.6	1,024.9	1,208.1	1,545.1	1,981.8	2,099.7	2,383.9
싱가포르	796.9	748.5	813.7	949.7	1,115.0	1,153.3	1,362.7
말레이시아	274.3	286.3	324.2	427.7	649.1	693.7	817.2
태국	319.3	323.5	380.4	409.7	485.0	505.0	651.5
인도네시아	282.8	270.5	307.5	347.4	347.2	327.7	406.6
필리핀	129.7	133.5	132.0	135.2	129.8	158.0	198.9

자료: International Financial Statistics(2007. 4)

- 동아시아 유동성 증가의 대내적인 요인으로는 외환위기 이후 대부분의 동아시아 국가에서 저축률이 투자율을 상회하고 있다는 점을 들 수 있음.
- 2000년 이후 말레이시아, 필리핀, 홍콩, 싱가포르의 저축-투자 격차는 지속적으로 확대되는 추세를 보이고 있으며 한국, 중국, 인도네시아 역시 저축이 투자를 상회하고 있음.
- 반면 태국은 2000년 이후 격차가 감소하여 2005년부터는 투자가 저축을 상회하고 있음.

표 3. 동아시아 국가의 GDP대비 저축-투자 격차 비율

(단위: %)

	중국	인도네시아	말레이시아	필리핀	한국	태국	홍콩	싱가포르
1990년	4.5	1.5	2.0	-5.5	-0.5	-7.1	7.6	6.9
1995년	0.6	-1.3	-3.9	-7.9	-1.1	-4.8	-5.5	16.1
2000년	1.5	9.5	20.0	-3.9	2.9	10.4	3.6	15.9
2003년	6.3	5.5	21.1	1.4	3.4	7.9	8.7	33.3
2005년	2.8	4.1	23.5	4.4	3.2	-2.2	12.5	30.0

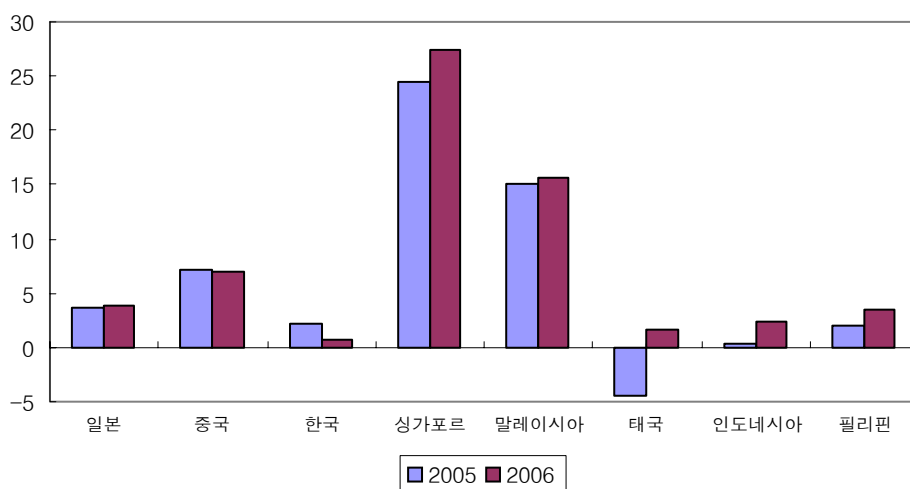
자료: Asian Development Bank

- 외환위기 이후 발생한 동아시아 국가의 유동성 증대 현상은 동아시아권을 자본의 순수출국으로 변모시켰으나 이는 다음과 같은 문제점을 지니고 있음.
- 동아시아의 유동성이 주로 미국의 국고채 시장에 투자되면서 미국의 막대한 경상수지 적자를 보전하는 동력으로 작용하고 있어 글로벌 불균형을 확대시킨 요인으로 평가됨.

- 외환위기 이후에도 미국시장 일변도의 투자로 인해 동아시아권 차원의 금융시장 발전을 저해하는 요소로 작용함.
- 글로벌 불균형의 해소를 위해서 동아시아가 취해야 하는 정책은 달러화에 대한 환율을 전반적으로 절상하는 동시에 저축률과 투자율 간의 격차를 완화하여 경상수지 흑자 규모를 줄여 나가는 것임.
- 동아시아의 저축-투자 격차가 유지될 경우 이들 국가의 통화절상 수준은 매우 높을 수밖에 없음. 그러나 수출의존도가 높은 동아시아 국가의 경우 지속적인 환율절상에 따른 경제적 비용이 매우 커 추가 절상에 대해 부담이 클 것으로 예상됨. 이에 따라 미국의 경상수지 적자 폭 감소를 통한 글로벌 불균형 문제의 해소는 요원한 과제로 남게 될 가능성이 높음.
- 이러한 우려는 최근 동아시아 국가가 취한 대 달러화 환율절상의 효과가 그다지 크지 않다는 데에서도 확인됨.
- 2005~2006년에 한국은 17.4%, 필리핀은 8.5%, 태국은 5.8%, 중국은 3.7% 등, 일본과 인도네시아를 제외한 대부분 동아시아 국가의 통화가 달러화에 대해 지속적으로 절상되었음에도 불구하고 한국을 제외한 동아시아 국가의 경상수지 흑자 비율은 감소하지 않고 있음.

그림 1. 동아시아 국가의 GDP대비 경상수지 추이 (2005~2006년)

(단위: %)



- 특히 동아시아 국가의 대미 무역 흑자는 이들 통화의 지속적 절상 움직임에도 불구하고 크게 개선되지 않고 있음.
- 미국의 對아시아 수입이 미국 GDP에서 차지하는 비중은 2001년 4.55%에서 2006년 4.73%

로 늘어난 반면 對아시아 수출 비중은 같은 기간 동안 1.95%에서 1.84%로 감소하였음.

- 따라서 글로벌 불균형의 해소와 동아시아의 성장잠재력 확충을 위해서는 이 지역의 높은 저축 비중을 직접투자 등 실물부분에 대한 투자 증대로 유도하여 자본을 이동시킬 필요가 있음.

2. 동아시아 국가의 투자수익률 격차: 역내 자본이동의 기회

- 동아시아 국가들의 자본이동 필요성에 대한 평가는 이 지역의 저축-투자 비율과 기업들의 투자수익률로 구분하여 설명할 수 있음.
- 아래 [표 4]는 기업자료를 사용하여 추정한 동아시아 국가의 실질투자수익률(자산수익률: Return on Asset, ROA)로서 이 지역의 실물부문 투자수익률은 국가별로 매우 상이한 것으로 나타남.
 - 실질투자수익률을 대표하는 변수로는 기업의 자산에서 국가별 법인세 차이를 교정한 순이익이 차지하는 비중을 나타내는 자산수익률을 사용하였으며, 이 값에서 각국의 인플레이션을 조정하고 이를 다시 달러화로 변환한 수익률이 최종적으로 사용된 실질투자수익률로서 국가별 비교가 가능한 값임.
 - 이 분석을 위해서 대상 국가의 18개 산업에 속하는 기업 자료를 사용하였는데 아래의 표는 기준 산업으로 사용된 음식료산업의 평균 실질투자수익률을 영(0)으로 할 때 해당 국가에 투자할 때 기대할 수 있는 실질투자수익률을 나타내는 상대적인 개념임.

표 4. 동아시아 국가의 실질 기업투자수익률

태국	일본	싱가포르	홍콩	말레이시아	한국	중국	인도네시아
1.11	0.57	0.47	0.44	-0.96	-1.15	-1.87	-5.97

주: 1999~2004년 기간의 기업 ROA를 이용하여 CAPM 모형을 통해 추정된 달러 표시 실질투자수익률, 저자 계산.

- 태국, 일본, 싱가포르, 홍콩의 경우 실질투자수익률이 매우 높아 자본 유입 유인이 높은 반면 인도네시아, 중국, 한국, 말레이시아는 상대적으로 낮은 투자수익률을 나타내고 있음.

- 이는 다른 조건이 동일한 경우 투자수익률이 낮은 국가에서 높은 국가로 자본이 이동하는

경향을 보임에 따라 동아시아 국가간에 자본의 이동 유인이 작지 않음을 보여주는 결과임.

- 특히 저축률이 투자율보다 높아 국내 유동성이 풍부하고 기업의 투자수익률은 상대적으로 낮은 국가의 경우 그 반대의 위치에 있는 다른 동아시아 국가로 자본이동을 추진함으로써 투자효율성을 제고할 수 있음. 뿐만 아니라 이는 동아시아 차원의 투자 확대를 가져와 동아시아 경제권의 저축-투자 격차를 줄이고 궁극적으로 글로벌 불균형의 해소에 기여할 수 있음을 의미함.

표 5. 동아시아 국가의 저축-투자간 격차와 투자수익률에 따른 자본이동 유인의 방향

	저축-투자 (2005년)	자본이동 유인		투자수익률 (1999-2004년)	자본이동 유인
싱가포르	29.98	해외진출+++	태국	1.11	국내진입++
말레이시아	23.50	해외진출+++	일본	0.57	국내진입+
홍콩	12.47	해외진출++	싱가포르	0.47	국내진입
필리핀	4.37	해외진출+	홍콩	0.44	국내진입
인도네시아	4.10	해외진출+	말레이시아	-0.96	해외진출+
한국	3.17	해외진출+	한국	-1.15	해외진출++
중국	2.84	해외진출	중국	-1.87	해외진출++
태국	-2.23	국내진입	인도네시아	-5.97	해외진출+++

주: 해외진출은 국내자본의 해외진출 압력이 강함을 의미. +표시는 상대적인 정도임.

- [표 3]과 [표 4]에 따르면 일본, 싱가포르, 홍콩의 경우 높은 저축 비중에도 불구하고 높은 투자수익률을 바탕으로 역내 투자 유입을 유도할 가능성이 상당히 높은 반면 인도네시아는 역내 자본 유출 유인이 가장 강하게 나타남.
- 다만 인도네시아와 같이 자본의 국제 이동이 상대적으로 제한되어 있고 국내자본의 해외진출 경험이 일천한 경우 자본 유출 요인이 존재하더라도 해외로의 자본이동은 제한될 수밖에 없음.
 - 위 결과에 따르면 태국을 제외한 대부분의 동아시아 국가들은 국내 저축이 투자에 비해 지나치게 높은 상태를 유지하고 있으며, 이러한 유동성이 미국 국고채 등에 주로 투자되어 미국의 무역수지 적자를 보전하는 역할을 수행하면서 글로벌 불균형을 확대시키는 원인으로 작용하는 것으로 판단됨.
 - 반면 국내 유동성은 낮으나 자국 기업의 투자수익률이 높은 경우 해외자본 유입 유인이 높은 것으로 평가됨.

- 우리나라의 경우 기업의 투자수익률이 낮고 저축률도 투자율에 비해 높아 국내자본의 해외 투자 유인이 매우 높은 국가로 분류됨.
- 따라서 자본의 해외진출이 자유로워지고 있는 추세에서 M&A 등을 통한 해외직접투자를 활성화하는 방안도 고려할 필요가 있음.

3. 동아시아 역내 투자 확대의 의의

- 동아시아의 저축 과잉으로 축적된 유동성이 미국시장을 중심으로 투자되는 현재 구도에서는 동아시아 역내 금융자본시장의 취약성을 개선하기 힘들며 글로벌 불균형의 해소에도 도움이 되지 않음.
- 동아시아 국가의 유동성(S)이 다른 동아시아 국가의 실물부문(I)에 투자될 경우 해당국은 물론 동아시아 경제권 전체 차원에서 투자 대비 저축 과잉이라는 불균형이 상당 부분 해소될 수 있음.
- 이는 동아시아에서 생성되는 유동성의 역내 회귀를 의미하기 때문에 동아시아가 미국의 경상수지 적자를 보전하는 규모를 줄이는 효과를 초래함으로써 미국의 경상수지 적자 확대 추세를 진정시키는 결과를 낳게 될 것임. 이는 궁극적으로 동아시아권 대미 환율의 절상 압력을 줄이고 환율절상으로 인한 동아시아 경제의 부담도 감소시키는 효과를 나타낼 것임.
- 따라서 국가별 기업의 실질투자수익률 차이는 동아시아 역내국간 자본이동을 통해 국내 유동성의 투자효율성을 높이고 역내 투자를 확대하여 역내 경제권의 성장과 글로벌 불균형의 해소에 모두 도움이 될 수 있는 요인으로 작용할 것으로 보임.
- 나아가 이러한 과정이 성공적으로 동아시아 역내 자본이동을 확대시킬 경우 역내 자본시장의 발전에 기여하는 동시에 궁극적으로 동아시아 자본시장을 보다 통합시켜 동아시아 금융자본의 체질을 강화함으로써 또 다른 금융위기의 재발을 예방하는 데에도 기여할 것임.
- 이러한 움직임이 성공하기 위해서는 동아시아 지역의 금융시장이 보다 발전되어야 하는데 이를 위해서는 아시아 채권시장의 구축 노력 등과 같은 역내 자본시장 발전을 위한 노력이 시급히 현실화되어야 할 것으로 보임.

- 즉 역내국간 자본이동의 안정성을 확보하기 위해 자본이동 관리 감시(surveillance) 시스템이 필요하며 역내 투자 활성화를 위해 국가간 제도 통일과 시장 인프라스트럭처 구축이 중요한 것으로 판단됨.

4. 결론

- 외환위기 이후 동아시아 국가와 미국간의 자본시장 통합 정도가 점증하고 있는 가운데 글로벌 불균형 문제를 해소하고 동아시아 역내 투자를 활성화하기 위해선 동아시아의 자본시장 통합이 이루어져야 한다는 지적이 제기되어 왔음.
- 아시아 국가들이 막대한 저축-투자 격차를 기록하고 있는 상황에서 이들 통화의 평가절상만으로는 글로벌 불균형 문제를 효과적으로 해소하기에 한계가 있음.
- 아울러 이러한 동아시아 역내 유동성의 효율적인 투자포트폴리오의 구성을 통해 과잉유동성 문제를 상당부분 해소할 수 있으며 특히 자본의 수익성, 즉 투자수익률이 높은 곳으로 자본이 이동될 필요가 있음.
- 본고에서는 동아시아 국가의 저축-투자 격차와 실질투자수익률을 살펴봄으로써 이 지역의 자본흐름이 상대적으로 저축의 과잉 정도가 낮고 실질투자수익률이 높은 국가로 이동되는 방향으로 자본시장 통합이 이루어질 필요가 있음을 밝힘.
- 향후 동아시아의 자본은 미국 등 기존 역외 시장은 물론 태국, 싱가포르, 홍콩 등 역내 시장을 중심으로 이동할 가능성이 높음.
- 우리나라의 경우 국내 유동성의 해외투자 유인이 매우 높은 것으로 나타나기 때문에 역내 시장 진출에 박차를 가할 필요가 있어 보임.
- 또한 동아시아의 자본시장 통합을 통한 자본이동이 효과적으로 이루어질 경우 역내 차원의 저축-투자 불균형이 감소하면서 글로벌 불균형의 해소에 도움을 주게 됨.
- 이러한 움직임이 부재한 상태에서 글로벌 불균형을 해소하기 위해서는 동아시아 국가의 대 달러 환율의 동시 절상이 매우 큰 폭으로 이루어져야 함을 감안할 때 역내 투자의 활성화는 동아시아 경제의 환율절상에 대한 부담도 상당부분 감소시켜 주는 것임.

- 동아시아의 역내 투자 활성화는 역내 자본시장 통합을 촉진하고 나아가 금융통화시장 통합으로 이어질 가능성이 높기 때문에 장기적으로 동아시아 통화 협력에 대한 논의도 더욱 활발해질 것으로 보임.

- 이는 역으로 동아시아 환율공조체제에 대한 논의를 진전시켜 궁극적으로 동아시아 환율 안정에도 기여할 가능성이 높을 것으로 기대됨.