

자본이동 변동성의 원인 분석과 정책 시사점

박복영 국제경제실장 (bypark@kiep.go.kr, Tel: 3460-1149)

안지연 국제경제실 국제금융팀 부연구위원 (jyan@kiep.go.kr, Tel: 3460-1141)

차 례 ●●●

1. 머리말
2. 세계의 자본이동 변동성 추이와 우리나라와의 비교
3. 자본이동 변동성의 결정요인
4. 시사점

부록

주요 내용 ●●●

- ▶ 2005년 이후 전 세계적으로 국제자본유출입, 즉 자본이동의 변동성이 높아지고 있으며, 특히 2008년 국제 금융위기와 최근의 유럽 재정위기로 인해 변동성이 더욱 높아졌음.
 - 일반적으로 증권투자의 변동성이 가장 높고 은행차입(혹은 기타투자)의 변동성이 그 다음으로 높으며, 직접투자의 변동성이 가장 낮은 것으로 나타남.
- ▶ 30년간 41개국의 통계를 분석한 결과 금융 및 무역개방도가 높을수록 물가상승률이 높고, 경제성장을 변동이 클수록, 그리고 실물부문에 비해 금융시장이 상대적으로 발달할수록 자본이동 변동성이 증가하는 것으로 나타남.
 - 또한 한국과 같이 과거에 외환위기를 겪은 나라의 경우 변동성이 특히 커 소위 '낙인효과(stigma effect)'가 뚜렷이 작용하고 있는 것으로 분석됨.
- ▶ 한국은 2008년 금융위기 이후 다른 나라에 비해 변동성이 더 큰 폭으로 증가했으며, 낙인효과까지 갖고 있기 때문에 더욱 주의가 필요함.
 - 다른 나라와 달리 은행차입의 변동성이 가장 높은 것으로 나타났으며, 개별 투자유형의 변동성은 선진국에 비해 낮지만 전체 자본유출입의 변동성은 훨씬 더 높은 것이 특징임.
 - 현재 유럽 재정위기로 인해 국제 금융시장이 불안하고, 국제 금융위기 이후 글로벌 유동성도 풍부한 상황으로 자본변동성이 계속 높은 상태를 유지할 가능성이 큼.
 - 자본자유화와 금융시장의 규모 증대가 변동성을 높이는 경향이 있다는 분석 결과를 감안할 때 자본변동성 억제를 위해서는 금융자유화 등에 신중해야 함.
 - 높은 무역의존도가 자본변동성 증가의 한 원인이 되므로 내수시장 확대를 통해 이 비율을 낮추는 것은 자본흐름의 안정성을 높이는 데도 기여할 것으로 판단됨.
 - 외환보유고 축적이 증권투자의 변동성을 완화하지만 해외차입의 변동성은 줄이지 못하는 것으로 분석되었기 때문에, 해외차입의 변동성 억제를 위해서는 다른 추가적 대응이 필요함.
 - 그런 점에서 최근 정부가 선물환포지션 규제, 외환건전성부담금, 외국인채권투자 과세 등의 거시건전성 규제 장치를 도입한 것은 적절한 것으로 판단됨.
 - 향후 투자유형간, 그리고 외국인투자자와 해외투자 간 상쇄효과를 거둘 수 있는 방향으로 투자정책 전반을 조정하는 것도 전체 자본변동성 완화에 기여할 것으로 판단됨.

1. 머리말

■ 2008년 국제 금융위기 이후 세계경제의 불안정이 지속되고 있는 가운데, 2010년에 유럽의 재정위기까지 발생하면서 불안정성이 가중되고 있음.

- 세계경제 불안과 더불어 국제적인 자본흐름 역시 매우 불안정한 모습을 보이고 있음.
- 예를 들어 국제 금융위기 당시에는 신흥시장에서 대규모 자본유출이 발생했다가 위기가 진정되자 역으로 과도한 자본유입이 우려되는 상황이 발생함.

■ 특히 우리나라는 외국인 자본유출입 쏠림현상이 다른 나라에 비해 심해 환율과 주가 등 금융자산가격의 변동성을 높일 뿐만 아니라, 경제 전반의 안정성을 저해하는 것으로 인식되고 있음.

- 우리나라는 외국인 자본의 급격한 유출로 1997년에 외환위기를 경험한 바 있으며, 2008년에도 외환보유고가 급격히 감소하는 위기 상황에 직면한 경험이 있음.
- 미국의 리먼브라더스가 파산한 2008년 3/4분기에는 순유출이 400억 달러를 초과하였으며, 그후 순유입으로 전 환되었다가 2011년에는 유럽재정위기 여파로 또다시 순유출로 반전되었음(그림 1 참고).
- 자본유형별로 보면, 직접투자는 외국인투자 부진과 중국 등 해외에 대한 투자증가로 2007년 이후 순유출로 반 전되었으며, 증권투자는 글로벌 금융위기 이후 대규모 유출에서 유입으로 반전되었음.
- 해외은행 차입이 대부분을 차지하는 기타투자는 2008년 글로벌 위기 당시 상환요구로 300억 달러 이상의 순유 출이 발생했으며, 최근에도 큰 규모의 순유출이 나타나고 있음.

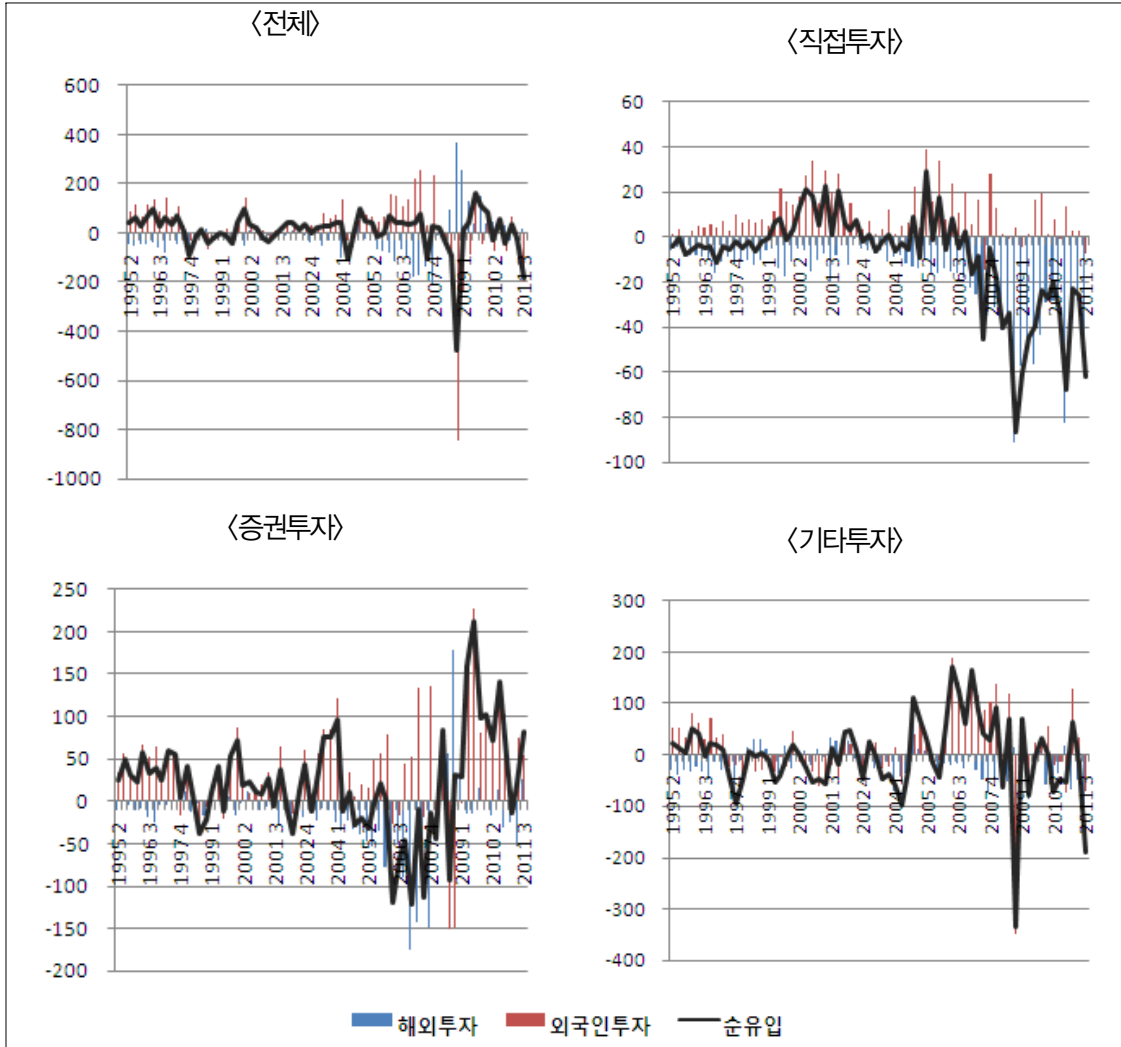
■ 자본유출입이 안정적으로 이루어지지 않고 그 규모와 방향이 단기간에 크게 변동하는 자본이동의 변동성 (volatility of capital flows, 이하 자본변동성)은 다양한 경제적 비용을 수반함.

- 자본변동성이 높으면 자본유입에 따른 자산가격의 급등과 급락이라는 소위 ‘과열-붕괴 사이클(boom-bust cycle)’이 발생하여 경제 전반의 안정성을 저해함.
- 환율 변동성도 높아져 기업이나 금융기관이 더 큰 환위험에 노출되며, 자본변동성이 높으면 실물투자도 위축 되는 것으로 알려져 있음.
- 외국인 자본이 단기간에 대규모로 유출될 경우 외환보유고 고갈로 외환위기가 발생할 수 있으며, 위기 예방을 위한 외환보유고도 더 필요해져 외환보유 축적에 따른 기회비용도 증가하게 됨.
- 따라서 자본변동성을 가능한 한 낮추는 것이 경제 전반의 안정성 제고를 위한 정부의 중요한 정책목표 중 하나가 되어야 할 것임.

■ 이에 이 보고서는 자본변동성을 높이는 요인을 탐색함으로써 변동성을 줄이기 위한 정책 시사점을 제시하고자 함.

그림 1. 우리나라의 분기별 자본유출입 추이

(단위: 억 달러)



자료: 한국은행.

2. 세계의 자본이동 변동성 추이와 우리나라와의 비교

가. 글로벌 자본변동성 추이

- 자본변동성을 측정하기 위해 분기별 자본이동 통계를 이용하였으며, 기준시점 대비 최근 3년간 순자본유입의 표준편차를 자본변동성으로 정의하였음.
- 순자본유입은 외국인투자(foreign investment, 자본유입)에서 내국인에 의한 해외투자(overseas investment, 자본유출)를 뺀 것을 의미함.

- 경제규모가 큰 나라는 자본유출입 역시 크고 변동성도 크게 나타날 수 있으므로, 순자본유입을 GDP로 나눈 후 표준편차를 구함으로써 경제규모의 효과를 중화시켰음.

■ IMF의 기준에 따라 국제자본이동을 직접투자(direct investment), 증권투자(portfolio investment), 기타투자(other investment) 세 가지로 나누어 각각의 변동성을 계산하였음.¹⁾

- 증권투자는 채권투자와 주식투자를 모두 포함하며, 기타투자는 대부분 은행에 의한 해외차입(혹은 대부)으로 구성됨.

- 총 41개국(선진국 19개국, 신흥국 22개국)의 자본변동성을 계산하였음.

■ 전 세계적으로 자본변동성이 증가하는 추세를 보이고 있는데, 이는 실물경제(GDP)에 비해 국제금융거래 규모가 더 빠르게 증가한 데 기인한 것으로 판단됨(그림 2 참고).

- 특히 2005년 이후 자본변동성이 한층 더 증가한 것으로 나타나 2008년 국제 금융위기와 최근의 유럽 재정위기로 인해 국제자본 흐름이 매우 불안해졌음을 시사함.

■ 자본유형별로 보면 일반적으로 증권투자의 변동성이 가장 높은 반면, 직접투자의 변동성이 가장 낮고, 은행차입을 의미하는 기타투자가 중간 정도의 변동성을 보임.

- 한편 일반적인 예상과는 달리 세 유형 모두에서 선진국의 변동성이 아시아 신흥국의 변동성에 비해 더 큰 것으로 나타났는데, 그 원인에 대해서는 추가적인 분석이 필요함.

나. 우리나라의 자본변동성 특징

■ 한국의 경우 직접투자와 증권투자의 변동성이 선진국보다 낮고 아시아 신흥국 평균과 비슷한 수준이지만, 기타투자의 변동성은 아시아 신흥국 평균보다 뚜렷하게 높은 수준임.

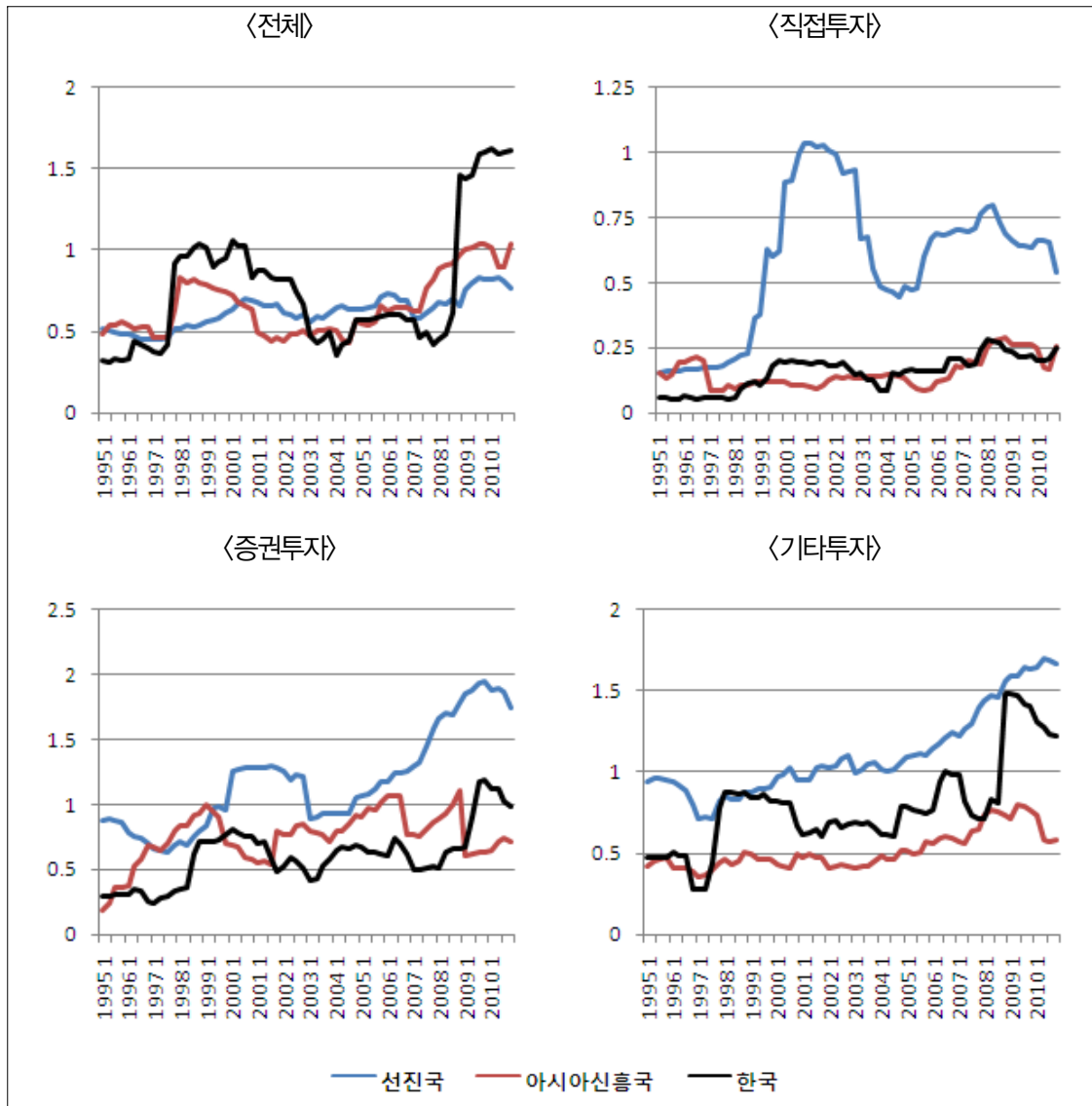
- 그 결과 우리나라의 투자유형별 변동성은 다른 국가군과 달리 기타투자, 증권투자, 직접투자의 순서를 보임.

- 결국 경기상승기에 외국은행으로부터 차입이 증가했다가 경기침체 및 금융불안이 발생하면 대규모 상환요구가 나타나는 것이 우리나라 자본흐름을 불안하게 하는 가장 큰 원인이 되고 있음.

- 한편 증권투자의 순유입과 순유출로 인한 외환과부족을 해외차입을 통해 상쇄하는 것도 기타투자의 변동성을 높이는 하나의 원인인 것으로 추정됨.

1) 파생상품투자(derivative investment)는 시계열자료가 적어 제외하였음.

그림 2. 선진국과 아시아 신흥국 순자본변동성 추이



주: 자본변동성은 분기별 자료를 활용하여 기준시점 대비 최근 3년간 표준편차로 계산.

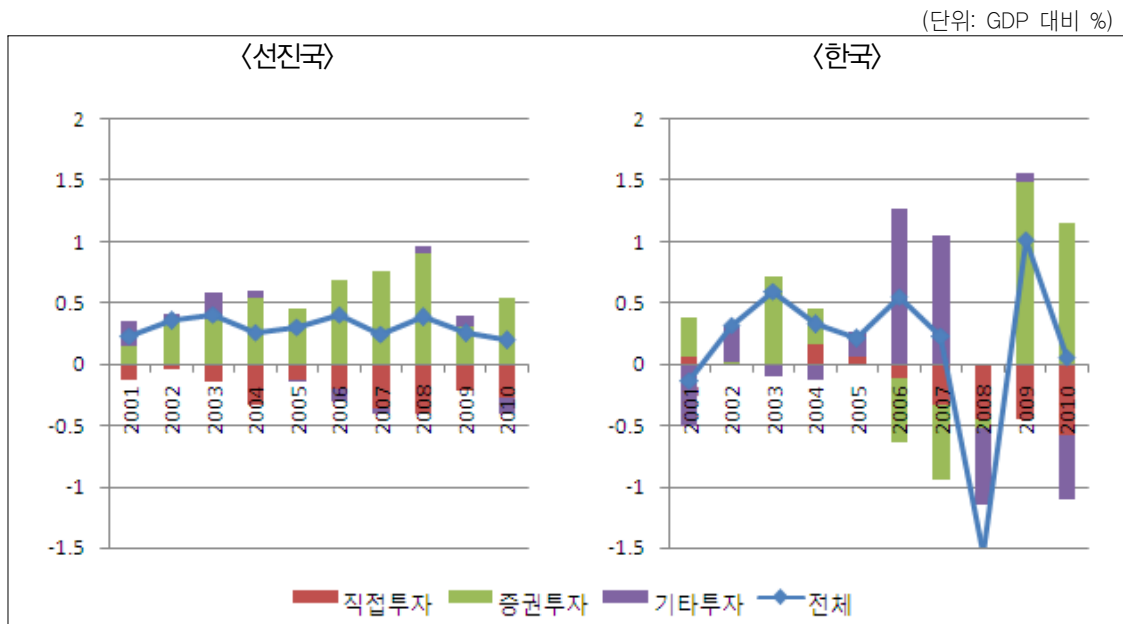
자료: IMF BOP(Balance of Payment); KIEP 필자 계산 자료.

- 우리나라의 자본변동성은 세계적인 금융위기 시 다른 국가에 비해 급격히 증가하는 특징을 보이는데, 이는 우리나라가 위기에 특히 취약함을 의미함.
- 우리나라의 자본변동성은 1997년 외환위기와 2008년 국제 금융위기 이후 뚜렷이 증가하는 특징을 보였는데, 2008년 금융위기 이후의 변동성이 1997년 외환위기에 비해 더 높았음.
- 특히 세 유형의 자본유출입을 합한 전체 자본의 변동성은 위 두 시기에 우리나라가 선진국의 변동성 수준을 오히려 초과하였음.
- 2008년 국제 금융위기 이후 한국의 전체 자본변동성은 선진국의 2배 이상에 이르고 있음.
- 개별 투자의 변동성은 낮지만 전체 자본의 변동성이 오히려 높은 것은 선진국과 달리 서로 다른 투자간 상쇄

하는 효과가 선진국에 비해 훨씬 낮기 때문인 것으로 판단됨.

- 선진국의 경우 증권투자는 일관되게 순유입, 직접투자는 순유출을 보이는데 위기 시 증권투자 유입이 감소하면 직접투자 유출도 같이 감소하여 전체 자본흐름의 변동폭이 크지 않음.
- 반면 한국의 경우 2008년에 세 가지 투자가 모두 순유출을 기록하였음(그림 3 참고).

그림 3. 선진국과 한국의 GDP 대비 순자본이동



주: 파생상품투자는 비중이 낮아 그림에서 생략됨.

자료: IMF BOP.

3. 자본이동 변동성의 결정요인

- 자본변동성에 영향을 미치는 요인을 탐색하기 위해 41개국의 지난 30년간 자료를 이용하여 통계분석을 실시함(분석방법, 자료 출처, 자세한 분석결과에 대해서는 부록 참고).
- 자본변동성에 영향을 미칠 것으로 예상되는 변수를 다음과 같은 세 가지 범주로 구분하여 분석하였음: 대외개방 및 거시적 요인, 금융발전 및 제도적 요인, 금융위기와 글로벌 요인.
 - 세 가지 투자유형에 대해 각각 분석하였는데, 앞에서 설명한 바와 같이 증권투자와 기타투자의 변동성이 특히 높기 때문에 이 유형을 중심으로 결과를 설명하고자 함.
 - 분석 결과 증권투자와 기타투자는 서로 비슷한 특징을 보이지만, 직접투자는 이들과는 다른 특징을 보이는 경우가 있음.

가. 대외개방 및 거시적 요인

- 금융개방도와 무역의존도가 높을수록 세 유형의 투자 모두에서 자본변동성이 증가하는 것으로 나타남.
 - 금융개방이 되면 금융시장이 발전되어 변동성이 감소할 것이라는 일부 주장도 있지만, 현실에서는 금융개방 혹은 자본자유화가 자본흐름의 변동성을 높이는 것으로 나타남.
 - 무역개방도가 높으면 실물부문이 해외충격에 취약해 경제 전체의 안정성이 떨어지므로 그 결과 자본변동성이 높아지는 것으로 판단됨.

- 물가안정은 자본변동성 축소에 기여하지만 경제성장률은 자본변동성과 큰 연관이 없는 것으로 나타남.
 - 높은 물가상승률은 증권투자와 기타투자의 변동성을 유의하게 높이는 것으로 나타났는데, 직접투자의 경우에는 예상과 달리 반대의 결과를 보임.
 - 경제성장률 수준은 증권투자와 기타투자의 변동성과 유의한 관계를 갖지 않는 반면, 경제성장률 변동이 심할수록 기타투자의 변동성도 커지는 것으로 나타남.

- 외환준비금의 축적은 증권투자의 변동성을 줄이는 데 분명히 기여하지만 기타투자, 즉 은행차입의 변동성 축소에는 효과가 없는 것으로 나타남.
 - 수입액 대비 준비금이 증가할수록 기타투자의 변동성은 오히려 증가하는 것으로 나타났는데, 은행차입의 불확실성이 커지면 정책당국은 준비금을 증가시키지만 실제로는 이것이 차입의 변동성을 줄이지 못하기 때문에 이 같은 결과가 나타난 것으로 추정됨.

표 1. 자본변동성 결정요인 분석: 대외개방 및 거시적 요인

설명변수(예상부호)	(1)	(2)	(3)
	직접투자	증권투자	기타투자
자본이동규모(+)	-***	+*	+
금융개방도(?)	+***	+***	+***
무역의존도(?)	+***	+***	+**
물가상승률(+)	-**	+***	+**
경제성장률(-)	-*	+	-
경제성장률 변동성(+)	-	+	+***
수입액대비 준비금(-)	-	-***	+***

주: *** 유의수준 1%, ** 유의수준 5%, * 유의수준 10%. 부표 1 참고.

나. 금융발전 및 제도적 요인

- 국내 은행산업과 주식시장의 상대적 규모가 클수록 자본변동성이 증가하는 것으로 나타남.
 - 은행산업의 발전정도를 나타내는 GDP 대비 민간신용 규모가 커질수록 증권투자의 변동성이 유의하게 증가함.
 - 증권시장의 발전정도를 나타내는 GDP 대비 주식시장 규모 변수는 증권투자뿐만 아니라 직접투자와 기타투자의 변동성 모두 증가시키는 것으로 나타남.
 - 따라서 금융시장의 규모확대가 자본변동성을 줄이기보다는 오히려 국제 자본흐름을 불안정하게 하는 것으로 나타남.
- 한 나라의 제도적 발전수준을 나타내는 반부패 혹은 투명성 정도는 직접투자와 기타투자의 변동성을 줄이는 경향이 있지만, 증권투자의 변동성과는 무관한 것으로 나타남.
 - 변동환율제도를 채택한 나라는 그 외의 환율제도를 채택한 나라에 비해 증권투자의 변동성이 높은 것으로 나타남.

표 2. 자본변동성 결정요인 분석: 금융발전 및 제도적 요인

설명변수(예상부호)	(1) 직접투자	(2) 증권투자	(3) 기타투자
자본이동규모(+)	+	+***	+
GDP대비 민간신용규모(?)	+	+***	+
GDP대비 주식시장규모(?)	+***	+***	+*
국가 반부패지수(-)	-**	-	-*
변동환율제도(+)	+***	+***	+

주: *** 유의수준 1%, ** 유의수준 5%, * 유의수준 10%, 부표 2 참고.

다. 금융위기와 글로벌 요인

- 한국과 같이 과거에 외환위기를 겪은 나라는 특히 자본변동성이 높은 것으로 나타났으며, 주변지역에 금융위기가 발생하면 인근 국가의 증권투자 변동성도 같이 증가하는 것으로 나타남.
 - 외환위기 경험여부의 변수가 세 투자 모두에서 매우 유의한 양의 부호를 보였는데, 이는 위기 경험이 있는 나라에 대해서는 투자자들이 더욱 민감하게 반응하는 소위 ‘낙인효과(stigma effect)’가 분명히 존재함을 의미함.
 - 위기의 전염효과(contagion effect) 역시 일부 있는 것으로 확인됨.

- 글로벌 유동성 역시 매우 유의한 양의 부호를 보여 세계 전체 유동성이 풍부할수록 자본변동성이 분명히 증가하는 것으로 나타남.

표 3. 자본변동성 결정요인 분석: 금융위기와 글로벌 요인

	(1)	(2)	(3)
설명변수(예상부호)	직접투자	증권투자	기타투자
자본이동규모(+)	-**	+*	+
외환위기 경험여부(+)	+***	+***	+***
주변지역 은행위기(+)	-	+*	+
글로벌 유동성(+)	+***	+***	+***

주: *** 유의수준 1%, ** 유의수준 5%, * 유의수준 10%, 부표 3 참고.

4. 시사점

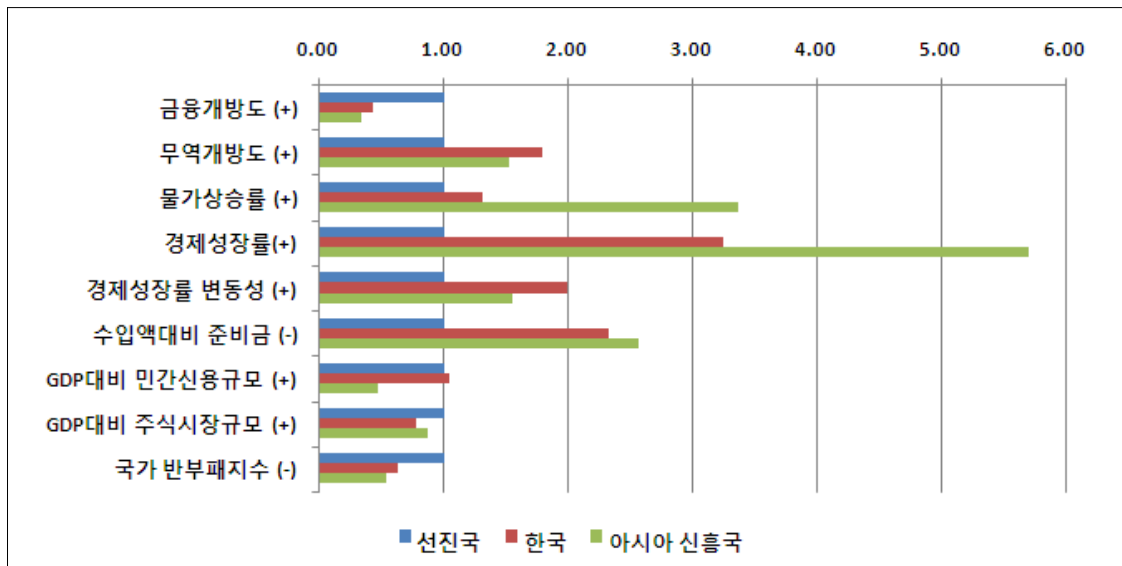
- 2005년 이후 전 세계적으로 자본흐름의 변동성이 증가하는 가운데 한국의 변동성이 특히 큰 폭으로 증가했기 때문에 이에 유의해야 함.

- 높은 자본변동성은 금융위기 가능성 증대, 환위험 증가, 경제 전반의 불안정성 증대, 실물투자의 위축, 외환보유고 확충에 따른 기회비용 증대 같은 비용을 초래하기 때문에 변동성 축소가 정부 정책의 중요한 목표가 되어야 할 것임.
- 우리나라는 1997년 외환위기와 2008년 국제 금융위기 같이 국제 금융시장이 불안할 때 다른 나라에 비해 변동성이 더 큰 폭으로 증가했으므로 위기 시 대응이 특히 중요함.
- 현재 유럽 재정위기로 인해 국제 금융시장이 불안하고, 국제 금융위기 이후 글로벌 유동성도 풍부한 상황이므로 자본변동성이 계속 높은 상태를 유지할 가능성이 큼.
- 특히 2008년 이후 해외차입, 즉 기타투자의 변동성이 크게 증가했으며, 증권투자의 변동성도 아시아 신흥시장에 비해 더 높아졌으므로 이에 대한 주의가 요구됨.
- 그런 점에서 최근 정부가 선물환포지션 규제, 외환건전성부담금, 외국인채권투자 과세 등 거시건전성 규제 장치를 도입한 것은 적절한 것으로 판단됨.
- 자본유형간 변동성을 비교했을 때 변동성 억제를 위해 직접투자의 비율을 높이는 것도 적절한 것으로 판단됨.

- 선진국과 비교할 때 우리나라의 높은 무역의존도, 물가상승률, 경제성장률 변동성은 자본변동성을 더욱 높게 하는 요인으로 작용하는 반면, 실물부문에 비해 금융부문이 상대적으로 덜 발달한 것은 변동성 억제요인으로 작용하고 있음(그림 4 참고).

- 자본자유화와 금융시장의 규모 증대가 변동성을 높이는 경향이 있다는 분석 결과를 감안할 때 자본변동성 억제제를 위해서는 금융자유화 등에 신중해야 함.
- 높은 무역의존도가 자본변동성 증가의 한 원인이 되었으므로 내수시장 확대를 통해 이 비율을 낮추는 것이 자본흐름의 안정성을 높이는 데도 기여할 것으로 판단됨.
- 선진국에 비해 높은 물가상승률과 성장률 변동성은 해외차입과 증권투자의 변동성을 높이는 요인이 되므로 경제의 성장보다는 안정이 변동성 완화에 도움이 될 것임.
- 외환보유고 축적이 증권투자의 변동성을 완화하지만 해외차입의 변동성은 줄이지 못하는 것으로 분석되었기 때문에 해외차입의 변동성 억제를 위해서는 다른 추가적 대응이 필요함.
- 우리나라는 대부분의 선진국과 달리 외환위기를 겪었다는 낙인효과가 강하게 작용하고 있으므로 이를 고려하여 변동성 억제를 위한 더 많은 정책 수단과 주의가 요구됨.

그림 4. 선진국, 아시아 신흥국과 한국의 자본변동성 관련 지표 비교



주: 1) 지표별 차이를 비교하기 위하여 모든 지표의 선진국 값을 1로 환산함.

2) () 안의 부호는 해당변수와 증권투자 변동성과의 관계를 의미함. (+)값은 변동성 증가, (-)값은 변동성 감소.

■ 마지막으로, 전체 자본흐름의 변동성을 낮추기 위해 서로 다른 투자유형간 상쇄효과를 높일 수 있도록 외국인투자 및 해외투자를 유도할 필요가 있음.

- 우리나라는 개별 투자유형의 변동성이 선진국보다 낮지만 이들을 합한 전체 자본의 변동성은 더 높아, 한 투자의 순유입 감소를 다른 투자의 순유입 증가로 상쇄하는 효과가 낮은 것으로 나타남.
- 또한 외국인의 국내투자 누적액은 많은 반면 내국인의 해외투자 누적액은 작아 외국인투자 순유입액이 줄어들 때 내국인이 해외투자 축소나 기존 투자 회수를 통해 상쇄할 수 있는 여력이 작음.
- 따라서 투자유형간, 그리고 외국인투자자와 해외투자자 간 상쇄효과를 거둘 수 있는 방향으로 투자정책 전반을 조정하는 것도 전체 자본변동성 완화에 기여할 것으로 판단됨.

부록. 분석 방법 및 결과

- 1980년부터 2009년까지 총 41개국(선진국 19개국, 신흥국 22개국)의 연간 자료를 이용하여 자본이동 변동성의 결정요인을 분석함.
 - 계열상관관계가 존재하는 국가 패널자료의 특성을 고려하여 Driscoll-Kraay(1998) 표준오차를 사용하였으며, 국가별로 고유한 특성을 고려하는 고정효과모형을 사용하였음.²⁾
- 총 세 가지 투자유형(직접투자, 증권투자, 기타투자)의 변동성 결정요인을 분석하였음.
 - 설명변수 중 많은 수가 연간자료이므로 자본이동 변동성도 연간자료를 이용하여 계산하였는데, 기존 연구를 따라 자본이동 변동성은 GDP 대비 순유입액의 기준시점 대비 최근 5년간 표준편차로 측정하였음.
- 설명변수는 크게 대외개방 및 거시적 요인, 금융발전 및 제도적 요인, 금융위기와 글로벌 요인으로 나누어 분석함.
 - 모든 분석에서 GDP 대비 자본이동규모를 통제변수로 사용하였는데, 이는 자본이동규모가 통계적으로 유의하게 자본변동성을 설명한다는 Neumann-Penl(2008)³⁾의 연구결과를 반영한 것임.
 - 종속변수와의 내생성(endogeneity)을 고려하여 1년 시차(time lag)를 설명변수에 적용하였음.

$$\text{자본변동성}_{i,t} = \alpha + \beta \text{대외개방 및 거시적 요인} + \gamma \text{통제변수} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{자본변동성}_{i,t} = \alpha + \beta \text{금융 및 제도적 요인} + \gamma \text{통제변수} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\text{자본변동성}_{i,t} = \alpha + \beta \text{금융위기 및 글로벌 유동성 요인} + \gamma \text{통제변수} + \varepsilon_{i,t}$$

- 통계자료의 출처는 IMF의 BOP, WDI(World Development Indicators), FSD(Financial Structure Database), ICRG(International Country Risk Guide), Chinn-Ito(2006)⁴⁾와 Rogoff-Reinhart(2009)⁵⁾임.

2) Broto *et al.*(2011)에서도 자본변동성을 Driscoll-Kraay(1998) 표준오차 회귀분석 모형을 활용하여 분석하였음. Broto, Carmen, Javier Diaz-Cassou and Aitor Erce-Domingues(2011), "Measuring and Explaining the Volatility of Capital Flows to Emerging Countries," *Journal of Banking & Finance, Forthcoming* 참고.

3) Neumann, Rebecca and Ron Penl(2008), "Volatile Capital Flows: Interactions between de Jure and de Facto Financial Liberalization," *Economics Bulletin*, Vol. 6, No. 2, pp. 1-10.

4) Chinn, Menzie D. and Hiro Ito(2006), "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions," *Journal of Development Economics*, Vol. 81, Issue 1, pp. 163-192. (October)

5) Reinhart, Camen M. and Kenneth S. Rogoff(2009), *This Time It's Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press.

부표 1. 자본변동성 결정요인 분석: 대외개방 및 거시적 요인

	(1)	(2)	(3)
	직접투자	증권투자	기타투자
자본이동규모	-0.104*** (0.03)	0.104* (0.06)	0.044 (0.03)
금융개방도	1.013*** (0.29)	2.065*** (0.56)	1.354*** (0.32)
무역개방도	1.629*** (0.35)	3.841*** (0.78)	1.128** (0.54)
물가상승률	-0.042** (0.02)	0.184*** (0.04)	0.109** (0.05)
경제성장률	-0.035* (0.02)	0.009 (0.03)	-0.003 (0.02)
경제성장률 변동성	-0.012 (0.03)	0.037 (0.04)	0.135*** (0.04)
수입액대비 준비금	-0.008 (0.01)	-0.084*** (0.02)	0.062*** (0.02)
관측치	909	848	924
R-squared	0.43	0.49	0.47
분석국가수	40	38	40

부표 2. 자본변동성 결정요인 분석: 금융발전 및 제도적 요인

	(1)	(2)	(3)
	직접투자	증권투자	기타투자
자본이동규모	0.007 (0.04)	0.178*** (0.04)	0.003 (0.04)
GDP대비 민간신용규모	0.287 (0.21)	1.446*** (0.36)	0.176 (0.36)
GDP대비 주식시장규모	1.740*** (0.40)	2.136*** (0.40)	0.547* (0.31)
국가 반부패지수	-0.071** (0.03)	-0.142 (0.10)	-0.263* (0.14)
변동환율제도	0.188*** (0.05)	0.347*** (0.11)	0.234 (0.20)
관측치	664	622	679
R-squared	0.62	0.61	0.55
분석국가수	39	37	39

부표 3. 자본변동성 결정요인 분석: 금융위기와 글로벌 요인

	(1)	(2)	(3)
	직접투자	증권투자	기타투자
자본이동규모	-0.049** (0.02)	0.084* (0.04)	0.027 (0.03)
외환위기 경험여부	0.487*** (0.16)	1.243*** (0.36)	0.758*** (0.22)
주변지역 은행위기	-0.046 (0.12)	0.391* (0.21)	0.237 (0.16)
글로벌 유동성	0.561*** (0.12)	1.184*** (0.20)	0.498*** (0.09)
관측치	956	885	972
R-squared	0.50	0.54	0.48
분석국가수	41	39	41

주: () 안의 값은 Driscoll-Kraay(1989) 표준오차이며, *** 유의수준 1%, ** 유의수준 5%, * 유의수준 10%임. 상수의 계수값은 생략되었음.