

글로벌 유동성 확대에 따른 동아시아 채권시장의 외국인 자본 유출입 현황

편주현 국제경제실 국제금융팀 부연구위원 (jhpyun@kiep.go.kr, Tel: 3460-1190)

김수빈 국제경제실 국제거시팀 연구원 (sbkim@kiep.go.kr, Tel: 3460-1228)

차 례 ●●●

1. 동아시아 채권시장의 외국인 자본 유출입 현황
2. 외국인 채권투자 자본 유출입의 결정요인 분석
3. 결론 및 정책적 시사점

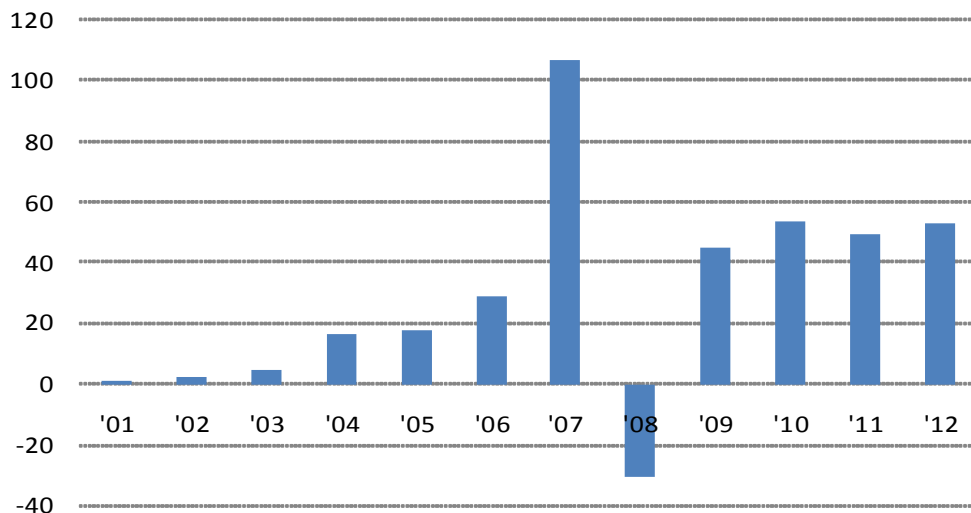
주요 내용 ●●●

- ▶ 동아시아 채권시장의 외국인투자는 글로벌 금융위기를 기준으로 감소하였다가 위기 이후 그 투자규모가 확대되고 있는 추세임.
 - 아시아 금융위기 이후 동아시아 국가들은 자국 채권시장의 발전을 위해 2003 년 ABMI(Asian Bond Market Initiative) 출범 등 공조체제를 강화해옴.
 - 2000년대 이후 동아시아 채권시장으로 외국인 자본이 지속적으로 유입되었으며, 글로벌 금융위기시에 유출되었던 외국인 투자자금은 선진국의 양적완화정책 등 글로벌 유동성의 확대에 힘입어 다시 유입되고 있는 추세임.
- ▶ 동아시아 7개국 채권시장에서 외국인 자본의 유출입 패턴을 분석한 결과 글로벌 금융위기 이후 확대된 글로벌 유동성이 동아시아 채권시장의 외국인 자본 유입 증가에 영향을 미친 것으로 나타남.
 - 채권시장의 자본 유출입을 결정하는 전통적 요인은 채권시장간의 금리차이, 금융시장의 발전 정도 및 안정성 등을 들 수 있음.
 - 최근 금융위기 이후 확대된 글로벌 유동성 역시 신흥국 금융시장 내 자본 유입에 영향을 미쳤다는 연구들이 있음.
 - 분석 결과, 동아시아 채권시장 내 외국인 자본의 유입은 재정거래 유인뿐만 아니라 글로벌 유동성의 확대에도 큰 영향을 받은 것으로 나타났음.
 - 특히 글로벌 유동성(선진국 M2 기준)의 1% 증가는 동아시아 채권시장 내 외국인 자본 유입을 약 7.7억 달러(2012년 외국인 자본 유입액의 1.54%) 증가시키는 것으로 분석되었음.
- ▶ 세계 경기의 불확실성이 가중되고 글로벌 유동성이 축소될 가능성이 높아짐에 따라 동아시아 채권시장에서 나타날 수 있는 외국인 자본 유출에 대비한 정책이 필요할 것임.
 - 글로벌 유동성 변화에 따른 동아시아 채권시장의 해외자본 유출입을 모니터링하며 채권시장의 안정화를 위해 노력을 기해야 할 것임.
 - 또한 동아시아 채권시장의 펀더멘털을 강화하고 대외적인 환경 변화에 대응해야 할 것임.

1. 동아시아 채권시장의 외국인 자본 유출입 현황

- 동아시아 채권시장에 대한 외국인투자¹⁾는 2008년 글로벌 금융위기 이전까지 지속적으로 증가했음.
- 외국인의 채권투자 자금은 2001년을 기점으로 유입 양상을 보이기 시작하여 2003년 이후 본격적으로 증가하였고, 글로벌 금융위기가 발생하기 전인 2007년까지 증가 추세를 이어왔음.
- [그림 1]에서 보듯이 2003년 동아시아 국가의 적극적인 자본시장 개방 등에 따라 2004년에는 전년(48억 달러) 대비 3배 이상 증가한 162억 달러 규모의 자금이 유입되었음.
- 이후 지속적으로 증가하여 글로벌 금융위기 직전인 2007년에는 외국인 채권투자가 1,070억 달러 규모에 달함.

그림 1. 글로벌 금융위기를 전후한 동아시아 7개국 채권시장의 외국인 자본 유입액
(단위: 십억 달러)



자료: CEIC.

- 그러나 2008년 글로벌 금융위기의 영향으로 자본 유입이 급감한 뒤 2009년 주요 선진국의 금융완화정책 등에 힘입어 유입 국면으로 전환 및 유지되고 있음.
- [그림 1]에서 나타나듯이 2008년 글로벌 금융위기로 인한 전면적인 글로벌 디레버리징이 이루어지면서 310억 달러 규모의 자금 유출이 발생했음.
- 반면 2009년부터는 주요 선진국의 양적완화정책 시행과 더불어 투자가 큰 폭으로 늘어나면서 동아시아 채권시장으로의 자금 유입이 꾸준히 일어나고 있음.

1) 다수의 동아시아 국가는 불안정한 자본시장 개방, 통계의 체계성 부족 등으로 채권시장 자본 이동의 정밀한 파악이 어려움. 따라서 분석 대상으로 홍콩, 인도네시아, 한국, 말레이시아, 필리핀, 태국, 중국 총 7개국을 선정하고 국제수지표상의 포트폴리오 투자 중 채권 부문 유입액 통계를 이용하였음.

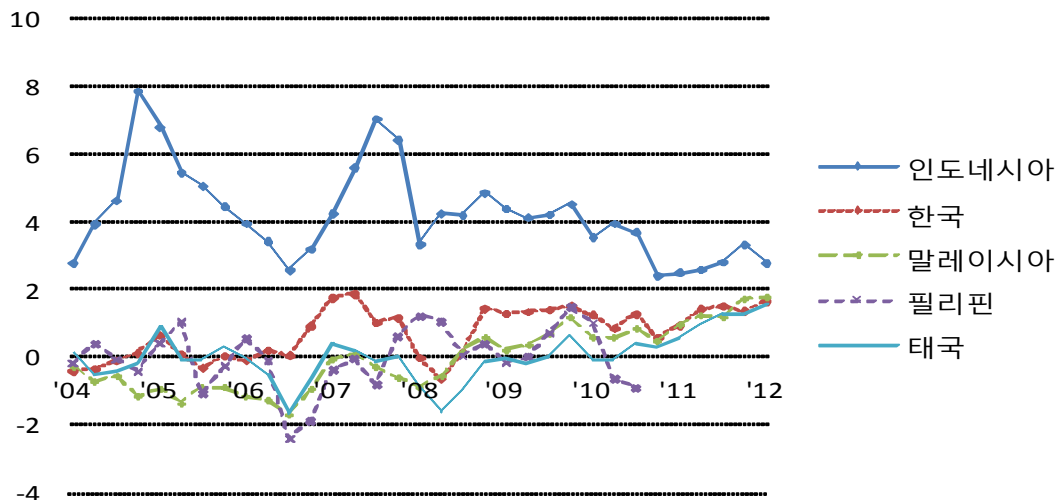
- 그 결과 2009~12년 외국인 채권투자는 글로벌 금융위기 직전 사상 최고치를 기록하였던 2007년의 절반인 500억 달러 수준까지 회복하였음.

■ 우선 동아시아 채권시장의 외국인투자 건인 요인으로 동아시아 국가들의 잠재성장을 상승, 자산가격 상승, 고금리 등의 국내적 요인을 들 수 있음.

- [그림 2]에서 동아시아 국가들의 상대적 고금리로 인한 재정거래 유인 추이를 살펴보면, 금융위기 이전까지 비교적 높은 수준을 유지하다가 2008년 금융위기 중 급격한 축소를 보이고 이후 차츰 회복하는 것을 관찰할 수 있음.

그림 2. 동아시아 국가들의 재정거래 유인 추이

(단위: %)



주: 1) 재정거래 유인의 지표로 「각국 채권 5년물 이자율 - 미국 채권 5년물 이자율 - 5년물 CDS 프리미엄」을 사용했음.
2) 필리핀의 경우 필리핀 중앙은행에서 제공하는 모든 만기(All maturities)를 포괄하는 채권 이자율을 사용하였음. 필리핀 국채이자율 데이터는 현재 2011년 2/4분기까지만 유효함.
자료: CEIC 및 저자 계산.

■ 또한 동아시아 채권시장의 자본 유입 증가는 2003년 ABMI(Asian Bond Market Initiative) 설립 운영 등 동아시아 국가간 공조체제 강화와도 맥락을 함께 하였음.

- ABMI란 아시아 금융위기의 주요 원인이었던 통화와 만기의 이중 불일치 문제²⁾를 해결하기 위해 지역(local) 통화표시 채권시장의 발전과 지역(regional) 채권시장의 발전을 목표로 우리나라가 발의한 제안임.
- 역내 채권시장 육성을 위한 범국가적 노력에 힘입어 채권발행을 통한 자금조달 및 채권시장 규모가 크게 증가하였음.

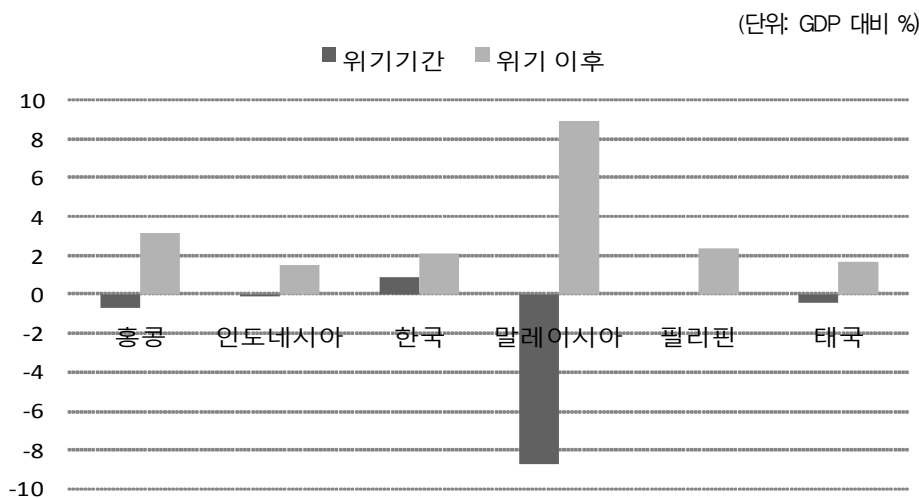
2) 아시아 금융기관들의 대차대조표 상의 자산과 부채간 기간 및 통화 불일치를 의미함. 기간 불일치는 ASEAN+3 역내 국가들이 단기 외채로 국내 장기투자자금을 조달한 현상을, 통화 불일치는 조달한 외채의 대부분이 아시아 역내 통화가 아닌 달러 표시 부채였음을 의미함.

- 특히 중국, 인도네시아, 필리핀, 태국 및 베트남 등은 ABMI 논의 이후 국채시장의 급격한 성장과 회사채 비중의 점진적 증가 양상을 보이고 있음.

■ 그러나 글로벌 금융위기 이후 동아시아 채권시장의 외국인투자 증가는 대내적인 요인뿐만 아니라 대외적인 요인에도 큰 영향을 받았다고 볼 수 있음.

- [그림 3]을 통해 살펴보면 금융위기를 기준으로 동아시아 채권시장에 투자되는 외국인 자본의 흐름이 유출에서 유입 국면으로 전환되고(한국 제외), 유출입의 변동폭이 비교적 큰 편임.
- 이는 금융위기 직후 외국인 채권투자는 급감하였으나 2009년 주요 선진국의 저금리 및 양적완화정책으로 인한 글로벌 유동성 증가, 투자자들의 위험기피 성향 감소 등에 힘입어 점진적으로 회복된 결과임.

그림 3. 글로벌 금융위기를 기준으로 한 GDP 대비 외국인 채권투자자본 유출입 비중

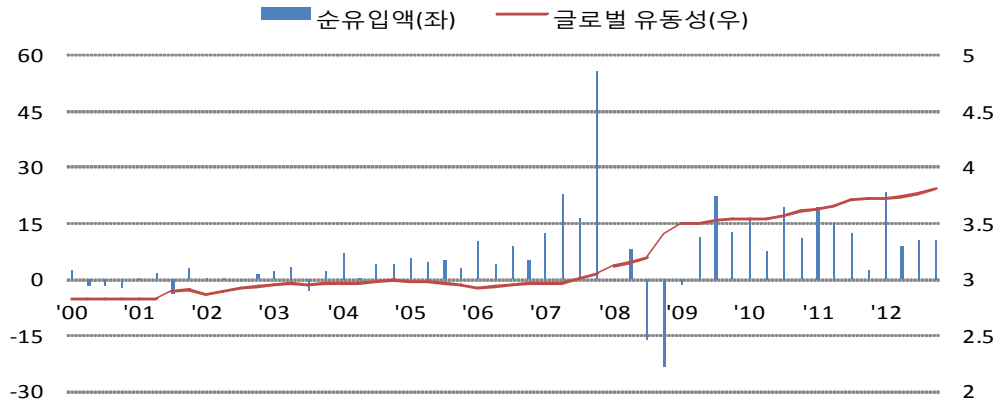


주: 1) 위기 기간(2008년 3/4분기~2009년 2/4분기)과 위기 이후(2009년 3/4분기~2012년 4/4분기)로 나눔.
 2) 기간중 평균.
 3) 말레이시아의 경우 위기 이후 데이터 부재로 2009년 3/4분기~4/4분기 평균값임.
 자료: CEIC 및 저자 계산

- 특히 [그림 4]를 통해 볼 때 글로벌 금융위기 이후 미국, 영국 등 주요국을 중심으로 통화 당국의 비전통적인 통화정책 시행, 타국 중앙은행과의 통화스왑 체결 등을 통한 자국 혹은 타국 통화표시 유동성이 확대 공급되었음을 알 수 있음.
- 현재 미 연준(FRB)은 출구전략을 모색 중이나 본 연구의 분석기간 동안 국채 및 MBS 매입 등의 양적완화정책, 단기금리에 대한 정책 공약, 오퍼레이션 트위스트 등 적극적인 통화완화를 시행했음.
- 유럽중앙은행(ECB), 영란은행(BOE), 일본은행(BOJ) 등도 국채매입 프로그램을 적극적으로 활용하고 있음.
- 이런 주요국 통화당국의 유동성 증가와 더불어 각 시장 주체로 참여하는 민간부문의 유동성(사적 유동성) 역시 확대되어 글로벌 유동성 증가로 이어지면서 동아시아 채권시장으로 대거 유입되었음.
- 금융위기 이후 지속적으로 확대된 글로벌 유동성은 외국인 채권투자 유입액 증가 추세와 비슷한 흐름을 보임.

그림 4. 동아시아 7개국의 외국인 채권투자 유입액과 글로벌 유동성

단위: 십억 달러(좌), M2/GDP(우)



주: 1) 분기별 데이터를 토대로 작성.

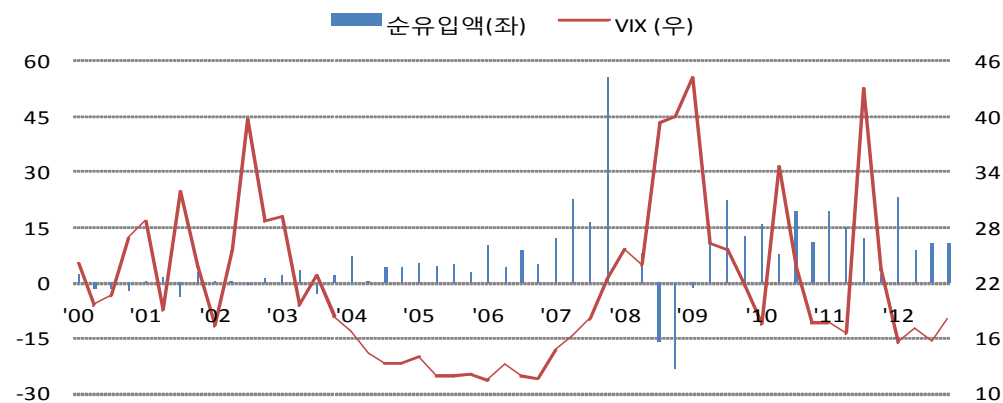
2) 글로벌 유동성 지표는 선행연구를 참고하여 주요 기축 통화국인 미국, 독일, 프랑스, 일본, 영국 5개국의 M2(광의의 유동성)의 합을 5개국의 GDP로 나눈 값을 사용.

자료: CEIC 및 저자 계산

- [그림 5]는 투자자들의 위험회피 성향을 나타내는 VIX 지수(Volatility Index)가 글로벌 금융위기 직후인 2008년 32까지 상승한 후 2009년 1/4분기에 최고치를 기록한 후 하락하면서 글로벌 금융위기 이후 위험회피 성향이 완화되는 추세를 나타내고 있음.
- 위험회피 성향의 완화로 동아시아 채권시장 내 해외 투자가 활발히 일어났고, 금융위기 이후 비교적 단기간 내 유입 국면으로 전환되었음.

그림 5. 동아시아 7개국의 외국인 채권투자 유입액과 VIX 지수

(단위: 십억 달러(좌))



주: 1) 그림 3의 1)과 동일.

2) VIX 지수란 시카고 옵션거래소에 상장된 S&P 500 지수옵션의 향후 30일간의 변동성에 대한 시장의 기대를 나타내는 지수로, 지수의 상승은 투자심리 위축을 의미.

자료: CEIC 및 Bloomberg.

- 정리하면 동아시아 채권시장에 대한 외국인투자에 영향을 미치는 대표적 요인은 역내 펀더멘털 및 국내 수익성 요인 그리고 글로벌 금융환경 등의 대외 변수라고 볼 수 있음.

2. 외국인 채권투자 자본 유출입의 결정요인 분석

■ 본 연구에서는 글로벌 금융위기 이후 확대된 글로벌 유동성이 동아시아 7개국 채권시장 내 외국인 투자자본의 유출입에 미친 영향을 분석하였음.

- 2002년 1/4분기부터 2012년 4/4분기까지 한국, 말레이시아, 인도네시아, 태국, 필리핀, 중국, 홍콩의 7개국 패널 데이터를 사용하여 채권시장의 외국 자본 유출입의 결정요인을 분석하였음.³⁾
- 글로벌 유동성의 측정을 위해 미국, 독일, 프랑스, 일본, 영국 5개 주요 기축 통화국의 M2(광의의 유동성)의 합을 5개국의 GDP의 합으로 나눈 지표를 사용함.
 - 글로벌 유동성은 국제시장에서 통용되는 화폐적인 유동성의 개념으로 통틀어 정의함.
 - 선행 연구에 따르면 글로벌 금융위기 이후 공적인 유동성뿐 아니라 민간부분의 사적 유동성도 증가하였고, 이러한 글로벌 유동성의 공급 확대가 신흥국 채권시장 내 자본 유입을 견인한 주요 요인이라고 주장하고 있음.
 - 즉 선진국 중심의 총체적인 유동성 증가가 신흥국의 채권시장으로 유입되었을 가능성이 있다고 볼 수 있음.
 - 글로벌 유동성에 대한 통일된 정의는 없으나 G4 국가(G3+영국)의 M2 및 본원통화(IMF GFSR 2010, 4), G3 국가의 국내신용 및 국제은행의 G3 국가 통화표시 역외신용(cross-boarder and foreign currency credit)의 합(BIS CGFS 2012), G3 국가 통화표시 신용총량(윤경수·김지현 2012), 주요 기축 통화국의 GDP 대비 M2 비중 등으로 정의함.⁴⁾
- 채권시장의 재정거래 유인을 측정하기 위해 동아시아 국가들과 미국의 5년물 장기 국채 이자율의 차이에 추가로 신용파산스왑 프리미엄(Credit Default Swap: CDS premium)을 뺀 값을 사용하였음.
 - 국내 채권시장의 상대적으로 높은 금리 수준은 재정거래 유인으로 작용하여 외국 자본이 국내 채권에 대한 투자로 유입되는 결과를 초래할 것임.
- 채권시장의 대내외적인 자본 유출입을 통제하는 추가적인 요소로 내적인 리스크를 보여주는 신용파산스왑 프리미엄과 외적인 리스크를 측정하는 변동성 지수(VIX) 및 글로벌 금융위기(2008년 3/4분기~2009년 2/4분기) 변수를 사용하였음.

■ 분석 결과 동아시아 채권시장 내 외국인 자본의 유출입은 재정거래 유인뿐만 아니라 글로벌 유동성의 확대에도 큰 영향을 받은 것으로 나타났음.

- 예상한 대로 동아시아 신흥국과 미국 채권의 금리차이는 동아시아 신흥국의 채권시장에 자본이 유입되는 중요한 요소로 판단됨.

3) 자료의 출처 및 분석방법은 부록을 참조할 것.

4) 이상의 양적 지표 이외에 BIS의 CGFS(Committee on the Global Financial System)는 글로벌 유동성 관련 질적 혹은 가격지표에 대해 금융기관 대출태도, GDP 대비 통화량(Broad money to GDP ratio), 글로벌 단기실질금리, 위험성향 등을 제시한 바 있음(2011, 2012).

- [표 1]의 열 (2)의 분석 결과를 기준으로 글로벌 유동성(선진국 M2 기준)의 1% 증가는 동아시아 채권시장 내 외국인 자본 유입을 약 7.7억 달러(2012년 외국인 자본 유입액의 1.54%) 증가시키는 것으로 분석되었음.⁵⁾
- 이는 주요 선진국을 필두로 한 글로벌 유동성 확대에 따라 동아시아 신흥국 채권시장에 자본이 유입되었음을 보여주는 분석 결과임.

표 1. 분석 결과

종속변수: GDP 대비 외국인의 채권시장 투자 유입(Debt Securities Liabilities/GDP)			
	(1)	(2)	(3)
	Pooled OLS	고정효과(FE)	임의효과(RE)
글로벌 유동성	0.016*** [0.0060]	0.0187*** [0.0061]	0.0158* [0.0089]
재정거래 유인	0.0016* [0.0009]	0.0054** [0.0021]	0.0016** [0.0007]
CDS 프리미엄	-0.0016 [0.0022]	-0.0022 [0.0029]	-0.0016 [0.0014]
VIX 인덱스	-0.0003 [0.0003]	-0.0003 [0.0003]	-0.0003 [0.0002]
금융위기 더미	-0.0309** [0.0127]	-0.0318** [0.0128]	-0.0309 [0.0192]
관측치 수	212	212	212
R ²	0.324	0.137	0.369

주: 1) [] 안은 추정계수의 표준오차(standard error)임.

2) ***, **, * 표시는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 통계학적으로 유의함을 의미.

3) 시간더미 (year dummy)는 포함하지 않았음. 글로벌 유동성 변수가 동아시아 7개국의 연간 공통된 변수로 작용하여 시간더미와 높은 상관관계를 가지고 있음.

■ 분석 결과로 미루어 볼 때 앞으로 예상되는 글로벌 유동성의 축소는 동아시아 채권시장에서 외국인 자본의 유출을 야기할 것이라고 예상됨.

- 앞으로 예상되는 주요 선진국 통화당국의 정책 변화에 따른 유동성 축소는 민간 부분의 유동성을 줄이고 동아시아 채권시장 내 외국인 자본의 흐름에 영향을 미칠 수 있음.
- 추가적으로 글로벌 유동성의 축소 정도, 시기와 속도 등도 동아시아 채권시장에서 외국인 자본의 유출에 미치는 영향을 증폭하거나 혹은 축소할 수도 있을 것임.

5) 0.0325(글로벌 유동성 1% 증가)와 0.0187(글로벌 유동성 추정계수)의 곱을 동아시아 7개국의 GDP 평균으로 나눈 뒤 7을 곱하여 얻은 값임. 이를 위해 주요국 GDP와 동아시아 7개국의 GDP는 변하지 않는다고 가정하였음.

3. 결론 및 정책적 시사점

■ 동아시아 7개국 채권시장의 외국인 자본 유출입 패턴을 분석한 결과 글로벌 금융위기 이후 확대된 글로벌 유동성이 동아시아 채권시장에서 증가하고 있는 외국인 자본 유입에 영향을 미친 것으로 나타남.

- 채권시장의 자본 유출입을 결정하는 전통적 요인으로 채권시장간의 금리차이, 금융시장의 발전 정도 및 안정성 등을 들 수 있음.
- 최근 금융위기와 더불어 공급되기 시작한 글로벌 유동성 역시 신흥국 금융시장 내 자본 유입에 영향을 미쳤다는 연구들이 있음.
- 분석 결과 동아시아 채권시장 내 외국인 자본의 유출입은 동아시아 채권의 재정거래 유인뿐만 아니라 글로벌 유동성의 확대에도 큰 영향을 받은 것으로 나타났음.
- 글로벌 유동성(선진국 M2 기준)의 1% 증가는 동아시아 채권시장 내 외국인 자본 유입을 약 7.7억 달러(2012년 외국인 자본 유입액의 1.54%) 증가시키는 것으로 분석되었음.

■ 세계 경기의 불확실성이 가중되고 글로벌 유동성이 축소될 가능성이 높아짐에 따라 동아시아 채권시장에서 나타날 수 있는 외국 자본 유출에 대비한 장기적인 정책이 필요할 것임.

- 앞으로 선진국들의 양적완화정책 종료에 따라 예상되는 글로벌 유동성의 축소는 반대로 동아시아를 비롯한 신흥국 채권시장 내 외국인 자본의 유출을 불러올 수 있음.
- 가장 적극적인 통화완화정책 시행으로 글로벌 유동성 확대에 기여도가 높았던 미국의 현 출구전략 논의는 동아시아 신흥국가군을 중심으로 자본 유출이 심화될 가능성을 높이고 있음.
- 글로벌 유동성의 변화에 따른 동아시아 채권시장의 해외자본 유출입을 모니터링하고 주시하며 채권시장의 안정화를 위한 노력을 기해야 할 것임.
- 또한 동아시아 채권시장의 펀더멘털을 강화하고 외부적인 환경 변화에 대응해야 할 것임.
 - 2012년 제15차 ASEAN+3 재무장관·중앙은행 총재회의에서 'ABMI New Roadmap+'를 승인받으면서, 아시아 채권시장 내 보다 진보한 성과를 이끌어낼 것으로 보임.
 - 그러나 여전히 역내 국가간 통화 불일치, 경제발전 정도 및 자본시장 제도의 상이함, 투자자 기반 취약 등 동아시아 채권시장 펀더멘털을 확고히 하는 데 장애물이 존재하는바, 이러한 한계점에 대한 극복 방안을 모색해야 할 것임.
 - 금융위기 이후 동아시아 신흥국으로의 채권투자 증가는 신흥국 경제의 기초 여건보다 대외 요인에 기인한 바가 크므로 주요 선진국의 출구전략 실행 등을 고려한 대응책을 강구해야 할 것임.

부록: 자료 및 분석 결과

■ 분석 기간 및 자료 출처

- 2002년 1/4분기부터 2012년 4/4분기까지 한국, 말레이시아, 인도네시아, 태국, 필리핀, 중국, 홍콩의 7개국 패널 데이터를 사용하여 채권시장의 외국 자본 유출입의 결정요인을 분석하였음.
- 종속변수는 GDP 대비 외국인 채권투자 유입액으로 국제수지표 상의 포트폴리오 투자 중 채권 부문 유입액 통계를 이용하였고 자료 출처는 CEIC 통계임.
- 설명변수로는 글로벌 유동성, 재정거래 유인, CDS 프리미엄, VIX 인덱스를 사용하였고 금융위기 이후 외국인 채권투자에 변화가 있었는지를 분석하기 위해 금융위기 더미를 고려하였음.
- 글로벌 유동성 지표로 주요 기축 통화국인 미국, 유로존(독일, 프랑스), 일본, 영국 5개국의 M2(광의의 유동성)의 합을 5개국의 GDP로 나눈 값을 사용하였고 자료 출처는 OECD statistics임.
- 채권시장의 재정거래 유인을 측정하기 위해 동아시아 국가들과 미국의 5년물 장기 국채 이자율의 차이에 추가로 신용파산스왑 프리미엄(Credit Default Swap: CDS premium)을 뺀 값을 사용하였고 자료 출처는 블룸버그와 각국 중앙은행임.
- 채권시장의 대내외적인 자본 유출입을 통제하는 요소로 내적인 리스크를 보여주는 신용파산스왑 프리미엄(출처: 블룸버그)과 외적인 리스크를 측정하는 변동성 지수(VIX, 출처: 블룸버그) 및 글로벌 금융위기(2008년 3/4분기~2009년 2/4분기) 변수를 사용하였음.

■ 최소자승법(Pooled-OLS)과 고정효과 모형(Fixed Effect Model)을 적용하여 분석한 결과 글로벌 금융위기 이후 확대된 글로벌 유동성이 동아시아 채권시장의 외국인 투자자본의 유출입에 영향을 미친 것으로 나타남.

- 분석 결과 동아시아 채권시장 내 외국인 자본의 유출입은 동아시아 채권의 재정거래 유인뿐만 아니라 글로벌 유동성의 확대에도 큰 영향을 받은 것으로 나타났음.
- 고정효과 모형을 적용함으로써 시간에 불변이며 관측되지 않는 개별 국가의 특성을 통제한 추정식 (2)를 살펴보면, 글로벌 유동성의 증가는 동아시아 채권시장 내 GDP 대비 외국인 자본 유입을 유의하게 증가시키는 것으로 분석되었음.
- 재정거래 유인은 가장 강건한(robust) 외국인 채권투자 비율 결정요인으로 재정거래 유인의 증가(국내 이자율 증가 혹은 대외 시장으로 대표되는 미국시장의 이자율 감소 등)는 채권시장의 외국 자본 유입을 증가시키는 유의한 결과를 가져옴. **KIEP**