

보도자료

보도일시	2018년 5월 28일(월) 조간
담당자	최우진 KDI 거시경제연구부 연구위원 (044-550-4053, wooj.choi@kdi.re.kr)
배포일시	2018년 5월 25일(금) 09:00
배포부서	KDI 홍보팀(044-550-4030, press@kdi.re.kr)

미국의 통화정책 변화가 외국자본 유출에 미치는 영향

최우진 거시경제연구부 연구위원

본고는 2018년 상반기 『KDI 경제전망』에 수록될 예정입니다.

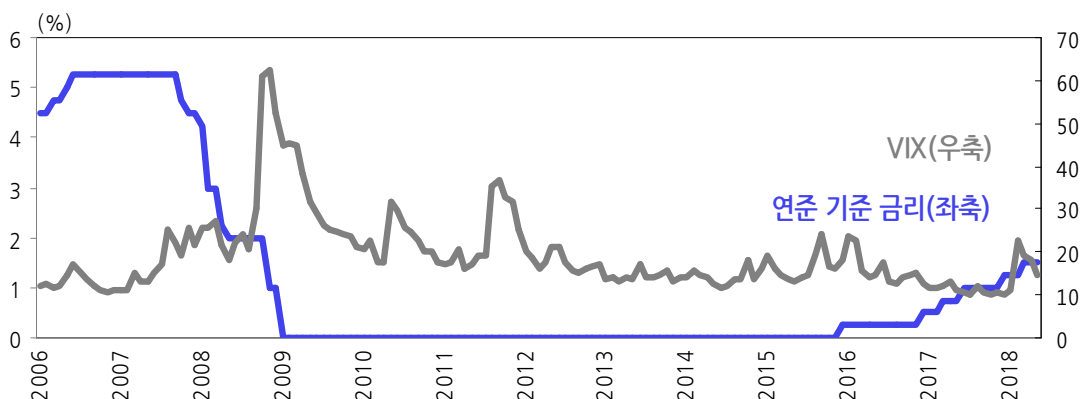
미국의 통화정책 변화가 외국자본 유출에 미치는 영향

연구위원 최우진

1. 문제제기

- 미국의 금리인상이 본격화될 것으로 예상되는 가운데, 신흥국 불안에 따른 국제금융 시장의 변동성도 확대되고 있어 급격한 외국자본 유출에 대한 우려가 확대됨.
 - 2008년 금융위기 이후 ‘제로금리’를 유지하였던 미국의 통화당국은 2015년 12월을 시작으로 현재까지 정책금리를 25bp씩 여섯 차례 인상한 바 있음.
 - 최근에는 아르헨티나가 자국 경제불안에 따른 대외신뢰도 저하 및 통화가치 하락으로 IMF에 구제금융을 신청하면서 미국의 금리인상에 따른 신흥국의 외국자본 유출 우려가 높아지는 상황
- 외국자본 유출은 형태에 따라 실물경제에 미치는 영향이 다르게 나타날 수 있음.
 - 서브프라임 모기지 사태 직후에는 대규모 증권투자 자금이 유출되었음에도 불구하고 일시적으로 주식시장에서 변동성이 확대된 데 그쳤음.
 - 리먼 브라더스 부도 시에는 단기 외화차입을 중심으로 대규모 자금이 차환 정지되었고, 이에 따라 국내은행들은 외화유동성 위기를 겪은 바 있음.
- 본고에서는 미국 통화정책의 변화가 외국자본 유출에 미치는 영향을 자본형태별로 나누어 분석하고, 이를 바탕으로 정책적 시사점을 제시하고자 함.

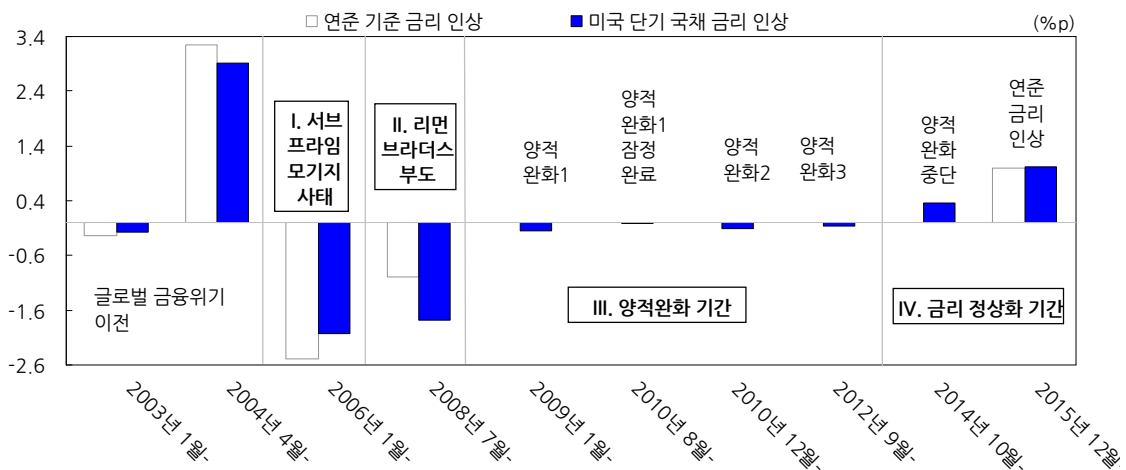
미국 금리와 주식시장 변동성 지수(VIX)



2. 미국 통화정책의 변화와 외국자본 유출의 관계

- 미국 통화정책의 변화와 형태별 외국자본 유출의 관계를 살펴보기 위해 미국 단기 국채 금리(1년 만기)의 변동을 통화정책 변화를 반영하는 변수로 설정
 - 미 연방준비위원회(이하 연준)의 전통적인 통화정책 수단은 연준 정책금리이나 정책 금리 변동이 없더라도 구두개입 및 양적완화 등을 통해 통화정책을 수행.
 - ‘제로금리’인 상황에서는 시장금리의 변화가 통화정책의 기초를 더 정확하게 반영하며 최근 학술 연구들(Gertler and Karadi[2015] 등)에서 이를 반영하는 대표적인 시장 금리로서 미국 단기 국채(1년 만기 재무부 채권) 금리를 활용
 - 본문에서도 통화정책의 대리변수로서 이를 사용하였으며, 강건성 검증을 위해 연준 정책금리를 이용할 경우 본문과 비슷하지만 통계적 유의성이 떨어지는 결과를 보임.
- 미국 단기 국채금리를 통해 살펴본 결과, 미 연준은 글로벌 금융위기 이후 제로금리 상황에서도 비전통적 수단을 통해 완화적 통화정책 기초를 유지한 후 2014년 4분기부터는 완만한 정상화(긴축) 기초를 걷는 모습
 - 양적완화는 정책금리가 제로금리 하한에 제약된 상황에서 시중에 대규모 유동성을 공급하였는데, 미국 단기 국채금리는 정책금리의 변동이 없었던 기간(2009년 1분기~2014년 3분기 동안)에도 소폭 하락하며 통화정책 기초가 확장적이었음을 반영
 - 한편, 2014년 4분기부터는 단기 국채금리가 상승세로 전환되어 미국의 통화정책 기초가 양적완화 축소 및 정책금리 인상 등 긴축적으로 전환되었음을 나타내고 있음.

미국 정책금리 및 시장금리 변화



- 한편, 미국 통화정책의 정상화 이후 우리 자본시장에서는 부채성 자금(채권 및 차입 투자)를 중심으로 외국자본 유출이 발생하고 있으나, 외국자본 전체로는 유입 기조를 유지
 - 리먼 브라더스 사태 기간(2008년 3~4분기) 중, 미국의 통화정책 변화를 반영하는 단기 국채금리가 큰 폭으로 하락했음에도 불구하고 외국자본은 차입투자를 중심으로 단기간에 대규모 유출된 바 있음.
 - 대규모 외화차입 자금이 유출되면서 국내은행들이 외화유동성 위기를 경험
 - 양적완화 정책을 추진한 기간(2009년 1분기~2014년 3분기) 중 외국자본은 주로 채권투자를 중심으로 유입되었으며 그 규모는 GDP 대비 0.9% 정도를 차지
 - 미국의 완화적 통화정책으로 국제금융시장의 유동성이 확대되었으며 이에 따라 외국자본은 유입기조로 전환되었으나, 선물환 포지션 규제 및 외환건전성 부담금 정책 등으로 은행부문을 통한 차입투자 자금의 유입은 상대적으로 위축된 것으로 판단
 - 2008년 12월 이후 현재까지 직접투자, 주식 및 채권 투자 자금의 형태로 각각 980억달러, 1,870억달러의 외국자본이 유입되었음.
 - 한편, 미국의 통화정책이 정상화 기조로 변경된 이후(2014년 4분기~)에도 외국자본은 전반적으로 유입되는 모습을 유지하고 있으나, 채권투자와 차입투자 자금은 소폭 유출되는 모습
 - 금리 정상화로 국제투자자들의 단기자금 조달비용이 상승하면서 포트폴리오 재조정 과정에서 부채성 자금을 중심으로 자본이 유출되는 가운데, 중국 주식시장의 변동성 확대 등 단기적으로 국제금융시장에 불안이 확산되는 경우에도 외국자본의 유출이 발생된 바 있음.

미국 통화정책 기조 변화와 형태별 외국자본 유출

(단위: GDP 대비 %)

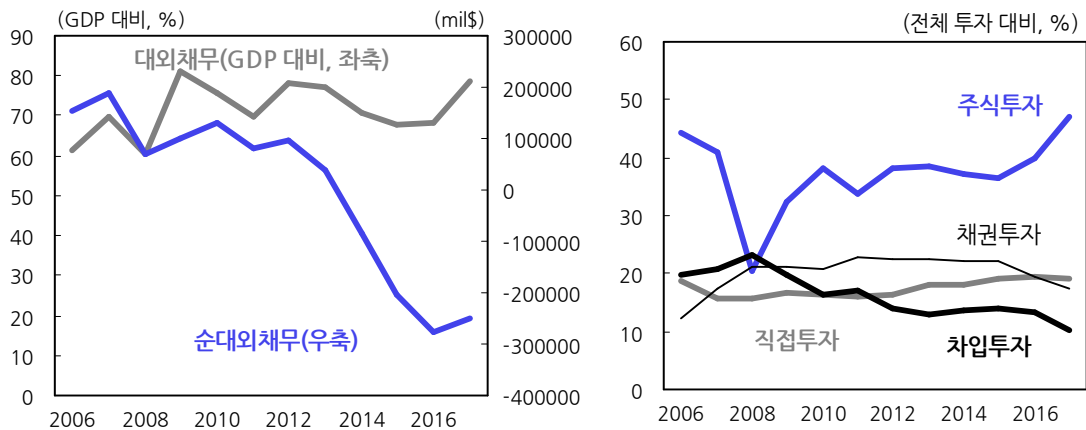
기간	통화정책	자본유출	총투자	직접투자	증권투자	기타 투자		
						채권투자	차입투자	
I 서브프라임 모기지 사태 (2006 1/4~2008 2/4)	완화적 (위기)	유입	-1.5 (0.5)	-0.2 (0.1)	-0.3 (0.5)	-0.8 (0.5)	-0.9 (0.4)	-0.8 (0.4)
II 리먼 브라더스 부도 (2008 3/4~2008 4/4)	완화적 (위기)	유출	2.9 (2.9)	-0.3 (0.1)	1.5 (0.2)	0.9 (0.4)	1.7 (2.8)	2.4 (3.2)
III 양적완화 기간 (2009 1/4~2014 3/4)	완화적	유입	-0.9 (0.7)	-0.2 (0.1)	-0.7 (0.7)	-0.4 (0.3)	0.0 (0.6)	-0.0 (0.6)
IV 금리 정상화 기간 (2014 4/4~2017 4/4)	긴축적 전환	유입 (부분유출)	-0.2 (0.8)	-0.2 (0.1)	-0.0 (0.6)	0.1 (0.3)	0.0 (0.3)	0.1 (0.3)

주: (+)의 값은 외국자본의 유출을, (-)의 값은 유입을 의미함. 괄호 안은 표준편차를 의미함.
 자료: 한국은행.

■ 이와 같은 외국자본 유출입의 결과, 대외채무는 제한적인 수준에서 증가하는 가운데 주식투자의 비중이 상승한 반면 부채성 자금(채권 및 차입 투자)의 비중은 축소된 것으로 나타남.

- 전체 대외채무의 증가세는 글로벌 금융위기 이후 대체로 안정적인 모습을 보이며 GDP 대비 70~80% 수준을 유지하고 있음.
 - 이에 따라 2017년 기준 채권시장과 주식시장에서 외국인의 비중은 각각 10%와 34%를 기록하고 있으며 큰 변동을 보이지 않는 모습
- 한편, 전체 대외채무 중 외국 증권투자 자금의 비중은 양적완화 기간 중 안정된 모습을 보인 바 있으나, 통화정책 정상화가 시작되며 채권투자 자금이 유출되면서 주식투자의 비중이 상대적으로 확대됨.
- 차입투자 자금의 경우 글로벌 금융위기 이후 지속적으로 그 비중이 하락하는 추세를 나타내고 있음.
 - 이에 따라 전체 대외채무 중 차입투자의 비중은 2008년 23.2%에서 2017년 10.2%까지 하락하여 단기 외화차입의 차환정지에 따른 위험은 상당 폭 축소된 모습
- 이에 따라 채권투자와 차입투자 등 부채성 자금의 비중은 전반적으로 축소되었으며, 특히 미국의 통화정책 정상화가 시작된 이후 이와 같은 흐름이 강화된 모습
 - 이와 같은 사실은 부채성 자금의 경우 위기 시 신용경색을 통해 국내 금융시장에 상대적으로 더 큰 악영향을 미친다는 점(Tong and Wei, 2011)을 감안할 때, 우리나라의 외환 건전성이 개선되었음을 시사

대외채무의 추이 및 형태별 비중



주: 순대외채무는 외환보유액을 제외한 민간부문의 순대외채무임.
 자료: 한국은행.

3. 미국의 통화정책 변화가 외국자본 유출에 미치는 영향 분석

■ 미국 금리인상과 외국자본 유출의 관계를 보다 정교하게 실증분석하기 위해, 우선 한미 금리차와 외국자본 유출간 상관관계를 살펴보고자 함.

● 통상적으로 이자율 평형설에 의하면, 다른 요인이 동일한 경우 금리차의 확대는 상대적으로 수익률이 높아진 국가로 자본이 이동할 것임을 의미

- 이는 한국 금리가 고정된 상태에서 미국 금리가 인상되는 경우, 외국자본이 유출되면서 기대환율 등이 조정되어 두 국가의 채권 수익률이 동일해지는 상태(차익거래 기회가 없어짐)로 회귀한다는 의미임.

● 그러나 통화가치의 안정성, 기축통화 여부, 국가 부도 위험 및 경제위기 등도 자본유출의 주요 요인이므로 금리차만으로는 자본유출의 변동을 설명하기는 어려움.

■ 한미 금리차는 외국자본 유출과 통계적으로 의미 있는 관계를 갖지 않는 것으로 나타남.

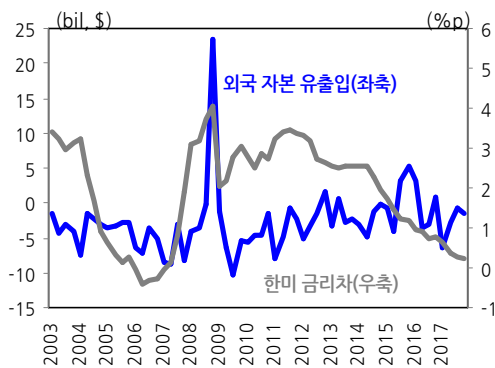
● 1년 만기 국공채의 시장금리(한국 통화 안정증권 및 미 재무부 채권)의 차이를 분석

● 한미 금리차(한국 금리 - 미국 금리)와 외국자본 유출의 추이를 살펴보면, 금리차가 확대되는 시기에 외국자본이 오히려 유출되는 흐름을 나타내었던 것으로 보이나 계수 추정치가 통계적으로 유의하지 않음.

- 이는 미국 금리의 인상이 오히려 외국자본의 유입을 가져온다고 해석될 수 있어 이자율 평형설로써 예상되는 결과와는 다른 모습

● 한편, 글로벌 금융위기 시기를 통제한 경우에는 외국자본이 유입되는 결과를 보이나 역시 계수 추정치가 통계적으로 유의하지 않음.

한미 금리차와 외국자본 유출의 관계



	(3)	(4)
	총투자	총투자
한미 금리차 (한국-미국)	0.01 (0.08)	-0.03 (-0.32)
글로벌 금융위기 더미		4.60*** (8.39)
N	60	60
R-sq	0.48	0.64

주: 회귀분석에서는 실질 GDP 성장률을 통제하였음.

자료: 한국은행; Federal Reserve Bank of St. Louis; Bloomberg.

■ 한편, 한국과 미국 금융시장의 구조적 차이를 반영하기 위해 모형을 재설정하여 분석을 시도한 결과에서도, 미국의 금리인상이 외국자본의 유출에 미치는 영향은 미미한 것으로 나타남.

- 원화와 미 달러화 표시 자산들의 수익률이 단순 비교될 수 없다는 점에서, 한미 금리 차가 아닌 각국 금리를 독립적인 설명변수로 사용하였음.
 - 이 외에도 한국의 실질 GDP 성장률, 1인당 GDP 수준, 물가상승률, 정치/지정학적 위험 지수 및 글로벌 금융위기 더미 등을 통제변수로 사용
 - 한편, 국제금융시장의 변동성 확대에 따라 나타날 수 있는 외국자본의 유출 가능성을 평가하기 위해 미국 주식시장의 변동성 지수(Volatility Index: VIX)를 추가적으로 고려
- 실증분석 결과, 미국의 금리인상은 주로 부채성 자금(차입 및 채권 투자)을 중심으로 외국자본 유출을 유발할 가능성이 있으나 그 규모는 통상적인 수준임.
 - 자본유출은 변동성이 매우 크고 대규모 유출의 경우에도 분기를 넘어 이어가는 경우가 드물기 때문에 1분기를 기준으로 유출 가능 규모를 추산
 - 분석 결과는 미 연준이 정책금리를 25bp 인상할 경우, 미국의 단기 국채금리가 37.5bp 상승하며 이로 인해 우리 자본시장으로부터 유출되는 외국자본의 규모는 GDP 대비 0.38%(전체 외국자본 대비 0.52%)에 불과함.
 - * 연준의 기준금리 25bp 인상에 따른 미국 단기 국채금리 상승폭은 금리 정상화 기간 중에는 기준금리 상승폭과 비슷한 수준이나 전체 분석기간 중에는 37.5bp로 추산됨.
 - * 금리 정상화 기간 중 통상적인 외국자본 유출 규모는 GDP 대비 0.79% 정도임.

금리인상과 외국자본 유출

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	총자본	직접투자	증권투자	채권투자	기타투자	차입투자
미국 금리인상	0.38* (1.90)	-0.13** (-2.30)	-0.24 (-1.08)	0.39* (1.82)	0.76*** (5.52)	0.65*** (7.00)
한국 금리인상	-0.25 (-0.27)	-0.02 (-0.12)	0.16 (0.15)	-0.89 (-1.53)	-0.39 (-0.50)	-0.80 (-1.23)
VIX	0.11 (0.93)	0.01 (0.72)	-0.11 (-0.79)	-0.09 (-1.57)	0.20* (1.99)	0.18*** (2.74)
정치/지정학적 위험	0.10* (1.96)	-0.01 (-0.51)	0.03 (0.45)	0.08*** (2.74)	0.08 (1.20)	0.09 (1.44)
N	60	60	60	60	60	60
R-sq	0.71	0.22	0.30	0.47	0.63	0.73

주: 1) Iacoviello and Caldara의 Geopolitical Risk를 정치/지정학적 위험 지수로 활용함.

2) 계수의 추정값이 제시된 독립변수들 외에도 한국의 실질 GDP 성장률, 1인당 GDP 수준, 물가상승률 및 글로벌 금융위기 더미가 회귀식에 포함되었으나 본문의 내용에 포함되지 않기에 표에서 생략하였음.

자료: 한국은행, Federal Reserve Bank of St. Louis; Bloomberg.

■ 국제금융시장의 변동성(VIX)이 확대되거나 정치/지정학적 위험이 높아지는 경우에도 외국자본의 유출 가능성이 있으나 현재 우려할 만한 수준은 아님.

● 국제금융시장의 변동성(VIX)이 확대될 경우 차입투자의 유출이 발생할 수 있음.

- VIX 지수가 통상적인 수준(7.20, 1단위 표준편차)으로 확대되는 경우 외국 차입투자 자금의 유출은 GDP 대비 0.18%(전체 외국자본 대비 0.24%) 수준으로 나타남.

- 2018년 5월 17일 현재, VIX 지수는 13.4를 기록하고 있어 우려할 만한 수준은 아닌 것으로 평가됨.

● 최근 일부 신흥국의 통화가치 급락 등을 고려할 때 미국의 금리인상이 빠르게 진행되면서 국제금융시장의 변동성이 동시에 급격히 확대되고, 이에 따라 외국자본이 비교적 큰 폭으로 유출될 가능성을 배제할 수는 없음.

- 예를 들어 미 연준 금리가 단기간에 인상(50bp)되고 동시에 불확실성 확산에 따른 국제금융시장의 변동성(VIX) 상승폭이 글로벌 금융위기의 당시 상승폭(58.2)의 절반(29.0, 통상적인 수준의 4배)으로 확대되는 경우, 산술적으로 차입 자금을 중심으로 최대 240억달러(2008년 4분기 당시 유출 자금의 48%)까지 유출 가능

● 그러나 현재 외환보유액의 규모를 감안할 때, 앞의 예외적인 상황에서 발생가능한 외국자본 유출은 충분히 감내할 수 있는 정도로 평가됨.

- 현재 우리 경제는 3,984억달러 규모의 외환보유액이 있으며, 이는 단기채무의 3.2배, 그리고 전체 부채성 자금 규모를 상회하는 수준임.

- 위와 같이 예외적인 상황(연준 금리 50bp 인상 및 VIX 지수 29 상승)을 가정하여 계산된 자본 유출이 발생한다 하더라도 이는 외환보유액의 6% 수준으로 우리 경제가 충분히 감내할 수 있을 것으로 판단됨.

● 한편, 정치/지정학적 위험의 경우에는 채권투자를 중심으로 GDP 대비 0.10%(전체 외국자본 대비 0.13%) 규모의 유출이 발생하는 것으로 추정됨.

- 남북 정상회담 등으로 지정학적 위험이 다소 완화됨에 따라 국제금융시장의 변동성 확대 등에 따른 채권투자의 유출을 일정 부분 완충시킬 가능성을 시사

4. 요약과 시사점

- 미국의 금리인상이 본격화될 것으로 예상되는 가운데, 신흥국 불안에 따라 국제금융 시장의 변동성도 확대되고 있어 급격한 외국자본의 유출에 대한 우려가 확대됨.
 - 외국자본 유출은 그 형태에 따라 실물경제에 반영되는 모습이 다르게 나타날 수 있어, 미국 금리인상이 형태별 외국자본 유출에 미치는 영향을 살펴볼 필요가 있음.
- 미국 금리의 인상은 부채성 자금(채권 및 차입 투자)을 중심으로 외국자본을 유출시킬 가능성이 있으나, 그 규모는 우리 경제의 규모와 외환보유액 등 외환건전성 상황을 감안할 때 미미한 것으로 평가됨.
 - 실증분석 결과, 미국의 통화정책 변화에 따른 금리인상은 주로 차입투자와 채권투자 자금을 중심으로 외국자본의 유출을 유발할 수 있으나 이는 GDP 대비 0.38% 정도로 미미한 수준이라고 평가할 수 있음.
 - 현재 우리 경제는 3,984억달러 규모의 외환보유액을 보유하고 있는바, 이는 단기채 무의 3.2배의 규모로서 통상적인 수준을 넘어서는 금리인상 충격에 따른 자본유출을 충분히 감내할 수 있는 수준
- 한편, 국제금융시장의 변동성(VIX)이 증가하는 경우 차입투자 자금을 중심으로 외국 자본 유출에 영향을 미칠 가능성이 있음.
 - 특히, 최근 신흥국 전반에서 외국자본 유출 가능성이 확대되고 있다는 점을 고려할 때 변동성이 급격히 확대되는 상황에 대한 면밀한 모니터링을 요함.
 - 아울러 단기 외채 비율 점검 등 현재 양호한 외환건전성을 지속적으로 유지하기 위한 노력이 필요