

보도자료

보도일시	2022년 5월 13일(금) 조간
배포일시	2022년 5월 12일(목) 09:00
배포부서	KDI 홍보팀(044-550-4030, press@kdi.re.kr)
담당자	최우진 KDI 경제전망실 연구위원 (044-550-4053, wooj.choi@kdi.re.kr)

대외 불확실성이 환율 및 자본유출입에 미치는 영향

최우진 경제전망실 연구위원

본고는 2022년 상반기 『KDI 경제전망』에 수록될 예정입니다.

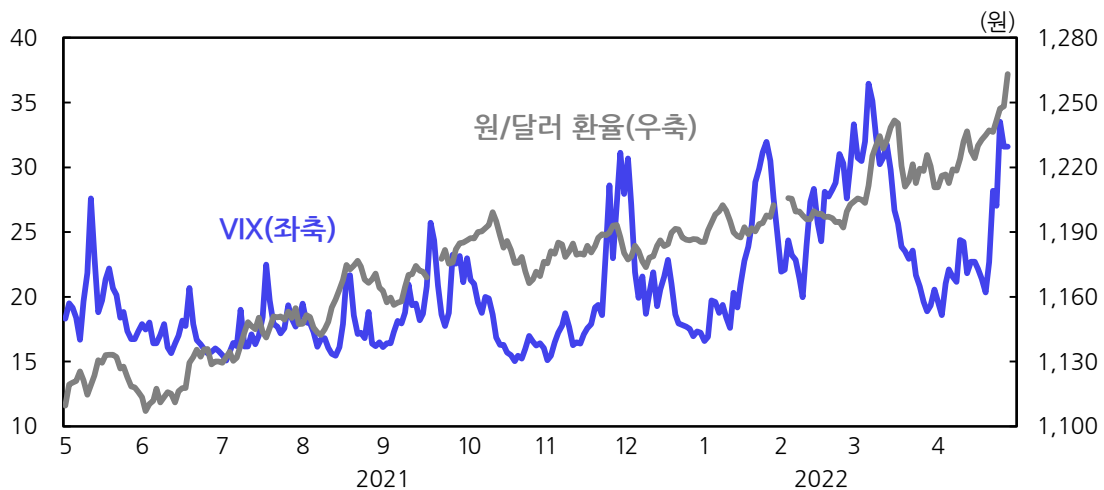
대외 불확실성이 환율 및 자본유출입에 미치는 영향

연구위원 최우진

1. 문제제기

- 최근 대외 불확실성이 확대됨에 따라 대외자본이 급격히 유출되고 외환시장이 불안정해질 수 있다는 우려가 점증함.
 - 글로벌 공급망 교란과 높은 인플레이션이 지속되는 가운데, 주요국의 기준금리 인상, 러시아의 우크라이나 침공 등에 따른 대외 불확실성이 확대됨.
 - 대외 불확실성 확대에 따른 급격한 외국인자금의 유출과 환율 상승(절하)은 신흥국의 경제위기로 이어질 가능성이 존재함.
 - 우리 경제는 IMF 외환위기와 글로벌 금융위기 때 급격한 자본유출과 환율 급등에 따른 신용경색이 실물경제로 전이되며 경제위기를 겪었던 경험이 있음.

대외 불확실성 지수와 환율 추이



주: VIX는 미국 주식시장의 향후 30일 기대 변동성을 반영하는 시카고옵션거래소(CBOE) 변동성 지수임.
자료: FRED; 한국은행.

- 본고에서는 대외 불확실성이 환율과 자본유출입에 미치는 영향과 그 변화를 살펴보고, 정책적 시사점을 도출하고자 함.
 - 한국 대외자본거래에 대한 대외 불확실성의 영향이 시기별로 변화된 양상과 그 원인에 대해 논의하고자 함.

2. 글로벌 금융위기 이후 환율 및 자본유출입 현황

- 코로나19 위기의 회복 국면에서 유가 등 원자재가격이 상승하는 가운데 환율의 절하가 추가적인 물가상승의 압력으로 작용하고 있어 경기 회복이 제약될 가능성
 - 코로나19 위기에 따른 글로벌 공급망 교란이 지속되는 가운데, 우크라이나 침공 등에 따라 원자재가격이 급등하면서 인플레이션이 상당 기간 지속될 수 있음.
- 그러나 최근의 글로벌 위기 상황에서 과거와 같은 대규모 외국인자본 유출이 발생하지 않았다는 점에서 한국 자본시장의 안정성에 대한 긍정적인 평가도 존재
 - 분기별로 살펴보았을 때 코로나19 위기가 발생하였던 2020년 1분기 이후 현재까지 외국인자본은 채권을 중심으로 지속적으로 순유입됨.
 - 우크라이나 침공이 일어난 2022년 2월 중순 이후 주식자금은 유출되었으나, 채권자금은 순유입 기조를 유지
 - 최근 환율이 상승(절하)하고 있으나 대외 충격을 감안하면 과거 대비 상대적으로 환율 상승폭이 크지 않다는 의견도 제기
 - 환율은 코로나19 위기 발생에 따른 불확실성의 정점(2020년 3월 20일)에서 직전 30일 대비 7.5% 상승(절하)하였는데, 이는 글로벌 금융위기 정점(2008년 10월 27일) 시 25.4% 상승에 비해 작은 폭임.
 - 환율은 글로벌 금융위기 이후 신흥국 긴축발작 등의 위기 상황에서도 환율 상승폭이 크지 않고, 2018년에는 하락하는 등 과거에 비해서는 안정된 모습

글로벌 위기 상황별 환율 변화

글로벌 위기 상황	일 시	글로벌 불확실성 지수 (VIX)	단기 환율 상승(절하)
글로벌 금융위기	2008년 10월 27일	80.1	25.4%
그리스 재정위기 발발	2010년 6월 7일	28.8	12.9%
유로 재정위기	2011년 10월 5일	36.6	8.4%
신흥국 긴축발작	2013년 4월 11일	10.5	4.1%
중국 주식시장 대조정	2015년 8월 24일	40.7	5.2%
신흥시장 조정	2018년 2월 5일	37.3	-0.2%
미중 무역갈등	2018년 12월 24일	36.1	-0.7%
코로나19 위기 발발	2020년 3월 20일	66.0	7.5%
우크라이나 침공	2022년 3월 7일	36.5	1.4%

주: 환율의 직전 30일 대비 상승률(절하율)을 표시하였음.
 자료: FRED; 한국은행.

3. 대외 불확실성 충격이 환율 및 자본유출입에 미치는 영향

■ 본 절에서는 대외 불확실성이 환율과 자본유출입 변동에 미치는 영향을 시기별로 분석하고자 함.

● 우리 경제가 순자산국으로 전환된 2014년을 기준으로 시기를 나누어 대외 불확실성 확대가 환율과 자본유출에 미치는 영향을 분석

- 미국의 금리인상 충격, 정치적/지정학적 위험 등 대외 불확실성을 대리하는 지표로 미국 주식시장의 변동성을 반영하는 VIX를 이용하였으며, 상기 변수가 명목환율 상승(월별 자료)과 자본 순유출(분기 자료)에 미치는 영향을 각각 추정함.
- 환율에 대한 영향을 살펴보기 위해 원화 차입거래유인(foward-spot), 원화를 제외한 24개국의 초과 외화수익률(excess return) 등을 통제
- 자본 순유출(분기 GDP 대비)은 미국과 한국의 1년물 국채 금리, 실질경제성장률, 전분기 자본 순유출(시차종속변수), 시간 및 시간 제곱항 등을 통제함.
- 환율과 자본 순유출에 대한 회귀계수에 2013년 이전과 2014년 이후의 지시함수를 이용하거나 혹은 표본을 나누어 시기별 영향을 분석함.

■ 분석 결과, 과거에 비해 2014년 이후 대외 불확실성 충격에 따른 환율 상승폭과 자본유출 규모는 축소된 것으로 나타남.

- 대외 불확실성이 100%p 상승할 때, 환율은 2013년 이전에는 7.9%p 상승한 반면, 2014년 이후에는 2.6%p 상승하는 데 그쳤으며 그 격차는 통계적으로 유의함.
- 대외 불확실성이 100%p 상승할 때, 자본유출은 2013년 이전에는 GDP 대비 3.0%p 증가하였으나, 2014년 이후 통계적 유의성을 발견할 수 없었음.

대외 불확실성(VIX) 충격이 환율 및 자본유출입에 미치는 영향

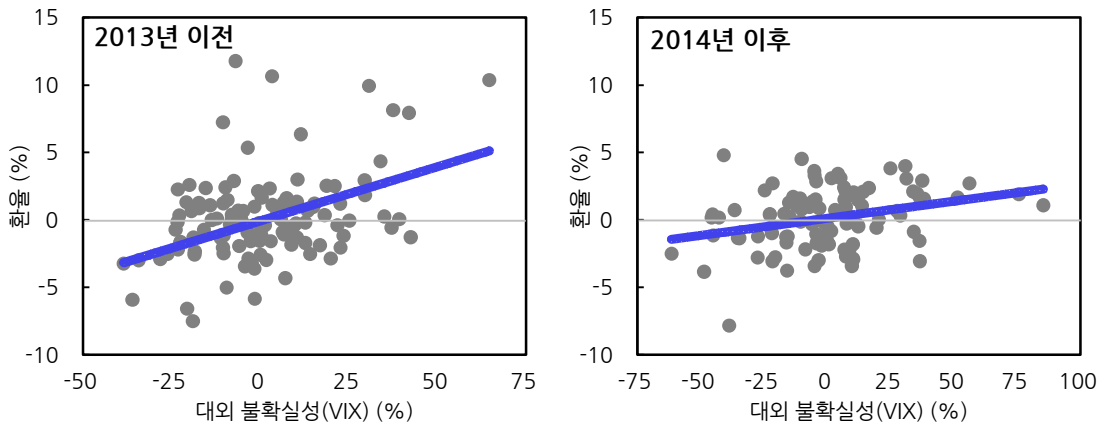
대외 불확실성(VIX) 100%p 증가	환율 상승(절하)	자본 순유출
2013년 이전	7.9*** (2.3)	3.0** (1.3)
2014년 이후	2.6*** (0.8)	-1.3 (1.1)
관측 수	217	79

주: () 안은 Newey-West 표준오차를 나타냄. 지시함수를 활용하여 분석한 결과임.
자료: 저자 계산.

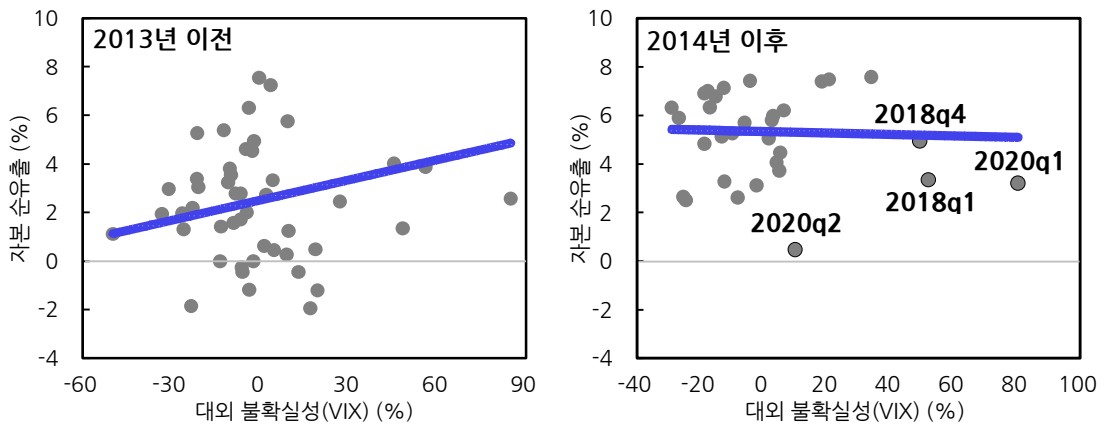
- 대외 불확실성 충격이 환율과 자본유출에 미치는 영향은 시기별로 표본을 나누어 살펴 보아도 2014년 이후 축소되었음을 알 수 있음.
 - 기간별로 구분하여 대외 불확실성 충격과 환율 및 자본유출의 관계를 보면 2014년 이후 환율 상승 및 자본유출 규모(기울기)는 완만해졌음.
 - 신항시장 조정(2018년 1/4분기), 미국과 중국 간 무역분쟁(2018년 4/4분기)과 코로나19 위기(2020년 1/4~2/4분기) 등 글로벌 불확실성이 크게 확대된 상황에서도 대규모 자본유출은 발생하지 않았음.

대외 불확실성 충격이 환율 및 자본유출에 미치는 영향

환율 상승(절하)



자본 순유출



주: 환율 상승(절하)은 월별 자료를, 자본 순유출은 분기 자료를 기간별로 나누어 각각 분석하였으며, 여타 통제 변수의 영향을 제외한 후의 상관관계를 나타냄. 표본을 기간별로 나누어 분석한 결과임.
자료: 저자 계산.

■ 대외 불확실성(VIX) 충격에 따른 자본유출의 변동을 추가로 분해하여 살펴본 결과, 특히 외국인 포트폴리오(증권) 투자에서 자본유출의 규모가 감소한 것으로 나타남.

● 대외자본 순유출은 내국인 및 외국인에 의한 자본유출로 분해할 수 있으며, 각각 직접 투자(FDI), 주식과 채권을 포함하는 포트폴리오 투자, 은행부문을 포함하는 기타투자로 나눌 수 있음.

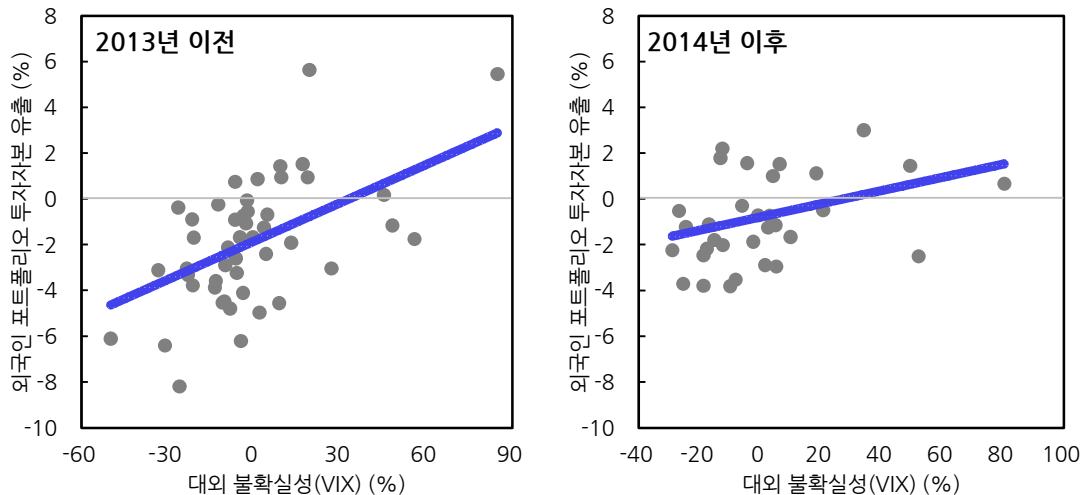
● 상기한 최근의 자본유출 규모의 감소는 외국인 포트폴리오 투자에서 자본유출 규모가 감소한 데 주로 기인함.

- 대외 불확실성 충격에 따른 외국인 포트폴리오 투자자본 유출이 2014년 이후에 완만해지는 모습(그림 참조)

- 대외 불확실성이 증가할 때 외국인의 한국채권에의 투자가 확대된 점도 전체 자본 순유출의 규모가 감소하는 데 기여함.

대외 불확실성이 자본유출에 미치는 영향

외국인 포트폴리오 투자자본 유출



주: 외국인 포트폴리오 투자자본은 분기 자료를 분석하였음. 각 기간별 분석에서 통제변수의 영향을 제외한 후의 상관관계를 나타낸 것임.
자료: 저자 계산.

■ 이러한 대외 불확실성 충격에 따른 환율 상승폭과 자본유출 규모는 2014년 이후 축소 되는 추세를 보임.

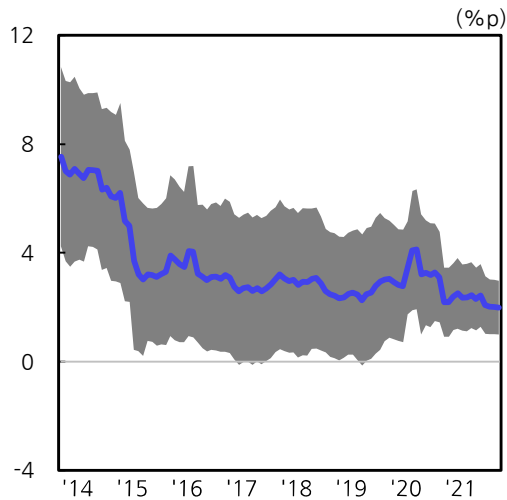
● 직전 5년을 분석기간으로 삼아 시기를 바꾸어가며 분석한 결과에서도 대외 불확실성 충격이 환율과 자본유출입에 미치는 영향은 지속적으로 축소됨(그림 참조).

- 환율의 경우, 코로나19 위기 기간을 제외하면, 대외 불확실성 충격에 따른 상승폭이 2014년 이후 추세적으로 하락

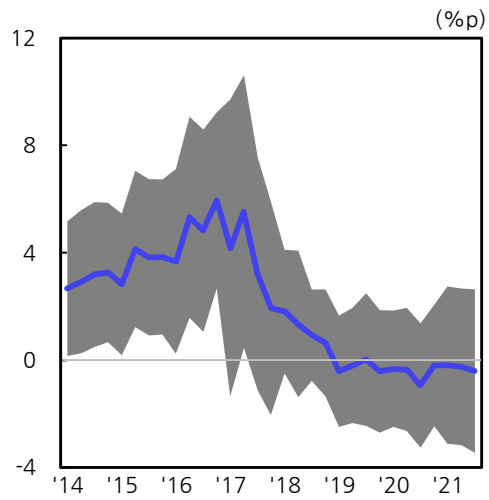
- 자본유출입의 경우 2014년부터 2016년까지 유출 규모가 다소 증가하였으나 이후 낮은 수준으로 감소하였으며, 2018년 이후에는 회귀계수가 0에 가까운 수준으로 낮아짐.

시기별 대외 불확실성이 환율 및 자본유출에 미치는 영향

환율 상승(절하)



자본 순유출



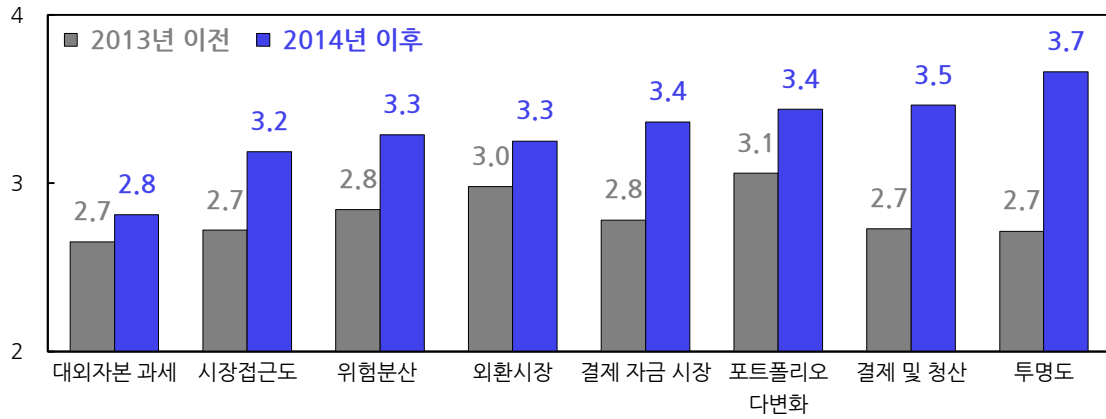
주: 직전 5년 기간(롤링)의 회귀계수를 나타내며, 회색 영역은 10% 신뢰구간을 의미함.
자료: 저자 계산.

- 과거 대비 대외 불확실성에 대한 영향이 축소된 데에는 비교적 낮은 인플레이션의 지속, 재정건전성 관리를 위한 노력, 외환건전성 규제 도입이 부분적으로 기여함.
 - 높은 인플레이션이 지속될 경우 원화자산 가치의 훼손으로 이어질 수 있는바, 낮은 인플레이션은 자산가치 보존 측면에서 외국인 투자자의 신뢰 형성에 기여함.
 - 여타 국가에 비해 GDP 대비 낮은 국가채무를 유지한 점도 대외건전성 개선에 긍정적인 요인으로 작용함.
 - 글로벌 금융위기 이후 도입된 외환건전성 정책은 단기 자본유출입의 변동성이 감소하는 데 기여한 것으로 판단됨.
- 이와 함께 한국 기업의 국제경쟁력 제고, 대외 순자산국으로의 전환, 활발한 대외투자 등도 대외건전성의 개선으로 이어진 것으로 판단됨.
 - ICT 산업을 중심으로 국제경쟁력을 유지하면서 한국경제의 경제편더멘털이 양호한 수준을 지속한 점이 글로벌 투자자의 신뢰 형성에 기여한 것으로 판단됨.
 - 코로나19 위기 국면에서 전 세계적으로 디지털 경제가 가속화되는 등 우리 주력 산업의 미래에 대한 긍정적인 기대가 형성됨.
 - 경제 전반에서의 국제경쟁력 유지는 한 나라의 자산가치를 안정적으로 유지하는 데 핵심적인 요인임.
 - 장기간에 걸쳐 대규모 경상수지 흑자가 발생하면서, 2014년에 대외 순자산국으로 전환됨에 따라 채무 불이행에 대한 우려가 감소함.
 - 경상수지 흑자 그 자체가 양호한 거시경제 여건을 반영한다고 말하기는 어려우나, 대외건전성 측면에서는 긍정적으로 작용함.
 - 과거에 급격한 자본유출을 겪은 다수의 신흥국에서 위기 직전 경상수지 적자를 기록하였음.
 - 아울러 우리 금융기관의 적극적인 대외투자도 글로벌 위기 상황에서 내국인에 의한 자본유입으로 나타나 대외부문의 안정에 기여함.
 - 적극적인 내국인의 대외투자 규모가 증가함에 따라 국제금융시장이 불안정해지는 시점에서 외국인이 국내 투자자금을 회수할 때 내국인 역시 대외투자를 회수하는 방식으로 작동함.
 - 이에 따라 환율 변동의 폭이 줄고, 외국인 자본유출의 부정적 영향을 상쇄함.

■ 외환시장의 투명성을 높이는 노력은 국가 간 자본거래의 활성화로 이어지며, 우리 원화 표시 자산 가치에 대한 불확실성이 감소하는 선순환구조로 정착될 수 있음.

● 자산시장에 대한 투명성이 높아지고, 결제 및 청산 과정의 편의성이 증가하는 등 지속적인 투자환경 개선을 위한 노력이 우리 국고채 등의 자산에 외국인자본을 유입하는 데 주요하게 기여하고 있다고 판단됨.

국고채 투자 환경 관련 지표

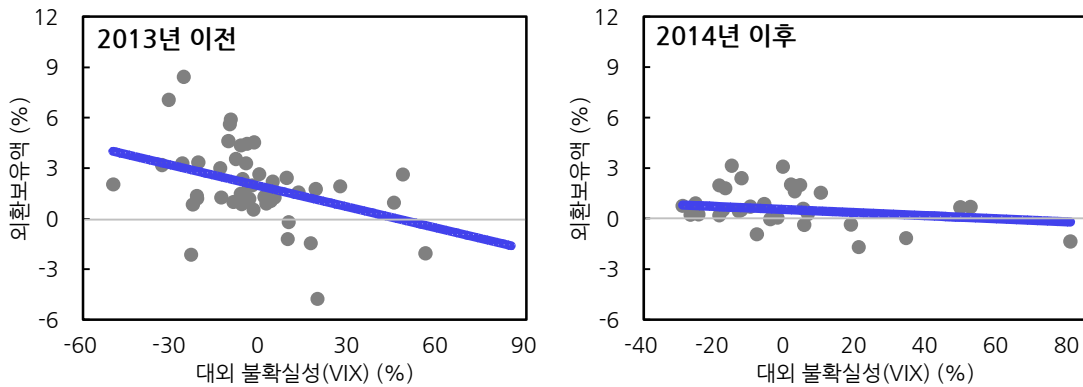


자료: Asia Bond Online, "Government Bond Market Structural Issues".

● 외환보유액이 일정 규모(GDP 대비 약 25%)에 도달한 후 그 수준이 지속적으로 유지되며, 정부의 외환시장 개입이 축소된 점도 대외건전성에 긍정적으로 기여함.

- 높은 외환보유액 규모는 대외건전성에 긍정적으로 작용할 수 있으나, 그 규모를 과도하게 확대하여 원화절하 압력으로 작용하는 경우 대외 신뢰도에 부정적일 수 있음.

대외 불확실성이 외환보유액 증감에 미치는 영향



주: 외환보유액은 분기 자료를 분석하였음. 각 기간별 분석에서 통제변수의 영향을 제외한 후의 상관관계를 나타낸 것임.
 자료: 저자 계산.

4. 결론 및 정책적 시사점

■ 대외 불확실성의 상승은 자본유출 가능성을 높이고 환율 상승을 유발하는 요인이나, 2014년 이후 그 영향은 이전에 비해 축소됨.

- 대외 순자산국으로 전환된 2014년 이후 불확실성 충격에 따른 환율 상승(절하)폭과 자본유출 규모는 그 이전에 비해 축소된 것으로 분석됨.

- 이러한 변화는 기업경쟁력과 거시정책 운용에 대한 대외 투자자들의 긍정적인 평가에 기인한 것으로 사료됨.

- 한국 기업의 국제경쟁력에 기반한 한국의 양호한 경제펀더멘털이 한국 자산가치의 안정에 기여하는 한편, 정책 개입의 필요성이 축소되고 투명성의 제고로 이어져, 대외 투자자의 신뢰가 향상되는 상황임.

- 한국 국고채가 다른 국가의 외환보유액에 편입되어 있는 규모는 2020년 말 기준 810억달러 규모로, 미국 달러화 외의 기타 통화로서는 상당히 높은 수준¹⁾

■ 대외건전성을 지속적으로 유지하기 위하여 단기적으로 환율 및 자본유출을 면밀히 모니터링하고, 갑작스러운 금융시장의 불안에 대비해야 할 것임.

- 글로벌 불확실성이 확대되고 있는 상황을 엄중히 인식하고, 외국인 투자자의 급격한 이탈이 예상되는 경우 외환건전성 정책 등을 적극적으로 운용해야 할 것임.

■ 아울러 중장기적으로는 인플레이션 및 재정을 안정적으로 관리하고, 기업의 국제경쟁력 강화 및 외환시장 접근성 개선을 위한 노력을 지속

- 최근의 높은 인플레이션과 국가채무의 급증을 관리하는 정책은 한국 거시경제 안정을 위해 필요할 뿐만 아니라 대외건전성을 유지하는 핵심 요인임.

- 기업경쟁력 확보를 위하여 규제시스템을 개혁하고 인프라 투자를 통하여 경제활력을 제고하여 우리 화폐 가치의 근간인 거시경제 펀더멘털을 개선할 필요성

- 이와 함께 원화의 국제적 위상을 강화하는 중장기적인 노력도 지속할 필요

- 중장기적으로 외환시장 거래시간 연장 등의 규제 개혁을 통해 외국인 투자자의 접근성을 제고하는 등 국제무역·금융거래에서의 위상을 강화할 필요

1) Arslanalp, Eichengreen, and Simpson-Bell, "The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies," IMF Working Paper, 2022.