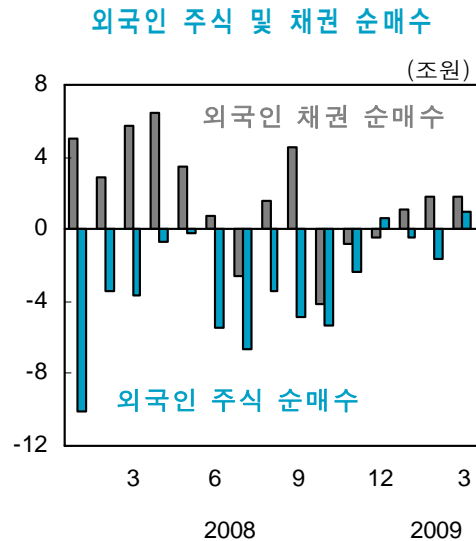
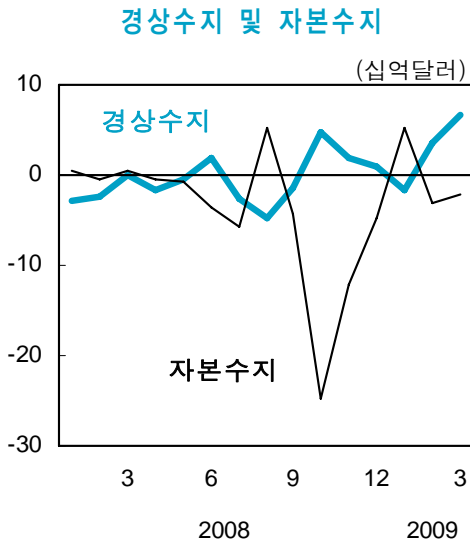


# 외국자본 유출입 패턴 변화에 대한 분석과 시사점

연구위원 송민규

## 1. 분석의 배경

- 최근 국제금융시장의 불안정성이 부분적으로 완화되는 모습이 나타나면서, 작년 4/4분기에 대거 유출되었던 외국자본의 재유입에 대한 기대가 높아지고 있음.
- 국제금융시장에서의 안전자산 선호현상 완화와 더불어 국내에서도 무역수지 흑자 확대로 외화유동성에 대한 우려가 빠르게 해소되면서, 3월초까지 1,550원을 상회하는 수준으로 상승했던 원/달러 환율이 최근에는 1,300원대를 하회
- 이와 같은 상황변화를 반영하여, 외국인 채권투자자금이 금년 들어 순매수세를 보이는 가운데, 외국인 주식투자자금이 3월 이후 순매수세로 반전

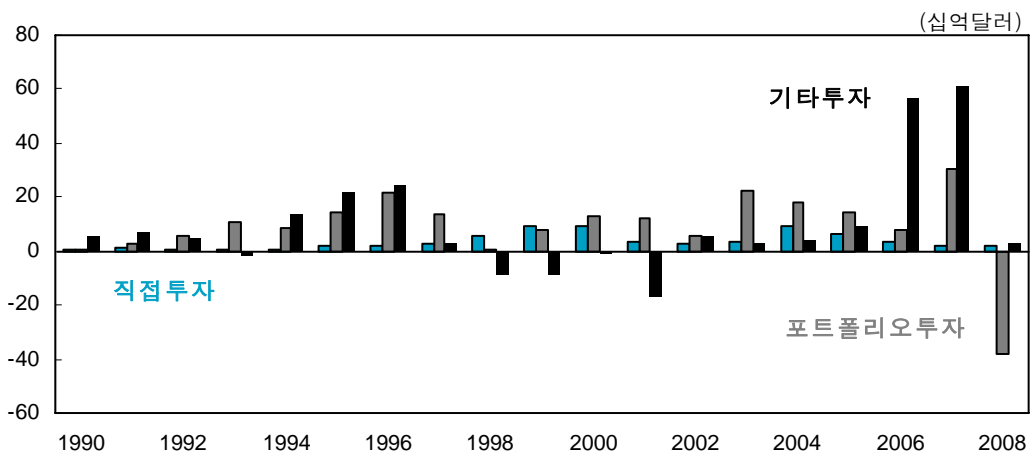


- 본고에서는 2000년대의 우리 경제에 대한 외국자본 유출입 패턴에 대해 분석하고, 이를 통해 향후 외국자본 유출입에 대한 방향과 불확실성을 점검함으로써 위험관리에 대한 시사점을 도출하고자 함.
- 물론 국제금융시장의 불확실성이 여전히 높은 상황에서 금번 국제금융위기 이전과 같은 대규모 외국자본 유입이 당장 재연될 것으로 기대하기는 어려운 상황
- 1990년대말 외환위기 이후의 자본자유화의 확대 등 외국자본 유출입과 관련된 여건변화를 감안할 때, 2000년대의 자료에 대한 분석은 향후 정책방향을 도출함에 있어 보다 시의성 있는 시사점을 제공할 수 있을 것으로 기대

## 2. 최근 외국자본 유출입 패턴의 변화

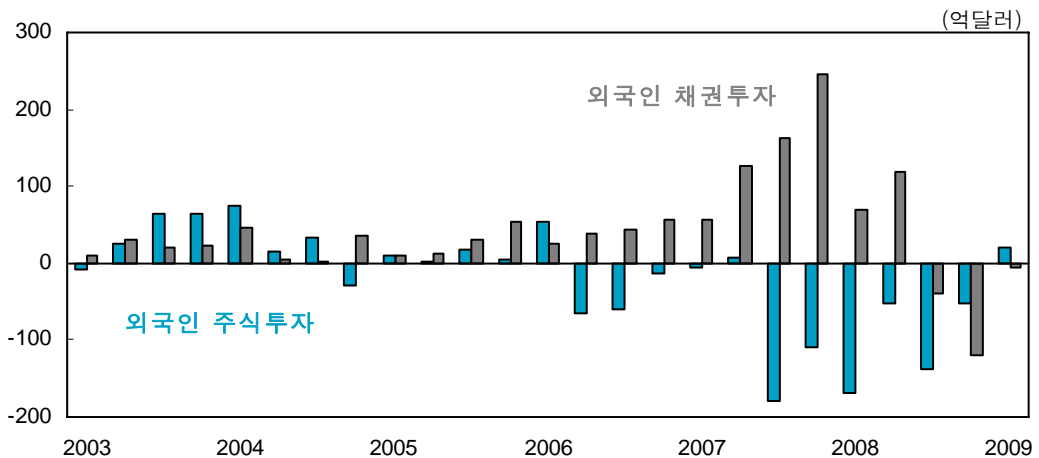
- 2000년대 외국자본의 국내 투자는 주식 및 채권 시장에 대한 포트폴리오 투자를 중심으로 크게 증가
- 1990년대 말 외환위기 이전에도 주식시장 개방에 따라 외국자본의 포트폴리오 투자가 증가해왔으나, 대출금 등 기타투자가 더 큰 비중을 차지

자본수지상 외국자본 국내 투자의 구성별 추이

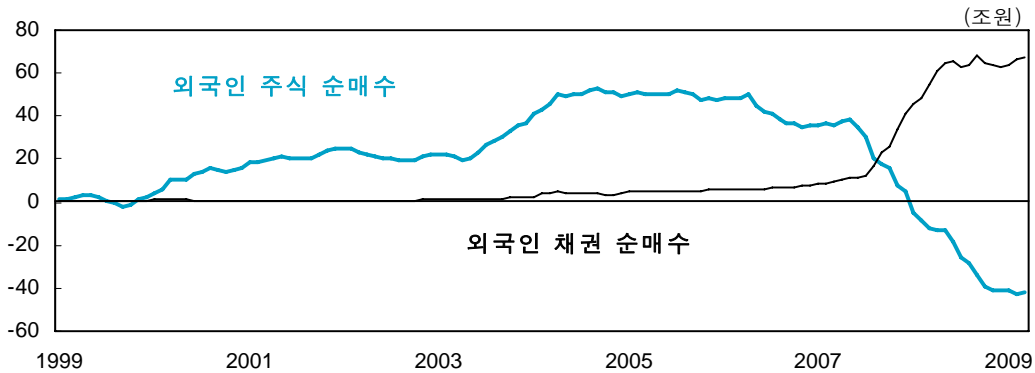


- 외환위기 이후에는 자본자유화의 효과가 본격화되면서 포트폴리오 투자를 중심으로 외국자본의 국내 투자가 빠르게 증가
  - 외환위기 직후에는 부실 금융기관 및 기업의 대외매각 등으로 외국인 직접투자가 다소 증가하였으나, 2000년 이후에는 포트폴리오 투자가 더 큰 비중을 차지
  - 2006년과 2007년에는 기타투자의 비중이 급등하는 모습이 나타났는데, 이 자금은 국내 기업부문에 대한 외화대출뿐만 아니라 수출환어음 매입 및 국내 채권투자 등 포트폴리오 매입을 위한 자금으로도 사용된 것으로 보임.
- 2000년 이후 포트폴리오 투자를 통한 외국자본 유출입의 기간별 패턴은, 주식 투자 중심에서 채권투자 중심으로 변화
  - 외국인 포트폴리오 투자는 2004년까지 주식투자를 중심으로 순유입 기조를 나타내었으나, 이후에는 채권투자 중심으로 대체되는 모습
    - 특히, 서브프라임모기지 문제로 국제금융시장의 불안이 확대되었던 2007년 하반기 이후, 외국인 주식투자가 큰 폭의 순유출을 기록했으나 채권투자는 순유입 기조가 유지
    - 국제금융위기가 심화된 2008년 하반기에는 외국인의 주식투자는 물론 채권투자도 순유출을 기록했으나, 채권시장으로부터의 외국자본 이탈은 상대적으로 작게 나타남.

### 자본수지상 외국인 주식 및 채권투자 추이



### 외국인 주식 및 채권 누적 순매수 추이



- 주: 1) 누적액 기준.  
 2) 외국인 주식 순매수는 유가증권 시장과 코스닥 시장을 합한 수치.  
 3) 외국인 채권 순매수는 상장채권 기준.

## 3. 주식시장을 통한 외국자본 유출입

### 가. 외국자본의 국내 주식시장 투자 요인

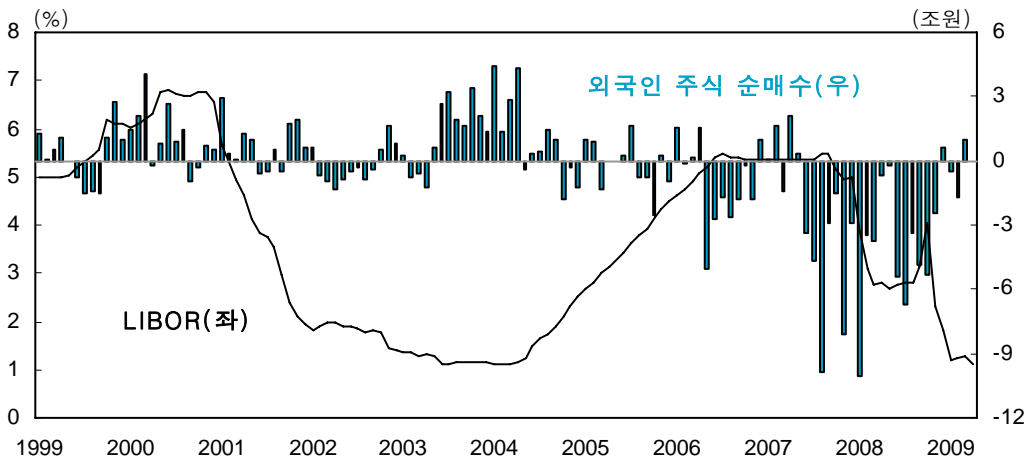
- 외국자본의 국내 주식시장에 대한 투자는 성숙시장(mature market) 투자자의 신흥시장(emerging market) 투자로서, 기본적으로 ① 성숙시장의 자본비용, ② 성숙시장의 투자유동성, ③ 신흥시장의 안정성 등의 요인에 의해 결정
  - 성숙시장의 자본비용(cost of capital)은 투자의 기회비용으로서, 성숙시장의 투자자들이 신흥시장 투자에 대해 요구하는 최소한의 수익률인 요구수익률(required rate of return)임.
    - 요구수익률은 성숙시장의 무위험이자율과 성숙시장의 주식 초과수익률 등으로 계산되는데, 이러한 요구수익률이 낮을수록 신흥시장 주식 투자에 대한 유인이 증가
  - 성숙시장의 투자유동성(liquidity for investment)은 성숙시장의 신흥시장에 대한 투자여력을 의미
    - 일반적으로 성숙시장의 유동성이 풍부할 경우, 성숙시장의 시장금리가 낮아지면 신흥시장 주식투자에 대한 유인이 증가
    - 그러나 금융위기 등 특수한 상황에서는 금리가 낮아지더라도 (즉, 요구수익률이 낮아지더라도) 유동성이 투자재원으로 사용되지 않는 유동성 함정(liquidity trap) 상황이 나타날 수 있는데, 이러한 점에서 투자유동성은 요구수익률과 차별되는 개념

- 신흥시장의 안정성은 주가 등 금융변수들의 변동성뿐만 아니라 외국자본에 대한 규제완화 등 제도적 요인들도 포함하는 개념
  - 신흥시장의 외화표시 국채 프리미엄(우리나라의 경우 외평채 가산금리)이 낮을수록 또는 국가신용도가 높을수록 신흥시장의 안정성이 높은 것으로 평가되며, 신흥시장에 대한 투자의 불확실성을 상대적으로 낮춤으로써 투자 유인을 높이는 효과

나. 국내 주식시장에서의 외국자본 유출입

- 2000년 이후 꾸준히 증가하던 외국자본의 국내 주식시장 투자는 2003~2004년 중 선진국의 낮은 자본비용과 국내 경제의 안정성 등에 기인하여 빠르게 증가
  - 미국의 정책금리와 3개월물 LIBOR가 1.0%(2003년 6월)까지 하락하는 등 이 기간중 외국자본의 신흥시장 투자에 대한 자본비용이 매우 낮았던 상황
    - 또한 현재와 같은 세계적인 금융위기 상황이 아니었으므로, 성숙시장의 낮은 이자율은 신흥시장에 투자할 수 있는 투자유동성이 풍부한 상태였음을 의미
  - 자본자유화의 진전으로 외국자본 유출입이 보다 자유로워진 가운데, 외환위기 이후의 빠른 경기회복과 금융기관 및 기업의 건전성 제고로 금융시장의 안정성이 높아진 상태가 유지되었던 상황도 외국인의 국내 주식투자 확대에 기여

해외 이자율과 외국인 주식 순매수의 추이



주: LIBOR는 3개월 기준.

- 그러나 2005년 이후 선진국의 금리 상승에 더하여, 미국 서브프라임모기지 부실이 확대되면서 국내 주식시장으로부터 외국자본이 이탈하는 움직임이 나타남.
- 2004년 중반 이후 미국의 정책금리가 상승하는 등 외국자본의 국내 주식투자에 대한 자본비용이 증가하면서, 외국자본의 국내 주식시장에 대한 투자가 위축
- 2007년 하반기부터는 미국 서브프라임모기지 부실이 본격적으로 확대되면서 성숙시장의 투자유동성이 빠르게 위축되기 시작했는데, 이에 따라 국내 주식시장에 대한 외국인 투자도 큰 폭의 순유출을 지속

## 4. 채권시장을 통한 외국자본 유출입

### 가. 외국자본의 국내 채권시장 투자 요인

- 외국자본의 국내 채권투자에 있어서도 자본비용 및 유동성 등이 기본 요인이거나, 재정차익 기회 등도 중요한 결정요인
- 외국인의 주식투자는 지분성 투자(equity investment)로서 경제 전반의 안정성이 중요한 결정요인이거나, 상대적으로 리스크가 작은 채권투자의 변동은 재정차익 기회와 같이 보다 기술적인 요인들에 의해 설명되는 측면이 강함.
- 아래에서는 외국자본의 국내 채권투자가 통안채와 국고채 등 무위험 자산에 집중되어 있는 상황을 감안하여, 무위험이자율 관계에 따른 재정거래 관점에서 자본이동을 설명하는 이자율 평형조건(interest parity condition)을 기초로 분석

### 채권 종류별 외국인 보유 추이

(단위: 억원, %, 신고기준)

	국채	특수채		회사채	지방채	합계
		통안채				
2007년말 (비중)	254,082 (66.1)	126,624 (32.9)	119,078 (31.0)	3,778 (1.0)	- -	384,484 (100.0)
2008년말 (비중)	200,848 (53.6)	169,042 (45.1)	161,634 (43.2)	4,146 (1.1)	541 (0.2)	374,577 (100.0)

주: 외국인이 보유하고 있는 외화표시채권을 제외한 상장채권의 매매에 대해 결제일을 기준으로 작성.  
 자료: 금융감독원.

- 단순한 형태의 이자율 평형조건에 따르면, 외국자본의 국내 채권투자에 대한 유인은 기본적으로 내외 금리차에 의해 발생
  - 환율의 기대 변화율이 상대적으로 크지 않을 때, 국내 이자율이 해외 이자율 보다 높으면 해외 채권에 대한 투자를 줄이고 국내 채권에 투자를 증가시킴으로써 재정차익(arbitrage profit)을 얻을 기회가 발생
- 그러나 내외 금리차가 크지 않거나 해외 금리가 더 높더라도, 국내 이자율의 장단기스프레드가 해외보다 클 경우, 채권형 거래의 조합을 통한 국내 채권투자의 유인이 발생
  - 장단기스프레드의 평형조건에 따르면, 단순한 이자율 평형조건과 유사하게, 국내 장단기스프레드가 해외 장단기스프레드보다 클 경우, 외국자본이 국내 채권에 대한 투자를 증가시킬 유인이 존재 (Box 참조)
    - 환율이 안정적일 것으로 예상되거나 장단기 환율이 유사한 방향으로 변동할 것으로 예상되는 경우, 해외 채권에 대한 투자를 줄이고 국내 채권에 대한 투자를 증가시켜 재정차익(국내 장단기스프레드 - 해외 장단기스프레드)을 실현할 수 있음.
  - 외국자본이 위와 같은 전략으로 국내 장단기스프레드에 투자하는 경우, 국내 금융시장에서는 외국인의 원화표시 중장기채권 매입, 외국인의 원화 단기차입 및 내국인의 외화 단기차입 등의 현상이 동시에 나타나게 됨.
    - 국내 장기이자율의 상승 및 단기이자율의 하락(국내 장단기스프레드를 상승시키는 요인) 또는 해외 장기이자율의 하락 및 단기이자율의 상승(해외 장단기스프레드를 축소시키는 요인) 등이 외국자본의 국내 장단기스프레드에 대한 투자 유인을 증가시킴.

### 내외 장단기스프레드차를 이용한 재정거래

	+ 국내 장단기스프레드		- 해외 장단기스프레드	
	+ 원화 장기이자율	- 원화 단기이자율	- 외화 장기이자율	+ 외화 단기이자율
투자방식	<b>원화 장기채권 매입</b>	원화 단기채권 매도 또는 원화 단기차입	외화 장기채권 매도	외화 단기채권 매입 또는 <b>외화 단기대출</b>

주: 양(+)의 기호는 해당 자산의 매입포지션(long position), 음(-)의 기호는 매도포지션(short position)을 의미

### 이자율 평형조건과 장단기스프레드 평형조건

- 연율(annual rate)기준으로 N 기간 동안의 국내 이자율을  $r_N$ , 해외 이자율을  $r_N^*$ 라고 하면, 이자율 평형조건은 다음과 같이 표현됨.

$$r_N - r_N^* = (N \text{ 기간 동안 환율변동률의 기대치})$$

- $r_N$  이  $r_N^*$ 보다 충분히 크면, 외국자본의 국내 채권투자 유인이 발생
- 상대적으로 단기인 M 기간( $M < N$ )에 대한 이자율 평형조건과 N 기간에 대한 이자율 평형조건을 함께 정리하면 다음과 같이 표현할 수 있음.

$$(r_N - r_M) - (r_N^* - r_M^*) = (N \text{ 기간 동안 환율변동률의 기대치}) \\ - (M \text{ 기간 동안 환율변동률의 기대치})$$

- $(r_N - r_M)$ 과  $(r_N^* - r_M^*)$ 은 각각 국내와 해외의 장단기스프레드를 의미하며, 국내 장단기스프레드가 해외보다 충분히 크면, 채권형 거래의 조합을 통해 외국자본의 국내 채권투자 유인이 발생
- 만약, 국내 장단기스프레드가 해외보다 작은 경우에도 환율변동의 불확실성이 높아지면 동일한 유형의 재정거래 유인이 발생
  - 예를 들어, 환율이 장기적으로는 안정적일 것이라고 기대되지만, 단기적인 금융시장 불안 등으로 단기 환율변동률의 기대치가 크게 증가하는 경우가 이에 해당

- 실제로 외국자본의 채권투자는 단순한 내외 금리차보다 내외 장단기스프레드 차이에 의해 주로 결정되는 것으로 보이는데, 이는 장단기스프레드의 변화가 장기 금리 및 단기금리 각각의 변화보다 안정적이라는 특성에 기인한 것으로 사료됨.
  - 예를 들어, 중앙은행이 정책금리를 낮추어 국내 이자율이 해외보다 낮아지는 상황이 발생하더라도, 장단기 금리가 동시에 하락하여 국내 장단기스프레드의 변화가 없으면, 재정차익의 기회는 유지됨.

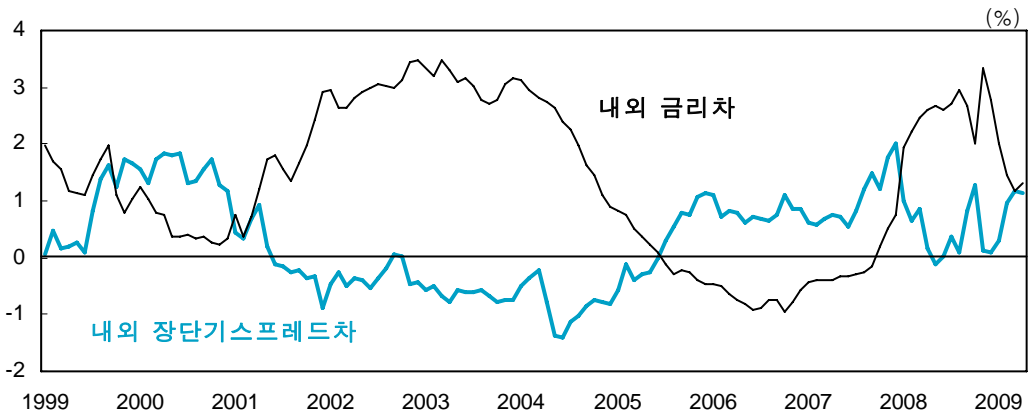
## 나. 국내 채권시장의 외국자본 유출입

■ 국내 채권시장에서의 외국자본 유출입은 주로 국내외 장단기스프레드 격차에 따른 재정거래에 의해 결정되었던 것으로 보임.

● 내외 장단기스프레드차는 내외 금리차와 서로 상반된 추이를 보이고 있었음.

- 내외 금리차는 국내 CD(91일물)수익률에서 미달러화 LIBOR(3개월물)을 차감하여 계산
- 내외 장단기스프레드차는 국내 장단기스프레드에서 해외 장단기스프레드를 차감하여 계산
  - \* 국내 장단기스프레드는 (3년물 국고채 수익률 - 91일물 CD 수익률)로 계산하였고, 해외 장단기스프레드는 (3년물 미국채 수익률 - 3개월물 LIBOR)로 계산하였으므로, 내외 장단기스프레드차는 (내외 장기금리차 - 내외 단기금리차)임.
- 한편, 내외 금리차가 크게 변하는 시기에는 내외 스프레드차도 반대 방향으로 크게 변하는 모습이 관찰되는데, 이는 내외 단기 금리차보다 내외 장기 금리차가 비교적 안정적이었던 데에 주로 기인

내외 금리차와 장단기스프레드차의 추이



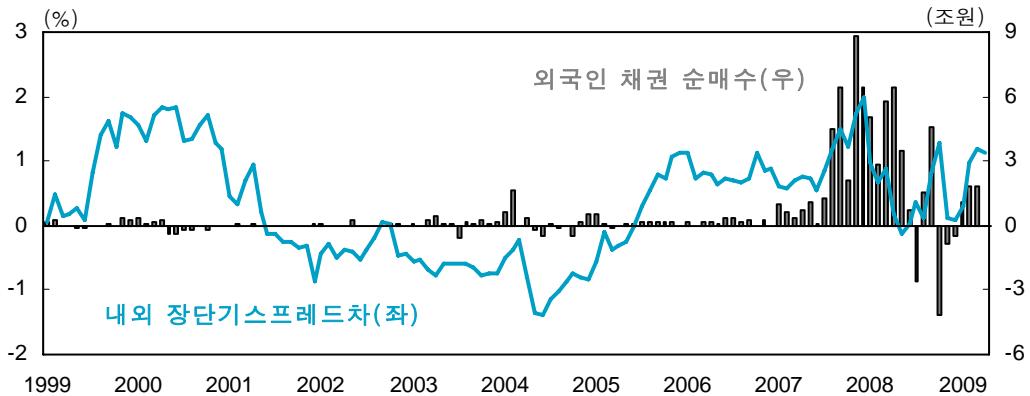
주: 1) 내외 금리차 = 국내 CD(91일물)수익률 - 미달러화 LIBOR(3개월물).

2) 내외 장단기스프레드차 = 국내 장단기스프레드 - 해외 장단기스프레드.

● 국내 채권시장이 본격적으로 발전하기 이전(2002년 이전)을 제외하고 볼 때, 국내 채권시장의 외국자본 유출입은 내외 장단기스프레드차와 높은 상관관계를 보이고 있음.

- 특히 2005년 중반 이후 외국자본의 국내 채권시장에 대한 투자가 빠르게 증가하는데, 이 기간은 내외 장단기스프레드차가 양(+)의 수준을 유지하는 기간과 일치
  - 2005년 중반부터 2007년 중반까지의 기간중 외국자본의 채권시장 유입은, 당시 음(-)의 수준을 유지했던 내외 금리차로 설명되기 어렵지만, 내외 장단기스프레드차가 양(+)의 수준을 유지했다는 점에서 투자 유인이 발생한 데에 따른 것으로 판단됨.
- 2005년 이전에는 내외 금리차가 매우 크게 나타났음에도 불구하고 외국자본의 국내 채권시장 투자가 활발하지 않았는데, 이 기간은 내외 장단기스프레드차가 음(-)의 수준을 유지하였기 때문인 것으로 보임.
  - 한편, 내외 금리차는 2007년말경 크게 확대되어 2008년 중에는 200bp 이상으로 유지되었는데, 2008년 상반기에 내외 장단기스프레드차가 빠르게 줄어들었음에도 불구하고 외국자본의 국내 채권투자 증가세가 유지되었던 점을 부분적으로 설명

### 내외 장단기스프레드차와 외국인 채권 순매수



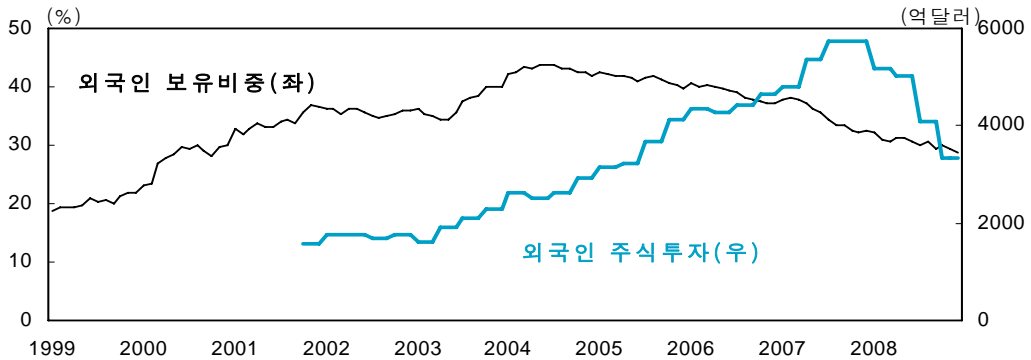
주: 1) 내외 장단기스프레드차 = 국내 장단기스프레드 - 해외 장단기스프레드.  
 2) 외국인 채권 순매수는 상장채권 기준.

- 한편, 2006년 이후 국내은행의 단기 외화차입금의 빠른 증가도 외국자본의 장단기스프레드거래와 관련이 있을 가능성
- 외국자본이 국내 장단기스프레드를 투자대상으로 할 경우, 국내 금융시장에서는 외국인의 원화 채권매입뿐만 아니라, 외국인의 단기 원화차입, 국내 금융기관의 단기 외화차입이 동시에 발생할 가능성이 높음.

## 4. 현상황에 대한 점검 및 시사점

- 최근 국제금융시장 상황으로 볼 때, 각국 중앙은행들의 유동성 공급과 금리 인하에도 불구하고 2000년대 초중반과 같은 대규모의 국내 주식투자로 이어지기는 어려운 상황으로 판단됨.
- 선진국의 유동성 공급과 금리 인하는 각국의 금융시장 안정화를 위한 것으로 직접적인 신흥시장 투자요인이 될 것으로 기대하기는 아직 어려우며, 따라서 신흥시장 투자의 본격적인 회복에는 다소 시간이 소요될 것으로 사료
- 반대로, 외국인 주식보유 비중이 높지 않은 상황에서, 앞으로 국내 주식시장을 이탈할 외국인자본도 크지 않을 것으로 보임.
  - 국제투자대조표상 외국인의 주식투자 잔액이 이미 2005년 수준으로 하락하였으며, 외국인 주식보유비중도 2000년 수준인 28.9%(유가증권시장 2009년 4월말 기준)로 하락

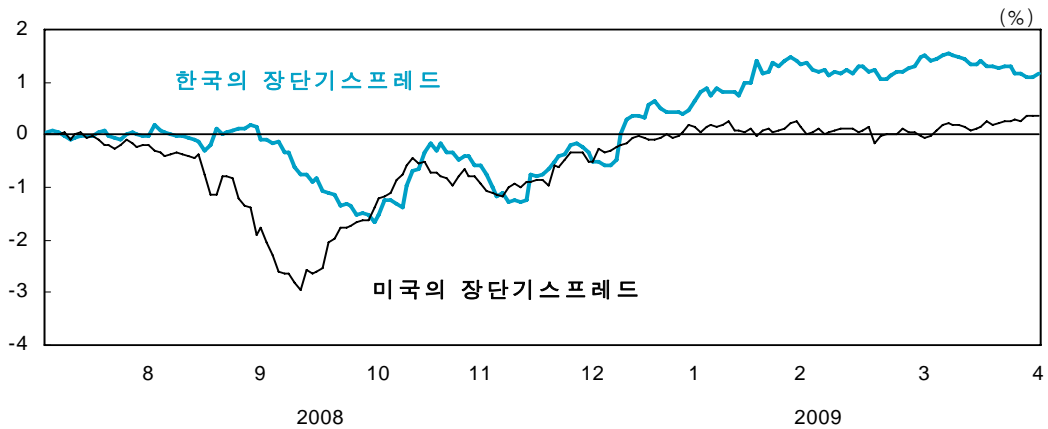
외국인 주식투자과 보유비중



주: 1) 외국인 보유비중은 유가증권시장 기준.  
 2) 외국인 주식투자는 국제투자대조표상의 직접투자 지분자본과 증권투자를 합한 수치.

- 채권시장의 경우에도, 내외 장단기스프레드차와 내외 금리차가 현재와 같이 유지된다면 외국인자본의 급격한 이탈의 가능성은 낮을 것으로 보임.
- 내외 장단기스프레드차가 작년 4/4분기중 급격히 축소되었으나 금년 들어 다시 확대

## 최근 한국과 미국의 장단기스프레드 비교



● 물론, 내외 장단기스프레드차, 내외 금리차 등 가격변수의 변화 외에도 다양한 잠재적 리스크는 상존

- 현재 국내 장단기스프레드가 미국에 비해 확대되어 있는 것은, 미연준의 금융안정화정책(중장기채 매입 등 양적완화정책)으로 미국의 장기금리가 하락한 데에 주로 기인하며, 이러한 관계는 세계 각국의 정책 변화에 따라 양상이 바뀔 수 있음.
- 또한 금융위기 이후 전 세계적으로 국채발행이 증가하고 있어, 해외 투자자의 국내 채권시장에 대한 매력도가 하락할 가능성이 있음.

\* 해외 투자자가 외화표시 장기 채권을 매도하기 어려운 상황이 된다면, 국내 장단기스프레드가 클지라도 장단기스프레드 거래에 제약이 받게 됨.

■ 마지막으로, 외국자본의 유출입은 외환시장뿐만 아니라 국내 주식시장 및 채권시장의 변동성과 연계되어 있으므로, 외화차입에 대한 규제 등 외환시장 규제의 변경은 이러한 금융시장간 연계를 충분히 고려하여 신중하게 결정해야 할 것임.

● 2006년 이후 국내 금융기관의 단기 외화차입과 외국인 채권부문 투자의 높은 상관관계가 유지되었음을 감안할 때, 단기 외화차입에 대한 직접 규제는 외국자본의 국내 채권투자 위축을 야기할 가능성을 완전히 배제할 수 없을 것임.

- 외국자본이 국내 채권시장으로부터 이탈하는 과정에서, 국내 중장기 이자율의 상승은 물론 환율을 상승시키는 압력으로 작용할 가능성이 있음.