

2010. 11. 17.

보도자료

이 자료는 2010년 11월 18일(목) 조간부터 보도해 주시기 바랍니다.

KDI 대외협력팀

TEL 02) 958-4030 FAX 02) 960-0652 E-mail press@kdi.re.kr

KDI 현안분석

외국인 채권투자의 국내 장·단기금리차에 대한 영향 분석

이한규 · 정대희 연구위원

1. 문제 제기

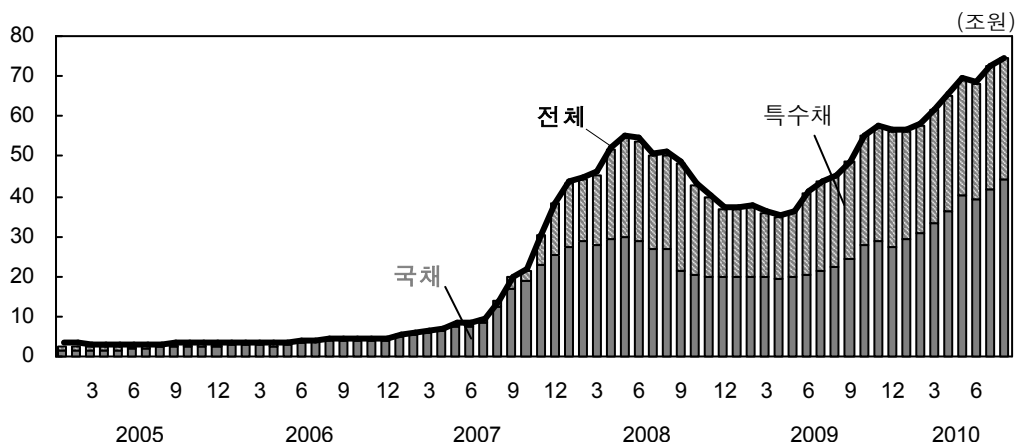
- 최근 국내 채권에 대한 외국인 투자가 빠르게 증가하는 가운데, 이에 따른 실물경제 및 통화정책의 유효성에 대한 영향과 관련된 논의가 확산
 - 2007년 이후 급증하기 시작한 외국인의 채권투자는 국제금융위기에 따른 자본 유출의 여파로 한동안 감소하였으나, 이후 다시 증가세로 전환되며 2010년 9월 현재 74.6조원에 달하고 있음.
 - 상대적으로 장기 채권에 집중된 외국인 채권투자의 급증은 장기금리에 영향을 미쳐 단기금리와 장기금리간 연계성을 약화시킬 가능성
 - 미국의 경우, 일부 실증분석 결과는 2000년 이후 본격화된 외국인의 미국 장기국채에 대한 투자가 미국 장기이자율 하락의 주요 원인 중의 하나로 작용하였음을 시사
 - 장기금리가 실물경제활동의 주요 결정요인 중 하나라는 점을 감안할 때, 장·단기금리의 연계성 약화는 통화정책의 유효성을 제약하는 요인으로 작용할 수 있음.

- 이러한 우려에도 불구하고 아직까지 외국인 채권투자 증가가 국내 경제에 미칠 수 있는 영향과 그 경로에 관한 본격적인 연구는 찾아보기 어려움.
- 기존의 외국인 채권투자 관련 국내 연구는 주로 차익거래유인이나 국제 금융시장 여건 등과 같은 외국인 채권투자 유출입의 대내외 결정요인에 대한 분석에 집중
- 본 연구는 최근 급증한 외국인 채권투자의 정책적 함의를 장·단기금리차에 대한 영향을 중심으로 분석하고자 함.
- 외국인 채권투자와 장·단기금리차 사이의 관계에 대한 실증분석을 통해 외국인 채권투자로 인한 장·단기금리간 연계성 약화가 실제로 나타났는지의 여부를 검토

2. 최근 외국인 채권투자의 추이 및 특징

- 2006년까지 46조원 수준에 불과하던 외국인의 국내 채권투자 규모는 2007년 이후 급속하게 증가하여 2010년 9월말 기준 보유 잔액이 74.6조원을 기록
- 국제금융위기 이전까지 급격하게 증가하였던 외국인 채권투자는 국제금융위기의 여파로 2008년 하반기와 2009년 상반기에 걸쳐 일시적인 감소세를 나타냈으나, 이후 국제금융시장이 안정화되면서 다시 증가세로 전환

외국인 채권 보유 잔액 추이

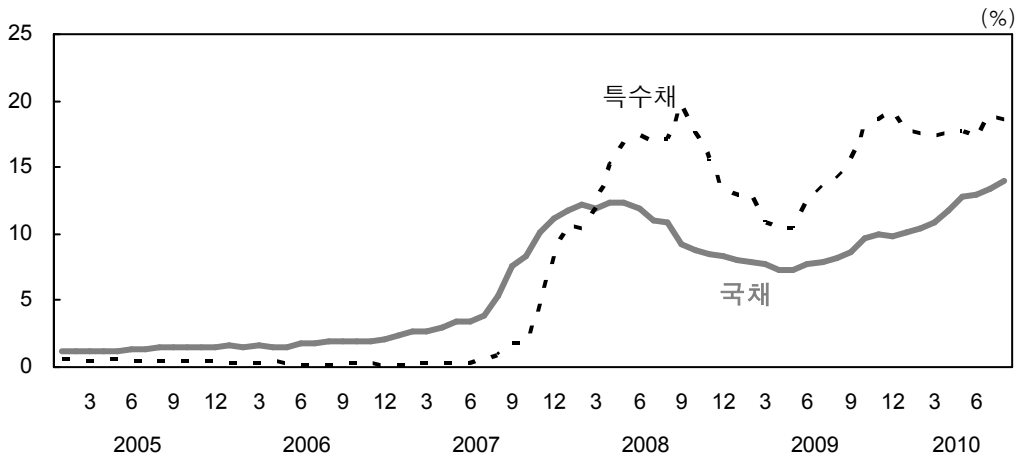


자료: 금감원

□ 외국인의 채권투자는 주로 국채와 통화안정증권 등 특수채에 집중되어 왔으며, 그 결과 해당 채권시장에서 외국인의 보유비중이 크게 증가

- 전체 외국인 채권투자 중 국채와 특수채의 비중은 2005년 이후 98%를 상회하는 수준에서 유지되고 있는 모습
- 2010년 8월말 기준으로 외국인은 전체 국채 및 통화안정증권 발행액의 각각 14.0% 및 18.6%를 보유

채권별 발행잔액 대비 외국인 보유 비중



주 : 특수채는 통화안정증권 발행잔액 대비 보유비중임.
 자료: 금감원, 한국은행

□ 외국인 채권투자의 최근 추이에서 나타난 또 다른 특징은 외국인 채권보유의 만기구조가 점차 장기화되고 있다는 점임.

- 발행만기 1년 이상 채권의 보유비중은 2005년 이후 꾸준히 증가하여 2010년 7월에는 76.8%에 이름.
- 잔존만기 1년 이상 채권의 보유비중도 2008년말 44.8%이던 것이 2010년 8월 기준으로 66.6%까지 증가

발행만기별 외국인 채권보유 비중

	(%)						
	2000~04	2005	2006	2007	2008	2009	2010.7월
1년 이하	71.4	70.3	50.8	25.4	23.8	25.6	23.2
1년 초과	28.6	29.7	49.2	74.6	76.2	74.4	76.8

주 : 1) 1994년 이후 외국인 국내채권투자 순유입 누계 기준

자료 : 한국은행 ECOS, 금융감독원

조석방·이은경·김동우(2010), "외국인 채권투자의 결정요인 분석"의 <표 2>의 일부를 재인용

잔존만기별 외국인 채권보유비중

	(%)					
	2008년말	2009년말	2010.3월말	2010.6월말	2010.7월말	2010.8월말
1년 미만	55.2	46.9	40.2	35.6	34.9	33.4
1년 이상	44.8	53.1	59.8	64.4	65.1	66.6

자료 : 기획재정부, 금융감독원

윤인구·김윤경(2010), "최근 외국인 국내채권 투자 특징 및 위험요인"의 <표 1>을 재인용

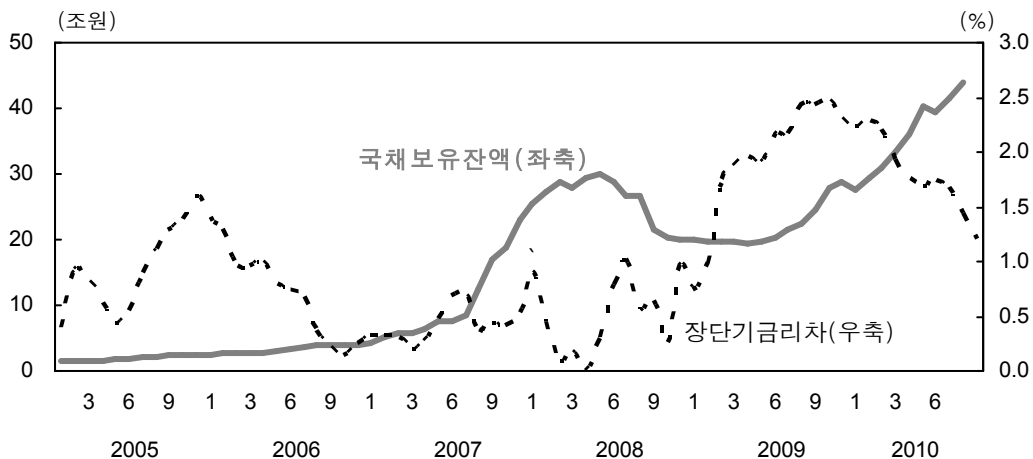
□ 이상에서 나타난 외국인 채권보유의 주요 특징은 외국인 채권투자가 중 장기 채권에 집중됨에 따라 국내 장기금리에 상대적으로 큰 영향을 미침으로써 장·단기금리 사이의 연계성을 약화시킬 가능성이 존재함을 시사

○ 통상적인 통화정책의 전달 경로가 단기금리를 조절함으로써 장기금리에 영향을 미치는 것임을 감안할 때, 장·단기금리 사이의 안정적 관계는 통화정책의 유효성확보에 주요 전제 조건중 하나임.

- 경제이론에 따르면, 설비투자나 내구재 소비재 등과 같은 주요 실물변수는 단기금리보다는 장기금리에 보다 민감하게 반응하는 것으로 나타나고 있음.

○ 외국인 채권투자에 의해 장·단기금리의 연계성이 약화될 경우, 통화정책의 유효성에 상당한 제약 요인으로 작용할 가능성

외국인 국채 보유 및 장·단기금리차의 추이



자료 : 금감원, 한국은행

3. 실증분석

□ 외국인 채권투자가 장·단기금리 사이의 연계성에 미치는 영향을 분석하기 위해 장·단기금리차 결정에 대한 실증 모형을 설정

○ 일반적으로, 장·단기금리차는 미래의 경제 여건에 대한 전망 및 장기국채의 공급물량 등에 의하여 결정될 것으로 예상

- 미래의 경제성장률 및 물가상승률이 높아질 것으로 예상될 경우, 미래 단기금리 상승 기대가 형성되고, 이에 따라 장기금리가 상승하여 장·단기금리간 격차가 확대

※ 다만, 미래 경제 전망에 관한 신뢰할만한 관측치가 존재치 않으므로, 현재의 광공업생산지수 및 소비자물가지수 증가율을 대용변수로 이용

- 반면 국채 발행물량의 증가는 국채 가격의 하락 및 장기이자율 상승을 야기하여, 장·단기금리차의 확대에 이어질 수 있음.

○ 외국인 채권 투자가 장·단기금리차에 미치는 영향을 분석하기 위해 외국인 국채보유 증가율을 회귀식에 추가로 고려

- 외국인 채권투자 증가는 채권 가격의 상승을 야기함으로써 장기금리를 하락시키고 결과적으로 장·단기금리차를 축소

- 한편, 외국인 채권투자가 국내 요인에 의해 영향을 받을 수 있는 가능성에 대해서는, 차익거래유인 변수를 외국인 채권투자 변수와 함께 회귀식에 도입함으로써 이를 통제

※ 차익거래유인 변수로는 1년 만기 동안증권수익률과 통화스왑금리간의 차이를 사용

장·단기금리차에 대한 회귀분석 결과

분석기간	광공업생산	소비자물가	외국인 채권투자	국채발행액	상수항	R-squared
전체	0.022 (3.28)	-0.453 (-6.24)	-0.014 (-2.12)	0.055 (1.68)	1.526 (6.12)	0.487
2004.1~2007.8	0.006 (0.49)	-0.365 (-3.69)	-0.007 (-1.14)	0.127 (2.80)	1.176 (4.38)	0.296
2007.9~2010.8	-0.003 (-0.28)	-0.637 (-6.13)	-0.045 (-3.26)	0.083 (1.68)	3.750 (6.05)	0.587

주: 1) 2004년 1월~2010년 8월 월별 자료를 사용

2) 광공업생산, 소비자물가는 전년동기대비 증가율을 사용

3) 외국인 채권투자 및 국채발행액은 각각 외국인 국채 보유금액 및 국채발행액의 전월대비 증가율을 사용

4) 괄호 안의 수치는 t-값을 나타내며, 진하게 표시된 숫자는 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

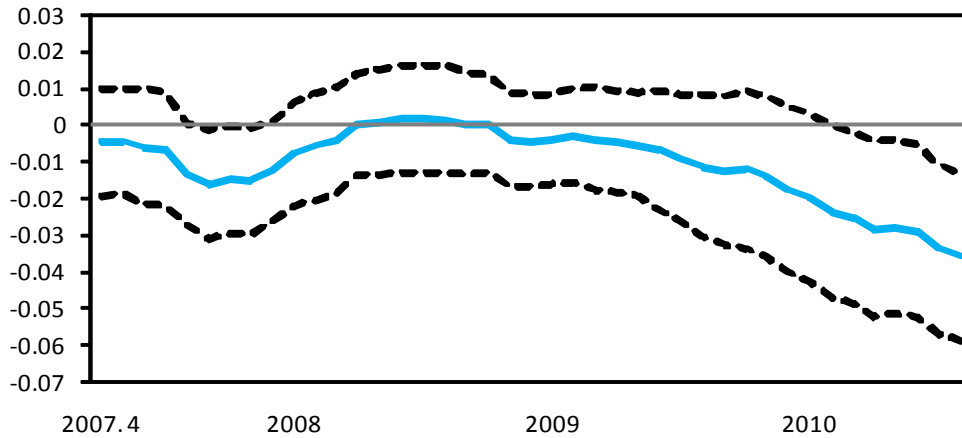
□ 회귀분석 결과, 외국인 채권투자의 증가는 예상대로 국내 장·단기금리차의 하락 요인으로 나타남.

- 전체 자료를 이용했을 경우, 외국인 채권투자에 대한 계수는 -0.014인 것으로 추정되었으며, 이는 다른 조건이 동일하고 전월비 외국인 국채투자 증가율이 10%p 증가할 때, 장·단기금리차는 14bp 가량 하락할 수 있음을 시사
- 한편 광공업생산지수와 소비자물가지수도 장·단기금리차에 대해 유의미한 설명변수로 추정된 반면, 국채발행액의 유의성은 낮은 것으로 나타남.
 - 소비자물가지수에 대한 계수는 예상과 달리 음수로 추정되었는데, 이는 현재의 물가상승률의 증가가 현재의 단기금리를 상승시키는 요인으로 작용함으로써 장·단기금리차를 하락시킨 요인으로 작용한 것으로 해석됨.
 - 광공업 생산지수 및 국채발행액에 대한 계수는 시기별로 계수의 부호, 크기 및 유의성에 상당한 차이가 존재하는 것으로 나타남.

□ 한편, 외국인 채권투자가 국내 장·단기금리차에 미치는 영향은 최근 들어 더욱 확대되고 있는 것으로 나타남.

- 2007년 하반기 이후의 자료만을 이용하여 분석할 경우, 장·단기금리차의 외국인 채권투자에 대한 민감도가 더욱 확대
 - 외국인 채권투자에 대한 계수는 -0.045로 추정되었으며, 이는 여타 조건이 동일하고 외국인 국채투자 증가율이 10%p 증가할 경우, 장·단기금리차는 45bp 가량 하락할 수 있음을 시사
- 이동표본구간을 이용한 회귀분석(rolling regression) 결과, 2009년 하반기 이후 외국인 채권투자에 대한 음의 계수가 더욱 뚜렷해졌을 뿐만 아니라 그 유의성도 점차 확대되고 있는 것으로 나타남.
 - 매기의 외국인 채권투자에 대한 계수는 해당 시점으로부터 과거 40개월간의 분석자료를 이용하여 회귀분석을 수행한 결과임.

외국인 채권투자의 계수추정치 추이



주: 2004년 1월부터 40개월 기간의 분석자료를 1개월씩 이동하여 추정된 외국인 채권투자의 계수(중양실선) 및 5% 유의수준의 신뢰구간(점선)을 표시한 것임.

4. 요약 및 시사점

- 2007년 이후 급증한 외국인의 국내 채권투자는 중장기 채권에 집중되어 장기금리에 상대적으로 큰 영향을 미침으로써, 국내 장·단기금리 사이의 연계성을 약화시키는 요인으로 작용한 것으로 나타남.
- 그간 외국인 채권투자에서 나타난 주요 특징은 외국인의 채권투자가 주로 국채와 통화안정증권 등 특수채에 집중되어 왔으며, 최근 그 만기구조도 점차 장기화되고 있다는 점임.
- 외국인 채권투자는 관련 국내 변수를 통제한 이후에도 장·단기금리차에 대한 유의미한 설명변수인 것으로 나타났으며, 외국인 채권투자가 국내 장·단기금리차에 미치는 영향은 최근 들어 더욱 확대되고 있는 것으로 나타남.
- 이는 외국인 채권투자가 상당 부분 국제금융시장 여건 등과 같이 예측하기 어려운 해외 요인에 영향을 받을 수 있다는 점을 감안하면, 외국인 채권투자의 변동이 국내 장·단기금리 사이의 관계에 대한 교란요인으로 작용할 수 있음을 시사
 - 다만 본 연구의 분석기간이 외국인 채권투자가 본격화된 이후의 비교적 짧은 기간임을 감안하면, 본 연구의 분석결과는 일시적 현상을 반영하였을 가능성이 존재

□ 외국인 채권투자에 따른 장·단기금리간 연계성 약화는 효율적인 통화정책 수립 및 추진에 제약요인으로 작용할 가능성

- 통상적인 통화정책의 전달 경로가 단기금리를 조절함으로써 장기금리에 영향을 미치고, 이를 통해 실물경제를 안정화하는 것임을 감안할 때, 장·단기금리 사이의 안정적 관계는 통화정책의 유효성 확보에 주요 전제 조건일 수 있음.
- 이러한 측면에서 외국인 채권투자에 의한 장·단기금리 사이의 연계성 약화는 단기금리 변화에 따른 장기금리의 반응에 대한 예측을 어렵게 함으로써, 효율적인 통화정책 수립에 장애로 작용할 가능성
- 또한 외국인 채권투자에 의한 장기금리의 변동이 실물경제에 영향을 미칠 경우, 통화당국의 안정화 목표 달성에도 상당한 부담으로 작용할 수 있음.

❖ 문의: 이한규 거시경제연구부 부연구위원(02-958-4041)
정대희 금융경제연구부 부연구위원(02-958-4211)