

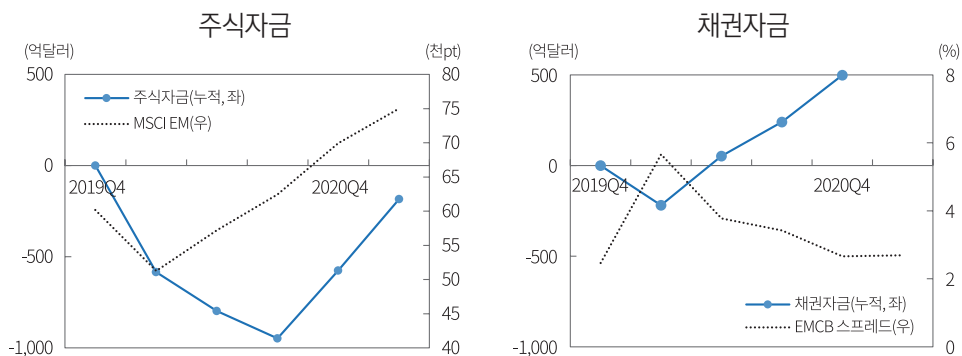
## 이슈-2 : 신흥국 자본 유출입 분석

※ MSCI EM을 구성하는 주요국 중 중국을 제외한 브라질, 인도, 인도네시아, 한국, 말레이시아, 멕시코, 러시아, 남아프리카공화국, 태국, 대만 등 10개국을 대상으로 비거주자의 주식 및 채권 투자자금 유출입을 분석

### 가. 코로나19 감염확산 이후 신흥국 증권자금 유출입 동향

- 코로나19 감염확산 이후 외국인의 채권자금 유출은 규모나 기간 면에서 제한적인 반면, 주식 자금 유출은 규모도 클 뿐만 아니라 신흥국 상황에 비해 장기화
  - 채권자금 유출은 2020년 1분기에 국한되었으며 EMCB(Emerging Market Corporate Bond) 스프레드가 빠르게 회복되는 등 시장도 조기에 안정
  - 반면, 주식자금은 2020년 1~3분기까지 유출이 지속됨에 따라 채권자금 유출 규모의 4배를 상회하는 950억달러가 유출
    - 이러한 점은 MSCI EM 지수가 2020년 1분기를 저점으로 반등하여 3분기에 2019년말 수준을 회복한 점을 감안할 때 이례적

〈그림 1〉 코로나19 확산 시기 중 신흥국 주식 및 채권자금 유출입



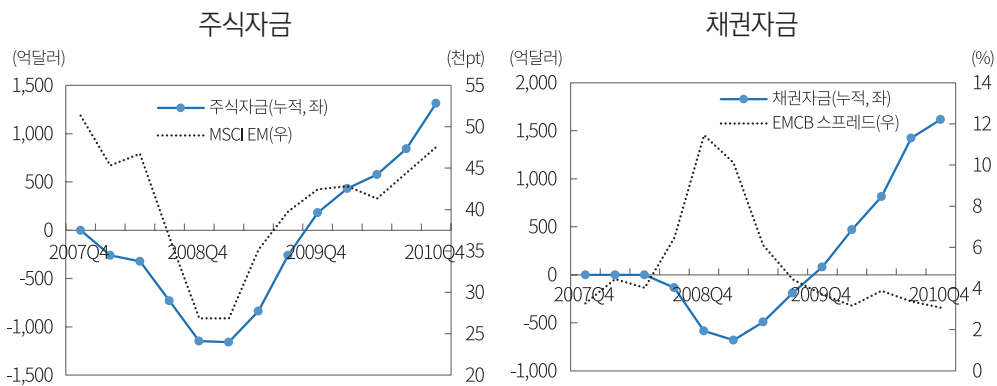
- 주 : 1) 주식 및 채권자금은 자금 유출이 시작된 2020년 1분기부터 누적 금액  
 2) 2021년 1분기 주식자금 흐름은 펀드자금을 이용하여 회귀분석으로 추정  
 3) MSCI EM은 신흥국 주식시장 지수  
 4) EMCB 스프레드는 Credit Suisse Emerging Market Corporate Bond Total Spread를 의미

자료: IMF, Bloomberg

□ 한편 글로벌 금융위기 당시에는 신흥국 주식 및 채권자금이 모두 대규모로 유출되었다가 같은 시기에 재유입 되었다는 점에서 대조적

— 2008년부터 2009년 1분기까지 유출되던 주식 및 채권 자금은 이후 재유입 되면서 2009년 4분기부터 금융위기 이전 수준으로 회복되었으며 신흥국 주식 및 채권시장도 자금 유입과 비슷한 추세로 회복

〈그림 2〉 금융위기 전후 신흥국 주식 및 채권자금 유출입



주 : 1) 주식 및 채권자금은 자금 유출이 시작된 분기부터 누적 금액  
 2) 주식자금은 2008년 1분기, 채권자금은 2008년 3분기부터 자금 유출이 시작  
 자료: IMF, Bloomberg

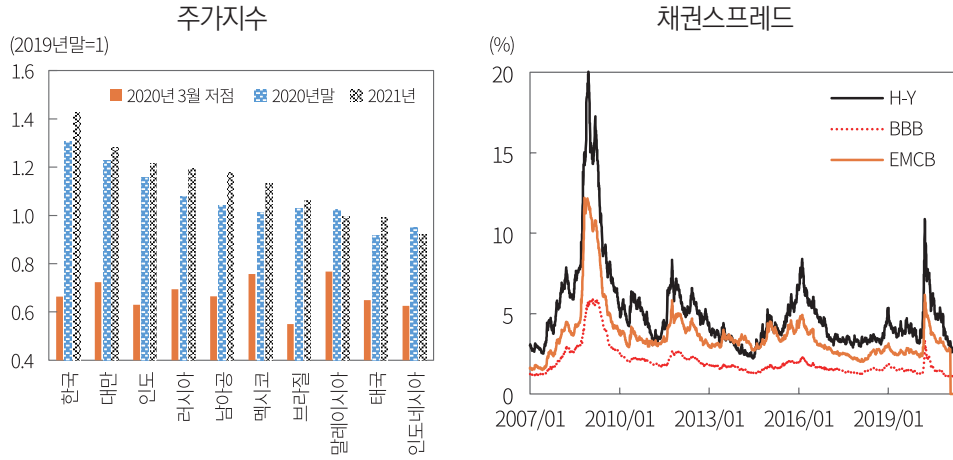
□ 코로나19 위기 발생 이후 외국인 주식자금 유입 지연에도 불구하고 신흥국 주가지수는 선진국 지수와 같이 빠르게 반등

— 미 연준의 통화스왑으로 달러지수가 하락하면서 신흥국 외환시장이 안정된 데다 주요국의 대규모 재정확대와 함께 중앙은행들의 유동성 및 신용시장 지원 정책에 힘입어 선진국 주가지수가 빠르게 회복하면서 신흥국 금융시장도 안정

• 특히 회사채 매입 등을 통해 선진국 중앙은행들이 신용시장을 지원하면서 선진국 채권시장이 안정됨에 따라 신흥국 채권시장도 회복되었으며, 신흥국 채권자금 유출은 일시적이었던 것으로 판단

— 이러한 글로벌 금융시장 개선에도 불구하고 관광 등 코로나19에 취약한 업종의 비중이 큰 국가들의 주식시장은 IT제조업 또는 원자재 수출국에 비해 상대적으로 부진(김준석, 2020)

〈그림 3〉 코로나19 확산 시기 중 신흥국 국가 주가지수 및 채권 스프레드



주 : 1) 저점은 2020년 3월중 개별 주가지수 저점  
 2) 2021년은 5월 17일 주가지수 기준  
 자료: Bloomberg

자료: Bloomberg

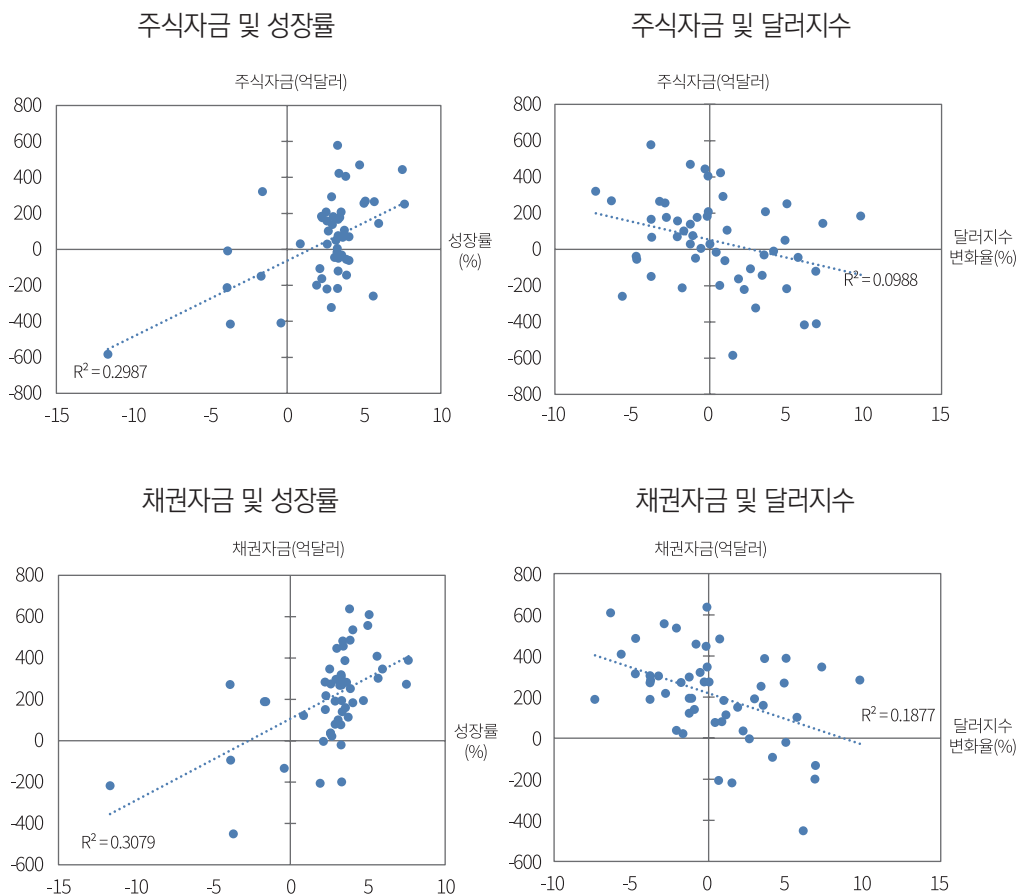
### 나. 신흥국 증권 자금 유출입 요인

□ 기존 문헌연구들에 따르면 신흥국 주식 및 채권 자금 유출입 규모는 달러지수와 성장률에 의해 주로 결정

- 신흥국 자본유출입에 관한 기존 문헌연구들은 신흥국에 자본을 공급하는 외부요인(push factor)과 신흥국 자체의 내부 요인(pull factor)으로 구분
- 신흥국에 자본을 공급하는 외부요인 중 대표적인 것은 달러지수로 국제금융시장에서 달러화의 유동성 상황을 반영(IMF, 2020; BIS, 2021)

- 달러화가 약세(강세)일 때는 신흥국으로 자금이 유입(유출)되는 경향
- 신흥국 자체의 내부요인으로는 신흥국들의 성장률이 자금유출입의 주요 요인으로 작용(Powell, 2018; 강현주·이승호, 2013)
- 신흥국의 성장률이 높을수록 자본유입이 확대되는 것으로 나타남

〈그림 4〉 신흥국 성장률 및 달러지수 변화와 외국인 주식 및 채권자금 유출입



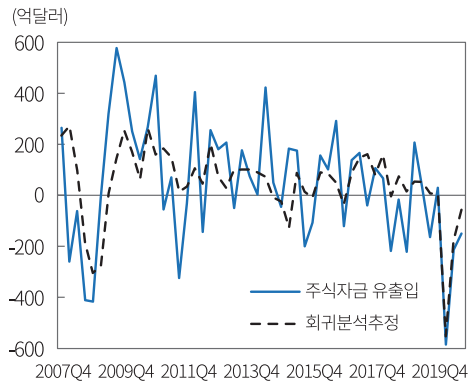
주 : 1) 성장률은 전년동기대비 성장률 분기데이터의 10개국 평균치  
 2) 자금흐름이 성장률을 1~2분기 선행하는 점을 감안하여 성장률은 1분기 전 데이터를 사용  
 3) 달러지수는 분기말 월평균의 변화율

자료: IMF, Bloomberg, 자본시장연구원

□ 분기별 주식 및 채권자금 유출입 규모를 각각 종속변수로 회귀분석을 시행하면 성장률 및 달러지수 변화율이 유의하게 산출

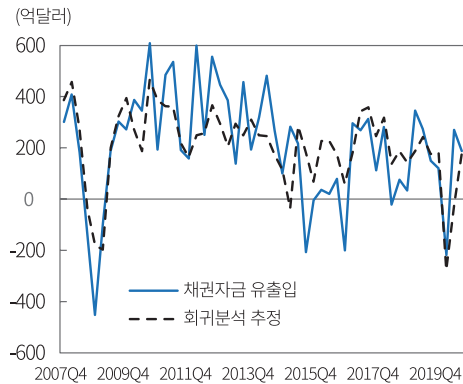
— 추정 결과 성장률 및 달러지수 변화율에 의한 설명은 코로나19 확산 이후의 최근 상황을 잘 설명하는 것으로 나타남

〈그림 5〉 주식자금 유출입 규모 회귀분석 추정



피설명변수: 주식 자금 유출입	회귀계수
상수	52.0
달러지수변화율(%)	-17.0**
성장률(%)	40.7***
AR1	-0.1

〈그림 6〉 채권 자금 유출입 규모 회귀분석 추정



피설명변수: 채권 자금 유출입	회귀계수
상수	99.1***
달러지수변화율(%)	-22.9***
성장률(%)	31.1***
AR1	1.8

주: 1) 종속변수(자금유출입규모)의 단위는 억달러

2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 의미

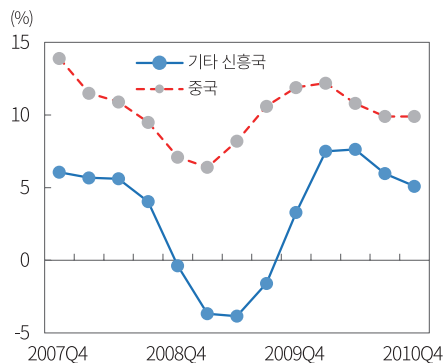
## 다. 주요 시기별 신흥국 증권자금 유출입 요인 분석

### 1) 글로벌 금융위기

□ 글로벌 금융위기 이후 중국의 견조한 성장세 및 원자재 가격 상승은 신흥국의 가파른 경기회복을 견인

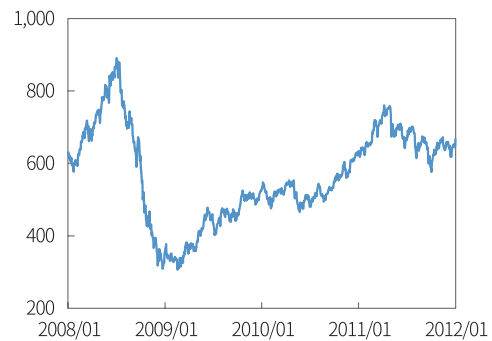
- 반면 달러지수는 일정한 추세를 형성하지 못하고 금융위기 기간 중 등락을 거듭
- 이에 따라 <그림 2>에서 나타난 바와 같이 2009년 4분기 이후 신흥국으로 주식 및 채권 자금의 견조한 유입은 신흥국의 실물경기 회복세에 따른 결과임을 시사

<그림 7> 신흥국 성장률(분기, yoy) 추이



주 : 기타 신흥국은 10개국 성장률 평균  
자료: Bloomberg

<그림 8> 원자재지수(GSCI) 추이



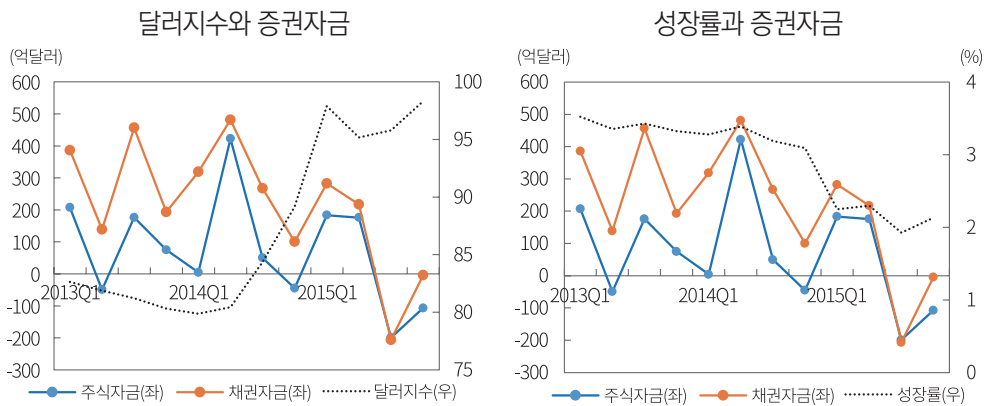
자료: Bloomberg

## 2) 미 연준의 자산매입 규모 축소(tapering)

□ 2013년 연준의 테이퍼링 언급 시점이나 실제 테이퍼링 시행 이후를 살펴보면 달러화 강세 및 신흥국 경기 둔화로 자금유출이 발생했으나 규모는 제한적

- 테이퍼링 언급에 따른 금융시장 충격(taper tantrum)으로 금리가 급등한 2013년 2분기에는 주식자금의 일시 유출로 전환되었다가 다음 분기에 다시 유입되었으며 채권자금은 규모가 감소하였을 뿐 계속해서 유입세가 지속
- 테이퍼링이 시작된 2014년 하반기 이후 미국의 금리인상 전망 및 유럽 경제의 부진 지속으로 미국과 유럽 간 금리차가 확대되면서 달러지수가 상승한 데다 신흥국 경기도 둔화됨에 따라 외국인 자금이 유출로 전환
  - 일부 신흥국에서 외환시장 불안이 증폭되었으나 실제 대규모 자금유출은 당시 우크라이나 침공으로 UN의 경제제재를 받은 러시아에 국한

〈그림 9〉 신흥국 성장률 및 달러지수 변화와 외국인 주식 및 채권자금 유출입



자료: IMF, Bloomberg

자료: IMF, Bloomberg

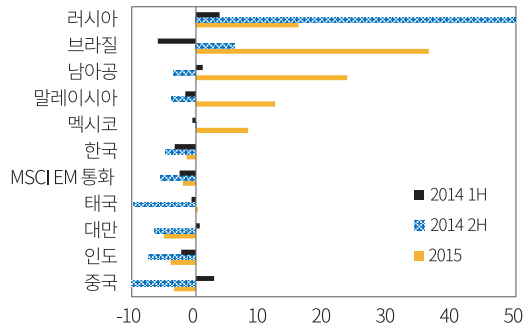
〈그림 10〉 달러지수와 금리 차이



주 : 금리차이는 10년 만기 미국 국채금리와 독일 국채금리 차이

자료: Bloomberg

〈그림 11〉 2014~2015년 환율 변화



주 : 1) 달러지수 변화율을 차감한 환율 변화율  
2) 양의 방향이 해당통화 약세

자료: Bloomberg, 자본시장연구원

### 3) 코로나19 감염 확산

□ 코로나19 감염 확산 시기 중 경기부양책 규모 및 백신보급 차이로 신흥국들의 회복세는 선진국에 비해 상대적으로 지연

- 코로나19에 대응한 신흥국과 선진국의 재정지출 규모는 각각 GDP의 4.0% 및 16.4%로 큰 차이(IMF)
- 또한 선진국이 선계약 방식으로 필요 이상의 백신을 확보함에 따라 신흥국은 계약물량이 부족한 데다 공급시기도 선진국 보급 이후로 늦춰질 것으로 예상
- 이에 따라 코로나19 충격이 발생한 2020년뿐만 아니라 2021년중에도 신흥국의 경기 회복 속도가 상대적으로 지연
  - 2020년 성장률에 대해 IMF는 2020년 10월 전망에서 선진국의 성장률을 6월에 비해 2.3%p 상향 조정한 반면 신흥국은 오히려 0.2%p 하향 조정

- 2021년 성장률에 대해서도 IMF는 2021년 4월 전망에서 선진국의 성장률을 2020년 10월에 비해 1.2%p 조정한 반면 신흥국은 0.7%p 조정

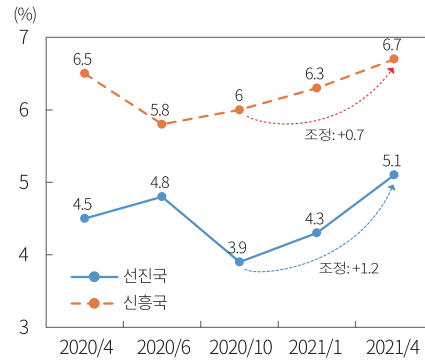
〈표 1〉 2020년중 전망 시기별 선진국과 신흥국 성장률

(단위: %)

전망 시기	2020년 성장률			
	4월	6월	10월	최종
세계	-3.3	-5.2	-4.4	-3.3
선진국	-6.1	-8.1	-5.8	-4.7
신흥국	-1.2	-3.1	-3.3	-2.2

주 : 신흥국과 선진국은 IMF 기준으로 구분  
 자료: IMF

〈그림 12〉 전망 시기별 선진국과 신흥국 2021년 성장률



주 : 신흥국과 선진국은 IMF 기준으로 구분  
 자료: IMF

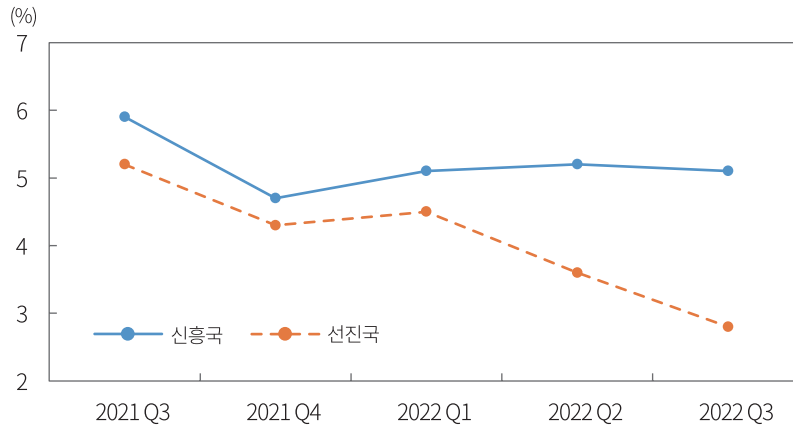
- 이러한 경기회복 속도의 차이와 함께 최근의 글로벌 주식시장 상황도 〈그림 1〉과 같은 신흥국 주식자금 유입 지연과 관계되는 것으로 판단
  - 한국이나 대만을 제외하면, 비대면이나 4차산업 관련 업종이 상대적으로 취약
  - 미국의 주가 상승과 각국의 유동성 영향으로 주식시장이 빠르게 회복함에 따라 높아진 주가 레벨 또한 신흥국 주식자금 유입에 부정적인 영향을 주었을 것으로 추정

라. 전망 및 시사점

- 향후 신흥국 증권자금 흐름을 판단하기 위하여 경기 회복세와 함께 글로벌 달러화 강세 여부에 유의할 필요

- 2022년 중반 이후 백신보급이 원활해지면서 신흥국들의 성장률도 회복할 것으로 예상됨에 따라 신흥국 자본유입에 긍정적

〈그림 13〉 신흥국과 선진국 성장률 전망(분기, YoY)



자료: Bloomberg

- 달러지수가 현재 수준(89~91)에서 급등할 가능성은 적을 것으로 예상되는 만큼 신흥국 자본유입에 미치는 효과는 제한적일 전망

- 2020년 이후 달러지수는 미국 경제 상황과 연동되어 실질금리와 비슷한 추이를 나타냄에 따라 미 연준의 전망과 같이 통화정책 정상화가 완만하게 진행될 경우 달러지수의 급등 가능성은 낮을 것으로 예상

- 2021년말 미국 금리 수준(10년 국채금리 1.5~2.1%)을 감안하면 실질 금리 상승 우려는 작음

- 백신보급에 따른 경제활동 정상화 및 경기 부양책 등으로 유럽도 경제회복이 가시화됨에 따라 2014년 테이퍼링 당시와 달리 달러강세를 제한할 것으로 예상

- 2021년 2분기부터 독일 국채금리가 상승하여 미국 국채금리와의 차이가 축소

〈그림 14〉 달러지수와 미국 실질금리



주 : 실질금리는 10년 국채금리에서 BEI를 반영한 기대물가 차감

자료: Bloomberg

〈그림 15〉 달러지수와 금리차이



주 : 금리차이는 10년 만기 미국 국채금리와 독일 국채금리 차이

자료: Bloomberg

- 다만, 미국의 인플레이션 우려가 확대되면서 미 연준의 통화정책 정상화가 가속화된다면 달러지수가 급등하면서 신흥국 증권자금의 유출 가능성이 상존
- 또한 백신 보급의 차질이나 코로나19 재확산(변이 바이러스 등)으로 경제 정상화가 지연되면서 신흥국 성장률이 하락하는 위험도 존재