

글로벌 유동성과 국제자본이동과의 관계에 관한 연구

2013. 12

연구위원 강현주
연구위원 이승호

序 言

2008년 글로벌 금융위기이후 글로벌 유동성이 신흥국 자본유입에 미친 영향에 대한 관심이 크게 증가하였다. 위기 이후 주요 선진국들이 대규모 양적완화정책을 시행하면서 글로벌 유동성이 늘어나고 이에 따라 신흥국으로의 자본이동이 크게 증가하였다고 보는 시각이 지배적이다. 문제는 글로벌 유동성에 대해 국제적으로 통일된 정의가 없어 글로벌 금융위기이후 완화적인 통화정책으로 글로벌 유동성이 늘어났을 것이라는 막연한 추측만 있을 뿐 실제 크게 늘어났는지, 그 결과 신흥국으로의 자본유입에 얼마나 기여하였는지에 대한 면밀한 분석을 제공하는 연구는 많지 않았다.

이러한 문제의식에서 출발한 본 연구 보고서는 글로벌 유동성을 측정하는 다양한 방법들을 비교 검토하여 글로벌 금융위기이후 글로벌 유동성의 추이를 다각도로 살펴보는 한편 신흥국 자본유입에 관한 실증분석을 제시함으로써 학계의 연구자 및 정책당국자들의 이해를 넓히고 관련 논의를 확대하는 데 좋은 자료가 될 것이라 생각한다. 특히 최근 미국의 연방준비제도 이사회가 양적완화규모를 축소할 것이라는 전망으로 국제금리가 상승하고 일부 취약 신흥국들에서 자본유출이 발생한 가운데 이러한 연구는 매우 시의성 있는 것으로 생각된다.

본 보고서의 작성을 위해 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 강현주 연구위원과 이승호 연구위원에게 감사의 뜻을 전한다. 또한 본 보고서의 지정 논평을 맡아준 서현덕 박사, 원내 세미나에서 유익한 논평을 해주신 이인형 박사, 김종민 박사, 이성복 박사, 그리고 원고를 읽고 많은 조언을 해준 연구조정위원들께도 고마운 말씀을 전한다. 아울러, 본 보고서의 자료수집 및 편집과정에서 수고를 한 김보영 선임연구원, 정은경 선임연구원, 한송희 연구조원에게도 감사의 마음을 전한다. 마지막으로

본 보고서의 내용은 전적으로 연구진 개인의 견해이며 자본시장연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀 둔다.

2013년 12월
자본시장연구원
원장 김형태

목 차

Executive Summary	vii
Abstract	ix
I. 서론	3
II. 최근 글로벌 유동성 현황 및 평가	9
1. 글로벌 유동성의 의미	9
2. 글로벌 유동성의 측정 및 평가	11
III. 신흥국 자본유입 특징	33
1. 분석자료	33
2. 금융위기이후 신흥국 자본유입 특징	35
IV. 신흥국 자본유입 결정요인 분석	49
1. 분석자료	51
2. 추정방법 및 결과	56
V. 요약 및 시사점	63
참고문헌	67

표 목 차

<표 II-1> 국제결제은행의 글로벌 유동성 관련 지표	12
<표 II-2> G3 국가의 연도별 본원통화 잔액	13
<표 II-3> G3 국가의 연도별 M2 잔액	15
<표 II-4> 전세계 외환보유액 잔액	17
<표 II-5> 글로벌 유동성 양적 지표간 상관계수	22
<표 II-6> 가격지수 추정관련 변수 요약통계	25
<표 III-1> 분석대상국가의 소득별, 지역별 구분	34
<표 III-2> 유형별 신흥국 자본유입	37
<표 III-3> 선진국의 신흥국 포트폴리오 투자잔액	39
<표 III-4> 형태별 자본유입 변동성	39
<표 III-5> 지역별, 형태별 자본유입	42
<표 IV-1> 주요 선행연구에서 사용된 글로벌 유동성 지표	50
<표 IV-2> 분석 대상국가	51
<표 IV-3> 패널분석 변수 요약통계	55
<표 IV-4> 신흥국 자본유입 결정요인	58
<표 IV-5> 신흥국 자본유입 결정요인: 강건성 검정	59

그 립 목 차

<그림 II-1> G3 국가의 본원통화 잔액 추이 및 증감율	13
<그림 II-2> G3 국가의 M2 잔액 추이 및 증감율	15
<그림 II-3> G3 국가의 총통화 및 명목GDP 증가율 비교	16
<그림 II-4> 전세계 외환보유액 추이 및 증감율	18
<그림 II-5> 선진국 국내신용 및 국가간 대출	19
<그림 II-6> 선진국 금융기관 부채규모	20
<그림 II-7> 글로벌 양적 지표 증감률 및 순환변동치 추이	21
<그림 II-8> 가격지수 추정관련 주요 변수 추이	26
<그림 II-9> 글로벌 유동성 가격지수와 양적 지표 비교	27
<그림 II-10> 신용승수 추이	28
<그림 III-1> 분석대상국가	34
<그림 III-2> 선진국 및 신흥국으로의 자본유입액 및 비중	35
<그림 III-3> GDP대비 자본유입액	36
<그림 III-4> 신흥국 순대외자산	36
<그림 III-5> 유형별 신흥국 자본유입 추이	37
<그림 III-6> 선진국 은행들의 신흥국 익스포져	39
<그림 III-7> 미국 양적완화 시기별 자금유입형태	40
<그림 III-8> 국가별 자본유입규모	43
<그림 III-9> 신흥지역별 자본순유출입	44
<그림 IV-1> 한국의 GDP대비 자본유입액 추이	52
<그림 IV-2> 미국의 거시충격지수 및 개별국 요인(한국)	54

약어표

AREAER	Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions
BIS	Bank for International Settlements
BOPS	Balance of Payment Statistics
CDS	Credit Default Swap
CGFS	Committee on the Global Financial System
CPIS	Coordinated Portfolio Investment Survey
DAX	Deutsche Aktien Index
ECB	European Central Bank
EIU	Economist Intelligence Unit
EMBI	Emerging Markets Bond Index
EPFR	Emerging Portfolio Fund Research
FTSE	Financial Times Stock Exchange
GDP	Gross Domestic Product
IMF	International Monetary Fund
Libor	London Interbank Offered Rate
LTRO	Long-term Refinancing Operation
MCI	Monetary Condition Index
OIS	Overnight Indexed Swap
QE	Quantitative Easing
REER	Real Effective Exchange Rate
SDR	Special Drawing Rights
VIX	Volatility Index
WEO	World Economic Outlook

《 Executive Summary 》

본 연구에서는 글로벌 금융위기이후 주요 선진국들의 양적완화 정책으로 글로벌 유동성이 크게 늘어나 신흥국으로의 자본유입이 확대되었다는 일반적 시각에 대해 심층적인 분석을 실시하였다. 이를 위해 우선 글로벌 금융위기이후 글로벌 유동성이 늘어난 정도를 양적 지표와 가격 지표로 구분하여 측정하고 글로벌 유동성 증가가 신흥국으로의 형태별 자본유입에 미친 영향을 실증분석하였다.

주요 선진국의 통화량, 국내신용 및 국가간 대출, 금융기관 부채규모 등을 이용한 양적 지표 시산 결과 글로벌 유동성은 위기 이전보다 소폭 증가에 그친 것으로 나타났다. 이는 선진국의 적극적인 본원통화 공급에도 불구하고 실물경제 회복이 지연되어 통화의 유통속도가 크게 늘어나지 못해 민간의 유동성 확대가 제한적으로 이루어지고 있는 데 기인한다.

반면 가격 지표의 경우에는 선진국의 유동성 공급 등에 따른 시장심리의 안정 등으로 2010년 이후부터 국제금융시장에서의 자금조달 용이성이 향상되는 등 글로벌 유동성이 위기 이전 수준을 회복한 것으로 평가된다. 양적 지표와 가격 지표가 다소 상이한 결과를 보이는 것은 선진국의 양적완화 정책이 가격 지표에 먼저 영향을 주는 반면 양적 지표는 상대적으로 더딘 반응을 보이는 현상을 반영한 것으로 풀이된다.

금융위기 이후 글로벌 유동성 증가에 따른 신흥국으로의 자금유입 특징을 분석해 보면 우선 전세계 자본유입에서 신흥국이 차지하는 비중이 커진 가운데 은행차입은 이전보다 감소하고 채권투자자는 급증한 특징을 보였다. 지역별로는 남미 및 아시아 지역의 자본유입이 상대적으로 컸다.

한편 글로벌 유동성과 자본이동간의 관계를 25개 신흥국 자료를 이용하여 실증분석한 결과에서는 글로벌 유동성(대외요인) 및 다양한 개별국가요인(대내요인)이 신흥국의 형태별 자본유출입에 모두 영향을 주는 것으로 나타났다. 특히 대외요인중 가격 지표는 신흥국에 대한 주식 및 채권 등 포트폴리오 투자자금의 유출입과 유의한 관계를 갖는 것으로 나타난 반면, 양적 지표는 주로 은행 부문의 차입과 관계가 큰 것으로 나타났다.

이러한 연구결과는 최근 미 연준의 자산매입 축소논의(tapering)와 관련하여 중요한 시사점을 제공한다. 2013년 5월이후 미 연준의 양적완화 종료 논의가 본격화되면서 일부 신흥국에서 주식 및 채권자금을 중심으로 큰 폭의 유출이 발생한 것은 양적 지표로 본 글로벌 유동성에 큰 변화가 없는 가운데 가격 지표가 미리 반응한 데 따른 결과로 볼 수 있다. 반면, 우리나라는 취약국들에 비해 국내 경제여건이 상대적으로 양호함에 따라 대외 가격변수의 부정적 영향이 크지 않아 급격한 자본유출 및 변동성 확대가 나타나지 않은 것으로 보인다. 미 양적완화의 축소가 본격적으로 개시되면서 시장금리의 변동성이 확대될 경우 우리나라에서도 주식 및 채권 투자자금을 중심으로 단기적인 자본유출 및 금융시장의 변동성 확대 가능성을 전혀 배제하기는 어려울 것으로 보인다. 따라서 양호한 기초경제여건 및 대외신인도를 유지하여 향후 양적완화 축소에 따른 국제금융시장 불안에 대비할 필요가 있다.

« **Abstract** »

Global liquidity and cross-border capital flows

This paper addresses whether global liquidity has significantly increased since global financial crisis of 2008 and contributed to capital inflows to emerging economies. For this purpose, global liquidity is measured by quantity and price measures and its impact on capital inflows to emerging economies is empirically analyzed.

Quantity indicators of global liquidity such as monetary aggregates, credit aggregates and total liabilities of financial institutions in major advanced economies show that global liquidity increased very modestly compared to the pre-crisis era. This is mainly attributable to the fact that despite the huge explosion of reserve base, monetary velocity has been subdued due to sluggish economic growth in advanced economies.

On the other hand, price indicators suggest that global liquidity has improved to the pre-crisis level due to growing confidence in market sentiments. This difference between quantity and price indicators is interpreted that quantitative easing(QE) in major advanced countries has initially affected price indicators, and quantity indicators responded gradually.

If we look at cross-border capital flows since global financial crisis, the share of emerging economies in capital flows has increased substantially. Bank lending has decreased, while bond investment increased more than twice. South America and Asia experienced greater capital inflows than before.

The panel regression analysis on the impact of global liquidity on capital inflows using 25 emerging countries, shows that global factors and each country's idiosyncratic factors both have played an important role. In addition, price indicator of global liquidity is statistically significant in explaining portfolio investment such as equity and bond, while quantity indicator has a strong relationship with bank lending.

This result suggests an important implication on the recent debate on QE tapering by Federal Reserve Board(FRB). Since Bernanke's remarks on possible tapering, portfolio outflows in several emerging countries reflect the immediate response to price indicators, despite little change in quantity measures. Since QE tapering is expected to begin early 2014, we should consider the possibility of sudden reversal in portfolio investments and prepare for potential turbulence in global financial market.

1. 서론

I. 서론

지난 글로벌 금융위기 이후 미국, 유럽 및 일본 등 주요 선진국들이 유례없는 초저금리 정책을 유지하는 가운데 자국의 경기부양을 위한 양적완화(quantitative easing: QE) 정책을 시행중에 있다. 미국은 2009년 이후 세 차례에 걸친 양적완화 정책을 통해 미달러화를 적극적으로 공급하면서 경기부양을 도모하였으며, 유럽중앙은행(ECB)은 장기대출(Long-term Refinancing Operation: LTRO) 등을 통해 재정위기국 지원 및 실물경제 회복을 추진하고 있다. 일본도 아베정권 출범 이후 경기활성화를 위해 국채매입을 확대하고 보다 적극적인 엔화약세를 유도하는 추세이다.

이러한 선진국의 비전통적인 통화정책(unconventional monetary policy)은 본원통화 공급 증대를 통해 국내신용 및 총통화의 증가를 가져올 뿐만 아니라 국가간 자본이동을 증가시켜 글로벌 유동성(global liquidity)을 확대하는 결과를 불러올 수 있다. 특히 국제금융시장의 불확실성이 완화되고 실물경기가 본격적으로 살아나는 경우 글로벌 통화의 유통속도가 증가하면서 글로벌 유동성의 확대가 가속화될 것으로 전망된다.

글로벌 유동성 증가 등으로 국제자본이동이 확대되는 경우 신흥국으로의 자본유입이 확대되고 이들 국가의 거시경제 운용에 큰 영향을 미치게 된다. 선진국에 의해 공급된 글로벌 유동성은 주로 신흥국 주식·채권 등에 대한 포트폴리오투자나 은행대출의 형태로 유입되면서 자산가격 상승, 통화의 절상 등을 초래한다. 이러한 국제자본의 유입은 통상 신흥국 경제의 경기순응성(procyclicality)을 증대시키면서 거시경제 운용의 어려움을 가중시킨다. 나아가 선진국간 또는 선진국과 신흥국 간에 환율과 관련한 분쟁을 초래할 가능성도 점증하고 있다.

4 글로벌 유동성과 국제자본이동과의 관계에 관한 연구

또한 유입자본이 일시에 대거 유출되는 경우(sudden stop) 금융시스템의 불안정성이 확대되고 실물경제가 위축된다는 것은 과거 여러 차례의 신흥국 경제위기 경험을 통해 확인된 바 있다.

실제 선진국의 양적완화 정책의 시행 이후 선진국 중앙은행들의 본원통화 공급이 크게 증가하면서 신흥국으로 꾸준히 자본이 유입되었다. 그 결과 많은 신흥국에서 주가상승 및 통화 강세가 나타났다. 그러나 금년 5월경에는 미 연준의 양적완화 정책의 축소 가능성이 언급되기 시작하면서 이러한 상황이 반전되는 조짐이 나타나고 있다. 즉 그간 큰 폭의 자본유입이 일어났던 인도, 인도네시아, 브라질 등에서는 주식 및 채권 투자자금을 중심으로 큰 폭의 자본유출이 일어나면서 주가 및 통화 가치가 하락하고 금융시장의 변동성이 크게 확대되었다. 이는 글로벌 유동성의 증가에 따른 국제자본이동 확대로 신흥국 경제가 민감한 영향을 보인 예라 할 것이다.

이에 반해 우리나라의 경우에는 상대적으로 양호한 경제 기초여건 등으로 아직까지 안정적인 자본흐름을 보이는 가운데 원/달러환율은 지난 3/4분기 이후 하락압력이 가중되고 있다. 특히 우리나라는 경상수지가 큰 폭의 흑자를 보이는 등 대외부문의 위기대응 역량이 강화된 것으로 평가받고 있는 반면 어려움에 처한 대부분의 신흥국들은 경상수지가 악화된 것으로 나타나 우리나라와 차이를 보이고 있다. 이는 글로벌 유동성 등 국제자본이동에 영향을 미치는 공통의 요인(push factor) 뿐만 아니라 개별 신흥국의 경제기초여건 상황(pull factor)들도 신흥국의 자본유출입에 많은 영향을 주고 있음을 시사한다.

그럼에도 불구하고 국제금융시장의 글로벌 유동성 상황은 신흥국의 자본유출입에 영향을 미치는 가장 중요한 요소중 하나이다. 최근 미국 등의 양적완화 축소 논의 등과 관련하여 그간 확대되었던 글로벌 유동성이 다시금 위축될 것이라는 우려감도 커지고 있다. 이런 점에서 본 연

구에서는 국제금융시장에서 실제 글로벌 유동성을 어떻게 측정할 수 있는지, 선진국의 양적완화 이후 글로벌 유동성이 실제로 크게 증가하였는지, 글로벌 유동성 증가는 국제자본이동과 어떤 관련을 갖는지 등에 대해 보다 면밀한 분석이 필요할 것으로 보인다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서 선진국의 양적완화 이후 글로벌 유동성이 늘어난 정도를 측정·평가해 본 후 제Ⅲ장에서는 글로벌 금융위기 이후 신흥국 자금유입의 특징을 분석해 보고자 한다. 제Ⅳ장에서는 글로벌 유동성과 자본이동간의 관계를 패널데이터를 이용하여 실증분석한다. 제Ⅴ장에서는 향후 양적완화 축소 가능성 등 국제금융시장 상황 변화에 대응한 시사점을 간략히 언급하고자 한다.

II. 최근 글로벌 유동성 현황 및 평가

1. 글로벌 유동성의 의미
2. 글로벌 유동성의 측정 및 평가

II. 최근 글로벌 유동성 현황 및 평가

1. 글로벌 유동성의 의의

글로벌 유동성(global liquidity)이란 전 세계적으로 공급·유통되고 있는 국제통화의 총량을 의미한다. 국제통화란 기축통화인 미달러화는 물론 유로화나 엔화 등 국제금융시장 및 외환시장에서 교환성(convertibility)이 높은 통화를 포함한다. 이러한 국제통화의 공급이 늘어나는 경우 글로벌 유동성이 확대되는데 이는 단순히 통화총량이 늘어나는 것은 물론 국제금융시장에서 자금을 용이하게 조달할 수 있는 상태(ease of financing)를 의미하기도 한다.

글로벌 유동성은 주요 선진국 중앙은행의 통화공급에 좌우되는 공적 유동성(official liquidity)과 민간부문의 신용창출에 의해 결정되는 민간 유동성(private liquidity)으로 구분¹⁾할 수 있다. 공적 유동성은 각국 중앙은행의 전통적인 통화정책 수행과정이나 금융불안시 긴급 유동성 공급 및 회수 등을 통해 변동하게 된다. 중앙은행간에 이루어지는 통화스왑이나 IMF의 특별인출권(Special Drawing Rights: SDR)도 넓은 의미에서 공적 유동성에 해당된다. 주요 선진국이 저금리 정책 또는 유동성 공급 확대 등 확장적인(expansionary) 통화정책을 시행하는 경우 일반적으로 공적 유동성이 증가한다. 최근 주요 선진국의 비전통적 양적완화 정책에 따른 유동성 공급은 공적 유동성 증가를 가져오는 대표적인 예라 할 수 있다.

반면 민간 유동성은 중앙은행에 의해 공급된 공적 유동성이 민간 금융기관에 의해 대내외적으로 파급(spillover)되면서 확대되는 것을 의미

1) BIS CGFS(2011) 참조

한다. 본원통화의 공급 증가는 금융기관을 통한 신용창출 과정을 거치며 유동성이 확대될 뿐만 아니라 국제 상업은행들에 의한 국가간 대출 및 신용 확대와 국가간 주식 및 채권 투자 등 포트폴리오투자 등의 경로를 통해 글로벌 유동성에 영향을 미치게 된다.

글로벌 유동성은 공적 유동성 공급이 민간의 신용창출에 의해 확대되는 것으로 볼 수 있으므로 이와 관련한 주요국의 거시경제정책, 국제금융시장 상황 등에 의해 영향을 받는다. 민간 유동성의 확대는 국제금융시장에서 투자자들의 위험자산에 대한 선호(risk appetite) 정도나 국제자본이동 유인 등에 의해 영향을 받으므로 공적 유동성이 풍부하더라도 국제금융시장의 불확실성이 높아 자본이동이 제한되는 경우 글로벌 유동성의 증가가 그 만큼 제한된다. 예를 들어 국제금융시장의 불확실성이 큰 상황이라면 위험자산에 대한 회피성향이 증가하므로 중앙은행의 본원통화 공급 증가에도 불구하고 통화의 유통속도가 떨어지고 민간 유동성의 증가가 제약을 받는다.

한편 글로벌 유동성이 과도히 확대되는 경우 국제자본의 유출입 증가로 신흥국의 경기순응성이 확대되고 경제 및 금융시장의 안정성에도 부정적인 영향이 증대된다. 국제자본이동과 신용창출 확대는 신흥국으로의 자본유입을 통해 자산가격 급등 및 거품형성, 통화가치의 상승을 가속화시킨다. 반면 유입자본이 급격히 회수되는 경우에는 신흥국 금융시장의 변동성 확대나 실물경제의 침체 등 경제불안 가능성이 높아진다.

2. 글로벌 유동성의 측정 및 평가

가. 측정방법

글로벌 유동성(global liquidity)의 측정 방법은 크게 양적 지표(quantity indicators)를 파악하는 방법과 시장가격 변동을 통한 가격 지표(price indicators)를 분석하는 방법으로 구분할 수 있다. 양적 지표는 선진국 중앙은행의 공적 유동성 확대가 민간금융기관의 국제자본이동을 통해 확산되어 직접적으로 통화총량의 규모나 신용공급의 확대를 가져오는 점을 감안한 것인 반면, 가격 지표는 글로벌 유동성의 개념이 국제자금 조달의 용이성 정도를 내포하고 있는 점을 고려한 것이라 할 수 있다. 가격 지표에는 정책금리 또는 시장금리, 무위험이자율 지표, 매입-매수 호가차이, 국제금융시장의 변동성지수 등이 포함된다.

한편 각각의 측정 방법이 장단점을 가지고 있으므로 글로벌 유동성을 판단하기 위해 양적 지표와 가격 지표를 종합적으로 파악할 필요가 있다. 양적 지표는 가격 지표보다 글로벌 유동성의 개념에 잘 부합하나 변화속도가 느려 양적 지표만으론 현재 유동성 국면을 판단하는 데 어려움이 발생할 수 있으며, 시장참가자들의 위험선호를 잘 반영하지 못하는 한계를 가지고 있다. 반면에 가격 지표의 경우 현재의 유동성 상황 및 시장 참가자들의 미래에 대한 기대를 즉각적으로 반영하는 장점이 있으나 때로는 실제 유동성 상황과 무관하게 가격이 크게 변동하는 경우도 발생한다.

본 연구에서는 글로벌 금융위기 이후 최근까지의 글로벌 유동성 상황을 양적 지표와 가격 지표 각각에 대해 구분하여 측정·평가해 보고자 한다. 양적 지표로는 주요 선진국의 본원통화 및 광의의 통화 합계, 주요국의 외환보유액 합, 국내신용 및 국가간 대출 그리고 선진국 금융

기관의 부채규모 등을 통해 측정하였다. 가격 지표로는 이자율 스프레드, 자산가격, 투자자 위험선호, 금융기관 대출행태 등을 종합한 가격지수를 산출하였다.

<표 II-1> 국제결제은행의 글로벌 유동성 관련 지표

	양적 지표	가격 지표
통화적 유동성 (monetary liquidity)	· 본원통화 · 광의의 통화 · 외환보유액	· 정책금리 · 시장금리 · 통화상황지수(MCI)
자금 유동성 (funding liquidity)	· 은행 유동성 비율 · 만기불일치 · CP시장 거래량	· Libor-OIS 스프레드 · FX스왑 베이스스 · 채권-CDS 베이스스 · 서베이
시장 유동성 (market liquidity)	· 거래량	· Bid-ask 스프레드 · 서베이
위험선호	· 은행 레버리지 비율	· VIX 지수 및 기타 위험선호 · 샤프(Sharpe) 및 carry-to-risk 지수

자료: BIS CGFS(2011)

나. 양적 지표를 이용한 측정

1) G3 본원통화 합

미달러화, 유로화 및 엔화 등 이른바 G3 국가의 본원통화(reserve money) 합계액은 글로벌 금융위기 이후 각국의 양적완화 정책 시행 등으로 크게 증가하였다. G3 국가의 본원통화 잔액은 2012년말에는 6.4조 달러로 2008년 3분기말 기준 3.1조달러에 비해 두 배 이상 증가하였다.

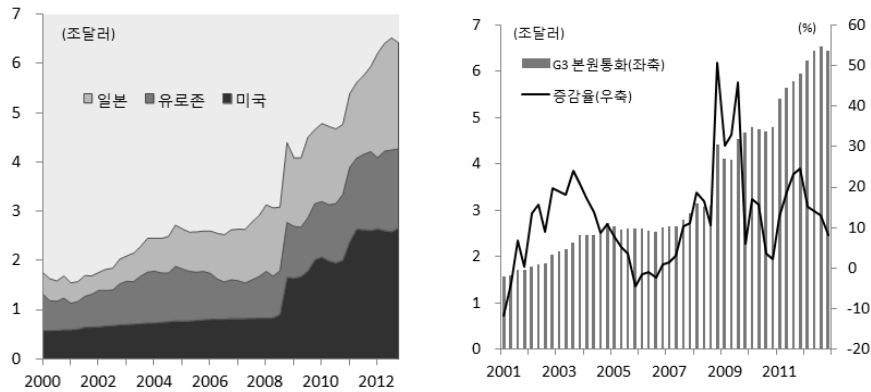
<표 II-2> G3 국가의 연도별 본원통화 잔액

(단위: 십억달러)

	2000	2003	2005	2008	2009	2010	2011	2012
미국	590	725	793	1,659	2,022	2,014	2,615	2,674
유로지역	451	688	820	1,625	1,509	1,426	1,730	2,156
일본	651	1,041	990	1,122	1,145	1,343	1,611	1,613
G3 합계	1,692	2,454	2,604	4,407	4,676	4,783	5,955	6,443

자료: 한국은행 경제통계시스템 및 IMF

<그림 II-1> G3 국가의 본원통화 잔액 추이 및 증감율



자료: 한국은행 경제통계시스템

또한 기간중 증가율을 보더라도 글로벌 금융위기 이전(2001년 1분기~2008년 3분기)과 이후(2008년 4분기~2012년 4분기) G3국가의 본원통화(합계기준) 증가율(전년동분기 대비)은 평균 8.5% 및 19.7%로 각각 산되어 큰 차이를 보였다. 이는 무엇보다 글로벌 금융위기 이후 미국, 유럽 및 일본의 양적완화 정책으로 본원통화 공급이 크게 늘어난데 기인한다.

<참 고>

주요 선진국의 양적완화 정책 시행 내용

	구분	내용	발표일	규모	기간
Fed	QE1	공채 매입	2008.12.2	0.2조달러	2008.12~2010.3월
		MBS 매입		1.25조달러	2009.1~2010.3월
		국채 매입		0.3조달러	2009.3~2009.10월
	QE2	국채 매입	2009.3.18	0.6조달러	2010.11~2011.6월
	QE3	MBS 매입	2012.9.13	매월 400억달러	2012.9월~ 고용상환 개선시
		국채 매입	2012.12.12	매월 450억달러	2013.1월~고용 및 인플레이션 고려
ECB	1차 LTRO	장기대출	2011.12.21	4,892억유로	2011.12월
	2차 LTRO	장기대출	2012.2.29	5,295억유로	2012.2월
	SMP	국채 매입	2010.5.10	2,054억유로 ¹⁾	2010.5월~
	OMT	국채 매입	2012.9.6	무제한	무기한, 시행시기 미정
BOJ	Asset Purchase Program	자산매입 기금 조성	2010.11.4	35조엔	2010.11월~
		자산매입 기금 증액	2013.1.22	2012년말 현재 101조엔 ²⁾	
	Open-Ended Asset Purchase Program	무기한 자산매입	2013.1.22	매월 13조엔	2014.1월 이후 시행
BOE	Asset Purchase Facility	자산매입 기금 조성	2009.3.5	1,500억 파운드	2009.3월~
		자산매입 기금 증액	2012.7.5	2012.7월 현재 3,750억 파운드	

주 : 1) 2013.2.8일 현재 매입잔액
 2) 2013.1월말 현재 67조엔 공급
 자료: 각국 중앙은행

2) G3 통화량

미 달러화, 유로화 및 엔화 등 G3 국가의 통화량(M2기준) 합계액은 공적 유동성의 큰 폭 증가에도 불구하고 증가세가 상대적으로 작은 것으로 나타났다. 즉, G3 국가의 M2 잔액은 2008년 3분기말 기준 26.2조 달러에서 2012년말에는 32.0조달러로 22% 증가하는데 그쳤다. 또한, 글로벌 금융위기 이전과 이후 기간중 G3국가의 총통화(합계기준) 증가율(전년동분기 대비, %)은 각각 8.1% 및 4.6%로 시산된다.

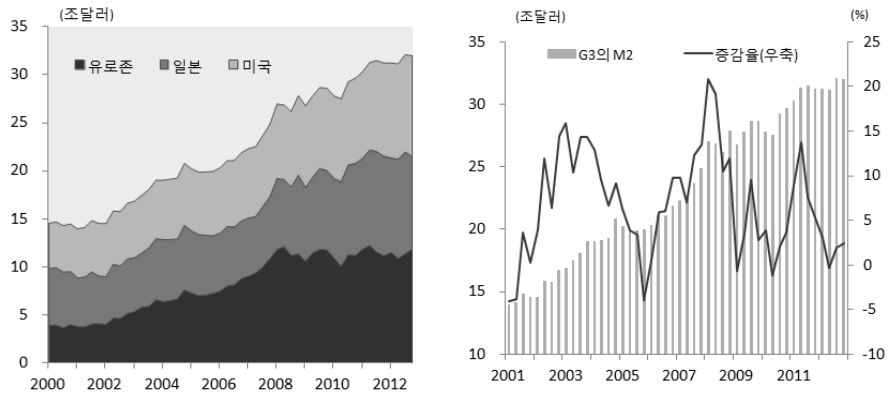
<표 II-3> G3 국가의 연도별 M2 잔액

(단위: 십억달러)

	2000	2003	2005	2008	2009	2010	2011	2012
미국	4,929	6,064	6,676	8,205	8,511	8,823	9,690	10,476
유로	4,052	6,646	7,303	11,446	11,866	11,260	11,234	11,970
일본	5,531	6,337	5,984	8,163	8,224	9,567	10,344	9,572
G3합계	14,512	19,048	19,963	27,813	28,601	29,649	31,268	32,018

자료: 각국 중앙은행 및 한국은행 경제통계시스템

<그림 II-2> G3 국가의 M2 잔액 추이 및 증감율

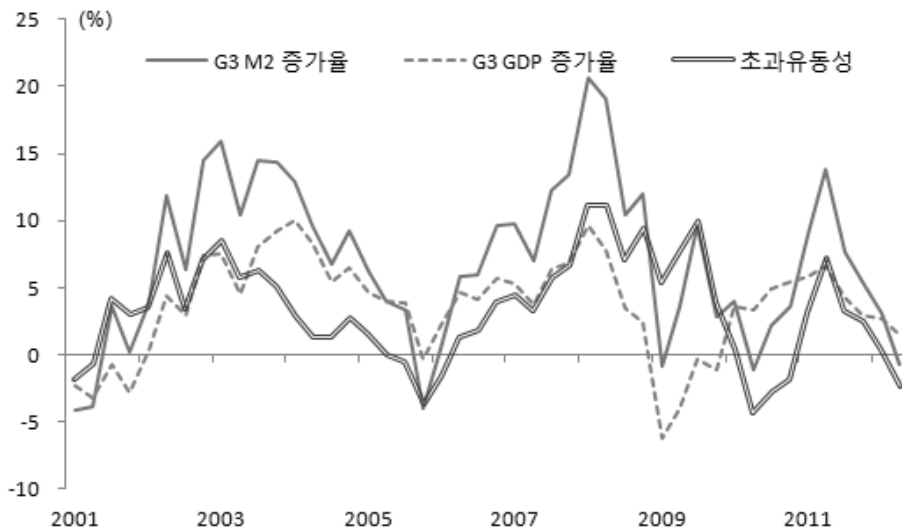


자료: 각국 중앙은행 및 한국은행 경제통계시스템

이러한 증가세 둔화는 본원통화 공급에도 불구하고 G3 국가의 실물 경제 회복 지연, 국제금융시장의 불확실성 상존, 위험자산에 대한 회피 성향 등으로 통화의 유통속도가 크게 늘어나지 못한 데 따른 결과로 볼 수 있다.

한편 G3 국가의 총통화 증가율(가중평균 기준)은 최근 들어 이들 국가의 명목 GDP 증가율과 비슷하거나 이를 하회하는 추세를 보이고 있다. 이는 선진국의 총수요 둔화로 실물경제 활동에 필요한 통화수요가 크지 않은 데 따른 것으로 글로벌 유동성이 초과 상태라고 보기 어려움을 시사한다.

<그림 II-3> G3 국가의 총통화 및 명목GDP 증가율 비교



주 : 초과유동성 = G3 M2 증가율 - G3 GDP 증가율

자료: 각국 중앙은행 및 BIS, Datastream

3) 전세계 외환보유액 합

외환보유액은 글로벌 유동성을 국제자본이동의 관점에서 측정하기 위해 사용된다. 전세계 외환보유액 규모는 2008년 3분기말 7.8조달러에서 2012년말 11.1조달러로 증가하였다. 또한 전세계 외환보유액의 대부분을 차지하고 있는 신흥국들의 전체 외환보유액 규모(IMF 분류 기준)는 2008년 3분기말 5.2조달러에서 2009년 1분기말 4.7조달러까지 줄어든 이후 꾸준히 늘어나 2012년말 7.2조달러로 증가하였다. 이는 글로벌 금융위기 이후 선진국들의 공적 유동성 공급으로 신흥국으로의 자본이동이 증가하였고 또한 신흥국들이 외환보유액 확충을 통해 위기대응역량을 강화하고자 한 데 따른 결과로 풀이된다.

그러나 글로벌 금융위기 이전과 이후 기간중 외환보유액 규모의 증가율을 비교해보면 각각 18.4% 및 11.5%로 시산되어 통화량과 마찬가지로 위기 이후 증가율이 크게 둔화되는 양상을 보이고 있다.

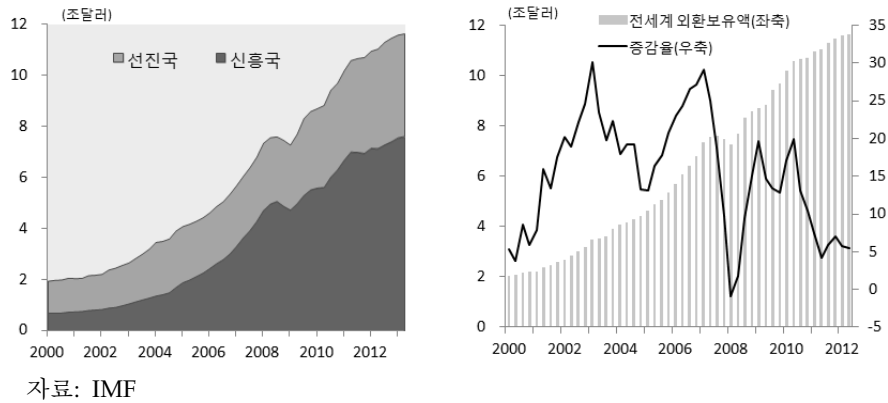
<표 II-4> 전세계 외환보유액 잔액

(단위: 십억달러)

	2000	2003	2005	2008	2009	2010	2011	2012
신흥국	731	1,254	2,277	4,772	5,605	6,376	7,077	7,173
선진국	1,316	1,863	2,179	2,528	3,114	3,424	3,815	3,950
합 계	2,046	3,117	4,456	7,300	8,719	9,800	10,892	11,123

자료: IMF

<그림 II-4> 전세계 외환보유액 추이 및 증감율



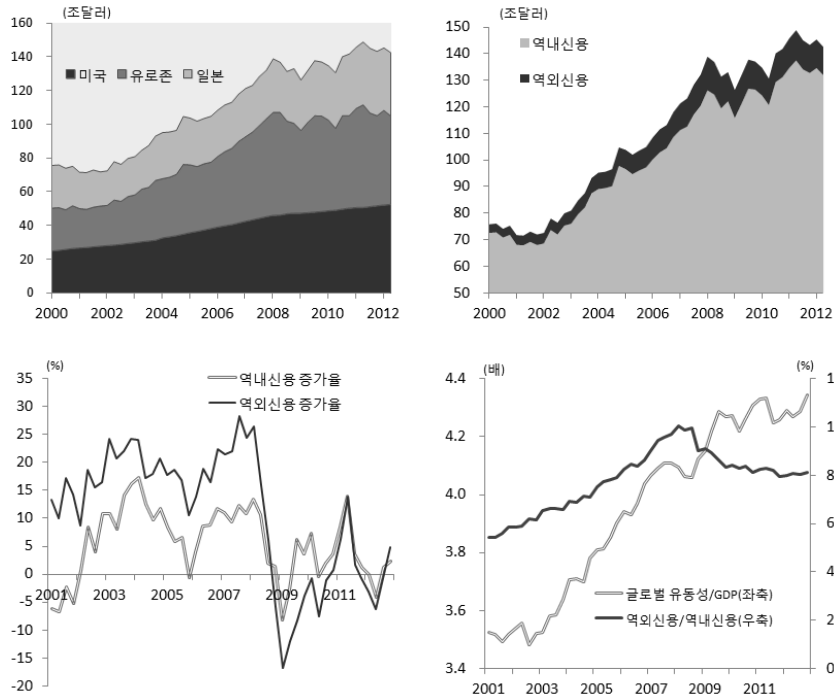
4) 선진국 국내신용 및 국가간 대출

G3 국가 통화표시 국내신용(domestic credit) 및 국가간 대출의 합은 2008년 3분기말 기준 131조달러에서 2012년말에는 147조달러로 소폭 증가하였다. 통화별 구성을 보면 유로화(38%), 달러화(36%), 엔화(26%)의 순이며 형태별로는 역내신용이 글로벌 유동성의 93%(2000~2012년 평균)를 차지한다.

기간별로는 금융위기 이전과 이후 기간중 증가율이 각각 8.0% 및 1.9%로 증가율의 둔화가 두드러진다. 특히 금융위기 이후 역내신용은 소폭의 증가세(평균 2.3%)를 유지한 반면 국제금융시장의 위험기피로 인해 역외신용은 감소세(평균 -2.4%)로 전환되었다.

2) BIS CGFS 및 윤경수·김지현(2012)은 글로벌 유동성을 G3의 비은행부문에 대한 역내 및 역외 신용 공여로 정의하였는데, 이는 구체적으로 G3의 자금순환통계상의 비금융부문 총부채 및 BIS Locational Banking Statistics상의 비금융기관에 대한 역외신용의 합계를 말한다.

<그림 II-5> 선진국 국내신용 및 국가간 대출



주 : 역내 및 역외신용 증가율은 전년동기대비 기준
 자료: 각국 중앙은행

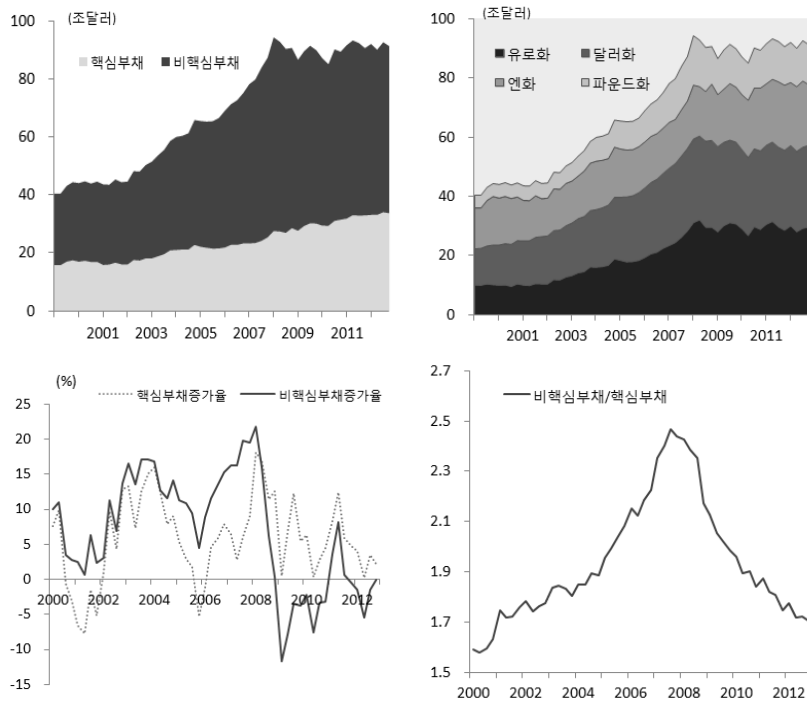
5) 선진국 금융기관 부채규모

양적 지표를 Chen et al.(2013)이 제안한 바와 같이 G4 국가 금융기관들의 핵심부채(비은행 거주자 예금)와 비핵심부채(금융기관간 차입 및 해외차입)의 합³⁾으로 측정해 보면 금융위기 이전인 2008년 1분기말 95조달러에 도달한 후 금융위기와 유로존 재정위기를 거치면서 2012년말

3) 금융기관 부채는 자산위주의 유동성 측정지표에 비해 금융시스템내 자본조달의 용이성에 대한 정보전달이라는 측면에서 우월한 장점을 가지고 있다. Shin and Shin(2011)은 금융기관 부채를 핵심 및 비핵심으로 구분하여 그림자금융(shadow banking)에 의한 글로벌 유동성 증가를 분석한 바 있다.

기준 92조달러로 소폭 하락하였다. 특히 비핵심부채가 금융위기 이전 평균 11.3% 증가하였으나 금융위기 이후에는 2.3%씩 감소하였다. 그 결과 핵심부채대비 비핵심부채의 규모는 글로벌 유동성이 본격 늘어나기 시작하던 2005년 이전 수준으로 회귀하였다. 따라서 BIS CGFS 기준의 역외신용과 마찬가지로 비핵심부채는 금융위기 전후 경기상황에 따라 규모가 큰 폭으로 변한다는 점에서 경기순응성(procyclicality)이 매우 높다는 것을 알 수 있다.

<그림 II-6> 선진국 금융기관 부채규모



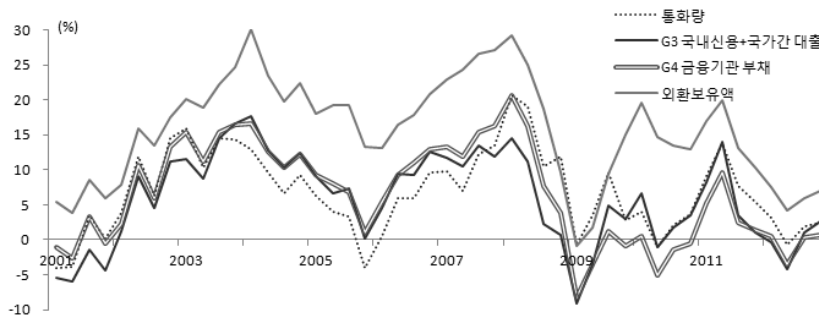
주 : 핵심부채 및 비핵심부채 증가율은 전년동기대비 기준
 자료: 각국 중앙은행

다. 양적 지표간 관계

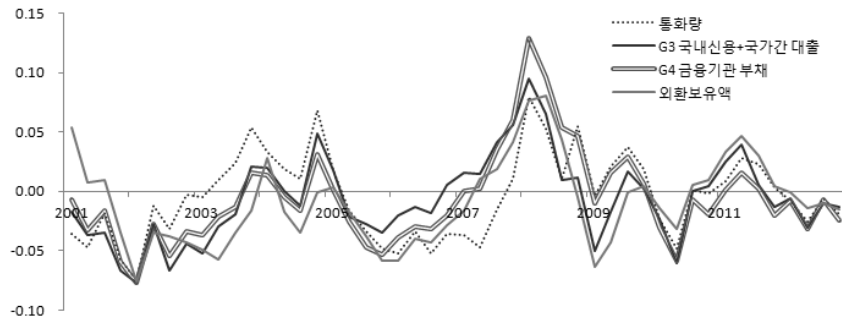
앞에서 살펴본 양적 지표중 본원통화의 경우 금융위기이후 큰 폭으로 늘어났으나 나머지 지표들의 경우 증가세가 뚜렷하게 감소하는 모습을 보였다. 이에 따라 본원통화를 제외하고 유사한 추세를 보인 네 가지 지표간의 유사성을 살펴보기 위해 각 지표들의 전년동기대비 증감률 및 순환변동치에 대해 2001년 1분기부터 2012년 4분기까지의 상관계수를 구해보면 <표 II-5>와 같다.

<그림 II-7> 글로벌 양적 지표 증감률 및 순환변동치 추이

(a) 증감률



(b) 순환변동치



자료: 각국 중앙은행, BIS, IMF 및 한국은행 경제통계시스템

<표 II-5> 글로벌 유동성 양적 지표간 상관계수
 (전년동기대비 증감률) (순환변동치)

(전년동기대비 증감률)					(순환변동치)				
	A	B	C	D		A	B	C	D
A	1	0.80	0.85	0.73	A	1	0.69	0.78	0.51
B		1	0.92	0.92	B		1	0.89	0.76
C			1	0.89	C			1	0.76
D				1	D				1

주: A: G3의 통화량(M2), B: G3 국내신용 및 국가간 대출, C: G4 금융기관 부채 규모, D: 전세계 외환보유액. 순환변동치 = (원계열 - HP 필터 추세)/HP 필터 추세

포괄범위가 다소 상이함에도 불구하고 'G3의 통화량', 'G3 국내신용 및 국가간 대출' 및 'G4 금융기관 부채규모'는 매우 높은 상관관계를 보이고 있다. 또한, 글로벌 금융위기를 이전 및 이후 기간으로 구분하여 상관계수를 계산한 경우에도 큰 차이를 보이지 않는다. 이러한 결과는 'G3 국내신용 및 국가간 대출'에서의 국내 신용과 'G4 금융기관 부채규모'에서의 핵심부채가 정의상 통화량과 밀접한 관련이 있기 때문인 것으로 보인다.

결론적으로 다양한 양적 지표가 제안되고 있는 가운데 글로벌 유동성의 변화 동인을 다각적으로 분석할 수 있다는 장점에도 불구하고 각 지표간 높은 상관관계에 비추어 볼 때 전체 규모변화에 대한 추가적인 정보제공은 크지 않은 것으로 해석할 수 있다.

라. 가격 지표

글로벌 유동성 판단에 참고할 수 있는 가격 지표들은 매우 다양하며 양적 지표에 비해 통계적 시차가 거의 없다는 점에서 매우 유용하다. 그러나 양적 지표와 달리 가격 지표들의 경우 금리수준이나 가격변동성과 같이 단순 합을 하기 어려운 경우가 많아 지표들이 서로 혼재된 모습을 보일 경우 유동성 사정에 대한 판단이 쉽지 않은 단점이 있다. 이에 따라 해석상의 편의를 위해 다양한 가격 변수를 단일 지수화할 필요가 있다. 이를 위해 본 연구에서는 Matheson(2011) 및 Chen et al.(2013)에서와 같이 이자율 스프레드, 자산가격, 투자자 위험선호, 금융기관 대출행태 등으로 구성된 동적요인모형(Dynamic Factor Model)을 설정하였다.

동적요인모형은 글로벌 유동성에 대한 가격 지표들(y_t)이 공통요인(F_t)과 비공통요인(ϵ_t)으로 분해될 수 있다고 가정한다.

$$y_t = \gamma F_t + \epsilon_t, \text{ where } \epsilon_t \sim N(0, \psi)$$

이때 비공통요인(ϵ_t)간 상관성은 없는 것으로 가정하는 한편 추정된 공통요인은 다음과 같이 p차 자기회귀모형(AR(p))을 따른다고 설정한다. 이때 시차(p)는 SIC(Schwartz Information Criterion)에 의해 선택된다.

$$F_t = \sum_{i=1}^p \beta_i F_{t-i} + \omega_t, \text{ where } \omega_t \sim N(0, 1)$$

이를 통해 추정되는 공통요인은 다양한 가격 지표들이 담고 있는 정보를 바탕으로 하여 선택된 단일한 지표로 해석될 수 있다.

모형 추정을 위해 2003년 1월부터 2013년 3월까지의 다양한 가격변수들이 이용되었다. 구체적으로 이자율 스프레드의 경우 TED 스프레드⁴⁾, G4의 Libor-OIS 스프레드⁵⁾가 이용되었으며 자산가격의 경우 S&P 500, DAX, Nikkei 225, FTSE 100 증감율이 사용되었다. 투자자의 위험선호도는 VIX(Volatility Index)⁶⁾, EMBI(Emerging Markets Bond Index) 스프레드와 함께 엔/미달러 및 엔/호주달러의 carry-to-risk 지수⁷⁾가 사용되었다. 또한 은행대출행태는 미국, 유로존 및 일본의 대출행태 서베이(Senior Loan Officer Survey)⁸⁾를 사용하였으며 동 서베이는 각국 중앙은행에 의해 분기별로 실시되었다. 각 자료들의 주기를 월단위로 단일화하기 위해 일별 데이터는 월평균값을 이용하여 처리하는 한편 분기별 데이터는 해당 분기중 모든 월이 모두 동일한 것으로 처리하였으며 각 지표들의 스케일이 다른 점을 감안하여 실제 추정시에는 표준화된 값을 이용하였다. <표 II-6>는 추정기간중 전체 변수들의 요약 통계량을, <그림 II-8>은 모형추정에 사용된 주요 변수들의 추이를 나타낸다.

4) 3개월물 T-bill 금리와 3개월물 Libor간 금리 차이를 말한다.

5) 3개월 Libor와 3개월 OIS(Overnight Indexed Swap) 금리간 차이이며, OIS 금리는 변동금리인 익일물 연방기금금리(federal funds rate)의 스왑기간중 평균값과 교환되는 고정금리를 말한다.

6) S&P 500에 대한 옵션가격의 움직임의 기초로 시장의 단기변동성을 나타내는 지표이다.

7) 캐리트레이드 자금의 거래유인인 통화간 이자율 격차를 해당 통화간 환율의 통화옵션 내재변동성으로 나누어 위험조정 수익률을 보여주는 지표다.

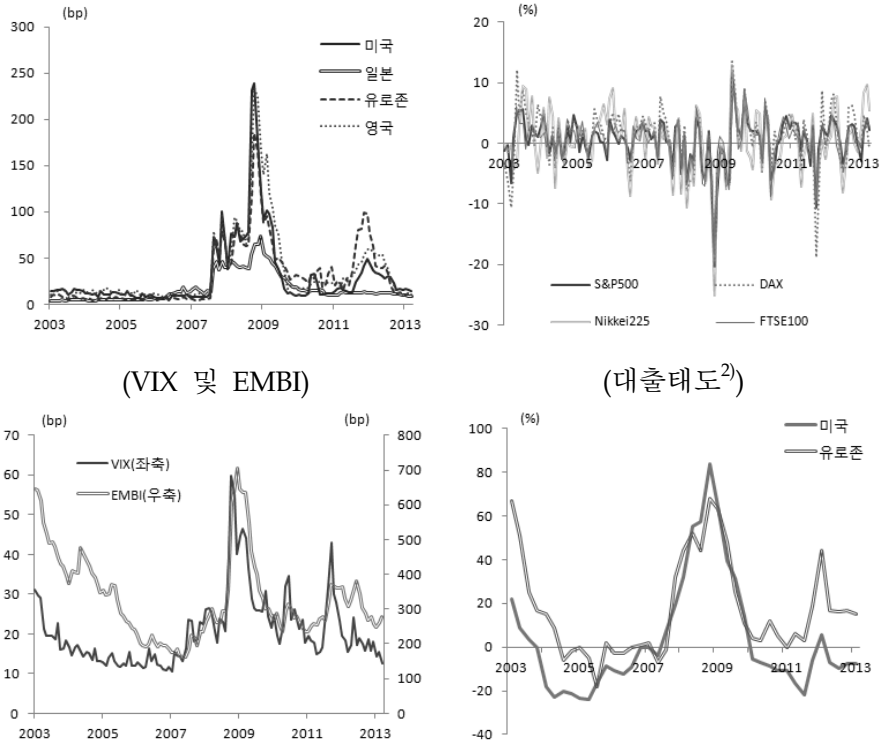
8) G4 국가중 영국의 경우 시계열이 짧아 제외하였다.

<표 II-6> 가격지수 추정관련 변수 요약통계

변수명	평균	표준편차	최소값	최대값
[이자율 스프레드]				
· Libor-OIS 스프레드(미국)	0.30	0.39	0.04	2.39
· Libor-OIS 스프레드(유로존)	0.31	0.34	0.04	1.86
· Libor-OIS 스프레드(일본)	0.17	0.16	0.03	0.73
· Libor-OIS 스프레드(영국)	0.36	0.42	0.07	2.34
· TED 스프레드(3개월물)	0.48	0.50	0.13	3.14
[주가지수(증감율)]				
· S&P500	0.52	3.92	-20.40	11.95
· Nikkei225	0.42	5.30	-25.10	12.92
· FTSE100	0.47	3.72	-18.15	8.88
· DAX	0.89	5.04	-19.37	13.86
[투자자 위험선호도]				
· VIX	20.74	9.09	10.42	59.89
· Carry-to-risk(엔/미달러)	0.20	0.23	-0.00	0.71
· Carry-to-risk(엔/호주달러)	0.42	0.20	0.09	0.90
· EMBI 스프레드	331.14	123.39	160.18	703.43
[은행대출행태]				
· 미국 대출태도(대기업)	3.32	25.67	-24.1	83.6
· 미국 대출태도(중소기업)	6.12	23.70	-24.1	74.5
· 유로존 대출태도(대기업)	16.88	22.14	-18	68
· 유로존 대출태도(중소기업)	13.32	18.68	-14	63
· 일본 대출태도(대기업)	7.56	4.36	-2	17
· 일본 대출태도(중소기업)	12.93	7.21	-1	30

자료: FRB, ECB, Bank of Japan, Bloomberg, Datastream

<그림 II-8> 가격지수 추정관련 주요 변수 추이
(OIS 스프레드) (주가 변동률¹⁾)



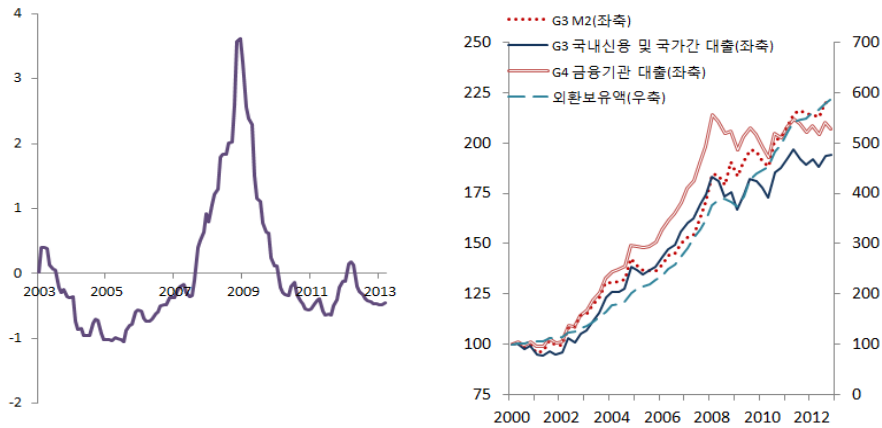
주 : 1) 일별 주가변동률의 월평균치
2) 은행의 대출담당자중 대기업 대출을 줄이겠다고 응답한 비율(%)
자료: FRB, ECB, Bloomberg, Datastream

아래의 <그림 II-9>에 제시된 바와 같이 추정된 가격지수를 보면 양적 지표에 비해 선제적으로 유동성이 변화하는 모습을 보이고 있다. 2004년 이후 낮은 수준을 유지하던 가격지수(클수록 '긴축'을 의미)는 2007년 중반부터 급격히 상승하기 시작하여 2008년말에 정점에 도달하였다. 그러나 미국의 1차 양적완화가 시작되면서 급격히 하락하여 2010년 이후에는 대체로 금융위기 이전과 비슷한 수준을 보였다. 반면 양적

지표의 경우에는 대체로 2008년 2분기부터 유동성이 감소하기 시작하여 2009년 1분기에 저점에 도달한 후 증가세가 크게 둔화된 모습을 보여준다. 이는 가격 지표를 통해 드러난 시장참가자들의 인지된 위험이 실제 금융기관의 대차대조표(양적 지표)를 통해 드러나는데 소요되는 시차를 반영하는 것으로 풀이된다. 또한 1차 양적완화에 대한 가격지수와 양적 지표의 상반된 반응은 양적완화정책의 효과가 향후 통화정책에 대한 시그널링 효과에 크게 의존한다는 Woodford(2012)의 견해와도 부합한다.

한편 글로벌 금융위기이후 가격지수는 유로지역 재정위기로 2012년 초반까지 일시 상승하기도 하였으나 ECB의 국채매입 프로그램(OMT) 도입 등으로 국제금융시장이 안정되면서 최근까지 재차 하락하여 이전 수준을 회복하는 모습을 보이고 있다. 반면 양적 지표들의 경우 미국의 2차 양적완화기간중 일시 큰 폭으로 상승하기도 하였으나 유로지역 재정위기로 다시 감소세로 반전되면서 금융위기 이후 전체적으로는 소폭 증가하거나 정체된 모습을 보여준다.

<그림 II-9> 글로벌 유동성 가격지수와 양적 지표 비교
(가격지수) (양적 지표¹⁾)



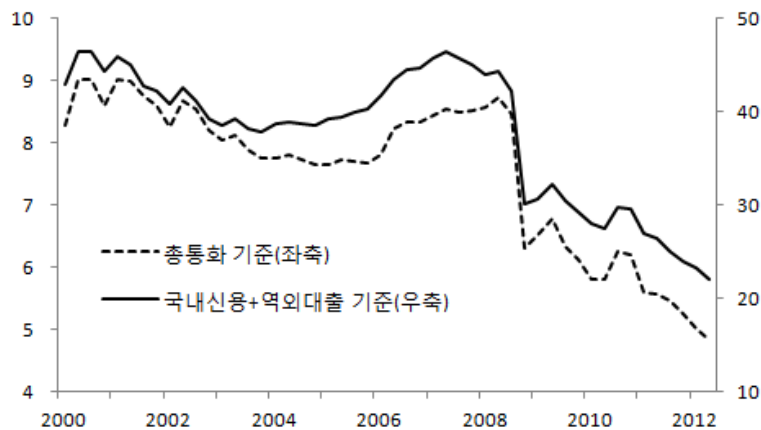
주: 1) 2000년 1분기 = 100

마. 소결

위에서 살펴 본 주요 지표에 의한 글로벌 유동성 측정 결과를 요약해 보면 주요 선진국의 양적완화 정책에 따른 본원통화의 공급으로 공적 유동성이 크게 증가하였으며 가격 지표들은 금융위기 이전 수준으로 빠르게 회귀하였다는 것을 알 수 있다.

그러나 국제자본이동을 통해 신흥국 경제에 큰 영향을 미치는 주요 선진국들의 총통화, 국내신용 및 국가간 대출 등은 소폭 증가에 그친 것으로 분석된다. 그 결과 공적 유동성(G3 본원통화 합)과 글로벌 유동성(G3의 총통화 및 국내신용 및 국가간 대출 합)의 비율인 신용승수(글로벌 유동성/공적 유동성)는 최근까지 가파른 하락세를 보이고 있다. 즉 총통화기준 신용승수는 2000년 4분기 8.6에서 2008년 3분기에는 4.9를 기록하였고 ‘국내신용 및 국가간 대출’ 기준 신용승수는 2000년 4분기 44.3, 2008년 2분기에는 44.0, 2012년 2분기에는 22.0로 하락하였다.

<그림 II-10> 신용승수 추이



자료: 각국 중앙은행 및 BIS

이는 아직까지 국제금융시장의 불확실성이 상존하는 데다 글로벌 경제의 회복세가 미약함에 따라 글로벌 차원의 통화의 유통속도가 크지 않은데 주로 기인하는 것으로 판단된다.

III. 신흥국 자본유입 특징

1. 분석자료

2. 금융위기이후 신흥국 자본유입 특징

III. 신흥국 자본유입 특징

1. 분석자료

글로벌 금융위기전후 신흥국으로의 자본유입을 분석하기 위해 본 절에서는 IMF 국제수지통계(Balance of Payment Statistics: BOPS)를 바탕으로 2005년 1분기부터 2012년 4분기까지 총 66개국의 비거주자에 의한 자본유입을 분석하였다.⁹⁾ <표 III-1>에서와 같이 표본대상 66개국은 선진국 24개국, 신흥국 42개국으로 구성되었다. 선진국과 신흥국간 구분은 IMF WEO(World Economic Outlook)을 따르되 한국, 대만, 슬로베니아, 슬로바키아, 체코, 이스라엘은 금융시장 관행에 따라 신흥국으로 분류하였다. 본 절에서 고려하고 있는 42개 신흥국은 전체 신흥국 GDP의 82%를 차지하고 있다.

한편 자본유입액은 비거주자에 의한 직접투자(FDI), 포트폴리오 투자(주식 및 채권), 기타차입으로 구성된다. 특히 Forbes and Warnock(2012)을 따라, 거주자에 의한 유출액을 차감한 순유입액(net inflows)대신 비거주자에 의한 총유입액(gross inflows)을 분석대상으로 하였다.¹⁰⁾

9) 시계열이 짧은 중국과 인도, 그리고 IMF BOPS에 데이터가 없는 대만의 경우 해당국 중앙은행 자료로 보완하였다.

10) 이는 신흥국의 대외투자 규모가 크지 않은데다 글로벌 유동성 증가에 따른 신흥국으로의 자본유입에 본 연구의 초점이 있기 때문이다.

<표 III-1> 분석대상국가의 소득별, 지역별 구분

소득	지역	대상국가
선진국 (24)	선진유럽(18)	오스트리아, 벨기에, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 아일랜드, 이태리, 룩셈부르크, 네덜란드, 노르웨이, 포르투갈, 스페인, 스웨덴, 스위스, 영국
	북미(2)	미국, 캐나다
	선진아시아(2)	일본, 홍콩
	오세아니아(2)	호주, 뉴질랜드
신흥국 (42)	신흥아시아(10)	방글라데시, 캄보디아, 중국, 인도, 인도네시아, 한국, 필리핀, 대만, 태국, 베트남
	신흥유럽(15)	아르메니아, 벨라루스, 불가리아, 크로아티아, 체코, 에스토니아, 헝가리, 라트비아, 리투아니아, 폴란드, 루마니아, 러시아, 슬로베니아, 슬로바키아, 우크라이나
	남미(12)	아르헨티나, 브라질, 칠레, 콜롬비아, 코스타리카, 엘살바도르, 과테말라, 멕시코, 파나마, 파라과이, 우르과이, 베네수엘라
	중동 및 아프리카(5)	이스라엘, 요르단, 파키스탄, 남아공화국, 터키

<그림 III-1> 분석대상국가



2. 금융위기이후 신흥국 자본유입 특징

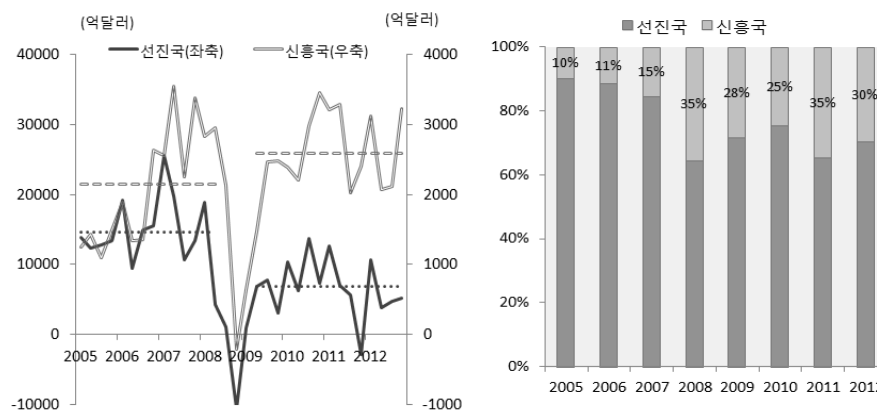
금융위기이후 신흥국으로의 자본유입은 규모별, 유형별, 지역별로 분석되었으며 아래의 세 가지 특징으로 요약할 수 있다.

- i) 전세계 자본유입액에서 신흥국 비중 확대
- ii) 차입 감소 및 채권투자 급증
- iii) 남미 큰 폭 유입, 신흥 아시아 증가, 신흥유럽 급감

가. 신흥국 비중 확대

글로벌 금융위기이후 선진국으로의 자본유입은 큰 폭으로 감소하였으나 신흥국으로의 자본유입은 금융위기 이전 수준을 소폭 상회하였다.

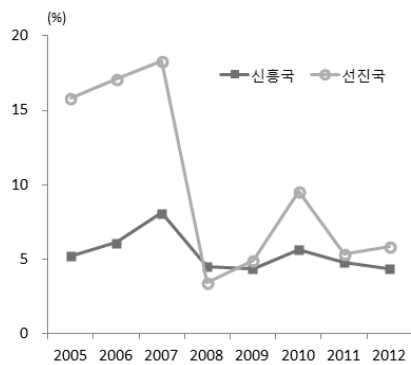
<그림 III-2> 선진국 및 신흥국으로의 자본유입액 및 비중



자료: IMF, 중국인민은행, 인도중앙은행, 대만중앙은행

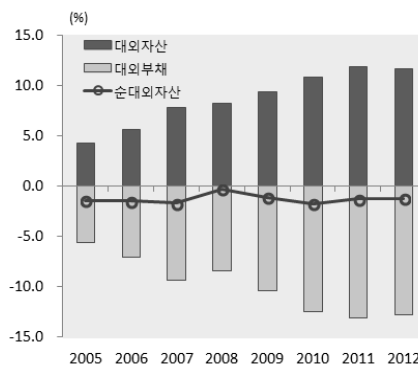
선진국으로의 자본유입액은 금융위기 이전인 2005년 1분기부터 2008년 2분기동안 분기평균 1조 4,581억달러에서 금융위기 이후인 2009년 2분기부터 2012년말까지 6,816억달러로 급감하였다. 반면, 신흥국으로의 자본유입액은 금융위기 이전 2,144억달러에서 이후에는 2,595억달러로 증가하였다. 이에 따라 전세계 자본유입액에서 신흥국이 차지하는 비중은 금융위기이후 확대되고 있다. 2005년중 10%에 불과하던 신흥국 비중은 2012년 기준 30%로 늘어났다. 반면 신흥국의 경제규모대비 자본유입액은 금융위기이전(2005~2007년) 평균 6.5%에서 금융위기이후(2009~2012년) 평균 4.8%로 오히려 감소하였다.

<그림 III-3> GDP대비 자본유입액



자료: IMF, 중국인민은행, 인도중앙은행, 대만중앙은행

<그림 III-4> 신흥국 순대외자산



자료: IMF, 중국인민은행, 인도중앙은행, 대만중앙은행

이러한 자본유입의 결과 신흥국의 대외채무(external debt)는 2008년 말 8.5조달러에서 2012년말 12.8조달러로 52% 증가하였으며 순대외채무는 2008년말 0.3조달러에서 1.2조달러로 네 배나 늘어났다.

나. 차입 감소 및 채권투자 급증

신흥국 자본유입을 형태별로 보면 은행을 중심으로 한 차입이 감소한 가운데 채권 및 주식투자 자금유입이 큰 폭으로 늘어나 이를 상쇄하였다. 금융위기이전에는 채권 및 주식투자자금 유입액에 비해 차입금 유입 비중이 훨씬 컸으나 글로벌 금융위기중 차입금이 가장 큰 폭으로 유출되어 위기이후에는 이전 유입액의 80% 수준에 불과했다. 반면 채권투자는 금융위기이전에 비해 두 배 이상 늘어나 유입규모가 차입 및 주식투자자금을 크게 상회하였고 주식투자자금 유입 또한 위기이전대비 약 20% 늘어났다. 직접투자는 자금의 속성상 금융위기 기간중에도 순유입되었으며 위기이후에도 이전에 비해 유입규모가 소폭 늘어났다.

<표 III-2> 유형별 신흥국 자본유입

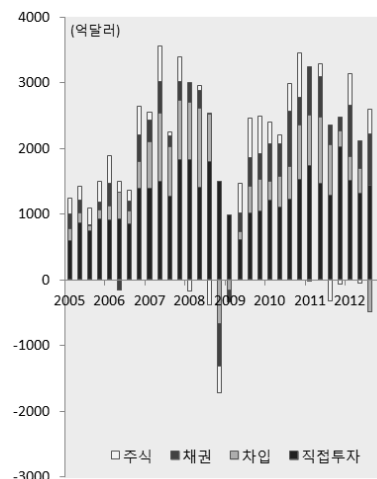
(단위: 억달러, 분기평균)

	직접 투자	차입	채권 투자	주식 투자
위기 이전(A) ¹⁾	1,173	517	223	230
금융위기 ²⁾	1,502	-668	-653	-400
위기 이후(B) ³⁾	1,358	418	540	280
B/A (%)	116	81	242	122

주 : 1) 2005.1Q-2008.3Q(A)
 2) 2008.4Q
 3) 2009.2Q-2012.4Q(A)

자료: IMF, 중국인민은행, 인도중앙은행, 대만중앙은행

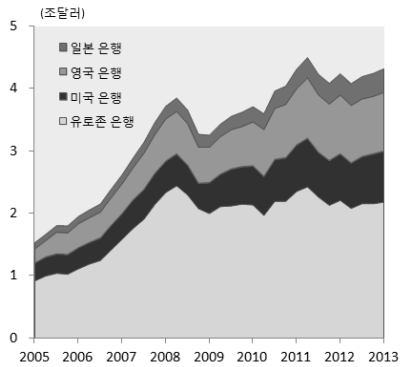
<그림 III-5> 유형별 신흥국 자본유입 추이



자료: IMF, 중국인민은행, 인도중앙은행, 대만중앙은행

신홍국 유입자본의 원천국(source country)을 살펴보면 유로지역 재정위기를 거치면서 유럽계 금융기관들의 신홍국에 대한 대출이 큰 폭으로 줄어든 반면 미국의 양적완화로 북미지역으로부터의 포트폴리오 투자규모가 큰 폭으로 늘어난 것으로 보인다. 우선 BIS 은행통계(consolidated banking statistics)에 따르면 금융위기 직전인 2008년 2분기말 유럽계 은행들의 신홍국 대출잔액은 2.5조달러로 G4 은행들의 對 신홍국 대출잔액의 64% 수준이었으나 2009년 1분기에는 2조달러로 급감하여 G4 전체 신홍국 대출잔액 감소의 75%를 차지하였다. 유럽 금융위기 발생이전인 2011년 2분기까지 일시 늘어났던 유럽계 은행들의 신홍국 대출은 이후 다시 감소하기 시작하여 2012년말 현재 2.2조달러로 미국, 일본 및 영국계 은행들의 신홍국 대출잔액이 금융위기 이전 수준을 상회하고 있는 것과 대조적이다. 한편 IMF CPIS(Coordinated Portfolio Investment Survey)에 따르면 선진국들의 신홍국 주식 및 채권 투자잔액이 2008년말 3.7조달러에서 2011년말 5.9조달러로 늘어난 가운데 북미지역과 일본 등 선진아시아 지역의 대신홍국 투자잔액은 두 배 가까이 늘어났다.

<그림 III-6> 선진국 은행들의 신흥국 익스포져



자료: BIS

<표 III-3> 선진국의 신흥국 포트폴리오 투자잔액

(단위: 조달러)

	2008(A)	2011(B)
선진아시아	0.8	1.5
선진유럽	1.4	1.9
북미지역	1.1	2.2
기 타	0.3	0.4
합 계	3.7	5.9

자료: IMF CPIS

한편 자본의 유입형태별 변동성을 살펴보면 금융위기이후 주식투자 자금 및 차입금의 변동성은 커진 반면 직접투자 및 채권투자의 경우 위기이후에 오히려 줄어들었다. <표 III-4>에서 보듯 유입형태별 변이계수를 보면 금융위기이전 차입 및 주식투자는 각각 0.74 및 0.79에서 0.85 및 1.04로 늘어난 반면 채권투자는 0.73에서 0.39로 크게 줄어들었다.

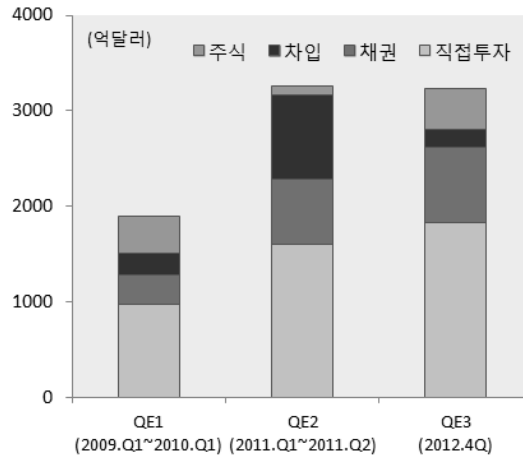
<표 III-4> 형태별 자본유입 변동성

	직접투자	차입	채권투자	주식투자
2005.1Q-2008.2Q	0.34	0.74	0.73	0.79
2009.2Q-2012.4Q	0.26	0.85	0.39	1.04

주: 해당기간중 표준편차/평균

또한 미국의 세 차례 양적완화 시기별로 보면 직접투자 및 채권투자 자금은 꾸준히 늘어난 반면 차입 및 주식 투자자금은 시기별로 크게 상이한 모습을 보여주고 있다.

<그림 III-7> 미국 양적완화 시기별 자금유입형태



자료: IMF, 중국인민은행, 인도중앙은행, 대만중앙은행

다. 남미 큰 폭 유입, 신흥아시아 증가, 신흥유럽 급감

글로벌 금융위기이후 중국 등 신흥아시아가 전체 신흥국 자본유입액의 대부분을 차지하는 가운데 남미지역으로의 자본유입이 급증한 반면 신흥유럽지역은 유입액이 급감하였다. 우선 신흥아시아 지역은 금융위기 기간중 큰 폭의 자금유출이 있었으나 위기이후 직접투자를 중심으로 이전 수준을 상회하는 자금이 유입되었다. 전체 신흥국 자본유입중 신흥아시아의 비중은 금융위기전 42%에서 위기 이후 51%로 증가하였다. 다만 역내 유입액의 절반 이상을 차지하는 중국을 제외하면 금융위기이후 유입액 증가율은 16% 수준으로 높지 않았다.

한편 남미 지역은 금융위기 기간중에도 신흥아시아 지역에 비해 비거주자에 의한 자본유출규모가 크지 않았던 데다 금융위기이후 유입규모는 그 이전에 비해 두 배 이상 증가하였다. 특히 차입 및 채권투자자

금이 큰 폭으로 늘어남에 따라 통화의 평가절상 및 경상수지 적자 등의 문제가 발생하자 브라질, 페루 등 일부 국가에서는 외환시장에 적극 개입하는 한편 자본유입 규제수단을 도입한 바 있다.

반면 신흥유럽 국가들은 리먼 사태가 발생한 2008년 3~4분기에도 비거주자에 의해 자본이 순유입되었으나 이후 유럽 재정위기가 확산되면서 자본유입 규모가 금융위기 이전의 60% 수준으로 감소하였다. 주로 유럽계 금융기관을 통한 대외차입이 금융위기전에 비해 약 10% 수준으로 급감하였는데 BIS 통계에 따르면 신흥유럽지역에 대한 유로지역 은행들의 대출잔액은 2008년 2분기 1조 2,345억달러로 정점에 도달한 후 2012년말 1조 672억달러로 감소하였다. 또한 미국의 2차 양적완화 기간인 2011년 상반기중 여타 지역의 경우 큰 폭의 자본유입을 경험하였으나 신흥유럽지역만이 자본유입액이 크게 늘지 않았다.

<표 III-5> 지역별, 형태별 자본유입

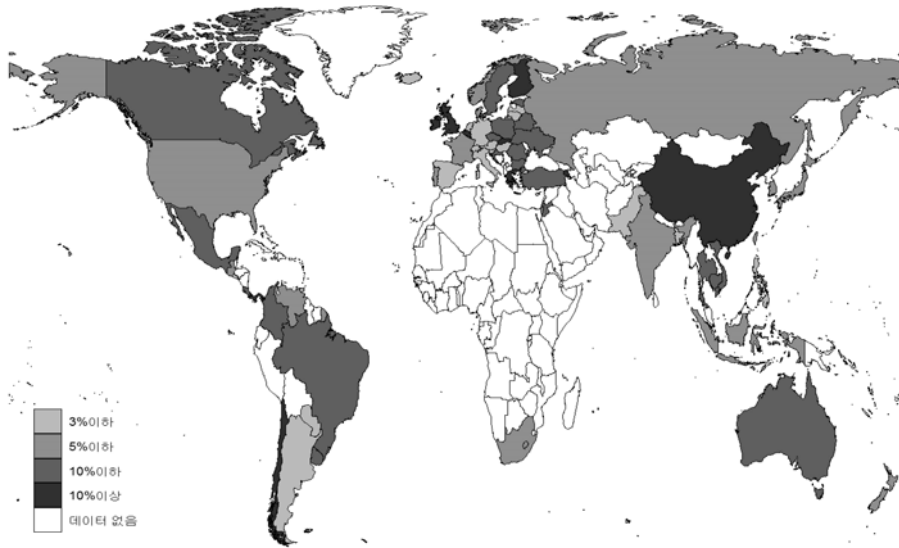
(단위: 분기평균, 억달러)

지역	05.1Q-08.2Q (A)		09.2Q-12.4Q (B)		B/A(%)
신흥아시아	910	[42]	1,313	[51]	144
직접투자	476	(52)	759	(58)	160
기타차입	204	(22)	227	(17)	111
채권투자	102	(11)	144	(11)	141
주식투자	128	(14)	182	(14)	142
신흥유럽	656	[31]	393	[15]	60
직접투자	375	(57)	209	(53)	56
기타차입	217	(33)	49	(13)	23
채권투자	46	(7)	127	(32)	275
주식투자	17	(3)	8	(2)	46
남미	337	[16]	706	[27]	209
직접투자	221	(66)	322	(46)	146
기타차입	22	(6)	111	(16)	513
채권투자	53	(16)	198	(28)	373
주식투자	41	(12)	75	(11)	182
중동 등 기타지역	241	[11]	184	[7]	76
직접투자	102	(42)	68	(37)	67
기타차입	74	(31)	30	(16)	41
채권투자	22	(9)	71	(39)	49
주식투자	43	(18)	15	(8)	34

주 : []내는 신흥국내 비중(%), ()내는 해당지역내 비중(%)

자료: IMF, 중국인민은행, 인도중앙은행, 대만중앙은행

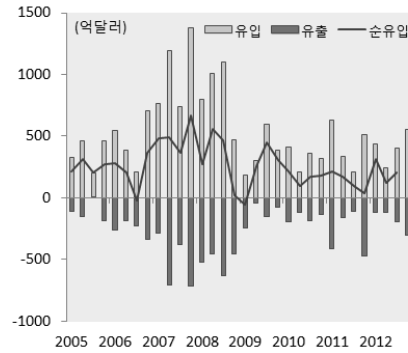
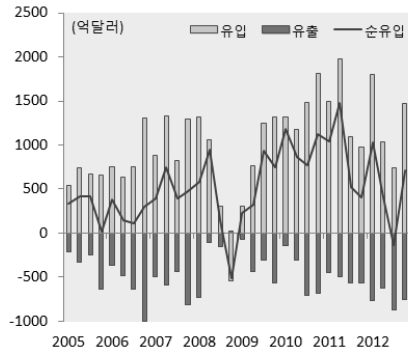
<그림 III-8> 국가별 자본유입규모



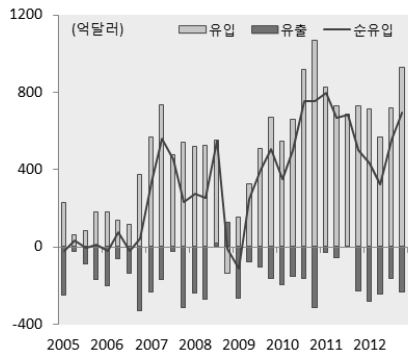
주 : (2009년 2분기~2012년 4분기까지의 전체 자본유입액)/(2012년 GDP)
 자료: IMF, 중국인민은행, 인도중앙은행, 대만중앙은행

한편 거주자의 해외투자에 의한 자본유출을 감안한 지역별 자본순유입 역시 자본유입총액과 유사한 행태를 보였다. 남미의 경우 유출규모에 비해 유입액이 매우 큰 상황으로 남미에 순유입된 자금은 금융위기이전 매분기 157억달러에서 위기이후 545억달러로 세 배이상 급증하였다. 반면 신흥아시아 지역도 순유입액이 80%이상 늘어난 반면 신흥유럽은 약 40% 감소한 것으로 나타났다.

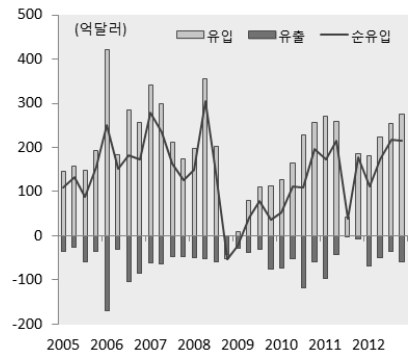
<그림 III-9> 신흥지역별 자본순유출입
(신흥아시아) (신흥유럽)



(남 미)



(중동 및 아프리카)



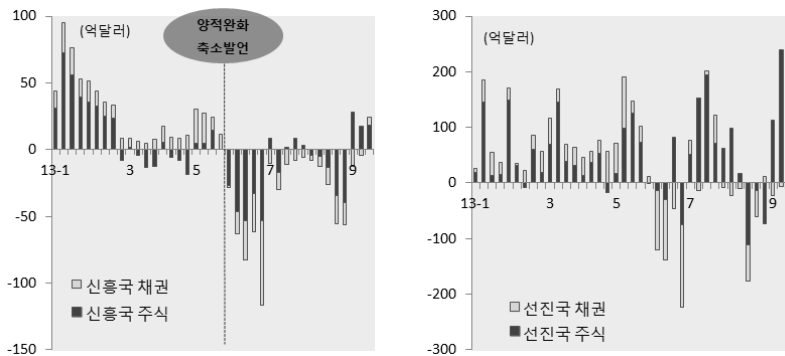
주 : 유출 역시 유입과 마찬가지로 직접투자, 주식 및 채권투자, 은행대출의 합으로 정의. 순유입은 유입과 유출의 차이
자료: IMF, 중국인민은행, 인도중앙은행, 대만중앙은행

<참 고>

최근 신흥국 금융불안

EPFR(Emerging Portfolio Fund Research)의 펀드자금 데이터를 보면 금년 3월부터 둔화되기 시작한 신흥국 자금유입이 5.22일 Bernanke 미 연준의장의 자산매입 규모감축(tapering) 발언 이후 글로벌 유동성 감소 우려가 확산되면서 순유출로 급격히 반전되었다. 이에 따라 8월 이후 양적완화 축소시기가 임박했다는 기대감이 확산되면서 브라질, 인도, 인도네시아 등 그동안 경상수지 적자를 외국자본으로 충당하면서 대외자금에 대한 의존도가 높아진 일부 취약국들이 급격한 자본유출에 따른 통화가치 하락을 경험하였다.

<참고그림 1> 2013년 1~9월 중 펀드자금유입 추이 (신흥국) (선진국)

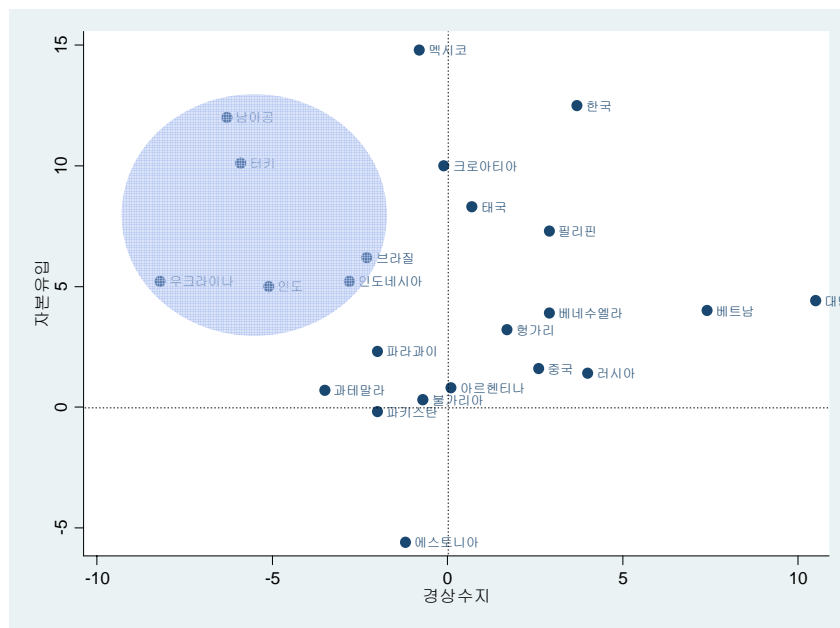


자료: EPFR

이러한 신흥국 금융불안은 9월 이후 미 연준의 양적완화 축소가 당초 예상보다 늦춰져 신흥국으로 자금이 다시 환류되면서 일시 안정화되었다.

반면 선진국으로의 펀드유입자금은 국제금융시장의 이벤트에 따라 일부 유출되기도 하였으나 신흥국과 달리 대체로 금년중 큰 폭의 유입세를 나타내었다.

<참고그림 2> 주요 신흥국 경상수지¹⁾ 및 자본유입²⁾



주 : 1) 2012년기준 GDP대비 경상수지(%)
 2) 2009~2012년동안 포트폴리오자금 유입규모(2012년 GDP대비, %)
 자료: IMF, 중국인민은행, 인도중앙은행, 대만중앙은행

IV. 신흥국 자본유입 결정요인 분석

1. 분석자료
2. 추정방법 및 결과

IV. 신흥국 자본유입 결정요인 분석

본 장에서는 신흥국으로의 주식, 채권 및 은행차입자금 유입의 결정요인에 대한 패널 분석을 실시하여 글로벌 유동성중 양적 지표와 가격 지표가 형태별 자본유입에 미치는 영향을 밝히고자 한다. 이런 점에서 본 연구는 글로벌 금융위기이후 주요국의 완화적인 통화정책으로 늘어난 글로벌 유동성이 신흥국으로의 자본유입을 촉발시켰는가에 관한 기존 선행연구들과 관련성이 있다.

<표 IV-1>에서 보는 바와 같이 대체로 많은 선행연구들은 글로벌 유동성을 주로 글로벌 투자자들의 위험선호라는 관점에서 접근하며 일반적으로 TED 스프레드 등과 같은 시장 금리와 VIX와 같은 변동성으로 측정하였다. 최근 연구중에서는 Fratzscher(2012), Forbes, Fratzscher and Straub(2013) 및 Gauvin, McLoughlin and Reinhardt(2013) 등이 대표적이다. Fratzscher(2012)는 週별 주식 및 채권펀드자료를 이용하여 신흥국으로의 자본유입에 대해 글로벌 요인과 개별국 요인의 중요성을 분석한 결과 글로벌 금융위기 기간중에는 글로벌 요인이, 금융위기이후에는 개별국 요인이 자본유입에 중요한 역할을 한다는 점을 밝힌 바 있다. Forbes, Fratzscher and Straub(2013) 또한 週별 주식 및 채권펀드자료를 이용하여 자본유출입조절수단(capital flow management)의 유효성을 분석하였으며 거시건전성정책 등 일부 수단을 제외하면 대부분의 수단들이 의도한 정책효과를 달성하지 못한다고 보고하였다. Gauvin, McLoughlin and Reinhardt(2013)는 미국의 정책불확실성 증가가 신흥국 자본유입에 부정적인 영향을 미치며 글로벌 금융위기이후 이러한 효과가 증폭되었다는 점을 밝히고 있다. 한편 Bruno and Shin(2013)은 국가간 은행차입자금의 결정요인에 대한 실증 분석에서 VIX를 이용하여 글로벌 위험정도를 통제하고 있다.

반면 Forbes and Warnock(2012) 및 윤경수·김지현(2012)은 글로벌 유동성을 양적 지표의 관점에서 접근하고 있다. 우선 Forbes and Warnock(2012)은 글로벌 유동성의 대용변수로 G4 통화량의 전년대비 증감률을 이용하였으며 기존 연구들과 달리 순유입액이 아닌 총유입액에 대한 분석을 통해 글로벌 요인이 중요하며 성장률을 제외한 개별국 요인은 대체로 유의하지 않음을 밝히고 있다. 윤경수·김지현(2012)은 글로벌 유동성을 BIS의 '선진국 국내신용 및 국가간 대출' 으로 설정하고 전년대비 증감률 및 순환변동치로 측정하였다. 그 결과 순환변동치로 측정된 유동성 과잉상태 여부가 신흥국 자본유입에 유의하다는 점을 밝히고 있다.

<표 IV-1> 주요 선행연구에서 사용된 글로벌 유동성 지표

Fratzcher(2012)	TED 스프레드 및 VIX
Forbes, Fratzscher and Straub(2013)	TED 스프레드 및 VIX
Gauvin, McLoughlin and Reinhardt(2013)	TED 스프레드 및 VIX
Forbes and Warnock(2012)	G4의 통화량(M2) 전년대비 증감률 및 VIX
Bruno and Shin(2012)	VIX
윤경수·김지현(2012)	선진국 국내신용 및 국가간 대출 및 VIX

이러한 선행연구와 달리 본 연구에서는 글로벌 유동성 양적 지표와 함께 2장에서 도출한 종합적인 가격 지수를 패널분석에 반영하여 신흥국 자본유입과 관련하여 각 지표들의 유효성에 대한 검증을 시도하였다.

1. 분석자료

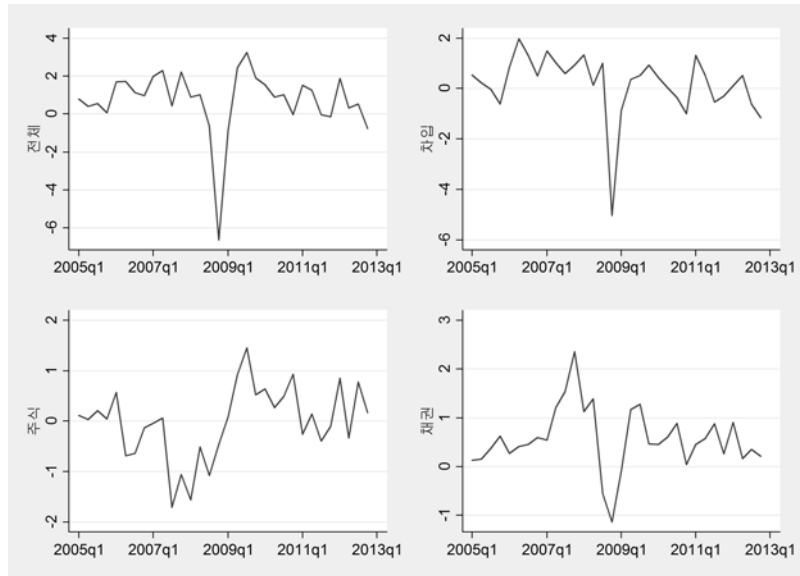
본 장에서의 분석대상 국가는 앞 장에서 소개된 신흥국중 대표성이 크고 주요 거시경제지표의 시계열 확보가 용이한 다음의 25개국으로 구성되어 있다.

<표 IV-2> 분석 대상국가

신흥아시아(6)	한국, 중국, 인도, 인도네시아, 필리핀, 태국
신흥유럽(10)	불가리아, 크로아티아, 체코, 헝가리, 라트비아, 리투아니아, 폴란드, 루마니아, 러시아, 슬로베니아
남미(6)	아르헨티나, 브라질, 칠레, 콜롬비아, 멕시코, 베네수엘라
중동 및 아프리카(3)	이스라엘, 남아프리카공화국, 터키

패널모형은 글로벌 요인과 개별국 요인을 설명변수로 하여 2005년 1분기부터 2012년 4분기까지 각국의 GDP대비 자본유입 결정모형을 설정하였다. 또한 자본유입행태중 실물부문과의 연관성이 크고 상대적으로 안정적인 직접투자를 제외한 주식 및 채권투자과 차입금만을 분석대상으로 하였다. <그림 IV-1>은 전체 25개국중 하나인 한국의 GDP대비 자본유입액 추이를 보여주고 있다.

<그림 IV-1> 한국의 GDP대비 자본유입액 추이



주 : 전체는 차입, 주식 및 채권의 합계임
 자료: IMF

한편 설명변수중 글로벌 요인은 2장에서 논의한 글로벌 유동성 양적 지표 및 가격 지수와 함께 미국의 거시충격지수를 포함한다. 2장에서 논의한 바와 같이 양적 지표간 상관관계가 매우 크기 때문에 실제 어느 지표를 사용하더라도 추정결과에 유의미한 차이를 발생시키지는 않을 것으로 보이며 본 고에서는 BIS 기준의 '선진국 국내신용 및 국가간 대출'을 주요 지표로 사용하여 전년동기대비 증감률과 순환변동치에 의한 분석을 각각 실시하였다. 미국의 거시충격지수는 씨티그룹(Citigroup)에 의해 발표되고 있는 Citigroup Economic Surprise Index를 이용하였다. 이 지표는 주요 거시경제 데이터에 대한 시장 예상치와 실제치간의 차이를 지수화한 것으로 실제치가 시장 예상을 상회하면 양(+)의 값을 갖게 된다. 또한 동 지수는 직전 3개월 단위(rolling window)로 시장 충격치를 가중 평균하며 이때 가중치는 외환시장에 대한 영향력을 기준으로 결정된다.

개별국 요인에는 선행연구에서와 같이 선진국대비 성장률 및 이자율 격차, 실질실효환율 상승률, 국내신용, 자본통제, 국가위험도, 외환보유액 및 환율변동성이 포함된다. 우선 성장률 격차는 신흥국의 분기별 성장률과 IMF WEO에서 발표한 선진국의 성장률과의 차이를 사용하였다. 이자율 격차는 각국의 은행간 시장 이자율(3개월)¹¹⁾과 미 재무부 Treasury Bill(3개월) 이자율간의 차이를 나타낸다. 실질환율 상승률은 BIS가 발표하는 실질실효환율 지수(REER broad index)를 이용하여 직전분기의 상승률이 자본유입에 미치는 영향을 평가한다.

한편 신흥국의 금융시장 성숙도를 반영하기 위해 세계은행 Global Financial Development 데이터베이스가 제공하는 경제규모대비 은행부문에 의한 국내신용공여 데이터를 이용하였다. 신흥국의 제도적 자본통제수준과 관련하여서는 국제자본이동에 관한 실증연구문헌에서 가장 일반적으로 활용되는 Chinn-Ito 지수를 사용하였다. Chinn-Ito 지수는 IMF의 AREAER(Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions)의 데이터를 바탕으로 경상 및 자본거래 제약 여부에 대한 주성분 분석을 통해 도출되며 값이 클수록 국경간 자본거래가 제도적으로 자유롭다고 해석된다. 또한 Schindler(2009)가 보여주는 바와 같이 Chinn-Ito 지수는 제도적 자본통제를 평가하는 여타 지수들과의 상관관계가 매우 높다.¹²⁾ 환율제도의 유연성에 대한 대리변수로는 환율변동성이 설명변수에 포함되었다.

또한 신흥국의 정치경제적 위험도를 반영하기 위해 EIU(Economist Intelligence Unit)의 overall risk rating score를 이용하였다. 동 수치는 정치, 경제정책, 경제구조 및 유동성 위험을 가중평균하여 0에서 100사이의 값을 갖도록 산출되며 수치가 클수록 국가위험도가 높음을 의미한다.

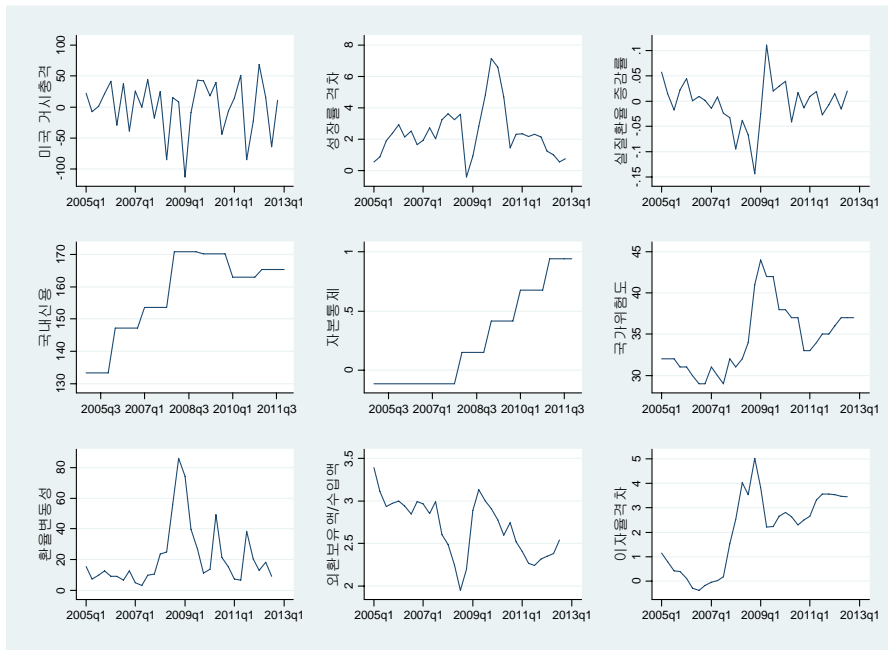
11) 다만, 자료제약으로 터키의 경우 익일물 은행간 시장 차입금리를 이용하였다.

12) 반면, 특정 거래에 대한 기존의 제도적 제약이 이전에 비해 강화되거나 약화될 경우 이를 체계적으로 반영하기 어렵다는 점은 한계로 지적된다.

이와 함께 신흥국의 대외지급결제 여력을 반영하기 위해 수입액(분기) 대비 외환보유액을 설명변수에 추가하였다.

아래의 <그림 IV-2>는 패널분석에 사용된 설명변수중 글로벌 유동성을 제외한 미국 거시충격과 개별국 요인중 한국 사례에 관한 시계열을 보여주고 있다. 또한 <표 IV-3>는 패널분석에 사용된 변수들에 대한 요약 통계를 제시하고 있다.

<그림 IV-2> 미국의 거시충격지수 및 개별국 요인(한국)



자료: IMF, Datastream, BIS

<표 IV-3> 패널분석 변수 요약통계

변수명	평균	표준편차	최소값	최대값
[피설명변수]				
· 차 입	0.4116	1.43	-5.3002	10.4070
· 주 식	0.1038	0.38	-6.6344	4.2868
· 채 권	0.3074	0.96	-3.7502	9.2059
· 전 체(=차입+주식+채권)	0.8228	1.62	-6.6344	10.5082
[설명변수: 글로벌 요인]				
· 유동성: 양적 지표(증감률)	5.2346	5.76	-9.0465	14.5073
· 유동성: 양적 지표(순환변동치)	0.0023	0.03	-0.0603	0.0947
· 유동성: 가격지수	0.1234	1.06	-1.0188	3.2617
· 미국 거시충격지수	0.6935	42.60	-112.6	68.5
[설명변수: 개별국 요인]				
· 성장률 격차	2.8572	3.84	-15.1787	18.4329
· 실질환율 증감률	0.0053	0.05	-0.4720	0.1827
· 국내신용	72.3570	41.74	10.5135	201.5771
· 자본통제	0.6615	1.37	-1.8640	2.4390
· 국가위험도	43.6247	9.00	22	74
· 환율변동성	9.9488	43.80	0	841.992
· 외환보유액	2.4940	1.59	0.1038	10.6905
· 이자율 격차	0.0024	0.0322	-0.0603	0.0947

자료: IMF, Datastream, BIS

2. 추정방법 및 결과

앞 절에서 설명한 글로벌 요인과 개별국 요인을 바탕으로 25개국 신흥국 패널자료를 이용하여 고정효과방식으로 추정하되 국가별 이분산성(heteroskedasticity)¹³⁾을 감안하여 cluster robust standard error를 계산하였다. 개별국 요인에 관한 설명변수중 역인과관계(reverse causality)의 가능성이 있는 실질실효환율 증감률, 국내신용, 자본통제, 환율변동성 및 외환보유액은 전분기의 값을 이용하였다. 또한 전체 유입액과 함께 차입, 주식, 채권 등 자본유입형태별로 추정한 다음 이를 비교하였다.

2005년 1분기부터 2012년 4분기 기간을 대상으로 25개국 신흥국 패널자료를 이용한 고정모형효과 추정결과 <표 IV-4>에서와 같이 신흥국으로의 자본유입은 글로벌 요인과 개별국 요인이 모두 중요한 것으로 나타났다. 전체 자본유입의 경우 글로벌 유동성 양적 지표 및 가격지수, 미국 거시충격, 선진국대비 성장률 격차, 환율변동성, 이자율 격차가 통계적으로 유의미하게 나타났으며 부호가 예상과 일치했다. 또한 이러한 결과는 글로벌 유동성 양적 지표를 전년동기대비 증감률이나 순환변동치를 이용하는 경우에도 유사하게 나타났다. 다만 차입에 비해서 주식의 경우 개별국 거시경제여건보다는 개별국내 특정기업의 성과에 주로 좌우되는 만큼 실질환율 증감률을 제외하면 대부분의 개별국 요인들의 통계적 유의성이 없는 것으로 나타났다.

또한 유입자본형태에 관계없이 글로벌이 유동성이 늘어나면 신흥국으로의 자본유입액이 증가하나 유입형태별로 유의미한 글로벌 유동성 지표는 상이하게 나타났다. 우선 차입의 경우 글로벌 유동성 양적 지표와 선진국대비 성장률 격차가 1% 수준에서 유의미하게 나타났으나 글로벌

13) 고정효과모형에 대한 이분산성 검정을 위한 Wald 테스트 결과 오차항들이 공분산성을 갖는다는 귀무가설이 기각되었다.

별 유동성 가격지수의 경우 유의미하지 않을 뿐만 아니라 부호도 반대로 추정되었다. 이와 달리 주식 및 채권자금은 양적 지표 및 성장률 격차가 유의미하지 않은 반면 오히려 가격지수가 1% 수준에서 유의미하게 나타났다. 또한 <표 IV-5>에서와 같이 강건성(robustness) 검정을 위해 2장에서 도출한 가격지수 대신 TED 스프레드를 사용한 경우에도 이러한 결과가 재확인되었다.

요약하자면 대차대조표 중심의 양적 지표가 은행간 차입자금 흐름에 대한 설명력이 높으나, 포트폴리오 자금흐름을 파악하는 데는 시장 금리 및 변동성과 같은 가격지수가 유용한 것으로 보인다. 이러한 결과는 포트폴리오 자금유입을 가격 지표들로 국한해 분석한 선행연구 결과들의 경우 은행차입을 포함한 신흥국으로의 전체 자본유입에 대한 연구로 확장하는 데 일정한 한계가 있을 수 있음을 시사한다.

<표 IV-4> 신흥국 자본유입 결정요인

	전 체		차 입	
[글로벌 요인]				
유동성: 양적 지표				
<증감률>	0.0314**		0.0315***	
<순환변동치>		0.0376*		0.0330*
유동성: 가격지수	-0.1363*	-0.1945**	0.0768	0.0228
미국 거시경제충격	0.0023**	0.0026**	0.0006	0.0008
[개별국 요인]				
성장률 격차	0.1256***	0.1256***	0.1320***	0.1327***
실질환율(-1)	0.4693	0.5034	-0.4696	-0.4061
국내신용(-1)	-0.0004	-0.0038	-0.0095	-0.0127*
자본통제(-1)	0.0340	0.0486	0.0552	-0.0417
국가위험도	-0.0877*	-0.0893*	-0.0866*	-0.0896*
환율변동성(-1)	0.0014**	0.0014**	0.0000	-0.0000
외환보유액(-1)	-0.1028	-0.1239	-0.1364	-0.1603
이자율 격차	0.1009**	0.0912**	0.0886**	0.0786*
상수항	3.9415*	4.5060**	4.2980**	4.9268**
R ²	0.27	0.27	0.35	0.35
	주 식		채 권	
[글로벌 요인]				
유동성: 양적 지표				
<증감률>	-0.0043		0.0042	
<순환변동치>		-0.0059		0.0105
유동성: 가격지수	-0.0632***	-0.0545***	-0.1499***	-0.1628***
미국 거시경제충격	0.0004	0.0004	0.0013*	0.0013
[개별국 요인]				
성장률 격차	-0.0006	-0.0006	-0.0058	-0.0061
실질환율(-1)	0.6074**	0.6068**	0.3315	0.3026
국내신용(-1)	-0.0006	-0.0001	0.0097***	0.0090***
자본통제(-1)	0.0173	0.0151	0.0719	0.0752
국가위험도	-0.0005	-0.0005	-0.0007	0.0008
환율변동성(-1)	0.0005	0.0005	0.0008**	0.0009***
외환보유액(-1)	-0.0118	-0.0093	0.0453	0.0457
이자율 격차	-0.0023	-0.0009	0.0146	0.0135
상수항	0.2218	0.1523	-0.5782	-0.5731
R ²	0.15	0.15	0.11	0.11

주: ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미

<표 IV-5> 신흥국 자본유입 결정요인: 강건성 검정

	전 체		차 입	
[글로벌 요인]				
유동성: 양적 지표				
<증감률>	0.0368 ^{***}		0.0290 ^{***}	
<순환변동치>		0.0571 ^{***}		0.0307 [*]
TED 스프레드	-0.0048 ^{***}	-0.0062 ^{***}	0.0138	0.0007
미국 거시경제충격	0.0024 ^{**}	0.0028 ^{**}	0.0004	0.0009
[개별국 요인]				
성장률 격차	0.1329 ^{***}	0.1316 ^{***}	0.1322 ^{***}	0.1317 ^{***}
실질환율(-1)	0.3324	0.3359	-0.4781	-0.3876
국내신용(-1)	-0.0017	-0.0066	-0.0092	-0.0124 [*]
자본통제(-1)	0.0373	0.0396	-0.0397	-0.0405
국가위험도	-0.0960 ^{**}	-0.0971 [*]	-0.0843 [*]	-0.0887 [*]
환율변동성(-1)	0.0013 ^{**}	-0.0011 [*]	0.0001	0.0000
외환보유액(-1)	-0.1671	-0.2068	-0.1169	-0.1507
이자율 격차	0.1077 ^{**}	0.0890 ^{**}	0.0939 ^{**}	0.0789 [*]
상수항	4.7377 [*]	5.5760 ^{***}	4.0451 [*]	4.8028 ^{**}
R ²	0.28	0.28	0.35	0.34
	주 식		채 권	
[글로벌 요인]				
유동성: 양적 지표				
<증감률>	-0.0020		0.0099	
<순환변동치>		-0.0007		0.0270
TED 스프레드	-0.0017 ^{***}	-0.0017 ^{***}	-0.0045 ^{***}	-0.0052 ^{***}
미국 거시경제충격	0.0005 [*]	0.0005	0.0014 [*]	0.0015 [*]
[개별국 요인]				
성장률 격차	0.0010	0.0010	-0.0004	-0.0010
실질환율(-1)	0.5790 ^{**}	0.5636 ^{**}	0.2316	0.1600
국내신용(-1)	-0.0010	-0.0009	0.0084 ^{***}	0.0067 [*]
자본통제(-1)	0.0117	0.0121	0.0653	0.0680
국가위험도	-0.0033	-0.0026	-0.0083	-0.0058
환율변동성(-1)	0.0005	0.0005	0.0007 ^{**}	0.0007 ^{**}
외환보유액(-1)	-0.0347	-0.0321	-0.0154	0.0239
이자율 격차	-0.0029	-0.0018	0.0166	0.0119
상수항	0.5108	0.4480	0.1817	0.3252
R ²	0.17	0.17	0.14	0.14

주: ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10 수준에서 통계적으로 유의미함을 의미

V. 요약 및 시사점

V. 요약 및 시사점

본 연구에서는 선진국의 양적완화 이후 글로벌 유동성이 늘어난 정도를 양적 지표와 가격 지표로 구분하여 측정해 보았다. 주요 선진국의 통화량, 국내신용 및 국가간 대출, 금융기관 부채규모 등을 이용한 양적 지표 시산 결과 글로벌 유동성은 위기 이전보다 소폭 증가에 그친 것으로 나타났다. 이는 선진국의 적극적인 본원통화 공급에도 불구하고 선진국 실물경제 회복 지연, 국제금융시장의 불확실성 상존, 위험자산에 대한 회피 성향 등으로 통화의 유통속도가 크게 늘어나지 못해 민간 유동성 확대가 제한적으로 이루어지고 있는 데 기인한다.

한편 가격 지표의 경우에는 선진국의 유동성 공급 등에 따른 시장심리의 안정 등으로 국제금융시장에서의 자금조달 용이성 면에서 2010년 이후 글로벌 유동성이 위기 이전 수준을 회복한 것으로 평가된다. 이는 선진국의 양적완화 정책이 가격 지표에 먼저 영향을 주는 반면 양적 지표는 상대적으로 더딘 반응을 보이는 현상을 반영한 것으로 풀이된다.

금융위기 이후 글로벌 유동성 증가에 따른 신흥국으로의 자금유입 특징을 분석해 보면 우선 전세계 자본유입에서 차지하는 신흥국 비중이 커진 가운데 차입은 이전보다 감소하고 채권투자가 급증한 특징을 보였다. 지역별로는 남미 및 아시아 지역의 자본유입이 상대적으로 컸다.

한편 글로벌 유동성과 자본이동간의 관계를 25개 신흥국 자료를 이용하여 실증분석한 결과에서는 글로벌 유동성(대외요인) 및 다양한 개별 국가요인(대내요인)이 신흥국의 형태별 자본유출입에 모두 영향을 주는 것으로 나타났다. 특히 대외요인중 가격 지표는 신흥국에 대한 주식 및 채권 등 포트폴리오 투자자금의 유출입과 유의한 관계를 갖는 것으로 나타난 반면, 양적 지표는 주로 은행부문의 차입과 관계가 큰 것으로 나타났다. 반면 경제성장률 등 개별 국가 요인은 포트폴리오 자금이동에

큰 영향을 주지 못하는 것으로 나타났다.

이러한 연구결과는 최근 미 연준의 자산매입 축소논의와 관련하여 중요한 시사점을 제공한다. 2013년 5월이후 미 연준의 양적완화 종료 논의가 본격화되면서 일부 신흥국에서 주식 및 채권자금을 중심으로 큰 폭의 유출이 발생한 것은 양적 지표로 본 글로벌 유동성에 큰 변화가 없는 가운데 가격 지표가 미리 반응한 데 따른 결과로 볼 수 있다. 반면, 우리나라는 취약국들에 비해 국내 경제여건이 상대적으로 양호함에 따라 대외 가격변수의 부정적 영향이 크지 않아 급격한 자본유출 및 변동성 확대가 나타나지 않은 것으로 보인다.

글로벌 유동성의 가격 지표는 포트폴리오 자금에, 양적 지표는 은행 차입금에 특히 유의한 영향을 주는 것으로 나타난 실증분석 결과에 비추어 볼 때 내년중 미 양적완화의 축소가 본격적으로 개시되면서 시장 금리에 큰 폭의 움직임이 재연될 경우 우리나라에서도 주식 및 채권투자자금을 중심으로 단기적인 자본유출 및 금융시장의 변동성 확대 가능성을 전혀 배제할 수 없을 것으로 보인다. 다만, 은행차입 자금은 그간 국내로의 안정적인 자본흐름 및 정책당국의 거시건전성 강화 노력, 선진국 경기회복에 따른 *releveraging* 전망 등을 감안할 때 큰 폭의 유출이 나타날 가능성은 크지 않은 것으로 판단된다.

따라서 향후 양적완화 축소에 따른 글로벌 유동성 축소에 대비하여 기본적으로 양호한 기초경제여건 및 대외신인도를 유지하여 단기적인 국제금융시장 불안에 대비할 필요가 있다. 향후 국제금리 상승으로 국내 금리에 대한 상승압력이 발생하여 국내 실물경제 및 가계부채 문제에 부정적 영향이 확대될 가능성에 선제적으로 대응해야 한다. 또한 자본유출이 현실화되는 경우 환율 변동성이 확대될 가능성에도 유의할 필요가 있을 것으로 보인다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 김명현, 2012, 『선진국의 금융완화정책이 신흥국에 파급되는 경로 및 영향 분석』, 한국은행 조사통계월보 2012년 10월호
- 김효진, 2013, 『신흥 취약 5개국 경제·금융상황에 대한 신평가 평가, Issue Analysis』, 국제금융센터, 2013.10.29
- 박하일·이대엽·정규일, 2012, 『자본자유화 이후 한국의 자본이동 행태』, BOK 이슈노트
- 안남기·최성락, 2013, 『리만사태 5주년: 평가 및 전망』, 국제금융센터
- 윤경수·김지현, 2012, 『글로벌 유동성이 신흥국으로의 자본이동에 미치는 영향 및 시사점』, BOK 경제리뷰 No.2012-7
- 한국은행, 2012, 『금융안정보고서』

<외국문헌>

- Abiad, A., Bluedorn, J., Guajardo, J., Topalova, P., 2012, The Rising Resilience of Emerging Market and Developing Economies, IMF working paper WP/12/300
- Agosin, M., Huaita, F., Overreaction in capital flows to emerging markets: Booms and sudden stops, *Journal of International Money and Finance* 31, pp.1140-1155
- Aiyar, S., Jain-Chandra, S., 2012, The Domestic Credit Supply Response to International Bank Deleveraging: Is Asia Different?, IMF working paper WP/12/258

- Akinci, O., 2013, Global financial conditions, country spreads and macroeconomic fluctuations in emerging countries, *Journal of International Economics*, in press
- Avdjiev, S., Kuti, Z., Takats, E., 2012, The euro area crisis and cross-border bank lending to emerging markets, *BIS Quarterly Review*, December 2012
- Balakrishnan, R., Nowak, S., Panth, S., Wu, Y., 2012, Surging Capital Flows to Emerging Asia: Facts, Impacts, and Responses, IMF working paper WP/12/130
- BIS CGFS, 2011, Global Liquidity - Concept, Measurement and Policy Implications, CGFS Papers No.45
- Blinder, A., *After the Music Stopped*, New York: The Penguin Press, 2013
- Bruno, V., Shin, H.S., 2013, Capital Flows, Cross-Border Banking and Global Liquidity, American University and Princeton University working paper
- Chen, S., Liu, P., Maechler, A., Marsh, C., Saksonovs, S., Shin, H.S., 2012, Exploring the Dynamics of Global Liquidity, IMF working paper WP/12/246
- Chinn, M., Ito, H., 2008, A New Measure of Financial Openness, *Journal of Comparative Policy Analysis* 10(3), pp.309-322
- Contessi, S., De Pace, P., Francis, J.L., 2013, The cyclical properties of disaggregated capital flows, *Journal of International Money and Finance* 32, pp.528-555
- Eickmeier, S., Gambacorta, L., Hofmann, B., 2013, Understanding Global Liquidity, *Bundesbank Discussion Paper* No.03/2013

- Foley-Fisher, N., Guimaraes, B., 2012, US real interest rates and default risk in emerging economies, *FRB International Finance Discussion Papers* No.1051
- Forbes, K., Warnock, F.E., 2012, Debt- and Equity-led Capital Flow Episodes, NBER working paper 18329
- Fratzscher, M., 2012, Capital Flows, Push versus Pull Factors the Global Financial Crisis, *Journal of International Economics* 88, pp.341-356
- Gauvin, L., McLoughlin C., Reinhart, D., 2013, Policy Uncertainty Spillover to Emerging Markets Evidence from Capital Flows, Banque de France working paper No.435
- Harnett, M., Moore, K., 2012, The Bond Era ends, *RIC-Monthly Investment Overview, Bank of America Merrill Lynch*, 2012.10.9.
- IMF, 2013, Global liquidity - credit and funding indicators, *IMF Policy Paper* July/2013
- IMF, 2012, The liberalization and management of capital flows: an institutional view, November 14, 2012
- IMF, 2011, Mapping Cross-Border Financial Linkages: A Supporting Case for Global Financial Safety Nets, June 1, 2011
- Klein, M., 2012, Capital Controls: Gates versus Walls, *Brookings Papers on Economic Activity* Fall, pp.317-355
- Matheson, T., 2011, Financial Conditions Indexes for the United States and Euro Area, IMF working paper WP/11/93
- Morgan, P., 2011, Impact of US Quantitative Easing Policy on Emerging Asia, ADBI Working Paper Series No.321

- Ostry, J.D., Ghosh, A., Habermeier, K., Laeven, L., Chamon, M., Qureshi, M.S., Kokenyne, A., 2011, Managing Capital Inflows, *IMF Staff Discussion Note SDN/11/06*
- Roxburgh, C., Lund, S., Piotrowski, J., 2011, Mapping global capital markets 2011, *McKinsey Global Institute*
- Schindler, M., 2009, Measuring Financial Integration: A New Data Set, *IMF Staff Paper* 56(1), pp.222-238
- Scotti, C., 2012, Surprise and Uncertainty Indexes: Real-time Aggregation of Real-Activity Macro Surprises, FRB working paper
- Shin, H.S., Shin, K., 2011, Procyclicality and Monetary Aggregates, NBER working paper 16836
- Tillmann, P., 2013, Capital inflows and asset prices: Evidence from emerging Asia, *Journal of Banking and Finance* 37, pp.717-729
- Rhee, J.K., Yoon, K., Park, H., 2013, FX Funding Risks and Exchange Rate Volatility-Korea's case, BOK working paper No.2013-12
- Woodford, M., 2012, Methods of Policy Accomodation at the Interest-Rate Lower Bound, Jackson Hole Conference Paper

<웹사이트>

한국은행	ecos.bok.or.kr
Bank for International Settlements	www.bis.org
Bank of Japan	www.boj.or.jp
Bank of England	www.bankofengland.co.uk
Emerging Portfolio Fund Research	www.epfr.com
European Central Bank	www.ecb.int
Federal Reserve Board	www.federalreserve.gov
International Monetary Fund	elibrary-data.imf.org
World Bank	data.worldbank.org