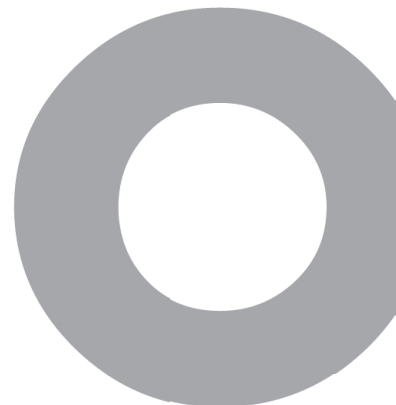


KCMI

Korea Capital
Market Institute

국내 금융권 자금흐름의 특징 및 변동요인 분석

이승호



국내 금융권 자금흐름의 특징 및 변동요인 분석

2016. 12

선임연구위원 이 승 호



序 言

글로벌 금융위기가 발생한 지도 언 10년이 다 되어가고 있다. 그간 선진국을 중심으로 실물경제 회복을 위한 적극적인 통화정책을 사용해 왔으나 세계경제는 아직까지 본격적인 회복세로 접어들지 못하고 있다. 비전통적인 방식까지 동원한 통화공급 확대와 초저금리의 지속에도 불구하고 통화의 유통속도는 크게 하락하고 디플레이션 압력은 증가해 왔으며 글로벌 자금흐름의 왜곡으로 자산가격의 변동성도 커져왔다. 우리나라도 이러한 글로벌 금융환경 변화에서 자유롭지 못한 상황이며 특히 고령화 사회로의 빠른 진입과 저성장·저금리라는 구조적 변화의 한 가운데 놓여 있다.

이러한 상황에서 우리나라 중앙은행의 통화정책 또한 그 효과에 의문이 제기되고 있는 바, 그 기저에는 돈의 흐름이 원활하지 않은 데 있는 것으로 생각된다. 특히 우리나라의 경우 과거보다 저금리 기조가 지속되면서 은행예금의 매력도가 상대적으로 떨어지고 있는 반면 어느 정도의 위험을 감수하더라도 기대수익률이 높은 금융투자상품으로의 이동이 늘어나고 있다. 또한 미국의 금리인상 등 글로벌 불확실성이 상존하면서 마땅한 투자처를 찾지 못한 자금이 단기부동화(浮動化)되는 현상도 강화되고 있다. 이런 점에서 풍부한 유동성이 생산적인 실물부문으로 유입되도록 하여 우리 경제의 활력을 되찾기 위한 노력이 절실하며 이의 일환으로 금융권 내에서 자금흐름을 면밀히 분석하여 그 변동요인을 파악해 보는 것은 중요한 과제라고 생각된다.

최근 우리나라 금융권 내에서 자금수신 규모의 확대와 더불어 금융기관간 또는 금융상품간 자금이동도 활발히 일어나고 있다. 이러한 자금흐름 변화는 통화정책의 파급경로에 영향을 미칠 뿐만 아니라 쏠림현상 등으로 금융시장의 변동성이 증대되면서 금융 안정성에도 영향을 줄 수 있을 것으로 보인다. 또한 국내 은행, 증권사 및 자산운용사 등 금융기관들이 수익창출을 위한 영업활동을 하는 데 있어서도 국내 자금흐름을 파악하는 것은 매우 중요한 일이라 생각된다.

이런 점에서 본 연구보고서가 국내 자금이 그동안 어떤 흐름을 보여 왔으며 주요 특징은 무엇인지, 자금흐름을 결정하는 주된 요인은 무엇인지를 국내 통화정책 기조변화와 대내외 불확실성 측면에서 다각도로 분석한 점은 매우 의미있는 작업이며 시사하는 바가 클 것으로 생각한다.

본 연구를 위해 애써 주신 이승호 선임연구위원에게 감사드리며 원내 세미나를 통해 유익한 조언을 주신 여러 연구위원들께도 고마운 마음을 전한다. 끝으로 본 연구보고서의 내용은 저자의 개인견해를 바탕으로 작성되었으며 연구원의 공식 입장과는 무관함을 밝혀둔다.

2016년 12월
자본시장연구원
원장 안동현

목 차

Executive Summary	vii
Abstract	x
I. 연구배경	3
II. 국내 금융권 자금흐름 현황 및 특징	9
1. 금융권 자금흐름의 측정방법	9
2. 금융기관별 및 상품별 수신 현황	13
3. 자금흐름 변화의 주요 특징	21
4. 금융위기시 자금흐름 사례	23
III. 국내 금융권 자금흐름에 관한 실증분석	31
1. 회귀분석을 이용한 추정	31
2. VAR모형을 이용한 동태적 분석	41
IV. 요약 및 시사점	51
참고문헌	57

표 목 차

<표 II-1> 금융기관별 상품 분류	12
<표 III-1> 주요 변수의 기초통계량 및 단위근 검정 결과	35
<표 III-2> Hausman 동시성 검정 결과	36
<표 III-3> 결제성 자금의 변동요인 추정 결과	37
<표 III-4> 저축성 자금의 변동요인 추정 결과	38
<표 III-5> 투자성 자금의 변동요인 추정 결과	40
<표 III-6> 상품별 수신의 그랜저 인과관계 분석 결과	43
<표 III-7> 각 자금변동에 대한 분산분해 결과	48

그림 목 차

<그림 II-1> 금융기관별 수신 잔액 추이	14
<그림 II-2> 금융기관별 수신 비중 추이	14
<그림 II-3> 금융상품별 수신 잔액 추이	15
<그림 II-4> 금융상품별 수신 비중 추이	16
<그림 II-5> 은행의 상품별 수신 잔액 추이	17
<그림 II-6> 은행의 상품별 수신 비중	17
<그림 II-7> 증권사의 상품별 수신 잔액 추이	18
<그림 II-8> 증권사의 상품별 수신 비중	19
<그림 II-9> 자산운용사의 상품별 수신 잔액 추이	20
<그림 II-10> 자산운용사의 상품별 수신 비중	20
<그림 II-11> 금융기관별 수신 비중 변화	21
<그림 II-12> 금융상품별 비중 변화	22
<그림 II-13> 카드채 발행액 및 기관별 수신 비중 추이	25
<그림 II-14> 카드채 위기시 금융기관별 수신 증감	25
<그림 II-15> 글로벌 금융위기시 금융기관별 수신 잔액 비중	26
<그림 II-16> 글로벌 금융위기시 기간별 수신 증감	27
<그림 III-1> 금리 충격시 각 자금흐름의 반응	44
<그림 III-2> 대내외 불확실성 충격시 각 자금흐름의 반응	46

약 어 표

ADF	Augmented Dickey-Fuller
CD	Certificate of Deposit
CDS	Credit Default Swap
CMA	Cash Management Account
CP	Commercial Paper
DLS	Derivatives Linked Securities
ELF	Equity Linked Fund
ELS	Equity Linked Securities
FSI	Financial Stability Index
IR	Impulse Response
IV	Instrumental Variable
MMDA	Money Market Deposit Account
MMF	Money Market Fund
OLS	Ordinary Least Squares
PP	Phillips-Perron
RP	Repurchase Agreements
VAR	Vector Auto Regression

《 Executive Summary 》

글로벌 금융위기 이후 전 세계적인 완화적 통화정책으로 우리나라의 금융환경에도 변화가 일어나고 있다. 특히 저금리 기조의 지속과 고령화 사회로의 빠른 진입으로 은행예금의 매력도가 떨어지고 있는 반면 기대수익률이 상대적으로 큰 금융투자상품에 대한 수신은 꾸준히 증가하고 있다. 한편으로는 미국의 금리인상 등 글로벌 불확실성의 지속으로 시중의 단기부동자금이 늘어나면서 금융업권 간 또는 금융상품간 자금이동도 보다 활발히 일어나고 있다.

실제 2000년대 이후 우리나라 금융권의 자금흐름을 분석해 보면 예금은행의 수신비중이 축소된 반면 증권사 및 자산운용사의 비중은 증가해 왔다. 또한 금융상품별로는 결제성, 시장성 및 저축성 상품의 수신 비중이 모두 감소한 반면 투자성 상품의 비중은 크게 확대되었다. 또한 투자성 상품 내에 있어서는 과거와 달리 주식형 펀드 상품의 비중은 감소한 반면 채권형 및 신종펀드는 꾸준한 증가세를 나타내었다.

이런 점에서 본 연구에서는 국내 금융기관별 및 금융상품별로 자금흐름의 현황 및 특징을 살펴보고 금융상품별 자금흐름의 변동요인이 무엇인지를 실증적으로 분석하였다. 특히 국내 완화적 통화정책 기조와 대내외 불확실성 지속에 따라 자금흐름이 어떤 변화를 보이는지를 분석하는데 초점을 두었다.

회귀분석 및 VAR모형을 이용한 실증분석 결과를 종합적으로 살펴보면 금융상품별 자금의 변동은 통화정책 기조변화와 대내외 불확실성 증가에 대해 상품별로 차별화된 특징이 있는 것으로 보인다. 우선 결제성 자금은 완화적 통화정책 기조에 따른 저금리 지속 및 시중 유동성 증가시 수신이 증가하는 것으로 분석되었다. 저축성 자금은 은행의 평균예금금리 등 기대수익률에 가장 큰 영향을 받는 것으로 분석되어 최근의 저금리 기조가 저축성 수신의 감소요인으

로 작용하는 것으로 나타났다. 그러나 대내외 불확실성의 증가는 안전자산 선호를 강화시키면서 예금 증가를 가져오는 것으로 분석되었다. 투자성 자금의 경우에는 우리나라 주가지수 상승에 따라 수신이 증가하는 경향이 강한 것으로 분석되었으며 금융불안에 대해서는 위험회피 성향 증대의 영향으로 수신이 감소하는 것으로 나타났다. 그러나 저금리에 따른 은행 예금수익률 저하가 투자성 상품으로 대체되는 효과는 그리 크지 않은 것으로 분석되었다.

향후에도 우리나라의 완화적 통화정책과 대내외 불확실성이 상당기간 지속될 가능성이 크다는 점에서 앞으로 금융상품간 이동은 더욱 활발히 일어날 것으로 전망된다. 본 보고서의 분석 결과에 비추어 볼 때 다음과 같은 시사점을 생각해 볼 수 있다.

첫째, 향후 통화정책 방향과 관련하여 저금리 지속에 따른 시중 유동성의 증가는 은행권의 저축성 상품이나 금융투자업권의 투자성 상품으로 유입되어 기업의 간접금융 또는 직접금융 형태의 자금조달에 도움을 주기보다는 단기부동자금의 증가로 나타나고 있는 점에 주목할 필요가 있다. 따라서 통화정책의 유효성을 높이기 위해서는 금리인하 보다는 시중 유동성이 금융권내는 물론 실물경제의 생산적인 부분으로 효과적으로 흘러가도록 유도하는 것이 더 중요하며 이를 위해서는 기업 및 금융기관의 구조조정 등을 통해 실물경기와 금융부문간의 괴리를 줄이는 노력이 필수적인 과제라 생각된다.

둘째, 최근 저금리 기조 등으로 투자성 상품에 대한 수신이 꾸준히 늘어나고 있고 우리나라의 빠른 인구고령화로 노후대비를 위한 자산증식 필요성이 커지면서 이러한 추세는 향후에도 지속될 가능성이 크다. 따라서 향후 투자성 상품에 대한 투자수요 증가를 충족시키고 기업에 대한 직접금융 기능이 강화될 수 있도록 주식시장 및 채권시장 등을 중심으로 한 자본시장의 양적·질적 발전을 도모해 나갈 필요가 큰 것으로 판단된다. 다만, 투자성 자금의 성격상 자산

가격의 변동위험이 잠재하고 있고 그 결과 금융안정성에 상대적으로 큰 영향을 줄 수 있는 만큼 자산가격의 버블 형성이나 금융시장 가격의 변동성 확대 등으로 금융안정성에 부정적 영향이 나타나지 않도록 리스크 관리를 철저히 해 나갈 필요가 있다.

셋째, 최근 미국의 금리인상 및 정권교체기의 불확실성, 중국과의 환율갈등 가능성 및 보호무역주의의 확산 등 다양한 요인에 의한 글로벌 불확실성이 국내 자금흐름의 왜곡으로 나타나지 않도록 노력하여야 한다. 대내외 불확실성 증가시 투자성 수신이 감소하고 저축성 예금은 증가하는 것으로 분석되고 있는 점에 비추어 투자성 수신 감소로 자본시장의 활력이 저하되지 않도록 유의하고 장기 저축성 수신 및 이에 따른 은행권 신용공급의 증가가 부실기업이나 부동산시장을 겨냥한 가계대출 부문에 집중되어 나타나지 않도록 유의할 필요가 있다.

— « Abstract » —

Features and Causes of Money Flows in Korea

Expansionary monetary policy throughout the world has been reshaping Korea's financial environment in the post-crisis era. Amid the prolonged low interest rate trend coupled with population ageing, domestic bank deposits are losing their appeal whereas money flows to financial investment products aiming at relatively high expected returns are on the persistent rise. On the other hand, the lengthening of global uncertainties including a US policy rate increase has also facilitated rapid money flows between financial industries as well as between financial instruments.

Since the 2000s, it is observed that Korea's money flows within financial sectors reveal a reduction in the share of depositary institutions, but a rise of securities firms and asset management companies. By type of financial instruments, a decrease was observed in the share of three instrument categories (settlement, marketable, and saving), while the share of investment instruments expanded substantially. Within the investment category, the share of equity funds fell whereas that of bond funds and hybrid funds increases.

In this regard, this study explores the current state and characteristics of money flows across Korean financial institutions and financial instruments, and carries out empirical analyses on what are the key drivers for the

changes in money flows between different categories of financial instruments. Particularly, the focus is placed on how and what changes are caused by expansionary monetary policy of Korea and the lengthening of external uncertainties.

The empirical results based on regression analysis and VAR models show that the impacts of a change in the monetary policy stance and of an increase in external uncertainties on the money flows somewhat differ across financial instruments. First of all, money flows to settlement instruments are found to increase when low interest rates and abundant liquidity continue due to expansionary monetary policy. Saving instruments are mostly affected by expected returns such as the average bank deposit rate, implying that the recent low interest rate trend serves to curtail money flows to saving instruments. However, it is found that any increase in external uncertainties bolsters the preference over safe assets, and thereby pushes up bank deposits. Also found is a strong tendency where money flows to investment instruments pick up with a rally in Korea's stock market, and diminish as financial unrest reinforces risk aversion. However, the declining bank deposit rate amid low interest rates has only a statistically weak impact on replacing bank deposits with investment instruments.

Given that Korea's expansionary monetary policy and global uncertainties are likely to continue for the foreseeable future, money flows between financial instruments are expected to become brisker than now. The aforementioned

analysis results have the following implications.

First, it is noticeable from the perspective of future monetary policy that the increase in market liquidity and low interest rates supported by expansionary monetary policy merely leads to a rise in short-term floating capital to some extent. This is against the expectation that the market liquidity may flow into the banking sector or financial investment sector, eventually contributing to facilitating direct or indirect financing of businesses. Hence, what is important for the effectiveness of monetary policy is not to cut interest rates further, but to induce market liquidity to be effectively injected into the financial sector as well as productive areas in the real economy. To that end, it is essential to make efforts to narrow the discrepancy between the real economy and the financial sector via decisive restructuring of both corporate and financial firms, etc.

Second, flows to investment instruments have been on the constant increase amid the recent low-interest rate trend. Also, Korea's rapid pace of population ageing increasingly requires retirement readiness via increases in asset value. Hence, Korea should meet the growing need to facilitate quantitative and qualitative development in the capital markets with the focus placed on the equity and debt markets to better cater to the rising demand for investment instruments and to bolster direct financing to businesses. It is worth mentioning, however, that investment vehicles in nature have the risk of asset price volatility that could significantly affect

financial stability. Thus, caution is required to fully manage inherent risks, which would help prevent higher volatility in financial markets, creation of asset price bubbles, and damage to financial stability.

Third, it is desirable to put more efforts to prevent Korea's money flows from being distorted by a variety of global uncertainties such as a US interest rate hike, variability arising from power transfer in the US, potential currency conflicts with China, rising protectionism, etc. The aforementioned result where any increase in external uncertainties leads to a cut in investment instruments and a shift toward saving deposits requires caution in two areas. The expected shrink in investment instruments should not undermine the vitality of the capital markets. Also, the rise in banks' credit provision that stems from the increase in long-term savings should not excessively or disproportionately flow into distressed firms, or household loans targeting the real estate market.

1. 연구배경

I. 연구배경

글로벌 금융위기가 발생한 이후 주요 선진국을 중심으로 전례없는 완화적 통화정책 및 재정정책이 시행되어 왔음에도 불구하고 아직까지 글로벌 경제는 가시적인 회복을 보이지 못하고 있다. 뿐만 아니라 최근에도 미국의 금리인상, 중국의 경기둔화 등 다양한 요인들이 세계 경제의 불확실성을 증폭시키고 있다. 우리나라의 경우에도 이러한 글로벌 여건변화에서 자유롭지 못한 상황이며 특히 경제성장 모멘텀의 둔화로 저성장·저금리 기조가 고착화되면서 국내 금융환경 및 시장에도 구조적 변화가 발생하고 있다.

이러한 변화 중에서 무엇보다 주목할 점은 저금리 기조의 장기화로 투자자산에 대한 기대수익률이 저하되면서 금융소비자들이 과거와는 달리 은행예금 등 안정적인 자산운용에 의존하기 보다는 어느 정도의 위험을 감수하더라도 투자에 따른 기대수익률이 높은 금융투자상품 수요를 증가시키고 있다는 점이다. 이러한 금융상품별 수요변화는 2000년대 중반경 이미 어느 정도 진행된 것으로 보이는데 당시 국내 증권사의 여음관리계좌(Cash Management Account: CMA)가 도입되어 수신 잔고가 빠르게 늘어나고 2006년경에는 해외투자펀드에 대한 비과세 조치 등으로 이른바 펀드 붐(boom)이 일어나면서 은행권으로부터 금융투자업계를 중심으로 한 비은행권으로 자금이동이 활발히 진행된 바 있다. 반면 2008년 발생한 글로벌 금융위기 이후에는 이와 반대로 위기여파에 따른 안전자산(safety asset) 선호 등으로 다시 은행에 대한 저축성 예금과 상대적으로 높은 이자율을 지급하는 저축은행에 대한 예금이 늘어나기도 하였다. 최근에는 미 금리인상 등 다양한 대외 불확실성에도 불구하고 금융투자자들이 투자수익률 제고를 위해 새로운 금융투자상품으로 자금을동을 활발히 하고 있는 것으로 보인다.

그간의 국내 금융권 자금흐름을 전체적으로 살펴보면 은행권보다는 비은행권에 대한 자금흐름이 확대되었고 그 결과 금융투자업계의 자금수신

4 국내 금융권 자금흐름의 특징 및 변동요인 분석

규모가 상대적으로 크게 확대되었다. 또한 자금성격면에서는 안정적인 저축성 예금보다는 투자성 상품의 비중과 중요성이 커져왔다고 할 수 있다. 이는 저금리 기조하에서 국내 금융권 자금이 자산수익률 제고를 위해 예금성 금융상품에서 투자성 금융상품으로 활발하게 이동한 데 상당 부분 기인하는 것으로 판단된다.

이러한 금융권역별 또는 금융상품별 자금이동의 이면에는 국내 통화정책 기조의 변화가 무엇보다 중요한 요인으로 작용하고 있다. 글로벌 금융위기 이후 대부분의 선진국 및 신흥국들의 완화적인 통화정책이 지속되면서 글로벌 금리의 하향세가 지속되고 있으며 우리나라의 경우에도 정책금리가 사상 최저수준을 기록하면서 국내 유동성이 풍부한 상황을 유지하고 있다. 그럼에도 불구하고 대부분의 국가에서 통화의 유통속도(velocity)가 과거에 비해 크게 떨어지고 실물경제는 가시적인 회복을 보이지 못하고 있다. 이러한 저금리 및 통화공급 기조의 지속은 시중 자금흐름에 상당한 영향을 미치고 있는 것으로 보인다. 향후에도 금융소비자들은 투자에 따른 더 높은 기대수익률을 좇아 자금이동을 보다 빈번하고 활발히 할 가능성이 크다. 또한 세계적으로 가장 빠른 속도로 진행되고 있는 우리나라의 인구고령화를 감안할 때 이러한 추세는 당분간 지속될 것으로 예상된다. 이는 고령인구의 증가로 노후대비를 위한 자산증식 필요성이 과거보다 훨씬 커지고 있기 때문이다.

한편 통화정책 기조변화와 함께 글로벌 경제의 불확실성 증가도 국내 금융권 자금흐름에 또 다른 영향을 미치고 있다. 최근 미국의 금리인상 및 정권교체기의 불확실성, 중국 경제의 둔화 가능성 등이 제기되면서 대외불확실성이 커지고 있다는 점은 대표적인 예이다. 경제 불확실성의 증가는 투자자들의 위험회피(risk aversion) 성향을 강화시키고 그 결과 투자자들의 안전자산 선호 현상을 가져오므로 투자수익률 제고 노력과는 상충되는 자금흐름을 초래한다. 즉 이 경우 투자원본 손실 가능성이 있는 금융투자상품보다는 투자위험이 상대적으로 적은 은행의 저축성 상품 등 안정적인 자산에 대한 수요가 늘어나게 될 것으로 보인다. 특히 최근에는 이러한 불확실성 및 위험회피 성향의 확산으로 통화의 유통속도가 하락함

과 아울러 국내 은행권으로 유입된 요구불예금의 회전율도 크게 하락하고 있다. 결국 금융투자자들은 저금리 지속과 불확실성 증대라는 상반된 환경 하에서 위험대비 최적의 투자기회를 포착하는 과정을 거치면서 시중의 유동자금은 마땅한 투자처를 찾지 못하고 단기부동화되는 경향도 더 뚜렷해 질 것으로 보인다. 향후에도 우리나라의 통화정책이 당분간 완화적(expansionary) 기조를 유지할 것으로 전망되는 가운데 글로벌 불확실성도 지속될 것으로 보인다는 점에서 단기부동자금의 증가 가능성 또한 커지고 있다.

이러한 금융기관간 또는 금융상품간 자금이동의 확대와 단기부동화 현상은 경제주체들에게 여러 가지 면에서 영향을 미칠 것으로 보인다. 우선 경기부양을 위한 중앙은행의 완화적 통화정책 노력에도 불구하고 현재와 같은 낮은 통화유통속도하에서는 금리경로나 신용경로 등 통화정책의 파급경로 및 유효성에 부정적인 영향을 미칠 수 있을 것으로 보인다. 또한 단기부동자금이 증가하고 대내외 여건변화에 따른 자금흐름의 쏠림현상 등 변동성이 증대되면서 금융 안정성(financial stability)에도 어느 정도 영향을 미칠 것으로 보인다. 아울러 금융권의 자금이동은 국내의 은행, 증권사 및 자산운용사 등 금융기관들이 영업활동을 하는 데 있어서도 적지 않은 영향을 미치는 요인으로 작용할 것으로 생각된다.

이런 점에서 국내 자금이 어떤 흐름을 보이고 있으며 자금흐름을 결정하는 주요인은 무엇인지를 분석해 보는 것은 의미가 클 것으로 생각된다. 특히 국내 통화정책 기조의 변화가 국내 자금흐름에 어떤 영향을 미치는지를 파악해 보는 것은 흥미로운 주제이며 아울러 국내요인 뿐만 아니라 미국의 금리인상 등 대외 여건변화와 글로벌 불확실성 증가가 국내 자금흐름에 미치는 영향에 대한 분석도 시사하는 바가 클 것으로 판단된다.

이와 같은 중요성에도 불구하고 아직 국내외에서 금융권 자금의 흐름 분석과 관련한 연구는 그리 많지 않다. Maggs(1991)는 시장금리와 예금금리의 격차가 일정수준 이상이면 비은행권의 수신규모가 크게 증가한 것으로 분석한 바 있다. 이승훈·김완중(2008)은 국내 코스피 시장이 호조를 보이는 경우 국내 은행예금이 감소하고 시장성 수신 비중이 확대된 것으

6 국내 금융권 자금흐름의 특징 및 변동요인 분석

로 분석하였다. 또한 김영도·서병호(2013)는 국내 금융업권간 상품유치경쟁 하에서 금리변수가 은행권 상품 비중에 미치는 영향은 미미하며, 금융투자회사의 경우 주가변동에 따라 주식형펀드 등의 수신이 영향을 받는 것으로 분석한 바 있다.

본 연구에서는 우리나라에서 금융업권간 및 금융상품별 자금흐름을 체계적, 실증적으로 분석해 보고자 한다. 특히 중앙은행의 정책금리 등 통화정책 기조의 변화와 지속되고 있는 글로벌 불확실성, 그리고 은행예금 및 금융투자상품의 기대수익률 등 다양한 요인변화가 금융권 자금흐름에 미치는 영향을 분석해 보고자 한다. 이를 위해 국내 은행, 증권사, 자산운용사 등 금융업권별로 자금의 흐름을 파악하고 금융상품별로도 결제성, 저축성, 투자성 등을 기초로 구분하여 금융기관별 및 상품별 자금흐름을 세분화하여 파악하는 데 연구의 초점을 두었다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. 제 II장에서는 국내 자금흐름의 현황 및 특징을 분석하였다. 이를 위해 우선 자금흐름의 측정방법을 살펴본 후 금융기관별 및 상품별 수신 현황과 주요 특징을 설명하였다. 제 III장에서는 국내 금융권 자금흐름에 대한 변동요인을 실증적으로 분석해 보았다. 특히 각 상품별 수신변동이 국내 통화정책 기조변화와 대내외 불확실성 증가에 따라 어떤 영향을 받는지를 분석하는 데 초점을 두었다. 실증분석 방법으로는 회귀분석과 VAR모형을 통한 동태적 분석을 각각 사용하였다. 제 IV장에서는 본 연구에서의 실증적 분석 결과를 토대로 정책적 시사점을 간략히 언급하였다.

II. 국내 금융권 자금흐름 현황 및 특징

1. 금융권 자금흐름의 측정방법
2. 금융기관별 및 상품별 수신 현황
3. 자금흐름 변화의 주요 특징
4. 금융위기시 자금흐름 사례

II. 국내 금융권 자금흐름 현황 및 특징

1. 금융권 자금흐름의 측정방법

본 연구에서는 국내 자금흐름을 분석함에 있어 금융기관내의 자금흐름 분석에 초점을 두고자 한다.¹⁾ 이는 국내외에서 금융권내의 자금흐름을 분석한 연구가 그리 많지 않을 뿐만 아니라 금융기관별 또는 금융상품별로 세부적인 자금흐름을 분석하는 것이 국내 통화정책이나 금융안정 등 정책적 차원은 물론 금융기관의 영업활동에도 시사하는 바가 적지 않을 것으로 판단되기 때문이다.

금융업권간 자금흐름을 분석함에 있어서는 한 금융기관으로부터 다른 금융기관으로의 직접적인 자금이동을 포착하는 것이 가장 좋은 방법이나 현실적으로 통계자료가 부재한 상황이다. 따라서 본 연구에서는 각 금융회사의 자금조달과 관련한 대차대조표상의 수신성 부채를 항목별로 세분화하는 방식으로 접근하고자 한다. 즉 각 금융기관의 항목별 부채잔액 변동을 파악함으로써 금융권역별 또는 금융상품간의 자금이동 변화를 간접적으로 추정하는 방법을 사용하였다.

분석대상 금융기관으로는 국내 은행은 물론 증권사와 자산운용사 등 금융투자업자, 그리고 생명보험사와 저축은행 등을 포함한 비은행예금취급기관을 모두 포함하였다. 또한 각 금융기관의 부채항목중 수신성 부채를 금융상품별 성격에 따라 결제성, 시장성, 저축성 및 투자성 상품으로 분류하였다.

결제성 수신이란 상대적으로 환금성이 높은 반면 만기가 짧고 금리가 낮아 투자수익률이 낮은 상품을 말한다. 따라서 결제성 상품은 가까운 장

1) 금융과 실물부문의 자금흐름을 포괄하는 것도 의미 있는 일이나 자금순환표(flow of funds) 등을 이용하는 경우 금융기관별 및 금융상품별로 자금흐름을 파악하는 것이 불가능하여 본 연구에서는 금융기관내의 자금흐름에 분석을 국한하였다.

래에 필요한 유동성 자금을 예치하거나 향후 고수의 투자기회를 포착하기 위해 단기적으로 자금을 예치하는 대기성 자금의 성격이 강하다고 할 수 있다.²⁾ 이에는 대표적으로 은행의 요구불예금이나 단기저축성예금 등을 들 수 있다. 또한 입출금이 자유로우면서도 상대적으로 단기예금보다 높은 금리를 기대할 수 있어 단기자금의 효율적 운용을 위한 금융상품들도 있는데 이 경우에도 결제성 수신의 성격이 강한 것으로 볼 수 있다. 이에는 은행의 시장금리부 수시입출금식예금(Money Market Deposit Account: MMDA), 증권회사의 투자자예수금이나 어음관리계좌, 자산운용사의 단기 금융상품펀드(Money Market Fund: MMF) 등을 들 수 있다.

시장성 수신이란 기업이나 금융기관의 자금 확보에 중요한 역할을 하는 동시에 기업이나 가게 등이 여유자금을 운용하는 수단으로도 이용되는 단기금융상품이다. 이에는 기업이 발행하는 기업어음(Commercial Paper: CP)이나 은행이 발행하는 양도성예금증서(Certificate of Deposit: CD), 그리고 금융기관이 보유채권을 대가로 정해진 가격으로 환매하는 조건으로 발행하는 환매조건부채권(Repurchase Agreement: RP) 등이 대표적이다. 그 밖에 은행이나 종합금융회사가 발행하는 표지어음이나 발행어음도 이와 유사한 성격을 갖는다. 이러한 상품은 주로 단기 기간물 형태로 이용되는데 투자기간이 대체로 1년 이내이며 기업 및 가게에서 투자목적용 위해서도 활용할 수 있다는 점에 특징이 있다.

저축성 수신에는 대표적으로 은행의 정기예금과 정기적금을 들 수 있다. 정기예금 및 정기적금의 경우 대체로 만기가 2년 이상이므로 환금성이 떨어지나 단기예금에 비해 비교적 높은 이자를 받을 수 있는 저축성 상품이다. 또한 주택구입자금 마련을 위한 주택청약예금의 경우와 같이 특별한 목적을 위한 저축의 성격을 띠는 경우가 많다.³⁾ 그 밖에도 노후자금 마련을 위한 보험사의 연금보험이나 종신보험 등도 있으며 세제혜택이나 대출을 용이하기 받을 수 있는 목적의 저축성 상품도 있다.

2) 이런 점에서 결제성 자금은 단기부동자금(浮動資金)과 유사한 의미로 해석할 수 있다.

3) 주택마련을 위한 장기저축성상품에는 주택청약종합저축, 청약저축, 청약예금, 청약부금 등이 있다.(김영도·서병호, 2013)

마지막으로 투자성 수신은 주로 주식이나 채권 등 증권투자와 관련한 금융상품으로 최근 저금리 기조와 맞물려 관심이 증가하고 있다. 금융상품의 만기에 따라서는 결제성 및 저축성 상품의 성격을 일부 갖기도 하나 금융투자자산의 가격 변동에 따른 위험을 내포한다는 점에서 투자성 상품으로 분류된다. 이에는 대표적으로 펀드 등 집합투자기구를 들 수 있다. 펀드는 투자증권의 종류에 따라 주식형펀드, 채권형펀드, 혼합형펀드 등으로 구분할 수 있으며 펀드의 운용기법에 따라서는 적립식펀드, 엠브렐러펀드⁴⁾, 랩어카운트(wrap account)⁵⁾, 재간접펀드(fund of funds)⁶⁾ 등으로 구분하기도 한다. 그 밖에 주식(또는 채권)의 가격에 연동한 예금 또는 증권 의 형태로서 주가지수연동정기예금이나 주가지수연동증권(Equity Linked Securities: ELS), 그리고 주가지수연동펀드(Equity Linked Fund: ELF) 등도 최근 수신실적이 늘어나고 있다. 특히 증권사 등을 중심으로 빠른 성장세를 보이고 있는 ELS 등 매도파생결합증권은 기초자산가격의 변동에 따라 수익률이 결정되도록 한 투자성 상품이다. 아울러 각종 금융채나 후순위채 등 다양한 형태의 채권도 투자성 상품으로 분류된다. 또한 특정금전신탁은 신탁상품 중 위탁자가 신탁자금의 운용방법을 특정하는 금전신탁상품으로 주로 수시입출금, 자사주, 채권형, 주식형, 추가연계신탁 등으로 구성된다.⁷⁾ 이상에서 간략히 논의한 금융기관별 및 금융상품별 분류를 정리해 보면 다음 <표 II-1>과 같다.⁸⁾

-
- 4) 엠브렐러펀드는 시장상황 변화에 따라 투자자가 주식형펀드나 채권형펀드 등 펀드간에 자유로운 이동이 가능하도록 설계된 펀드상품의 일종이다.
 - 5) 랩어카운트는 증권회사가 고객의 투자자산을 투자성향에 따라 투자자금을 배분 및 운용하거나 투자종목 추천 등의 서비스를 제공하고 그 대가로 수수료(wrap fee)를 받는 형태의 금융상품이라 할 수 있다.
 - 6) 재간접펀드란 주식이나 채권 등에 투자하고 있는 펀드에 재투자를 하는 펀드를 말한다.
 - 7) 특정금전신탁의 경우 은행이나 증권사의 고유계정은 아니나 금융투자상품으로 분류가능하므로 분석대상에 포함하였는데 한국은행 금융안정보고서에서도 금융투자상품으로 MMF, 펀드, 파생결합증권, 대고객 RP, 특정금전신탁을 포함하고 있다.
 - 8) 이러한 상품분류는 「금융생활길라잡이」(한국은행, 2012) 및 김영도·서병호(2013) 등을 참조하여 저자가 임의로 분류하였다.

<표 II-1> 금융기관별 상품 분류

	은행	비은행수신기관		
	예금은행	증권회사	자산운용사	기타예금취급기관
결제성	요구불예금, 단기저축성예금 (저축예금, 기업자유예금)	투자자예수금, CMA(종금계정)	MMF	예수금(신용협 동기구 및 상호저축은행), 정기예금(상호 저축은행)
시장성	CD, RP, 표지어음, 금융채	환매조건부매도, 발행어음(종금 계정)	-	표지어음 (상호저축은행)
저축성	정기적금, 정기예금, 기타저축성예금	-	-	정기적금(상호 저축은행), 저축성 책임준비금(생 명보험사)
투자성	특정금전신탁 ¹⁾	매도파생결합증 권(ELS,DLS), 매도옵션, 특정금전신탁 ¹⁾	주식형펀드, 채권형펀드, 신종펀드(파생 상품, 부동산, 재간접, 특별자산 및 혼합자산 펀드)	-

주 : 1) 은행 및 증권사의 신탁계정은 고유계정과 구분
 2) 장단기 금융상품 구분은 통화지표 M2 결정시 2년 미만 상품으로 구분하는 점을 고려

2. 금융기관별 및 상품별 수신 현황

본 장에서는 위에서 구분한 금융기관별 및 금융상품별 수신 추이 및 현황을 파악함으로써 우리나라의 금융권 자금흐름의 주요 특징을 살펴보았다.

가. 전체 금융기관별 및 상품별 수신 현황

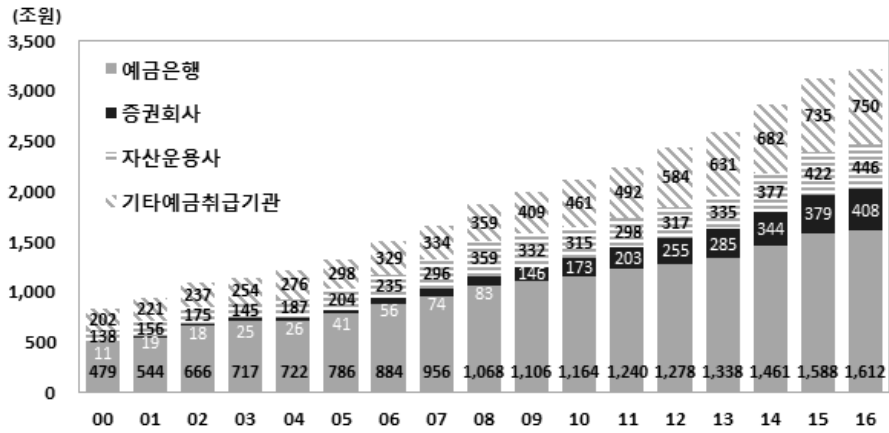
우리나라 전체 금융기관의 수신 잔액은 그간 지속적으로 증가해 왔다.⁹⁾ 즉 은행, 증권사, 자산운용사 및 기타금융기관의 전체 수신 잔액은 2000년말의 830조원에서 2016년 3월말에는 약 4배 증가한 3,216조원을 기록하였다.¹⁰⁾ 이는 같은 기간중 우리나라의 명목GDP 규모가 약 2.5배 증가한 것보다 빠른 증가 속도를 나타낸다.

이를 금융기관별로 살펴보면 2016년 3월말 현재 은행의 총수신잔액이 1,612조원으로 전체의 절반 정도를 차지하였으며 그 다음으로는 생보사를 포함한 기타금융기관(750조원), 자산운용사(446조원) 및 증권사(408조원) 순이다. 금융기관별 비중 추이를 보면 은행의 경우 비중이 가장 컸던 2003년의 62.9%에서 2016년 3월말에는 50.1%로 하락하였다. 반면 증권사의 경우에는 2000년말 1.4%에서 2016년 3월말에는 12.7%로 가장 큰 폭으로 비중이 상승하였다. 반면 자산운용사의 경우에는 2016년 3월말 현재 13.9%로 비중이 가장 컸던 2008년말의 19.2%는 물론 2000년말(16.6%)과 비교하여서도 하락한 수준을 보이고 있다.

9) 앞서의 <표 II-1>에서의 분류 및 포괄범위를 따르되, 상호저축은행 수신의 경우 과거자료의 미비로 분석에서 제외하였다.

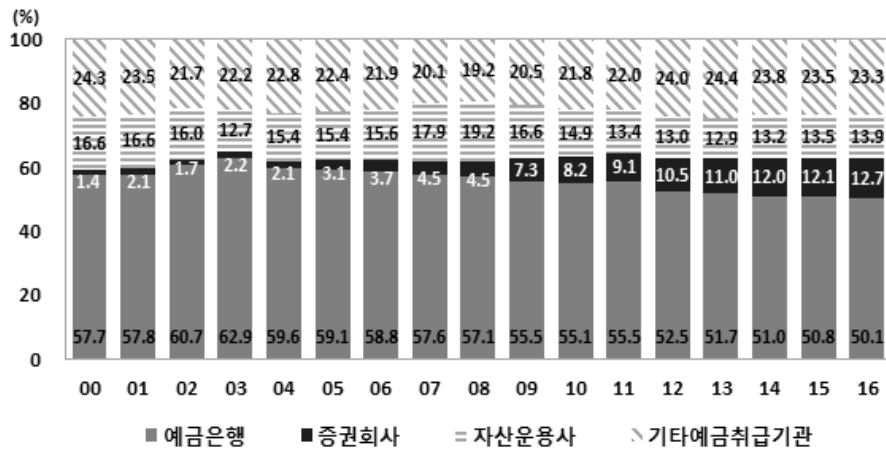
10) 이는 금융기관 유동성(Lf) 잔액(2016년 3월말 현재 3,174조원)과 유사한 수준이다.

<그림 II-1> 금융기관별 수신 잔액 추이



주 : 1) 연말 기준(단, 2016년은 1/4분기말 기준)
 2) 기타예금취급기관은 신용협동기구 예수금 및 생명보험책임준비금 포함
 자료: 한국은행, 금융감독원, 금융투자협회

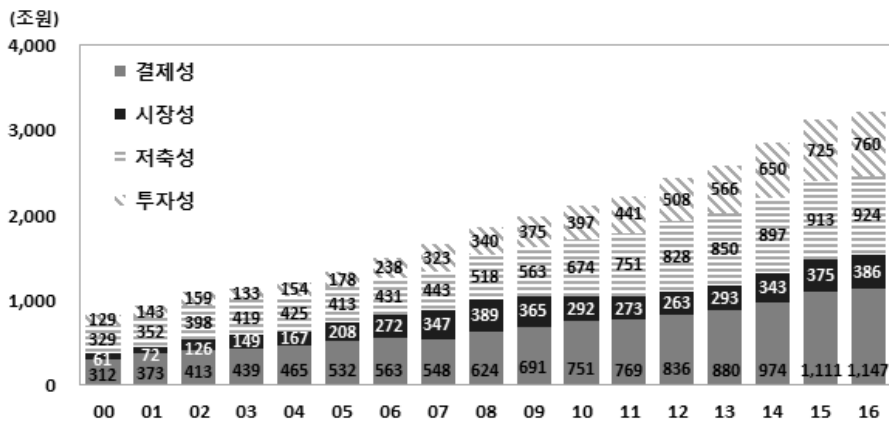
<그림 II-2> 금융기관별 수신 비중 추이



주 : 1) 연말 기준(단, 2016년은 1/4분기말 기준)
 2) 기타예금취급기관은 신용협동기구 예수금 및 생명보험책임준비금 포함
 자료: 한국은행, 금융감독원, 금융투자협회

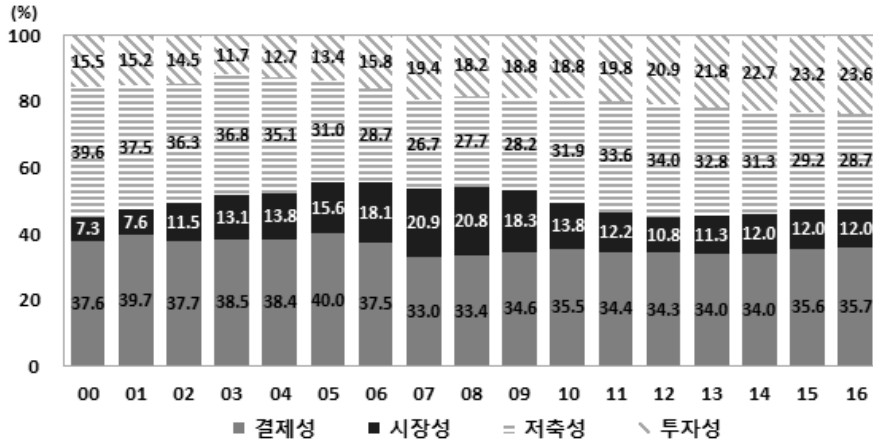
한편 <그림 II-3>과 <그림 II-4>는 금융상품별 잔액 및 비중 추이를 나타낸다. 이에 따르면 2016년 3월말 현재 단기 결제성 자금이 1,147조 원으로 전체에서 차지하는 비중이 35.7%로 가장 높은 것으로 나타났으며 저축성 상품이 924조원(비중 28.7%)으로 그 다음을 차지하였다. 투자성 상품의 경우에는 2016년 3월말 현재 수신 잔액이 760조원(비중 23.6%)을 기록하여 글로벌 금융위기 이후 규모 및 비중이 과거에 비해 크게 증가하였다. 투자성 자금의 수신은 2000년대 중반경부터 글로벌 금융위기가 발생하기 직전 기간 동안 이른바 펀드 붐이 일어나면서 크게 늘어난 이후 글로벌 금융위기 여파로 감소하기도 하였으나 2010년부터 다시 빠르게 증가하고 있다. 최근 펀드에 대한 수요가 잔액기준으로 과거 최고치에는 미치지 못하고 있으나 증권사 등을 중심으로 한 파생결합증권 등 다양한 금융투자상품의 등장으로 수요가 꾸준히 늘어나면서 투자성 상품 비중이 비교적 안정적인 흐름을 유지하고 있는 것으로 보인다. 또한 2012년 이후에는 우리나라의 완화적 통화정책에 따른 금리인하 영향도 투자성 상품에 대한 수요 확대를 가져오는 요인의 하나로 작용하고 있는 것으로 생각된다.

<그림 II-3> 금융상품별 수신 잔액 추이



주 : 연말 기준(단, 2016년은 1/4분기말 기준)
 자료: 한국은행, 금융감독원, 금융투자협회

<그림 II-4> 금융상품별 수신 비중 추이

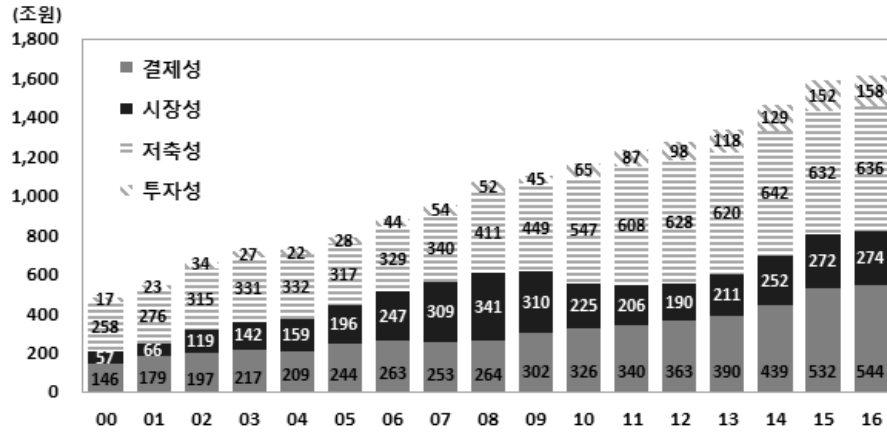


주 : 연말 기준(단, 2016년은 1/4분기말 기준)
 자료: 한국은행, 금융감독원, 금융투자협회

나. 개별 금융기관별 수신 추이

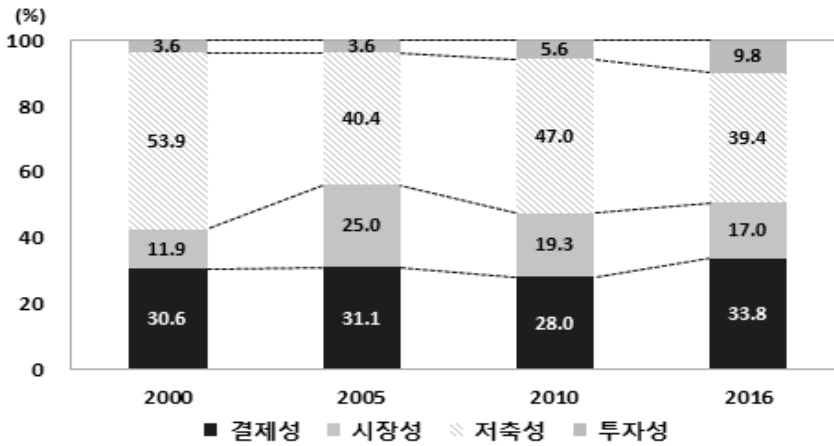
우리나라의 은행, 증권사 및 자산운용사 등 개별 금융기관별로 금융상품 수신 변화 추이를 살펴보면 다음과 같다. 은행의 경우 2005년말과 비교하여 2016년 3월말 기준으로 저축성 상품과 단기 결제성 상품은 각각 2.0배 및 2.2배 증가하여 전체 은행의 수신 잔액 증가를 견인하였다. 저축성 상품중 정기적금과 정기에금은 물론 결제성 상품인 요구불예금과 단기저축성예금도 고른 증가를 보였다. 반면 시장성 수신은 같은 기간중 소폭 증가에 그쳤는데 이는 글로벌 금융위기 이후 은행의 CD 및 RP 발행의 급격한 위축에 따른 결과이다. 그 밖에 은행을 통해 판매되는 특정금전신탁은 2010년 3/4분기 이후 2016년 1/4분기까지 약 세배 가량 잔액이 증가하면서 은행의 투자성 상품 증가를 견인해 온 것으로 나타났다.

<그림 II-5> 은행의 상품별 수신 잔액 추이



주 : 연말 기준(단, 2016년은 1/4분기말 기준)
 자료: 한국은행, 금융감독원, 금융투자협회

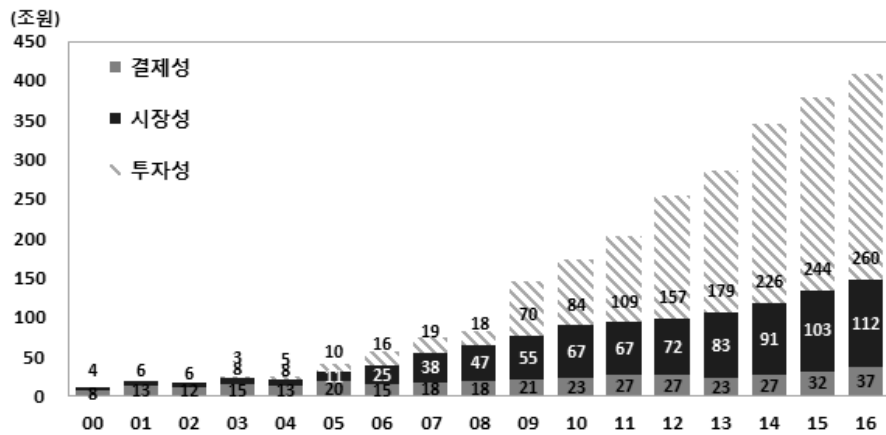
<그림 II-6> 은행의 상품별 수신 비중



주 : 연말 기준(단, 2016년은 1/4분기말 기준)
 자료: 한국은행, 금융감독원, 금융투자협회

증권사의 경우에는 투자성 및 시장성 상품의 수신 잔액 증가에 힘입어 전체 수신이 2000년 이후 연평균 27.0% 증가하여 다른 금융기관에 비해 증가세가 가장 현저한 모습을 보였다. 이중 RP매도 등 시장성 상품의 수신은 2005년말 이후부터 가파른 증가세를 보이다가 글로벌 금융위기 여파로 급락한 이후 최근에는 다시 완만한 증가를 보이고 있다. 그 결과 2016년 3월말 기준으로 보면 수신 잔액이 증가하였음에도 불구하고 비중은 소폭 축소된 것으로 나타났다. 또한 최근 들어 투자성 상품의 수신 비중은 큰 폭으로 확대되었는데, 특히 증권사의 ELS 등 매도파생결합증권은 최근 그 잔액이 100조원에 육박하고 있으며 그 외 특정금전신탁도 잔액이 빠른 속도로 증가하면서 전체 수신 잔액 증가의 주요인의 하나로 작용하였다.¹¹⁾

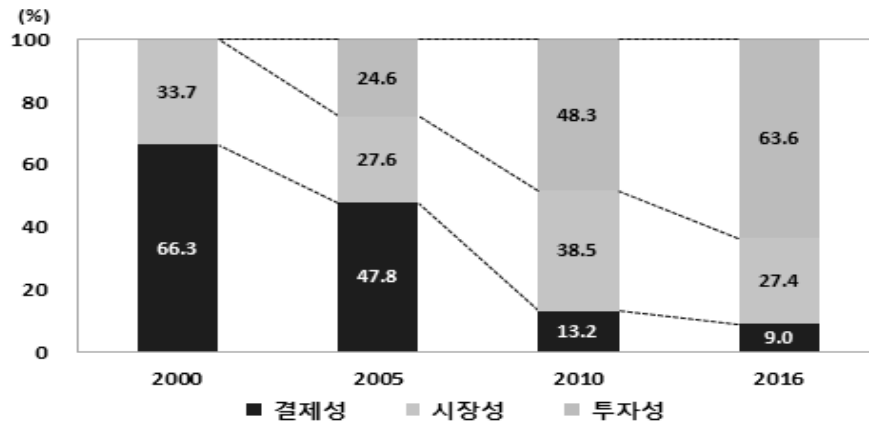
<그림 II-7> 증권사의 상품별 수신 잔액 추이



주 : 1) 연말 기준(단, 2016년은 1/4분기말 기준)
 2) 투자성 상품의 매도파생결합증권 및 특정금전신탁은 각각 2003년 및 2009년 이후 포함
 자료: 한국은행, 금융감독원, 금융투자협회

11) 국내의 주가지수 등에 연계된 ELS 등 매도파생결합증권의 발행 잔액이 급격히 늘어나면서 주가하락에 따른 손실위험성이 커지고 금융 안정성의 저해요인으로 작용할 가능성도 커지고 있다.

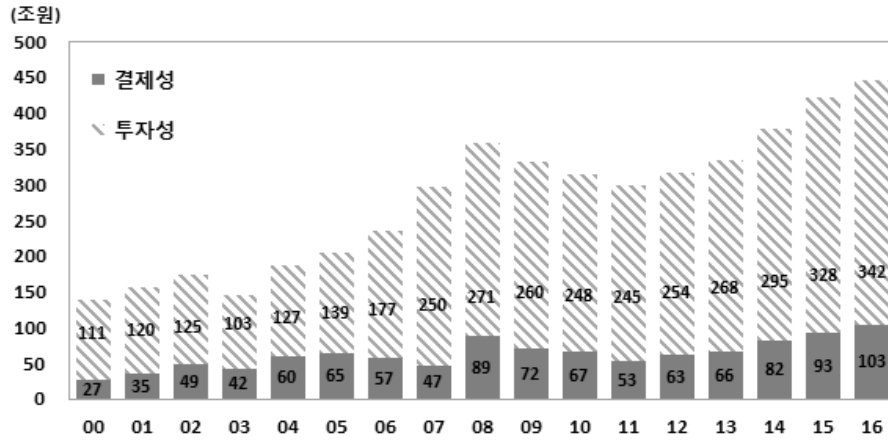
<그림 II-8> 증권사의 상품별 수신 비중



주 : 연말 기준(단, 2016년은 1/4분기말 기준)
 자료: 한국은행, 금융감독원, 금융투자협회

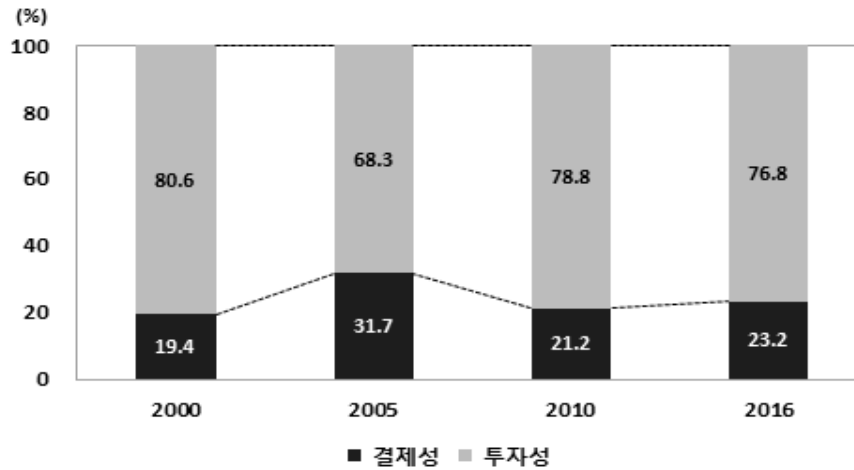
한편 자산운용사의 전체 수신은 2000년 이후 연평균 8.3% 증가하였다. 이중 대표적 투자성 상품인 펀드 수신 잔고는 글로벌 금융위기 여파로 하락하다가 2012년 이후 회복세로 돌아섰으며 2014년 이후에는 글로벌 금융위기 발생 이전 수준을 상회하였다. 펀드 상품별로 보면 글로벌 금융위기 이전과 비교하여 주식형펀드의 수신고는 크게 감소한 반면 채권형 및 신중펀드의 비중이 크게 증가하였다. 즉 주식형펀드의 경우 2007년 중 51.7%에서 2016년 3월 현재 26.3%로 비중이 축소된 반면, 채권형은 29.1%에서 35.9%, 혼합형은 19.1%에서 37.7%로 각각 비중이 확대되었다. 한편 자산운용사 상품별 수신중 약 1/4을 차지하는 MMF는 글로벌 금융위기시에 이어 2015년 이후에도 100조원을 상회하면서 증가세를 보이고 있다. 최근 들어 MMF 잔액이 증가하는 것은 미국의 금리인상, 중국 경기둔화 등 글로벌 불확실성 등으로 위험회피 심리가 커지면서 단기 결제성 상품에 대한 수요가 증가한 데 따른 결과로 판단된다.

<그림 II-9> 자산운용사의 상품별 수신 잔액 추이



주 : 연말 기준(단, 2016년은 1/4분기말 기준)
 자료: 한국은행, 금융감독원, 금융투자협회

<그림 II-10> 자산운용사의 상품별 수신 비중

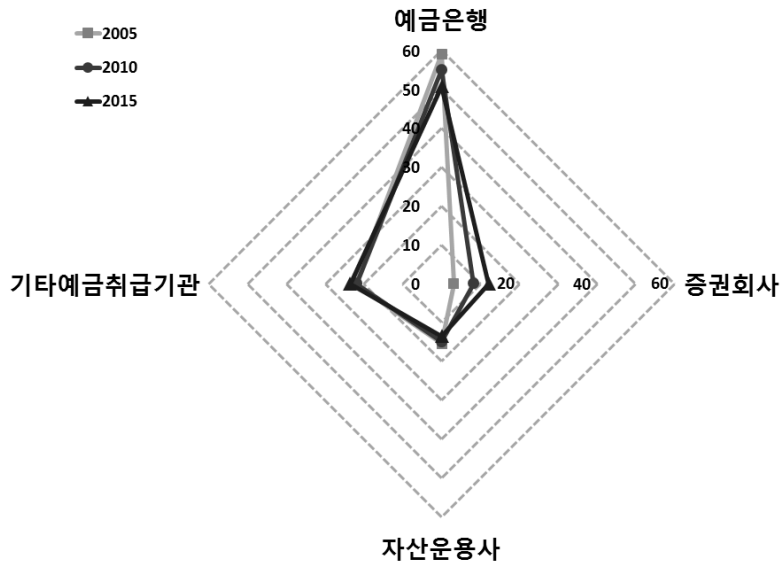


주 : 연말 기준(단, 2016년은 1/4분기말 기준)
 자료: 한국은행, 금융감독원, 금융투자협회

3. 자금흐름 변화의 주요 특징

지금까지 살펴본 금융기관별 및 금융상품별 변화 특징을 정리해 보면 다음과 같다. 첫째, 금융기관별로 과거에 비해 최근 예금은행의 수신 비중이 상대적으로 축소된 반면 증권사 및 자산운용사 등 금융투자업계의 수신 비중이 증가하였다. 이는 무엇보다 저금리 기조의 영향에 따라 저축성 상품이 상대적으로 감소하고 수익률 제고를 위한 금융투자상품에 대한 수요가 증가한 데 따른 것으로 보인다. 특히 증권사의 경우 전체 금융기관 수신에서 차지하는 비중이 2005년말에는 3.1%에 불과하였으나 2016년 3월말 현재 12.7%로 크게 증가하였다. 반면 자산운용사의 경우에는 과거보다 수신 비중이 소폭 줄어들었으나 큰 차이는 없는 것으로 보인다.

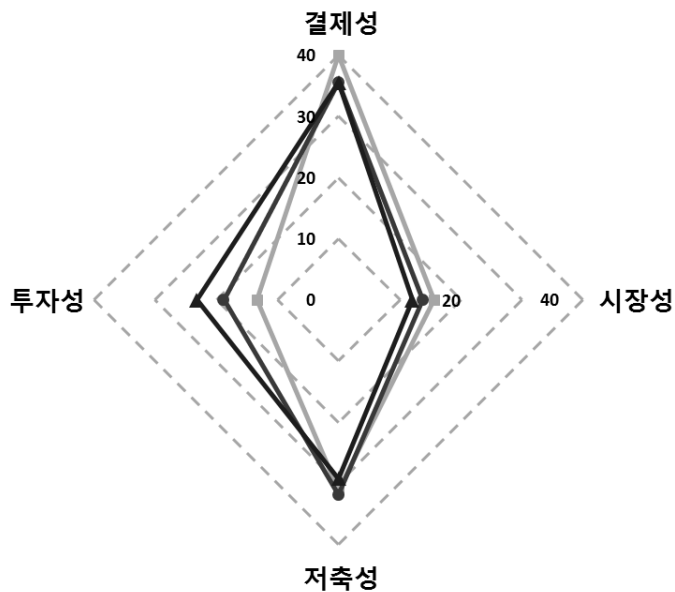
<그림 II-11> 금융기관별 수신 비중 변화



주 : 각 연도말 기준
 자료: 한국은행, 금융감독원, 금융투자협회

둘째, 금융상품별로 보면 결제성, 시장성 및 저축성 상품의 수신 비중이 모두 감소한 반면 투자성 상품의 비중이 크게 확대되었다. 즉 투자성 상품의 비중은 2005년말의 12.7%에서 2016년 3월말에는 23.6%로 크게 확대되었다. 이는 자산운용사의 펀드 등이 글로벌 금융위기 여파에서 완만한 회복에 그치고 있음에도 불구하고 증권사 등을 통한 매도과생결합증권의 판매 증가, 은행 및 증권사의 특정금전신탁 판매 등이 크게 늘어남에 기인한다. 한편 저축성 상품의 경우에는 은행의 장기저축성 상품이 완만한 증가를 보인데 반해 생명보험사의 책임준비금은 상대적으로 빠른 성장세를 보이고 있는데 이는 인구구조 변화 등으로 노후대비를 위한 장기연금보험 형태의 수신이 빠르게 늘어나고 있는데 따른 것으로 보인다.

<그림 II-12> 금융상품별 비중 변화



주 : 각 연도말 기준
 자료: 한국은행, 금융감독원, 금융투자협회

셋째, 투자성 상품에 있어서 과거와 다른 투자성향이 나타나고 있다. 즉, 자산운용사의 주식형펀드 수수는 글로벌 금융위기 발생 이후 급감하여 아직 회복세를 보이지 못하면서 위기발생 이전 잔액의 약 60% 수준에 그치고 있다. 반면 채권형 및 신종펀드의 경우에는 과거보다 2~3배 가량의 수신 잔고 증가를 나타내었다. 이는 글로벌 불확실성 증가 등에 따른 위험회피 심리가 만연함에 따라 투자자의 펀드선택에 있어서도 주식보다는 채권위주의 보다 안정적인 수익추구 현상이 나타나고 있는 데 따른 결과이다. 또한 증권사를 통해 판매가 급신장하고 있는 매도과생결합증권의 경우 2009년말 잔액대비 2016년 3월말 현재 잔액이 4.5배 가량 급신장하였는데 이는 저금리 및 위험회피 심리가 지속되고 있는 상황에서도 보다 적극적인 투자수익률을 추구하려는 투자자들의 행태가 반영된 결과로 풀이된다.

4. 금융위기시 자금흐름 사례

우리나라는 2000년대 초반 카드채 발행 증가와 이에 따른 채무불이행 위험의 증가로 금융시장의 불안이 크게 고조된 바 있으며 2008년에는 글로벌 금융위기의 여파로 국내 금융권 자금흐름이 급격한 변동을 보이며 금융안정성이 위협받은 바 있다. 이 장에서는 두 위기기간 동안 국내 금융권 자금흐름을 간략히 살펴보았다.

가. 2003년 카드채 위기시

2001년 하반기 이후 우리나라 신용카드사의 경영호조로 카드채¹²⁾ 발행이 크게 늘어나면서 금융채 발행이 크게 증가하였다.¹³⁾ 이러한 카드채

12) 카드채는 신용카드사에서 발행되는 회사채를 의미한다.

13) 2002년중 금융채 대비 카드채의 비중은 월평균 70% 이상을 차지하였다.

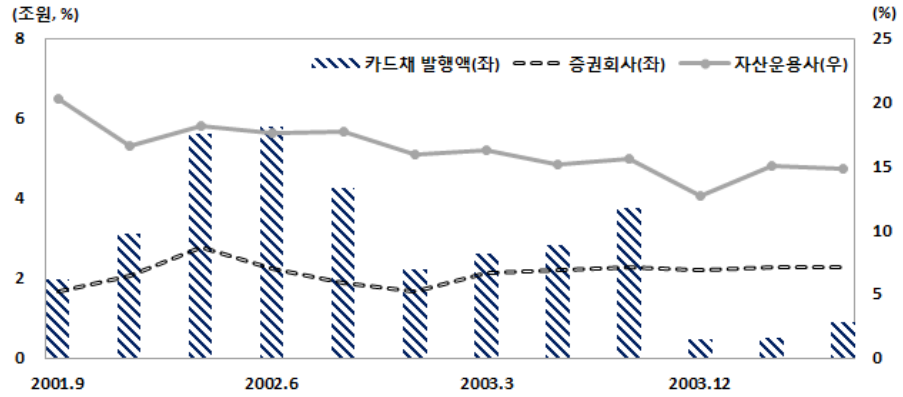
발행에 따른 유동성 증가는 주로 자산운용사의 MMF 및 펀드 투자자금으로 유입되면서 해당 상품의 수신 잔액을 증가시키는 주된 요인의 하나로 작용하였다.

그러나 2002년 하반기 들어 신용카드사의 카드채 만기상환불능 가능성이 제기되면서 카드채의 발행이 급감하고 펀드 등 투자성 상품으로 대거 유입되었던 자금도 급격히 유출되는 현상이 나타났다. 그 결과 2001년 9월말 기준으로 전체 금융권 수신액의 20.3% 비중을 차지하던 자산운용사의 수신 잔액이 2003년중 8.4%나 감소하면서 비중도 2003년말 기준으로는 12.7%까지 하락하였다. 특히 같은 기간내에 자산운용사의 MMF 등 결제성 수신 잔액이 가장 큰 폭으로 하락하였는데 이는 자산운용사의 결제성 자금이 주로 MMF로 구성되어 있고, 당시 카드채를 기반으로 한 상품중 MMF로의 자금유입이 상대적으로 컸던데 기인한다.¹⁴⁾ 또한 자산운용사의 투자성 상품인 펀드의 경우에도 수신 잔액이 2001년 9월 대비 2003년말에는 20.9% 감소하면서 금융권 전체에서 차지하는 펀드의 비중이 크게 감소하였다.

반면 은행권의 수신 비중은 같은 기간중 61.7%에서 62.9%로 소폭 증가하였는데 이중 장기성 자금보다는 요구불예금 등 단기 결제성 자금이 큰 폭으로 늘어났다. 이는 카드사태에 따른 금융불안 및 위험회피 성향의 증가로 시중 자금이 투자성 상품에서 단기 결제성 자금으로 빠르게 이동한 데 따른 결과로 보인다. 또한 증권사의 경우에는 같은 기간중 전체 금융기관에서 차지하는 수신 비중이 1.7%에서 2.2%로 소폭 증가하였다.

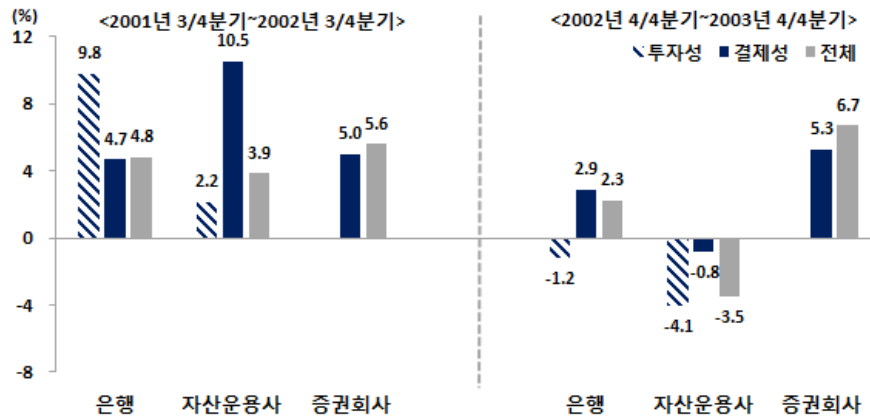
14) 2002년중 자산운용사 및 증권회사의 결제성 상품은 각각 전년대비 20.8% 및 30.3% 상승하였으며, 전체 수신 규모는 각각 8.6% 및 31.4% 증가한 바 있다.

<그림 II-13> 카드채 발행액 및 기관별 수신 비중 추이



주 : 1) 카드채발행액은 분기별 발행액
 2) 증권회사 및 자산운용사는 전체대비 기관별 수신 잔액 비중
 자료: 금융감독원, 금융투자협회

<그림 II-14> 카드채 위기시 금융기관별 수신 증감



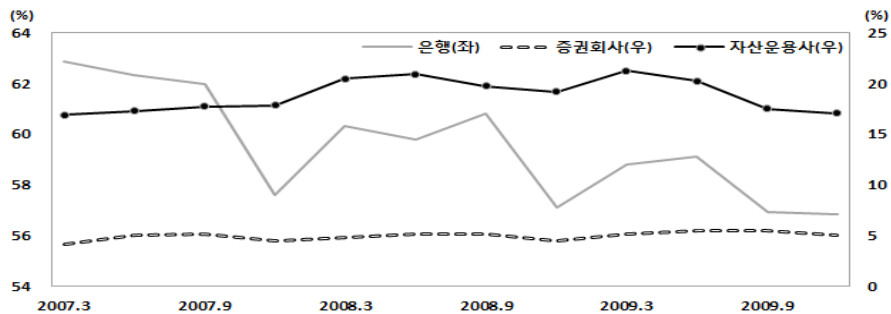
주 : 전분기대비 변동률의 기간평균
 자료: 한국은행, 금융감독원, 금융투자협회

나. 2008년 글로벌 금융위기사

2008년 9월 미국 투자은행인 리먼브러더스의 파산신청 이후 글로벌 금융위기가 전 세계로 확산되면서 국내 자금흐름에도 영향이 나타났다. 글로벌 금융위기 이전 해외투자에 대한 세제혜택 등으로 이른바 펀드 붐이 일어나며 크게 증가하였던 증권회사와 자산운용사의 수신 잔액이 글로벌 금융위기 발생으로 급감하거나 정체를 보였다. 그러나 미국의 1차 양적완화 시행 이후 2009년 초반경에는 글로벌 금융위기가 다소 진정되면서 국내 증권사의 수신 잔액이 다시 급등하였으나 자산운용사의 수신 잔액은 단기반등 이후 다시 추세적인 하락세를 보였다.

글로벌 금융위기 기간을 전후하여 각 기관별 수신 비중을 글로벌 위기 직전인 2008년 9월말과 2009년 9월말 기준으로 비교하여 보면 은행의 수신 비중은 60.8%에서 56.9%로, 자산운용사는 19.8%에서 17.5%로 소폭 감소하였으나, 증권사는 5.1%에서 5.5%로 증가하였다. 이는 글로벌 금융위기 이후 펀드 등 투자성 상품에 대한 위험인식이 고조되면서 주식에 대한 펀드 투자는 감소한 반면 증권사의 중위험-중수익 추구 금융상품이 주목을 받은 데 따른 결과로 보인다.

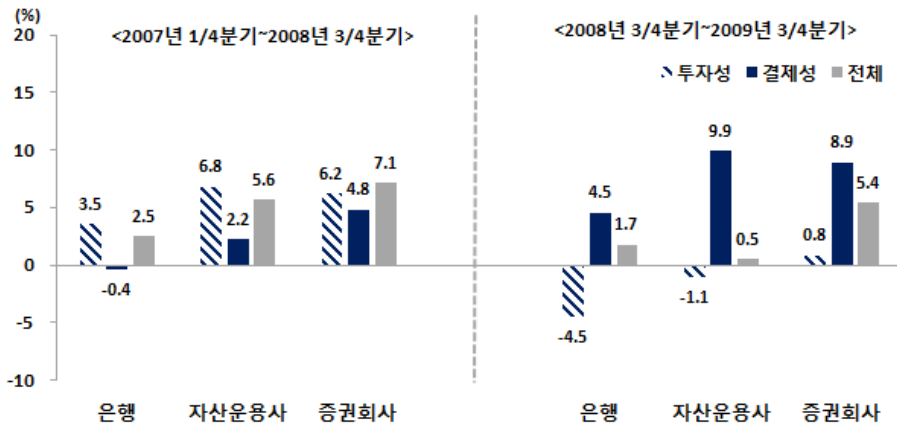
<그림 II-15> 글로벌 금융위기사 금융기관별 수신 잔액 비중



주 : 은행, 증권회사 및 자산운용사는 전체대비 기관별 수신 잔액 비중
 자료: 한국은행, 금융감독원, 금융투자협회

한편 국내 증권사 및 자산운용사의 수신 잔액을 보면 2009년 3/4분기 현재 각각 109조원 및 346조원으로 2008년 3/4분기~2009년 3/4분기중 각각 5.4% 및 0.5% 증가하였다. 이중 증권회사와 자산운용사 모두 결제성 수신의 증가폭이 크게 확대되었는데 특히 글로벌 금융위기 직후 위험회피 심리의 확산으로 증권회사의 결제성 수신 잔액이 분기평균 8.9% 증가하였으며, 자산운용사의 결제성 수신도 같은 기간중 MMF를 중심으로 9.9% 증가한 것으로 나타났다. 이는 카드채 사태에서와 마찬가지로 글로벌 금융위기시 위험회피 심리의 증가와 금융당국의 완화적 통화정책 시행을 통한 금융안정 노력 등으로 단기 결제성 자금의 수신 비중이 늘어나는 경향이 있음을 나타낸다.

<그림 II-16> 글로벌 금융위기시 기간별 수신 증감



주 : 전분기대비 변동률의 기간평균
 자료: 한국은행, 금융감독원, 금융투자협회

III. 국내 금융권 자금흐름에 관한 실증분석

1. 회귀분석을 이용한 추정
2. VAR모형을 이용한 동태적 분석

Ⅲ. 국내 금융권 자금흐름에 관한 실증분석

본 장에서는 앞서의 논의를 바탕으로 금융권 자금흐름의 변동요인을 실증적으로 분석해 보았다. 실증분석의 주안점은 결제성, 저축성 및 투자성 등 금융상품별 자금이 통화정책 변화 및 대내외 불확실성 증대 등에 따라 어떤 변동을 보이는지를 파악하는 데 있다. 이를 위해 회귀분석 방법과 VAR모형을 이용하였다.

1. 회귀분석을 이용한 추정

가. 실증분석 방법

여기서는 통화정책 기조변화 및 대내외 불확실성의 영향으로 국내 금융권의 상품별 자금흐름이 어떤 영향을 받는지를 회귀분석 방법을 통해 분석하였다. 추정을 위한 데이터는 자료의 획득이 가능한 2000년대 이후의 분기별 데이터를 이용하였으며 추정기간은 2000년 1/4분기~2016년 1/4분기 기간 중으로 설정하여 총 관측치는 65개로 이루어졌다.

여기서 상품별 수신은 결제성, 저축성 및 투자성 자금으로 분류하고 이들의 수신 잔액 변동을 피설명변수로 설정하였다.¹⁵⁾ 결제성 자금에는 은행의 요구불예금 및 단기저축성예금, 증권사의 투자자예수금 및 CMA와 자산운용사의 MMF, 신용협동기구 예수금을 포함하였다. 저축성 자금에는 은행의 정기예금 및 정기적금과 기타 저축성예금을 대상으로 하였다. 또한 전체 자금에서 금액 비중이 비교적 큰 생명보험사의 저축성 책임준비금자금을 포함하였다.¹⁶⁾ 투자성 자금에는 증권사의 ELS 등 매도과생결합

15) 시장성 자금은 통화정책 변화에 따른 시중 자금흐름의 영향보다는 금융기관의 자금조달 수요에 따라 변화한다는 점에서 분석에서 제외하였다.

16) 다만, 2009년 이전 과거 시계열 자료는 보간법으로 분기별 데이터를 추정하였으

증권, 자산운용사의 주식형 및 채권형펀드, 은행 및 증권사의 특정금전신탁 등을 포함하였다.

회귀추정을 위한 기본적인 모형은 관련 변수간의 관계 및 분석의 주목적 등을 감안하여 다음과 같이 설정하였다.

$$set_t = A^{set}X_{1t} + B^{set}X_{2t} + C^{set}Z_t + \varepsilon_{1t} \quad (1)$$

$$sav_t = A^{sav}X_{1t} + B^{sav}X_{2t} + C^{sav}Z_t + \varepsilon_{2t} \quad (2)$$

$$inv_t = A^{inv}X_{1t} + B^{inv}X_{2t} + C^{inv}Z_t + \varepsilon_{3t} \quad (3)$$

여기서 $X_{1t} = [set_t, sav_t, inv_t]'$, set_t = 결제성 자금수신, sav_t = 저축성 자금수신, inv_t = 투자성 자금수신을 나타내며 $X_{2t} = [mps_t, shock]'$, mps_t = 통화정책 기조변화, $shock$ = 대내외 불확실성, Z_t = 기타 제반 설명변수를 의미한다.

위의 각 회귀추정식에서 한 상품별 수신은 다른 두 상품의 수신에 의해 영향을 받을 수 있다고 선형적으로 가정하여 X_{1t} 를 각각 포함한 연립구조형태의 모형을 취하였다. 만약 이러한 가정이 성립하여 결제성, 저축성 및 투자성 자금간에 동시성(simultaneity)이 존재하는 경우에는 단순회귀추정(OLS) 보다는 도구변수(instrumental variable)를 이용하여 추정하는 것이 보다 일관성(consistency) 있는 추정결과를 도출할 수 있다. 따라서 회귀추정에 앞서 세 변수간의 동시성 검정을 먼저 실시하였다.

세 변수간 동시성 검정을 위해서는 Hausman(1978)의 방법을 이용하였는데 이는 다음과 같은 과정을 따른다. 우선 결제성 자금의 변동요인을 파악하기 위한 추정식 (1)에서 저축성 자금과 투자성 자금이 외생성(exogeneity)을 갖는다는 귀무가설을 채택하였다. 그 다음 저축성 자금의 변동요인 추정식 (2)와 투자성 자금의 변동요인 추정식 (3)을 전체 모형내의 여타변수를 도구변수로 사용하여 각각 추정된 후 그로부터 잔차

며 상호저축은행의 정기예금은 분기데이터의 부재로 추정에 포함하지 않았다.

(error term)를 구하고 이를 추정식 (1)의 설명변수에 추가하여 다시 추정하였다. 여기서 새로이 추정한 두 잔차항의 계수가 모두 영(zero)이라는 F검정을 실시하였다. 추정식 (2)와 추정식 (3)에 대해서도 동일한 방법으로 추정하였다. 새롭게 추정한 결과 잔차항이 세 경우에서 모두 F값이 영(zero)이라고 판단되는 경우에는 귀무가설이 기각되며 이 경우 세 변수간에 동시성이 존재하는 것으로 판단할 수 있다. 만약 귀무가설이 기각되지 않는 경우에는 세 변수간 동시성이 존재하지 않음을 의미하므로 각 추정식을 최소자승법에 의해 추정함으로써 일관성 있는 결과를 도출할 수 있다.

각 상품별 수신의 변동요인을 파악하기 위한 주요 설명변수로는 크게 통화정책 기초변화(mps)에 대한 대응변수와 대내외 불확실성(shock)과 관련된 변수, 그리고 기타 변수를 포함하였다. 통화정책 기초변화와 관련하여서는 우리나라의 통화정책체계가 금리중시 정책을 사용하고 있으므로 우선 정책금리인 한국은행의 기준금리를 사용하였으며 아울러 기준금리 변화가 초단기시장금리에 즉각 반영된다는 점에서 1일물 콜금리를 사용하였다.

대내외 불확실성과 관련하여서는 국가위험의 대응지표인 CDS프리미엄과 금융안정성에 대한 종합적인 판단지표라 할 수 있는 금융안정지수(Financial Stability Index: FSI)를 함께 고려하였다.¹⁷⁾ 금융안정지수는 한국은행의 금융안정보고서에서 제시하고 있는 시계열을 추정에 이용하였는데 이에 따르면 금융안정지수는 금융시장가격, 외환건전성 지표, 실물경제, 금융기관, 기업 및 가계의 다양한 건전성 지표 등을 포함하며 금융불균형의 축적에 따른 시스템적리스크를 포착하기 위해 20개의 속보성 지표를 활용하여 개발된 지수이다. 따라서 대내외 불확실성의 대응지표로 CDS프리미엄에 비해 훨씬 광범위하고 포괄적인 성격을 갖는다고 할 수 있다.

기타 변수로는 각 상품별 수신에 영향을 미칠 것으로 보이는 수익률의 대응지표를 주로 이용하였다. 기타변수를 고려하는 것은 변수설정의 오류

17) 금융안정지수는 값이 커질수록 금융불안이 심화됨을 나타내는데 이에 관한 자세한 내용은 한국은행 금융안정보고서(2012년 4월호)를 참조하기 바란다.

에 따라 추정 결과 및 해석상의 오류를 최소화하기 위함이다. 이에선 저축성 수신과 관련이 있을 것으로 보이는 은행평균예금금리와 기준금리의 차이(spsavr)와 주식시장에 대한 투자수익률의 대용지표라 할 수 있는 주가지수(kospi)를 포함하였다. 그 밖에 글로벌 금융위기 기간의 여부와 투자성 자산의 경우 특정금전신탁과 관련한 제도변화 등을 반영하여 기간더미 변수를 활용하였다.

추정식 (1)~(3)의 경우 모두 통화정책 기초변화와 불확실성 관련변수를 동일하게 사용하여 추정함으로써 추정결과의 비교가능성과 강건성을 높이고자 하였다. 또한 기타 변수의 경우에도 마찬가지로 추정식 (1)~(3)에서 모두 동일한 변수를 사용하여 추정하였는데 이는 추정결과의 비교가능성을 높일 뿐만 아니라 이들 설명변수가 각 상품별 간에 자금이동에 영향을 미치는지를 파악하는 데도 도움을 줄 것으로 판단되기 때문이다. 아울러 한 상품별 수신변동 추정시 나머지 두 상품별 수신변동을 설명변수에 포함한 경우와 제외한 경우를 모두 분석하여 추정결과의 강건성(robustness)을 높이고자 하였다.

실증분석에서 대부분의 변수들은 로그(log) 변환하여 사용하였으며 추정에 앞서 단위근 검정(unit root test)을 통해 시계열의 안정성(stationality) 여부를 확인하였다. 단위근(unit root)이 존재하는 변수의 경우 1차 차분하여 안정적인 시계열을 확보한 후 사용하였다. 단위근 검정을 위해서는 ADF(Augmented Dickey-Fuller) 및 PP(Phillips-Perron) 검정 통계량을 이용하였다.

나. 데이터의 안정성 및 동시성 검정

<표 III-1>은 각 변수들의 기초통계량 및 단위근 검정 결과를 나타낸다. 분석 결과 금리스프레드, 코스피지수, 금융안정지수를 제외한 각 상품별 자금수신, 정책금리 및 콜금리 등의 변수들이 단위근을 갖고 있는 것으로 나타나 이를 1차 차분한 후 회귀분석하였다.

<표 Ⅲ-1> 주요 변수의 기초통계량 및 단위근 검정 결과

변수	기초통계량				단위근 검정	
	평균	표준편차	왜도	첨도	ADF	PP
log(set)	13.291	0.367	-0.093	2.032	-0.384	-0.533
log(sav)	12.932	0.332	0.109	1.574	-0.771	-1.733
log(inv)	12.417	0.666	0.214	1.535	0.581	-0.940
mpr	0.032	0.010	-0.007	1.933	-1.942	-1.533
call	0.033	0.010	-0.036	1.866	-2.174	-1.641
spsavr	0.005	0.005	2.545	11.502	-2.706*	-3.529**
log(kospi)	7.201	0.445	-0.813	2.284	-2.617*	-2.861*
log(cds)	4.191	0.687	0.064	2.892	-2.869**	-2.862**
log(fsi)	2.025	0.769	-0.104	3.747	-3.555***	-2.914**

주: 1) set: 결제성 수신 잔액, sav: 저축성 수신 잔액, inv: 투자성 수신 잔액, mpr: $\log(1 + \text{기준금리}/100)$, call: $\log(1 + \text{콜금리}/100)$, spsavr: $\log[1 + (\text{은행평균예금금리} - \text{기준금리})/100]$, kospi: 주가지수, cds: CDS프리미엄, fsi: 금융안정지수
 2) ***, ** 및 *는 각각 유의수준 1%, 5% 및 10% 유의수준을 의미

한편 <표 Ⅲ-2>는 세 변수간 동시성 검정 결과를 나타낸다. 추정식 (1)과 (2)의 경우 F값 및 χ^2 값에서 모두 세 변수간에 외생성을 갖는다는 귀무가설을 기각하지 못하는 것으로 나타났으며 추정식 (3)의 경우에도 10% 유의수준에서만 귀무가설을 기각하는 것으로 나타났다. 이는 결제성, 저축성 및 투자성 자금간에 동시성이 존재하지 않는다는 것을 의미하는 것으로 위의 추정식 (1)~(3)의 추정시 통상회귀추정방법(OLS)을 사용하는 데 무리가 없을 것으로 판단된다.

<표 III-2> Hausman 동시성 검정 결과

귀무가설($\Theta_1=\Theta_2=0$)	F값	χ^2 값
결제성 자금(set) 추정식(1)	1.015 (0.369)	2.031 (0.362)
저축성 자금(sav) 추정식(2)	2.230 (0.118)	4.461 (0.107)
투자성 자금(inv) 추정식(3)	2.779 (0.072)*	5.558 (0.062)*

주: 1) 각 수치는 귀무가설에 대한 F값 및 χ^2 값을, ()내는 p값을 나타내며 귀무가설이 기각되는 경우 세 변수간 동시성이 존재함을 의미
 2) 결제성 자금 추정식(1)은 추정식(2) 및 추정식(3)을 전체 모형내의 수단변수에 대해 각각 추정하여 구한 잔차항을 추정식(1)의 설명변수에 추가하여 다시 회귀분석한 것으로 Θ_1 과 Θ_2 는 각각 저축성 및 투자성 추정식으로부터의 잔차항에 대한 계수값을 의미

다. 실증분석 결과

<표 III-3>은 결제성 자금의 변동요인에 대한 회귀추정 결과를 나타낸다. 이에 따르면 우리나라의 결제성 자금변동은 아래의 추정식 (1)~(6)에서 모두 정책금리나 콜금리에 음(-)의 영향을 받는 것으로 나타났으며 통계적 유의성도 높은 것으로 추정되었다. 이러한 결과는 정책금리 및 초단기금리 인하시 시중 유동성 공급이 증가하면서 단기부동자금의 성격을 갖는 결제성 자금이 증가함을 의미한다. 이는 최근 완화적 통화정책으로 늘어난 유동성이 실물투자의 부진과 글로벌 불확실성 등과 맞물리면서 은행권이나 자본시장으로 유입되기 보다는 시중 부동자금 증가로 나타나고 있는 우리나라의 경제상황을 반영하고 있는 것으로 생각된다.

CDS프리미엄이나 금융안정지수 상승의 경우에는 결제성 자금변동에 대체로 음(-)의 영향을 주는 것으로 나타났으나 추정계수의 통계적 유의성은 높지 않은 것으로 나타났다. 또한 글로벌 금융위기시의 기간더미 변수의 경우에도 대체로 결제성 자금의 수신에 큰 영향을 주지 못하는 것으로 분석되었으며 그 밖에 저축성 및 투자성 자금의 변동도 결제성 자금변동에 유의한 영향을 주지 못하는 것으로 확인되었다.

<표 Ⅲ-3> 결제성 자금의 변동요인 추정 결과

종속변수 Δlog(set)	추정식					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
c	0.03 (0.61)	0.03 (0.63)	0.05 (0.95)	0.06 (1.29)	0.02 (0.42)	0.03 (0.68)
Δcall	-5.05 (-3.51) ^{***}	-	-5.54 (-3.62) ^{***}	-	-	-4.59 (-3.73) ^{***}
Δmpr	-	-3.33 (-3.33) ^{***}	-	-3.52 (-3.43) ^{***}	-3.11 (-2.75) ^{***}	-
log(cds)	-0.00 (-0.52)	-0.00 (-0.15)	-	-	0.00 (0.29)	-
log(fsi)	-	-	-0.00 (-0.54)	-0.00 (-0.08)	-	-0.00 (-0.12)
log(kospi) ₋₁	-0.00 (-0.05)	-0.00 (-0.19)	-0.00 (-0.50)	-0.01 (-0.91)	-0.00 (-0.14)	-0.00 (-0.31)
spsavr	0.11 (0.16)	-0.50 (-0.62)	0.15 (0.24)	-0.45 (-0.62)	0.05 (0.05)	0.71 (0.81)
dum0809	-0.01 (-0.37)	0.05 (2.36) ^{**}	-0.02 (-0.69)	0.05 (2.21) ^{**}	0.00 (0.30)	0.01 (-0.68)
Δlog(sav)	-	-	-	-	-0.21 (-1.12)	-0.12 (-0.72)
Δlog(inv)	-	-	-	-	-0.03 (-0.64)	-0.01 (-0.16)
adj. R ²	0.30	0.29	0.33	0.32	0.21	0.31
D.W.	2.34	2.36	2.44	2.28	2.30	2.44

주: 1) 추정기간: 2000년 1/4분기~2016년 1/4분기
 2) set: 결제성 수신 잔액, sav: 저축성 수신 잔액, inv: 투자성 수신 잔액, mpr: log(1+기준금리/100), call: log(1+콜금리/100), spsav: log[1+(은행평균예금금리-기준금리)/100], kospi: 주가지수, cds: CDS프리미엄, fsi: 금융안정지수, dum0809: 글로벌위기 기간더미(2008.3/4~2009.1/4분기)
 3) ()는 t값을 나타내며, ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10% 유의수준을 의미

<표 Ⅲ-4>는 저축성 자금의 변동요인 추정 결과를 타나낸다. 추정 결과에 따르면 저축성 자금은 정책금리나 초단기금리에 대해서 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 갖는 것으로 분석되었다. 이는 금리인하시 저축성 수신도 동반 하락함을 의미하는 것으로 완화적 통화정책이 시중 유동성 증가를 통해 저축성 수신을 증가시키는 경로보다는 은행예금금리 하락을

통해 저축성 수신을 감소시키는 효과가 더 크게 작용하는 데 따른 것으로 풀이된다. 또한 기준금리대비 은행평균예금금리 차이가 확대되는 경우에도 저축성 수신이 늘어나는 것으로 분석되었으며 모든 추정식에서 통계적 유의성이 높은 것으로 나타났다. 이는 장기저축상품의 기대수익률 상승에 따라 동 자금을 대한 수요가 유의하게 증가함을 의미하는 것으로 김영도·서병호(2013)의 연구 결과와 구별된다.

<표 III-4> 저축성 자금의 변동요인 추정 결과

종속변수 Δlog(sav)	추정식					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
c	-0.03 (-0.74)	-0.03 (-0.79)	-0.05 (-1.21)	-0.06 (-1.43)	-0.02 (-0.61)	-0.04 (-1.07)
Δcall	2.39 (2.85) ^{***}	-	2.71 (3.04) ^{***}	-	2.00 (1.98) [*]	2.29 (2.16) ^{**}
Δmpr	-	1.83 (2.32) ^{**}	-	1.86 (2.23) ^{**}	-	-
log(cds)	0.01 (2.67) ^{**}	0.01 (2.28) ^{**}	-	-	0.01 (2.58) ^{**}	-
log(fsi)	-	-	0.01 (1.59)	0.01 (1.22)	-	0.01 (1.57)
log(kospi) ₋₁	-0.00 (-0.22)	-0.00 (-0.03)	0.01 (1.10)	0.01 (1.38)	-0.00 (-0.29)	0.01 (0.97)
spsavr	2.68 (4.57) ^{***}	3.11 (4.81) ^{***}	3.12 (5.71) ^{***}	3.48 (5.60) ^{***}	2.69 (4.51) ^{***}	3.13 (5.63) ^{***}
dum0809	-0.02 (-2.10) ^{**}	-0.03 (-2.82) ^{***}	-0.02 (-1.83) [*]	-0.03 (-2.56) ^{**}	-0.03 (-2.10) ^{**}	-0.02 (-1.86) [*]
Δlog(set)	-	-	-	-	-0.07 (-0.67)	-0.08 (-0.72)
Δlog(inv)	-	-	-	-	0.01 (0.26)	0.01 (0.29)
adj. R ²	0.42	0.39	0.38	0.34	0.40	0.36
D.W.	2.21	2.14	2.26	2.24	2.16	2.24

주: 1) 추정기간: 2000년 1/4분기~2016년 1/4분기
 2) set: 결제성 수신 잔액, sav: 저축성 수신 잔액, inv: 투자성 수신 잔액, mpr: log(1+기준금리/100), call: log(1+콜금리/100), spsavr: log[1+(은행평균예금금리-기준금리)/100], kospi: 주가지수, cds: CDS프리미엄, fsi: 금융안정지수, dum0809: 글로벌위기 기간더미(2008.3/4~2009.1/4분기)
 3) ()는 t값을 나타내며, ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10% 유의수준을 의미

한편 저축성 수신은 CDS프리미엄 상승에 대해서 통계적으로 유의한 양(+)¹⁾의 영향을 받는 것으로 나타났는데 이는 불확실성 확대시의 경우보다 안정적인 장기저축상품에 대한 수요가 증가하는 현상을 반영한 것으로 판단된다. 다만 금융안정지수를 대외불확실성의 대용변수로 사용한 추정 결과의 부호는 예상과 일치하였으나 통계적 유의성은 높지 않은 것으로 나타났다. 또한 전기 주가지수의 상승에 대해서는 추정계수값의 부호가 일관되지 않는 것으로 나타났다. 이는 주가지수 상승이 저축성 자금의 투자성 자금으로의 대체를 증가시키는 효과는 강하지 않음을 의미하는 것으로 생각된다. 또한 저축성 자금변동에 대한 결제성 및 투자성 자금변동의 영향도 미미한 것으로 나타났다.

<표 Ⅲ-5>는 투자성 자금의 변동요인 추정 결과를 나타낸다. 이에 따르면 투자성 상품은 통화정책 변화의 영향보다는 전기 주가지수에 대해 통계적으로 유의한 양(+)²⁾의 영향을 받는 것으로 분석되었다. 이는 저금리 기조로 은행예금의 매력도가 낮아진 상황에서 주가지수 상승이 투자성 상품에 대한 수요증가의 주된 요인으로 작용하고 있음을 의미한다. 그러나 기준금리 대비 은행예금금리는 투자성 수신에 유의한 영향을 주지 않는 것으로 나타났는데 이는 은행예금에 대한 기대수익률 하락이 저축성 상품의 투자성 상품으로의 대체와 같은 머니무브 현상으로 이어지지 않고 있음을 의미한다.

또한 투자성 수신은 대외불확실성을 반영한 CDS프리미엄이나 금융안정지수에 통계적으로 유의한 음(-)³⁾의 영향을 받고 있는 것으로 분석되었다. 이는 금융불확실성이 증가하는 상황에서 위험회피 성향이 증가하면서 투자성 상품에 대한 수신이 감소하는 현상을 반영하는 것으로 풀이된다. 다만, 글로벌위기 기간더미 변수의 경우 투자성 수신에 대해 음(-)⁴⁾의 부호를 보여 예상과 일치하였으나 통계적 유의성은 높지 않은 것으로 나타났다. 한편 투자성수신은 특정금전신탁과 관련한 기간더미에 대해 통계적으로 유의한 영향을 받는 것으로 나타났다. 이는 금융신상품 도입이나 투자상품 관련 제도 변경이 투자성 자금수요에 큰 영향을 주고 있음을 시사한다. 또한 앞서의 두 추정식에서와 마찬가지로 결제성 및 저축성 자금변

동은 투자성 자금변동에 유의한 영향을 주지 못하는 것으로 나타나 세 변수간 내생성이 그리 크지 않은 것으로 확인되었다.

<표 III-5> 투자성 자금의 변동요인 추정 결과

종속변수 Δlog(inv)	추정식					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
c	-0.17 (-1.76)*	-0.11 (-1.08)	-0.16 (-1.75)*	-0.11 (-1.09)	-0.17 (-1.71)*	-0.17 (-1.71)*
Δcall	0.19 (0.10)	0.39 (0.17)	-	-	0.17 (0.07)	-
Δmpr	-	-	0.60 (0.24)	-3.93 (-1.48)	-	0.58 (0.20)
log(cds)	-0.02 (-2.39)**	-	-0.02 (-2.38)**	-	-0.02 (-2.23)**	-0.02 (-2.27)**
log(fsi)	-	-0.01 (-1.37)	-	-0.02 (-2.16)**	-	-
log(kospi) ₋₁	0.04 (3.06)***	0.02 (1.71)*	0.04 (3.04)***	0.02 (1.88)*	0.04 (3.00)***	0.04 (2.98)***
spsavr	-0.35 (-0.21)	-0.21 (-0.12)	-0.37 (-0.22)	-0.57 (-0.34)	-0.20 (-0.10)	-0.22 (-0.11)
dum0809	-0.01 (-0.21)	-0.02 (-0.41)	-0.00 (-0.01)	-0.09 (-1.24)	-0.01 (-0.23)	-0.00 (-0.04)
dum1003	0.33 (8.43)***	0.32 (7.08)***	0.33 (8.40)***	0.33 (7.44)***	0.33 (8.20)***	0.33 (8.18)***
Δlog(set)	-	-	-	-	-0.04 (-0.14)	-0.02 (-0.09)
Δlog(sav)	-	-	-	-	-0.05 (-0.15)	-0.05 (-0.16)
adj. R ²	0.61	0.51	0.61	0.53	0.59	0.59
D.W.	1.54	1.68	1.55	1.64	1.56	1.56

주: 1) 추정기간: 2000년 1/4분기~2016년 1/4분기

2) set: 결제성 수신 잔액, sav: 저축성 수신 잔액, inv: 투자성 수신 잔액, mpr: log(1+ 기준금리/100), call: log(1+ 콜금리/100), spsavr: log[1+(은행평균예금금리-기준금리)/100], kospi: 주가지수, cds: CDS프리미엄, fsi: 금융안정지수, dum1003: 특정금전신탁기간더미(2010년3/4분기), dum0809: 글로벌위기 기간 더미(2008.3/4~2009.1/4분기)

3) ()는 t값을 나타내며, ***, **, *는 각각 1%, 5% 및 10% 유의수준을 의미

2. VAR모형을 이용한 동태적 분석

가. 실증분석 방법

본 장에서는 VAR모형을 이용하여 통화정책 기조변화 및 대내외 불확실성 증가가 각 금융상품별 수신에 미치는 동태적(dynamic) 영향을 분석하였다. 앞서의 회귀분석 추정과 별도로 동태적 분석을 병행하는 것은 통화정책 기조변화와 대외불확실성 충격이 발생하는 경우 각 상품별 수신에 미치는 영향이 어느 정도의 시차를 두고 나타나는 점을 고려하기 위함이다.

추정모형에 사용된 변수는 통화정책 기조변화 또는 대내외 불확실성의 대응변수와 각 상품별 수신변동으로 구성하였다. 통화정책 기조변화와 관련한 대응변수는 앞서 회귀분석에서와 같이 1일물 콜금리와 기준금리 두 가지 대응변수를 각각 사용하였으며 대내외 불확실성의 대응변수로는 CDS프리미엄과 금융안정지수를 각각 이용하였다. 또한 모형의 추정결과로부터 도출한 충격반응함수(impulse response function) 추정을 통해 각 자금 수신의 동태적 반응을 살펴보았으며 시차에 따른 단기적인 반응은 물론 누적효과도 함께 제시하였다. 아울러 각 상품별 수신변동을 설명하는 분산분해(variance decomposition) 결과를 제시하여 통화정책 기조변화와 대내외 불확실성이 상품별 수신변동에 미치는 설명력을 분석하였다.

VAR모형 설정과 충격반응함수 분석에 있어서는 변수의 순서(order)의 선정이 중요한 데 이를 위해 다음과 같은 가정을 바탕으로 하였다.¹⁸⁾ 본 실증분석의 목적이 통화정책 기조변화 및 대내외 불확실성 충격이 각 자금 수신변동에 미치는 영향을 파악하는 데 있으므로 충격에 해당되는 이들 변수를 맨 먼저 두고 각 자금 수신변동을 그 뒤에 두도록 하였다. 또한 각 자금간의 순서에 있어서는 인과관계 분석 결과를 바탕으로 가장 외생성이 높은 변수를 먼저 모형에 설정하였다. 이를 위해 모형추정에 앞서 우선 결

18) 변수의 순서를 바꾸어 추정해 보더라도 결과에는 차이가 거의 나타나지 않았다.

제성, 저축성 및 투자성 상품간의 인과관계 검정(Granger causality test)을 실시해 보았다. 아울러 모형의 시차는 AIC기준(Akaike criterion)을 적용하여 2분기로 하였다.

나. 인과관계 분석 결과

<표 III-6>은 결제성, 투자성, 저축성 자금간의 그랜저 인과관계 검정(Granger causality test) 결과를 나타낸다. 추정 결과를 보면 우선 결제성 자금은 투자성 자문에 인과관계를 제공하지 않는다는 귀무가설을 어느 정도 기각하는 것으로 나타났는데 이러한 결과는 글로벌 금융위기 이전과 전체기간에서 유의하게 나타났다. 반면 결제성 자금은 저축성 자금에는 인과관계를 제공하지 않는 것으로 나타났다. 이는 단기 결제성 자금의 증가가 저축성 상품에 영향을 주기 보다는 금융 투자 상품에 미치는 영향이 상대적으로 큼을 의미하는 것으로 볼 수 있다.

투자성 상품의 경우에는 결제성 자문에 대해 인과관계를 제공하지 않는 반면 저축성 자금변동에는 뚜렷한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 글로벌 금융위기 이전 및 이후에서 모두 관찰되었다. 또한 저축성 자금은 결제성 자문에 유의한 영향을 미치지 않은 반면 투자성 자금에는 어느 정도의 시차를 두고 영향을 미치는 것으로 나타났다.

그랜저 인과관계 분석 결과를 종합해 보면 결제성 자금은 투자성 자문에 일방적인 인과관계를 제공하며, 투자성 자금과 저축성 자금 간에는 상호 영향을 주고받는 인과관계가 있는 것으로 판단된다. 그 밖의 관계에서는 인과관계가 크지 않은 것으로 나타났다. 이러한 결과를 바탕으로 VAR 모형의 구성시 외생성이 상대적으로 큰 것으로 보이는 결제성, 투자성, 저축성 자금의 순으로 변수를 설정하였다.

<표 Ⅲ-6> 상품별 수신의 그랜저 인과관계 분석 결과

기간	귀무가설	시차		
		1	2	3
글로벌 금융위기 이전기간	log(set) log(sav)	1.06	0.47	0.41
	log(set) log(inv)	9.46***	1.52	1.00
	log(sav) log(set)	2.67	1.90	0.66
	log(sav) log(inv)	4.02*	1.72	1.33
	log(inv) log(set)	0.72	0.24	4.03**
	log(inv) log(sav)	13.62***	8.37***	6.24***
글로벌 금융위기 이후기간	log(set) log(sav)	1.00	0.57	1.72
	log(set) log(inv)	2.75	1.47	1.66
	log(sav) log(set)	0.59	1.93	0.57
	log(sav) log(inv)	2.98*	2.07	5.89***
	log(inv) log(set)	0.70	1.33	4.12**
	log(inv) log(sav)	3.06*	4.30**	3.36**
전체기간	log(set) log(sav)	0.02	0.65	0.81
	log(set) log(inv)	12.25***	2.43*	1.52
	log(sav) log(set)	1.31	0.67	0.95
	log(sav) log(inv)	4.45**	0.58	0.73
	log(inv) log(set)	2.81*	1.24	2.33*
	log(inv) log(sav)	7.24***	3.93**	2.12

주: 1) 위기 이전기간: 2001년 1/4분기~2008년 4/4분기, 위기 이후기간: 2009년 1/4분기~2016년 1/4분기, 전체기간: 2000년 1/4분기~2016년 1/4분기
 2) set: 결제성 수신 잔액, sav: 저축성 수신 잔액, inv: 투자성 수신 잔액
 3) 수치는 F값을 나타내며, ***, ** 및 *는 각각 유의수준 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의함을 의미

다. 충격반응함수 분석 결과

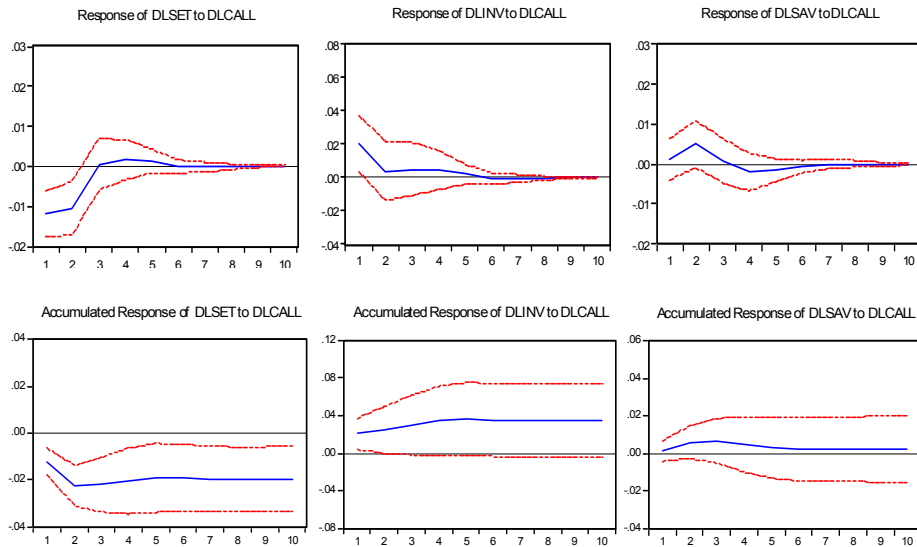
1) 금리 충격의 자금흐름에 대한 영향

<그림 Ⅲ-1>은 통화정책 기초변화에 따른 각 자금수신에 미치는 동태적인 분석 결과를 나타낸다. 이에 따르면 정책금리 인상 및 콜금리 상승

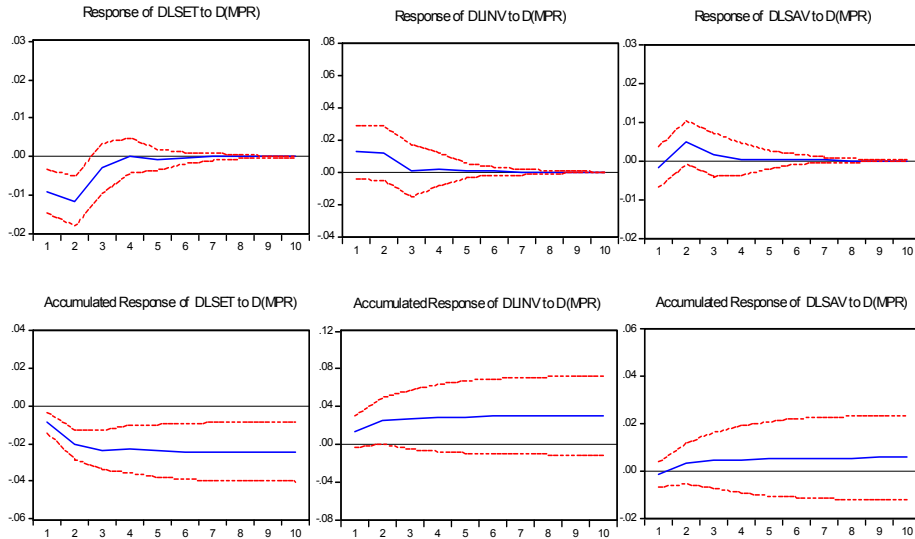
충격이 발생하는 경우 결제성 자금은 대략 2분기 동안 음(-)의 영향을 받는 것으로 나타나다가 이후 영향이 점차 사라지는 것으로 분석되었으며 정책금리와 콜금리의 경우에서 모두 비슷한 결과를 나타내었다. 이는 앞서의 회귀분석 결과에서와 마찬가지로 금리하락에 따른 유동성 증가시 단기부동자금의 성격을 갖는 결제성 자금이 증가하는 최근 우리나라의 상황을 반영하는 것으로 보인다.

정책금리 및 콜금리 충격이 투자성 자금변동에 미치는 영향에 있어서는 1분기 동안 양(+)의 영향이 나타나다가 그 영향이 빠르게 소멸되는 것으로 분석되었다. 이는 금리인하시 투자성 자금이 단기간 동안에만 증가함을 의미하는 것으로 금리인하에 따른 주가의 기대수익률 상승 등이 요인으로 작용한 결과로 보인다. 그러나 금리충격이 저축성 자금변동에 미치는 분석에서는 충격반응 값이 1~2분기 동안 대체로 양(+)의 결과를 보였으나 신뢰구간 범위를 벗어나 통계적 유의성은 낮은 것으로 보인다.

<그림 III-1> 금리 충격시 각 자금흐름의 반응



<콜금리 충격시>



<기준금리 충격시>

주: DLSET: $\Delta\log(\text{결제성 수신})$, DLSAV: $\Delta\log(\text{저축성 수신})$, DLINV: $\Delta\log(\text{투자성 수신})$,
 D(MPR): $\Delta\log(1 + \text{기준금리}/100)$, DLCALL: $\Delta\log(1 + \text{콜금리}/100)$

2) 대내외 불확실성 충격의 자금흐름에 대한 영향

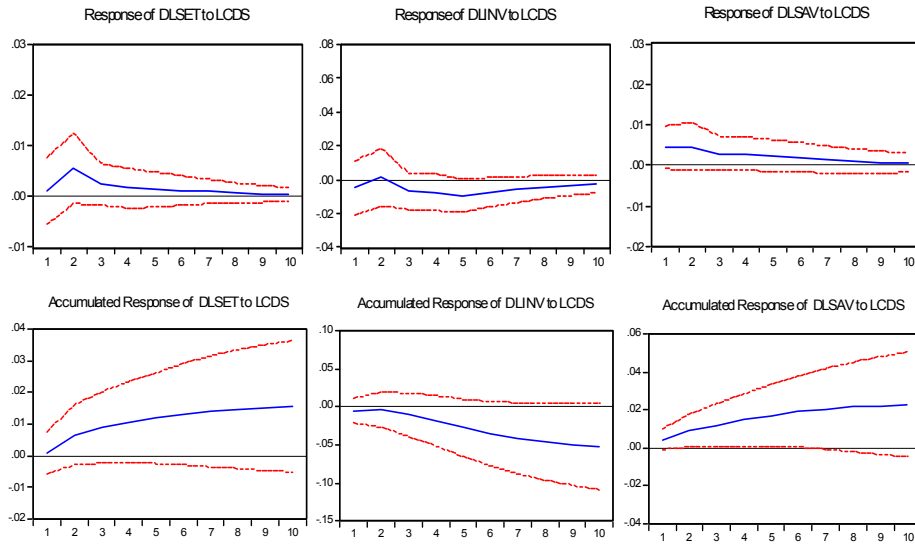
<그림 Ⅲ-2>는 대내외 불확실성 충격이 발생하는 경우 각 자금의 수신변동에 미치는 동태적 분석 결과를 나타낸다. 우선 CDS프리미엄 및 금융안정지수 충격시 결제성 자금변동의 반응을 보면 충격발생 2분기 이후 양(+)의 영향이 어느 정도 유의하게 나타났으나 3분기 이후에는 그 영향이 빠르게 소멸되는 것으로 나타났다. 이처럼 대외불확실성이 증가하는 경우 결제성 자금변동이 약간의 시차를 두고 나타나는 것은 투자자들의 위험선호 변화와 투자상품의 변경에 대략 2분기 정도의 시차가 소요됨을 의미하는 것으로 판단된다.

CDS프리미엄 및 금융안정지수 충격이 발생하는 경우 투자성 자금변동을 보면 두 변수에서 다소 상이한 결과를 보이는 것으로 나타났다. 즉

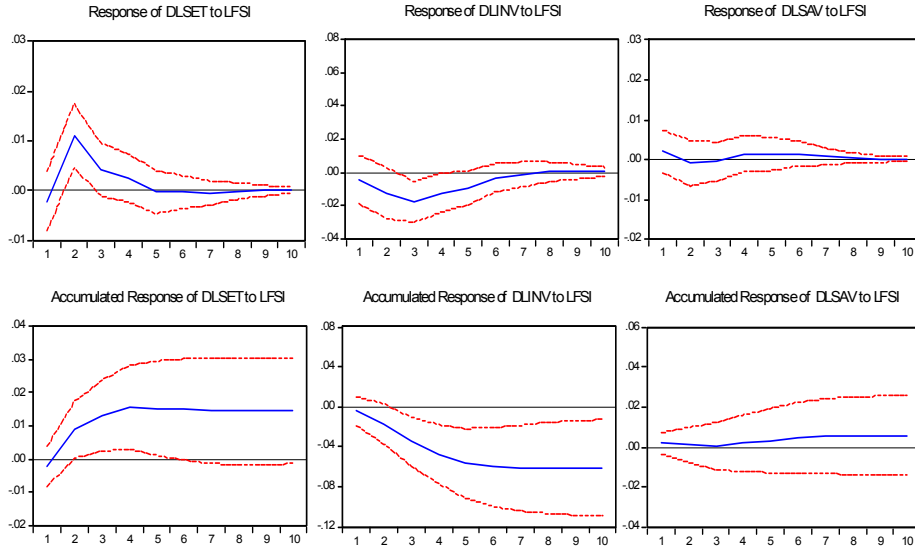
CDS프리미엄 충격의 경우 투자성 자금변동에 미치는 영향이 그리 유의하지 않는 것으로 보이는 반면 금융안정지수 충격의 경우에는 투자성 자금변동에 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 주는 것으로 나타났으며 그 영향의 지속기간도 4~5분기 정도로 비교적 그 영향이 오랜 기간 지속되는 것으로 나타났다.

한편 대내외 불확실성이 증가하는 경우 저축성 수신변동에 미치는 영향에 있어서는 CDS프리미엄 상승시 저축성 수신이 꾸준히 증가하는 것으로 분석되었다. 이는 불확실성 증가시 위험회피 성향의 증가로 상대적으로 안정적인 저축성 수신이 증가하는 데 따른 결과로 앞서의 회귀분석 추정에서의 결과와 일치한다. 특히 이 경우 저축성 자금의 수신 증가는 1~2년 정도 오랜 기간 지속되는 것으로 나타났다. 다만, 금융안정지수의 경우에는 통계적 유의성이 높지 않은 것으로 나타났다.

<그림 III-2> 대내외 불확실성 충격시 각 자금흐름의 반응



<CDS프리미엄 충격시>



<금융안정지수 충격시>

주: DLSET: $\Delta\log(\text{결제성 수신})$, DLSAV: $\Delta\log(\text{저축성 수신})$, DLINV: $\Delta\log(\text{투자성 수신})$,
 LCDS: $\log(\text{CDS프리미엄})$, LFSI: $\log(\text{금융안정지수})$

라. 분산분해 분석

<표 III-7>은 각 상품별 수신변동에 대한 여타변수들의 설명력을 분석한 분산분해 결과를 나타낸다. 결제성 자금변동의 경우 자체변수 이외에 통화정책 기초변화를 반영한 콜금리 변동과 대내외 불확실성 증가를 반영한 금융안정지수 변동에 대한 설명력이 비슷한 정도로 매우 높은 것으로 나타났다. 다만 콜금리 변동의 경우에는 결제성 자금변동에 즉각 영향을 주는 반면 금융안정지수는 약 2분기 정도의 시차를 두고 설명력이 크게 높아지는 것으로 나타났다. 투자성 자금변동의 경우에는 콜금리 변동 보다는 금융안정지수 변동에 대한 설명력이 훨씬 높은 것으로 분석되었는데 금융안정지수의 설명력은 2~3분기의 시차를 두고 증가하는 것으로 나타

났다. 저축성 자금의 경우에는 콜금리 변동 2분기후 설명력이 높아지는 것으로 추정되었으나 금융안정지수의 설명력은 그리 높지 않았다.

<표 III-7> 각 자금변동에 대한 분산분해 결과

DLSET						
시차	표준오차	DLCALL	LFSI	DLSET	DLINV	DLSAV
1	0.0221	18.040	6.432	75.527	0.0000	0.0000
2	0.0255	23.635	18.198	57.946	0.0760	0.1438
3	0.0264	22.653	20.664	56.219	0.3117	0.1500
4	0.0269	22.867	22.120	54.340	0.5104	0.1607
5	0.0270	22.864	21.863	53.732	0.7700	0.7698
6	0.0271	22.753	21.893	53.603	0.7664	0.9831
7	0.0271	22.661	22.082	53.375	0.7707	1.1096
8	0.0271	22.652	22.117	53.341	0.7794	1.1094
9	0.0271	22.651	22.117	53.339	0.7794	1.1127
10	0.0272	22.648	22.120	53.330	0.7798	1.1206

DLINV						
시차	표준오차	DLCALL	LFSI	DLSET	DLINV	DLSAV
1	0.0566	1.2279	0.2208	3.4152	95.135	0.0000
2	0.0597	2.6896	7.0425	3.2866	86.917	0.0634
3	0.0654	2.8926	16.420	2.8645	72.429	5.3930
4	0.0670	3.5983	18.496	2.7939	69.730	5.3806
5	0.0677	3.7081	19.387	2.9869	68.224	5.6928
6	0.0679	3.7815	19.437	2.9677	67.786	6.0263
7	0.0680	3.8973	19.426	2.9819	67.606	6.0872
8	0.0680	3.9009	19.410	2.9888	67.557	6.1418
9	0.0681	3.9065	19.404	2.9966	67.531	6.1602
10	0.0681	3.9116	19.402	2.9962	67.522	6.1675

DLSAV						
시차	표준오차	DLCALL	LFSI	DLSET	DLINV	DLSAV
1	0.0204	0.6317	2.2257	1.0558	0.7010	95.385
2	0.0222	7.3093	2.0521	0.9608	3.9894	85.688
3	0.0227	7.2590	1.9690	1.1609	4.6631	84.947
4	0.0229	7.6992	2.0795	1.5226	4.6068	84.091
5	0.0230	8.1633	2.2221	1.5043	4.5740	83.536
6	0.0231	8.1316	2.7525	1.4945	4.5897	83.031
7	0.0231	8.1213	3.0930	1.4910	4.5714	82.723
8	0.0232	8.1149	3.2581	1.4985	4.5620	82.566
9	0.0232	8.1084	3.2822	1.5045	4.5635	82.541
10	0.0232	8.1056	3.2841	1.5089	4.5620	82.539

주: DLSET: $\Delta \log(\text{결제성 수신})$, DLSAV: $\Delta \log(\text{저축성 수신})$, DLINV: $\Delta \log(\text{투자성 수신})$,
 DLCALL: $\Delta \log(1 + \text{콜금리}/100)$, LFSI: $\log(\text{금융안정지수})$

IV. 요약 및 시사점

IV. 요약 및 시사점

본 연구에서는 국내 금융기관별 및 금융상품별로 자금흐름의 현황 및 특징을 살펴보고 금융상품별 자금흐름의 변동요인이 무엇인지를 실증적으로 분석하였다. 특히 국내 완화적 통화정책 기조와 대내외 불확실성 지속에 따라 자금흐름이 어떤 변화를 보이는지를 분석하는데 초점을 두었다.

2000년대 이후 우리나라 금융권 자금흐름의 주요 특징을 요약해 보면 예금은행의 수신 비중이 상대적으로 축소된 반면 증권사 및 자산운용사의 수신 비중은 증가하였다. 또한 금융상품별로는 결제성, 시장성 및 저축성 상품의 수신 비중이 모두 감소한 반면 투자성 상품의 비중은 크게 확대되었는데 이는 투자수익률 제고를 위해 금융투자상품에 대한 수요가 꾸준히 증가한데 기인한다. 또한 투자성 상품 내에 있어서도 과거와 달리 주식형 펀드 상품의 비중은 감소한 반면 채권형 및 신종펀드는 꾸준한 증가세를 나타내었다. 이는 글로벌 불확실성 증가 등에 따른 위험회피 심리로 주식보다는 채권위주의 보다 안정적인 수익추구 현상이 나타나고 있는데 기인하는 것으로 판단된다.

우리나라의 완화적 통화정책과 대내외 불확실성 증가로 각 상품별 자금흐름이 어떤 영향을 받는지에 대해 회귀분석 및 VAR모형을 이용한 실증분석 결과를 종합적으로 살펴보면 대체로 금융상품별 자금의 변동은 통화정책 기조변화와 대내외 불확실성 증가에 대해 모두 영향을 받는 것으로 분석되었으나 각 상품별로 차별화된 특징이 있는 것으로 보인다.

우선 결제성 자금은 완화적 통화정책 기조에 따른 저금리 지속 및 시중 유동성 증가시 유의하게 증가하는 것으로 분석되었다. 또한 결제성 자금은 정책금리 변화 이후 대략 2분기 정도의 시차를 두고 수신 변화가 일어나는 것으로 보인다. 저축성 자금은 은행의 평균예금금리 등 기대수익률에 가장 큰 영향을 받는 것으로 분석되어 최근의 저금리 기조는 저축성 수신의 감소요인으로 작용하는 것으로 나타났다. 이는 완화적 통화정책이 지속되는 경우 유동성 증가에 따른 저축성 수신의 증가효과보다는 예금수

익률의 저하에 따른 수신 감소효과가 상대적으로 더 큼을 의미한다. 그러나 대내외 불확실성의 증가는 안전자산 선호를 강화시키면서 예금 등 저축성 상품수신의 증가요인으로 작용하는 것으로 분석되었다. 투자성 자금의 경우에는 우리나라 주가지수 상승에 따라 수신이 증가하는 경향이 강한 것으로 분석되었으며 금융불안에 대해서는 위험회피 성향 증대의 영향으로 수신이 감소하는 것으로 나타났다. 그러나 저금리에 따른 은행 예금 수익률 저하가 투자성 상품으로 대체되는 효과는 그리 크지 않은 것으로 분석되었다.

향후 우리나라의 경우 완화적 통화정책이 당분간 이어질 것으로 보이고 대내외 금융불확실성도 상당기간 지속될 가능성이 크다는 점에서 앞으로 금융상품간 이동은 더욱 활발히 일어날 것으로 전망된다. 본 보고서의 분석 결과에 비추어 볼 때 다음과 같은 시사점을 생각해 볼 수 있다.

첫째, 향후 통화정책 방향과 관련하여 본 보고서의 실증분석 결과 저금리 지속에 따른 시중 유동성의 증가는 은행권의 저축성 상품이나 금융투자업권의 투자성 상품으로 유입되어 기업의 간접금융 또는 직접금융 형태의 자금조달에 도움을 주기보다는 단기부동자금의 증가로 나타나고 있는 점에 주목할 필요가 있다. 이는 향후 우리나라가 저금리 등 완화적 통화정책을 지속하더라도 실물경제 회복에 효과를 발휘할지는 여전히 불투명하다는 점을 시사하는 것으로 판단된다. 따라서 통화정책의 유효성을 높이기 위해서는 금리인하 보다는 시중 유동성이 금융권내는 물론 실물경제의 생산적인 부분으로 효과적으로 흘러가도록 유도하는 것이 더 중요하며 이를 위해서는 기업 및 금융기관 구조조정 등을 통해 실물경기와 금융부문간의 괴리를 줄이는 노력이 필수적인 과제라 생각된다.

둘째, 최근 저금리 기조 등으로 투자성 상품에 대한 수신이 꾸준히 늘어나고 있고 우리나라의 빠른 인구고령화 추이로 노후대비를 위한 자산증식 필요성이 커지면서 투자성 상품에 대한 수요증가는 향후에도 지속될 가능성이 크다. 이러한 점을 감안할 때 향후 투자성 상품에 대한 투자수요 증가를 충족시키고 기업에 대한 직접금융 기능이 강화될 수 있도록 주식시장 및 채권시장 등을 중심으로 한 자본시장의 양적·질적 발전을 도

모해 나갈 필요가 큰 것으로 판단된다. 다만, 투자성 자금의 성격상 자산 가격의 변동위험이 잠재하고 있고 그 결과 금융안정성에 상대적으로 큰 영향을 줄 수 있는 만큼 자산가격의 버블 형성이나 금융시장 가격의 변동성 확대 등으로 금융안정성에 부정적 영향이 나타나지 않도록 리스크 관리를 철저히 해 나갈 필요가 있다.

셋째, 최근 미국의 금리인상 및 정권교체기의 불확실성, 중국과의 환율 갈등 가능성 및 보호무역주의의 확산 등 다양한 요인에 의한 글로벌 불확실성이 국내 자금흐름의 왜곡으로 나타나지 않도록 노력하여야 한다. 본 보고서의 분석결과에서 나타난 바와 같이 대내외 불확실성 증가시 투자성 수신이 감소하고 저축성 예금은 증가하는 것으로 분석되고 있는 점에 비추어 투자성 수신 감소로 자본시장의 활력이 저하되지 않도록 유의하고 장기저축성 수신 및 이에 따른 은행권 신용공급 증가가 부실기업이나 부동산시장을 겨냥한 가계대출 부문에 집중되어 나타나지 않도록 유의할 필요가 있다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

- 김영도·서병호, 2013, 『금융업권간 자금이동의 결정요인 분석과 시사점』, 한국금융연구원 연구보고서 2013-6.
- 금융감독원, 직접금융 자금조달 실적, 보도자료, 각호.
- 이승훈·김완중, 2008, 머니무브 재현가능성과 은행시장성 수신 증가 영향 점검, 하나금융그룹 『하나금융정보』.
- 한국은행, 2012, 『금융생활길라잡이』.
- 한국은행, 2012, 『금융안정보고서』 2012-4.
- 한국은행, 2012, 『한국의 통화정책』.
- Beber, A., Brandt, M.W., Kavajecz, K.A., 2009, Flight-to-quality or flight-to-liquidity? evidence from the euro-area bond market, *Review of Financial Studies* 22(3), 925-57.
- Bernanke, B., Gertler, M., Gilchrist, S., 1996, The financial accelerator and the flight to quality, *Review of Economics and Statistics* 78(1), 1-15.
- Grinblatt, M., Titman, S., Wermers, R., 1995, Momentum investment strategies, portfolio performance, and herding: a study of mutual fund behavior, *American Economic Review* 85(5), 1088-1105.
- Hardouvelis, G.A., 2010, Actions for a less procyclical financial system, *Economy & Markets, Eurobank Research* 5(5), 1-33.
- Hausman, J.A., 1978, Specification tests in econometrics, *Econometrica*, 46, 1251-1271.

- International Monetary Fund, 2011, Long-term investors and their asset allocation: where are they now? Global Financial Stability Report, (September), Chapter 2, World Economic and Financial Surveys.
- Ilyina, A., 2007, Portfolio constraints and contagion in emerging markets, Staff Paper, International Monetary Fund 53(3).
- Kremer, S., 2011, Herding of institutional traders: new evidence from daily data, University of Berlin working paper No. 2010/23.
- Maggs, G.E., 1991, Depository disintermediation and the equilibrium quantity of money market mutual funds, *Journal of Economics and Business* 43, 253-263.
- Papaioannou, M. G., Park, J., Pihlman, J., Van der Hoorn, H., 2013, Procyclical behavior of institutional investors during the recent financial crisis: causes, impacts, and challenges, IMF working paper No. 13/193.
- Persaud, A., 2001, Sending the herd off the cliff edge: the disturbing interaction between herding and market-sensitive risk management practices, Market Liquidity: Proceedings of BIS Workshop, 2, 223-240.
- Rösch, C.G., Kaserer, C., 2013, Market liquidity in the financial crisis: the role of liquidity commonality and flight-to-quality, *Journal of Banking & Finance* 37(7), 2284-2302.
- Scharfstein, D.S., Stein, J.C., 1990, Herd behavior and investment, *American Economic Review* 80(3), 465-79.
- Sias, R.W., 2004, Institutional herding, *Review of Financial Studies* 17(1), 156-206.

한국은행	www.bok.or.kr
금융감독원	www.fss.or.kr
금융투자협회	www.kofia.or.kr

이승호 (Seungho Lee)

선임연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- FX Market and International Finance
- Exchange Rate and Monetary Policy
- Open Macroeconomics

자
본
시
장
연
구
원



자본시장연구원

Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143

T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원



9 788960 891531

93320

ISBN 978-89-6089-153-1