

# 우리나라 자본이동관리 규제의 영향 분석

박성욱 · 송민기

2015. 2

# — 목 차 —

I. 서론 .....	1
II. 우리나라 자본유출입 및 규제 현황 .....	6
1. 우리나라 자본유출입 현황 .....	6
1.1 개황 .....	6
1.2 글로벌 금융위기 이전 자본유입의 배경 .....	9
2. 자본이동관리규제 현황 .....	16
2.1 글로벌 금융위기 이전의 자본거래 규제 체계 .....	16
2.2 글로벌 금융위기 이전의 금융회사 외환건전성 규제 .....	18
2.3 글로벌 금융위기 이후 자본이동관리규제의 강화 .....	22
III. 실증분석 .....	30
1. 실증분석 자료 .....	30
1.1 피설명변수 및 설명변수 .....	30
1.2 분석자료의 시계열 특성 .....	37
2. 분석방법론 .....	39
3. 실증분석 결과 .....	40
3.1 자본이동관리정책의 전세계 은행 전체에 대한 영향 .....	40
3.2 자본이동관리정책의 유로존 은행에 대한 영향 .....	43
3.3 자본이동관리정책의 영국 은행에 대한 영향 .....	47
3.4 자본이동관리정책의 미국 은행에 대한 영향 .....	49
3.5 자본이동관리정책의 일본 은행에 대한 영향 .....	52
4. 시사점 .....	54
IV. 결론 .....	56
참 고 문 헌 .....	58

## — 그 립 목 차 —

<그림 II-1> 우리나라의 외국인 자본유출입 및 경상수지 추이 .....	7
<그림 II-2> 우리나라의 세부 항목별 외국인 자본유출입 추이 .....	8
<그림 II-3> 신흥국으로의 자본흐름 추이 .....	9
<그림 II-4> 조선사 선물환매도실적 .....	12
<그림 II-5> 해외증권투자잔액 추이 .....	12
<그림 II-6> 선물환거래 흐름도 .....	12
<그림 II-7> 은행 외화자금 조달·운용구조의 변동 추정(2007말-2002말) .....	14
<그림 II-8> 은행의 주요 외화조달 및 운용 경로 .....	16
<그림 II-9> 외환건전성부담금 부과 효과 .....	28
<그림 III-1> 전세계 은행 대외자산의 국적별 구성(2008년 1분기 기준) .....	32
<그림 III-2> 각 지역 은행의 한국에 대한 대외자산 추이 .....	32
<그림 III-3> 한국의 자본이동관리 지수 .....	35
<그림 III-4> 전세계 은행의 대외자산 추이 (억 달러) .....	43
<그림 III-5> 유로존 은행의 대외자산 추이 .....	46
<그림 III-6> 영국 은행의 대외자산 추이 .....	49
<그림 III-7> 미국 은행의 대외자산 추이 .....	52
<그림 III-8> 일본 은행의 대외자산 추이 .....	54

## — 표 목 차 —

<표 II-1> 주요 통화별 금융기관들의 대기업 선물환 수급불일치율 .....	13
<표 II-2> 국내은행의 외화유동성 비율 규제 .....	23
<표 II-3> 외화대출 용도제한 시기별 구분 .....	24
<표 II-4> 글로벌 금융위기 이후 외환규제 조치 내용 .....	25
<표 III-1> 단위근 검정결과 (p-value) .....	38
<표 III-2> 공적분 관계 개수 검정 결과 .....	39
<표 III-3> 자본이동관리정책의 전세계 은행에 대한 영향 추정결과 .....	42
<표 III-4> 자본이동관리정책의 유로존 은행에 대한 영향 추정결과 .....	45
<표 III-5> 자본이동관리정책의 영국 은행에 대한 영향 추정결과 .....	48
<표 III-6> 자본이동관리정책의 미국 은행에 대한 영향 추정결과 .....	51
<표 III-7> 자본이동관리정책의 일본 은행에 대한 영향 추정결과 .....	53

## I. 서론

글로벌 금융위기 당시 많은 신흥국들은 자본흐름이 급격하게 반전되는 경험을 한 바 있다. 이러한 자본유출입의 변동성 확대는 해당국 외환시장과 금융시장의 안정성을 약화시키는 요인으로 작용하였다. 하지만 2009년 3월을 전환점으로 국제금융시장 불안이 점차 진정되고 주요국 중앙은행이 제로금리와 양적완화와 같은 비전통적 통화정책을 통해 대규모 유동성을 공급함에 따라 신흥국으로의 자본유입이 다시 늘어나게 되었다.

적정 규모의 자본유입은 경제발전을 위해 필요한 투자자금을 공급하는 원천이 된다는 점에서 신흥국 경제에 도움이 된다. 그렇지만 과도한 자본유입은 신용팽창과 자산버블을 야기하고 자본흐름의 급반전이 재발할 경우 부정적 충격을 확대하는 원인이 된다. 이러한 인식에 바탕을 두고 글로벌 금융위기 이후 우리나라를 비롯한 일부 신흥국들은 국제금융시장의 풍부한 유동성이 질서있게 유입되도록 유도하기 위하여 자본이동관리규제를 강화하였다. 이러한 자본이동관리 조치는 기본적으로 국제투자자금의 인센티브 구조에 영향을 미침으로써 과도한 자본의 흐름을 일정 부분 완화하고자 하는데 초점이 맞추어져 있다. 전통적으로 자본의 자유로운 이동을 제한하는 규제에 부정적 시각을 견지해왔던 선진국과 IMF도 글로벌 금융위기 이후 어느 정도 입장의 변화를 보이고 있다. 급격한 자본유출은 해당 국가의 금융안정을 해칠 수 있다는 점을 G20의 일관된 결론(G20 Coherent Conclusions for the Management of Capital Flows Drawing on Country Experiences)을 통해 확인한 바 있으며 IMF도 자본이동관리규제에 대한 변화된 인식을 설명하는 자료를 공표하기도 하였다<sup>1)</sup>.

우리나라 역시 글로벌 금융위기 이후 일련의 자본이동관리규제를 도입하고 강화한 바 있다. 우리나라의 자본이동관리규제의 도입 필요성과 함

---

1) IMF (2013)

계 자본이동관리규제가 자본유출입<sup>2)</sup>에 어떤 영향을 주는지도 중요한 연구 과제이다. 그간 우리나라의 자본이동관리규제가 자본유출입에 미친 영향이 있었다는 점을 확인한 실증분석 결과가 많지는 않았다. 기존 연구로 최창호(2012)와 Bruno & Shin (2013) 등을 들 수 있다<sup>3)</sup>. 최창호(2012)는 2000년대 시계열 자료를 이용하여 우리나라의 은행의 대외차입을 설명하는 베이지언 벡터자기회귀모형<sup>4)</sup>을 추정한 후 선물환포지션 한도 규제와 외환건전성부담금의 도입이 은행차입에 미친 영향을 조건부예측에 기반한 가상적 시나리오 분석을 통해 시산하였다. 분석결과 두 제도의 도입은 은행 대외차입의 만기구조를 장기화시킴으로써 은행시스템의 건전성 제고에 기여한 것으로 나타났다. 선물환포지션 한도 규제의 경우 시행 1년간 장기차입을 연간 GDP 대비 0.2~0.3% 감소시킨 반면 단기차입은 연간 GDP대비 0.5~0.6%를 감소시킨 것으로 추정되었다. 한편 외환건전성부담금은 시행 후 3분기 동안 장기차입에 거의 영향을 주지 않은 반면 단기차입은 연간 GDP 대비 0.2~0.3%를 감소시킨 것으로 추정되었다.

Bruno & Shin (2013)은 1996년 1/4분기~2012년 1/4분기 중 48개국 자료를 이용하여 각국의 은행차입을 설명하는 패널회귀모형을 추정하였다. 피설명변수로는 BIS가 제공하는 은행통계상의 은행 대외차입(external loans) 자료를 이용하였다. 설명변수로는 글로벌 변수(push factor)와 각국의 경제여건과 관련된 내부변수(pull factor)를 이용하였는데 특히 한국의 건전성 규제가 강화되는 시점인 2010년 이후의 시간 더미 및 한국 더미를 교차항으로 활용하여 글로벌 변수의 영향이 한국의 건전성 규제 강화 이후에 달라졌는지를 점검하였다. 분석결과 2010년 이후 우리나라 은행의 대외차입의 글로벌 변수에 대한 민감도가 현저히

2) 일반적으로 자본유출입은 대외자산과 대외부채에 변동을 초래하는 자본거래 전체를 의미하나 본고에서는 우리나라의 비거주자로부터의 대외부채의 증감과 관련된 거래만을 논의의 대상으로 한다.

3) 김소영·양두용·오준범(2014)는 다양한 자본자유화지수를 개발하고 이를 이용하여 글로벌 금융위기 이후 취해진 우리나라의 자본 자유화 통제 조치와 거시건전성 조치의 자본유출입에 미치는 영향을 분석하였으나 유의한 결과를 얻지 못하였다. 저자들은 이를 분석대상이 짧았기 때문으로 해석하였다.

4) 최창호(2012)는 은행대외차입, 선물환포지션비율, VIX지수, 외화차입가산금리, 재정거래유인 등을 포함하는 2변수 내지 4변수 베이지언 벡터자기회귀모형을 추정하였다.

약화되어 자본이동관리규제의 효과가 있었음을 확인할 수 있었다.

본고는 글로벌 금융위기 이후 우리나라에서 자본이동관리규제가 도입 혹은 강화되었는지 기존 문헌과 다른 접근방법을 통해 실증분석을 하고자 한다. 본고에서는 자본이동관리규제의 정도와 글로벌 유동성의 규모를 나타내는 변수 등 자본유출입 결정요인을 설명변수로 하여 우리나라의 자본유출입을 설명하는 공적분관계를 추정하고 이를 이용하여 벡터오차수정모형을 추정하였다. 자본이동관리정책의 영향을 엄밀하게 분석하기 위해 우리나라로의 자본흐름에 영향을 미치는 두 가지 결정요인을 고려하였다. 한 가지는 본고 분석의 대상인 자본이동관리정책을 수치적으로 반영할 수 있는 자료이다. 본고에서는 선행연구에서 여러 국가에 대해 일관된 기준으로 작성한 자본이동관리 지수를 활용하여 우리나라의 자본이동관리 강도를 수치화하였다. 두 번째 중요한 결정요인은 글로벌 유동성 상황이다. 선행연구에서 널리 알려진 바와 같이, 자본유출입은 해당 국가의 대내요인 뿐만 아니라 대외요인으로부터 큰 영향을 받는 것으로 알려져 있다. 따라서 자본이동관리 정책의 효과를 정확하게 추정하기 위해서는 대외요인으로부터 받은 영향을 정확하게 구분해내는 과정이 필수적이라고 할 수 있다. 기존연구들에서는 변동성 지수나 주요국 본원통화를 비롯하여 글로벌 유동성을 반영하는 다양한 지표들이 대외요인을 통제하는 변수로 사용된 바 있다. 그러나 본질적으로 글로벌 유동성의 개념 자체가 다소 추상적인 만큼 대외요인을 충분히 통제할 수 있는 방법에 대한 컨센서스는 아직 존재하지 않는다. 본고는 기존연구에서 사용된 글로벌 유동성 지표들의 한계점들을 인식하고, BIS의 통합은행통계를 활용한 새로운 접근방식을 통해 대외요인을 통제하고자 하였다.

일반적으로 본고에서와 같이 시계열 계량기법을 이용하여 자본유출입을 설명하는 모형을 구성하고 이를 이용하여 자본이동관리규제의 효과를 추정하는 방식으로는 유의미한 결과를 도출하기가 어렵다. 그 이유는 자본유출입을 결정하는 많은 설명요인들을 추정모형에 충분히 포함하기에는 관측치가 충분하지 않기 때문이다. 이런 한계를 극복하고 정책 영

향의 추정이라는 분석의 목적을 달성하기 위해서는 가능한 최소한의 설명변수로 우리나라로의 자본유출입이라는 피설명변수를 설명해야 한다. 본고에서는 이를 위해 우리나라로의 자본유출입과 동일한 글로벌 요인에 의해 그 규모나 방향이 결정되지만 자본이동관리규제 등 우리나라의 내부요인 측면에서 상이한 변수를 추정모형의 피설명변수로 이용하였다. 구체적으로 본고에서 BIS에서 제공하는 세계 주요은행들의 대외자산 통계를 분석에 이용한다. 구체적으로 본고의 추정모형에서의 피설명변수는 세계 주요은행들의 우리나라에 대한 자산이며, 이들 은행들이 아시아 신흥국에 대해 가지고 있는 대외자산을 글로벌 유동성 정도를 나타내는 설명변수로 포함하였다. 세계 주요은행들의 대외자산 규모는 이 변수에 영향을 주는 선진국 중앙은행의 유동성 공급규모, 은행의 대출태도 등 우리나라로의 자본유출입에 영향을 주는 여러 가지 글로벌 요인들에 대한 정보를 많이 포함하고 있다. 두 변수 사이의 주요한 차이는 우리나라의 규제수준이나 금리수준 등 국내요인 뿐이다. 특히, 세계 주요은행들의 투자 결정이 해당국의 통화정책 차이 등으로 인해 국가별로 상이할 수 있다는 점을 감안하여 세계 주요은행들의 대외자산을 지역별로 유로존, 미국, 영국, 일본 등으로 구분하여 분석하는 접근을 취하였다.

본고의 실증분석 결과 우리나라에서 도입 및 강화하였던 자본이동관리규제는 세계 주요은행들의 우리나라에 대한 대외자산의 유출입에 유의한 영향을 주었던 것으로 나타났다. 글로벌 유동성의 증가는 우리나라로의 자본유입을 확대시키는 것으로 나타났고 우리나라 자본이동관리규제의 강화는 자본유입을 억제하는 방향으로 작용한 것으로 추정되었다.

본고의 분석을 통해 우리나라로의 자본유출입과 관련하여 세 가지 시사점을 도출할 수 있었다. 첫 번째는 우리나라로의 자본흐름이 장기적 추이는 글로벌 유동성 상황이 지배적인 영향을 미치며 좌우한다는 점이다. 따라서 우리나라의 양호한 기초경제여건에도 불구하고, 미국의 금리인상과 통화정책 정상화 과정에서 급격한 자본흐름에 대한 경계를 늦추어서는 안 될 것으로 판단된다. 두 번째는 글로벌 유동성 상황의 지배적



인 영향에도 불구하고 자본이동관리 정책이 적지 않은 효과를 발휘한다는 점이다. 이에 따라 향후 자본흐름의 변동에 대비하는 차원에서 우리나라의 자본이동관리 정책을 점검하는 과정이 필요하다고 판단된다. 세 번째는 우리나라로의 자본흐름이 투자국 별로 상이한 패턴을 보인다는 점이다. 따라서 각 투자국마다 해당되는 유동성 측면의 특수성을 고려하여 보다 세밀한 모니터링과 분석을 수행하여야 올바른 정책적 판단이 가능할 것으로 보인다.

## Ⅱ. 우리나라 자본유출입 및 규제 현황

### 1. 우리나라 자본유출입 현황

자본거래는 우리나라의 대외자산과 대외부채에 영향을 미치는 모든 거래를 포함한다. 본고는 글로벌 금융위기 이후 강화된 우리나라의 자본이동관리정책이 우리나라의 대외부채와 관련된 자본유출입 추이에 어떤 영향을 미치는지를 분석대상으로 하고 있기 때문에 이 장에서는 우리나라의 대외부채 즉, 외국인의 국내투자를 중심으로 자본유출입이 어떤 추이를 보여왔는지 살펴보고자 한다.

#### 1.1 개황

1986~1988년의 3저 호황 이전까지 우리나라 대외거래의 전형적인 구조는 경제발전을 위해 필요한 높은 수준의 투자로 인해 경상수지가 적자를 보이고 이를 보전하기 위해 필요한 외화자금을 차입 및 채권발행을 통해 조달하는 것이었다. 당시 거주자의 대외자산과 관련된 거래는 많지 않았기 때문에 경상수지 적자규모와 외국인 자본순유입 규모는 서로 비슷한 규모를 유지하였다.

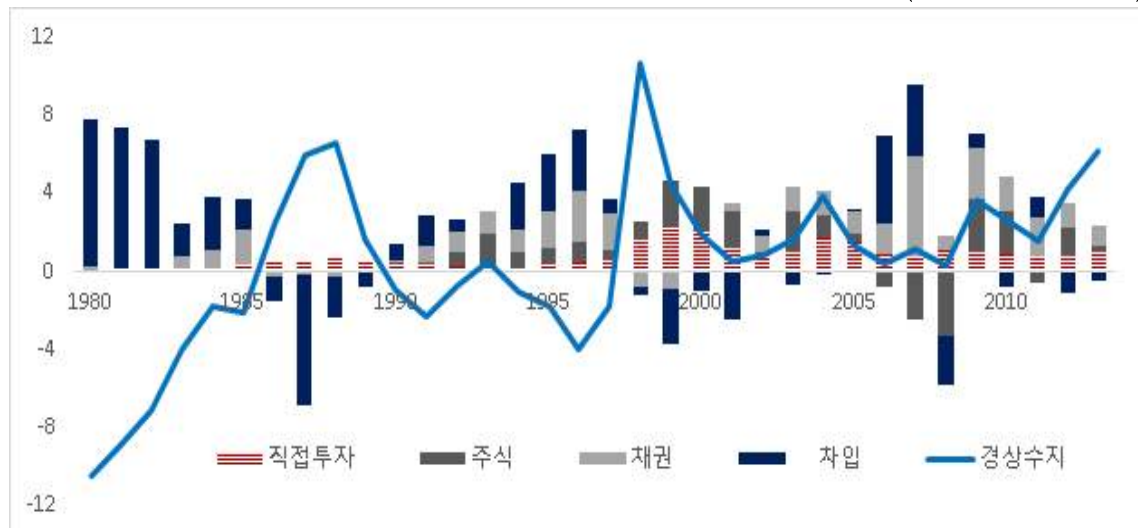
3저 호황 기간에 역사적으로 유래없는 경상수지 흑자를 재원으로 기존 차입금을 상환하는 계기가 되었다. 90년대에 경상수지가 다시 적자를 기록하면서 외국인 자금이 유입되었지만 유입 자본의 구성에는 일부 변화가 나타났다. OECD 가입 등을 계기로 자본거래에 대한 점진적인 개방이 추진되면서 외국인 주식자금이 유입자본의 일부를 차지하게 되었다.

97년 외환위기 이후 우리나라는 매년 경상수지 흑자를 기록하였다. 2000년~2013년 기간 중 경상수지 흑자규모는 연평균 GDP의 2.2%에 달했다. 이와 함께 외국인 자금도 대체로 유입되는 모습을 보였다. 외환

위기 이후 전개된 급속한 자본 자유화의 영향으로 2000년 대 중반까지는 외국인의 직접투자 및 증권투자가 외국인 자금 유입을 주도한 반면 차입은 외환위기 직후 순상환된 후에는 유출입규모가 크지 않았다. 경상수지가 흑자를 보이고 외국인의 우리나라에 대한 투자도 순유입을 보인 가운데 이를 통해 유입된 외화자금은 거주자의 직간접투자, 외환보유액 확충 등 우리나라의 대외자산 확대의 재원이 되었다. 하지만 2006년과 2007년에는 주식자금이 순유출로 반전한 반면 차입과 외국인의 채권투자와 차입 순유입이 대폭 증가하였다. 이에 따라 전체 외국인 자금(직접투자+증권투자+차입) 순유입 규모가 GDP의 7.3%를 기록하였던 1997년 이후 가장 높은 수준인 2006년 6.1%, 2007년 7.1%에 달했다.

#### <그림 II -1> 우리나라의 외국인 자본유출입 및 경상수지 추이

(단위: % of GDP)



자료 : 한국은행 ECOS

2008년에는 글로벌 금융위기가 발생함에 따라 차입금이 상환되고 외국인 주식자금의 순유출이 발생하였다. 2009년 이후에는 외국인 자본의 순유입이 지속되었다. 하지만 글로벌 금융위기 직전인 2006년~2007년에 비해 전체 자본순유입 규모가 줄어들고 구성이 변화하였다. 차입은 순유입 혹은 순유출 규모가 축소된 반면 외국인 증권자금의 순유입이 전

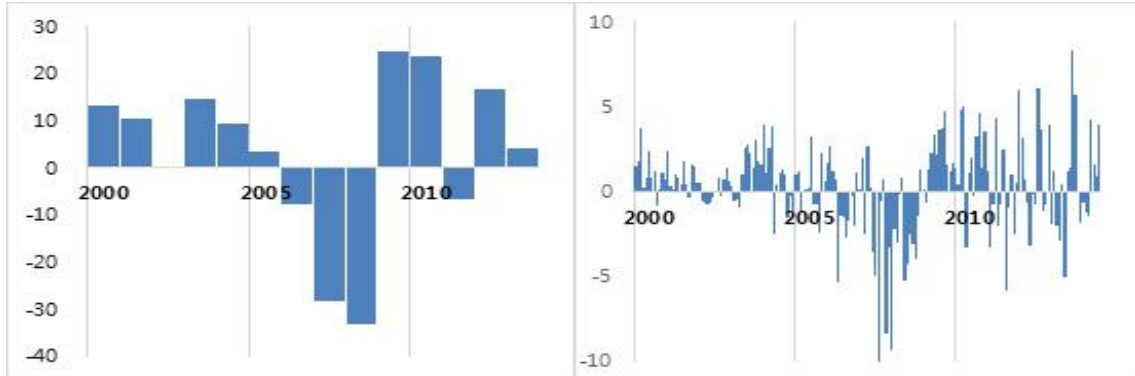
채 외국인 투자자금 유입을 주도하였다. 특히 외국인 채권자금은 2009년 이후 지속적으로 순유입을 기록하였다.

## <그림 II -2> 우리나라의 세부 항목별 외국인 자본유출입 추이

(단위: 억달러)

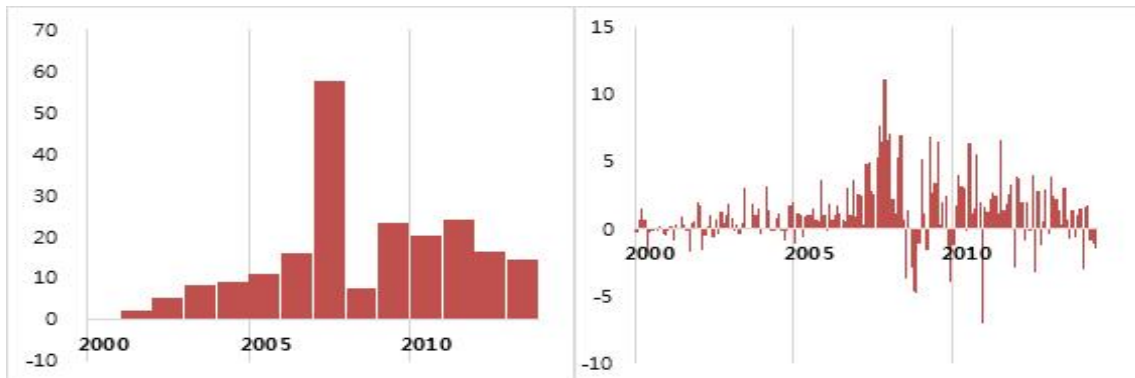
(a) 외국인 주식투자자금 유출입(연간)

(b) 외국인 주식투자자금 유출입(월간)



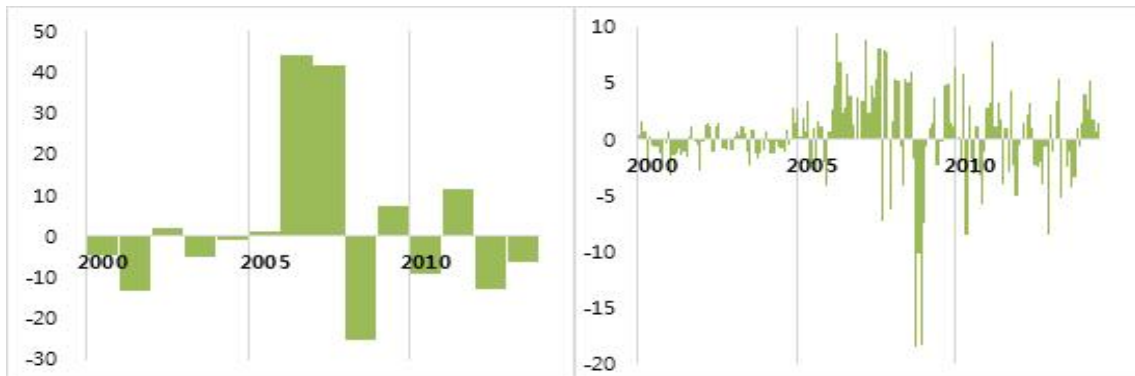
(c) 외국인 채권투자자금 유출입(연간)

(d) 외국인 채권투자자금 유출입(월간)



(e) 차입(연간)

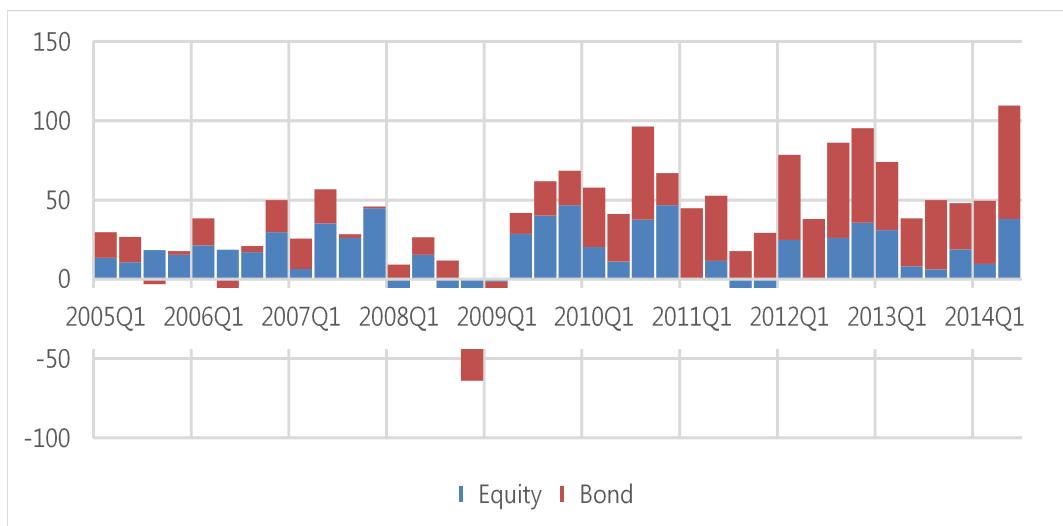
(f) 차입(월간)



자료 : 한국은행 ECOS

이러한 우리나라의 자본유출입 패턴은 신흥국에 대한 자본유출입 추이를 배경으로 이해될 필요가 있다. 글로벌 금융위기 이후 주요국의 완화적 통화정책으로 글로벌 유동성은 풍부해진 상황에서 저금리가 지속됨에 따라 공격적인 수익률 추구(search-for-yield) 현상이 두드러지면서 신흥국으로의 자본유입이 지속되는 현상이 전반적으로 나타났으며, 우리나라로의 자본유입 역시 비슷한 맥락에서 이해될 수 있다. 특히 채권투자자금 형태의 신흥국 자본유입이 2010년 중 증가하기 시작한 후 꾸준히 지속되어 왔다.

<그림 II -3> 신흥국으로의 자본흐름 추이



자료 : Institute of International Finance

## 1.2 글로벌 금융위기 이전 자본유입의 배경

앞에서 살펴본 바와 같이 2008년 글로벌 금융위기 발생 이전까지 외국인 자본은 우리나라로 순유입되고 있었다. 특히 2006년~2007년에는 차입을 중심으로 유입 규모가 급증하였다. 급속한 자본순유입으로 누적된 외채는 글로벌 금융위기 발생 당시 우리나라를 외화유동성 부족에 빠뜨리는 원인이 되었다. 글로벌 금융위기 이후 취해진 우리나라 정부의

자본이동관리규제 강화 조치는 외화유동성 부족 사태가 다시 나타나지 않도록 기존의 자본유입의 주된 경로를 억제하는 방향으로 고안되었을 것이다. 그런 면에서 글로벌 금융위기 이전에 우리나라에 외국인 자본이 대규모로 순유입된 배경을 살펴보는 것이 글로벌 금융위기 이후 우리나라 자본이동관리 규제가 지금의 모습으로 변화하게 된 이유를 이해하는데 중요하다.

### 가. 캐리거래 유인의 확대

원/달러 환율이 연평균 기준으로 2002년~2007년 중 6년 연속 전년보다 하락하면서 일방적인 원화 절상 기대가 형성되었다. 우리나라 경상수지가 흑자를 지속하고 ‘Great Moderation’으로 지칭되는 글로벌 유동성 확장기에 외국인증권자금도 순유입을 지속하면서 외환의 공급이 풍부하여 원화절상요인이 되었다. 풍부한 글로벌 유동성 사정과 원화에 대한 일방적 절상기대 속에서 외화를 조달하여 원화자산에 투자하는 캐리거래 유인이 커졌다. 특히 가계와 기업들은 해외로부터 직접 외화자금을 조달할 능력이 제한적이기 때문에 은행을 통해 외화자금을 조달하였으며 은행이 이러한 수요에 부응하는 과정에서 은행의 단기외채가 급증하게 되었다. 가계와 기업은 원화사용 목적의 외화대출을 받거나 선물환거래, KIKO 등 파생상품을 이용하여 환위험에 노출되었다. 또한, 적극적인 캐리거래가 아니더라도 미래의 외화 현금흐름이 예상되는 경우 과거에 비해 선물환 등을 통해 환위험을 헤지하는 비율이 높아진 것도 은행의 단기 외채 확대의 요인이 되었다.

### 나. 선물환 거래의 증가

글로벌 금융위기 이전 국내은행 외채 증가의 특징은 상당부분이 선물환거래의 확대와 관련되어 있다는 점이다. 국내은행이 대폭 늘어난 조선

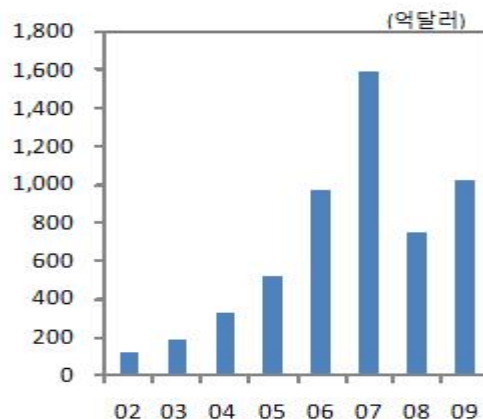
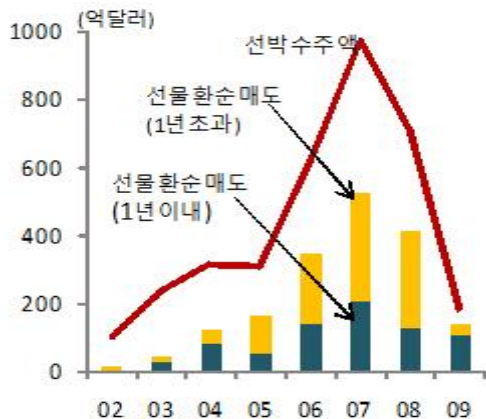
사와 해외투자펀드의 선물환 매도에 대응하여 선물환 매입을 확대하고 선물환거래를 통해 발생한 환위험을 헤지하는 과정에서 국내은행의 외채가 늘어났다. 장기계약으로 이미 외화표시 가격이 확정된 수출용선박을 제작하는 조선사와 외화표시자산에 해외투자를 하고 있는 투자펀드의 경우 원/달러 환율 하락으로 인한 환차손을 회피하기 위한 선물환 매도 수요가 있었다. 국내 조선업체는 국제적인 해운경기 호황과 세계 1위의 경쟁력에 힘입어 2003년부터 수주액이 빠른 증가세를 지속하였다.<sup>5)</sup> 국내 8대 조선업체 기준으로 연간 수주액은 2002년 100.4억 달러에서 2007년 975.0억 달러로 10배 가까이 증가하였다. 선박수출의 경우 수주계약 시점에 달러표시 선가는 확정되지만 선박수출대금은 보통 3년 정도 소요되는 건조기간 중 분할하여 받게 되므로 조선업체는 선박인도 이전까지 환위험에 노출되게 된다. 특히 2003년 선박수주 급증과 원/달러 환율 하락으로 조선업체들이 상당한 환손실을 경험한데다 2004년 원화가 15.2%나 절상됨에 따라 조선업체의 환헤지비율(선박수주액 대비 선물환 순매도)이 2003년 18.7%에서 2004년 39.3%로 대폭 상승하였다. 원자재 수입분을 제외한 환율변동에 대한 순익스포저는 선가의 50~70% 정도로 알려져 있어 40%대의 환헤지비율은 상당히 높은 수준이었다. 한국은행 추산에 의하면 2002-2007년 중 은행부문 외채 증가분 1,415.8억 달러 중 44.9%인 635.2억 달러가 조선사의 선물환 매도에 따라 늘어난 것이다.

2006년~2007년 중 해외증권투자의 확대도 선물환 거래 증가의 배경이 되었다. BRICS 국가를 비롯한 글로벌 증시의 호조로 개인들의 해외증권투자에 대한 관심이 증대되었다. 외환시장에 유입된 외화를 해외로 내보내 원화절상압력을 완화하고자 정부는 2006년 3월 해외펀드에 대한 투자한도를 확대하고 2007년 1월 해외주식투자 양도차액에 대해 3년간 비과세 조치를 취하는 등 해외증권투자 활성화 조치를 취했다. 하지만 해외투자펀드 투자금액의 약 80% 정도를 선물환매도를 통해 환헤지하

5) 박용민.권경호, “조선업체 환헤지가 외환부문에 미치는 영향,” 한국은행 조사통계월보, 2010.2

였기 때문에 해외증권투자 확대가 원화절상을 완화하는 효과는 제한적이었다.

<그림 II -4> 조선사 선물환매도실적 <그림 II -5> 해외증권투자잔액 추이



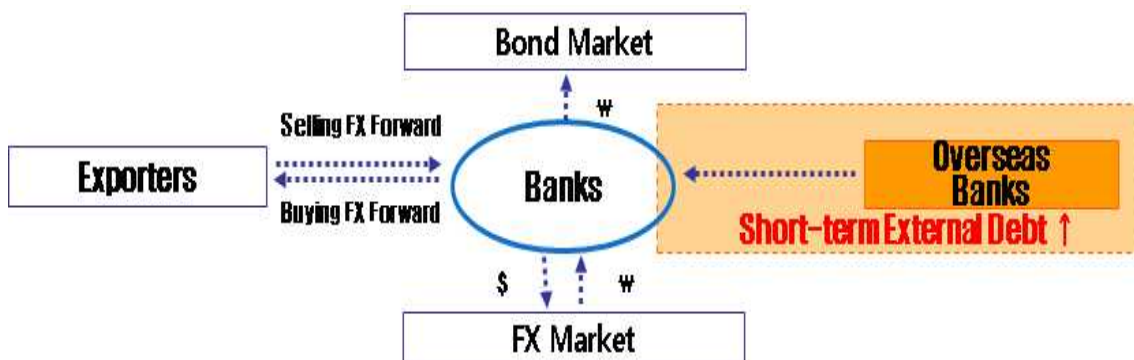
자료 : 한국은행 조사통계월보 2010.2월호

자료 : 한국은행 ECOS

은행은 조선업체나 해외투자펀드로부터 선물환을 매입함으로써 발생한 환위험을 헤지하기 위해 은행간 시장에서 현물환을 매도하였다. 현물환 매도를 위한 외화는 차입 혹은 외환스왑을 통해 조달하였다. 특히, 외국은행 국내지점은 본점으로부터의 차입 등을 통해 해외에서 외화자금을 조달하여 국내은행에 외환스왑을 통해 외화자금을 공급하고 이 과정에서 획득한 원화로 국채에 투자하였다.

<그림 II -6>

선물환거래 흐름도





은행이 조선업체나 해외투자펀드로부터의 선물환 매입을 다른 고객과의 선물환 매도로 헤지하지 못하고 외화를 조달하여 현물환시장에서 매도해야 하는 이유는 선물환시장의 수급불균형 때문에 선물환 매입 주체를 찾기 어렵기 때문이다. 황광명(2010)에 따르면 우리나라 은행의 기업과의 선물환 수급불일치율<sup>6)</sup>은 주요국통화보다 월등하게 높은 편이다.

**<표 II -1> 주요 통화별 금융기관들의 대기업 선물환 수급불일치율<sup>1)</sup>**

(단위 : %)

	유로	일본 엔	영국 파운드	스위스 프랑	캐나다 달러	스웨덴 크로나	한국 원 <sup>2)</sup>
2001	24.9	-16.0	15.7	11.3	7.4	48.0	25.2
2004	-13.8	-2.0	-24.8	-16.1	11.5	-6.0	34.4
2007	-6.4	-15.2	-3.5	1.4	14.9	-12.9	39.8
평균	1.6	-11.1	-4.2	-1.1	11.3	9.7	33.1

주 : 1) 금융기관의 대기업 선물환 거래잔액의 시장가치를 이용한 수급불일치율, 6월말 기준

2) 예금은행의 대기업 선물환 거래액을 이용한 수급불일치율

자료 : 한국은행, BIS, "Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market, Activity in April 2007", 황광명(2010)에서 재인용

## 다. 글로벌 금융위기 이전 은행의 외화자금 조달 및 운용

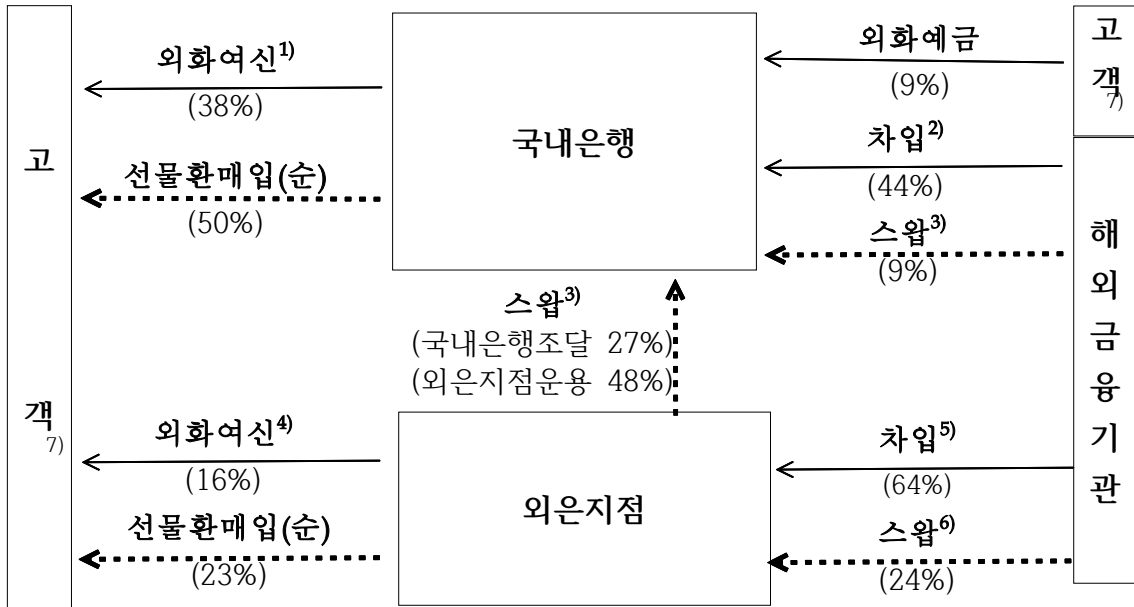
2002년말 ~ 2007년말 중 국내은행과 외은지점의 외화자금 조달 및 운용구조의 변화를 추정해 본 결과 선물환과 스왑거래가 글로벌 금융위기 이전 은행의 외화 자산·부채의 확대에 큰 영향을 주었다. 외화자산과 외화부채 이외에도 은행의 선물환(순) 및 FX스왑(순)을 외화자금의 조달 및 운용으로 포함하여 분석하였다. 자료의 한계로 은행의 NDF선물환 거래는 분석대상에서 제외하였다.

국내은행의 경우 해당 기간 중 외화자금 조달규모가 1,774억 달러 증가하였는데, 이중 해외차입(총 증가규모의 44%)과 외은지점과의 스왑(총 증가규모의 27%)이 증가분의 대부분을 차지하였다. 국내은행은 외

6) 선물환 수급불일치율(%) = (매입-매도)/(매입+매도) X 100

화 직접 차입뿐만 아니라 FX스왑을 이용해 외은지점을 통한 외화자금의 간접조달을 확대하였으며, FX 스왑거래의 증가로 외환부문에서 국내은행 및 외은지점의 연계 강화되었다. 외국은행 국내지점은 본점 등으로 부터의 차입(64%)과 스왑(24%)을 통해 외화자금을 조달하였다.

<그림 II -7> 은행 외화자금 조달·운용구조의 변동 추정(2007말-2002말)



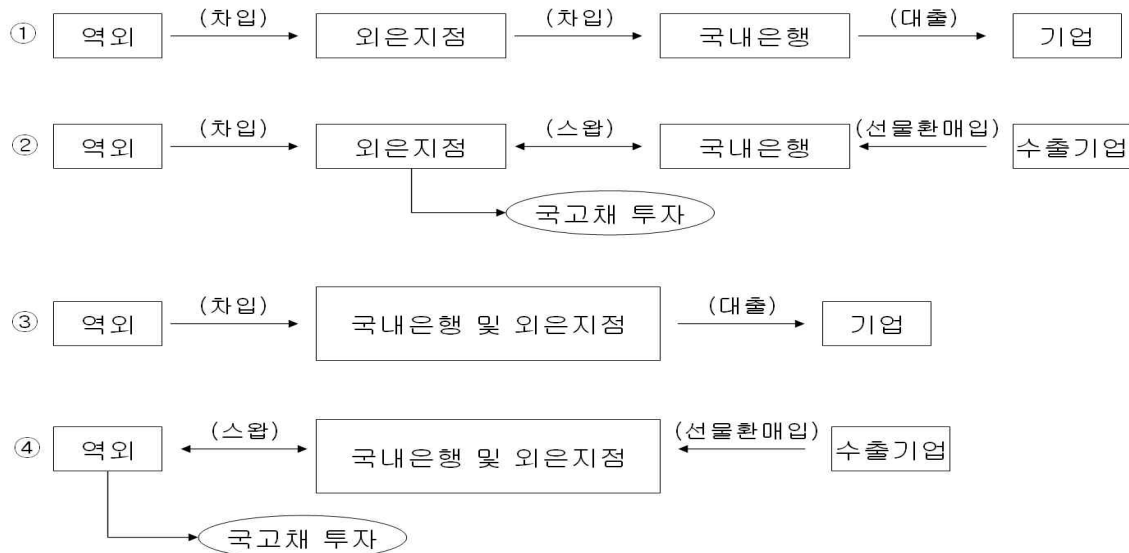
- 주 : 1) 국내은행 외화여신은 외화대출, 수출입금융, 외화증권 및 외화사모사채를 포함  
 2) 국내은행의 외화차입은 외화콜머니, 외화차입금, 발행외화채권, RP매도를 포함하며 이중 대내분은 외은지점으로부터의 차입으로, 나머지를 해외차입으로 추정  
 3) 외은지점과 해외금융기관이 각각 3:1의 비중으로 국내은행의 스왑거래의 상대방이 되었다고 가정하고 국내은행의 외환스왑 및 통화스왑관련 선물환순매도 금액을 3:1로 나누어 추정한 수치  
 4) 외은지점의 외화여신은 외화대출, 수출입금융, 외화증권 및 외화사모사채를 포함  
 5) 외은지점의 해외차입은 본지점, 외화콜머니, 외화차입금, RP매도를 포함  
 6) 외은지점의 해외금융기관으로부터의 스왑을 통한 외화자금조달 규모는 추정된 외은지점의 국내은행에 대한 스왑을 통한 외화자금공여액에서 외은지점의 스왑관련 선물환순매입을 차감하여 계산  
 7) 은행의 대고객 거래는 거주자 및 비거주자 포함  
 8) 실선화살표는 난내거래, 점선화살표는 선물환거래(스왑포함) 의미

자료 : 금융감독원 및 저자 추정

동 기간 중 국내은행의 외화자금 운용은 1,726억 달러 증가하였는데, 이중 선물환 순매입(총 증가규모의 50%)이 가장 큰 증가를 보여 선물환 거래의 증가가 외채증가에 큰 영향을 주었음을 알 수 있다. 국내은행의 외화여신은 외화자금 운용 증가분의 38% 정도에 해당하며 이중 상당부분은 외화대출(외화여신 증가분 중 약 70%)이었다. 가계와 기업의 원화 사용 용도의 외화대출은 일방적인 원화절상기대와 낮은 외화자금 금리(특히 엔화대출의 경우)에 기반한 일종의 캐리거래 성격을 띠고 있었다. 외화대출의 급속한 증가는 2001년 이후 자유화되었던 외화대출에 대한 용도제한이 2006년 이후 강화되는 배경이 되었다. 외은지점은 주로 해외차입(64%) 및 스왑(24%)으로 조달한 외화자금을 국내은행과의 스왑(48%), 선물환순매입(23%) 외화여신(16%) 등으로 주로 운용하였다. 외은지점은 국내은행에 비해 외화여신의 비중이 16%로 작으며 대신 국내은행과의 스왑을 통한 외화자금 공급(48%)의 비중이 높았다. 한편 스왑거래 등의 결과로 외은지점과 해외금융기관은 우리나라의 원화표시 채권 보유가 크게 증가하였다. 외은지점은 해외차입(본지점 거래 포함)을 통해 마련한 외화자금을 국내은행과의 스왑 등을 통해 원화자금으로 바꾸어 2007년말 현재 593억 달러의 국내채권에 투자하였다. 2002년말-2007년말 기간 중 외은지점의 국내채권 보유는 428억 달러 증가하였는데 이는 외은지점의 대고객 선물환순매입 및 스왑관련 선물환 순매입을 합한 금액과 비슷한 규모이다. 해외금융기관은 외화자금을 국내은행 및 외은지점과의 스왑(또는 현물환매입 및 선물환매도)을 통해 원화자금으로 교환하여 2007년말 현재 395억 달러 규모의 우리나라 채권을 보유하고 있다. 특히, 2002년말-2007년말 기간 중 해외금융기관의 국내채권보유는 389억 달러 증가하였는데 이는 국내은행 및 외은지점과의 스왑관련 선물환순매입을 합한 금액과 비슷한 규모이다.

<그림 II-8>

은행의 주요 외화조달 및 운용 경로



## 2. 자본이동관리규제 현황

### 2.1 글로벌 금융위기 이전의 자본거래 규제 체계

1980년대까지 한국의 자본거래 자유화 정도는 매우 미미하였다. 금융 부문은 경제개발을 촉진하기 위해 일부 중점산업으로 자금을 동원(channeling)하는 역할을 수행하였다. 대외자본거래를 규제하는 「외국환관리법(Foreign Exchange Management Act)」은 “원칙규제·예외허용 체계(positive system)”에 따라 운영되었다. 1980년 이후 외국투자전용 회사를 통한 외국인의 국내증권투자는 허용하였으나 외국인의 국내 주식 직접 취득은 금지하였다. 다만, 1986-89년 중 경상수지가 흑자로 전환되면서 해외직접투자 등 자본거래 관련 외환유출을 일부 완화하고 1988년 11월에는 경상지급에 대한 제한 철폐 등의 의무를 규정한 IMF 8조국으로 이행하였다.

1990년대 들어서는 1996년 12월의 OECD가입 등을 계기로 점진적이지만 본격적인 외환 및 자본자유화가 시작되었다. 1990년 3월부터는 환율이 기본적으로 외환시장에서의 수급에 의해 결정되도록 하되 일일변동제한폭을 두는 시장평균환율제도 도입하였다. 1992년부터는 외국인이 국내 상장주식을 일정 한도 내에서 직접 취득할 수 있도록 허용하였는데 취득한도는 발행주식의 10%에서 12%(94년 12월), 15%(95년 7월), 18%(96년 4월) 등으로 점차 확대하였다. 1992년 9월에는 경상거래에 대한 규제를 종전의 “원칙규제·예외허용 체계(positive system)”에서 “원칙허용·예외규제허용 체계(negative system)”으로 개편하였다.

1997년말 외환위기 직후에는 이전의 점진적인 방식에서 벗어나 급속한 자본자유화(big-bang approach)를 단행하였으며, 1997년 12월에는 환율의 일일 변동제한폭을 폐지함으로써 자유변동환율제도로 이행하였다. 또한, 1997년 12월에는 외국인의 상장채권에 대한 투자를 허용하였으며, 1998년 5월에는 상장주식 및 단기금융상품에 대한 외국인투자를 자유화하였고, 7월에는 외국인의 비상장주식 및 채권에 대한 투자도 허용하여 외국인 국내증권투자 관련 규제를 거의 모두 자유화하였다. 1999년 4월에는 기존의 「외국환관리법」을 폐지하고 대부분의 외환거래를 자유화하되 자본거래 및 지급방법에 대한 사전신고 및 건전성 감독에 중점을 둔 「외국환거래법(Foreign Exchange Transaction Act)」을 제정하였다. 「외국환거래법」은 기업 및 금융기관의 대외영업활동과 관련된 대부분의 외환거래를 자유화하고, 자본거래에 대한 규제를 “원칙허용·예외규제허용 체계(negative system)”로 개편하였다. 자본거래 규제완화로 인한 급격한 자본유출입 발생 등 유사시에 대비하여 가변예치의 무제도, 외환집중제 등의 안전장치(safeguard)를 한시적으로 운용할 수 있는 제도적 근거를 마련하였으며, 자본유출입에 대한 모니터링 강화, 외환정책 수립, 외환통계작성, 건전성 감독, 불법거래 색출 등을 위해 외환거래정보를 신속하고 정확하게 집중하여 활용할 목적으로 외환전산망(Foreign Exchange Information System)을 가동하였다.

한편, 2002년 4월에는 남아 있는 자본규제를 3단계에 걸쳐 자유화하여 2011년까지는 「외국환거래법」을 폐지하고 유사시 안전장치를 제외한 거의 모든 자본거래를 자유화하여 외환제도 자유화를 마무리하겠다는 계획을 발표하였다. 이후 2006년의 자본거래 허가제 폐지 및 신고제 전환을 비롯하여 수차례에 걸쳐 잔존 규제에 대한 추가 자유화 조치를 시행하였다. 특히, 동북아 금융허브 추진전략 하에서 금융을 산업으로서 육성한다는 목표를 두고 자본거래를 활성화함으로써 외환시장의 폭과 깊이를 확대(deepening and widening)하기 위해 자본자유화를 적극적으로 추진하였다.

하지만 글로벌 금융위기 발발 이후 전면 자유화 목표는 유보된 상태이며 비거주자의 원화차입 등 일부 자본거래에 대해 사전신고 제도를 유지하고 있는 「외국환거래법」 체계를 존속하고 있다.

## 2.2 글로벌 금융위기 이전의 금융회사 외환건전성 규제

외환자유화의 진전 과정에서 은행 등 금융회사의 외환건전성 약화를 방지하기 위해 다음과 같은 미시건전성 규제를 실시하였다.

### (외화유동성비율 규제)<sup>7)</sup>

외화유동성비율 규제는 금융기관의 단기외채 지불능력을 강화하기 위해 도입되었으며, 잔존만기 3개월 이내의 외화자산 및 부채에 대해 외화자산을 외화부채로 나눈 비율이 일정 수준 이상을 유지하도록 규제하였다. 동 규제는 Basel III상의 외화에 대한 유동성커버리지비율(Foreign Currency Liquidity Coverage Ratio, LCR) 규제와 유사하나 LCR 규제와는 달리 별도의 위험가중치(risk-factor adjustment)를 적용하지 않

---

7) 이 부분은 Jong Kyu Lee, 2013, "The operation of macroprudential policy measures: the case of Korea in the 2000s," BOK Working Paper NO., 2013-1 pp3~6을 주로 참조하였음.

았다. 동 규제는 아시아 외환위기 발발 직전인 97년 7월에 일반은행을 대상으로 처음 도입된 후 98년 7월에 특수은행까지 대상을 확대하였다. 당초 동 비율이 70%를 넘도록 정하였으나 은행의 단기외채 급증 등에 대응하여 2000년 6월 80%로 강화되고 2004년 85%로 재차 강화되었다.

### (외화 자산·부채의 만기불일치 비율 규제)

외화자산 및 부채의 만기불일치 비율(갭비율) 규제는 외화유동성비율 규제와 유사한 목적을 가지나 각각 7일 이내 및 1개월 이내 만기를 가지는 외화 자산 및 부채에 대해 적용하였다. 동 규제는 기간별 외화자산에서 기간별 외화부채를 차감한 금액을 총외화자산으로 나누어 산정한 갭비율을 일정 수준 이상으로 유지하도록 규제하였다. 갭비율은 IMF의 권고에 의해 99년 1월 처음 도입되었으며 이후 일부 제도 변화를 거쳐 글로벌 금융위기 직전에는 7일 이내 만기에 대해서는 0%, 1개월 이내 만기에 대해서는  $\Delta 10\%$ 를 적용하였다.

### (중장기 외화대출 재원조달비율 규제)

중장기 외화대출 재원조달비율 규제는 은행의 외화 차입구조의 장기화를 유도하기 위해 은행 중장기대출 잔액의 일정 비율 이상은 중장기 자금으로 조달하도록 의무화한 제도이며, 기업들이 장기 외화대출을 선호하는 상황에서 은행의 만기불일치 문제 악화를 예방하기 위해 자본자유화 초기인 1991년에 최초로 도입되었다. 도입 당시에는 만기 3년 이상 외화대출 잔액의 70% 이상은 상환기간 3년 이상 해외중장기차입자금으로 조달하도록 정하였다. 한국 금융기관의 낮은 신인도로 인해 적정 금리로 장기외화자금을 조달하는 것이 어렵다는 점 때문에 수차례 개정을 반영한 수차례의 개정과정을 거친 후 2001년 1년 이상 외화대출 잔액의

80% 이상을 상환기간 1년 이상 해외중장기차입자금으로 조달하도록 하였다. 동 제도는 Basel III 상의 순안정자금조달비율(Net Stable Funding Ratio, NSFR)과 유사하지만 NSFR 규제와는 달리 별도의 위험가중치(risk-factor adjustment)를 적용하지 않고 외화에 대해서만 적용된다는 차이가 있다.

#### (외국환포지션 한도 규제)<sup>8)</sup>

외국환포지션 한도 규제는 금융기관이 환율변동위험에 노출되는 정도를 제한하기 위해 도입되었다. 외국환포지션은 일정 시점에 해당 금융기관의 외화자산과 외화부채의 차이를 의미하며, 우리나라의 경우 1964년 11월에 현물환을 대상으로 처음 도입되었으며 1980년 7월에 선물환거래가 허용된 이후 현물환포지션과 선물환포지션 한도를 구분하여 관리하였다. 아시아 외환위기를 지난 1998년 7월 이후에는 현물환과 선물환포지션을 합친 종합포지션을 관리하는 방식으로 일원화되었다. 종합포지션은 각 외국 통화별 종합 매입초과포지션의 합계와 종합 매도초과포지션의 합계 중 큰 금액으로 산정하는 간편포지션(shorthand position) 방식으로 산정하였다. 은행의 종합포지션 한도는 1998년 7월 도입 당시에는 전월 말 자기자본의 15%였으나 이후 점차 한도가 확대되어 2006년 5월 이후 50%까지 상향 조정되었다.

---

8) 안병찬(2011) 참조



### (외화예금 지급준비금 제도)<sup>9)</sup>

외화예금 지급준비금 제도는 은행이 모든 외화예금 및 양도성예금증서에 대하여 일정율의 지급준비금을 보유하여야 하는 제도로, 1967년 도입 당시에는 거주자외화예금과 비거주자 및 금융기관 외화예금에 대해 구분없이 일정률의 지급준비율을 부과하였다. 원/달러 환율 상승 시기에 환차익을 목적으로 한 개인의 외화예금 수요의 급격한 증가를 억제하기 위해 1985년 이후에는 거주자 외화예금의 지급준비율을 비거주자 및 금융기관 외화예금에 비해 높게 부과해오고 있다. 글로벌 금융위기 직전 외화예금 지급준비율은 거주자의 요구불 외화예금 7%, 거주자의 저축성 외화예금 2%, 기타 외화예금은 1%였다.

### (외화대출 용도 제한)

아시아 외환위기 이전까지 금융기관의 거주자에 대한 외화대출은 사용 목적에 따라 비교적 엄격하게 제한되었다. 대내적으로 금리자유화가 미진하여 국내금리가 국제금리에 비해 높은데다 관리변동환율제하에서 환율변동성이 크지 않아 외화대출을 받는 것이 유리하였기 때문에 용도를 제한하지 않을 경우 외화대출 수요가 크게 늘어나 과도한 외채가 누증될 것을 우려가 있었다. 따라서 해외투자 및 원자재·시설재 수입대금 지급 등 해외사용용도나 국산 기계 구입자금 등의 용도는 허용하되 단기 운전자금 용도는 제한하였다. 그러나 아시아 외환위기 이후 자유변동환율제도로의 전환, 자본자유화의 진전 등 변화한 환경을 배경으로 2001년 10월에는 외화대출 용도 제한을 전면 폐지하였다.

2005년 이후 환차익과 저금리를 노리고 원화사용 목적의 운전자금대출을 중심으로 외화대출이 빠르게 증가함에 따라 부작용을 줄이기 위해 외화대출에 대한 용도 제한을 점진적으로 재도입하였다. 원화 사용 목적

---

9) 안병찬, 2011, “글로벌 금융위기 이후 외환정책,” 한나레플러스 참조

의 외화대출의 과도한 확대는 외채를 증가시키고 원화절상 압력을 가중시키는데다 저금리를 노린 엔화 표시 대출은 엔화가 강세로 전환될 경우 큰 환손실을 야기할 수 있기 때문이다. 이에 따라 정부는 2006년 금융기관에게 외화대출을 실수요 위주로 취급하도록 창구 지도를 실시하였으나 외화대출 확대 추세가 지속되었다. 이에 대응하여 2007년 8월에 정부는 거주자에 대한 외화대출의 용도를 해외 실수요 자금과 국내 시설자금으로 제한하였다.

## 2.3 글로벌 금융위기 이후 자본이동관리규제의 강화

리먼사태가 발생한 2008년 9월부터 2009년 2월까지 6개월만에 은행의 단기외채가 577.1억 달러 순유출되면서 외화유동성 부족 사태에 처하였다. 리먼사태 발생 이전에 단기외채의 대폭 증가가 이후의 대량 순유출의 계기가 되었다. 은행 단기외채는 2001년말에 302.2억 달러였으나 2007년말에는 1,334.7억 달러까지 증가하여, 은행의 단기외채 누증이 경제전체의 시스템 위기를 초래하는 부(-)의 외부성(negative externality)을 완화하기 위해 은행에 대한 규제를 강화할 필요성이 커졌다. 그 결과 글로벌 금융위기 이후 은행에 대한 외환관련 미시건전성 조치를 강화함과 아울러 은행이 단기외채 급증을 억제하기 위해 선물환포지션 한도 규제와 외환건전성 부담금 제도를 새로 도입하였다. 외환건전성 부담금은 G20차원에서의 은행세 도입 논의라는 글로벌 규제환경 변화 속에서 도입된 어느 정도 보편성을 가진 제도인 반면 선물환포지션 한도 규제는 한국의 특수한 여건을 반영하여 만들어진 특수한 제도이다.

### 가. 금융회사 외환건전성 제고를 위한 외환규제 강화

#### (외화유동성비율)

2010년 1월에는 국내은행의 외화 자산·부채간 만기불일치 해소의 실효성을 높이기 위해 외화유동성비율을 정비하였다. 기존에는 외화유동성 비율 산정시 외화자산의 전액회수를 전제로 가중치 100%를 일률 적용하였으나, 외화자산의 회수가능성에 따라 가중치를 35%~100%로 차등 적용하였으며, 7일갭 비율의 경우 엄격한 초단기 비율관리로 인한 규제 준수 부담을 일부 경감하기 위해 0%에서 △3%이상으로 조정하였다.

**<표 II -2>                      국내은행의 외화유동성 비율 규제**

건전성 규제기준	기 간	산출방식	표준비율
외화유동성 비율	3개월 이내	잔존만기 3개월 이내 <u>외화자산</u> 잔존만기 3개월 이내 <u>외화부채</u>	85%이상 (기타 금융회사 80%)
외화 자산·부채 만기불일치 비율	7일 이내	기간별 ( <u>외화자산-외화부채</u> ) 총외화자산	△3% 이상
	1개월 이내		△10% 이상
중장기 외화대출재원 조달 비율	1년 초과	<u>1년초과 외화조달 잔액</u> <u>1년이상 외화대출 잔액</u>	100% 이상

**(중장기 외화대출재원조달 비율)**

2010년 1월 정부는 국내은행에 대해 장기 외화자금관리비율 규제를 통해 외화 차입구조의 장기화를 유도하였다. 중장기 조달기준 산정방식을 기존의 상환기간 ‘1년 이상’에서 ‘1년 초과’로 변경하였으며, 중장기 재원조달비율(중장기 재원/중장기 대출)의 규제 수준을 기존 80%에서 90% 이상으로 상향 조정하였다. 2010년 8월에는 비율 산출시 외화대출 뿐만 아니라 외화만기보유증권을 포함하고, 재원조달비율을 100% 이상으로 상향 조정하였다.

### (외화안전자산 보유 최저한도 의무화)

글로벌 금융위기 과정에서 상당수 은행이 외화유동성 부족을 경험함에 따라 외화자금의 급격한 유출로 인한 외화유동성 부족사태에 자체적으로 대응할 수 있도록 2010년 7월에는 외화안전자산 보유 최저한도를 신설하였다.

### (외화대출 관리 강화)

글로벌 금융위기로 감소하였던 외화대출이 향후 경기회복과 함께 증가하여 불필요한 외화수요를 유발할 것으로 예상됨에 따라, 2010년 6월부터 정부는 외화대출을 해외사용 용도로 제한하였다. 외화대출 용도제한은 2001년 자유화되었다가 원화사용 목적 외화대출이 늘어남에 따라 2006년 이후 점차 강화되었다. 이전까지는 예외적으로 제조업체의 시설자금용 외화대출은 원화자금소요 목적이라도 허용되었으나 2010년부터는 신규대출은 해외사용 용도로 한정하였다.

**<표 II -3> 외화대출 용도제한 시기별 구분**

01.10 이전	01.10~06.8	06.8~07.8	07.8.10~10.6	10.6 이후
<p>&lt;용자대상&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>· 대외외화결제자금</li> <li>· 해외직접투자자금</li> <li>· 수출입은행과의 협조용자</li> <li>· 외화차입금 원대금 상환자금</li> <li>· 국산기계구입자금</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 용도제한 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 해외사용 실수요에 한해 외화대출을 취급토록 창구지도</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 해외사용 실수요</li> <li>· 국내 시설자금</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 해외사용 실수요</li> </ul>

자료 : 한국은행 보도자료, 「외화대출 용도제한 실시」, 2007.8.3.

### (외환파생상품거래 리스크 관리기준 시행)

글로벌 금융위기 과정에서 과도한 외환파생상품 거래가 사회문제로 대

두되면서 파생상품 부문에 대한 리스크 관리를 위해 2010년 1월에는 국내은행 및 외은지점에 대해 관련규제를 신설하였다. 과도한 환헷지 방지를 위해 기업투자자는 위험회피대상 금액(실물거래 금액) 대비 125% 이내로 선물환 거래를 제한하였다. 또한, 2010년 8월에는 기업투자자와 외환파생상품 거래시 실수요 이상의 선물환거래가 이루어지지 않도록 선물환거래 한도를 실물거래 대비 125% 이내에서 100% 이내로 강화하였다.

**<표 II -4>                      글로벌 금융위기 이후 외환규제 조치 내용**

발표시기	조치 내용
2009. 11.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 외화유동성비율 정비 (2010.1)</li> <li>- 외화안전자산 보유 최저한도 의무화 (2010.7)</li> <li>- 중장기 외화대출재원조달 비율 강화 (2010.1)</li> <li>- 외환파생상품거래 리스크 관리기준 시행 (2010.1)</li> </ul>
2010. 6.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 선물환포지션 한도제도 도입 (2010.9)</li> <li>- 외화유동성비율 규제 강화 (2010.8)</li> <li>- 중장기 외화대출재원조달 비율 강화 (2010.8)</li> <li>- 외화대출 관리 강화 (2010.6)</li> <li>- 외환파생상품거래 리스크 관리기준 하향 조정 (2010.8)</li> <li>- 외은지점의 자율적 외화유동성 리스크 관리 유도 (2010.9)</li> </ul>
2010. 11.	- 외국인 채권투자자에 대한 과세 환원조치 (2011.1)
2010. 12.	- 외환건전성부담금 도입 (2011.8)
2011. 5.	- 선물환포지션 한도 축소 (2011.6)

주 : 괄호는 시행시기

자료 : 기획재정부, 금융위원회, 금융감독원, 한국은행

## 나. 자본유출입 급변동 완화를 위한 외환규제 강화

정부는 급격한 자본유출입으로 인한 금융시장 불안정성 확대 및 실물경제 위축의 악순환에 대응하기 위해 외채규모 확대 억제 방안을 마련하였다.

### (선물환포지션 한도 도입)

글로벌 금융위기 이전 조선사 및 자산운용사 등의 선물환매도는 국내 은행 및 외은지점의 단기외채 증가요인으로 작용하여, 2010년 9월에는 이들 은행에 대해 선물환포지션 한도를 신설하였다. 종합포지션 규제 외에 선물, 외환·통화스왑, NDF 등 통화관련 모든 파생상품을 포함하는 선물환포지션 한도 도입하였다. 자기자본 대비 비율로 한도를 설정하였기 때문에 선물환 포지션을 줄이지 않더라도 자기자본 확대를 통해 선물환 거래를 늘릴 수 있다. 국내은행, 증권·종금사는 전월말 자기자본의 50%까지 한도가 설정되며, 외은지점은 선물환포지션 평균 수준(2010. 4월말, 301%)을 감안하여 250%로 한도를 설정하였다. 2011년 상반기 은행부문의 단기 외화차입이 빠르게 증가함에 따라 7월에는 선물환포지션 한도를 국내은행 40%, 외은지점 200%로 축소하였다. 또한 2012년에는 자본유출입 변동성 완화를 위해 12월부터 선물환포지션 한도를 국내은행 30%, 외은지점 150%로 축소하였다.

### (외환건전성부담금 도입)

자본유출입 급변동에 따른 경제적 리스크를 최소화하고 선제적으로 거시건전성을 확보하는 방안으로 2011년 8월부터 모든 금융회사의 비예금 외화부채 잔액(전체외화부채 - 외화예수금)에 대해 외환건전성부담금 부과 제도를 도입하였다. 부과요율의 차등화를 통해 자본유출입 변동성이 큰 단기외채의 축소 및 장기화를 유도하였다. 부과요율의 법정한도인 50bp 이내에서 경제사정에 따라 신축적으로 적용하도록 하되, 현재는 만기에 따라 1년미만 20bp, 1년초과 3년이하 10bp, 3년초과 5년이하 5bp, 5년초과 5bp로 차등 부과하였다. 부과금은 외화로 징수하여 외평기금에 적립하며, 적립재원은 위기사 금융회사에 대한 외화유동성 공급용으로 활용하였다.

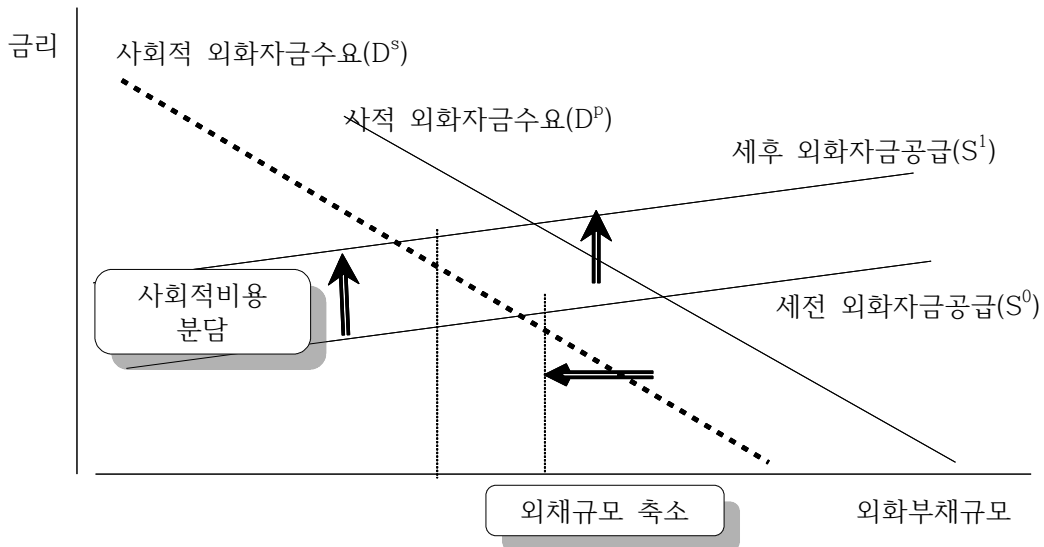
외환건전성부담금(Macro-prudential Stability Levy)은 글로벌 금융

위기 이후 G20을 중심으로 도입이 논의된 은행세(bank levy)를 한국의 실정에 맞는 형태로 도입한 것이다. 은행세에 대한 국제적 논의는 2009년 9월 G20 피츠버그 정상회의에서 금융위기 처리 과정에서 발생하는 손실을 금융권이 분담하는 방안을 마련해 줄 것을 IMF에 요청하면서 시작되었다. 2010년 G20 토론토 정상회의는 IMF가 제출한 보고서를 바탕으로 은행세 도입의 다섯가지 일반 원칙에 합의하였지만 G20 회원국이 동일한 형태의 은행세를 동시에 도입하는 데에는 실패하였다. 당시 IMF 보고서는 금융권의 손실분담을 통한 납세자보호와 금융기관 외형확대 억제 등을 통한 금융시스템 위협의 사전적 축소라는 두가지를 은행세 도입의 취지로 지적하였다. 2009년 스웨덴을 시작으로 영국, 독일, 프랑스 등 상당수 유럽연합 국가들이 은행세를 도입하였다.

특히, 한국이 도입한 은행세는 비예금 외화부채만을 부과대상으로 하고 있다는 특징이 있다. 우리나라는 글로벌 금융위기로 인한 직접적인 재정 손실이 없었고 금융기관 부실정리 목적으로 예금보험기금 등 기존제도를 갖추고 있는데다 1997년 외환위기 처리과정에서 소요된 공적자금의 일부를 특별기여금이라는 형태로 금융회사들이 이미 적립하고 있어 금융기관의 손실분담 보다는 시스템 위협의 예방이라는 측면이 주된 고려사항이었다. 외화부채를 부과대상에서 제외한 것은 금융회사들이 이미 특별기여금 납부 부담을 지고 있고 1997년과 2008년 2번의 금융위기 상황이 모두 외화부문을 통해 나타났다는 점이 고려되었기 때문이다. 외화예금의 경우에는 차입 등 도매금융을 통한 조달방식이 낳을 수 있는 급속한 레버리지 확대의 가능성이 적는데다 예금보험제도 적용에 따른 이중부담 발생 가능성을 고려하여 제외하였다. 금융회사의 단기외채 확대는 금융회사의 영업활동 및 수익에는 도움이 되지만 우리나라 국가신인도를 떨어뜨리고 급작스런 외자유출에 대비하여 외환보유액을 추가로 적립해야 하는 부(-)의 외부성이 존재하므로 세금부과를 통해 사회적 비용과 사적 비용의 괴리를 줄이는 것이 전체적인 사회후생을 개선할 수 있다.

<그림 II -9>

외환건전성부담금 부과 효과



(외국인 채권투자에 대한 과세 환원)

2011년 1월 글로벌 유동성의 과도한 국내 유입에 따른 금융시장 변동성 확대 완화 및 외환부문 안전성 확보를 위하여 비거주자의 국채, 통안증권 등 채권투자에 대한 과세 환원조치를 시행하였다. 2010년 1~10월 중 외국인 상장증권(주식+채권) 순투자액 38.4조원 중 채권 순투자액이 21.4조원에 달하는 등 채권자금이 대규모로 유입되었다. 과도한 외국인 채권투자 증가로 시장변동성 및 자본유출입 확대에 따른 외환시장 불안가능성이 증가하고 외채증가, 자산가치 거품 및 물가상승 압력 발생하였다. 이는 풍부한 글로벌 유동성과 상대적으로 건실한 우리나라의 경제 펀더멘털 등에 기인한다.

비거주자가 투자한 국채 또는 통안증권으로부터 발생한 이자소득 및 양도소득에 대해 2009년 5월부터 소득세를 비과세하던 특례를 삭제하여 이자소득세 14%, 양도차익세 20%를 과세하였다. 금융시장의 안정을 위해 긴급히 필요하다고 인정되는 경우 이자소득 등에 대한 원천징수세율



을 인하하거나 영의 세율을 적용 할 수도 있지만, 외국인채권투자자에게 주던 특혜를 없애 국내채권투자자와 동일하게 취급하겠다는 것이므로 새로운 형태의 자본이동규제의 도입이라고 보기는 어렵다.

### Ⅲ. 실증분석

#### 1. 실증분석 자료

##### 1.1 피설명변수 및 설명변수

본고의 실증분석 목적은 우리나라가 도입한 일련의 자본이동관리조치가 자본유출입에 미친 영향을 측정하는 것이다. 따라서 우리나라로의 자본유출입을 반영하는 변수가 실증분석에서의 피설명변수가 되고, 우리나라의 자본이동관리조치를 수치화한 지수가 주설명변수로 사용되며, 그 외 자본유출입에 영향을 미칠 수 있는 기타 설명변수들을 포함하여 그 영향을 통제하게 된다.

우선 피설명변수로는 국제결제은행(Bank for International Settlements; BIS)의 통합은행통계(Consolidated Banking Statistics; CBS)에서 제공하는 전세계 은행<sup>10)</sup>들의 우리나라에 대한 대외자산(total foreign claims)을 사용하였다. 우리나라로의 자본유출입을 반영하는 피설명변수로 국제수지표 상의 금융계정 자료가 아닌 BIS 통합은행통계 자료를 사용한 이유는 앞서 우리나라의 자본이동관리방안이 살펴본 바와 같이 기본적으로 은행의 영업활동에 영향을 미침으로써 자본유출입의 변화를 유도하는 조치들로 구성되어 있기 때문이다. 이러한 제도적 특성을 고려하지 않고 단순히 국제수지표 상의 자본유출입 자료를 피설명변수로 사용하는 경우, 자본이동관리조치들의 영향을 받지 않는 해외 중앙은행이나 국부펀드의 투자활동으로 인한 자본유출입 변동이 분석결과를 왜곡시킬 위험이 있다. 이와 달리 자본이동관리조치가 직접적으로 영향을 미치는 전세계 은행들의 대외자산 변동을 피설명변수로 사용하면, 도입

---

10) BIS 통합은행통계에서 지칭하는 은행에는 상업은행을 비롯하여 저축은행, 신용조합 등 다양한 예금 취급기관의 본점과 지점 등이 모두 포함되며, 이는 국민계정체계(System of National Accounts; SNA)나 국제수지매뉴얼(BPM)에서의 정의와도 일치한다.

된 제도가 의도한 효과를 측정하는데 더 적절할 뿐만 아니라 해석도 명확해지는 장점이 있다.

BIS 통합은행통계의 대외자산은 기본적으로 비거주자에 대한 은행 대차대조표 난내계정(on-balance sheet)의 모든 금융자산을 포괄하며, 구체적으로는 타은행 예금, 대출금, 무역신용, 채권, 주식, 양도성 예금증서, 자산유동화 증권 등으로 구성된다. 전세계 은행들이 이러한 형태의 금융자산들을 우리나라에 대해 보유하게 되는 경우는 크게 세 종류의 거래를 통해서이다. 한 가지는 해외은행들이 국경간 거래를 통해서 해당 금융자산을 취득하는 경우이다. 나머지 두 경우는 우리나라에서 영업하는 외은지점이 해당 금융자산을 취득하는 경우들인데, 이는 다시 외화표시 자산과 원화표시 자산으로 나뉜다. BIS 통합은행통계 상의 대외자산은 이러한 세 종류의 거래로 인한 금융자산 취득을 모두 포괄하며, 모든 금융자산 규모는 해외은행 혹은 외은지점의 본점(controlling parent institution)이 속한 국가로 통합되어 합산된다<sup>11)</sup>.

실증분석에서는 우리나라에 대한 미국, 유로존, 영국, 일본 및 기타 국가 은행의 분기별 글로벌 대외자산 자료를 각각의 피설명변수로 사용하여 지역별로 분석을 수행하였다. 이는 각 지역별로 완화적 통화정책을 조금씩 다른 시기에 시행하면서 해당 지역 은행으로부터의 유동성 상황 역시 동일하지 않은 측면을 고려한 것이다. 2008년 1분기를 기준으로 했을 때, 우리나라에 대한 대외자산을 가장 많이 보유한 곳은 유로존으로 전체의 34%에 해당하였고, 그 뒤를 이어 영국, 미국, 일본이 각각 25%, 18%, 8%를 기록해 주요국의 우리나라에 대한 대외자산 분석을 통해 전체의 85% 수준을 파악할 수 있는 것으로 추측된다. 같은 시기 전세계 은행의 글로벌 대외자산 규모상으로는 유로존, 영국, 미국, 일본의 보유 비중이 각각 58%, 12%, 6%, 5%로 은행을 통한 글로벌 유동성의 약 81% 수준을 커버할 수 있는 것으로 기대된다. 한편, 주요국 이외에도 기타 국

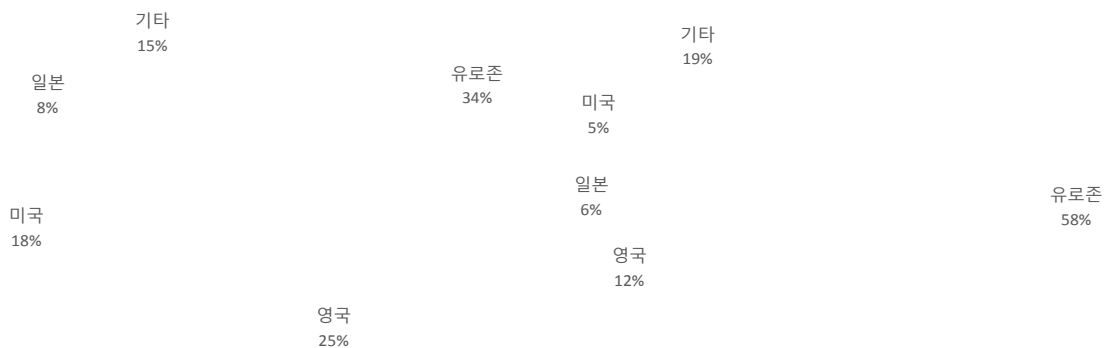
---

11) 2012년말 기준으로 BIS 통계상 전세계 은행들의 우리나라에 대한 자산은 3,390.4억 달러로 우리나라 국제투자대조표상 외국인투자잔액의 35.5%에 해당한다.

가들을 하나의 지역으로 보고 같은 분석을 수행해왔으며, 전세계 은행의 우리나라에 대한 대외자산 총합을 피설명변수로도 별도의 분석을 수행하였다. 분석 기간은 모든 설명변수와 피설명변수 자료가 동시에 존재하는 2002년 3분기부터 2013년 2분기까지로 설정하였고, 이 기간 내에서 자료수집 대상이나 방법의 변화로 불연속이 존재하는 분기에 대해서는 보간법을 사용하여 보정을 한 후 분석하였다.

### <그림 Ⅲ-1> 전세계 은행 대외자산의 국적별 구성(2008년 1분기 기준)

(a) 한국에 대한 대외자산의 국적별 구성 (b) 글로벌 대외자산의 국적별 구성



자료 : Bank for International Settlements

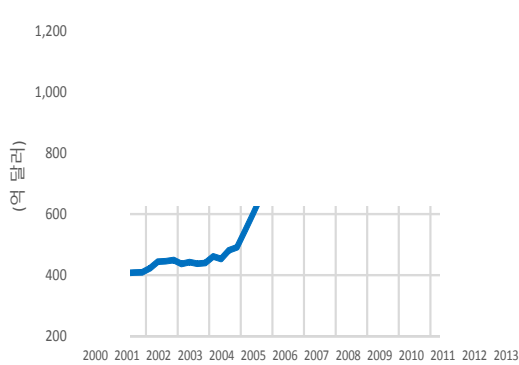
### <그림 Ⅲ-2> 각 지역 은행의 한국에 대한 대외자산 추이

(a) 미국

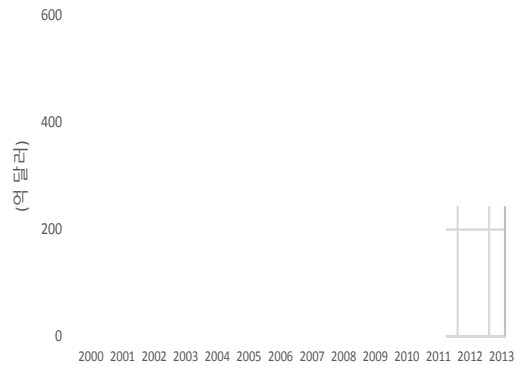
(b) 유로존



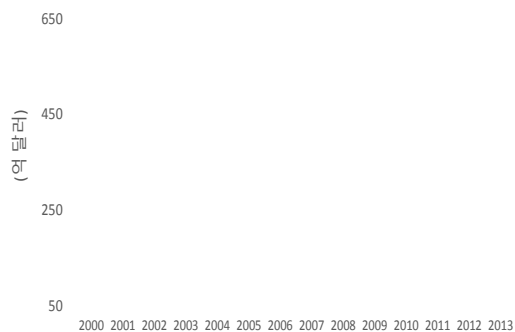
(c) 영국



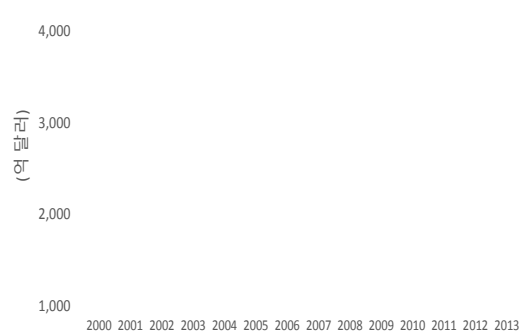
(d) 일본



(e) 기타 국가



(f) 전세계



자료 : Bank for International Settlements

주 설명변수인 자본이동관리방안을 나타내는 자료로는 Zhang and Zoli (2014)가 구축한 자본이동관리 지수를 사용하였다.<sup>12)</sup> 해당 지수는 13개 아시아 국가를 비롯한 총 33개 국가에 대해 분기별로 자본이동관리 강도를 수치화한 지수이다. Zhang and Zoli (2014)는 Lim et. al. (2013)의 자료를 비롯하여, IMF의 환율제도 연차보고서(Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions; AREAER)와 각국 중앙은행 및 감독당국으로부터 수집한 총 350여개의 정책변화 정보를 분석하여 이 중 자본이동관리 조치에 해당하는 사례를 기반으로 지수를 작성하였다. 각 정책변화 사례는 그 강도가 강화된 경우 1, 완화된 경우 -1로 변환되었고, 이를 2000년 초부터 누적하여 지수를 생성함으

12) 자본이동관리 지수 자료를 사용할 수 있도록 흔쾌히 공유해준 저자들에게 감사드린다.

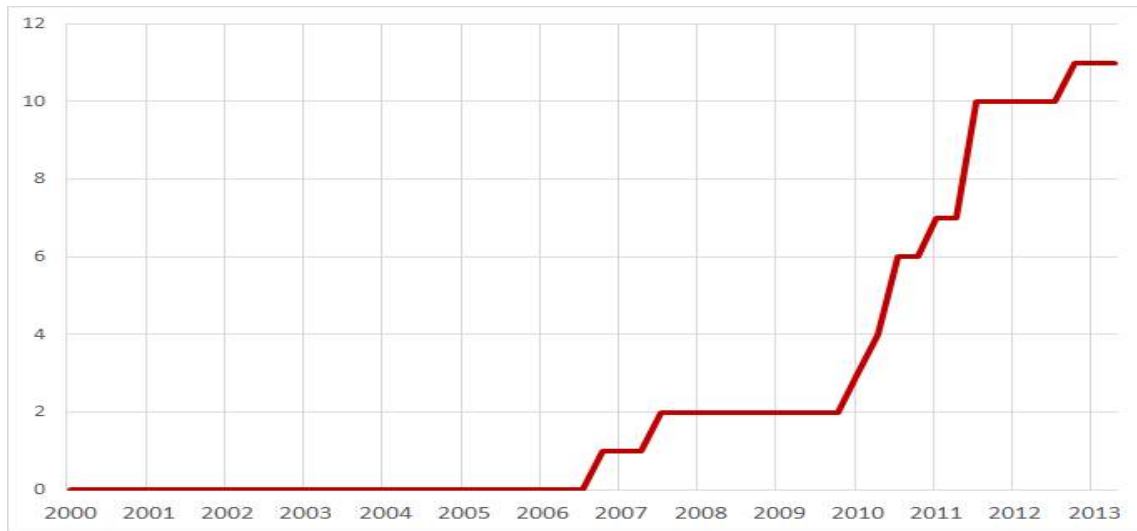
로써 2000년 초 대비 자본이동관리 강도를 나타낼 수 있도록 하였다.

물론 이러한 방식은 정책변화의 강도를 반영하지 못한다는 명백한 한계점이 존재하나, 근본적으로 자본이동관리 강도를 수치화하는 완벽한 방법은 존재하기 어렵다는 관점에서 볼 때 충분히 유용한 지수라고 판단된다. 또한 Zhang and Zoli (2014)는 앞서 기술된 방법으로 구축된 다양한 속성의 거시건전성 지수와 자본이동관리 지수를 사용하여 분석한 결과 해당 정책들의 효과를 추정한 결과가 경제학적 직관과 부합하는 것으로 나타나 이러한 지수의 유용성이 실증적으로 일정 부분 정당화되기도 하였다.

그림 III-3은 실증분석에 사용된 우리나라의 자본이동관리 지수이다. 이에 따르면 우리나라 자본이동관리의 강도는 사실상 2009년 말부터 2011년 중반 사이를 제외하면 상대적으로 변동이 적었던 것으로 나타난다. 해당 기간은 앞서 살펴본 것과 같이 글로벌 금융위기 이후 주요국의 완화적 통화정책에 따라 글로벌 유동성이 증가하여 과도한 자본유입이 우려되는 시기에 외환건전성을 재정비하는 과정에서 주요 자본이동관리 조치들이 도입되었기 때문이다. 이 기간을 제외하면 2006년 중반부터 2007년 중반 사이에 외화대출 관리가 강화된 사례가 있는데, 이는 원화 사용 목적의 외화대출이 과도하게 급증함에 따라 해외사용 실수요에 한해 외화대출을 취급하도록 조치가 취해진 것에서 기인한다. 그 이전에는 자본이동관리의 강도가 2000년 대비 변동이 없었던 것으로 나타났다. 이를 바탕으로 판단할 때 Zhang and Zoli (2014)의 자본이동관리 지수는 우리나라의 정책변화를 적절하게 반영하고 있다고 판단된다. 또한 사실상 대부분의 정책변화가 2009년 말부터 2011년 중반 사이에 이루어진 패턴을 고려할 때 해당 지수를 사용하여 자본이동관리 강도를 수치화하는 것에는 역시 큰 문제가 없을 것으로 판단된다.

<그림 Ⅲ-3>

한국의 자본이동관리 지수



자료 : Zhang and Zoli (2014)

본고에서 실증분석의 초점은 주 설명변수인 자본이동관리방안이 피설명변수인 전세계 은행의 우리나라에 대한 대외자산 변동에 미친 영향에 맞추어져 있다. 그러나 이를 위해서는 피설명변수에 영향을 주는 다른 요인들도 적절하게 통제하는 것이 필수적이다. 기존연구에서는 통상적으로 자본유출입을 결정하는 요인을 구분하는데 널리 사용되었던 대내요인과 대외요인으로 설명변수를 나누어 생각해왔다. 이러한 분석틀에서 바라보면, 자본이동관리방안은 대내요인에 속하는 주요 변수에 해당한다고 볼 수 있다. 그리고 기존연구에서는 일반적으로 가장 중요한 대외요인을 글로벌 유동성으로 보고 이를 반영하는 지표들을 분석에 포함시켜 피설명변수에 미치는 영향을 통제하는 접근방식이 사용되어 왔다.

본고는 대외요인을 통제하는 방법에서 기존연구와 다른 접근을 취한다. 기존연구에서 글로벌 유동성 지표로 사용되었던 변동성지수(VIX)나 주요국 본원통화 등의 변수대신, 본고는 전세계 은행의 아시아 신흥국 대한 대외자산 추이를 사용하여 대외요인을 통제하였으며, 이를 전세계 은행의 아시아 신흥국 대외자산이라 부르기로 한다.<sup>13)</sup> 이러한 접근은

13) 아시아 신흥국에 대한 대외자산 중에서 우리나라에 대한 대외자산은 제외한 자료를 사용하였다.

피설명변수인 전세계 은행의 한국에 대한 대외자산 추이가 대외요인인 전세계 은행의 아시아 신흥국 대외자산 추이로부터 괴리되는 부분만큼을 대내요인에서 기인하는 것으로 보는 것에 해당한다. 예를 들어, 전세계적으로 은행들이 아시아 신흥국 대외자산을 증가시키는 국면에서 전세계 은행의 한국에 대한 대외자산이 비슷한 추이를 보이다 어느 시점부터 괴리된다면, 이는 우리나라에 국한된 요인에 의해서 초래되었을 개연성이 크다고 보는 것이다.

이러한 접근은 기존연구에서 대외요인을 통제하던 방식에 비해 중요한 이점이 있다. 기존연구에서 널리 사용되었던 VIX 지수는 평상시 큰 움직임을 보이지 않다가 위기 발생 시에만 급격히 상승하는 특성이 있기 때문에 일반적으로 위기 발생 전에도 유의미한 변화를 보이는 글로벌 유동성을 포착하는데 적절하지 않은 측면이 있고, 주요국 본원통화의 경우는 위기 발생 후 중앙은행의 대응 과정에서 급격히 증가하는데 이것이 여러 단계의 채널을 거치므로 금융시장에서 자금조달이 용이해지는 효과를 나타내기까지 시차와 불확실성을 동반하기 때문에 해당 시점의 “ease of financing” 개념에 해당하는 글로벌 유동성을 포착하는데 적절하지 않다. 이에 반해 본고의 접근방법에서는, 피설명변수인 전세계 은행의 한국에 대한 대외자산과 대외요인인 전세계 은행의 아시아 신흥국 대외자산이 개념적으로 동등하고, 글로벌 유동성이 자본흐름에 영향을 미치는 매커니즘 상으로도 같은 단계에 위치하기 때문에 대외요인을 통제하는 변수로서 보다 적절하다고 판단된다. 또한, 전세계 은행의 아시아 신흥국 대외자산 추이에 이미 다양한 대외요인이 자본흐름에 미치는 영향이 집약되어 있기 때문에 한 변수만으로도 여러 대외요인을 효율적으로 통제할 수 있다는 점에서, 가용한 시계열 자료가 짧은 본고의 분석에 적합하다고 판단된다.

우리나라에 대한 대외자산 추이에 영향을 미칠 수 있는 대내요인으로서는 대내외금리차인 스왑베이스스(CRS-IRS)를 사용하였다. 앞서 기술된



설명변수들을 바탕으로 실증분석에 사용된 모형설정을 해석해보면, 전세계 은행의 우리나라에 대한 대외자산 추이가 아시아 신흥국에 대한 대외자산 추이와 괴리되는 부분만큼이 대내외금리차나 자본이동관리 정책 등 대내요인에서 기인하는 것으로 보는 관점에 해당한다. 한편, 본고에서 대외요인을 통제하는 접근방식이 유효한지 확인하기 위해 기존 연구에서 대외요인을 통제하는 변수로 널리 사용되어온 VIX 지수를 보조적인 설명변수로 포함시켜보았다. 만약 VIX 지수가 유의하게 추정된다면 이는 전세계 은행의 우리나라에 대한 대외자산 추이가 모든 대외요인을 충분히 통제하지 못하는 측면을 반영하는 것으로 해석될 수 있다.

## 1.2 분석자료의 시계열 특성

실증분석에 사용된 자료의 시계열 특성은 적절한 시계량 모형을 선택하는데 있어서 중요한 정보를 제공한다. 특히 피설명변수 및 설명변수가 불안정(non-stationary) 시계열 특성을 갖는지 확인하기 위해 다양한 단위근 검정(unit-root test)을 수행하였다. 사용된 단위근 검정은 통상적으로 사용되는 Augmented Dickey-Fuller를 비롯하여 Phillips and Perron (1988), Im, Pesaran and Shin (2003), Levin, Lin and Chu (2002) 등 네 가지 검정방법을 고려하였으며, 각각 ADF, PP, IPS, LLC로 표기하였다. 이중 ADF, PP, IPS 방식은 시계열 자료가 각각의 단위근을 갖는다는 것을 귀무가설로 설정하여 단위근검정을 하는 반면, LLC는 여러 시계열 자료가 공통의 확률적 추세(stochastic trend)를 갖는다는 것을 귀무가설로 검정을 수행하는 방식이다.

유로존 지역에 대한 검정을 예를 들면, ADF, PP, IPS 방식은 피설명변수인 유로존 은행의 한국에 대한 대외자산을 비롯하여 설명변수인 유로존 은행의 아시아 신흥국 대외자산, 자본이동관리 지수, 대내외 금리차 및 VIX 지수가 각각의 단위근을 갖는다는 것을 귀무가설로 설정하여 검

정을 수행하게 된다. 이런 방식을 미국, 영국, 일본, 기타 국가 및 전세계에 대해서 동일하게 적용하게 된다. 반면 LLC 방식은 유로존에 대한 분석에 사용되는 피설명변수 및 설명변수를 모두 포함하는 다섯 개의 시계열자료가 공통의 확률적 추세를 갖는다는 것을 귀무가설로 검정을 수행하게 되며, 역시 이러한 검정을 미국, 영국, 일본, 기타 국가 및 전세계에 대해서 같은 방식으로 적용하게 된다.

단위근 검정결과를 살펴보면, 분석에 사용된 변수들이 각각의 단위근을 갖는다는 귀무가설을 모든 지역에 대해 유의수준 5% 및 10% 수준에서 기각할 수 없는 것으로 나타났으며, 이러한 결과는 ADF, PP, IPS 검정방식 모두에서 공통적으로 확인되었다. 또한, 분석에 사용된 변수들 사이에 공통의 확률적 추세를 갖는다는 귀무가설도 모든 지역에 대해 유의수준 5% 및 10% 수준에서 기각할 수 없는 것으로 나타났다.

**<표 III-1>                      단위근 검정결과 (p-value)**

	전세계	미국	유로존	영국	일본
ADF	0.25	0.41	0.14	0.31	0.39
PP	0.28	0.40	0.17	0.30	0.41
IPS	0.62	0.84	0.43	0.70	0.82
LLC	0.25	0.69	0.38	0.51	0.39

분석에 사용된 자료들이 불안정 시계열 특성을 갖는다는 위 검정결과를 바탕으로, 우리나라에 대한 대외자산 추이, 아시아 신흥국 대외자산 추이, 자본이동관리 지수 및 대내외금리차 시계열 자료들 사이에 공적분(cointegration) 관계가 존재하는지 검정을 수행하였다. 공적분 검정에 사용된 방식은 Trace Test와 Max Eigenvalue Test 등 두 가지 방식을 사용하였다. 전자는 공적분 관계의 개수가  $r$ 개라는 귀무가설과 그 이상이라는 대립가설을 기반으로 검정을 수행하는 방식인 반면, 후자는 공적분 관계의 개수가  $r$ 개라는 귀무가설과  $r+1$ 개라는 대립가설을 기반으로 검정

을 수행하는 방식이다.

공적분 검정결과를 살펴보면, 전반적으로 한 개의 공적분 관계가 있는 것으로 판단된다. 전세계와 미국 및 일본 지역에 대한 분석에서는 두 가지 검정방식 모두 한 개의 공적분 관계가 존재하는 것으로 나타났고, 유로존과 영국 지역에서는 Max-Eigenvalue Test가 공적분 관계가 없음을 기각하지 못한 반면 Trace Test로부터는 한 개의 공적분이 존재하는 결론을 도출되었다. 분석에 사용된 시계열의 길이가 길지 않기 때문에 공적분 관계에 대한 통계적 검정을 통해 명확한 결론을 도출하기는 힘들다는 점을 감안하여 본고에서는 검정결과를 종합적으로 고려하여 한 개의 공적분 관계를 기반으로 모형을 설정하고 분석을 수행하였다.

**<표 III-2> 공적분 관계 개수 검정 결과**

	전세계	미국	유로존	영국	일본
Trace Test	1	1	1	1	1
Max Eigenvalue Test	1	1	0	0	1

## 2. 분석방법론

실증분석은 다음과 같은 벡터오차수정모형(Vector Error Correction Model with Covariates; VECMX)을 사용하여 수행하였다.

$$\Delta y_t = \Phi \Delta y_{t-1} + BA'y_{t-1} + \epsilon_t, \quad t = 1, 2, \dots, T$$

이때  $y_t$ 는 피설명변수와 설명변수를 모두 포함하는 벡터이며, 유로존에 대한 분석을 예로 들면, 한국에 대한 유로존 은행의 대외자산, 유로존 은행의 아시아 신흥국 대외자산, 자본이동관리 지수, 대내외 금리차 및 VIX 지수로 구성되어 있고, 대외자산 변수들은 그 계수를 탄력성으로 해석하기 위해 로그값을 취한 후 사용하였다. 분석의 초점이 되는 관심모수는  $y_{t-1}$ 항 앞의 계수 중 공적분 계수를 나타내는  $A$ 가 되며, 공적분 관

계가 장기균형 측면에서 안정적인지를 살펴보기 위해 오차수정항 계수인  $B$ 가 음수인지도 함께 확인하였다.

구체적인 추정은 두 단계로 나누어 수행하였다. 첫 번째 단계에서는 Phillips and Hansen (1990)의 Fully-Modified Ordinary Least Squares(FMOLS) 추정방식을 사용하여 공적분 관계식을 추정하였고, 이때 계수의 유의성 검정은 장기공분산(long-run covariance) 추정치로부터 얻은 표준오차를 기반으로 수행하였다. 장기공분산 추정 시에는 Akaike Information Criteria(AIC)를 사용하여 시차 차수를 2로 결정하였고, Newey-West bandwidth 4를 기반으로 Bartlett kernel을 사용하였다. 두 번째 단계에서는 단기동학식(short-run dynamics)을 최소자승법(least squares) 방법으로 추정하되, 계수의 유의성 검정을 위한 표준오차는 이분산성에 강건한(heteroskedasticity robust) White (1980)의 방법을 사용하여 추정하였다. 또한 추정의 편의를 위해 전체 벡터오차수정모형을 추정하는 대신 한국에 대한 대외자산 변수를 피설명변수로 하는 관계식에 대한 추정만을 수행하였는데, 이는 기본적으로 해당 식이 본고의 주요 분석의 대상이기 때문이다. 또한, 지역별 은행의 아시아 신흥국 대외자산 변수나 VIX 지수는 대외요인으로서 본고의 분석 관점에서 볼 때 외생변수이며, 자본이동관리 지수는 정책변수로 역시 외생적이라 볼 수 있기 때문에 이러한 특성을 반영하여 추정대상을 한국에 대한 대외자산을 피설명변수로 하는 관계식에 국한시켰다.

### 3. 실증분석 결과

#### 3.1 자본이동관리정책의 전세계 은행 전체에 대한 영향

앞서 기술한 분석방법을 적용하여 벡터오차수정모형을 추정한 결과, 전세계 은행의 아시아 신흥국 대외자산 추이가 우리나라에 대한 대외자

산 추이에 미치는 영향은 1% 유의수준에서 유의한 것으로 나타났으며, 전세계 은행의 아시아 신흥국 대외자산이 1% 증가함에 따라 우리나라에 대한 전세계 은행의 대외자산 규모도 약 0.9% 가량 증가하는 것으로 나타났다. 자본이동관리조치의 영향 역시 1% 유의수준에서 유의한 것으로 나타났으며, 자본이동관리 정책이 한 차례 강화됨에 따라 전세계 은행의 우리나라에 대한 대외자산은 평균적으로 약 7.2% 가량 감소하는 효과가 있었던 것으로 추정되었다. 대내외금리차는 5% 유의수준에서 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 그 영향의 크기는 대내외금리차가 1%p 벌어질 때 전세계 은행의 우리나라에 대한 대외자산을 약 3.7% 가량 증가시키는 수준인 것으로 나타났다. VIX 지수가 전세계 은행의 우리나라에 대한 대외자산 추이에 미치는 영향은 유의성이 떨어져 10% 유의수준에서만 유의한 설명력을 갖는 것으로 나타났으며, 이는 전세계 은행의 아시아 신흥국 대외자산이 대외요인을 충분히 통제하였음을 반영하는 것으로 해석된다.

한편, 단기동학식에 대한 2단계 추정결과에서는 유의한 영향을 미치는 변수를 발견하기 힘들었는데, 이는 짧은 시계열 자료를 바탕으로 단기적인 상관관계를 파악하기는 어렵다는 점을 감안할 때 어느 정도 예측가능한 결과라고 할 수 있다. 다만, 장기불균형 오차항에 대한 계수의 부호 자체는 음수로 나타나 장기균형 관계로부터의 일시적인 이탈은 시간에 따라 소멸하여 안정적인 장기균형 관계가 존재할 것으로 추측해볼 수 있다.

<표 III-3> 자본이동관리정책의 전세계 은행에 대한 영향 추정결과

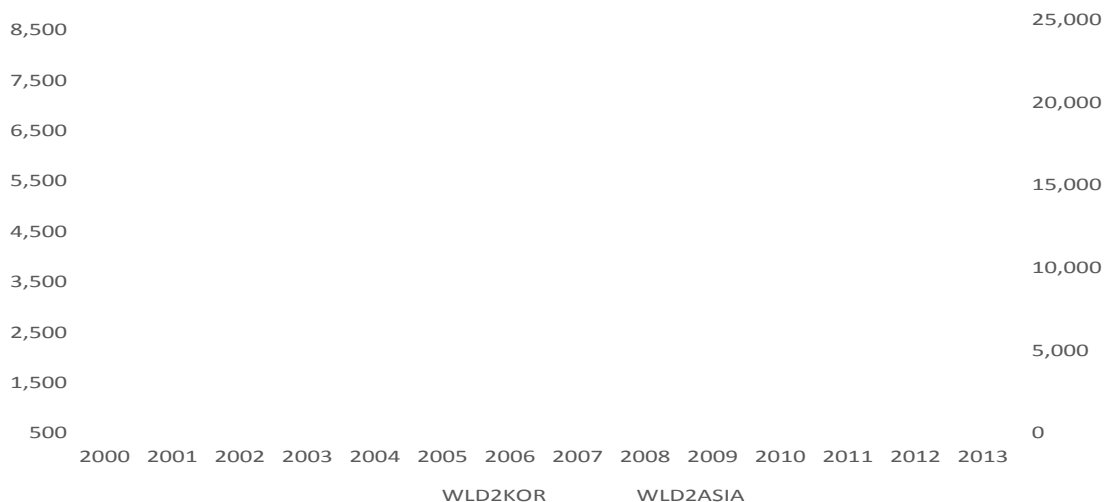
1단계 공적분 모형 추정결과				
변수	추정치	표준오차	t-통계량	p-value
전세계 은행의 아시아 신흥국 대외자산	0.90	0.047	19.2	0.000***
자본이동관리 지수	-0.072	0.0063	-11.3	0.000***
VIX 지수	0.0026	0.0015	1.72	0.094*
대내외 금리차	0.037	0.017	-2.23	0.976**
2단계 오차수정모형 추정결과				
변수	추정치	표준오차	t-통계량	p-value
장기불균형 오차항(t-1)	-0.32	0.22	-1.46	0.154
△ 피설명변수(t-1)	0.28	0.22	1.32	0.196
△전세계 은행의 아시아 신흥국 대외자산(t-1)	0.01	0.24	0.04	0.966
△자본이동관리 지수(t-1)	-0.0086	0.017	-0.50	0.619
△VIX 지수(t-1)	-0.0007	0.0015	-0.46	0.647
△대내외 금리차(t-1)	-0.015	0.017	-0.89	0.378
관측치 개수	42			
adjusted R <sup>2</sup>	0.18			

주) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 추정된 계수값이 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미

짧은 시계열 자료를 기반으로 수행한 시계량 분석의 한계를 감안할 때, 시계열 자료의 추이를 그래프 상에서 직접 분석하는 과정이 유용한 정보를 제공하는 보완적인 분석방법이 될 수 있다. 특히 전세계 은행이 각각 우리나라와 아시아 신흥국에 대해 대외자산을 조정한 장기추이를 비교해보면, 두 시계열 자료 사이의 공적분 관계 및 자본이동관리 정책의 효과에 대한 풍부한 시사점을 얻을 수 있다. 우선 전세계 은행은 2003년경부터 아시아 신흥국에 대한 대외자산을 꾸준히 증가시켜 2008년 1분기 정점에 이른 후 글로벌 금융위기의 여파로 2009년 1분기 경까지 빠르게 감소하는 모습을 보였는데, 우리나라도 예외는 아니어서 대외자산의 축소 폭이 상대적으로 크다는 차이점은 존재하였으나 전반적인 추이는 아시아 신흥국에 대한 대외자산과 상당히 유사하였다. 그러나 2009년 이후

의 추이에서는 극명한 차이를 보이고 있는데, 전세계 은행의 아시아 신흥국에 대한 대외자산은 다시 급격한 증가세를 보이며 글로벌 금융위기 발생 이전 수준인 1조 달러의 두 배에 달하는 모습을 보인 반면, 우리나라에 대한 대외자산은 위기 발생 이전 수준인 3500억 달러 수준에서 정체된 모습이 나타났다. 앞서 논의된 바와 같이, 전세계 은행의 우리나라에 대한 대외자산 추이가 아시아 신흥국에 대한 대외자산 추이로부터 괴리되는 부분만큼이 우리나라의 대내요인으로 설명되어야 할 부분이며, 자본이동관리지수와 대내외금리차 변수가 이를 유의하게 설명하고 있다. 앞서 수행한 벡터오차수정 모형 기반의 추정결과는 본질적으로 같은 분석을 계량적으로 수치화한 것에 해당한다고 볼 수 있다.

#### <그림 Ⅲ-4> 전세계 은행의 대외자산 추이 (억 달러)



자료: Bank for International Settlements, KIF

### 3.2 자본이동관리정책의 유로존 은행에 대한 영향

동일한 분석방법을 적용하여 유로존에 대한 벡터오차수정모형을 추정 한 결과, 유로존 은행의 아시아 신흥국 대외자산은 1% 유의수준에서 유

의한 것으로 나타났으며, 아시아 신흥국 대외자산이 1% 증가함에 따라 우리나라에 대한 유로존 은행의 대외자산 규모는 1.4% 가량 증가하는 것으로 나타났다. 본고의 주요 분석 대상인 자본이동관리조치의 영향 역시 1% 유의수준에서 유의한 것으로 나타났으며, 자본이동관리조치가 한 차례 강화됨에 따라 우리나라에 대한 유로존 은행의 대외자산 규모가 9.2% 가량 감소하는 효과가 있는 것으로 나타났다. 대내외금리차는 5% 수준에서 유의한 영향을 미친 것으로 나타났으며, 금리차가 1%p 상승하면 우리나라에 대한 유로존 은행의 대외자산은 5% 가량 증가하는 것으로 나타났다. 그 외 VIX 지수의 영향은 유의하지 않은 것으로 나타나, 본고에서 아시아 신흥국에 대한 유동성을 통제한 접근방식을 통해 대외요인의 영향을 충분히 효율적으로 통제할 수 있었던 것으로 보인다. 한편, 유로존 단기동학식에 대한 2단계 추정결과에서도 짧은 시계열 자료 분석의 한계로 인해 유의한 영향을 미치는 변수를 발견하기 힘들었다.



**<표 III-4> 자본이동관리정책의 유로존 은행에 대한 영향 추정결과**

1단계 공적분 모형 추정결과				
변수	추정치	표준오차	t-통계량	p-value
유로존 은행 아시아 신흥국 대외자산	1.41	0.060	23.5	0.000***
자본이동관리 지수	-0.092	0.0054	-17.2	0.000***
VIX 지수	0.0017	0.0020	0.86	0.398
대내외 금리차	0.050	0.022	-2.28	0.028**
2단계 오차수정모형 추정결과				
변수	추정치	표준오차	t-통계량	p-value
장기불균형 오차항	0.12	0.38	0.33	0.745
△ 피설명변수(t-1)	0.27	0.29	0.94	0.354
△ 유로존 은행의 아시아 신흥국 대외자산(t-1)	-0.06	0.34	-0.18	0.861
△ 자본이동관리 지수(t-1)	-0.019	0.024	-0.78	0.443
△ VIX 지수(t-1)	-0.0023	0.0019	-1.23	0.226
△ 대내외 금리차(t-1)	-0.052	0.032	-1.62	0.114
관측치 개수	42			
adjusted R <sup>2</sup>	0.18			

주) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 추정된 계수값이 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미

시계열 자료의 추이를 그래프 상에서 분석해보면, 유로존 은행은 2002년경부터 우리나라를 비롯한 아시아 신흥국에 대한 대외자산 규모를 서서히 증가시키다가 2006년부터는 훨씬 더 급격한 속도로 대외자산 규모를 증가시킨 것으로 나타났다. 이러한 추세는 2008년 초 정점에 이른 뒤 글로벌 금융위기 발생에 따라 다시 대외자산 규모의 급격한 축소가 나타나게 되었다. 이 과정에서 유로존 은행은 우리나라에 대한 대외자산을 여타 아시아 신흥국에 대한 대외자산보다 더 큰 폭으로 축소하였으나, 전반적으로 패턴 자체는 동일하였다. 그러나 2009년 이후 우리나라에 대한 유로존 은행의 대외자산 추이는 아시아 신흥국에 대한 대외자산 추이와 극명하게 다른 움직임을 보였다. 유로존 은행이 아시아 신흥국에 대한 대외자산을 글로벌 금융위기 발생 당시 수준까지 급격하게 다시 증가

시키는 동안 우리나라에 대한 대외자산은 오히려 감소하는 모습이 나타났다. 한편, 2011년 이후에는 유로존 재정위기의 부각으로 인해 유로존 은행이 우리나라에 대한 대외자산은 물론 아시아 신흥국에 대한 대외자산을 급격하게 축소하는 모습이 나타났고, 이후에는 정체된 모습을 시현하였다. 앞서 수행한 벡터오차수정모형 분석은 이러한 그래프상의 특징들은 고스란히 통계적 분석으로 옮겨놓은 것에 해당한다. 대외요인과 대내요인으로 분해하는 분석들에서 이러한 궤리는 우리나라의 특수한 상황으로 설명이 되어야만 하는데, 자료의 이러한 패턴은 자본이동관리 지수의 추이와 대내외금리차의 움직임으로 유의하게 설명이 가능하였다. 특히 유로존 재정위기의 발생으로 유로존 은행이 우리나라에 대한 대외자산을 급격하게 축소한 움직임은 유로존 위기에 대한 별도의 통제가 없이도 아시아 신흥국 대외자산의 급격한 축소를 통해 자동적으로 통제되었는데, 이로부터 본고에서 대외요인을 통제하는 접근방식이 매우 효과적임을 확인할 수 있다.

### <그림 III-5> 유로존 은행의 대외자산 추이



자료: Bank for International Settlements, KIF

### 3.3 자본이동관리정책의 영국 은행에 대한 영향

영국에 대한 벡터오차수정모형 추정결과에서도 영국 은행의 아시아 대 신흥국 대외자산은 1% 유의수준에서 유의한 요인으로 나타났으며, 아시아 신흥국에 대한 대외자산을 1% 증가시키는 동안 우리나라에 대한 영국 은행의 대외자산 규모는 약 0.75% 가량 증가시킨 것으로 나타났다. 주요 분석 대상인 자본이동관리조치의 영향 역시 1% 유의수준에서 유의한 것으로 나타났으며, 자본이동관리조치가 한 차례 강화됨에 따라 우리나라에 대한 영국 은행의 대외자산 규모는 6.2% 가량 감소하는 효과가 있는 것으로 나타났다. 대내외금리차는 5% 수준에서 유의한 영향을 미친 것으로 나타났으며, 금리차가 1%p 상승하면 우리나라에 대한 영국 은행의 대외자산은 5.2% 가량 증가하는 것으로 나타났다. 그 외 VIX 지수의 영향은 영국의 경우에도 유의하지 않은 것으로 나타나, 본고에서 아시아 신흥국에 대한 유동성을 통제한 접근방식을 통해 대외요인의 영향을 충분히 효율적으로 통제할 수 있었던 것으로 보인다. 단기동학식에 대한 2단계 추정결과에서는 장기불균형 오차항이 1% 수준에서 유의하더라도 그 계수가 음수인 것으로 추정되어 장기균형 관계가 안정적인 것을 확인할 수 있었다.

<표 III-5> 자본이동관리정책의 영국 은행에 대한 영향 추정결과

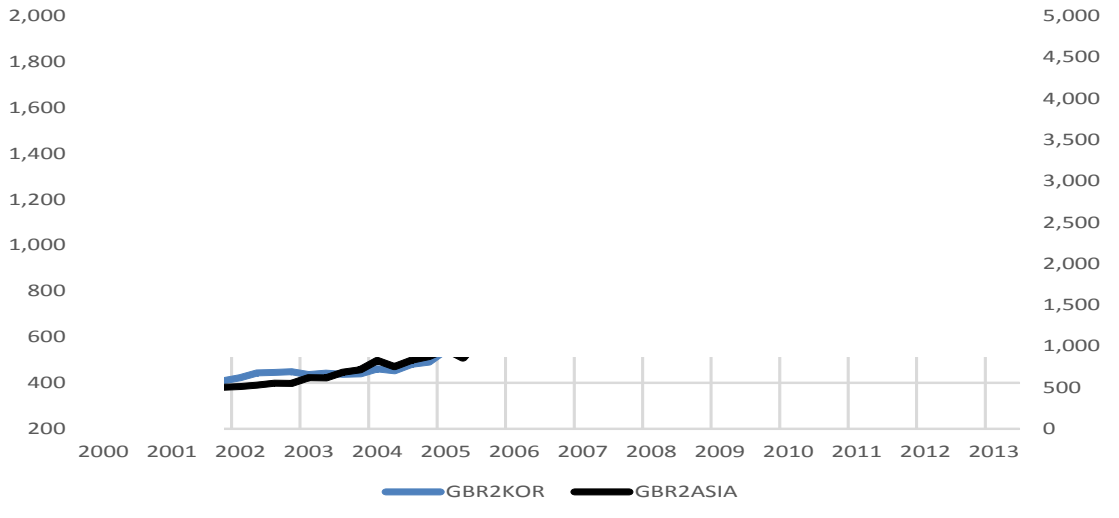
1단계 공적분 모형 추정결과				
변수	추정치	표준오차	t-통계량	p-value
영국 은행의 아시아 신흥국 대외자산	0.75	0.058	13.0	0.000***
자본이동관리 지수	-0.062	0.0085	-7.28	0.000***
VIX 지수	0.00086	0.0020	0.42	0.674
대내외 금리차	0.052	0.022	-2.33	0.025**
2단계 오차수정모형 추정결과				
변수	추정치	표준오차	t-통계량	p-value
장기불균형 오차항	-0.44	0.14	-3.13	0.004***
△ 피설명변수(t-1)	0.41	0.21	2.01	0.052*
△ 영국 은행의 아시아 신흥국 대외자산(t-1)	-0.24	0.13	-1.89	0.067*
△ 자본이동관리 지수(t-1)	-0.073	0.017	-0.41	0.682
△ VIX 지수(t-1)	-0.0004	0.002	-0.19	0.847
△ 대내외 금리차(t-1)	-0.0075	0.017	-0.44	0.665
관측치 개수	42			
adjusted R <sup>2</sup>	0.26			

주) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 추정된 계수값이 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미

시계열 자료의 추이를 그래프 상에서 분석해보면, 영국 은행은 2003년 경부터 아시아 신흥국 및 우리나라에 대한 대외자산을 지속적으로 증가시켜온 것으로 나타났다. 이후 글로벌 금융위기 발생으로 인해 대외자산 규모가 급락하였다가 2009년 초부터 재차 상승하는 모습은 비록 그 정도에 있어서는 차이가 있으나 패턴상으로는 아시아 신흥국과 우리나라에 대한 대외자산 추이 모두에서 공통적으로 나타났다. 그러나 우리나라가 자본이동관리 정책을 강화한 2009년 말 이후의 움직임을 현저한 차이점을 보이고 있다. 아시아 신흥국에 대한 영국 은행들의 대외자산이 유로존 재정위기 발생 전까지 급격하게 증가하여 글로벌 금융위기 발생 당시 수준의 2배에 이른 것과는 대조적으로 한국에 대한 대외자산은 오히려 감소하는 모습이 나타났다. 이러한 괴리는 대내요인인 자본이동관리지수

나 대내외금리차의 움직임으로 설명되어야 할 부분이며, 앞서 살펴본 바와 같이 벡터오차수정모형을 통해 유의하게 설명될 수 있었다.

<그림 III-6> 영국 은행의 대외자산 추이



자료: Bank for International Settlements, KIF

### 3.4 자본이동관리정책의 미국 은행에 대한 영향

동일한 분석방법을 적용하여 미국 은행의 아시아 신흥국 대외자산 자료를 설명변수로 사용한 벡터오차수정모형을 추정한 결과에서는 모형의 설명력이 좋지 않은 것으로 나타났다. 자료를 세부적으로 검토한 결과, 이는 미국 은행의 우리나라에 대한 대외자산 추이를 분석함에 있어서 대외요인을 통제하기 위한 변수로는 아시아 신흥국 대외자산 추이보다는 전세계에 대한 대외자산 추이가 더 적절하기 때문인 것으로 나타났다. 이는 미국 은행들이 우리나라에 대한 투자 결정을 내리는 패턴이 아시아 신흥국에 대한 투자와 비슷하기 보다는 전세계적인 투자 결정 쪽에 더 가깝기 때문인 것으로 보이며, 미국 은행들에게 있어서 우리나라가 여타 아시아 신흥국과는 차별화되는 측면을 반영하는 것으로 추정된다. 이에 따라 미국에 대한 벡터오차수정모형에서는 미국 은행의 전세계에 대한

대외자산 추이를 대외요인 통제를 위한 설명변수로 사용하였다. 분석 결과 미국 은행의 글로벌 대외자산은 1% 유의수준에서 유의한 요인인 것으로 나타났으며, 미국 은행이 글로벌 대외자산을 1% 증가시키는 동안 우리나라에 대한 미국 은행의 대외자산 규모는 약 0.5% 가량 증가하는 것으로 나타났다. 본고의 주요 분석 대상인 자본이동관리조치의 영향은 5% 유의수준에서 유의한 것으로 나타났으며, 자본이동관리조치가 한 차례 강화됨에 따라 우리나라에 대한 미국 은행의 대외자산 규모가 약 1.1% 가량 감소하는 효과가 있는 것으로 나타났다. 대내외금리차의 영향은 10% 수준에서 유의한 것으로 나타난 반면, VIX 지수의 영향은 유의하지 않은 것으로 나타나 결과적으로 우리나라에 대한 미국 은행의 대외자산 장기추이는 글로벌 유동성 상황과 자본이동관리 정책에 의해 좌우된다고 볼 수 있다. 한편, 단기동학식에 대한 2단계 추정결과에서는 장기불균형 오차항이 1% 수준에서 유의한 영향을 미치면서 그 계수가 음수인 것으로 추정되어 장기균형 관계가 안정적이라는 추측을 가능하게 하였으나, 그 외 다른 변수들의 영향은 짧은 시계열 자료의 한계 등으로 인해 유의하게 나타나지 않았다.

보완적인 분석방법으로 시계열 자료의 추이를 그래프 상에서 분석해보면, 미국 은행은 2006년경부터 2007년 중반 사이에 전세계적으로 대외자산 규모를 그 이전에 비해 상대적으로 빠르게 증가시켰으나, 글로벌 금융위기를 겪으면서 2008년 중 그 규모가 감소하였다. 그러나 양적완화의 시행을 바탕으로 유동성 상황이 개선되면서 2009년 중 다시 전세계에 대한 대외자산이 급격하게 증가하였고, 그 이후로도 지속적인 상승추세를 보이고 있다. 미국 은행의 우리나라에 대한 대외자산은 2009년경까지 기본적으로 미국 은행의 전세계에 대한 대외자산과 매우 유사한 추이를 보였으나, 2010년경부터는 전세계에 대한 대외자산이 증가하는 것과 달리 우리나라에 대한 대외자산은 등락을 거듭하는 가운데 정체된 것을 확인할 수 있다. 장기적 추이 상의 이러한 괴리는 역시 대외요인과 대내요인

으로 분해하는 분석들에서 볼 때 대내요인으로 설명되어야 할 부분이며, 자본이동관리 지수의 추이와는 부합한다고 볼 수 있다. 앞에서 제시된 미국에 대한 벡터오차수정 모형의 추정결과는 기본적으로 이러한 자료의 특성을 반영한 것이라고 해석할 수 있다.

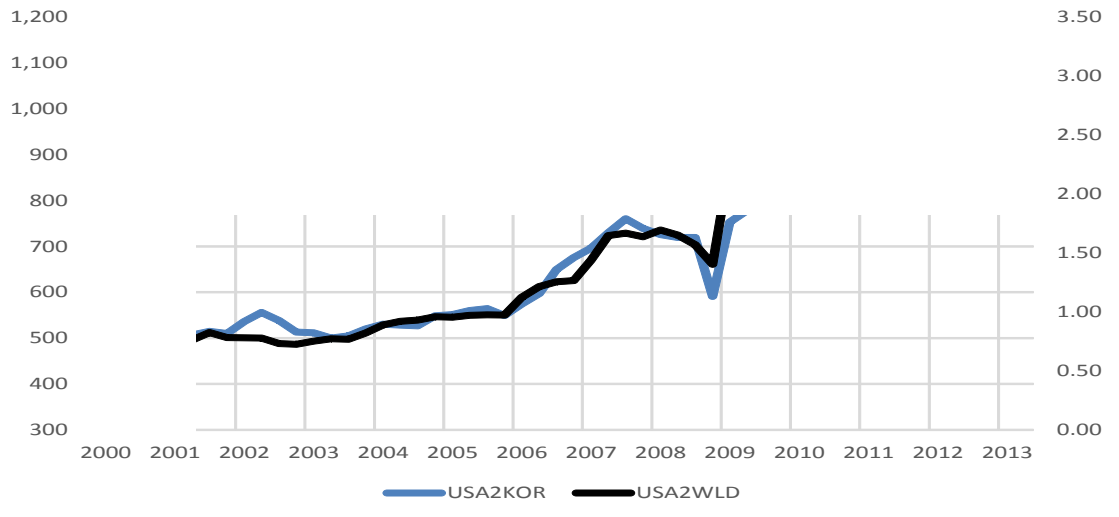
**<표 III-6> 자본이동관리정책의 미국 은행에 대한 영향 추정결과**

1단계 공적분 모형 추정결과				
변수	추정치	표준오차	t-통계량	p-value
미국 은행의 글로벌 대외자산	0.52	0.030	17.2	0.000***
자본이동관리 지수	-0.011	0.0035	-3.24	0.003**
VIX 지수	0.00031	0.00087	0.36	0.724
대내외 금리차	0.020	0.011	-1.93	0.061*
2단계 오차수정모형 추정결과				
변수	추정치	표준오차	t-통계량	p-value
장기불균형 오차항	-1.04	0.23	-4.58	0.000***
△ 피설명변수(t-1)	-0.15	0.22	-0.68	0.500
△ 미국 은행의 글로벌 대외자산(t-1)	-0.16	0.17	-0.92	0.366
△ 자본이동관리 지수(t-1)	-0.005	0.014	-0.37	0.716
△ VIX 지수(t-1)	-0.0016	0.0020	-0.83	0.413
△ 대내외 금리차(t-1)	-0.020	0.016	-1.30	0.202
관측치 개수	42			
adjusted R <sup>2</sup>	0.54			

주) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 추정된 계수값이 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미

<그림 Ⅲ-7>

### 미국 은행의 대외자산 추이



자료: Bank for International Settlements, KIF

### 3.5 자본이동관리정책의 일본 은행에 대한 영향

일본에 대한 벡터오차수정모형 추정결과에서도 일본 은행의 아시아 대  
신흥국 대외자산이 1% 유의수준에서 유의한 요인인 것으로 나타났으며,  
아시아 신흥국 대외자산을 1% 증가시키는 과정에서 우리나라에 대한 일  
본 은행의 대외자산 규모도 약 0.99% 가량 증가된 것으로 나타났다. 자본  
이동관리조치의 영향을 나타내는 계수는 5% 유의수준에서 유의하게 추정  
되었으며, 자본이동관리 정책이 한 차례 강화됨에 따라 우리나라에 대한  
대외자산은 1.4% 가량 감소하는 것으로 나타났다. 대내외 금리차의 영향  
은 1% 수준에서 유의하게 추정되었으나, 대내외금리차가 벌어짐에 따라  
대외자산이 오히려 감소하는 것으로 나왔는데, 이는 대내외금리차 자료가  
주로 달러 조달 경로를 반영하기 때문인 것으로 추측된다. 반면 VIX 지수  
의 영향은 유의하지 않은 것으로 추정되었다. 단기동학식에 대한 2단계  
추정결과에서는 장기불균형 오차항은 1% 수준에서 유의하면서 그 계수도  
음수인 것으로 추정되어 장기균형 관계가 안정적인 것으로 나타났다.



<표 III-7> 자본이동관리정책의 일본 은행에 대한 영향 추정결과

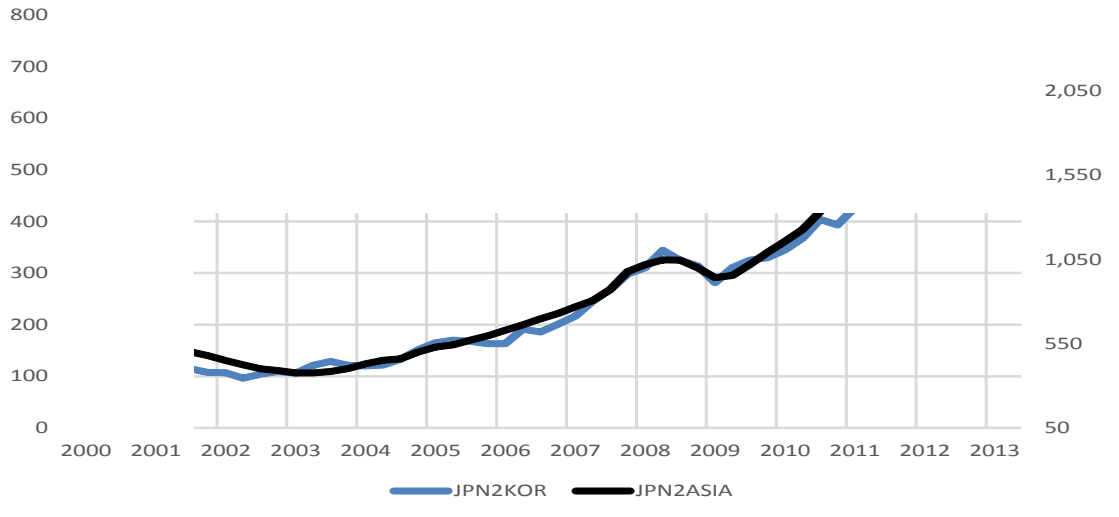
1단계 공적분 모형 추정결과				
변수	추정치	표준오차	t-통계량	p-value
일본 은행의 아시아 신흥국 대외자산	0.99	0.052	19.2	0.000***
자본이동관리 지수	-0.014	0.0065	-2.10	0.043**
VIX 지수	-0.00021	0.0014	-0.15	0.883
대내외 금리차	-0.047	0.015	3.04	0.004***
2단계 오차수정모형 추정결과				
변수	추정치	표준오차	t-통계량	p-value
장기불균형 오차항	-0.61	0.20	-3.07	0.004***
△ 피설명변수(t-1)	0.37	0.22	1.72	0.095*
△일본 은행의 아시아 신흥국 대외자산(t-1)	0.15	0.34	0.44	0.663
△자본이동관리 지수(t-1)	0.0068	0.012	0.57	0.574
△VIX 지수(t-1)	0.0003	0.0018	0.15	0.885
△대내외 금리차(t-1)	0.0074	0.020	0.37	0.713
관측치 개수	42			
adjusted R <sup>2</sup>	0.24			

주) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 추정된 계수값이 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미

시계열 자료의 추이를 그래프를 통해 분석해보면, 일본 은행은 2003년 경부터 2008년 초까지 아시아 신흥국과 우리나라에 대한 대외자산 규모를 증가시켰으나, 글로벌 금융위기를 겪으면서 2008년 중 그 규모가 감소하였다. 이후 완화적 통화정책에 힘입어 유동성 상황이 개선되면서 2013년까지 지속적으로 아시아 신흥국과 우리나라에 대한 대외자산을 재차 증가시키는 모습이 나타났다. 이러한 모습은 2010년 중반 경까지 우리나라와 아시아 신흥국에 대해 그 추이나 속도 면에서 매우 유사하게 나타났으나, 우리나라의 자본이동관리 정책이 확립된 2010년 중반부터 괴리가 나타나기 시작하였다. 앞서 벡터오차수정 모형의 추정결과는 이러한 자료의 추이를 반영하는 결과라고 해석된다.

<그림 Ⅲ-8>

일본 은행의 대외자산 추이



자료: Bank for International Settlements, KIF

#### 4. 시사점

앞서 살펴본 분석결과로부터 세 가지 시사점을 도출할 수 있었다. 첫째는, 우리나라로의 자본유출입이 대외요인으로부터 지대한 영향을 받는다는 점이다. 이는 모든 지역에 대한 분석에서 해당 지역 은행들의 아시아 신흥국에 대한 대외자산 규모가 1% 유의수준에서 유의하게 추정된 것에서도 확인이 된다. 또한, 각 지역 은행의 아시아 신흥국 및 우리나라에 대한 대외자산 시계열을 비교한 그래프 상으로도 확인할 수 있듯이, 우리나라에 대한 대외자산은 아시아 신흥국에 대한 대외자산이 조정되는 것과 매우 유사한 추이를 보여왔다. 따라서 2015년 중 미국이 금리인상을 통해 통화정책 정상화를 시작하여 글로벌 유동성이 위축되고 아시아 신흥국으로부터 자본유출이 나타나는 경우, 우리나라도 직접적인 영향을 피하기는 어려울 것이라는 추측이 가능하다. 이는 대내요인에 의한 단기동학에도 불구하고 장기적인 추이는 글로벌 유동성 상황에 의해 좌우되기 때문이며, 우리나라의 기초경제여건이 상대적으로 양호하다고 하더라도 해당되는 결론이라고 할 수 있다. 따라서 우리나라의 기초경제여

건을 과도하게 신뢰하기 보다는, 향후 주요국의 통화정책에 따른 파급효과를 주시하면서 경계를 늦추지 않을 필요가 있다.

두 번째 시사점은, 글로벌 유동성의 지대한 영향에도 불구하고, 외환당국이 자본이동관리 정책을 통해 우리나라의 자본유출입에 일정 부분 영향을 미칠 수 있다는 점이다. 이는 유로존과 미국 은행의 대외자산 추이에 대한 분석에서 자본이동관리 정책의 효과가 유의하게 추정된 것을 비롯하여, 가상 시나리오 분석에서도 그 경제학적 중요도가 확인되었다. 따라서 향후 미국 금리인상과 통화정책 정상화 과정에서 글로벌 유동성의 축소반전에 의한 영향을 적정 수준으로 완화하기 위해서 우리나라가 현재 시행하고 있는 자본이동관리 조치들이 새로운 국면에서도 필수적인 조치들인지를 일괄적으로 점검해볼 필요가 있다.

세 번째 시사점은, 우리나라로의 자본유출입 패턴은 투자국마다 상이하다는 점이다. 이는 주요국의 완화적 통화정책 시행의 시점이나 규모가 상이하고, 국가마다 서로 다른 금융·경제 및 유동성 사이클이 존재할 것이라는 추측에서도 짐작할 수 있는 바이나, 주요국의 우리나라에 대한 대외자산 추이를 분석하는 과정에서도 다시 한 번 확인되었다. 벡터오차 수정모형의 추정결과 자본이동관리 정책의 영향은 1% 초반(미국 및 일본)에서 9% 초반(유로존)의 경우까지 매우 편차가 큰 것으로 나타났다. 뿐만 아니라, 미국 은행이 우리나라에 대한 대외자산을 조정하는 추이는 글로벌 대외자산을 조정하는 추이와 비슷한 반면, 다른 국가 은행들이 우리나라에 대한 대외자산을 조정하는 추이는 아시아 신흥국에 대한 대외자산을 조정하는 추이에 더 가까운 것으로 나타났다. 이렇듯 국가별로 존재하는 특수성을 무시하고 전세계를 하나의 균질적인 투자결정 주체로 간주할 경우 분석결과의 왜곡이 발생할 수 밖에 없다. 따라서 향후 글로벌 유동성 상황과 우리나라로의 자본유출입에 대한 모니터링을 수행하는 과정에서는 국가별 특수성까지 고려한 면밀한 분석이 전제되어야 할 필요가 있다고 판단된다.

## IV. 결론

글로벌 금융위기 이후 미국을 비롯한 주요국 중앙은행이 제로금리와 양적완화 등 전례없는 완화적 통화정책을 전개하였다. 유로존 재정위기 등으로 인한 일시적 위축기도 있었지만 이러한 완화적 통화정책을 배경으로 글로벌 금융시장은 풍부한 유동성 사정을 유지해 왔고 2013년 5월 Bernanke 미 연준 前총재의 양적완화 축소 발언 이전까지 신흥국으로의 자본유입도 대체로 활발하였다. 특히 글로벌 금융위기 직후 대공황의 충격에서 쉽게 벗어나지 못한 선진국과 달리 중국을 중심으로 브라질, 터키 등 주요 신흥국들이 상대적으로 빠른 성장을 보이면서 신흥국으로 대규모 자본유입이 더욱 확대되었다.

신흥국으로 유입된 자본은 생산적 용도로 활용되면 해당국 경제발전에 기여하겠지만 단기적으로 급격하게 자본이 유입되면 환율절상에 따른 경쟁력 저하와 신용이 과도한 팽창에 따른 자산가격 버블 등 부작용이 커지게 된다. 실제로 최근 소위 5개 취약신흥국(fragile five)이라 지칭되는 브라질, 인도, 인도네시아, 남아공 등의 국가는 글로벌 유동성이 풍부하던 시기에 이를 배경으로 대규모 자본을 끌어들여 재정수지 및 경상수지 악화, 신용의 과도한 팽창 등을 초래하였다가 양적완화 축소 논의가 시작되면서 국제금융시장이 위축되자 어려움을 겪게 되었다.

우리나라는 과도한 자본유입으로 인한 부작용을 최소화하고자 글로벌 금융위기 이후 외화유동성 비율규제 강화 등을 통해 금융기관의 외환부문 미시건전성을 강화하고 선물환포지션 규제와 외환건전성부담금 등 거시건전성 수단을 도입하였다. 이러한 정책을 시행한 배경에는 97년 외환위기 이후 우리경제가 많은 정책적 노력을 전개하였음에도 불구하고 2008년 리먼사태로 재차 위기 상황을 경험함에 따라 외화유동성 부족 위기의 재발을 막기 위한 강력한 제도적 장치가 필요하다는 인식이 자리잡고 있었던 것으로 볼 수 있다.

이런 배경하에서 본고에서는 우리나라에 대한 자본유입을 설명하는 백

터오차수정모형을 추정함으로써 글로벌 금융위기 이후의 풍부한 글로벌 유동성 여건 하에서 우리나라의 자본유입 규제가 실제로 자본유입을 억제하는 장치로 작동하였는지를 점검해 보았다. 실증모형에서 피설명변수는 BIS 은행통계에 나타난 미국, 유럽, 영국, 일본, 기타국가 은행의 우리나라에 대한 대외자산이다. 장기관계식에서의 설명변수로는 신흥국에 대한 투자를 결정하는 대내요인(pull factor)과 대외요인(push factor)을 각각 2개씩 포함하였다. 대내요인으로는 본고의 주된 분석대상인 자본유입규제 정도를 나타내는 Zang and Zoli (2014)의 자본이동관리지수와 내외금리차를 포함하였다. 대외요인으로는 글로벌 유동성 규모를 나타내는 미국, 유럽, 영국, 일본, 기타국가 은행의 아시아 신흥국에 대한 대외자산과 글로벌 금융시장의 위험회피정도를 나타내는 VIX를 포함하였다. 분석대상기간은 2002년 3분기에서 2013년 2분기까지로 설정하였다. 본고에서 행한 실증분석의 특징은 주요 은행들의 아시아 신흥국에 대한 대외자산을 설명변수로 포함시킴으로써 다양한 대외요인이 우리나라의 자본유출입에 미치는 영향을 효율적으로 통제한 것이다.

실증분석결과 우리나라 자본유입 규제의 강도가 우리나라 금융자산규모에 유의하게 영향을 주는 것으로 분석되었다. 즉, FMOLS 방식으로 추정된 장기관계식에서 자본이동관리지수의 계수값이 유의한 마이너스 값을 나타내어 자본유입 규제의 강도가 강화될수록 우리나라에 대한 금융자산 규모의 증가가 억제되는 것으로 나타났다.

본고의 실증분석결과로부터 세가지 시사점을 얻을 수 있었다. 첫째 외국인의 우리나라에 대한 자본유출입은 글로벌 유동성 등 대외요인의 영향이 매우 크다는 점이다. 둘째는 그럼에도 불구하고 자본이동관리규제를 통해 자본유출입에 일정 정도 영향을 줄 수 있다는 점이다. 셋째는 우리나라로의 자본유출입 유형이 투자자의 국적에 따라 상이하다는 점이다.

## 참 고 문 헌

- 김소영·양두용·오준범, (2014), “자본통제와 거시건전성 조치가 자본유출입에 미치는 영향 : 자본자유화 지수 추정을 중심으로”, 한국경제의 분석 제20권 제3호.
- 안병찬, (2011). “글로벌 금융위기 이후 외환정책,” 한나래플러스.
- 최창호, (2012). “자본이동 관련 거시건전성정책의 파급효과 분석”, BOK 경제연구 제 2012-17, 한국은행
- Borio, C. (2014). The financial cycle and macroeconomics: what have we learnt? *Journal of Banking & Finance* 45, 182–198.
- Borio, C., and Disyatat, P. (2011). Global imbalances and the financial crisis Link or no link. Bank for International Settlements.
- Borio, C.E.V., McCauley, R.N., and McGuire, P. (2011). Global Credit and Domestic Credit Booms. *BIS Quarterly Review*.
- Bruno, V., and Shin, H.S. (2014). Cross-border banking and global liquidity. American University working paper.
- Calvo, G.A., Leiderman, L., and Reinhart, C.M. (1993). Capital inflows and real exchange rate appreciation in latin america: the role of external factors. *Staff Papers - International Monetary Fund* 40, 108–151.
- Calvo, G.A., Leiderman, L., and Reinhart, C.M. (1996). Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s. *Journal of Economic Perspectives* 10, 123–139.
- Domanski, D., Fender, I., and McGuire, P. (2011). Assessing global liquidity. *BIS Quarterly Review*.
- Forbes, K.J., and Warnock, F.E. (2012a). Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics* 88, 235–251.
- Forbes, K.J., and Warnock, F.E. (2012b). Debt- and Equity-Led Capital Flow Episodes. NBER.
- Ghosh, A.R., Qureshi, M.S., Kim, J.I., and Zalduendo, J. (2014). Surges. *Journal of International Economics* 92, 266–285.
- IMF (2012). Exploring the dynamics of global liquidity. International Monetary Fund.

- IMF (2013). Guidance note for the liberalization and management of capital flows. International Monetary Fund.
- Jordà, Ò., Schularick, M., and Taylor, A.M. (2011). When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises. CEPR Discussion Papers.
- Miranda-Agrippino, S.M., and Rey, H. (2014). World Asset Markets and the Global Financial Cycle. London Business School working paper.
- Rey, H. (2013). Dilemma not Trilemma. The 25th Jackson Hole Symposium.