

글로벌 금융위기 이후 국제자본 흐름의
특징과 전망 :
신흥국 관련 자본이동을 중심으로

강 삼 모*

2012. 5.

* 동국대학교 경제학과 교수, E-mail: sammokang@dongguk.edu

목 차

요 약	1
I. 연구의 목적	2
II. 국제자본이동의 특징적 변화와 성향	4
III. 국제자본이동의 결정요인에 대한 이론적 고찰	9
1. 선행연구	9
2. 국제자본이동에 영향을 미치는 외부요인과 내부요인	12
IV. 실증분석	16
V. 요약 및 결론	28
참고문헌	30

요 약

본 논문에서는 2008년 글로벌 금융위기를 기점으로 국제자본의 흐름의 특징을 살펴보았다. 그리고 한국, 태국, 인도네시아를 대상으로 각 변수가 자본수지에 미치는 영향이 어떻게 변화했는지를 알기 위해서 VAR 또는 VECM 모형을 이용하여 충격반응분석과 분산분해분석을 실시하였다. 한국은 글로벌 금융위기를 기점으로 미국 GDP와 원화환율, 한국 경상수지가 한국 자본수지에 미치는 영향의 크기가 커졌음을 확인할 수 있었다. 태국의 경우 글로벌 금융위기 이후에도 대부분 큰 변화를 보이지 않았다. 한편 인도네시아의 경우 글로벌 위기를 거치면서 미국 GDP의 설명력은 변화가 없었고, 루피아화 환율, 인도네시아 GDP의 설명력은 감소한 편이다. 그러나 경상수지의 설명력은 증가하였다. 자본수지에 관련된 다양한 데이터를 살펴볼 때에도 한국이 여타 동아시아 국가보다 금융위기로 인한 자본수지의 변동성이 컸음을 살펴보았다. 실증분석을 통해서도 비슷한 결과를 얻은 것이다.

JEL 분류: F1, F3

핵심주제어: 2008년 글로벌 금융위기, 국제자본의 흐름의 특징,
VAR 충격반응분석, 분산분해분석

I. 연구의 목적

개발도상국이 경제발전을 이루기 위해서는 충분한 자본이 투입되어야 한다. 그러나 개발도상국들은 자본시장이 성숙하지 못했기 때문에 자체적으로는 투자에 필요한 자본을 마련하지 못한다. 선진국들은 경제가 성숙단계에 이르러 충분한 자본이 축적되어 있고 자본의 한계생산물이 크지 않으므로 결국 자본의 수익률이 높지 않다. 따라서 선진국들은 보다 높은 수익률을 제공하는 개발도상국에 자본을 투자할 요인이 생긴다. 결국 경제논리에 따라서 국제자본은 선진국에서 개발도상국으로 흘러들어 간다. 그러나 국제자본의 이동이 선진국과 개발도상국 양쪽에 모두 득이 된다는 생각들은 최근 들어 다소 약화되고 있다. 왜냐하면 개발도상국에 흘러들어 갔던 국제자본이 갑자기 빠져나오게 되면 개발도상국의 금융시장에 큰 충격을 가져와서 결국 실물경제도 장기간 침체에 빠지게 되기 때문이다. 특히 1994년 남미 위기, 1997년 동아시아위기, 2008년 글로벌 금융위기가 연이어 발생하면서 이와 같은 염려가 더욱 커지게 된 것이다.

미국의 대형 투자은행인 리먼 브라더스가 2008년 9월 파산선언을 하면서 미국발 금융위기는 본격화되었다. 전 세계의 금융시스템에 대한 불신감이 고조되는 가운데 실물경기도 가파르게 위축되었다. 특히 2009년 1분기에는 세계교역량이 전년 동기대비 27%나 감소하여 세계경기의 위축을 불러오기도 하였다.¹⁾ 이런 와중에서 2008년 11월 15일에는 주요 선진국과 주요 신흥국 정상들이 모두 참여하는 G20 회담을 갖는 데 성공하였다. 이 회의에서 합의에 이르러 각국이 과감한 금리인하와 유동성확대 및 재정정책의 실시를 통하여 예상보다 빠르게 회복하는 모습을 보인 것도 사실이다.²⁾

2008년 글로벌 금융위기는 기존의 국제금융기관들에 영향을 미치고, 국제자본 흐름에도 큰 영향을 미쳤다. 그런데 아시아 금융기관들은 비록 글로벌 금융위기로 인하여 상당한 충격을 받았지만 미국과 유럽지역에 비해서는 상대적으로 안정된 상태를 보였다. 왜냐하면 아시아지역에 존재하는 금융기관들은 서브프라임 모기지에서 파생하는 상품을 과다하게 보유하지는 않았기

1) CEO Infomation(2009.9.9, 삼성경제연구소) 참조

2) 그러나 글로벌 금융위기에서 제대로 회복하기도 전에 2011년 8월에는 유럽의 재정수지 악화와 세계경기의 더블딥 가능성이 제기되면서 주식시장을 비롯한 금융시장이 다시 충격을 받고 있는 상황이다.

때문이다.³⁾ 비록 아시아지역에서는 금융기관의 직접적인 타격이 크지 않았지만 국제 금융시장의 불안으로 인하여 자본의 흐름에 큰 악영향을 받는 것을 피하지는 못하였다. 왜냐하면 비록 금융위기의 진원지가 미국임에도 불구하고 안정자산에 대한 선호가 강화되면서 우리나라를 비롯한 아시아 지역의 자본유입이 제한되었기 때문이다. 이러한 현상은 어느 정도 시간이 지난 후 완화되었지만 그 와중에 주식시장은 외국인 자금의 이탈로 침체기를 겪어야 했다.

글로벌 금융위기는 우리나라 경기에도 큰 영향을 미쳤다. 특히 우리나라의 경우 무역의존도가 매우 높다. 2010년에는 무역의존도가 역대 최고 수준인 90%를 기록하여, 미국이나 일본이 15%~20%인 것과 비교하여 매우 큰 수준임을 알 수 있었다. 즉, 미국과 일본이 내수중심의 경제를 운용하는 데 비하여 우리나라 경제는 해외 수출이 경기회복에 필수적인 요소임을 말해준다. 따라서 글로벌 금융위기가 발생하여 세계 교역량이 급감하면 우리나라의 경기도 충격을 받게 되는 것이다. 또한 우리나라는 경제규모에 비해서 자본의 유출입량이 작지 않은 편이다. 따라서 자본의 유출입이 급격하게 변하면 큰 충격을 받을 가능성이 크다. 특히 우리나라는 1997년 동아시아 통화위기와 2008년 글로벌 금융위기 당시에 큰 고통을 경험한 적이 있다. 따라서 미래에 다가올지 모를 또 다른 글로벌 금융위기에 올바르게 대처하고 큰 충격을 받지 않기 위해서는, 2008년 글로벌 금융위기로 인하여 변화된 국제자본 흐름의 특징에 대한 연구를 깊이 있게 진행할 필요가 있다.

본 논문의 순서는 다음과 같다. II장에서는 국제자본이동의 특징적 변화와 배경을 살펴본다. III장에서는 VAR 충격반응분석과 분산분해분석을 이용하여 실증분석을 실시한다. IV장에서는 요약 및 전망을 내린다.

3) 대외경제정보(2009. 6.19, 한국은행, 해외조사실)

II. 국제자본이동의 특징적 변화와 성향

1990년대에 들어서 개발도상국, 특히 동아시아에는 자본유입이 급증하였는데 그 규모는 예상보다 상당히 큰 편이었다. 이러한 경향은 1990년대 중반까지 지속되어 1996년에는 3,350억 달러까지 기록하다가 1997년 아시아 외환 위기를 겪으면서 다시 감소하였다. 이와 같이 동아시아지역에 1990년대 들어 자본유입이 급증한 것은 동아시아 자체에서 발생한 요인(pull factor)과 여타 지역에서 발생한 요인(push factor)이 복합적으로 작용한 결과라고 볼 수 있다. 먼저 동아시아에 투자할 경우 높은 수익이 예상되었다는 점이 큰 요인이며, 둘째, 일본이 무역수지의 막대한 흑자로 얻게 된 투자재원을 해외에 적극적으로 투자하게 된 점을 들 수 있고, 셋째, 자본이동을 가로막고 있던 여러 가지 제한 조치들이 완화되었던 것을 들 수 있다.⁴⁾

〈표 1〉 개발도상국의 자본수지

(단위 : 십억 달러)

지역	항목	1990~1996	1997~2002	2003~2006	2007	2008	2009
전세계 개발도상국	경상수지	-83	4	364	633	714	262
	자본수지	124	86	201	617	109	-190
	직접투자	61	161	208	359	459	313
	포트폴리오 투자	65	2	-25	39	-155	-235
	기타투자	-2	-77	19	219	-195	-268
아시아	경상수지	-23	40	154	406	422	481
	자본수지	59	11	82	165	128	-47
	직접투자	32	59	83	138	223	162
	포트폴리오 투자	17	-3	-23	11	-66	-192
	기타투자	11	-45	23	15	-29	-16
중부 및 동부유럽	경상수지	-6	-18	-54	-122	-142	-59
	자본수지	5	25	81	174	147	-38
	직접투자	5	15	35	72	64	30
	포트폴리오 투자	3	3	18	-7	-13	-6
	기타투자	-2	-10	-18	-31	-10	37

자료 : World Economic Outlook Database, IMF

4) Grenville(1998)와 de Brouwer(1999, 2001) 참조

개발도상국에 대한 국제자본의 순유입은 1980년대 이후 지속적으로 증가해 왔다. 그러나 변동성이 높아 안정적인 모습을 보여주지는 못하였다. 개발도상국에 대한 대규모의 국제자본의 유입은 외부요인과 내부요인이 만들어낸 복합적인 산물이라고 할 수 있다. 주요 내부요인으로는 경제성장률이 높아지면서 전체적인 거시경제상황이 좋아져서 국제자본의 투자수익률이 높아진 것들을 들 수 있다. 또한 인플레이션이 감소하고, 자본규제를 없애면서 거시경제의 안정성도 확보한 연유이다. 외부요인의 역할도 매우 컸다고 볼 수 있는데, 주요 선진국들이 금리를 낮추어 투자수익률을 낮게 만든 통화정책을 실시하였던 것이다. 일반적으로 선진국들이 확장적인 통화정책으로 전환하면 개발도상국으로 향하던 국제자본의 크기가 늘어나면서 하나의 순환현상을 보이게 된다.⁵⁾ 한편 정보화부문에서의 혁신은 국제자본 이동을 더욱 원활하게 만드는 데 도움이 되었다. 최근에는 인터넷을 통하여 전 세계에서 발생하는 거의 모든 사건을 실시간으로 알 수 있다. 따라서 해외에 투자여부를 결정하기 위해서 필요한 정보를 과거에 비해서 손쉽게 구할 수 있는 것이다.

<표 1>을 살펴보면 1990~1996년 기간에는 개발도상국의 자본수지가 연평균 1,240억 달러에 이르렀다. 그러나 1997년 동아시아 통화위기를 겪으면서 1997~2002년 기간에는 연평균 860억 달러로 감소하였다. 2003년 들어서 미국금리와 선진 주요국의 금리가 낮아지자 보다 높은 수익률을 쫓아 국제자본의 이동이 활발해졌다. 2003~2006년 기간에는 연평균 2,010억 달러를 기록하였다. 2007년에는 최고치를 기록하였는데 6,170억 달러에 이르렀다. 그러나 2008년 글로벌 금융위기를 겪으면서 감소하기 시작하였는데, 2009년에는 1,900억 달러 적자를 기록하였다. 이와 같이 개발도상국의 자본수지가 적자를 기록한 것은 1988년 이후 처음 겪은 일이었다.

직접투자의 경우 전 기간을 살펴보면 꾸준히 증가하는 경향을 보였다. 2008년에 4,590억 달러가 투자되어 최고치를 기록하였고, 2009년에는 글로벌 금융위기의 여파로 3,130억 달러로 감소세를 보였다. 포트폴리오 투자의 경우 직접 투자에 비해서 변동성이 매우 크다는 것을 알 수 있다. 1997년 동아시아 통화위기를 겪기 전 1990~1996년 기간에는 연평균 650억 달러를 기록하다가, 외환위기 이후인 1997~2002년 기간에는 20억 달러를 기록하였다. 2007년에는 390억 달러로 다소 증가하였지만, 2008년 글로벌 금융위기를 겪

5) Mohan and Kapur(2010) 참조

으면서 크게 유출되었다. 2008년에는 1,550억 달러를 기록하였고, 2009년에도 유출이 더 증가하여 2,350억 달러가 유출되었다. 기타투자의 경우도 포트폴리오 투자와 마찬가지로 변동성이 매우 심한 것을 확인할 수 있다. 전체 개발도상국을 대상으로 할 경우 2007년에는 2,190억 달러가 순 유입되었으나, 2008년에는 1,950억 달러가 순 유출되는 반전을 보이고 있다.

〈표 2〉 GDP 대비 자본수지, 직접투자, 포트폴리오 투자, 기타투자

(단위 : %)

지역	항목	1990~1996	1997~2002	2003~2006	2007	2008	2009
개발도상국 전체	자본수지	2.5	1.4	2.1	4.0	0.6	-1.1
	직접투자	1.2	2.6	2.1	2.3	2.5	1.9
	포트폴리오투자	1.3	0.1	-0.2	0.3	-0.8	-1.4
	기타투자	-0.1	-1.3	0.2	1.4	-1.0	-1.6
아시아	자본수지	3.7	0.4	2.3	2.8	1.8	-0.6
	직접투자	2.0	2.7	2.2	2.4	3.1	2.1
	포트폴리오 투자	1.1	0	-0.4	0.2	-0.9	-2.5
	기타투자	0.6	-2.2	0.6	0.3	-0.4	-0.2
중부 및 동부유럽	자본수지	1.0	4.3	7.6	10.9	7.9	-2.6
	직접투자	1.0	2.5	3.2	4.5	3.4	2.1
	포트폴리오 투자	0.6	0.5	1.7	-0.5	-0.7	-0.4
	기타투자	-0.6	1.2	2.6	6.9	5.2	-4.3

자료 : World Economic Outlook Database, IMF

〈표 2〉는 GDP 대비 자본수지, 직접투자, 포트폴리오 투자, 기타투자, 외환보유고 변화를 나타낸다. 개발도상국 전체에 대한 부분을 살펴보면 다음과 같다. GDP 대비 자본수지의 경우 1997년 동아시아 금융위기와 2008년 글로벌 금융위기로 인하여 감소하는 추세를 나타내고 있다. 그런데 자본수지의 세부항목별로 따로 살펴보면 다소 차별성을 나타낸다. GDP 대비 직접투자의 경우 1997년 동아시아 통화위기 직후인 1997~2002년 기간동안 2.6%를 기록하면서 1990~1996년 기간의 수치인 1.2%보다 오히려 증가하였다. 그리고 2008년의 경우 2.5%로 별 변화가 없었고 2009년에는 1.9%로 약간 감소하였다. 즉, 2008년 글로벌 금융위기의 와중에서도 직접투자는 크게 영향을 받지

않은 것을 알 수 있다. 그러나 포트폴리오투자, 기타투자, 외환보유고의 변화는 금융위기의 와중에서 크게 감소한 것을 알 수 있다. 특히 기타투자의 경우 은행간 단기 차입 등이 포함되어 있으므로 만기연장이 갑자기 중단될 가능성이 있기 때문에 변동성이 크다.

아시아 지역의 경우는 개발도상국 전체의 경우와 거의 비슷한 모습을 보인다. 금융위기의 영향을 받아 포트폴리오투자, 기타투자, 외환보유고는 즉각 감소하는 모습을 보였으나 직접투자의 경우 별 영향을 받지 않은 것을 알 수 있다. 중부 및 동부 유럽의 경우 1997년 동아시아 금융위기에는 자본수지가 오히려 증가하는 모습을 보였다. 개발도상국에 투자하려는 자금이 아시아지역을 기피하면서 대체지역으로 부각된 영향으로 보인다. 그러나 2008년 글로벌 금융위기 시기에는 아시아 지역과 비슷한 영향을 받았다. 특히 포트폴리오 투자와 기타투자가 2008년 글로벌 금융위기로 인하여 크게 감소하였다.

<표 2>를 살펴보면 동아시아의 경우도 여타 개발도상국과 마찬가지로 포트폴리오 투자와 기타 투자의 경우는 변동성이 매우 크다. 그러나 외국인 직접 투자의 경우는 안정적인 모습을 보인다. 이와 같이 유출입에 따른 변동성에서 큰 차이가 나타나는 이유는 외국인 직접투자와 포트폴리오투자, 기타투자는 투자의 성격이 서로 다르기 때문이다. 예를 들어 외국인 직접 투자의 경우 투자를 한 후 수익이 나타나기 위해서는 시간이 필요하다. 그러므로 글로벌 금융위기와 같은 국제금융시장의 환경변화에 따라 급격한 회수가 불가능하다. 그러나 포트폴리오 투자는 주식과 채권시장 등에 투자하는 것이므로 글로벌 금융위기가 나타나면 일순간에 회수하는 것이 가능하다. 그러므로 개발도상국은 안정적인 경제운용과 발전을 위해서 외국인 직접 투자를 늘리는데 노력이 필요한 것이다.

<표 3>은 동아시아 주요국의 2000년 이후 자본수지의 추이를 나타낸다. 먼저 외환위기의 경험을 가지고 있는 인도네시아, 한국, 말레이시아, 필리핀, 태국 등 5개국과 안정적인 외환보유고를 가지고 있으며 동아시아의 자금공급원의 역할을 하고 있는 일본, 싱가포르를 살펴보았다. 인도네시아, 한국, 필리핀, 태국 등은 2008년 글로벌 금융위기로 인하여 급격한 자본유출을 경험한 것을 알 수 있다. 그러나 국제자본이 다시 유입되는 시기는 각각 다른 모습을 보이고 있다. 한국의 경우 2008년 577억 달러나 유출되었으나 2009년에는 337억 달러나 유입되었다. 인도네시아의 경우 2008년에는 21억 달러 유출되었으나 2009년에는 47억 달러가 유입되었다. 태국의 경우는 의외로 2008년

글로벌 금융위기로 인한 자본유출이 강하게 나타나지 않았다. 2008년에는 118억 달러가 순유입되었다가 2009년에는 27억 달러가 유출되었다. 1997년 동아시아 통화위기를 겪었던 5개국 중에서도 한국이 2008년 글로벌 금융위기로 인한 자본수지의 변동성이 가장 크다는 것을 알 수 있다. 중국은 2008년 글로벌 금융위기의 영향을 전혀 받지 않으면서 국제자본의 블랙홀 역할을 하고 있으며, 일본과 싱가포르의 자금공급원의 역할을 변함없이 수행하였다.

〈표 3〉 동아시아 주요국 자본수지

(단위 : 십억 달러)

	2000	2002	2005	2007	2008	2009	2010
인도네시아	-7.90	-1.10	-2.59	3.04	-2.12	4.76	26.08
한국	11.70	5.84	2.62	-6.36	-57.71	33.77	1.94
말레이시아	-6.23	-3.14	-9.81	-11.38	-33.97	-22.64	
필리핀	3.24	0.39	0.14	3.65	-1.69	-3.74	10.13
태국	-10.43	-0.54	7.14	-1.75	11.87	-2.78	17.21
중국	1.96	32.34	96.94	92.05	43.27	176.86	221.41
일본	-78.81	-63.38	-122.68	-187.24	-172.62	-130.15	-130.48
싱가포르	-5.72	-10.86	-16.67	-31.35	-23.97	-20.28	

자료 : IMF, International Financial Statistics 2011.

III. 국제자본이동의 결정요인에 대한 이론적 고찰

1. 선행연구

선진국에서 개발도상국으로 자본이 이동하는 현상은 오랜 기간동안 증가추세를 보여왔다. 우리나라 경제도 경제개발 초기단계를 시작하면서부터 국제자본의 유입을 통하여 큰 도움을 받은 바 있다. 따라서 지속적인 경제성장을 위해서는 안정적인 국제자본의 유입이 필요하다. 특히 이와 관련하여 적절한 정부정책이 필요한 것이다. 그런데 안정적인 국제자본의 도입을 위한 적절한 정책을 이행하기 위해서는 국제자본의 유출입을 결정하는 요인이 무엇인지를 아는 것이 필요하다.

먼저 기존에 진행되었던 연구들이 어떠한 방법을 이용하여 실증분석을 수행하였는지를 살펴보도록 한다. 그리고 이러한 과정에서 본 연구에는 적절한 실증분석방법이 무엇인지를 판단할 수 있다. 일반적으로 기존 연구에서는 횡단면 자료(cross-section data)나 패널자료(panel data)를 선택하여 사용하였다. 그리고 국제자본이동을 결정하는 요소들의 영향을 파악하기 위해서 국가와 지역을 다양하게 선택하여 분석하였다. 일반적인 회귀분석에서는 각 요소들의 영향이 시간이 흐름에 따라서 어떻게 변하는지를 파악하는 데에는 다소 불편함이 있다. 따라서 본 논문에서는 이러한 단점을 보완하기 위해서 벡터자기회귀분석(Vector Autoregression)을 이용하기도 하였다.

먼저 Calvo, Leiderman과 Reinhart(1993)은 10개의 남미국가를 대상으로 1988~1992년 기간을 활용하여 분석하였다. 그들은 월별 외환보유고의 변화를 국제자본수지의 도구변수로써 활용하였다. 미국이자율과 미국경기가 남미 국가의 자본수지를 결정하는 데 가장 중요한 변수라는 것을 보여주었다. Fernandez-Arias(1996)은 선진국과 개발도상국 사이에 존재하는 중간 수준의 소득을 가진 13개국을 활용하여 분석하였다. 그는 패널자료를 구축한 후 OLS를 실시하였다. 종속변수로서 포트폴리오 투자를 사용하였는데, 국제이자율이 가장 중요한 변수라는 것을 보여주었다. 그리고 이보다는 약하지만 국내경제의 신용도도 중요한 역할을 한다고 주장하였다.

Chuhan, Claessens, and Mamingi(1998)은 패널자료를 만들어서 라틴아메리카와 아시아 국가들을 대상으로 분석하였다. 특히 포트폴리오 투자에 영

향을 미치는 요인을 외부요인과 내부요인으로 분류하였다. 신용등급, 유통시장가격, 주식 수익률 등을 국가별로 수집하였고, 미국의 이자율과 산업활동지수를 전 세계에 영향을 미치는 요인으로 간주하였다. 이들의 연구에 따르면 아시아지역의 국가들의 경우 주식 수익률이 상승하면 자본유입이 증가하는 것으로 나타났다고 주장하였다. 또한 미국 이자율과 산업생산지수는 통계적으로 의미있는 영향을 미쳤는데 국제자본 유입을 감소시켰음을 보여주었다.

Sarno와 Taylor(1999)는 남미국가와 아시아국가를 대상으로 분석을 실시하였다. 실증분석방법으로는 공적분 검정을 사용하였다. 장기적인 측면에서 주식투자자금의 유출입에 영향을 미치는 변수로서 외부요인과 내부요인이 모두 중요하다고 주장하였다. 그리고 글로벌 요인이 채권투자액을 결정하는 데에는 더 중요한 역할을 하는데, 이 중에서도 미국이자율의 영향력이 가장 강하다고 설명하였다.

Montiel and Reinhart(1999)는 개발도상국들을 대상으로 1990년대의 기간을 이용하여 분석을 실시하였다. 이들은 패널자료를 구축하여 고정효과모형(Fixed effect analysis)을 활용하였다. 특히 자본수지의 구성요소들과 크기에 국내 정책이 어떠한 영향을 미치는지에 관심을 가지고 분석하였다. 국제자본에 대한 규제는 자본수지의 구성에는 영향을 미치지만 크기 자체에는 영향을 미치지 못한다고 주장하였다. 반면에 Sterilized intervention 정책은 자본수지의 구성과 크기 양 쪽 모두에 큰 영향을 미치는 것을 보여주었다.

Rodrik and Velasco(1999)는 금융위기의 경험을 가지고 있는 16개국을 대상으로 Maximum Likelihood Estimation을 이용하여 실증분석을 실시하였다. 이들은 국제자본의 유출입에 대해서 다양한 규제를 실시할 경우 해외로부터 들어오는 자본의 만기를 변화시킬 수 있음을 확인시켜 주었다.

Dasgupta and Rahta(2000)은 1978~1997년 기간을 사용하여 개발도상국에 대해서 OLS를 이용하여 실증분석을 실시하였다. 이들은 경상수지와 외환보유고의 크기가 국제자본의 유출입에 큰 영향을 미친다고 주장하였다. 그리고 포트폴리오 투자와 1인당 국민소득과 경제성장률은 서로 양의 상관관계를 보였다고 주장하였다. 그리고 무역량과 FDI는 서로 양의 상관관계를 가지는 반면에 단기외채와는 그렇지 않다는 것을 보여주었다.

Hernandez, Mellado and Valdes(2001)도 외부요인과 내부요인으로 변수를 분리하여 국제자본이동에 미치는 영향을 분석하였다. 특히 개발도상국에서의 민간부문 자금유입의 결정요인을 1970년대 말부터 1980년대 초, 1990

년대 등 2번의 대규모 자본유입이 있던 시기를 대상으로 연구하였다. 이들은 국제자본이동을 결정하는 요인을 찾는 과정에서 특히 전염효과(contagion effect)를 주목하고, 전염효과가 나타나는 채널을 찾는 데 주력하였다. 그들은 종속변수로 포트폴리오 투자, 해외직접투자 등을 각각 사용하였고, 독립변수 중 외부요인으로는 국제자본시장의 실질이자율, 국내총생산 등을 사용하였다. 독립변수 중 내부 요인으로는 경제성장률, 공공부문 재정, 투자율, 은행부문 성장률, 무역 통합도, 실질환율 절상률 등을 사용하였다.

일반적인 분석방법인 최소자승법(OLS)이나 도구변수 회귀분석(instrument variable regression)을 사용하지 않고 VAR을 사용하여 실증분석을 실시할 수도 있다. Kim(2000)과 Ying and Kim(2001)은, 멕시코, 칠레, 한국, 말레이시아 등 4개 개발도상국을 대상으로 하여 국제자본이동의 원인을 VAR을 사용하여 분석하였다. 이들은 교역조건, 해외 이자율, 국내 잠재성장률, 인플레이션, 국내 통화공급량 등을 설명변수로서 모형에 사용하였다. 특히 Kim(2000)은 자본수지에 영향을 미치는 변수 중 해외 이자율과 세계경제 성장률 등과 같은 외부요인이 최근 들어서 급진적으로 영향력이 커지는 데 주목하였다.

최근 들어 세계는 금융이라는 측면에서 통합이 점차로 강화되고 있다. Lane and Milesi-Ferretti(2008)은 세계금융의 통합정도를 수치로 표현하였는데, 그 정도가 강화되었음을 보여준 바 있다. 이와 같이 세계 금융이 통합되면서 개발도상국과 선진국의 통합도 강화되고, 결국 국제자본이동의 크기도 커지게 된다. 이러한 현상은 결국 글로벌 금융위기가 전파될 수 있는 계기를 주기도 한다. 그런데 과연 어떠한 요소들이 선진국에서 개발도상국으로 이동하는 국제자본의 크기에 영향을 주는 것일까? Calvo, Leiderman과 Reinhart(1993)은 국제자본이동을 결정하는 글로벌 변수와 개별 변수에 대한 연구를 선도적으로 진행하였다. Reinhart와 Reinhart(2008)은 개발도상국에 국제자본을 이동시키는 글로벌 요소들의 중요성을 강조하였다. 그들은 상품의 가격, 국제이자율, 미국경제성장률 등이 큰 영향을 미친다고 주장하였다. 한편 Lucas(1990)은 인적자본이 국제자본의 유입에 주요 요인이라고 제안하였다. 그러나 Alfaro, Kalemli-Ozcan과 Volosovych(2005)는 해당 국가의 관련제도의 성숙도(the quality of institution)가 중요한 역할을 하는 것을 실증분석을 통해서 보여주었다.

2. 국제자본이동에 영향을 미치는 외부요인과 내부요인

자본수지는 시간에 따라서 어떠한 패턴을 보이며 변하는 경우가 많고, 다양한 요소에 의해서 영향을 받는다. 본 절에서는 개발도상국의 경우 자본유입과 유출에 영향을 미치는 요인들을 외부요인과 내부요인으로 구분해 자세히 살펴보고자 한다. 일반적으로 외부요인들은 해당 국가가 아닌 세계 경제의 주요 요소들을 말하며, 내부요소들은 해당 국가의 특정한 요소들을 말한다.

가. 외부 요인

외부요인은 개발도상국의 자본수지에 중요한 영향을 미치는 것이 많은 연구에서 검증된 바 있다(Ferando-Arias(1996), Calvo, Leiderman and Reinhart (1993, 1996)). 외부요인으로는 국제금리, 세계 GDP성장률, 상호무역, 전염효과 등을 말할 수 있다.

첫째, 미국금리는 개발도상국의 자본수지에 통계적으로 유의한 영향을 미치는 경우가 많다. 1989년 이후 중간수준의 소득을 올리고 있던 국가에 대규모의 자본유입이 이루어졌던 이유는 선진국의 금리가 매우 낮았기 때문이다(Fernandez-Arias, 1994). Lopez-Mejia(1999)에 따르면 낮은 국제금리는 선진국에서 외부세계로 자본을 밀어내는 역할을 수행하는데, 그 규모는 커졌다 작아졌다를 반복하는 사이클을 보여주고 있다고 주장하였다. Calvo, Leiderman, and Reinhart(1996)은 1994년 초 미국정부가 통화량을 줄이자 미국금리가 상승하였고, 높아진 미국금리는 아시아와 남미의 개발도상국에 투자하는 것을 기피하게 만드는 역할을 했다고 설명하였다. 한편 Sarno and Taylor (1999)도 1988~1992년 기간 아시아와 남미 국가의 국제자본유입에 가장 큰 영향을 미쳤던 요인은 미국의 이자율이었다고 강조하였다. Chuhan, Claessens, and Mamingi(1998)은 남미국가의 자본유입을 설명하는 변수들 중 미국이자율은 약 50%정도를 역할을 수행했다고 말하였다. 비슷한 결과를 Montiel and Reinhart(1999)의 연구에서도 찾아볼 수 있다. 그들의 연구에 따르면 남미국가들에게는 미국이자율이 매우 중요한 역할을 하는 반면에 일본이자율은 아시아 국가의 국제자본 유출입에 큰 영향을 미친다고 설명하였다. 그러나 미국이자율을 비롯한 국제금리가 항상 개발도상국의 국제자본 유출입에 통계적으로 의미있는 결과로 나타난 것은 아니다. 자료의 빈도, 대상국가, 분석기

간 등에 따라서 실증분석 결과가 달라지는 경향도 존재했기 때문이다. 예를 들어 Hernandez, Mellado, and Valdes(2001)은 국제금리가 개발도상국의 자본수지 변화에 별로 영향을 미치지 못했다고 주장하기도 했다.

둘째, 미국의 GDP성장률도 개발도상국에 국제자본이 유입될지 여부를 결정하는 중요한 요소다. Chuhan, Claessens, and Mamingi(1998)는 미국경기의 침체가 남미국가로의 자본유입을 증가시키는 요인으로 작용한다고 주장하였다. 1990년대 초반 미국과 일본의 경기가 침체되었었는데, 이것은 개발도상국에 투자하는 것을 매력적으로 만드는 계기가 된 적이 있다. 그러나 OECD국가의 경기가 전체적으로 1990년대 중반부터 살아나기 시작하면서 개발도상국으로의 투자가 감소되었다.⁶⁾

셋째, Rose and Spiegel(2002)은 양국의 무역이 증가할 경우 양국간의 자본거래는 증가하는 경향이 있다고 주장하였다. 이들은 국제무역이 해외차입에 미치는 영향을 실증분석한 바 있다. 이들에 따르면 국제무역의 패턴이 해외자본공여의 패턴을 결정하고, 은행의 차입에도 통계적으로 유의한 영향을 미쳤다고 말하였다.

넷째, 동일 경제권 내에 한 국가의 경제가 호황을 보여 국제자본의 유입이 증가할 경우 인접해있는 국가에는 자본유입이 늘어나는 경향을 보였다.⁷⁾ 이러한 현상을 전염효과라고 부른다. 전염효과라는 용어가 널리 알려진 계기는 1997년 동아시아 금융위기 때부터였다. 국제자본의 이동이라는 주제에서 전염효과는 통화위기에 관련된 전염효과와는 다소 의미가 다르다. 왜냐하면 국제자본이동이라는 측면에서 전염효과란 항상 통화위기 당시에만 관련된 것이 아니라 평상시에도 나타나는 현상이기 때문이다. 국제자본을 투자하는 쪽 입장에서는 개발도상국 전체를 하나의 그룹으로 간주하고 투자여부를 결정할 수도 있다. 이러한 경우 각 개발도상국의 국제자본 유입은 양의 상관계수를 보일 것이다.⁸⁾ Hernandez, Mellado, and Valdes(2001)은 1990년대의 해외 직접투자(FDI)와 포트폴리오 투자 부문에서 전염효과가 무역채널을 통해서 발생하는 강한 증거를 발견하였다고 말하였다. 또한 그들은 개발도상국 전체의 움직임보다는 지역 내 개발도상국의 움직임에 더 큰 영향을 받는다고 주

6) Calvo, Leiderman, and Reinhart(1996) 참조

7) Calvo, Leiderman, and Reinhart(1996) 참조

8) Lopez-Mejia(1999)는 전염효과가 국제시장에서의 정보비대칭(asymmetric information)으로 인해 나타난다고 주장하였다.

장하였다. 즉 전염효과는 인접한 국가사이에 나타나기 쉽다는 것이다. 이러한 발견은 Montiel and Reinhart(1999)의 연구와도 일맥상통한다. 이들에 따르면 1994년 멕시코 금융위기 당시에 남미 국가 전체의 국제자본 유입량은 크게 감소하였지만 아시아 국가의 국제자본 유입량은 별로 영향을 받지 않았다고 설명하였다.

나. 내부요인

일반적으로 해당국가의 국제자본의 유출입을 결정하는 요인으로서 내부요인이 외부요인보다 더 중요한 역할을 한다고 여겨져 왔다.⁹⁾ 내부요인은 다양한 변수가 사용될 수 있는데, 신용등급, 국내 이자율, 금융의 강건성, 인플레이션, 환율 변동성, 국내 GDP성장률, 경상수지, 자본자유화 정책 등을 포함한다.

첫째, 특정 국가의 신용등급은 국제자본의 유입을 결정하는 중요한 요소이다. Fernandez-Arias(1994)에 따르면 중진국에 대한 국제자본의 투자결정에 해당국가의 신용등급이 결정적인 역할을 한다고 주장하였다. 한편 Chuhan, Claessens, and Mamingi(1998)은 신용등급의 수준은 주식투자를 위해서보다는 채권투자를 위한 국제자본의 흐름에 더 큰 영향을 미친다고 설명하였다.

둘째, 국내이자율은 국제자본의 유입을 촉구할 수 있는 주요한 요인이다. 만약 자본의 생산성이 높아 결국 수익률이 높아진다면 국제자본이 국내에 유입되어 투자될 경우 높은 수익률을 거둘 수 있다 따라서 국제자본의 유입을 증가시킨다. Chuhan, Claessens, and Mamingi(1998)은 주식투자자금은 채권투자자금보다 국내수익률에 더 민감한 반응보인다고 주장하였다.

셋째, 인플레이션은 국제자본의 유입을 감소시킨다. Ahn, Adj, and Willett (1999)는 1970~1981년 기간을 대상으로 실증분석을 수행하였는데, 인플레이션과 국제자본의 유입간에는 음의 상관관계가 존재함을 밝혔다. Calvo, Leiderman, and Reinhart(1996)은 정부가 효과적으로 인플레이션을 억제하는 데 성공할 경우 거시경제의 위험을 감소시켜 결국은 국제자본의 유입을 증가시킨다고 설명하였다.

넷째, 환율의 안정성이 국제자본의 유입여부에 중요하다. Lopez-Mejia(1999)

9) 이에 대한 연구들을 살펴보기 위해서는 Hernandez, Mellado, and Valdes(2001)을 참조

에 따르면 고정환율제도를 채택한 국가들은 환율변동으로 인한 위험이 민간 투자자입장에서는 감소하기 때문에 국제자본의 유입을 증가시킨다고 주장하였다. Ahn Adji, and Willett(1998)은 환율이 고평가되어 있는 경우 미래 환율의 안정성이 의심되기 때문에 장기적인 측면의 FDI 투자에 악영향을 미친다고 말하였다. 한편 Hernandez, Mellado, and Valdes(2001)은 국제자본의 투자가는 실질환율의 절상에 대해서 항상 관심을 가지고 지켜본다고 설명하였다. 그런데 이러한 현상은 1990년대보다는 1970년대와 1980년대에 더 강했다고 한다.

다섯째, 포트폴리오 투자는 해당 국가의 경제성장률이 높은 경우 증가하는 경향이 있다.¹⁰⁾ Hernandez, Mellado, and Valdes(2001)에 따르면 FDI는 경제성장률의 시차변수가 클 경우 증가하였다. 왜냐하면 경제성장률이 증가할 경우 투자자금의 수익률이 증가할 가능성이 커지기 때문이다.

여섯째, 경상수지는 국제자본이동의 크기를 결정하는 데 영향을 미친다. Kim, Kim, and Wang(2001)에 따르면 외환보유고 변화가 없다면 일반적으로 자본수지는 경상수지의 불균형과 상쇄된다. 따라서 경상수지와 자본수지는 음의 상관관계를 갖는 경우가 많다. 그러나 자본자유화가 이루어진 상황에서 경상수지와 자본수지 같은 방향으로 움직이는 경우도 있을 수 있다. 그 이유는 경상수지 흑자가 해당 국가의 펀더멘탈에 대한 좋은 신호로 인식되어 자본유입을 낳고, 유입되는 자본을 정부가 외환보유고 확대에 연결했기 때문이라고 볼 수 있다.

일곱째, 현실적으로 살펴보면 자본자유화와 관련된 정부정책이 실제의 국제자본의 유입에 매우 큰 영향을 미친다. Nsouli and Rached(1998)에 따르면 자본자유화가 완전하게 이루어지면 해외투자자들에게 매력적인 투자처로 간주된다고 말한다. Montiel and Reinhart(1999b)는 자본에 대한 규제는 국제자본의 유입량뿐만 아니라 구성도 변화시킨다고 주장한다. 즉, 규제가 있는 경우는 단기자본은 감소시키는 대신에 FDI를 증가시킴을 보여주었다. 한편 Rodrik and Velasco(1999)도 자본규제로 인하여 칠레, 콜롬비아 등의 국가에서 도입되는 국제자본의 크기는 변하지 않았지만 구성의 성격이 달라졌다고 주장하였다.

10) Dasgupta and Rahta(2000) 참조

4. 실증 분석

국제자본이동의 결정요인에 대한 연구는 지금까지도 꾸준히 연구되어오는 중요한 주제이다. 일반적으로 실증분석 방법으로는 횡단면 자료(cross-section data) 또는 패널자료(panel data)를 사용하여 회귀분석을 사용해 왔다.¹¹⁾ 본 논문에서는 글로벌 금융위기 이후 동아시아 각국의 자본유출입에 영향을 미치는 변수들이 어떠한 것들이 있고 얼마나 큰 영향을 미치는지를 분석하고자 한다. 따라서 전통적인 VAR 분석을 이용하고자 한다. 만약 변수간에 공적분 관계가 존재하면, Vector Error Correction Method를 이용하여 공적분 관계를 고려한 후 충격반응분석을 실시하려 한다.

본 장에서는 각 변수가 자본수지에 미치는 영향이 어떻게 변화했는지를 알기 위해서 실증분석을 실시해 보려 한다. 특히 2008년 글로벌 금융위기를 거치며 어떠한 변화가 있었는지를 VAR 충격반응분석을 이용하여 살펴본다. 실증분석을 위한 자료는 IFS에서 발표하는 미국 GDP, 자국의 대미환율, 자본수지, 경상수지, 자국 GDP를 이용하였다.¹²⁾ 본 자료를 선택한 이유는 다음과 같다. 먼저 세계경제를 대표하는 자료로써 미국 GDP를 활용한다. 그리고 자국의 대미환율, 경상수지, 자국 GDP가 국내 자본유출입에 가장 중요한 변수이므로 분석에 사용하였다. 실증분석을 위해 사용되는 데이터의 길이에 한계가 있어서 너무 많은 변수를 채택할 경우 실증분석이 불가능하다. 따라서 데이터 수집이 용이하면서 가장 중요한 역할을 수행할 것으로 생각되고, 여타 연구에서도 많이 사용되었던 4가지 변수만을 채택하였다. 관측 기간은 2001년 1분기~2011년 1분기 기간이다. 미국발 글로벌 금융위기를 기점으로 어떠한 변화가 있는지를 알기 위해서 기간을 분리하였다. 리먼 브라더스의 파산은 2008년 9월경이었으나 금융위기의 가능성이 대두된 시기는 2007년 말부터이다. 그런데 글로벌 금융위기 이후의 기간을 2009년 이후부터 2011년 1분기로 사용할 경우 기간이 너무 짧아 변수의 수가 너무 작게 되어 실증분석이 불가능하다. 따라서 글로벌 금융위기의 영향이 없었던 시기로 2001년 1분

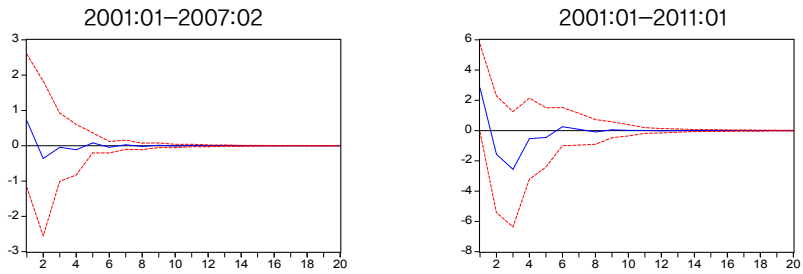
11) 최근에는 Panel VAR 분석을 이용하여 기존에 실시되었던 실증분석들과 차별성을 보여주기도 하였다.

12) 미국금리도 미국 GDP와 마찬가지로 각국의 자본수지에 영향을 미치는 주요한 변수로 판단될 수 있다. 그러나 데이터의 수가 한계가 있어 너무 많은 변수를 동시에 분석하는 것은 불가능하여 본 연구에서는 사용하지 않았다.

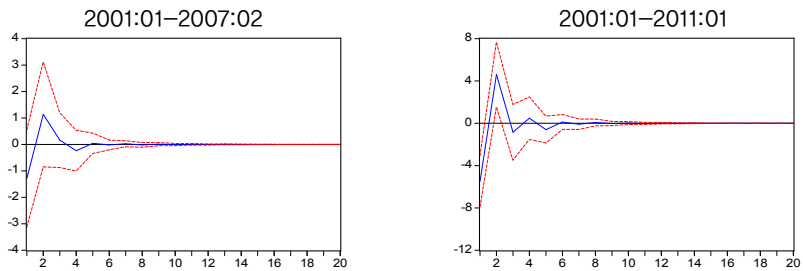
〈그림 1〉

한국

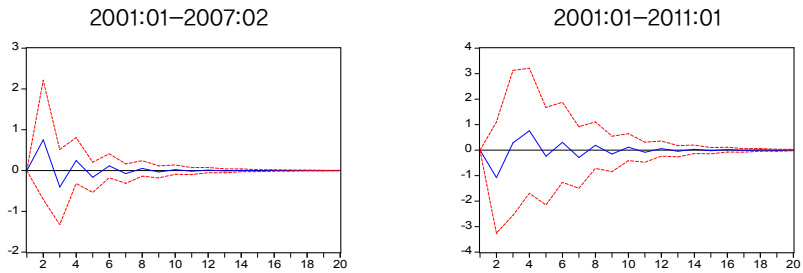
〈그림 1-a〉 미국 GDP가 자본수지에 미치는 영향



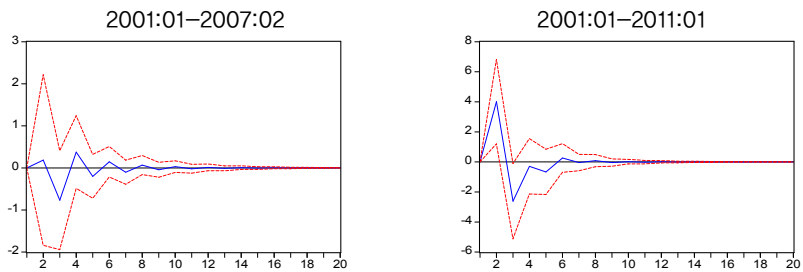
〈그림 1-b〉 자국 환율이 자본수지에 미치는 영향



〈그림 1-c〉 자국 GDP가 자본수지에 미치는 영향

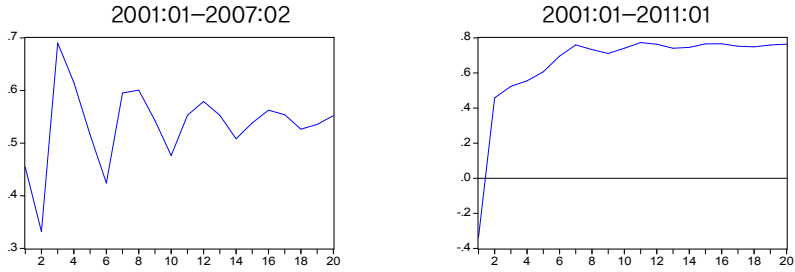


〈그림 1-d〉 자국 경상수지가 자본수지에 미치는 영향

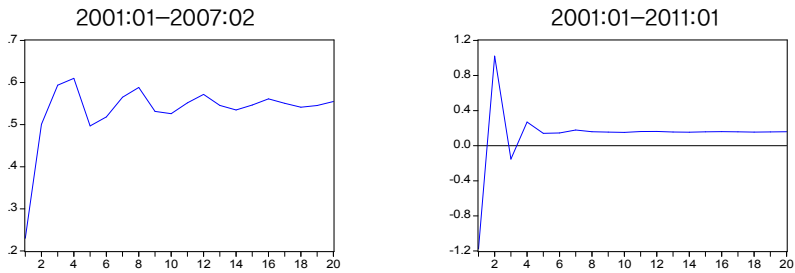


〈그림 2〉 태국

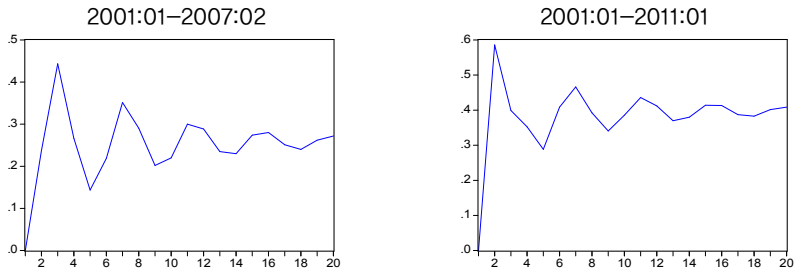
〈그림 2-a〉 미국 GDP가 자본수지에 미치는 영향



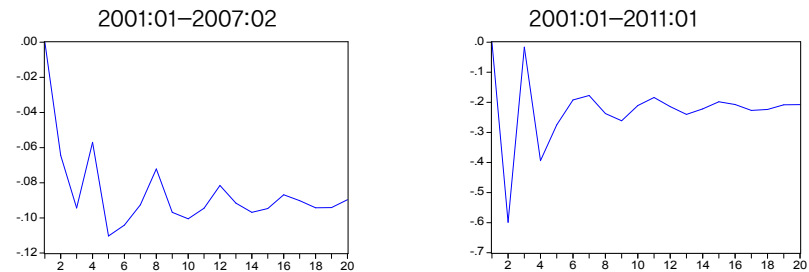
〈그림 2-b〉 자국 환율이 자본수지에 미치는 영향



〈그림 2-c〉 자국 GDP가 자본수지에 미치는 영향

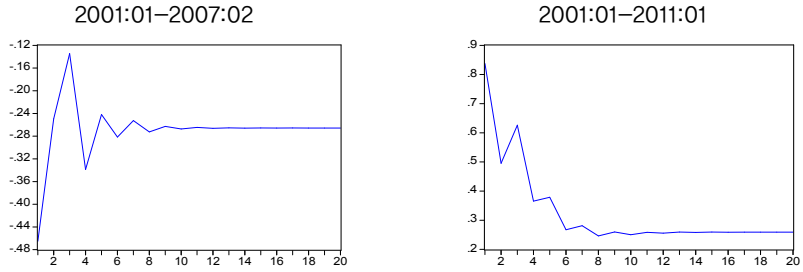


〈그림 2-d〉 자국 경상수지가 자본수지에 미치는 영향

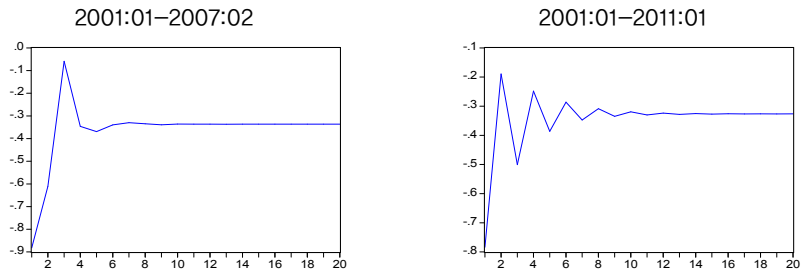


〈그림 3〉 인도네시아

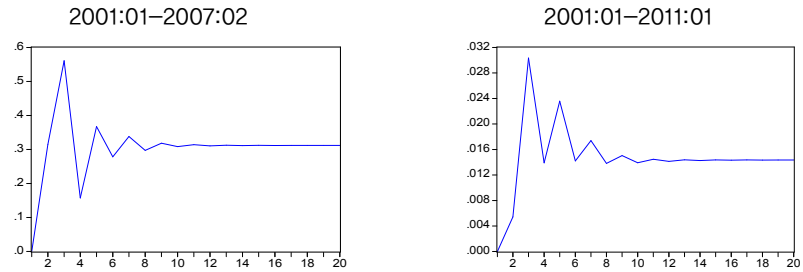
〈그림 3-a〉 미국 GDP가 자본수지에 미치는 영향



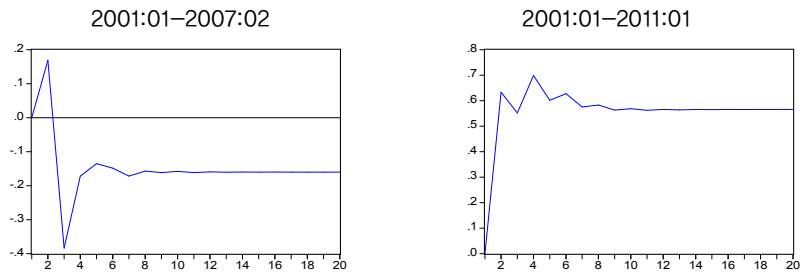
〈그림 3-b〉 자국 환율이 자본수지에 미치는 영향



〈그림 3-c〉 자국 GDP가 자본수지에 미치는 영향



〈그림 3-d〉 자국 경상수지가 자본수지에 미치는 영향



VAR 충격반응분석을 실행할 경우 각 변수의 순서를 결정해야 하는데 일반적으로 외생성이 강한 변수를 앞에 두게 된다. 미국 GDP는 가장 외생성이 강하므로 맨 앞에 두었다. 그리고 해외변수에 가장 민감한 것이 대미환율이므로 두 번째로 위치했으며 자본수지와 같은 금융변수도 대미환율에 영향을 받으므로 세 번째에 두었다. 경상수지와 GDP같은 실물변수는 앞에 위치한 모든 변수에 영향을 받으므로 그 뒤에 위치하였다. 한편 시차는 Akaike 기준에 의해 선택되었는데 모두 1분기가 선택되었다.

한국을 대상으로 VAR 충격반응을 실시한 결과를 <그림 1>에 나타냈다. <그림 1-a>는 미국 GDP가 자본수지에 미치는 영향을 나타낸다. 글로벌 금융위기 이전 기간과 글로벌 금융위기 이후까지 포함된 기간을 비교하였다. 글로벌 금융위기 이전에는 전 기간에 걸쳐 5%의 유의수준에서 영향을 주지 못했다. 그러나 글로벌 금융위기 이후를 포함한 경우에 미국 경기가 1표준편차만큼 상승하면 자본수지가 28억 달러 증가하였는데 5% 유의수준 근처에서 통계적 유의성이 존재했다. Chuhan, Claessens, and Mamingi (1998)는 미국경기의 침체가 남미국가로의 자본유입을 증가시키는 요인으로 작용한다고 주장한 바 있다. 한국의 경우는 이와 다른 결과를 보이고 있다. <그림 1-b>는 원화환율이 자본수지에 미치는 영향을 나타낸다. 글로벌 금융위기 이전에는 원화환율이 1표준편차만큼 상승했을 경우 자본수지가 12억 달러 유출되었는데, 5%의 유의수준에서 통계적 유의성이 없었다. 글로벌 금융위기 이후를 포함한 경우는 원화환율이 1표준편차만큼 상승하면 1분기후 자본수지가 50억 달러 유출하였고, 3분기 후에는 42억 달러 유입으로 반전하였는데 5% 유의수준에서 통계적 유의성이 존재했다. <그림 1-c>는 한국 GDP가 자본수지에 미치는 영향을 나타낸다. 글로벌 금융위기 이전과 이후 모두 자본수지에 영향을 미치지 못했음을 알 수 있다. <그림 1-d>는 한국 경상수지가 자본수지에 미치는 영향을 나타낸다. 글로벌 금융위기 이전에는 5%의 유의수준에서 영향을 주지 못했다. 그러나 글로벌 금융위기 이후를 포함한 경우 한국 경상수지가 1표준편차만큼 상승하면 자본수지가 2분기 후에 40억 달러 증가하였고, 3분기 후에는 23억 달러 하락하였는데, 5% 유의수준에서 통계적 유의성이 존재했다. Kim, Kim, and Wang(2001)에 따르면 외환보유고 변화가 없다면 일반적으로 자본수지는 경상수지의 불균형과 상쇄된다. 그러나 자본자유화가 이루어진 상황에서 경상수지와 자본수지 같은 방향으로 움직이는 경우도 있을 수 있다. 경상수지가 흑자를 기록하는 경우 우리나라 경제에 대한 전

망이 낙관적으로 변하여 국제자본의 유입을 촉진한 것으로 판단할 수 있다. 전체적으로 살펴보면 글로벌 금융위기를 기점으로 미국 GDP와 원화환율, 한국 경상수지가 한국 자본수지에 미치는 영향의 크기가 커졌음을 확인할 수 있다. 2008년 글로벌 금융위기로 인하여 우리나라는 경제 펀더멘탈은 여타 아시아 국가에 비해 나쁘지 않음에도 불구하고 많은 혼란을 겪었다. 이와 같이 외부 충격에 민감한 반응을 보이는 이유는 다음과 같다. 첫째 무역의존도가 매우 크기 때문이다. 우리나라는 수출과 수입을 더한 것을 국내 GDP로 나누고 100을 곱한 것을 무역의존도라고 정의할 때, 이 수치가 최근에는 90%를 넘나들고 있다. 따라서 우리나라 경제는 해외 충격에 민감할 수밖에 없다. 둘째, 자본시장이 태국이나 인도네시아에 비해서 개방의 폭이 크다. 따라서 글로벌 금융위기가 발생하여 유럽에 자본이 부족해지자 우리나라에서 먼저 자본을 철수한 바 있다. 이와 같은 이유로 우리나라의 자본시장의 민감도가 커졌고, 여타 변수가 한국 자본수지에 미치는 영향의 크기가 커진 것으로 나타났다고 볼 수 있다.

태국을 대상으로 VECM을 이용하여 충격반응분석을 실시한 결과를 <그림 2>에 나타냈다. <그림 2-a>는 미국 GDP가 자본수지에 미치는 영향을 나타낸다. 글로벌 금융위기 전에는 미국 경기가 1표준편차만큼 상승하면 자본수지가 2분기 후 7억 달러 증가하였다. 글로벌 금융위기 이후를 포함하여도 큰 변화는 없었다. <그림 2-b>는 자국 환율이 자본수지에 미치는 영향을 나타낸다. 글로벌 금융위기 이전에는 바트화환율이 1표준편차만큼 변했을 경우 3분기 후 자본수지가 6억 달러 유입되었고, 그 이후에도 영향력이 감소하지 않고 20분기 이후에도 비슷한 모습을 보인다. 글로벌 금융위기 이후를 포함한 경우 2분기 후에는 일시적으로 유입이 증가하나 3분기 이후에는 영향력이 크게 감소하고 있다. <그림 2-c>는 태국 GDP가 자본수지에 미치는 영향을 나타낸다. 글로벌 금융위기 이전과 이후 모두 비슷한 모습을 보인다. <그림 2-d>는 태국 경상수지가 자본수지에 미치는 영향을 나타내는데 양 기간 모두 비슷한 모습을 보인다.

인도네시아를 대상으로 VECM을 이용하여 충격반응분석을 실시한 결과를 <그림 3>에 나타냈다. <그림 3-a>는 미국 GDP가 자본수지에 미치는 영향을 나타낸다. 글로벌 금융위기 전에는 미국 경기가 1표준편차만큼 상승하면 자본수지가 1분기 후 5억 달러 감소하였다. 그러나 글로벌 금융위기 이후를 포함한 경우 오히려 1분기 9억 달러 증가하였다. <그림 3-b>는 자국 환율

이 자본수지에 미치는 영향을 나타내는데, 양 기간에 큰 변화가 없으나 약간 감소하는 모습을 보인다. <그림 3-c>는 인도네시아 GDP가 자본수지에 미치는 영향을 나타낸다. 글로벌 금융위기 이후를 포함한 경우 반응의 크기가 감소한 것을 알 수 있다. <그림 3-d>는 인도네시아 경상수지가 자본수지에 미치는 영향을 나타낸다. 글로벌 금융위기 전에는 경상수지가 1표준편차만큼 상승할 경우 자본수지가 3분기 후 4억 달러 가량 감소하였다. 그러나 글로벌 금융위기 이후에는 경상수지가 1표준편차만큼 상승하면 자본수지가 5분기 후에 7억 달러 상승하였다. 글로벌 금융위기를 기점으로 인도네시아 GDP는 영향의 크기가 감소하였으나 경상수지는 영향의 크기가 증가한 것을 확인할 수 있다.

지금까지의 실증분석 결과를 살펴보면 글로벌 금융위기를 기점으로 미국 GDP와 대미환율, 경상수지가 자본수지에 미치는 영향의 크기가 우리나라의 경우 뚜렷하게 커졌음을 확인할 수 있다. 실제로 2008년 글로벌 금융위기로 인하여 우리나라는 경제 펀더멘탈은 여타 아시아 국가에 비해 나쁘지 않음에도 불구하고 많은 혼란을 겪었다. 이와 같이 외부 충격에 민감한 반응을 보이는 이유는 다음과 같다. 첫째 무역의존도가 매우 크기 때문이다. 우리나라는 수출과 수입을 더한 것을 국내 GDP로 나누고 100을 곱한 것을 무역의존도라고 정의할 때, 이 수치가 최근에는 90%를 넘나들고 있다. 우리나라 경제는 무역에 전적으로 의존하고 있다는 뜻이다. 따라서 우리나라 경제는 해외 충격에 민감할 수밖에 없다. 둘째, 자본시장이 태국이나 인도네시아에 비해서 개방되어 있어 국제자본의 유출입이 자유로운 편이다. 2008년 글로벌 금융위기가 발생하여 유럽에 자본이 부족해지자 유럽 투자자들은 우리나라에서 먼저 자본을 철수한 바 있다. 이와 같은 이유로 우리나라의 자본시장의 민감도가 커졌기 때문에 여타 변수가 한국 자본수지에 미치는 영향의 크기가 커진 것으로 나타났다고 볼 수 있다.

한편 분석결과의 강건성(robustness)를 확인하기 위해서 경상수지와 자본수지 등의 순서를 바꾸어 원래의 분석과 비교하였다. 이와 같이 부분적으로 각 변수의 순서를 다르게 하여도 결과에 큰 영향을 미치지 못하였음을 확인할 수 있다.

〈표 6〉

자본수지에 대한 분산분해

〈표 6-a〉 한국

(기간 : 2001.01 ~ 2007.02)

기간 (분기)	표준 편차	미국GDP 로그차분 값	원화환율 로그차분 값	한국GDP 로그차분 값	경상수지	자본수지
1	3.71	5.97	14.94	0	0	77.87
4	3.81	7.02	13.67	2.97	0.15	79.96
8	3.81	7.05	13.63	3.71	0.16	73.87
12	3.81	7.05	13.63	2.37	0.16	73.86

(기간 : 2001.01 ~ 2011.01)

기간 (분기)	표준 편차	미국GDP 로그차분 값	원화환율 로그차분 값	한국GDP 로그차분 값	경상수지	자본수지
1	7.86	17.83	38.79	0	0	48.36
4	9.19	14.15	28.60	3.71	21.23	32.29
8	9.24	14.51	28.93	3.71	21.48	31.34
12	9.24	14.40	28.32	3.72	21.91	31.92

〈표 6-b〉 태국

(기간 : 2001.01 ~ 2007.02)

기간 (분기)	표준 편차	미국GDP 로그 값	바트환율 로그 값	태국GDP 로그 값	경상수지	자본수지
1	0.004	8.78	2.96	0	0	88.95
4	0.01	21.71	19.95	6.00	0.30	52.82
8	0.01	23.82	22.56	6.13	0.54	46.94
12	0.02	24.98	24.29	6.16	0.62	44.92

(기간 : 2001.01 ~ 2011.01)

기간 (분기)	표준 편차	미국GDP 로그차분 값	바트환율 로그 값	태국GDP 로그 값	경상수지	자본수지
1	0.005	0.70	8.92	0	0	90.66
4	0.02	2.71	7.56	3.71	1.54	86.29
8	0.03	4.93	4.50	3.71	1.22	87.18
12	0.04	6.11	3.26	3.72	1.08	87.28

〈표 6-c〉 인도네시아

(기간 : 2001.01 ~ 2007.02)

기간 (분기)	표준 편차	미국GDP 로그 값	루피아화환율 로그 값	인도네시아 GDP 로그 값	경상수지	자본수지
1	0.003	8.25	29.69	0	0	62.05
4	0.01	10.01	31.04	10.68	4.99	43.26
8	0.01	11.97	30.44	14.88	5.21	37.48
12	0.02	13.20	30.02	16.99	5.48	34.29

(기간 : 2001.01 ~ 2011.01)

기간 (분기)	표준 편차	미국GDP 로그 값	루피아화 환율 로그 값	인도네시아 GDP 로그 값	경상수지	자본수지
1	0.005	11.51	10.08	0	0	78.40
4	0.02	11.32	7.39	0.01	9.18	74.08
8	0.03	8.20	6.31	0.01	11.77	73.67
12	0.04	6.71	5.37	0.01'	11.54	74.80

자본수지의 변화가 미국 GDP, 원화환율, 자국 GDP, 경상수지 및 자본수지 자체의 시차변수에 의해서 얼마나 설명되는지를 알기 위해서 분산분해 (Variance Decomposition)를 실시하였다. <표 6-a>는 한국을 대상으로 자본수지에 대해서 분산분해를 실시한 결과이다. 글로벌 금융위기 이전에는 자본수지는 미국 GDP 로그차분 값에 의해서 1분기 후에는 5.97%, 4분기 후에는 7.02%가 설명되고 그 이후 큰 변화를 보이지 않았다. 글로벌 금융위기 이후를 포함한 기간을 살펴보면 자본수지는 미국 GDP 로그차분 값에 의해서 1분기 후에는 17.83%, 4분기 후에는 14.15%가 설명되다가 그 이후 큰 변화를 보이지 않았다. 글로벌 금융위기 전에 비해서 미국 GDP 로그차분 값의 무역수지 변화에 대한 설명력이 2배 이상으로 상승한 것을 확인할 수 있다. 그리고 자본수지는 원화환율 로그차분 값에 의해서 1분기 후에는 38.79%, 4분기 후에는 28.60%가 설명되고 그 이후 큰 변화를 보이지 않았다. 글로벌 금융위기 이후를 포함한 기간을 살펴보면 자본수지는 원화환율 로그차분 값에 의해서 1분기 후에는 38.79%, 4분기 후에는 28.60%가 설명되다가 그 이후 큰 변화를 보이지 않았다. 글로벌 금융위기 전에 비해서 원화환율의 무역수지 변화에 대한 설명력이 크게 상승한 것을 확인할 수 있다. 그리고 경상수지의 설명력을 살펴보면 글로벌 금융위기 이전에는 4분기 후 0.15% 정도

로 거의 존재감이 없었다. 그러나 글로벌 금융위기 이후를 포함한 경우에는 4분기 후 21.23%로 크게 상승하였다. 글로벌 금융위기를 거치면서 가장 뚜렷한 변화로 생각된다.

한편 <표 6-b>는 태국을 대상으로 자본수지에 대해서 분산분해를 실시한 결과이다. 충격반응분석과 약간 다른 모습을 보이는데, 글로벌 위기를 거치면서 미국 GDP, 바트화 환율의 영향은 감소하였고, 태국 GDP와 경상수지는 큰 차이가 없었다. <표 6-c>는 인도네시아를 대상으로 자본수지에 대해서 분산분해를 실시한 결과이다. 글로벌 위기를 거치면서 미국 GDP의 설명력은 변화가 없고, 루피아화 환율, 인도네시아 GDP의 설명력은 감소한 편이다. 그러나 경상수지의 설명력은 증가하였다.

V. 요약 및 결론

국제자본의 안정적인 유출입은 세계경제의 안정, 특히 동아시아의 안정과 경제발전에 매우 중요하다. 1990년대 이후 세계경제는 잦은 금융위기의 여파에 시달렸는데, 2008년에는 미국발 글로벌 금융위기의 충격이 컸다. 본 논문에서는 글로벌 금융위기를 기점으로 국제자본의 흐름의 특징을 살펴보고 자본수지에 영향을 미치는 주요 요인을 동아시아 3개국을 대상으로 실증분석을 통해 분석하였다.

먼저 개발도상국 전체를 대상으로 살펴보면 다음과 같다. 1980년대 후반에는 국제자본이동의 변화가 거의 없었고, 1990년대 증가세를 보였다. 그러나 1997년 동아시아 통화위기를 겪으면서 감소하였다. 그 후 2003년 들어서 미국금리와 선진 주요국의 금리가 낮아지자 국제자본의 이동이 활발해졌으나, 2008년 글로벌 금융위기를 겪으면서 다시 감소하였다. 2009년까지 아시아와 동부 유럽국가들은 자본유출이 심했으나 2010년 다소 회복하는 기미를 보였다. 포트폴리오 투자와 기타투자는 직접투자에 비해서 변동성이 심해서 글로벌 금융위기로 인하여 크게 감소하였다. 또한 자본수지를 자본유입과 자본유출로 세분해 보면 실질적인 자본수지의 성격을 더 잘 파악할 수 있다. 일반적으로 자본유입과 유출은 자본수지의 크기에 비해서 더욱 큰 폭으로 변하는 경향을 보였다.

동아시아 주요국의 2000년 이후 자본수지의 추이를 살펴보면 다음과 같다. 인도네시아, 한국, 필리핀, 태국 등은 2008년 글로벌 금융위기로 인하여 급격한 자본유출을 경험한 것을 알 수 있다. 그러나 국제자본이 다시 유입되는 시기는 각각 다른 모습을 보이고 있다. 한국의 경우 2008년에는 크게 유출되었으나 2009년에는 다시 순유입이 빠르게 증가하였다. 인도네시아의 경우도 한국과 비슷한 모습을 보였으나, 태국의 경우는 2008년은 자본수지가 흑자였으나 2009년 적자로 돌아서서 다소 늦게 글로벌 금융위기의 영향을 받았다. 1997년 동아시아 통화위기를 겪었던 5개국 중에서도 한국이 2008년 글로벌 금융위기로 인한 자본수지의 변동성이 가장 컸다. 중국은 2008년 글로벌 금융위기의 영향을 전혀 받지 않으면서 국제자본의 블랙홀 역할을 하고 있으며, 일본과 싱가포르의 자금공급원의 역할을 변함없이 수행하였다.

한국, 태국, 인도네시아를 대상으로 각 변수가 자본수지에 미치는 영향이

어떻게 변화했는지를 알기 위해서 실증분석을 실시하였다. 특히 2008년 글로벌 금융위기를 거치며 어떠한 변화가 있었는지를 충격반응분석과 분산분해분석을 실시하였다. 한국은 글로벌 금융위기를 기점으로 미국 GDP와 원화환율, 한국 경상수지가 한국 자본수지에 미치는 영향의 크기가 커졌음을 확인할 수 있다. 태국의 경우 글로벌 금융위기 이후에도 대부분 큰 변화를 보이지 않았다. 한편 인도네시아의 경우 글로벌 위기를 거치면서 미국 GDP의 설명력은 변화가 없고, 루피아화 환율, 인도네시아 GDP의 설명력은 감소한 편이다. 그러나 경상수지의 설명력은 증가하였다. 자본수지에 관련된 세부 데이터를 살펴볼 때에도 한국이 여타 동아시아 국가보다 금융위기로 인한 자본수지의 변동성이 컸었음을 살펴보았다. 실증분석을 통해서도 비슷한 결과를 얻은 것이다.

본 논문에서 살펴보았지만 국제자본 중 포트폴리오 투자와 기타 투자는 변동성이 매우 심하다. 따라서 금융위기가 시작되면 개발도상국에서 급격하게 빠져나가 경제에 큰 충격을 주는 경우가 많다. 우리나라는 글로벌 금융위기 이후 자본유출입의 변동성을 완화하기 위해서, 2010년 10월에 은행의 선물환 포지션 상한선을 설정하였고 2011년 1월에는 외국인채권투자의 비과세도 폐지하였다. 이러한 정부의 정책은 자본수지의 변동성을 완화하는 데 다소 도움을 줄 것으로 기대된다. 또한 우리나라 자본수지의 변동성을 줄이기 위해서는 포트폴리오 투자보다는 직접투자의 유치를 위해 노력해야 하며, 급격한 자본유출입을 어느 정도 제어하기 위해서 “토빈세”와 비슷한 성격의 규제방법을 고려하는 것도 하나의 대안이 될 수 있을 것이다.

참고문헌

- 삼성경제연구소, 2009, “CEO Infomation”
- 한국은행 해외조사실, 2009, “대외경제정보”
- Ahn, Young Seok, Slamet Seno Adji, and Thomas D. Willett, 1998, “The Effects of Inflation and Exchange Rate Policies on Direct Investment to Developing Countries”, *International Economic Journal*, Volume 12, Number 1.
- Alfaro, Laura, Kalemli-Ozcan and Vadym Volosovych, 2005, “Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions”, NBER Working Paper Series.
- Calvo, Guiollermo A., Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart, 1993, “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”, *IMF Staff Papers* 40 No.1.
- Calvo, Guiollermo A., Leonardo Leiderman, and Carmen M. Reinhart, 1996, “Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s”, *The Journal of Economic Perspectives*, Volume 10, Issue 2, pp.123 ~139.
- Chuhan, Punam, Stijn Claessens, and Nlandu Mamingi, 1998, “Equity and Bond Flows to Latin America and Asia: the Role of Global and Country Factors”, *Journal of Development Economics*, Volume 55, pp.439~463.
- de Brouwer, G.J., 2002, “Financial Markets, Institutions and Integration in East Asia”, mimeo.
- Fernandez-Arias, Eduardo, 1996, “The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull?”, *Journal of Development Economics*, Volume 48, pp.389~418.
- Fernandez-Arias, Eduardo, and P.J. Montiel, 1996, “The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview”, *The World Bank Economic Review*, 10(1), pp.51~77.

- Grenville, S.A., 1998, "Capital Flows and Crises", *Reserve Bank of Australia Bulletin*(December), pp.16~31.
- Hernandez, Leonardo, Pamela Mellado, and Rodrigo Valdes, 2001 "Determinants of Private Capital Flows in the 1970s and 1990s: Is there Evidence of Contagion?", IMF Working Paper No: WP/01/64.
- IMF, 2010, World Economic Outlook Database
- _____, 2011, International Financial Statistics
- Institute of International Finance, 2011, "Capital Flows to Emerging Market Economies", IIF Research Note
- Kim, S.H., S. Kim and Y. Wang, 2001, *Capital Market Liberalization and Macroeconomic Performance: Case of Korea*, Korea Institute of International Economic Policy Press, Seoul, Korea
- Kim, Yoonbai, 2000, "Causes of Capital Flows in Developing Countries", *Journal of International Money and Finance*, Volume 19, pp.235~253.
- Lane, P. and G. Milesi-Ferretti, 2008, "External Capital Structure: Theory and Evidence", IMF Working Paper 152.
- Lopez-Mejia, Alejandro, 1999, "Large Capital Flows: Causes, Consequences, and Policy Responses", *Finance and Development*, Volume 36, Number 3.
- Mohan, Rakesh and Muneesh Kapur, 2010, "Liberalization and Regulation of Capital Flows: Lessons for Emerging Market Economies", ADBI Working Paper Series
- Montiel, Peter and Carmen M. Reinhart, 1999, "Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s", *Journal of International Money and Finance*, Volume 18, pp.619~635.
- Nsouli, M. Saleh and Mounir Rached, 1998, "Capital Account Liberalization in the Southern Mediterranean", *Finance and Development*, Volume 35, No. 4.
- Rodrik, Dani and Andres Velasco, 1999, "Short-term Capital Flows",

- National Bureau of Economic Research, Working Paper No: 7364.
- Sarno, L. and M. Taylor, 1999, "Hot Money, Accounting Labels and the Performance of Capital Flows to Developing Countries: An Empirical investigation", *Journal of Development Economics* 59, pp.337~364.
- Ying, Y. and Y. Kim, 2001, "An Empirical Analysis on Capital Flows: The Case of Korea and Mexico", *Southern Economic Journal* 67, pp.954~68.