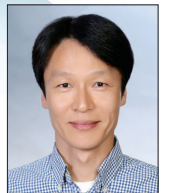


KERI Insight



자본유출입과 한국의 경기변동



김 성 훈
한국경제연구원 부연구위원
(s.kim@keri.org)

우리나라와 같은 소규모 개방경제국가의 경기변동은 해외 자본의 유입/유출 채널을 따라 대외 환경의 변화에 민감하게 반응한다. 본 연구에서는 투자형태, 거래주체, 계약기간에 따라 해외자본의 유출입과 우리나라 경기변동의 관계가 어떻게 다른지 분석하였다. 주요 결과는 다음과 같다:

첫째, 단기자금과 장기자금의 순유입은 매우 다른 행동을 보였다. 단기자금의 순유입은 우리나라 경기가 좋을 때 늘고, 나쁠 때 줄어드는 경기순응적(pro-cyclical) 경향을 보이는 반면, 장기자금의 순유입은 경기와 거꾸로 움직이는(counter-cyclical) 경향이 있었다. 둘째, 직접투자(FDI)와 주식투자처럼 지분성격이 강한 자금(equity type)은 단기자금과 유사한 경기순응적 경향을 보였다. 즉 우리의 경기가 좋을 때 직접투자자와 주식투자가 늘고 나쁠 때 우리를 빠르게 떠나는 경향을 보였다. 셋째, 단기자금과 지분투자는 경기순응성 면에서는 이처럼 유사하지만, 단기자금이 대체로 실물 경기를 보고 난 후 움직이는(경기후행 lagging) 데 반해, 지분투자는 실물경기에 비해 1~2분기 먼저 움직이는(경기선행

leading) 경향이 있었다.

이상의 결과들 중 단기자금의 강한 경기순응성이 갖는 함의는 상당히 크다. 단기자금의 경기순응성은 실물경기가 뜨거워질 때 더 뜨겁게, 차가워질 때 더 차갑게 만들어 전체 경제의 변동폭을 확대하고 특히 예기치 못한 위기 발발 때 유입되었던 자금이 해외투자자들에 의해 빠르게 회수되는 등 급격한 유출로 위기를 증폭하고 침체를 장기화시킬 수 있게 된다. 따라서 경기변동폭을 완화하고 대외건전성을 강화하기 위해선 평소 단기자금의 비중을 줄여가고 대외채무와 대외채권 사이 균형 잡힌 포지션을 유지하는 것이 바람직하다.

다행스럽게도 우리나라는 2008년 금융위기 이후 해외로부터의 단기자금 조달 비중은 줄이는 한편 꾸준히 단기자금의 대출은 늘임으로써 상당히 양호한 대외금융건전성을 유지하고 있는 것으로 나타났다. 이는 미국 금리인상과 중국경제의 성장률 불안 등으로 국제금융의 불확실성이 높은 상황에서 우리경제가 만약의 위기 상황에 대해 비교적 잘 대응할 수 있는 역량을 적어도 대외건전성 면에선 갖추고 있음을 뜻한다.

1. 도입

- 자본이동, 즉 해외자본의 유출/유입은 우리나라의 주요 경제정책의 방향을 논의할 때 주요 고려사항들 중 하나
 - 소규모 개방경제의 특징상 우리 경제는 대외 환경 전반에 민감
 - 자본이동은 대외 환경의 변화가 한국경제에 영향을 미치는 주요 채널 중 하나
 - 특히 1997년 외환위기를 겪으면서 외환 및 자본 시장을 자유화한 이후 더욱 부각
- 전통적 국제경기변동이론(international business cycles theory)에 따르면 자본의 순유입은 경기역행적(counter-cyclical) 기능을 수행(Mendoza, 1991)
 - 효용극대화를 위한 소비의 스무딩(consumption smoothing) 모티브 때문
 - 경기가 나쁠 땐 돈을 빌리거나 회수해서 그렇지 못했을 경우보다 소비를 늘리고 경기가 나아지면 돈을 갚거나 다시 빌려줘 그렇지 않았을 경우보다 소비를 줄이기 때문
 - 따라서 경기침체기엔 자본유입이 늘고 경기팽창기엔 자본유출이 늘어날 것이므로 자본의 순유입은 실물경기과 이론상 반대로 움직일 것으로 추측(경기역행성 counter-cyclical)
- 이 같은 이론의 예측과 달리 현실에선 자본의 순유입이 실물경기과 같은 방향으로 움직이는 경향, 즉 경기순응적(pro-cyclical) 현상 관찰
 - 특히 신흥국들을 중심으로 이러한 이론적 추측이 종종 실패: G7을 포함한 선진국들에선 경기팽창기 때 해외투자(자본유출)가 활성화되는 반면, 신흥국가들은 경기팽창기 때 외국인투자를 유치(자본유입)하는 경향을 확인(Kaminsky et al., 2004; Sula and Willett, 2009)
 - 또한 자본 유입/유출의 총흐름 자체가 대부분의 국가들 사이에서 동조화되는 글로벌 금융경기 변동 현상 대두(Rey, 2013)
- 경기순응적 자본순유입과 자본의 총흐름은 세계 경제의 불안정성 확대
 - 최근 글로벌 금융위기 이후 이 같은 자본유입의 경기순응성이 소규모 개방국가들의 실물경기의 변동 폭을 확대하고 국내 금융시스템의 불안정을 오히려 초래하면서 자본이동에 따른 경기변동 심화 문제에 대한 관심 증대
 - 특히 한국을 포함한 아시아-태평양 국가들 사이의 경기변동 동조화는 자본유입과 밀접히 관련(Kim and Kim, 2013)
- 그러나 국제자본거래의 유형은 매우 다양하며, 이들이 모두 동일한 경기순환상의 특징(경기순응성 vs. 경기역행성)을 보일 것으로 가정하는 것은 무리
 - 국경을 넘나드는 자본의 유형은 다양
 - 투자형태: “직접투자(FDI) vs. 증권투자(portfolio investment)”, “주식형 vs. 채권형”
 - 거래주체: “민간 vs. 일반정부”, “예금취급기관 vs. 비금융 기관”
 - 계약기간: “단기 vs. 장기”
 - 어떤 투자 상품을 거래하는지, 누가 거래하는지, 언제 만기에 이르는지 등에 따라 여타 주요 변수들과의 관계에서 차이
 - 실물경제에 미치는 1차적인 영향 크기에서의 차이
 - 환율에 미치는 영향과 환율변화를 통해 수출입에 미치는 영향에서의 차이
 - 금리에 미치는 영향과 그에 따라 통화정책을 제약하는 정도에서의 차이

- 투자형태에 따른 고유 위험의 차이, 투자주체별 위험선호도 차이, 계약기간에 따른 위험의 차이 등으로 경제 여건에 따라 이들 세부 유형 간의 자산구성이 시시각각 재조정된다면 이들 세부 유형 간의 경기순환상의 특징(경기순응성 vs. 경기역행성)도 달라질 수 있을 것으로 추론 가능

□ 본 보고서의 목적은,

- 여러 형태의 자본거래와 우리나라 경기변동 간의 기초적인 상관관계 분석을 통해 어떤 형태의 자본거래가 더욱 경기순응적이며 한국경제의 경기 변동 폭을 확대시키는 경향이 있는지 검토
- 이를 바탕으로 향후 경제정책 논의 때 더욱 가까이 모니터링 해야 할 자본의 유형을 제시하고 더욱 체계적인 연구의 토대를 제공

□ 본 연구의 기본 가설은,

- 첫째, 소비의 스무딩(consumption smoothing)에 사용되는 대외투자의 유형은 상대적으로 위험성이 덜한 자본
- 둘째, 주어진 투자 총액 하에서 소비의 스무딩 기능을 강화하기 위해 투자대상국가의 경기에 따라 위험성이 덜한 자산과 위험성이 높은 자산 사이의 비중 재조정
- 이 가설이 맞다면,
 - 상대적으로 위험성이 덜한 자본은 우리 경제가 좋을 때 순유입이 줄고 나쁠 때 순유입이 늘어 경기역행성을 띠는 반면, 상대적으로 위험성이 큰 자본은 경기순응성을 보일 것으로 예상
 - 주식과 같은 지분성격(equity type)이 강한 자금은 경기순응성을, 부채성격(debt type)이 강한 채권자금은 경기역행성을 띠는 것으로 예상
 - 부채성 자금 중에서도 만기연장(roll-over) 위험 등이 상존하는 높은 단기자금은 경기순응성을, 장기자금은 경기역행성을 띠는 것으로 예상

II. 자료 및 연구방법

1. 자료

□ 샘플 기간: 1994년 4분기 - 2015년 1분기

- 투자형태, 거래주체, 만기 등을 포함해 자본이동 유형에 관해 가장 세분화된 데이터가 존재하는 시점부터 가장 최근의 분기 데이터

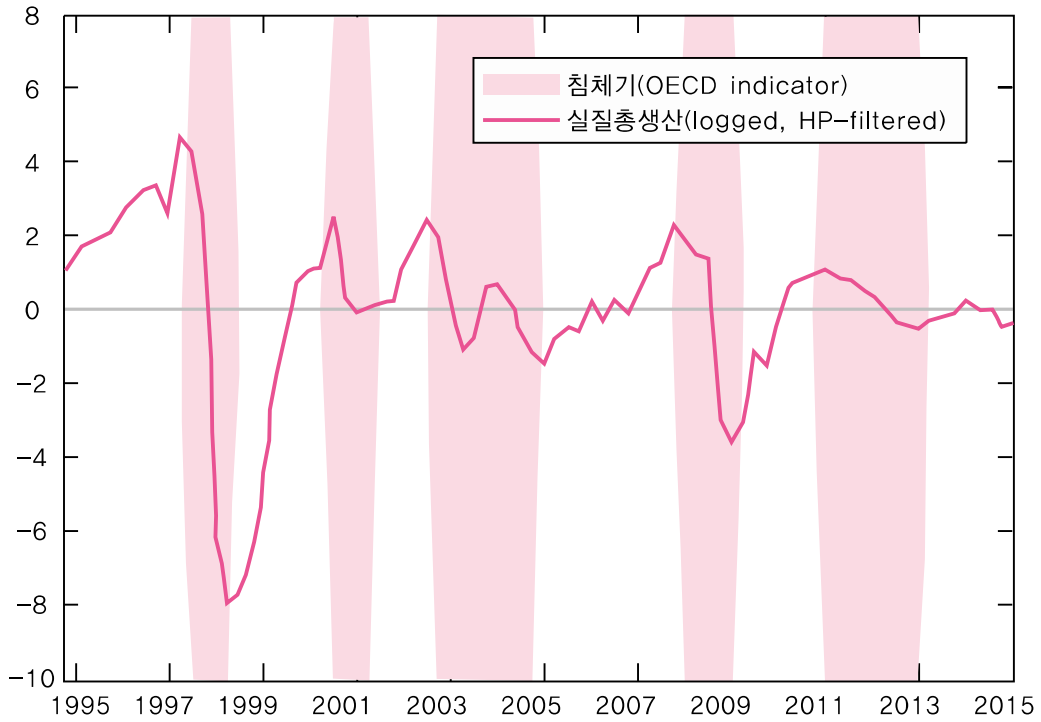
□ 데이터베이스

- 총생산액(자료: 한국은행, CEIC)
 - 실질총생산(GDP): 2010년 기준년도(base year), 계절조정, 원화표기 데이터(우리나라 실질경제 활동을 측정할 때 환율변동분을 제거하기 위해 사용)
 - 명목총생산(NGDP): 달러표기 데이터(대외자본의 유입과 유출을 명목GDP 대비 비율로 표현할 때 사용)
- 유형별 자본이동(자료: 한국은행)
 - 국제투자대조표(IIP: International Investment Position)
 - 대외채무/대외채권(External Debt/Assets)
 - 이상 두 테이블 모두 한국이 해외에 투자 보유하고 있는 자산과 외국이 한국에 투자 보유하고 있는 자산을 유형별로 분류한 데이터베이스, 모두 달러표기

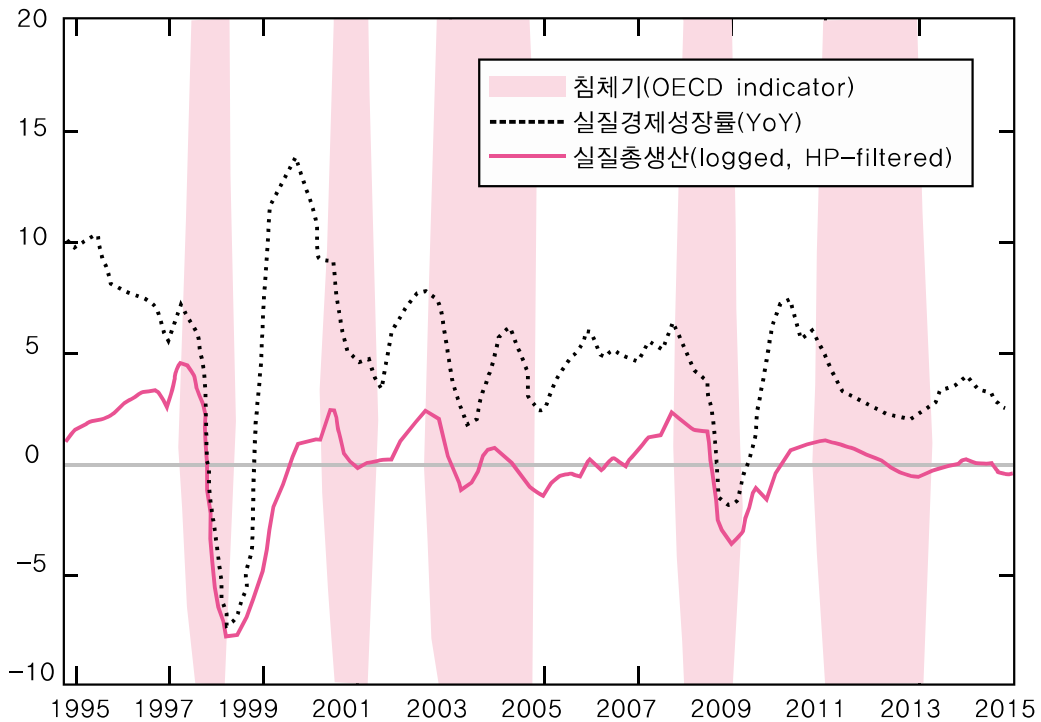
2. 시계열 기초분해

- 각 주어진 변수의 시계열에 대해 HP 필터(Hodrick & Prescott filter)를 적용하여 해당 변수의 추세부분과 경기순환부분으로 분해
 - 원래 시계열로부터 추세부분을 추정 후 그 차이를 경기순환부분으로 정의

<그림 1> 한국경제의 침체기



(a) GDP 갭(경로에서 벗어나는 정도)



(b) GDP 갭 vs. 실질경제성장률

가로축은 샘플기간(1994/4-2015/1)에 걸친 시간 (분기 단위); 세로축은 퍼센트(%) 단위

- 즉, 원래 데이터 = 추세부분 + 경기순환부분
- 추세 추정 시 분기별 자료에 대한 기존 문헌의 합의에 따라 스무딩 매개변수(smoothing parameter)를 1600으로 설정

□ 본 연구에서 사용되는 모든 변수에 같은 시계열 분해 방법 적용

- 특히 우리나라 경기변동의 폭을 나타낼 GDP 갭, 즉 실질총생산(real GDP)이 잠재성장경로에서 벗어나는 정도를 추정할 때도 동일한 방법 적용
- 기존 문헌에 합의된 사항일 뿐 아니라 한국경제의 침체기를 찾을 때도 국제적으로 사용되는 방식
 - <그림 1>에서 음영 처리된 기간이 한국의 침체기(OECD recession indicator)에 해당하며 1994년 이후 지금까지 5차례의 침체기를 경험
 - 각각의 침체기 기간을 보면 시작은 GDP 갭이 최고점(peak)일 때, 끝은 GDP 갭이 최저점(trough)에 이르렀을 때로 GDP 갭이 경기변동을 잘 표현하는 것을 볼 수 있음: <그림 1a> 참조
 - 전년 동기 대비(YoY) 실질경제성장률로부터 중기잠재성장률 부분을 제거한 것으로 이해해도 무방: <그림 1b> 참조

3. 시차상관관계분석(XCorr: Cross-correlation analysis)

□ GDP 갭과 여러 자본유형 사이의 시차상관관계를 분석하여 자본유형별 경기순환 특징을 밝힘

- 시차상관관계의 정의:

$$XCorr(y_t, z_{t+s}) = \frac{E[(y_t - E[y_t])(z_{t+s} - E[z_t])]}{std(y_t)std(z_t)}$$

- 위 식에서 시점 t 를 기준으로 과거에서 미래로 시간이 흐름에 따라 $s = \dots -2, -1, 0, 1, 2 \dots$ 로 표현되고, 이를 모두 모으면 두 변수 (y, z) 사이의 시차 (s)에 따른 상관관계의 변화를 보여줌.

- 변수 y 를 경기변동의 측정값이라 하고 변수 z 를 어떤 유형의 자본이동이라 하면, 시차상관관계는 해당 유형의 자본이동이 보여주는 경기순환성(cyclical)을 리드-래그(lead-lag) 방식으로 보여줌.

III. 분석 결과

1. 직접투자: <그림 2> 참조

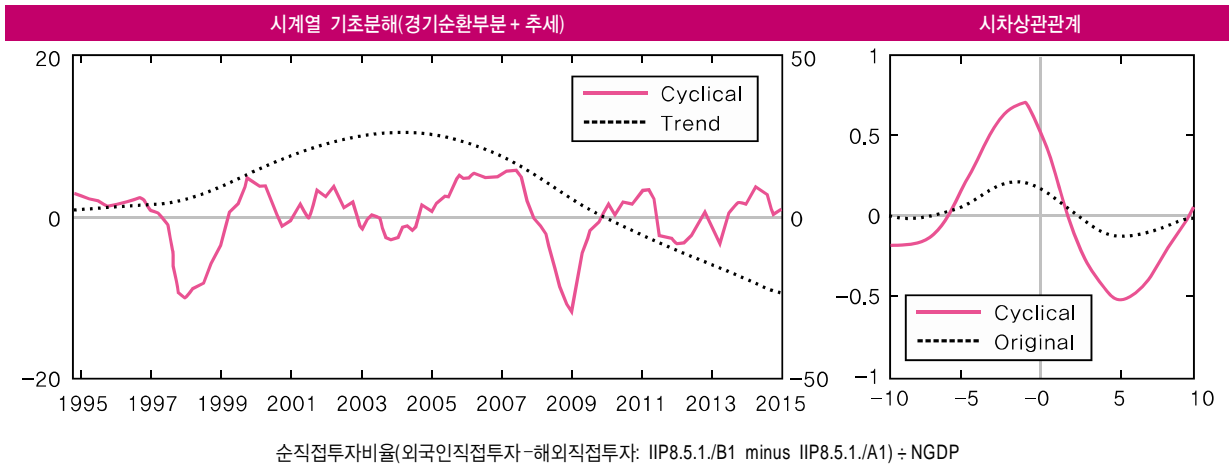
□ 변수 및 용어 정의

- 변수 정의
 - 순직접투자(net FDI) = 외국인의 한국직접투자액에서 한국의 해외직접투자액을 뺀 차이
 - 순직접투자비율 = 순직접투자 ÷ 명목GDP(분기별)
 - 이하 모든 유형의 자본에 대해 'OO비율'은 항상 '분기별 명목GDP 대비 OO'을 의미

□ 추세: 순직접투자비율은 2005년 이후 감소하기 시작해 2010년 이후 마이너스 상태

- 명목GDP 대비 순직접투자비율은 2005년을 전후해 지속적으로 감소하는 추세에 있음: <그림 2> 첫 번째 칼럼, 점선 참조
- 원래 데이터 기준으로, 명목GDP(분기별) 대비 순직접투자비율이 2005년 4분기에 29.2%로 정점을 찍은 후 서서히 감소하기 시작한 후 2007년 3분기 21.6%에서 2007년 4분기 16.1%로 급감하며 하락 가속화
- 금융위기 이후 2009~2010년을 거치면서 순직접투자비율은 완전히 마이너스로 전환되어 2015년 1분기 현재 -22.6%에 이룸.
 - 외국인의 한국직접투자와 한국의 해외직접투자를 별도로 두고 볼 때 둘 다 늘어나는 추세에 있으나 한국의 해외직접투자증가율이 외국인의 한국직접투자증가율을 상회

<그림 2> 시계열 기초분해 및 시차상관관계: 직접투자



첫 번째 칼럼: 가로축은 샘플기간에 걸친 시간, 세로축은 퍼센트(왼편 경기순환부분, 오른편 트렌드)
 두 번째 칼럼: 가로축은 시차 범위(-10분기에서 +10분기), 세로축은 상관계수(-1에서 1사이)

- 2015년 1분기 현재 외국인의 한국직접투자는 명목GDP 대비 52.3%인 반면 한국의 해외직접투자는 74.9%
- 우리나라 자본축적의 성과를 반영(+) vs. 국내 투자기회의 상대적 축소를 의미(-)
 - 정진섭(2015)의 외국인 직접투자 분석에서는 유사한 결과에 대해 부정적 의미 강조
- 경기순환: 순직접투자비율은 경기순응적(pro-cyclical) & 경기선행적(leading)
 - 순직접투자비율의 경기순환부분이 가장 두드러지게 급락한 두 시점은 1997년 외환위기 이후와 2008년 금융위기 이후: <그림 2> 첫 번째 칼럼, 실선 참조
 - 두 차례 각각 추세선(점선)으로부터 10%p 및 12%p가량 낮음.
 - 각 해당 시점의 분기별 명목GDP 대비 순직접투자비율이 해당 시점의 추세 추정치에 비해 10%p 및 12%p가량 낮다는 의미로 1998년 1분기 순직접투자비율은 -4.3%이며 이때 추세추정치는 5.7%; 2009년 1분기 순직접투자비율은 -5.8%이며 이때 추세추정치 6.1%
 - 순직접투자비율은 실물경기와 함께 움직이는 경향(경기순응 pro-cyclical)
 - 두 차례의 주요 위기 때는 물론이고 일반적으로 GDP 갭이 하락할 때 순직접투자비율도 하락하고 커질 때 커지는 경향: <그림 1>의 GDP 갭의 흐름과 비교 참조
 - GDP 갭과 순직접투자비율의 경기순환부분(Cyclical)과의 상관관계를 보면 시차=0일 때(즉, contemporaneous correlation) 계수는 0.51: <그림 2> 두 번째 칼럼, 실선 참조
 - 순직접투자비율의 추세부분까지 포함한 원래(Original) 데이터와 GDP 갭과의 상관관계는 시차=0일 때 0.16로 함께 움직이는 정도가 상당히 줄어들음: <그림 2> 두 번째 칼럼, 점선 참조
 - 이는 순직접투자비율의 추세부분 자체는 실물경기의 흐름과 관련성이 적다는 의미로 순직접투자비율로부터 실물경기의 흐름에 관한 정보를 찾아내고자 할 때는 순직접투자비율의 경기순환부분에 초점을 두어야 함을 시사
 - 이를 일상에 간단하게 적용하자면 순직접투자비율의 수준 자체가 아니라 전년 동기 대비(YoY) 변화율을 모니터링 할 필요가 있음을 시사

- 순직접투자비율은 실물경기에 1~2분기 선행하는 경향(경기선행 leading)

○ 순직접투자비율의 경기순환부분(Cyclical)과 GDP 갭과의 시차상관관계(실선)를 보면 시차=-1일 때의 상관계수가 0.70, 시차=-2일 때 0.68로 시차=0일 때보다 더욱 높음.

○ 순직접투자비율의 추세부분까지 포함한 원래(Original) 데이터와 GDP 갭과의 시차상관관계(점선)에서도 동일한 패턴: 시차=-1일 때의 상관계수는 0.21, 시차=-2일 때 0.20으로 시차=0일 때보다 높게 나타남.

○ 즉, 순직접투자비율과 현재 GDP 갭 간의 공통된 움직임은 1~2분기가량의 시차를 두고 가장 강하게 관찰된다는 의미로, 이는 과거 1~2분기 이전 순직접투자비율이 높았다면 현재 실질총생산도 높아지는 경향을 반영

○ 순직접투자의 의미를 풀어 다시 말하자면, 과거 1~2분기 이전 외국인의 한국직접투자가 우리의 해외직접투자에 비해 전년 동기 대비 훨씬 빠르게 늘었다면 오늘 실질GDP성장률도 높아질 것으로 추론할 수 있음을 뜻함.

○ 시간기준을 달리해 말하자면, '오늘' 외국인의 한국직접투자가 우리의 해외직접투자에 비해 전년 동기 대비 훨씬 빠르게 늘어나는 것을 관찰했다면 '향후 1~2분기 뒤의 실질경제성장률도 높아질 것으로 예상할 수 있음을 뜻함.'

- 순직접투자비율은 실물경기 팽창 이후 1년~1년 반가량 지나면서 급감

○ 순직접투자비율의 경기순환부분(Cyclical)과 GDP 갭과의 시차상관관계(실선)를 보면 시차=+4일 때의 상관계수는 -0.45, 시차=+5일 때 -0.54, 시차=+6일 때 -0.51로 높게 나타남.

○ 이는 오늘 실질총생산이 추세보다 높게 관찰된다면 4~6분기 뒤의 순직접투자비율은 줄어드는 경향이 있음을 뜻함.

○ 순직접투자의 의미를 풀어 다시 말하자면, 오늘 높은 실질GDP성장률은 1년~1년 반 뒤 외국인의 한국직접투자에 비해 우리의 해외직접투자를 더 많이 자극하게 된다는 것을 뜻함.

○ 이러한 경향은, 늘어난 실질총생산 중 일부가 해외투자기회 모색기간과 의사결정기간을 거쳐 우리의 해외직접투자를 늘리는 데 상당히 사용되기 때문으로 보임.

- 어제 외국인의 한국직접투자는 오늘 한국경제의 성장을, 한국경제의 성장은 내일 우리의 해외직접투자 확대로 이어지는 경향

□ 기존연구 비교 시 유의점

- 송치영 & 김근영(2010) 상관분석결과에선 경기역행성(counter-cyclical)이 나타나는데 그들의 연구는 명목GDP 대비 비율이 아닌 순유입액을 사용해 경기순환부분을 도출하고 있으며 본 연구와 샘플기간이 다소 다르기 때문으로 추정

□ 해석의 한계: 이상의 특징들은 단순한 상관관계로부터 추론된 것들로 경기변동과 직접투자 사이의 인과관계에 대한 해석은 제공하지 못함.

- 오늘 관찰된 실질총생산의 변화가 기술변화나 정부지출확대와 같은 자체적인 원인 때문인지, 외국인의 직접투자 때문인지, 그 밖의 다른 원인들 때문인지 알 수 없음.

- 우리 경제사에 나타난 몇 차례의 위기들의 배경을 살필 때도, 예를 들어 직접투자와 같은 자본흐름의 급변이 여러 원인 중 하나로 작동했는지 아니면 여타 충격에 대한 반응으로 급변했는지 등에 대한 해석도 시차상관관계분석만으로는 불가능

- 본 연구의 분석 결과는 모니터링 기관이나 기본적인 대외금융정책의 방향을 논의할 때 더욱 주목해야 할 자본의 유형을 고르고 이를 통해 향후 더욱 체계적인 연구의 토대를 제공

2. 증권투자자금: 주식 vs 채권

1) 순주식투자: <그림 3a> 참조

□ 변수 정의

- 순주식투자비율(net equity portfolio) = 외국인의 우리나라 주식보유액에서 한국인의 해외주식보유액을 뺀 후 이를 명목GDP로 나눈 값

□ 추세: 순주식투자비율은 2005년 전후까지 꾸준히 증가하고 이후부터 현재까지는 안정화된 상태

- 명목GDP(분기별) 대비 순주식투자비율은 1994년 4분기 6% 수준에서 자본시장 자유화를 거치면서 꾸준히 증가하며 2004년 4분기에 70% 돌파, 2006년 2분기에 77%로 정점을 기록한 후 현재까지 70%대에 안착: <그림 3a> 첫 번째 칼럼, 점선 참조
- 외국인의 한국주식보유액이 한국인의 해외주식보유액을 항상 상회해왔으며 둘 다 전반적으로 늘어나는 추세

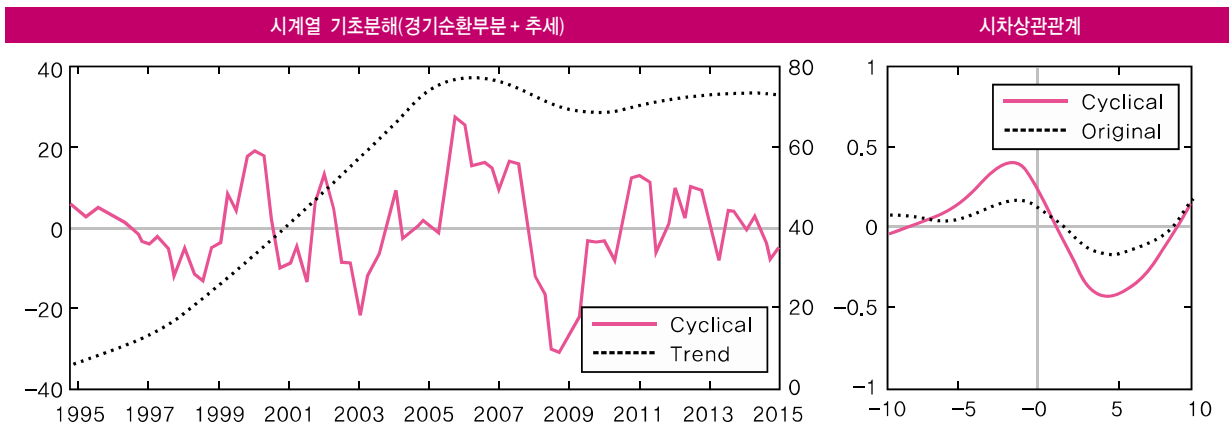
- 그러나 외국인의 한국주식투자증가액(유입) 한국인의 해외주식투자증가액(유출)을 2005년 전후까지 압도하는 추세를 보이다가 이후부터는, 2008년 글로벌 금융위기에도 불구하고, 주식자금의 유입/유출의 추세 자체가 매우 안정화되었음을 시사

- 자본시장의 개방 이후 주식시장의 발전과 안정(+) vs. 주가가격이 횡보하게 된 배경이거나 우리 경제 전반의 정체를 반영(-)

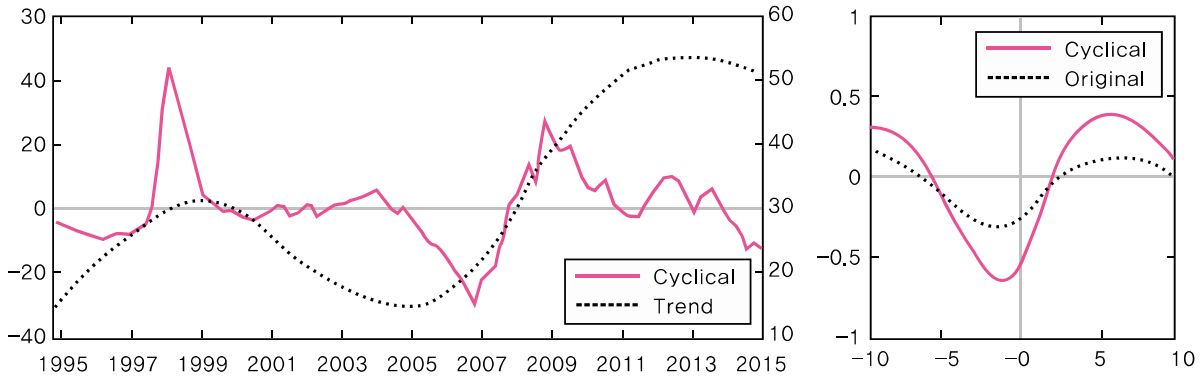
□ 경기순환: 순주식투자비율은 약하게 경기순응적 & 경기선행적

- 순주식투자비율의 경기순환부분이 가장 두드러지게 급락한 시점은 2008년 글로벌 금융위기: <그림 3a> 첫 번째 칼럼, 실선 참조
 - 2008년 1분기에 추세선(점선)으로부터 12%p 가량 낮아진 후 2008년 4분기에는 32%p까지 벗어나지만 2009년 3분기에 수직적으로 회복하며 불과 2.8%p 정도 하회에 그침.

<그림 3> 시계열 기초분해 및 시차상관관계: 증권투자



(a) 순주식투자비율(외국인지분증권 - 해외지분증권: IIP8.5.1./B2.1 minus IIP8.5.1./A2.1) ÷ NGDP



(b) 순채무증권투자비율(외국인채무증권-해외채무증권: IIP8.5.1./B2.2 minus IIP8.5.1./A2.2) ÷ NGDP

첫 번째 칼럼: 가로축은 샘플기간에 걸친 시간, 세로축은 퍼센트(왼편 경기순환부분, 오른편 트렌드)
 두 번째 칼럼: 가로축은 시차 범위(-10분기에서 +10분기), 세로축은 상관계수(-1에서 1사이)

- 앞서 본 순직접투자비율의 경기순환부분과 비교할 때 순주식투자비율의 경기순환부분이 더 큰 변동성을 보임: <그림 2>와 <그림 3a> 첫 번째 칼럼, 실선 비교
- 순주식투자비율은 실물경기와 함께 움직이는 경향(경기순응 pro-cyclical)
 - 2008년 위기 외에도 1998년, 2001년, 2003년 경기하강 국면 때는 순주식투자비율도 함께 하락: <그림 1>의 GDP 갭의 흐름과 비교 참조
 - 순주식투자비율의 경기순환부분(Cyclical)과 GDP 갭과의 상관관계를 보면 시차=0일 때(즉, contemporaneous correlation) 계수는 0.22, 추세부분까지 포함한 원래(Original) 데이터와 GDP 갭과의 상관계수는 0.11: <그림 3a> 두 번째 칼럼, 실선 참조
- 순주식투자비율은 실물경기에 1~2분기 선행하는 경향(경기선행 leading)
 - 순주식투자비율의 경기순환부분과 GDP 갭과의 시차상관관계(실선)를 보면 시차=-1일 때의 상관계수가 0.37, 시차=-2일 때 0.40로 시차=0일 때보다 더욱 높음.
- 순주식투자비율의 추세부분까지 포함한 원래 데이터와 GDP 갭과의 시차상관관계(점선)에서도 동일한 패턴: 시차=-1 및 시차=-2일 때 모두 상관계수는 0.16으로 시차=0일 때보다 높게 나타남.
- 다시 말해, 과거 1~2분기 이전 외국인의 한국주식투자가 우리의 해외주식투자에 비해 전년 동기 대비 훨씬 빠르게 늘었다면 오늘 실질GDP성장률도 높아질 것으로 추론할 수 있음을 뜻함.
- 시간기준을 달리해 말하자면, ‘오늘’ 외국인의 한국주식투자가 우리의 해외주식투자에 비해 전년 동기 대비 훨씬 빠르게 늘어나는 것을 관찰했다면 ‘향후 1~2분기 뒤’의 실질경제성장률도 높아질 것으로 예상할 수 있음을 뜻함.
- 순주식투자비율은 실물경기 팽창 이후 1년가량 지나면서 감소
 - 순주식투자비율의 경기순환부분과 GDP 갭과의 시차상관관계(실선)를 보면 시차=+3일 때의 상관계수는 -0.36, 시차=+4일 때 -0.44, 시차=+5일 때 -0.44, 시차=+6일 때 -0.36으로 높게 나타남.
 - 이는 오늘 실질총생산이 추세보다 높게 관찰된다면 3~6분기 뒤의 순주식투자비율은 줄어드는 경향이 있음을 뜻함.

- 앞서 본 직접투자 경우와 유사하게, 어제 외국인의 한국주식투자는 오늘 한국경제의 성장에 앞서고 한국경제의 성장은 내일 우리의 해외직접투자를 확대에 앞서는 경향
- 직접투자 경우와 비교할 때 질적인 면에서는 매우 유사하나 순주식투자비율의 경기순응 정도와 경기선행 정도 모두 약한 편입에 유의
- 그 외 해석상의 한계점들은 방법론상의 근본적인 문제들로 앞서 언급한 바와 동일

2) 순채무증권투자: <그림 3b> 참조

□ 변수 정의

- 순채무증권투자비율(net debt security portfolio) = 외국인의 우리나라 부채성증권보유액에서 한국인의 해외부채성증권보유액을 뺀 후 이를 명목 GDP로 나눈 값

□ 추세: 순채무증권투자비율은 일정한 패턴 없이 중장기적으로 등락을 반복하는 형태

- 명목GDP(분기별) 대비 순채무증권투자비율은 1994년 4분기 15% 수준에서 증가하기 시작해 1999년 30% 수준까지 늘어났다가 이후 줄어들면서 2005년에는 다시 15% 수준까지 하락한 후 다시 늘어나 현재 50%대에 머무름: <그림 3b> 첫 번째 칼럼, 점선 참조
- 외국인의 우리나라 부채성증권보유액은 한국인의 해외부채성증권보유액을 항상 상회하는 가운데 이들 각각의 중장기 추세도 일정한 패턴 없이 등락을 반복하는 형태
- 주식시장과 채권시장의 중장기적인 발전 양태가 별개임을 반영

□ 경기순환: 순채무증권투자비율은 약하게 경기역행적(counter-cyclical) & 경기선행적(leading)

- 순채무증권투자비율은 실물경기와 반대로 움직이는 경향(경기역행 counter-cyclical)
 - 순채무증권투자비율의 경기순환부분이 가장 두드러지게 상승하는 시점은 1998년 외환위기와 2008년 글로벌 금융위기: <그림 3b> 첫 번째 칼럼, 실선 참조
 - 순채무증권투자비율의 경기순환부분과 GDP 꺾과의 관계를 보면 시차=0일 때 상관계수는 -0.54, 추세부분까지 포함한 원래 데이터와 GDP 꺾과의 상관계수는 -0.25: <그림 3b> 두 번째 칼럼, 실선 참조
 - 이는 실물경기가 매우 어두울 때 외국인은 우리나라 국채보유를 늘리는 반면 우리는 우리가 보유한 해외채권을 빠르게 팔아 현금화하기 때문
- 순채무증권투자비율은 실물경기에 1~2분기 선행하는 경향(경기선행 leading)
 - 순채무증권투자비율의 경기순환부분과 GDP 꺾과의 시차상관관계(실선)를 보면 시차=-1일 때의 상관계수가 -0.64, 시차=-2일 때 -0.60으로 시차=0일 때보다 절대치가 큼.
 - 순채무증권투자비율의 추세부분까지 포함한 원래 데이터와 GDP 꺾과의 시차상관관계(점선)에서도 동일한 패턴: 시차=-1일 때 상관계수는 -0.30, 시차=-2일 때는 -0.29로 시차=0일 때보다 절대치가 크게 나타남.
 - 다시 말해, 과거 1~2분기 이전 순채무증권투자비율이 급증했다면 오늘 실질GDP성장률도 낮아질 것으로 추론할 수 있음을 뜻함.
 - 시간기준을 달리해 말하자면, '오늘' 순채무증권투자비율이 급증한다면 '향후 1~2분기 뒤의 실질경제성장률'은 낮아질 것으로 예상할 수 있음을 뜻함.
- 순채무증권투자비율은 실물경기 팽창 이후 1년~1년 반가량 지나면서 증가
 - 순채무증권투자비율의 경기순환부분과 GDP 꺾과의 시차상관관계(실선)를 보면 시차=+4일 때의

상관계수는 0.31, 시차=+5일 때 0.36 시차=+6일 때 0.37, 시차=+7일 때 0.35으로 나타남.

○ 이는 오늘 실질총생산이 추세보다 높게 관찰된다면 3~6분기 뒤의 순채무증권투자비율은 줄어드는 경향이 있음을 뜻함.

- 순채무증권투자비율과 순주식투자비율의 경기순환부분은 서로 간에 미러(mirror) 이미지로 경기순환적 특징의 질적 면에서 반대로 해석 가능

○ 한국에 투자되는 해외주식자금과 해외채권자금의 불확실성과 같은 대외충격에 서로 반대 방향으로 움직이는 경향을 찾은 김성훈(2015)과 일관된 결과

3. 채무증권투자자금: 장기 vs. 단기

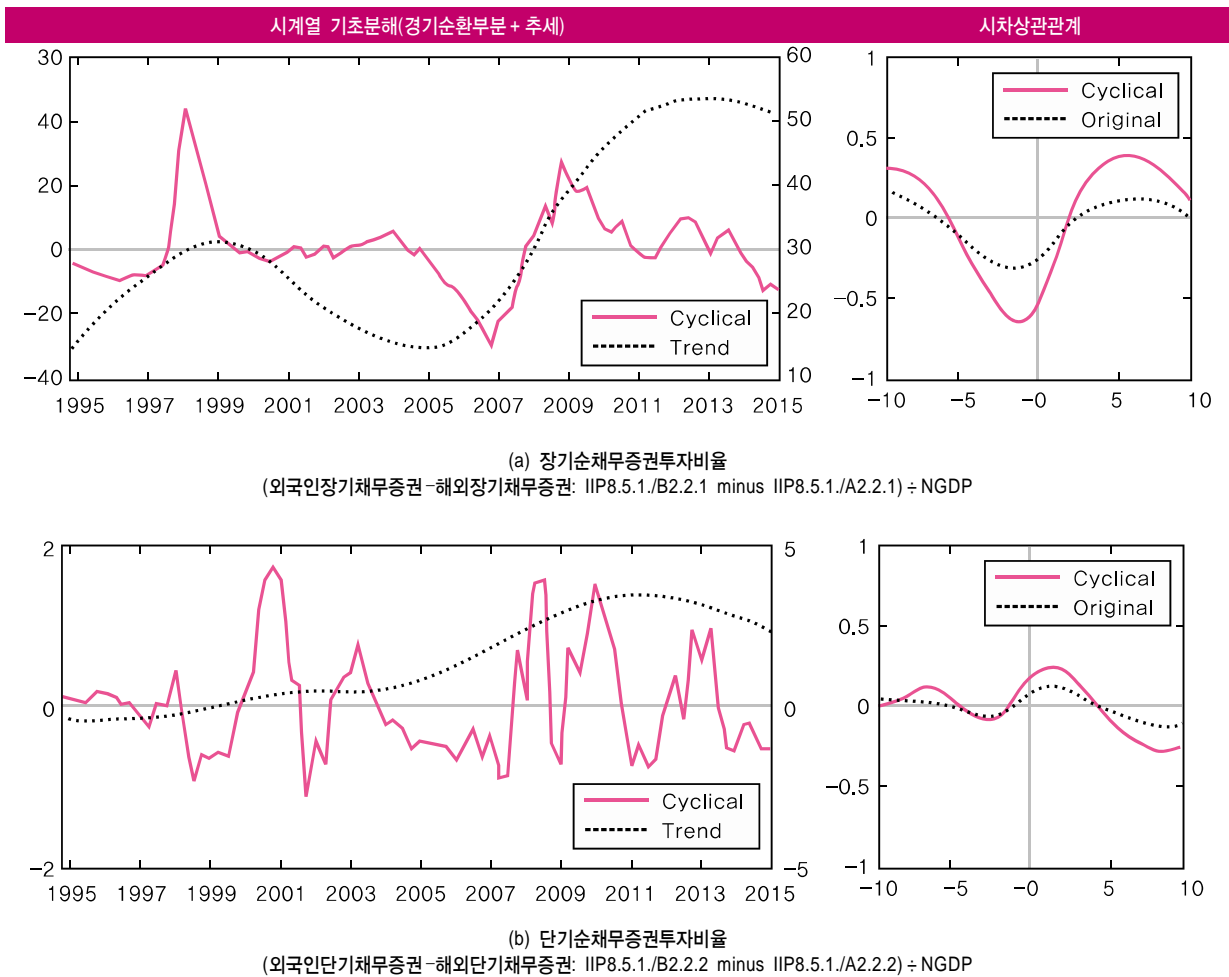
□ 변수 정의: <그림 4> 참조

- 장기[단기]순채무증권투자비율 = 외국인(한국인)이 보유한 우리나라의 장기[단기]부채성증권에서 한국인이 보유한 해외의 장기[단기]부채성증권을 뺀 후 이를 명목GDP로 나눈 값

□ 장기 vs. 단기 비중

- 전체 부채성증권 중 단기부채성증권이 차지하는 비중은 미미하며 전체 순채무증권보유액 대비 단기순채무증권보유액은 5% 미만

<그림 4> 시계열 기초분해 및 시차상관관계: 채무증권투자



첫 번째 칼럼: 가로축은 샘플기간에 걸친 시간, 세로축은 퍼센트(왼편 경기순환부분, 오른편 트렌드)
두 번째 칼럼: 가로축은 시차 범위(-10분기에서 +10분기), 세로축은 상관계수(-1에서 1사이)

- 외국인이 보유한 우리나라의 단기부채성증권은 거의 모든 시기에 걸쳐 분기별 명목GDP 대비 4% 미만, 한국인이 보유한 해외의 단기부채성 증권은 거의 모든 시기에 걸쳐 1% 미만
- 앞서 살펴본 순채무증권투자비율의 행동패턴은 장기증권에 의해 주도되었을 것으로 추측
- 장기순채무증권투자비율의 추세 및 경기순환부분의 행동은 순채무증권투자비율과 아주 비슷
 - 추세에 일정한 패턴 없이 증장기 등락을 반복하는 형태: <그림 4a> 첫 번째 칼럼, 점선 참조
 - 경기역행(couter-cyclical) 및 경기선행(leading) 특징: <그림 4a> 실선 참조
- 단기순채무증권투자비율의 추세는 2011년까지 꾸준히 증가
 - 명목GDP(분기별) 대비 단기순채무증권비율은 1994년 4분기 -0.5%에서부터 서서히 늘어나기 시작해 2011년 2분기 때 3.4%로 정점을 기록하고 다소 줄어들어 2015년 1분기 현재 2.4%에 머뭇: <그림 4b> 첫 번째 칼럼, 점선 참조
 - 이는 외국투자자들이 우리나라 단기부채성증권 보유를 늘려온 데 따른 것으로 향후 증가 추세가 지속될지 아니면 장기적으로 분기별 명목 GDP 대비 3% 내외에서 안착할 것인지는 현재로서는 불분명
- 단기순채무증권투자비율은 약하게 경기순응적 & 경기후행적
 - 경기순환상의 뚜렷한 패턴을 찾기 힘들: <그림 4b> 첫 번째 칼럼, 실선 참조
 - 다만 시차상관관계분석에서 볼 때 매우 약한 경기순응적(pro-cyclical) 특징: <그림 4b> 두 번째 칼럼, 실선 참조
- 단기순채무증권투자비율의 경기순환부분과 GDP 갭 사이의 상관계수는 시차=0일 때 0.19가량, 추세부분까지 포함한 원래 데이터와 GDP 갭과의 상관계수는 0.08
- 지금까지 살펴본 자본의 형태와 달리 1~2분기 미래의 단기순채무증권비율이 현재 GDP 갭과 더 높은 상관관계를 보임(경기후행 lagging)
 - 단기순채무증권투자비율의 경기순환부분과 GDP 갭 사이의 상관계수는 시차=+1일 때와 시차=+2일 때 0.25가량
 - 다시 말해, 오늘 우리나라 실물경기가 팽창하는 것을 관찰했다면 1~2분기 뒤까지 외국인투자자들이 우리나라 단기부채성증권의 보유를 상대적으로 빠르게 늘릴 것으로 예상할 수 있음을 의미
 - 이는 단기부채성증권에 대한 투자를 결정할 때 최근 실물경제의 건전성 등 위험감소 요인을 중요하게 고려하기 때문으로 보임
- 단기부채성증권자금의 흐름이 경기후행적이라는 면에서 앞서 본 직접투자, 주식자금, 장기부채성증권자금과 확연히 대비
- 몇 가지 한계점
 - GDP에서 차지하는 단기부채성증권자금의 비중 자체가 적어 이러한 형태의 자본흐름과 실물경기 사이의 상호작용을 논의하기는 다소 성급
 - 단기부채성자금의 흐름이 경기후행을 보여주는 하나, 시차상관계수의 절대치 자체가 작은 편임에 유의
 - 현금 차입과 같은 다른 형태의 단기자금의 경우에도 동일한 패턴이 나타나는지에 대한 분석 필요

4. 대외차입금: 장기 vs. 단기

□ 변수 정의: <그림 5> 참조

- 장기[단기]순차입비율 = 우리가 외국인에게서 빌린 장기[단기] 차입금에서 우리가 해외에 빌려준 장기[단기] 대출금을 뺀 후 이를 명목GDP로 나눈 값

□ 장기 vs. 단기 비중

- 부채성증권(debt security)의 경우에 비해 대외차입금의 장단기 비중은 비등한 편
- 외국인으로부터 우리가 빌린 전체 차입금 중 장기차입금은 분기별 명목GDP 대비 평균 24%가량, 단기차입금은 31%에 이릅니다

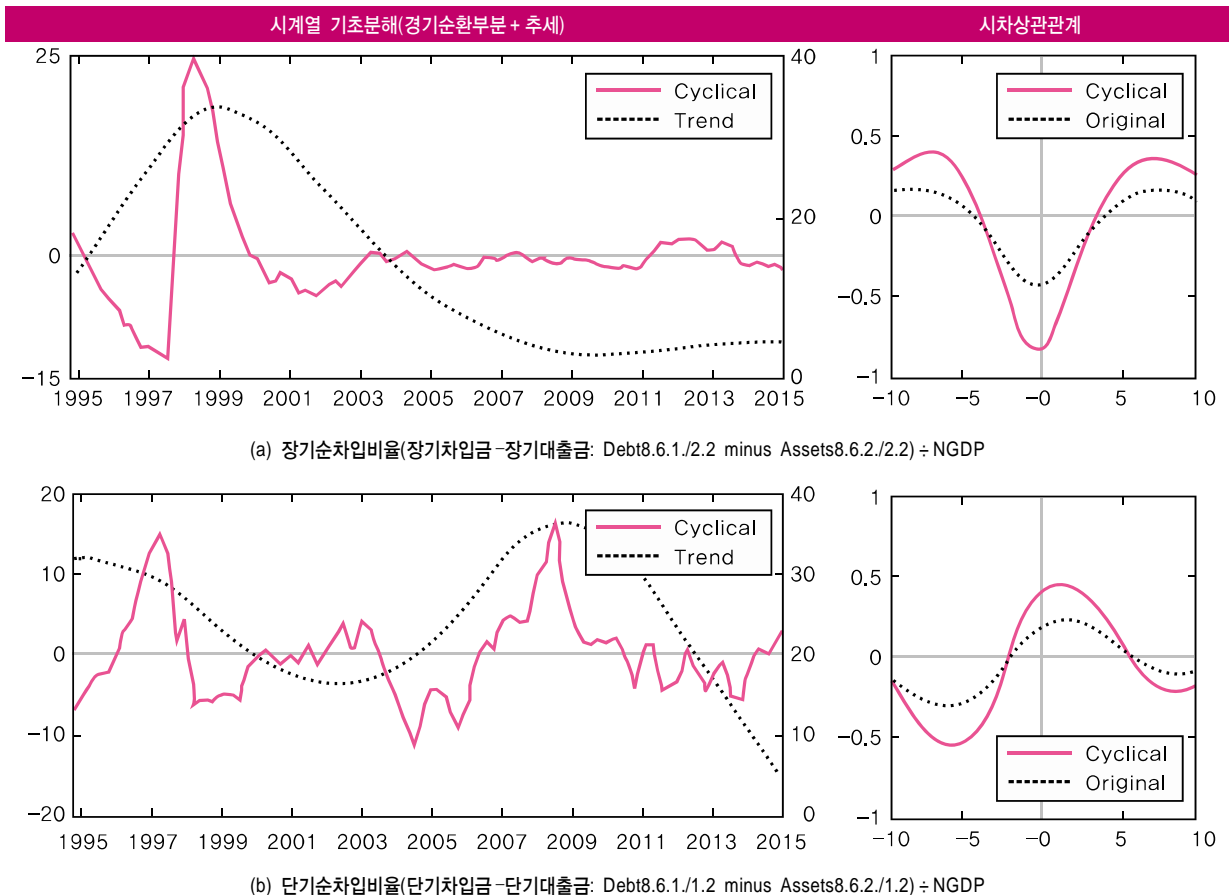
○ 한국인이 해외에 빌려준 전체 대출금 중 장기대출금은 분기별 명목GDP 대비 평균 10%, 단기대출금은 7%가량

- 이에 따라 단기순차입비율 역시 부채성증권의 경우에 비해 GDP에서 차지하는 비중이 월등히 높을 뿐 아니라 오히려 장기순차입비율보다도 평균적으로 높음.

○ 만약 장기와 단기순차입비율 간에 서로 다른 경기순환상의 특징들이 발견된다면 대외차입금의 흐름을 모니터링 할 때 반드시 장기와 단기로 구분해야 함을 시사

□ 장기순차입비율은 1998년 외환위기를 전후한 폭발적 증가를 제외하면 대체로 안정적인 추세: <그림 5a> 첫 번째 칼럼 참조

<그림 5> 시계열 기초분해 및 시차상관관계: 대외차입금



첫 번째 칼럼: 가로축은 샘플기간에 걸친 시간, 세로축은 퍼센트(왼편 경기순환부분, 오른편 트렌드)

두 번째 칼럼: 가로축은 시차 범위(-10분기에서 +10분기), 세로축은 상관계수(-1에서 1사이)

- 분기별 명목GDP 대비 장기순차입비율은 1998년 외환위기를 전후해 폭발적으로 증가하였으며 원래 데이터상에서 1998년 2분기 57%로 정점을 기록
- 추세선에서 1999년 1분기 때 34%로 정점을 기록한 것은 이러한 위기 이벤트를 반영한 것으로 장기순차입비율의 중장기 행동으로 보기는 힘들.
- 이 기간을 제외하면 명목GDP 대비 4~5%대에 안착한 것으로 보임: 심지어 2008년 글로벌 금융위기 때조차 장기순차입비율의 추세를 바꿀 만한 변화는 없었음.

□ 장기순차입비율은 경기역행적 & 경기동행적:
<그림 5a> 두 번째 칼럼 참조

- 실물경기와 반대로 움직이는 경향(경기역행 counter-cyclical)
 - 장기순차입비율의 경기순환부분과 GDP 갭과의 관계를 보면 시차=0일 때 상관계수는 -0.85, 추세부분까지 포함한 원래 데이터와 GDP 갭과의 상관계수는 -0.45
 - 이는 경기침체에 접어들면 외국인으로부터 장기차입하기는 매우 어려워지고 우리도 해외대출을 꺼리게 되는데 우리가 해외대출을 회수하거나 줄이는 것보다 차입 감소나 외국인들의 만기연장 거부 등이 상대적으로 더 큼을 반영하는 것으로 보임.
- 실물경기와 거의 동시에 움직이는 경향(경기동행 coincident)
 - 장기순차입비율의 경기순환부분과 GDP 갭과의 시차상관관계를 보면 시차=-1일 때의 상관계수가 -0.80, 시차=0일 때 -0.85, 시차=+1일 때 -0.65로 시차=0에서 가장 밀접하게 움직이는 경향
 - 앞서 본 장기부채성증권의 경우와 비교해 보면 경기역행 면에서는 같으나 경기에 선행하느냐 동행하느냐는 측면에선 다름.

□ 단기순차입비율은 일정한 패턴 없이 등락하나 2008년 금융위기 이후 지속적으로 낮아지는 추세:
<그림 5b> 첫 번째 칼럼 참조

- 분기별 명목GDP 대비 단기순차입비율은 글로벌 금융위기 발발 직후인 2008년 3분기에 원래 데이터상에서 53%로 정점을 기록한 후 지금까지 꾸준히 하락하는 추세
- 2015년 현재 추세선상에서는 4%에 불과하고 원래 데이터상으로도 7%에 조금 못 미침.
- 금융위기 이후 외국인으로부터 단기차입은 꾸준히 줄어들어 2015년 1분기 현재 명목GDP 대비 19%에 이르는 반면 우리의 해외단기대출은 꾸준히 늘려 와서 현재 12%에 이르고 있기 때문
- 외국으로부터의 단기차입과 해외로의 단기대출 간에 금융위기 이후 정반대의 추세가 나타나는 이유나 배경에 대해서는 추가적인 연구가 필요

□ 단기순차입비율은 경기순응적 & 경기후행적:
<그림 5b> 두 번째 칼럼 참조

- 실물경기와 같은 방향으로 움직이는 경향(경기순응 pro-cyclical)
 - 단기순차입비율의 경기순환부분과 GDP 갭과의 관계를 보면 시차=0일 때 상관계수는 0.44, 추세부분까지 포함한 원래 데이터와 GDP 갭과의 상관계수는 0.22
 - 외국으로부터의 단기차입과 해외로의 단기대출을 별도로 두고 보면, 경기침체기 때 외국으로부터의 단기차입은 약간 늘어나는 경향이 있는 반면 해외로의 단기대출은 훨씬 더 큰 폭으로 줄어들기 때문
- 실물경기와 거의 동시에 움직이는 경향(경기후행 lagging)
 - 장기순차입비율의 경기순환부분과 GDP 갭과의 시차상관관계를 보면 시차=+1일 때의 상관계

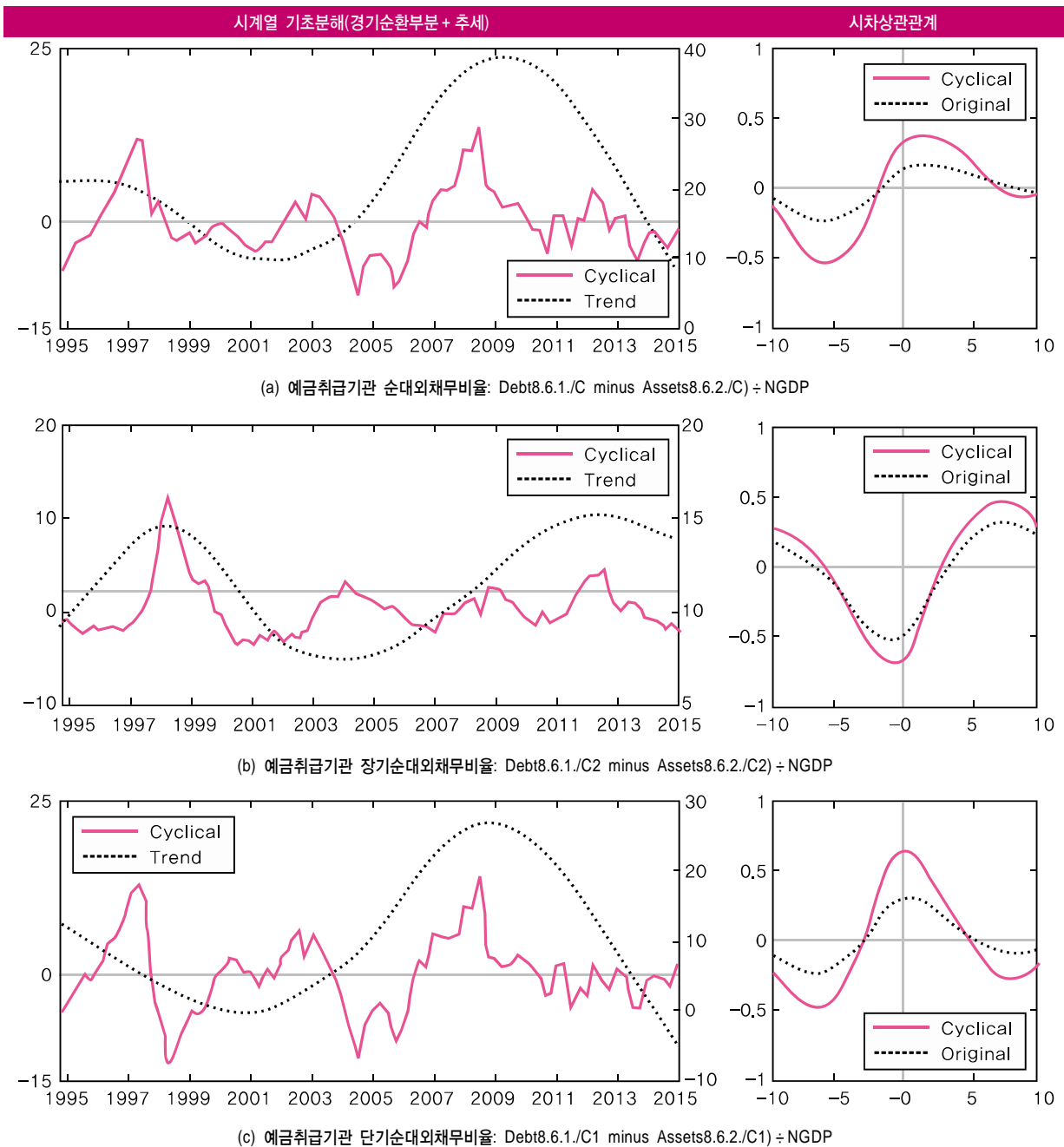
수가 0.51, 시차=+2일 때 0.46으로 시차=0일 때보다 더 밀접하게 움직이는 경향

- 단기부채성증권의 경우와 유사하게, 오늘 우리나라 실물경기가 급격히 냉각되는 것을 관찰했다면 1~2분기 뒤까지 외국으로부터의 단기차입에 비해 해외로의 단기대출이 큰 폭으로 줄어들 것으로 예상할 수 있음.

들 것으로 예상할 수 있음.

- 실제 차입과 대출을 별도로 두고 보면, 외국으로부터의 단기차입은 약한 경기순응성과 강한 경기후행성(3~4분기 이후)을, 해외로의 단기대출은 강한 경기역행성과 약한 경기선행성(1분기 이전)을 보여주기 때문으로 보임.

<그림 6> 시계열 기초분해 및 시차상관관계: 예금취급기관



첫 번째 칼럼: 가로축은 샘플기간에 걸친 시간, 세로축은 퍼센트(왼편 경기순환부분, 오른편 트렌드)
 두 번째 칼럼: 가로축은 시차 범위(-10분기에서 +10분기), 세로축은 상관계수(-1에서 1사이)

5. 예금취급기관

□ 이상의 결과에 비춰볼 때 더욱 깊은 이해를 위해서는 차입금이 비중이 높은 예금취급기관의 살펴볼 필요가 있음.

- 예금취급기관이 다루는 여러 유형의 자본투자 중장기보다는 단기가, 단기에선 증권자금보다는 차입/대출금이 평균적으로 훨씬 높은 비중을 갖고 있음.
- 아래에선 예금취급기관의 전체 대외채무포지션을 살펴보고 이를 다시 장기와 단기로 구분하여 살펴보고, 앞서 살펴본 다른 여러 유형의 자본투자 형태 중 어떤 부분들과 유사하고 어떤 것들이 다른지 지적하는 방식으로 결과를 요약하여 제시

□ 변수 정의

- 예금취급기관 순대외채무비율 = 국내은행과 외은지점 등 예금취급기관이 증권발행이나 직접차입 등의 방법으로 외국으로부터 빌린 전체 대외채무에서 증권에 투자하거나 직접대출 등의 방법으로 해외에 빌려준 전체 대외채권을 뺀 후 이를 명목GDP로 나눈 값

□ 추세 및 경기순환상 특징

- 예금취급기관 순대외채무비율은 앞서 본 단기순차입비율의 행동과 매우 유사: <그림 5b>와 <그림 6a> 비교 참조
 - 일정한 패턴 없이 등락하나 2008년 금융위기 이후 지속적으로 낮아지는 추세
 - 약한 경기순응 & 경기후행
- 이러한 추세 및 경기순환상의 행동은 기본적으로 예금취급기관의 단기순대외채무비율에 의해 주도: <그림 6a>와 <그림 6c> 비교 참조
 - 예금취급기관의 단기순대외채무비율, 예금취급

기관의 대외채무비율, 경제전체의 단기순차입비율은 매우 유사한 추세

- 이는 예금취급기관의 투자형태가 장기보다는 단기에, 증권발행이나 증권투자보다는 직접차입이나 대출에 큰 비중을 두고 있음을 반영
- 경기순환상에서 관찰되는 약간의 차이는 예금취급기관의 단기순대외채무비율이 다소 강한 경기순응 & 경기동행을 보인다는 점
- 예금취급기관의 장기순대외채무비율의 추세 및 경기순환상은 단기순대외채무비의 그것과 매우 상반되며 오히려 장기순채무증권비율과 매우 유사: <그림 4a>와 <그림 6b> 비교 참조
 - 이는 예금취급기관의 장기투자과 장기파이낸싱 형태가 직접차입 직접대출보다는 증권투자와 증권발행을 통한 방법에 좀 더 큰 비중을 두고 있음을 반영
 - 투자와 자금조달결정에서 자본유형과 만기(maturity)가 동시에 결정됨을 암시

6. 기타 투자주체

□ 지금까지의 자본유형별 결과에 일관성이 있다면, 투자주체별 추세와 경기순환상의 특징 역시 각 투자자가 어떤 유형의 자본에 높은 비중을 두는지 살펴봄으로써 추론해 볼 수 있음.

□ 일반정부: <그림 7a> 참조

- 일반정부 순대외채무비율 = 우리나라 일반정부부문이 증권발행이나 직접차입 등의 방법으로 외국으로부터 빌린 전체 대외채무에서 해외에 빌려준 전체 대외채권을 뺀 후 이를 명목GDP로 나눈 값
- 일반정부부문 정의: 중앙은행부문을 제외한 중앙정부와 지방정부의 합계
 - 우리나라 지방정부의 대외자금 거래의 비중이 미미

- 중앙정부에 의한 증권발행은 국고채, 국민주택채, 외평채(외국환평형기금채권)의 세 가지 종류가 있는데 국고채 규모에 비해 국민주택채와 외평채가 차지하는 비중은 매우 낮음(2003년 11월 이후 원화표시 외평채도 국고채로 분류).
- 2015년 말 발행잔액 추정치는 국고채 482조, 국민주택채 51조, 외평채 7조가량으로 국고채 비중이 압도적으로 높음.
- 전체 발행국채 중 외국인 보유 비중은 2004년 1% 미만이었던 것이 점차 늘어 2010년 10%를 넘어선 후 현재 15% 내외에서 머물고 있음.
- 장기에 압도적 비중을 두고 있음.
 - 2005년을 전후해 그 이전은 직접차입 방식을 중심으로, 그 이후는 증권발행 방식을 중심으로 자금을 조달해 왔음.
 - 직접차입과 증권발행 방식에 상관없이 장기 거래에 압도적으로 큰 비중
- 이를 기초로 일반정부의 순대외채무비율의 추세와 경기순환상의 특징은 장기순채무증권투자비율(<그림 4a> 참조)과 장기순차입비율(<그림 5a> 참조)의 특징들을 조합한 형태가 될 것으로 추측 가능
 - 실제 <그림 7a>에 나타난 추세를 보면 <그림 4a>와 <그림 5a>의 두 추세선의 가중평균치 형태를 나타내고 있음.
 - <그림 7a>의 시차상관관계를 보면 경기역행(counter-cyclical) & 경기동행(coincident)의 특징을 보여주는데 이 역시 장기순채무증권투자비율과 장기순차입비율의 시차상관관계와 깊이와 타이밍 측면에서 매우 가까움
- 일반정부의 순대외채무비율의 추세와 경기순환상의 특징은 예금취급기관의 장기순대외채무비율(<그림 6b> 참조)의 특징과도 유사

□ 공기업: <그림 7b> 참조

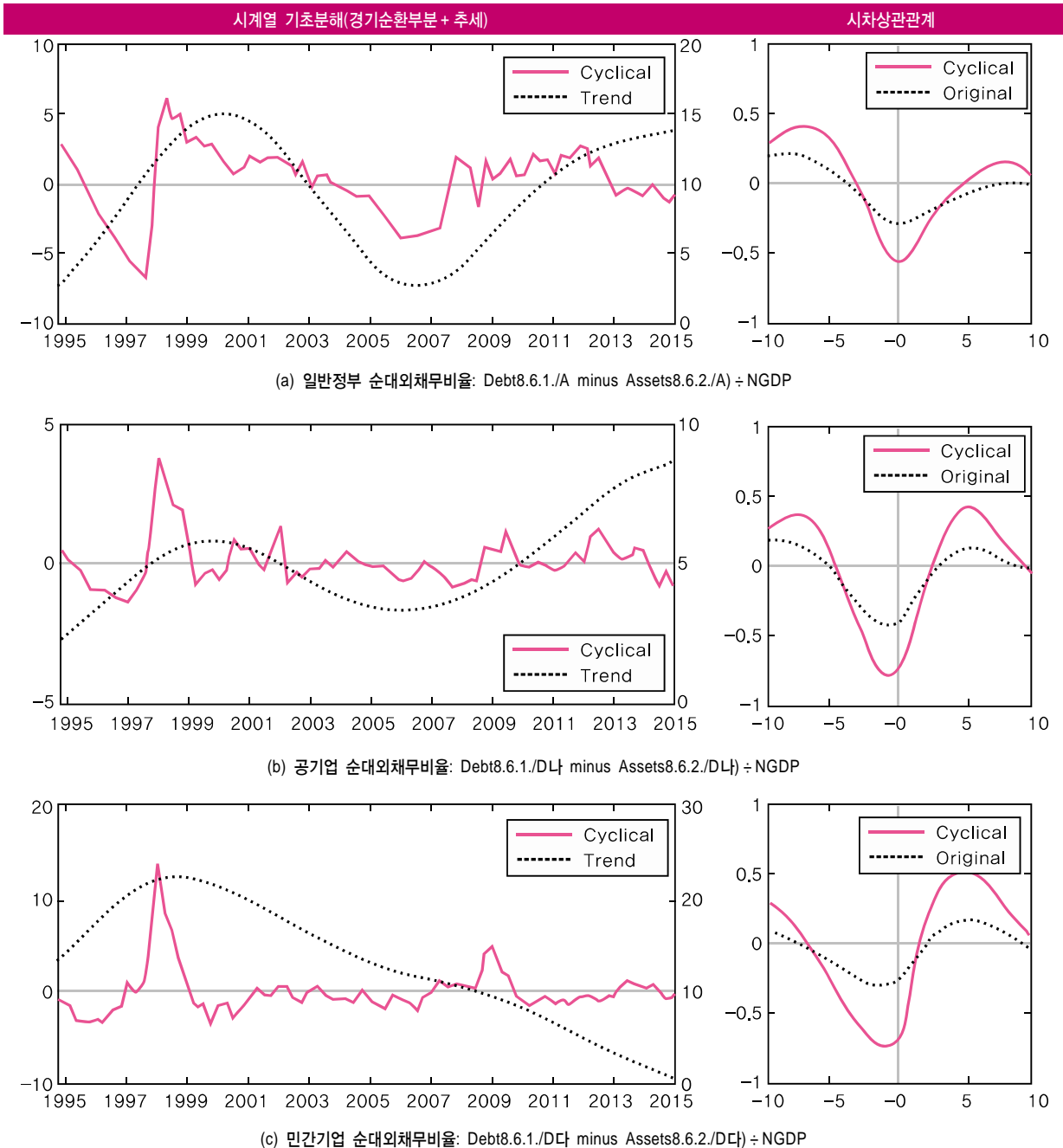
- 공기업 순대외채무비율 = 우리나라 공기업들이 증권발행이나 직접차입 등의 방법으로 외국으로부터 빌린 전체 대외채무에서 해외에 빌려준 전체 대외채권을 뺀 후 이를 명목GDP로 나눈 값
- 전체 샘플기간에 걸쳐 증권발행을 통한 방식과 장기에 압도적으로 높은 비중을 두고 있음.
- 이를 기초로 공기업의 순대외채무비율의 추세와 경기순환상의 특징은 장기순채무증권투자비율(<그림 4a> 참조)에 매우 가까울 것으로 추측 가능
 - <그림 7b>에 나타난 추세를 보면 <그림 4a>의 추세선과 유사한 패턴의 오르내림을 보이지만, 2011년 이후에도 공기업의 순대외채무비율의 상승 추세가 지속된다는 면에서 차이
 - 2011년 이후의 추세에 나타난 이러한 차이 이 명박행정부시절의 이른바 '자원외교' 추진과정에서 에너지 공기업들의 급증한 채무와 관련이 있을 것으로 보임.
 - 시차상관관계를 보면 경기역행(counter-cyclical) & 경기선행(leading)의 특징을 보이면서 장기순채무증권투자비율과 흡사
- 민간기업: <그림 7c> 참조
 - 민간기업 순대외채무비율 = 우리나라 민간기업들이 증권발행, 직접차입, 무역신용, 직접투자 유치 등의 방법으로 외국으로부터 빌린 전체 대외채무에서 해외에 빌려준 전체 대외채권을 뺀 후 이를 명목GDP로 나눈 값
 - 장기자금과 해외직접투자(FDI) 비중이 높음
 - 이를 기초로 민간기업의 순대외채무비율의 추세와 경기순환상의 특징은 크게 두 가지 추측이 가능: 순직접투자비율(<그림 2> 참조)의 성격을 따르거나, 아니면 장기순차입비율(<그림 5a> 참조) 및 장기순채무증권투자비율(<그림 4a> 참조) 사이의 어떤 조합

- 민간기업의 순대외채무비율 중 높은 해외직접투자의 비중은 추세, 높은 장기자금의 비중은 경기순환부분을 결정하는 데 각각 기여하는 것으로 판명됨.
- <그림 7c>에 나타난 민간기업의 순대외채무비율 추세를 보면 <그림 5a>와 <그림 2>의 추세선의

조합 형태를 띠며 지속적인 하락 추세를 보인다는 면에서 공기업의 그것과 매우 대조적

- 민간기업의 순대외채무비율의 경기순환적 특징은 장기순차입비율 <그림 5a>와 장기순채무증권투자비율 <그림 4a> 간의 조합 형태를 띠며 경기역행(counter-cyclical) & 경기선행(leading) 특징

<그림 7> 시계열 기초분해 및 시차상관관계: 기타 투자주체별



첫 번째 칼럼: 가로축은 샘플기간에 걸친 시간, 세로축은 퍼센트(왼편 경기순환부분, 오른편 트렌드)
 두 번째 칼럼: 가로축은 시차 범위(-10분기에서 +10분기), 세로축은 상관계수(-1에서 1사이)

4. 주요 결과 요약

- 자본유형별로 경기순응성과 경기역행성이 혼재하나 일관된 특징 발견: <표 1> 참조
 - 경기순환 특징을 결정짓는 일차적 요소는 만기 (maturity)
 - 단기자금의 경우 해외차입방식이나 채권발행 방식이나 등의 자본조달 및 투자방식과 상관없이 경기순응성을 띈.
 - 장기자금의 경우, 해외차입방식이나 채권발행 방식이나 등의 자본조달 및 투자방식과 상관없는 것은 물론이고 투자주체가 예금취급기관이나 일반정부나 공기업이나 민간기업이나 등에도 상관없이 경기역행성을 띈.
 - 지분성격(equity type)이 강한 자금의 경우는 만기와 상관없이 경기순응성을 띈.

- 주식투자의 경우는 상장된 경우라면 언제든지 거래가 가능해 단기적 자금으로도 볼 수 있으므로 만기를 기준으로 경기순환상의 특징을 나눌 때와 일관됨.
- 하지만 직접투자의 경우 기본적으로 장기적 자금조달 및 투자행위에 해당되어 ‘지분성격’을 기준으로 주식자금과 함께 분류하는 것이 합리적으로 보임. (참고: 직접투자의 경우 부채성 투자도 포함하고 있으나 그 비중은 아주 미미)
- 이러한 결과는 (1) 소비의 스무딩(consumption smoothing)에 사용되는 대외투자의 유형은 상대적으로 위험성이 덜한 자본이며 (2) 소비의 스무딩 기능을 강화하기 위해 투자대상국가의 경기에 따라 위험성이 덜한 자산과 위험성이 높은 자산 사이의 비중을 재조정한다는 가설을 지지

<표 1> 자본유형별 경기순환 특징 I

경기순응(pro-cyclical)	경기역행(counter-cyclical)
단기자금 단기순채무증권투자비율 단기순차입비율 단기순대외채무비율 · 예금취급기관 지분성격이 강한 자금(equity type) - 순직접투자비율 - 순주식투자비율	장기자금 장기순채무증권투자비율 장기순차입비율 장기순대외채무비율 · 예금취급기관 · 일반정부 · 공기업 · 민간기업

<표 2> 자본유형별 경기순환 특징 II

경기선행(leading)	경기동행(coincident)	경기후행(lagging)
장기자금 - 장기순채무증권투자비율 - 장기순대외채무비율 · 예금취급기관 · 공기업 · 민간기업 지분성격이 강한 자금 - 순직접투자비율 - 순주식투자비율	장기자금 - 순대외채무비율 · 일반정부 단기자금 단기순대외채무비율 · 예금취급기관	단기자금 단기순채무증권투자비율 단기순차입비율

□ 자본유형별로 경기선행성과 경기후행성이 혼재하나
일관된 특징 발견: <표 2> 참조

- 경기선행 vs 경기후행 특징을 가르는 주요 요소
역시 만기(maturity)
 - 장기자금은 주로 경기선행성을, 단기자금은
경기후생성을 드러냄.
 - 경기동행의 경우 장기자금과 단기자금 혼재:
장기자금조달이 주를 이루는 일반정부부문
이 경기선행성을 보여주지 않는 장기자금의
예외로, 예금취급기관의 단기순대의채무비율을
경기후행성을 보여주지 않는 단기자금의 예외
로 이해 가능
- 다만, 지분성격이 강한 자금의 경우는 만기와
상관없이 경기선행성을 띰.
 - 어제 늘어난 외국인의 직접투자와 주식투자는
오늘 한국경제의 성장을, 오늘 한국경제의 성
장은 내일 우리의 해외직접투자를 확대로 이
어지는 경향

□ 자본유형별로 경기순응성과 경기선행성 사이의
일정한 패턴 발견: <표 1> & <표 2> 참조

- 만기를 기준으로, 장기자금은 경기역행성과 경기
선행성을 동반
- 지분자금의 경우, 경기순응성과 경기선행성을
동반
- 이러한 결과에 비춰볼 때, 장기자금흐름과 지분
투자흐름을 우리나라의 경기변동 예측을 위한
정보로 활용 가능

V. 시사점

□ 주요 시사점

- 단기자금이 순유입은 경기와 같은 방향으로(pro-
cyclical) 경기를 보고(coincident or lagging) 움
직이므로 경기 변동 폭의 확대를 초래 → 경기변동
완화를 위해 단기자금의 비중을 줄여가는 것이 바
람직
- 특히 예기치 못한 위기 발발 때 해외투자자들에
의해 빠르게 회수되는 등 급격한 유출에 직면 →
대외건전성 강화를 위선 평소 단기자금의 대외채
무와 대외채권 사이 균형 잡힌 포지션 유지 필요

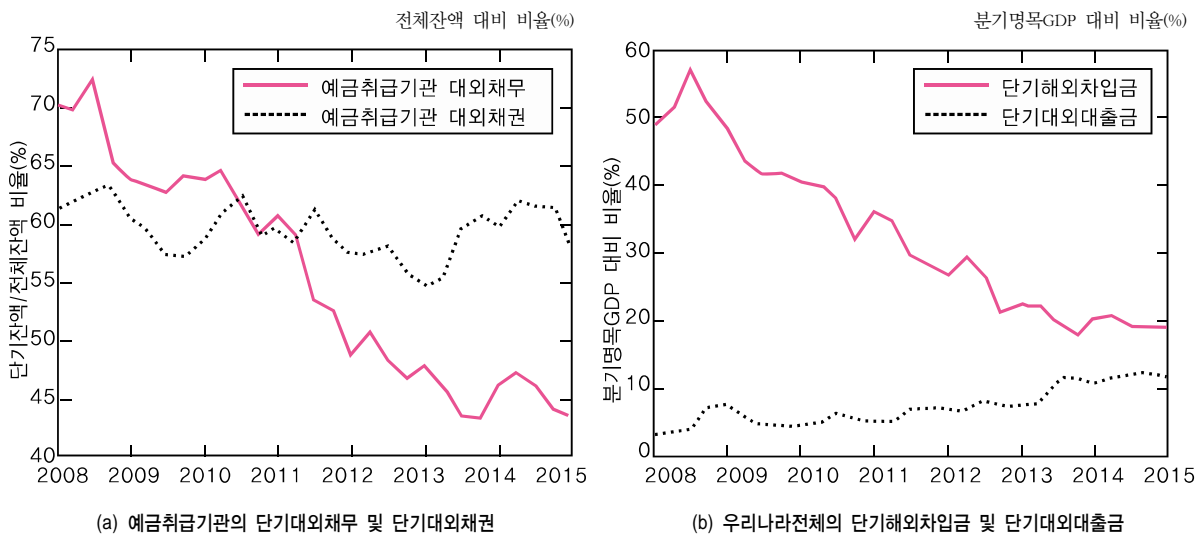
□ 현재 안정성 진단: 단기자금의 흐름을 중심으로
우리 경제의 대외건전성 재평가

- 단기 vs. 장기 비중 추이: 금융위기 이후 단기자금이
전체 자금흐름에서 차지하는 비중은 꾸준히 감소
 - 단기해외차입금이 전체 해외차입금에서 차지하는
비중이 2008년 3분기 80.2%에서 2015년 1분
기 현재 47.1%로 감소
 - 예금취급기관 경우에도, 단기대외채무가 전체
대외채무에서 차지하는 비중이 2008년 3분기
72.6%에서 2015년 1분기 현재 43.5%로 감소:
<그림 8a> 실선
 - 반면 예금취급기관의 단기대외채권은 전체 대비
평균 60%대 전후를 유지하고 있어 빠른 회수
능력 보유: <그림 8a> 점선
- 단기자금의 순대외채무포지션: 금융위기 이후
단기자금의 대외채무잔액과 대외채권잔액의 차
이가 꾸준히 축소
 - 단기자금의 추세를 보면, 우리나라 전체의 단
기순차입금비율과 예금취급기관의 단기순대의
채무비율이 꾸준히 하락하고 있어 단기채무상환
부담은 빠르게 축소: <그림 5b>와 <그림 6c>
점선 참조

- 이들 단기자금순유입비율의 경기순환부분을 봐도 과거 1990년대와 2000년대에 비해 2010년 이후 변동 폭은 매우 축소 <그림 5b>와 <그림 6c> 실선 참조
- 유입 유출을 별도로 볼 때, 실제 우리나라 전체 단기해외차입금 잔액은 2008년 금융위기를 겪은 이후부터 꾸준히 줄여가고 있고 단기대외대출금 잔액은 지속적으로 늘려가고 있는 중으로 2015년 현재 분기 명목GDP 대비 단기순차입금비율은 7% 미만 <그림 8b> 참조
- 예금취급기관의 대외채무와 대외채권 포지션의 경우도 비슷한 경향을 보이는 가운데 2015년 현재 분기 명목 GDP 대비 단기순대외채무는 -3.3%가량으로 예금기관의 단기채권이 단기채무에 비해 오히려 큼.

- 본 연구의 분석결과와 금융위기 이후 최근의 변화를 종합적으로 볼 때, 2015년 현재 우리나라의 대외건전성은 양호한 편으로 판단
- 이상의 대외건전성 평가와 관련된 두 가지 유의점
 - 본 연구에서 잔여만기 1년을 기준으로 장단기를 구분하였으므로 채무포지션과 채권포지션 간 만기불일치(maturity mismatch)에 관한 대외건전성 검토는 향후 더욱 세분화된 데이터를 이용해 분석할 필요가 있음.
 - 본 연구에서는 채무와 채권 모두 달러 표기된 데이터만 이용하였으므로 채무포지션에서의 통화구성과 채권포지션에서의 통화구성 간 불일치(currency mismatch)에 따른 대외건전성 평가는 간과된 면이 있음.

<그림 8> 단기대외자금 흐름의 최근 추이(2008년 이후)



참고: 가로축은 2008년 1분기 이후의 샘플기간, 세로축은 퍼센트

<참고 문헌>

김성훈(2015). “글로벌 금융 경기 변동이 한국경제에 미치는 영향: 우리나라 자산시장과 자본유출입을 중심으로”, 정책연구 2015-10, 한국경제연구원

송치영 & 김근영(2010). “해외자본 유출입의 경기 순응성과 파급경로”, 한국경제연구, 제28권 4호, pp.5-38

정진섭(2015). “우리나라 외국인 직접투자 성공-실패 사례의 시사점과 정책제언”, 발간준비, 한국경제연구원

Kim, Soyoung and Sunghyun Kim(2013). “International Capital Flows, Boom-Bust Cycles, and Business Cycle Synchronization in the Asia Pacific Region”, *Contemporary Economic Policy*, Vol. 31, pp.191-211.

Kaminsky, Graciela; Carmen Reinhart; and Carlos A. Vegh(2004). “When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies”, *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 19, Mark Gertler and Kenneth Rogoff eds.

Mendoza, Enrique(1991). “Real Business Cycles in a Small Open Economy”, *American Economic Review*, Vol. 81, pp.797-818.

Rey, Helene(2013). “Dilemma not Trilemma: The Global Financial cycle and Monetary Policy Independence”, *proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole*.

Sula, Ozan and Thomas Willet(2009), “The Reversibility of Different Types of Capital Flows to Emerging Markets”, *Emerging Markets Review*, Vol. 10, pp.296-310.

keri 한국경제연구원

발행일 2015년 9월 7일 | 발행인 권태신 | 발행처 한국경제연구원 | 주소 서울시 영등포구 여의대로 24 FKI Tower 45층 | 전화 3771-0060 | 팩스 785-0270~3

