

해외자본 유출입의 경기순응성과 파급경로*

송치영* · 김근영**

본 연구에서는 자본유출입의 경기순응성을 한국경제를 대상으로 분석하고 경기순응성이 발생하는 거시경제적 경로를 실증적으로 조사하였다. 본 연구의 주요 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 1990년대 이후 GDP 대비 해외자본 순유입비율은 경기확장기에 상승하고 경기수축기에 하락하였다. 특히, 경기확장기의 단기 순해외차입이 경기수축기에 비하여 유의하게 증가하였으며, 이는 은행의 단기 순해외차입에서 두드러지게 나타났다. 직접투자나 주식투자 등에서는 이러한 추이를 발견할 수 없다. 둘째, 분기별 자본수지 자료를 이용한 충격반응 분석의 결과에 의하면, 순해외차입, 특히 은행 단기 순해외차입의 경기순응적 특징이 두드러지게 나타났다. 또한 순해외차입은 대출경로 또는 자산가격경로를 통해 경기순응성이 발현되었다. 셋째, 분기별 대외채무 자료를 이용하여 분석한 결과에 의하면, 국내은행의 단기 대외채무의 변화가 경기순응적 특징을 나타냈으며, 이 또한 대출경로 또는 자산가격경로의 파급경로를 따른 것으로 보인다. 이와 대조적으로 외은지점의 단기 대외채무의 변화에서는 경기순응적 특징을 발견할 수 없었다. 단기 대외채무의 변화가 주로 순해외차입의 변화를 반영하고 있다고 간주하면, 이러한 결과는 순해외차입의 경기순응적 특징이 주로 국내은행의 단기 차입에 기인하고 있다는 것을 시사한다.

핵심주제어: 경기순응성, 자본유출입, 해외차입, 국내은행, 외은지점
경제학문헌목록 주제분류: F34, G01

* 연구과정에서 유익한 조언을 주신 한국은행의 서영경 차장과 세미나에서 귀중한 논평을 주신 김승원 차장, 이승환 과장, 익명의 두 분 심사자에게 감사드립니다. 아울러 자료분석에 많은 도움을 준 이세종·양다영 두 연구원께도 감사드립니다. 연구내용은 집필자의 개인 의견이며 한국은행의 공식 견해와는 무관함을 밝힙니다.

** 주저자, 국민대학교 국제통상학과 교수, 전화: (02) 910-4544, E-mail: cysong@kookmin.ac.kr

*** 공동저자, 한국은행 금융경제연구원 국제경제연구실 차장, 전화: (02) 759-5446, E-mail: kgy3104@bok.or.kr

논문투고일: 2010. 7. 27 수정일: 2010. 10. 4 게재확정일: 2010. 10. 30

I. 서론

글로벌 금융위기를 계기로 금융의 경기순응성(pro-cyclicality)을 완화하기 위한 방안이 활발하게 논의되고 있다. 금융부문의 경기순응성은 일반적으로 신용공여가 경기활황기에 확대되고 경제침체에 축소되면서 실물경기의 진폭을 확대하는 현상을 의미한다. 그런데 이러한 논의는 대부분 국내 금융시스템의 경기순응성 문제에 국한되어 있으며, 신흥국에서 경기변동을 증폭시키는 주요 경로인 국제 자본이동에 대한 논의는 그리 활발하지 않다. 본 연구에서는 자본유출입의 경기순응성을 한국경제를 대상으로 분석해 보고 경기순응성이 발생하는 경로를 파악해 보고자 한다.

전통적 경제이론에 따르면 자본유입은 경기역행적(counter-cyclical) 기능을 수행한다. 이는 자본유입국이 기간 간 최적화를 위해 해외로부터의 자본조달 기회를 활용하여 소비를 평활화(consumption smoothing)한다고 가정하였기 때문이다(Mendoza, 1991, 1995). 그러나 현실에서의 국제 자본이동은 이론적 예상과는 달리 개도국의 경기변동을 증폭시키는 경기순응성이 강하게 나타난다.¹⁾ 자본유입의 증가는 경기확장효과를 초래할 뿐만 아니라 주로 경기확장기에 발생하기 때문에 자본이동이 경기변동의 진폭을 확대하는 특징을 가지고 있다는 것이다. 자본이동이 대규모로 발생하는 경우에는 경기변동의 진폭이 더욱 확대되고 거시경제의 변동성(불안정성)이 증폭될 수 있다. 즉, 대규모 자본유입은 국내 유동성 증가, 자산가격 상승, 경상수지 적자 등 이른바 ‘자본유입의 문제(capital inflow problem)’를 초래하고, 여건이 악화될 경우 급유출로 돌아서면서 환율급등 등의 부작용을 수반하기도 한다.²⁾ 또한 자본이동 충격이 금융 증개기능을 매개로 증폭되어 실물경기의 급변동을 가져오는 경우가 빈번하기 때문에 다수의 이론 및 실증 연구들은 국내 금융시스템의 불안정을 초래하는 중요한 원천 중 하나로 국제자본 이동을 지목하고 있다(Goldfajn and Valdes, 1997; Dekle and Kletzer, 2001; Sa, 2006; Craig *et al.*, 2006; Mendoza and Terrones, 2008).

자본유출입의 경기순응성에 대한 실증적 분석을 시도한 연구결과를 소개하면

- 1) Pintus(2007)는 이론적으로 자본조달을 통한 소비의 평활화가 가능하다면 국가 간 소비증가율의 상관계수가 생산의 상관계수보다 높게 나타나야 하지만 다수의 실증연구에 따르면 이러한 국가 간 위험공유가 매우 제한적이거나 없는 것으로 나타나고 있다고 지적하였다.
- 2) 신흥시장국 자본흐름에 대한 정형화된 사실(stylized facts)에 따르면 국제자본 형태별로는 직접투자보다 포트폴리오투자 및 은행차입의 경우 위기시 역전가능성이 높다.

다음과 같다. Sula and Willet(2006), Contessi *et al.*(2008) 등의 연구결과에 따르면 자본유입이 신흥시장국에서 경기순응적(호황기에 증가, 불황기에 감소)인 특성을 보였으며, 자본유출의 경우 G-7 국가에서는 경기순응적이나 G-7 이외 국가의 경우 경기역행적(호황기에 감소, 불황기에 증가)으로 나타났다. Kaminsky *et al.*(2004)은 104개 국가를 대상으로 순자본유입과 실질GDP 간 상관계수를 추정하여 OECD 국가와 개발도상국 모두에서 자본이동의 경기순응성을 확인하였다. 한편, 최근 Cardarelli *et al.*(2009) 역시 실증적으로 자본유입의 경기순응적인 특징을 발견하였는데, 52개 국가에서 나타난 대규모 자본유입 사례 109회를 조사한 그들의 연구결과에 따르면 해외자본 유입 후 GDP 성장률이 크게 높아졌다가 그 후 갑자기 하락하는 패턴을 보였다.

경기순응성에 대한 기존 논의를 근거로 유추해 보면 국가 간 자본이동이 다음의 두 가지 특징을 가질 때 경기순응성이 존재하는 것으로 정의할 수 있다. 첫째, 경기확장기에 순자본유입이 확대되고 경기수축기에는 순자본유입이 위축된다. 둘째, 자본이동이 경기변동을 증폭시키는 역할을 한다. 즉, 순자본유입의 확대와 위축이 각각 경기확장과 경기수축을 심화시킨다. 자본이동이 이 두 가지 특성을 모두 가질 경우 경기순응적이라 판단할 수 있다. 만약 경기확장으로 순자본유입이 확대되더라도, 경기확장을 심화시키는 영향력을 발휘하지 못한다면 엄밀한 의미에서 경기순응성이 존재한다고 볼 수 없다. 또한 순자본유입의 확대가 경기확장을 심화하는 효과를 가지고 있다고 하더라도, 경기확장기에 순자본유입이 확대되지 않는다면 역시 자본이동의 경기순응성은 완화될 것이다. 즉, 자본이동의 경기순응성은 자본이동과 경기순환 간 일방적인 관계가 아니라 쌍방향적인 작용을 포함한다고 할 수 있다. 그런데 Kaminsky *et al.*(2004), Contessi *et al.*(2008) 등 자본이동의 경기순응성과 관련한 실증분석 연구들은 이러한 점을 간과하고 주로 단순히 자본이동과 경기변동 간 상관계수 추정을 통하여 경기순응성의 존재를 판단하는 데 그치고 있다.

자본유출입의 경기순응성을 본격적으로 분석한 국내연구는 거의 존재하지 않고 있다. 최근의 연구로서는 김경수(2010)가 유일한데, 그는 상관계수 분석을 이용하여 한국의 경우 경기확장기에 해외자본 유입이 증가하는 자본이동의 경기순응성이 강하게 나타나고 있으며, 이는 순해외차입에서 더욱 두드러진다는 것을 보여주었다. 더 나아가 해외차입의 경기순응적 특성은 은행의 통화불일치 위험과 만기불일치 위험의 증가를 유발할 가능성이 있음을 제시하였다.³⁾ 한편,

3) 서영경·김근영(2009)도 이에 대한 내용을 일부 언급하고 있다.

8 해외자본 유출입의 경기순응성과 파급경로

유사한 연구로서는 윤재형(2009), 김기홍·신범철(2002), 홍금우(2005) 등의 연구가 존재한다. 윤재형(2009)은 순자본유입의 충격이 경기변동에 미치는 영향을 이론적·실증적으로 고찰하였는데, 순자본유입 충격이 총요소생산성 충격보다 경기변동에 더 큰 영향을 줄 수 있음을 발견하였다. 김기홍·신범철(2002)은 오차수정모형을 이용하여 자본유입의 증가가 소비에 유의한 양(+)의 영향을 미친다는 실증적 증거를 제시하였으며, 홍금우(2005)는 Vector Auto Regression (VAR) 모형을 적용하여 자본유입의 증가가 산업생산에 양(+)의 효과를 주었음을 발견하였다. Kim *et al.*(2003) 역시 VAR모형을 사용하여 자본유입 충격이 실질GDP에 양(+)의 영향을 준다는 것을 보여주었다.⁴⁾

본 연구는 해외자본 유입의 경기순응적 특징을 조사하기 위하여 경기국면별로 순자본유입 규모가 유의한 차이가 있는지 살펴봄과 아울러 순자본유입이 경기변동을 확장하는 역할을 수행하였는지 여부를 다양한 파급경로를 통해 실증 분석하고자 한다. 먼저 Kaminsky *et al.*(2004) 등의 방법론과 유사하게 자본이동의 순환적 요소를 추출하여 실질소득과의 상관관계 및 인과관계를 검증한다. 또한 자본이동이 경기순응성을 확대하는 경로로서 대출경로, 통화공급경로, 금리경로, 자산가격경로 등의 이론적 가설을 설정하고, VAR모형의 충격반응 분석을 통해 이를 실증적으로 검증한다.

본 연구는 자본유입의 경기순응성을 체계적으로 분석하고 있다는 것 이외에 다음과 같은 점에서 타 연구와 차별된다. 첫째, 본 연구에서는 해외자본 유입이 경기순응적 특징을 나타내는 파급경로를 조사한다. 해외자본 유입은 소비, 투자 등의 거시경제변수에 영향을 미침으로써 경기순응적 특징을 보이게 되는데, 본 연구에서는 해외자본 유입이 거시경제변수에 영향을 미치는 파급경로에 대한 구체적인 분석을 시행하고 있다. 둘째, 본 연구는 국내은행과 외은지점 간의 상호 거래를 고려하여 해외자본 유입, 특히 순해외차입의 경기순응성을 분석하였다. 국내은행이 외화자금의 조달을 일부 외은지점에 의존하고 있다는 현실을 고려하여 순해외차입의 경기순응성을 분석하였다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ절에서는 경기국면별 해외자본 순유입의 규모를 비교하고 경기 확장기 및 수축기에 유의한 차이가 있는지를 살펴본다. 또한 순자본유입 및 경기의 순환적 요소를 추출한 후 상관관계 및 인과관계 검증을 통해서 해외자본 이동의 경기순응성 여부를 판단한다. 제Ⅲ절에서는 VAR

4) Kim *et al.*(2003)은 우리나라를 비롯한 9개 환태평양 국가에 대한 분석결과를 포함하고 있다.

모형을 이용한 충격반응 분석을 통해 해외자본 유입이 경기에 영향을 미치는 과급경로에 대한 유효성과 함께 경기순응적 특징을 종합적으로 검증한다. 또한 국내은행과 외은지점 간의 상호거래 관계에 초점을 두고 금융부문 내에서 경기순응성이 발현되는 과정도 살펴본다. 제Ⅳ절에서는 주요 결과를 요약하고 이의 시사점을 제시한다.

II. 해외자본 유출입의 경기순응성 분석

1. 경기국면별 순자본유입 규모

본절에서는 자본유출입 규모와 국내경기의 국면 간에 일관성 있는 관계가 존재하는지를 분석한다. 이를 위해 본 연구는 자본계정의 부채인 해외(외국인)자본의 유출입만을 고려한다. 이는 그 동안 한국의 자본유출입을 외국자본이 주도하였으며, 거주자의 해외투자는 해외의 경기순환과 관련이 클 것으로 예상되기 때문이다.

경기국면을 식별하기 위해 본 연구에서는 통계청의 경기동행지수 순환변동치에 따른 경기확장기와 경기수축기의 공식적 구분을 그대로 이용하였다.⁵⁾ 분석에 이용한 표본기간은 1981년 1/4분기~2008년 3/4분기이다. 표본기간을 2008년 3/4분기까지의 기간으로 제한한 것은 미국발 글로벌 금융위기의 영향으로 그 이후의 기간에서 전례 없는 대규모의 자본유출이 발생한 가운데 경기침체가 가속화되었기 때문이다. 따라서 그 이후의 기간을 포함할 경우 경기수축기의 순자본유입 평균값을 크게 낮추게 된다. 즉, 글로벌 금융위기 기간이 분석결과를 지배하여 결과의 일반성에 훼손을 주는 것을 방지하고자 하였다.

표본기간 내에서 각 분기별로 경기확장기와 경기수축기를 구분한 후 국제수지표상 자본유출입 자료를 활용하여 해외자본 순유입의 GDP 대비 비율을 계산

5) 경기확장기와 경기수축기를 구분하는 방법은 여러 가지가 존재할 수 있다. 예를 들어, Kaminsky *et al.*(2004)은 표본기간 동안 경제성장률의 중간값(median)을 추정하여 경기확장기와 경기수축기를 정의하고 있다. 즉, 경제성장률이 중간값보다 높으면 경기확장기(good time), 이보다 낮으면 경기수축기(bad time)로 간단히 정의하였다. 본 연구에서는 Levy-Yeyati *et al.*(2007)이 제시한 방법에 따라 실질GDP 실제치의 전년 동기 대비 성장률이 장기 추세치의 전년도 동기 대비 성장률보다 높은 기간을 경기확장기, 반대의 경우 경기수축기로 정의하여 추가적으로 분석을 시도한 결과, 통계청의 식별 방법을 이용하였을 경우와 동일한 결과를 얻을 수 있었다.

10 해외자본 유출입의 경기순응성과 파급경로

〈표 1〉 경기국면별 GDP 대비 해외자본 순유입비율

(단위: %)

기 간	1981. 1/4~2008. 3/4		1992. 1/4~2008. 3/4		1998. 1/4~2008. 3/4	
	확장기	수축기	확장기	수축기	확장기	수축기
경기구분						
전 체	3.37	2.31	4.52*	2.66	4.12**	1.41
직접투자	0.49	0.63	0.68	0.74	0.91	0.95
주식투자	0.58	0.61	0.68	0.61	0.46	0.52
채권투자	0.88	1.09	1.44	1.29	1.42	0.89
해외차입	1.18	0.61	1.13	0.63	0.69	0.07
단기	0.98*	-0.31	1.50**	-0.54	1.45*	-0.55
장기	0.20*	0.92	-0.36*	1.16	-0.76	0.63
예금은행	1.08	0.31	1.40*	0.17	1.44	0.35
단기	0.87*	-0.09	1.36**	-0.19	1.53*	0.004
장기	0.21	0.39	0.04	0.37	-0.10	0.34

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 수준에서 경기확장기와 경기수축기 간에 통계적으로 유의한 차이가 있음을 나타냄.

하였으며 그 결과를 〈표 1〉에 수록하였다.⁶⁾ 해외자본 전체뿐만 아니라, 자본유입 형태별(직접투자, 주식투자, 채권투자, 해외차입)로 구분하여 경기국면 간 순자본유입의 실질GDP 대비 비율(이하 순자본유입비율)에 차이가 있는지를 조사하였다. 순해외차입, 특히 은행부문의 순해외차입은 장단기 만기별로 세분하여 살펴보았다.

〈표 1〉의 결과를 살펴보면 전체 표본기간(1981. 1/4~2008. 3/4)에서 경기확장기의 순자본유입비율이 경기수축기에 비하여 평균적으로 높은 것으로 나타났다. 다만 그 차이가 통계적으로 유의하지는 못하다. 유입자본 형태별로 그 결과를 살펴보면, 경기확장기에 은행부문으로부터 발생한 단기 순해외차입이 경기수축기에 비해 크며, 그 차이가 통계적으로 유의한 것을 발견할 수 있다. 이에 추가하여 단기 순해외차입에 있어 경기확장기의 평균값이 경기수축기에 비하여 유의하게 높은 것으로 나타났다. GDP 대비 외국인 순직접투자비율, GDP 대비 외국인 순주식투자비율, GDP 대비 외국인 순채권투자의 평균이 경기국면별로

6) 순자본유입비율을 추정하기 위하여 미달리화로 환산한 명목GDP와 명목 순자본유입 규모를 이용하였다. GDP, 자본유입변수에 대한 모든 자료는 한국은행의 통계검색 시스템인 ECOS(www.bok.or.kr)로부터 구하였다.

유의한 차이를 나타내지 않고 있다. 반면 장기 순해외차입의 경우는 경기수축기에 비하여 경기확장기가 유의적으로 낮은 값을 보이고 있다.

자본자유화 확대 이후⁷⁾의 변화를 보기 위하여 표본기간을 1992년 1/4분기~2008년 3/4분기, 1998년 1/4분기~2008년 3/4분기 등의 기간으로 나누어 고찰한 결과도 <표 1>에 제시하였다. 이를 살펴보면 1990년대 이후 해외자본의 순유입과 경기순환 간 양(+)의 관계가 강화되었음을 알 수 있다. 즉, 1980년대의 자료를 제외한 부분 표본기간의 분석에서 전체 기간을 대상으로 한 분석보다 경기확장기에 상대적으로 높은 순자본유입비율을 보여주고 있으며, 그 격차가 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 또한 1990년대 이후의 표본기간에서도 여전히 단기 순해외차입, 특히 은행의 단기 순해외차입비율이 경기확장기와 경기수축기 간에 유의한 격차를 나타내고 있다.

지금까지 소개한 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 1990년대 이후의 기간에서 경기확장기의 GDP 대비 해외자본 순유입비율이 경기수축기에 비하여 유의하게 높다. 둘째, 경기확장기의 단기 순해외차입이 경기수축기에 비하여 유의하게 증가하였으며, 이는 특히 은행의 단기 순해외차입에서 두드러지게 나타났다.

이와 같은 분석결과는 은행의 단기 순해외차입이 경기순응적인 특성을 갖고 있으며, 외국인 직접투자, 외국인 주식투자 등에서는 경기순응적 특성이 약할 가능성을 시사한다. 그러나 위의 분석은 경기국면별로 순자본유입비율을 단순 비교한 것으로 자본유출입의 경기순응성에 대한 정확한 정보를 제공하는 데에는 한계가 있다. 이를 보완하기 위해서 다음 항에서는 순자본유입 규모와 경기순환 간의 상관관계 및 인과관계를 추정하였다.

2. 해외자본 순유입과 경기순환 간 상관관계

해외자본 순유입의 경기순환적 특성을 조사하기 위하여 본 연구에서는 실질 GDP와 자본유입의 장기 추세를 제거한 순환적 요소를 기준으로 먼저 상관관계를 판단한다. 즉, 해외자본 순유입의 순환적 요소가 확대(위축)되어 실질 GDP의 경기순환적 요소가 증가(감소)하고, 또 이로 인해 해외자본 순유입의 순환적

7) 우리나라의 경우 대표적인 자본자유화 확대 시점은 1992년 1월 3일 국내 주식시장에 대한 외국인 직접투자 허용, 동아시아 금융위기 이후 1998년 초의 대대적인 자본자유화 확대를 들 수 있다. 우리나라 자본자유화 역사에 대한 자세한 내용은 한국금융연구원(1994), 박해석·송치영(2006), 한국은행(2001) 등을 참조.

12 해외자본 유출입의 경기순응성과 파급경로

〈표 2〉 실질GDP와 해외자본 순유입의 순환적 요소 간 상관계수

구 분	1981. 3/4~ 2008. 3/4	1992. 1/4~ 2008. 3/4	1992.1/4~ 1997. 3/4	1998. 1/4~ 2008. 3/4
전체	0.24***	0.28**	0.57***	0.23
직접투자	-0.16*	-0.16	-0.38*	-0.15
주식투자	-0.07	-0.07	-0.22	-0.06
채권투자	0.34**	0.35***	0.72***	0.32
해외차입	0.25**	0.26**	0.50**	0.25**
단기	0.23**	0.24**	0.10	0.35**
장기	-0.03	-0.03	0.19	-0.19
은행	0.14	0.14	0.12	0.20
단기	0.17*	0.17	0.06	0.26*
장기	-0.11	-0.12	0.26	-0.21

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

요소가 다시 늘어나는(줄어드는) 경우 자본이동의 경기순응성이 존재한다고 판단한다.⁸⁾ 이러한 경우 두 변수 간에는 유의한 양(+의 상관관계가 존재할 것을 예상할 수 있다.

실질GDP와 해외자본 순유입변수에 Hodrick-Prescott 필터링을 적용하여 실질 GDP와 해외자본 순유입의 장기 추세치를 구한 후 각 분기별로 순환적 요소의 규모를 추정하고 이를 기준으로 상관계수를 추정하였다.⁹⁾ 〈표 2〉의 결과에 의하면 전체 표본기간 중 실질GDP와 전체 해외자본 순유입의 순환적 요소 간 상관계수는 약 0.24이며, 1990년대 이후의 부분 표본기간에서는 0.23~0.57의 값으로 추정되어, 두 변수 간 유의한 양(+의 상관관계가 있는 것으로 판단된다. Kaminsky *et al.*(2004)은 세계 104개 국가를 대상으로 두 변수 간 상관계수를 구한 후 OECD, 상위중진국, 하위중진국, 후진국 등 4개의 그룹에 대한 평균치를 제시하였는데, 이 중 상위중진국의 상관계수가 평균 0.35로서 가장 높으며,

8) 순자본유입과 경기순환과의 상관관계를 추정하기 위하여 순자본유입/GDP 변수와 경제성장률을 이용할 수도 있다. 그러나 GDP와 순자본유입이 동시에 증가하거나 감소하는 경우 순자본유입/GDP 비율은 일정한 방향으로 변화하지 않고, 두 변수의 상대적 변화크기에 따라 상승하거나 또는 하락할 수 있다. 이때 상관계수의 추정치가 음수이더라도 자본유출입의 경기순응성을 부정할 수 없다.

9) 순자본유입 변수는 〈표 1〉에서와 같이 명목변수를 사용하였다.

그 다음 OECD(0.30) 국가, 하위중진국(0.24), 후진국(0.16) 순으로 하락한다. 이를 <표 2>의 결과와 비교하면 우리나라는 하위중진국 평균 이상의 수준에 있는 것으로 판단된다.

상관계수 추정결과를 자본형태별로 살펴보면, 대부분의 표본기간에서 외국인 순채권투자와 순해외차입이 유의한 양(+)¹⁰⁾의 값을 나타내고 있으며, 외국인 순채권투자의 상관계수가 순해외차입에 비하여 높다. 또한 순해외차입 중 순단기차입, 특히 은행의 단기 순해외차입이 경기순환과 유의한 양(+)¹⁰⁾의 상관관계를 보이고 있다. <표 2>의 결과는 경기확장기에 순해외차입, 특히 국내은행의 단기 순해외차입이 유의하게 증가한다는 전 절의 분석결과와 일관성을 보이고 있다. 그런데 상관계수 분석은 외국인 순채권투자와 경기순환 간 유의한 양(+)¹⁰⁾의 관계를 추가적으로 제시하고 있다. 이와 같은 결과는 순해외차입, 국내은행의 단기 순해외차입, 외국인의 순채권투자가 경기순환적인 특성을 가지고 있을 가능성을 나타낸다. 한편, 직접투자와 주식투자는 이와 반대로 음(-)¹⁰⁾의 값을 나타내고 있으며, 일부 표본기간에서는 직접투자가 유의한 음(-)¹⁰⁾의 값을 보여 오히려 경기역행적인 특성의 가능성을 나타내고 있다.

그런데 두 변수 간 유의한 양(+)¹⁰⁾의 상관관계가 존재한다고 해서 반드시 해외자본 유출입이 경기순환적이라고 단정할 수는 없다. 앞에서 정의한 바와 같이 자본이동의 경기순환성은 두 변수 간 일방향적인 관계가 아니라 쌍방향적인 관계를 의미하기 때문이다. 해외자본 순유입의 순환적 요소증가가 경기확장을 촉진하지만 그 반대의 경우가 성립하지 않는 일방향적인 관계에서도 두 변수 간 유의한 양(+)¹⁰⁾의 상관관계가 발생할 수 있으며, 이 경우에는 완전한 의미의 경기순환성이 존재한다고 보기 어렵다. 그러나 두 변수 간에 쌍방향적인 관계를 갖는지 또는 일방향적인 관계를 갖는지 상관계수를 이용하여 정확히 판단할 수 없는 어려움이 존재한다. 따라서 이를 보완하기 위하여 아래에서는 순자본 유입과 실질GDP의 순환적 요소 간에 그랜저 인과관계를 조사하였다.

<표 3>에 제시한 결과에 따르면 전체 순자본유입이 실질GDP를 ‘Granger-Cause’하나 역은 성립하지 않는다.¹⁰⁾ 마찬가지로 앞 절에서 상관계수의 값이 상대적으로 높게 나타난 전체 순해외차입, 단기 순해외차입, 은행의 단기 순해외차입이 실질GDP를 ‘Granger-Cause’하나 역시 역은 성립하지 않는다. 이는 순해외차입 등의 확대가 시차를 가지고 경기를 확장(위축)시키기는 하였지만 경

10) 인과관계 검정은 두 변수 간 시차적인 인과관계에 대한 정보를 주지만 서로에게 영향을 미치는 방향에 대한 정보를 제공하지 못하는 한계가 있다.

14 해외자본 유출입의 경기순응성과 파급경로

기가 확장(위축)된다고 해서 반드시 자본유입이 확대(위축)되지는 않았다는 것을 의미한다. 따라서 앞 절에서 동시적 상관관계가 높았던 순해외차입, 단기 순해외차입, 은행부문의 단기 순해외차입 등의 자본이동변수들이 경기순환과 쌍방향적인 경기순응성을 보였다는 것을 그랜저 인과관계를 통하여서도 정확히 확인할 수가 없다.

Ⅲ. 해외자본 유출입의 경기순응성 파급경로

제Ⅱ절의 분석결과는 우리나라의 경우 해외자본 유출입이 경기순응적 특성을 가지고 있을 가능성을 보여주고 있다. 특히, 외국인 순채권투자와 순해외차입에서 이러한 특성이 두드러지게 나타났으며, 순해외차입의 경우 단기차입, 특히 은행의 단기 순해외차입이 이러한 결과를 가져오는데 가장 중요한 역할을 한 것으로 판단된다. 그러나 앞에서 설명한 바와 같이, 전 절의 분석결과만 가지고는 순해외차입이나 외국인 순채권투자가 본 연구에서 정의한 바와 같은 의미와 완전히 부합하는 경기순응성의 특징을 나타냈다고 확신하기 어렵다. 따라서 본 절에서는 해외자본의 순유입, 특히 해외차입과 외국인 순채권투자의 순유입이 국내경제에 미치는 영향의 파급경로를 동시에 고려하면서 해외자본 이동의 경기순응성을 살펴보고자 한다. 이를 위해 먼저 자본이동이 경기순응적인 특징을 갖는 경로를 이론적으로 고찰한 후, 이를 바탕으로 VAR모형의 충격반응함수를 추정하여 경기순응적인 특징을 초래하는 유의한 경로가 있는지를 살펴본다.

1. 자본이동의 경기순응성 경로

자본이동이 경기순응적이면 경기확장은 자본유입을 증가시키며, 이는 다시 경기를 확장시키는 결과가 발생한다. 먼저 경기확장이 자본유입 증가를 초래하는 경로를 살펴본다. 특히, 앞 절에서 경기순응성의 가능성이 높은 것으로 밝혀진 외국인 채권투자와 해외차입을 중심으로 그 경로를 논의하기로 한다. 호황으로 경기가 확장되면 투자의 기대수익률이 상승하여 투자수요가 증가하며 이에 따라 해외자본의 유입이 확대된다. 투자수요의 증가로 은행대출 수요가 증가한 가운데,¹¹⁾ 상대적으로 국내저축이 낮아 국내에서 조달가능한 자금이 부족

11) 정형권(2009)은 국내 은행대출에 경기순응적 특성이 존재한다는 것을 실증적으로 밝히고

〈표 3〉 실질GDP와 해외자본 순유입의 순환적 요소 간 그랜저 인과관계 검정

귀무가설	1981. 3/4~2008.3/4		1992. 1/4~2008.3/4		1998. 1/4~2008.3/4	
	k=2	k=3	k=2	k=3	k=2	k=3
전체⇒실질GDP	2.44*	2.94**	2.38*	2.14*	1.36	1.14
전체⇐실질GDP	0.17	1.56	0.86	0.66	0.38	0.36
직접투자⇒실질GDP	0.03	0.14	0.01	0.09	0.03	0.19
직접투자⇐실질GDP	1.65	1.15	1.04	0.72	0.63	0.44
주식투자⇒실질GDP	0.17	0.19	0.15	0.18	0.10	0.09
주식투자⇐실질GDP	0.56	0.52	0.51	0.48	0.26	0.29
채권투자⇒실질GDP	1.67	1.54	0.99	0.90	0.94	0.95
채권투자⇐실질GDP	0.68	1.07	0.44	0.68	0.13	0.45
해외차입⇒실질GDP	3.41**	3.51**	2.10	2.28*	1.18	1.59
해외차입⇐실질GDP	1.64	1.00	1.08	0.55	1.09	0.49
은행차입⇒실질GDP	7.05***	4.83***	4.79***	3.24**	3.19*	2.27*
은행차입⇐실질GDP	0.01	0.24	0.01	0.22	0.23	0.03
은행단기⇒실질GDP	10.18***	5.97***	16.82***	3.96**	4.77***	2.85**
은행단기⇐실질GDP	1.02	0.92	0.78	0.75	0.63	0.43
은행장기⇒실질GDP	2.53*	0.77	1.47	0.54	1.08	0.43
은행장기⇐실질GDP	17.06***	13.14***	12.55***	9.77***	4.23**	6.96***

주: 1) 표의 값은 F-검정치를 의미함.

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 귀무가설을 기각할 수 있음을 나타냄.

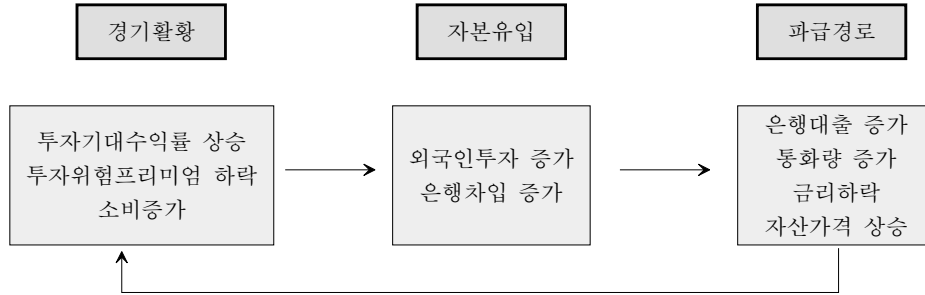
3) 'A⇒B'는 A가 B를 'Granger-Cause'하지 않음을 의미함.

4) k는 시차항의 차수를 의미함.

5) '은행단기', '은행장기'는 각각 은행의 단기 및 장기 순해외차입을 의미함.

할 경우 순해외차입이 증가한다. 일시적인 물가안정정책으로 인한 소비재가격의 하락 또는 수입자유화의 확대 등으로 소비가 증가한 경우 소비증가의 재원 조달을 해외차입에 의존할 수 있다(Calvo and Vegh, 1999). 또는 호황으로 국내 금리가 상승하거나 국내통화의 가치가 상승하면 국내채권에 대한 기대수익률이 해외채권에 비해 상대적으로 상승하여 국내채권에 대한 해외자본의 투자가 증가할 수 있다. 한편, 경기가 확장되면 국가 위험프리미엄이 하락하여 해외차입의 조달비용이 낮아지며, 그 결과 해외차입이 증가한다. 국가 위험프리미엄의 있다.

16 해외자본 유출입의 경기순응성과 파급경로



<그림 1> 경기확장기의 경기 및 자본유입 간 관계

하락은 결국 위험을 감안한 국내 채권투자에 대한 기대수익률 상승을 초래하여 국내 채권시장에 대한 해외자금 유입의 증가를 유발한다.

한편, 이와 같은 해외자본 유입의 증가, 특히 외국인의 국내 채권투자 또는 해외차입의 증가가 국내경기에 영향을 미치는 메커니즘을 대출경로, 통화공급 경로(유동성 경로), 금리경로, 자산가격경로 등으로 구분하여 설명할 수 있다 (<그림 1> 참조).

먼저, ‘대출경로’는 해외차입이 증가하면 금융기관의 대출재원이 확대되어 대출이 증가하는 것을 의미한다. 대출증가는 투자나 소비의 증가를 초래하기 때문에 결과적으로 경기확장을 유도한다. 또한 대출이 수출기업의 운영자금이나 생산비용의 재원으로 사용된다면 수출증가의 효과를 유발한다.

‘통화공급경로’는 외환당국이 환율안정 등을 위해 국내통화 매도, 미달러화 매입의 외환시장 개입을 시행하는 과정에서 나타난다. 만약 통화당국이 완전한 중화외환시장 개입을 시행하면 외환시장 개입에 따른 통화량 증가는 발생하지 않는다. 그러나 완전한 중화외환시장 개입의 경우에도 이에 따른 중앙은행채권(통화안정증권)의 발행증가로 이자부담이 증가하면서 통화량 증가가 유발될 수 있다. 또한 외환시장 개입을 통하지 않더라도 해외차입의 증가로 대출이 증가하면 은행의 신용창조기능이 강화되어 통화량이 증가할 수 있다. 통화량의 증가는 금리하락을 유도하여 투자나 소비의 증가를 통하여 경기확장에 양(+)의 영향을 미친다.

‘금리경로’는 해외자본이 국내 주요 채권의 매입을 증대하는 경우 채권수익률이 하락하고, 이의 파급효과로 주요 시중금리가 하락하여 소비와 투자가 증가하는 경로를 의미한다. 우리나라의 경우 2006년 이후 외은지점 및 외국인의 국내 채권투자가 급증한 결과 동 경로의 중요성이 과거보다 확대되었을 것으로

예상할 수 있다.

해외자본의 증가로 국내 금융 및 실물자산의 수요가 증가함에 따라 자산가격이 상승하고 이에 따른 부의 증가효과로 국내지출이 증가하여 경기확장에 양(+)의 영향이 초래되는 것을 ‘자산가격경로’라고 부를 수 있다. 이러한 경로는 해외자본의 국내 주식시장에 대한 투자가 증가하는 경우 뚜렷하게 나타난다. 그러나 해외자본의 국내 채권투자 증가로 채권가격이 상승하는 경우 채권투자의 대체투자인 주식투자가 증가하여 주가가 상승한다면, 이 또한 간접적이지만 외국인 채권투자가 국내경기에 미치는 자산가격경로라고 간주할 수 있다. 또한 해외차입 증가로 부동산 관련 대출이 증가하여 부동산가격이 상승한다면 부의 효과로 소비가 증가하고, 건설투자가 증가하여 경기가 확장되는 효과가 있을 것이다.

위에서 소개한 네 가지의 경로는 서로 완전 배타적이라고 볼 수 없으며, 서로 중복적인 측면도 존재한다. 통화공급경로와 금리경로가 동시에 발생할 수 있으며, 또한 대출경로와 통화공급경로 역시 서로 중복되는 면이 존재한다. 앞에서 설명한 바와 같이 해외차입의 증가로 대출이 증가하면 은행의 신용창조 기능이 강화되어 통화량이 증가할 수도 있다.

2. 실증분석 결과

자본이동의 경기순응적 경로를 실증적으로 확인하기 위하여 본 연구에서는 3변수 VAR모형을 추정하였다. 이는 변수 간 양방향적인 인과관계의 가능성을 사전적으로 배제할 수 없기 때문이다. 앞에서 소개한 파급경로를 적절히 반영하는 변수를 이용하여 VAR모형을 추정하고, 충격반응 분석을 통하여 파급경로별 유의성을 조사하였다. VAR 추정시 시차항의 차수는 SIC(Schwartz Information Criterion)에 따라 결정하였다.¹²⁾ 본 연구에서는 변수의 순서가 결과에 영향을 주지 않는 일반화된 충격반응 분석방법을 적용하였다. 대출경로를 조사하기 위하여 해외 순자본유입, 실질GDP, 은행대출 등 3개의 변수를, 통화공급경로의 경우에는 은행대출 대신 총통화(M2)를, 금리경로와 자산가격경로의 경우에는 각각 시중금리와 주택가격변수를 사용하는 3변수 VAR모형을 추정하였다. 모든 변수는 실질화하였으며, 실질금리와 실질주택가격을 제외한 모든 변수는 앞에서와 같이 추세치를 제거한 순환적 요소를 이용하였다. 실질금리는 1차차분, 실

12) VAR 추정시 최적 시차항 차수는 1 또는 2로 결정되었다.

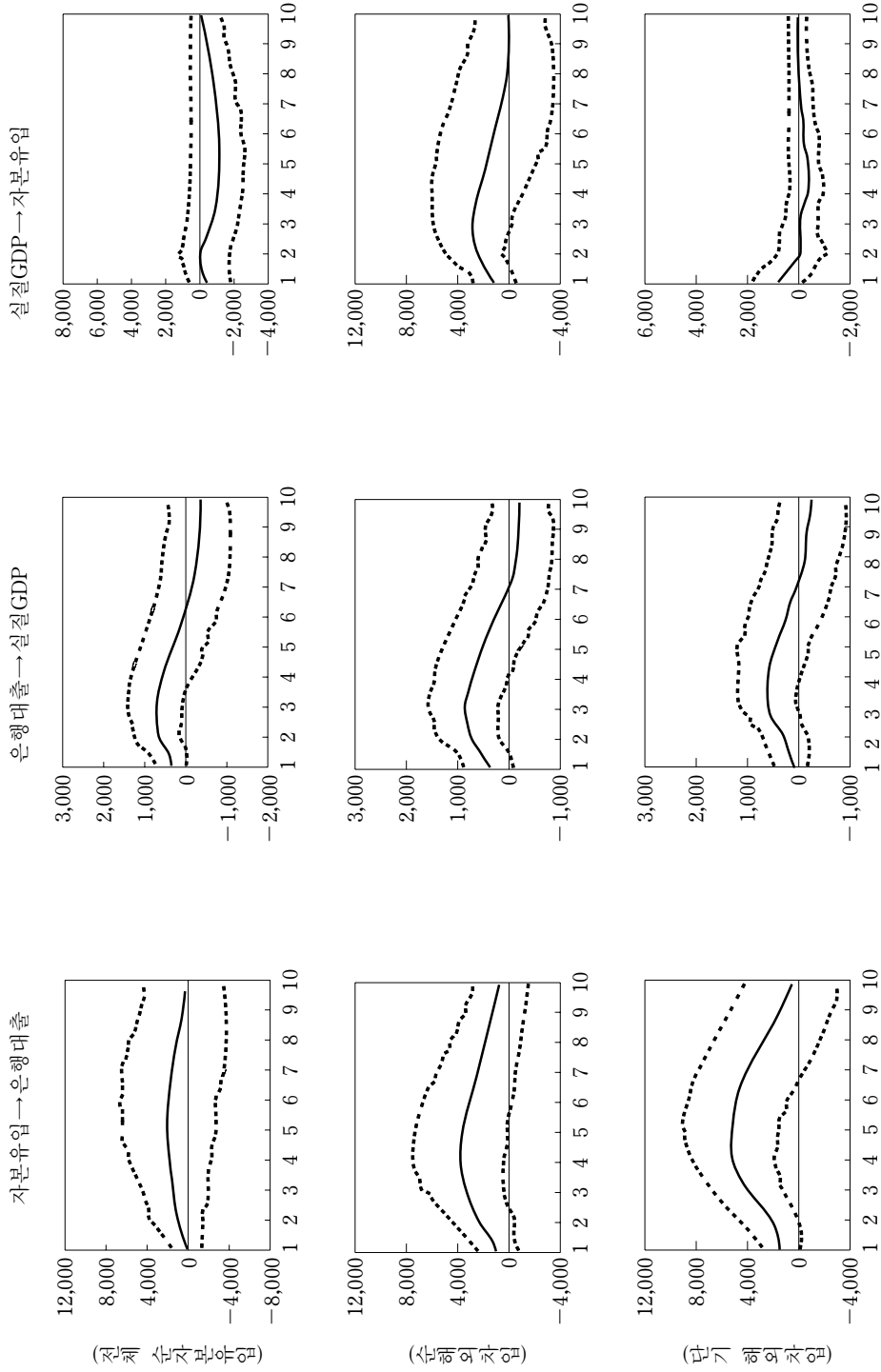
질주택가격은 1차 로그차분변수를 이용하였다.¹³⁾ 해외자본유입변수는 국내변수와와의 상호관계를 고려하여 원화 가치로 변환한 후 소비자물가지수를 이용하여 이를 실질화하였다. 또한 직접투자, 주식투자 등 진 항의 분석에서 경기순응성의 가능성이 매우 낮은 것으로 밝혀진 해외자본은 제외하고, 전체 순해외자본 유입, 순해외차입, 외국인 순채권투자 등 불완전하지만 경기순응적 특징의 가능성을 보인 해외자본의 형태만을 충격반응 분석에 고려하였다. 표본기간은 자본자유화가 미흡하였던 1980년대를 제외한 1992년 1/4분기~2008년 3/4분기의 기간으로 설정하였다.¹⁴⁾

먼저, 대출경로를 조사하기 위해 실질GDP, 은행대출, 순자본유입의 순환적 요소를 이용한 3변수 VAR모형을 추정한 후 충격반응함수를 구하여 이를 <그림 2>에 보고하였다.¹⁵⁾ <그림 2>의 첫째 열은 순자본유입 증가에 대한 은행대출의 반응, 두 번째 열은 은행대출 증가에 대한 실질GDP의 반응, 셋째 열은 실질GDP 증가에 대한 순자본유입의 반응을 각각 나타낸다. 각 줄은 자본유입의 형태를 의미한다. 충격반응 분석결과에 따르면, 전체 순자본유입의 증가가 은행대출에 유의한 영향을 미치지 못하였으나 순해외차입과 외국인 순채권투자의 증가 모두 은행대출의 유의한 증가를 초래한 것으로 나타났다. 또한 은행대출의 확대는 실질GDP 증가에 유의한 영향을 미쳤으며, 실질GDP의 확대가 순해외차입의 확대를 초래하였다. 단기 순해외차입과 은행의 단기 순해외차입에서도 동일한 결과를 발견할 수 있으나, 실질GDP가 전체 해외자본의 순유입이나 외국인 순채권투자에 대하여서는 유의한 영향을 미치지 못하였다. 이를 종합하면 다음과 같다. 순해외차입의 순환적 요소가 확대되면, 은행대출의 순환적 요소가 확대되고 이에 따라 경기가 확장되며, 이는 다시 순해외차입의 순환적 요소를 확대시킨다. 이는 순해외차입이 은행대출경로를 통한 경기순응적인 특징을 가지고 있음을 보여준다. 이러한 경기순응적 특징은 특히 단기 순해외차입, 은행의 단기 순해외차입에서 두드러지게 나타난다.

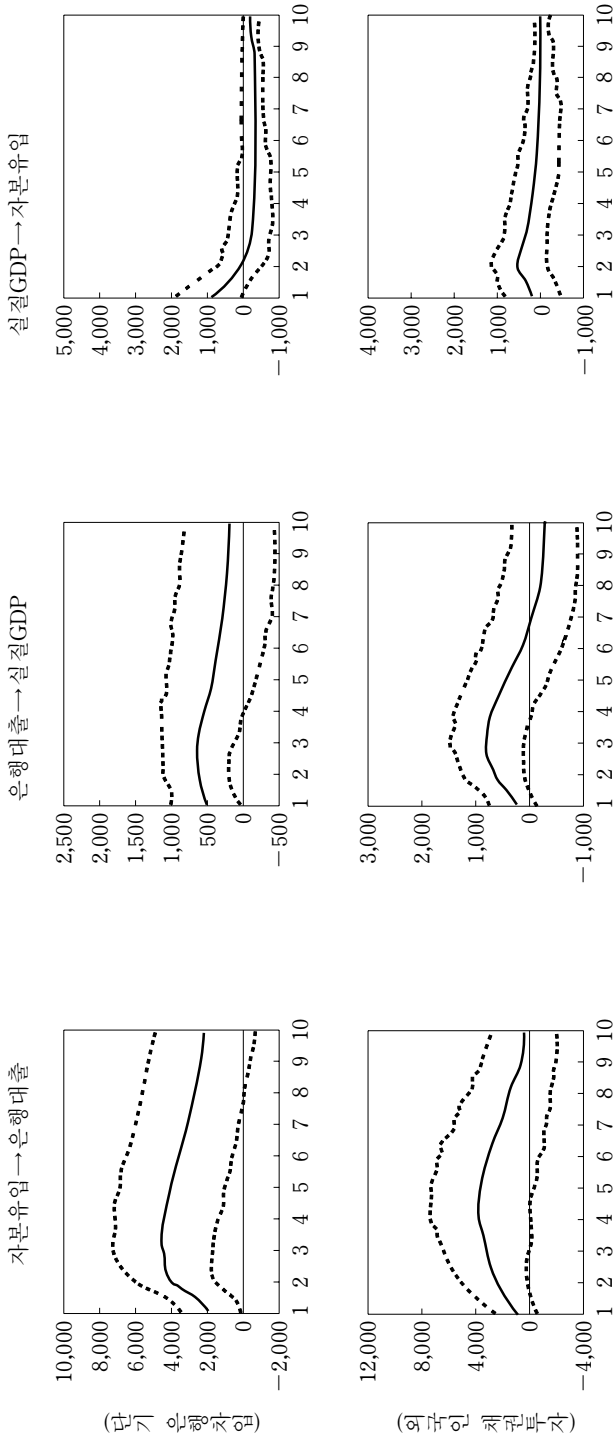
13) 실질금리와 실질주택가격 지수의 수준값은 분석대상 기간 중 비정상적(non-stationary)인 특징을 가지고 있다.

14) 단위근 검정결과 본 연구에서 사용하는 모든 변수는 정상적(stationary) 특징을 가지고 있음이 밝혀졌다.

15) 실제 9개의 충격반응함수가 도출되지만 지면을 절약하기 위하여 논문의 목적에 필요한 3개의 충격반응함수만을 제시하였다.



20 해외자본 유출입의 경기순응성과 파급경로



주: 1) 'A → B'는 'A 충격에 대한 B의 반응'을 의미함.
 2) 점선은 95%의 신뢰구간을 나타냄.

<그림 2> 해외자본 경기순응성의 파급경로: 은행대출경로

〈그림 3〉은 통화공급경로에 대한 분석결과이다. 이에 따르면 전체 순자본유입의 순환적 요소가 증가하면 오히려 통화량이 감소하는 것으로 나타났다. 그러나 이에 대한 통계적 유의성은 매우 낮다. 이를 자본유입 형태별로 살펴보면, 순해외차입과 외국인 순채권투자의 순환적 요소의 확대가 통화량의 순환적 요소를 확대시키고는 있으나, 충격반응 분석의 통계적 유의성이 높지 않다. 또한 충격반응 분석의 결과는 통화량의 순환적 요소가 확대되어도 이에 실질GDP의 순환적 요소가 유의한 영향을 받지 않고 있음을 보여준다. 따라서 본 연구의 분석결과는 통화량경로에 의한 자본이동의 경기순응성을 지지하지 않고 있다. 또한 금리경로를 통한 자본이동의 경기순응적 특징도 발견되지 않았다. 〈그림 4〉에 따르면 해외자본의 순유입이 금리에 유의한 영향을 주지 못하였다.¹⁶⁾

한편, 〈그림 5〉는 해외차입의 경우 자산가격경로가 유효함을 보여준다. 즉, 순해외차입의 순환적 요소가 확대되면 주택가격이 상승하고, 주택가격의 상승은 실질GDP 순환적 요소의 확대에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.¹⁷⁾ 전체 해외자본 순유입과 외국인 순채권투자에서는 이러한 현상을 발견할 수 없다. 그런데 주택가격을 포함한 3변수 VAR의 충격반응함수 결과에서는 단기 순해외차입이 실질GDP 변화에 대해 유의하게 반응하는 것으로 나타났으나, 전체 순해외차입과 은행의 단기 순해외차입의 경우 유의성이 이에 비해 떨어지고 있다. 따라서 비록 제한적이기는 하지만, 순해외차입 순환적 요소의 증가가 주택가격을 상승시키고, 이는 다시 실질GDP의 순환적 요소를 확대하고 이에 따라 순해외차입의 순환적 요소가 다시 증가하는 경기순응성이 존재한다. 본 연구의 결과에 따르면 이러한 특징은 단기 순해외차입에서 더욱 두드러지게 나타나고 있다.¹⁸⁾

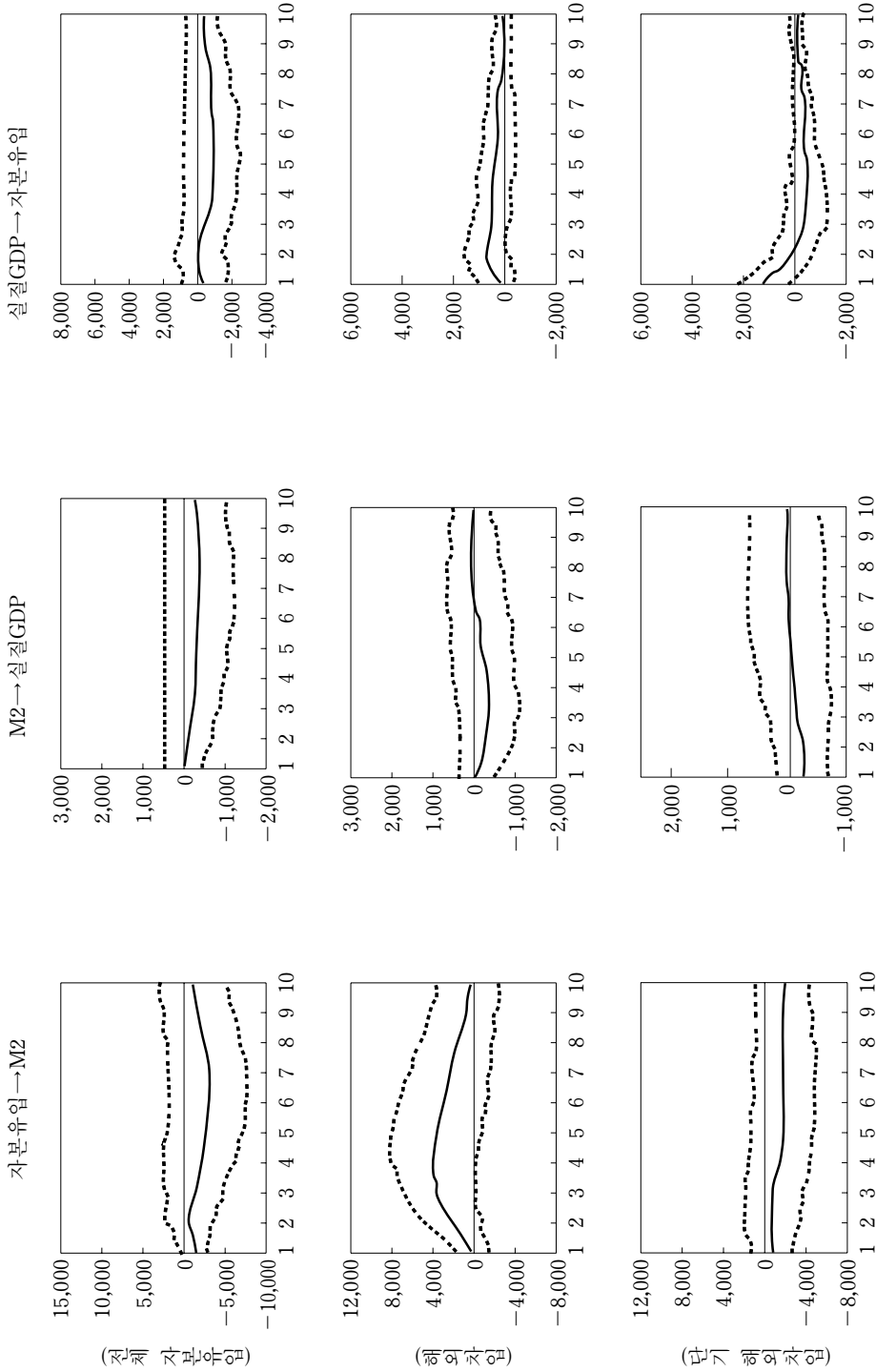
충격반응함수 분석결과를 종합하면 다음과 같다. 국제수지상의 자본유출입 자료를 이용하여 분석한 결과, 순해외차입의 경우 대출경로와 자산가격경로를 통한 경기순응성의 특징이 존재한다. 그러나 외국인 순채권투자의 경우 대출변화를 통하여 국내경기에 영향을 미치고 있으나, 국내경기의 변화에 외국인 순채권투자가 유의하게 반응한다는 증거를 찾을 수 없었다. 따라서 외국인 순

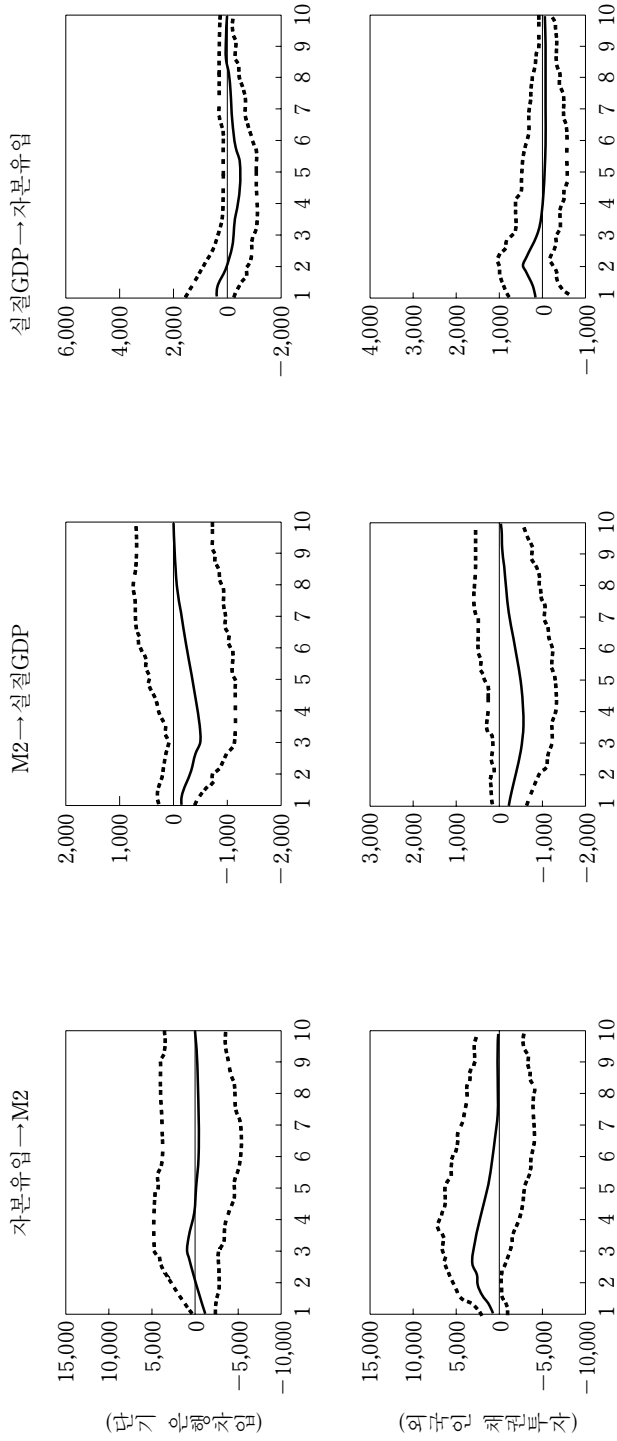
16) 〈그림 4〉에서는 산업은행 금융채권의 수익률을 시장금리로 사용하였는데 우리나라 대표적인 시장금리인 CD(90일 만기) 유통수익률을 사용하여도 동일한 결과를 보였다.

17) 주택가격변수로서는 국민은행이 발표하는 전국 주택매매가격지수를 사용하였다.

18) 자산가격경로를 분석하기 위해서는 주가자료를 이용하는 것이 더 적절할 수 있다. 그러나 본절의 충격반응 분석이 해외차입과 외국인 채권투자에 중점을 두고 있어 주가자료를 사용하지 않았다. 해외차입과 외국인 채권투자의 변화가 주가에 미치는 직접적인 영향이 크지 않을 것으로 예상되기 때문이다.

22 해외자본 유출입의 경기순응성과 파급경로

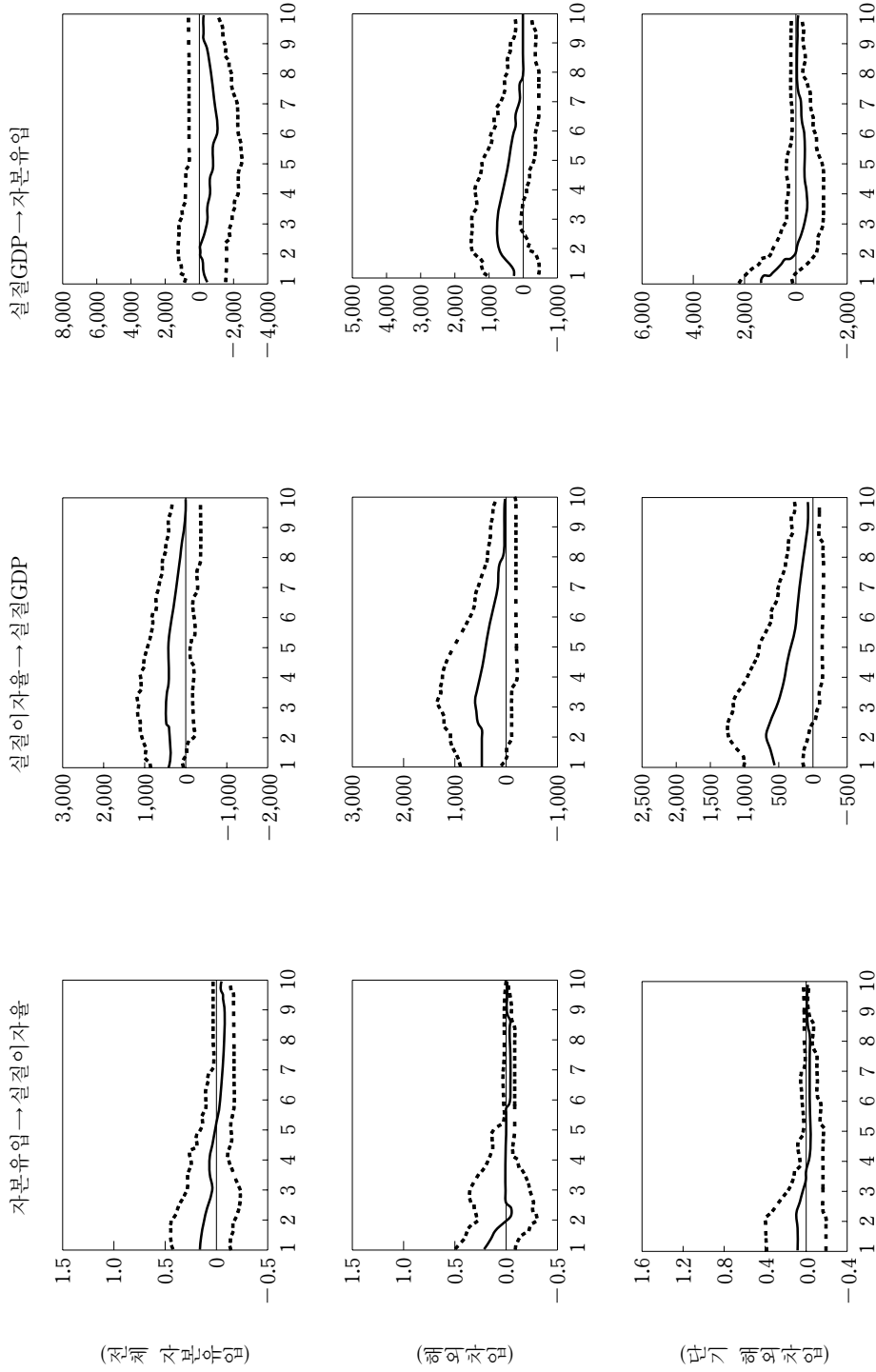


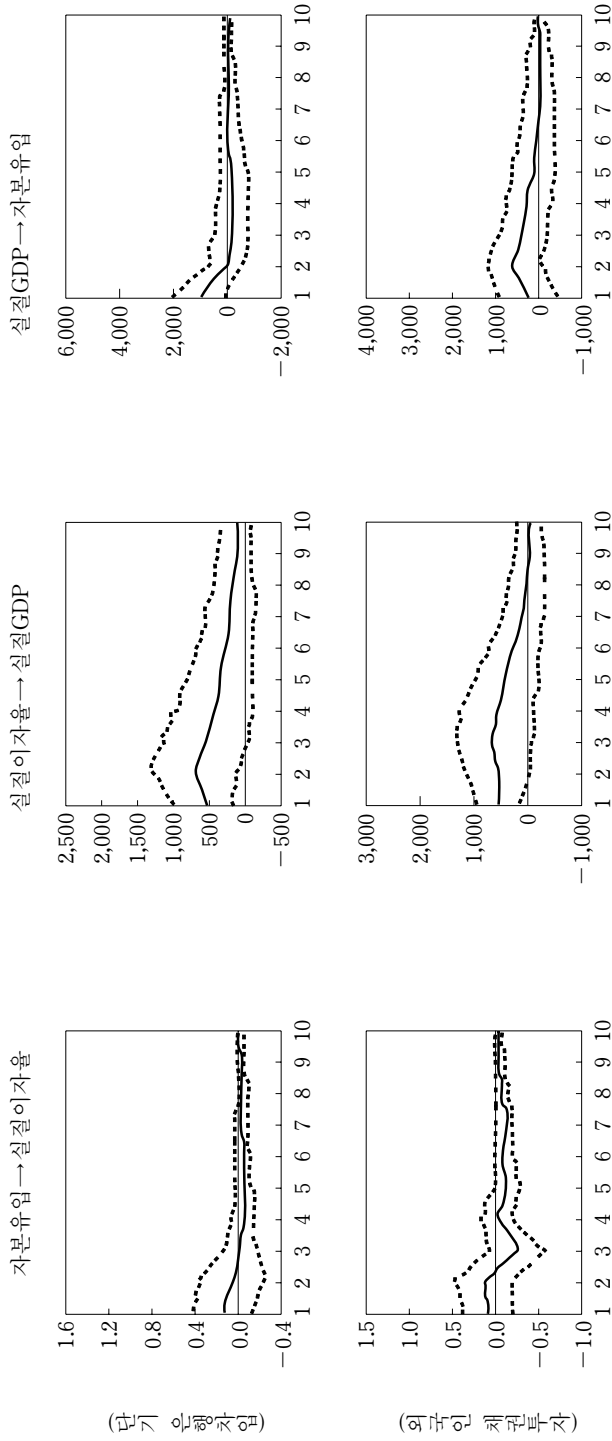


주: 1) 'A → B'는 'A충격에 대한 B의 반응'을 의미함.
 2) 점선은 95%의 신뢰구간을 나타냄.

〈그림 3〉 해외자본 경기순응성의 피급경로: 통화공급경로

24 해외자본 유출입의 경기순응성과 파급경로

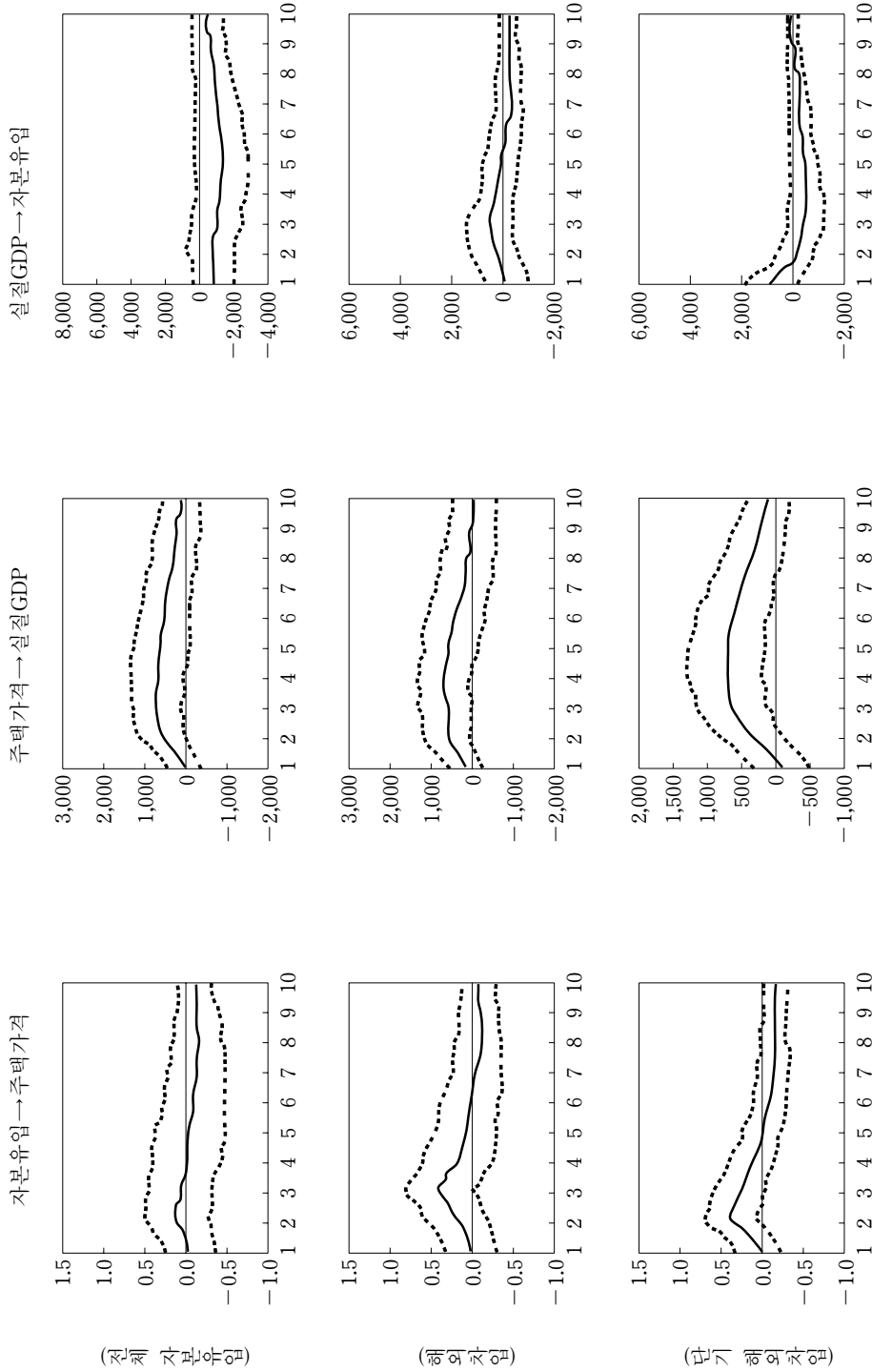


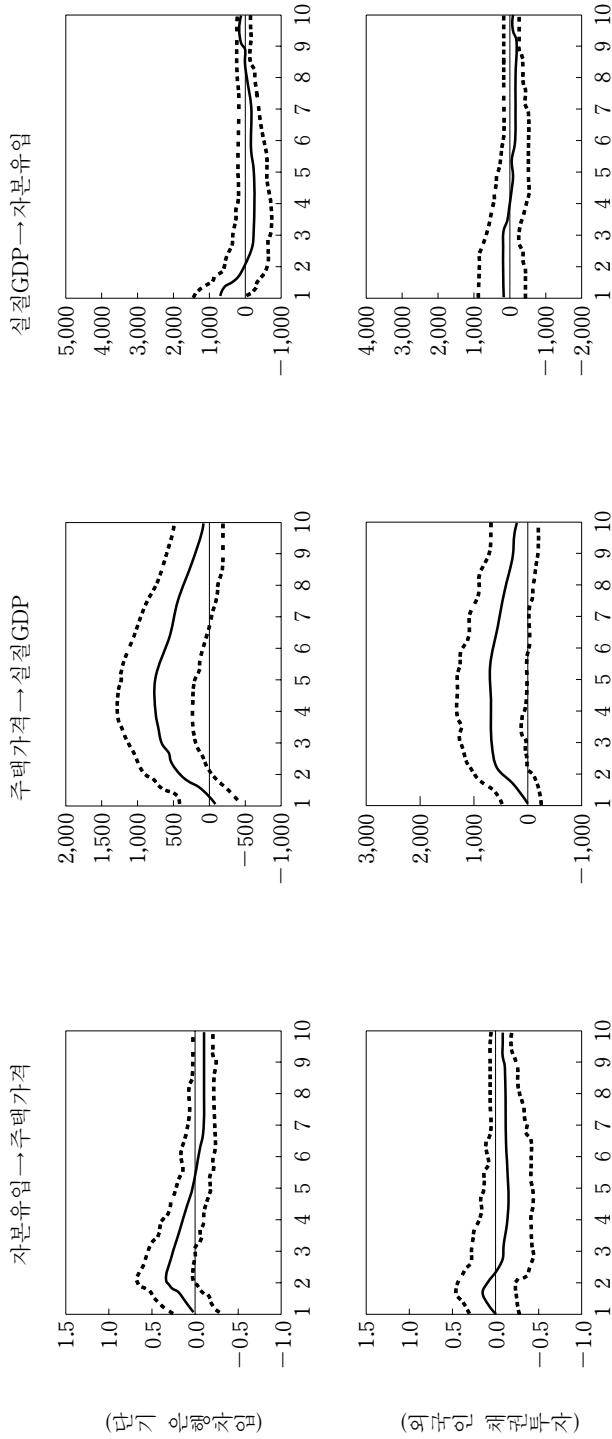


주: 1) 'A→B'는 'A충격에 대한 B의 반응'을 의미함.
 2) 점선은 95%의 신뢰구간을 나타냄.

〈그림 4〉 해외자본 경기순응성의 파급경로: 금리경로

26 해외자본 유출입의 경기순응성과 파급경로





주: 1) 'A → B'는 'A충격에 대한 B의 반응'을 의미함.
 2) 점선은 95%의 신뢰구간을 나타냄.

〈그림 5〉 해외자본 경기순응성의 파급경로: 자산가격경로

채권투자의 경우에는 대출경로를 통하여 단지 불완전한 경기순응적 특징을 보였다.

아래에서는 추가적으로 은행부문 단기 순해외차입의 경기순응성을 국내은행과 외은지점으로 구분하여 살펴본다. 이를 위해 본 연구에서는 두 그룹 간 발생하는 상호 거래를 고려한다. 국내은행과 외은지점 간 외화자금 거래가 빈번하게 발생하고 있으며, 2000년대 중반 이후에 그 규모가 크게 확대된 것으로 알려져 있다. 국내은행과 외은지점 간 금융거래의 규모에 대한 공식적인 자료가 발표되지 않기 때문에 정확한 크기는 알 수 없으나, 외은지점이 국내은행의 중요한 외화자금 조달기능을 하고 있는 것으로 알려져 있다. 외화자금 조달능력과 행태에 있어 차이를 가지는 국내은행과 외은지점 간의 외화자금 흐름을 살펴보기 위해 1995년 1/4분기~2008년 3/4분기 중 단기 대외채무 통계를 이용하여 양 그룹 상호간의 인과관계를 분석해 보았다.¹⁹⁾ 앞에서 설명한 바와 같이 두 그룹의 은행 간 외화거래에 대한 자료가 공표되고 있지 않으며, 국제수지의 자본거래에서는 은행의 순해외차입을 차입주체별(국내은행과 외은지점)로 구분하고 있지 않다. 따라서 본 항에서는 순해외차입의 변화를 반영하는 국내은행과 외은지점의 외채통계를 사용하였다. 인과관계 분석에는 앞의 분석에서와 마찬가지로 대외채무의 순환적 요소를 구하여 이용하였다.

〈표 4〉에 제시되어 있는 추정결과에 따르면, 국내은행의 순환적 대외 단기채무가 늘어나면 1~4분기의 시차에 걸쳐 외은지점의 순환적 대외 단기채무가 지속적으로 늘어나는 뚜렷한 인과관계가 나타났다. 이는 예를 들어, 실물경기의 확장에 앞서 금융부문이 호황을 보일 경우 국내은행이 해외로부터 직접적인 외자도입을 확대하다가 직접조달 여건이 어려워지면 외은지점을 통해 간접적 조달을 도모하는 것으로 해석할 수 있다. 그런데 외은지점의 단기 대외채무가 국내은행의 단기 대외채무에 1분기 시차를 가지고 유의적으로 그랜저 인과관계를 나타냈으나, 여타 시차에서는 유의성이 사라지고 있어 지속적인 인과관계의 존재를 확신하기는 어렵다.

위의 결과는 국내은행과 외은지점의 단기 순해외차입의 경기순응성이 발견되는 파급경로와 관련하여 두 그룹 간 상호 외화자금 거래패턴을 고려할 필요가 있다는 것을 나타낸다. 따라서 본 연구에서는 국내은행과 외은지점 단기 순해외차입의 경기순응성 파급경로를 조사하기 위해 이 두 그룹을 동시에 고려하였

19) 대외채무 자료는 한국은행의 통계검색 시스템인 ECOS(www.bok.or.kr)로부터 구하였으며, ECOS는 1995년 1/4분기 이후의 대외채무 통계만을 공표하고 있다.

〈표 4〉 국내은행과 외은지점의 단기 대외채무 간 그랜저 인과관계 검정

귀무가설	시 차			
	k=1	k=2	k=3	k=4
국내은행 단기채무 \nRightarrow 외은지점 단기채무	4.12**	4.21**	2.32*	2.84**
외은지점 단기채무 \nRightarrow 국내은행 단기채무	3.92*	0.74	0.52	0.31

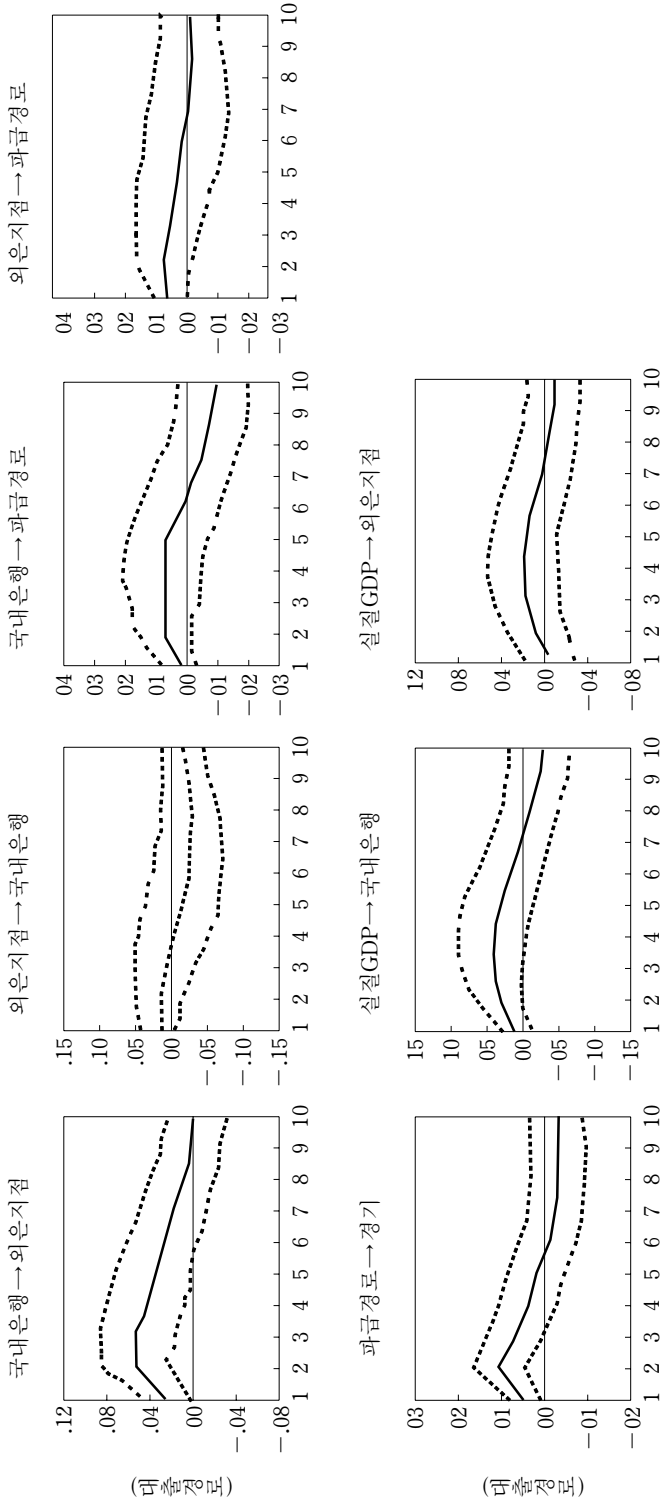
주: 1) 표의 값은 F -검정치를 나타냄.
 2) *, **는 각각 10%, 5% 수준에서 귀무가설을 기각할 수 있음을 나타냄.
 3) 'A \nRightarrow B'는 A가 B를 'Granger-Cause'하지 않음을 의미함.
 4) k는 시차항의 차수를 의미함.

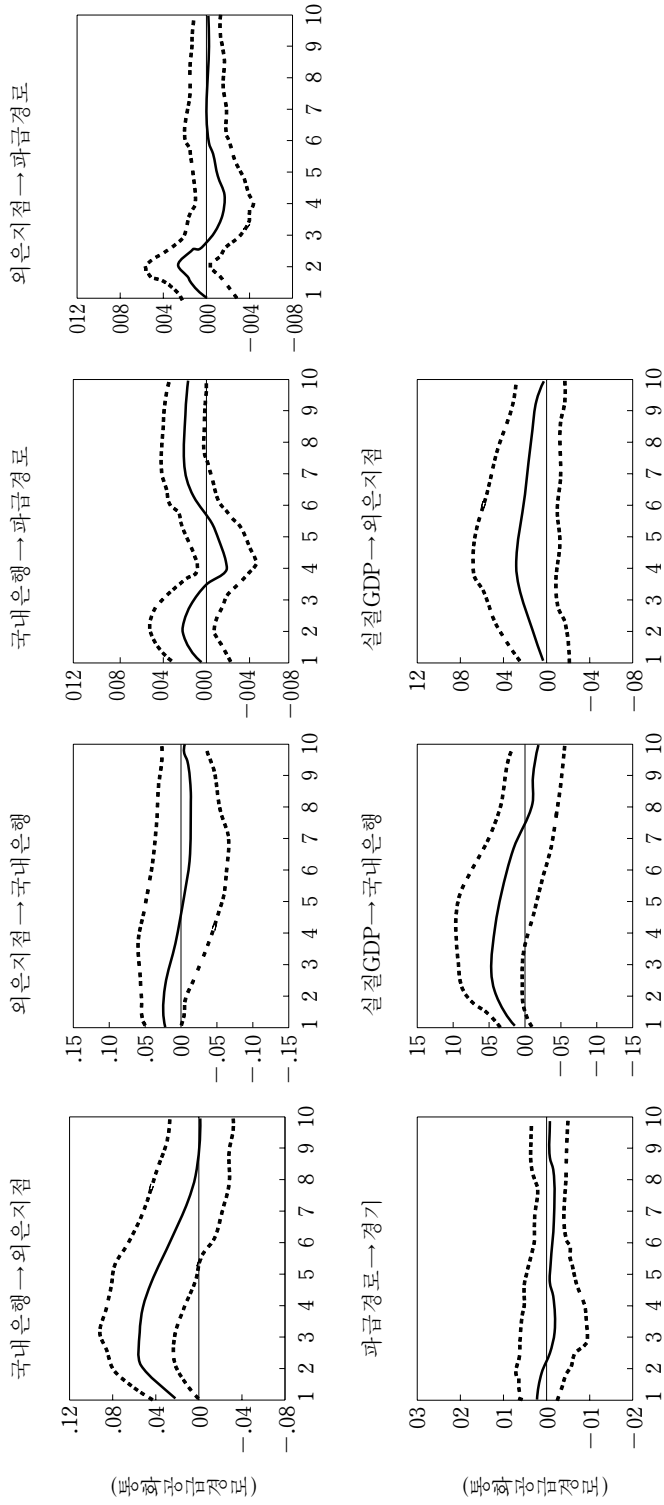
다. 즉, 두 그룹의 단기 외화조달변수, 원/달러 환율, 실질GDP 및 파급경로를 나타내는 변수로 구성된 5변수 VAR모형을 추정하고 충격반응을 살펴본다.²⁰⁾ 금리, 주택가격, 환율 변수를 제외한 나머지 변수는 모두 장기 추세를 제거한 순환적 요소를 추정하여 실증분석에 이용하였다. 국내은행과 외은지점별로 단기 해외차입 자료가 존재하지 않으므로 단기 대외채무 통계를 단기 외화조달변수로 이용하였다. 또한 앞에서와 마찬가지로 대출경로, 통화공급경로, 금리경로, 자산가격경로로 나누어 경기순응성이 나타나는 파급경로의 유의성을 검증한다. 추정시 최적시차는 SIC 기준에 따라 2분기로 결정하였다.

주요 분석결과를 정리하면 다음과 같다. 먼저, 국내은행과 외은지점 단기 대외채무 간의 관계를 보면 앞서 살펴본 그랜저 인과관계 검정과 유사하게 국내은행의 순환적 단기외채가 늘어나면 외은지점의 순환적 단기외채도 늘어나지만 역관계는 유의하지 않은 것으로 나타났다(〈그림 6〉의 첫째 열, 둘째 열 참조). 둘째, 4가지 각 파급경로변수를 포함한 분석결과, 대출경로 및 자산가격경로가 상대적으로 유의하게 나타난 반면 통화공급경로 및 금리경로는 뚜렷하지 않았다. 먼저 대출경로의 경우 국내은행의 순환적 단기 대외채무 규모가 증가하면 금융기관 대출의 순환적 요소가 증가하는 효과가 있는 것으로 나타났다. 대출의 순환적 요소가 확대되면 1~4분기에 걸쳐 경기가 호전되는 모습을 보였으며 호전된 경기는 다시 국내은행의 순환적 단기 대외채무를 늘리는 영향을 주었다. 그런데 국내은행 및 외은지점의 대외 단기채무 증가가 통화량과 금리에 각각 유의한 양(+)²⁰⁾과 음(-)의 영향을 미치나, 통화량과 금리가 실질GDP의 순환

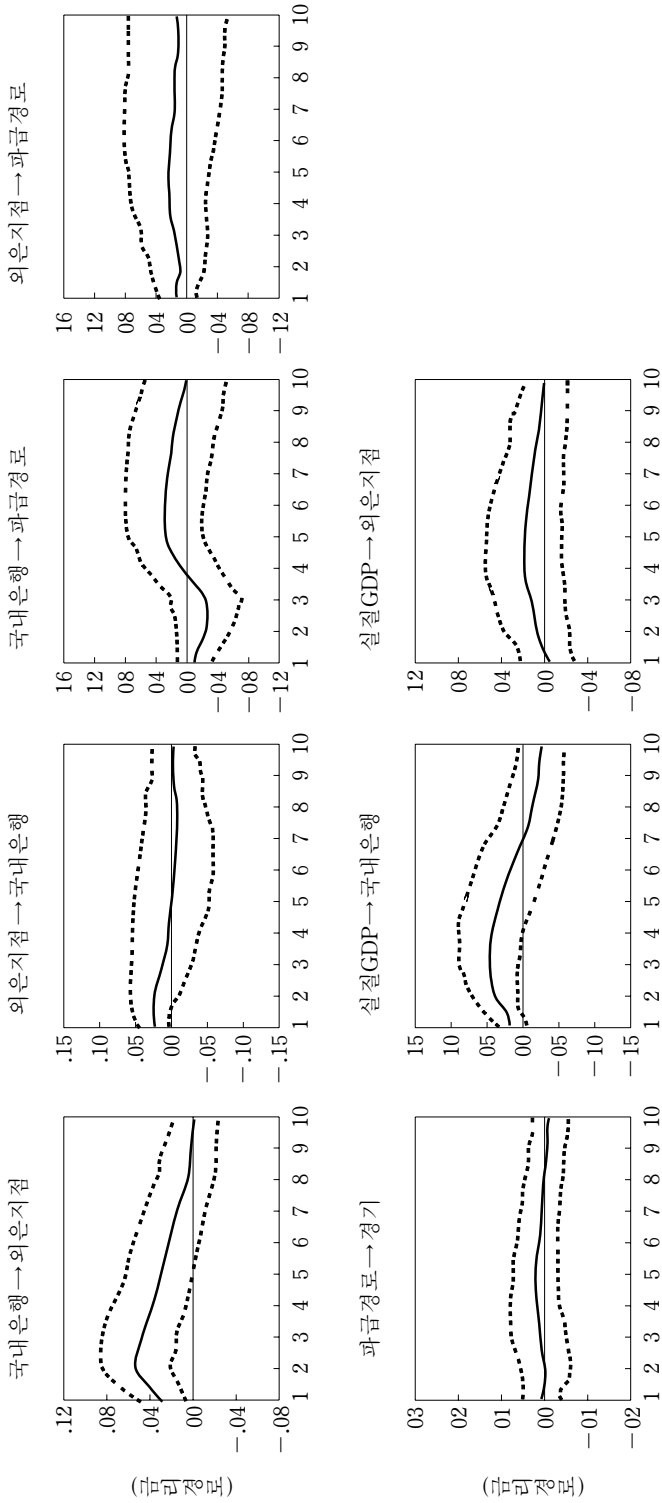
20) 국내은행과 외은지점 간의 외화자금거래가 경기순응성에 미치는 효과를 포착하기 위해 달러화 표시 외화채무를 이용함과 동시에 원/달러 평균 환율을 모형에 포함하여 분석하였다. 원/달러 환율은 로그를 취한 후 1차차분 하여 실증분석에 이용하였다. 또한 금리와 주택가격 변수는 앞의 VAR 분석과 동일한 형태의 변수를 이용하였다.

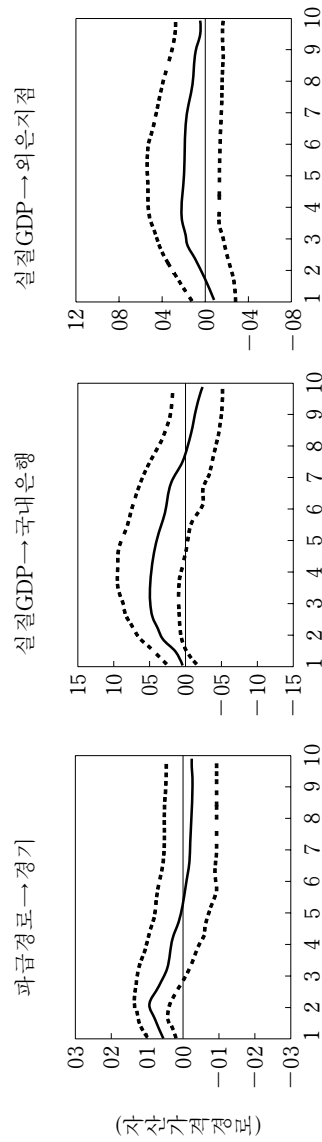
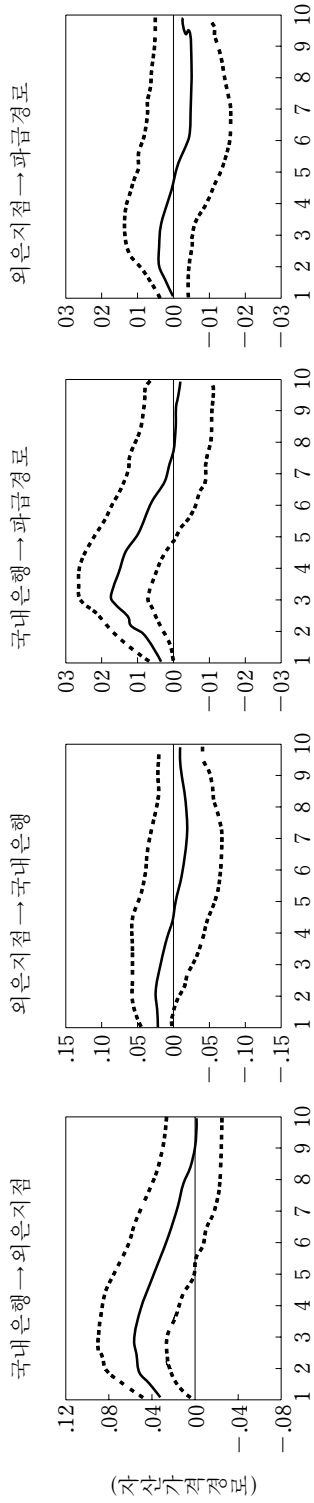
30 해외자본 유출입의 경기순응성과 파급경로





32 해외자본 유출입의 경기순응성과 파급경로





주: 1) 국내은행, 외은지점은 각각 국내은행 및 외은지점의 단기 대외채무를 의미함.
 2) 'A→B'는 'A충격에 대한 B의 반응'을 의미함.
 3) 점선은 95%의 신뢰구간을 나타냄.

〈그림 6〉 국내은행 및 외은지점 단기 대외채무의 경기순응성 파급경로

적 요소에 유의한 영향을 미치지 못하였다. 또한 대외채무 증가에 대한 금리²¹⁾의 반응 방향이 예상과 다르게 나타났다. 한편, 자산가격경로에서는 국내은행의 순환적 단기 대외채무가 늘어날 경우 주택가격지수가 상승하는 것으로 나타났으며, 주택가격지수 상승은 다시 경기에 양(+)의 영향을 주었고 호전된 경기에 따라 국내은행의 순환적 단기 대외채무가 늘어나는 경기순응성이 나타났다.

은행의 단기 대외채무가 주로 단기 해외차입의 변화를 반영한다고 한다면, 이러한 결과는 국내 금융부문의 단기 외화차입에 의한 경기순응성은 외은지점보다는 주로 국내은행에 의해 주도되었으며, 외은지점은 국내은행의 외화자금 수요에 부응해 자금공급원의 역할을 수행함으로써 외자유출입의 경기순응성을 강화하는 촉매역할을 하였을 가능성을 시사한다. 또한 위의 결과에서 경기순응성이 발현되는 경로로 대출경로와 자산가격경로가 중요함을 다시 한 번 확인할 수 있다.

IV. 요약 및 정책시사점

자본자유화의 진전에 따라 외자유출입이 신흥시장국 거시경제의 변동성을 확대하는 주요 경로로 작용하고 있다. 기존 연구에서 밝혀진 정형화된 사실에 따르면 자본유출입은 대체로 경기순응성을 보인다는 것이다. 본 연구는 한국경제에 대한 해외자본 유출입의 경기순응성 여부를 자본형태별로 살펴보고 거시경제적 파급경로를 실증적으로 분석하였다.

본 연구의 주요 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 1990년대 이후 GDP 대비 해외자본 순유입비율은 경기확장기에 상승하고 경기수축기에 하락하였다. 특히, 경기확장기의 단기 순해외차입이 경기수축기에 비하여 유의하게 증가하였으며, 이는 은행의 단기 순해외차입에서 두드러지게 나타났다. 그러나 직접투자나 주식투자 등에서는 이러한 추이를 발견할 수 없다. 둘째, 분기별 자본수지 자료를 이용한 충격반응 분석의 결과에 의하면, 순해외차입, 특히 은행 단기 순해외차입의 경기순응적 특징이 두드러지게 나타났다. 또한 순해외차입은 대출경로 또는 자산가격경로를 통해 경기순응성이 발현되었다. 즉, 순해외차입의 증가는 대

21) 외은지점의 국고채 매입비중이 높은 점을 고려하여 금리변수로 국고채(3년물)를 이용하였다. 외은지점의 매입이 역시 많았던 통화안정증권(1년)을 이용하여도 분석결과는 유사하였다.

출증가 또는 자산가격 상승을 초래하여 실질GDP에 양(+)의 영향을 미치며, 이는 다시 순해외차입의 증가를 유발하였음을 발견할 수 있었다. 이러한 결과는 해외자본 유입이 신흥시장국 금융부문의 레버리지효과와 관련되어 외화부채 증가-대출증대효과가 상대적으로 뚜렷하게 나타났고, 주택가격도 이러한 관련성 하에서 경제주체의 위험 선호 현상을 반영하여 경기순응성을 일으키는 데 중요한 역할을 하였을 가능성을 시사한다. 셋째, 분기별 대외채무 자료를 이용하여 분석한 결과에 의하면, 국내은행의 단기 대외채무의 변화가 경기순응적 특징을 나타냈으며, 이 또한 대출경로 또는 자산가격경로의 파급경로를 따른 것으로 보인다. 이와 대조적으로 외은지점의 단기 대외채무의 변화에서는 경기순응적 특징을 발견할 수 없었다. 단기 대외채무의 변화가 주로 해외차입의 변화를 반영하고 있다고 간주하면, 이러한 결과는 순해외차입의 경기순응적 특징이 주로 국내은행의 단기 순해외차입에 기인하고 있다는 것을 시사한다.

본 연구의 분석결과는 다음과 같은 시사점을 제시한다. 첫째, 해외차입의 변화가 경기변동을 확대하는 데에 유의한 역할을 하고 있다는 것이다. 따라서 통화정책이나 재정정책 등 거시경제정책을 사용하여 경기변동의 확대를 억제하고자 할 때에 이러한 정책이 해외차입에 미치는 효과도 고려해야 할 것이다. 둘째, 국내은행의 대출 및 자산가격 경로가 상대적으로 뚜렷한 점에 비추어 대출이 급증하고 자산가격이 빠르게 상승할 경우 이러한 현상이 자본유입의 증가와 관련이 있는지에 특별히 주목할 필요가 있다. 따라서 필요시에는 자본유입의 증가를 억제하여 국내경기의 변동성이 크게 확대되는 것을 완화하여야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 김경수, “소규모 개방경제의 거시경제 취약성: 자본유입의 문제와 한국경제,” 『금융위기 이후 우리나라 금융이 나아가야 할 방향』, 전국경제인연합회, 2010, 125~145.
- 김기홍·신범철, “한국에서 장단기자본의 유출입이 금융경제변수에 미치는 영향: 1980-2000,” 『무역학회지』 제27권 제2호, 2002, 353~384.
- 박해식·송치영, “최근 자본자유화 조치의 효과와 정책과제,” 『경제학연구』 제54집 제2호, 2006, 41~77.

- 서영경·김근영, “은행부문의 통화불일치 평가와 발생요인 분석,” 『한국은행 금융경제연구』 제393호, 2009.
- 윤재형, “순자본유입 충격이 경기변동에 미치는 영향,” 『무역학회지』 제34권 제4호, 2009, 321~338.
- 정형권, “은행대출의 경기순응성과 수신구조 변화,” mimeo, 한국은행 금융경제연구원, 2009.
- 한국금융연구원, 『우리나라의 외환제도 개혁』, 1994.
- 한국은행, 『외환제도 변천추이』, 2001.
- 홍금우, “자본유입의 경제적 효과에 관한 실증분석,” 『산업경제연구』 제18권 제6호, 2005, 2541~2553.
- Calvo, G. A. and C. A. Végh, “Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries,” In *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1, Part 3, 1999, 1531~1614.
- Cardarelli, R., S. Elekdag, and M. A. Kose, “Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses,” IMF Working Paper 09/40, 2009.
- Contessi, S., P. DePace, and J. Francis, “The Cyclical Properties of Disaggregated Capital Flows,” Working Paper 2008-041, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2008.
- Craig, R. S., P. Davis, and A. G. Pascual, “Sources of Pro-cyclicality in East Asian Financial Systems”, in S. Gerlach and P. Gruenwald eds., *Procyclicality of Financial System in Asia*, IMF, 2006, 55~123.
- Dekle, R. and K.M. Kletzer, “Domestic Bank Regulation and Financial Crises: Theory and Empirical Evidence from East Asia,” IMF Working Paper 01/63, 2001.
- Goldfajn, I. and R. Valdés, “Capital Flows and the Twin Crises: the Role of Liquidity,” IMF Working Paper 97/87, 1997.
- Kaminsky, G. L., C.M. Reinhart, and C. A. Vegh, “When it Rains, it Pours: Pro-cyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies,” NBER Working Papers No. 10780, 2004.
- Kim, S., S. Kim, and Y. Wang, “International Capital Flows and Business Cycles in the Asia Pacific Region,” KIEP Working Paper 03-03, 2003.
- Levy-Yeyati, E. and S. Schmukler, and N. Van Horen, “Emerging Market Liquidity

- and Crises,” World Bank Policy Research Working Paper Series 4445, 2007.
- Mendoza, E. G., “Real Business Cycles in a Small Open Economy,” *American Economic Review*, Vol. 81, 1991, 797~818.
- _____, “The Terms of Trade, the Real Exchange, and Economic Fluctuation,” *International Economic Review*, Vol. 36, 1995, 101~137.
- Mendoza, E. G. and M. E. Terrones, “An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data,” International Finance Discussion Papers 936, 2008.
- Pintus, P. A., “Pro-cyclical International Capital Flows, Debt Overhang and Volatility,” GREQAM WP 2007-27, 2007.
- Sa, S., “Capital Flows and Credit Booms in Emerging Market Economies,” *Financial Stability Review*, No. 9, December 2006, 49~66(Banque de France, 2006).
- Sula, O. and T.D. Willett, “Reversibility of Different Types of Capital Flows to Emerging Markets,” MPRA Paper 384, University Library of Munich, 2006.

[Abstract]

Procyclicality of Foreign Capital Flows and Its Transmission Channel

Chi-Young Song · Geun-Young Kim

In this paper we investigate the procyclicality of net foreign capital inflows to Korea, and also empirically examine the procyclical macroeconomic channels through which the effects of the changes in foreign capital flows transmit into the Korean economy. Our main empirical findings are as follows. First, the average ratio of net foreign capital inflows to GDP in 1990's and 2000's is significantly higher when the Korean economy expands than when it contracts. This feature is more obvious in foreign borrowings than FDI or foreign stock investment. Second, our analysis of the capital account in the balance of payment shows that net foreign borrowings, in particular, banks' net short-term foreign borrowings are procyclical. It is also found that the procyclical interaction of the foreign borrowings with the Korean economy is related to loan and asset price channels. Third, our empirical results reveal that the changes in the external short-term debt of the Korean domestic banks are procyclical while that of branches of overseas banks is not. Loan and asset price channels are also effective in this case. Considering the changes in external debt mainly reflect the changes in overseas borrowing, the procyclical feature of the foreign borrowings in Korea is mainly attributed to the Korean domestic banks's short-term external borrowing.

Keywords: procyclicality, capital flows, foreign borrowing, domestic banks, branches of overseas banks

JEL Classification: F34, G01

* First and Corresponding Author, Professor, Department of Commerce and Finance, Kookmin University, Tel: 82-2-910-4544, E-mail: cysong@kookmin.ac.kr

** Corresponding Author, Senior Economist, International Economics Team, The Bank of Korea, Tel: 82-2-759-5446, E-mail: kgy3104@bok.or.kr