

새로운 경제시스템 창출을 위한

경제주평

Weekly Economic Review

- 신흥국 발 부채 위기 오나?
- 글로벌 유동성 흐름의 특징과 시사점

목 차

■ 신흥국 발 부채 위기 오나?

- 글로벌 유동성 흐름의 특징과 시사점

Executive Summary	i
1. 글로벌 유동성 확대 배경과 추이	1
2. 글로벌 금융위기 이후 유동성 흐름의 특징	3
3. 시사점	10

비상업 목적으로 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재할 경우 내용의 출처를 명시하면 자유롭게 인용할 수 있으며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

총 괄 : 이 부 형 이 사 대 우 (2072-6306, Leebuh@hri.co.kr)

동북아연구실 : 박 용 정 선 임 연구 원 (2072-6204, yongjung@hri.co.kr)

Executive Summary

< 요약 >

■ 글로벌 유동성 확대 배경과 추이

2008년 글로벌 금융위기 이후 주요국은 마이너스 금리, 양적완화 정책을 도입함으로써 적극적인 경기 부양에 나섰다. 완화적 통화정책이 지속됨에 따라 2016년 이후 미국, 일본, 유로, 영국 등 G4의 M2 증가율은 명목 GDP 증가율을 상회하며 글로벌 과잉 유동성 수준은 확대되었다. 2017년 4분기 G4의 M2 증가율은 7.9%로 2011년 3분기 10.9% 이후 가장 높은 수치를 기록하였다. 이에 따라, 글로벌 과잉 유동성(G4 M2 증가율-명목 GDP 증가율)은 2017년 4분기 3.5%까지 상승하였다. 본고에서는 향후 주요국 통화정책 정상화로 인한 글로벌 유동성 축소가 신용, 자산시장에 파급될 영향에 대해 점검하고 관련 시사점을 제시하고자 한다.

■ 글로벌 금융위기 이후 유동성 흐름의 특징

① 신용시장

(신흥국 역외신용 증가율 확대) 2009년 이후 아시아 신흥국의 역외신용 증가율은 크게 확대되면서 유동성 축소 시기 급격한 자금 유출입을 유발할 가능성이 높은 상황이다. 세계 역내외신용 증가율은 글로벌 금융위기 이후 큰 폭으로 하락한 것으로 분석되었다. 하지만, 아시아 신흥국의 역외신용 증가율은 글로벌 금융위기 이후 18.6%로 라틴아메리카 4.6%, 미국 0.5%, 유로 -1.6% 등 타 지역 증가율을 크게 상회할 뿐 아니라 역내신용 증가율 14.3%보다 높은 수준으로 확대되었다.

(신흥국 민간신용 큰 폭으로 증가) 신흥국 민간신용은 글로벌 금융위기 이후 크게 증가, 글로벌 유동성 축소가 본격화될 경우 세계경제의 리스크 요인이 될 가능성이 높다. 글로벌 금융위기 발생 직후인 2009년 신흥국의 GDP 대비 민간신용 비중은 99.1% 수준이었으나 2017년 143.2%로 44.1%p나 확대되었다. 이는 동기간 선진국이 8.4%p 감소한 것과는 대조적이다. 특히, 민간신용 확대로 인해 위기 위험국가로 분류된 16개국 중 12개국은 신흥국으로 분석되었다.

(민간신용 중 신흥국 기업부채, 선진국 가계부채 과잉수준 지속) 신흥국 기업부채는 과다 기업부채 임계치를 크게 상회하고 있을 뿐 아니라, 글로벌 금융위기 이후 증감 폭도 확대되고 있다. 신흥국 기업부채 수준은 2008년 GDP 대비 비중이 56.2%에서 2017년 104.3%로 48.1%p 확대되며 World Economic Forum에서 제시한 과다 기업부채 임계치 80.0%를 크게 상회하고 있다. 43개국의 기업부채 분석결과, 한국은 고위

험 국가로 분류되지 않았다. 하지만, 한국의 GDP 대비 기업부채 수준은 세계 평균은 물론 과다 기업부채 임계치를 상회하는 99.4% 수준에 달한 것으로 나타났다. 한편, 선진국의 2017년 GDP 대비 가계부채 비중은 과다 가계부채 임계치인 75.0%를 상회하는 76.2%로 나타났으며, 한국은 2017년 94.4% 수준으로 글로벌 금융위기(2008년 3분기)이후 증감 폭이 43개 분석 국가 중 5번째로 높은 20.5%p를 기록하였다.

② 자산시장

(선진국 주식투자 확대) 2009년 이후 주식시장은 선진국을 중심으로 자금유입이 확대되었으며, 경제 충격 시 비거주자 중심의 투자유출이 확대되고 있다. 선진국의 주식투자는 2008년 2,320억 달러 순유출에서 2016년 2,300억 달러 순유입으로 자금유입이 확대되고 있다. 이에 따라, 선진국과 신흥국의 MSCI(Morgan Stanley Capital International Index)는 2009년 3월 각각 766.4p, 535.1p에서 2018년 3월 2,101.8p, 1,195.1p로 선진국 중심의 주식시장 성장세가 크게 확대되는 흐름이다.

(신흥국 채권투자 증가) 글로벌 금융위기 이후 신흥국 경제는 선진국에 비해 견실한 성장세를 보였다. 또한, 주요국을 중심으로 저금리 상황이 장기화됨에 따라 글로벌 채권투자 자금은 상대적으로 수익률이 높은 신흥국으로의 유입이 확대되었다. 특히, 2016년 이후 신흥국 국채금리와 미국 장기 국채금리 격차를 의미하는 EMBI(Emerging Market Bond Index) 스프레드는 하향 추세를 유지하고 있다. 글로벌 유동성 확대로 안전자산 선호 심리가 완화되며 신흥국 채권투자가 확대되고 있고, 최근에는 미국 장기 국채(10년물) 수익률 상승이 반영되어 스프레드의 감소를 유도하고 있다. 이에 따라, 신흥국의 채권투자는 2015년 910억 달러, 2016년 610억 달러 순유입이 지속되는 흐름이다.

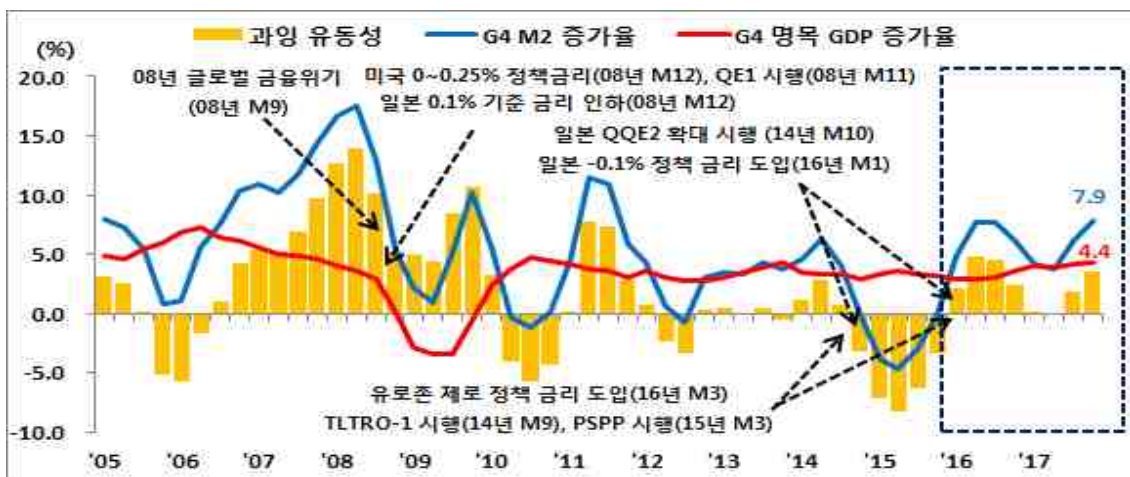
■ 시사점

미국에 이어 전 세계적으로 금융·통화정책 정상화가 이루어질 경우 글로벌 유동성 축소 및 신흥국 발 신용위기 발생 가능성이 커 이에 대한 사전적 대응노력이 필요하다. 첫째, 글로벌 자금 흐름의 특징을 모니터링하면서 금융시장의 급격한 변동성에 대비한 대응 능력을 강화해야 한다. 둘째, 국내외 금융 및 실물시장 불안이 전 세계로 파급되는 것을 방지하기 위해 글로벌 공조 강화를 위한 노력이 필요하다. 셋째, 가계 및 기업 부채를 적정 수준으로 관리하며 신용리스크 확대가 경기 위축으로 이어지지 않도록 정책적 노력이 필요하다. 넷째, 중장기적으로 내수와 외수 균형 성장을 통해 대외리스크에 강한 경제구조를 구축할 필요가 있다. 다섯째, 한국경제는 펀더멘털(Fundamental) 강화를 통해 안정적인 기초 체력을 유지해야 한다.

1. 글로벌 유동성 확대 배경과 추이1)

- 2016년 이후 주요국은 마이너스 금리 도입 등 완화적 통화정책 지속으로 통화량 증가율이 경제 성장률을 상회하며 글로벌 과잉 유동성 수준 확대
 - 2008년 글로벌 금융위기 이후 주요국을 중심으로 마이너스 금리 도입 및 비전통적 통화정책 확대 실시
 - 미국(Fed)은 2008년 리먼 브라더스 파산으로 촉발된 글로벌 금융위기에 대응하고자 2008년 11월 주요국 중 가장 먼저 양적완화(QE1) 정책 도입
 - 이후, 유로(ECB), 일본(BOJ) 중앙은행은 제로 및 마이너스 금리의 도입 뿐 아니라 양적완화 정책을 실시함으로써 적극적인 경기 부양에 나섰다
 - 완화적 통화정책의 지속으로 2016년 이후 M2 증가율은 명목 GDP 증가율을 상회하며 글로벌 과잉 유동성 수준 확대
 - 2008년 3분기(전년동기비) 0.9%까지 하락한 G4(미국, 일본, 유로, 영국)의 M2 증가율은 2011년 3분기 10.9% 이후 가장 높은 2017년 4분기 7.9%를 기록
 - 글로벌 과잉 유동성은 2016년 이후 G4의 M2 증가율이 명목 GDP 증가율을 상회하며 2017년 4분기 3.5%p까지 상승
- 본고에서는 주요국 통화정책 정상화로 인한 글로벌 유동성 축소가 신용 및 자산시장에 파급될 영향에 대해 점검하고 관련 시사점을 제시하고자 함

< 글로벌 유동성 및 명목 GDP 증가율 추이 >



자료 : FED, ECB, BOJ, BOE, Bloomberg.

주 : 과잉 유동성 = G4 M2 증가율 - G4 명목 GDP 증가율.

1) 글로벌 유동성 개념 및 추정 방법 <참고 1> 참조.

<참고 1> 글로벌 유동성 개념 및 추정 방법

- 국제기구인 IMF²⁾, BIS³⁾ 등에서 글로벌 유동성에 대한 개념을 제시
 - IMF는 G4(미국, 유로, 일본, 영국) 국가의 M2 통화량과 본원통화로 제시하고 있으며, BIS는 G3(미국, 유로, 일본)의 역내신용과 역외신용의 합으로 정의함
 - 글로벌 유동성 개념의 포괄 범위를 살펴보면 본원통화, M2, 역내외신용 순으로 범위가 확대되는데, 본고에서는 IMF에서 제시한 M2 개념을 토대로 글로벌 유동성 수준을 추정

- 글로벌 과잉 유동성은 강현주(2013)⁴⁾를 참고하여 G4의 M2 증가율과 G4 명목 GDP 증가율의 차이로 정의
 - 글로벌 과잉 유동성 = G4 M2 증가율 - G4 명목 GDP 증가율
 - $G4 M2 = \sum_i^n M2_{i,t} \cdot \omega_{i,t}$ (where, i = 국가, t = 시간, $M2$ = 광의통화, ω = 가중치)
 - $\omega_{i,t} = \frac{\text{명목 } GDP_{i,t}}{\sum_i^n \text{명목 } GDP_{i,t}}$ (where, i = 국가, t = 시간, 달러기준)
 - $G4 \text{ 명목 } GDP = \sum_i^n \text{명목 } GDP_{i,t}$ (where, i = 국가, t = 시간, 달러기준)
 - 추정된 G4의 M2와 G4의 명목 GDP를 전년동기대비 증가율로 계산 후 과잉 유동성 수준 도출

2) IMF (2010), "Meeting New Challenges to Stability and Building a Safer System", Global Financial Stability Report, April 2010.
 3) BIS (2017), "Global liquidity indicators: methodology", September 2017.
 4) 자본시장연구원 (2013), "글로벌 유동성과 국제자본이동과의 관계에 관한 연구", 강현주, 이승호, 2013.12.

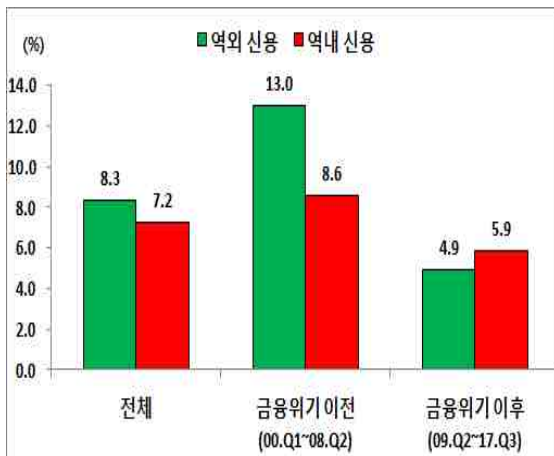
2. 글로벌 금융위기 이후 유동성 흐름의 특징⁵⁾

① 신용시장

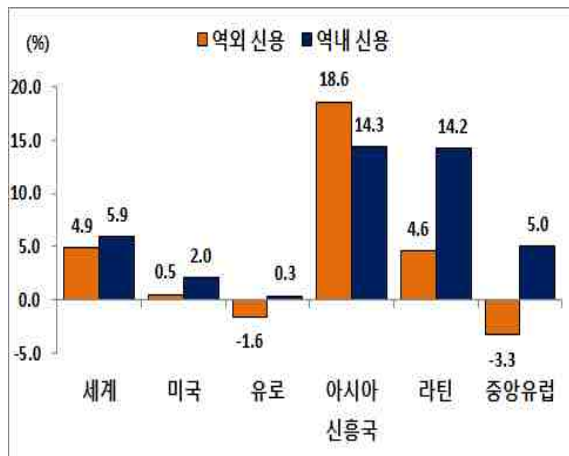
○ (신용국 역외신용 증가율 확대) 2009년 이후 아시아 신용국의 역외 신용 증가율은 크게 확대되면서 유동성 축소 시기 급격한 자금 유출입이 유발될 가능성이 높음

- 글로벌 금융위기 이후 세계 신용 증가율은 역내신용을 중심으로 확대
 - 세계 역내외신용 증가율은 글로벌 금융위기 이후 큰 폭으로 하락한 것으로 분석되는데 이는 세계 경기가 위기 이전 수준까지 회복하지 못한 것에 기인
 - 2009년 위기 이전 세계 역외신용 증가율은 13.0%로 역내신용 증가율 8.6% 보다 높은 수준이었지만, 위기 이후 각각 4.9%, 5.9%로 역외신용 증가율이 역내신용 증가율을 하회
- 2009년 이후 아시아 신용국 역외신용 증가율은 타 지역 수준을 크게 상회
 - 글로벌 금융위기 이후 미국, 유로, 라틴아메리카, 중앙유럽 등의 역내신용 증가세는 역외신용 수준보다 높은 것이 특징
 - 하지만, 아시아 신용국의 역외신용 증가율은 18.6%로 타 지역 증가율을 크게 상회할 뿐 아니라 역내신용 증가율 14.3%보다 높음

< 세계 비금융부문 역내외신용 연평균 증가율 추이 >



< 글로벌 금융위기 이후 역내외신용 지역별 연평균 증가율 >



자료 : BIS, Credit to the non-financial sector; 자료 : BIS, Credit to the non-financial sector; Locational banking statistics.

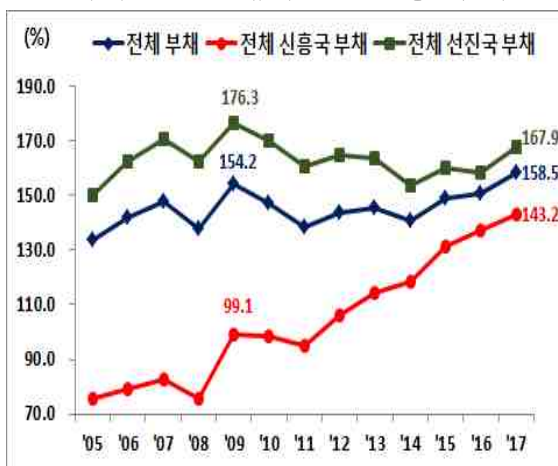
주 : 금융위기 08.Q3~09.Q1 시기 분석 제외. 주 : 2009.Q2~2017.Q3 연평균 증가율.

5) 본고의 선진국과 신용국은 BIS 분류 기준에 따름. 선진국 22개국(미국, 포르투갈, 이탈리아, 아일랜드, 그리스, 스페인, 독일, 프랑스, 네덜란드, 오스트리아, 벨기에, 핀란드, 룩셈부르크, 영국, 호주, 캐나다, 스위스, 덴마크, 스웨덴, 노르웨이, 뉴질랜드, 일본), 신용국 21개국(중국, 브라질, 러시아, 사우디, 아르헨티나, 칠레, 콜롬비아, 남아공, 인도, 한국, 싱가포르, 홍콩, 인도네시아, 말레이시아, 태국, 멕시코, 터키, 체코, 헝가리, 이스라엘, 폴란드).

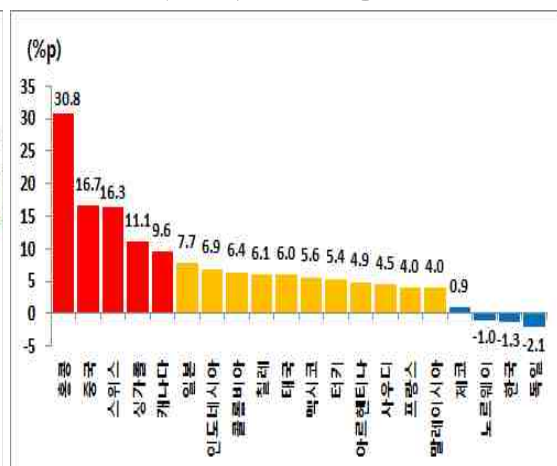
○ (신용국 민간신용 큰 폭으로 증가) 신용국 가계 및 기업부채 등 민간신용은 글로벌 금융위기 이후 크게 상승하며 잠재 리스크로 내재

- 가계와 기업부채 부문을 합한 민간신용은 신용국을 중심으로 큰 폭으로 확대
 - 글로벌 금융위기 이후 2009년 신용국의 GDP 대비 민간신용은 99.1% 수준이었으나 2017년 143.2%로 44.1%p 크게 확대되며 동기간 세계 4.3%p 소폭 상승, 선진국 -8.4%p 감소와 대비되는 흐름
 - 특히, 2017년 선진국의 GDP 대비 민간신용은 167.9%로 세계 158.5%, 신용국 143.2%를 상회하는 수준
- 민간신용 확대로 인한 위기 위험 국가로 분류된 16개국 중 12개국은 신용국으로 분석
 - 2017년 3분기 민간신용 갭은 홍콩, 중국, 스위스, 싱가포르, 캐나다 등 5개국이 위기 경보 국가로 분류되었으며, 일본, 인도네시아, 콜롬비아 등 11개국이 위기 주의 국가로 분석
 - 한국의 민간신용 갭은 -1.3%p로 위기 경보 및 주의 국가로 분류되지 않았지만, 조사 대상국 43개국 중 19번째로 높은 수준

< 지역별 GDP 대비 민간신용 추이 >



< 주요국 민간신용 갭 >



자료 : BIS, Total credit to the non-financial sector.

주1) 민간신용 = 가계신용+기업신용.

2) 각 연도 4분기 기준, 2017년은 3분기 기준.

자료 : BIS, Credit-to-GDP gaps Statistics.

주1) 2017년 3분기 기준.

2) GDP 대비 민간신용 - HP 장기 추세.

3) 빨간색은 경보, 주황색은 주의.

○ (신용국 기업부채 상승) 신용국의 기업부채는 과다부채 임계치를 크게 상회하고 있을 뿐 아니라 글로벌 금융위기 이후 증감 폭도 크게 확대

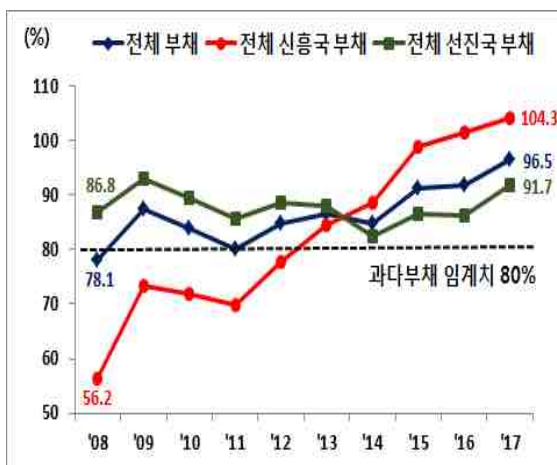
- 신용국의 GDP 대비 기업부채는 증가 속도 뿐 아니라 절대적 수준도 가장 높은 수준

- 신용국의 GDP 대비 기업부채는 2008년 56.2%에서 2017년 104.3%로 48.1%p 확대되며 WEF(2010)⁶⁾의 과다부채 임계치 80.0%의 1.3배 큰 수준
- 세계, 선진국의 기업부채 수준은 2017년 각각 96.5%, 91.7%로 2008년 대비 18.4%p, 4.9%p 증가 추세임

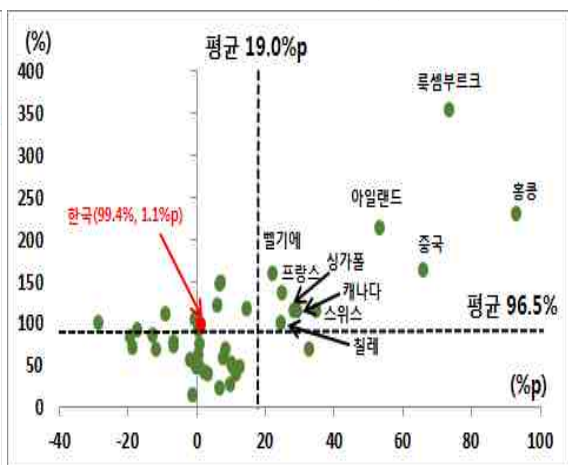
- 43개국 기업부채 분석결과 신용국으로 분류되는 한국은 고위험 국가로 분류되지 않았지만, 세계 평균과 과다부채 임계치를 상회하는 수준

- GDP 대비 기업부채 비중이 상승하고, 세계 평균을 상회하는 고위험 국가는 룩셈부르크, 홍콩, 아일랜드, 중국, 칠레, 싱가포르 등 43개국 중 10개국에 이름
- 한국은 2008년 3분기 대비 2017년 3분기 기업부채 증가폭이 1.1%p로 낮은 수준이지만 기업부채 수준이 세계 평균과 과다부채 임계치를 상회하는 수준

< 지역별 GDP 대비 기업부채 추이 >



< 글로벌 금융위기 이후 GDP 대비 기업부채 수준 및 증감폭 >



자료 : BIS, Total credit to the non-financial sector. 자료 : BIS, Total credit to the non-financial sector.

주1) 시장가격 기준.

주1) 비금융기업, 시장가격 기준.

2) 각 연도 4분기 기준, 2017년은 3분기 기준

2) 증감은 2008년 3분기 대비 2017년 3분기, 평균은 2017년 3분기 기준.

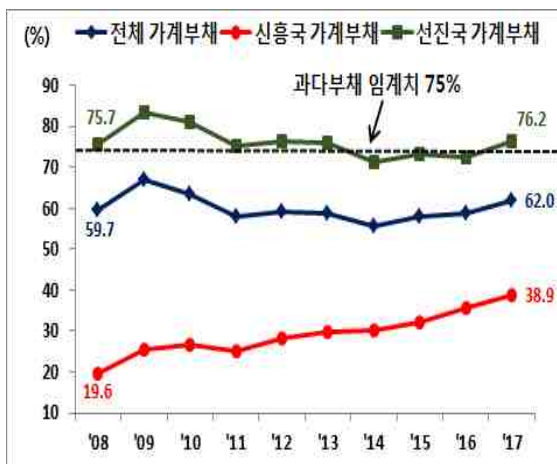
6) World Economic Forum (2010), "More Credit Fewer Crises", December 2010.

7) World Economic Forum (2010) 에서는 경제부문별 GDP 대비 부채 임계치를 기업 80.0%, 가계 75.0%로 제시.

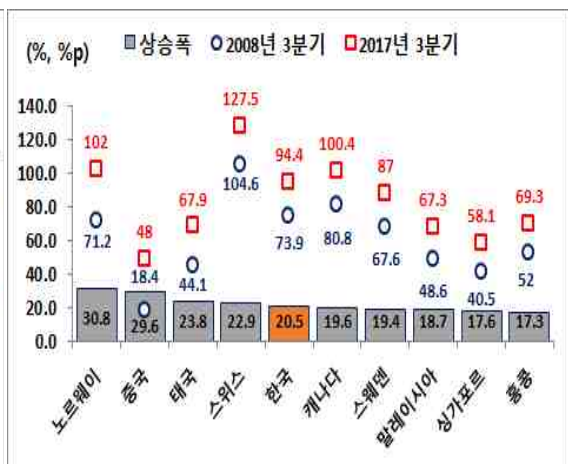
○ (선진국 가계부채 과잉수준 지속) 신용국의 가계부채는 과다부채 임계치를 크게 하회하고 있으나 선진국은 과다부채 수준을 상회

- 신용국의 가계부채 증감 수준은 큰 폭으로 상승한 가운데 선진국의 가계부채는 과다부채 임계치 75%를 상회
 - 세계와 선진국의 GDP 대비 가계부채는 각각 2008년 59.7%, 75.7%에서 2017년 62.0%, 76.2%로 비슷한 수준에서 등락을 유지
 - 하지만, 신용국의 GDP 대비 가계부채는 동기간 19.3%p 상승하며 2017년 GDP 대비 38.9% 비중을 나타냄
- 특히, 글로벌 금융위기 이후 한국의 GDP 대비 가계부채 증감은 43개국 가운데 5번째로 높은 수준
 - 노르웨이는 2008년 3분기 대비 17년 3분기 30.8%p 상승하며 GDP 대비 가계부채 비중이 가장 높게 상승
 - 한국은 2008년 3분기 73.9%에서 17년 3분기 94.4%로 20.5%p 확대되며, 중국 29.6%p, 태국 23.8%p, 스위스 22.9%p 다음으로 높은 수준을 나타냄

< 지역별 GDP 대비 가계부채 추이 >



< 글로벌 금융위기 이후 GDP 대비 가계부채 증감 상위 10개국 >



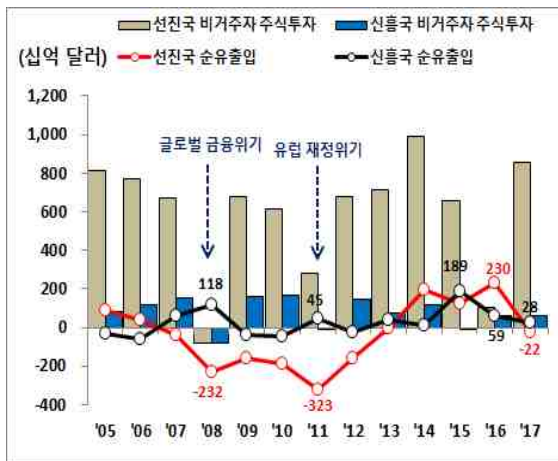
자료 : BIS, Total credit to the non-financial sector. 자료 : BIS, Total credit to the non-financial sector.
 주1) 시장가격 기준. 주 : 시장가격 기준.
 2) 각 연도 4분기 기준, 2017년은 3분기 기준.

② 자산시장

○ (선진국 주식투자 확대) 2009년 이후 주식시장은 선진국을 중심으로 자금 유입이 확대되었으며, 경제 충격 시 비거주자 중심의 투자유출 확대

- 선진국의 주식투자는 2011년 이후 지속적으로 상승하며 순유입으로 전환 되었으나, 2017년 비거주자 주식투자가 큰 폭으로 증가하며 순유출 흐름
- 선진국 주식투자는 2008년 2,320억 달러에서 2011년 3,230억 달러까지 순유출을 지속하다 2016년 2,300억 달러 순유입으로 큰 폭 상승
- 하지만, 2017년 3분기까지 선진국 비거주자 주식투자 규모가 전년 대비 크게 확대됨에 따라 220억 달러 순유출을 나타냄
- 선진국의 비거주자 주식투자 규모는 경제 충격 시 큰 폭으로 축소되며, 자산 시장 변동성을 높이는 요인으로 작용8)
- 선진국을 중심으로 주식시장 성장세가 지속되며 신흥국 주식시장과의 격차가 큰 폭으로 확대
- 선진국 MSCI(Morgan Stanley Capital International Index)는 2009년 3월 766.4p 이후 상승세가 확대되며 2018년 3월 2,101.8p까지 상승
- 신흥국 MSCI 역시 2018년 3월 1,195.1p로 글로벌 금융위기 이후 상승세를 지속 중이나 선진국 MSCI에 크게 못 미치는 수준임

< 포트폴리오 주식투자 유출입 >



자료 : IMF BOP Portfolio investment.
 주1) 선진국 22개국, 신흥국 21개국.
 2) 2017년은 3분기 누계.

< 선진국 및 신흥국 주가지수 추이 >



자료 : Bloomberg.
 주 : 월평균 기준.

8) 글로벌 금융위기 : 2007년 비거주자 주식투자 8,260억 달러 → 2008년 -1,620억 달러.
 유럽 재정위기 : 2010년 비거주자 주식투자 7,810억 달러 → 2011년 2,730억 달러.

○ (신흥국 채권투자 증가) 글로벌 금융위기 이후 신흥국 경제의 성장세와 글로벌 유동성 확대에 따라 선진국 대비 고수익 고위험 채권시장인 신흥국으로의 투자가 확대

- 글로벌 금융위기 이후 신흥국 경제의 견실한 경제성장과 저금리 기조의 지속으로 확대된 유동성은 신흥국 채권 매수세를 확대
 - 신흥국 경제성장률(IMF, WEO기준)은 2010년~2017년 기간 연평균 5.3% 성장세를 유지하며, 세계 3.8%, 선진국 1.9%에 비해 높은 경제성장을 보임
 - 2016년 이후 EMBI(Emerging Market Bond Index) 스프레드는 하향 추세이며, 글로벌 유동성 확대에 따른 위험자산 선호 심리가 강화되는 흐름
 - 이에 따라, 신흥국 채권의 매수세가 확대되고 미국 장기 국채수익률 상승과 함께 EMBI 스프레드 감소를 유도
- 2015년 이후 신흥국의 채권투자는 순유입으로 전환되었고, 2017년 선진국 통화정책 정상화 기대감 상승으로 선진국 채권투자는 순유입으로 확대
 - 신흥국의 채권투자는 2015년 910억 달러, 2016년 610억 달러를 기록하며 순유입을 유지하고 있으며, 선진국은 2016년 1,190억 달러 순유출을 기록
 - 하지만, 2017년 미국, 유럽 등 선진국 통화정책 정상화의 기대감 확대로 채권투자는 선진국이 300억 달러 순유입, 신흥국 1,530억 달러 순유출 흐름
 - 특히, 비거주자의 채권투자는 선진국과 신흥국 모두 경제 충격 발생 시 급감)

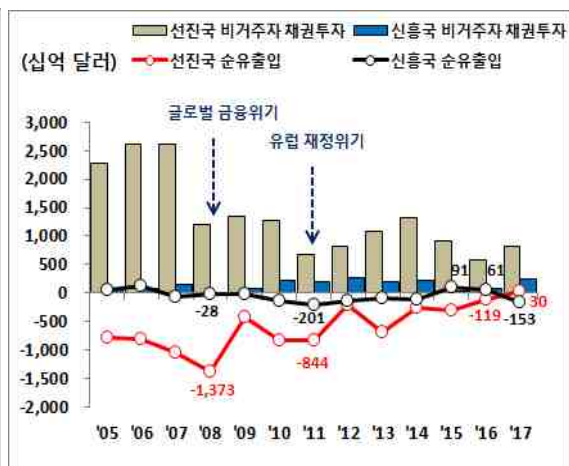
< EMBI 스프레드 및 미국 장기금리 >



자료 : Bloomberg.

- 1) 신흥국 국채금리-미국 장기 국채금리.
- 2) EMBI 스프레드가 클수록 안전자산 선호 현상 강화.

< 포트폴리오 채권투자 유출입 >



자료 : IMF BOP Portfolio investment.

- 1) 선진국 22개국, 신흥국 21개국.
- 2) 2017년은 3분기 누계.

9) 글로벌 금융위기 : 2007년 비거주자 채권투자 2조 7,710억 달러 → 2008년 1조 1,590억 달러.
 유럽 재정위기 : 2010년 비거주자 채권투자 1조 4,880억 달러 → 2011년 8,700억 달러.

③ 종합평가

○ 미국 발 글로벌 유동성 축소가 본격화됨에 따라 신흥국 중심의 신용리스크 확대와 금리 인상기 주식 및 채권투자 변동성 증가를 경계할 필요

- 2009년 이후 자본 유출입과 상관성이 높은 역외신용 증가율은 신흥국을 중심으로 크게 확대
 - 글로벌 금융위기 이후 아시아 신흥국을 중심으로 역외신용 증가율이 큰 폭으로 확대된 가운데 유동성 축소 시기 리스크에 취약한 신흥국을 중심으로 급격한 투자자금 유출입이 발생할 가능성이 높음
- 가계부채와 기업부채 등 민간신용 리스크는 신흥국에 집중되어 있는 것으로 분석
 - 가계부채와 기업부채로 구성되는 민간신용 역시 2009년 이후 신흥국을 중심으로 크게 확대된 흐름으로, 민간신용 중 신흥국은 기업부채, 선진국은 가계부채 수준이 과다부채 임계치를 상회하는 것으로 분석됨
 - 특히, 민간신용 리스크 위험 국가로 분류된 16개국 중 12개국은 신흥국으로 분석됨에 따라 향후 주요국 통화정책 정상화에 따른 신흥국 신용리스크는 세계 경제의 잠재리스크로 작용할 가능성이 높음
- 글로벌 금융위기 이후 유동성 확대에 따른 위험선호 심리가 강화됨에 따라 선진국은 주식투자, 신흥국은 채권투자의 증가세 확대
 - 선진국을 중심으로 주식시장 성장세가 지속되며 투자자금 유입이 가속화하고 있으며, 신흥국과의 주식시장 격차가 큰 폭으로 확대되고 있음
 - 글로벌 유동성 확대로 안전자산 선호 현상이 완화되며, 신흥국 채권을 중심으로 매수세가 강화되는 흐름
 - 다만, 주식 및 채권투자는 경제 충격 시 비거주자 투자를 중심으로 급격히 유출되는 흐름을 유지하고 있어 향후 통화정책 정상화에 따른 변동성 확대 요인으로 작용할 가능성을 경계할 필요
- 한국경제는 가계부채를 중심으로 신용리스크가 확대되고 있으며, 미국의 정책금리 인상으로 향후 시장금리 상승 압력이 커질 것으로 예상

- 한국의 가계부채는 글로벌 금융위기 이후 상승폭이 43개 분석 대상 국가 중 5번째로 높은 수준이며 과다부채 임계치를 상회
- 특히, 자산시장에서는 2014년 이후 한국과 미국의 정책금리가 점진적으로 축소됨에 따라 비거주자의 채권투자 유출이 과거에 비해 확대되는 흐름을 보이고 있음¹⁰⁾
- 한국 시장금리는 미국 시장금리와의 동조화¹¹⁾가 밀접하게 이뤄진다는 점을 감안할 때 미국의 정책금리 인상은 국내 시장금리 인상 압력으로 작용할 가능성이 높음
- 이에 따라, 시장금리 인상에 따른 자금조달 비용 상승은 가계 및 기업 등 경제주체에 부담으로 작용하여 소비와 투자심리 악화 등 실물경제에 부정적 영향을 미칠 가능성이 큼

4. 시사점

- 미국에 이어 전 세계적으로 금융·통화정책 정상화가 이루어질 경우 글로벌 유동성 축소 및 신흥국 발 신용위기 발생 가능성이 높음
- 이에, 실물 및 금융시장 변동성 확대에 대비한 사전적 정책 대응 노력 뿐 아니라 중장기적으로 대외리스크에 강한 경제구조를 구축할 필요
- 첫째, 글로벌 자금 흐름의 특징을 모니터링하면서 금융시장의 급격한 변동성에 대비한 대응 능력을 강화해야 함
 - 글로벌 금융위기 이후 주요 선진국으로부터 확대된 유동성은 신흥국으로 유입되어 가계, 기업 등 민간부문 신용을 확대시키는 요인으로 작용함
 - 특히, 신흥국의 역외신용 증가세가 확대되고 있는 점을 고려할 때 향후 글로벌 유동성 축소에 따른 리스크는 신흥국을 중심으로 확대될 가능성이 높음

10) <참고 2> 참조.

11) 전체(05.M1~18.M2)기간 한국 미국 시장(국채)금리 상관계수
 - 3개월 만기 : 0.70 → 3년 만기 0.68 → 5년 만기 0.68 → 10년 만기 0.82.
 금리 역전기(05.M8~07.M8) 한국 미국 시장(국채)금리 상관계수
 - 3개월 만기 : 0.78 → 3년 만기 0.29 → 5년 만기 0.16 → 10년 만기 0.04.

- 향후, 주요국을 중심으로 점진적 출구전략이 수행될 것으로 전망됨에 따라 국내외 금리 차를 적정 수준으로 관리하여 급격한 외국인 투자 자금의 유출입을 방지해야 할 것임
- 둘째, 국내외 금융 및 실물시장 불안이 전 세계로 파급되는 것을 방지하기 위해 글로벌 공조 강화를 위한 노력이 필요
 - 글로벌 유동성 축소 과정에서 발생될 잠재리스크 요인들이 신흥국에 집중돼 있다는 점을 상기할 때 충격 발생 시 타 국가로 파급될 가능성은 높은 상황
 - 신흥국 및 국내외 금융, 실물시장의 모니터링을 철저하게 강화하는 한편, 국제기구를 중심으로 글로벌 공조를 통한 상시 대응 체제를 구축할 필요
- 셋째, 가계 및 기업부채를 적정 수준으로 관리하며 신용리스크 확대가 경기 위축으로 이어지지 않도록 정책적 노력이 필요
 - 통화정책 정상화 과정에서 발생될 금리 인상은 기업의 조달비용과 가계의 원리금 상환 부담을 가중시킬 것으로 우려
 - 특히, 국내 가계부채 수준은 세계 평균을 크게 상회할 뿐 아니라 증감폭도 급격히 확대되고 있어 가계 소비위축에 따른 경기 회복의 제약요인으로 작용할 가능성이 높음
 - 이에 따라, 통화정책 결정 시 기업 및 가계 등 경제주체들의 투자와 소비 심리를 위축시키지 않도록 경기 상황을 적극적으로 고려해야 할 것임
- 넷째, 중장기적으로 내수와 외수의 균형 성장을 통해 대외리스크에 강한 경제구조를 구축할 필요
 - 글로벌 금융위기 이후 저금리가 지속됨에 따라 확대된 유동성 수준은 통화정책 정상화 과정에서 일부 선진국 및 신흥국 경기를 둔화시키는 요인으로 작용할 가능성이 있음
 - 최근에는 미국 발 관세전쟁 등 보호무역주의 강화, 미국 정책금리 인상 등 수출 중심의 대외의존형 국가경제에 부정적 요인들이 산재
 - 중장기적으로 서비스 산업 등 내수산업 육성을 통해 대외경제 리스크에 취약한 수출 주도 경제구조를 보완하고자 하는 구조적 노력이 절실

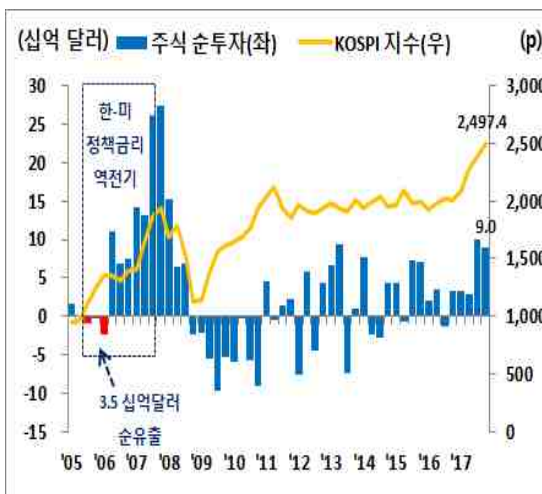
- 다섯째, 한국 경제는 펀더멘털(Fundamental) 강화를 통해 안정적인 기초 체력을 유지해야 함
 - 단기외채, 외환보유고, 국가신용등급 등 대외부문 뿐 아니라 재정수지, 정부부채 등 대내부문의 건전성 지표를 양호한 수준으로 관리함으로써 외부 충격에 강한 안정적인 경제 펀더멘털을 유지해야 함
 - 양호한 경제여건 유지를 통해 단기적 금융 불안을 미연에 방지하고, 시장과의 소통(Announcement) 강화 노력도 병행함으로써 신뢰성 유지를 지속해야 할 것임 **HRI**

박용정 선임연구원 (2072-6204, yongjung@hri.co.kr)

<참고 2> 한국과 미국 금리 차에 따른 주식 및 채권투자 유출입 특징

- 한국과 미국 간 정책금리가 역전된 직후 3분기 동안 주식 순유출 경험
 - 2000년 이후 한미 간 정책금리가 역전된 시기는 2005년 8월부터 2007년 8월까지 2년으로 최대 -1.0%p까지 금리 차가 확대
 - 정책금리 역전 당시 과도한 주식투자 유출은 없었으나, 역전 직후 연속 3분기 3.5십억 달러 주식 순유출을 기록
- 2014년 이후 한미 간 시장 및 정책금리 차가 축소됨에 따라 비거주자 채권투자 유출 흐름
 - 2014년 이후 한국과 미국 간 중앙은행 정책금리 차가 점진적으로 축소됨에 따라 비거주자의 채권투자는 2017년 4분기까지 11.5십억 달러 유출
 - 이는 한미 간 3년물 국채금리 및 정책금리 수준이 상대적으로 높게 유지되던 2010년 1분기~2013년 4분기까지 74.2십억 달러 유입된 것과 대조되는 현상

< KOSPI 지수 및 주식투자 유출입 >



자료 : 한국은행 ECOS, Bloomberg.
 주 : 주식 순투자는 포트폴리오 계정 기준.

< 한미 정책금리 차 및 비거주자 채권투자 유출입 >



자료 : 한국은행 ECOS, Bloomberg.
 주 : 비거주자 채권투자는 포트폴리오 계정 기준.