

주요 내용

■ 자본 자유화 이후 자본 유출입의 결정 요인 ■

자본 자유화 조치의 자본 유출입 증대 가능성

- 일반적으로 자본 자유화 조치는 자본 유출입을 증대시키는 것으로 인식되나, 실제 결과가 반드시 그렇다는 보장은 없음
- 따라서 올 4월의 외환 자유화 조치가 자본 유출입 등 국내 경제에 미칠 영향을, 과거 자본 자유화 조치('86~'98)의 경험을 통해 살펴볼 필요가 있음

과거 자본 자유화 조치가 국내 자본 유입에 미친 영향

- (단기적 영향) 기업의 외화차입 한도 확대 등 자본 유입 자유화 조치는 포트폴리오 자본(주식, 채권 등 금융자산에 대한 투자) 유입을 증대시키나 직접투자에는 큰 영향이 없고, 그리고 해외 주식투자 한도 확대 등 자본 유출 자유화 조치는 어떠한 형태의 자본 흐름에 대해서도 유의적인 영향을 주지 못함
- (중장기적 영향) 자본 유출입 자유화 조치가 포트폴리오 흐름에 상당한 영향(통상 시행 후 5개월 쯤에 가장 큰 영향)을 미친 것으로 나타났으나, 직접투자에 대한 영향은 미약함

최근 자본 자유화 조치의 예상 영향

- 추론 결과, 4월 외환 자유화 조치로 일단 자본 순유입이 증가할 것이나, 이 조치가 직접투자보다는 단기 포트폴리오 투자에 영향이 큰 만큼, 향후 급격한 단기적 자본 유출이 발생할 수도 있음
- 과거 국내 금리 변동이 자본 유출입에 미치는 영향이 매우 컸음을 감안할 때, 앞으로도 이러한 양상은 지속·확대될 것으로 예상됨

정책적 시사점

- (자유화 조치의 탄력적 운영 필요) 향후 포트폴리오 자금 유입 규모의 적정 관리를 위해 자본 유입 통제 조치나 추가적 자본 유출 자유화 정책이 필요함
- (탄력적 금리 정책 필요) 통화 및 금리 정책은 국내 수요 조절 목적 이외에도 자본 흐름의 적정 규모 유지를 주요한 목표로 삼아야 함
- (직접투자 유치 활성화) 외환 자유화 조치로 직접투자 증대를 기대하기는 어려우므로, 투자 절차 간소화 등과 같은 장기자본 유입 정책이 필요함

기획 논단

자본 자유화 이후 자본 유출입의 결정 요인

양 두 용 yangdy@hri.co.kr ☎ 724-4057

양 성 수 yangs@hri.co.kr ☎ 724-4017

자본 유출입 추이의 특징

● 자본 유출입 추이

- 86년부터 98년까지 국내 민간 부문의 대외 자본 흐름¹⁾은 자금 흐름의 방향에 따라 크게 세 기간으로 나누어 볼 수 있음

기 간	내 용
자본 순유출기 (86~90년)	- 경상수지 흑자의 급증으로 인한 국제 수지 흑자 증대를 조정하기 위해 강력한 자본 유출 정책을 실시 - 월평균 2억 7천만 달러의 자본 순유출이 발생함
자본 순유입기 (91~96년)	- OECD 가입 등 대외 개방, 경기 호조 등에 의해 91~95년 중 월평균 6억 5천만 달러가, 특히 96년에는 월 평균 17억 달러에 달하는 자본이 순유입됨
자본 순유출기 (97~현재)	- 외환 위기를 전후하여 97년과 98년에 각각 월평균 6억 8천만 달러와 5억 3천만 달러의 자본이 순유출 되었음

● 문제 제기

- OECD 가입 이후 급격히 진행되고 있는 국내 외환 및 자본 자유화 조치는 97년 외환위기 이후 더욱 가속화되고 있음
- 적절한 금융 감독 및 규제를 동반하지 않은 외환 및 자본 자유화 조치가 외환 위기의 한 요인이었다는 점을 감안할 때, 자본 자유화 조치로 인한 부작용을 최소화시킬 수 있는 거시 경제 운용과 미시적인 후속 조치들을 검토할 필요가 있음

<대외 자본 흐름(capital flows) 추이¹⁾>

(단위 : 백만 달러)

1) 여기서 사용된 순자본흐름(net capital flow)의 개념은 기간 중 자본 유입에서 유출을 차감한 자본 순유입 또는 자본 순유출과 동일한 의미로, 순자본흐름이 증대한 것은 순유입이, 감소한 것은 순유출이 있음을 의미함

	86~90	91~95	96	97	98
민간자본 순흐름 (A+B+C)	-16,356.7 (-272.6)	38,973.2 (649.2)	20,800.5 (1,733.4)	-8,130.9 (-677.6)	-4,784.4 (-531.6)
포트폴리오 순흐름(A) ²⁾	-2,337.0 (-39.0)	36,582.5 (609.7)	15,184.6 (1,265.4)	14,295.3 (1,191.3)	824.7 (91.6)
대출자금 순흐름(B) ³⁾	-13,982.0 (-233.0)	7,312.9 (121.9)	7,960.6 (663.4)	-20,821.0 (-1,735.1)	-5,878.6 (-653.2)
직접투자 순흐름(C) ³⁾	-37.7 (-0.6)	-4,922.2 (-82.0)	-2,344.7 (-195.4)	-1,605.2 (-133.8)	269.5 (29.9)

자료 : 한국은행, 「국제수지」, 각호.

주 : 1) 기간중 총액 규모이며, ()내는 월 평균액, 98년은 9월말까지

2) 국내 금융기관 및 기업의 대외부채성 증권 및 지분 증권, 외국인의 국내 증시 및 채권시장 투자 관련 자금의 순흐름(기간 중 유입-기간 중 유출)

3) 국내 금융기관 및 기업의 대외 대출 자금 조달 및 공급의 순흐름

4) 국내 금융기관 및 기업의 해외 직접 투자와 외국인의 국내 직접 투자의 순흐름

- 따라서 98년 이후 일련의 자유화 조치에 이어 금년 4월부터 단계적으로 시작될 외환 거래의 전면 자유화가 자본 유입에 미칠 영향을 분석할 필요성이 있음
- 이러한 관점에서 이 글에서는 80년대 중반부터 98년까지 외환정책 당국의 자본자유화 조치가 대외 자본의 유입 및 유출에 어떠한 영향을 미쳤는가를 알아봄으로써, 외환 거래 자유화가 자본 유출입에 미칠 영향을 추론하고자 함
- 이와 아울러 자본 유출입에 주요한 영향을 미치는 여타 변수를 추출함으로써 향후의 대외 자본 흐름에 대한 바람직한 정책 방향을 제시하고자 함

자본 자유화 지수를 통해 본 국내 자본 자유화의 특징

● 자본 자유화 지수

- 자본 자유화가 자본의 유출입에 미치는 영향을 분석하기 위해서는 자본 자유화 정도를 지수화시켜 계량화할 필요가 있음
- 따라서 정부의 각종 대외 자본 거래 관련 조치들을 자본 유입 관련 조치와 자본 유출 관련 조치로 나누어 분류하였음²⁾
- 자본 유입과 유출의 자유화 조치를 수치로 전환하여 매월 자유화의 정도를 계량

2) 한국은행 「조사통계월보」의 매월 국내 경제일지를 통해 외환 및 대외 자본 거래 관련 주요 조치들을 대부분 추출함

화하였음³⁾

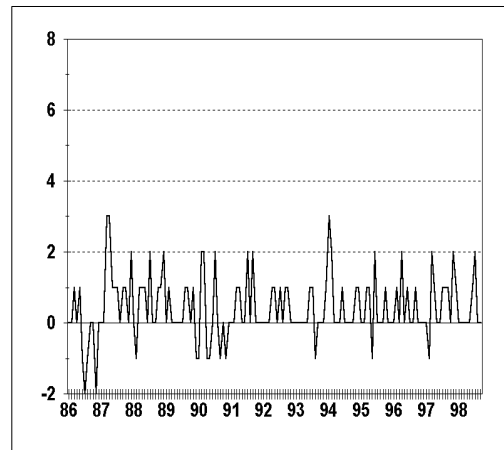
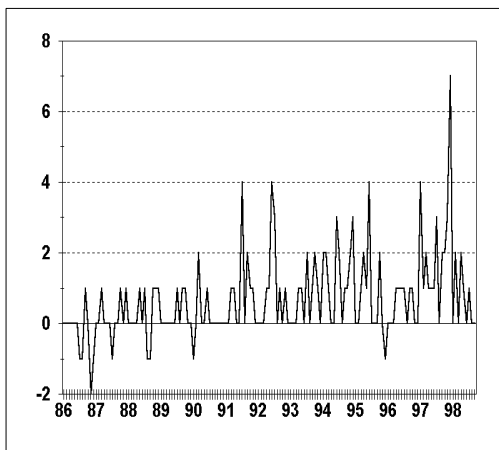
● 자본 자유화의 특징

- (지속적인 강화) 86년 이후 국내의 대외 자본 거래 관련 조치들은 평균적으로 자본 자유화가 강화된 방향으로 진행되었음
- 자본 유입 자유화 및 자본 유출 자유화 지수의 추이를 살펴보면, 지수가 0 이하인 시기보다 0 이상인 시기가 전반적으로 많음을 알 수 있음

<월별 자본 자유화 지수 추이>

자본 유입 자유화 지수(IFINDEX)

자본 유출 자유화 지수(OFINDEX)



- (자본 유입에 치중) 80년대 중반 이후 국내 자본 자유화의 특징은 자본 유출보다

3) ① 자본유입자유화 지수(IFINDEX)

- 매월 자본유입을 유도하는 조치는 +1을, 자본유입을 규제하는 조치는 -1을 부여하여 합산한 것이 해당월의 자본유입자유화 지수가 됨
- 따라서 자본유입자유화 지수는 0을 기준으로 증가할 경우에는 자본유입자유화가 강화된 것이고, 감소할 경우에는 자본유입자유화가 저하된 것으로 해석할 수 있음

② 자본유출자유화 지수(OFINDEX)

- 역시 자본유출을 유도하는 조치는 +1을, 자본유출을 규제하는 조치는 -1을 부여하여 합산한 것이 해당월의 자본유출자유화 지수가 됨
- 따라서 자본유출자유화 지수 역시 0을 기준으로 증가하면 자본유출자유화가 강화된 것이고, 감소하면 자본유출자유화가 저하된 것임

는 유입을 유도하기 위한 조치가 많았다는 것임

· 86~98년 사이에는 자본 유입 자유화 지수 0.65, 자본 유출 자유화 지수 0.41로 자본 자유화가 진전되었으며, 특히 자본 유입을 유도하기 위한 조치가 많았음

- (80년대 후반 자본 유출 자유화에 집중) 한편 80년대 후반(86~89년)에는 상대적으로 자본 유입을 규제하는 조치가 많아 자본 유입 자유화 지수가 0.08에 불과했던 반면, 자본 유출 촉진책이 강화되어 자본 유출 자유화 지수는 0.42에 이르렀음

- (90년대 자본 유입 자유화가 대폭 강화) 90년대에도 자본 유출 자유화는 지속되었으나, 자본 유입 촉진책이 상대적으로 많아 자본 유입 자유화 지수가 평균 0.91에 이룸

<기간별 자본 자유화 지수>

	자본 유입 자유화 지수			자본 유출 자유화 지수		
	'86~'98	'86~'89	'90~'98	'86~'98	'86~'89	'90~'98
평균지수	0.65	0.08	0.91	0.41	0.42	0.40
최대지수	7.00	1.00	7.00	3.00	3.00	3.00
최소지수	-2.00	-2.00	-1.00	-2.00	-2.00	-1.00

주 : 본고의 월별 자본 유입 자유화 지수 및 자본 유출 자유화 지수로부터 계산

자본 유출입 결정 요인 분석 - 단기적 관계 분석

- 회귀 모형 추정을 통해 국내외 금리, 자본 자유화 지수 등이 자본 유출입에 단기적으로 어떠한 영향을 미치는가를 실증적으로 분석함⁴⁾

· 총민간자본 순흐름에 주는 영향을 살펴본 다음, 이를 구성하는 포트폴리오 순흐름, 대출자금 순흐름, 직접투자 순흐름에 미치는 영향을 살펴봄

- 추정 결과

· 국내외 금리는 자본흐름에 대해 대체로 큰 영향을 미침

· 자본유입자유화 지수는 자본의 종류에 따라 다른 결과를 보임

· 자본 유출 자유화 지수는 어떤 자본에 대해서도 영향이 미미한 것으로 나타남

4) 단기적이라는 표현은 설명 변수들이 현재값만 포함되어 자본 유출입에 미치는 중장기적인 영향은 볼 수 없음을 의미함. 여기에서는 설명 변수가 변화한 즉시의 영향을 의미함. 구체적인 회귀 모형 및 데이터는 <부록>을 참조하기 바람

● **국내외 금리의 영향**

- 국내 금리가 상승할 경우에는 자본 순유입이 나타났으며, 반대로 국제 금리가 상승할 경우에는 자본 순유출이 나타났음
- 특히 국내외 금리의 경우 통계적 유의성이 대단히 높은 것으로 나타나 자본 유출입에 미치는 영향이 비교적 뚜렷하다고 볼 수 있음

● **자본 유입 자유화 조치의 영향**

- 자본 유입 자유화 조치가 순자본 흐름에 미치는 영향은 자본의 종류에 따라 다름
- 총민간 자본의 경우, 자본 유입 자유화 지수가 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났으나, 자본 유입 자유화 조치가 오히려 자본 순유출을 유도하는 것으로 나타남
- 반면 포트폴리오 자본의 경우, 자본 유입 자유화 조치가 시행될 경우 자본 순유입이 일어나는 것으로 나타남
- 이는 총민간자본은 단기 투자 자금 성격이 강한 포트폴리오 외에 단기적인 반응이 어려운 직접 투자나 대출도 포함되어 있어 자본 유입 자유화 조치가 자본 흐름에 미치는 영향이 역으로 나타나는 결과임
- 직접투자의 경우 자본 유입 자유화 지수가 통계적으로 유의하지 않음

<회귀분석 결과>

		추정 회귀식별 종속 변수			
		회귀식 1 : 총민간자본 순흐름	회귀식 2 : 포트폴리오 순흐름	회귀식 3 : 대출자금 순흐름	회귀식 4 : 직접투자 순흐름
주요 설명 변수	국내금리	0.438 (0.000)	0.056 (0.024)	0.315 (0.000)	0.005 (0.320)
	국제금리	-1.155 (0.000)	-0.294 (0.011)	-0.749 (0.000)	0.022 (0.312)
	자본유입 자유화 지수	-0.004 (0.004)	0.002 (0.023)	-0.005 (0.002)	-0.000 (0.332)
	자본유출 자유화 지수	0.003 (0.141)	-0.001 (0.090)	0.002 (0.198)	0.000 (0.287)
	R2 - Bar	0.535	0.274	0.446	0.060
DW		2.138	2.019	1.872	1.941

주: ()은 p값을 나타냄

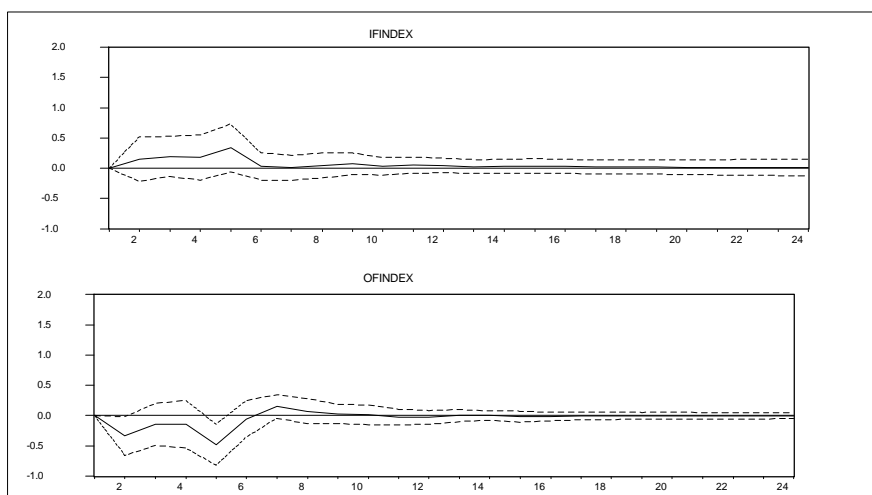
● 자본 유출 자유화 조치의 영향

- 자본 유출 자유화 지수는 어떠한 자본 흐름에 대해서도 통계적 유의성을 가지지 못해, 자본 흐름에 단기적으로는 별다른 영향을 주지 못하는 것으로 나타남
- 결론적으로 대외 자본 유출입에 단기적으로 영향을 미치는 주요 변수는 국내외 금리이며, 외환 및 자본 자유화 관련 조치의 경우 포트폴리오 흐름처럼 단기간에 조정이 가능한 자본 이외에는 크게 영향을 미치지 못하는 것으로 평가됨

중장기적 관계 분석

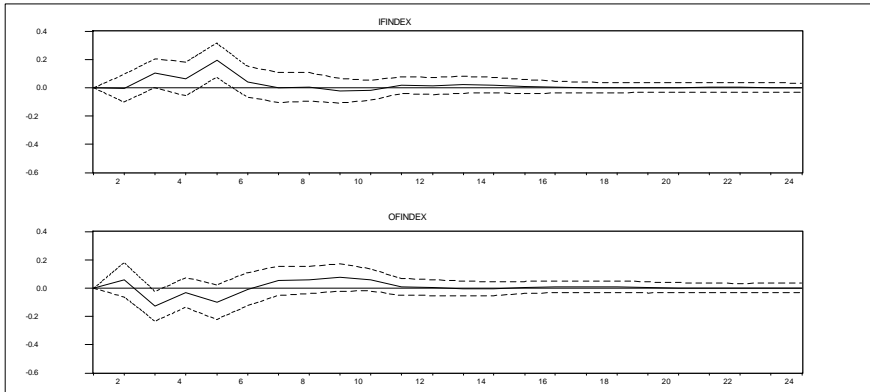
- 중장기적 자본 자유화 조치의 효과를 분석하기 위해 벡터자기회귀(VAR) 모형을 이용해 분석을 시도하였음⁵⁾
- 추정 결과 자본 자유화 조치는 총 민간자본 흐름에 대해서 약 6개월간의 중기적 영향을 미치고 있는 것으로 나타났으며, 5개월 째에 그 영향이 극대에 달했음
- 한편 자유화 조치는 민간자본, 포트폴리오 및 대출의 유출입 증대를 초래하는 것으로 나타났으나, 직접투자의 유출입에는 영향이 미미한 것으로 나타났음

<자본 자유화 지수 변화에 따른 총민간 자본 흐름의 반응>

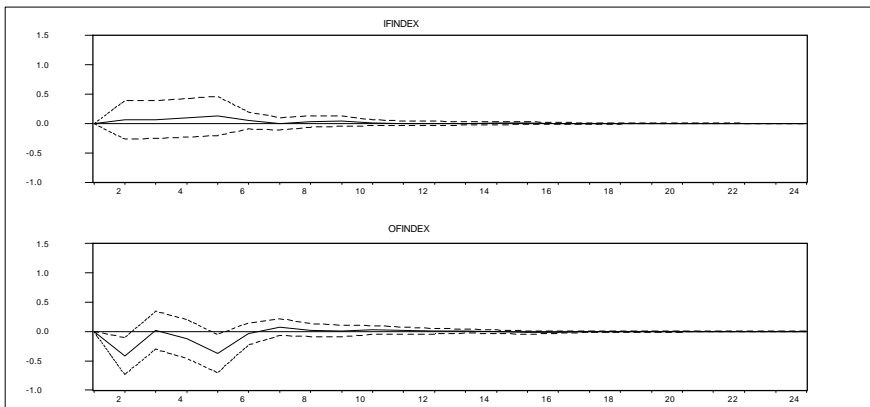


<자본 자유화 지수 변화에 따른 포트폴리오 흐름의 반응>

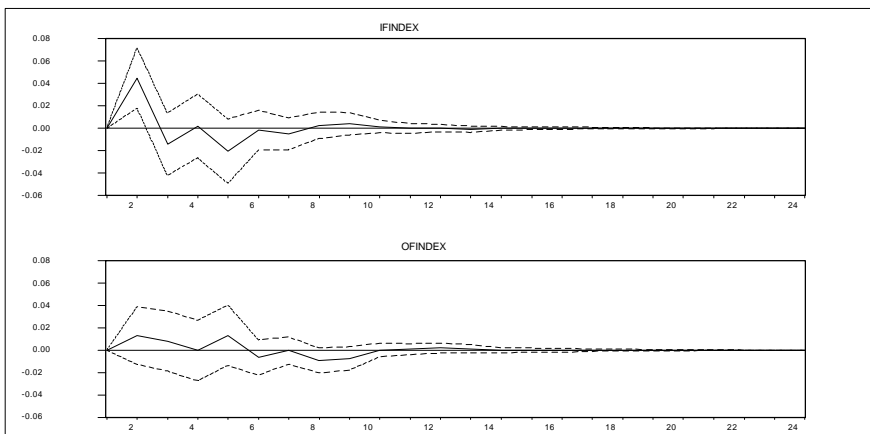
5) 벡터자기회귀 모형에 대한 구체적인 소개는 <부록>을 참조하기 바람



<자본 자유화 지수 변화에 따른 대출자금 흐름의 반응>



<자본 자유화 지수 변화에 따른 직접투자 흐름의 반응>



주 : 자본 유입 자유화 지수(IFINDEX) 및 자본 유출 자유화 지수(OFINDEX)에 변화가 왔을 경우 자본 흐름이 몇 %나 변화하는 가를 보여주는 것으로, 가로축은 그 영향이 몇 개월간 지속되는가를 보여줌. 점선은 추정 반응치의 \pm 표준오차임

결론 및 시사점

- 결론

- 대외 자본 흐름에 단기적으로 가장 큰 영향을 미치는 것은 국내외 금리이며, 자본 자유화의 경우 직접투자보다는 포트폴리오 투자에 더욱 큰 영향을 미침
 - 국내 금리가 상승하거나 혹은 국제 금리가 하락할수록 자본 유입의 증대가 나타남
 - 자본 유입 자유화 조치가 실시될 경우에는 포트폴리오 유입이 증대하는 것으로 나타났으나, 직접투자에는 영향을 주지 못하는 것으로 나타남
 - 자본 유출 자유화 조치가 실시될 때에는 총민간자본, 포트폴리오, 대출, 직접투자 흐름 등 어떤 자본 흐름에도 큰 영향을 주지 못하는 것으로 나타남
- 중장기적으로는 자본 유입 자유화 및 자본 유출 자유화 조치가 포트폴리오 흐름에 모두 영향을 미친 것으로 나타났으나, 직접투자에 미치는 영향은 미약함
 - 자본 자유화 조치가 대외 자본 흐름에 중장기적으로 미치는 영향을 분석한 결과 조치 시행 후 통상 5개월 쯤에 그 영향이 가장 큼
 - 특히 포트폴리오 흐름에 가장 큰 영향을 미쳐, 자본 유입 자유화 조치가 시행될 경우에는 포트폴리오 유입이 증대하고, 자본 유출 자유화 조치가 시행될 경우에는 포트폴리오 유출이 증대하는 것으로 나타남
 - 그러나 직접투자에 미치는 중장기적인 영향은 미약한 것으로 나타남

- 시사점

- (향후 자본 자유화 조치의 탄력적인 운용 필요) 금번 4월의 외환 거래 자유화 조치는 자본 유입 자유화와 자본 유출 자유화를 망라한 것이지만, 자본 유입 자유화에 의한 순자본 유입 가능성이 더욱 큼
 - 그러나 외국인 직접투자와 같은 장기적 투자 성격이 강한 자본 유입이 증대하지 않고 단기적 투자 성격이 강한 포트폴리오 투자가 급증할 경우, 향후 금융시장 상황에 따라 자본의 급격한 유출 가능성도 있음
 - 따라서 향후 자본 유입 규모에 따라서 포트폴리오 투자 자금 유입 규모를 적절히 관리할 필요가 있는 바, 경우에 따라서는 자본 유입 통제책이나 추가적인 자본 유출 자유화 정책을 실시할 필요가 있음

- 즉 90년대 들어서 자본 자유화를 지속적으로 전개하였으나, 과거 중남미의 사례에서도 알 수 있듯이 자본 유입 통제가 필요한 시점에서는 일부 자본 유입 통제책을 실시할 수 있는 탄력적인 정책 운용이 필요함
- (국내외 경제 상황을 동시에 고려한 금리 정책 필요) 국내외 금리의 변화가 자본 유출입에 많은 영향을 미치는 것으로 나타나고 있어, 대내외 균형을 고려한 통화 및 금리 정책이 고려되어야 할 것임
 - 최근 국내외 금리차가 축소되고 있는데, 만약 자본 자유화 정책 시행에 따른 자본 유입 규모가 예상보다 낮을 경우에는 추가적인 금리 인하는 적정한 규모의 자본 유입마저 저해할 수 있음
 - 반대로 자본 자유화 정책에 따라 자본 유입이 급증한다면 국내 금리가 상승할 경우 단기 유동성이 강한 포트폴리오 자금의 급증으로 향후 자금 유출 가능성 증대와 같은 시장 불안을 조장할 수 있음
 - 따라서 향후의 통화 및 금리 정책은 국내 수요 조절 목적 이외에 대외자본 흐름의 적정 규모 유지를 주요한 목표로 삼아야 함

<국내외 금리 격차 추이>

(단위: %)

	97년말	98년말	99년		
			1월말	2월말	3월 30일
국내 3년 만기 회사채(A)	24.31	8.00	7.90	8.65	8.10
미국 10년 만기 국채(B)	5.75	4.67	4.66	5.30	5.20
A-B	18.56	3.33	3.24	3.35	2.90

- (외국인 직접 투자 유치를 위한 대안 마련) 분석 결과 국내 외국인 직접 투자는 자본 유입 자유화 정책이나 국내외 금리에 크게 영향을 받지 않는 것으로 나타남
 - 이는 금번 외환 거래 자유화 조치로 외국인 직접 투자 유치를 증대시키기는 쉽지 않을 것임을 의미함
 - 따라서 투자 절차 간소화는 물론 직접 투자 유인 홍보 활동 등과 같은 미시적 투자 유인책을 적극 추진하여야 할 것임

부록: 추정 모형 해설

● 회귀(Regression) 모형

- 기본적인 회귀모형은 아래의 추정 방정식 (EQ1)과 같음

$$(EQ\ 1) \text{ 대외 순자본흐름 변수}_t = a_0 + a_1 \cdot \text{국내금리}_t + a_2 \cdot \text{국제금리}_t \\ + a_3 \cdot \text{자본유입자유화지수}_t + a_4 \cdot \text{자본유출자유화지수}_t \\ + A \cdot \text{기타변수}_t + \varepsilon_t$$

(추정기간 1986년 1월 ~ 1998년 9월, 월간 데이터 사용)

- 추정방정식 (EQ1)에 사용된 종속 변수의 구체적인 데이터는 다음과 같음
- 대외 순자본흐름 변수 = 대외 순자본흐름/명목 GDP
- 대외 순자본흐름(자본유입-자본유출) 변수는 국제수지상의 포트폴리오 순흐름, 대출 순흐름, 직접투자 순흐름과 이들을 모두 합한 순민간자본흐름 등 4가지를 활용하여 4가지 회귀 모형을 추정함
- 명목 GDP는 한 분기 동안에는 동일한 성장세를 유지한다는 가정하에 분기별 자료를 가공하여 월간 자료를 추정하였음
- 독립 변수의 구체적인 데이터는 다음과 같음
- ① 국내 금리 = 3년 만기 회사채 수익률 - 원화의 기대 변화율
 - 원화의 기대 변화율은 명목 원/달러 환율을 AR(1) 모형을 이용하여 예측한 다음, 이의 변화율을 취하였음
- ② 국제 금리 = 10년 만기 미국 국채 수익률
- ③ 자본유입자유화 지수 = 본고에서 추정된 자본유입자유화 지수
- ④ 자본유출자유화 지수 = 본고에서 추정된 자본유출자유화 지수
- ⑤ 기타변수
 - 물가상승률 = 소비자물가 지수 상승률
 - 정부재정지출 = 정부재정지출/경상 GDP
 - 환율 = 명목 원/달러 환율
 - 아시아 위기 더미 변수 = 1997년 6~9월까지를 아시아 위기 전염 시점으로 보고 1을, 여타 시점에는 0을 부여하여 더미 변수로 활용

- 단순선형회귀(simple linear regression) 모형으로 추정하였으며, 자기 상관 관계가 있는 경우에는 수정하여 추정하였는데, 이론적으로 종속 변수인 순자본흐름과 주요 설명 변수간에는 다음과 같은 관계가 성립됨
 - (순자본흐름과 국내 금리) 국내 금리가 상승할수록 순자본흐름이 증대하여 추정 계수는 正의 값을 가질 것으로 기대됨
 - (순자본흐름과 국제 금리) 국제 금리가 상승할수록 순자본흐름이 감소하여 추정 계수는 負의 값을 가질 것으로 기대됨
 - (순자본흐름과 자본유입자유화 지수) 자본유입자유화 지수가 상승하면(자본유입자유화 강화) 순자본흐름이 증대하여 추정 계수는 正의 값을 가질 것으로 기대
 - (순자본흐름과 자본유출자유화 지수) 자본유출자유화 지수가 상승하면(자본유출자유화 강화) 순자본흐름이 감소하여 추정 계수는 負의 값을 가질 것으로 기대

● 벡터자기회귀(VAR) 모형

- 벡터자기회귀모형은 다음의 (EQ2)와 같음

$$(EQ\ 2)\ \text{벡터(내생변수)}_t = \sum_{i=1}^4 A_i \text{벡터(내생변수)}_{t-1} + B \text{벡터(외생변수)} + E_t$$

(A는 내생변수 벡터에 대한 계수, B는 외생변수 벡터에 대한 계수, E는 오차항 벡터임)

- 내생변수로는 국내외 금리차, 자본 순흐름, 자본유입자유화 지수 및 자본유출자유화 지수가 사용되었으며, 외생 변수로는 회귀 모형에서 사용된 기타 변수가 포함되었음. 구체적인 데이터는 회귀 모형과 동일함
- 위와 같은 벡터자기회귀 모형을 추정하여 자본유입자유화 지수 및 자본유출자유화 지수에 변화가 있을 경우에 자본 순흐름이 어떻게 반응하는가를 알아보기 위해서 충격반응함수(impulse response function)를 도출하였음
 - 즉, 이 글에서의 충격 반응 함수는 자본유입자유화 지수 및 자본유출자유화 지수 방정식의 오차항 표준편차에 1%의 변화가 있을 경우, 자본 순흐름이 몇 %나 변화하는가를 보여주고 있음