

대외충격의 자본유출입 효과와 경기안정화 정책 분석

한원태 대외경제정책연구원 국제거시금융실
국제금융팀 부연구위원
hanwontae@kiep.go.kr

김효상 대외경제정책연구원 국제거시금융실
국제금융팀장
hyosangkim@kiep.go.kr

송새람 대외경제정책연구원 국제거시금융실
국제금융팀 연구원
ssong@kiep.go.kr

김준형 한국개발연구원 경제전망실
부연구위원
junkim3994@kdi.re.kr



차 례

1. 연구의 배경 및 목적
2. 조사 및 분석 결과
3. 정책 제언

주요 내용

- ▶ 본 연구는 2020년 팬데믹 위기 대응 과정과 주요국의 양적완화에 의해 발생한 대외환경 변화를 살펴보고, 당시 선진국과 신흥국 간의 정책 여력 차이를 조사
 - 2020년 팬데믹 위기 당시 세계경제는 실질경제성장률 기준 -2.8%의 역성장을 하였는데, 이는 2009년 글로벌 금융위기 당시 -0.1%의 역성장보다 더 심각한 경기침체를 시사
 - 선진국과 신흥국 간 양적완화 정책 여력의 차이가 발생한 원인 중 하나는 정부국채에 대한 해외수요의 수준과 통화가치 변화의 방향성 차별화
- ▶ 자본유출입을 중심으로 불확실성 및 글로벌 금리인상 충격의 영향과 경기안정화 정책의 효과를 분석
 - 글로벌 경제정책 불확실성 충격과 개별국가 경제정책 불확실성 충격의 영향을 비교했을 때, 자본유출입에 유의하게 영향을 주는 요인은 글로벌 경제정책 불확실성 충격으로 추정
 - 한국은 외환시장의 심도가 얇고 금융시장이 대외경제에 민감하므로 핀테크, 디지털 금융 등 금융 국제화의 진전은 자본거래에 의한 대외충격의 파급 효과를 높이는 요인으로 작용할 가능성
- ▶ 통합적 정책체계 분석 결과 인플레이션에 대한 기대가 안착되어 있지 않고 외환시장의 심도가 얇은 신흥국의 경우 통화 정책과 외환시장 개입의 정책혼합이 경기안정화에 효과적
 - 우리나라는 외환시장의 심도가 깊다고 볼 수 없으므로 현재 진행 중인 외환시장 선진화 및 세계국채지수 편입이 진전되면 대외요인에 대한 우리나라의 민감도가 높아질 수 있으므로 우리나라 외환시장 및 금융시장의 성숙도를 판단할 수 있는 방안을 마련하고 이에 따른 최적정책조합을 모색할 필요

1. 연구의 배경 및 목적

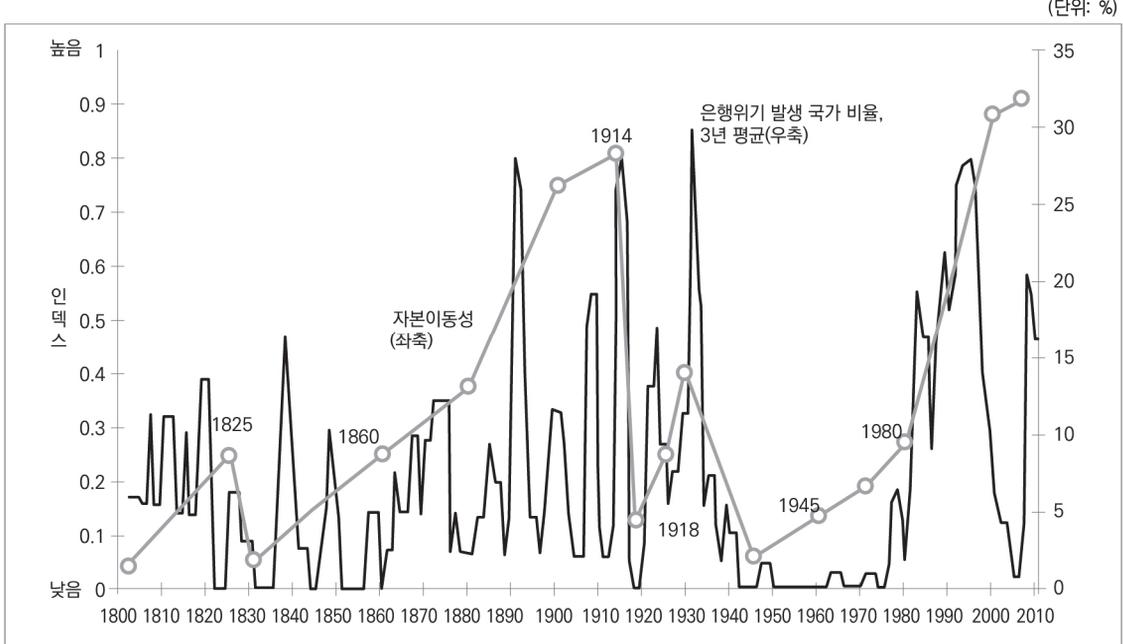
- 국가의 자본시장 개방을 통해 심도 있는 금융 시스템(financial deepening)을 구축하는 것은 경제성장을 촉진하지만 경제위기 발생 위험을 높임.
 - [그림 1]은 국제자본이동의 자유도와 글로벌 은행위기 빈도 간의 상관성을 1800년도부터 2010년까지 나타낸 그림으로 국경간 금융자본의 이동이 자유로웠던 시기일수록 글로벌 은행위기의 빈도가 높았음을 시사
 - Kaminsky and Reinhart(1999)는 1970년 이후 2000년까지 발생한 26개의 은행위기 에피소드 중 18개의 에피소드에서 위기 발생 시점 이전 5년 이내에 해당 국가의 금융시장이 개방되었음을 보고함.
 - 급격한 자본이동은 금융시장 및 외환시장의 불안정성을 높이고 경제위기를 야기
 - 국제자본이동의 자유도가 높을수록 더 높은 투자 수익을 위해 경제성장이 빠른 국가들로 대규모 금융자본이 유입되고, 이는 자산 가격을 높여 레버리지를 키우고 신용팽창을 야기함.
 - 대규모 자본유입은 해당 국가 통화의 고평가를 유발하고 경상수지 적자를 키워서 ‘서든스톱(Sudden Stop)’ 경제위기로 이어질 가능성을 높임.
 - 자본유출입은 국경간 리스크 전이의 주요 경로로 작용하고 급격한 자본이동은 대내 시스템적 리스크를 촉발하여 거시경제의 변동성을 높임.
- 코로나19 팬데믹 위기를 거치면서 주요국의 재정지출과 양적완화에 의해 금융 불균형 심화
 - 유례없는 자산매입 프로그램(양적완화) 시행으로 대규모 유동성이 각국 자산시장으로 유입되어 자산 가격은 오르면서 실물경제는 침체되는 불균형 발생
 - 팬데믹 위기 직후 2008년 글로벌 금융위기와 2013년 긴축발작 당시보다 훨씬 큰 규모의 자금이 신흥국으로 유입되어 대외충격에 대한 건전성 악화¹⁾
 - 금융 불균형과 함께 2022년 글로벌 인플레이션에 의해 시작된 주요국의 금리 인상은 금융시장 안정과 경기회복을 동시에 달성해야 하는 세계 각국의 정책 여건을 악화
- 팬데믹 위기 이후 주요 대외충격과 정책 대응 및 국경간 자본유출입 추이를 파악하고 특히 불확실성 충격 및 세계 금리 인상이 자본유출입에 미친 영향을 분석
 - 최근 IMF, BIS 등의 국제기구에서는 국경간 자본이동을 제한하는 규제는 최소화되어야 한다는

1) 김권식(2021), [표 1].

기존의 입장에서 벗어나 외환시장 개입을 정책 수단으로 인정하려는 논의가 전개

- 최근 IMF와 BIS는 통합적 정책 체계(Integrated Policy Framework)와 거시금융안정체계(Macro-Financial Stability Frameworks)를 통해 외환시장개입 및 자본이동 관리조치를 포함한 다양한 정책조합 활용에 대해 연구
- 본 연구에서는 IMF의 통합적 정책 체계를 이용하여 2023년 자본유출입에 대한 해외금리인상충격의 파급 효과와 통화 정책 및 외환시장개입 조합의 거시경제적 효과를 분석

그림 1. 국제자본이동의 자유도와 글로벌 은행위기의 빈도



주: 1) 국제자본이동의 자유도(Capital Mobility)는 좌축의 인덱스를 갖는 원형 회색 실선으로서 1에 가까울수록 자유도가 높음을 의미함.
 2) 글로벌 은행위기의 빈도는 우축의 퍼센트 스케일을 갖는 검정 실선으로서 은행위기를 겪은 나라의 총 비율에 대한 3년 단위 이동평균을 나타냄.

자료: Reinhart(2012), Figure 5.

2. 조사 및 분석 결과

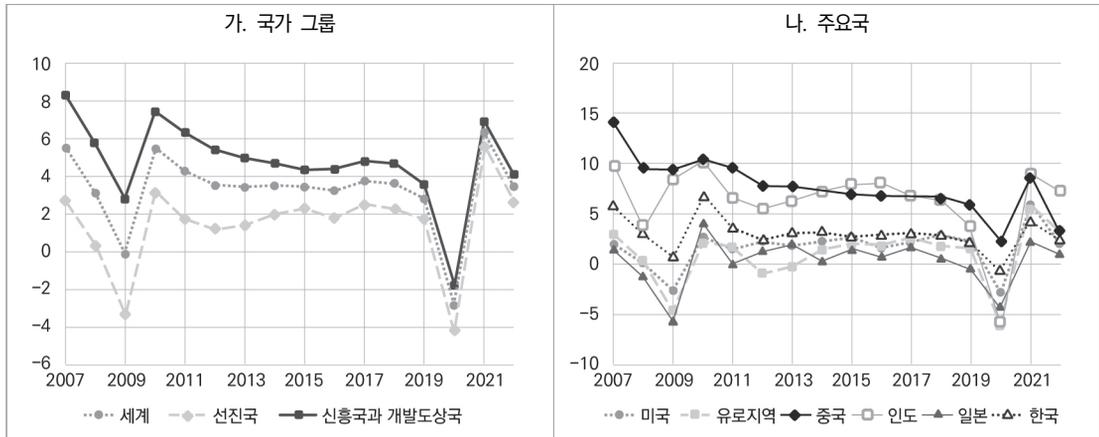
1) 팬데믹 이후 주요 대외충격과 국가간 자본유출입

- ① 2008년 글로벌 금융위기보다 2020년 팬데믹 위기에서 단기적으로 더 큰 경기침체 발생
- 2008년 글로벌 금융위기에서 선진국이 역성장을 기록하고 신흥국은 경제성장을 기록했던 반면 2020년 팬데믹 위기에서는 선진국 및 신흥국 모두 역성장 기록(그림 2의 가 참고)

- 2020년 팬데믹 위기 당시 세계경제는 실질경제성장률 기준 -2.8%의 역성장을 하였는데, 이는 2009년 글로벌 금융위기 시 -0.1%의 역성장보다 더 심각한 경기침체를 시사
 - 2009년 선진국과 신흥국의 실질경제성장률은 각각 -3.4%, 2.8%로 선진국만이 역성장을 기록 하였으나, 2020년에는 각각 -4.2%, -1.8%의 역성장으로 나타나 감염병 위기의 경제적 파장이 전 세계적으로 더 부정적이었던 것으로 나타남.²⁾
- 2008년 위기 때와 달리 2020년 위기에서는 중국과 인도의 경기가 매우 더딘 회복을 보임(그림 2의 나 참고).
 - 중국은 2009년 9.4%, 2010년 10.6%의 높은 실질경제성장률을 기록하며 글로벌 경제활동을 촉진하고 원자재 수출국의 경기회복을 견인
 - 글로벌 금융위기 당시 중국은 내수확대 및 경기진작을 위한 '10대 조치'를 통해 2008년 4조 위안(5,860억 달러)의 대규모 인프라 투자를 발표³⁾
 - 내수 중심의 서비스업 비중이 높아 2008년 글로벌 금융위기의 충격이 크지 않았던 인도도 2009년 8.5%, 2010년 10.3%의 실질경제성장률을 달성하면서 인도에 무역의존도가 높은 신흥 국가들에서 빠른 경기회복을 보임.
 - 반면 2020년 코로나19 위기에서 이동 제한, 공장 가동 중지, 시설 격리 등 봉쇄조치로 중국은 2.2%, 인도는 -5.8%의 실질경제성장률을 각각 기록하면서 선진국뿐만 아니라 신흥국도 심각한 경기침체를 경험⁴⁾

그림 2. 세계 주요국 실질 GDP 성장률 추이

(단위: %)



주: 연도별 자료.

자료: IMF(2023. 10), World Economic Outlook(검색일: 2023. 11. 1)의 자료를 이용하여 저자 작성.

2) 세계 각국의 경제성장률 지표는 2023년 10월 IMF의 World Economic Outlook 데이터베이스를 참고하여 저자 계산.

3) KIEP 지역경제포커스(2009. 1. 30), 「중국 경기부양 조치의 주요 내용과 시사점」; 한국은행 해외경제정보(2008. 12. 23), 「중국 정부의 경기 대책과 연착륙 가능성」; 신한 FSB review(2009. 10. 1), 「중국 경기부양책 성공했나?」 참고.

4) 중국은 2019년 6%에서 2020년 2.2%로 실질경제성장률이 둔화되었고, 인도는 2019년 3.9%에서 2020년 -5.8%로 역성장을 기록(2023. 10, IMF WEO 기준).

② 선진국과 신흥국 간의 정책 여력 격차 심화

● 2020년 3~4월에 신흥국에서 유출된 자본량은 2013년 긴축발작(taper tantrum) 때보다 약 세 배 이상의 유출 없이 큰 규모로 발생하였으나 글로벌 금융위기 때보다는 빠르게 반전

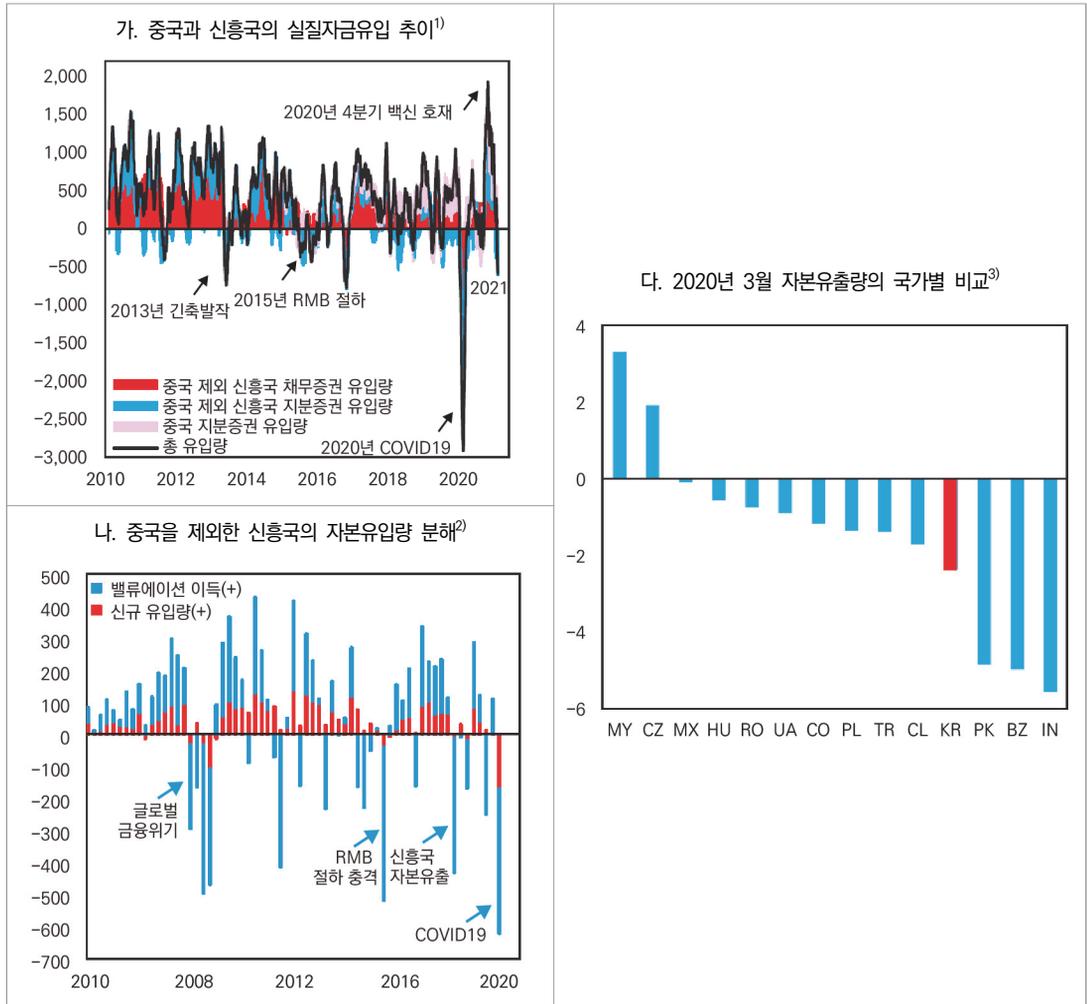
- 2008년 글로벌 금융위기 당시에는 신흥국에서 자본유출이 1년여 동안 오래 지속되었으나, 2020년 코로나19 위기에서는 1/4분기 동안 대규모 자본유출이 발생한 후 4/4분기에 백신이 보급되면서 다시 신흥국으로 자본유입이 발생(그림 3의 가 참고)
 - 2020년 1/4분기 신흥국 자본유출의 대부분은 밸류에이션 효과(valuation effect)에 의한 것으로 실거래에 의한 유출량은 1/3 수준에 머무름(그림 3의 나 참고).
- 2020년 3월 팬데믹 발발 당시 자본유출 충격의 크기를 2010년부터 2020년까지의 시계열 표준편차 단위로 나타내어 국가별로 살펴보면, 인도(IN), 브라질(BZ), 파키스탄(PK)에서 5시그마 수준을 상회했고, 한국(KR) 또한 이들과 함께 3시그마 수준을 기록하여 자본유출 충격이 컸던 나라로 드러남(그림 3의 다 참고).
 - 신흥국 중 말레이시아(MY), 체코(CZ)는 2020년 3월 비거주자 자본이 유입된 국가들로 나타남.

● 2020년 상반기 급격한 국제자본이동 발생 당시 신흥국과 선진국 간 정책여력의 차이

- 2020년 1월 초 대비 4월 말 세계 주요 선진국들의 10년 만기 국채 수익률은 대체로 하락하였던 반면, 신흥국의 경우 상승(그림 4의 가 참고)
 - 동 기간 동안 선진국 중 미국(US), 일본(JP), 스위스(CH), 유로존(EU)의 명목실효환율이 절상되었는데, 미국은 해당 그룹의 국가들과 비교하여 통화절상과 국채 수익률 하락이 가장 크게 나타남.
 - 신흥국 가운데 국채 수익률이 가장 크게 상승한 국가들은 우크라이나(UA), 튀르키예(TR), 남아프리카공화국(ZA)으로 120bp 이상 증가하였고 통화가치는 급격히 하락
 - 미 연준은 2020년 3월부터 4월까지 1조 5천억 달러에 달하는 미 국채를 매입, 이는 지난 QE1(3,000억 달러), QE2(6,000억 달러), QE3(7,900억 달러)의 규모를 훨씬 상회하는 급격한 양적완화(그림 4의 나 참고)로서 다른 G4 국가들과 비교해도 중앙은행에 의한 국채 매입량(GDP 대비 %)이 가장 가파르게 증가(그림 5의 가 참고)
- 2020년 위기 당시 양적완화를 실행한 선진국의 경우 재정적자가 심화된 반면, 신흥국에서는 중앙은행에 의한 국채 매입이 상대적으로 작거나 거의 이루어지지 않음(그림 5의 나 참고).
 - 칠레(CL) 중앙은행은 회사채 매입을 단행하여 국채 매입이 없었고, 신흥국 중 폴란드(PL)가 영국(UK) 수준과 비슷한 규모의 양적완화를 단행
- 선진국에 비해 신흥국에서는 양적완화를 정책수단으로 채택하기 어려움.
 - 글로벌 위험회피 충격이 발생하면 안전자산 선호현상으로 인해 달러 표시 자산에 대한 글로벌 수요가 증가하고 따라서 양적완화에 의해 미 국채 공급이 급격히 증가해도 국채 수익률은 크게 상승하지 않으며 달러화 가치는 상승

- 반면 신흥국은 위기국면 시 디폴트 위험으로 인해 국채에 대한 글로벌 수요가 감소하고 국채 수익률이 높게 형성되어 국채 발행이 어려움.
- 만일 신흥국 중앙은행이 화폐를 발행하여 국채 공급량을 흡수한다면 통화량 증가로 인해 자국통 화가치가 더욱 폭락하고 인플레이션과 외환위기의 가능성을 높하게 됨.

그림 3. 신흥국 자본유출입 추이와 국가별 비교



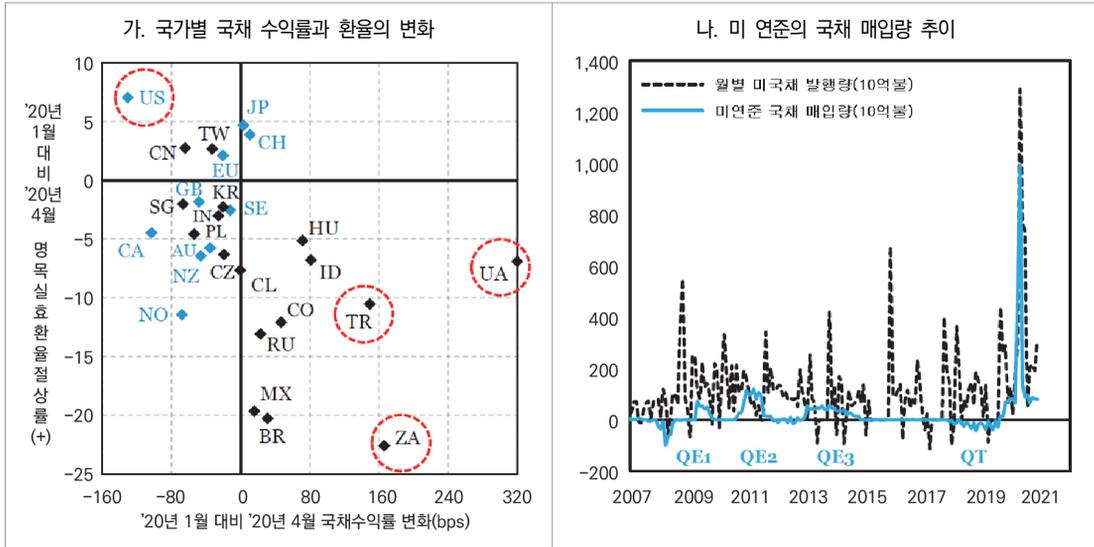
주: 1) 6주간 이동평균량, 백만 달러 단위.

2) 중국을 제외한 신흥국에서의 비거주자 포트폴리오 투자 가치변화량으로서 10억 달러 단위이며 자본유출입을 거래량(inflow)과 가치증가량(valuation gains)으로 분해한 그림.

3) 각 신흥국별로 2010년 1월부터 2020년 3월까지 월별 비거주자 포트폴리오 유출량의 표준편차를 이용하여, 2020년 3월 유출량을 해당 표준편차 단위로 나타낸 그림임. 각 국가 코드는 말레이시아(MY), 체코(CZ), 멕시코(MX), 헝가리(HU), 루마니아(RO), 우크라이나(UA), 콜롬비아(CO), 폴란드(PL), 튀르키예(TR), 칠레(CL), 대한민국(KR), 파키스탄(PK), 브라질(BZ), 인도(IN)를 나타냄.

자료: IIF.

그림 4. 세계 각국의 국채 수익률과 미국의 양적완화



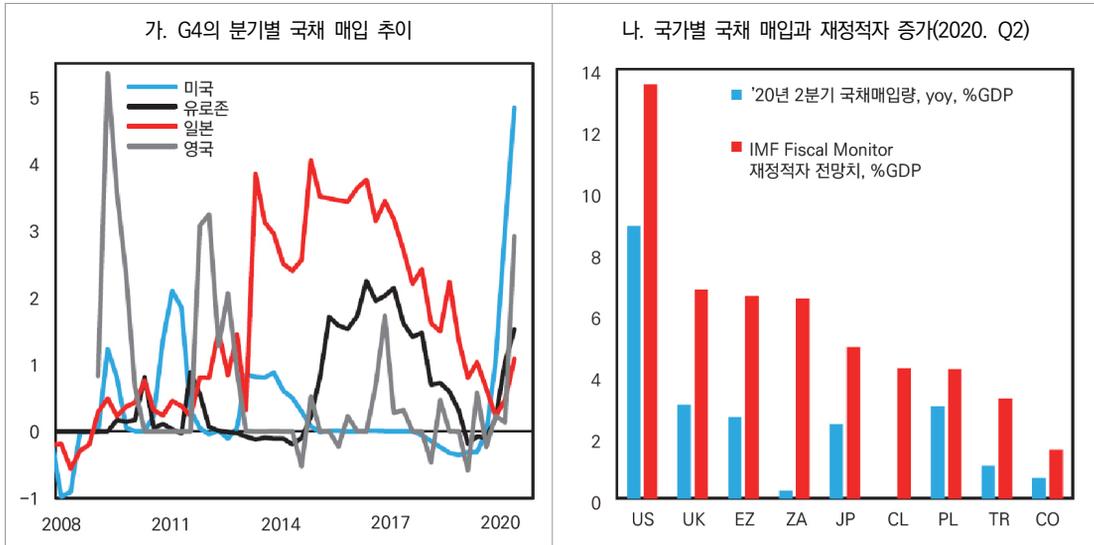
주: 1) 대한민국(KR), 대만(TW), 이집트(EG), 중국(CN), 싱가포르(SG), 말레이시아(MY), 아르헨티나(AR), 폴란드(PL), 태국(TH), 인도(IN), 체코(CZ), 칠레(CL), 튀르키예(TR), 헝가리(HU), 우크라이나(UA), 남아프리카공화국(ZA), 인도네시아(ID), 콜롬비아(CO), 브라질(BR), 러시아(RU), 멕시코(MX), 미국(US), 일본(JP), 스위스(CH), 유로존(EU), 영국(GB), 스웨덴(SW), 캐나다(CA), 호주(AU), 뉴질랜드(NZ), 노르웨이(NO).

2) QE는 양적완화(Quantitative Easing)를 의미하며, QT는 양적긴축(Quantitative Tightening)을 의미.

자료: IIF.

그림 5. 세계 각국의 양적완화

(단위: 연간 GDP 대비 %)



주: 1) G4는 미국, 유로존, 일본, 영국을 지칭.

2) 미국(US), 영국(UK), 이집트(EZ), 남아프리카공화국(ZA), 일본(JP), 칠레(CL), 폴란드(PL), 튀르키예(TR), 콜롬비아(CO).

자료: IIF.

③ 세계 각국의 재정여력에 대한 우려 고조

● 막대한 재정지출과 양적완화로 2020년 한 해 동안 GDP 대비 정부부채가 급격히 증가

- 국채 발행을 통해 재정지출을 늘려 총수요를 진작하면 경기침체 폭을 안정화할 수 있으나, 국채의 초과 공급으로 인해 국채금리가 상승하면 시장금리가 따라올라 신용위기를 야기할 수 있음.
- 2008년 글로벌 금융위기 이후 정부부채는 전 세계적으로 증가하는 추세(그림 6의 가 참고)였으나 글로벌 인플레이션 이슈가 시작되기 직전인 2021년 말까지 10년물 국채금리가 지속적으로 감소(그림 6의 나 참고)
 - 2014년 이후 주요국 국채 수익률이 꾸준히 감소했던 것은 미 연준을 비롯한 세계 각국 중앙은행이 국채 보유량을 늘렸던 것이 주요 원인으로 파악됨(그림 6의 다 참고).
- 국채 발행을 통한 정부지출이 지속적으로 가능하려면, 공급된 국채가 중앙은행뿐만 아니라 민간 수요에 의해서도 상당 부분 흡수되어야 함.
 - 2020년 한 해 동안 GDP 대비 정부부채가 가장 급등한 미국(US)과 캐나다(CA)의 경우, 약 50% 이상의 국채가 민간 수요에 의해 흡수되어 재정여력이 견조한 것으로 판단됨(그림 6의 라 참고).
 - 반면 이탈리아(IT), 스페인(SP), 그리스(GR) 등 유럽 국가들은 대부분의 국채가 민간 수요가 아닌 중앙은행의 양적완화에 의해 흡수된 것으로 나타나 이들 유럽 국가의 재정 여력은 매우 제한적일 것으로 판단됨(그림 6의 라 참고).

그림 6. 글로벌 재정 여력 추이

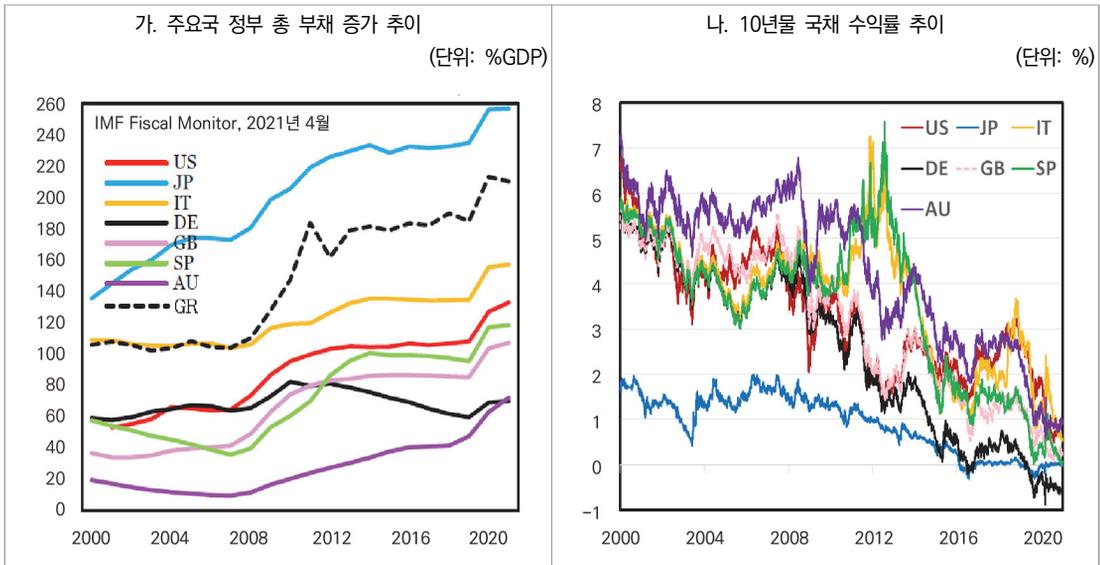
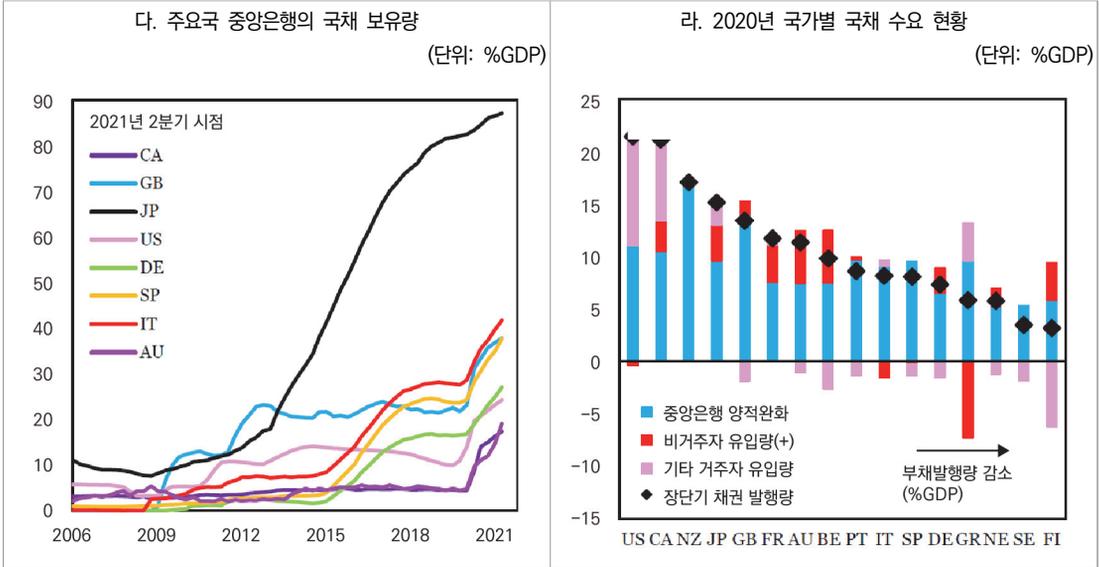


그림 6. 계속



주: 미국(US), 캐나다(CA), 뉴질랜드(NZ), 일본(JP), 영국(GB), 프랑스(FR), 호주(AU), 벨기에(BE), 포르투갈(PT), 이탈리아(IT), 스페인(SP), 독일(DE), 그리스(GR), 네덜란드(NE), 스웨덴(SE), 핀란드(FI).
 자료: IIF; Bloomberg.

2) 불확실성 충격이 자본유출입과 거시경제변수에 미친 영향 분석

① 패널 회귀분석 결과

● 글로벌 경제정책 불확실성 지수(GEPU)의 증가는 GDP 대비 총자본유입을 감소시키는 것으로 추정(표 1 참고)

- 환율변화율, GDP 변화율의 통제변수를 고려한 모형에서도 글로벌 경제정책 불확실성 지수의 증가는 GDP 대비 총자본유입을 감소시키는 것으로 나타남.
- 한편 개별국가의 경제정책 불확실성 지수(CEPU)는 자본유출입과 통계적으로 유의한 관계가 없는 것으로 추정
 - 이는 글로벌 금융 사이클 논의와 관련하여 국가별 요인보다 글로벌 요인이 자본유출입과 더 연관되어 있음을 시사
 - 분석에서 사용한 불확실성 지수(EPU)는 Baker, Bloom, and Davis(2016)에서 개발한 정책 불확실성(Economic Policy Uncertainty) 지수로서 이는 글로벌 경제정책 불확실성 지수(Global EPU)와 국가별 경제정책 불확실성 지수(Country-specific EPU)로 나뉨.

표 1. 패널회귀분석 결과(종속변수: GDP 대비 총자본유입)

| 설명변수 | 글로벌 경제정책 불확실성(A) | | | 개별 국가 경제정책 불확실성(B) | |
|---------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------|--------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) |
| GEPU | -0.029** (0.004) | -0.036** (0.004) | -0.008** (0.004) | | |
| CEPU | | | | 0.001 (0.007) | 0.002 (0.007) |
| 환율변화율 | | 0.053* (0.028) | 0.051 (0.037) | | 0.053 (0.037) |
| GDP 변화율 | | 0.077*** (0.021) | 0.072** (0.031) | | 0.073** (0.031) |
| 총자본규모 | 0.025* (0.013) | 0.025* (0.013) | 0.017 (0.028) | 0.014 (0.028) | 0.017 (0.028) |
| 관측치 | 5,576 | 5,576 | 2,927 | 2,975 | 2,975 |
| 국가 | 33 | 33 | 14 | 14 | 14 |

주: ***, **, * 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미함. 괄호 안의 숫자는 Driscoll-kraay 표준 오차임. 모형 (1), (2), (3)은 글로벌 경제정책 불확실성 지수(GEPU)를 설명변수로 사용하였으며 모형 (4), (5)는 국가별 경제정책 불확실성 지수(CEPU)를 설명변수로 사용.

자료: 저자 작성.

② 패널 VAR 분석 결과

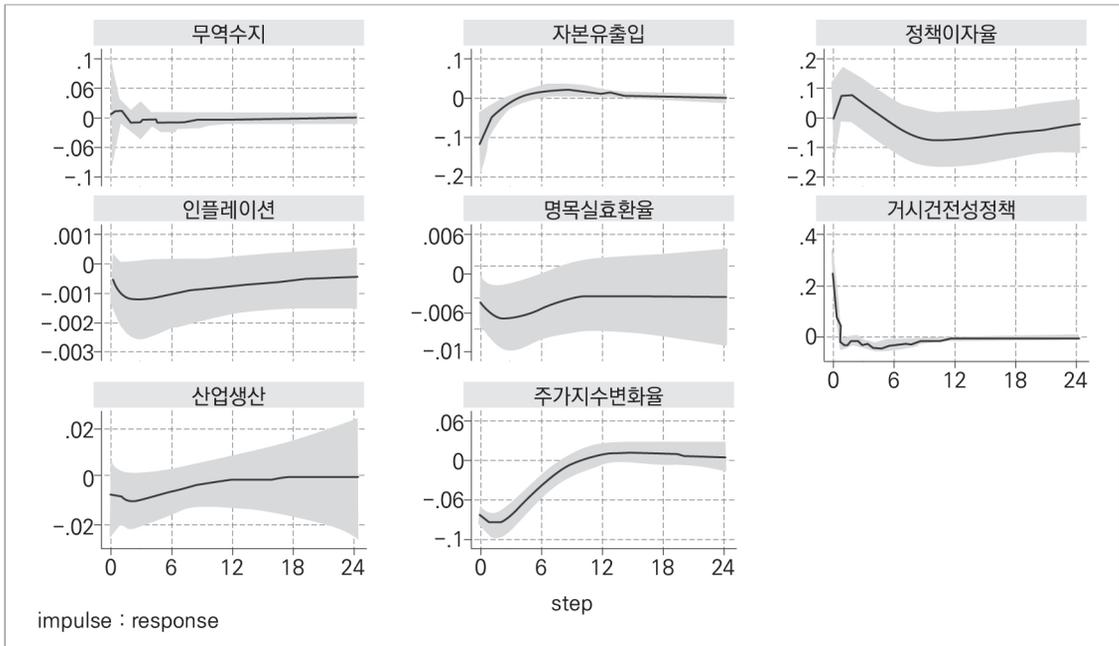
● 불확실성 충격이 각국의 자본 유출입에 미치는 영향을 동태적으로 추정하기 위해 2005년 1월부터 2021년 12월까지 47개국 월별 데이터를 이용하여 패널 VAR 분석을 실행(그림 7 참고)

- 글로벌 경제정책 불확실성(GEPU)의 1단위 충격에 따른 개별 국가의 정책, 금융, 거시경제 변수들의 충격반응 함수를 분석
- 글로벌 경제정책 불확실성 1단위 상승으로 각국의 주가지수가 단기적으로 8%p 하락하고 그 영향이 7개월 이상 지속되는 것으로 나타남.
- 또한 명목통화가치는 0.5% 하락하고, 지분증권 및 부채성 증권에 대한 펀드 자금 유입은 0.1%p⁵⁾만큼 감소한 뒤 3개월 이후 회복하는 것으로 추정됨.
 - 그리고 단기이자율이 0.1%p 하락, 산업생산지수가 0.01% 하락, 인플레이션이 0.001% 하락하는 것으로 추정되었으나 통계적으로 유의하지 않았고, 순수출에 대한 영향도 미미하게 나타남.

5) 분기별 GDP 대비 0.1%p 감소를 의미.

그림 7. 글로벌 경제정책 불확실성(GEPU)의 1단위 충격에 따른 개별거시변수들의 충격반응함수

(단위: %)



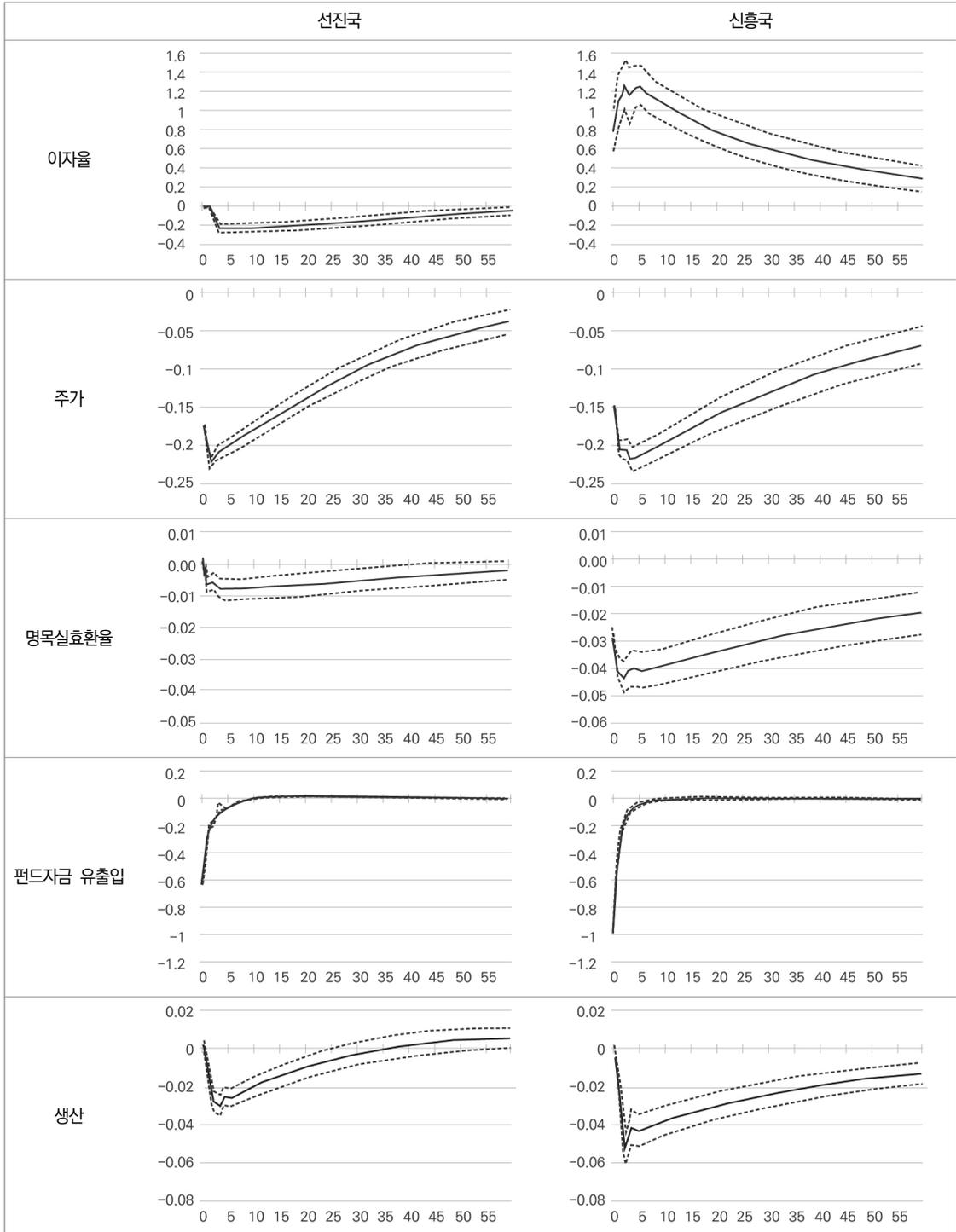
주: 점선은 90% 신뢰수준하에서 유의구간을 의미하며, 가로축은 시간(월)을 의미.
 자료: 저자 계산.

● 불확실성 충격의 선진국 및 신흥국에 대한 영향 비교(그림 8 참고)

- 금융 불확실성(VIX) 충격 1단위에 대한 선진국과 신흥국의 충격반응함수 분석 결과
 - 단기이자율의 경우, 선진국에서 금리가 소폭 하락(4개월 후 0.2%p)하지만, 신흥국에서는 3개월 후 1.3%p 상승
 - 주가와 통화가치(명목실효환율) 모두 선진국과 신흥국에서 하락하지만 신흥국의 통화가치 하락 폭이 더 크게 나타남(3개월 후 선진국 0.5%, 신흥국 4.3%).
 - 펀드 자금유출은 선진국에서 1개월 후 분기별 GDP 대비 0.6%p 증가하는 반면, 신흥국은 1.0%p 증가로 상대적으로 크게 나타남.
 - 생산 위축 효과도 선진국(3개월 후 2.8%)에 비해 신흥국(3개월 후 5.2%)이 더 크게 나타나는 것으로 추정

그림 8. 금융 불확실성(VIX) 1단위 충격에 따른 국가 그룹별 충격반응

(단위: %)



주: 점선은 90% 신뢰수준하에서 유의구간을 의미하며, 가로축은 시간(월)을 의미.
자료: 저자 계산.

3) 동태적일반균형 모형을 이용한 대외충격의 파급 효과와 경기안정화 효과 분석

① IMF의 통합적 정책 체계(Integrated Policy Framework) 모형을 통한 해외금리 인상 충격의 파급 효과 분석

● 2022년 3월부터 시작된 글로벌 통화긴축 기조를 중심으로 파급 효과를 분석

- Chen *et al.*(2023)에 기술된 모형과 베이지안 추정 결과를 차용하여 선진 소규모 개방경제 및 신흥 소규모 개방경제에 대한 글로벌 이자율 상승 충격의 파급 효과와 경기안정화 정책 효과를 분석

② 선진 소규모 개방경제와 신흥 소규모 개방경제에 대한 해외명목금리 1% 상승의 파급 효과 분석 (그림 9 참고)

● 해외명목금리 상승 파급 효과의 시뮬레이션 결과

- 해외금리 상승에 따라 대외금리차가 증가하여 자국으로부터 자본유출이 발생하고 환율이 상승
 - 환율 상승에 의해 수입물가가 증가하므로 인플레이션이 발생
 - 해외금리 상승은 해외경제의 경기를 둔화시켜 자국 경제의 수출 수요가 감소하여 생산에 부정적 영향을 미침.

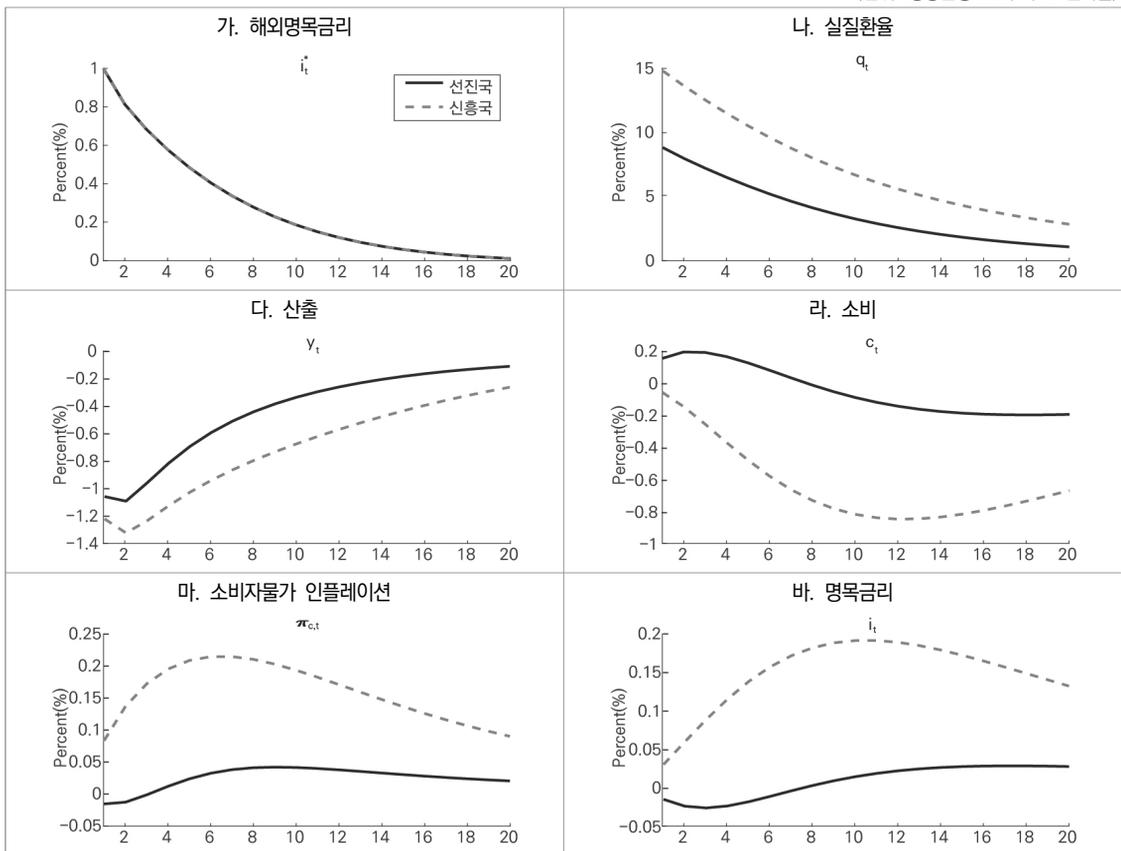
● 해외명목금리 상승에 의한 선진국과 신흥국에 대한 경기둔화 파급 효과는 비대칭적으로 나타남.

- 해외금리가 정상균형으로부터 1%p 상승하면, 신흥국의 경우 환율이 정상균형으로부터 14.8%, 선진국의 경우 8.8% 상승
 - 외환시장의 깊이가 얇은 신흥국에서 해외금리 인상에 따른 환율 절하 압력이 더 크게 작용
- 해외금리 상승으로 해외경기가 둔화함에 따라 해외수요가 감소하여 수출이 감소하고 환율 상승에 의해 수입 가격이 올라가므로 수입도 함께 감소
 - 수입과 수출 모두 감소하는 가운데 수출 감소가 상대적으로 더 크게 나타나 무역수지는 적자를 기록
 - 신흥국과 선진국 모두 GDP 대비 무역수지가 금리 인상 직후 1.18% 감소하며, 고환율이 더 오래 지속되는 신흥국에서 수출진작 효과로 인해 무역수지의 흑자 반전이 더 빠르게 나타남.
- 환율 상승은 수입 중간재 가격을 인상하여 국내 생산비용의 증가로 이어지고, 따라서 국내 생산이 감소
 - 시뮬레이션 결과, 생산은 신흥국과 선진국에서 각각 -1.22%, -1.06% 감소하는 것으로 나타났고, 환율 상승이 더 크게 나타나는 신흥국에서 정상균형으로의 회복 속도도 선진국보다 느리게 나타남.

- 신흥국에서 '4분기 이후 소비자물가가 0.2%p 가까이 상승하지만, 선진국에서는 소비자물가 변동 폭이 0.05%p 미만으로 큰 변화를 보이지 않음.
 - 인플레이션에 대한 기대가 잘 안착되어 있고 심도 있는 외환시장을 가진 선진국에서는 물가 상승압력이 작은 편이고 강한 경제기초여건(fundamental)으로 인해 자본유출 압력이 낮아서 환율 및 물가 상승이 신흥국에 비해 작게 나타남.
- 신흥국에서는 정책금리가 시차를 두고 0.2%p 가까이 상승하지만, 선진국의 정책금리는 수출 수요 부진에 따른 국내 생산 감소로 인해 오히려 하락하는 것으로 나타남.

그림 9. 해외명목금리 1% 상승충격에 대한 선진국과 신흥국의 거시변수 반응 추이

(단위: 정상균형으로부터 % 편차율)



주: 실선은 선진국, 점선은 신흥국을 나타내며, 가로축은 시간(분기)을 의미.
자료: 저자 계산.

③ 경기안정화 정책 대응 효과 분석

- 해외금리인상 충격에 대해 통화 정책과 외환시장개입 정책을 함께 사용한 경우 통화 정책만 시행한 경우보다 경기안정화 효과가 더 크게 나타남(그림 10 참고).

- 시뮬레이션 결과, 통화 정책만 사용한 경우 실질환율이 8.8% 상승하였는데, 외환시장개입 정책 및 자본이동 관리 정책을 혼합하여 환율이 절반 수준인 4.4% 상승에 그치도록 정책 혼합을 실행
 - 시뮬레이션을 통해 (i) 통화 정책만 사용한 경우, (ii) 통화 정책 및 외환시장개입 정책을 혼합한 경우, (iii) 통화 정책 및 자본이동관리 정책을 혼합한 경우로 총 세 가지 정책 기조들을 비교하였고, 이 중 통화 정책과 외환시장개입을 혼합한 정책에서 경기안정화 효과가 제일 크게 나타남.
- 통화 정책과 외환시장개입 정책 혼합의 경기안정화 효과
 - 통화 정책과 외환시장개입을 혼합했을 때, 인플레이션이 더 빠르게 진정되고 소비가 더 크게 증가하며 산출의 감소 폭이 작아짐.
 - 인플레이션 기대가 안착되어 있는 선진국에서는 인플레이션보다 산출 감소에 더 민감하게 금리 정책이 반응하여 정책금리는 낮아지고 소비가 증가
- 신흥국에서 통화 정책 및 외환시장개입 혼합 정책의 경기안정화 효과가 더 크게 나타남(표 2 참고).
 - 신흥국에서 통화 정책만 시행된 경우 산출의 변동성은 3.53%로 나타나지만, 외환시장개입이 함께 시행되면 2.72%까지 낮아짐.
 - 선진국은 똑같은 정책실험에서 2.46%의 산출 변동성이 2.17%로 낮아져서 경기안정화 효과가 신흥국에서 더 크게 나타나는 것을 알 수 있음.
 - CPI 인플레이션의 변동성도 신흥국에서 통화 정책만 시행한 경우 0.76%이나 외환시장개입이 함께 시행되면 0.31%까지 하락
 - 인플레이션이 안정적으로 나타나는 선진국에서도 통화 정책만 시행한 경우 CPI 인플레이션의 변동성이 0.15%이나 외환시장개입이 함께 시행되면 0.09%로 하락하는 것으로 나타남.

표 2. 모형 시뮬레이션을 통한 소규모 개방경제의 경기변동 크기(표준편차 기준)

| 거시변수 | 해외금리충격에 의한 경기변동 시뮬레이션 결과 | | | |
|-----------|--------------------------|--------------|-------|--------------|
| | 신흥국 | | 선진국 | |
| | 통화 정책 | 통화 정책+외환시장개입 | 통화 정책 | 통화 정책+외환시장개입 |
| 명목금리 | 0.78 | 0.25 | 0.16 | 0.17 |
| 실질환율 | 37.19 | 17.65 | 20.14 | 9.14 |
| 산출 | 3.53 | 2.72 | 2.46 | 2.17 |
| 소비 | 3.5 | 1.28 | 1.03 | 1.65 |
| 무역수지 | 2.67 | 2.93 | 2.63 | 3.17 |
| CPI 인플레이션 | 0.76 | 0.31 | 0.15 | 0.09 |

주: 1) 표의 각 숫자는 통합적 정책 체계(IPF) 모형 시뮬레이션을 통해 구축한 거시변수들의 시계열로부터 도출한 장기표준편차값을 의미함.

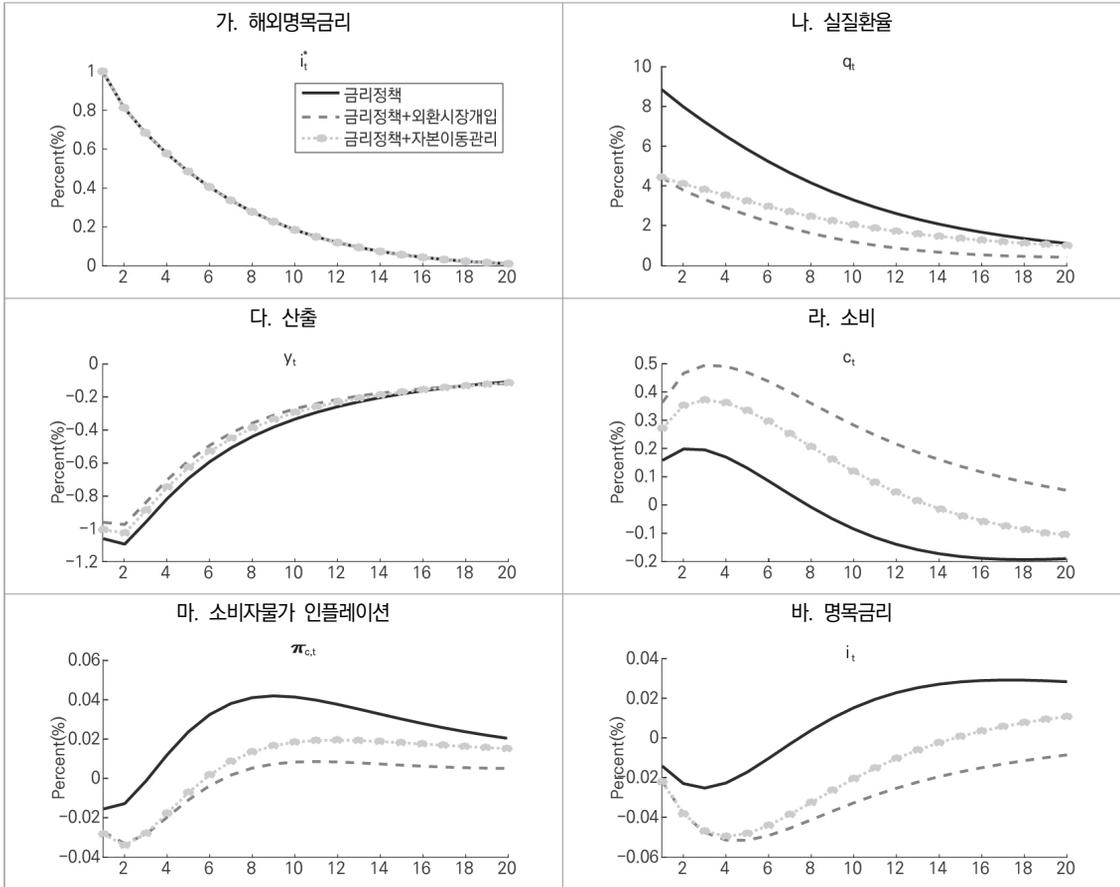
2) 해외금리충격은 1표준편차 충격으로부터 해외금리가 1% 상승하는 크기로 모형 시뮬레이션을 진행함.

3) '+' 표시는 해당 정책들을 혼합하여 실행하였다는 의미임.

자료: 저자 작성.

그림 10. 해외명목금리 1% 상승충격에 대한 선진국의 경기안정화 정책 대응 효과

(단위: 정상균형으로부터 % 편차율)



주: 실선은 금리정책, 점선은 금리정책 및 외환시장 개입의 정책 혼합, 원형 점선은 금리정책 및 자본이동 관리정책의 혼합을 나타내며, 가로축은 시간(분기)을 의미.
자료: 저자 계산.

3. 정책 제언

- 본 연구는 2020년 팬데믹 위기 대응에 의해 발생한 주요국 재정지출과 양적완화에 따른 대외환경 변화를 살펴보고, 선진국과 신흥국 간의 정책 여력 차이 및 정부 재정 여력 이슈를 조사
 - 2020년 팬데믹 위기가 2008년 글로벌 금융위기보다 더 심각한 경기침체를 유발했던 원인 중 하나는 2020년 위기에서는 선진국뿐만 아니라 중국, 인도를 비롯한 신흥국들에서 모두 심각한 경기둔화 및 역성장을 경험했기 때문으로 파악됨.
 - 선진국과 신흥국 간 정책 여력의 차이가 발생하는 원인 중 하나는 정부국채에 대한 해외수요의 수준과 통화가치 변화의 방향성에 있음.

- 2020년 3~4월 당시 미국, 일본, 스위스 등 선진국은 통화 가치가 상승하고 국제수익률이 하락하여 중앙은행의 자산매입 프로그램을 통해 정부지출을 조달할 수 있었으나, 튀르키예, 남아프리카공화국, 브라질 등 신흥국은 양적완화를 실행할 경우 통화 가치가 폭락하고 심각한 인플레이션에 직면할 위험이 높았음.
 - 2020년 3~4월 신흥국에서 발생한 급격한 자본유출 충격 에피소드에서도 위기 대응에 필요한 현물환시장 개입과 수출부문 유동성 공급을 위해 외환보유액을 충분한 수준으로 유지하는 것이 중요함을 확인
 - 선진국 및 신흥국 정책 여력의 차이가 정부의 민간자금조달 능력에서 기인하는 만큼 우리나라도 국고채 시장 유동성 제고를 위해 국고채 유통시장을 활성화하고 현재 진행 중인 외환시장 선진화를 위한 꾸준한 노력이 필요
- 본 연구는 자본유출입을 중심으로 불확실성 및 금리인상 충격의 영향과 경기안정화 정책의 효과를 분석
- 글로벌 경제정책 불확실성 충격과 개별국가 경제정책 불확실성 충격의 영향을 비교했을 때, 실증분석 결과 자본유출입에 유의하게 영향을 주는 요인은 글로벌 경제정책 불확실성 충격으로 나타남.
 - 이는 글로벌 금융 사이클 논의와 관련하여 국가별 요인보다 글로벌 요인이 자본유출입과 더 연관성이 높음을 시사
 - 한국의 경우 선진국으로 분류되지만 외환시장의 심도가 얇고 금융시장이 대외경제에 민감하게 반응하므로 불확실성 충격의 전이 효과를 무역거래, 자본거래, 산업구조, 통화 정책 등 다양한 경로에서 비교 분석할 필요
 - 핀테크, 디지털 금융에 의한 금융 국제화가 진전되면서 자본거래를 통한 대외충격의 파급 효과가 향후 커질 것으로 예상되며 특히 우리나라와 산업구조가 비슷한 국가들로부터의 대외충격을 면밀히 모니터링할 필요가 있을 것으로 예상
 - 통합적 정책체계 분석 결과 인플레이션에 대한 기대가 안착되어 있지 않고 외환시장의 심도가 얇은 신흥국의 경우 통화 정책과 외환시장개입의 정책혼합이 경기안정화에 효과적임.
 - 최근 IMF, BIS, OECD 등 주요 국제기구들은 환율 및 자본이동의 변동성을 낮추고 금융안정을 달성하기 위한 외환시장개입 및 자본이동 관리조치를 일부 용인하는 입장으로 변화
 - 우리나라는 외환시장의 심도가 깊다고 볼 수 없으므로⁶⁾ 통화 정책과 외환시장개입, 자본이동 관리조치의 적절한 조합을 통해 환율 변동성을 낮출 수 있을 것으로 판단
 - 현재 진행 중인 외환시장 선진화 및 세계국채지수 편입이 진전되면 대외요인에 대한 우리나라의 민감도가 높아질 수 있으므로 우리나라 외환시장 및 금융시장의 깊이와 성숙도를 판단할 수 있는 방안을 마련하고 이에 따른 최적정책조합을 모색할 필요 **KIEP**

6) 이아람 외(2023) 참고.