



# 금리역전과 자본유출

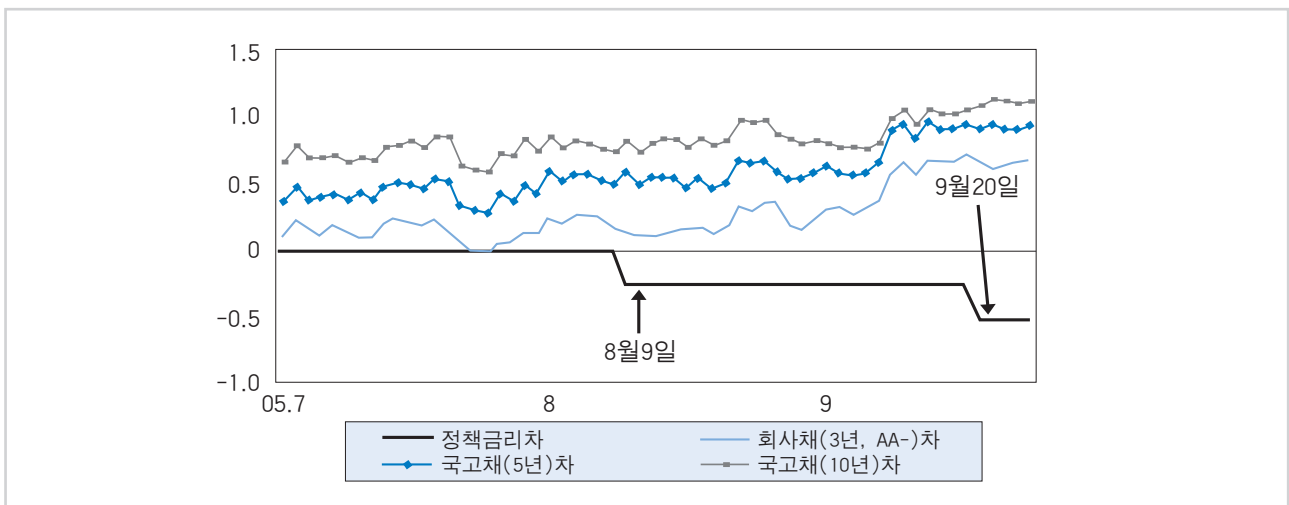
李 兪 錫 (研究委員, 3705-6274)

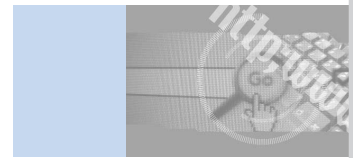
두 차례에 걸친 미 연준의 정책금리 인상(8.9, 9.20)으로 한·미간 정책금리가 역전된 가운데 시장금리까지 역전될 경우 자본유출 가능성이 일부에서 제기되고 있음. 그러나 자본유출은 금리차 역전보다는 환율 변동율을 감안한 종합수익률차 변동에 의해 일어날 가능성이 높은 것으로 나타났음.

- 한·미간 정책금리가 역전된 가운데 향후 시장금리도 역전되는 경우 자본유출(capital flight) 현상이 발생할 가능성이 있다는 지적이 제기되어 왔음.
- 8월 9일에 이어 9월 20일에 단행된 미 연준의 금리인상으로 미국 정책금리가 한국보다 50bp 높은 역전현상이 나타났으나 시장금리의 경우 3년 회사채(AA-)금리는 한국이 미국에 비해 68bp, 5년 및 10년 국고채 금리는 각각 95bp 및 110bp 더 높아 아직까지 역전되지는 않았음.

〈그림 1〉 최근 한·미간 주요 금리차 (한국금리-미국금리)

(단위 : %)





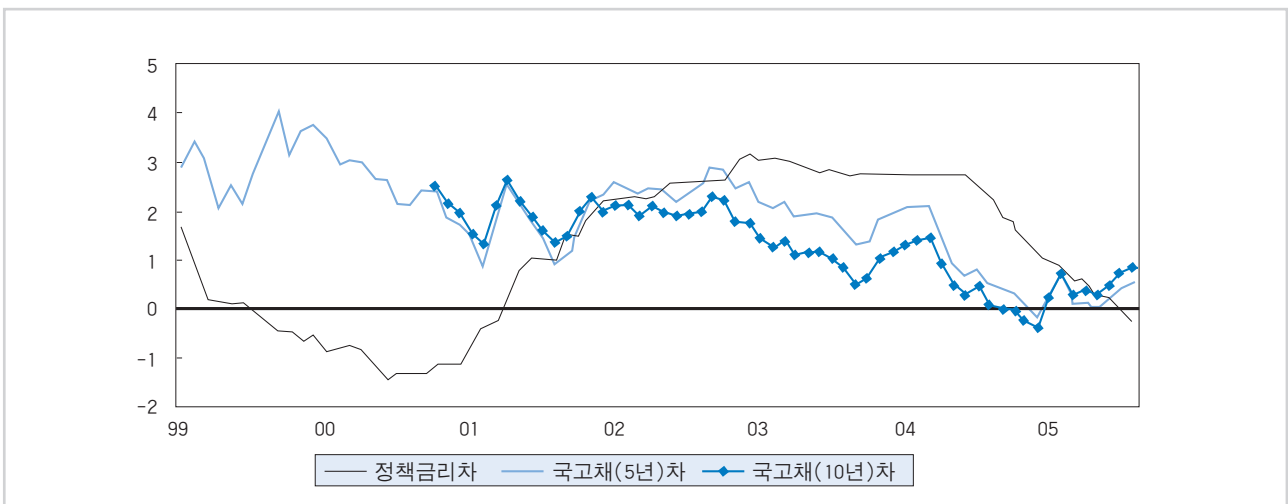
- 시장금리의 경우 금리차는 8월 중순 이후 오히려 확대되었는데 한국은 금리인상 기대를 반영하여 금리가 상승한 반면 미국의 경우에는 금리인상 이후 인플레이션 우려가 퇴조함에 따라 시장금리가 하락하였기 때문임.
- 그러나 시장금리까지 역전될 경우 자본유출이 발생할 수 있다는 지적이 제기되어 왔음.

■ 이와 같은 금리역전 현상은 과거에도 간간히 발생한 바 있으나 단기금리를 제외하고는 지속기간이 짧았음.

- 정책금리를 반영하는 콜금리의 경우 1999년 7월에서 2001년 3월까지 최대 139bp까지(월평균기준) 역전되었으며, 3년 만기 회사채의 경우 2004년 12월과 2005년 5월에서 6월까지 최대 15bp, 5년 만기 국고채의 경우 2004년 12월에 20bp, 10년 만기 국고채의 경우 2004년 10월에서 12월까지 최대 37bp가 역전되었음.
- 따라서 시장금리의 경우 금리차 역전 경험이 3개월 미만에 그칠 뿐 아니라 정책금리 역전기간과 불일치하는 등 정책금리와는 다소 이질적인 움직임을 보임.

〈그림 2〉 한·미간 주요 금리차 추이

(단위 : 월평균, %)



■ 자본을 자본수지내 항목으로 정의할 경우 자본유출은 금리차와 연관성이 높지 않은 것으로 나타남.

- 우선 금리차에 가장 민감하다고 할 수 있는 채권순투자(내국인 해외채권 투자-외국인 국내채권 투자)로 정의할 경우 내국인은 대부분 장기채 위주의 장기보유(buy and hold)형태로 있고 외국인의 경우 주식자금에 비해 현저히 낮은 규모로 채권에 투자하고 있어 금리차 변동에 따른 유출입은 크지 않음.



- 채권투자와 더불어 주식자금까지 포함하는 포트폴리오 투자수지로 자본유출입을 정의할 경우에도 금리차와는 관련성이 없는 것으로 나타남.

■ 자본유출입을 정의하는 보다 일반적인 방법은 통계상 집계되지 않는 광의의 자본까지 포함하는 광의의 자본유출입지표를 사용하는 것임.

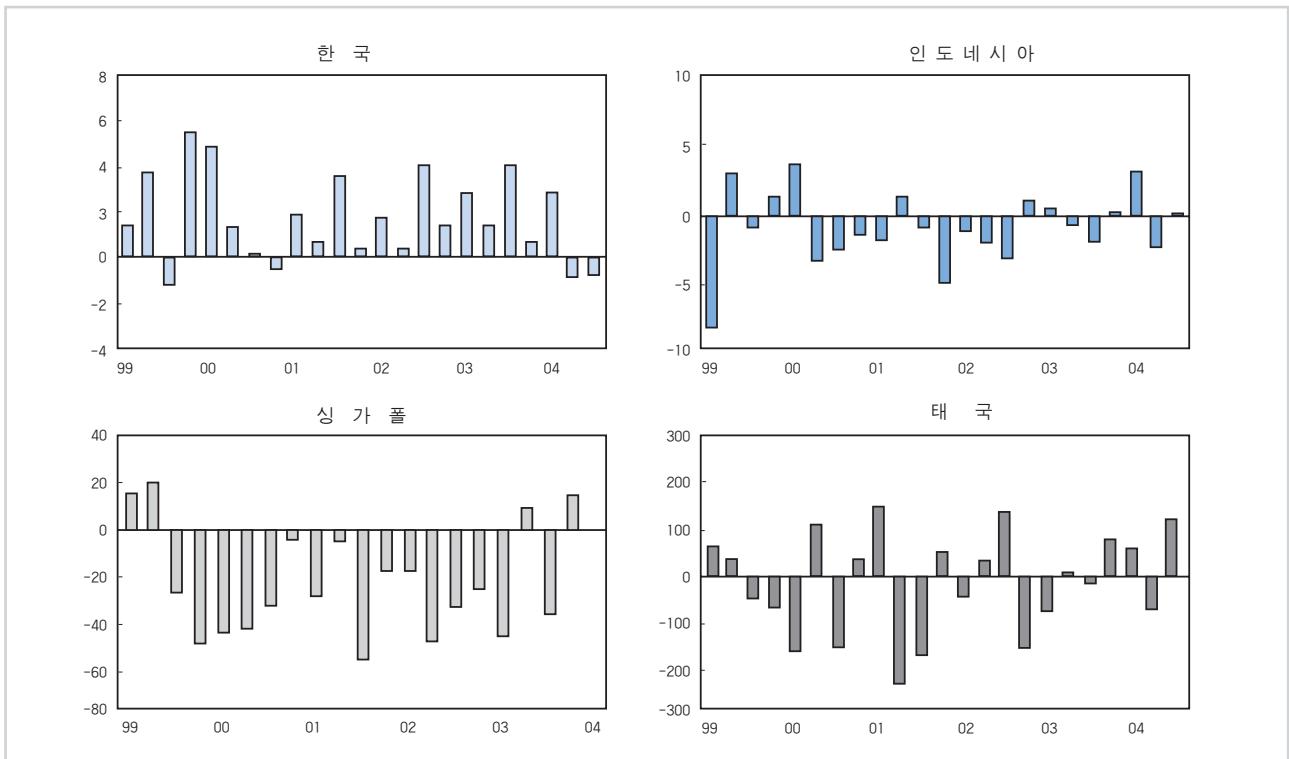
- 통계상 집계되지 않는 자본은 오차 및 누락항목인데 World Bank가 분석한 자본유출입지표는 이 개념을 사용하고 있음.
- 그러나 동 지표의 경우 단기적인 자본유출입을 고려하지 않고 있어 오차 및 누락 항목에 부가하여 포트폴리오 투자수지와 기타수지상 단기순채무를 포함하는 이른바 'Hot Money' 지표(HM지표)를 사용하는 것이 광의의 자본유출지표라 할 수 있음.

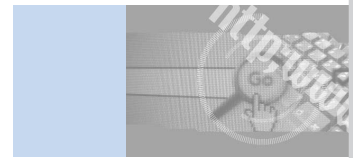
■ HM지표로 자본유출입을 측정할 경우 우리나라는 외환위기 직후를 비롯하여 간헐적으로 자본유출이 발생한 것으로 나타남.

- 외환위기 직후에는 단기차입금 상황을 위해 외환유출이 지속적으로 발생하였으며 이후에는 예금은행의 해외대출금 증가 등으로 자본이 유출된 사실을 감안할 때 자본유출과 내외금리차는 연관성이 높지 않음.

〈그림 3〉 아시아 주요국의 GDP대비 자본유출입규모(HM지표) 추이

(단위 : %)



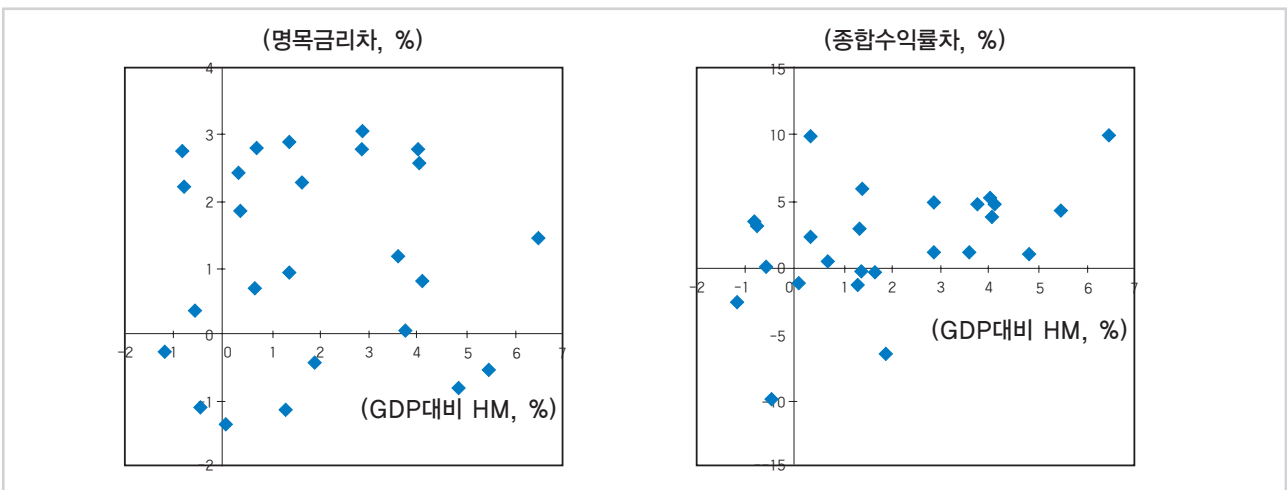


• 게다가 이 시기에 발생한 자본유출 규모는 GDP의 1% 이내로 여타 아시아 국가들과 비교해봐도 현저히 낮은 수준임.

■ 자본유출은 실증분석 결과에서도 금리차 그 자체보다는 환율변동을 감안한 종합수익률차(금리차+환율변동율)와 연관성이 높은 것으로 나타났음.

- 금리차를 콜금리, 5년 및 10년 만기 국고채 금리로 하더라도 실증분석 결과가 달라지지 않음.
- 종합수익률차가 1% 하락하는 경우 자본유출규모는 분기 GDP대비 0.2% 수준인 3억 7천만 달러 정도 발생.
- 동태적 분석 결과 유출기간도 단기간(3개월)에 그치는 것으로 나타남.

〈그림 4〉 우리나라의 자본유출입과 명목금리차·종합수익률차 추이



■ 이와 같이 자본유출이 금리차 변동보다는 환율변동을 감안한 종합수익률차에 민감하다는 점에서 급격한 자본유출입 발생을 방지하기 위해서는 금리차 조정보다는 환율의 급격한 변동을 초래하지 않는 것이 중요함.

■ 자본유출 자체도 투자자들의 국제포트폴리오 투자의 일환인 점을 감안할 때 그 자체가 부정적인 현상은 아님.

- 연기금 및 보험사의 경우 국내 장기 채권시장이 협소하여 해외 장기 채권시장으로 투자대상을 확대할 수밖에 없음.
- 국내 장기 채권시장 규모 확대 및 투자대상을 다양화할 필요가 있음.

■ 또한 경상수지 흑자가 지속되고 있는 상황에서 자본수지 흑자까지 계속된다면 환율하락 압력 내지는 환율방어에 따른 외환보유액 증대로 이어져 외환당국에게는 오히려 부담으로 작용할 수 있음.