

자본이동의 원인 변화와 금융안정성

A Study on the Change in the Cause of Capital
Mobility & Financial Stability

이 원 형 *

目 次	
I. 머리 말	IV. 정책적 함의
II. 자본유입의 원인	V. 맺 음 말
III. 한국과 미국의 금리차와 자본유입 인과성 변화	

I. 머리 말

해외자본의 이동은 그 방법이 다양화되고 있으며 자본유입의 원인 중에서 이자율의 변화는 자본유입과 가장 밀접한 연관성이 있을 것으로 보고있으나 한국과 미국의 이자율의 차이가 줄어들고 미국 이자율이 한국의 이자율을 추월하고 한국의 경기가 침체되면서 투자여건이 악화된 상황에서 한국의 자본이 대거 유출될 것으로 기대하였으나 2005년 현재 한국으로의 자본유입은 그치지 않고 있다.

자본자유화로 해외자본의존도가 높은 개발도상국들과 경제규모가 작은 국가들은 자본을 효율적으로 사용하는 장점이 있는 반면에 거시환경과 금융환경을 안정적으로 유지하는 것이 점차 어려워지는 단점이 있다. 자본이동의 원인을 보면 이자율, 위험성과 수익율 등에 의한 것으로 설명되어지고 있으나 최근에는 투기자본의 비중이 높아지면서 자본이동의 원인

이 논문은 2004년도 학술진흥재단의 지원에 의하여 연구되었음(KRF 2001 005 B 22001).

* 한양대학교 경제연구소 연구조교수

을 설명하기 어려워지고 있다.

자본이동으로 이자율, 물가, 환율, 외환보유고, 외채와 같은 금융변수와 거시변수 불확실성이 증가하는 경제여건 불확실성의 증대를 의미한다. 불확실성의 문제는 위험성을 증가시켜 투자, 소비, 생산에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 또한 역선택에 의한 부실채권의 증가로 이어져 경제에 문제를 일으키고 심각한 경우에는 위기상황이 될 수 있고 환율의 심한 변동이나 외환보유고와 같은 외환시장의 불안정성도 금융위기로 발전할 수 있다.

이 논문에서 한국의 자본이동 원인의 변동에 대한 설명을 위해 이자율과 자본이동의 관계를 분석하고 자본이동이 금융시장에 미치는 영향을 설명한다.

논문의 구성은 다음과 같다. 2절에서 자본유입의 개념, 특성, 원인과 자본유입에 대한 정책과 그 문제점들을 설명하고 3절에서 자본유입과 한국과 미국의 금리차의 그랜저인과관계를 설명한다. 4절은 정책적합의 그리고 5절은 맺음말로 구성되어있다.

II. 자본유입의 원인

해외자본유입(Capital Inflows)은 한 국가의 공적 또는 사적 부채의 증가를 말하는 것으로 일정기간 동안의 국제수지 자본계정(capital account)의 흑자로 측정된다. 그러므로 국제수지 계정에서 일정기간동안의 자본의 유입량은 경상계정(current account) 적자의 증가량과 공적 외환보유량(official holdings of international reserves)의 합이 증가한 것을 말한다. 그리고 일정기간동안의 경상수지적자의 증가량과 외환보유량의 축적(foreign exchange reserve accumulation)은 같은 기간동안 자본유입의 증가량과 일치한다. 경상계정이 흑자인 경우에는 자본의 유출이 있고 외환보유고가 증가하여 다음과 같다.

$$\text{경상계정흑자} = \text{자본유출} + \text{외환보유고증가}$$

따라서 자본의 유입이 발생하는 경우에는 다음 식과 같아진다.

$$\text{자본유입} = \text{경상계정적자} + \text{외환보유고증가이다.}$$

또한 국민소득계정에 경상수지(X-M)를 대입하여 정리하면

$$(X-M) = (Y - C) - I - G$$

자본이동의 원인 변화와 금융안정성

자본의 유출입은 내국인의 저축과 투자의 차이가 발생함을 말하며 자본유입이 나타나는 것은 국내투자에 비하여 국내저축이 부족함을 의미한다. 즉 국내저축의 부족을 외국자본으로 충당하여 국내투자가 이루어지는 것이다. 국민소득계정에서 볼 수 있듯이 외국자본의 유입은 국내투자 또는 국내소비로 이전될 수 있다. 모든 유입된 자본이 생산을 위한 투자로만 이어진다는 보장을 할 수 없고 외국자본으로 국내소비가 증가하는 경우를 생각할 수 있다.

중앙은행의 외환보유고(foreign exchange reserves)가 변화하는 것은 자금유입의 발생에 대한 통화당국의 외환시장개입을 의미한다. 외환시장개입의 효과를 극단적인 예로 설명하면 첫째, 완벽한 외환시장개입은 자본계정에서 흑자가 발생할 때 정부가 모두 외환시장에서 구입하여 정부의 외환보유고를 증가시키는 경우로 국내저축과 국내투자의 차이는 발생하지 않는다. 둘째는 외환시장개입을 전혀 하지 않을 경우 외환보유고(foreign exchange reserves)의 변화는 없을 것이고 자본계정에 흑자가 발생하고 경상계정의 적자를 해소하여 상품과 서비스의 순수입으로 지출하게 된다.

국가간에 자본이 이동하는 형태를 직접투자와 유가증권(Portfolio)투자로 구분하는데 직접투자의 경우에는 비교적 장기적으로 투자되어 단기적인 경기변동에는 민감하게 반응하지 않고, 기업가의 지식, 기술, 경영방식, 자본을 모두 효율적으로 사용하여 장기투자수익을 최대화 하려는 의도에 의해 결정되고 유가증권투자의 경우에는 오직 자본가의 자본을 효율적으로 사용하려는 의도에 의해서 자본의 이동이 나타나기 때문에 자본수익을 결정하는 경기변동에 민감하게 반응한다.

자본이동의 원인은 주로 유가증권투자(Portfolio Investment)에 기준하여 설명하고 있다. Fleming과 Mundell은 자본의 이동을 자본계정이 도입된 개방거시모형을 이용하여 자본이동의 원인을 국가 간의 이자율차이로 설명하였다. 자본은 수익성이 높은 곳으로 이동한다는 것을 설명하며 국가 간의 이자율의 차이가 발생하면 자본의 이동은 계속된다. 이러한 자본이동의 원인설명을 Flow Theory of Capital Account라고 한다. 이자율의 차이를 원인으로 볼 때 미국과 세계의 이자율이 하락하면 저개발국의 이자율은 상대적으로 높아지고 그 이자율의 차이에 의해서 선진국과 미국의 자본이 저개발국으로 이동한다는 것이다. 따라서 미국의 통화정책은 미국과 세계이자율을 변동시켜 자본의 이동을 발생시킨다. 이러한 설명의 문제점은 국내외이자율의 차이가 없을 때에도 발생하는 자본이동의 원인을 설명하지 못한다는 것이다.

Stock Theory of Capital Account는 자본의 이동을 투자자들이 자신이 갖고 있는 자산을 분배할 때 그들의 효용을 극대화 시키려 하는 과정에서 나타난다고 한다. 그들은 효용을 극대화 시키기 위하여 자본투자에 대한 기대수입(평균수입)과 위험도(투자수익의 분산)를 고려하여 그들의 부를 분배하여 투자하고 이러한 과정에서 국가들 간의 자본이동이 나타난다는 것

이다. 그들은 국가들 간의 이자율의 변동을 자본이동의 유일한 원인으로 설명할 경우 자본이동이 불연속적으로 나타나는 것을 문제로 제기하면서 보다 현실적인 설명은 자본소유자들이 부의 분배문제를 평균수익과 위험도를 고려하여 위험도를 분산시키고 있다는 것으로 자본이동의 원인을 설명하는 것이다. 따라서 자본을 전 세계를 상대로 투자하면서 각 국가들이 갖고 있는 기대수익과 위험도를 고려할 때 자본의 투자가 한 국가에 집중되기보다는 여러 국가로 분산되면서 자본의 투자수익을 높일 수 있고 선진국의 자본이 저개발국으로 이동한다는 것이다.

정리하면 미국과 세계의 이자율과 선진국의 자본수익률 변화를 국제경기변동이라고 할 때 국제경기변동은 저개발국의 상대적 수익변동이 발생하고 저개발국의 자본이동이 발생한다. 미국 등 선진국의 경기가 침체되면 저개발국의 자본수익성이 상대적으로 높아져 자본은 저개발국으로 이동한다. 1990년대의 자본이동을 보면 90년대 초반 선진국의 불경기로 인하여 저개발국으로 자본이동이 나타나고 90년대 중반에는 선진국들의 경기가 회복되면서 저개발국으로 이동하는 자본이 줄어들었다. 이와 같이 개도국의 자본이동은 주변선진국의 정책 변화에 커다란 영향을 받는다.

Calvo, Leiderman, Reinhart(94, 96)는 위와 같은 국제적인 여건의 변화이외에 각 국가내의 투자여건의 변화를 자본이동의 원인으로 나열한다. 예를 들어 외채가 많은 국가들이 '채무와 주식의 스왑'(Debt Equity Swaps)정책을 사용하면 외채는 해외직접투자로 전환된다. 그리고 국내 물가안정을 위한 재정, 통화정책이 실효를 거두면 거시지표가 안정되고 투자의 위험성이 낮아지기 때문에 자본의 이동이 증가하게 된다. 또한 금융과 무역의 자유화정책으로 자본이동이 더욱 증가한다. 즉 국내경제정책이 실효를 거두어 물가안정, 실업감소, 그리고 경제성장과 성장잠재력의 향상과 이와 동시에 자유화정책은 외국자본의 유입을 증가시킨다.

위에서 설명한 국내외 여건의 변화들은 복합적으로 작용하여 자본의 이동에 영향을 미친다. 국제금융시장의 벽이 낮아지면서 모든 원인들은 동시에 복합적으로 자본이동에 영향을 미치고 있는 것이다. 자본이동에 높은 장벽이 존재할 때에는 단지 자본수익을 나타내는 이자율만으로 자본의 이동을 설명하다가 자본시장이 발달하고 보다 많은 상품이 보다 넓은 시장에서 신속하게 움직이면서 점차 그 원인이 복잡하게 나타나고 있다. 최근에는 자본이동에 대한 신용평가기관들의 역할과 비중이 커지고 있다. 이들은 각 국의 경제상황과 국제상황을 고려하여 투자등급을 결정하고 투자자들은 이들의 등급을 고려한다. 따라서 자본의 이동에 미치는 영향은 이자율 등 경제상황과 경제의 투명성, 부패지수, 그리고 국가신인도 등도 관련이 있는 것으로 나타날 것이다.

1997년 아시아 경제위기이후 아시아의 자본시장이 완전히 개방되었고 해외투자자들은 투자결정요소로 경제의 투명성을 들고 있다. 이러한 경향이 지속되면 경제변수들 이외에 국가

전체의 모든 사회적인 문제들도 자본이동의 결정요인이 될 가능성이 있다. 2003년 이라크전쟁에 파병을 반대하였던 국가인 터키는 외국인투자가 급감하여 경제적 타격을 받았고 한국은 이러한 자본이동의 문제발생이 나타날 것을 우려하여 국익을 위해 파병을 결정하여야 한다는 주장을 하게 되었다. 일시적이긴 하지만 자본이동이 국내 정치 환경뿐만 아니라 국제적인 이해관계와 국제질서의 개편에 영향을 받는 것을 무시할 수 없다.

III. 한국과 미국의 금리차와 자본유입 인과성 변화

2004년 6월 이후 미국의 FRB는 경기호조로 기업실적이 개선되면서 투자가 확대되어 고용이 증가하면서 금리를 지속적으로 인상하고 있다. 미국 내에서 발생할 가능성이 있는 금리인상의 영향은 모기지 리파이낸싱효과가 줄어들어 소비가 위축되어 세계경기를 위축시키는 효과를 가져올 수 있고 미국의 고금리를 노리고 자본이 개도국에서 미국으로 이동하면 국제금융시장의 불안정이 발생할 수 있다. 그러나 2005년 현재 미국이 금리를 지속적으로 인상하여도 경기침체에서 벗어나지 못하고 있는 한국으로의 자금유입은 크게 영향을 받지 않고 있다. 미국과 한국의 금리역전이 발생하고도 이러한 자본유입이 증가하는 것은 기존에 설명하던 자본유입의 원인으로 설명하기 어려운 부분이 나타나고 있는 것이다. 따라서 시기별로 한국과 미국의 금리차와 자본유입의 관계에 인과성이 있는가를 살펴볼 필요가 있다.

터키의 경우, 자본의 유입을 총자본유입, 포트폴리오유입, 단기자본유입, 그리고 외국인직접투자로 나누어 종속변수로 하고 설명변수를 국내외 이자율의 차이, GDP성장률을 1989년부터 1997년까지 데이터를 사용하여 분석한 결과 단기자본의 유입에 유의적인 변수는 국내외 이자율의 차이로 나타났고, GDP 성장률은 단기자본과 총자본유입에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 포트폴리오의 유입에는 해외이자율이 유의적인 변수로 음의 관계를 보여주어 해외이자율의 상승이 터키의 외국인포트폴리오 투자를 감소시킨다는 것이다. 그리고 외국인직접투자는 이자율의 차이보다는 GDP 성장률의 시차변수가 설명력이 높은 것으로 보였다.¹⁾ 이러한 결과는 전체투자액과 단기자본은 금융투자수익성만을 고려하고 있으며 장기적인 성장가능성과는 무관하여 외국자본의 이동은 경제의 안정적인 성장에 의한 것이 아님을 보여준다. 반면에 외국인직접투자는 경제성장의 시차변수만이 유의적인 설명변수로 장기적

1) Celasun, Oya, Denizler, Cevdet, and He, Dong, "Capital Flows, Macroeconomic Management, and the Financial System: The Turkish Case, 1989 - 97", World Bank Working Paper, July, 1999, pp. 11-13

인 목적의 투자임을 의미하고 있다.

이러한 결과는 터키의 해외자금의 유입이 국내금융여건의 변화만이 아니라 해외금융여건(이자율)에 의하여 변동되는 것을 보여주는 것이다. 국내이자율의 변동은 해외이자율의 변동에 의한 자금유입으로 발생하기 때문에 해외이자율의 변화는 국내이자율의 변동과 자본이동에 영향을 미치게 된다.

자본시장의 자유화가 진행되면서 이자율의 연동성은 더욱 커져 경제규모가 작은 모든 국가들은 해외이자율이 커다란 변수로 작용하고 있다. 이연호(2001)는 한국의 금리와 해외금리의 연동성의 연구에서 미국, 일본, 영국의 금리가 한국금리에 장·단기의 동태적인 영향에 대하여 1980년부터 2000년까지의 기간을 대상으로 분석한 결과에 의하면 미국의 금리가 가장 큰 영향을 나타내고 있다고 한다. 그러나 기간을 전기(1980-1991)와 후기(1992-1997)로 나누어 분석하면 전기의 해외금리영향력은 일본, 미국, 유럽의 순으로 그리고 후기의 영향력은 미국, 일본, 영국의 순으로 한국의 금리에 강한 영향을 미치는 것으로 나타났으며 자본시장을 개방한 이후에는 한국금리의 변동성이 한국금리 자체의 영향력에 의한 변동은 줄어들고 해외금리의 영향력이 커지며 그 중에서 미국의 영향력이 강해지는 것으로 나타났다.²⁾

국내외 금리간의 변동에 대한 연구에서는 국제금리에 의하여 국내금리의 변동이 나타나며 국제금리들 중에서 미국의 금리가 점차 강한 영향력을 나타내고 있는 것으로 보이고 있다. 이러한 분석결과만으로는 자본이동으로 국가간의 금리차이가 줄어든다는 것을 보장하지 않는다. 국가간의 금리의 변동성이 영향을 주는 것은 세계화와 자유화자 진행되면서 각 국가들이 처한 상황이 유사해지는 경향이 있을 수 있고 국제적인 경기의 흐름이 각 국가들에게 동일한 영향을 가져와 동일한 정책들을 수행한 결과로 나타난 것이라고 볼 수도 있다. 1991년 11월 금리자유화 실시 이후 한국금융시장의 자유화가 진행되어 1997년 금융위기를 경험하고 자본시장을 개방하였다. 이러한 이유로 금리와 자본유입의 관계의 분석은 시기별로 이루어져야 한다. 1980년부터 1991년 10월, 1991년 11월부터 1996년 12월, 그리고 1999년부터 2004년의 자료를 사용한다.³⁾ 이러한 기간에서 직관적인 추정은 1999년 이후의 금융과 자본이동의 자유화가 성숙된 시기이기 때문에 금리와 자본유입의 관계가 가장 인과성이 높을 것으로 보인다.

한국과 미국의 금리차이는 단기(콜금리), 시중금리(Market Rate), 장기(회사채3년) 금리를 선정하였고 자본유입의 범위가 비교적 넓은 투자수지, 포트폴리오수지, 그리고 가장 적은 범위

2) 분석모형은 공적분모형과 벡터오차수정모형(VECM)을 이용하여 한국금리가 미국, 일본, 유럽금리와 장기적인 공통추세(common trend)를 형성하고 있는가를 분석하고 3국 금리의 상대적 중요성을 비교하기 위해 VECM을 추정하였다. 이연호, "자본시장통합과 한국금리의 미국, 일본 유럽금리와의 동태적 연동성", 금융연구, pp. 31-59, 2001, 12.

3) 1997년과 1998년은 금융위기가 발생하고 회복기에 있었던 시기이기 때문에 제외하였다.

자본이동의 원인 변화와 금융안정성

인 포트폴리오 외국인투자자로 구분하여 그랜저인과성을 검정하였다. 검정결과는 <표 1-1>부터 <표 1-3>에 보고하였다.

1980년부터 1991년의 기간에서 단기금리와 투자수지의 관계에서 단기금리가 투자수지에 인과성이 있음을 보이는 것을 제외하면 금리는 자본유입에 인과성이 없는 것으로 나타난다. 당시의 환율제도는 관리변동환율을 유지하였고 자본유입은 자유화되지 않아 국내외이자율 차이의 변동으로 해외자금수요에 영향을 주는 것이 불가능하였다는 해석이 가능하다.

1991년 11월부터 1996년의 기간에서 투자수지, 포트폴리오수지, 포트폴리오 외국인투자에서 각 이자율의 인과성이 대부분 나타나고 있다. 이 시기에는 단계적으로 금융시장의 규제를 완화하고 국내금융기관의 외환관리가 용이해져 국내외 이자율의 차이에 자본유입이 인과성이 나타나고 있다는 설명이 가능하다. 그러나 1999년부터 2004년의 외환위기 이후의 기간에서는 이자율과 자본유입의 관계가 나타나지 않고 있다. 외환의 취급과 이자율의 변동이 더욱 자유로운 시기에 인과성이 발생하지 않고 있다는 것은 자본유입에 이자율이외의 다른 요소들이 영향을 미치고 있다는 설명이 가능하다.

자본이동을 유발하는 원인은 경기변동이외의 다른 요소로는 주변 개도국의 발전, 국가신인도, 이라크전과 같은 국제정세의 변화 등을 들 수 있으며 이러한 요소들이 자본의 이동에 보다 많은 영향을 미치게 된 것으로 볼 수 있다. 또한 투기자본이 이동하는 경우를 보면 자본이동의 원인으로 설명하는 것이 불가능하다. 과거 97년에 있었던 자본의 이동은 거시경제여건의 변화에서 나타난 것이 아니기 때문에 단기 투기자본의 이동과 이자율과는 무관하다. 2000년 이후의 한국의 주식시장에서 이동하는 외국인 투자는 단기적인 수익을 목적이 강하기 때문에 이러한 자본이동의 비중이 높아지면 금융자유화로 나타나는 자본의 이동의 원인을 설명하기 어려워지고 예측하기도 어려워진다.

<표 1-1>의 1999년 이후 투자수지와 콜금리의 그랜저인과성 결과에서 투자수지가 이자율에 그랜저인과성이 나타난다. 이것은 정부의 외환시장개입과 불태화정책으로 국내이자율의 변동이 발생하였거나 외환유출입에 따른 국내경기조절을 위한 통화정책이 필요하였다는 것을 의미한다. 국내 이자율정책에 외국자본의 영향이 나타나고 있다는 것으로 외국자본이 큰 규모이며 이것은 통화정책의 독립성 문제로 이어진다는 것이다.

IV. 정책적 함의

국내로 자본유입이 지속적으로 증가하면 금융과 통화의 안정성을 나타내는 환율, 금리,

그리고 이자율의 안정성을 기대하기 어렵다.⁴⁾ 또한 자금유입의 규모가 크고 유입과 유출의 변화량이 크면 클수록 국내의 환율과 통화정책은 더욱 어려움을 겪는다. 해외 금융자본이 국내로 대량 유입되면 국내통화의 평가절상이 나타나게 된다. 국제무역과는 관계없이 국내 금융자산의 수익에 의하여 발생한 외국통화의 유입 때문에 나타나는 국내환율의 평가절상은 국제무역수지의 적자를 유발한다. 따라서 중앙은행은 환율의 절상을 방지하기 위해서 외환을 매입한다. 이렇게 환율을 매입하면 환율안정은 기대되나 국내통화량이 증가하여 통화량의 공급이 불안정하게 된다. 중앙은행이 목표로 하고 있는 통화량을 유지하기 위해서는 외환매입에 의한 국내통화의 증가량을 통화억제정책(통화안정증권을 발행하거나 원화에금의 필요지급준비조절)을 통하여 불태화(sterilization)시키면 통화량의 증가를 막을 수 있다. 그러나 이러한 통화억제정책들은 국내금리를 인상시켜 국내경제를 위축시킬 뿐만 아니라 금리상승에 의한 해외자금의 추가유입 가능성을 가져오게 된다.

불태화정책(sterilization policy)은 재정상태가 건전하고 금융시장이 외부충격을 흡수할 수 있는 상태여야 정책의 실효성을 발휘하나 자본유입이 상당히 크거나 장기간에 걸쳐 유입될 경우 무리하게 불태화정책을 시행하면 금융시장의 자금경색을 가져오거나 원활한 자금순환을 막아 부문간 자금수급의 불균형을 가져오게 되어 금융시장이 불안정해질 수 있다. 그러므로 해외금융자본의 유입의 양이 많고 유출·입의 변동이 심하면 심할수록 환율, 금리와 통화량이 더욱 불안정하게 되며 국내여건에 맞는 통화정책을 독자적으로 수행하기 어렵고 정책의 목표를 달성하기 어렵게 하며 정책의 혼선을 가져올 수 있으며 금융시장이 더욱 불안정하게 된다.⁵⁾ 만일 국내통화정책의 실효성을 최우선으로 하면서 자본의 이동이 자유로울 때에는 통화정책의 변화를 예상할 때마다 나타나는 투기적 자본의 이동으로 환율의 안정을 포기해야 한다. 또한 상품수지(current balance)의 적자가 발생할 때 외국자본이 대량 유입되면 환율은 평가절상 되어 국제수지를 더욱 악화시킨다.

이러한 결과는 한 국가가 경기조절능력을 갖추고 국제자본을 자유롭게 이동하도록 허용하면 환율의 안정은 기대 할 수 없다는 것을 말한다. 자본의 이동이 자유로운 상황에서 한

4) 금융불안정성 가져오는 원인은 미시경제적인 원인으로 정보의 비대칭성과 금융기관의 불건전경영을 들 수 있고 거시경제적인 원인으로 거시경제정책(통화, 환율 등)의 실패와 부채 디플레이션이 있으나 여기에서는 자본유입에 대한 불안정성을 논의한다. 금융불안정성의 원인에 대한 논의는 안성봉(2000)의 논문 pp. 11-19에 설명되어있다.

5) 한국은행 조사통계월보 99.11월호 논고, "자본유출입확대가 통화정책에 미치는 영향"에서는 한국의 중앙은행이 통화공급을 조절하는 경우 그중 46%가 자본유출입을 통해 상쇄된다고 한다. 그리고 금리와 환율의 그랜저 인과관계 검증결과 환율이 금리에 인과성을 보였으나 금리가 환율에 인과성은 나타나지 않았고 이러한 결과의 의미는 해외자금의 유출입이 통화정책을 교란시키는 것을 보여주며 한국의 금리가 외국자본의 유입을 결정하기보다는 국내자본투자에 대한 위험성의 정도와 거시경제여건이 중요한 역할을 하고 있는 것으로 해석할 수 있다.

국가는 경기조절능력이나 환율의 안정 중에 하나를 포기해야 한다. 만일 이 두 가지 목표를 달성하려면 자본의 자유로운 이동을 포기하고 자본의 이동을 제한하여야 한다. 현재 세계경제상황은 자본의 이동을 자유로이 하는 추세가 강하고 제한할 수 없으므로 경기조절능력의 약화나 환율의 변동이 나타날 것을 예측할 수 있다. 이러한 변동이 자본의 변동이 심하여 과도하게 움직이면 경제전체의 불확실성이 높아져 투자환경을 악화시켜 생산활동이 위축되고 자금의 유동성이 부족해져 기업과 금융기관에 부정적인 영향을 미치게 된다. 이러한 문제가 심해지면 금융의 불안정성이 심해지고 외국자본의 갑작스러운 대량 유출이 뒤따르면 외환위기와 금융위기로 발전할 가능성이 있다.

외환유출입의 규모가 상대적으로 증가하면서 거시정책의 혼선만을 가져오는 것이 아니라 미시적인 측면에서 금융시장의 불안정성의 원인으로 설명되고 있는 정보의 비대칭성(Asymmetric Information)문제에 의한 역선택(Adverse Selection)의 문제가 발생하고, 도덕적 해이(Moral Hazard)와 양떼행동(Herd Behavior)이 나타나기 때문에 자본의 효율적 배분을 저해하는 결과를 가져온다.

위에서 설명한 것과 같이 과도한 외화의 유입이 있었을 때 환율의 안정성을 유지하면서 불태화정책을 사용하면 이자율의 상승과 통화량의 감소로 인하여 금융불안정성은 높아진다. 이자율이 높아지면 자금대부자들은 높은 이자에 적합한 수익성이 높은 사업에 투자를 하려 하고 수익성이 크면 위험성도 크기 때문에 금융기관의 자금대부는 위험성이 큰 사업에 집중하게 된다. 또한 위험도는 낮고 수익성은 비교적 낮은 사업가들로의 자금공급이 줄어들게 되어 외국자본의 유입 이후에 이자율이 높아지면 위험도가 높아지고 신용이 부실한 사업가들이 주로 자금수요자가 된다. 왜냐하면 위험도가 높고 이자율이 높은 상황에서 신용도가 우수한 사업가의 자금수요는 감소하고 신용도가 부실한 사업가는 도덕적 해이상태에서 자금수요가 증가한다. 이러한 상황에 자금대부자들이 사업위험도와 신용도의 수위를 구분할 방법이 없다면 지불불능을 피하기 위한 자금대부자의 선택은 자금의 공급을 줄이는 것이 최상의 선택이 된다. 결과적으로 자금의 수요자와 공급자간의 정보의 비대칭성(Asymmetric Information)문제로 인한 역선택(adverse selection)이 나타나는 것이며 이러한 이유로 자금의 공급이 줄고 투자가 감소하고 부실채권이 증가하여 경제의 불안정성을 증가시킨다.

금융불안정성(Financial Stability)은 금융시장과 금융기관이 원활하게 작동하지 못하는 상태라고 하고 금융불안정성을 물가의 안정을 말하는 통화안정성(Monetary Stability)과 구분하여 설명한다. 금융기관의 안정성이란 금융기관이 외부의 압력을 받거나 도움을 받을 필요가 없는 상태이면서 고객들과의 계약의무를 원활하게 수행하는 상태, 그리고 금융시장이 안정적인 것은 기초경제여건(Economic Fundamental)의 변화를 반영한 상태에서 금융자산의 가격이 형성되고 거래되고 기초경제여건의 변화보다 금융자산가격의 변화가 심하게 나타나지 않는

상태를 말한다.⁶⁾

통화불안정성은 물가의 과도한 변화로 나타내고 금융불안정성은 금융자산가격(환율, 주가, 금리)의 과도한 변화, 그리고 금융기관의 불안정성은 금융기관의 파산, 금융기관의 수익성 악화, 부실채권 증가, 대출의 과도한 확대 등으로 나타날 수 있다.⁷⁾

자본의 유입으로 인한 금융과 통화불안정성문제를 완전히 해결하는 것은 불가능하다. 그러나 금융불안정성의 문제를 감소시키는 것은 가능하다. 문제의 핵심은 자본이동의 원인을 설명할 수 없는, 예측이 불가능한 투기자본의 이동으로 예측 불가능한 이자율의 변동과 국내투자의 불안정성이 증가하므로 외국인 투자의 목적을 성실하게 수행하게 하는 규제가 필요하다. 자본의 이동을 완전히 규제할 수 없는 상황에서 외국자본유입의 목적과 투자기간 등 유입의 원인을 충분히 설명하도록 규정의 보완이 필요하다. 이러한 자본이동의 성격의 명시는 금융불안정성을 감소시킬 것이다. 또한 자금수요자의 신용도의 체계적인 확립과 활용은 금융시장의 효율성을 높이고 부실채권을 감소시킬 것이다.

V. 맺 음 말

자본이동의 원인으로 설명되는 것은 이자율, 국가간의 상대적 자본수익률, 경기변동, 국가간의 투자여건의 변화, 부패지수, 투명성, 그리고 국제정치적 요인들이 있다. 여기에서 이자율은 경기여건에 대한 비교적 많은 정보를 제공한다. 따라서 이자율과 자본이동의 인과성 검증은 많은 의미를 전달한다.

한국의 경우 이자율과 자본이동의 그랜저인과성 검증결과 1992년부터 1996년에 이자율이 자본이동성에 가장 인과성이 높은 것으로 나타나고 1999년 이후에는 인과성의 방향이 역으로 나타나 자본이동이 이자율에 인과성이 있는 것으로 나타나고 있다. 즉 자본의 자유화가 성숙된 단계에서 이자율 이외의 다른 요소들이 자본이동에 영향을 미치고 있으며 한국의 이자율은 외국자본의 변동에 영향을 받고있는 것이다.

이러한 결과는 자본이동의 예측이 어렵고 불확실성이 증가하여 이자율은 불확실한 자본

6) Crockett, Andrew, "Why is Financial Stability a Goal of Public Policy?", paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City's 1997 symposium on Maintaining Financial Stability in a Global Economy, August 28-30, 1997.

7) 안성봉, "자본이동성 증대와 금융불안정성: 한국의 경험", 금융경제연구, 제105호, 한국은행 특별연구실, 2000.5.

자본이동의 원인 변화와 금융안정성

이동에 영향을 받는 불확실성이 높은 금융시장이라는 것을 나타낸다. 불확실성이 높은 자본이동으로 통화정책의 독립성을 유지하기 어려워 경기조절능력이나 환율의 안정성을 포기해야 되고 불확실한 금융시장은 경제전체의 불확실성을 높여 투자와 생산 등 실물경제에 영향을 미칠 뿐만 아니라 금융시장에서 도덕적해이와 정보의 비대칭성으로 역선택문제가 발생할 수 있다. 따라서 자본의 이동은 원인을 설명할 수 있고 예측이 가능하여야 이러한 문제가 발생하지 않을 것이다. 문제의 해결을 위해서는 단기자본의 규제가 최상의 선택이지만 세계화의 추세에서 실현가능성이 낮기 때문에 완전한 규제가 아닌 자본이동의 목적, 최종투자처, 투자기간 등 자본의 이동원인과 자본의 사용범위 등 명시하도록 하여 자본이동의 예측과 영향을 분석하는 것이 가능하게 한다. 이러한 방안은 투기자본의 이동 또한 제한할 수 있을 것으로 기대한다.

<표 1-1> 투자수지와 금리의 그랜저인과관계⁸⁾

Null Hypothesis	1981-1991		1991-1996		1999-2004	
	F-Statistic	Probability	F-Statistic	Probability	F-Statistic	Probability
FC does not Granger Cause R1	0.12011	0.72955	1.55989	0.21670	4.75074	0.03275
R1 does not Granger Cause FC	7.57866	0.00687	18.2729	7.2E-05	0.36251	0.54912
FC does not Granger Cause R2	0.57995	0.44790	0.19871	0.65743	2.85557	0.09564
R2 does not Granger Cause FC	0.04771	0.82750	1.46032	0.23178	0.27289	0.60310
FC does not Granger Cause R3	0.07387	0.78628	1.69144	0.19856	0.29373	0.58961
R3 does not Granger Cause FC	2.28441	0.13345	7.32316	0.00892	0.05128	0.82152

<표 1-2> 포트폴리오수지와 금리의 그랜저인과관계

Null Hypothesis	1981-1991		1991-1996		1999-2004	
	F-Statistic	Probability	F-Statistic	Probability	F-Statistic	Probability
PF does not Granger Cause R1	0.14900	0.70021	0.00127	0.97169	0.55224	0.45996
R1 does not Granger Cause PF	0.80544	0.37136	6.56572	0.01302	0.00843	0.92713

8) 여기에 FC는 투수, PF는 포트폴리오수지, PFF는 포트폴리오 외국인투자, R1은 단기금리차이(콜금리), R2 시중금리(Money Market Rat)차이, R3는 장기금리차이(회사채수익율)이다. F, PF, PFF는 한국은행에서 그리고 한국과 미국의 이자율 IMF의 International Financial Statistics의 데이터를 이용하였다. 또한 1991년 11월에 1단계 금리자유화가 실시되어 1991년 1월에서 1991년 1월까지를 분석대상으로 포함하였다.

産業研究

Null Hypothesis	1981-1991		1991-1996		1999-2004	
	F-Statistic	Probability	F-Statistic	Probability	F-Statistic	Probability
PF does not Granger Cause R2	0.12230	0.72720	0.00130	0.97139	0.03977	0.84252
R2 does not Granger Cause PF	0.20178	0.65414	2.84411	0.09708	1.43882	0.23449
PF does not Granger Cause R3	0.09364	0.76016	1.72995	0.19359	1.58356	0.21255
R3 does not Granger Cause PF	1.87218	0.17392	2.33836	0.13166	3.78150	0.05596

<표 1-3> 외국인포트폴리오투자자과 금리의 그랜저인과관계

Null Hypothesis	1981	1991	1992	1996	1999	2004
	F-Statistic	Probability	F-Statistic	Probability	F-Statistic	Probability
PFF does not Granger Cause R1	0.04229	0.83744	0.01747	0.89529	0.30276	0.58396
R1 does not Granger Cause PFF	0.70262	0.40366	8.82401	0.00432	0.22470	0.63700
PFF does not Granger Cause R2	0.07456	0.78530	0.04716	0.82884	0.00255	0.95986
R2 does not Granger Cause PFF	0.41120	0.52265	1.13521	0.29108	2.03887	0.15790
PFF does not Granger Cause R3	0.04182	0.83833	2.51840	0.11796	1.39907	0.24100
R3 does not Granger Cause PFF	1.64136	0.20274	3.30072	0.07442	1.98734	0.16318

참고문헌

김정식, 원/달러 환율 변동성의 원인에 관한 연구 외환, 화폐 및 주식시장의 전이를 중심으로 경제분석, 제7권, 제1호, 2001. pp. 92-120.

박종석, “자본유출입확대가 통화정책에 미치는 영향”, 조사통계월보, 1999, 11.

안성봉, “자본이동성 증대와 금융불안정성 : 한국의 경험”, 금융경제연구, 제105호, 한국은행 특별연구실, 2000.5.

이연호, “자본시장통합과 한국 금리의 미국, 일본, 유럽금리와 동태적 연동성”, 금융연구, 15(2) 2001, 12, pp. 31-59.

백웅기, 정지만, “우리나라 은행위기의 원인분석” 금융학회지, 5(2), 2000, pp. 311-341.

Calvo, Guillermo A., Leiderman, Leonardo, and Reinhart, Carmen M., “The Capital Inflows

Problem: Concepts and Issues”, Contemporary Economic Policy, 12, July 1994, pp. 54-66.

“Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s”, Journal of Economic Perspectives, 10(2), 1996, pp. 123-139.

Crockett, Andrew, “Why is Financial Stability a Goal of Public Policy?”, paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City’s 1997 symposium on Maintaining Financial Stability in a Global Economy, August 28-30, 1997.

Kaminski, Graciela L. and Reinhart, Carmen M., “The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems”, International Finance Discussion Papers No. 544, Board of Governors of the Federal Reserve System, March 1996.

Kaminski, Graciela, Lizondo, Saul, and Reinhart, Carmen M., “Leading Indicators of Currency Crises”, IMF Staff Papers, Vol. 5 No.1, March 1998, pp. 1-48.

Oya, Celasun, Deniz, Cevdet, and He, Dong, “Capital Flows, Macroeconomic Management, and the Financial System : The Turkish Case, 1987-97, World Bank Working Paper, 1999.07.01.

<ABSTRACT>

A Study on the Change in the Cause of Capital Mobility & Financial Stability

Won-Hyung Lee

Using foreign capital helps small open countries improving efficiency of capital but it made those countries increase financial instability problem by unstable capital movements and policy independent problems. Increase in volatility of capital flows increase instability of macro variables and it follows uncertainty of economic environment.

There are many different sources to change the direction of capital flows. Among those sources interest rate shows wide meanings of current economic condition. That means if there is no Grange causality between interest rate and capital flows, then it is hard to explain the factor of capital flows. That is, speculative capital flows are increasing in world capital market. Therefore, to preserve economic stability government needs to regulate capital flows by improving transparency of capital movement, which is showing the purpose of capital inflows and the length of investment.