

코로나 사태와 금융글로벌화

서울대학교 경제학부 김소영

목차

- 글로벌화 현황과 코로나 사태
 - 무역: 탈세계화?
 - 금융: 글로벌화?
- 금융 글로벌화 심화와 대응 과제
 - 외환위기와 급격한 국제 자본 이동에 대한 대응
 - 대외 자산, 대외 부채 수익 제고
 - 해외 충격의 국내 영향 전파 과정, 글로벌 금융 사이클과 통화정책의 운용



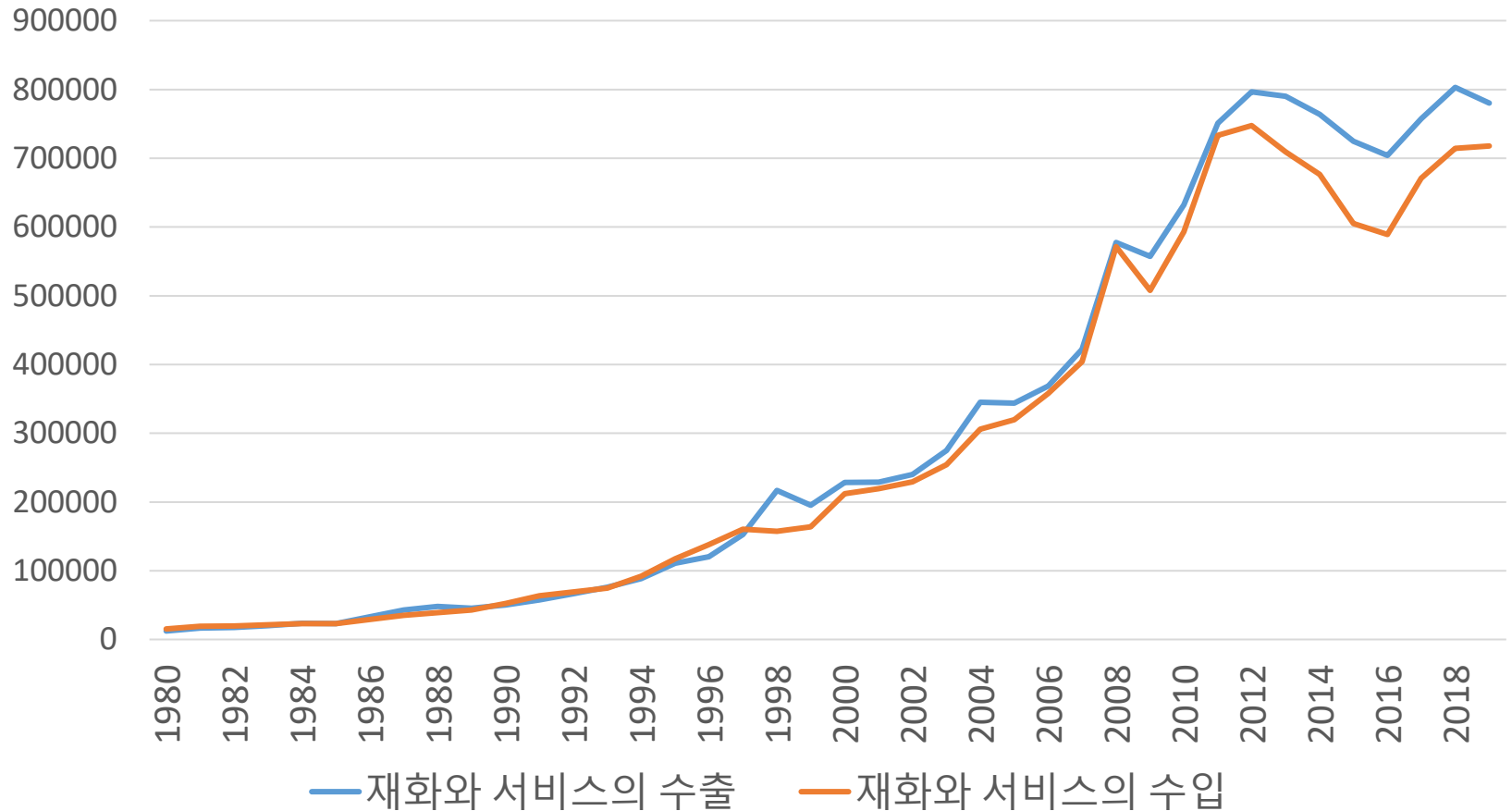
글로벌화 현황과 코로나 사태

글로벌화

- 국제 무역 관계: 상품, 서비스
 - 자동차, 핸드폰, 문화 컨텐츠, 금융 서비스,....
- 국제 금융 관계: 금융 자산
 - 주식, 채권, 은행 채무...

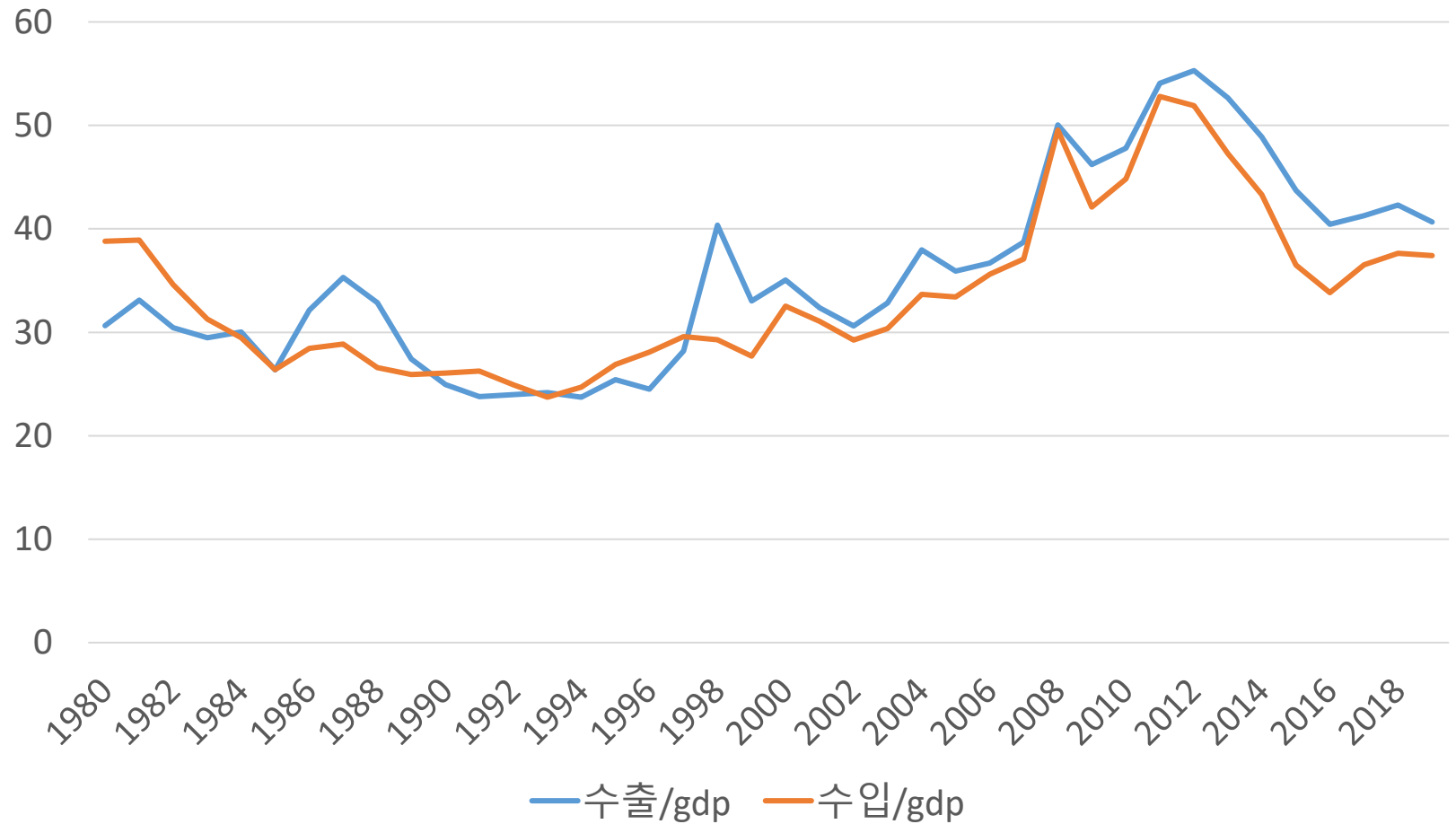
수출, 수입

(명목, 십억원)



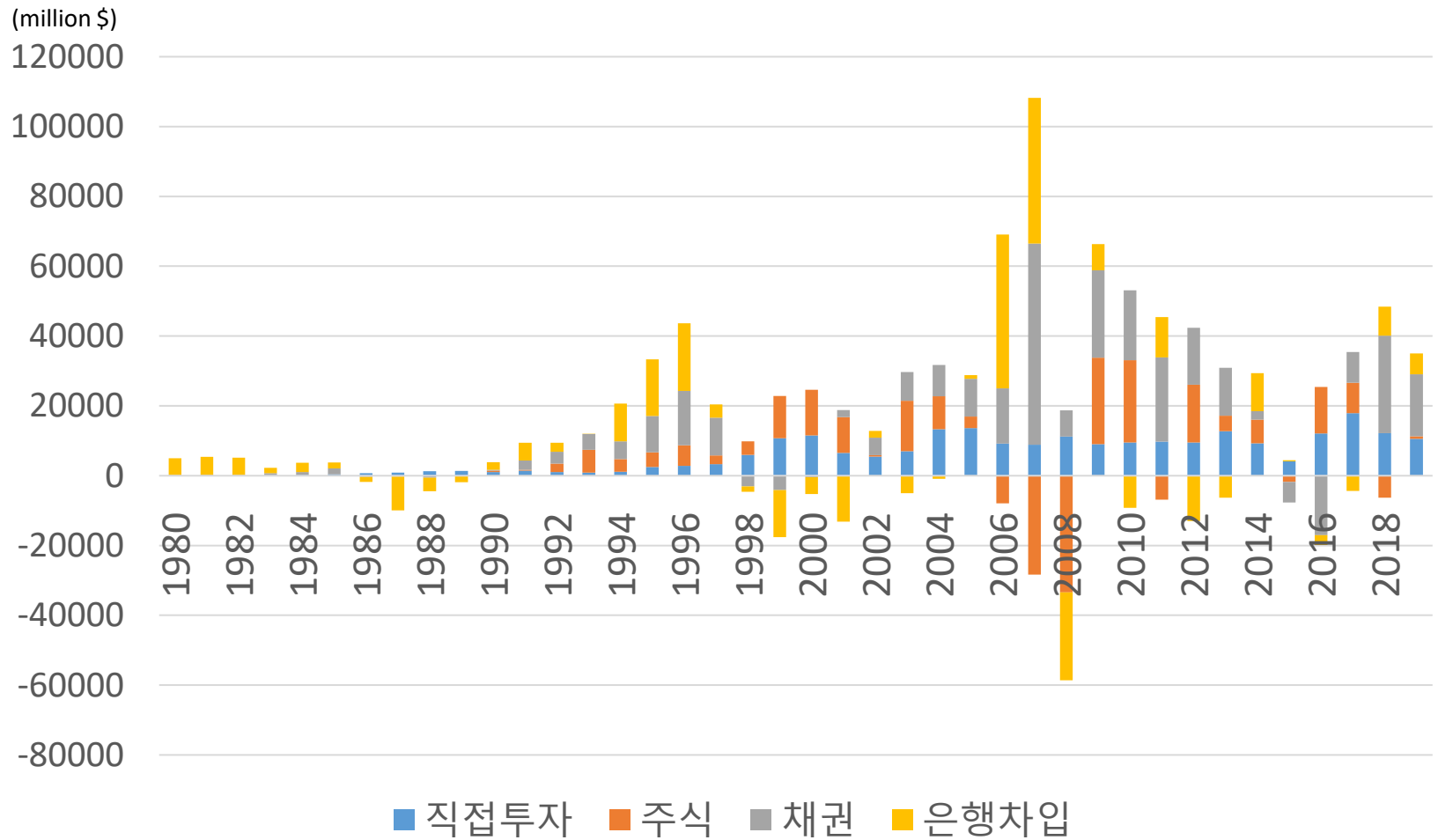
(상품, 서비스) 수출, 수입 증가 추세, 최근 보호무역 주의 등으로 정체

수출/GDP, 수입/GDP



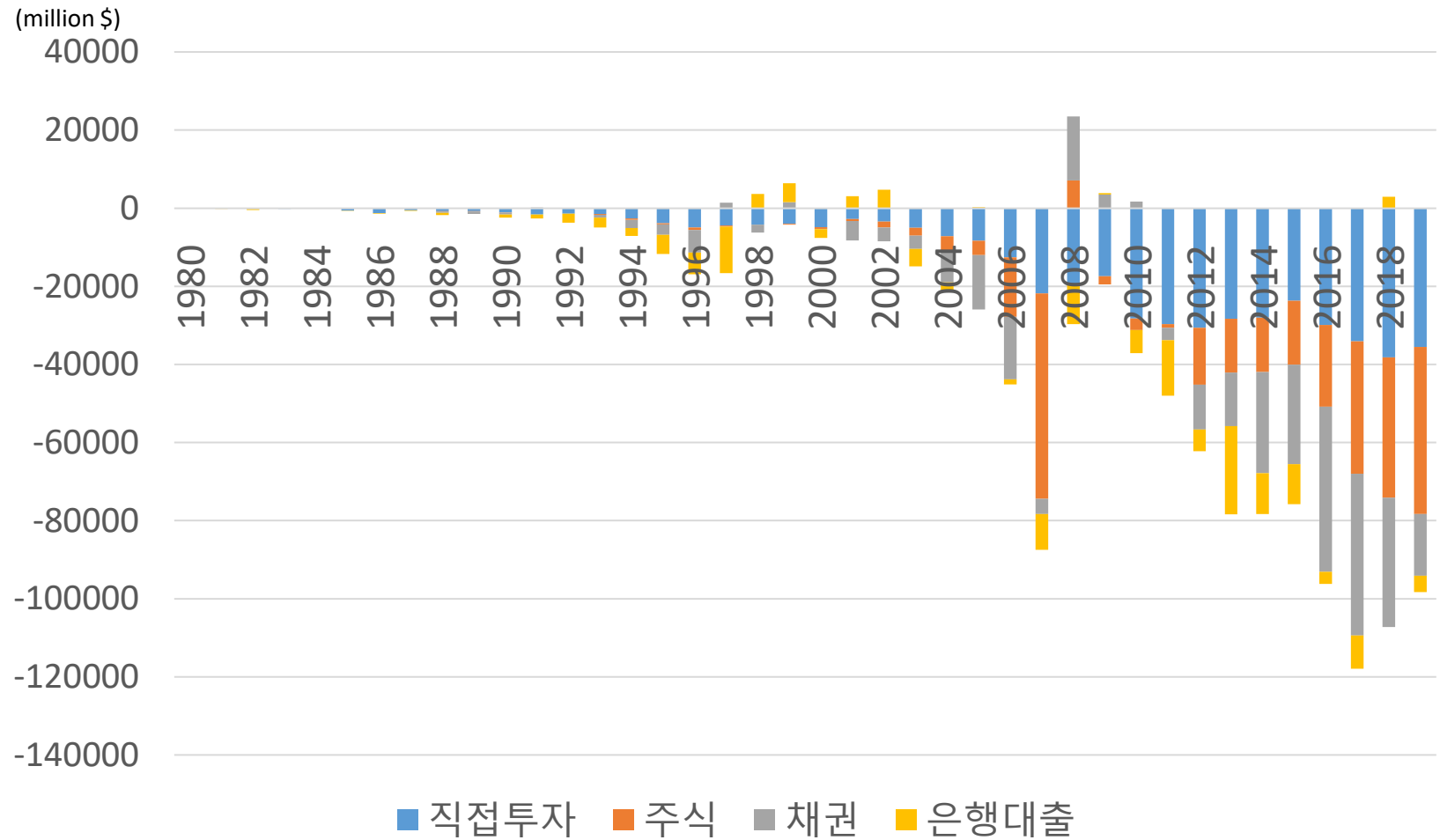
GDP 대비로는 최근 감소

자본 유입



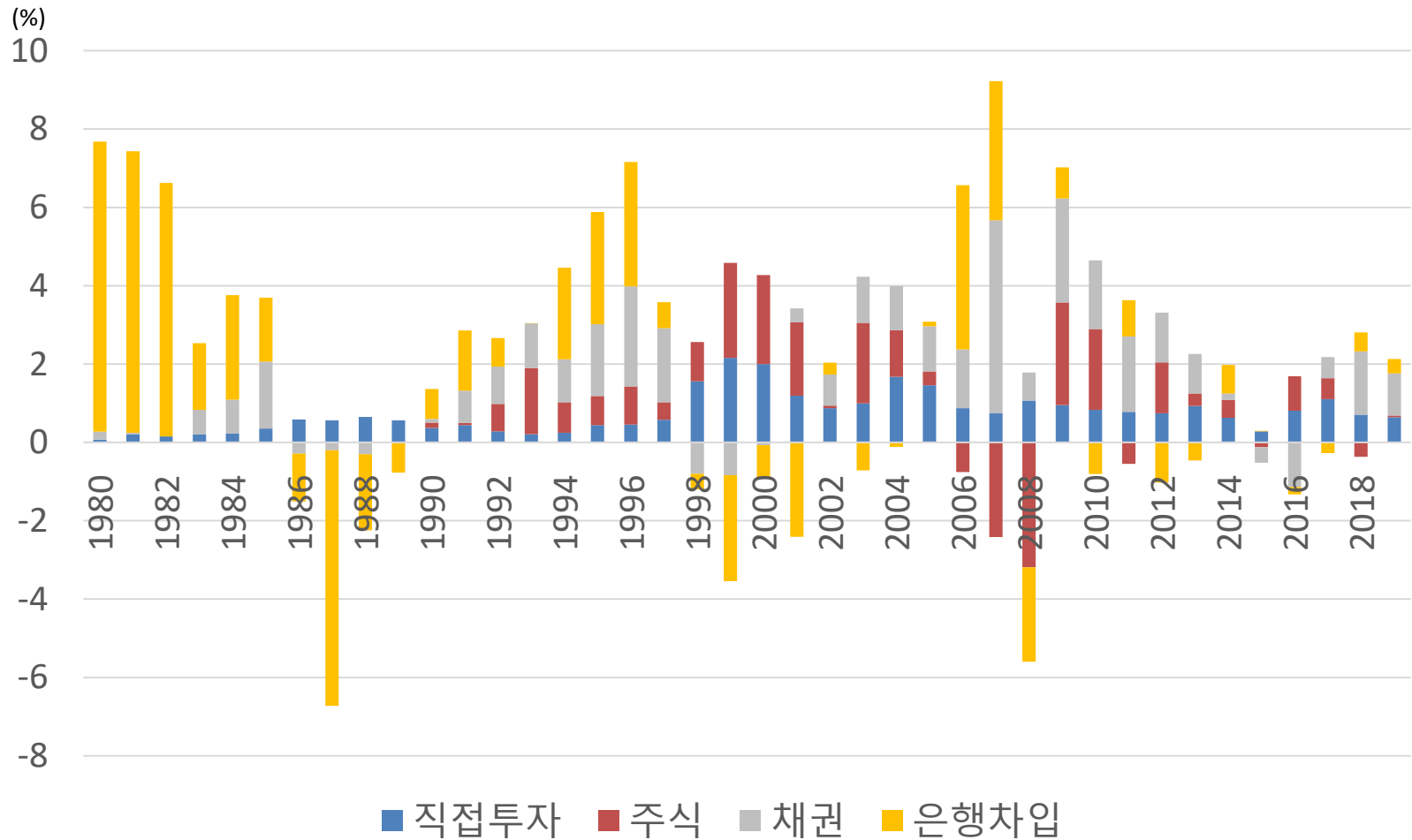
90년대 이후 본격적인 증가가 추세, Reversal...

자본 유출



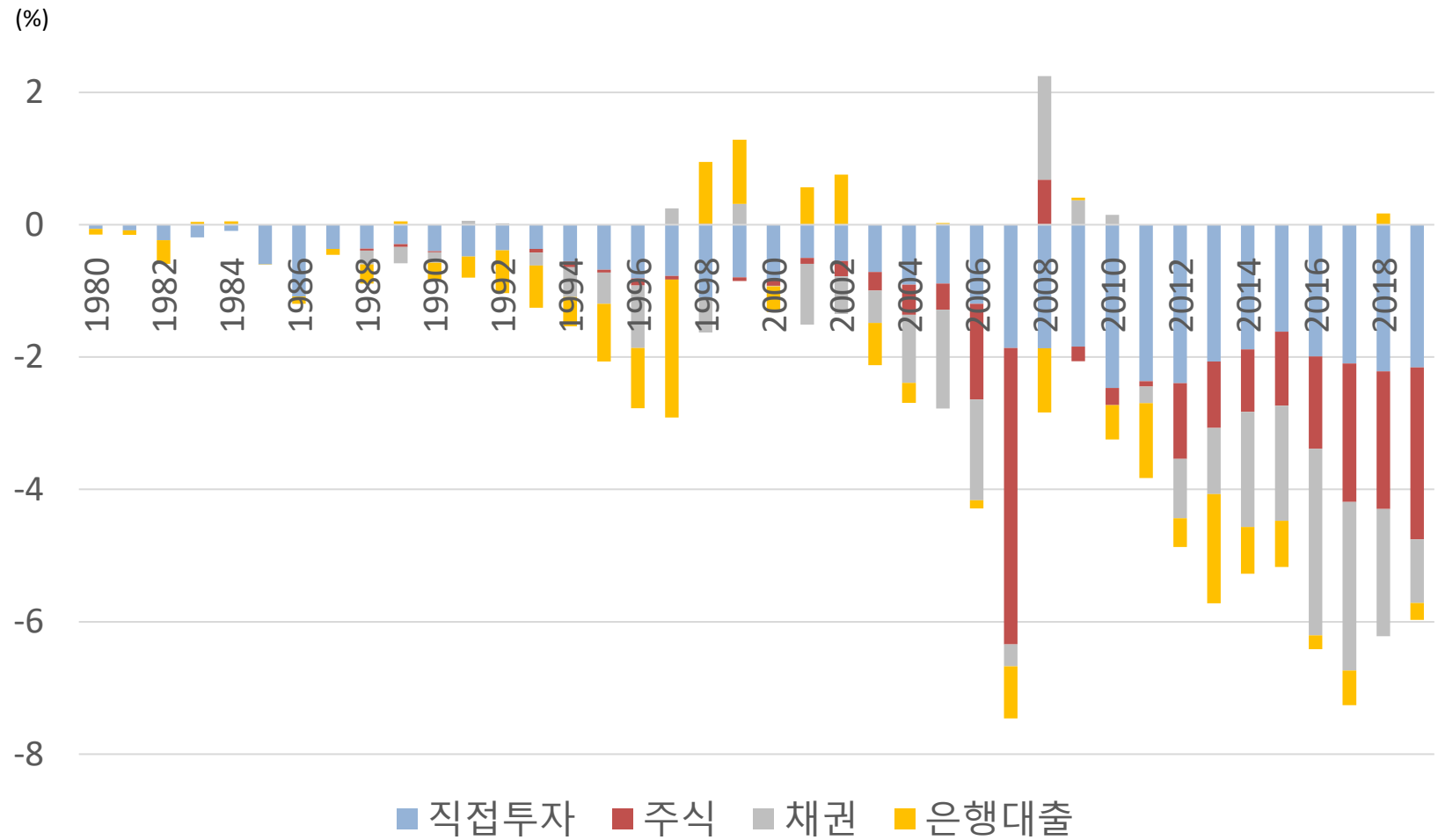
90년대 이후 본격적인 증가 추세

자본 유입/GDP



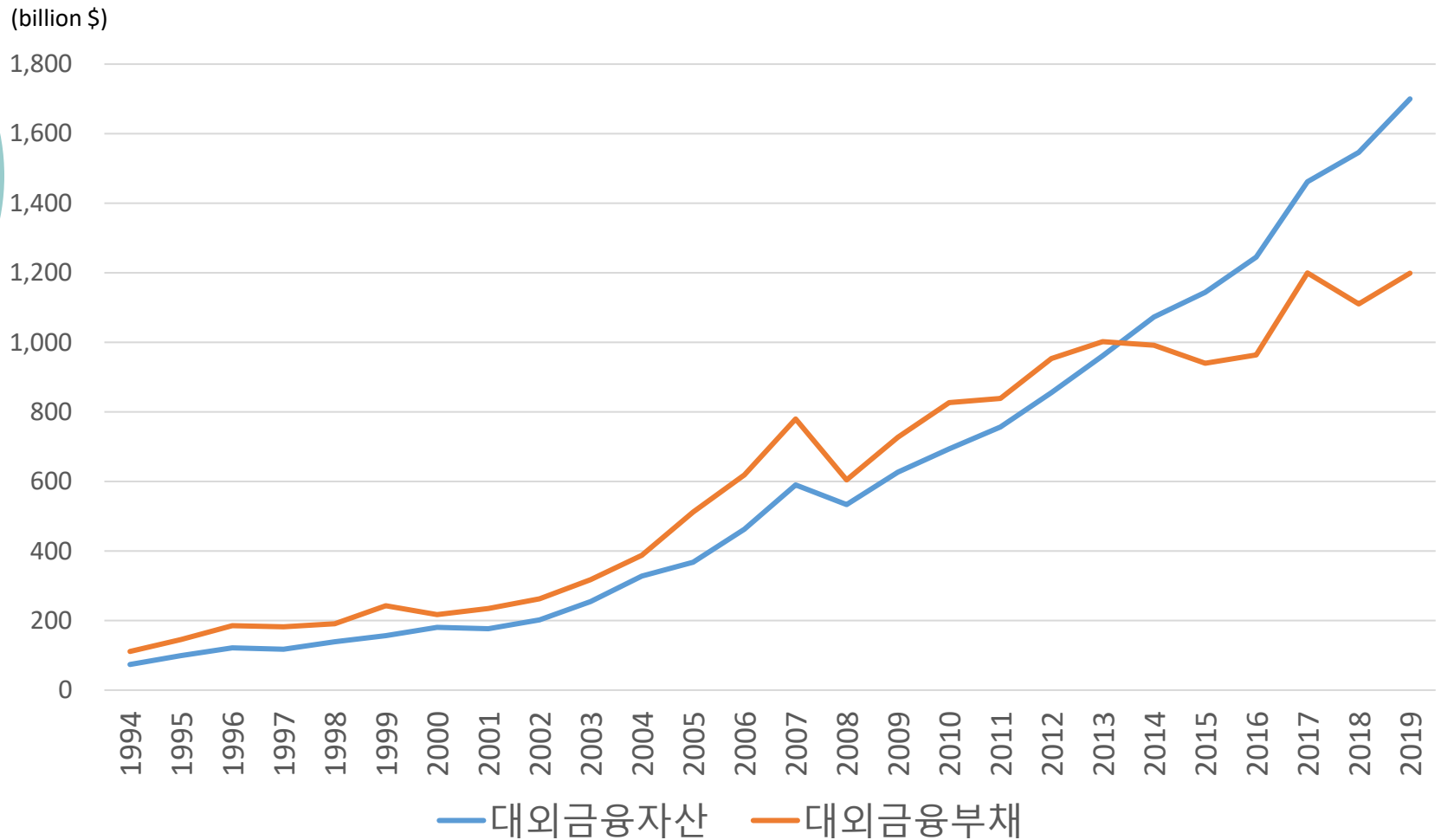
GDP 대비로는 증가 추세 명확하지 않음

자본 유출/GDP



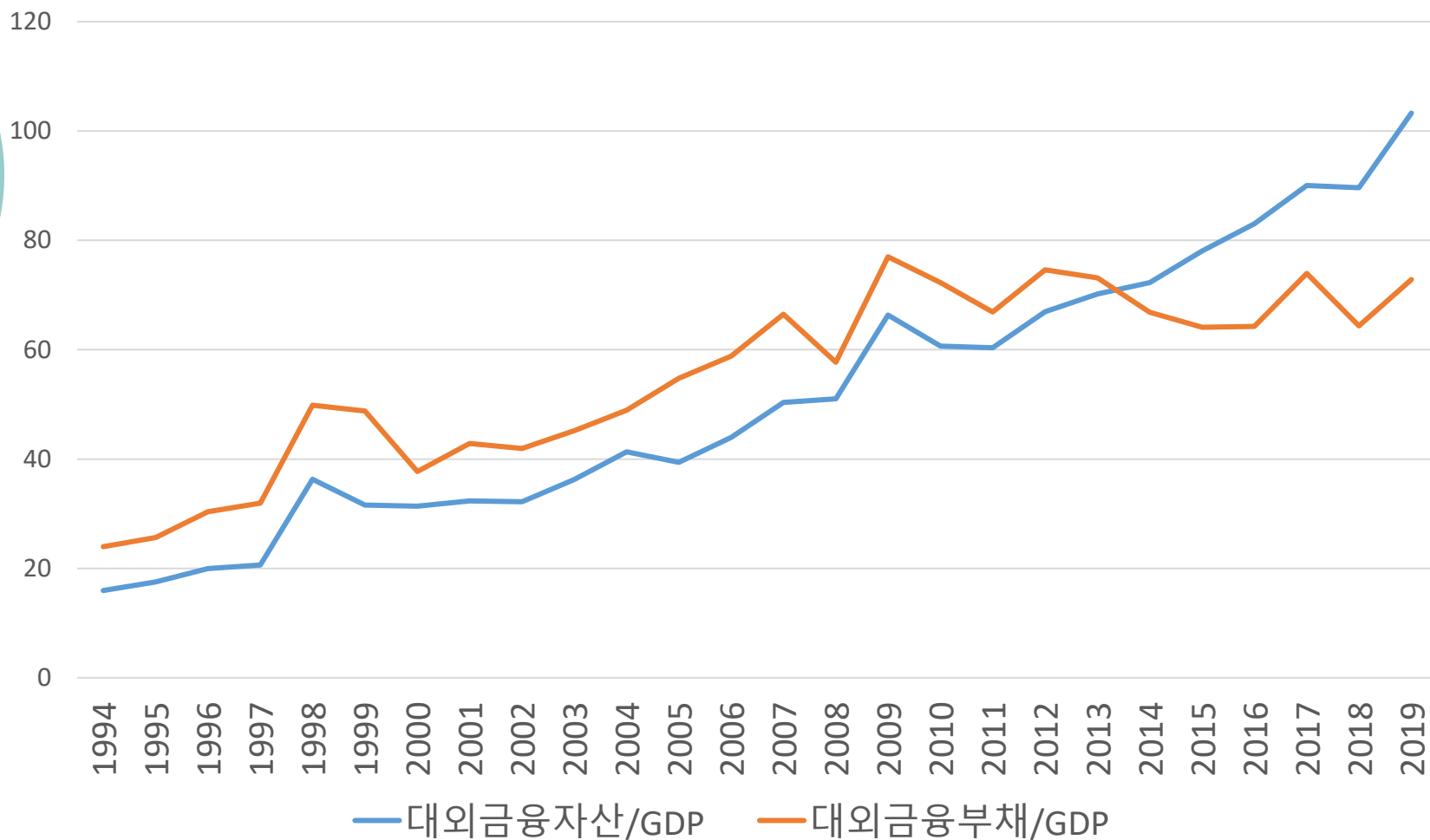
90년대 이후 본격적인 증가 추세 (GDP 대비로도)

대외자산, 대외부채



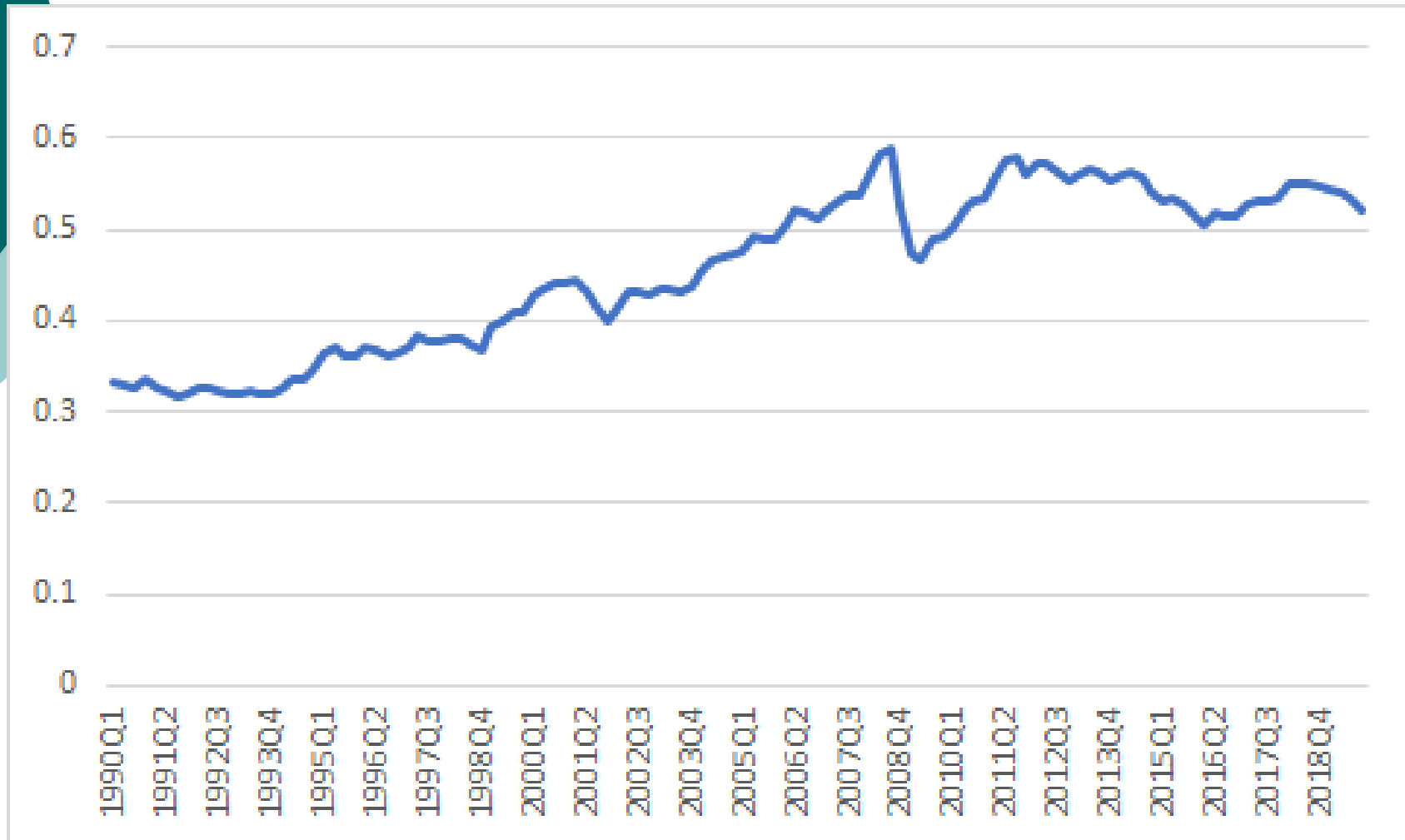
급격히 증가. (-) 포지션 (+)로 최근 변화

대외자산/GDP, 대외부채/GDP



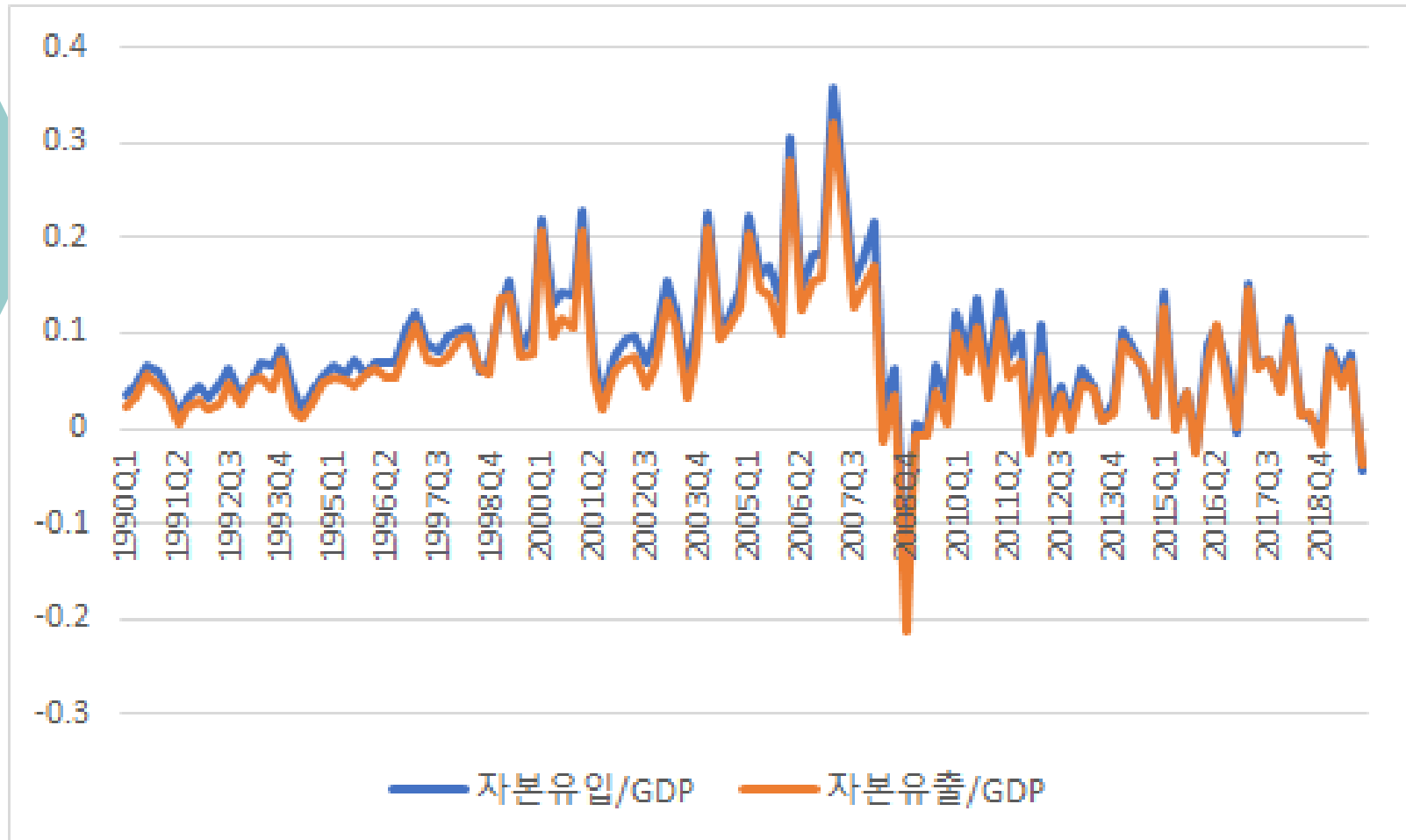
GDP 대비로도 증가 특히 자산

(수출+수입)/GDP, 39개국 가중평균 (-2019)



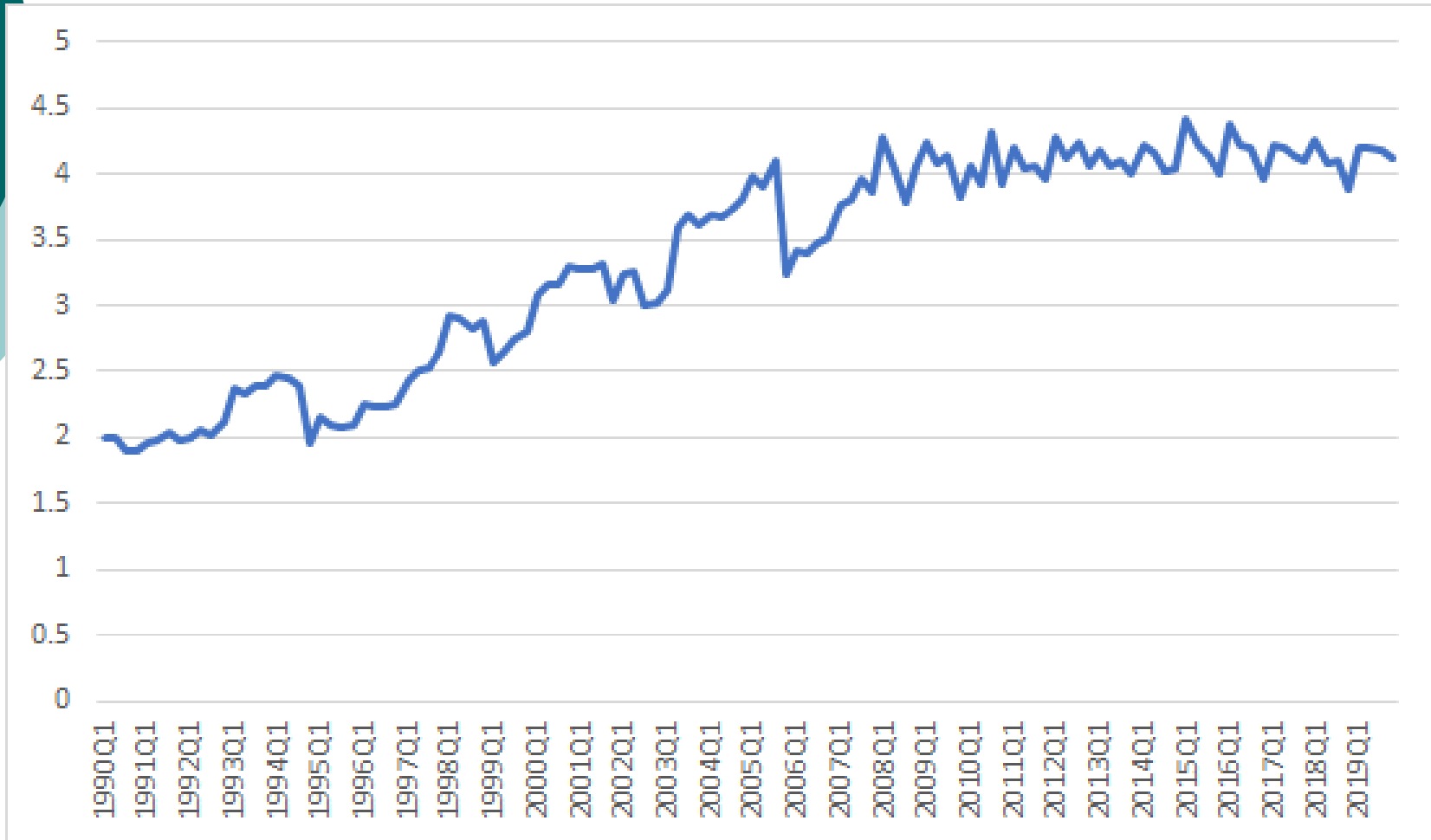
세계 전체 자료도 비슷한 추세

자본유입/GDP, 자본유출/GDP, 39개국 가중평균 (-2019)



세계 전체 자료도 비슷한 추세

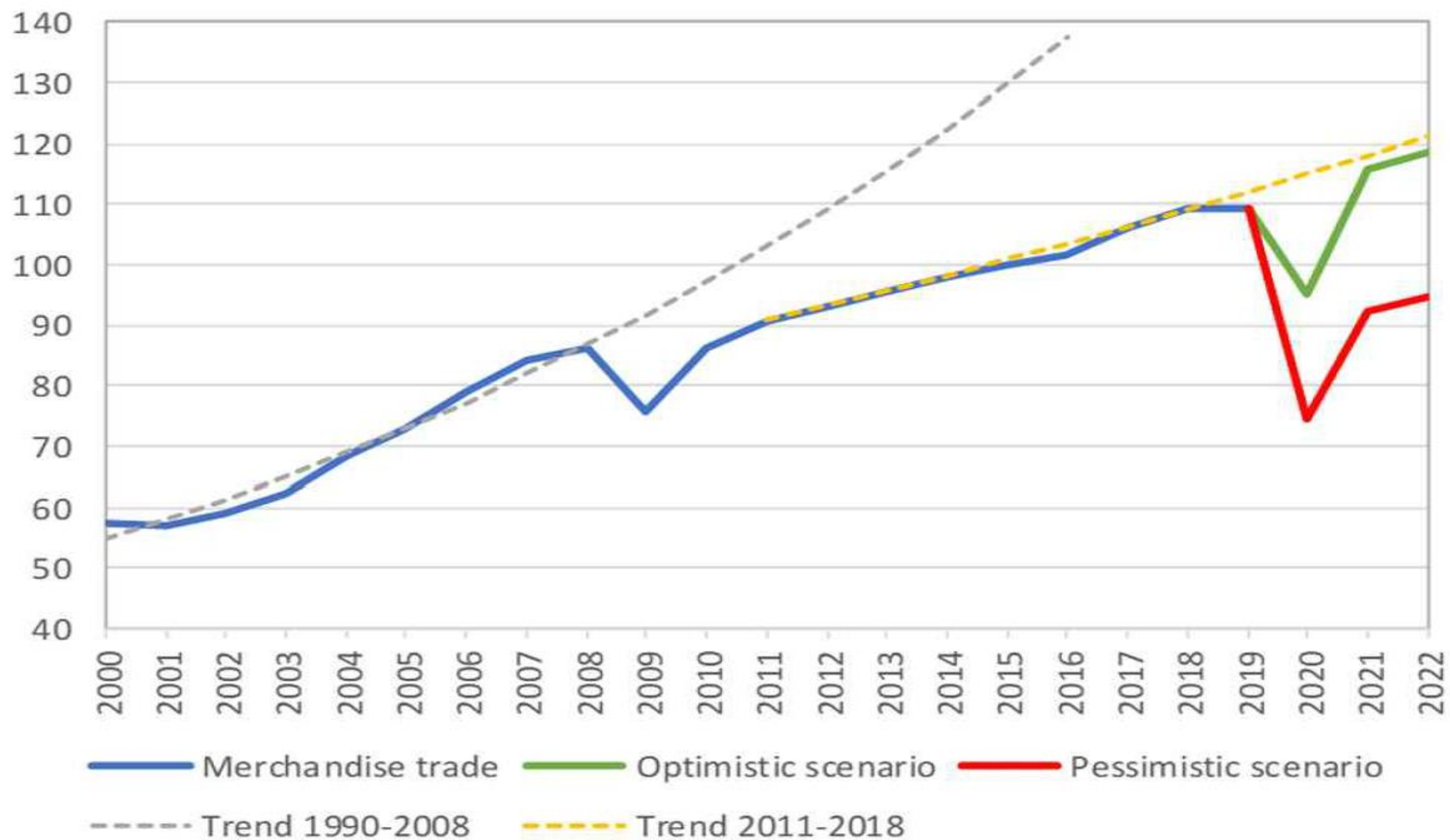
(대외자산+대외부채)/GDP, 39개국 가중평균 (-2019)



세계 전체 자료도 비슷한 추세

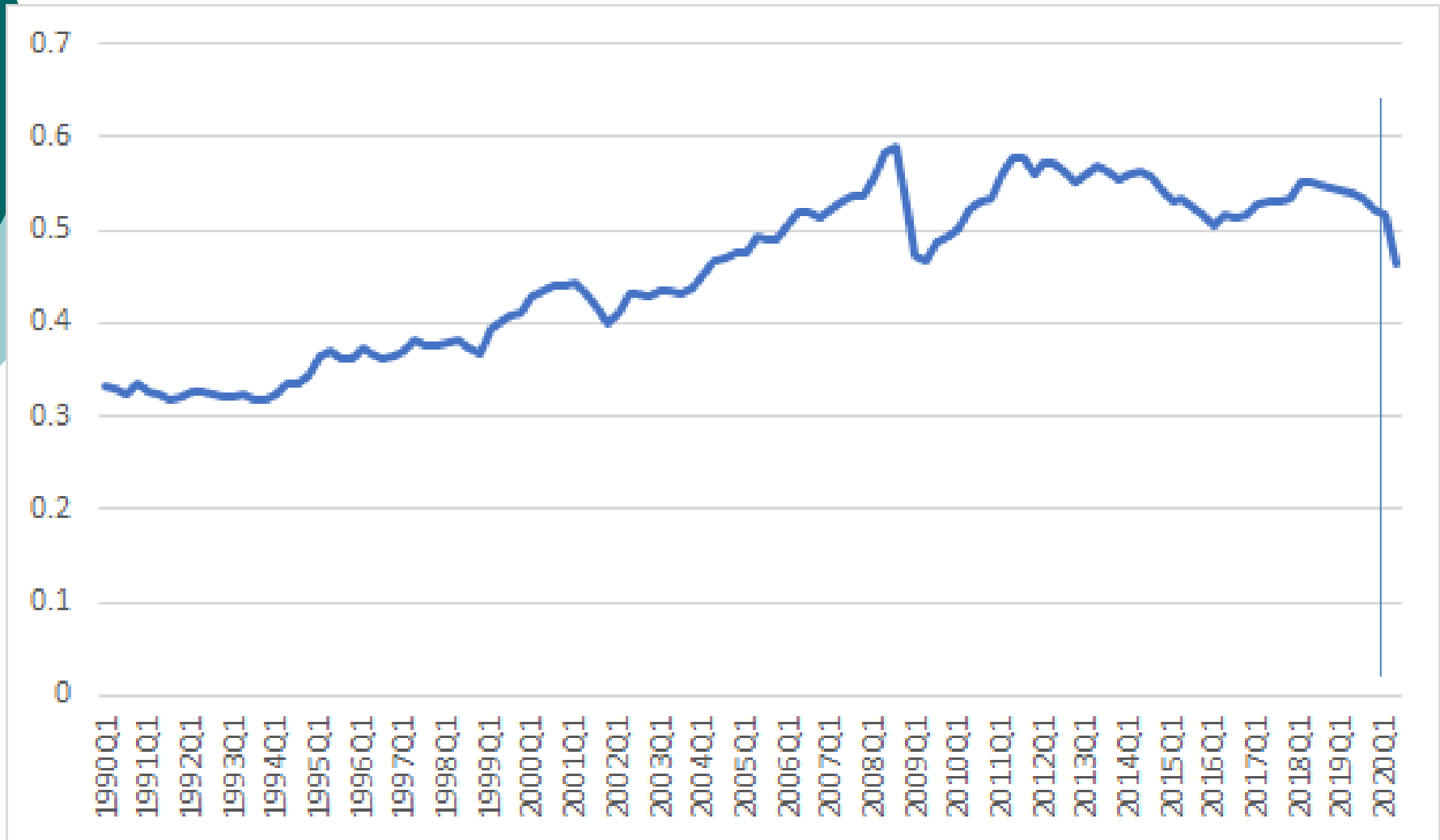
탈세계화와 코로나 사태

- 글로벌 금융 위기 이후 보호 무역 주의와 자국 중심 주의 대두
 - 브렉시트
 - 리쇼어링
 - 미 중 무역전쟁
 - 일본 무역 규제
- 코로나로 인해 더욱 가속화될 가능성
 - 코로나 이후 자국 중심 주의 팽배, 코로나로 인한 무역의 어려움
 - 글로벌 공급망 교란...



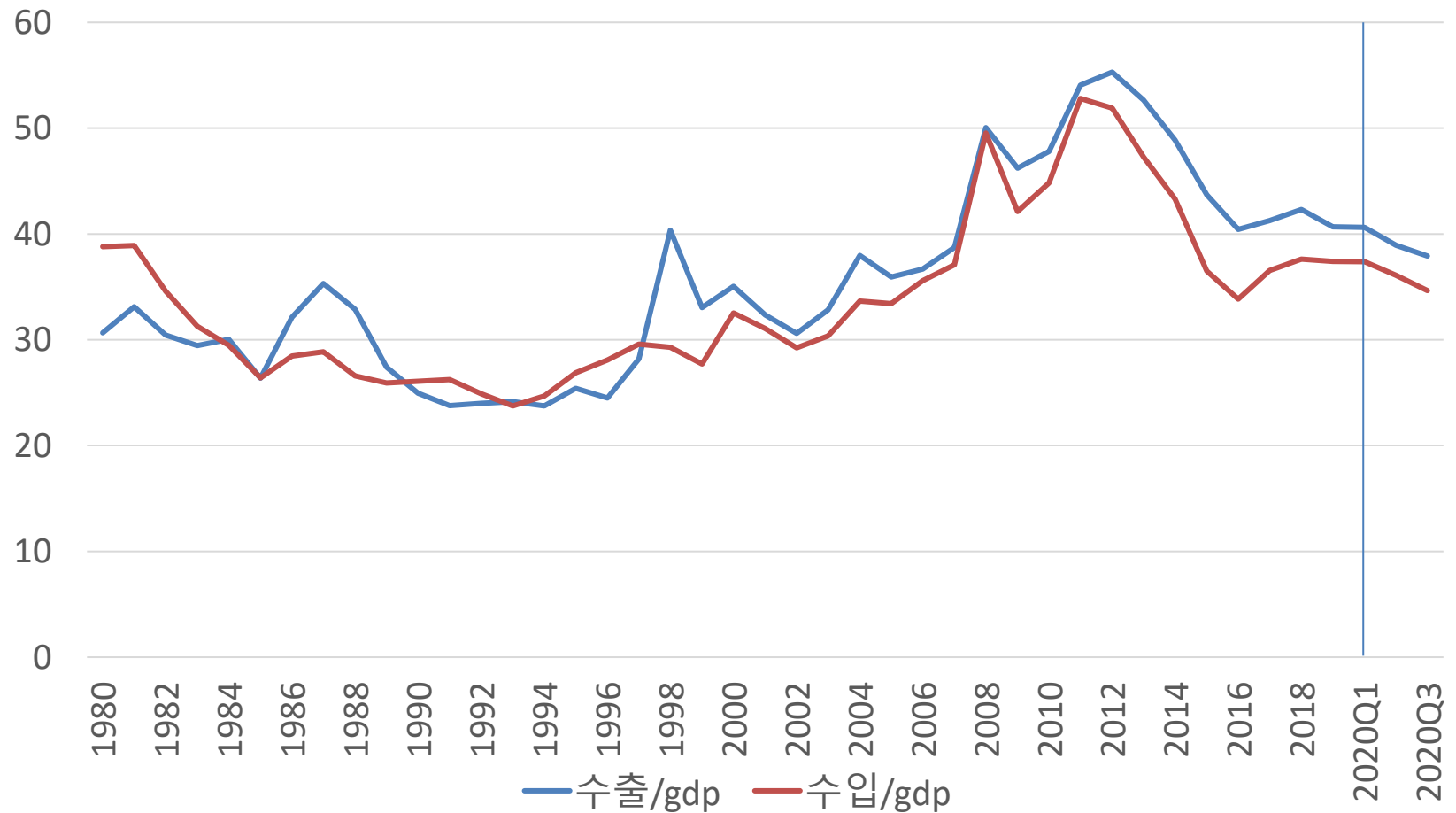
Trade set to plunge as COVID-19 pandemic upends global economy, WTO, 2020,4

(수출+수입)/GDP, 39개국 가중평균 (-2020Q2)



2020년 2분기에 급격히 감소

수출/GDP, 수입/GDP (한국)

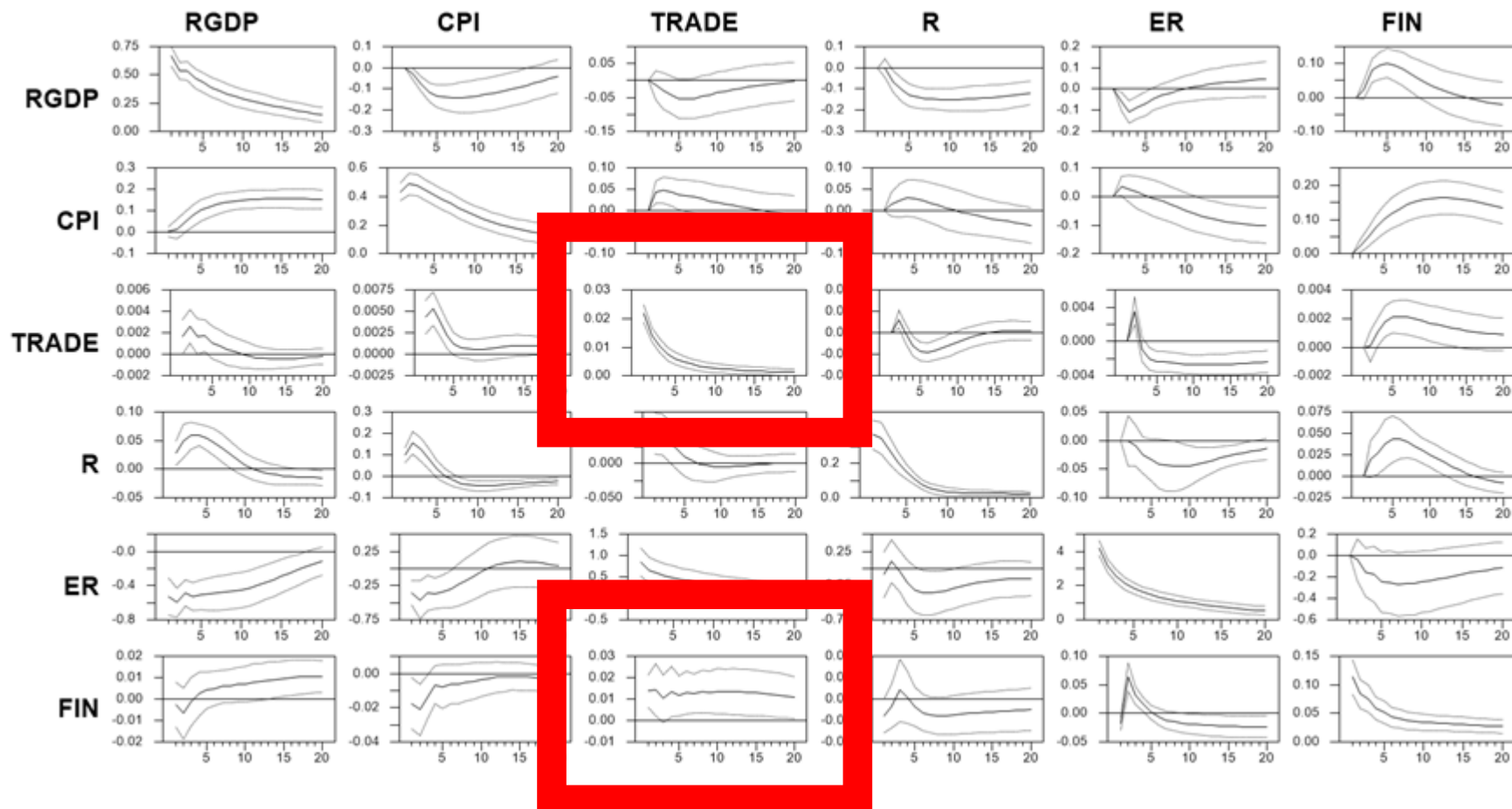


2020년에 한국도 감소추세

코로나 사태와 금융 글로벌화

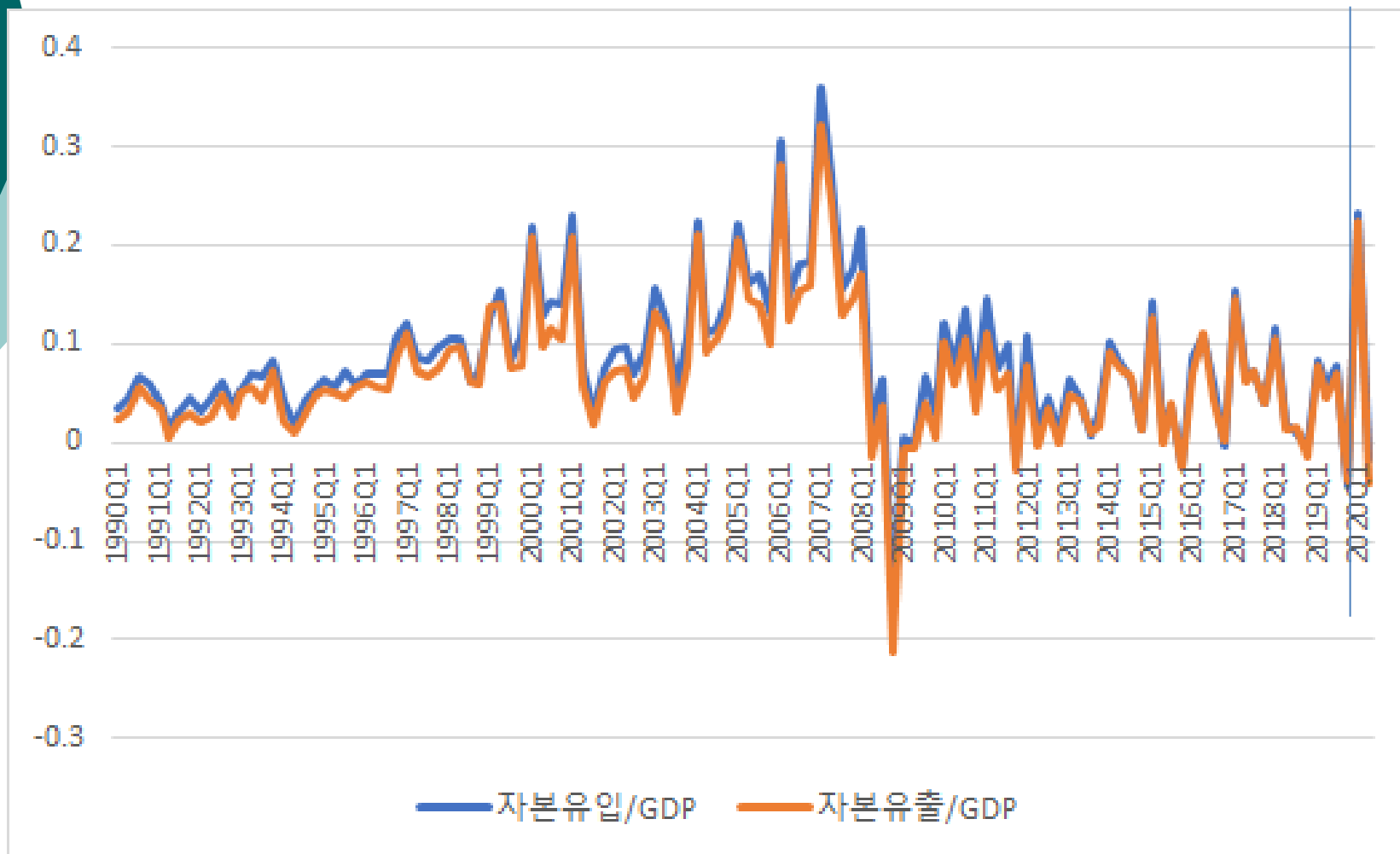
- 탈 금융글로벌화?
- 코로나 사태로 인한 국제 자본 이동의 반전
 - 코로나 사태
 - 코로나 사태 이후 정상화 과정 (미국 금리 인상 ...)
- 무역 통합과 국제 금융 통합은 양의 관계
 - 국제 무역 거래를 위해 국제 금융거래 필요. 많은 국제 무역 거래는 보다 일반적으로 국제 금융 거래를 촉진할 가능성
 - 코로나로 인해 국제 무역량이 감소하는 경우 국제 금융 거래도 감소할 가능성.

Impulse Responses for the Heterogeneous panel VAR – Model 2



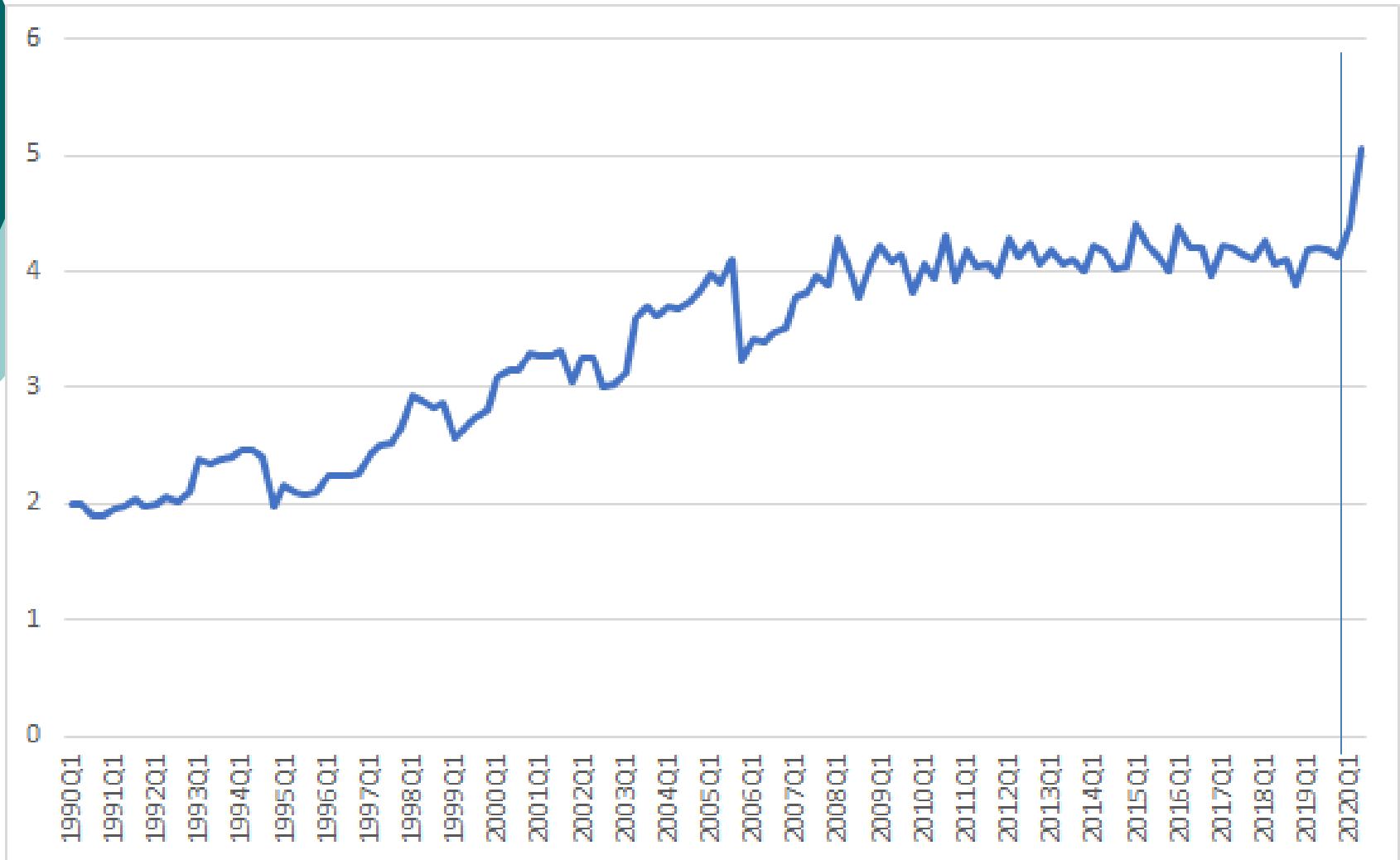
Kim, Shim, and Park (2020), Dynamic Interactions between Trade and Financial Integration: A Heterogeneous Panel VAR Approach

자본유입/GDP, 자본유출/GDP, 39개국 가중평균 (-2020Q2)



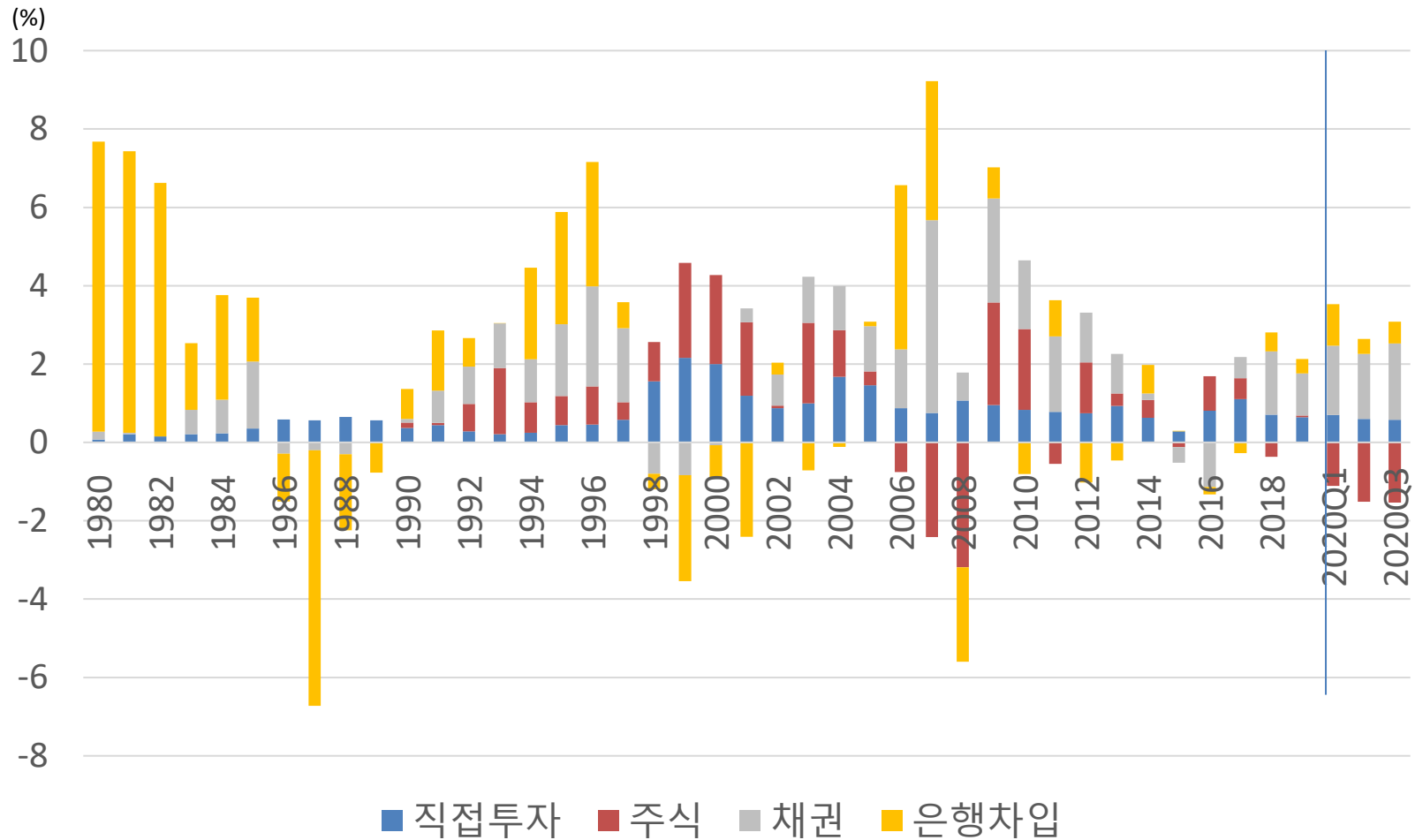
2020년 2분기에 (-), 하지만 크지 않음

(대외자산+대외부채)/GDP, 39개국 가중평균 (-2020Q2)



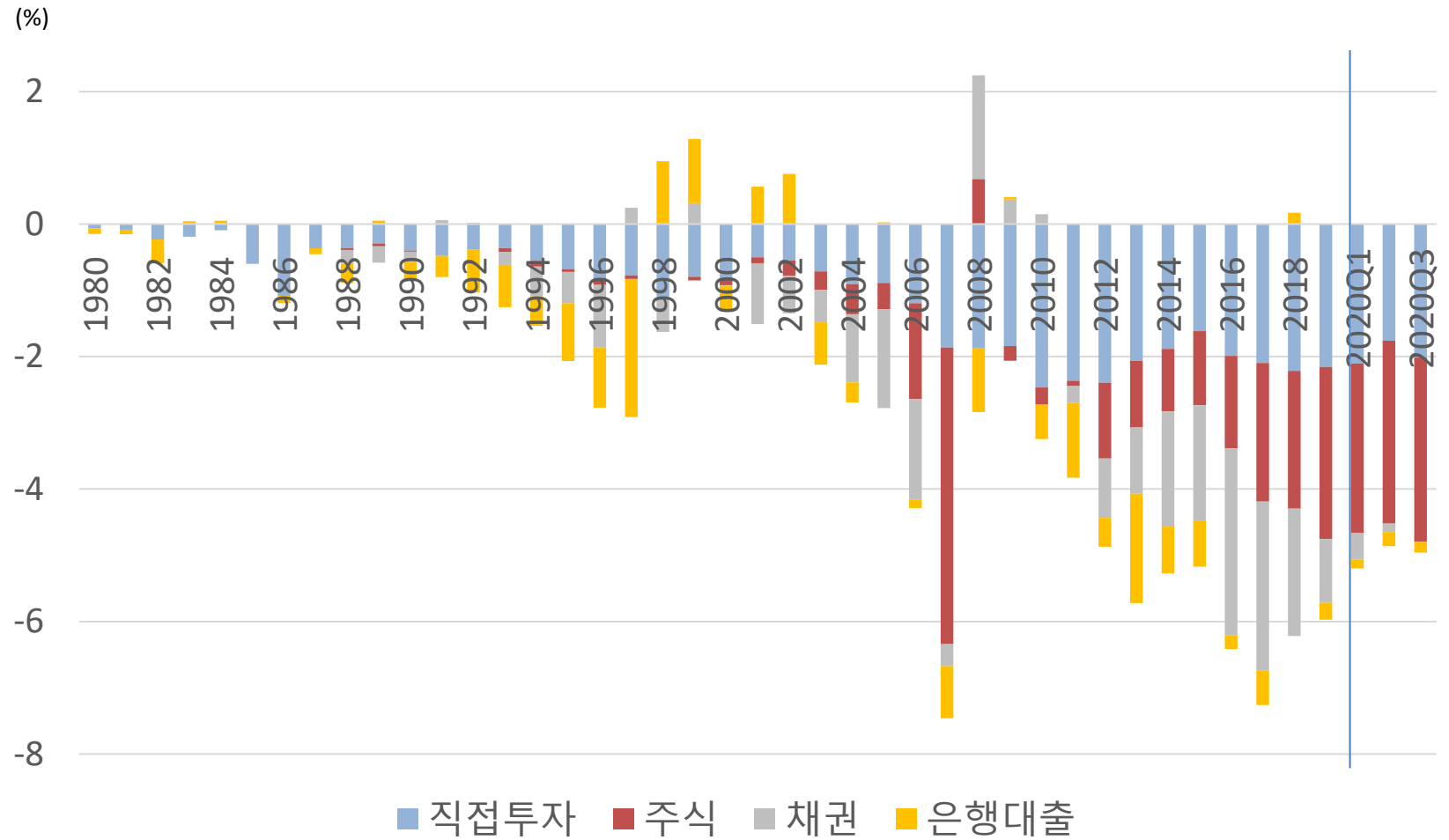
2020년 2분기에 급격히 증가

자본 유입/GDP



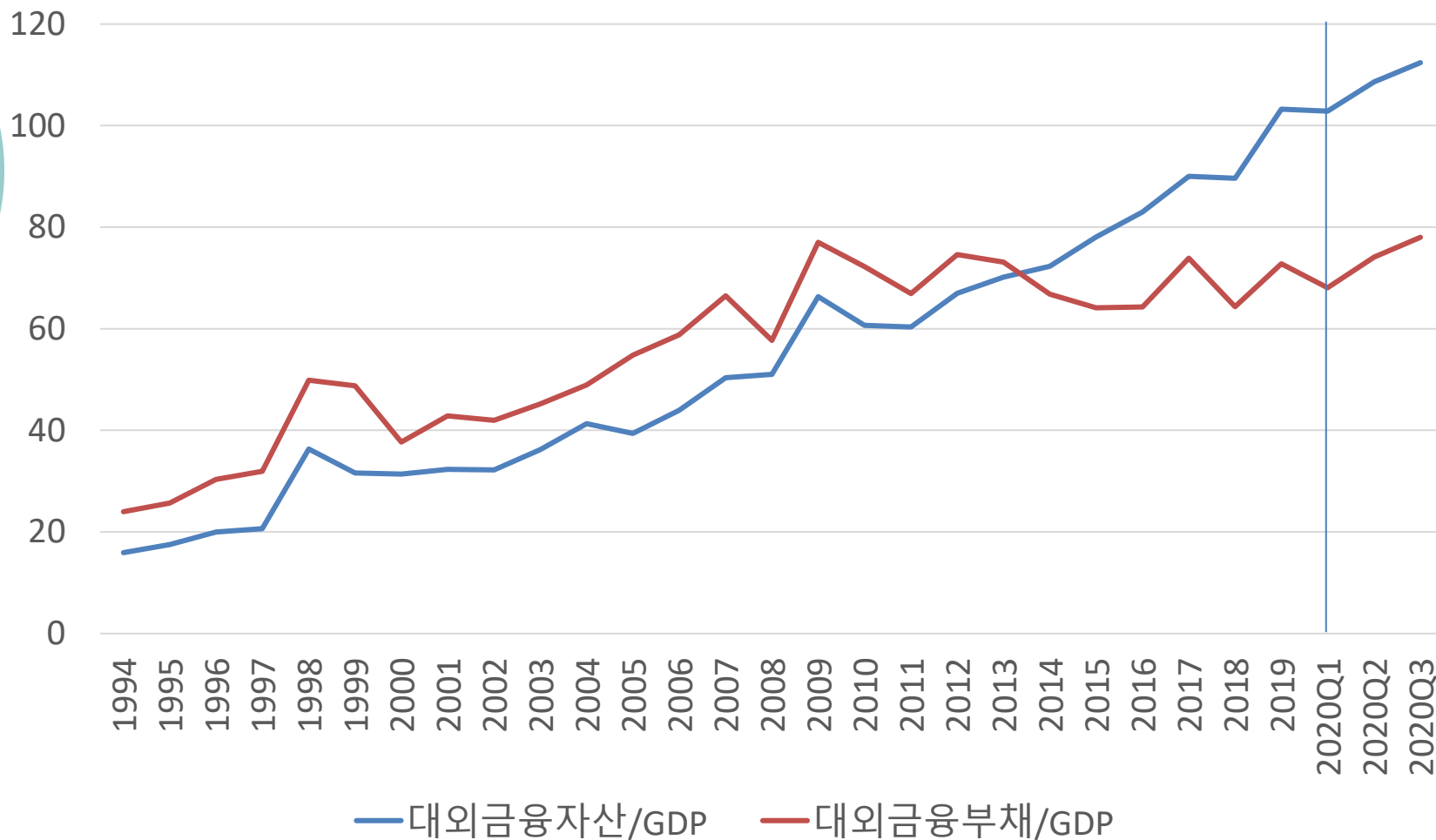
주식 reversal 하지만 총합은 + 임

자본 유출/GDP



약간 줄어드는 경향이 있으나 여전히 외국 자산 매입

대외자산/GDP, 대외부채/GDP



2020년에 지속적으로 증가

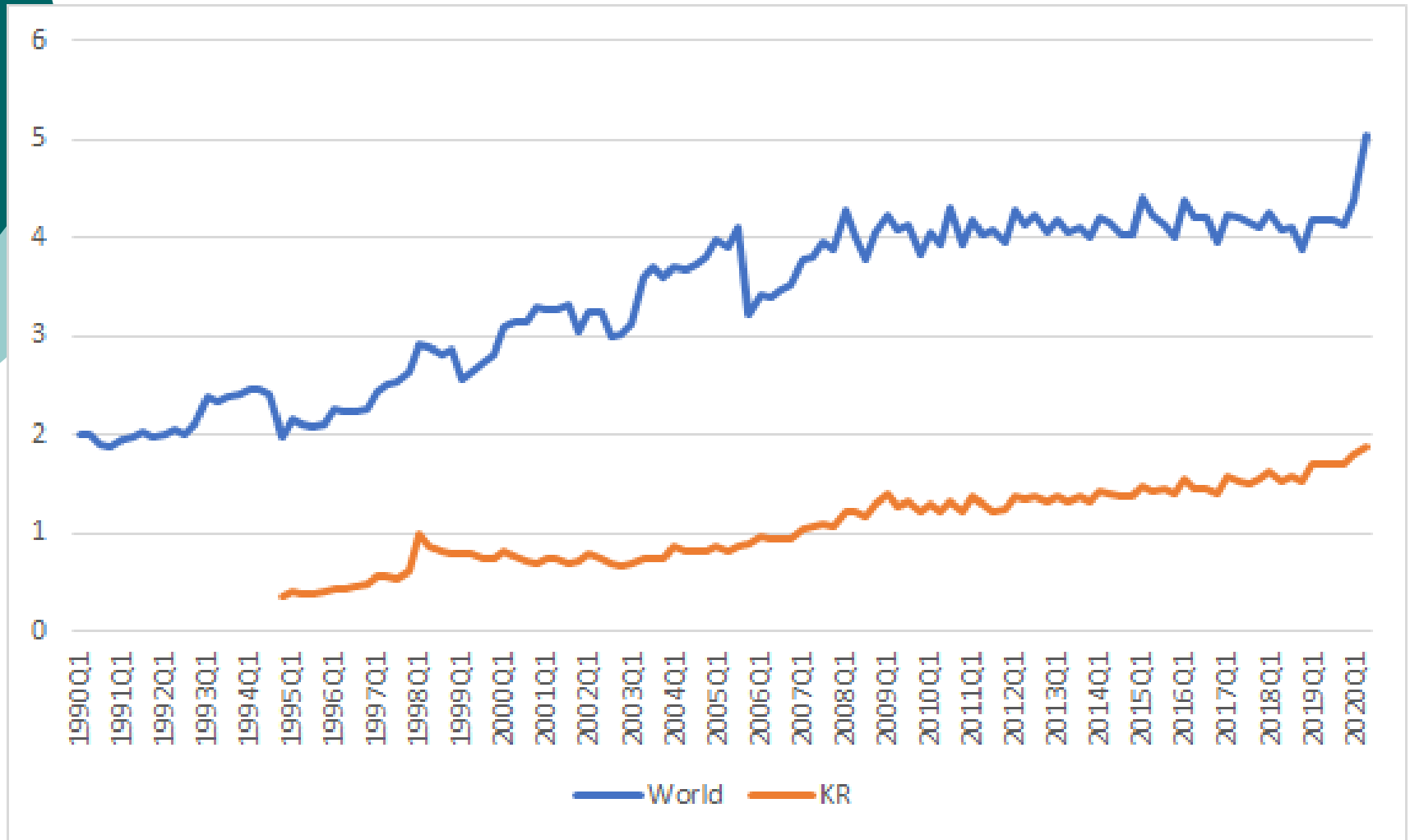
코로나 사태와 금융 글로벌화

- 국제 자본 이동의 반전 현상이 나타남
- 하지만 대외 자산/GDP, 대외 부채/GDP 는 지속적으로 증가
 - 자본 이동의 반전이 특정 종류의 자본 이동에 일부 나타나더라도 전체 자본이동의 양은 (+)인 경향
 - GDP 감소보다 덜 감소
 - Valuation Effects (환율 절하 등)
- 오히려 코로나를 계기로 더욱 증가할 가능성 큼
 - 금융 거래, 특히 국제 금융 거래는 주로 비대면 경제활동
 - 코로나 사태로 비대면 기술, IT 발전 – 이러한 기술을 쉽게 활용할 수 있음.

코로나 사태와 금융 글로벌화

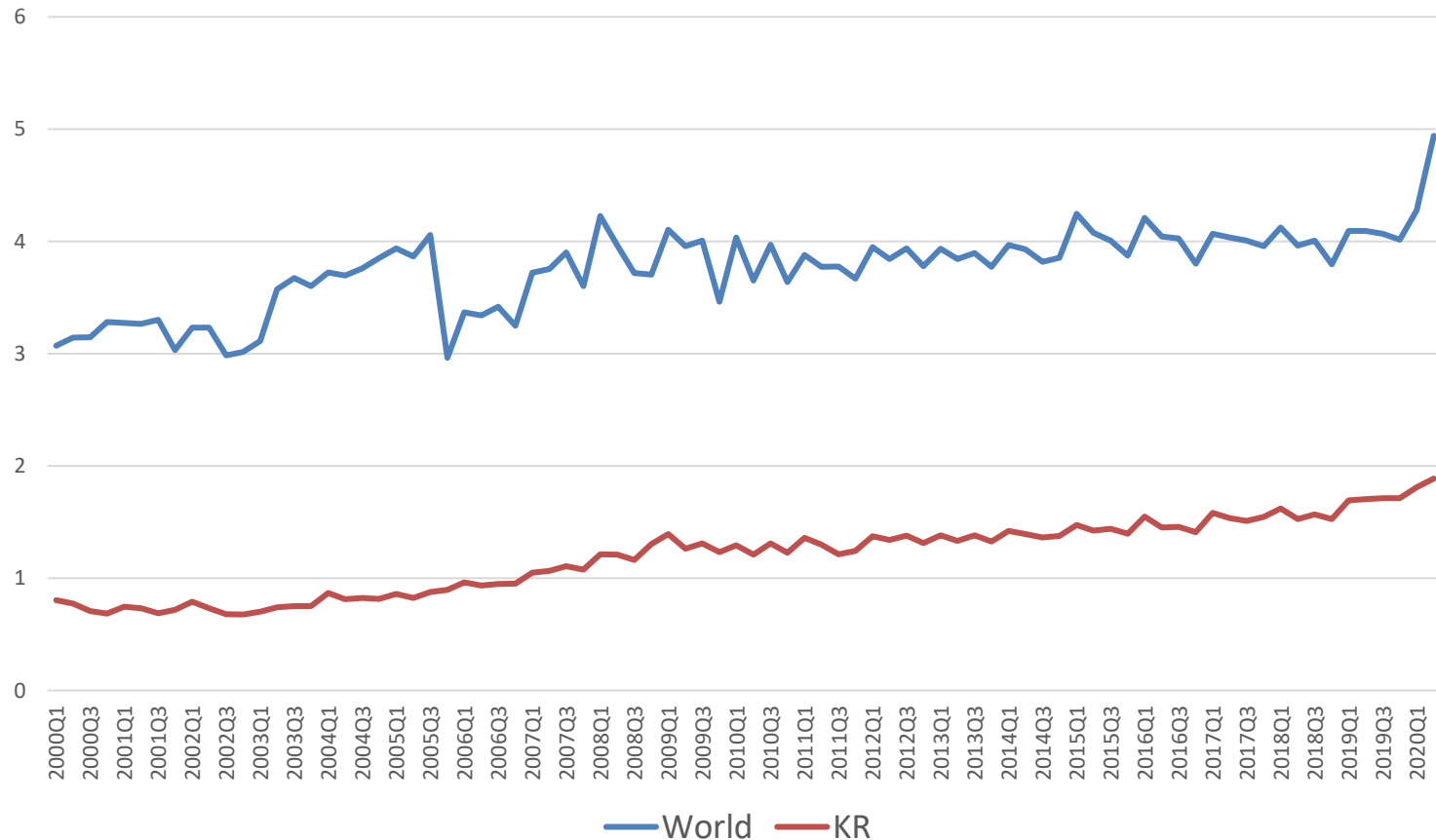
- 한국의 경우 금융 exposure가 더 증가할 가능성 매우 큼
- 현재 (대외자산+대외부채)/GDP
 - 세계 평균 수준의 반 이하임
 - OECD 평균 수준의 1/3 수준임.
- 현재 (수출+수입)/GDP
 - 세계 평균 수준보다 높음
 - OECD 평균 수준 보다 높음

(대외자산+대외부채)/GDP, 39개국 vs. 한국



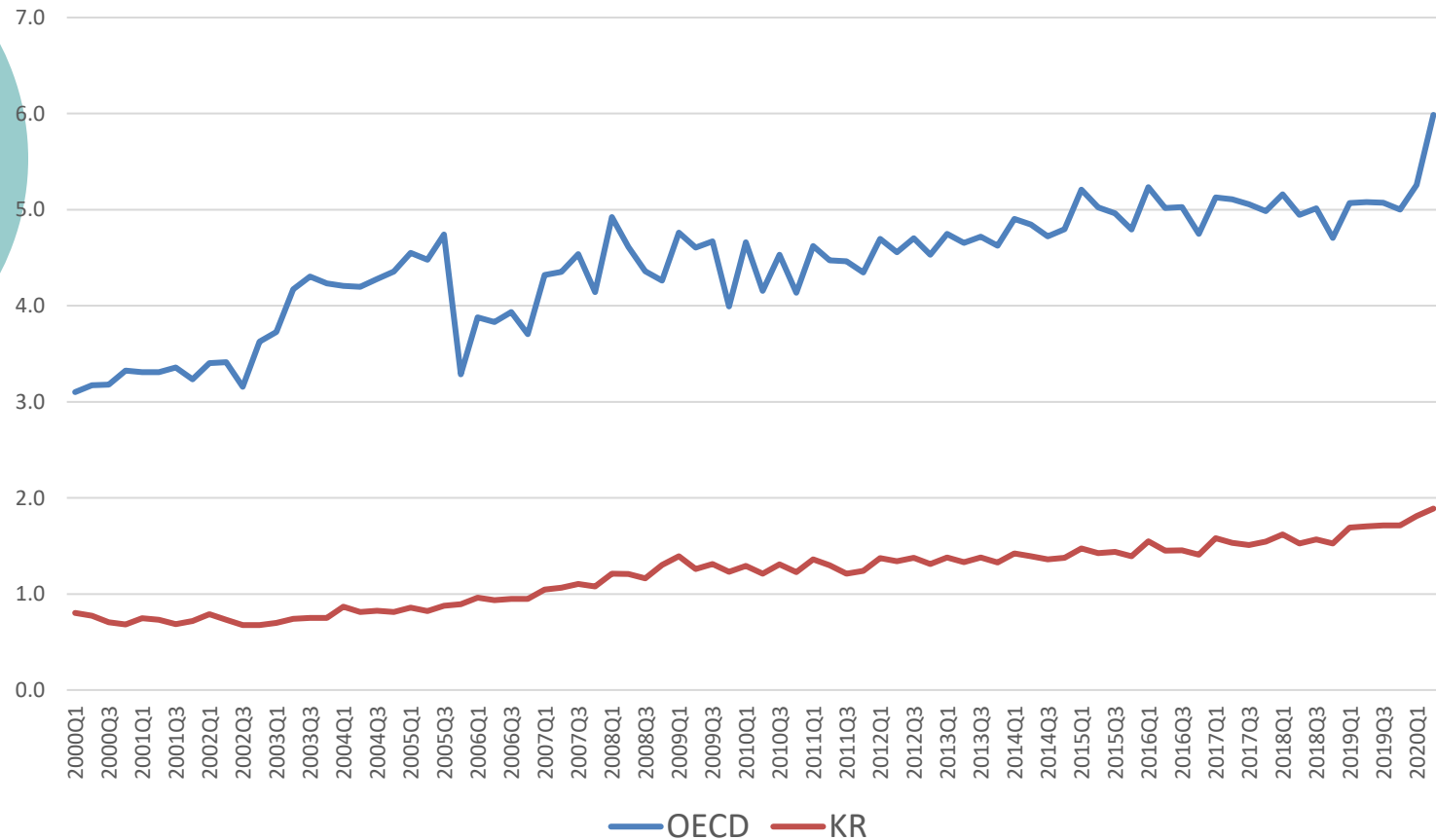
세계 평균의 반 이하

(대외자산+대외부채)/GDP, 71개국 vs. 한국



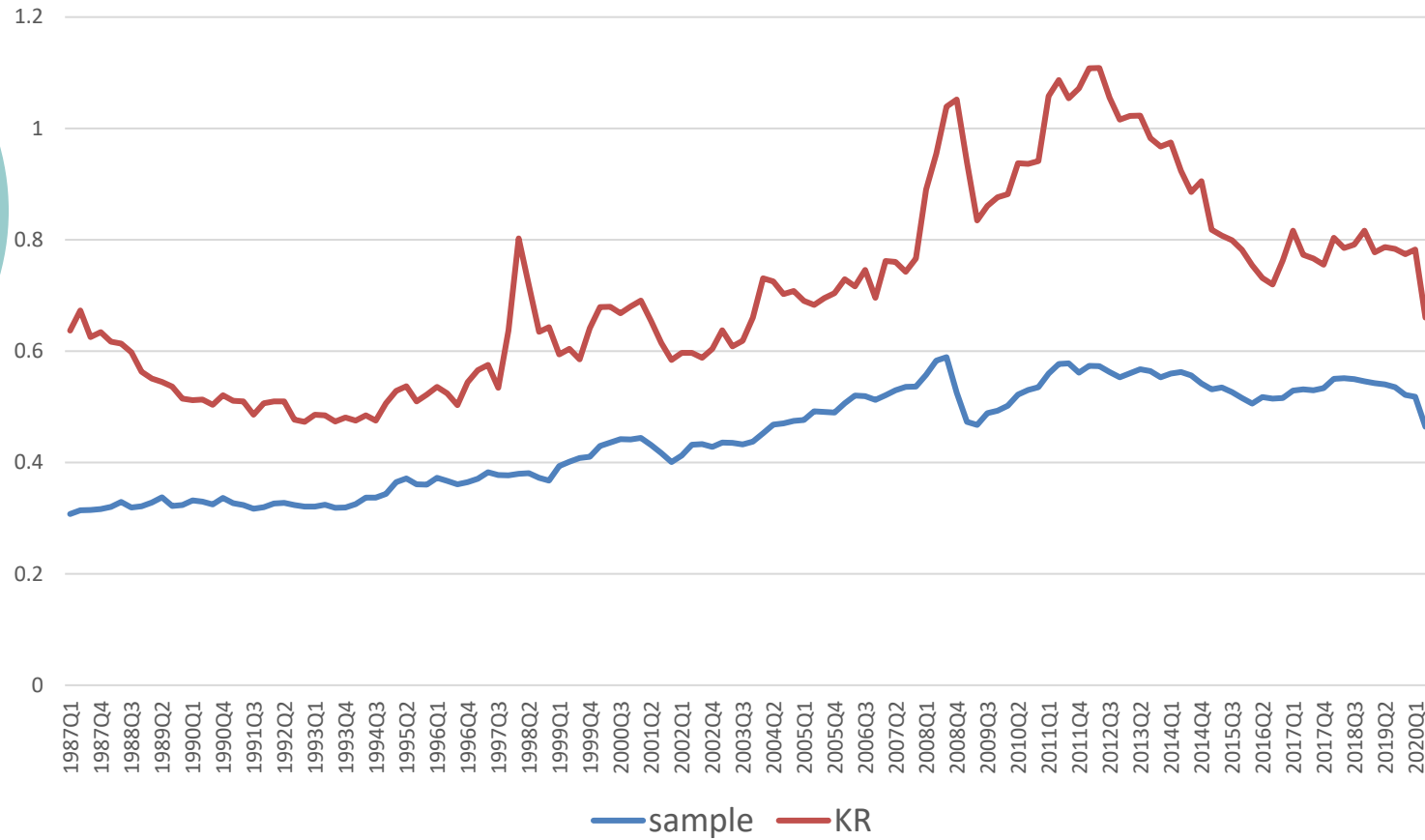
세계 평균의 반 이하

(대외자산+대외부채)/GDP, OECD vs. 한국



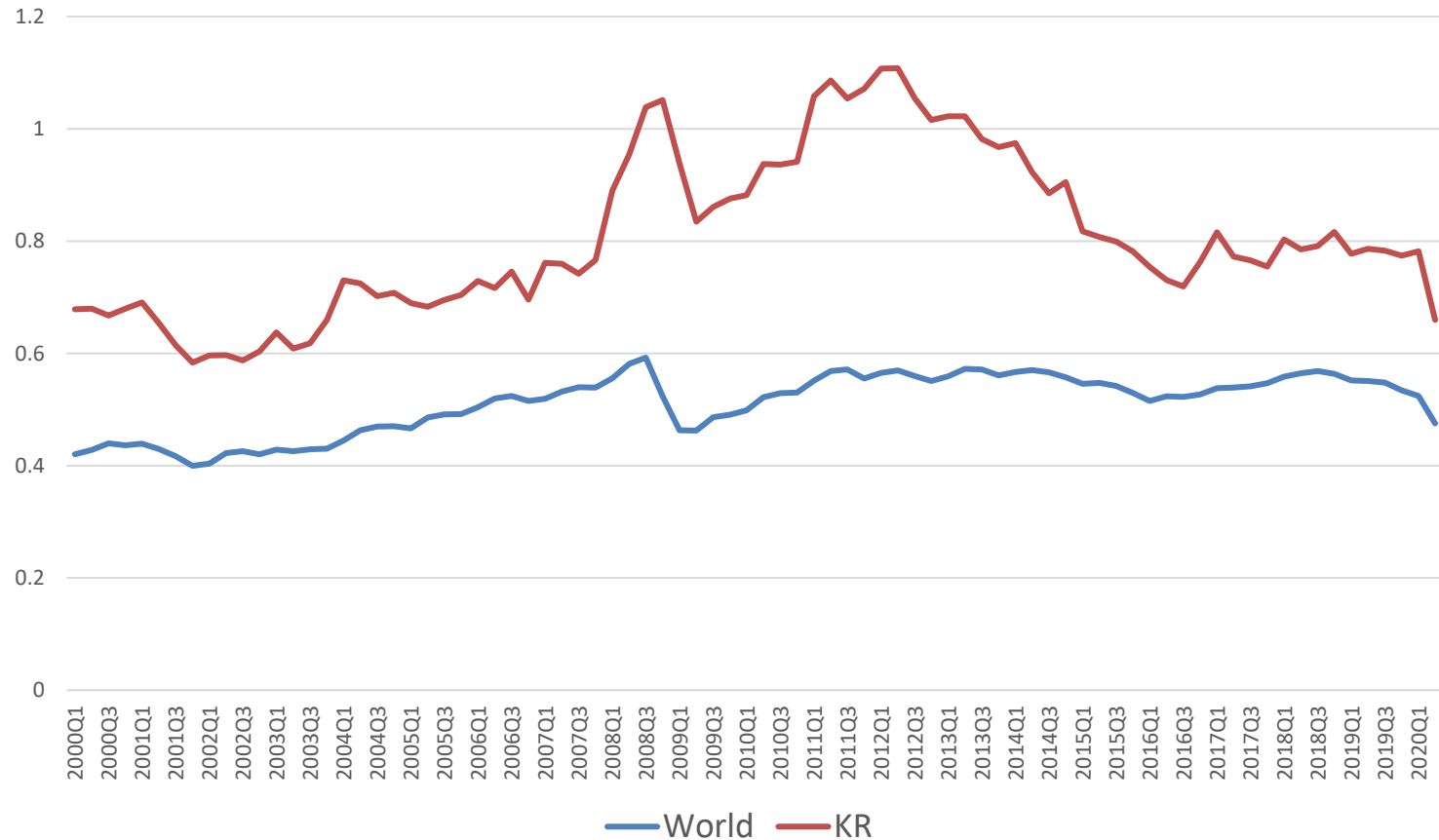
OECD의 1/3 수준

(수출+수입)/GDP, 39개국 vs. 한국



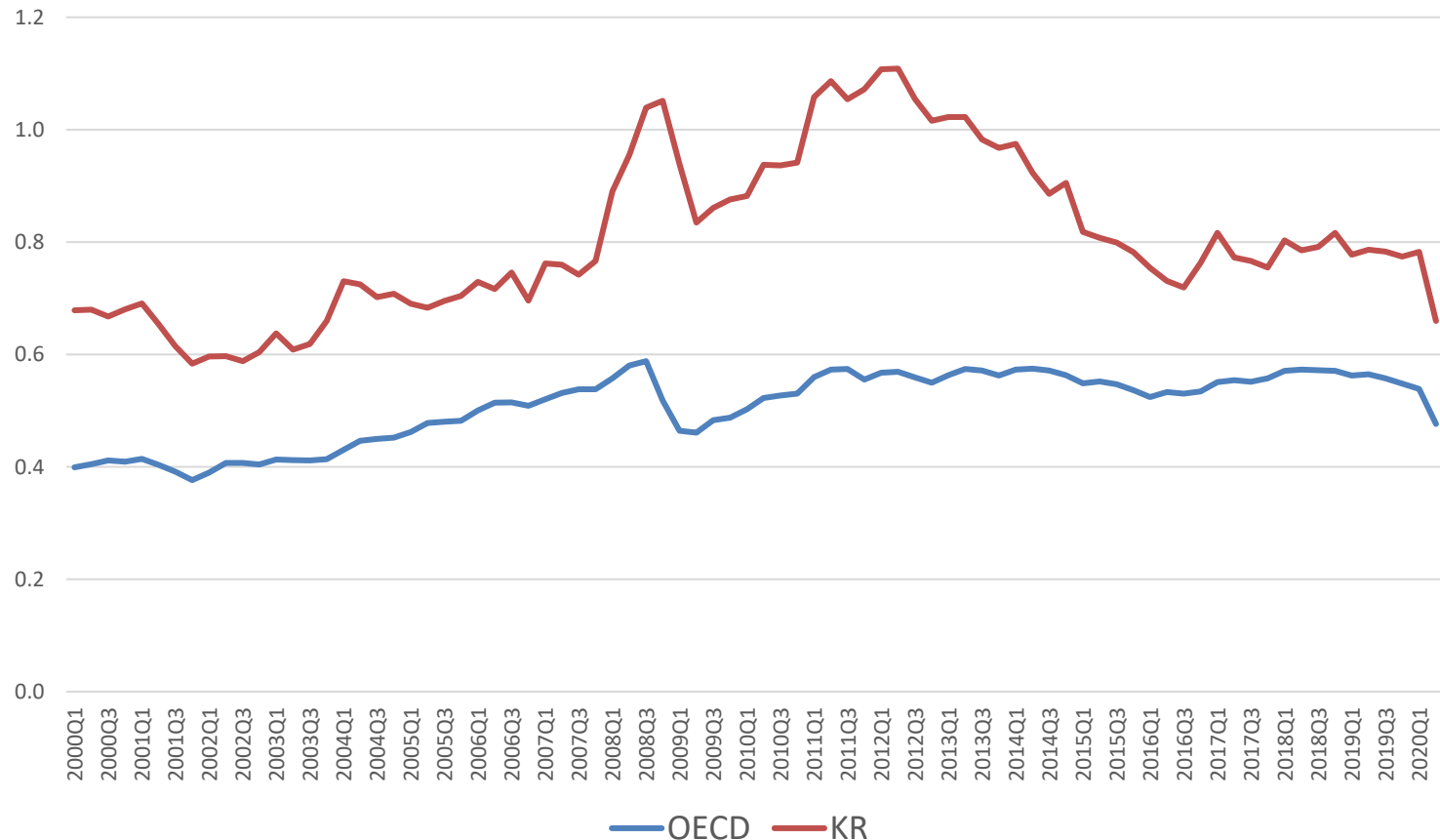
세계 평균 보다 높음

(수출+수입)/GDP, 71개국 vs. 한국



세계 평균의 보다 높음

(수출+수입)/GDP, OECD vs. 한국



OECD 평균 보다 높음

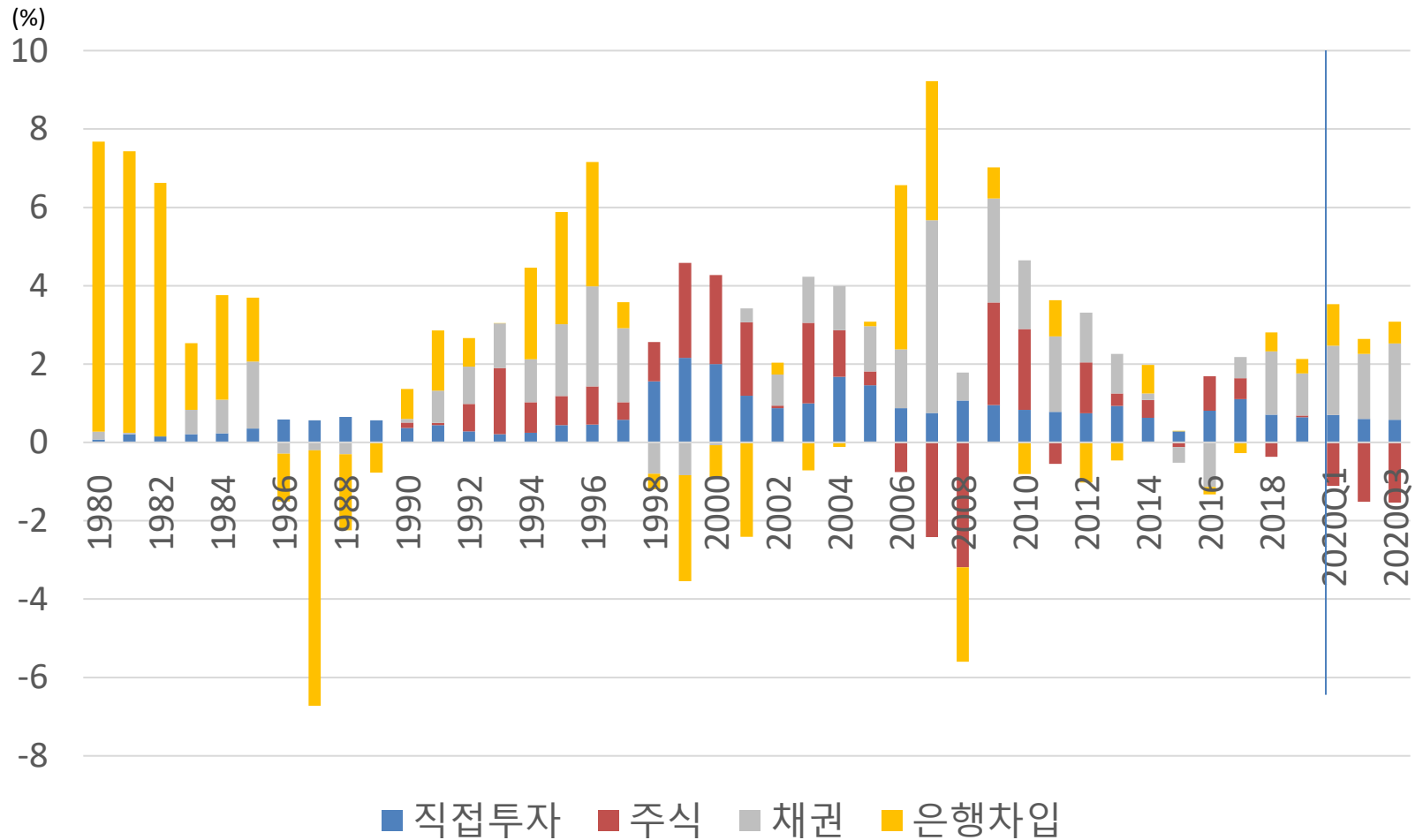


금융 글로벌화의 심화와 대응과제

금융 글로벌화 심화와 대응 과제

- 기존의 과제
 - 외환 위기와 급격한 국제 자본 이동에 대한 대응
- 새로운 과제
 - 금융 글로벌화의 편익 제고: 대외 자산, 대외 부채의 수익 제고
 - 국제 금융 통합 심화: 대외 충격의 국내 전파 과정, 글로벌 금융 사이클과 통화 정책의 운용

자본 유입/GDP



주식 reversal 하지만 총합은 + 임

외환위기와 급격한 국제 자본 이동에 대한 대응

- 1997년, 급격한 자본 유출입에 따른 금융 시장 불안, 외환위기, 금융 위기...
- 2008년 글로벌 금융위기, 자본유출, 금융시장불안
- 위기 이후 다방면으로 달려 유동성 공급책 마련
- 외환보유고 축적 (4000억 달러 초과)
- 글로벌 금융 안전망 (국제공조)
 - CMIM, IMF facilities, 통화 스왑...
- 자본 이동 관리 정책
 - 거시건전성 3종 세트 (외환건전성 부담금, 선물환 포지션 규제, 외국인채권 과세) 2010년 도입
 - G-20, IMF 공동선언문: 일시적으로 사용 가능
 - 코로나 사태로 추가 대책

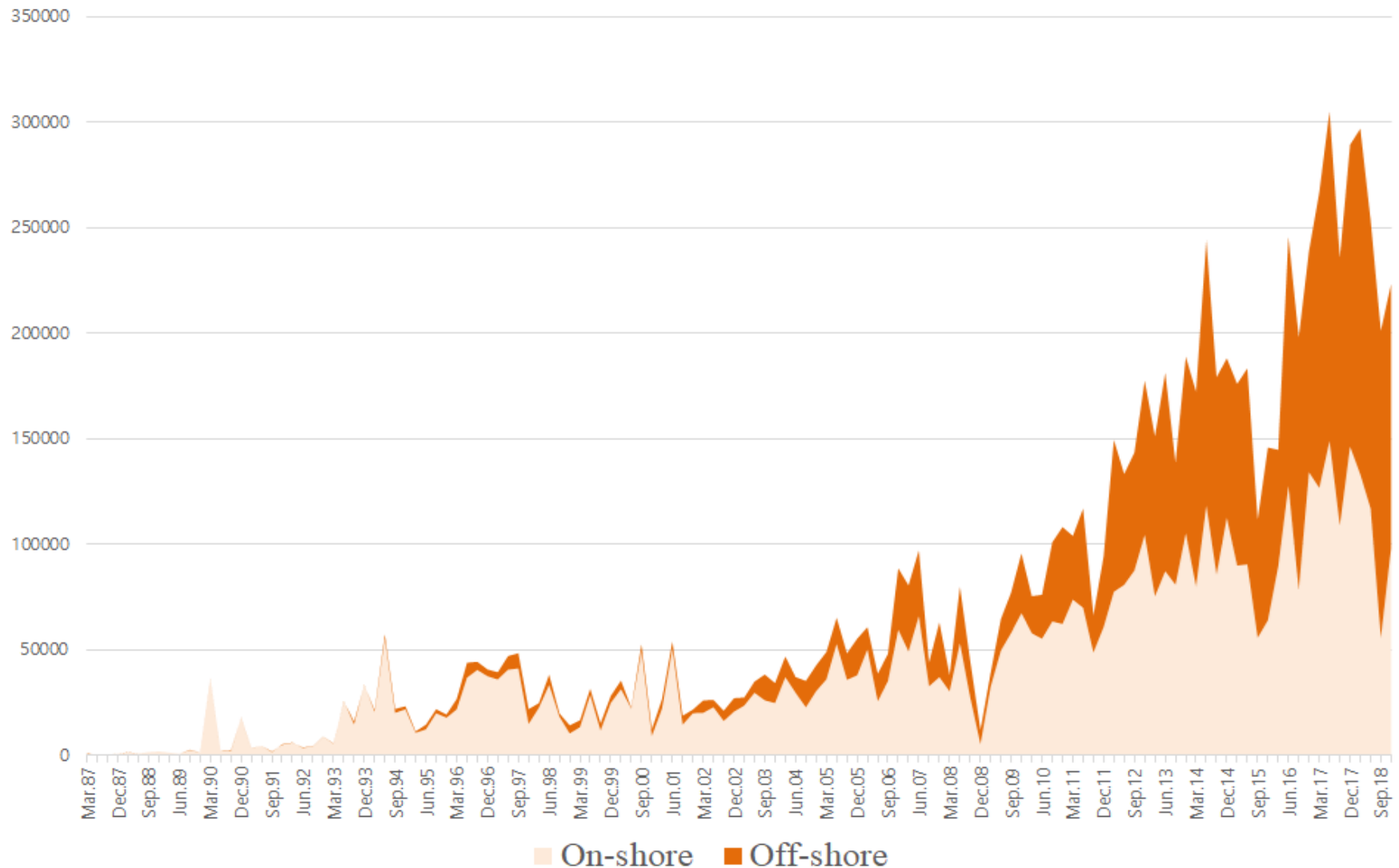
코로나 사태와 그 이후

- 자본 유입의 반전 발생 – 금융 시장 불안
- 경로 변화: 은행 대출 → 주식
- 대응 반응: 자본 유출의 반전 → 동학개미
- 이전에 비해 정도 미약 → 이머징 마켓? 선진국?
- 경로 변화 가능성에 대비 – 자본 이동 관리 정책과 관련
- 대응 반응 변화 가능성에 대비
- 코로나 사태 이후 미국 Tapering 대비
- 실물 금융 괴리, 가계 부채 급증, 국가 부채 급증....

Kim and Shin (2021)

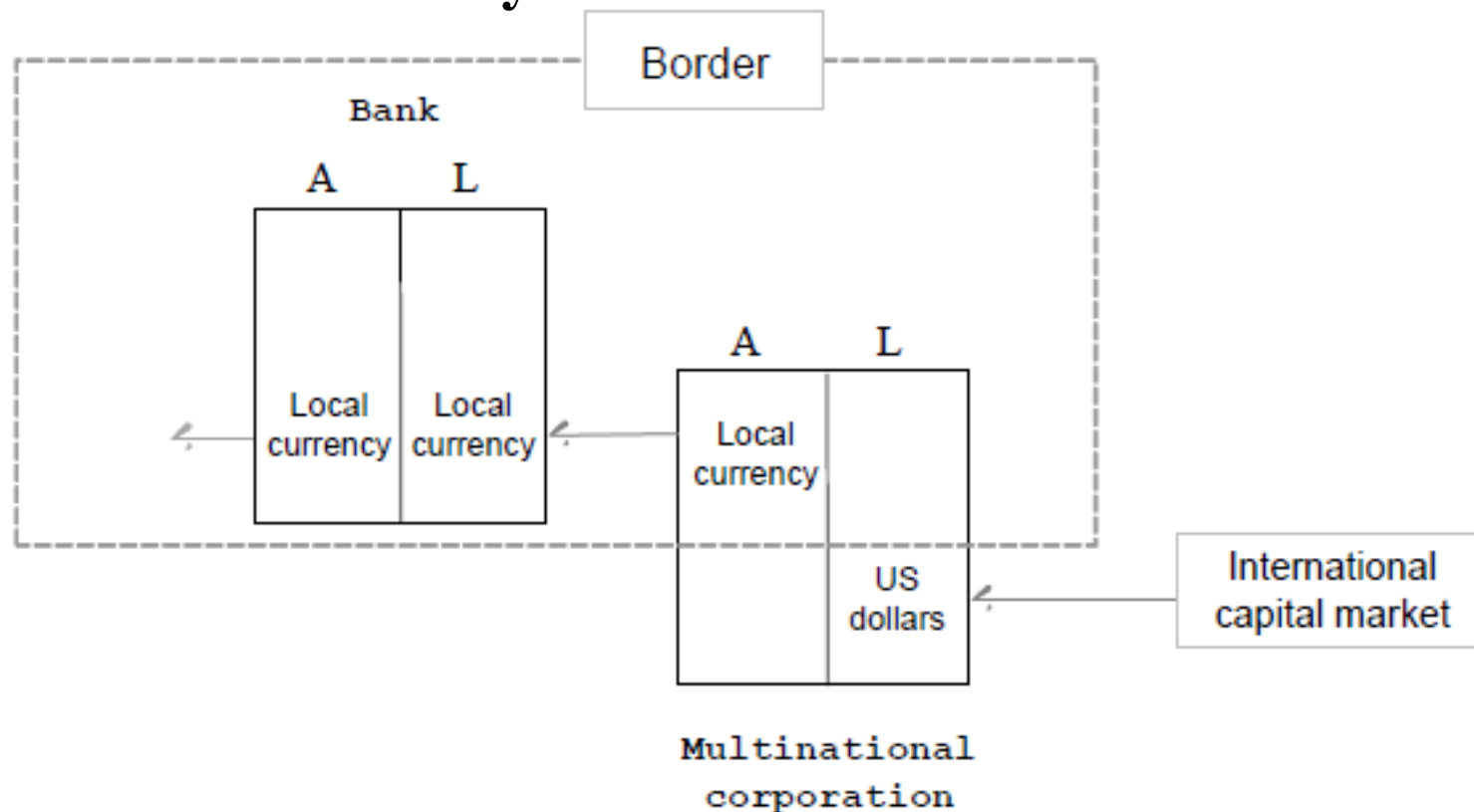
- Offshore EME Bond Issuance and the Transmission Channels of Global Liquidity, JIMF
- 글로벌 유동성이 신흥국에 전파되는 과정에서 신흥국의 국제 채권 발행이 중요한 역할을 하였는데, 글로벌 금융위기 이후에는 역내 (onshore_ 국제채권발행 보다 역외 (offshore) 국제채권발행의 역할이 중요해짐.
- 글로벌 유동성의 전달 경로가 변경된 중요한 이유는 글로벌 금융위기 이후 국제 자본 이동에 대한 제약이 강화되어 onshore 국제채권발행을 통한 자금조달이 어려워져 offshore 국제채권발행을 이용하여 자본제약을 우회하기 위한 것으로 보임

Onshore and Offshore Gross Issues in International Debt Securities of Emerging and Developing Countries



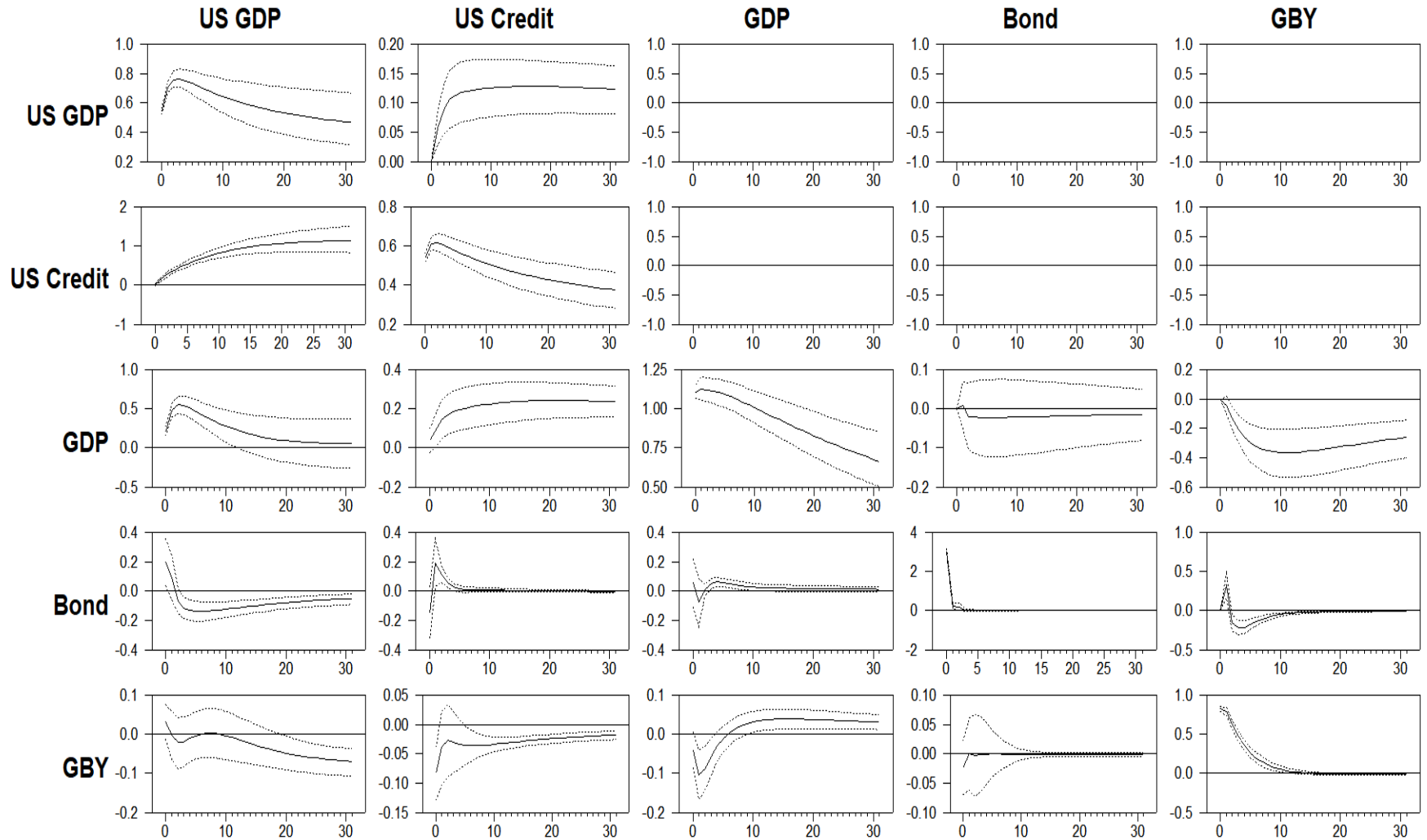
Kim and Shin (2021), Offshore EME Bond Issuance and the Transmission Channels of Global Liquidity

How global liquidity is transmitted to emerging countries by offshore debt issuance: multinational corporation with offshore subsidiary



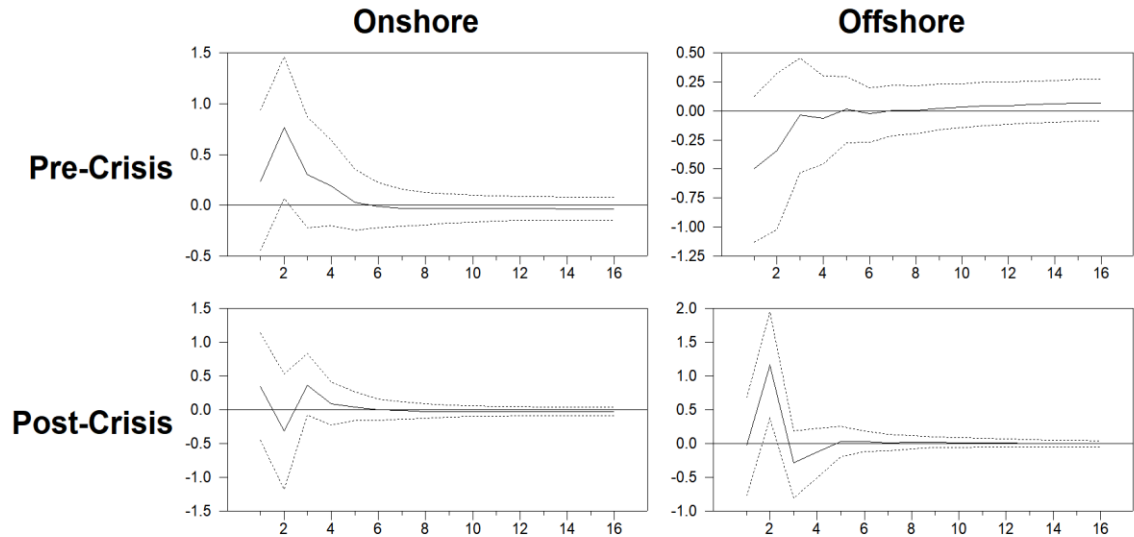
1. This channel is likely to work even if capital market is not liberalized; money is moving across border within a firm
2. BOP and official data on capital flows (compiled on locational basis) would not capture this transaction, if it's not done by explicit capital account transaction between subsidiary and headquarters,

Impulse Responses (2000-2016) 미국과 22개 신흥국

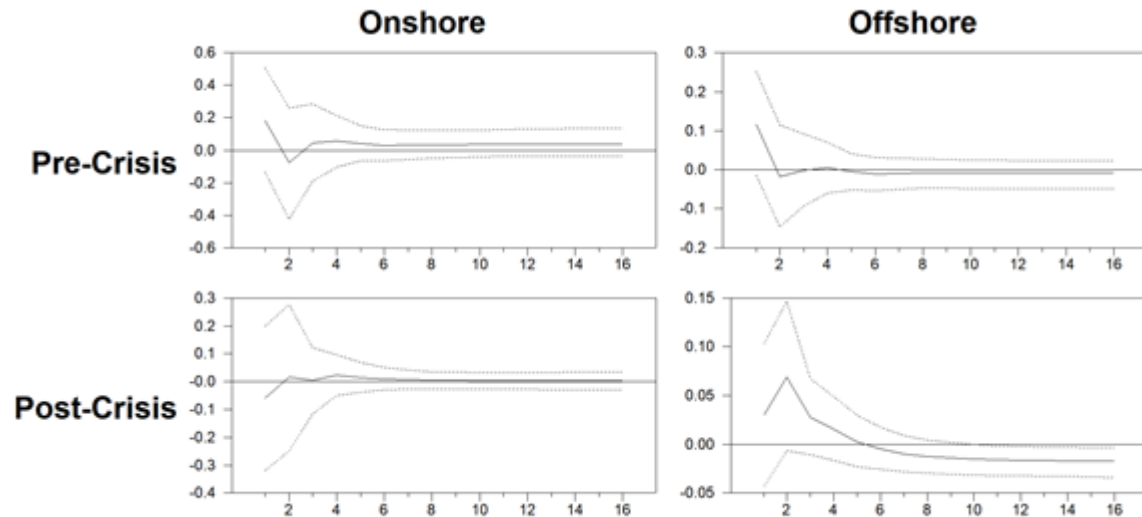


Impulse Responses of Onshore and Offshore Issuance of International Debt Securities to US Credit Shocks

Group with
Strengthened
Capital Controls



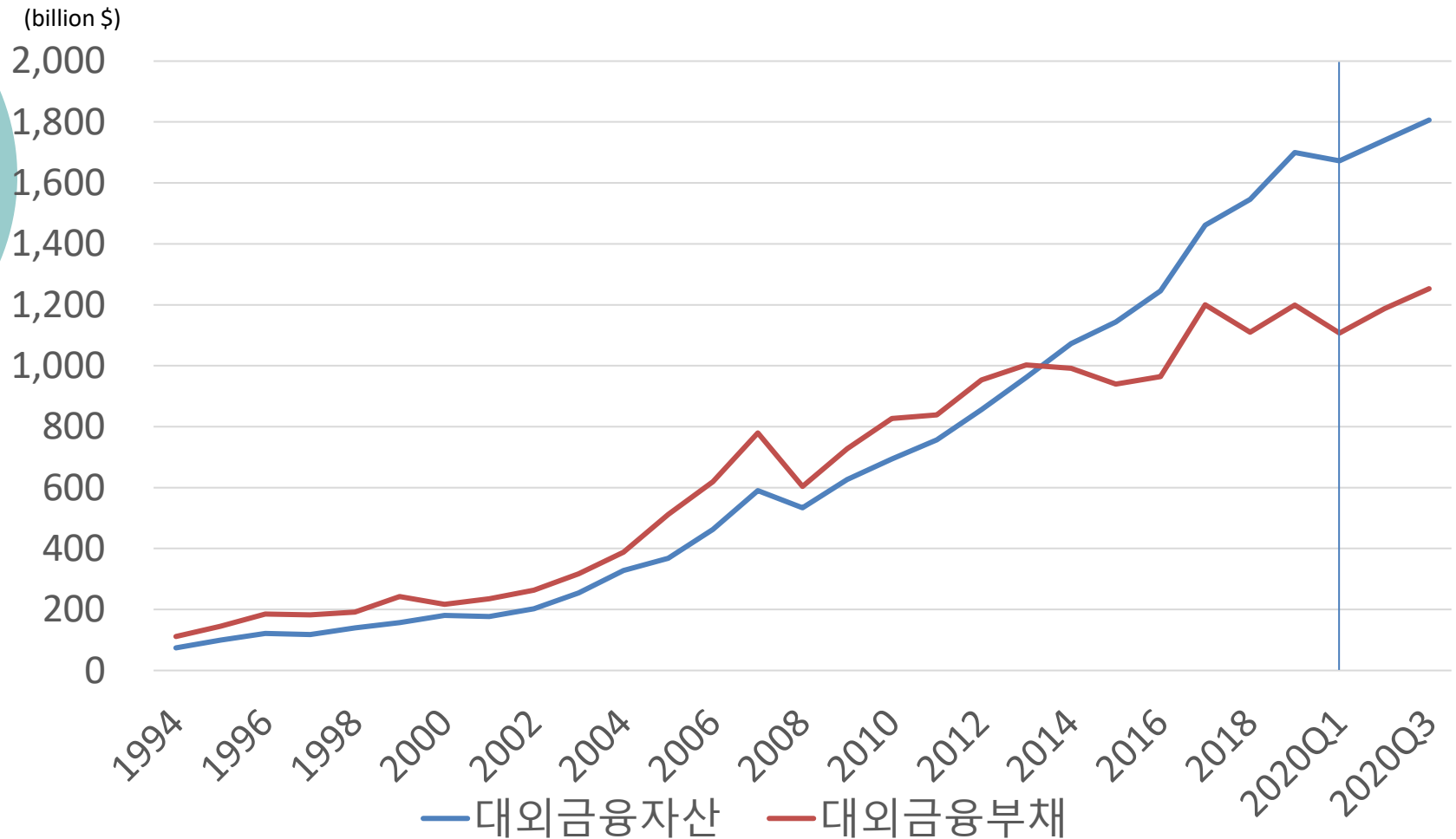
Group with
Weakened
Capital Controls



새로운 대응 과제

- 국제 금융 시장 통합의 편익 제고
 - 국제 자본 이동을 통한 근본적인 편익 제고 필요
 - 소비 평탄화, 효율적인 실물투자, 소비 위험 공유
 - 적절한 국제 분산 투자
 - 특히 급격히 증가한 대외 자산, 부채에 따라 대외 자산과 부채가 증가하였고 이에 대한 수익 제고, 효율성 제고 필요
- 금융 글로벌화 심화와 해외 충격 전이
 - 해외 금융 여건이 한국 금융여건, 실물 여건에 더 많은 영향을 미치게 됨.
 - 국내 금융, 통화 정책이 미치는 영향과 경로가 변함

대외자산, 대외부채

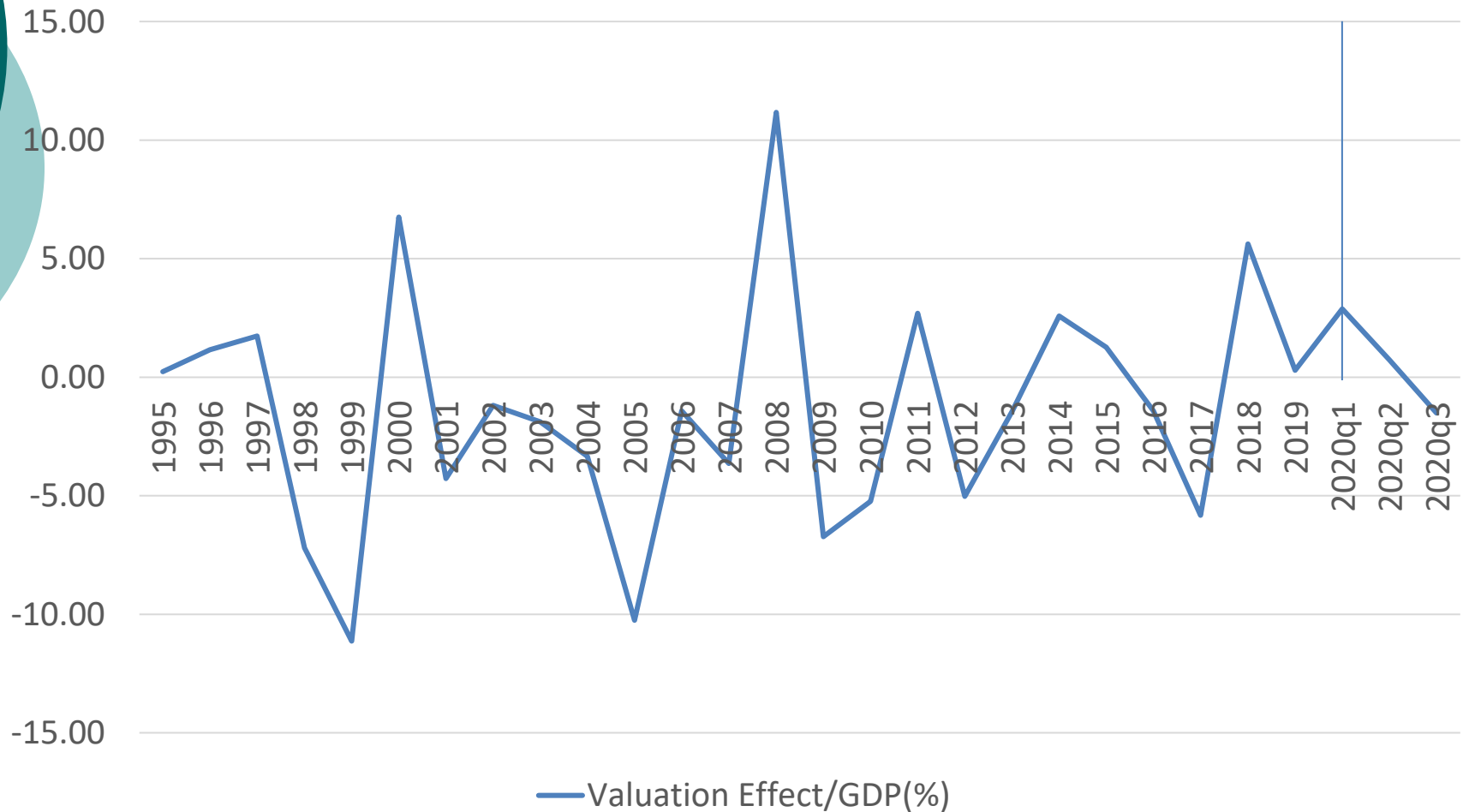


급격히 증가. (-) 포지션 (+)로 최근 변화

대외자산, 대외 부채에 대한 수익

- 대외 자산, 부채의 가치 변화 (가격 변화, 환율 등): Valuation Effects
- 대외 자산, 부채에 대한 소득 (이자, 배당 등): 투자 소득
수지

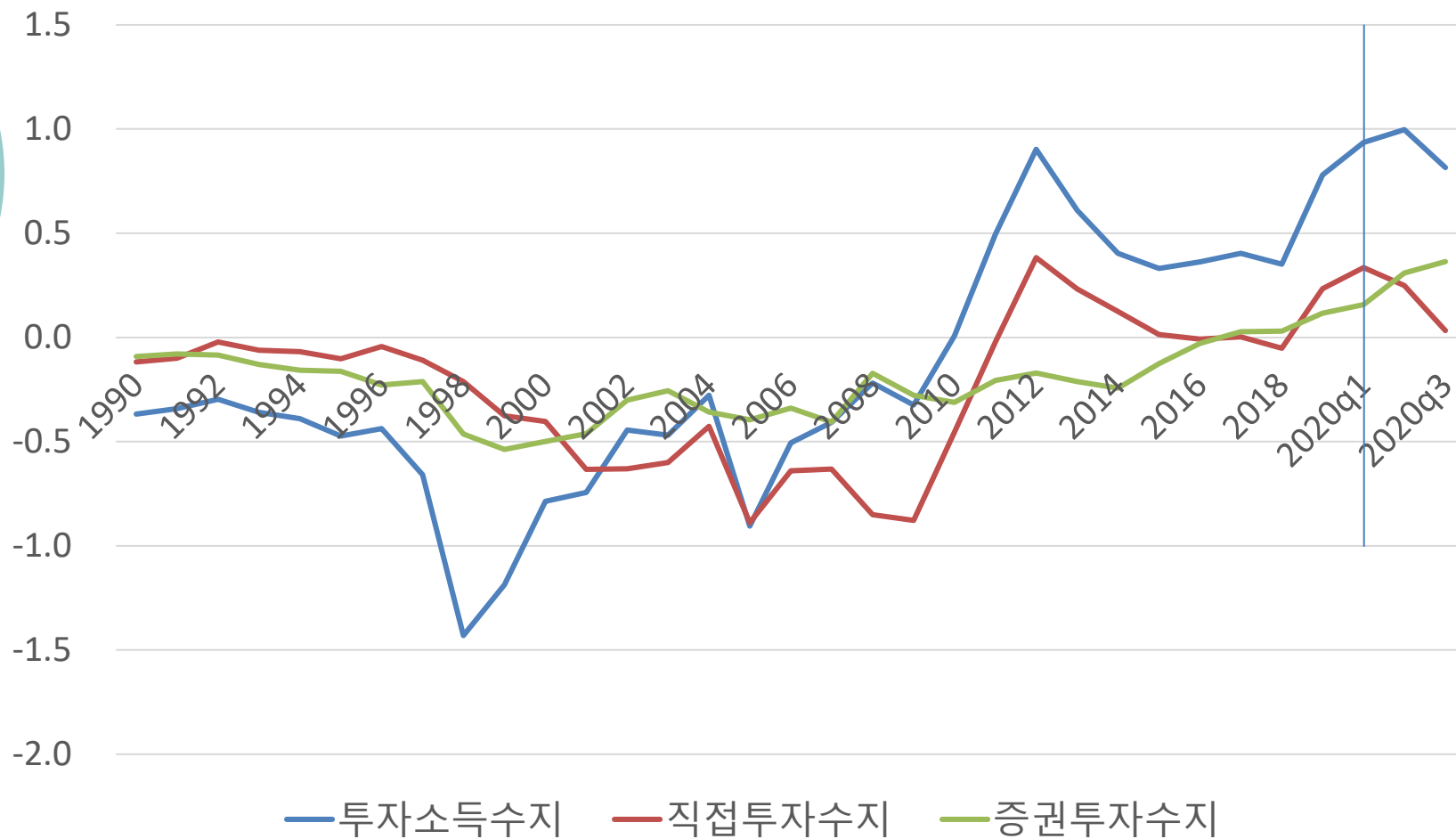
Valuation effect/GDP



Valuation effect가 종종 음수로 나타남.

-10% 이상인 경우도 있음. 1995-2019년 동안 연평균 -1.59%

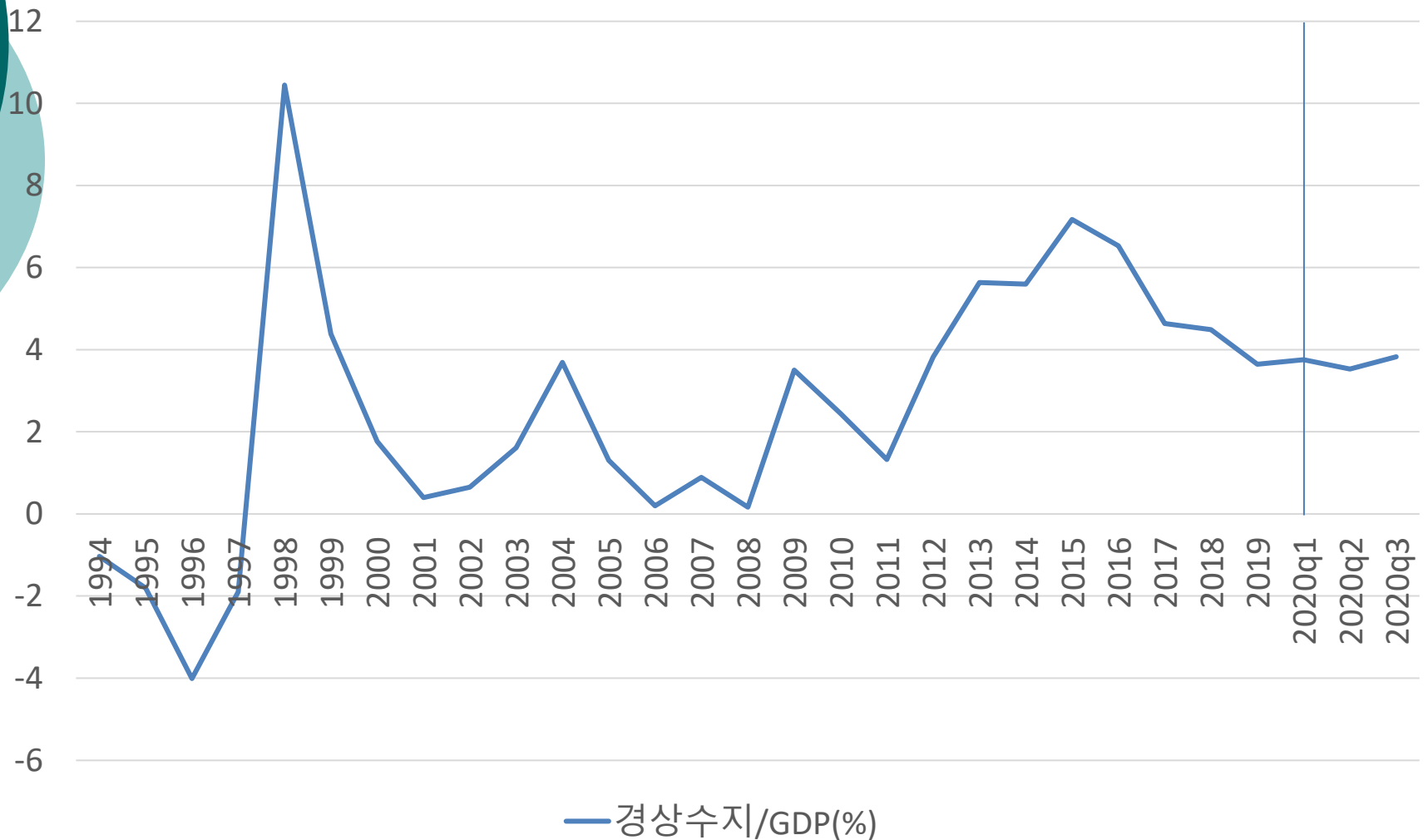
투자 소득 수지



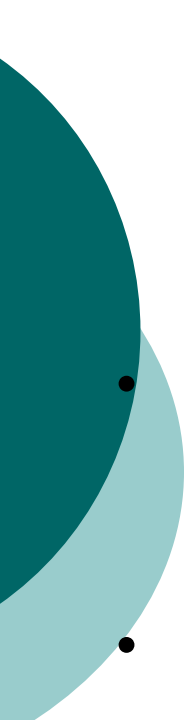
투자소득수지 연평균 -0.11%, 최근에는 양수임

직접투자소득수지 -0.20%, 증권투자소득수지 -0.18%

경상수지/GDP



외환위기 이후 지속적인 흑자, 1994-2019 기간 동안 연평균 2.47% 흑자

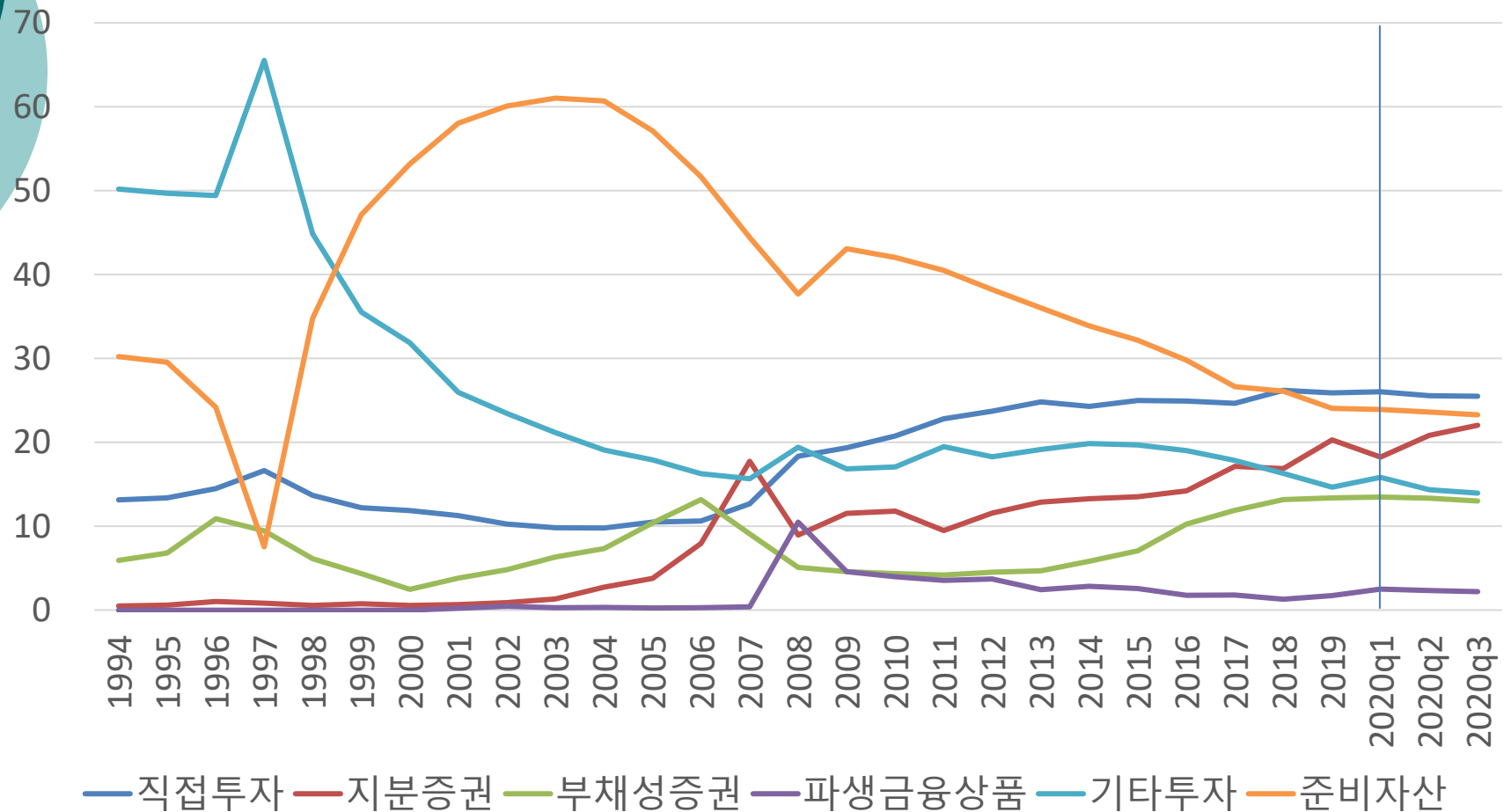


대외자산, 대외 부채, 국제투자포지션의 변화

- 대외자산, 대외부채의 가치 변화와 관련하여 지난 1995년 이후 연평균 GDP 대비 1.6%의 부를 외국에 순지급
- 대외 자산, 대외 부채의 이자, 배당 등 소득과 관련하여 1995년 이후 연평균 GDP 대비 0.21%의 부를 외국에 순지급
- 1995년 이후 상품 및 서비스 수지는 연평균 2.5% 흑자 었음.

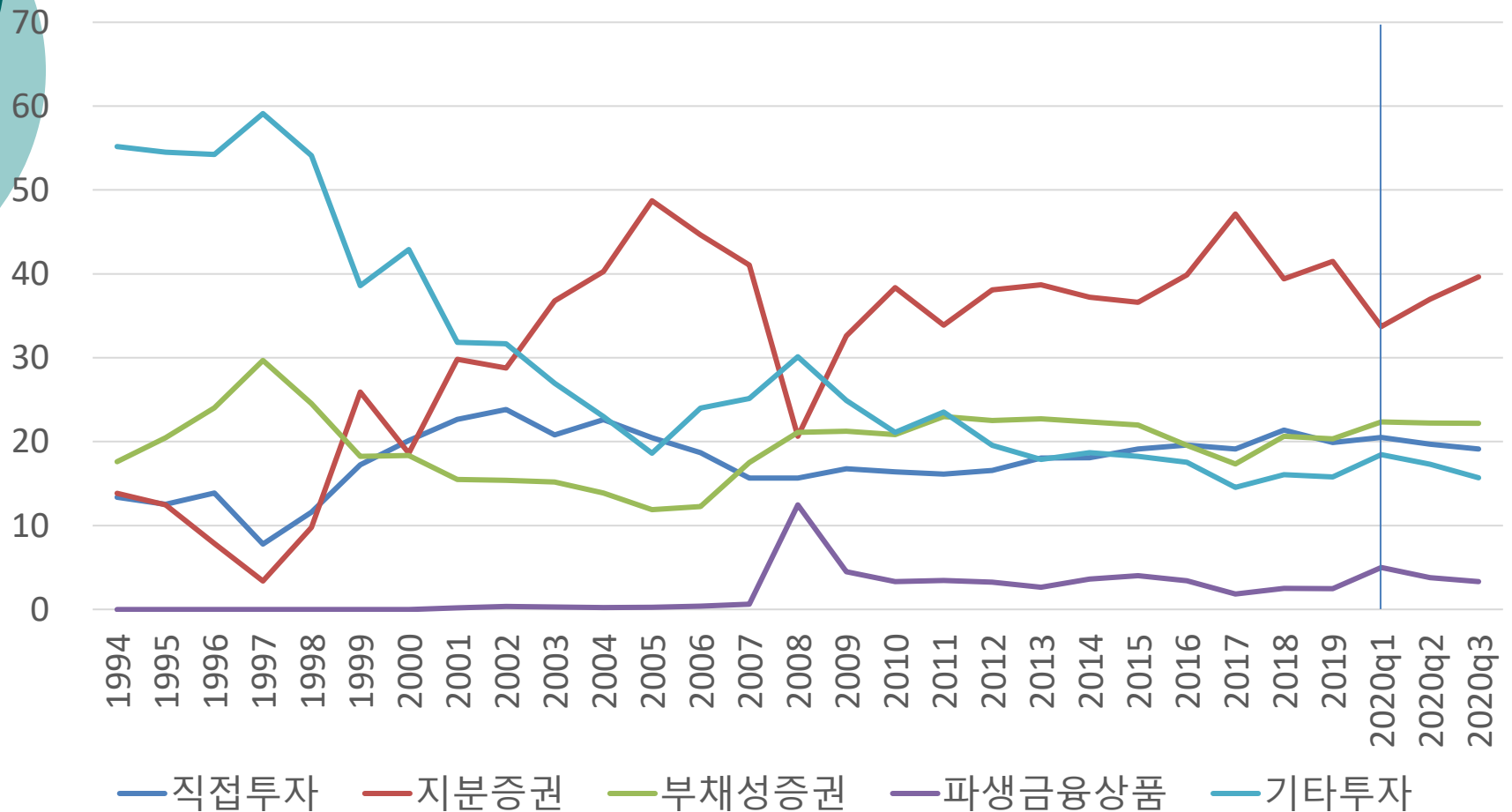
대외 자산

총 대외자산 대비



대외 부채

총 대외부채 대비



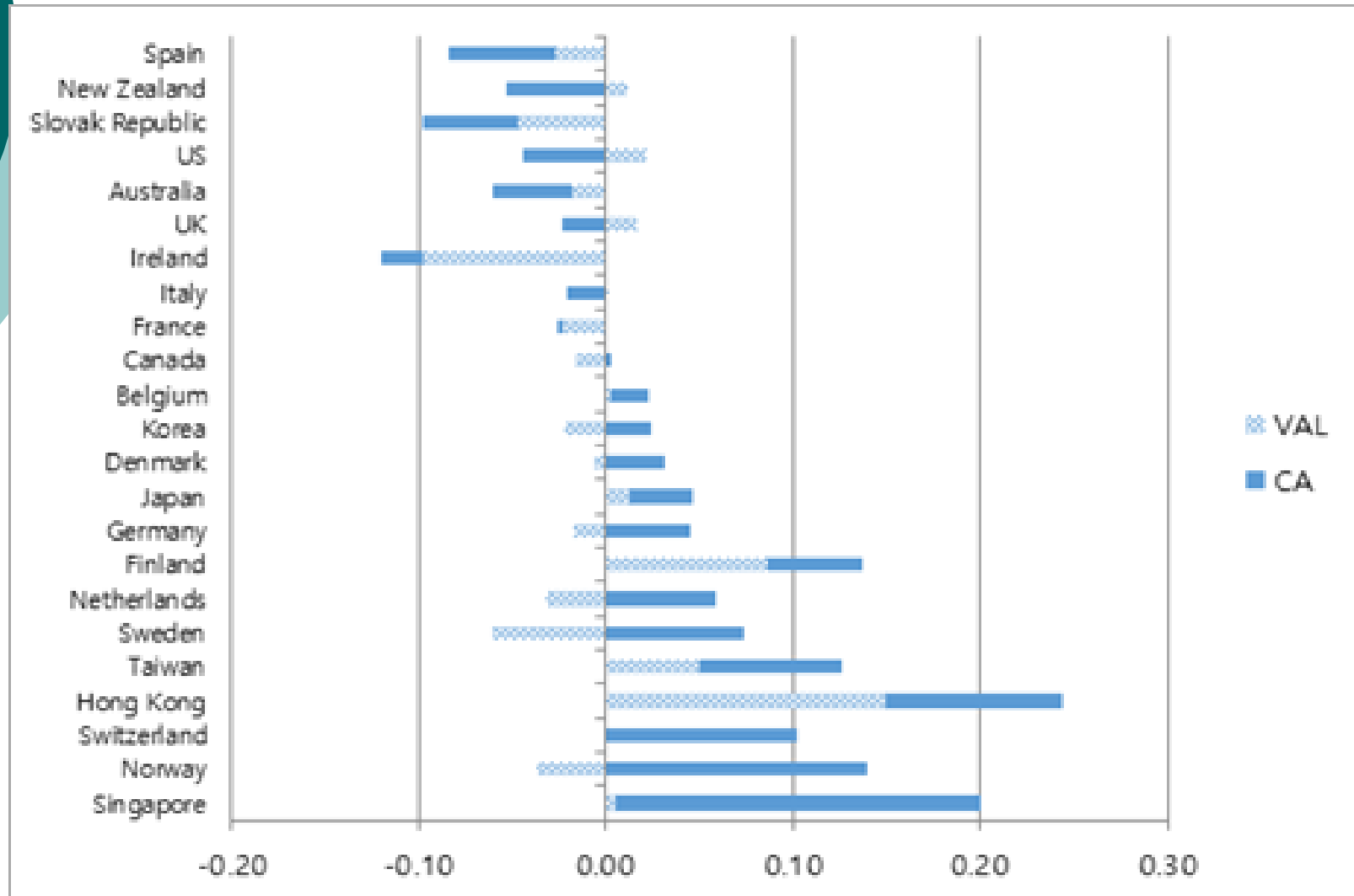
대외자산, 대외 부채 수익

- 국가적 차원에서 대외 부채 대비 대외 자산 구성에 대한 전략적 마인드 제고 필요
- 수익률이 높고 가치 상승 분이 클 것으로 예상되는 대외자산에 대한 투자 비중 증가 필요
 - 해외 직접 투자, 해외 주식 투자 장려
 - 외환보유액 대체?
- 포트폴리오 투자 부분에 대한 수익성 증대 필요

Kim and Min (2020)

- Long-Term Determinants of Valuation Effects
- 1971-2011, 188 countries
- Panel Regressions (fixed, random)
 - LHS: valuation effects/GDP, RHS: various determinants
- Main Findings
 - FA (FL, NFA): holding more assets provides LR gains
 - RISK A: holding risky assets provides LR gains
 - CUR: CUR is negatively associated with VAL (overall external adjustments)

Figure 2-1A. Valuation changes and current account (as ratios to GDP) in advanced countries, for the period 2000-2011



1. Size 2. Size (vs. CUR) 3. Direction (VAL vs. CUR)

Figure 2-1B. Valuation changes and current account in emerging and developing countries, for the period 2000-2011 (relative to GDP)

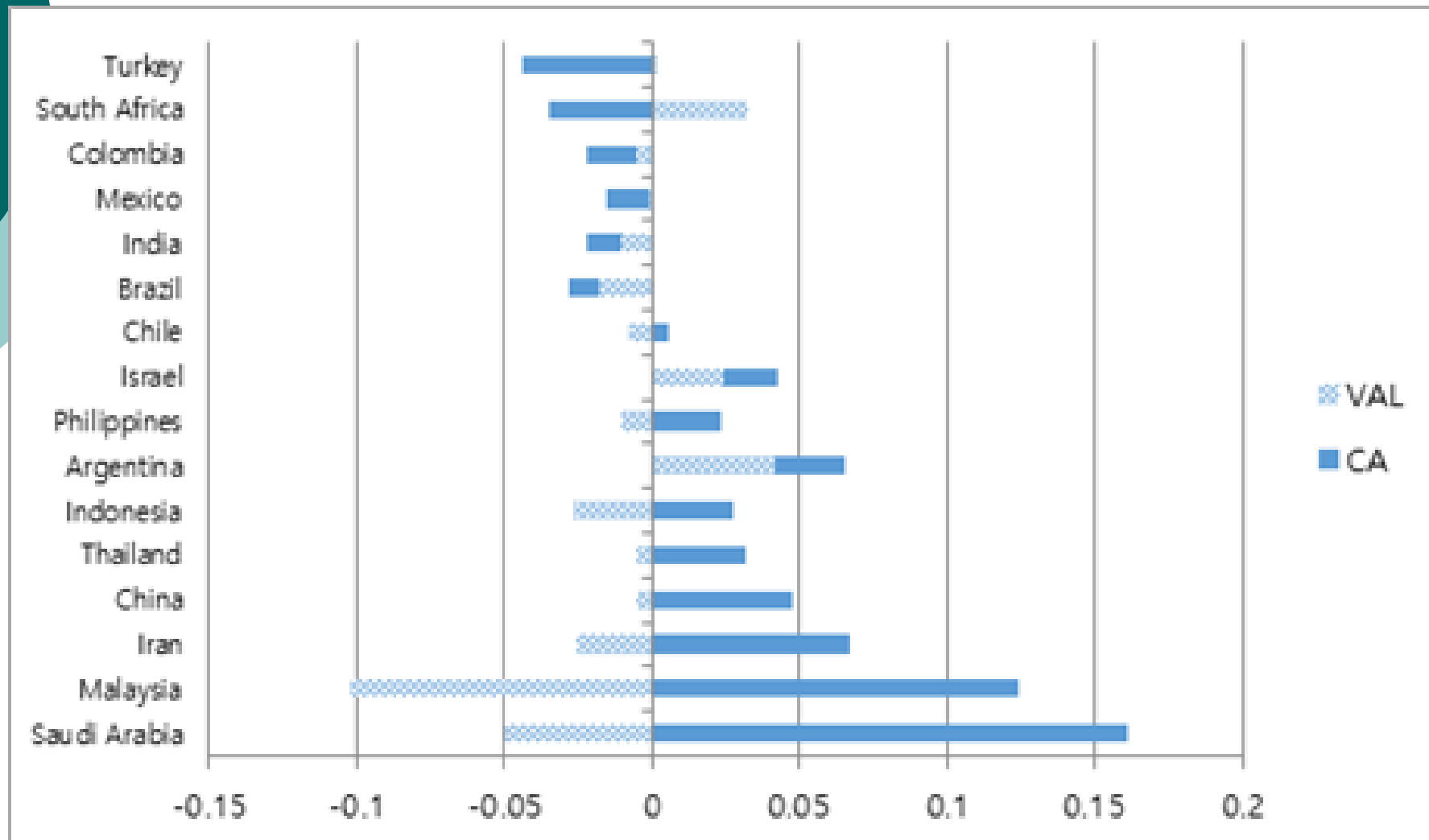
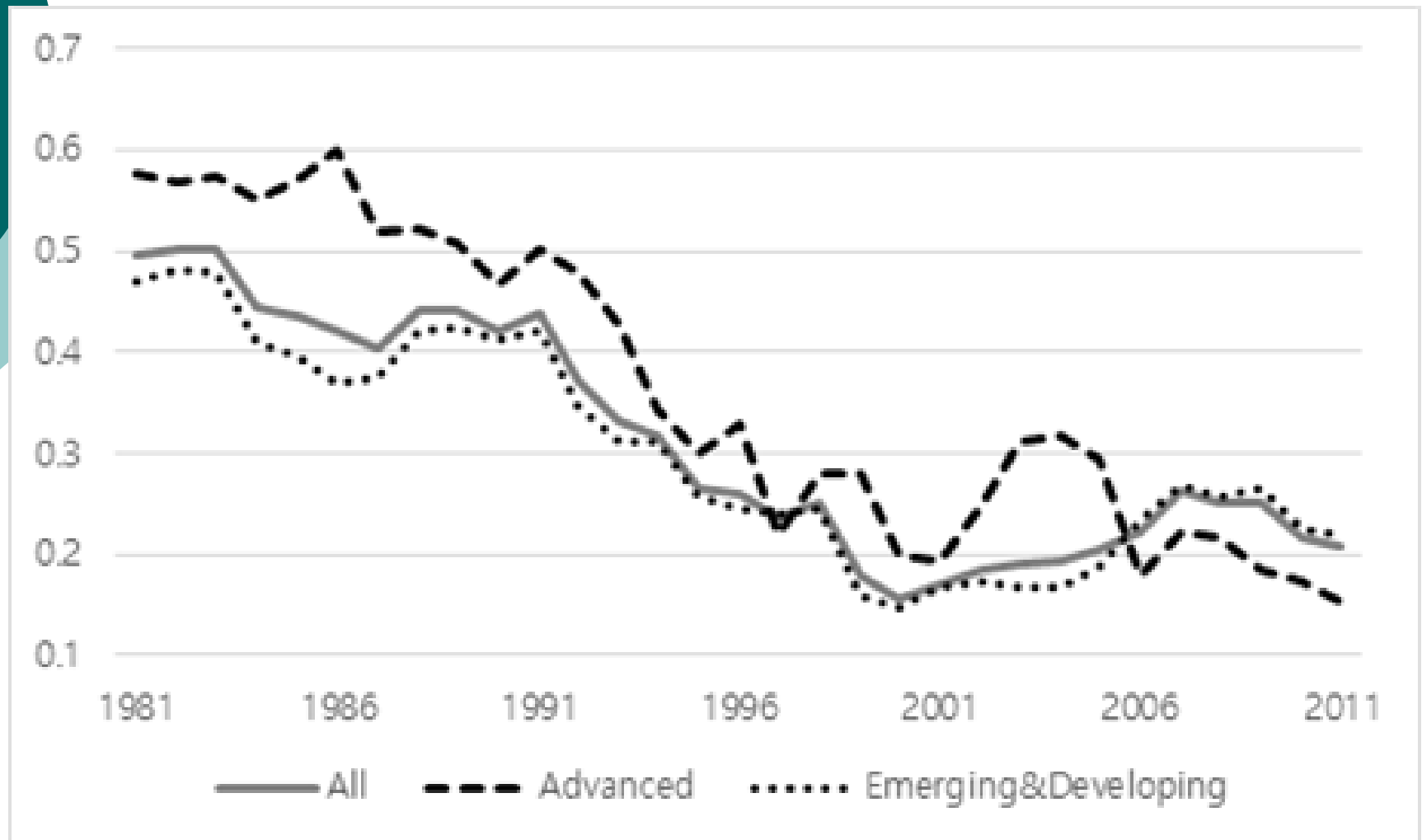


Table 1. Average values of valuation changes and current account relative to GDP

			Valuation Changes			Current Account		
		Obs	SD	Avg.1	Avg.2	SD	Avg.1	Avg.2
All	1971–2011	188	0.057	0.034	0.084	0.095	0.067	0.084
	1971–1980	124	0.050	0.029	0.047	0.093	0.058	0.068
	1981–1990	141	0.058	0.031	0.064	0.109	0.062	0.074
	1991–2000	175	0.099	0.046	0.085	0.078	0.059	0.072
	2001–2011	188	0.133	0.057	0.112	0.113	0.083	0.092
ADV	1971–2011	31	0.035	0.021	0.064	0.070	0.042	0.050
	1971–1980	24	0.031	0.019	0.027	0.030	0.025	0.030
	1981–1990	24	0.012	0.010	0.032	0.036	0.029	0.032
	1991–2000	30	0.176	0.051	0.081	0.041	0.033	0.036
	2001–2011	31	0.060	0.038	0.097	0.085	0.062	0.064
EMG & DEV	1971–2011	157	0.060	0.037	0.089	0.098	0.072	0.091
	1971–1980	100	0.053	0.031	0.052	0.102	0.067	0.078
	1981–1990	117	0.064	0.035	0.071	0.119	0.069	0.083
	1991–2000	145	0.074	0.046	0.085	0.081	0.064	0.079
	2001–2011	157	0.142	0.031	0.115	0.116	0.034	0.098

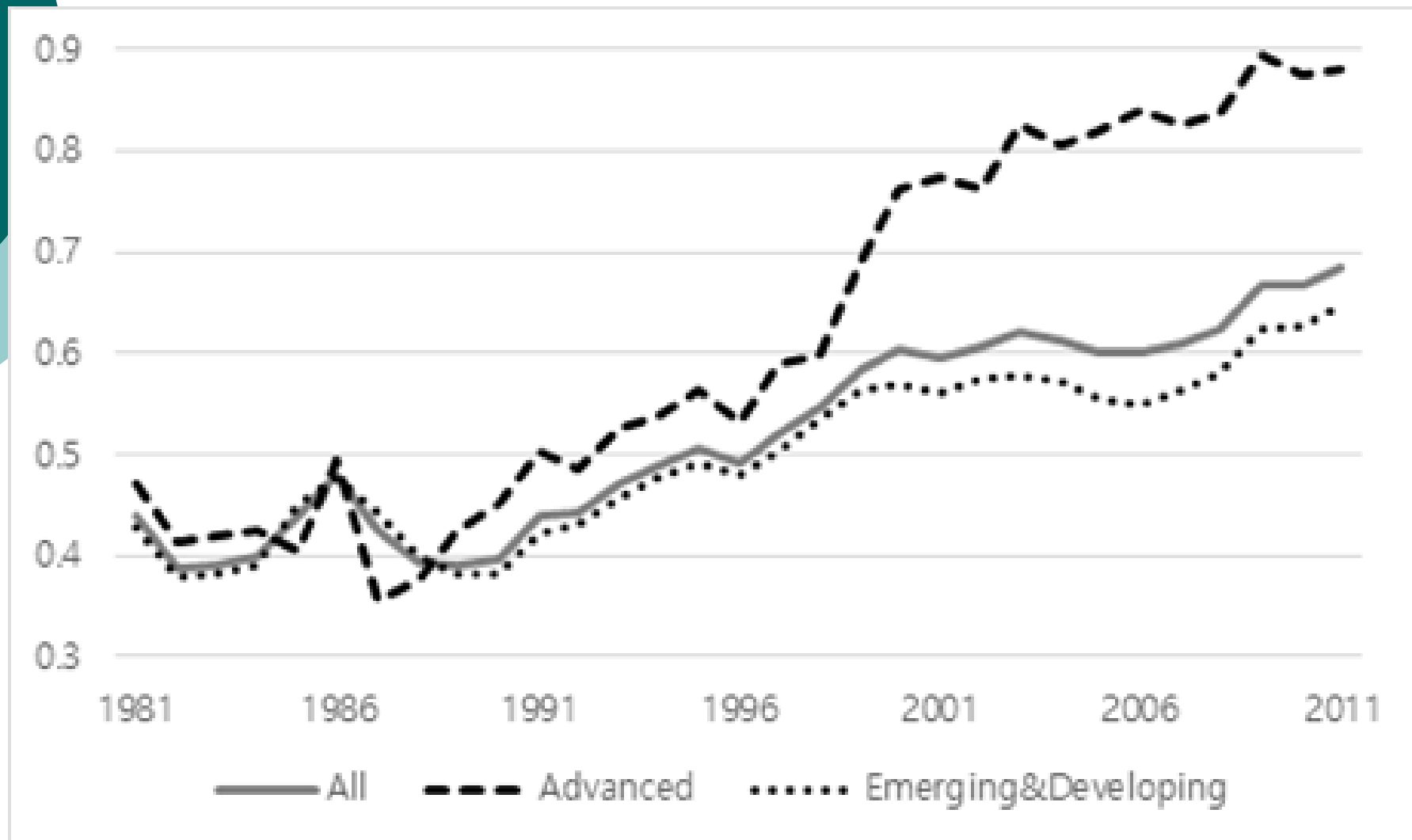
Avg. 1” shows the cross-country average of the absolute value of the annual average in each country whereas “Avg. 2” reveals the average of the absolute value of the annual value in each country. “SD” indicates the standard deviations of cross-country annual averages.

Figure 2-2A. Ten-year rolling correlations between changes in NFA and current accounts



declining over time

Figure 2-2B. Ten-year rolling correlations between changes in NFA and Valuation effects



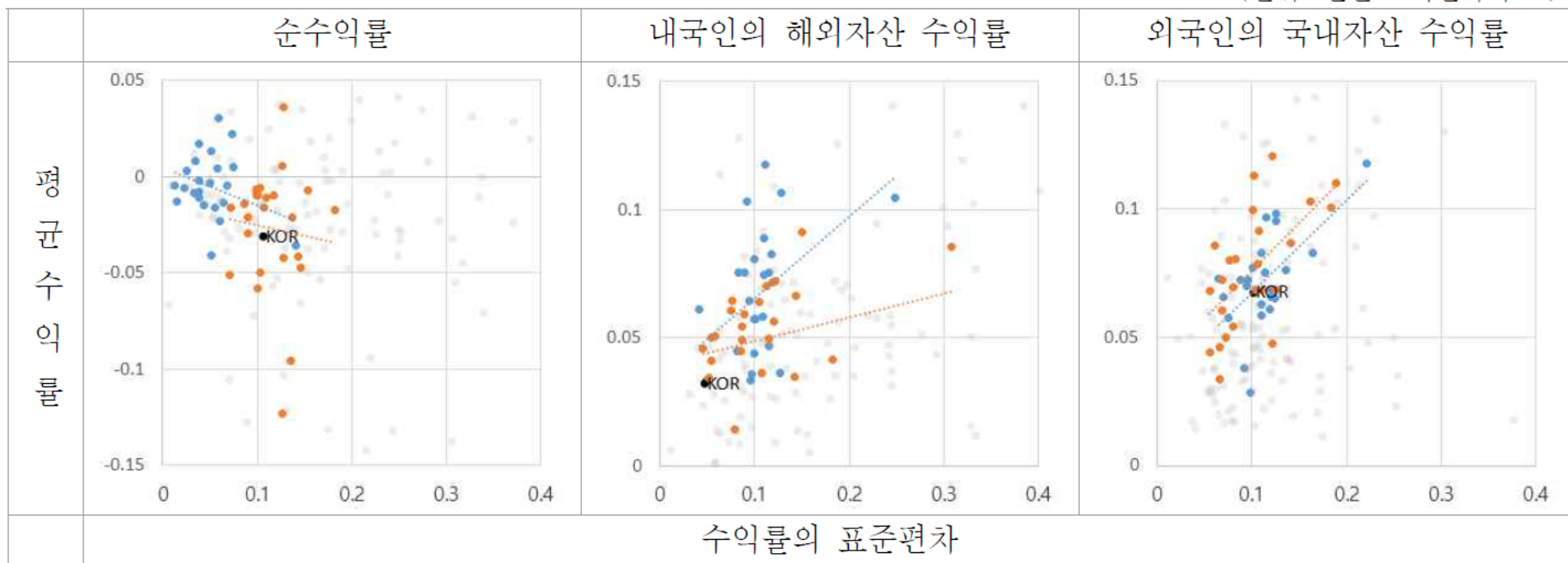
Increasing over time

Kim, Kim, and Yang (2020)

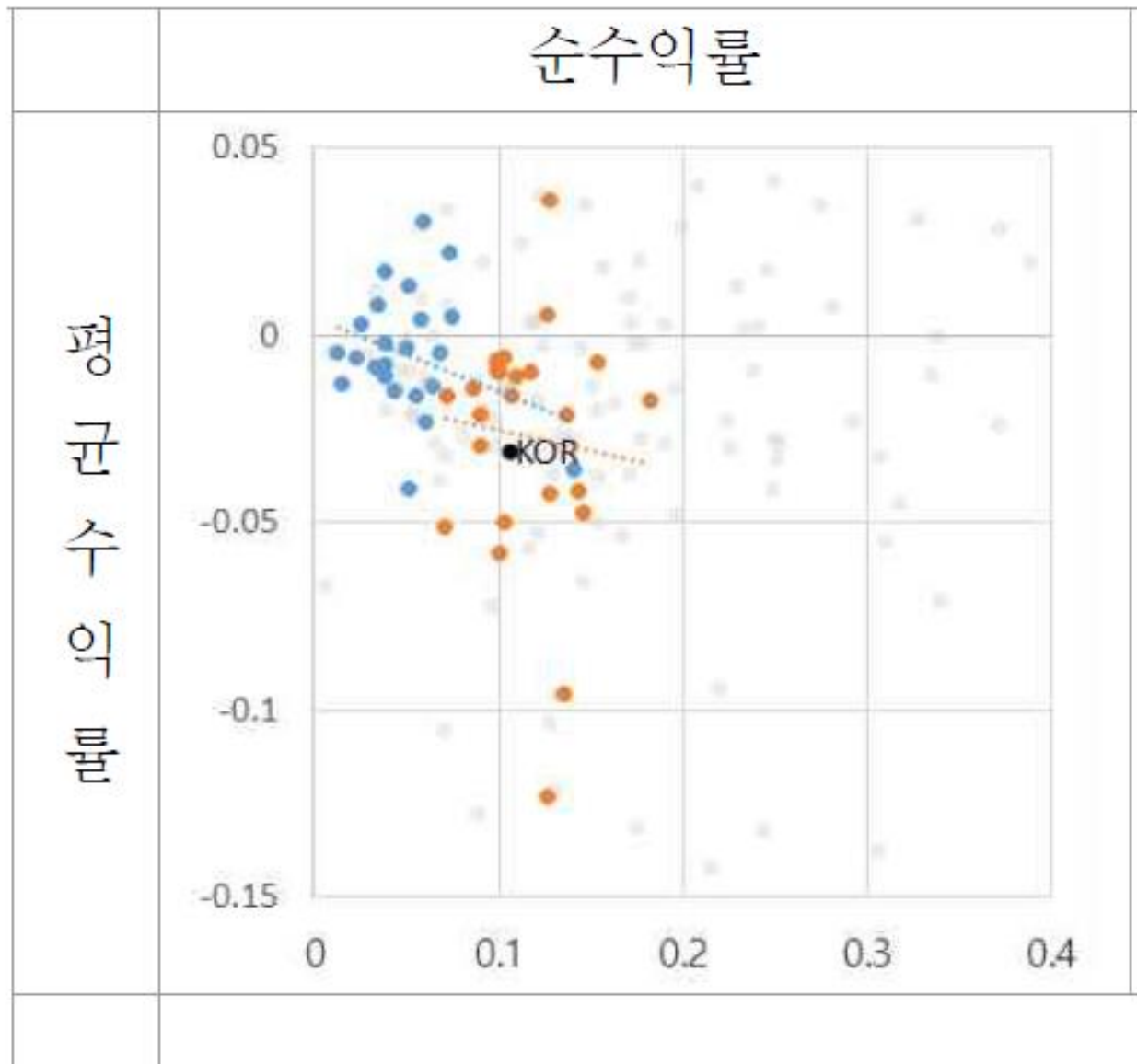
- Rate of Return on Foreign Assets and Liabilities
- Valuation Effects + Investments Income
- ROR in advanced countries > ROR in emerging and developing countries
- Mean-Variance Frontier
 - Advanced countries' foreign assets are more efficient than emerging and developing countries
- Correlation between Output differential and ROR (FA-FL) is negative only in advanced countries
- Determinants: FA (+), FL (-), NFA (+), Risky Asset Portion (+), Risky Liability Portion (-), CUR (-), GDP growth rate (-)...

그림 2-5. 수익률의 평균과 표준편차(Mean-Variance Frontier)

(단위: 전년도 자산가치=1)



주: 파란색 점은 IMF 대외균형평가(EBA) 대상국 중 선진국, 주황색 점은 IMF 대외균형평가(EBA) 대상국 중 신흥국, 회색 점은 그 외 국가
 자료: Lane and Milesi-Ferretti(2018)와 IMF, Balance of Payments 자료로 저자 계산.



한국의 대외 자산, 부채의 순수익률은 비효율적임

국제 금융을 이용한 도약

- 대외 자산, 부채에 대한 수익은 음수일 뿐 아니라 다른 국가들에 비해 비효율적임 - 개선 필요
- 국제 무역이 어려워지면 국제 금융 투자로 수익 제고
 - 과거 한국의 고속 성장은 국제 무역과 관련
 - 향후 국제 무역이 어려워지면 국제 금융 투자 활용 고려 필요
 - 국제 금융 투자 수익 제고, 향후 인구 고령화 진행 시 수익 보존을 위한 대안
- 개별 투자자들도 국내 투자 수익률이 점차 감소함에 따라 해외 투자를 이용한 수익제고를 적극 고려할 필요

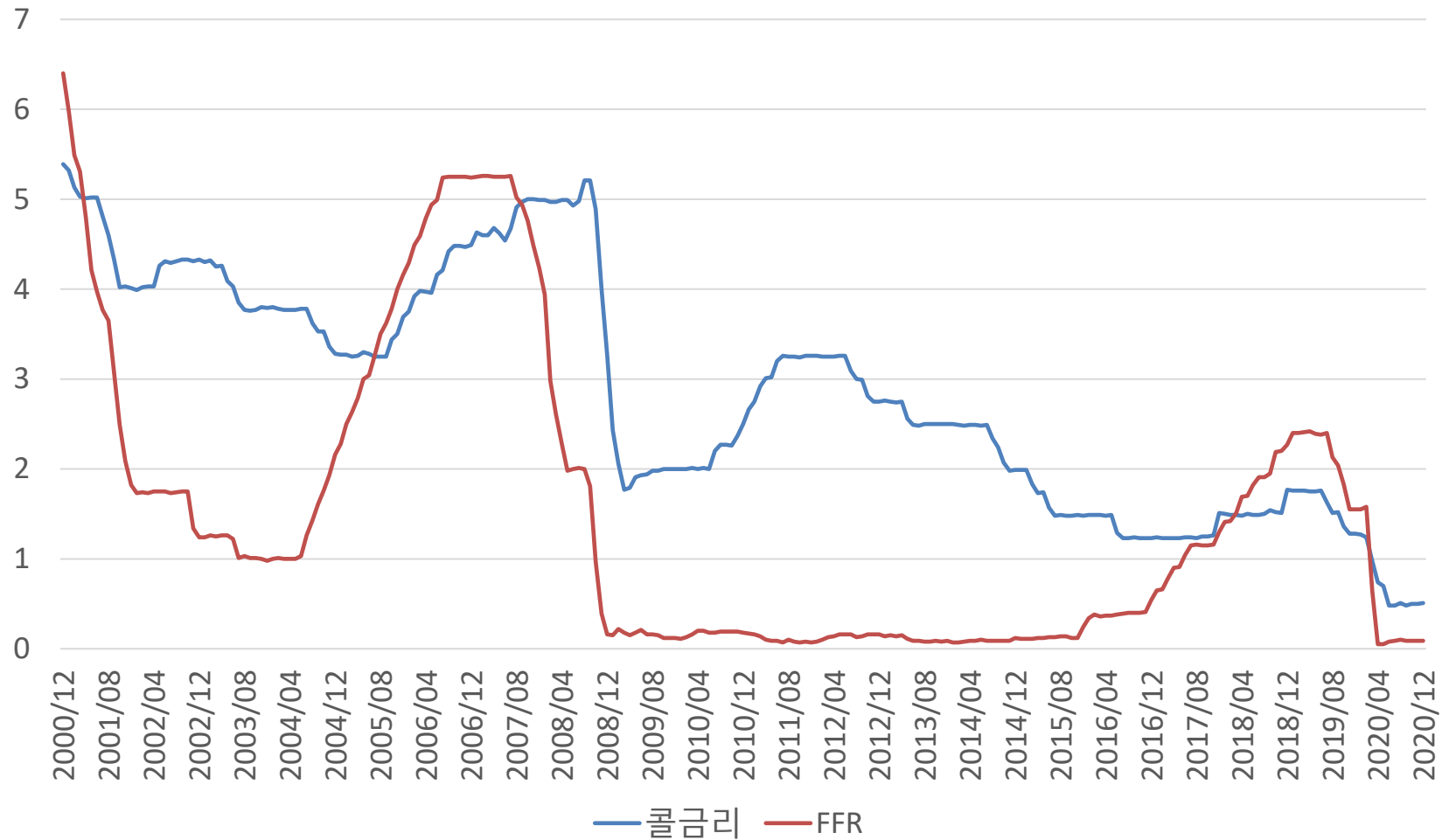
해외 충격 전이

- 금융 글로벌화가 심화됨에 따라 해외 충격이 국제 금융 연계를 통해 한국에 미치는 영향 확대
 - 부정적 해외 충격의 영향을 어떻게 최소화 할 것인가?
- 금융 글로벌화가 심화됨에 따라 해외 금융 여건이 한국 금융 여건에 더 많은 영향을 미치게 됨
 - 한미 장기 금리 동조화
- 금융 정책, 통화 정책의 국내 금융 여건에 대한 영향이 점차 줄어들게 됨
 - 국내 금융 상황을 어떻게 안정화 시킬 것인가?
 - 독자적인 금융 정책, 통화 정책을 어떻게 수행할 것인가?

장기금리동조화와 통화정책

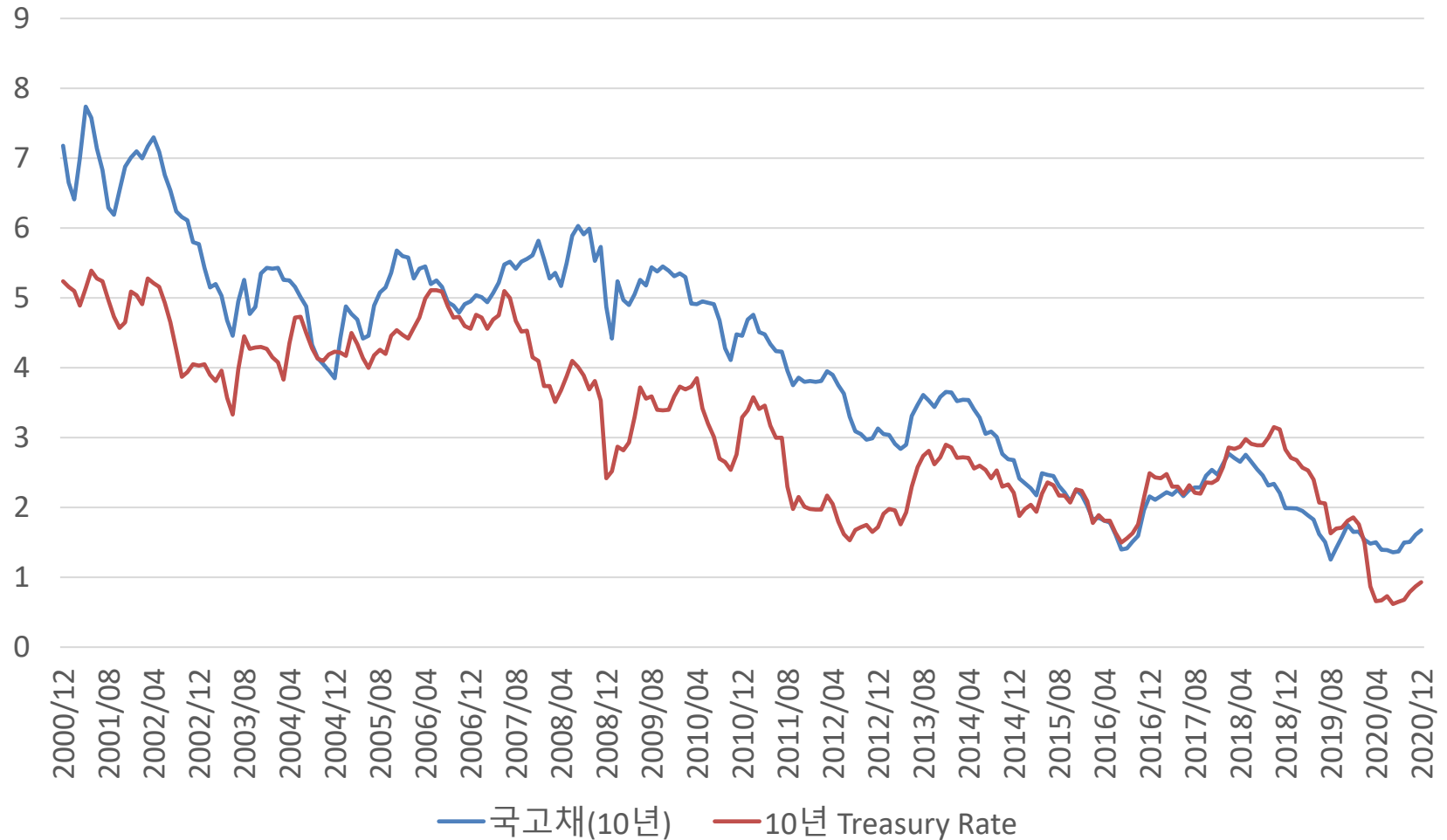
- 금융 글로벌화가 진행됨에 따라 외국(미국)과의 장기금리 동조화 정도가 증가
 - 단기금리 동조화 정도는 증가하지 않은 것 같음
- 단기금리, 장기금리로 연결되는 통화정책 주요채널 약화 가능성 (통화 정책 독립성 감소?)
 - 향후 미국 금리 상승에 따라 신흥국이 단기 금리를 올리지 않더라도 신흥국 장기 금리가 상승할 가능성. 원하지 않는 긴축 효과, Dilemma or Trilemma?
- 통화 정책 채널 변화 파악 필요

단기 금리



상관계수: 0.59 (2007년까지), 0.15 (2008년 이후), -0.36 (2009년 이후)

장기 금리 (10년물)

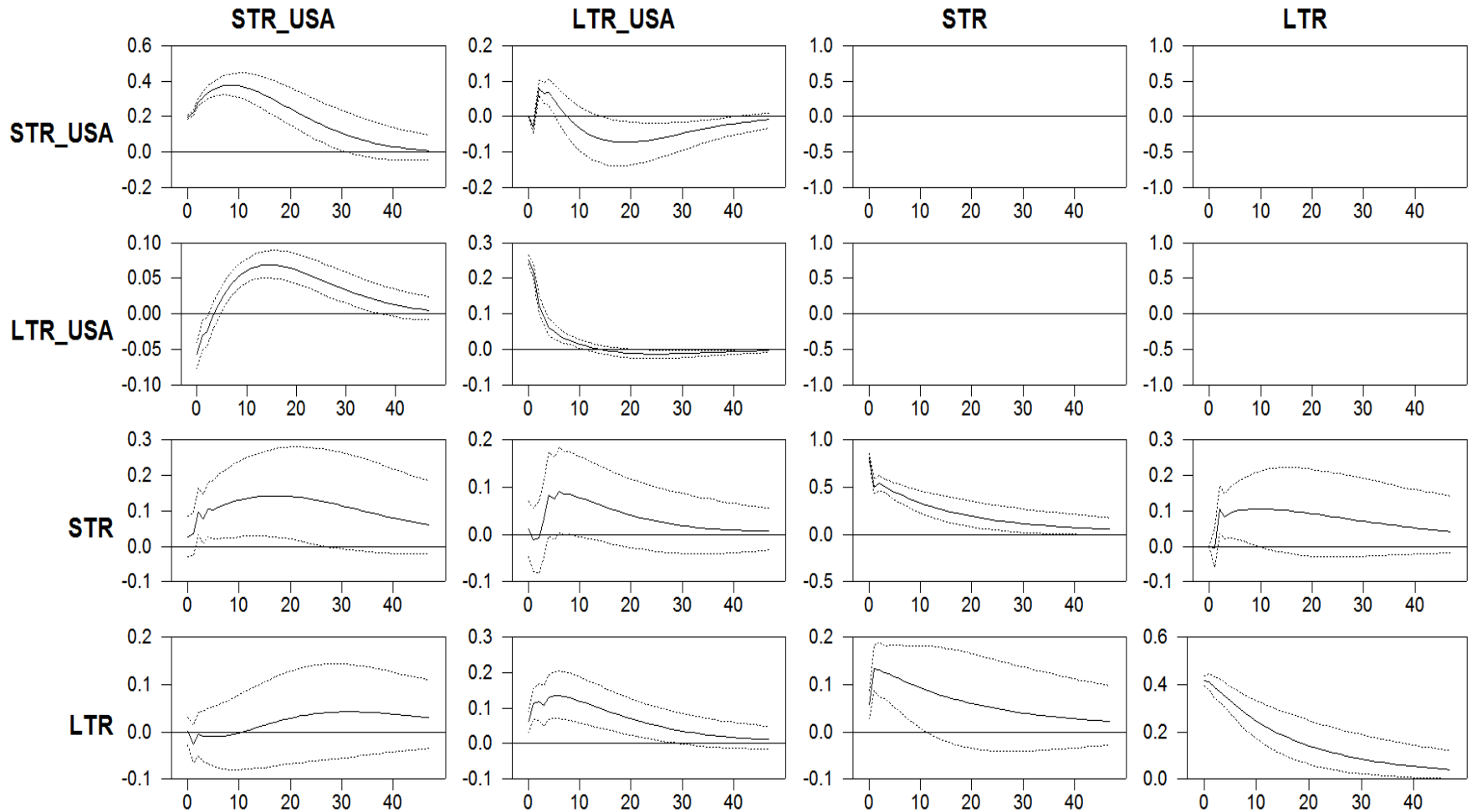


상관계수: 0.67 (2007년까지), 0.79 (2008년 이후), 0.73 (2009년 이후)

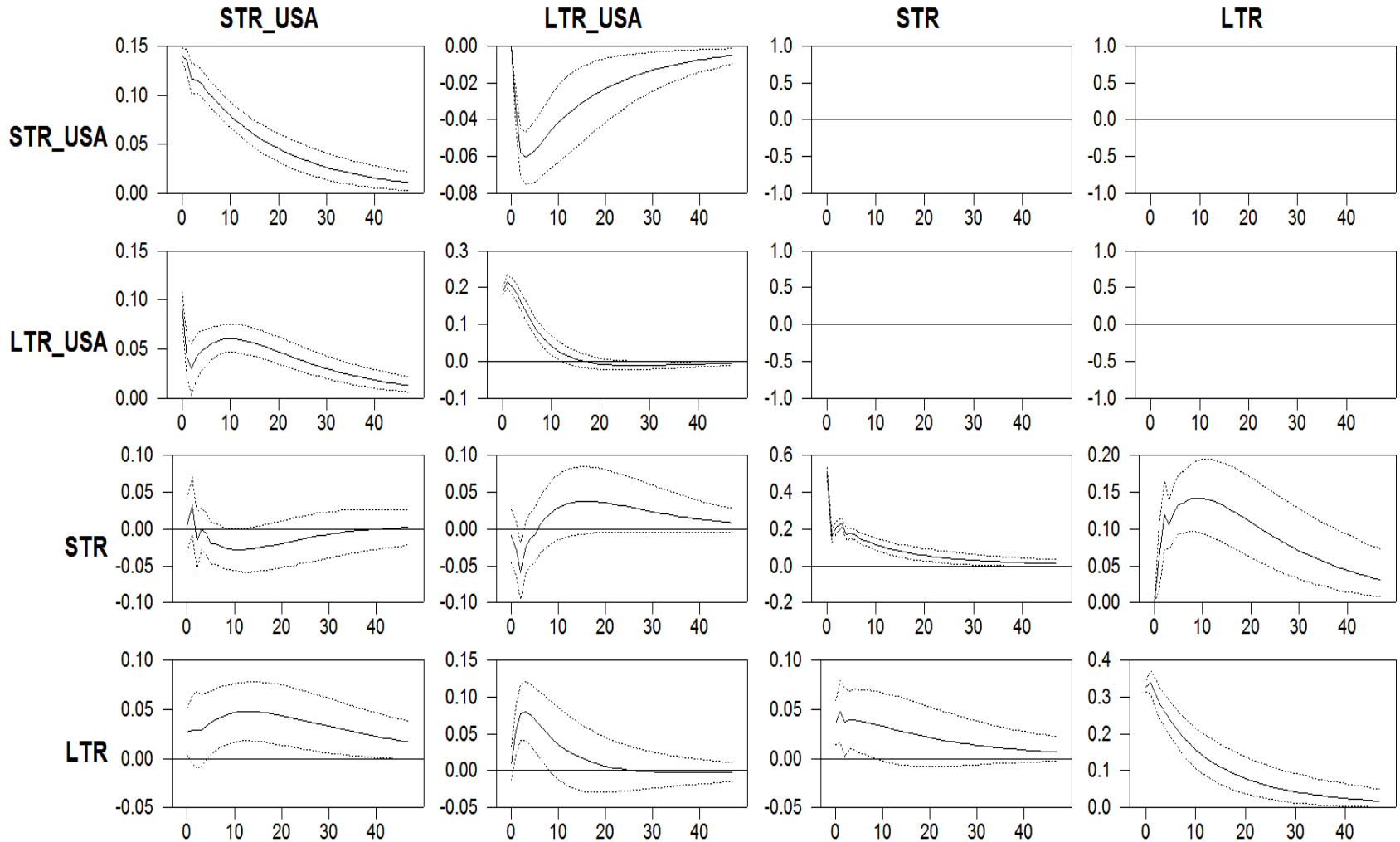
미국 금리 정책이 신흥국의 장기, 단기 금리에 미치는 영향

- 김경훈, 김소영 (2017)
- 글로벌 금융위기 이후 장기 금리 동조화 현상 증가
- 글로벌 금융위기 이전 미국 금리 정책 충격 시 신흥국의 단기 금리 동조화 (장기금리 동조화 나타나지 않음)
- 글로벌 금융위기 이후 미국 금리 정책 충격 시 신흥국의 장기 금리 동조화 (단기 금리 동조화가 나타나지 않음에도 불구하고)
- Financial globalization과 관련 있는 듯함 (capital control을 적게 하는 국가에서 그런 경향이 나타남)
- Dilemma or Trilemma?

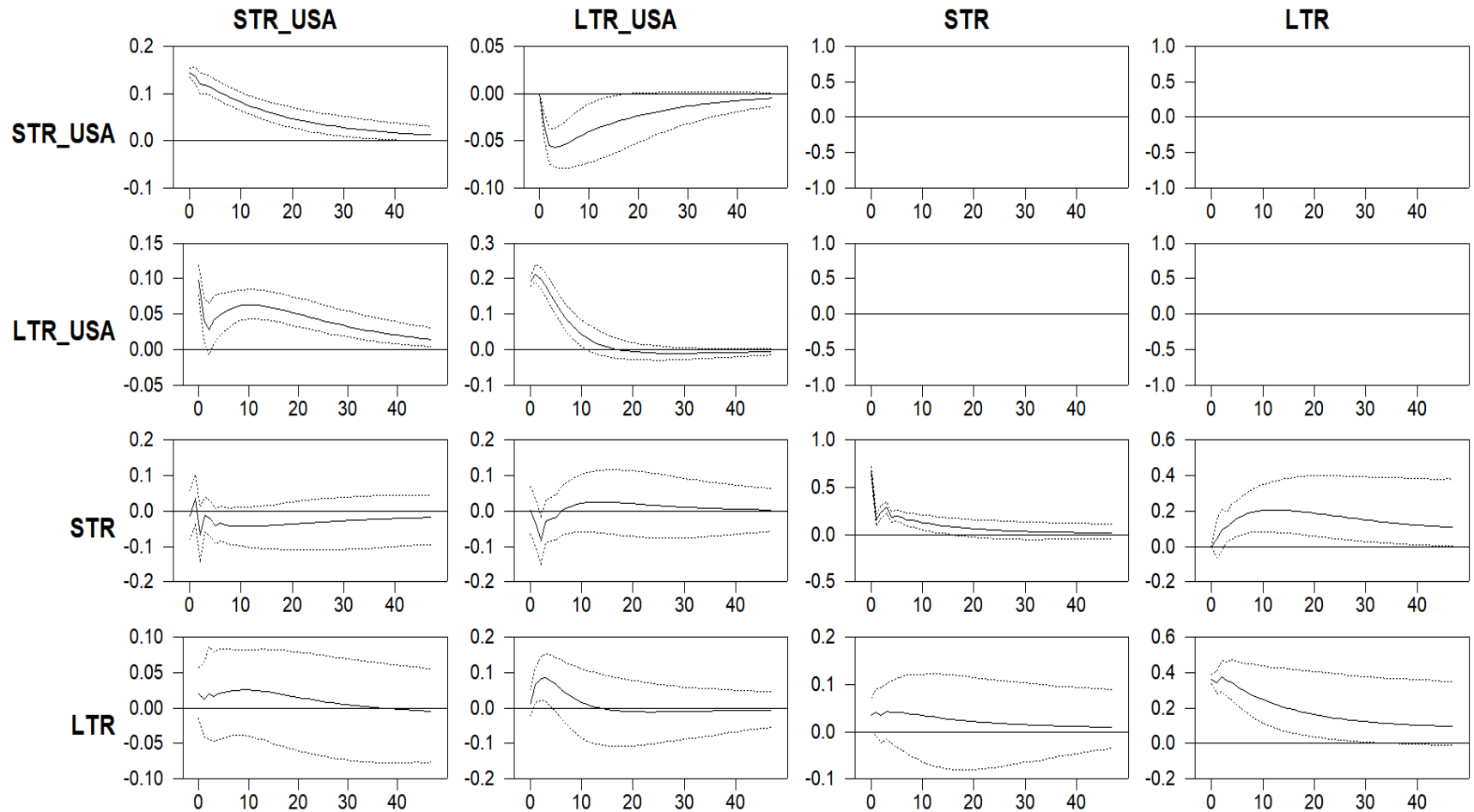
글로벌 금융위기 이전



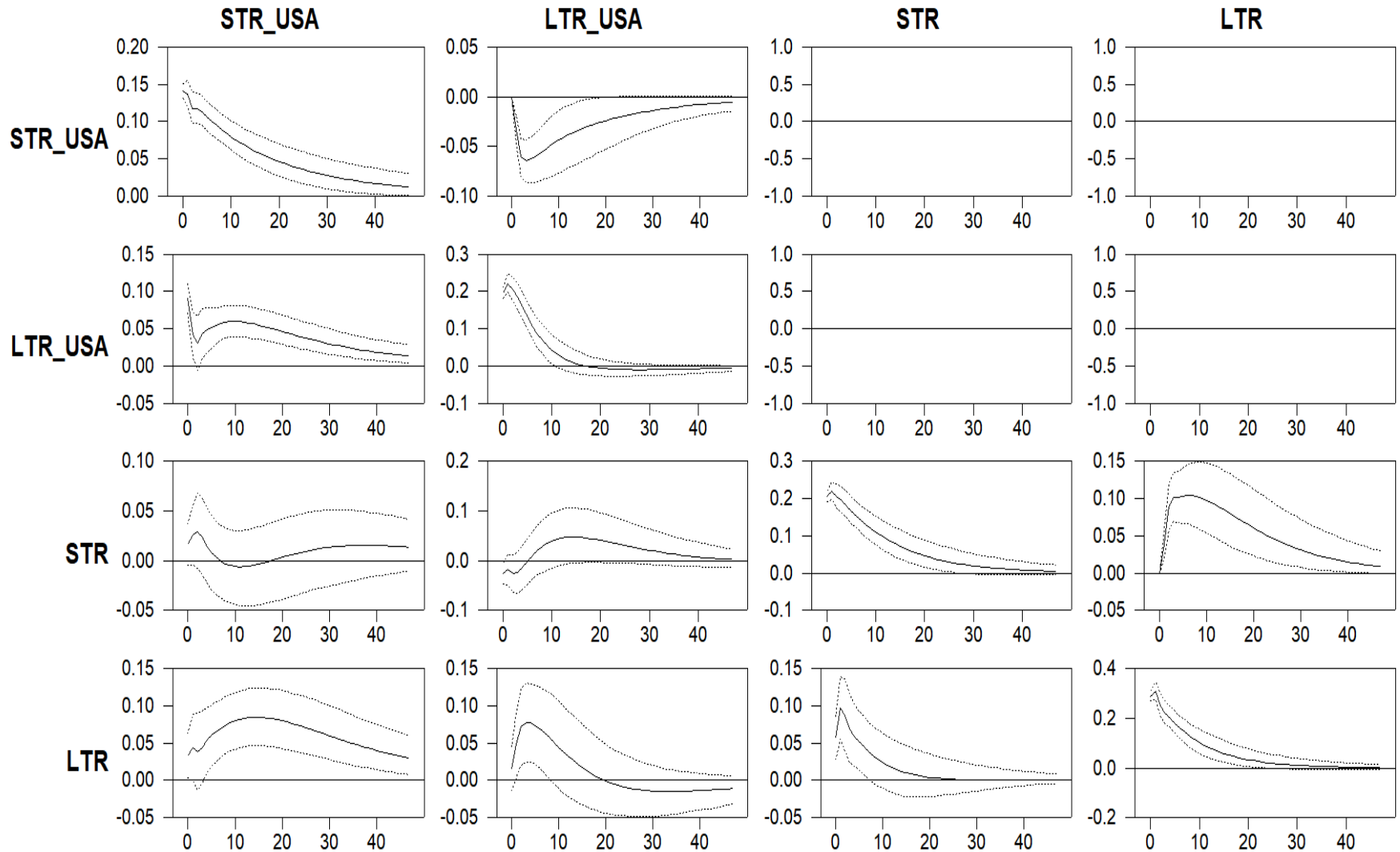
글로벌 금융위기 이후



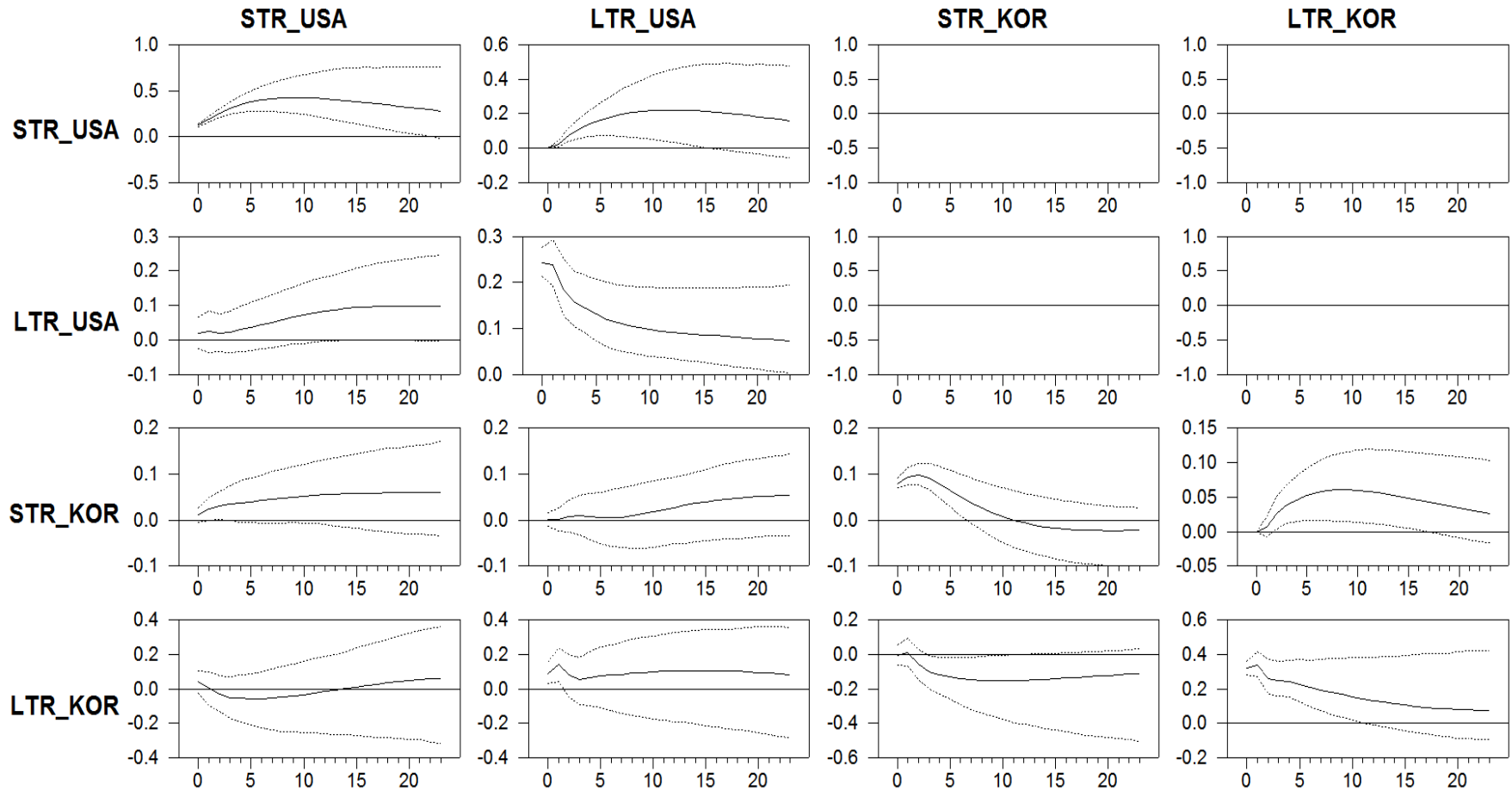
글로벌 금융위기 이후, capital control high



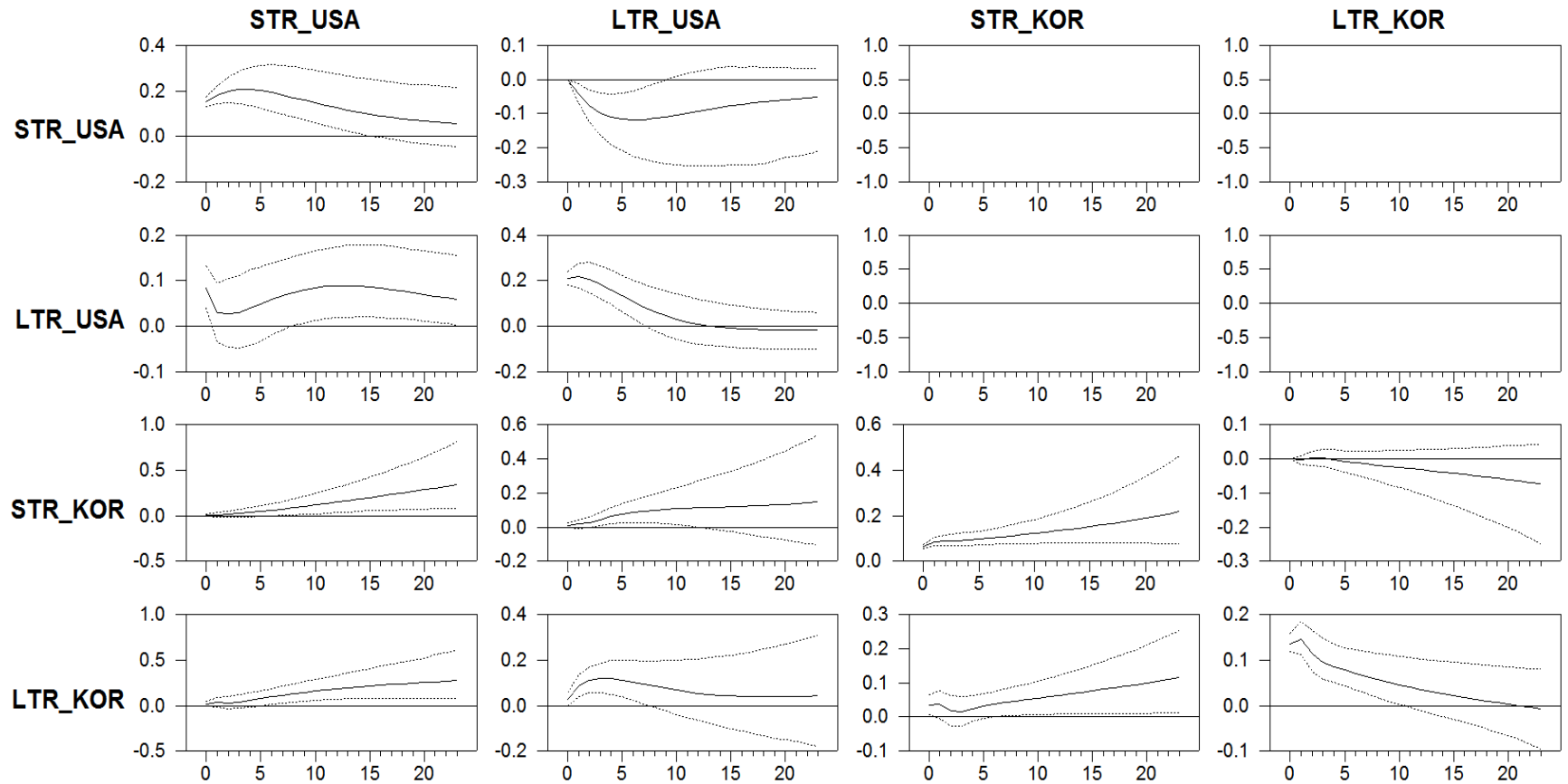
글로벌 금융위기 이후, capital control low



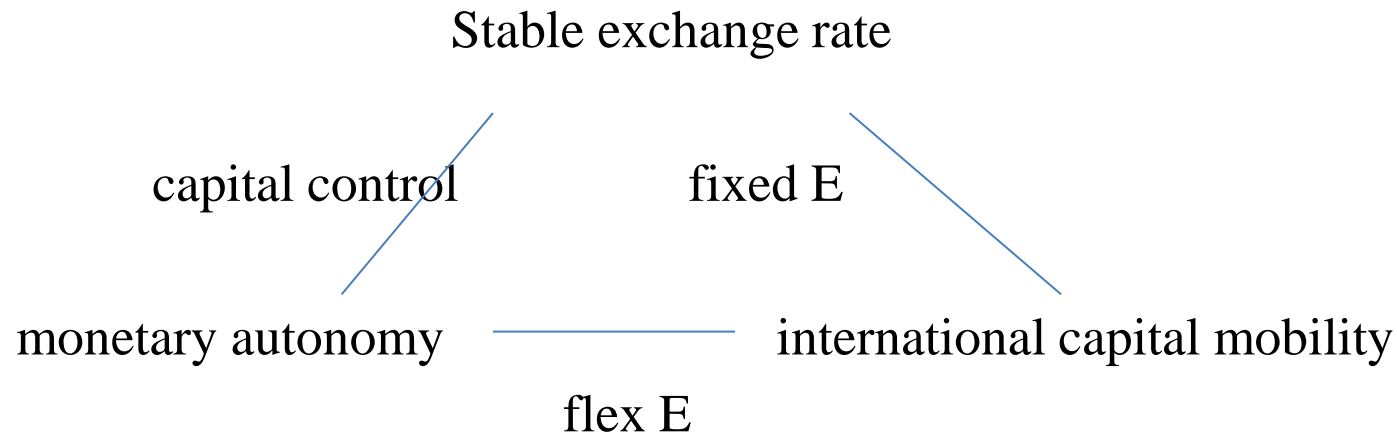
글로벌 금융위기 이전, 한국



글로벌 금융위기 이후, 한국



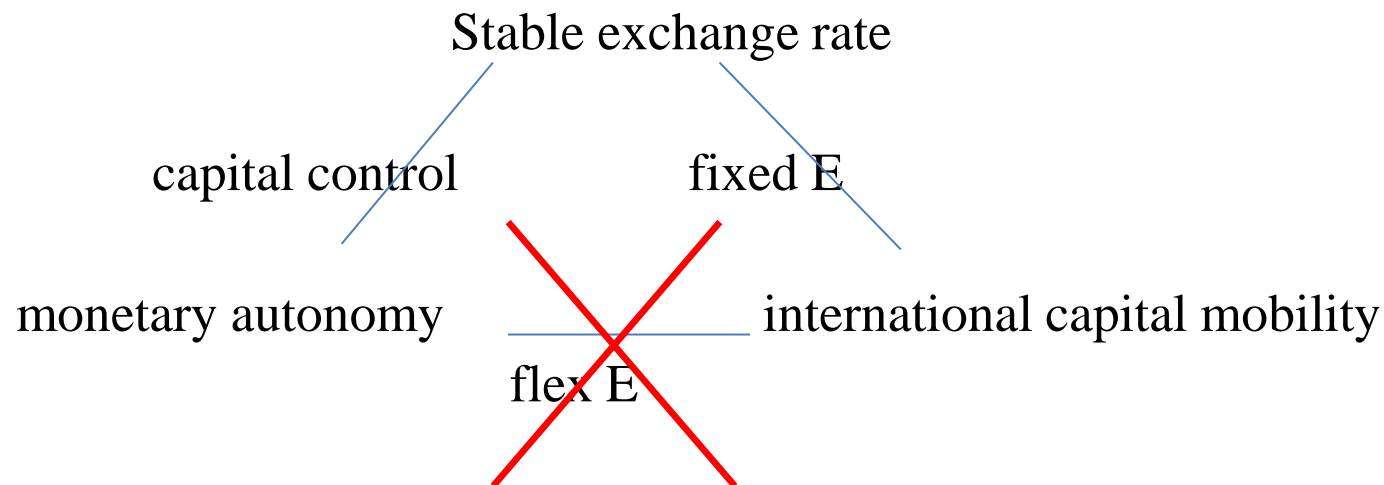
Trilemma



- Obstfeld, Shambaugh, and Taylor (2005)
 - Under fixed exchange rate regime, the interest rate depends more on base country's i (no monetary autonomy)
- Aizenman, Chin, and Ito (2008, 2010)
 - use measures for E stability, capital mobility, m autonomy
 - find a trade off among measures (linearity of the measures)

Rey (2012)

- Dilemma or Trilemma
- As financial globalization progresses, domestic financial condition heavily depends on financial condition of the center country like the U.S.
- Even under floating exchange rate regime with capital mobility, monetary policy autonomy may not be achieved. To achieve monetary autonomy, capital controls may be needed.



Dilemma vs. Trilemma

- Kim and Kim (2020)
- 45 countries, panel estimation
- (pre-GFC) 2002-2006 vs. (post-GFC) 2009-2013
- SRI (short-run interest rate independence) vs. LRI (long-run interest rate independence)
- SRI: Trilemma holds
 - Tradeoff between SRI and exchange rate flexibility
 - Tradeoff between SRI and international capital mobility
- LRI: Trilemma before GFC, Dilemma after GFC
 - After GFC, only tradeoff between LRI and international capital mobility exists, no tradeoff with e flexibility

결론

- 코로나 사태 이후에도 금융 글로벌화는 더욱 심화될 것으로 예상됨.
- 여전히 급격한 국제 자본 이동에 대한 적절한 대응책 필요 - 코로나 사태 이후에도 유의 필요
- 대외 자산과 부채가 지속적으로 증가됨에 따라 이미 투자된 대외 자산과 대외 부채의 운용은 더욱 중요해짐.
→ 대외 자산, 부채 수익 제고, 효율성 제고 노력 필요.
- 금융 글로벌화가 더욱 심화됨에 따라 해외 충격이 국내에 미치는 영향 확대. 통화 정책 운용에도 유의 필요.