경상수지가 대외안정성에 미치는 영향

Ⅰ. 머리말
Ⅱ. 대외안정성의 개념과 측정 지표
Ⅲ. 경상수지와 대외안정성 지표 간 관계 실증분석
1. 경상수지가 신흥국 취약성에 미치는 영향
2. 경상수지와 환율 간 관계
Ⅳ. 맺음말

이아랑
한국은행 경제연구원
국제경제연구실 차장
Tel. 02-759-5475
alee@bok.or.kr

박상은
한국은행 국제국
국제금융연구팀 조사역
Tel. 02-759-5983
separk@bok.or.kr

우리나라의 경상수지는 2012년부터는 흑자 규모가 빠르게 확대되다가 2016년 하반기부터 수출 둔화 등으로 인해 흑자폭이 축소되고 있다. 본고에서는 그간의 경상수지 흑자 누적이 대외안정성 개선에 기여했으리라는 평가를 실증적으로 검증하고자 하였다.

구체적으로는 신흥국의 취약성 지표 및 주요국의 대미달러 환율변동성을 대외안정성 지표로 선정하고, 경상수지 변동이 대외안정성에 미치는 영향을 점검하였다. 먼저 경상수지가 신흥국의 취약성 지표, 선진국 및 신흥국의 환율변동성 등에 미치는 영향을 패널회귀모형으로 분석하고 우리나라를 대상으로 경상수지와 실질실효환율 간 장기 관계 및 경상수지 관련 뉴스 충격이 원/달러 환율에 미치는 단기적인 영향을 추정하였다. 분석 결과 ① 경상수지는 신흥국 취약성 지표에 유의한 영향 미치는 한편 ② 경상수지 개선은 선진국보다는 신흥국에서 환율변동성을 완화하는 영향이 나타났으며 장기적으로 실질환율을 절상시키는 효과를 보였다. ③ 마지막으로 경상수지 실적치가 예상치보다 양호한 양(+)의 충격은 통계발표일 또는 이후 이틀에 걸쳐 원화 강세를 초래하는 것으로 추정되었다.

그동안 우리나라의 취약성은 신흥국 중 가장 양호한 편으로 평가되고 글로벌 금융위기 이후 국지적으로 발생한 신흥국들의 금융 불안에도 외국인 투자자금의 국내유입이 지속되어 환율 급변동이 나타나지 않았다. 본고의 실증분석 결과로 미루어보면, 견조한 경상수지 흑자 기조가 이와 같은 대외안정성 확보에 상당 부분 기여했을 것으로 판단된다. 향후 경상수지 흑자가 전망 범위 수준에서 축소되는 경우 취약성에 미치는 부정적 영향은 크지 않을 것으로 보이며 장기적으로 실질 통화가치 상승 압력을 약화시키는 요인이 될 수 있다.

* 본고의 작성과 관련하여 유익한 논평을 해주신 김석원 경제연구원 부원장, 이승환 국제경제실장, 공철 동향분석팀장, 김용복 국제무역팀장과 세 분의 익명 심사자들께 감사드립니다. 데이터 작업을 해주신 국제금융연구팀의 김동준 조사역과 신흥국 취약성 지표의 원 데이터를 제공해 주신 캐나다중앙은행 Alex Lam께도 감사드립니다. 남아있는 오류는 저자들의 책임입니다.

* 본 자료의 내용은 한국은행의 공식견해가 아니라 집필자 개인의 견해라는 점을 밝힙니다. 따라서 본 자료의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 집필자명을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.

Ⅰ. 머리말

2000년 이후 우리나라의 경상수지는 대부분의 시기에 흑자를 기록하였고, 특히 2012년부터는 흑자 규모가 빠르게 확대되었다. 그러나 2016년 하반기부터 수출 둔화 등으로 인해 흑자폭이 축소되고 있으며 내년까지 축소세를 이어갈 것으로 전망된다.[1] 특히 계절적 요인으로 인해 올해 4월의 경상수지가 적자를 기록하자[2] 일각에서는 경상수지 악화가 외국인 투자자들에게 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 우려도 제기되었다. 일시적인 경상수지 적자가 경제 펀더멘털 약화로 해석될 여지는 크지 않으나 그간의 지속적인 경상수지 흑자가 대외신인도 개선에 기여했다는 인식의 연장선에서 이러한 우려가 나온 것으로 보인다.

대외적으로 글로벌 경기가 둔화되고 미 · 중간 무역분쟁이 장기화되는 등 국제금융시장의 리스크가 산재한 환경에서 경상수지가 지속적으로 악화될 경우 원/달러 환율 상승 등으로 외환시장의 변동성이 확대되거나 우리나라의 대외건전성에 대한 평가가 부정적으로 전환될 수 있으므로 이에 대해 점검할 필요가 있겠다.

본고에서는 이러한 점을 고려하여 그간의 경상수지 흑자 기조가 우리나라의 대외안정성(external stability)에 미친 영향을 분석하고 향후 발생할 수 있는 경상수지 흑자 기조의 변화에 대한 정책적 시사점을 모색하였다. 대외안정성에 대한 명확한 정의가 있는 것은 아니나 넓게는 국가신용등급, 대외건전성 등과 유사한 의미로 쓰이며 좁은 의미로는 환율안정성과 혼용되어 쓰이기도 한다. 본고에서 대외안정성은 환율변동성의 안정과 낮은 취약성을 포함한다. 그간 학술 논의에서 개진된 대외안정성의 개념에 대해서는 다음 장에서 자세히 서술한다.

실증분석의 주요 결과는 다음과 같다. 신흥국을 대상으로 편제 · 활용되는 각종 대외안정성 지표 구성상 경상수지 적자는 취약성을 높이는 주요 리스크 요인으로 작용한다. 뿐만 아니라 경상수지의 변동은 경상수지를 구성 지표에서 제외하고 산정된 취약성 지표에도 영향을 주는 것으로 나타났는데 이는 경상수지 개선이 대외부채 감소를 통해 취약성을 낮추는 효과로 추정된다. 또한 경상수지 개선은 신흥국[3]을 중심으로 환율변동성 축소에도 기여하는 것으로 분석되었다. 한편 우리나라의 경우 경상수지 개선이 장기적으로 실질실효환율을 절상시키는 관계가 존재하는 것으로 추정되었으나, 글로벌 금융위기 이후에는 동 관계가 크게 약화되었다. 또한 경상수지 실적이 예상치 보다 크게 호조를 보이는 경우 원/달러 환율이 경상수지 통계 발표일 또는 다음 날부터 이틀에 걸쳐 하락(원화 강세)하는 것으로 추정되었다.

본고의 구성은 다음과 같다. Ⅱ장에서는 경상수지 변동과 대외안정성에 대한 기존의 논의로부터 경상수지가 대외안정성에 미치는 영향의 다양한 경로에 대해 설명하고 Ⅲ장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 1절에서는 신흥국을 대상으로 편제된 취약성 지표

1) 한국은행은 2019.7월 경제전망에서 올해 경상수지 흑자규모가 590억 달러로 지난해(764억 달러)에 비해 상당 폭 줄어들고 내년에도 비슷한 수준(585억 달러)을 나타낼 것으로 전망하였다. GDP 대비 경상수지 규모는 2018년 4.4%에서 내년까지 3% 초반 수준으로 낮아질 것으로 예상된다.
2) 2019.4월 경상수지는 6.6억 달러 적자를 기록하였는데 이는 상품수지 흑자(57억 달러)에도 불구하고 해외로의 배당소득 송금이 크게 확대되어 본원소득수지(-43억 달러)가 큰 폭의 적자를 보인 데 기인하였다.
3) 분석 결과, 선진국의 경우에는 경상수지가 환율변동성에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

(Vulnerability index)를 활용하여 경상수지가 취약성 지표에 미치는 영향을 패널 분석한다. 2절에서는 환율변동성, 실질실효환율 및 원/달러 환율 수준을 종속 변수로 설정하여 경상수지와 환율 간 관계를 분석한다. 환율변동성에 대해서는 1절의 분석대상인 19개 신흥국에 11개 선진국 및 신흥국을 추가하여 패널 분석을 수행한다. 그리고 환율 수준에 대한 장·단기 영향에 대해서는 우리나라를 분석대상으로 한다. 끝으로 Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 요약하고 시사점을 제시한다.

Ⅱ. 대외안정성의 개념과 측정 지표

본 장에서는 경상수지가 일국의 펀더멘털이나 경제위기 가능성 등에 미치는 영향을 분석한 기존 논의를 소개하고 경상수지와 대외안정성 관련 주요 지표의 관계를 설명한다.

(기존 논의)

경상수지는 통상 한 국가가 다른 국가와의 교역으로 벌어들인 소득으로써 대외 거래에 대한 지급능력의 척도가 된다. 따라서 경상수지가 적자를 나타내는 경우 대외지급능력이 약화되어 대외부문 금융취약성이 높아지는 것으로 해석된다. 다른 한편으로 경상수지 적자는 곧 대외채무의 증가를 의미하므로 이로 인한 신용 버블 발생 가능성을 높인다. 나아가 신용버블 붕괴와 함께 자본 급유출(sudden stop)이 잇따를 가능성이 커진다. Frankel & Saravelos(2012)는 선행 연구를 분석하여 위기예측력이 높은 5대 지표를 선정하였다. 외환보유액, 실질환율, 신용증가율, 경제성장률 및 경상수지는 글로벌 금융위기 이전에 발생한 총 83건의 연구 중 20건 이상에서 통계적으로 유의한 수준의 높은 위기 예측력을 보였다. 이 중 경상수지는 외환보유액 및 실질환율과 함께 글로벌 금융위기 발생에 대해서도 예측력이 높았던 것으로 분석되었다.

한편 Mello et al.(2011)은 경상수지의 흑자 전환이 경제성장률을 단기적으로 높일 뿐 아니라 추세성장률을 높여 성장잠재력을 확충시키는 요인이 된다고 주장하였다. 반대로 경상수지의 적자 전환은 경제성장률 추세를 낮추지는 않지만 추세 상승 확률을 감소시키는 것으로 추정되었다.

이상의 연구들은 경상수지 적자 내지 경상수지 악화가 경제위기의 징후 또는 성장잠재력의 정체로 해석될 수 있음을 시사한다. 이러한 이유로 IMF의 다자간 감시(Multilateral surveillance) 체계 하에서는 국제수지 안정성을 지속적으로 강조하고 있다. 2012년 및 2015년의 "Guidance Note for Surveillance under Article IV Consultations"에서 국제수지 안정성은 재정정책, 통화정책, 금융안정성, 거시건전성 및 리스크 요인의 파급효과(spillover) 등과 함께 감시체계의 중요한 한 축으로 고려되고 있다. 다만 IMF가 강조하는 국제수지 안정성은 과도한 흑자 및 적자를 동시에 경계하여 글로벌 불균형이 확대되지 않

는 수준을 유지함을 의미한다.

한편 Borio & Disyatat(2015)는 경상수지 건전성이 지나치게 강조되고 있다고 지적하기도 하였다. 예컨대 경상수지가 적자를 유지하더라도 위기발생 가능성이 낮을 수 있는데, 이는 해당국의 대외자산/부채의 질적 구성에 좌우된다고 보고 있다. 이와 같은 맥락에서 Forbes et al.(2017)에서는 경상수지가 적자를 나타내더라도 경상수지 관련 금융요인(financial factors)에 따라 경상수지 적자가 리스크를 증폭시킬 수도, 완화시킬 수도 있음을 보였다. 예를 들어 대외부채가 GDP를 상회할 정도로 많고, 대외부채의 자국통화 비중이 대외자산의 자국통화 비중보다 큰 경우 국내 리스크로 인해 자국통화가 절하되더라도 대외순자산이 증가하는 효과(automatic risk sharing)가 있어 부정적인 영향이 완화될 수 있다.

마지막으로 대외안정성의 용례에 대해 살펴보면, 대외안정성은 전통적으로 Keynes(1923)부터 비교적 최근 연구인 Bordo & Schwartz(1996)까지 대내 물가 안정과 대칭을 이루는 환율 안정의 의미로 쓰였다. 예를 들어, 고정환율제도에서는 대외안정성을 확보하는 대신 상황에 따라 대내안정성이 위협될 수 있다고 본다. 이런 맥락에서는 환율변동성의 안정을 대외안정성으로 볼 수 있다. IMF는 환율의 불균형을 촉발하지 않는 국제수지[4] 수준을 유지하는 것을 대외안정성이라 칭한다.(Gervais et al.(2011) 및 Lagarde(2016) 참조) 한편 대외채무 지급 능력을 대외안정성과 동의어로 사용하기도 하며, 넓은 의미에서 대외건전성 내지 대외신인도와 혼용하여 쓰이기도 한다.

(경상수지와 주요 대외안정성 지표 간 관계)

경상수지와 국민소득의 항등관계[5]를 고려하면 경상수지 개선은 우선 순수출 만큼 국내총생산(GDP)을 증가시키게 된다.[6] 경상수지의 경제성장률에 대한 영향을 분석하는 연구들은 동 경로를 가정하고 있다. 또한 경상수지 개선은 정부 또는 민간의 저축을 증가(또는 부채를 감소)시켜 대외순자산을 확대시킨다. 경상수지가 대외지급능력 또는 대외건전성과 연결되는 경로가 대체로 이에 해당된다. 정리하면, 다른 조건이 일정할 때 경상수지 흑자는 ① 생산을 증가시켜 경제펀더멘털을 강화하는 한편 ② 대외순금융자산을 증가시켜 대외채무 상환 능력 등을 개선한다. 다른 한편으로 변동환율제도 하에서 경상수지 흑자는 외환 공급의 증가를 의미하므로 ③ 원화 절상(원/달러 환율 하락) 기대를 형성하여 외국인의 자본유입을 강화하고 ④ 외환 유입으로 채권 수익률이 하락(채권가격 상승)하거

4) 경상수지 및 금융계정을 포괄하여 의미하나 경상수지를 보다 강조하는 입장을 견지하고 있다.

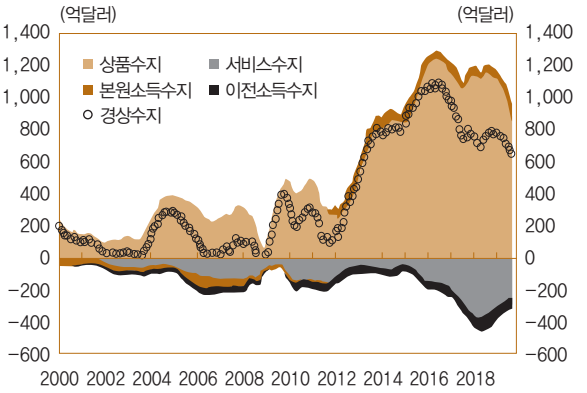
5) 국내총생산(GDP) : $Y = C+I+G+NX$
국민소득 : $Q = Y+R$
경상수지 : $CA = NX+R$
$= Y-(C+I+G)+R$
$= Q-(C+I+G)$
$= (Q-T-C-I)+(T-G)$
$=$ (민간순저축)+(정부순저축)
$=\Delta$순대외금융자산
C는 민간소비, I는 저축, G는 정부소비, NX는 순수출, R은 소득수지, T는 세금

6) 다만 생산(Y)이 일정하다고 가정하면 순수출의 증가는 곧 내수의 위축을 의미할 수도 있으므로 경상수지 흑자가 필연적으로 경제의 좋은 징후이거나 경쟁력의 향상이라고 판단할 수는 없다. 예를 들어 균형경기변동이론(equilibrium business cycle theory)을 참조하면 균형상태(경상수지=0)의 소규모 개방경제에서 생산성 향상은 국내 투자수익률의 상승을 초래하고, 국내 실질이자율이 전세계 실질이자율을 상회하여 국내로의 자본유입으로 국내 투자가 저축을 상회하게 된다. 이는 곧 경상수지 적자(CA=S-I<0, T=G라고 가정)를 의미하는데 이와 같은 경상수지 적자는 오히려 경제의 성장잠재력 향상과 밀접하게 관련된다. 경상수지에 대한 이와 같은 관점에 대해서는 조동철(2006), Higgins&Klitgaard(1998), Uribe&Schmitt-Grohe(2017) 등을 참고하기 바란다. 본고에서는 경상수지와 대외안정성 관련 지표들의 실증적인 관계를 밝히는 데 집중하였다.

나 환율 하락으로 수입가격이 하락하여 물가 안정에도 기여할 수 있다.

다음으로 우리나라 경상수지의 추이와 주요 대외안정성 지표 간 관계를 서술한다. 먼저 우리나라의 경상수지는 연간 기준으로 1998년부터 지속적으로 흑자를 나타내고 있으며 12개월 이동 누적 경상수지[7]의 추이를 살펴보면 글로벌 금융위기 시 일부 기간을 제외하고는 흑자 기조를 유지하고 있다. 〈그림 1〉에서 나타나듯이, 경상수지 흑자규모는 2012년부터 빠르게 확대되기 시작하여 2015년 후반에서 2016년 후반 동안 1,000억 달러를 상회하였으며 이후 전반적으로 축소되는 모습을 보이고 있다. 최근의 경상수지는 지난해 하반기에 일시 반등하였다가 다시 줄어드는 모습이다. 다만 구성항목별 비중을 살펴보면 상품수지가 큰 폭으로 축소되고 있음에도 불구하고 서비스수지 적자폭이 줄어들고 본원소득수지도 흑자를 유지함에 따라 경상수지 흑자폭이 비교적 완만하게 줄어들고 있다. 특히 최근 1년간(2018.9~2019.8월)의 본원소득수지가 100억 달러를 상회하였는데 이는 주로 해외직접투자 및 증권투자 소득이 증가한 데 기인하며 그간 확충된 대외금융자산 수준을 고려할 때 향후 상당기간 흑자폭이 유지될 것으로 예상된다.

〈그림 1〉 우리나라의 경상수지

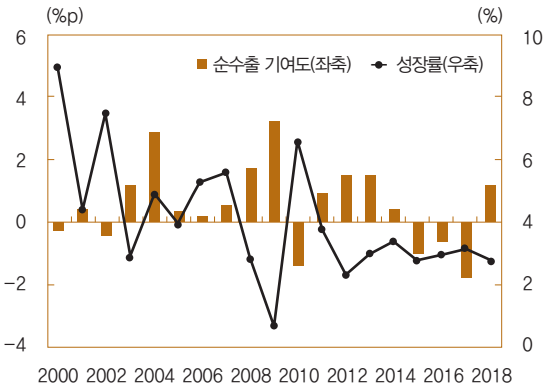


주: 월별 경상수지의 12개월 이동합 기준
자료: 한국은행 경제통계시스템(ECOS)

우리나라의 경상수지와 경제성장률 간 관계를 살펴보면 기저효과 등으로 연도별 차이는 있으나 경제성장률이 2000년 이후 평균 4.0%를 기록한 가운데 순수출의 기여도는 0.6% 포인트를 나타냈다. (〈그림 2〉 참조) 특히 글로벌 금융위기 이후 수출의 빠른 신장세가 성장률 회복에 크게 기여하였는데 2011~2014년중 평균 경제성장률 3.1% 중에 순수출의 기여도는 1.1% 포인트에 이른다.

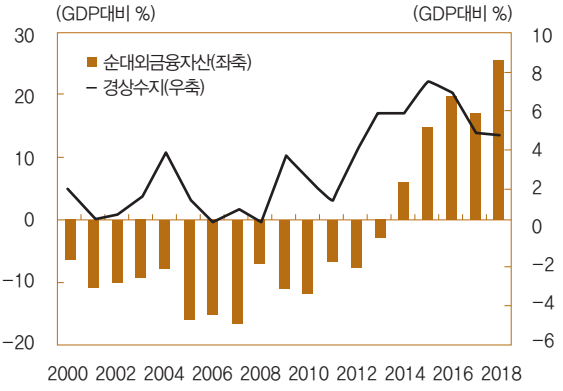
7) 최근 12개월간 경상수지 누적액, 즉 12개월 이동합으로 월별 경상수지를 연환산하였다. 월별 경상수지를 연환산하면 계절성이 제거되는 한편 주요 항목의 비중 변화 등과 같은 특징을 파악하기 용이하다. 연환산한 결과, 2019.8월 경상수지는 53억 달러이며 2018.9월~2019.8월의 누적액은 644억 달러로 나타나 지난해 연간금액인 764억 달러와 비교하여 하락 속도를 가늠할 수 있다.

〈그림 2〉 순수출의 성장기여도



자료: 한국은행 경제통계시스템(ECOS)

〈그림 3〉 경상수지와 순대외자산



자료: 한국은행 경제통계시스템(ECOS)

또한 〈그림 3〉에서와 같이 경상수지 흑자 누적으로 인해 순대외금융자산도 2014년 이후 플러스(+)로 전환된 이후 꾸준히 증가하고 있다. 실제로 2013-2018년중 GDP 대비 순대외자산 증가분은 약 33% 포인트로 경상수지 흑자 누적분[8]에 근사하는 규모이다.[9]

경상수지 흑자가 지속되면 국내 경제에 대한 외국인 투자자들의 신뢰도가 개선되고 향후 원화절상에 따른 환차익이 기대되어 외국인의 증권투자자금이 유입될 수 있다.[10] 실제로 〈표 1〉에서 같이 외국인 주식투자자금은 경상수지 개선 시 2~5개월 정도 시차를 두고 증가하는 경향을 보였다.[11]

8) 2013-18년중 누적된 GDP 대비 경상수지 흑자 규모는 36% 포인트에 이른다.

9) 다만 2013년 이전에는 경상수지가 대체로 흑자를 보였음에도 불구하고 순대외자산 변동은 이와 괴리가 있었다. 실제로 2000-2012년중 누적 경상수지는 GDP 대비 총 23% 포인트에 이르렀음에도 불구하고 GDP 대비 순대외자산은 오히려 1% 포인트 감소하였다. 이는 순대외자산 증감에 경상수지(거래 요인) 뿐 아니라 자산 · 부채 가치 및 환율 변화(비거래 요인)에 따른 효과가 작용하기 때문이다. 예를 들어 2012년의 경우 경상수지가 490억 달러 흑자를 기록하였음에도 불구하고 대외순자산은 130억 달러 감소하였는데 이는 2012년말 원/달러 환율(1071원)이 전년말(1152원)에 비해 상당 폭 절상되어 외국인이 보유한 국내 주식 · 채권 등 원화표시 부채의 달러화 환산 금액이 늘어난 데 기인하였다.

10) 윤덕룡 등(2010)에서는 1980.2월-2010.7월을 대상으로 분석한 결과 경상수지가 외국인 증권투자자금 유입과 매우 높은 양의 상관관계가 있으며 경상수지 흑자 발생 2개월 이후에 동 관계가 강한 것으로 분석하였다. 이러한 결과에 대해 경상수지 흑자가 원화의 평가절상에 대한 기대를 조성한 것으로 추정하였다.

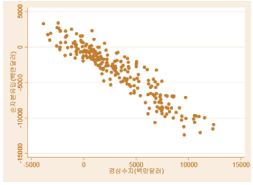
11) 경상수지와 국제수지 금융계정상의 자본유출입은 정의상 역의 관계를 갖는다. 경상수지 흑자의 경우 생산을 초과하는 만큼의 소득이 해외에 투자되며(자본 유출) 반대로 경상수지 적자의 경우에는 해외로부터의 조달이 필요(자본 유입)하기 때문이다. 그러나 금융계정을 항목별로 살펴보면 대외채무의 성격을 띠는 자본유입은 경상수지와 음의 관계가 뚜렷하게 나타나지만 주식자금의 경우에는 본문에서처럼 상반된 모습이다.

* 경상수지와 형태별 외국인자금 유입간 상관관계

	채권	무역신용	차입	현금 및 예금
상관계수	−0.25	−0.21	−0.25	−0.14
시 차(월[1])	−9	−1	0	+5

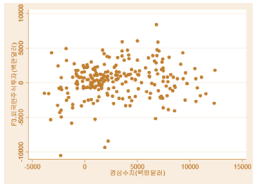
주: 분석대상은 2000.1월~2019.4월, 상관관계가 가장 큰 시차를 표시

경상수지와 순자본유입[1]



주: 순자본유입은 금융계정의 (−)값에 해당

경상수지와 외국인주식투자[1]



주: 1) 외국인주식투자는 3개월 후행

〈표 1〉 경상수지와 외국인주식투자간 시차 상관계수[1)]

0	1	2	3	4	5	6
0.00	0.10	0.14	0.21	0.17	0.15	0.11

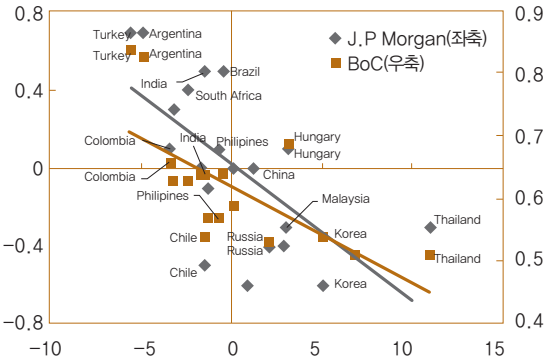
주: 1) 2000.1월~2019.4월중

마지막으로 경상수지는 국제기구 및 투자은행에서 평가하는 취약성 지표와도 밀접한 모습을 보인다. 〈그림 4〉에서와 같이 2012년 이후 경상수지 규모와 취약성 지표 간 음(−)의 관계가 지속되고 있다.

〈그림 4〉 우리나라의 경상수지와 취약성지표

주: 분기별 경상수지 금액 및 취약성지표 기준
자료: 한국은행 경제통계시스템(ECOS), JPMorgan

〈그림 5〉 신흥국 경상수지와 취약성지표



주: 2017년 기준
자료: JPMorgan, Dahlhaus&Lam(2018)

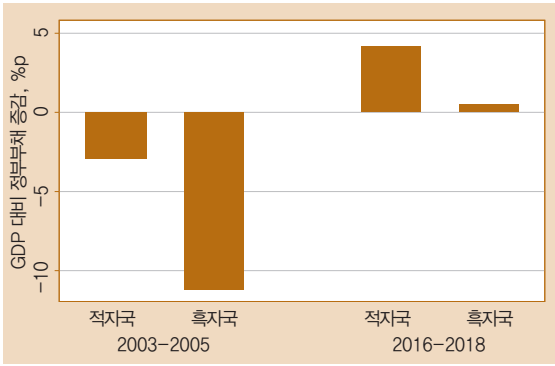
국제기구, 중앙은행 및 투자은행 등 주요기관이 주로 신흥국을 대상으로 편제하는 취약성지표[12)](Vulnerability index)의 구성항목을 살펴보면 경상수지와의 밀접한 관계를 쉽게 예상할 수 있다. 우선 대부분의 경우에 경상수지 항목이 포함된다. 뿐만 아니라 조사대상 기관들의 취약성 지표 구성항목 중 경상수지의 직 · 간접적 영향을 받는 항목[13)]의 비중은 전체 항목의 2/3 정도를 차지하고 있다. 즉, 신흥국 대외건전성 등을 판단하고자 할 때 통계가용성이 높고 국제비교가 용이한 경상수지가 주요하게 활용되고 있는 점과 경상수지에 영향을 받는 기타 지표까지 감안하면 경상수지 개선이 대외건전성에 대한 종합적인 판단에 상당한 양(+)의 외부효과를 나타내고 있다고 볼 수 있다. 실제로 〈그림 5〉에서처럼 경상수지가 흑자를 보이는 국가일수록 취약성이 낮아지는 경향이 있다.

또한 신흥국의 경우 경상수지 흑자 누적이 정부부채의 안정적인 관리에 도움이 되는 한편 종합적으로는 국가신용등급에도 긍정적인 영향을 미치는 것으로 보인다. 신흥국 중 최근 3년 동안 경상적자를 시현한 국가의 GDP대비 정부부채는 4.1% 포인트 증가한 데 반해 경상흑자국의 정부부채는 0.4% 포인트 증가하는 데 그쳤다. 또한 과거 아시아를 포함한 일부 신흥

12) 주요 기관 취약성 지표의 자세한 구성 항목에 대해서는 〈참고 1〉 참조
13) 외환보유액, 민간신용, 정부부채, 재정수지, 대외채무 등

국이 경제위기를 겪은 직후인 2000년대 초반의 경우에도 경상수지 흑자국의 정부부채 디레버리징이 보다 원활하게 이루어졌음을 알 수 있다.

〈그림 6〉 흑자국과 적자국의 정부부채

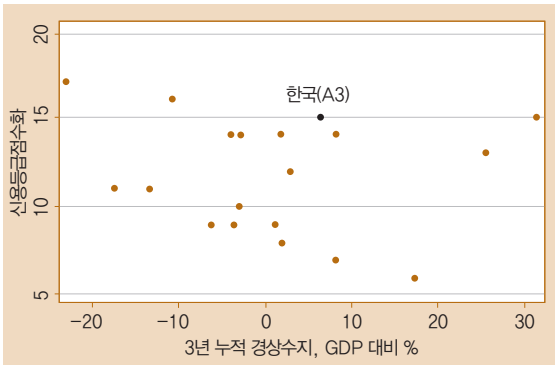


주: 우리나라를 포함한 19개 신흥국 대상. 최근 3개년간 정부부채 증감의 그룹별 평균 기준
자료: IMF BOPS, Haver, Bloomberg

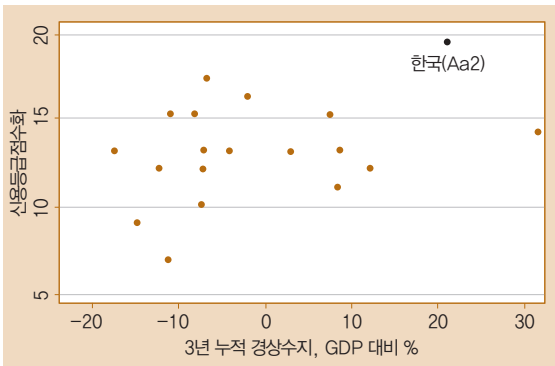
신흥국을 경상수지 흑자국과 적자국으로 나누어 국가신용등급을 비교해 보면 2018년 기준 경상수지 흑자국의 평균 신용등급은 Moody's 기준 A3등급으로 경상수지 적자국(Baa2)보다 평균 두 단계 정도 높은 것으로 나타났다. 그러나 2005년의 경우에는 경상흑자국과 경상적자국간 신용등급의 유의한 차이가 나타나지 않아 글로벌 금융위기 이후 경상수지가 신용등급 판단에 있어 중요한 요소로 자리 잡은 것으로 추정된다.

〈그림 7〉 경상수지와 국가신용등급[1)]

(2005년)



(2018년)



주: 1) 우리나라를 포함한 19개 신흥국 대상, 신용등급은 Moody's의 외화표시 장기채 기준
2) 경상수지 실적이 신용등급에 반영되는 시차를 감안하여 비교. 2018년의 경우 2016. 1분기−2018.3분기 중 누적 경상수지 기준

Ⅲ. 경상수지와 대외안정성 지표 간 관계 실증분석

본 장에서는 신흥국 취약성지표, 환율변동성 및 일중 환율 변동률을 대외안정성의 대용 지표로 사용하여 경상수지 변화가 이들 지표에 미치는 영향에 대한 실증분석 결과를 제시한다.

1. 경상수지가 신흥국 취약성에 미치는 영향

경상수지가 대외 취약성에 미치는 영향을 분석하기 위해 캐나다중앙은행(BoC) 취약성지표의 작성 대상국 중 19개 신흥국[14]을 대상으로 패널회귀모형을 추정하였다. 취약성지표는 경상수지를 비롯하여 외국인 증권자금, 실질실효환율 갭, 외환보유액, 재정수지, 물가상승률, 정부부채, 민간신용증가율 등 총 8개 구성 지표 각각의 취약성 정도(tail risk)를 표준화하여 평균한 점수로 측정된다. 취약성이 가장 낮은 상태일 경우 0.5에서 시작하여 취약성이 클수록 1.0까지 높아지는데 본고에서는 편의를 위해 50점~100점으로 환산하여 실증분석에 이용하였다. 경상수지의 항등관계를 고려한다면 경상수지의 변동은 정부부채, 민간신용 등 기타 관련 구성 지표에도 영향을 줄 것으로 예상된다. 다만 경상수지 자체는 적자를 보이는 경우 적자규모에 따라 취약성을 높이게 되며 경상수지 흑자의 경우에는 zero-risk로 간주하여 규모에 상관없이 취약성지표에 산입되지 않는다. 〈표 2〉의 추정 결과를 보면 경상수지 개선은 예상대로 신흥국의 취약성을 유의미하게 낮추는 것으로 나타났다. 즉, 모형 (1)의 추정 계수를 적용할 경우 GDP대비 경상수지 비율이 1% 포인트 높아지면 취약성지표를 0.4포인트 낮추는 것으로 나타났다. 이는 경상수지만으로 우리나라와 아르헨티나 간 취약성 차이를 20% 정도, 인도와의 차이를 50% 정도 설명할 수 있음을 의미한다.[15]

경상수지가 취약성지표 구성항목에 포함되어 있어 기술적으로 취약성지표에 영향을 주는 내생성을 통제하기 위해 경상수지 항목을 제외한 7개 지표만으로 재산출한 취약성지표를 종속 변수로 이용한 모형 (2)의 분석 결과에서도 대체로 모형 (1)과 일관된 결과를 보인다. 즉, 경상수지 개선은 경상수지를 제외하고 산출한 취약성지표를 유의하게 낮추는 것으로 나타나 대외부채 감축 등의 통해 간접적으로 취약성을 개선시키는 것으로 추정된다.

마지막으로 통제변수로 이용된 기타 설명 변수들의 추정 계수를 살펴보면, 글로벌유동성 증가는 신흥국의 취약성을 높이는 공통요인으로 작용하는데 이는 글로벌유동성 확대로 인해 민간신용 및 정부부채 등이 확대되면서 취약성을 높였을 가능성을 시사한다. 한편 각국의 경제성장률 상승은 취약성을 낮추는 개별요인으로 작용한다. 이 밖에 경상수지 이외의 취약성지표 구성항목인 증권투자자금 유입액, 실질실효환율 갭, 정부부채 및 외환보유액 등의 효과에 대한 추가적인 분석결과를 〈참고 3〉에 제시하였다.

14) BoC 취약성지표 작성 대상국인 26개 신흥국 중 기초통계 입수가 가능한 다음 19개국을 대상으로 분석하였다. 분석대상국: 아르헨티나, 브라질, 불가리아, 칠레, 콜롬비아, 인도, 인도네시아, 한국, 말레이시아, 멕시코, 페루, 필리핀, 폴란드, 루마니아, 러시아, 남아공, 태국, 터키, 헝가리. BoC의 자세한 지표산출방법에 대해서는 〈참고 2〉를 참조하기 바란다.

15) 2017.1분기-2018.3분기 평균 기준으로 인도의 취약성은 중간 수준이며 아르헨티나는 가장 취약한 국가로 평가된다.

〈표 2〉 신흥국 취약성지표 결정요인 추정 결과

설명 변수	종속 변수: 취약성지표	
	(1) BoC 종합지표	(2) 경상수지를 제외한지표
경상수지 (GDP대비%)	−0.39*** (−13.7)	−0.10*** (−3.36)
글로벌유동성[3] 증가율(%)	0.11*** (6.12)	0.13*** (6.54)
경제성장률(%)	−0.06 (−1.37)	−0.13*** (−2.81)
상수항	62.04*** (304.1)	62.64*** (290.0)
관측치 Adj. R^2	1,265 0.49	1,265 0.42

주: 1) 분석대상기간: 2001.1분기~2018.3분기. 19개국 국가별 고정효과를 고려
2) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미하며, ( )내는 t값
3) BIS의 비은행 총신용 기준으로 달러화, 유로화 및 엔화 표시 글로벌유동성(total credit to non-bank borrowers)을 달러로 환산하여 합산
자료: BIS, Dahlhaus&Lam(2018), Bloomberg

최근 우리나라의 경상수지는 수출 부진 등으로 흑자폭이 빠르게 축소되고 있으나 경상수지 흑자 기조는 당분간 지속될 전망이다.[16] 따라서 경상수지가 적자로 전환되어 취약성지표를 직접적으로 높이는 요인으로 작용하지는 않겠으나 대외채무 및 외국인 증권자금 유입 등을 통한 간접적인 영향을 배제하기는 어렵다.

2. 경상수지와 환율 간 관계

(경상수지가 환율변동성에 미치는 영향)

본 절에서는 경상수지 변동이 명목환율의 변동성에 미치는 영향을 분석하였다. 1절의 취약성지표에 대한 분석대상 국가 및 기간을 유지하고 선진국과의 비교 등을 위해 대상 국가를 추가하였다. 구체적으로는 미국을 제외한 비유로권 주요 선진국 8개, 유로지역 및 중국 등 3개 신흥국을 추가하여 총 31개 국가를 분석대상으로 하였다. 환율변동성은 분석대상국의 일별 대미달러 환율 변동률[17]의 분기 표준편차라고 정의하였다. 먼저 환율 변동률의 대략적인 특징을 살펴보면 2001년 이후 선진국 통화는 미 달러화 대비 분기 평균 0.24%씩 절상된 반면 신흥국 통화는 평균 0.58%씩 절하되었다. 환율변동성은 선진국이 신흥국의 1.4배 수준으로 나타났는데, 이는 주로 자유변동환율제를 채택하고 있는 선진국의 특성을 반영한다고 볼 수 있다. 원화는 신흥국 통화로 분류되었으나 분석대상기간 중 평균적으로 미 달러화 대비 절상된 점, 환율변동성이 신흥국 평균보다 높은 점 등을 감안할 때 선진국 통화의 특성을 보이고 있다.[18]

〈표 3〉 환율 변동률의 주요 통계치

	평균	선진국[2]	신흥국[3]	한국
환율 변동률 (전분기비, %)	0.342	−0.237	0.579	−0.185
환율변동성 (분기중 표준편차, %)	0.594	0.648	0.457	0.549
관 측 치	2,201	639	1,562	71

주: 1) 모든 환율은 USD 대비 각국 통화로 표시, 2001.1분기-2018.3분기중
2) 오스트레일리아, 캐나다, 일본, 뉴질랜드, 노르웨이, 스웨덴, 스위스, 영국 및 독일 등 9개국
3) 아르헨티나, 브라질, 불가리아, 칠레, 중국, 콜롬비아, 체코, 헝가리, 인도, 인도네시아, 이스라엘, 한국, 말레이시아, 멕시코, 페루, 필리핀, 폴란드, 루마니아, 러시아, 남아프리카공화국, 태국 및 터키 등 22개국

16)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
경상수지 (GDP대비 %)	5.6	7.2	6.5	4.6	4.4	3.5	3.6	3.4

주: 2019년부터는 전망치. 주요 투자은행이 9-10월중 발표한 전망치 중간값 사용
자료: Bloomberg

17) 일별 변동률은 로그차분으로 계산하였다.
18) 산출된 국별 환율변동성 추이에 대해서는 〈참고 4〉를 참조하기 바란다.

〈표 4〉 및 〈표 5〉에 제시된 환율변동성에 대한 패널 회귀분석 결과를 보면, 글로벌유동성 증가, 경상수지 및 각국의 성장률 개선은 대체로 환율변동성을 낮추는 효과를 보이나 선진국 · 신흥국간 차별화가 관찰된다. 선진국에서는 경상수지 영향의 유의성이 떨어지고 자국 경제성장률의 추정 계수도 신흥국보다 작은 반면 글로벌유동성의 영향은 신흥국보다 크게 추정되었다. 이와 달리 신흥국의 경우에는 경상수지가 환율변동성을 낮추는 영향이 통계적으로 유의하게 추정되었으며 1분기 시차를 두고 추정된 경상수지의 영향이 당기의 영향보다 큰 것으로 추정되었다.

〈표 4〉 환율변동성에 대한 추정 결과: 선진국

설명 변수	(1) 전체 국가	(2) 선진국
경상수지 (GDP대비%)	−0.0058*** (−3.09)	−0.0040 (−1.15)
글로벌유동성[3] 증가율(%)	−0.0063*** (−6.09)	−0.0058*** (−4.20)
경제성장률(%)	−0.013*** (−7.56)	−0.0054*** (−3.31)
상수항	0.711*** (63.6)	0.721*** (42.6)
관측치 Adj. R^2	2,056 0.33	639 0.13

주: 1) 국가별 고정효과를 고려
2) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미하며, ( )내는 t값
3) BIS 기준 달러화, 유로화 및 엔화 표시 글로벌유동성을 달러로 환산하여 합산
자료: BIS, Bloomberg

〈표 5〉 환율변동성에 대한 추정 결과: 신흥국

설명 변수	(3) 신흥국	(4) 신흥국	(5) 신흥국
경상수지 (GDP대비%)	−0.0065*** (−2.90)		
경상수지(GDP%) (−1분기)		−0.0117*** (−5.25)	
경상수지(GDP%) (−2분기)			−0.0105*** (−4.71)
글로벌유동성[4] 증가율(%)	−0.0037*** (−2.59)	−0.0038*** (−2.68)	−0.0036** (−2.55)
경제성장률(%)	−0.0307*** (−9.08)	−0.030*** (−8.91)	−0.0293*** (−8.67)
상수항	0.743*** (46.9)	0.739*** (46.8)	0.736*** (46.3)
관측치 Adj. R^2	1,417 0.38	1,416 0.38	1,415 0.38

(경상수지와 실질실효환율 간 장기 관계)

경상수지 흑자는 외환 공급 증가를 의미하므로 통상 자국통화 절상 요인으로 작용한다고 알려져 있다. 이하에서는 분석대상을 우리나라로 국한하여 경상수지 흑자가 장기적으로 실질실효환율 절상으로 이어지는지 여부를 점검하는 한편 경상수지 충격이 단기적으로 명목환율 수준에 미치는 영향을 분석하였다.

먼저 경상수지 개선은 장기적으로 실질실효환율[19] 절상으로 이어지는 것으로 나타났다. 즉, 경상수지 개선은 외환 공급을 늘이거나 향후 원화 절상 기대를 형성하여 외국인의 자본유입을 강화하는 등의 경로를 통해 실질실효환율을 서서히 절상시켜, 결과적으로 경상수지와 실질실효환율 간 일정한 장기 관계를 유지

19) BIS의 실질실효환율(broad index, 2010=100) 을 이용하였으며 지수의 상승은 실질 원화가치의 상승을 의미한다.

하게 된다. 다만, 경상수지 변동에 대한 환율의 탄력성은 2010년 이후 상당 폭 약화된 것으로 보인다. 구체적으로 실질실효환율과 순상품교역조건 및 경상수지 사이에 공적분 검정을 실시한 결과 2000년 이후를 대상으로 하는 경우 세 변수 간 1개의 장기 관계가 존재하는 것으로 나타났으며, 2010년 이후에는 경상수지와 실질실효환율간 1개의 장기 관계가 존재하였다. 이는 2010년 이후 글로벌밸류체인 강화 등으로 수출가격의 환율전가도가 낮아지는 등 환율이 교역조건을 통하여 경상수지를 변화시키는 환율의 무역경로(trade channel of exchange rate)가 약화된 교역환경의 변화를 반영하는 것으로 해석된다.

Johansen 검정을 통해 식별된 공적분 방정식으로부터 경상수지와 실질실효환율 간 장기적 균형 관계는 아래와 같이 도출된다.

〈2000.1~2019.3월〉

$$\ln rer_t = 1.67 + 0.58 \ln \tau o \tau_t + 0.0078 CA_t \quad (1)$$
$$(2.63)^{***} \qquad (4.87)^{***}$$

〈2010.1~2019.3월〉

$$\ln rer_t = 4.53 + 0.00248 CA_t \quad (2)$$
$$(4.84)^{***}$$

$\ln rer$: log(실질실효환율),

$\ln \tau o \tau$: log(순상품교역조건지수, 2015 = 100),

CA : 경상수지(계절조정, 억달러)

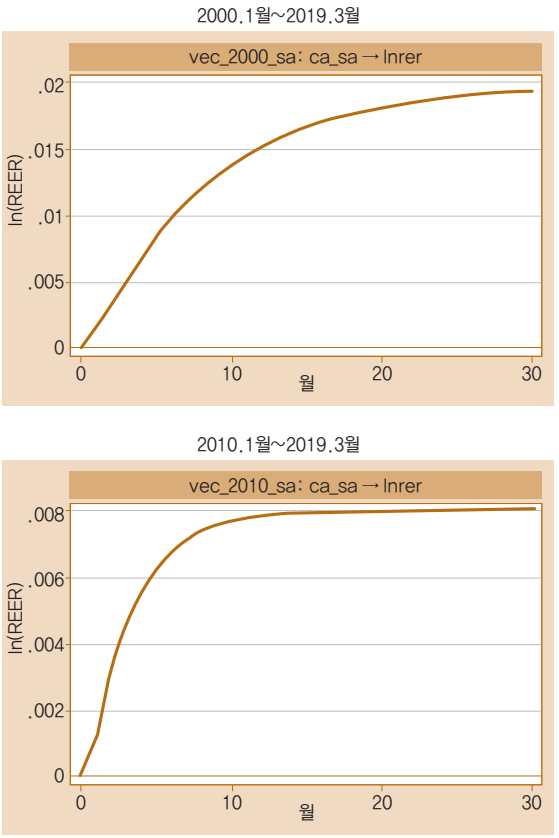
( )내는 z값, ***는 1% 수준에서 유의함을 의미

식 (1)-(2)에서 추정된 경상수지의 계수를 살펴보면, 2010년 이후를 대상으로 한 추정식의 계수가 2000년 이후 기간에 대한 추정 계수의 1/3 수준으로 축소되어 경상수지 개선 시 장기 균형관계를 유지하는 실질실효환율 절상 폭이 크게 둔화된 것으로 나타났다. 식 (2)의 추정 계수를 활용하면 경상수지가 연간 1,000억 달러 수준인 경우 장기 관계에 부합하는 실질실효환율은 114 정도로 추정되나 경상수지가 최근 수준인 연간 640억 달러 규모로 축소되면 장기 실질실효환율은 106로 추정된다.[20] 2015년말 실질실효환율은 109로 당시의 경상수지 규모에 부합하는 실질실효환율보다 소폭 낮은 수준을 나타내 실질 원화 가치의 절상 압력이 있었으나 최근(2019.8월)의 실질실효환율은 105로 나타나 경상수지 규모와의 장기 관계에 부합하는 수준으로 판단된다.[21]

〈그림 8〉에서 경상수지 충격에 대한 실질실효환율의 충격반응함수를 살펴보면, 전 기간의 분석결과와 비교할 때 2010년 이후에는 경상수지 개선에 따라 실질실효환율이 균형수준으로 절상되기까지의 시간이 단축되었다. 전 기간의 경우 경상수지가 1 표준편차(대상 기간 중 33억 달러)만큼 확대되는 경우 실질실효환율이 새로운 장기 수준에 도달하는 데 21개월 정도 걸렸던 데 반해 2010년 이후에는 1 표준편차(30억 달러) 충격 발생 후 실질실효환율이 장기 관계에 도달하는 데 걸린 시간이 10개월로 절반 정도 단축되었다.

20) 연간 경상수지 규모를 12로 나누어 월환산한 금액을 식 (2)에 대입하여 시산할 수 있다.
21) 다만 실질실효환율의 변동 요인으로는 원/달러 환율 이외에도 무역대상국 통화와의 환율, 교역국 대비 우리나라의 상대적인 물가상승률 등을 고려해야 한다.

〈그림 8〉 경상수지 충격에 대한 실질실효환율의 반응



주: 1) 실질실효환율(로그), 경상수지(계절조정, 억 달러), 순상품교역조건(로그)을 이용한 벡터오차수정모형(VEC)의 직교 충격반응함수(Orthogonalized Impulse Response Function) 기준

(경상수지 뉴스 충격이 환율에 미치는 영향)

본 절에서는 경상수지 관련 뉴스 충격(surprise)이 일중 원/달러 환율에 단기적으로 미치는 영향을 경상수지 통계 발표일의 사례 분석(case-study) 방식을 이용하여 회귀분석으로 점검하였다. 경상수지와 환율이 서로 영향을 주고받기 때문에 저빈도 데이터를 이용한 분석에서는 인과관계를 뚜렷하게 밝히기 어려움이 있는데 고빈도 데이터를 이용하는 경우 이와 같은 어려움을 어느 정도 극복할 수 있다.

구체적으로 국제수지 통계 발표일에 공표된 경상수지 실적과 모형 예측치 간 차이를 경상수지 뉴스 충격[22]으로 정의하고 동 충격이 통계 발표 당일 및 이후 며칠간의 원/달러 환율 변동에 미치는 영향을 회귀분석으로 추정하였다. 경상수지 뉴스 충격 이외에 글로벌 달러화 변동을 설명 변수로 추가하였다.

〈표 6〉 및 〈표 7〉에 제시된 분석 결과를 보면 경상수지 뉴스 충격은 경상수지 통계 발표 당일 및 발표 후 이틀 정도에 걸쳐 원/달러 환율에 유의한 영향을 미치는 것으로 추정된다. 그러나 그 영향이 환율 변동의 주된 요인이 될 정도로 크지는 않은 것으로 판단된다.

먼저 2000년 이후 전 기간을 대상으로 분석한 결과에서는 양(+)의 경상수지 충격은 발표일 다음날부터 이틀에 걸쳐 원/달러 환율을 하락시켜 원화 강세를 초래하는 것으로 추정되었다. 대상기간을 경상수지 흑자 누적이 두드러진 2012년 이후로 좁혀보면 경상수지 충격의 원/달러 환율에 대한 영향은 당일에 나타난 후 사라지며 이에 따라 누적 영향의 크기도 축소된다.[23]

한편 경상수지를 직접 설명 변수로 이용한 경우에는 통계적 유의성이 떨어지는 것으로 나타났는데 이는 경

22) 경상수지에 대한 시장 컨센서스 데이터 계열을 확보하기 곤란하여 단순한 모형을 이용한 예측치를 시장의 예상치에 대한 대용변수로 이용하였다. 구체적으로는 속보성이 높은 수출입 데이터를 이용하여 경상수지를 예측하고, 동 예측치와 실제 경상수지 간 예측 오차를 경상수지 뉴스충격으로 정의하였다. 자세한 추정 방법에 대해서는 〈참고 5〉 참조하기 바란다.

23) 유의성이 높은 계수의 누적 효과를 비교하면 2012년 이후에는 -0.67%로 전 기간(-1.18%)의 3/4 수준에 해당된다.

상수지가 호조를 보이더라도 수출입 실적 발표 등을 통해 이미 예상된 경우에는 시장에 선반영 되었을 가능성을 시사한다. 글로벌 달러화의 영향은 예상대로 원/달러 환율 변동의 상당 부분을 설명하는 것으로 분석되었으며 최근 들어 그 영향이 더욱 확대된 것으로 보인다.

동 추정 결과를 과거 특정일의 사례에 적용해 보면 다음과 같다. 2016.7.1일에 발표된 2016.5월 경상수지는 104억 달러로 "역대 5번째" 규모, "51개월 연속으로 역대 최장기간 흑자" 유지 등의 내용으로 비중있게 보도되었다. 당시 경상수지 뉴스 충격은 GDP대비 0.27% 포인트로 측정(예측치: 0.46%, 실측치: 0.73%)되었으며 이는 전체 관측치의 상위 5% 수준의 양(+)의 충격에 해당한다. 한편 발표 당일 원/달러 환율은 6.8원 하락(1151.8원→1145원, 전일 대비 -0.6%)하였으며 모형(4)의 계수를 적용하면 경상수지 뉴스충격으로 인한 원/달러 환율 하락 분은 2.1원으로 당일 하락 분(6.8원)의 31%에 해당되는 것으로 추정된다.[24]

〈표 6〉 경상수지 뉴스 충격의 환율에 대한 영향 : 2000.1~2019.3월

설명 변수	종속변수: 원/달러 환율 변동률(%)		
	(1) 전 기간	(2) 전 기간	(3) 전 기간
경상수지 뉴스충격(%p)	−0.20 (−0.86)		
경상수지 뉴스충격(−1일, %p)		−0.76** (−2.48)	
경상수지 뉴스충격(−2일, %p)			−0.42* (−1.69)
글로벌 달러화 절상률[2](%)	0.495*** (6.74)	0.418*** (4.51)	0.353*** (5.00)
상수항	−0.007 (−0.19)	0.01 (0.22)	−0.001 (−0.03)
관측치 Adj. R^2	226 0.16	226 0.11	226 0.10

주: 1) 분석대상기간: 전 기간은 2000.1월~2019.3월중 2012년 이후는 2012.1월~2019.3월중 매월 경상수지 발표일
2) 주요통화(EUR, JPY, GBP, CAD, CHF, SEK)의 대미달러 환율 변동률을 DXY 비중에 따라 가중평균.
3) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미하며, ( )내는 t값
자료: 한국은행 홈페이지 각월 보도자료, Bloomberg

〈표 7〉 경상수지 뉴스 충격의 환율에 대한 영향 : 2012.1~2019.3월

설명 변수	종속변수: 원/달러 환율 변동률(%)	
	(4) 2012년 이후	(5) 2012년 이후
경상수지 뉴스충격(%p)	−0.67* (−1.79)	
경상수지 뉴스충격(−1일, %p)		−0.28 (−0.67)
글로벌 달러화 절상률[2](%)	0.522*** (3.52)	0.683*** (4.92)
상수항	0.057 (1.11)	0.047 (0.8)
관측치 Adj. R^2	85 0.15	85 0.21

주: 1) 분석대상기간: 전 기간은 2000.1월~2019.3월중 2012년 이후는 2012.1월~2019.3월중 매월 경상수지 발표일
2) 주요통화(EUR, JPY, GBP, CAD, CHF, SEK)의 대미달러 환율 변동률을 DXY 비중에 따라 가중평균.
3) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미하며, ( )내는 t값
자료: 한국은행 홈페이지, Bloomberg

24) −0.67×0.27=−0.18%, 1151.8×(−0.0018)=−2.1원으로 시산할 수 있다.
25) 일본의 경상수지 흑자는 대부분 소득수지 흑자에 기인한다. 데이터는 IMF의 World Economic Outlook database를 인용하였다.

Ⅳ. 맺음말

본고는 취약성지표 및 환율변동성을 대상으로 경상수지의 효과를 분석하여 경상수지가 대외안정성에 미치는 영향을 살펴보았다. 분석 결과 경상수지는 신흥국을 중심으로 취약성 평가의 주요 준거로 작용하여 경상수지 개선이 취약성을 낮추는 한편 환율변동성을 완화하여 대외안정성을 제고한 것으로 나타났다. 또한 경상수지 개선은 장기적으로 실질실효환율을 절상시키는 효과를 보였다. 한편, 경상수지 뉴스 충격(surprise)은 경상수지 발표일의 환율에 영향을 미쳐 일시적으로 환율변동성을 높일 가능성이 있다.

이러한 효과로 미루어보면 우리나라의 취약성지표가 신흥국 중 가장 양호한 편으로 평가되고 글로벌 금융위기 이후 국지적으로 발생한 신흥국 금융 불안에도 외국인 투자자금의 유입이 지속되어 환율 급변동을 겪지 않은 데는 견조한 경상수지 흑자 기조가 상당 부분 기여했을 것으로 판단된다.

향후에도 경상수지 흑자 기조는 상당 기간 유지될 것으로 전망되고 진행 중인 경상수지 축소 폭과 속도를 감안할 때 경상수지 둔화로 인해 취약성지표 등 대외안정성이 직접적으로 훼손될 가능성은 미미할 것으로 예상된다. 한편, 경상수지 흑자 규모가 추가적으로 확대될 여지 또한 제한적인 것으로 보인다. 지난 2012-2017년 중의 우리나라 경상수지 흑자 규모는 총 5,000억 달러에 육박하여 규모 면에서 독일, 중국, 일본[25] 다음을 기록하고 있으며 GDP 대비 총 35% 수준으로 경제규모에 비교하여도 싱가포르, 대만, 스위스, 네덜란드, 독일 등과 함께 세계 최상위 수준이다. Mello et al.(2012)에서 보인 바와 같이 이미 상당한 흑자를 나타낸 국가들의 경우 경상수지가 추가적으로 개선될 확률은 크지 않다. IMF(2019)는 우리나라의 기초 경제여건 및 인구구조 등에 부합하는 적정 경상수지(current account norm)를 GDP 대비 2.7%(2018년 기준) 수준으로 추정하고 있다.

향후 경상수지 흑자 축소가 전망 범위 내에서 진행되는 경우 대외 취약성에 미치는 부정적 영향은 크지 않을 것으로 보이며 장기적으로 실질 원화 가치 상승 압력을 약화시키는 요인이 될 수 있다.

마지막으로 그간 대외자산 축적 과정에서 리스크 확대의 부정적 영향을 완충하는 방향으로 대외 포지션의 구성 변화가 이루어졌음을 주목할 필요가 있다. 예컨대, 대외자산은 외화표시 자산이 대부분인 데 반해 대외부채에서 원화표시 부채의 비중은 확대되었으며[26] 대외부채에서 지분성 증권의 비중도 높아졌다.[27] Forbes et al.(2017) 등에서 강조하였듯이 이러한 특징은 국내 리스크(domestic risk) 발생 등으로 환율이 상승하거나 자산 가격이 하락하더라도 대외순자산에 대한 영향을 일부 상쇄시킨다.[28] 본고에서는 이러한 영향을 고려하지 못하였으나 대외자산 포지션의 구성 변화와 대내외 충격에 대한 취약성의 관계에 대해서는 향후 과제로 남겨두기로 한다.

26) 대외금융부채 중 원화표시 부채의 비율은 2002년말 47%에서 꾸준히 상승하여 2018년말 현재 68% 수준에 이르는 반면 대외금융자산은 대부분(99%) 외화로 구성된다.
27) 대외금융부채 중 직접투자 및 주식투자를 지분성으로 분류하고 기타투자(차입 등) 및 채권투자를 채무성 부채로 분류해 보면, 지분성 부채의 비중은 2000년대 초반에는 40% 내외 수준이었으나 2018년말 현재 60%를 차지하고 있다.
28) 환율 상승(자국 통화가치 하락) 시 대외자산(외화 표시 기준)은 거의 영향을 받지 않는 반면 대외채무는 상당 폭 축소되어 대외순자산 개선이 일어나며, 주가 하락 시 대외채무 축소로 이어져 대외순자산은 역시 개선되는 자연적인 리스크 분산(automatic risk sharing)이 이루어진다.

〈참고 1〉

주요기관의 취약성지표 편제 현황

기관 및 지표명칭	구성항목	기관 및 지표명칭	구성항목
미 연준(2014) Vulnerability index	경상수지 외화보유액 외채비율(/수출액) 물가상승률 정부부채 민간신용 추이	JP Morgan(2018) EM Macro Risk Score(EMRS)	경상수지+FDI 재정수지 정부부채 외채(민간 및 정부) 외환보유액 적정성 물가상승률 GDP갭 정치적위험요소
캐나다중앙은행 (2018) Vulnerability index	경상수지 증권투자(부채) 외환보유액 실질실효환율 괴리 물가상승률 정부부채 재정수지 민간신용 증가율	Economist誌(2015) The capital– freeze index	경상수지 민간신용 증가율 외채비율(/외환보유액)
IIF(2018) EM Vulnerabilities	경상수지 경상수지–순FDI 외환보유액 커버리지 단기외채 대외부채 실질실효환율 괴리율 비금융기업 부채 가계부채 민간신용 증가율 대외익스포져 비거주자 국채보유율 외국인 주식보유비율 명목주택가격증가율 물가상승률 실질이자율 재정수지 정부부채 WB 국가경쟁력지수 총선여부	Rabobank(2018) Emerging Market Vulnerability	경상수지 물가상승률 경제성장률 재정수지 WB 국가경쟁력지수 정치 · 안보 위험요소 외환보유액 외채 정부부채 가계부채 비금융기업 부채 외화표시부채(비금융기업, 정부) 금융시장지수(변동성, 시장베타, 유동성, 단기자금)
IMF(2012) Vulnerability Index	재화 · 서비스 수출 증가 외환보유액 커버리지 외환시장 압력지수 교역대상 증가율 수출가격변화 공공부채 정부부채 조세수입 정부 세입 누적증가율 CPIA 지수 지니계수 실질경제성장률 1인당 GDP 증가율	KCIF(2018) 신흥국 취약성 순위	경상수지 외국인 증권투자 비중 민간외화수급자립도 (순대외금융자산과 외환보유액의 차) 단기외채 비중 물가갭 재정수지 CDS프리미엄 대중무역비중 국제유가

주: ■은 8회, ■은 7회, ■은 6회, ■은 5회

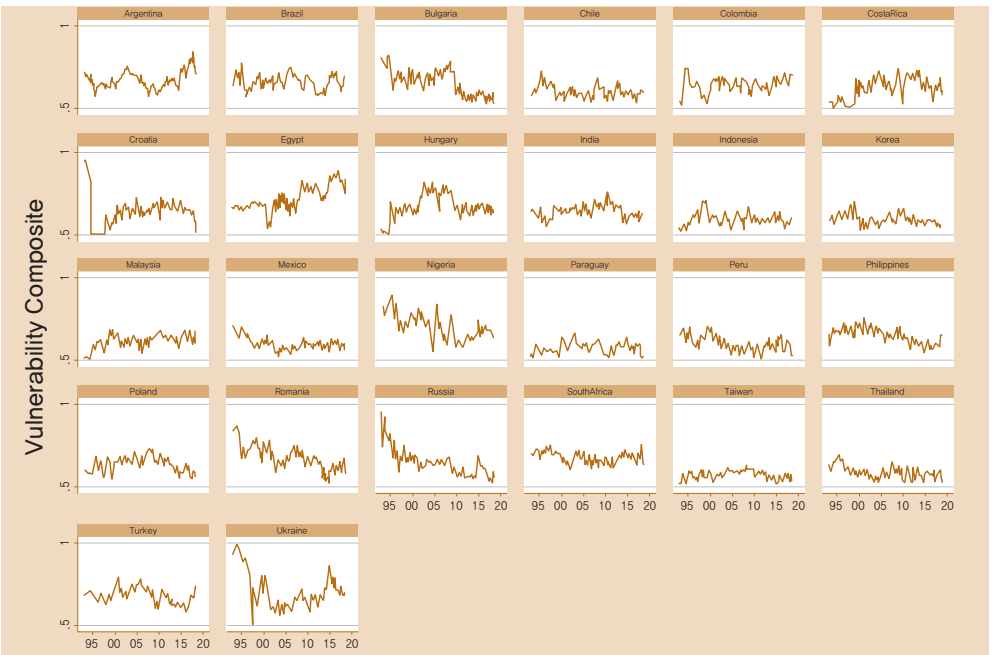
〈참고 2〉

캐나다중앙은행 신흥국 취약성지표 개요

캐나다 중앙은행의 Dahlhaus & Lam(2018)은 26개 신흥국[29)*]을 대상으로 대외 부문, 정책 부문 및 금융 부문에 속하는 총 8개 지표를 선정하여 1993.1/4~2018.3/4분기 동안의 취약성지표를 발표하였다. 8개 구성항목을 그 성격에 따라 ① 상하방 취약성(외국인 증권자금 유입, 실질실효환율 갭), ② 하방 취약성(경상수지, 외환보유액, 재정수지) ③ 상방 취약성(물가상승률, 정부부채, 민간신용증가율)을 갖는 지표로 분류하고 각 지표가 취약상태에 있는 경우 0.5에서부터 표준화된 점수가 가산되어 종합지표는 0.5~1.0 구간에 놓이게 된다. 즉, 산출된 지표가 0.5인 경우 가장 강건하고 1인 경우 가장 취약한 것으로 판단된다. 구성 지표 중 경상수지는 하방 취약성 지표에 해당하여 적자의 경우에 적자규모에 따라 취약성을 높이며 흑자의 경우에는 규모에 상관없이 취약성에 영향을 미치지 않는다.

우리나라는 연평균 기준으로 1997년과 2009년에 신흥국 지수 중간값을 소폭 상회한 것 이외에는 대부분의 기간에 취약성 지수가 중간값보다 낮은 것으로 나타났으며 글로벌 금융위기 이후 2011년부터는 26개국에서 2~9번째로 강건한 수준으로 평가되고 있다.

캐나다중앙은행 신흥국 취약성지표



29) 아르헨티나, 브라질, 불가리아, 칠레, 콜롬비아, 인도, 인도네시아, 한국, 말레이시아, 멕시코, 페루, 필리핀, 폴란드, 루마니아, 러시아, 남아공, 태국, 터키, 헝가리, 코스타리카, 파라과이, 대만, 크로아티아, 우크라이나, 이집트, 나이지리아 (밑줄은 본고의 분석에 포함된 국가)

〈참고 3〉

취약성지표 결정요인 추가분석 결과

취약성지표를 구성하는 기타 항목의 경우에도 대체로 예상에 부합하는 방향으로 취약성에 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 모형 (3)~(4)에서 증권투자자금 유입 증가 및 자국통화 가치의 과도한 변동[30](실질실효환율 갭으로 측정)은 취약성을 높이는 것으로 나타났다. 즉, 외국인자본 유입이 경제규모보다 빠르게 증가하는 경우에는 신흥국의 취약성이 높아진다고 볼 수 있다. 모형 (5)에서 정부부채 증가는 취약성을 개선시키는 것으로 분석되어 확장적 재정정책이 대외건전성을 일부 제고시키는 효과로 해석할 수 있다. 다만 정부부채를 설명 변수로 포함하는 경우 경제성장률의 추정 계수의 부호가 예상과 반대방향으로 나타나는 등 정부부채와 경제성장률간 내생성 문제가 다른 변수에 비해 큰 것으로 추정되며 이를 감안하면 취약성 순개선 효과는 높지 않을 것으로 예상할 수 있다. 모형 (6)에서 외환보유액 증가는 취약성지표를 유의하게 개선시키는 것으로 분석되었으며 추정 계수에 비추어 볼 때 경상수지와 함께 취약성 판단에 대한 영향이 가장 큰 지표로 볼 수 있다.

한편 모형 (7)~(9)에서 경상수지의 취약성에 대한 영향력의 시차를 점검한 결과 경상수지 개선은 동기에서 3분기 이후까지 지속적으로 취약성지표를 낮추는 것으로 추정되었다.

설명 변수	(3) 증권자금 제외	(4) REER갭 제외	(5) 정부부채 제외	(6) 외환보유액 제외	(7) 경상수지 제외	(8) 경상수지 제외	(9) 경상수지 제외
외국인증권자금 (GDP대비%)	0.09** (2.37)						
REER갭[3] (5년평균 대비)		0.08*** (3.28)					
정부부채 (GDP대비%)			−0.06*** (−4.27)				
외환보유액 (GDP대비%)				−0.14*** (−6.59)			
경상수지(t−1) (GDP대비%)					−0.12*** (−3.92)		
경상수지(t−2) (GDP대비%)						−0.10*** (−3.36)	
경상수지(t−3) (GDP대비%)							−0.14*** (−4.51)
글로벌유동성[4] 증가율(%)	0.16*** (7.90)	0.12*** (5.89)	0.12*** (5.96)	0.12*** (5.49)	0.13*** (6.64)	0.13*** (6.75)	0.13*** (6.75)
경제성장률(%)	−0.05 (−1.15)	−0.06 (−1.34)	0.01 (0.24)	−0.05 (−0.96)	−0.12*** (−2.66)	−0.11** (−2.49)	−0.10** (−2.15)
상수항	59.85*** (261.9)	60.49*** (228.7)	63.87*** (113.0)	66.43*** (113.0)	63.43*** (289.3)	63.22*** (286.9)	62.53*** (290.0)
관측치 Adj. R^2	1,265 0.45	1,265 0.43	1,265 0.34	1,265 0.42	1,265 0.42	1,265 0.41	1,265 0.42

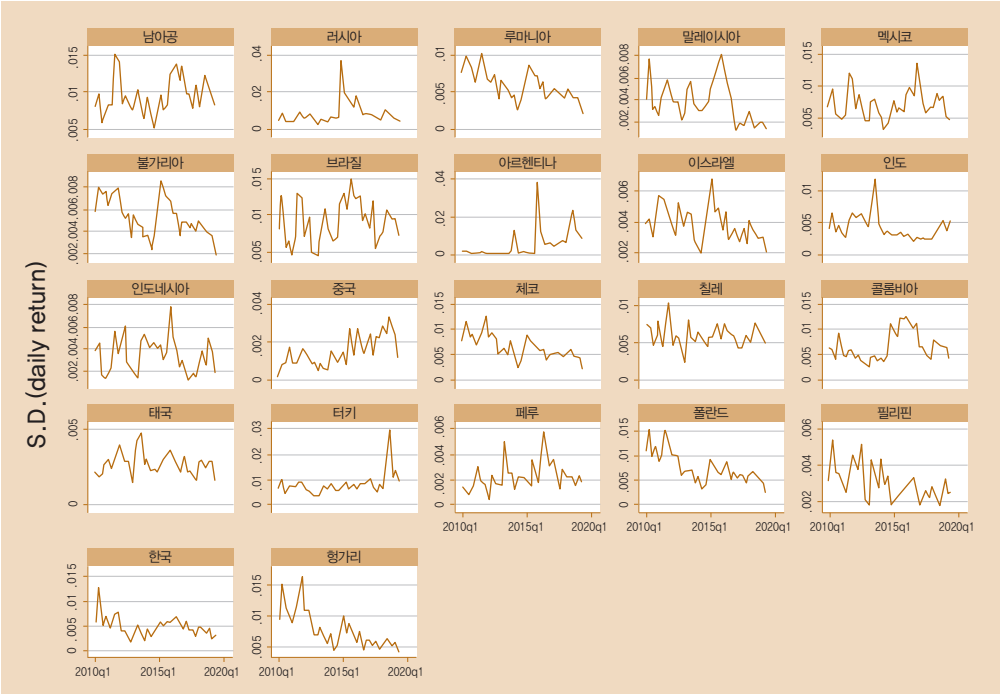
주: 1) 분석대상기간: 2001.1분기~2018.3분기, 19개국 국가별 고정효과를 고려
2) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미하며, ( )내는 t값
3) 최근 5년 평균 대비 절상 · 절하율의 절대값 기준, 과도한 절상 · 절하를 동일한 리스크로 취급한 원 지수의 산출방식에 따름
4) BIS 기준 달러화, 유로화 및 엔화 표시 글로벌유동성을 달러로 환산하여 합산
자료: BIS, Dahlhaus&Lam(2018)

30) 실질실효환율 절상률을 설명 변수로 이용한 경우에는 자국통화 절상이 취약성을 높이는 것으로 나타났다.

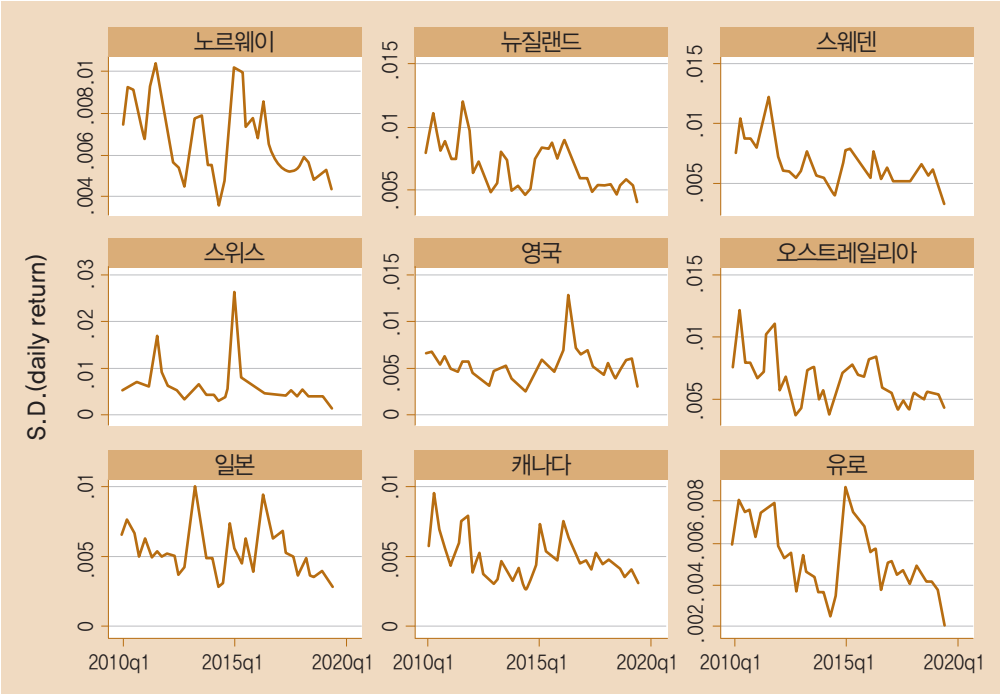
〈참고 4〉

국가별 환율변동성 산출 결과

신흥국



선진국



〈참고 5〉

경상수지 뉴스 충격 및 환율변동률 산출 방법

❶ 속보성이 높은 해당월 수출입 증가율(통관 기준) 및 경상수지 시차 변수를 설명 변수로 하고 월별 계절효과를 통제한 아래 추정식으로부터 경상수지(GDP 대비) 예측치를 산출한다.

추정식: $cay_t = \beta_1 * exg_t + \beta_2 * img_t + \gamma_1 * cay_{t-1} + \gamma_2 * cay_{t-2} + \Theta I_t + \epsilon_t$ (1)

cay : 경상수지 / GDP, exg : 수출증가율, img : 수입증가율,

I : 1, 3, 4, 5, 6, 8, 9월에 1의 값을 갖는 더미 벡터(7×1), ϵ : 추정오류

분석대상기간 : 예측 시점 기준 최근 20년

❷ 보도자료 발표일에 입수되는 경상수지(잠정치)와 예측치간 차이를 경상수지 뉴스 충격(surprise)으로 정의한다. 산출된 경상수지 충격의 값이 (+)이면 경상수지가 예상보다 좋은 것으로 해석할 수 있다. 한편 경상수지 통계가 통상 익연도말에 확정치로 수정되고 2014년에는 신기준 도입(BPM6)으로 과거 계열이 전체 수정된 점을 감안하여 ECOS에 수록된 최근의 확정치 대신 발표 당시의 보도자료에 수록된 잠정치를 이용하였다.[31]

$$CA\,shock_{t\ \text{기의 국제수지 발표일}} \equiv cay_t - \widehat{cay_t} \quad (2)$$

❸ 2000년 이후 경상수지 발표일의 원/달러 환율 변동[32]을 위의 식 (2)에서 산출한 경상수지 충격과 글로벌 달러화 변동으로 회귀분석한 결과를 본문의 표 〈6〉~〈7〉에 수록하였다. 보도자료가 서울 외환시장 개장(9:00) 전에 배포[33]됨에 따라 원/달러 환율 시가(始價)에 경상수지 충격이 반영될 가능성이 있다. 이 점을 확인하기 위해 환율 변동을 場前 변동, 즉 [전일종가−시가] 변동과 場中 변동, [시가−종가] 변동으로 나누어 분석하였다.[34]

분석 결과, 경상수지 뉴스 충격은 시가에 모두 반영되는 것이 아니라 보도자료 배포후 1시간여 후에 개장하는 서울 외환시장 장중 환율에 영향을 미치는 것으로 추정되었다. 이는 전일 장마감 후 발생한 유럽 및 미국 금융시장 상황의 영향이 원/달러 환율 시가에 우선 반영된 이후 국내요인이 시차를 두고 영향을 미치는 것으로 해석된다.

경상수지 뉴스충격이 환율에 미치는 영향 회귀분석[1] 결과

설명 변수	원/달러 환율 [전일종가-시가] (+)값은 원화 절하(달러화 절상)			원/달러 환율 [시가-종가] (+)값은 원화 절하(달러화 절상)		
	(1) 전 기간	(2) 전 기간	(3) 2012년이후	(4) 전 기간	(5) 전 기간	(6) 2012년이후
경상수지 뉴스충격	-0.01 (-0.08)		-0.11 (-0.40)	-0.07 (-0.35)		-0.44* (-1.67)
경상수지 뉴스충격(-1일)		-0.13 (-0.67)			-0.70*** (-3.19)	
글로벌 달러화 절상률[2]	0.219*** (4.29)	0.270*** (4.00)	0.482*** (4.47)	0.311*** (3.46)	0.181* (1.94)	0.838*** (3.58)
상수항	0.04 (1.48)	0.03 (0.88)	0.04 (0.96)	-0.03 (-0.96)	-0.04 (-1.19)	0.03 (0.82)
관측치	225	226	85	226	226	85
Adj. R^2	0.07	0.06	0.18	0.04	0.04	0.16

주: 1) 분석대상기간: 전 기간은 2000.1월~2019.3월중 2012년 이후는 2012.1월~2019.3월중 매월 경상수지 발표일
2) 주요통화(EUR, JPY, GBP, CAD, CHF, SEK)의 대미달러 환율 변동률을 DXY 비중에 따라 가중평균.
3) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미하며, ( )내는 t값
자료: 한국은행 홈페이지, Bloomberg

31) 다만 2000년도 이전 통계는 잠정치를 입수하기 어렵고 본고의 분석에서도 경상수지 예측치를 산출하기 위한 과거 시계열로만 이용하므로 2018.10월 기준 ECOS에 수록된 데이터를 사용하였음을 밝힌다.
32) 환율의 일별 변동률은 종가기준 전일비 변동률(로그차분)로 계산하였다.
33) 국제수지 통계는 2002.5월부터 현재의 보도 방식(8:00 보도, 즉시 취급)이 정착되었다. 이전에는 일정시간 보도 당일 오후부터 취급하도록 배포되었다.
34) 통제변수인 글로벌 달러화 절상률의 시간대를 일치시키기 위해 [전일종가-시가] 시간대에는 [런던시가-뉴욕종가]를, [시가-종가] 시간대에는 [동경시가-동경종가]를 각각 이용(Bloomberg 기준)

참고문헌

윤덕룡 · 오승환 · 김소영(2010), "우리나라의 환율변동 요인분석과 안정을 위한 정책방향," 대외경제정책연구원 연구보고서 10-6

조동철(2006), "경상수지 흑자 축소에 대한 이해 및 전망," KDI 경제전망 2006 3/4분기

Bordo, Michael D. and Anna J. Schwartz (1996) "Why Clashes between Internal and External Stability Goals Result in Currency Crises," *Open Economies Review* 7, 437-68.

Borio, Claudio and Piti Disyatat (2015) "Capital Flows and the Current Account: Taking Financing (more) Seriously," *BIS Working Papers* No 525

Dahlhaus, Tatjana and Alexander Lam(2018), "Assessing Vulnerabilities in Emerging-Market Economies," *Bank of Canada Staff Discussion Paper* 2018-13

Higgins, Matthew and Thomas Klitgaard (1998), "Viewing the Current Account Deficit as a Capital Inflow," *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 4 No. 13

de Mello, L., P. C. Padoan and L. Rousová (2011), "The Growth Effects of Current Account Reversals: The Role of Macroeconomic Policies," *OECD Economics Department Working Papers*, No. 871

de Mello, L. , Padoan, P. C. and Rousová, L. (2012), "Are Global Imbalances Sustainable? Shedding Further Light on the Causes of Current Account Reversals," *Review of International Economics*, Vol 20

Forbes, Kristin, Ida Hjortsoe and Tsvetelina Nenova (2017), "Current Account Deficits During Heightened Risk: Menacing Or Mitigating?," *The Economic Journal*, Vol. 127(May)

Frankel, J. and George Saravelos (2012), "Can leading indicators assess country vulnerability? Evidence from the 2008-09 global financial crisis," *Journal of International Economics*, Vol. 87

Gervais, Olivier, Lawrence Schembri and Lena Suchanek (2011), "External Stability, Real Exchange Rate Adjustment and the Exchange Rate Regime in Emerging-Market Economies," *Bank of Canada Discussion Paper* 2011-5

International Monetary Fund (2012), *Guidance Note for Surveillance under Article IV Consultation*

International Monetary Fund (2015), *Guidance Note for Surveillance under Article IV Consultation*

International Monetary Fund (2019), *External Sector Report: The Dynamics of External Adjustment July 2019*

International Monetary Fund (2019), World Economic Outlook Database April 2019

Keynes, John Maynard(1923), *A Tract on Monetary Reform*, Macmillan & Co.

Lagarde, Christine (2016) "Managing Spillovers-Striking the Right Balance of Domestic Objectives and External Stability," speech at Norges Bank

Lane, P.R. & G.M. Milesi-Ferretti (2018) "The External Wealth of Nations Revisited: International Financial Integration in the Aftermath of the Global Financial Crisis," *IMF Economic Review*, Vol. 66

Lee, Jieun. and Doojin Ryu (2019), "The Impacts of Macroeconomic News Announcements on Intraday Implied Volatility," *BOK Working Paper* 2019-2

Uribe, Martin and Stephanie Schimitte-Grohe (2017), *Open Economy Macroeconomics*, Princeton University Press