

유럽 재정위기에 따른 외국인의 채권투자 행태 변화 분석

- 만기별 채권순매수 변화를 중심으로 -

김경석*, 박종연**, 노승재***

요약

본 연구는 유럽 재정위기의 심화로 인하여 금융기관의 신용여건이 악화될 경우, 외국인 채권순매수가 축소된다는 것을 실증하였다. 유럽의 재정위기가 확산된 2009년 이후 유럽 금융기관의 신용경색 정도를 나타내는 Euribo - OIS 스프레드는 외국인의 전체 채권순매수와 강한 음(-)의 관계를 보였다. 특히 외국인의 2~5년 만기 중기물 채권순매수는 유럽의 재정위기와 관련하여 밀접한 모습을 나타냈다. 한편 선행연구에서는 외국인의 채권투자가 만기별로 각각 상이한 결정요인을 갖고 있음을 실증하였는데, 본 연구의 분석기간(2009년 1월 ~ 2011년 12월)에는 선행연구에서 실증한 외국인의 만기별 결정요인과는 다른 결과가 나타났다. 이는 외국인의 만기별 채권순매수 결정요인이 시장상황에 따라 가변적임을 시사하는 것이다. 이상을 감안하면 금융당국은 유럽의 재정위기를 단계별로 구분하고, 금융기관의 신용경색이 심화될 경우 외국인의 급격한 자금이탈 가능성에 대비해야 할 것이다. 또한 국내적으로는 외환건전성 개선노력을 지속하는 가운데, 글로벌 신용경색 재발시 외국인의 급격한 자금이탈을 방지하기 위해 적극적인 Smoothing Operation을 통해 환율변동성을 축소시키는 것이 필요하다.

Analysis of Foreigners' Bond Investment Behavioral Changes Influenced by European Financial Crisis

- Focusing on Variations of Different Maturity Bonds Net Investments -

Kyung-Suk Kim*, Jong-Youn Park**, Sung-Jae Rowe***

ABSTRACT

This research proved that when the credit conditions of financial institutions are worsening because of European financial crisis, the foreigners' investments of bonds are reduced. After year 2009, when the European financial crisis is wide spread, the Euribo - OIS spread, which shows the credit crunch level of European financial institutions, has shown a strong negative relationship with foreigners' total net investment. Especially, the foreigners' net investments in 2-5 year maturity bonds have shown very close relationship with European financial crisis. The precedent research proved that foreigners' bonds investment has shown different decision factors on each different term bonds. The analysis period (January 2009 - December 2011) of this research has proven different result compare to the precedent research of foreigners' decision factors on different maturity bonds. This result implies that foreigners' net investment decisions on different maturity bonds varied depending upon the market conditions. Based on these findings, the financial authorities should classify different phases depending upon European financial crisis and be prepared for foreigners' drastic capital withdrawals because of deepening on credit strains of financial institutions. In addition, the financial authorities should continue strive to improve the foreign reserve soundness. And they should practice the aggressive smoothing operations in order to reduce the foreign exchange fluctuations to stop foreigners' drastic capital withdrawals if the global credit strains recur.

Key Words : Home bias, Foreigners' Capital Withdrawals, Europe's Financial Crisis, CDS Premium, Euribo - OIS Spread, Term of Foreigners' Bonds Investment

* 외환은행(✉kskim@hotmail.com)

** 우리투자증권

*** 글로벌가치창조연구소

· 제1저자(First Author) : 김경석 · 교신저자(Correspondent Author) : 노승재

· 접수일(2012년 3월 7일), 수정일(1차 : 2012년 4월 5일), 게재확정일(2012년 4월 9일)

I. 서론

과거 외국인의 국내 유가증권 투자는 채권투자보다 주식시장에 편중되는 현상을 나타냈었다. 그러나 2007년 하반기를 기점으로 외국인의 국내 채권투자가 본격적으로 늘어나기 시작하면서 외국인 유가증권 투자에 변화가 나타나고 있다. 2004년 국내주식시장에서 외국인의 투자비중은 45%에서 2011년에는 그 비중이 32%대로 축소되었다. 반면 2006년말 5조원에 불과했던 외국인의 원화채권 보유 잔액은 2011년말 83조원까지 확대되었으며, 같은 기간 외국인의 채권보유 비중도 0.59%에서 6.90%로 확대되었다. 이처럼 외국인의 원화채권 투자가 급격하게 늘어난 가장 큰 원인은 선물환 시장의 불균형으로 인해 국내에서 금리 재정부재 기회가 발생했기 때문이었으며, 이후 재정부재 이외의 다양한 목적으로 외국인의 원화채권 투자가 확대되었다. 또 하나의 원인으로는 정보통신기술의 발달로 인해 글로벌 투자가 활발해지면서 자국편향(home bias)이 약화되었기 때문으로 볼 수 있다.

그러나 외국인의 채권보유 규모가 늘어남에 따라 글로벌 금융위기가 발생할 경우 외국인 투자자들의 급격한 자금 유출입이 국내금융시장에 미치는 영향이 커지고 있는 상황이다. 2008년 9월 리만브라더스의 파산으로 글로벌 신용경색이 심화되자, 외국인 투자자가 국내 주식 뿐 아니라 채권시장에서도 대규모 자금 이탈을 보였다. 이로 인해 국내 금융시장은 단기적으로 주가 급락, 금리 급등, 원/달러 환율 급등이 동시에 나타나는 이른 바 트리플 약세를 보였으며, 실물경제에 미치는 충격 역시 컸다. 이후 정부에서는 외국인의 급격한 자금 유출입을 막기 위해 외국인의 국채투자 시 이자소득세 채무과, 외은지점의 선물환 포지션 제한, 은행세 부과 등 여러 규제에 나섰으나, 1997년 외환위기 이후 자본자유화를 표방하고 있는 한국으로서는 외국인의 자금유출입을 완전히 규제할 수는 없는 상황이다.

2008년 리먼사태 이후, 2009년부터 시작된 유럽의 심각한 재정위기는 국내금융시장에서 외국인 투자자들의 급격한 자금유출에 대한 우려를 증폭시키고 있다. 특히 그동안 그리스, 포르투갈, 아일랜드 등 주변국에 머물렀던 유럽의 재정위기가 최근에는 이탈리아, 스페인, 프랑스 등 중심 국가로 확산되고 있어 긴장감이 고조되고 있다. 이탈리아의 국고채 10년 금리는 한때 구제금융 신청의 임계수준으로 여겨지는 7%를 넘나들었으며, 국제신용평가사인 S&P는 2012년 1월 프랑스의 국가신용등급을 AAA에서 AA+로 강등하기에 이르렀다. 이에 따라 유럽의 재정위기가 외국인의 원화채권 투자에는 어떠한 영향을 미치며, 급격한 자금유출의 가능성은 없는지를 면밀하게 살펴보는 것이 매우 중요하다고 판단된다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. II장에서는 국내외 선행연구를 살펴보고 본 연구의 기여도를 언급하고, III장에서는 연구자료 소개와 연구모형을 설명한다. IV장에서는 연구모형 분석 결과를 해석하고, V장에서는 결론과 함께 정책적인 시사점을 정리하고자 한다.

II. 선행연구

채권시장과 관련한 해외 선행연구는 크게 채권시장을 통한 분산투자효과, 이머징마켓 채권수익률 또는 스프레드의 결정요인, 채권시장 유동성 내지 유동성 위험 등에 관한 연구 등으로 나뉘고 있다. 국내에서도 2007년 이후 외국인의 채권투자가 확대되면서 관련된 연구가 점차 늘어나고 있다.

먼저 채권 포트폴리오의 분산투자 효과에 관한 연구는 2000년대 이후 주식 및 채권의 혼합 포트폴리오에 관한 연구에 덧붙여 특히 선진국 및 개도국 정부의 채권 포트폴리오의 분산투자 효과에 관한 연구가 주를 이루고 있다. 예를 들어, Hansson et al.(2009)은 선진국 정부채권 포트폴리오에 이머징마켓 채권들을 편

입하는 경우 분산투자효과가 더욱 크게 나타나며, 환위험에 대해 헤징된 회사채들도 이러한 분산효과를 가져옴을 밝혔다. Hunter and Simon(2004)도 1992-2002년 동안 선진국간의 경기사이클 동조화가 심화됨에도 불구하고 미국 투자자들이 선진국 정부채권에 투자하면서 환위험을 헷지하는 경우 채권시장이 변동성이 심하고 약세인 기간에도 분산투자 효과를 누릴 수 있음을 밝혔다.

다음으로 이머징마켓 채권수익률 및 스프레드 결정요인에 관한 연구에서는 해당국가의 경제 펀더멘털이 중요함을 밝히고 있다. 특히 Edwards(1986)는 이머징마켓의 채권스프레드에 대해 각국의 대외부채 및 부채상환능력이 유의한 관계가 있음을 밝혔으며, Min(1998)은 각국의 인플레이션, 순 해외자산 보유, 교역조건, 실질환율이 이머징마켓 스프레드에 영향을 미친다는 것을 보여주었다. 한편 Mauro et al.(2002)은 이머징마켓들의 스프레드 상관관계가 높아지고 있음을 밝혔으며, McGuire and Schrijvers(2003)은 1997-2003년의 기간 동안 공통요인들이 이머징마켓 채권스프레드의 일일 변동 폭의 1/3을 설명한다고 밝혔다.

최근에는 이머징마켓 채권스프레드와 관련하여 CDS 프리미엄을 통한 결정요인 분석도 이루어지고 있다. Kucuk(2010)는 수익률 스프레드 중 채무불이행 위험외의 기타 위험요인을 추정하여 유동성위험 등이 스프레드를 결정하는 주요 요인임을 밝혔다.

또한 IMF(2005)는 이머징마켓 채권에 대한 외국인의 투자는 수요기반을 확대시켜 이들 채권의 수익률을 낮추는 데 기여한다고 밝혔다. 또한 Gonzalez-Rozada and Yeyati(2008)는 이머징마켓 채권스프레드의 변화는 위험 감내도, 글로벌유동성, 전염효과 등 글로벌요인들에 의해 설명됨을 밝혔다. Peiris(2010)에 의한 시장조사에서는 글로벌 채권펀드에는 이머징마켓 채권에 대한 투자가 일반적으로 적게 배분되는 가운데, 글로벌 채권펀드나 헤지펀드들이 보유 포트폴리오에서 소량의 이머징마켓 채권을 편입해도 수익률을 높일 수 있음을 시사하였다. 마지막으로 채권시장의 유동성과 관련한 연구에서는 Roldos(2004)가 외국인 투자자들 간에 투자전략이 상이함에도 불구하고, 외국인 투자자는 현지 채권시장을 발전시키고 거래를 활성화하며 유동성이 있는 효율적인 시장으로 이끌 것이라고 주장하였다.



그림. 1 외국인투자자의 국내 채권보유 잔액 및 비중 추이
 Fig. 1 Foreign investors' won-denominated bond holding and ownership ratio (source : Finance Supervisory Service)

한편 국내에서는 외국인의 채권투자가 본격화되기 시작한 2007년을 기준으로 연구주제가 다소 차이를 보인다. 2007년 이전에 이루어진 선행연구는 대부분 국내 채권시장에서 외국인의 채권투자가 부진한 이유가 무엇인지를 분석하였다. 대표적으로 박대근(2006)은 정부 당국의 규제가 외국인의 채권투자를 저해하는 요인이라고 주장하였다. 이는 Burger and Warnock(2007), Fidora et al(2007) 등이 주장한 채권시장이 주식시장보다 자국편향(Home bias)이 훨씬 크기 때문에 외국인의 채권투자가 부진하다는 내용과 같다.

2007년 이후 외국인의 채권투자가 확대되면서 이에 대한 연구도 본격화되었다. 양양현과 이혜림(2008)은 국내에서 차익거래 유인의 발생이 외은지점과 외국인의 국내채권 투자를 늘리고 있음을 밝혔다. 원승연과 주상영(2009)은 외국인의 채권투자 결정요인이 차익거래 이익과 한국 채권시장에 대한 신용위험이라는 것을 실증분석 했으며, 외국인의 채권투자가 급증함에 따라 이전과는 달리 외국인이 채권시장에 일정한 영향을 미치고 있다고 주장했다. 이에 반해 박종연(2009)은 외국인의 채권투자 확대에도 불구하고 대부분 단기채권 매수에 그치고 있어 채권시장에 미치는 영향은 미미하다고 주장하였다.

한편 김동순과 박종연(2011)은 외국인의 채권투자를 만기별로 구분하고, 만기별로 외국인의 채권투자를 결정하는 요인이 각각 상이함을 실증하였다. 실증분석 결과 외국인의 2년 이하 단기채권의 순매수는 재정거래 요인에 민감하고, 2~5년 만기 중기채권의 순매수는 환율변동성 변화와 한미간 주가변화를 차이와 유의한 관계를 보였으며, 5년 이상 장기채권의 순매수는 한국과 PIIGS 국가들의 평균 CDS 프리미엄 차이, 환율변동성 변화, 한미간 주가변화율 차이, 국제회전율 변화 등과 관련이 있는 것으로 나타났다.

이처럼 앞선 선행연구에서는 외국인의 자국통화표시 채권에 대한 투자를 분산투자효과 차원에서 접근하고 있으며, 국내에서는 특징적으로 금리 재정거래

기회의 발생이 외국인의 채권투자 확대 요인임을 주장하고 있다. 또한 외국인의 만기별 채권투자 결정요인이 각각 상이함을 밝히고 있다.

그러나 2008년 리먼브라더스의 파산과 같은 글로벌 금융시장의 충격이 외국인의 국내 채권투자에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 분석은 상대적으로 부족한 상황이다. 이에 본 연구에서는 글로벌 신용여건의 변화가 외국인의 국내 채권투자에 어떠한 영향을 미치는지를 살펴보고, 특히 유럽의 재정위기가 심화된 2009년 이후 외국인의 채권투자 행태 변화를 분석한다. 또한 유럽의 재정위기 이후에도 김동순과 박종연(2011)이 실증한 만기별 외국인의 채권투자 결정요인이 여전히 유효한지를 재점검하고자 한다.

III. 연구자료 및 연구모형 설정

본 연구에서 사용된 자료의 시계열은 유럽의 재정위기가 심화된 2009년 1월부터 2011년 말까지이며, 충분한 표본수를 확보하기 위해 주간 자료를 사용하였다. 시계열 자료들은 금융감독원, 금융투자협회, 연합인포맥스 등에서 수집하였으며, 특히 연합 InforMax에서 제공하는 유료서비스인 NEW Infomax 3.0은 금융감독원, 금융투자협회 등의 보도자료에 인용된 데이터를 통합관리하고 있어 이를 활용했다.

<그림 1>에 보는바와 같이 외국인의 원화채권 투자는 2007년부터 본격화되었다. 이는 정보통신기술의 발달로 인해 국가간 정보수집이 용이해지면서 자국편향(home bias)이 약화되고, 국내적으로는 금리재정거래의 기회가 발생했기 때문으로 여겨진다. 특히 <표 1>에서 보는바와 같이 시간이 지날수록 북미계와 유럽계 투자자의 투자비중이 확대되었다는 점에서 정보통신기술의 발달로 인해 글로벌 채권투자가 촉진된 것으로 사료된다.

표 1 외국인 투자자의 연간 순매수 금액 및 지역별 투자비중
 Table 1. Foreign investors' yearly net-buying amount and ownership ratio by region (source : Finance Supervisory Service)

	외국인 채권순매수 금액(억원)	북미계 투자비중(%)	유럽계 투자비중(%)	아시아계 투자비중(%)	기타 투자비중(%)
2008년	227,757	4.0	13.7	56.6	25.8
2009년	526,095	12.0	26.3	58.3	3.4
2010년	643,277	13.5	31.9	45.5	9.5
2011년	410,238	16.9	13.1	56.9	13.1

연구모형은 유럽의 재정위기가 심화되면서 외국인의 전체 채권순매수와 만기별 채권순매수 금액에 어떠한 변화가 나타나는지를 살펴보기 위해 다음과 같이 설정하였다.

먼저 종속변수로는 외국인의 전체 채권순매수 금액(TNB; total bond net buying), 2년 이하 단기 채권순매수 금액(SNB: short-term bond net buying), 2~5년 중기 채권순매수 금액(MNB; mid-term bond net buying), 5년 이상 장기 채권순매수 금액(LNB: Long-term net buying)을 각각 설정하였다.

다음으로 독립변수(I)로는 유럽의 재정위기 정도를 나타내는 변수로 구성하였다. 대표적으로 PIIGS 국가(포르투갈, 아일랜드, 이탈리아, 그리스, 스페인)의 평균 CDS 프리미엄(CDSA; CDS average)은 유럽의 재정위기 심화 정도를 알 수 있으며, PIIGS 국가와 한국의 CDS 프리미엄 차이(CDSD: CDS difference)는 한국과 유럽의 상대적인 신용위험의 차이를 구분할 수 있다. 그리고 유럽 금융기관의 신용경색 정도에 따른 영향을 살펴보기 위해 유럽 금융기관의 조달금리인 Euribor와 초단기금리인 OIS(Overnight Index Swap)와의 차이(Euri-OIS; Euribor - OIS)를 추가하였다.

또한 연구모형의 강건성을 높이기 위해 독립변수(II)로는 외국인의 자국통화 표시 채권매수에 영향을 줄만한 기타 요인들로 구성하였다.

이 중 원/달러 환율(FX; foreign exchange), 원/달러 환율 변동성(FXV; foreign exchange volatility)은 환차익과 관련된 변수이며, 한미 주요 주가지수 차이(SIS; stock index spread)는 한국의 상대적인 경기여건을 대변한다. 또한 한미 10년 만기 금리 차이(IRS: International rate spread)는 한국의 상대적인 금리매력도를 나타내며, 선행연구에서 외국인의 채권투자 확대요인으로 실증된 금리 재정거래 기대이익(AER; arbitrage expected return)을 추가하였다. 각 변수들의 기초통계량은 <표 2>를 통해 제시하였다.

연구모형은 유럽 재정위기에 따른 외국인의 채권투자 행태 변화를 분석하기 위해 두 가지로 나누어 분석하였다. 첫 번째 회귀모형에서는 유럽 재정위기와 관련된 독립변수(I)와 종속변수와의 관계만을 살펴보았으며, 두 번째 회귀모형에서는 일반적으로 외국인의 국내채권 투자와 관련된 독립변수(II)를 함께 고려하였다. 각각의 회귀모형은 다음과 같다.

1) 회귀모형 I: 유럽의 재정위기 관련된 변수만 고려

$$\Delta TNB_t, \Delta SNB_t, \Delta MNB_t, \Delta LNB_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta CDSA_t + \beta_2 \Delta CDSD_t + \beta_3 \Delta EURI - OIS_t + \epsilon$$

표. 3 변수들의 기초 통계량
Table 3. Variable's basic statistics

구분 변수명		기초 통계량				
		평균	중간값	최대값	최소값	표준편차
종속 변수	외국인 전체채권 순매수 (단위: 천억원)	9.98	9.22	61.92	-31.92	9.20
	외국인 단기채권 순매수 (단위: 천억원)	6.44	5.81	37.00	-27.58	6.75
	외국인 중기채권 순매수 (단위: 천억원)	2.92	2.24	18.20	-3.75	3.24
	외국인 장기채권 순매수 (단위: 천억원)	0.60	0.24	14.48	-3.00	2.02
독립 변수 (I)	PIIGS 국가 평균 CDS 프리미엄 (단위: bps)	537	354	3439	82	602
	한국과 PIIGS 평균 CDS의 차이 (단위:bps)	395	244	3,280	-230	608
	EULIOR - OIS 스프레드 (단위: bps)	46	33	114	16	25.5
독립 변수 (II)	원/달러 환율 (단위: 원)	1,179	1,159	1,550	1,052	94.83
	*원/달러 환율 주간 변동률 (단위: %)	-0.08	-0.12	8.63	-4.77	1.82
	**한미 주요 주가지수 차이 (단위: p)	-8,817	-8,925	-5,572	-10,771	1,203.0 6
	한미 10년 만기 금리 차이 (단위: %P)	1.63	1.68	2.48	0.90	0.34
	***재정거래 기대이익 (단위: %p)	2.01	1.92	3.90	0.76	0.66

* 원/달러 환율 주간 변동률 = (금주말 환율 - 직전주말 환율) / 직전주말 환율 * 100

* 한미 주요 주가지수 차이 = KOSPI 지수 - DOW 지수

** 재정거래 기대이익 = 2년 만기 동안채 금리 - 2년 만기 CRS 금리

2) 회귀모형 II: 유럽 재정위기 관련 변수뿐 아니라
기타 변수까지 고려

$$\Delta TNB_t, \Delta SNB_t, \Delta MNB_t, \Delta LNB_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta CDSA_t + \beta_2 \Delta CDS_t + \beta_3 \Delta EURI - OIS_t + \beta_4 \Delta FX_t + \beta_5 \Delta FXV_t + \beta_6 \Delta SIS_t + \beta_7 \Delta IRS_t + \beta_8 \Delta AER_t + \epsilon$$

IV. 분석 결과

단순히 유럽의 재정위기 관련된 변수와 외국인의 채권순매수와의 관계를 분석한 회귀모형 I의 결과는 <표 4>에서 보는 바와 같다.

분석 결과 유럽의 재정위기의 정도를 나타내는 PIIGS 국가의 평균 CDS 프리미엄과 PIIGS와 한국의 CDS 프리미엄 차이는 외국인의 순매수 변화에 큰 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 반면 유럽 금융기관에 신용경색 정도를 나타내는 Euribo - OIS 스프레드는 대체로 외국인의 채권순매수를 감소시키는 요인으로 나타났으며, 특히 2~5년 만기 중기채권의 순매수에서 민감도가 높은 것으로 나타났다.

표. 4 유럽 재정위기 관련 변수만을 고려한 회귀모형 I의 결과
Table 4. The results of regression I - considering Eurozone's crisis related variables

종속변수	외국인 전체채권 순매수	외국인 단기채권 순매수	외국인 중기채권 순매수	외국인 장기채권 순매수
PIIGS 국가 평균 CDS 프리미엄	0.69 (0.04)	-8.33 (-0.58)	7.44 (1.04)	1.64 (0.36)
PIIGS와 한국의 CDS 프리미엄 차이	-1.31 (-0.07)	6.15 (0.46)	-6.77 (-1.01)	-0.81 (-0.19)
Euribor - OIS 스프레드	*-116.65 (-1.79)	-50.42 (-1.06)	** -51.76 (-2.19)	-15.06 (-1.01)
Adj R-square	0.10	0.12	0.04	0.02

주) *, **, ***은 t값으로 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 나타냄

표. 5 기타 변수까지 고려한 회귀모형 II의 결과
Table 5. The results of regression II - considering all variables

종속변수		외국인 전체채권 순매수	외국인 단기채권 순매수	외국인 중기채권 순매수	외국인 장기채권 순매수
독립 변수 (I)	PIIGS 국가 평균 CDS 프리미엄	27.25 (0.89)	-2.12 (-0.10)	*22.25 (1.93)	7.59 (1.03)
	PIIGS와 한국의 CDS 프리미엄 차이	-21.42 (-0.71)	5.43 (0.25)	*-21.31 (-1.88)	-6.11 (-0.85)
	Euribor - OIS 스프레드	***-237.41 (-3.46)	***-148.33 (-2.99)	** -67.88 (-2.62)	-21.45 (-1.30)
	원/달러 환율	*-45.62 (-1.65)	-19.32 (-0.97)	** -23.91 (-2.29)	-2.96 (-0.44)
독립 변수 (II)	원/달러 환율 변동성	**855.38 (2.30)	429.61 (1.60)	**306.98 (2.18)	119.91 (1.34)
	한미 주요 주가지수 차이	***5.86 (3.11)	***4.08 (3.00)	1.08 (1.52)	0.69 (1.53)
	한미 10년만기 금리 차이	*5372.21 (1.82)	*3991.21 (1.87)	1376.10 (1.23)	33.52 (0.05)
	재정거래 기대이익	-2339.09 (-1.06)	-1142.16 (-0.72)	-36.29 (-0.04)	** -1139.95 (-2.16)
	Adj R-square	0.20	0.23	0.12	0.04

주) *, **, ***은 t값으로 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 나타냄

김동순, 박종연(2011)의 선행연구에 따르면, PIIGS와 한국의 CDS 프리미엄 차이가 외국인의 장기채권 순매수를 결정하는 주요 요인으로 나타났으나, 본 연구의 분석기간(2009년 1월 ~ 2011년 12월)에는 그러한 관계가 성립하지 않았다.

이는 외국인의 만기별 채권투자 결정요인이 시장상황에 따라 달라질 수 있음을 시사한다.

한편 회귀모형 I의 분석결과에 대한 신뢰도를 높이기 위해 외국인의 자국통화표시 채권투자에 영향을 주는 기타 변수들까지 포함한 회귀모형 II의 결과는 <표 4>에서 보는 바와 같다.

전체적인 분석결과는 회귀모형 I의 결과와 크게 다르지 않으며, 유럽 금융기관의 신용경색 정도를 나타내는 Euribo - OIS 스프레드가 외국인의 채권순매수에 미치는 영향은 더욱 뚜렷해졌다.

회귀모형 I에서는 외국인의 중기채권 순매수에서만 통계적으로 유의한 모습을 보였으나, 회귀모형 II에서는 외국인의 전체채권 순매수와 단기채권 순매수에서도 통계적인 유의성이 확인되었다.

특히 외국인의 채권투자에 영향을 미치는 다른 변수들까지 고려할 경우 Euribo - OIS 스프레드는 외국인의 전체 채권순매수를 결정하는 핵심변수로 나타났다.

또한 회귀모형 II에서는 PIIGS 국가의 평균 CDS 프리미엄과 PIIGS와 한국의 CDS 프리미엄 차이가 외국인의 중기채권 순매수에 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 외국인의 중기채권 순매수가 유럽의 재정위기와 관련하여 가장 민감하게 반응하는 것을 시사한다.

한편 외국인의 채권순매수는 유럽의 재정위기와 관련된 변수 외에도 다른 요인들에 민감하게 반응하는 모습을 보였다. 원/달러 환율은 외국인의 순매수와 대체적으로 음(-)의 관계를 보였으며, 원/달러 환율의 변동성은 정(+)의 관계를 보였다. 이는 원화가 절상될수록 외국인의 원화채권 순매수가 늘어나는 것을 의미

하며, 환율변동성 증가는 환에 대한 외국인의 채권투자 민감도가 그만큼 높다는 것을 시사한다.

한국경제의 상대적인 강세를 나타내는 한미 주가지수 차이는 예상대로 외국인의 원화채권 순매수와 강한 정(+)의 관계를 보였으며, 특히 단기채권의 순매수에서 민감하게 나타났다. 한국채권의 상대적인 이자 수익 크기를 나타내는 한미 10년 금리 차이도 대체로 외국인의 채권순매수와 정(+)의 관계를 보였다.

특징적인 것은 선행연구에서 외국인의 단기물 채권 순매수와 밀접한 모습을 보였던 재정거래 기대이익이 본 연구의 분석기간(2009년 1월 ~ 2011년 12월)에는 특별한 연관성을 보이지 않았다는 것이다. 오히려 재정거래 기대이익이 커질수록 외국인의 장기채권 순매수가 축소되는 모습을 보였다. 이는 외국인의 만기별 채권순매수 결정요인이 시장상황에 따라 가변적임을 반복적으로 나타내는 것으로 볼 수 있다.

이상에서 살펴본 바와 같이 유럽의 재정위기가 심화되어 금융기관의 신용여건이 악화될수록 외국인의 전체 채권순매수는 감소하는 것으로 나타났으며, 특히 2~5년 만기 중기채권이 유럽의 재정위기와 관련하여 민감하게 반응하는 것으로 나타났다. 이는 금융기관의 신용여건이 악화될 경우 디레버리징으로 인해 국내에서도 외국인의 채권투자가 축소되기 때문으로 여겨진다. 따라서 유럽의 재정위기와 관련하여 금융기관의 신용경색 정도가 외국인의 국내 채권순매수를 결정하는 주요한 요인이 될 것으로 판단된다.

또한 김동순과 박종연(2011)의 주장대로 외국인의 만기별 채권순매수 결정요인은 각각 상이했으나, 본 연구의 분석기간(2009년 1월 ~ 2011년 12월)에는 만기별 순매수 결정요인이 선행연구의 결과와 다르게 나타났다. 이는 외국인의 만기별 채권순매수 결정요인이 시장상황에 따라 달라진다는 것을 의미한다.

IV. 결론 및 시사점

외국인의 원화채권 투자는 정보통신기술의 발달과 금리재정거래 기회 발생으로 인해 2007년부터 본격화되기 시작하여 2011년 말 현재 외국인의 채권보유 잔액은 85조원으로 늘었으며, 채권보유 비중도 7.5%까지 확대되었다. 이로 인해 글로벌 금융시장의 변화에 따라 외국인의 급격한 자금 유출입에 대한 우려도 함께 커지고 있다. 실제로 지난 2008년 리먼브라더스의 파산으로 글로벌 신용경색이 심화됨에 따라 외국인 투자자는 주식뿐 아니라 채권시장에서도 대거 자금이탈을 보이며 국내 금융시장에 충격을 준 바 있다. 이로 인해 최근 유럽의 재정위기가 주변국에서 중심국으로 확산되자 외국인의 급격한 자금이탈에 대한 우려가 재차 커지고 있다.

외국인의 원화채권 투자는 2007년부터 본격화되기 시작하여 2011년 말 현재 외국인의 채권보유 잔액은 85조원으로 늘었으며, 채권보유 비중도 7.5%까지 확대되었다. 이로 인해 글로벌 금융시장의 변화에 따라 외국인의 급격한 자금 유출입에 대한 우려도 함께 커지고 있다. 실제로 지난 2008년 리먼브라더스의 파산으로 글로벌 신용경색이 심화됨에 따라 외국인 투자자는 주식뿐 아니라 채권시장에서도 대거 자금이탈을 보이며 국내 금융시장에 충격을 준 바 있다. 이로 인해 최근 유럽의 재정위기가 주변국에서 중심국으로 확산되자 외국인의 급격한 자금이탈에 대한 우려가 재차 커지고 있다.

실증분석 결과 유럽의 재정위기가 심화되어 금융기관의 신용여건이 악화될수록 외국인의 채권순매수도 감소하는 것으로 나타났다. 유럽 금융기관의 신용경색 정도를 나타내는 Euribo - OIS 스프레드는 외국인의 전체 채권순매수와 강한 음(-)의 관계를 보였으며, 특히 외국인의 2~5년 만기 중기채권 순매수는 유럽의 재정위기와 높은 연관성을 나타냈다.

한편 김동순과 박종연(2011)이 선행연구에서 밝힌

바와 같이 외국인의 채권순매수는 만기별로 각각 상이한 요인에 민감하게 반응했으나, 본 연구의 분석 기간에는 선행연구의 결과와는 상이한 결과가 나왔다. 이는 외국인의 만기별 채권순매수 결정요인이 시장상황에 따라 변화하는 것을 시사한다.

결론적으로, 유럽의 재정위기가 심화되어 금융기관의 신용경색으로 이어질 경우 외국인의 채권자금 이탈 가능성은 높아지는 것으로 나타났다. 따라서 정부는 유럽의 재정위기를 단계별로 나누어 대응하고, 금융기관의 신용경색이 악화될 경우 국내에서 외국인의 급격한 자금이탈에 대한 준비에 나서야 할 것으로 여겨진다. 또한 국내적으로 외환건전성을 강화하여 글로벌 신용위기가 재발 하더라도, 외국인 투자자들의 급격한 자금이탈을 방지하여야 한다. 이를 위하여 정부와 금융당국은 환율 변동성을 줄이는 Smoothing Operation에 적극적으로 나서는 것이 바람직하다.

참고문헌

- [1] Hansson, M., Liljeblom, E. and Loflund, A. (2009), "International Bond Diversification Strategies: The Impact of Currency, Country, and Credit Risk", *European Journal of Finance*, Vol 15, No 5-6, pp 555-583.
- [2] Hunter, D. M. and Simon, D. P. (2004), "Benefits of International Bond Diversification", *Journal of Fixed Income*, Vol 13, pp 57-72.
- [3] Edwards, S. (1986), "The Pricing of Bonds and Bank Loans in International Markets: an Empirical Analysis of Developing Countries' Foreign Borrowing", *European Economic Review*, Vol 30, pp 565-89.
- [4] Min, H. G. (1988), "The Determinants of Emerging Market Bond Spreads: Do Economic Fundamentals Matter", Policy Research Working Paper No. 1899, World Bank.
- [5] Mauro, P., Sussman, N. and Yafeh, Y. (2002), "Emerging Market Spreads: Then versus Now", *the Quarterly Journal of Economics*, Vol 117, No 2, pp 695-733.

- [6] McGuire, P. and Schrijvers, M. A. (2003), "Common Factors in Emerging Market Spreads", Bank for International Settlements Quarterly Review, 2003, DEC.
- [7] Kucuk, U. N. (2010), "Non-Default Component of Sovereign Emerging Market Yield Spreads and its Determinants: Evidence from Credit Default Swap Market", Journal of Fixed Income, Vol 19, No 4, pp 44 - 66.
- [8] Gonzalez-Rozada, M. and Yeyati., E. L. (2008), "Global Factors and Emerging Market Spread", The Economic Journal, Vol 118, No 233, pp 1917-1936.
- [9] Peiris, S. J. (2010), "Foreign Participation in Emerging Markets' Local Currency Bond Markets", IMF Working Paper.
- [10] Roldos, J. E. (2004), "Emerging Local Bond Markets, in Emerging Local Securities and Derivatives Markets", World Economic and Financial Surveys.
- [11] 박대근, "외국인 투자자의 국내채권 보유비중 결정요인", 금융학회지, 제11권, 제2호, pp. 105-131, 한국금융학회, 2006.
- [12] Burger, John D. and Francis E. W. (2007), "Foreign Participation in Local Currency Bond Market", Review of Financial Economics, Vol 16, No 3, pp 291-304.
- [13] Fidora, M., Marcel F., and Christian T. (2007), "Home Bias in Global Bond and Equity Markets: The Role of Real Exchange Rate Volatility", Journal of International Money and Finance, Vol 26, No 4, pp 631-55.
- [14] 양양현, 이혜림, 차익거래 유인과 외은 지점 및 외국인의 국내 채권투자에 관한 분석, 조사통계월보, 8월, 2008.
- [15] 원승연, 주상영, "외국인의 채권투자 결정요인과 영향에 대한 연구", 경제학연구, 제57권, 제3호, pp. 31-65, 한국경제학회, 2009
- [16] 박종연, "금리조정거래에 기반한 외국인의 채권투자 확대와 채권시장 영향", 연세대학교대학원, 석사학위논문, 2009.
- [17] 김동순, 박종연. "외국인의 만기별 채권투자 결정요인과 채권시장 영향", 국제지역연구, 제15권, 제1호, pp. 291-314, 국제지역학회, 2011.

저자소개



김경석(Kyoung-Suk Kim)

2002년 연세대학교 글로벌 MBA, 재무관리 전공(경영학석사)
2008년 경희대학교 일반대학원 경영학과(박사수료)

2002년~현재 외환은행
※ 관심분야: 기업가치, M&A



박종연(Jong-Youn Park)

2009년 연세대학교 경제대학원(경제학석사)
2012년 중앙대학교 경영대학원 (박사수료)

2008년~현재 우리투자증권
※ 관심분야: 국제재무



노승재(Sung-Jae Rowe)

1992년 조지워싱턴대학교 경영대학원(경영학석사)
2011년 중앙대학교 일반대학원 무역학과/국제경영학(경영학박사)

2010년~현재 글로벌가치창조연구소 소장
※ 관심분야: 국제경영