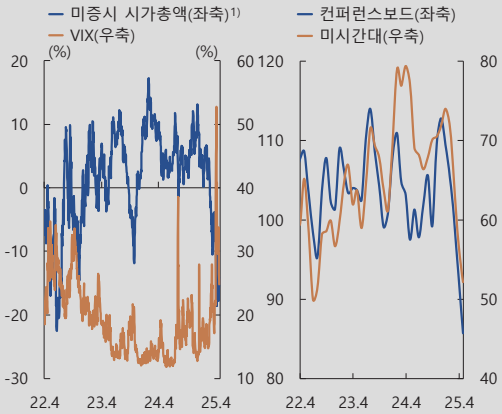
참고 7.

경기침체기 전후 글로벌 자금흐름과 해외증권투자 시사점[184]

글로벌 경제는 코로나19 이후 상당기간 경기확장 국면을 지속(NBER 기준[185], 2020년 4월 이후 5년째 확장기)하여 왔으나, 금년 들어 경기 관련 심리가 악화되고 시장 변동성이 확대되는 등 글로벌 금융시장에서 경기둔화 우려가 나타나고 있다(참고 7-1). 이에 과거 경기침체기 전후의 글로벌 펀드 및 주요국 거주자 해외증권 투자자금 흐름을 살펴보고 국내 거주자의 해외증권투자에 대한 시사점을 도출하고자 한다.

참고 7-1. 시장 변동성 확대 및 주요 경기 심리지수

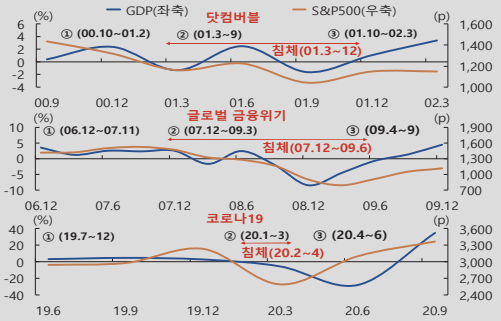


주: 1) 3개월 변화율
자료: Bloomberg, World Federation Exchange

과거 경기침체기 전후 글로벌 펀드자금의 흐름

글로벌 투자자금 흐름이 경기 순환주기에 연동되어 움직였을 가능성을 평가하기 위해, 과거 경기침체기(2001년 닷컴버블 붕괴, 2008~09년 글로벌 금융위기, 2020년 코로나19 위기) 전후 글로벌 펀드자금 흐름의 특징을 순환 국면별(①기: 경기 침체 직전 ~ 침체 시작, ②기: 경기 침체 시작 ~ 저점, ③기: 경기 저점 ~ 회복기)로 구분하여 분석하였다(참고 7-2).

참고 7-2. 경기침체 전후 미국 경제성장률[1] 및 주가 추이



주: 1) 전분기대비
자료: Bloomberg, NBER

(①기: 경기 침체 직전 ~ 침체 시작) 안전자산으로 자금 유입

금융시장 변동성이 확대[186]되면서 안전자산 선호가 나타남에 따라 주식펀드에서는 자금이 유출된 반면 채권펀드로는 자금이 유입되었다.[187] 주식펀드 중에서도 경기변동에 민감한 성장주 펀드의 유출폭이 더 컸다. 채권펀드는 투자등급 채권펀드는 유입되었으나, 투기등급(High yield) 채권펀드는 유입이 제한되거나 유출되었다. 다만, 투자 지역별로는 뚜렷한 특징이 확인되지 않았다(참고 7-3).

184) 본고는 이희은 · 장예진(해외투자분석팀)이 작성, 주성완(외환분석부장) · 박관서(해외투자분석팀장)가 검토하였다.
185) NBER은 통상 미국의 GDP 증가율이 2분기 이상 연속으로 음(-)의 값을 기록하면 경기침체(recession)로 판단한다. 유럽과 일본도 2020년 4월을 저점으로 현재까지 5년째 확장 국면을 이어가고 있으며, 과거 경기순환 주기도 미국과 대체로 유사한 흐름을 보여왔다. 이에 본고에서는 미국의 경기순환 주기를 글로벌 경기순환의 대용지표(proxy)로 가정하여 분석을 수행하였다.
186) 과거 3번의 경기침체기 직전 평균 VIX(%) : (6~9개월 전) 16.3 → (3~6개월 전) 19.8 → (1~3개월 전) 20.2
187) 본고에서는 채권 등급별(투자등급, 투기등급) 및 지역별(선진국, 신흥국) 자금 흐름은 자산 간 절대 규모의 차이를 감안하여

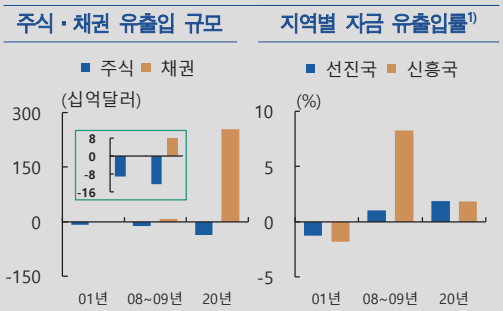
(②기: 경기 침체 시작 ~ 저점) 대부분 펀드에서 자금 유출

투자심리 악화로 현금 및 현금성 자산(현금, MMF 등) 선호[188]가 나타나면서 주식펀드와 채권펀드 모두 유출되는 가운데, 위험자산일수록 유출폭이 컸다. 대체로 주식펀드의 유출규모가 채권펀드보다 컸던 가운데, 주식펀드 중에서는 성장주 펀드가, 채권펀드 중에서는 투기등급 펀드가 더 큰 폭으로 유출되었다. 또한, 선진국보다는 신흥국의 자금 유출폭이 더 크게 나타났다(참고 7-4).

(③기: 경기 저점 ~ 회복기) 투자등급 채권펀드 등을 중심으로 유입 재개

주식펀드 및 채권펀드 등이 유입세로 전환된 가운데 성장주를 중심으로 회복되었고 채권펀드에서는 투기등급과 투자등급 모두 유입되었다(참고 7-5).

참고 7-3. ①기 글로벌 펀드자금 유출입

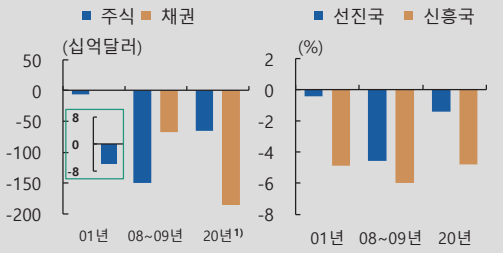


주식 스타일별 · 채권 등급별 유출입

	주식 스타일별 (십억달러)		채권 등급별[1)2)] (%)	
	성장주	가치주	투기등급	투자등급
01년	-1	0	-	-
08~09년	-30	-22	-0.33	0.09
20년	-38	-37	0.09	0.14

주: 1) 월별 자금유출입 / 운용자산 규모(AuM, Asset under Management)
2) 채권 등급별 자금은 2006년부터 발표
자료: EPFR

참고 7-4. ②기 글로벌 펀드자금 유출입

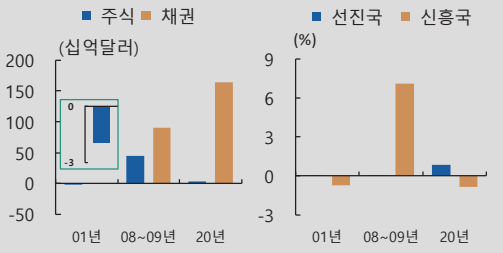


주식 스타일별 · 채권 등급별 유출입

	주식 스타일별 (십억달러)		채권 등급별[2)3)] (%)	
	성장주	가치주	투기등급	투자등급
01년	0	1	-	-
08~09년	-84	-72	-0.53	-0.23
20년	-37	-32	-0.01	0.00

주: 1) 2020년 3월 코로나19 확산, 유가 폭락 관련 투기등급 채권펀드 자금이 큰 폭 유출
2) 월별 자금유출입 / 운용자산 규모(AuM, Asset under Management)
3) 채권 등급별 자금은 2006년부터 발표
자료: EPFR

참고 7-5. ③기 글로벌 펀드자금 유출입



주식 스타일별 · 채권 등급별 유출입

	주식 스타일별 (십억달러)		채권 등급별[1)2)] (%)	
	성장주	가치주	투기등급	투자등급
01년	2	1	-	-
08~09년	1	-8	0.30	0.37
20년	17	-34	0.02	0.01

주: 1) 월별 자금유출입 / 운용자산 규모(AuM, Asset under Management)
2) 채권 등급별 자금은 2006년부터 발표
자료: EPFR

자산 대비 유출입 규모 비중을 기준으로 비교 · 분석하였다. 2025년 3월 기준 투자등급 채권의 총자산가치는 12조달러로 투기등급(High Yield) 채권(2조달러)의 약 6배이며, 선진국 펀드는 28조달러로 신흥국 펀드(2조달러)의 약 14배 규모이다.

188) 美상업은행 현금성자산(조달러): (글로벌 금융위기) 07년 11월 0.3 → 09년 3월 1.0, (코로나19) 20년 1월 1.8 → 20년 4월 3.1

과거 경기침체기 전후 주요국 거주자의 해외 증권투자 흐름

우리나라를 포함한 주요국의 거주자 해외증권투자 흐름도 글로벌 투자자금의 일부라는 점에서, 앞선 분석과 동일한 시기 구분(①~②기)에 따라 살펴본 결과 동 기간중 해외투자를 축소하거나 회수하는 경향이 두드러졌다. 유럽과 대만은 ①기부터 거주자의 해외투자 축소가 시작되고 ②기에 접어들면서 축소폭이 확대되거나 해외주식투자를 중심으로 자금이 회수되는 양상이 나타났다.[189] 일본의 경우 해외투자가 다소 줄어들었으나 회수까지 이어지지는 않았다.[190] 한국은 유럽 및 대만과 유사한 흐름을 보였으며, 특히 글로벌 금융위기 당시에는 해외주식투자를 중심으로 ①기에는 축소, ②기에는 회수가 이루어지는 모습을 보였다(참고 7-6, 7-7).

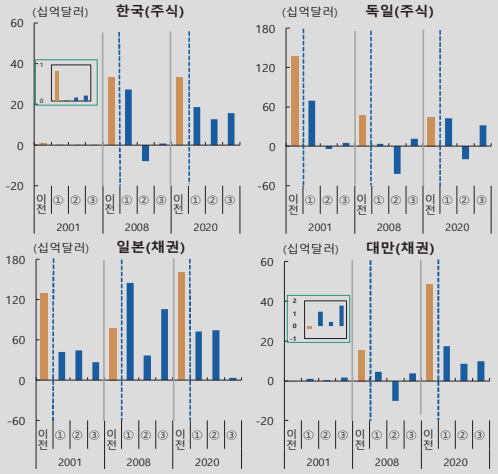
참고 7-6. 침체기 전후 주요국 거주자의 해외투자 흐름[1)2)]

(십억달러)

한국				유럽 (독일·영국·프랑스)			
이전[3)]	①기	②기	③기	이전[3)]	①기	②기	③기
34	17	-10	4	724	181	-181	177
일본				**대만**			
이전[3)]	①기	②기	③기	이전[3)]	①기	②기	③기
132	128	80	82	36	18	-3	10

주: 1) 주식 및 채권 합산 기준. (-)는 순회수 (+)는 순투자
2) 직전 4번의 침체기 전후 자금흐름을 침체가 지속된 기간별로 가중치를 두어 합산. 01년(4분기), 08-09년(7분기), 20년(3분기)
3) 이전은 ①번 시기의 6~12개월 전
자료: 한국은행 시산(IMF, 각국 BOP, Bloomberg)

참고 7-7. 침체 전후 시기별 거주자의 해외 주식/채권 투자[1)2)]



주: 1) 국가별 대외자산 중 주식 비중이 높은 한국(75%)과 독일(76%)은 주식자금을 중심으로, 채권 비중이 높은 일본(51%)과 대만(63%)은 채권자금을 중심으로 유출입 분석(IIP, 24년 기준)
2) 이전은 ①번 시기의 6~12개월 전
자료: 각국 BOP, IIP

최근 글로벌 자금흐름의 특징

주요 경제지표가 부진을 보인 금년 3월 전후의 펀드자금 흐름은 과거 ①기(경기침체 직전)와 유사한 모습을 보이고 있다. 구체적으로는 미국 주가의 변동성이 확대되면서 주식펀드로의 자금 유입이 성장주 펀드를 중심으로 둔화되고 있다(참고 7-8).

참고 7-8. 최근 글로벌 펀드자금 유출입 규모

(십억달러)

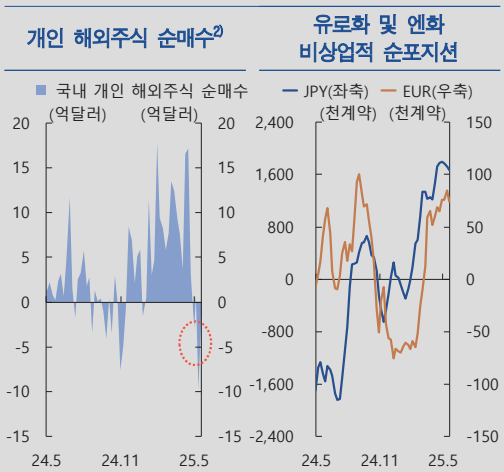
	자산별	주식 스타일별	채권 등급별
24.11~12월	주식(180) 채권(44)	성장주(-9) 가치주(-5)	투기등급(15) 투자등급(41)
25.1~2월	주식(120) 채권(141)	성장주(-13) 가치주(-7)	투기등급(20) 투자등급(96)
25.3~4월	주식(124) 채권(-6)[1)]	성장주(-17) 가치주(-2)	투기등급(-28) 투자등급(28)

주: 1) 최근 美국채에서 자금 유출이 있었으나 유럽, 일본 등 주요국 투자등급 채권에서는 유입세 유지
자료: EPFR

189) ②기 주식 순투자(억달러): 유럽(01년: -17, 08년: -82, 20년: -191), 대만(01년: 1, 08년: 0, 20년: -3)
190) 이는 일본에서 장기간 초저금리가 지속되면서 금융위기 시기에도 미·일 간 정책금리 차이에 따른 캐리 투자 수요가 유지됨에 따라 거주자들이 자금 회수보다는 신규 투자 규모를 축소하는 방식으로 대응한 결과로 추정된다(Kaoru Hosono (2016), "International Transmission of the 2007-09 Financial Crisis: Evidence from Japan", Linda Allen (2011), "Foreign Direct Investment and Regulatory Remedies for Banking Crisis: Lessons from Japan").

또한 채권펀드의 경우 투자등급 채권은 유입세를 유지하고 있으나, 투기등급 채권에서는 유출폭이 확대되고 있다. 주요국의 거주자 해외증권투자도 ①기와 유사한 방향 변화가 감지되고 있다. 국내 거주자의 경우 그동안 주식을 중심으로 해외증권투자가 유지되었으나 최근 채권매입이 증가[191]하는 모습을 보이고 있다. 개인투자자의 해외주식 투자도 2025년 4월 이후 자금 유입이 점차 둔화되다가 4월 24일 이후에는 순회수로 전환되기도 하였다. 또한, 유로화 및 엔화의 기관투자자 비상업적 순포지션[192]이 매도(short)에서 매수(long)로 전환되는 등 유럽계 및 일본계 캐리 트레이드 투자 자금의 환류 가능성도 감지되고 있다(참고 7-9).

참고 7-9. 국내 개인 해외주식 순투자 및 비상업적 순포지션[1]

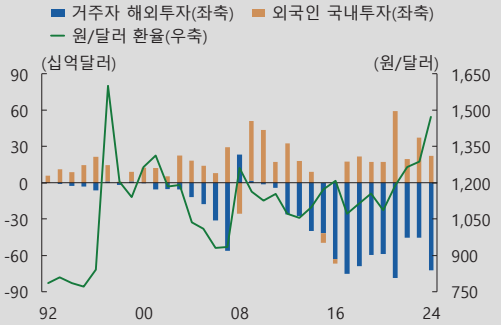


주: 1) CFTC Non-commercial net position
2) 주간(Weekly) 순매수 합
자료: Bloomberg, Seibro

평가 및 향후 전망

최근 글로벌 투자자금 흐름은 투자자들이 경기둔화 가능성에 대비하여 포트폴리오를 조정하고 있음을 시사한다. 과거 경기침체 직전 시기(①기)와 유사하게 자산 간 투자 로테이션의 조짐이 나타나고 있으며, 이는 3월 이후 미국 주식시장 변동성 확대 등에 따라 투자자들이 경기둔화[193]에 대비하고 있는 모습으로 보인다(참고 7-10).

참고 7-10. 투자주체별 해외증권 투자 및 환율



자료: 한국은행

주요국의 거주자 해외증권투자가 경기둔화기에 축소되는 경향을 보였고, 국내 거주자의 해외증권투자 역시 글로벌 자금흐름과 유사한 양상을 시차[194]를 두고 나타내는 점을 감안할 때, 향후 경기둔화 우려가 심화될 경우 그간 급격히 증가해 온 거주자의 해외주식 투자 증가 흐름에도 변곡점이 나타날 가능성이 있다. 글로벌 투자 및 거주자 해외투자 자금의 흐름이 빠르게 변화할 경우 글로벌 자산 및 금융시장의 변동성이 확대될 수 있어 유의할 필요가 있다.

191) 국내 거주자 해외채권 투자(억달러): (24년 4/4분기) 48 → (25년 1/4분기) 83
192) 기관투자자들의 비상업적 포지션(CFTC Non-commercial net position)은 헤지 목적(Commercial position)이 아닌 거래만 집계한다.
193) 1970년대 이후 미국 주가가 -20% 이상 하락하였던 8번의 약세장 중 6번이 경기침체로 이어졌다.

침체 여부	침체로 이어진 약세장							침체로 이어지지 않은 약세장		
기간	73~74	80~82	90	00~02	07~09	20	평균	87년	22년	평균
주가 하락폭(%)	-48	-27	-20	-49	-56	-34	**-39**	-34	-25	**-30**
하락/회복 기간(개월)	21/66	19/3	3/4	31/55	17/48	2/5	**16/30**	4/19	9/15	**7/17**

194) 글로벌 자금흐름과 국내 거주자의 해외순투자 간 Granger 인과관계 검정 결과, 거주자의 해외순투자는 글로벌 자금을 2~3개월 후행하는 것으로 나타났다. 특히 주식자금의 유의성이 높았으며 인과관계 시차도 채권자금보다 다소 짧은 것으로 나타났다.