

BOK 이슈노트



순대외자산 안정화 가능성 평가 및 시사점

이희은
한국은행 국제국 해외투자분석팀
Tel. 02-759-5795
heeeunlee@bok.or.kr

장예진
한국은행 국제국 해외투자분석팀
Tel. 02-759-5805
yjjin@bok.or.kr

2025년 11월 5일

- 1 **[검토 배경]** 최근 우리나라 순대외자산^{Net Foreign Asset}이 큰 폭으로 증가하고 있는데, 이는 해외투자 수요를 동반하기 때문에 순대외자산의 증가 지속 여부에 대한 관심이 커지고 있다. 순대외자산 변동은 **Flow**^{경상수지}와 **Valuation**^{환율·자산가격} 평가 효과에 의해 결정되고, 장기적으로는 인구·재정 등 펀더멘털 요인과 밀접한 관련이 있다. 이에 본고에서는 Flow와 Valuation 측면 및 펀더멘털 요인 측면에서 기존 연구들을 원용한 실증분석을 통해 순대외자산 안정화 가능성을 평가하고자 한다.
- 2 **[순대외자산 증가 현황 및 배경]** 우리나라 순대외자산은 대외금융자산이 대외금융부채에 비해 빠르게 증가하면서 2014년 3/4분기부터 플러스(+)로 전환하였고, 2024년 4/4분기에는 처음 1조달러를 상회하여 2025년 6월 기준 GDP의 55% 수준에 도달하였다. **Flow** 측면에서는 경상수지 흑자가 해외투자 및 외환보유액 증가로 이어져 순대외자산을 증가시켰다. **Valuation** 효과는 대체로 순대외자산을 줄이는 방향으로 작용하다가, 2020년대 이후 해외 주식 비중 확대 및 미국 증시 강세로 마이너스(-) 효과가 약화되었다.
- 3 **[순대외자산 안정화 가능성 평가]** 우리나라를 포함한 주요국의 순대외자산이 안정화 경향을 보이는지를 국가 패널 데이터 분석을 통해 평가하였다. ① 경상수지는 순대외자산의 증감과 유의한 관계가 없었으나, 자산가격의 경우 순대외자산이 증가하면 국내 자산가격이 해외에 비해 더 크게 상승하면서 순대외자산을 안정화시키는 것으로 나타났다. 다만 최근에는 미국 주식시장이 높은 상승률을 보임에 따라 자산가격의 안정화 효과는 약화되었다. ② 국가별 순대외자산은 국민소득, 인구구조 등 펀더멘털 지표와 밀접한 관련성을 보였으며, 이를 통해 추정한 국가별 균형 순대외자산은 대외채권국을 중심으로 점차 커지는 모습을 보였다.
- 4 **[종합평가 및 시사점]** 순대외자산 증가는 대외 건전성 강화라는 긍정적인 측면이 있으나, 국내자본시장 투자기반 약화, 환율 약세 압력 지속, 글로벌 리스크 노출 확대 등 부정적인 측면도 있다. 따라서 국내 시장의 투자 매력을 높이기 위한 정책·제도적인 노력(기업가치 개선 → 국내 주식시장 활성화 → 해외투자 쏠림 완화 → 대외순자산 증가세 둔화)이 필요하다.

- 본 자료의 내용은 한국은행의 공식견해가 아니라 집필자 개인의 견해라는 점을 밝힙니다. 따라서 본 자료의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 집필자명을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.
- 본문에 남아있는 오류는 저자의 책임임을 밝힙니다.

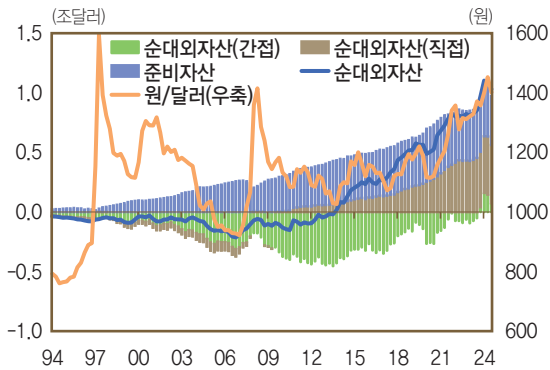


1. 검토 배경

1. 최근 경상수지 흑자 누적 및 거주자의 해외증권투자 증가 등의 영향으로 우리나라 순대외자산¹⁾ (Net Foreign Asset, 이하 NFA)이 큰 폭으로 증가하면서 NFA의 증가 지속 여부에 대한 관심이 증대되고 있다. NFA 증가는 투자수익에 따른 소득수지 개선, 대외 건전성 제고 등 긍정적인 영향이 있는 반면 국내 외환시장 수급 측면에서는 계속되는 투자자금 유출 등 부정적인 측면도 상존하고 있다.

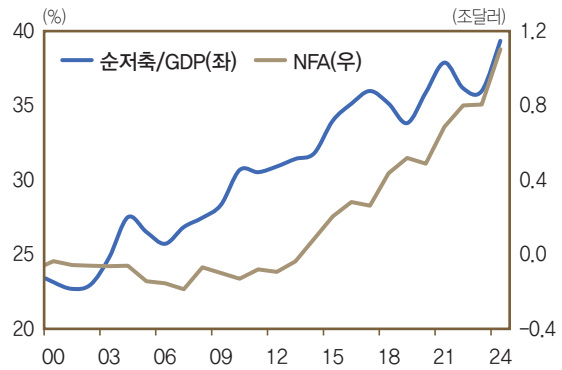
2. NFA 흐름은 NFA 증감요인(경상수지 및 자산평가) 변동에 따른 영향 측면²⁾과 국가별 펀더멘털 변수와 NFA간 관계에 따른 측면³⁾에서 평가될 필요가 있다. NFA 증감에는 경상수지 흐름에 따른 유출입(이하 Flow)과 환율·자산가격 변동으로 발생하는 평가(이하 Valuation)가 영향을 주며, NFA 수준은 순저축의 결과라는 점에서 자국내 펀더멘털 변수와 밀접한 관련성이 있기 때문이다. 따라서, 우리나라의 NFA 흐름 및 증가 배경을 Flow 및 Valuation 측면과 펀더멘털 변수 측면에서 살펴보고 기존 연구들을 원용한 실증분석을 통해 NFA 안정화 가능성을 평가해 보고자 한다.

[그림 1] NFA와 원/달러 환율



자료: ECOS

[그림 2] 국내 GDP 대비 순저축과 NFA



자료: ECOS, 블룸버그

1) 국제투자대조표(이하 IIP)상 대외금융자산에서 대외금융부채를 뺀 순대외금융자산으로 정의하였다.

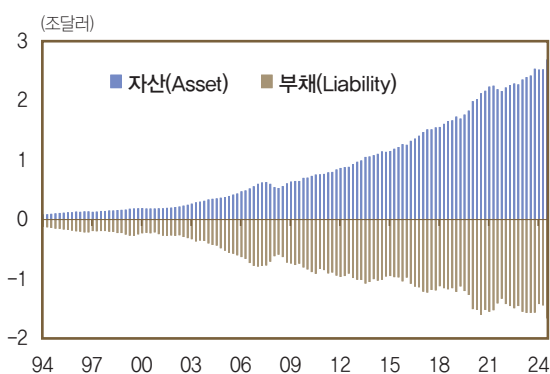
2) Adler & Garcia-Macia (2018)

3) Lane & Gian (2001)

II. 최근 NFA 증가 현황 및 배경

3. 우리나라의 NFA는 2010년 이후 대외금융자산이 대외금융부채에 비해 빠르게 증가하면서 14.3/4분기부터 플러스(+)로 전환하였고, 24.4/4분기에는 처음 1조달러를 상회하여 25.6월 기준 GDP의 55% 수준에 도달하였다. 대외금융자산은 지난 20년간(06~25년) 7배 넘게 증가하며 2.7조달러(25.6월)를 넘어섰으나, 대외금융부채는 현재 1.6조달러 수준으로 동기간 3배 증가에 그치면서 NFA는 (+) 방향으로 빠른 속도로 증가하였다.

[그림 3] 대외금융자산과 대외금융부채



자료: ECOS

[그림 4] GDP 대비 순대외금융자산



자료: ECOS

4. NFA 변동은 경상수지에 따른 Flow 효과와 자산 및 환평가에 따른 Valuation 효과⁴⁾로 나누어볼 수 있는데, Flow 유입(경상수지 흑자)이 NFA 증가를 주도하였다. Flow 측면에서 보면 2000년대 이후 경상수지 흑자 누적 규모 1조 1,539억달러 중 대부분이 해외순투자자 유출⁵⁾되면서 NFA 증가를 견인하였다⁶⁾. 특히 외국인의 국내투자 Flow가 상대적으로 정체된 가운데 거주자의 해외증권투자가 NFA 증가를 주도하는 모습을 보였다.

5. Valuation 효과는 대체로 NFA를 줄이는 방향으로 작용하다가, 최근 (-) 효과가 악화되었다. 과거 Valuation 효과가 (-)로 작용한 이유는 대외금융자산의 대부분이 준비자산이나 채권 등이었던 데 비해, 대외금융부채는 주식 비중이 높아 주가 상승에 따른 부채 증가가 자산 증가에 비해 훨씬 컸던 결과로 보인다. 실제 2010년대 IIP 자산·부채 중 주식 비중은 대외금융자산에서 13.8%, 대외금융부채에서 38.7%를 차지하였다. 2020년대 이후 대외금융자산 중 주식 비중이

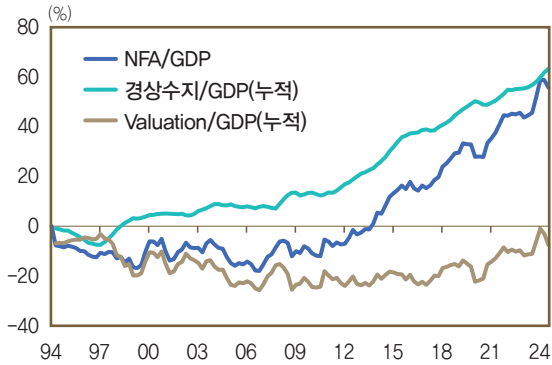
4) 자산가격 및 환율 움직임에 따라 거주자 해외자산과 외국인 국내자산의 평가가치 변화로 NFA가 변동하는 효과를 말한다.

5) 00.1~25.6월 중 직접·증권·기타 및 파생 거주자 순투자 누적 합계: 7,411억달러, 외환보유액 증가: 3,067억달러

6) 국제수지 항등식에 의거 장기적으로 경상수지(CA) 흑자는 거주자·외국인의 순금융투자(금융계정)와 준비자산(외환보유액) 증감의 합과 일치한다.

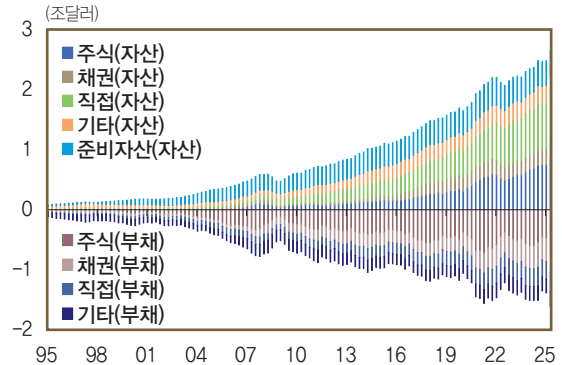
25.6%로 크게 증가하고 해외(미국) 주가 상승률이 국내 주가를 상회하면서⁷⁾ Valuation의 마이너스 효과가 축소되다가 최근에는 소폭의 플러스(+)로 전환되기도 하였다.

[그림 5] GDP 대비 NFA 증가 기여도



주: 1) NFA/GDP에서 경상수지/GDP를 차감하여 계산
자료: ECOS, 한국은행

[그림 6] 국제투자대조표상 자산·부채 구성

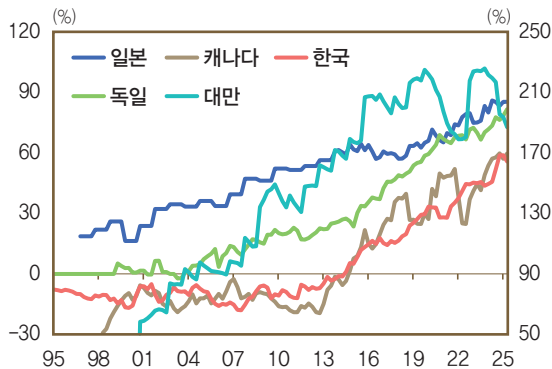


자료: ECOS

주요국의 NFA 추이

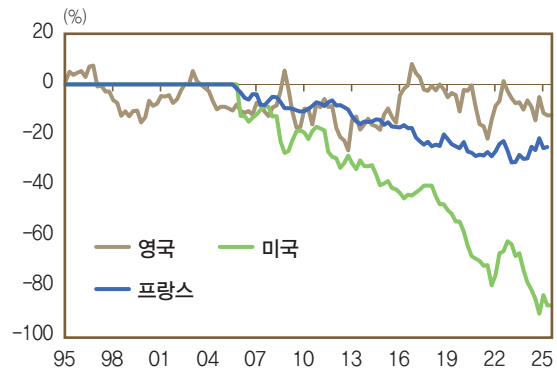
6. 주요국의 NFA 추이를 살펴보면 특히 순대외채권국의 NFA가 발산(우상향)하는 모습을 보이고 있다. 우리나라와 같은 수출 중심의 주요 제조업 국가(일본, 대만, 독일 등)들은 NFA가 누적되며 지속적으로 우상향하는 모습을 보이고 있는 반면, 미국의 경우 경상수지 적자와 동시에 외국인의 자국내 투자가 크게 늘면서 NFA가 우하향 추세를 보이고 있다.

[그림 7] 순대외채권 국가의 NFA/GDP



자료: ECOS, IMF, Bloomberg

[그림 8] 순대외채무 국가의 NFA/GDP



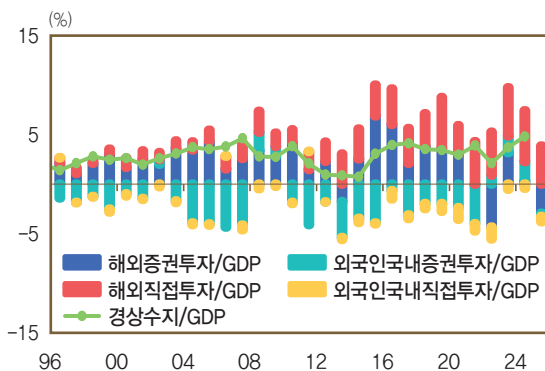
자료: IMF, Bloomberg

7) 20.1~25.8월 주가 상승률: 미국 S&P500(+101%), 한국 KOSPI(+44%)

7. NFA 증가 항목별로 보면, 일본은 직접투자를 중심으로, 대만은 증권투자를 중심으로 증가하였다.

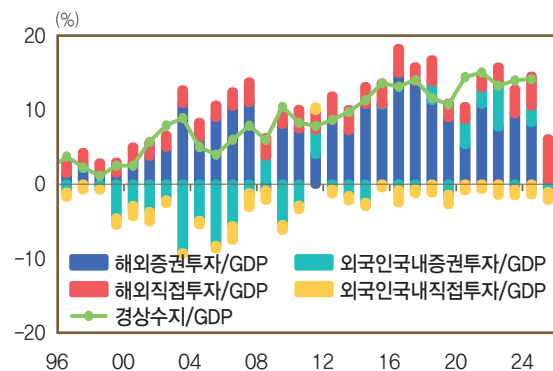
일본의 경우 2010년까지 한국과 유사하게 증권투자를 중심으로 증가하다가 이후에는 내수시장 축소에 따른 일본 기업의 해외시장 진출 확대 등으로 직접투자가 대외금융자산 증가를 주도하는 모습이다.

[그림 9] 일본의 NFA/GDP



자료: IMF, Bloomberg

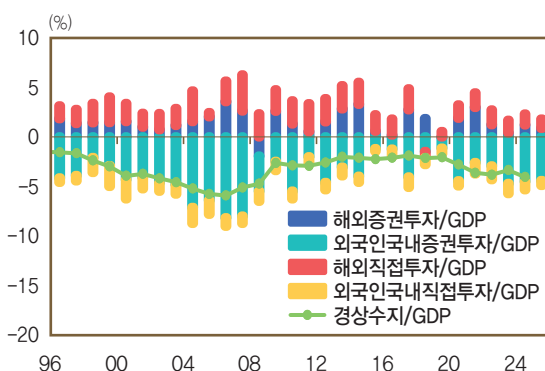
[그림 10] 대만의 NFA/GDP



자료: IMF, Bloomberg

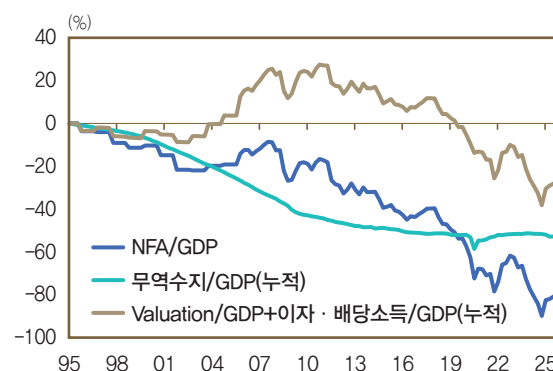
8. 한편, 미국의 경우 외국인 증권투자가 대외금융부채 증가를 주도하는 모습을 보이고 있는 가운데 최근 순투자소득(이자·배당소득 및 Valuation) 효과도 NFA를 (-) 방향으로 발산시키는 요인으로 작용하고 있다. 과거 미국은 달러화의 기축통화 지위로 저금리 부채 조달이 용이하고 고수의 해외 상품 투자로 순투자소득이 플러스(+)가 되는 특권(Exorbitant Privilege)을 누려왔다. 다만 최근 경상수지 안정화에도 불구하고 금리수준 상승, 달러화 및 주가 강세로 순투자소득 효과가 마이너스(-)로 전환되며 마이너스 NFA 수준이 확대되는 모습을 보이고 있다.

[그림 11] 미국의 NFA/GDP



자료: IMF, Bloomberg

[그림 12] 미국의 GDP 대비 NFA 증가 기여도



자료: IMF, Bloomberg, 자체 시산

III. NFA 안정화 가능성 평가

- 9. NFA는 안정화 경로 작동 등으로 무한히 증가하기보다는 일정 수준에서 안정화되는 경향을 보일 수 있다. 이에 따라 안정화 경로를 NFA 증감요인 변동 측면과 펀더멘털 변수와의 관계 측면으로 나누어 살펴보았다.
- 10. (NFA 증감요인 변동 측면) NFA 증가가 환율, 금리, 주가 등 시장지표의 영향을 통해 NFA 증감요인(Flow, Valuation) 변동에 영향을 주면서 NFA가 안정화되는 경향을 보일 수 있다. 경상수지 흑자 누적으로 NFA가 증가하는 국가는 통화가 강세로 가면서 경상수지 흑자가 감소(Flow 경로)하고, 통화 강세 및 국내 자산 가격상승으로 해외자산의 평가가치는 줄고 외국인의 국내 보유자산 평가가치는 커지면서 NFA가 감소(Valuation 경로)하는 효과가 나타난다.
- 11. (펀더멘털 변수와의 관계 측면) NFA는 궁극적으로 국가의 인구구조, 정부재정, 저축·투자 구조 등과 연관되므로 장기적으로 국가별 펀더멘털 차이를 반영하는 균형 수준으로 수렴하게 되는 경향을 보일 수 있다. 높은 노인인구 비율·낮은 정부부채 등은 높은 NFA 수준과, 낮은 노인인구 비율·높은 정부부채 등은 낮은 NFA 수준과 연결될 수 있다. 이 두 가지 측면에서 우리나라를 포함한 주요국의 국가 패널 데이터를 활용하여 NFA 안정화 경향 여부를 분석⁸⁾해 보았다.

[표 1] NFA 안정화 관련 선행연구

	Adler & Garcia-Macia (2018)	Lane & Gian (2001)
데이터기반	1990-2015년, IIP·통화구성·평가손익	1970-1990년대 IIP, 거시변수
종속변수	Δ NFA/GDP	NFA/GDP
설명변수	무역수지(Flow 요소), 자산가격·환율(Valuation 요소)	성장률, 인구, 재정, 개방도 등 거시변수
균형점	평균회귀 계수와 국가 고유요인으로 균형 상태(steady state)의 NFA안정점 도출	펀더멘털 변수로 설명되는 장기균형 NFA/GDP 추정
국가간 차이	글로벌 요인(β)과 국가 고유요인	국가별 펀더멘털 변수 차이

NFA 증감요인 변동에 따른 안정화 분석

- 12. NFA 증감요인 변동에 따른 안정화 분석결과, NFA 안정화 경향이 도출되었으나 최근 들어서는 안정화 효과가 약화되는 것으로 확인되었다. NFA 안정화 여부에 대해 GDP 대비 NFA 비중

8) NFA 증감요인 변동에 따른 안정화 경로 분석은 Adler & Garcia-Macia (2018)의 방법론을, 펀더멘털 변수와 NFA간 장기균형 관계 분석은 Lane & Gian (2001)의 방법론을 원용하였다.

변화($\Delta nfa_{i,t}$)를 종속변수로, 전기의 GDP 대비 NFA 비중($nfa_{i,t-1}$)을 독립변수로 패널 회귀분석($\Delta nfa_{i,t} = \alpha_i + \beta nfa_{i,t-1} + \epsilon_i$)한 결과⁹⁾ 베타(β)값이 안정화 범위($-1 < \beta < 0$)내에 있었으나 베타(β)의 절댓값이 작아지면서 최근에 와서는 안정화 효과가 약화되는 것으로 나타났다.

[표 2] β 값 추이

1990~2007	1990~2015	1990~2023
-0.132***	-0.091***	-0.059***

주: *, **, ***는 각각 10%, 5% 및 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미
자료: 한국은행

13. 증감요인별로 안정화 경로를 분석¹⁰⁾한 결과 경상수지(Flow 효과)는 NFA 증감과 유의한 관계가 없었으나, 자산가격의 경우 NFA가 증가하면 국내 자산가격이 해외에 비해 더 크게 상승(부채증가)자산증가)하면서 NFA를 안정화시키는 것으로 나타났다. NFA 증가국은 대체로 수출주도형 경제구조를 가지고 있어, NFA 확대는 수출 증가 등 수출기업 실적 개선을 반영하며 이에 따라 주가를 중심으로 자산가격이 상승하는 모습을 보이는 경향이 있기 때문이다. 환율 Valuation 효과는 NFA를 발산시키는 방향(+)¹⁰⁾이었는데 주요국에서 경상수지 흑자(NFA 축적)와 해당통화 약세가 동시에 진행되었음을 의미하며, 이에 따라 Flow 경로(경상흑자 → 통화강세 → 경상흑자 감소)도 작동하지 않았다.

[표 3] NFA 안정화 경로별 β 값

경로(종속변수)	1990~2007	1990~2015	1990~2023
Flow(경상수지)	0.026	-0.007	0.003
Valuation	-0.161***	-0.084***	-0.063***
(환율)	0.048	0.079***	0.033***
(자산가격)	-0.210***	-0.164***	-0.096***

주: *, **, ***는 각각 10%, 5% 및 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미
자료: 한국은행

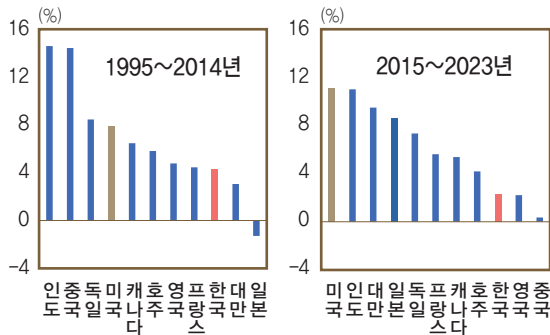
9) 자세한 내용은 <참고 1> 「NFA 증감요인 변동 접근법에 따른 NFA 안정점 추정 결과」 참조

10) CA(경상수지), Val FX(환율 Valuation 효과), Val AP(자산가격 Valuation 효과), NFA 증감간의 회귀분석을 통해 어떤 경로의 베타(β)값이 안정화 범위($-1 < \beta < 0$)에 있는지 분석하였다.

$$\begin{aligned}
 CA_{i,t} &= \alpha_i + \beta_{CA} nfa_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \\
 Val^{NFA}(FX)_{i,t} &= \alpha_i + \beta_{FX} nfa_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \\
 Val^{NFA}(AP)_{i,t} &= \alpha_i + \beta_{AP} nfa_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \\
 (\alpha_i &= \alpha + \tau_i, \tau_i \text{는 국가 고유요인})
 \end{aligned}$$

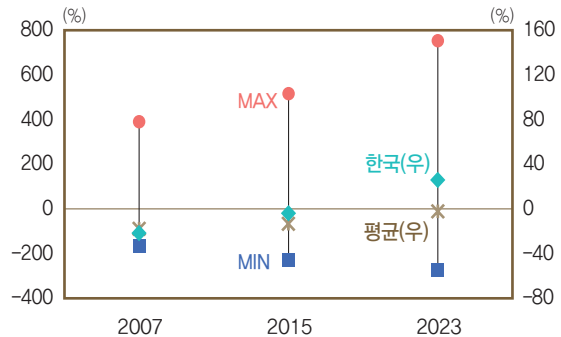
14. 회귀분석 산식에 따라 도출한 국가별 NFA 안정점¹¹⁾ 절댓값은 장기시계에서 커지는 모습을 보였다. 이는 순채무국인 미국 자산가격이 지속적인 강세를 보이면서 대외채권국의 대외자산 증가효과가 국내 자산가격 상승에 따른 (-) Valuation 효과를 상쇄한 데 주로 기인한 것으로 보인다. 분석 후반기(15~23년) 중 미국 주식시장(S&P500)은 연평균 11% 상승하였는데 이는 분석 전반기(90~14년) 중 상승률(8%)보다 상당폭 높았으며, 이에 따라 NFA가 (+)인 순채권국들의 국내 자산가격 상승으로 NFA가 감소하는 소위 안정화 효과가 약화되었다.

[그림 13] 글로벌 주가 연평균 수익률¹⁾



주: 1) 각국 대표지수 연간 수익률의 기하평균
자료: Bloomberg

[그림 14] NFA/GDP 안정점 분포¹⁾



주: 1) 53개국의 패널분석 대상 분포
자료: IMF, 한국은행

15. 우리나라도 NFA 안정점이 확대되는 추세를 보였으며, 실제 NFA는 안정점을 상당폭 상회하였다. 이는 실증분석 결과를 토대로 한 NFA 안정점 계산시 분석기간 중 국가 고유요인은 평균적인 수준으로 반영되는데 한국은 인구 고령화 등 펀더멘털 변화 속도가 매우 빨라 이에 따른 NFA 증가 요인이 충분히 반영되지 못한 데 기인한 것으로 보인다.

[표 4] 국가별 NFA 안정점 및 실제 NFA/GDP

국가	Type	실제 NFA/GDP			NFA/GDP 안정점		
		2007	2015	2023	2007	2015	2023
한국	채권국	-16%	14%	47%	-22%	-4%	26%
일본	채권국	46%	61%	79%	40%	54%	70%
독일	채권국	12%	34%	71%	10%	22%	61%
영국	채무국	-13%	-16%	-24%	-14%	-19%	-26%
미국	채무국	-9%	-42%	-73%	-17%	-38%	-79%

자료: 한국은행

11) Δnfa 를 0으로 만들어서 외부 충격이 없으면 더 이상 변화하지 않는 NFA 수준으로 NFA 회귀분석 산식에 $\Delta nfa=0$ 을 대입한 후 nfa 에 관해 식을 정리하여 산출하였다.

펀더멘털 변수와 NFA간 장기 관계에 따른 균형 NFA 수준 분석

16. 펀더멘털 변수와 NFA간 장기 관계를 분석한 결과 국가별 NFA는 국민소득, 인구구조 등 펀더멘털 지표와 밀접한 관련성을 나타냈다. 국가 패널 데이터를 이용하여 GDP 대비 NFA와 펀더멘털 변수(성장률, 인구구조, 정부지출 등)간 회귀분석($\left(\frac{NFA}{GDP}\right)_{i,t} = C + \sum_{k=1}^6 \beta X_{k,i,t} + \epsilon_i$)¹²⁾을 통하여 관계를 추정하였다. 1인당 GDP 성장률과 노인부양비율¹³⁾이 높을수록 해외저축이 증가하면서 NFA/GDP가 커지는 관계를 확인할 수 있었으며, GDP 대비 정부지출이 증가할수록 재정적자 확대(정부저축 감소) 및 경상수지 악화로 이어져 NFA/GDP가 감소하는 경향을 보였다. 다만, 최근(2023년)까지 시계열을 확장하였을 경우 정부지출의 유의성이 줄었는데 이는 공적연금¹⁴⁾ 지출비중 확대, 양적완화 등에 따른 글로벌 저금리 영향뿐만 아니라, 코로나19 시기 각국의 급격한 정부지출 확대¹⁵⁾에 따른 이상치(outlier) 때문이며 2020년을 제외할 경우 정부지출이 NFA에 미치는 영향력은 여전히 유의하였다.

[표 5] 시기별 펀더멘털 변수들과 NFA/GDP의 관계(패널 회귀분석 베타값)

	1990~2007	1990~2015	1990~2023	1990~2023(20년제외 ¹⁾)
1인당 GDP 성장률	0.16**	0.17**	0.22**	0.23**
노인부양비율	0.74*	0.33***	2.59***	2.52***
GDP 대비 정부지출	-0.57**	-0.11***	-0.22	-0.49**

주: 1) 코로나 19 이상치(outlier) 제외

2) *, **, ***는 각각 10%, 5% 및 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미

자료: 한국은행

17. 실증분석에서 도출된 설명변수들과 NFA 수준간의 장기 관계를 이용하여 균형 NFA 수준(NFA/GDP 균형점)을 도출한 결과 국가별 균형 NFA는 대외채권국을 중심으로 점차 커지는 모습을 보였다. 주요국의 펀더멘털 지표가 대체로 일방향으로 강화되는 모습을 보인 데다 주요 핵심 설명 변수들에 대한 NFA의 민감도(β)가 확대되면서 국가별 균형 NFA 수준은, 특히 대외채권국을 중심으로 점차 커지는 모습을 보였다. 이는, 미국과 주요 수출국간 무역 불균형이 커지면서 수출국들의 전반적인 NFA 축적 속도가 빨라진 점이 반영된 결과로 볼 수 있다. 한편, 우리나라의 균형 NFA 수준은 2015년 GDP의 -3%에서 2023년 30% 수준으로 크게 증가하였고 실제 NFA 수준은 이보다도 상당폭 높았는데, 국내 투자수익률 저하 등에 따른 과잉 대외저축 성향 등을 반영한 것으로 판단된다.

12) $X_{i,t}$ = 1인당 GDP 성장률, 노인부양비율, GDP 대비 정부지출, 무역활성화 지표 및 위험변수(1인당 GDP 성장률 및 무역활성화 지표 변동성). 자세한 내용은 <참고 2> 「펀더멘털 변수와 NFA간 장기 관계 접근법에 따른 NFA 균형점 추정결과」 참조

13) (65세 이상 인구수)/(15~64세 인구수) × 100

14) 공적연금 지출은 소득이전의 성격이 강하기 때문에 순수한 정부지출에 비해 NFA에 미치는 영향이 제한적이다.

15) 2020년 49개국 평균 정부지출 증가율은 +5.1%로, 1995~2023년 평균 증가율인 0.3%를 크게 상회하였다.

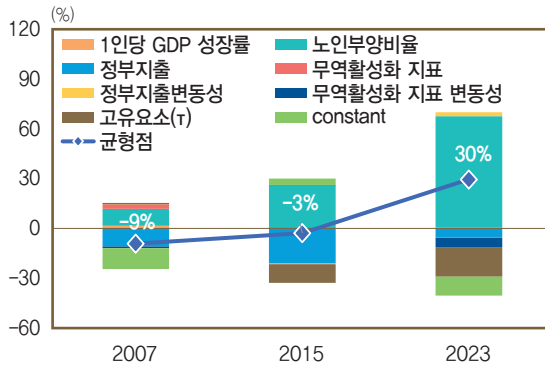
※ 일부 국가의 실제 NFA/GDP 수준과 균형점이 크게 차이나는 이유

노르웨이, 대만 등 경상흑자 폭이 두드러지게 큰 수출 중심국가의 경우 실제 NFA/GDP 수준이 펀더멘털 지표로 추정된 균형점을 상당폭 상회하였다.

[노르웨이] 노르웨이는 유럽 선진국 중 이례적인 자원수출국으로서 대규모 경상수지 흑자를 기록(25.6월 GDP의 17.1%) 중인 가운데 국부펀드를 통해 주식을 중심으로 해외투자가 축적되어 있어 평가 이익이 크게 누적되면서 인구구조 등 펀더멘털 지표가 제시하는 수준보다 실제 NFA 규모가 컸다.

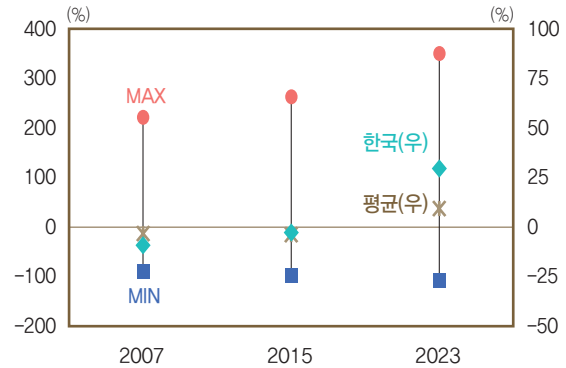
[대만] 반도체 사이클로 인한 대규모 경상흑자(25.6월 GDP의 14.8%), 해외투자 수익 누적 등으로 균형수준 대비 실제 NFA 규모가 크게 나타났다.

[그림 15] 한국 펀더멘털 변수별 NFA/GDP 균형점 기여도



자료: ECOS, Bloomberg

[그림 16] NFA/GDP 균형점 분포



자료: ECOS, Bloomberg

[표 6] 펀더멘털 변수와 NFA간 장기균형 관계를 통한 NFA/GDP 균형점 및 실제 NFA/GDP

국가	Type	실제 NFA/GDP			NFA/GDP 균형점		
		2007	2015	2023	2007	2015	2023
노르웨이	채권국	52%	197%	297%	40%	64%	132%
대만	채권국	113%	211%	227%	92%	134%	180%
일본	채권국	46%	61%	79%	28%	51%	84%
독일	채권국	12%	34%	71%	16%	19%	40%
중국	채권국	26%	16%	17%	19%	15%	30%
캐나다	채권국	-12%	22%	49%	-22%	-14%	13%
한국	채권국	-16%	14%	47%	-9%	-3%	30%
프랑스	채무국	-8%	-19%	-28%	0%	-1%	2%
영국	채무국	-13%	-16%	-24%	-4%	-4%	0%
미국	채무국	-9%	-42%	-73%	-17%	-19%	-23%
호주	채무국	-57%	-60%	-31%	-47%	-53%	-38%

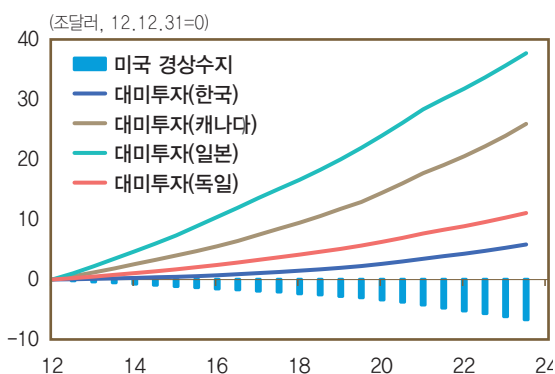
자료: 한국은행

실증분석 결과에 대한 평가

18. 두 방법론에서 NFA 안정점 또는 균형점이 모두 발산(순채권국: + 확대, 순채무국: - 확대)하는 모습을 보이고 있으며 여기에는 글로벌 요인(β)과 국가 고유요인이 함께 작용하였다. 글로벌 요인은 미국의 과잉소비·과소저축에 따른 글로벌 불균형(Global Imbalance)이 가장 큰 영향을 미친 것으로 보인다. 미국의 경상적자 누적과, 주요 흑자국들의 대미투자 증가에 따른 미국 달러화 및 자산가치 상승이 동시에 진행되면서 NFA 안정화 경로인 Flow(환율에 따른 경상수지 조정) 및 Valuation(마이너스 NFA 누적시 자산가격 하락) 경로가 약화되었다. 국가별로도 펀더멘털 지표의 방향성이 뚜렷해지는 가운데, 특히 우리나라의 경우 인구 고령화 등에 따른 국내자산 수익률 저하, 국민연금 등의 대규모 해외투자 등도 동반되면서 실증분석이 제시하는 안정·균형 수준에 비해 실제 NFA 수준이 높은 것으로 나타났다.

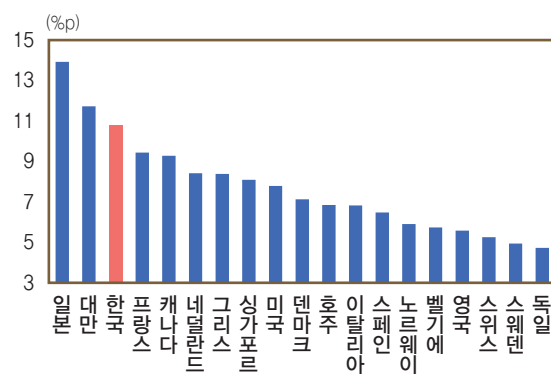
19. 한편 우리나라 외환시장 측면에서는, 특히 자산가격 Valuation 경로가 약화된 점이 거주자 해외투자의 외국인 국내투자에 대한 우위 상황을 지속시킴으로써 외환수요 초과 요인으로 작용할 수 있음을 시사하고 있다. NFA 증가에 따른 국내 자산가격 상승 효과가 미약하여 발생한 국내외 투자수익률 격차가 단기간에 해소되기는 어려울 소지가 있기 때문이다.

[그림 17] 국가별 대미투자자와 미국 경상수지¹⁾



주: 1) 2012.12.31.=0 누적
자료: IMF, Bloomberg

[그림 18] 국가별 노령화를 변동폭¹⁾



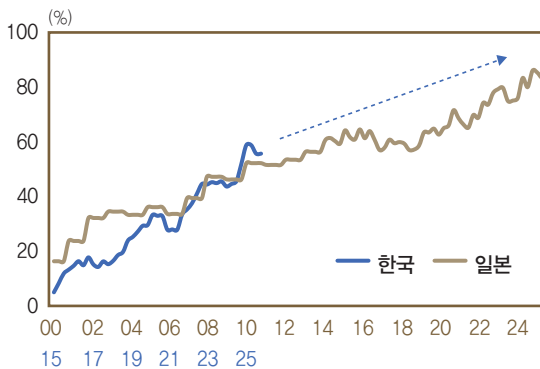
주: 1) 10년 대비 23년 변동폭
자료: World Bank

IV. 종합 평가 및 시사점

20. 글로벌 불균형 등 근본적인 NFA 발산 원인이 상존하는 한 우리나라 등 경상흑자국의 NFA가 계속 증가하면서 해외투자 흐름이 지속될 가능성이 커 보인다. 트럼프 정부의 관세·재산업화 정책에도 불구하고 미국의 무역수지가 근본적으로 개선될 수 있을지 불확실하며 실질적인 효과가 나타나기까지도 상당한 시일이 소요될 것으로 예상된다. OECD도 전체 공급망을 리쇼어링(reshoring) 혹은 재배치하는 것은 현실적으로 불가능하며 높은 위험을 수반한다고 평가하였다¹⁶⁾.

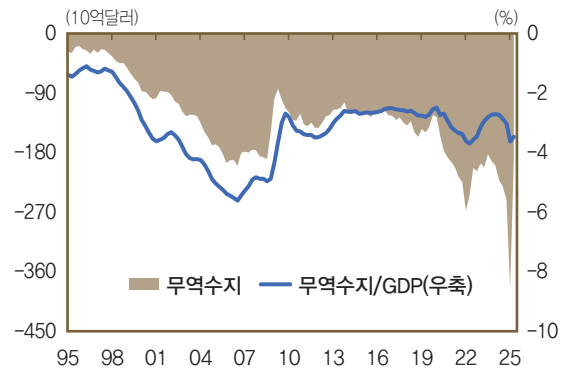
21. 국민연금 해외투자 지속, 국내투자 수익률 저하 등 NFA를 확대시키는 국내 요인들도 단기적으로 해소될 가능성은 높지 않다. 한국과 유사한 배경에서 우리나라보다 이른 시기부터 NFA가 증가해 왔던 일본의 경우 GDP 대비 NFA가 현재 한국 수준에 도달(55%)했던 09년 이후에도 NFA가 계속 증가(24년말 기준, 83.3%)했다.

[그림 19] 일본과 한국의 NFA/GDP



자료: ECOS, IMF, Bloomberg

[그림 20] 미국의 무역수지



자료: Bloomberg

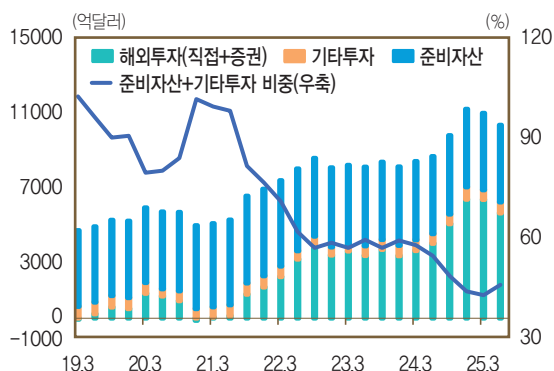
22. NFA 증가는 소득수지 개선 및 대외 건전성 강화라는 긍정적인 측면이 있으나, 자본의 해외유출에 따른 국내 자본시장 투자기반 약화, 환율 약세압력 지속, 글로벌 리스크에 대한 노출 확대, 무역 불균형에 따른 통상 압력 등 부정적인 측면도 상존한다. 특히 외환부문 관점에서는 NFA 증가가 민간부문의 해외투자를 중심으로 이루어지면서 NFA 구성이 준비자산 및 은행부문 중심에서 민간부문 중심으로 옮겨가고 있다는 점을 유의할 필요가 있다. 민간부문의 순해외투자(거주자 - 외국인)가 (+)로 전환된 2019년 이후 은행 및 공공부문(기타자산+준비자산)이 전체

16) OECD Supply Chain Resilience Review 2025

NFA에서 차지하는 비중은 감소하였다. 이는 경상수지에서 발생한 외환유입의 대부분 또는 그 이상이 민간부문 해외투자를 통해 유출되면서 이에 따른 외환수요를 은행 및 중앙은행이 받아 주었음(외환 매도)을 의미한다. 이로 인해 이들의 외화자산 규모는 정체되는 모습을 보이고 있다. 은행 및 공공부문의 NFA는 외환수급 급변동을 완충하는 역할을 한다는 점에서 유의할 필요가 있다.

23. 따라서 국내 시장의 위험조정 수익률 제고 등을 통해 국내부문의 투자 매력을 높여 과도한 민간 부문의 해외투자 편중 경향을 완화시킬 필요가 있다. 이를 위해서는 국내 주식시장 투자여건 개선, 국민연금의 국내투자 활성화 등이 요구된다. 일본의 경우 우리보다 앞서 정부 주도 2023.2월 주식 가치 제고를 위한 밸류업 프로그램을 시행한 이후 35년 만에 주가가 사상최고치를 기록하였다. 이에 따른 외국인 자금의 대규모 유입세로 NFA 증가세가 둔화¹⁷⁾된 바 있는데, 이러한 선순환 사례(기업가치 개선 → 자국내 주식시장 활성화 → 해외투자 쏠림 완화 → NFA 증가세 둔화)는 국내 시장에 시사하는 바가 크다고 할 수 있다. 또한 MSCI 선진지수 편입 추진 등 금융부문 발전 노력을 통한 외국인의 국내투자 활성화도 동시에 추진할 필요가 있다¹⁸⁾.

[그림 21] NFA 구성요소와 비중¹⁾



주: 1) (준비자산_기타투자)/NFA가 100% 이하로 내려간 2019년도 이후 계산
자료: ECOS

[그림 22] 일본과 한국의 PBR¹⁾ 추이



주: 1) 순자산가치 대비 주가
자료: Bloomberg

17) Value-up 이후(23.1~25.6월) NFA/GDP 상승폭(%p): 일본(+5.6), 한국(+11.3)

Value-up 이전 3년(19.12~22.12월) 상승폭(%p): 일본(+14.7), 한국(+14.8)

18) 금융부문 발전은 외국인 국내투자, 거주자 해외투자를 모두 촉진하면서 대외자산 및 부채 모두 증가 요인으로 작용하나 대외부채 조달이 용이해지면서 NFA가 감소하는 효과가 더 크다(Vermeulen & de Haan, 2014).

〈참고 1〉

NFA 증감요인 변동 접근법에 따른 NFA 안정점 추정 결과

(분석 개요) ① NFA 수준이 NFA 변동에 미치는 영향을 점검하는 NFA 동학(Dynamics) 분석을 통해 NFA가 안정화되는 경향이 있는지 확인하고, ② NFA 증감요인(Flow: 경상수지, Valuation: 환율 효과 & 자산가격 효과) 변동 분석을 통해 안정화 경로를 점검한 후 ③ 국가별 안정점을 도출하여 비교하였다.

① **[NFA 안정화 여부]** 53개국 패널 데이터를 이용하여 GDP 대비 NFA 비중이 안정화 경향을 보이는지 NFA Dynamics를 분석한 결과, NFA 증가 충격 발생시 NFA 변동(Δnfa)이 마이너스가 되면서 안정화 되는 경향이 도출(β 값이 -1과 0 사이에 있으면 NFA 증감 충격의 영향이 점차 감소하면서 안정점으로 회귀)되었다.

$$\text{패널 회귀식: } \Delta nfa_{i,t} = \alpha_i + \beta nfa_{i,t-1} + \epsilon_i, \quad -1 < \beta < 0$$

* GDP 대비 NFA 비중 변화($\Delta nfa_{i,t}$)를 종속변수로, 전기의 GDP 대비 NFA 비중($nfa_{i,t-1}$)을 독립변수로 패널 회귀분석

② **[NFA 안정화 경로]** NFA 증가가 NFA 증감요인에 미치는 영향에 대한 분석을 통해 NFA 안정화경로를 점검한 결과 자산가격 효과 경로를 통해 NFA가 안정화되는 것으로 분석되었으나 안정화 효과는 장기시계에서 계속 약화되었다.

$$\begin{aligned} CA_{i,t} &= \alpha_i + \beta_{CA} nfa_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \\ Val^{NFA}(FX)_{i,t} &= \alpha_i + \beta_{FX} nfa_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \\ Val^{NFA}(AP)_{i,t} &= \alpha_i + \beta_{AP} nfa_{i,t-1} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

* CA는 경상수지, Val(FX) 및 Val(AP)는 환율 Valuation 및 자산가격 Valuation. $\alpha_i = \alpha + \tau_i$, τ_i 는 국가 고유요인

③ **[국가별 안정점]** 국가별 내재적 NFA 안정점(implied steady-state NFA)을 도출*한 결과 대부분 국가의 NFA 안정점 절댓값이 장기시계(07년→15년→23년)에서 점차 커지는 모습을 보여 실제 국가별 NFA의 흐름과 유사한 모습을 보였다. 우리나라도 최근으로 올수록 NFA 안정점이 커지는 모습이 나타나 실제 NFA 추이와 유사하였으나, 모든 기간에 걸쳐 실제 NFA가 안정점에 비해 상당폭 큰 것으로 나타났다.

$$\text{안정점 도출식: } nfa_i^* = \frac{-\hat{\alpha} + \tau_i + \hat{\gamma}Z}{\hat{\beta}}$$

* τ_i 는 국가요인, Z는 순채권국, 순채무국 등 통제변수 Δnfa 를 0으로 만들어서 외부 충격이 없으면 더 이상 변화하지 않는 NFA 수준으로 NFA Dynamics 분석 산식에 $\Delta nfa=0$ 을 대입한 후 nfa 에 관해 정리해 산출

〈참고 2〉

펀더멘털 변수와 NFA간 장기 관계 접근법에 따른 NFA 균형점 추정 결과

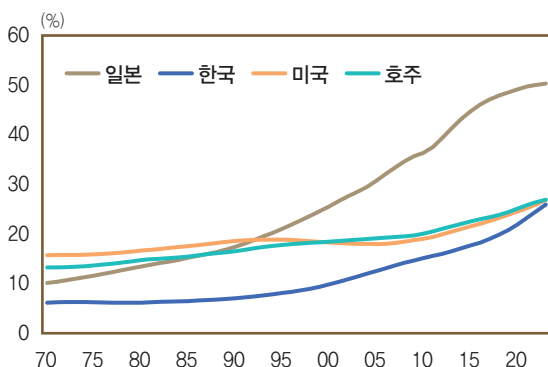
(분석 개요) Lane & Gian (2001)에서 제시한 모형을 준용하여 44개국 패널 데이터로 ① 펀더멘털 변수들(성장률, 인구구조, 정부지출 등)과 GDP 대비 NFA의 관계를 분석하고, ② 이를 이용해서 국가별 펀더멘털 지표가 제시하는 균형 NFA 수준을 추정하였다.

$$\left(\frac{NFA}{GDP}\right)_{i,t} = C + \sum_{k=1}^6 \beta X_{k,i,t} + \epsilon_i$$

* $X_{i,t}$ = GDP per Capita(1인당 GDP 성장률), Old-age Dependency ratio(노인부양비율), GDP 대비 정부지출, 무역활성화 지표(Export Volume change + Import Volume change), 위험변수(1인당 GDP 성장률 및 무역활성화 지표 변동성), C는 상수항

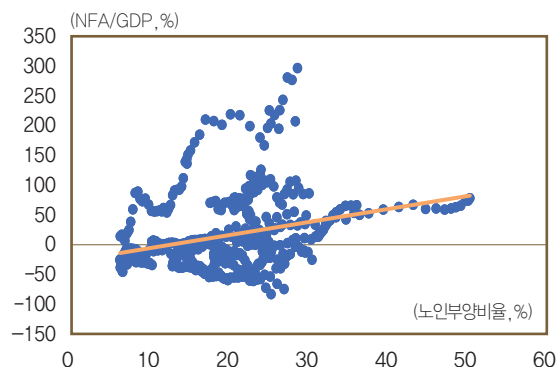
- ① **[펀더멘털 요인들과 NFA의 관계]** 실증분석 결과 국민소득, 인구구조 등이 NFA 수준과 밀접한 관련성을 갖는 것으로 나타났다. 1인당 GDP 성장률이 높을수록 NFA가 커지는 관계가 확인되었으며, 이는 수출 주도국의 성장과 NFA 축적 사이에 밀접한 관계가 있는 점이 반영된 것으로 보인다. 노인부양비율이 높을수록 NFA가 커지는 경향이 나타났으며, 이는 인구 고령화가 진행될수록 소비가 감소하고 저축이 증가하는 점을 반영하고 있다.

국가별 노인부양비율



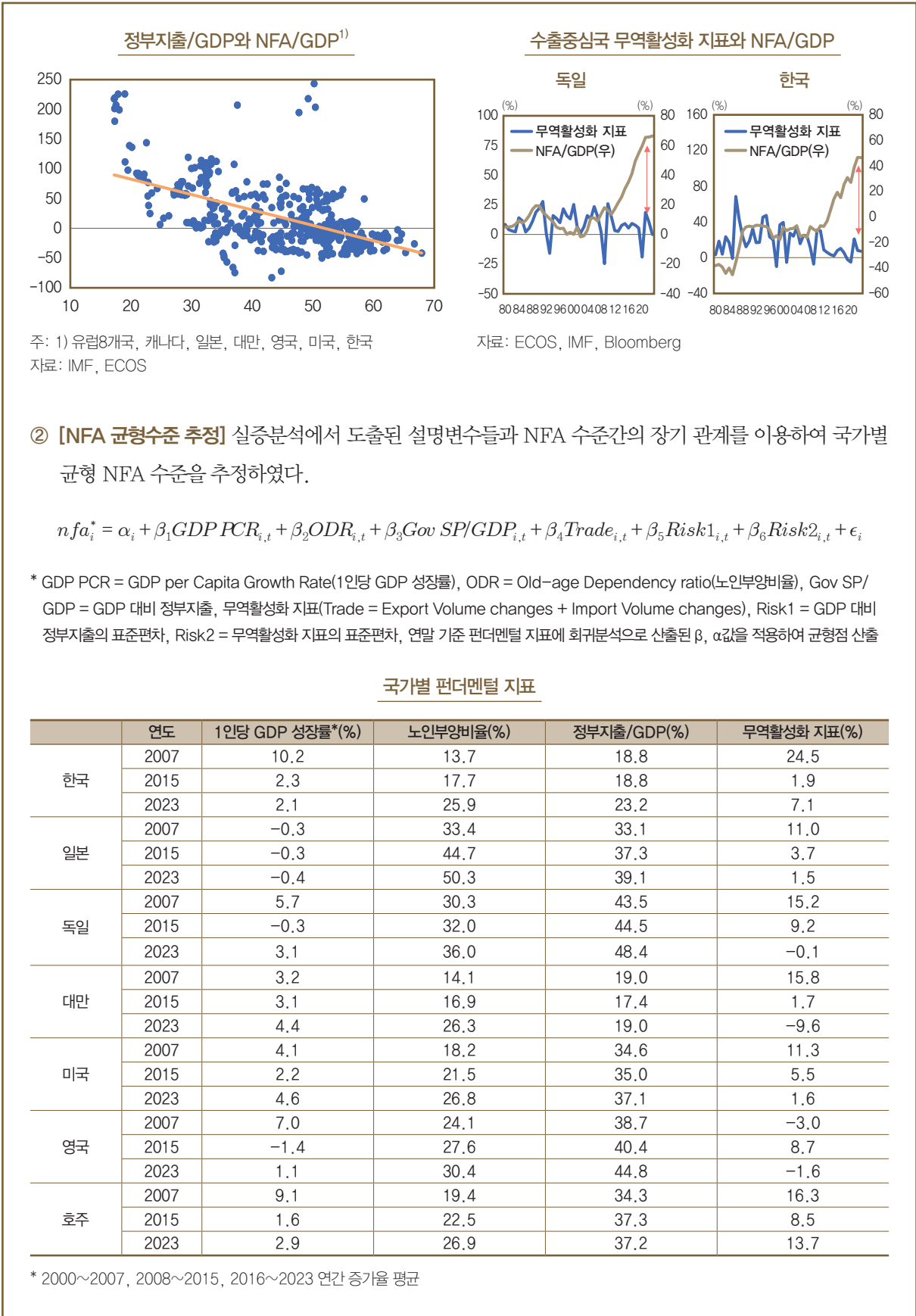
자료: World Bank

노인부양비율과 NFA/GDP



자료: World Bank

한편, GDP 대비 정부지출이 높을수록 재정적자 확대(정부저축 감소) 및 경상수지 악화로 이어져 NFA/GDP가 감소하는 경향을 보였다. 무역활성화 지표(Export Volume changes + Import Volume changes)가 큰 국가일수록 NFA가 큰 경향이 나타났으나 금융위기 이후 공급망 재편으로 인한 수출국들의 중간재 수입 의존도 상승 등으로 유의성이 약화되었다.



〈참고문헌〉

- Andrew Atkeson, Jonathan Heathcote, and Fabrizio Perri. (2025), “The End of Privilege: A re-examination of the Net Foreign Asset Position of the United States”, *American Economic Review* 115(7)
- Cesar Calderon, Norman Loayza, and Luis Serven. (2000), “External Sustainability: A Stock Equilibrium Perspective”, *Policy Research Working Paper* 2281
- Cesar Calderon, Norman Loayza, and Luis Serven. (2003), “Do Capital Flow Respond to Risk and Return?”, *Policy Research Working Paper* 3059
- Gustavo Adler and Daniel Garcia-Macia. (2018), “The Stabilizing Role of Net Foreign Asset Returns”, *IMF Working Paper* 18/79
- Marola A. Castillo. (2013), *Theoretical Background on External Sustainability Assessments*, IDB Technical notes IDB-TN-1096
- Maurizio Michael Habib. (2010), *Excess Returns On Net Foreign Assets The Exorbitant Privilege From a Global Perspective*, *ECB Working paper series* No 1158
- Philip R. Lane and Gian Maria Milesi-Ferretti. (2001), “Long-Term Capital Movements”, *NBER Working Paper Series* 8366
- Robert Vermeulen, Jakob de Haan. (2014), “Net foreign asset (com) position: Does financial development matter?”, *Journal of International Money and Finance* 43
- Sara Eugeni. (2024), “Nominal exchange rates and net foreign assets’ dynamics: The stabilization role of valuation effects”, *Journal of International Money and Finance* 141
- Stephanie E. Curcuru, Charles P. Thomas, and Francis E. Warnock. (2013), “On returns differentials”, *Journal of International Money and Finance* 36

Copyright © BANK OF KOREA. All Rights Reserved

- 본 자료의 내용을 인용하실 때에는 반드시 “BOK 이슈노트 No. 2025-32에서 인용”하였다고 표시하여 주시기 바랍니다.
- 자료 내용에 대하여 질문 또는 의견이 있는 분은 커뮤니케이션국 커뮤니케이션기획팀(02-759-4759)으로 연락하여 주시기 바랍니다.
- 본 자료는 한국은행 홈페이지(<http://www.bok.or.kr>)에서 무료로 다운로드 받으실 수 있습니다.