

준비자산의 투자수익률: 기타 국제투자수익률과의 비교 및 그 함의*

이 제 민**

요약

이 글은 준비자산의 투자수익률을 계산하고, 그것을 다른 국제투자의 수익률과 비교해 본 뒤, 그 함의를 살펴본다. 준비자산의 투자수익률은 2002년부터 2012년 간 평균 약 4.7퍼센트로서, 외국인 대한(對韓)투자의 수익률보다 훨씬 낮은데, 이것은 한국이 1997년 외환위기 후 자본시장을 개방한 채 준비자산을 쌓는 것이 큰 비용을 유발하고 있다는 것을 의미한다. 한편 준비자산의 투자수익률은 기타해외자산의 투자수익률보다는 미세하게 낮을 뿐인데, 이것은 외자의 유입으로 경상수지를 방어할 필요가 생길 경우 자본 유출을 장려하기보다는 준비자산을 쌓는 것이 낫다는 것을 의미한다.

주제분류 : B030604

핵심 주제어 : 준비자산, 투자수익률, 외환위기, 자본 유입, 자본 유출

I. 서 론

이 글의 목적은 한국의 준비자산(reserve assets)의 투자수익률을 계산하고, 그것을 다른 국제투자의 수익률과 비교해 본 뒤, 그 함의를 살펴보는 것이다.

한국은 일찍부터 준비자산을 보유해 왔지만, 1997년 외환위기 이후 그

* 이 논문의 작성 과정에서 유익한 논평을 해 주신 세 익명의 논평자에게 감사드린다. 이 논문은 2013년도 정부(교육부)의 재원으로 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구이다(No. 2013S1A3A2054622).

** 연세대학교 경제학부 교수, e-mail: leejm@yonsei.ac.kr

보유량을 크게 늘려서 현재 3,700억달러 정도 가지고 있다. 그러나 준비자산의 투자수익률은 통화당국이 일반인에게는 비밀로 해왔다. 그렇게 하는 이유는 준비자산이 한국의 최종 결제수단으로서 안전판 역할을 해야 하는 만큼, 유동성과 안정성이 주된 고려사항이고 수익률은 부차적이라고 보기 때문이다. 이것은 세계적 관행이기도 하다. 국제통화기금(IMF, 2001)도 준비자산의 운용 원칙으로서 안정성과 유동성을 강조하면서 그 운용기구의 거버넌스 등을 규정하고 있지만, 수익률 공개에 대해서는 언급이 없다. 한국에서는 2014년 국정감사에서 한국은행 총재가 “준비자산은 최종 지급결제 수단이자 안전판인데, 수익률을 공개하면 수익성 위주로 운용하라는 무언의 압력에 시달릴 수 있기” 때문에 그 운용수익률을 밝힐 수 없다고 하였다.¹⁾ 통화 당국이 준비자산의 투자수익률을 공개하지 않기 때문에 지금까지 당연히 그에 대한 연구는 없다.

한편 준비자산의 투자수익률을 아는 것도 중요하다. 준비자산은 한국인이 저축의 결과로 쌓아 놓은 대규모 자산으로서 그 수익률은 국민적 관심사가 될 수밖에 없다. 그것은 준비자산과 함께 또 하나 한국인 전체의 저축의 결과인 국민연금의 수익률이 국민적 관심사가 되는 것과 마찬가지로. 엄밀하게 따지면 국민연금 수익률보다 준비자산의 수익률이 더 중요하다. 국민연금은 대부분이 국내자산으로 구성되어 있기 때문에 그 투자수익률은 국민소득에 큰 영향을 주지 않는다. 국민소득에 영향을 주는 것은 그 중 일부인 해외자산의 투자수익률뿐이다. 국내자산의 투자수익률은 연금 고갈시기를 결정해서 다음 세대에 얼마나 부담을 안기느냐 하는 국내에서의 분배 차원의 문제이다. 반면 준비자산은 모두 대외자산이기 때문에 그 전체의 수익률이 바로 국민소득에 영향을 주게 된다. 결국 준비자산의 투자수익률은 그 소수 운용자의 ‘전문가적 판단’과 국민의 ‘알 권리’ 사이에 균형을 맞추어야 하는 문제이지만, 후자에 초점을 맞추어서 계산을 해 보는 것도 의미 있는 일이라고 할 수 있다.

준비자산의 투자수익률 계산이 의미 있는 또 하나 이유는 다른 국제투자의 수익률과 비교해 볼 필요 때문이다. 그 비교 대상 투자수익률은 여러 가지가 있을 수 있겠지만, 이 글에서 주목하고자 하는 것은 두 가지다. 하나는 외국인 대한(對韓)투자의 수익률이고, 다른 하나는 한국의 해외투자에 있어

1) 이데일리 2014.10.7.

서 준비자산 이외의 자산(이하 '기타자산'으로 부름)의 투자수익률이다.

준비자산 투자수익률을 외국인 대한투자의 수익률과 비교하는 것은 한국이 자본시장을 개방하면서 치르는 기회비용을 계산하는 데 도움이 된다. 한국은 1997년 외환위기로 자본시장을 전면 개방한 뒤 들어온 외자가 빠져나갈 가능성에 대비해서 준비자산을 대거 늘렸다. 자본시장을 개방했기 때문에 외국인은 대한투자로 많은 수익을 내고 있는데, 이것은 한국의 입장에서 보면 국민소득 감소와 같다. 그런 한편 한국이 준비자산으로부터 거두는 수익은 한국의 국민소득이다. 따라서 둘 간의 차이는 자본시장 개방의 결과 한국의 국민소득이 증감하는 액수다. 물론 그런 수익이 투자액의 다소를 반영하는 것이라면 문제가 안 되지만, 투자수익률의 차이를 반영할 가능성이 크다. 준비자산은 안정성과 유동성 위주로 구성되는 반면, 외국인의 대한투자는 안정성과 유동성이 낮은 자산이기 때문이다. 이처럼 준비자산 투자수익률과 외자의 대한투자의 수익률은 간의 차이는 큰 비용을 낳는 요인이다 이것은 개도국 공통의 현상으로서, 그런 수익률 차이에도 불구하고 개도국이 자본시장을 개방하면서 준비자산을 들고 있는 것은 세계적 '수수께끼'이기도 하다(Rodrik, 2006). 이 글에서는 그런 수수께끼를 푸는 것이 목적은 아니고, 일단 그런 비용을 계산하는 바탕으로서 준비자산의 투자수익률과 외국인 대한투자의 수익률 간의 차이를 살펴보고자 한다.

준비자산의 투자수익률을 한국의 해외투자에 있어서 '기타자산'의 투자수익률과 비교하는 것은 우선 일반적으로 기대하는 것이 맞는지 검증해 보기 위해서다. 한국의 해외투자에 있어서도 준비자산은 기타자산보다 안정성과 유동성이 높을 것이기 때문에, 준비자산의 투자수익률이 기타자산의 그것보다 낮아야 하겠지만, 실제로 그런지는 실증적으로 살펴볼 문제다. 또한 준비자산 취득은 통화당국이 결정하는 정책변수인 반면, 기타자산은 일부 예외를 제외하면 그렇지 않은데, 이것은 특히 자본시장을 개방한 상태에서 자본이 유입될 경우 그에 대처하는 방식과 관련해서 중요한 의미가 있다. 자본 유입이 경상수지를 악화시켜 외환위기로 이어질 가능성을 줄이는 유효한 방안으로서 자본 유출을 생각할 수 있다(Forbes et al., 2014). 이 때 자본 유출은 물론 준비자산이 아닌 기타자산을 취득하는 것이다. 이 방안은 준비자산의 투자수익률이 기타자산의 투자수익률보다 낮다는 전제 위에서 성립하는 이야기다. 그렇지 않다면 안정성과 유동성도 높고 정책변수로서

통계 가능성도 높은 준비자산을 취득하는 것이 나올 것이다. 준비자산과 기타자산의 투자수익률을 비교하는 것은 이런 문제에 대해 답을 줄 수 있을지 모르는 것이다.

II. 준비자산의 투자수익률 및 기타 국제투자의 수익률

〈표 1〉은 국제투자대조표에 나타난 한국의 해외투자 중 준비자산과 기타자산, 그리고 외국인의 대한투자에 있어서의 연말 잔액과 그 잔액의 당해 연도 GDP에 대한 비율을 제시하고 있다. 〈표 1〉에서 보는 것처럼, 준비자산은 1997년 외환위기 이후 급속하게 늘었다가 2010년 이후에는 대체로 GDP의 26퍼센트 정도에 머무르고 있다. 준비자산의 규모를 기타자산의 규모와 비교하면, 1999년까지는 준비자산이 적었지만 2000년부터 2007년까지는 준비자산이 많았다가, 2008년 이후 다시 기타자산이 더 많아졌다. 한편 외국인의 대한투자도 꾸준히 늘어서 GDP의 70퍼센트 이상이 되었다. 이처럼 각 자산의 규모가 늘어난 만큼, 그 투자수익률이 갖는 의미도 클 것이다.

준비자산을 비롯한 자산의 투자수익률은 국제투자의 수익률을 계산한 기존 연구(이제민, 2011; 김경수·송은영, 2012)에서와 같은 방법으로 계산할 수 있다. 이것은 ‘투자소득’과 ‘시세차익(capital gains)’을 더한 총수익을 투자 잔액으로 나누는 것이다(아래에서 설명).

지금까지 통화당국이 아닌 민간의 연구자가 준비자산의 투자수익률을 계산할 수 없었던 이유는 준비자산의 투자소득(이자)을 알 수 없었기 때문이다. 통화 당국은 준비자산의 투자소득을 ‘증권투자’의 소득과 합산하여 통계를 제공함으로써 준비자산만의 투자소득을 알 수 없게 만들었다. 그러나 최근 국제수지표의 편제를 바꾸면서 일정 기간에 대해 민간에서도 준비자산의 투자소득을 알 수 있게 되었다. 국제통화기금(IMF)은 2010년 1월 새로운 국제수지통계 매뉴얼(Balance of Payments and International Investment Position Manual Sixth Edition (BPM6))을 공표하고 회원국에 이행을 권고했는데, 한국은 그에 따라 1980~2012년을 대상으로 국제수지통계를 개편했다(한국은행 보도자료 2013년 11월 15일). 그 과정

에서 준비자산의 투자소득을 증권투자가 아니라 '기타투자'(은행 간 차입이나 무역신용 등)의 투자소득과 합산하여 제공하게 되었다. 따라서 이 기간 동안 국제수지표의 신·구계열을 대비해 보면 준비자산에 대한 투자소득을 알 수 있다.

【표 1】 국제투자대조표상의 투자잔액

(단위: 10억달러, 퍼센트)

	한국인의 해외투자				외국인의 대한투자	
	준비자산		기타자산		금액	GDP에 대한 비율
	금액	GDP에 대한 비율	금액	GDP에 대한 비율		
1994	22.3	4.9	52.1	11.4	111.7	24.5
1995	29.4	5.3	70.5	12.7	146.0	26.2
1996	29.4	4.9	92.6	15.5	185.6	31.0
1997	8.9	1.6	108.9	19.5	182.3	32.7
1998	48.5	12.9	91.9	24.5	192.6	51.4
1999	74.1	15.3	84.8	17.5	244.6	50.4
2000	96.2	17.1	86.5	15.4	219.2	39.0
2001	102.8	19.3	76.0	14.2	236.6	44.4
2002	121.4	19.9	82.2	13.5	264.8	43.5
2003	155.4	22.8	100.6	14.8	319.1	46.9
2004	199.1	26.0	130.5	17.1	390.0	51.0
2005	210.4	23.4	159.8	17.8	514.1	57.2
2006	239.0	23.6	227.8	22.5	621.9	61.5
2007	262.2	23.4	332.7	29.6	782.4	69.7
2008	201.2	20.1	336.0	33.5	606.6	60.6
2009	270.0	29.9	360.4	39.9	730.3	80.9
2010	291.6	26.6	405.5	37.1	828.2	75.7
2011	306.4	25.5	453.1	37.7	840.6	69.9
2012	327.0	26.7	534.1	43.7	955.4	78.2
2013	346.5	26.5	621.1	47.6	1,004.8	77.0
2014	363.6	25.8	716.6	50.8	998.3	70.8

자료: <http://ecos.bok.or.kr>.

국제투자에서의 수익은 투자소득에다 시세차익(capital gains)을 더한 것이다. 여기서 준비자산의 투자소득은 국제수지표의 신·구계열을 비교해서 구할 수 있고, 한국의 해외투자 중 기타자산의 투자소득은 전체 투자소득에서 준비자산의 투자소득을 빼서 구할 수 있다. 외국인 대한투자의 투자

소득은 국제수지표에서 바로 구할 수 있다(<http://ecos.bok.or.kr>).

반면 시세차익은 좀 더 복잡한 계산을 요하는데, 국제투자대조표와 국제수지표를 이용해서 계산할 수 있다. 어떤 연도의 국제투자의 잔액의 증감 요인은 각각 거래요인과 비거래요인으로 나눌 수 있다.

$$K_t - K_{t-1} = TR_t + NTR_t \quad (1)$$

여기서 K_t 와 K_{t-1} 는 <표 1>에 나타난 당해 연도 말과 전 연도 말의 투자잔액을, TR_t 와 NTR_t 는 당해 연도의 거래요인과 비거래요인을 나타낸다. 거래요인은 매매, 차입 등 실제 경제적 거래를 통한 자산 및 채무의 변동으로서, 국제수지표의 '금융계정'에서 한국의 해외투자는 자산, 외국인의 대한 투자는 부채 항목으로 나타난다. 여기서 투자 잔액과 투자 액수는 모두 달러로 표시된다. 비거래요인은 자산 가격 등락에 의한 자산 및 채무 액수의 변동에다 달러표시 자산이 아닌 경우 그 표시통화(외국인 대한투자의 경우 원화)의 달러환율 변동의 효과를 더한 것이다. 거래요인은 순투자액이라 할 수 있고, 비거래요인은 '달러로 표시한 시세차익'이다. 즉 식 (1)은 어떤 연도의 자산 변동이 그해 동안 돈을 주고 취득한 자산과 기존 자산의 시세 차익의 합계라는 것을 말해주고 있다.

따라서 그러한 시세 차익으로서의 비거래요인은 다음과 같이 구할 수 있다.²⁾

$$NTR_t = K_t - K_{t-1} - TR_t \quad (2)$$

이렇게 계산되는 한 국가의 비거래요인, 즉 시세 차익은 국민소득과 마찬가지로(Obstfeld, 2012: 4). 세계 전체로 보아서는 소득이 아니지만, 개별

2) 여기서 국제투자의 일종인 파생상품의 비거래요인을 계산하는 데는 기술적 문제가 있다. 파생상품의 경우 외국인의 손실은 외국인 파생상품의 비거래요인에 마이너스로 기록되는 것이 아니라, 거래상대방으로서의 한국인 파생상품거래의 플러스로 기록되고, 반대로 한국인의 손실은 외국인 파생상품 비거래요인에 플러스로 기록된다. 따라서 파생상품거래의 비거래요인은 항상 플러스다. 그러므로 파생상품 거래의 차익을 수익의 일부로 잡을 수는 없다. 따라서 이 논문에서는 파생상품을 제외한 총자산의 투자수익률을 계산하기로 한다.

국가의 입장에서는 국민소득과 같은 것이다. 이것은 마치 국내에서 개인이 거둔 시세차익(capital gains)이 경제 전체로 보아서는 소득이 아니지만 개별 경제주체의 입장에서는 소득인 것과 마찬가지다. 다만 국민계정에서 비거래요인을 국민소득으로 다루고 있지 않기 때문에 통계에 잡히지 않고 있을 뿐이다.

국제투자대조표는 1994년 말 수치부터 작성되었기 때문에 비거래요인을 1995년부터 계산할 수 있다. 그러나 그렇게 하기에는 준비자산의 거래요인 통계에 문제가 있어 보인다. 1997년 외환위기를 계기로 1998년에 준비자산이 늘었는데, 그와 관련하여 IMF로부터 빌린 자금을 대한 국제수지표상의 처리가 불분명한 것이다. 따라서 한국이 IMF로부터의 차입금을 모두 같은 2001년 8월까지는 그로 인한 문제가 있을 가능성이 있다. 그런 가능성을 감안하여 여기서는 2002년부터 2012년까지를 분석 대상으로 삼기로 한다.

국제투자로부터 얻는 총수익은 투자소득 - IY_t 로 표시 - 에다 식 (2)에 의해 계산한 비거래요인을 더해서 구할 수 있다.

$$TG_t = IY_t + NTR_t \quad (3)$$

<표 2>는 준비자산, 기타자산, 외국인의 대한투자자산에 대해 투자소득과 시세차익을 2002년부터 2012년까지 각 연도와 전 기간(합계)에 대해 제시하고 있다. <표 2>에서 보면, 준비자산에 비해 기타자산이 투자소득보다 시세차익이 상대적으로 적고, 외국인의 대한투자는 시세차익이 상대적으로 많다.

각 자산에 대한 투자수익률은 식 (3)에서 계산한 총수익을 <표 1>에 나타난 투자 잔액으로 나누어서 계산할 수 있다. 여기서 어느 시점의 자산 가액을 쓰느냐가 문제인데, 전년도 말 투자 잔액 K_{t-1} 을 쓰는 것이 일차적 방법일 것이다.

$$ROR1_t = TG_t / K_{t-1} \quad (4)$$

그러나 해당 연도 동안 투자 잔액이 늘어날(줄어들) 경우 전년도 말 잔액을

쓰는 것은 수익률을 과대(과소)평가하게 된다. 반면 당해 연도 말 잔액을 사용하는 것, 즉

$$ROR2_t = TG_t / K_t \quad (5)$$

로 투자수익률을 계산하는 것은 투자 잔액이 늘어날(줄어들) 경우 수익률을 과소(과대)평가하게 된다. 따라서 실제 수익률은 $ROR1_t$ 과 $ROR2_t$ 사이에 있을 것이다. 여기서는 그 근사치로서 $ROR1_t$ 와 $ROR2_t$ 의 평균을 구해 보기로 한다.

【표 2】 투자소득과 시세차익

(단위: 10억달러)

	한국인의 해외투자				외국인의	
	준비자산		기타자산		대한투자	
	투자소득	시세차익	투자소득	시세차익	투자소득	시세차익
2002	4.6	6.8	2.2	-2.4	9.5	14.4
2003	4.3	8.1	2.8	1.2	10.2	28.4
2004	4.7	5.0	5.6	1.2	12.2	40.1
2005	4.7	-8.5	6.6	-2.8	19.2	92.3
2006	6.5	6.5	8.3	13.3	19.3	43.3
2007	9.7	8.1	10.5	8.5	24.2	70.3
2008	10.8	-4.6	10.2	-60.1	22.3	-220.4
2009	8.3	0.1	6.5	40.0	17.2	111.8
2010	9.0	-5.4	13.1	4.9	21.2	58.9
2011	9.0	0.9	17.7	-7.6	19.7	-36.0
2012	8.4	7.4	21.1	10.7	16.9	88.7
합계	80.1	24.4	104.4	6.9	191.9	291.7

주: 1) 시세차익 계산은 식 (2) 참조.

자료: <http://ecos.bpk.or.kr>.

Ⅲ. 추정 결과와 논점

〈표 3〉은 이렇게 계산한 투자수익률을 준비자산 및 기타자산, 외국인의 대한투자자산에 대해 제시하고 있다.

【표 3】 투자수익률

(단위: 퍼센트)

	한국의 해외투자		외국인
	준비자산	기타자산	대한투자
2002	10.3	-0.2	9.6
2003	9.1	3.5	13.4
2004	5.6	5.1	14.9
2005	-1.9	2.4	25.2
2006	5.8	12.2	11.2
2007	7.1	9.0	13.7
2008	2.7	-20.0	-31.4
2009	3.7	19.8	21.4
2010	1.3	7.2	10.7
2011	3.3	3.9	-2.0
2012	5.0	11.6	12.2
평균	4.7	4.9	9.0

주: 1) 투자수익률 계산 방식은 식 (4)와 식 (5) 참조.

자료: <http://ecos.bok.or.kr>.

〈표 3〉에서 보는 것처럼 각 자산의 투자수익률은 연도에 따라 변동이 심하다. 그러나 2002년부터 2012년까지 전 기간의 평균을 봄으로써 각 자산 투자수익률을 어느 정도 비교해 볼 수 있다. 이 기간 동안 준비자산의 투자수익률 평균은 약 4.7퍼센트다. 이것이 다른 자산, 예컨대 국민연금의 수익률과 비교해서 높은지 낮은지 등에 대해서는 여기서 논할 수 없다. 또한 다른 나라의 준비자산 투자수익률과 비교해 보는 것도 흥미 있는 일이겠지만, 그렇게 할 수 있는 방법은 물론 없다. 여기서는 그냥 국민의 ‘알 권리’를 충족시키기 위해 계산해 보는 것으로 만족하고자 한다.

예상대로 준비자산 투자수익률 평균 4.7퍼센트는 외국인 대한투자의 수익률 9.0퍼센트보다 훨씬 낮다. 외국인의 대한투자가 준비자산보다 고위험·고수익 투자이기 때문에 차이가 나는 것은 당연해 보인다. 그러나 여기에는 그런 단순한 해석보다는 더 복잡한 문제가 얽혀 있을 가능성이 크다.

우선 외국인 대한투자의 수익률이 1997년 위기를 계기로 올라갔을 가능성이 있다. 위기 직후 극심한 불황 하에서 구조조정을 급작스럽게 추진하는 과정에서 국내 자산이 대규모 헐값투매(fire sale)를 통해 외국인에게 넘어갔다(Aquiar and Gopinath, 2005). 그 후 한국경제가 회복됨에 따라 자

산가격이 오르고 환율이 내려감으로써 달러표시 자산가격이 올라갔다. 그리고 위기 전 한국은 기업과 금융이 모두 부실하여 '주주가치'가 제대로 실현되지 못하는 체제였지만, 위기 후 구조조정의 결과 한국 기업의 재무구조가 개선된 것도 주가를 비롯한 자산가격을 올렸을 것이다(Koh, 2010: Chapter 1). 나아가서 위기 전에는 자본시장(특히 주식시장)이 점진적으로 개방되었지만, 위기 후 자본시장이 일거에 전면 개방됨으로써 불확실성을 제거하여 자산 가격을 올리는 작용을 하였을 것이다(Kim et al., 2013). <표 2>에서 보는 것처럼 외국인투자자의 수익 중 시세차익의 비중이 높은 데는 이런 요인들이 작용했을 가능성이 크다.

위기와 자본시장의 급격한 개방이라는 효과가 사라지고 난 뒤에도 외국인의 대한투자가 준비자산보다 고위험·고수익 투자이기 때문에 투자수익률에 차이가 나는 것은 당연해 보인다. 그러나 이것도 자본시장 개방을 '주어진 조건'으로 간주할 때 이야기다. 실제로는 자본시장 개방 자체가 외환위기의 위험을 올리고 한국은 그에 대한 '자기보험'으로 준비자산을 쌓아 왔기 때문에, 자본시장을 개방하지 않았을 경우와 비교하면 경제 전체로 보아 위험이 낮아졌는지는 분명하지 않다. 2008년에 외환위기가 또 일어날 뻔했던 것이 그 한 증거가 될 수 있다. 그럼에도 불구하고 어떤 이유로 한국이 자본시장을 개방하면서 준비자산을 쌓고 있는 것인지는 제대로 논의된 적이 없다.

이처럼 준비자산의 투자수익률과 외국인 대한투자의 수익률이 차이가 나는 데 대해서는 여러 가지 논점이 제기될 수 있다. 이 글은 그런 논점을 다룰 수는 없다. 다만 투자수익률에 그런 차이가 있다는 것을 보임으로써, 자본시장을 개방하면서 준비자산을 보유하는 데 따른 비용이 발생하고 있다는 것을 확인했을 뿐이다.

한편 한국의 해외투자에서 준비자산과 기타자산의 투자수익률을 비교하면, 준비자산의 투자수익률 4.7퍼센트는 기타자산의 투자수익률 4.9퍼센트보다 미세하게 낮다. 준비자산은 안전성과 유동성이 높다는 점에서 이 차이는 매우 작아 보인다. 그렇게 작은 차이밖에 나지 않는 이유 - 예컨대 통화당국과 여타 해외투자자 간에 존재할지 모르는 '투자능력의 차이' - 는 여기서 다룰 수는 없다. 반면 그 차이가 매우 작다는 데서 일부 정책적 함의를 얻을 수 있다.

준비자산과 기타자산 간에 투자수익률 차이가 그렇게 작다면 국민경제적

입장에서 해외투자에 있어서 기타자산보다 준비자산을 취득하는 것이 더 나올 가능성이 크다. 이것이 구체적으로 정책 문제가 되는 것은 자본시장을 개방한 상태에서 자본이 유입될 때 경상수지 방어를 위해 자본 유출로 대응하는 경우다. 이것은 바로 1997년 외환위기가 일어나는 과정과 2008년 외환위기가 또 일어날 뻔했던 과정을 살펴보면 알 수 있다.

1997년 외환위기의 경우는 이렇다. 한국은 1993년부터 단기자본 유입을 완화한 후 자본 유입이 시작되자 경제협력개발기구(OECD) 가입 때문에 자본 유입을 통제할 수 없었으므로 경상수지 방어를 위해 자본 유출을 장려했다(한국은행, 1996: 112). 1996년을 보면 외국인의 대한투자에 의한 자본 유입(식 (2)에서 거래요인)이 489억달러였는데, 한국의 해외투자에 의한 자본 유출은 249억달러, 준비자산 증가는 13억달러였고, 나머지는 경상수지 적자(238억달러)와 기타수지(자본수지와 오차 및 누락)로 흡수되었다. 유출된 249억달러 중 큰 부분이 동남아 등지로 갔다가 동남아 위기로 부실자산이 되었다. 물론 이것이 직접 1997년 외환위기를 초래한 것은 아니다. 1997년 외환위기를 촉발한 것은 당시 한국에 유입되어 있던 일본 자본이 일본 국내의 금융위기에 당면하여 자본을 회수하기 시작한 것이었다(Kim and Rhee, 1998: 363; Willet et al., 2004). 그러나 이것은 자본 유입에 대한 대응책으로 자본 유출을 장려하기보다 준비자산을 더 쌓는 것이 나았다는 것을 알려주고 있다. 유입되는 외자를 준비자산 증가로 흡수하였으면 외환위기를 피했을 가능성이 높은 것이다.

이것은 2007년에도 마찬가지였다. 그 해에도 자본 유입에 따라 해외투자를 장려했는데, 그 해 외국인 투자 유입은 703억달러였고 경상수지 흑자는 118억달러였다. 그런 한편 준비자산 투자는 151억달러, 기타자산 투자는 954억달러였다. 그 기타자산 투자 과정에서 환율 헷징에 따른 파생상품 거래가 은행의 단기외채를 증가시켜서 2008년 10월 글로벌금융위기로 자본이 급격히 유출되자 은행이 상환 불능으로 몰리는 사태를 가져왔다(Chung and Kim, 2012). 2007년에도 자본 유입을 준비자산 증가로 대처했으면 2008년에 외환위기가 일어날 뻔했던 사태를 피할 수 있었을 것이다.

이처럼 자본 유출, 즉 기타자산 취득이 심각한 위협 요소를 안고 있다는 것을 감안하면, 투자수익률이 0.2퍼센트포인트 차이 나더라도 준비자산을 쌓는 것이 나올 가능성이 크다. 물론 여기에는 다른 요소도 함께 감안해야

할 것이다. 준비자산을 쌓는 것은 가장 명료한 정책변수이기는 하지만, 그를 위한 원화 자금을 마련하는 데 따른 이자비용과 행정 비용도 있다. 그러나 이런 비용을 감안하더라도 투자수익률 차이가 미미하다는 것은 중요한 참고사항이 될 수 있을 것이다.

투고 일자: 2015. 4. 18. 심사 및 수정 일자: 2015. 5. 12. 게재 확정 일자: 2015. 5. 19.

◆ 참고문헌 ◆

- 김경수·송은영 (2012), “우리나라 대외자산·부채 변동 요인의 분석,” 『국제경제연구』, 18(2), 29-58.
- 이제민 (2011), “외환위기 이후 외국인 대한투자와 한국인 해외투자의 수익 및 수익률,” 『경제발전연구』, 17(2), 115-140.
- 한국은행 (1996), 『연차보고서』, (47차).
- Aguiar, Mark and Gita Gopinath (2005), “Fire-Sale Foreign Direct Investment and Liquidity Crisis,” *Review of Economics and Statistics*, 87(3), August, 439-452.
- Forbes, Kristin J., Fratzscher, Marcel, and Roland Straub (2014), “Capital Controls and Macroprudential Measures: What are They Good for?,” Centre for Economic Policy Research (CEPR) CEPR Discussion Paper No. DP9798.
- International Monetary Fund (2001), “Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management,” (<https://www.imf.org/external/np/mae/ferm/eng/>).
- Kim, Daehwan, Jung Inn Kim, and Taeyoon Sung (2013), “Stock Market Liberalization and Price Response: Gradualism versus Cold Turkey,” *Applied Economics*, Vol. 45(3), 273-285.
- Kim, In-June and Yeongseop Rhee (1998), “The Korean Currency Crisis and the IMF Program: An Insider’s View,” *Seoul Journal of Economics*, 11(4), Winter, pp.351-380.
- Koh, Youngsun (2010), “The Growth of Korean Economy and the Role of Government,” in Sakong, Il and Youngsun Koh (eds.) *The Korean Economy: Six Decades of Growth and Development*,

Seoul: The Committee for the Sixty-Year History of the Korean Economy.

Obstfeld, Maurice (2012), "Does the Current Account Still Matter?," *American Economic Review*, May 2012, 1-23.

Rodrik, Dani (2006), "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves," *International Economic Journal*, 20(3), September, 253-266.

Willet, Thomas, D., Aida Budiman, Arthur Denzau, Gab-Je Jo, Cesar Ramos and John Thomas (2004), "The Falsification of Four Polpular Hypotheses About the Asian Crisis," *The World Economy*, 25-44.

The Rate of Return on Reserve Assets: Comparison with Other International Investments and Its Implications

Jaymin Lee*

Abstract

This paper calculates the rate of return on Korea's reserve assets and compares that with the rate of return on foreign investment in Korea and Korean investment abroad in other assets. The rate of return on reserve assets amounted to about 4.7 percent on average from 2002 to 2012. This is far lower than that on foreign investment in Korea, suggesting that Korea is paying a large cost by accumulating reserve assets while keeping capital market open after the 1997 crisis. Meanwhile, the rate of return on reserve assets is only slightly lower than that on Korean investment abroad in other assets, suggesting that Korean government had better increase reserve assets rather than encouraging capital outflow when it tries to prevent the deterioration of current account because of capital inflow.

KRF Classification : B030604

**Key Words : reserve assets, rate of return, foreign exchange
crisis, capital inflow, capital outflow**

* Professor of Economics, Yonsei University, e-mail: leejm@yonsei.ac.kr