



외화예금의 역할과 정책적 시사점

강태수 · 김경훈 · 양다영

외화예금의 역할과 정책적 시사점

강태수 · 김경훈 · 양다영

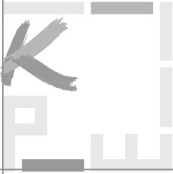
연구자료 19-05

외화예금의 역할과 정책적 시사점

인 쇄 2019년 8월 21일
발 행 2019년 8월 26일
발행인 이재영
발행처 대외경제정책연구원
주 소 30147 세종특별자치시 시청대로 370
세종국책연구단지 경제정책동
전 화 044) 414-1178, 1179
팩 스 044) 414-1144
인쇄처 북마을 T. 042-632-3134

©2019 대외경제정책연구원

정가 5,000원
ISBN 978-89-322-2462-6 94320
978-89-322-2064-2(세트)



국문요약

본고는 우리나라 외화예금의 현황을 살펴보고, 전문가 면담을 바탕으로 외화예금 활성화 방안을 제시하였다. 또한 외화예금 결정요인과 환율 안정성의 관계를 파악하기 위해 실증분석을 실시하였다.

외화예금은 글로벌 금융위기 이후 경상수지 흑자 지속 등에 힘입어 크게 늘어났다. 2010년 말 26조 8,544억 원(약 237억 달러)이던 외화예금은 2017년 말 93조 1,808억 원(약 870억 달러)로 총수신 대비 2.4%에서 5.5%까지 증가했다. 이에 따라 국내은행의 외화자금 조달원으로서 외화예금의 역할이 크게 확대되었다. 국내은행의 외화부채 구성 변화를 살펴보면, 2010~18년 중 해외차입 비중이 낮아진(40.7→24.8%) 반면 외화예금 의존도는 상승(20.1→35.3%)했다. 그러나 기업예금의 비중이 약 80%를 차지하면서 우리나라 외화예금은 수출입 규모, 환율 변동 등 기업의 영업환경에 따라 변동성이 높을 수밖에 없는 구조다. 실제로 2019년 3~4월에는 환율 상승으로 외화예금의 규모가 급격하게 감소하기도 했다.

본고는 구조 VAR(structural vector autoregressive)모형을 사용하여 우리나라 외화예금의 결정요인을 파악하였다. 전체 기간을 대상으로 한 분석 결과에 따르면 외화예금은 경상수지 충격에 크게 영향을 받지 않았으나 환율 충격에는 유의미하게 반응하는 것으로 나타났다. 하지만 글로벌 금융위기 전후로 나누어 추정한 VAR모형 분석 결과에서는 두 변수의 충격이 외화예금에 미치는 효과가 글로벌 금융위기를 전후로 크게 달라진 것을 확인하였다. 글로벌 금융위기 이전에는 환율 충격이 외화예금에 미치는 효과가 유의미하지 못했던 반면, 경상수지 충격이 외화예금에 미치는 영향이 유의미하였다. 하지만 글로벌 금융위기 이후에는 경상수지가 외화예금에 미치는 효과는 크게 약화된 반면,

환율이 외화예금에 영향을 미치는 주요 변수로서 역할을 하게 되었다.

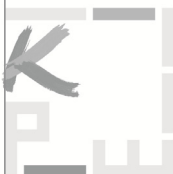
이 밖에도 실증분석 결과는 외화예금 증가가 환율안정성에 순기능이 있음을 제시함으로써 외화예금 확충에 대한 정책적 정당성을 부여하였다. 21개국 패넬 데이터를 기초로 외환보유액과 외화예금이 환율안정에 미치는 영향을 분석한 결과, 외환보유액이 상대적으로 적은 국가 혹은 기간 중에 외화예금이 증가한 경우 「환율변동성이 감소함」을 확인하였다.

상기 분석 결과와 시중은행 실무담당자 및 전문가 인터뷰를 바탕으로 본고는 외화예금 활성화 방안에 대해 몇 가지 제안을 하였다. 외화예금이 안정적인 외화유동성 공급원으로 기능하려면 은행의 외화예금 운용과 조달에 인센티브를 부여해야 한다.

우선 운용 측면에서 외화예금 가운데 스와프시장 운용분에 대한 선물환포지션 한도 산정 시 차감, 외화유동성 커버리지(LCR) 비율 산정 시 sell&buy 거래가 LCR 비율 하락을 초래하는 구조의 개선, 3개월 스트레스테스트 계산 시 sell&buy 거래 이후 수일 내 유입될 외환은 현금유입분으로 인정하는 등의 방안을 제시하였다. ‘외화 LCR 비율’과 ‘3개월 스트레스테스트’ 등의 경우 상당부분 규제효과가 기존 외환건전성부담금, 외환파생상품 포지션규제 등과 중복된다는 것이 현장의 목소리인바, 차후에 지속여부를 점검해볼 필요가 있다. 조달 측면에서는 구조화 예금상품 활용으로 외화예금 수익률 개선, 글로벌자금관리서비스(GCMS) 강화 등을 제안하였다.

경상수지 흑자 흐름에 적신호가 켜진다면 당국이 종래와 같은 외화예금 확충정책을 추진하기가 어려워진다. 그러나 외화예금의 순기능이 분명한바, 본고에서 제시한 외화예금 이해당사자들의 인센티브 구조에 대한 이해를 바탕으

로 금융상품으로서 외화예금의 매력도를 높이는 방향으로 외화예금 확충을 추진해나갈 필요가 있다.



차례

국문요약	3
제1장 서론	13
제2장 외화예금 관련 현황	17
1. 외화예금 동향	17
2. 외화예금의 운용	21
3. 외화예금의 주체별 인센티브 구조	24
가. 예금자	24
나. 은행	26
다. 규제당국	27
제3장 외화예금 결정요인 및 환율안정성과의 관련성 분석	31
1. 외화예금 결정요인	31
가. 실증분석 모형	31
나. 기본 모형 실증분석 결과	35
다. 추가 분석	39
2. 외화예금과 환율안정성	41
가. 실증분석 모형	41
나. 패널자료 실증분석 결과	48
3. 소결	53

제4장 외화예금 활성화 방안 55

1. 운용 측면 55

가. 외화예금 중 외환스와프시장에서 운용한 부분은 선물환포지션
한도 산정 시 차감 55

나. 외화 LCR 비율 산정 시 은행의 sell&buy 거래가 LCR 비율 하락을
초래하는 구조 개선 56

다. 3개월 스트레스 테스트에서 sell&buy 거래 이후 수일 내 유입될
외환은 ‘현금유입분’으로 인정 57

2. 조달 측면 58

가. 구조화 예금상품 활용으로 외화예금 수익률 개선 59

나. 글로벌자금관리서비스(GCMS) 강화 64

제5장 결론 및 정책적 시사점 66

참고문헌 69

부록 72

Executive Summary 75



표 차례

표 1-1. 국내은행의 외화부채 구성 변화	14
표 2-1. 글로벌 금융위기 이후 은행 외화유동성 규제 현황	29
표 3-1. 데이터 정의 및 출처	34
표 3-2. 경상수지 및 환율 충격에 대한 외화예금의 예측오차 분산분해: 전체 기간	39
표 3-3. 분석대상 국가 목록 및 주요 변수 평균	42
표 3-4. 환율 고변동성 6개 국가 vs. 환율안정 6개국	49
표 3-5. 외화예금과 환율변동성 간 관련성 분석	52
표 3-6. 외환보유액 분위별 외화예금의 환율안정 효과 추정	53
표 4-1. Callable 예금 상품 예시(이스라엘 Bank Leumi)	60
표 4-2. 프리미엄 예금 상품 예시(영국 Standard Chartered Bank)	61
표 4-3. 엔화 외화예금 추이	62
표 4-4. 구조화 예금상품 예시	64



그림 차례

그림 1-1. 경상수지 흑자의 선순환 구조 구축	13
그림 1-2. 순해외증권투자와 경상흑자	14
그림 1-3. 경상흑자 누적액과 외화예금	14
그림 2-1. 예금은행의 외화예금 추이	17
그림 2-2. 통화별 거주자 외화예금	18
그림 2-3. 주체별 거주자 외화예금	18
그림 2-4. 수출입 규모와 외화예금	19
그림 2-5. 환율과 외화예금	19
그림 2-6. 환율-예금 상관계수(1년 rolling window)	20
그림 2-7. 차익거래유인과 외화예금	20
그림 2-8. 국내은행의 외화자금 조달 및 운용 변화	22
그림 2-9. 국내은행의 외화자금 조달 및 운용 수단별 비중	23
그림 2-10. 외화예금 관련 거래 구조	24
그림 2-11. 상품수지와 기업 외화예금	25
그림 2-12. 환율과 기업 외화예금	25
그림 2-13. 해외증권투자와 개인 외화예금	26
그림 2-14. 환율과 개인 외화예금	26
그림 2-15. 은행의 외화 조달금리	27
그림 3-1. 경상수지(CA) 및 환율(ER)과 외화예금(FCD) 시계열	35
그림 3-2. 충격반응함수: 전체 기간	36
그림 3-3. 충격반응함수: 글로벌 금융위기 이전	37
그림 3-4. 충격반응함수: 글로벌 금융위기 이후	38
그림 3-5. 외화예금의 예측오차 분산분해: 전체 기간	39
그림 3-6. 환율 충격에 대한 외화예금의 반응함수: 전체 기간, Local Projection	41

그림 3-7. 분석국가별 외환보유액과 외화예금	44
그림 3-8. 외환보유액-외화예금 산점도	45
그림 3-9. 외화예금-환율변동성 산점도	46
그림 3-10. 외화예금-코어예금 산점도	47
그림 3-11. 외화예금과 환율안정성의 상관관계: 환율고변동 6개국	49
그림 3-12. 외화예금과 환율안정성의 상관관계: 환율안정 6개국	50
그림 3-13. 외화예금과 환율안정성의 상관관계: 한국(KOR)	51
그림 4-1. 은행의 외환스와프시장 sell&buy 거래 시 관련 규제 영향 (예시)	58
그림 4-2. Callable 예금 상품의 구조	60
그림 4-3. 프리미엄 예금 상품 구조	61
그림 4-4. 엔화스와프예금의 거래구조	62
그림 4-5. 위안화 외화예금 추이	63
그림 4-6. 위안화예금-ABCP 구조	63
그림 4-7. 글로벌자금관리서비스 구조	65



글상자 차례

글상자 4-1. Callable 예금	60
글상자 4-2. 프리미엄 예금	61
글상자 4-3. 엔화스와프예금	62
글상자 4-4. 위안화예금-ABCP	63



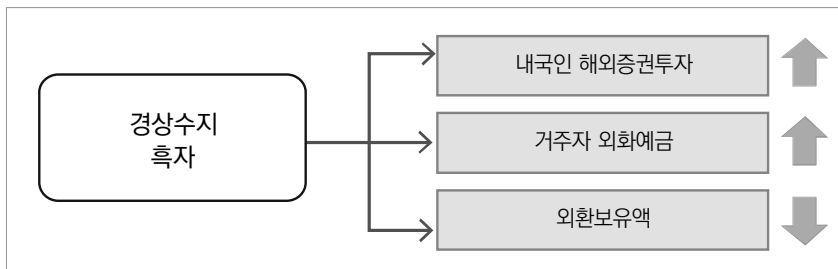
부록 그림 차례

부그림 3-1. 충격반응함수: 전체 기간	72
부그림 3-2. 충격반응함수: 글로벌 금융위기 이전	73
부그림 3-3. 충격반응함수: 글로벌 금융위기 이후	74

제1장 서론

우리나라는 2000년대 초반 이후 경상수지 흑자가 지속 중이다. 경상흑자는 원화가치 강세 압력을 초래한다. 과거에는 원화강세에 대응하는 과정에서 외환보유액이 증가하였다. 하지만 미국 재무부 환율보고서는 인위적인 시장개입에 의한 원화강세 대응에 대해 비판적인 입장이다. 민간부문에서 시장기능을 통해 원화강세 압력에 대응할 필요성이 커지는 이유다. 만일 내국인 해외증권투자와 거주자 외화예금이 확대된다면 공적부문(외환보유액)이 수행해온 환율 안정화 역할을 자연스레 민간부문이 떠안게 되는 순기능이 있다. 결과적으로 내국인 해외투자와 거주자 외화예금이 증가하면 통화당국의 외환보유액이 자연스럽게 줄어들게 된다(그림 1-1 참고).

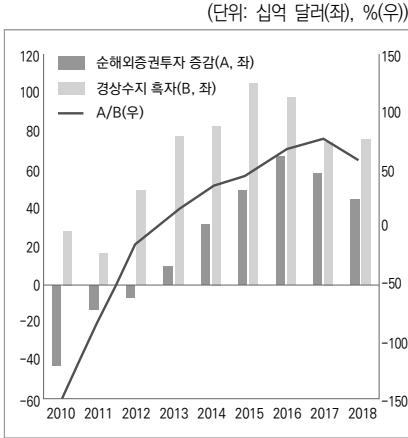
그림 1-1. 경상수지 흑자의 선순환 구조 구축



자료: 저자 작성.

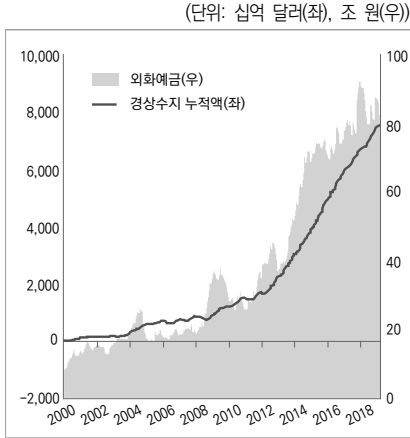
2012년 이후 내국인 해외투자와 외화예금 등이 급증세를 보이고 있다. 이는 경상흑자에 따른 원화강세 압력에 맞서 통화당국이 외환시장 개입(외환보유액 증가)으로 대응할 필요성이 크게 수그러들었음을 시사한다(그림 1-2, 그림 1-3 참고).

그림 1-2. 순해외증권투자자와 경상흑자



자료: 한국은행, 경제통계시스템(검색일: 2019. 5. 27).

그림 1-3. 경상흑자 누적액과 외화예금



자료: 한국은행, 경제통계시스템(검색일: 2019. 5. 27).

특히 외화예금의 경우 국내은행들의 단기 해외차입 필요성을 크게 줄여 외화부채 구성을 개선하는 효과가 있다. 2010~18년간 국내은행의 외화예금은 449억 달러 증가한 데 반해 해외 차입금은 145억 달러 줄었다. 이는 외국은행 국내지점을 통한 단기 차입금 의존도가 줄었음을 시사한다. 외은지점은 그동안 국내 외화자금시장에서 달러 유동성 공급원으로 큰 역할을 해왔다.

표 1-1. 국내은행의 외화부채 구성 변화

(단위: 억 달러, %)

	2010년 말(A)		2018년 말(B)		증감(B-A)	
	억 달러	비중	억 달러	비중	억 달러	비중
예수금	347	20.1%	796	35.3%	449	15.2%p
차입금	704	40.7%	559	24.8%	-145	-15.9%p
채권발행	649	37.6%	850	37.7%	201	0.1%p

주: 각 연도의 기말 환율을 이용하여 달러표시 환산.

자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템; 한국은행, 경제통계시스템(모든 자료의 검색일: 2019. 5. 27).

더욱이 최근 국제금융시장에서 달러 차입 및 달러표시채권 발행 관련 리스크 확산 가능성을 감안할 때 외화예금의 중요성이 갈수록 증대되는 실정이다. 미 연준의 통화정책 정상화 외에도 트럼프 대통령의 감세 정책 시행에 따른 미 재무부의 국채 발행 증가로 국제금융시장에 우량채권 공급이 늘면서 국내 금융기관의 외화표시채권 발행이 어려워질 가능성이 있다. 1조 5,000억 달러 규모의 감세 정책 시행에 따라 미국 국채의 신규 발행 규모가 2019년 말까지 약 2조 달러에 이를 것으로 보인다.¹⁾ 한편 IMF(2018)는 최근 미국 이외 국가에서 달러표시 자산에 대한 수요가 급증하면서 이들 국가 소재 은행들의 경우 구조적 달러 유동성 불일치(liquidity mismatch) 리스크가 고조되었다고 지적했다. 이는 미국 이외 국가 은행들의 경우 단기 또는 도매 달러자금 의존도가 높아 위기 시 차환위험(refinancing risk)에 노출됨을 의미한다. 우리나라 금융기관의 경우 외환스와프시장을 통한 단기자금 조달 의존도가 높기 때문에 위기 시 외화대출자금 공급 능력이 제한될 수 있다. 그동안 외은지점이 본점으로부터 달러를 차입하여 국내 외화자금시장에 달러를 공급해왔다. 하지만 바젤III, 도드-프랭크법, EMIR(European Market Infrastructure Regulation) 등 글로벌 금융규제가 강화되면서 외은지점을 통한 달러 공급이 어려워진 실정이다.

이처럼 외화예금의 중요성에도 불구하고 국내외 관련 연구는 활발하지 않은 실정이다. 해외연구는 저소득국의 달러화(dollarization)와 관련된 연구가 대부분이며, 주요 국내연구로는 정책보고서인 박해식, 박성욱(2012)과 실증분석을 시도한 정호성, 우준명(2016)이 있다. 박해식, 박성욱(2012)은 외화예금이 국내은행의 안정적인 외화자금 조달 수단이 될 수 있는지 점검하고 금리역마진 해소, 환율변동성 축소, 글로벌 자금관리서비스 활성화 등의 외화예금 확충 방안을 제시하였다. 외화예금 관련 정책에 대한 논의는 2012년 이후 전무한 실정이다. 정호성, 우준명(2016)은 외화예금이 해외충격을 완화하는 효과가 있는지 여부를 17개 주요 신흥국을 대상으로한 동태 패널모형을 통해 분석하였다.

1) 강태수 외(2018), p. 114.

분석 결과 외환 건전성이 양호한 국가의 경우 외화예금이 글로벌 금융위기 등 해외충격에 따른 국가 CDS 스프레드 상승을 완화시켜주는 효과가 있는 것으로 나타났다.

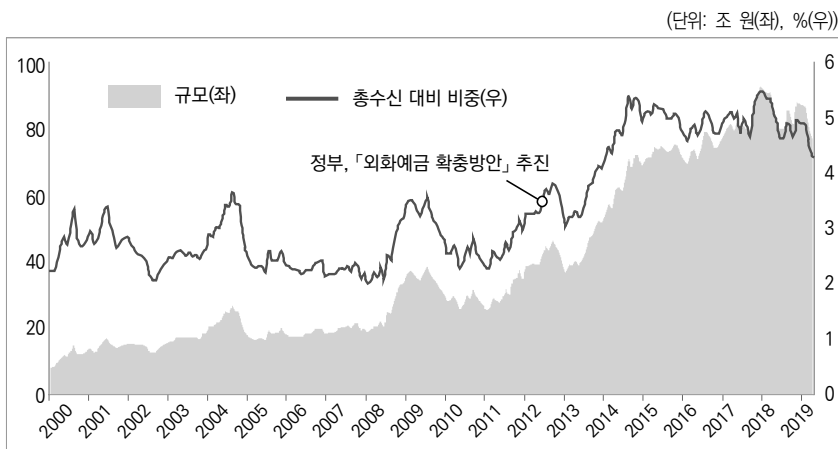
이에 따라 본 연구는 다음 제2장에서 우리나라의 외화예금 현황을 살펴보고 제3장에서 외화예금 결정요인과 환율안정성과의 관계 등을 파악한 뒤 제4장에서 외환부문 안정성 확보 측면에서 외화예금 활성화 제고방안을 제시하고자 한다.

제2장 | 외화예금 관련 현황

1. 외화예금 동향

우리나라 예금은행(외은지점 포함)의 외화예금은 글로벌 금융위기 이후 증가세를 지속했다(그림 2-1 참고). 2010년 말 예금은행 외화예금은 26조 8,544억 원(약 237억 달러)으로 총수신²⁾ 대비 비중이 2.4%에 불과했으나 2017년 말에는 93조 1,808억 원(약 870억 달러)로 총수신 대비 5.5%까지 증가했다. 다만 2019년 3~4월 중 원/달러 환율 상승으로 예금 인출이 급격하게 이루어지면서 4월 현재는 77조 1,482억 원(약 660억 달러), 총수신 대비 4.3% 수준을 나타내고 있다.

그림 2-1. 예금은행의 외화예금 추이



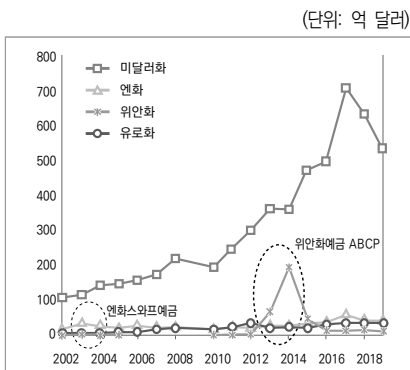
자료: 한국은행, 경제통계시스템(검색일: 2019. 5. 27).

2) 예금은행의 원화예금, 외화예금, CD 순발행, 매출어음, 환매조건부채권매도, 금융채 발행 등의 총합계.

이처럼 외화예금의 절대 규모가 급증함에 따라 국내은행의 외화자금 조달원으로서 외화예금의 중요성이 크게 높아 졌다. 2010~18년간 국내은행의 외화부채 구성 변화를 살펴보면, 국내은행의 외화예금(2018년 말 기준)은 2010년 대비 449억 달러 증가한 데 반해 외은지점 등을 통한 차입은 145억 달러 감소했다. 이에 따라 외화자금 조달 시 해외차입 의존도는 40.7%에서 24.8%로 낮아진 반면, 국내 외화예금에 대한 의존도가 20.1%에서 35.3%로 상승했다(표 1-1 참고).

통화별로 보면 미국 달러화(84.6%), 주체별로는 기업(79.1%) 위주로 구성되어 있다.³⁾ 2013~14년에는 위안화예금 관련 ABCP(Asset Backed Commercial Papers) 거래가 각광을 받으면서 위안화예금 비중이 급증한 바 있다. 이 시기를 제외하면 대체로 달러화 예금 비중이 80% 이상이다. 달러화 이외 통화별 예금 비중은 일본 엔화(6.3%), 유로화(4.8%), 중국 위안화(1.8%) 순이다. 2010년 이후 개인 예금이 지속적으로 증가하면서 개인 및 기업 예금 비율이 1:9에서 2:8로 변화하였다. 하지만 여전히 기업 예금의 비중이 높다.

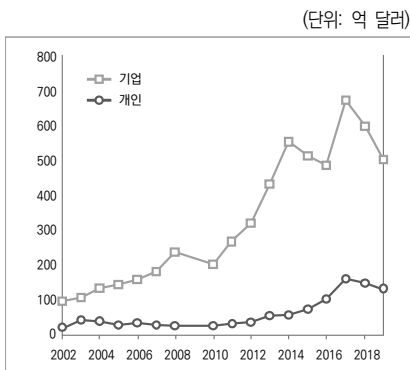
그림 2-2. 통화별 거주자 외화예금



주: 2019년은 4월 기준.

자료: 「거주자 외화예금 동향」(2004~2019), 각호를 참고하여 저자 작성.

그림 2-3. 주체별 거주자 외화예금



주: 2019년은 4월 기준.

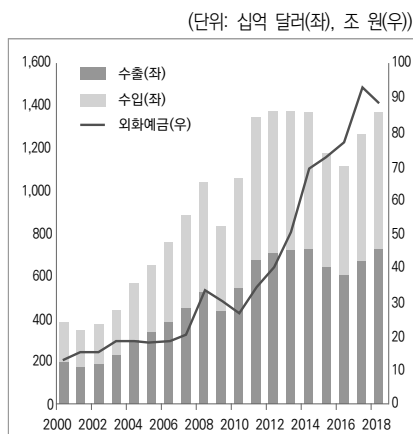
자료: 「거주자 외화예금 동향」(2004~2019), 각호를 참고하여 저자 작성.

3) 또한 은행별로는 국내은행이 84.5%, 외은지점이 15.5%를 차지하고 있다(한국은행(2019. 4), 「거주자 외화예금 동향」).

우리나라 외화예금은 기업의 영업환경(교역 규모, 환율 변동 등)에 따라 변동성이 높을 수밖에 없는 구조다. 이는 은행들이 외화예금을 인위적으로 늘리기 어렵고 외화예금으로 조달한 재원을 수익성 높게 운용하기 어려움을 시사한다. 그러나 과거 외화예금 급증 시기에는 엔화스와프예금(2003~04년), 위안화예금 ABCP(2013~14년) 등 구조화 예금상품이 성행한 바 있다(그림 2-2 참고).

외화예금과 수출입, 환율 등 경제 여건과의 관계를 살펴보면 다음과 같다. 먼저 수출입 규모가 증가하면 수출대금 수령분 및 수입결제대금 예치 규모가 늘면서 외화예금이 증가한다(그림 2-4 참고). 또한 경상수지 흑자가 지속되면 보유 외환이 누적되면서 외화예금이 축적되게 된다(그림 1-3 참고). 다만 수출입 실적과 실제 대금 결제시기와는 차이가 있어 동일 기간에 대한 경상수지-외화예금 또는 수출입-외화예금 간 상관관계는 높지 않게 나타나며, 단기적 변동보다는 장기적 추이와 관계가 있는 것으로 보인다. 2000~19년 사이 경상수지 흑자 누적액과 외화예금 간 상관관계수는 0.74로 높은 양(+)의 상관관계를 나타냈다.

그림 2-4. 수출입 규모와 외화예금



자료: 한국은행, 경제통계시스템(검색일: 2019. 5. 27).

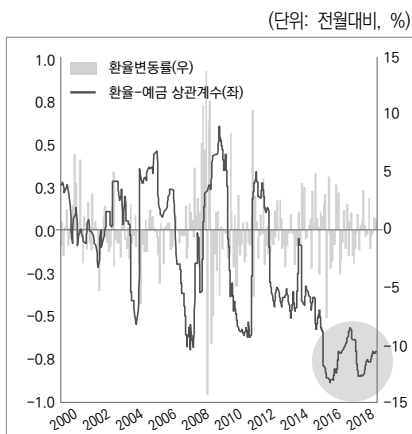
그림 2-5. 환율과 외화예금



자료: 한국은행, 경제통계시스템(검색일: 2019. 5. 27).

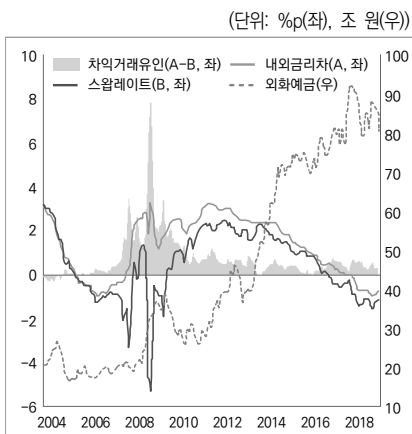
향후 환율 하락(원화가치 상승)에 대한 기대가 지속되면 외화예금시 환차손이 예상되므로 외화예금이 감소한다. 2019년 들어서도 1/4분기 중 수출기업의 현물환 매도로 외화예금이 큰 폭으로 감소했다. 이는 수출둔화와 더불어 최근 좁은 범위에서 등락했던 원/달러 환율이 갑자기 상승하면서 향후 환율이 하락할 것이라는 기대감이 형성되었기 때문인 것으로 보인다. 다만 현재 국내 경제성장률 둔화, 미·중 통상분쟁 등으로 인해 향후 원/달러 환율 추가 상승에 대한 기대가 높아지는 상황이라 추후에는 외화예금이 다시 늘어날 가능성이 있다. [그림 2-6]의 환율변동률(전월 대비)과 외화예금 증감(전월 대비) 간 상관계수 추이를 보면 2008년 글로벌 금융위기 전후와 같이 환율 기대에 대한 쏠림 현상이 나타난 시기를 제외하고 대체로 음(-)의 값을 나타냈다. 특히 2015년 이후 원/달러 환율이 1,100원~1,200원 사이의 좁은 범위에서 등락한 환율 안정기에 음(-)의 상관관계가 뚜렷해졌음을 알 수 있다. 이러한 환율 수준 외에도 환율변동성이 증폭되면 불확실성에 대응하고자 외화예금 보유를 늘리는 경향이 있다. 글로벌 금융위기 당시 외화예금이 빠르게 증가한 것이 이를 반영한다.

그림 2-6. 환율-예금 상관계수
(1년 rolling window)



주: 각 시점별로 직전 1년간 상관계수를 구함.
자료: 한국은행, 경제통계시스템(검색일: 2019. 5. 27).

그림 2-7. 차익거래유인과 외화예금



자료: Bloomberg(검색일: 2019. 5. 27).

외화예금과 원화자산 투자의 기대수익률 차이도 외화예금 증감과 관련이 있다. 외화예금에 대한 기대수익률이 원화자산보다 높으면 외화예금이 증가한다. 이러한 기대수익률은 내외금리차와 스와프레이트 간 차이, 즉 차익거래유인⁴⁾과 관계가 있다. 먼저 내외금리차 추이를 살펴보면 현재 한국과 미국의 금리가 역전된 상황이다. 이는 원화자산 투자보다는 외화예금 투자가 유리함을 의미한다. 그러나 스와프레이트가 현재 마이너스(-)임을 고려하면 외화예금 투자 시 향후 환차손 우려가 있음을 의미한다. 현재 내외금리차가 스와프레이트보다 커(원화자산에 대한) 차익거래유인이 플러스(+)이므로 외화예금 투자보다는 원화자산 투자의 기대수익률이 높다고 할 수 있다.

2. 외화예금의 운용

외화예금 증가는 국내 외화자금시장 달러 유동성 조달에 기여했다. 2010년 347억 달러에서 2018년 말에는 796억 달러로 확대되었다. 다만 국내은행이 조달한 외화자금을 효율적으로 활용하고 있는가에 대해서는 회의적이다. 국내은행의 외화자금 운용 측면 [그림 2-8]을 살펴보면, 2010~18년 사이 외화예치금 비중이 4.2%에서 10%로 늘어난 반면 외화대출 및 기타 투자는 감소했다. 외화예치금 비중을 개별 은행별로 살펴보면 최소 5.6%에서 최대 60.9% 수준에 달한다.⁵⁾ 특히 외화예치금은 수익률이 매우 낮다. 자금의 효율적 운용에 대한 의문이 제기되는 이유다. 더욱이 국내 거주자의 외화자금조달 창구인 외화자금시장(외환스와프시장)으로 국내은행 외화예금이 원활히 공급되지 못하고 있는 실정이다.

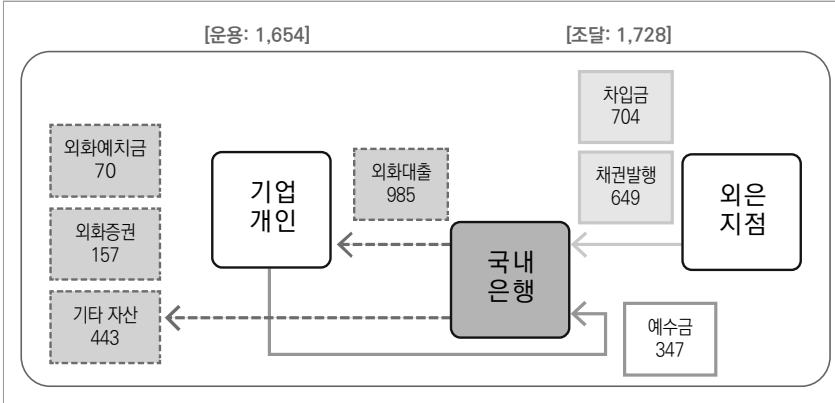
4) 금리평가이론(interest rate parity theory)에 따르면, 국가간 자본이동이 자유롭다는 전제하에서 동일한 특성의 국내자산과 해외자산의 투자수익률은 같다. 즉 내외금리차가 변하면 차익거래(arbitrage transaction) 유인이 발생하여 국가간 자본이동에 있어 제약이 없는 경우 투자수익률이 높은 나라의 금융자산으로 자본이 이동하게 된다. 차익거래유인에 따른 자본유출입에 의해 스와프레이트가 변동함으로써 다시 국내외 자산간 투자수익률이 동일해지는 균형 상태가 회복된다(양양현, 이에림 2008, p. 59).

5) 금융감독원 금융통계정보시스템(검색일: 2019. 5. 27).

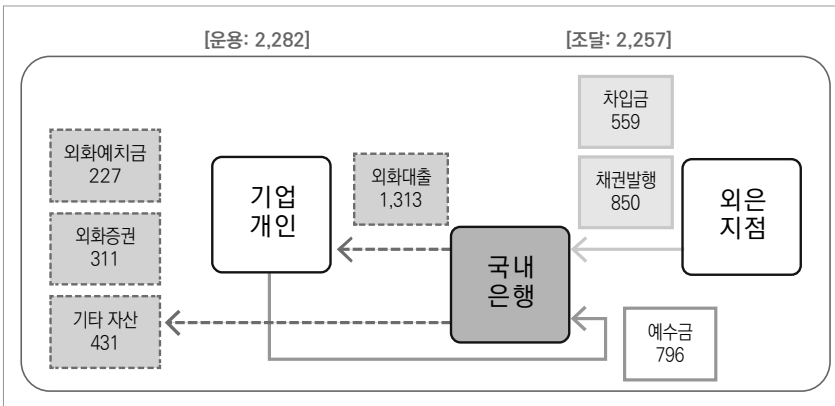
그림 2-8. 국내은행의 외화자금 조달 및 운용 변화

(단위: 억 달러)

가. 2010년 말



나. 2018년 말



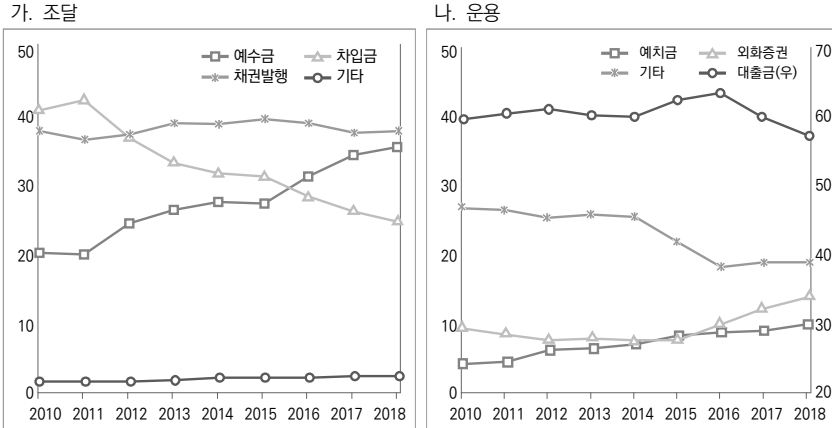
주: 1) 각 연도의 기말 환율을 이용하여 달러 표시 환산.

2) 기타 자산에는 매입외환, 대손충당금(-) 등이 포함.

자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템; 한국은행, 경제통계시스템(모든 자료의 검색일: 2019. 5. 27).

그림 2-9. 국내은행의 외화자금 조달 및 운용 수단별 비중

(단위: %)



자료: 금융감독원, 금융통계정보시스템(검색일: 2019. 5. 27).

외환(현물)시장이 환율을 기준으로 통화를 교환하는 외환 매매시장인 반면, 외화자금시장은 금리를 매개로 한 외화의 단기 대출·차입이 일어나는 시장이다.⁶⁾ 우리나라의 경우 외화자금 거래가 대부분 외환스와프(swap) 거래로 이루어져 외환스와프시장이라고도 지칭한다. 외환스와프 거래는 계약시점에 원·달러 등 이종통화를 일정 기간 동안 교환하고 만기 시에 미리 정해 놓은 계약환율(선물환율)에 따라 원금을 재교환하는 거래이다.⁷⁾

현재 외환스와프시장에서 외화자금 수요자는 보험사, 자산운용사 등이며 외은지점, 해외은행 등이 외화자금 공급 주체다. 국내은행 외화예금은 공급주체로서 역할을 하지 못하고 있다. 경상수지 흑자 지속에도 불구하고 외화자금시장에서는 거주자 해외투자에 따른 환헤지 수요 등으로 달러 공급보다 수요가 우세하다. 외화예금의 스와프시장 유입이 절실한 이유다. 보험사의 해외투자 확대 등으로 인해 외화자금시장을 통한 달러자금 수요는 갈수록 확대될 전망이다.

6) 빈기범, 강원철(2009), p. 8.

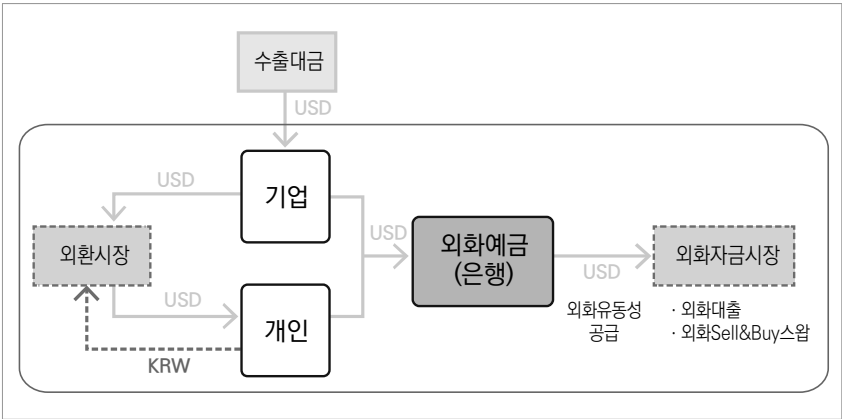
7) 이승호(2014), p. 10.

3. 외화예금의 주체별 인센티브 구조

가. 예금자

기업 외화예금의 경우 경상거래 관련(수출업체들이 수출대금 영수분을 예치하거나 수입업체들이 수입결제대금을 일시 예치)이 대부분이다. 이에 따라 기업 외화예금은 상품수지나 환율의 움직임에 민감하게 반응한다. 수출업체는 수출대금을 수취하면 당장 필요한 자금은 현물시장에서 환전하여 사용한다. 잔여분은 선물환 매도를 통해 환변동에 대비하거나⁸⁾ 환율 수준과 전망에 따라 외화예금에 예치한다. 현재의 원/달러 환율 수준이 낮아 향후 환율 상승이 예상되면 외화예금에 예치한다. 환율이 충분히 상승하여 더 이상 오르지 않을 것이라고 판단되면 인출하여 환차익을 실현한다. 환율이 하락하면 인출을 보류하거나 손절한다. 수입업체의 경우 환율 상승이 예상되면 향후 결제할 대금을 미리 외화로 환전하여 외화예금으로 단기 예치한다.

그림 2-10. 외화예금 관련 거래 구조

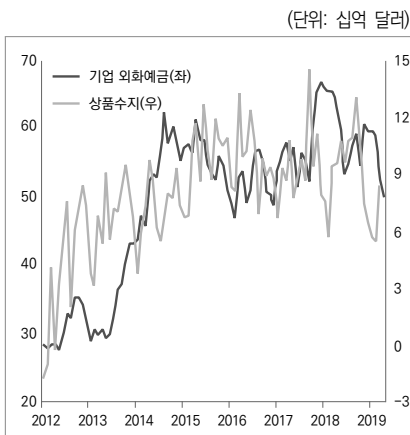


자료: 저자 작성.

8) 수출대금 수취 전에 장래에 받을 수출대금을 미리 은행에 매도(선물환 매도).

이에 따라 기업 외화예금은 시차가 있지만 대체로 상품수지와 양(+)의 관계를 보이며(그림 2-11 참고), 원/달러 환율과는 음(-)의 관계로 나타난다(그림 2-12 참고). 다만 환율이 상승하더라도 향후 지속적으로 상승할 것으로 예상되는 경우에는 외화예금 인출을 보류하거나 더 예치하므로 외화예금 규모가 늘어날 수 있다.

그림 2-11. 상품수지와 기업 외화예금



자료: 「거주자 외화예금 동향」(2014~2019), 각호; 한국은행, 경제통계시스템(검색일: 2019. 5. 27).

그림 2-12. 환율과 기업 외화예금

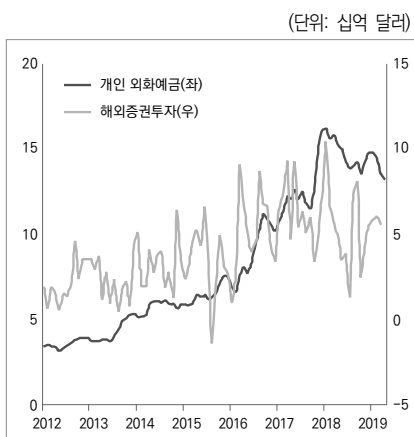


자료: 「거주자 외화예금 동향」(2014~2019), 각호; 한국은행, 경제통계시스템(검색일: 2019. 5. 27).

개인들은 여행경비나 유학송금, 해외투자 등과 관련한 자금을 미리 예치하거나 수익(이자+환차익)을 얻기 위한 투자 목적으로 예치한다. 기업들과 달리 개인들은 외화수입이 미약하기 때문에 일반적으로 외화예금 예치 전 외환시장에서 환전(외환매입) 하게 된다. 여행이나 유학송금 계획이 있는 개인들은 환율이 하락하고 향후 상승이 예상되는 경우 미리 환전하여 외화예금에 예치한다. 최근에는 해외투자 확대에 따라 관련 외화예금 예치도 늘어나고 있다(그림 2-13 참고). 기업예금과는 달리 정기예금 비중이 증가하는 추세다. 개인 외화예금도 환율 변동에 민감하다. 향후 환율이 큰 폭으로 하락하여 이자 수익보다

많은 환차손이 발생할 것으로 예상되면, 개인 정기예금 가입자도 외화예금을 증도 해지할 가능성이 높다. 또한 외화예금 가입 시점보다 환율이 하락했을 경우나 향후 환율 상승이 예상되는 때에는 환전하지 않고 재예치하여 향후 손실 보전 또는 수익을 기대할 수 있다. 이에 따라 개인 외화예금도 원/달러 환율과 음(-)의 관계로 나타나며, 특히 2016년 이후 그러한 현상이 뚜렷해졌다.

그림 2-13. 해외증권투자와 개인 외화예금



자료: 「거주자 외화예금 동향」(2014~2019), 각호; 한국은행, 경제통계시스템(검색일: 2019. 5. 27).

그림 2-14. 환율과 개인 외화예금

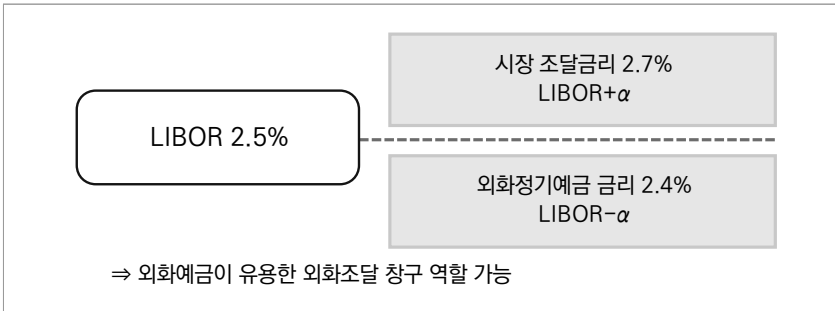


자료: 「거주자 외화예금 동향」(2014~2019), 각호; 한국은행, 경제통계시스템(검색일: 2019. 5. 27).

나. 은행

은행 입장에서는 외화 조달금리, 운용수익 및 외환건전성 규제 등이 고려 대상이다. 현재 달러 리보(LIBOR) 3개월 금리는 2.5%다. 국제금융시장에서 채권 발행, 대출을 통한 국내은행의 외화 조달금리는 2.7%(LIBOR+ α)인 반면, 외화정기예금 금리는 대체로 2.2~2.4% 수준이다. 은행의 조달금리 측면에서 외화예금 조달 방식이 유리한 상황이다.

그림 2-15. 은행의 외화 조달금리



자료: 저자 작성.

은행들은 외화예금을 포함한 외화조달 자금의 금리 및 만기구조에 따라 ‘외화 유동성커버리지비율’(외화 LCR) 등 외환건전성 규제를 고려하여 외화운용을 하게 된다. 외화예금의 가입자들은 원화예금보다 높은 금리 및 짧은 만기를 기대하는 반면 은행들은 외화예금 금리가 시장 조달금리보다는 낮은 수준으로 형성되고 만기 구조가 장기화되어 안정적인 외화조달 수단이 되는 것을 선호한다.

다. 규제당국

소규모 개방경제 국가로서 1997년 외환위기, 2008년 글로벌 금융위기 등 두 차례 외화유동성 위기를 겪으면서, 우리나라 규제당국은 은행을 비롯한 금융기관의 외환건전성을 철저히 관리하려는 입장이다. 이에 따라 정부는 2010년 6월 선물환포지션 제도 도입, 외화대출 관리 강화, 외환건전성 관리 강화 등을 주요 내용으로 하는 「자본유출입 변동 완화방안」을 발표했다.⁹⁾ 먼저 ‘선물환포지션 제도’는 조선사·자산운용사 등의 선물환 매도분을 은행이 매입함으로써 단기외채가 증가한 점을 금융위기 당시 시스템리스크를 증가시킨 배경으로 보고 이를 제한하기 위해 기존의 현·선물환이 모두 포함된 종합포지션

9) 「거시 건전성 제고를 위한 ‘자본유출입 변동 완화방안」(2010. 6. 13).

규제와 별도로 선물환포지션 한도를 신설한 것이다. 2006~07년 중 국내은행은 수출업체의 선물환 매도분을 매입한 후 향후 환변동에 대비하여 외환스와프 시장에서 buy&sell 거래(원화를 달러로 교환)를 통해 달러를 조달하고 선물환을 매도하는 거래를 많이 했다. 외은지점은 본점이나 여타 해외은행으로부터 달러를 차입하여 외환스와프시장에 달러를 공급했는데, 이 과정에서 단기외채가 증가하였고 금융위기 당시 본점 및 해외은행으로부터 급격한 달러 회수가 이루어지면서 외화유동성이 악화된 바 있다. 정부는 국내은행에 대해서 초기에는 선물환포지션 한도를 전월 말 자기자본의 50% 이내로 설정했다가 2011년 6월 40% 이내로 강화¹⁰⁾하여 현재까지 유지하고 있다. 또한 ‘외화대출 관리 강화’는 환차익 및 원화·외화대출 간 금리 차익을 추구하는 원화 사용목적의 외화대출을 억제하기 위해 외화대출 용도를 해외사용 목적으로 제한한 것이며,¹¹⁾ 이 규제도 현재까지 유지되고 있다.

한편 ‘외환건전성 관리 강화’는 외화 자산·부채 간 만기 불일치를 해소하기 위해 기존에 국내은행에 적용¹²⁾하던 외화유동성비율 규제와 증장기 재원조달비율 규제를 강화하는 내용으로 이 중 외화유동성비율 규제는 2017년부터 외화 유동성커버리지비율(LCR) 규제로 변경¹³⁾되어 현재까지 유지되고 있다. 외화 LCR(Liquidity Coverage Ratio)은 시스템 위기 시 30일간 외화 순현금유출을 감내할 수 있는 고유동성 외화자산 비율로, 기존의 규제가 평상시 만기 관리에 중점을 두고 있어 외화자금 조달이 어려운 위기 시 대응에 한계가 있음을 인식하여 도입하였다. 규제 당국은 바젤위원회의 권고에 따라¹⁴⁾ 2015년 2월부터 외화 LCR을 모니터링 비율로 운영해오다 2017년부터는 규제로 도입했으며, 2019년까지 이 비율(시중은행)을 50%에서 80%까지 점진적으로 상향조정하였다.

10) 「외국환은행의 선물환포지션 한도를 20%씩 축소」(2011. 5. 19).

11) 「글로벌 금융위기 이후 국내 외환부문의 구조변화」(2018. 9. 12), p. 6.

12) 「금융회사의 외환건전성 제고 및 감독 강화 방안」(2009. 11. 19).

13) 「‘은행업감독규정 일부개정규정안’ 규정 변경 예고」(2016. 7. 25).

14) 바젤Ⅲ는 총부채 중 5%를 초과하는 중요 통화(외화) 부채의 LCR을 모니터링 하도록 권고.

표 2-1. 글로벌 금융위기 이후 은행 외화유동성 규제 현황

규제내용	도입	만기	산출방식	비고
만기불일치 비율	1999. 1	잔존만기 7일 이내	$\frac{\text{외화자산}-\text{외화부채}}{\text{총 외화자산}} \geq \triangle 3\%$	폐지(2016. 6) (은행 자율적 관리)
	1999. 1	잔존만기 1개월 이내	$\frac{\text{외화자산}-\text{외화부채}}{\text{총 외화자산}} \geq \triangle 10\%$	변경(2016. 6) (외화 LCR 규제로 통합)
외화유동성 비율	1999. 7	잔존만기 3개월 이내	$\frac{\text{외화유동성자산}}{\text{외화유동성부채}} \geq 85\%$	
외화여유자금비율 모니터링	2012. 3	잔존만기 3개월 이내	$\frac{\text{외화 여유자금}}{\text{3개월 내 외화차입}} \geq 50\%$	
안전자산 보유비율	2010. 7	-	① 1년 내 만기도래 차입 중 2월분 × (1-최저 차환율) 또는 ② 전분기 외화자산 2%	
중장기 외화자금비율	1991. 1	계약만기 1년 이상	$\frac{\text{1년 초과 외화조달}}{\text{1년 이상 외화대출}} \geq 100\%$	유지
외화 LCR	2015. 2	잔존만기 1개월 이내	$\frac{\text{고유동성 외화자산}}{\text{1개월 내 순외화유출}} \geq 80\%$	2017년부터 모니터링 → 규제

자료: 「은행 외화 유동성커버리지 비율(LCR) 규제 도입 방안」(2016. 6. 16), p. 1을 참고하여 저자 정리.

이 외에도 2010년 7월부터 은행의 외화유동성 스트레스 테스트'를 정기적으로 실시하여 2008년 금융위기 상황이 3개월간 지속될 경우 은행의 자금과부족 발생 여부를 점검하고 있으며,¹⁵⁾ 2011년 8월에는 과도한 외화차입을 억제하고 외채구조의 장기화를 유도하기 위해서 금융회사의 잔존만기 1년 이내 비예금성외화부채에 대하여 10bp를 부담금으로 부과하는 '외환건전성부담금' 제도를 도입하였다.¹⁶⁾

정부의 이러한 관리·감독으로 인해 앞서 언급했듯 국내은행 및 외은지점의 외화자금조달 중 외화차입 비중이 크게 감소하고, 외화차입 중 단기차입 비중

15) 「은행 외화유동성 스트레스 테스트 실시 관련」(2011. 9. 16).

16) 「11. 8. 1일부터 외환건전성부담금 시행-자본이동 변동성 관리를 위한 3중 대응체계 구축 완료」(2011. 8. 1).

이 크게 감소하는¹⁷⁾ 등 금융위기 이전에 비해 우리나라의 대외건전성이 대폭 개선된 것으로 보이나, 예금자 및 은행의 수익률 개선에 제약요인으로 작용할 가능성도 있다.

17) 금융감독원(2018. 9. 12, pp. 4~5) 보도자료에 따르면, 국내은행의 외화차입 중 단기차입비중이 2008년 말 53%에서 2017년 말 23%로 크게 감소하였고 외은지점은 본점차입 중 단기차입비중이 2008년 말 90%에서 2017년 말 44%로 대폭 감소하였다.

본 장에서는 외화예금의 결정요인으로서 경상수지와 환율 충격이 외화예금에 어떠한 영향을 미치는지 분석한다. 더불어 외화예금의 변화가 환율변동성과 어떠한 관련성이 있는지 패널자료를 활용하여 살펴보도록 한다.

1. 외화예금 결정요인

1절에서는 외화예금에 영향을 미치는 요인이 무엇인지 파악하기 위한 분석을 수행한다. 한국의 고빈도 자료를 활용하여 외화예금 결정요인을 분석한다.¹⁸⁾ 이러한 외화예금 결정요인이 경상수지 흑자폭이 상대적으로 크지 않았던 글로벌 금융위기 이전(2001년 9월~2007년 12월)과 흑자 규모가 확대된 글로벌 금융위기 이후(2011년 1월~2018년 12월) 기간별로 어떻게 달라졌는지 분석한다. 우선 계량분석 모형을 설명하고, 실증분석 결과를 제시한다. 그리고 추가 분석을 통해 실증분석 결과의 강건성을 검증한다.

가. 실증분석 모형

경상수지 및 환율 충격이 한국의 외화예금에 미치는 영향을 분석하기 위해 VAR(vector autoregression)모형을 사용하였다. 2개 이상의 시계열 변수를 내생변수의 과거값을 이용하여 분석하는 VAR모형은 상호 연관성이 높다고 생

18) 고빈도 자료로 국가패널을 구성하는 것이 어려울 뿐만 아니라, 본고의 주요 연구주제는 최근 2010~18년 크게 증가한 한국의 외화예금에 대한 결정요인 분석이기 때문에 한국 시계열 자료를 활용함.

각되는 경제시계열 분석에 적합하다. VAR모형에서 도출되는 충격반응함수가 강건한 결과인지를 검증하기 위하여 1-나.절에서는 Jordà(2005)가 제시한 Local Projection방법을 추가한다.

외화예금과 상호 연관성이 높은 내생변수 및 외생변수로 구성된 축약형(reduced) VAR모형은 다음과 같다.

$$\begin{pmatrix} IP_t \\ CPI_t \\ R_t \\ CA_t \\ FCD_t \\ ER_t \end{pmatrix} = c + \Phi(L) \begin{pmatrix} IP_{t-1} \\ CPI_{t-1} \\ R_{t-1} \\ CA_{t-1} \\ FCD_{t-1} \\ ER_{t-1} \end{pmatrix} + \Psi(L) \begin{pmatrix} IP_t^{US} \\ CPI_t^{US} \\ R_t^{US} \end{pmatrix} + \begin{pmatrix} u_t^{IP} \\ u_t^{CPI} \\ u_t^R \\ u_t^{CA} \\ u_t^{FCD} \\ u_t^{ER} \end{pmatrix} \quad [\text{식 3-1}]$$

단 $t = 1, 2, \dots, T$, $u_t \sim iidN(0, \Sigma)$

t 는 시간을 나타내는 하첨자이며, $\Phi(L)$ 및 $\Psi(L)$ 는 시차 연산자(lag operator)로서 L 에 대한 행렬 다항식(matrix polynomial)이다. [식 3-1] 좌변의 내생변수 벡터는 산업생산지수(IP: Industrial Production), 소비자물가지수(CPI: Consumer Price Index), 한국은행 기준금리(R), 경상수지(CA: Current Account Balance to GDP Ratio, %), 외화예금(FCD: Foreign Currency Deposit), 환율(ER: 원/달러 Exchange Rate)로 구성되었다. 내생변수에 영향을 미치는 설명변수로서 내생변수의 과거값 및 3개의 해외변수로 구성된 외생변수(exogenous variable) 벡터를 포함하였다. 외생변수 벡터는 미국의 산업생산지수(IP^{US}), 소비자물가지수(CPI^{US}), 연방기금금리(R^{US})로 구성되었다. c 는 상수항, u_t 는 오차항 벡터를 의미한다.

외생적인 경상수지 및 환율 변동이 외화예금에 미치는 효과를 추정하기 위하여 순차적인 0의 단기제약(recursive short-run zero restriction)을 부과하였다.¹⁹⁾ 축약형 VAR모형으로부터 내생변수의 구조적 충격(structural shock), ε_t 를 식별하기 위해 다음의 제약을 부여한다.

19) 단기제약이 부과된 구조 VAR(Structural VAR 혹은 SVAR)모형임.

$$u_t = A\varepsilon_t \quad [\text{식 3-2}]$$

$$\text{단 } \varepsilon_t \sim iidN(0, I_n)$$

[식 3-2]로부터 다음의 [식 3-3]을 도출할 수 있다.

$$E(u_t u_t') = AE(\varepsilon_t \varepsilon_t')A' \quad [\text{식 3-3}]$$

$$\text{단 } \Sigma = AA'$$

식별제약 A는 u_t 의 분산-공분산행렬을 출레스키분해(Cholesky decomposition)함으로써 얻을 수 있으며, A를 [식 3-2]에 대입하여 풀어 쓰면 다음과 같다.

$$\begin{pmatrix} u_t^{IP} \\ u_t^{CPI} \\ u_t^R \\ u_t^{CA} \\ u_t^{FCD} \\ u_t^{ER} \end{pmatrix} = \begin{bmatrix} \beta_{11} & 0 & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \beta_{21} & \beta_{22} & 0 & 0 & 0 & 0 \\ \beta_{31} & \beta_{32} & \beta_{33} & 0 & 0 & 0 \\ \beta_{41} & \beta_{42} & \beta_{43} & \beta_{44} & 0 & 0 \\ \beta_{51} & \beta_{52} & \beta_{53} & \beta_{54} & \beta_{55} & 0 \\ \beta_{61} & \beta_{62} & \beta_{63} & \beta_{64} & \beta_{65} & \beta_{66} \end{bmatrix} \begin{pmatrix} \varepsilon_t^{IP} \\ \varepsilon_t^{CPI} \\ \varepsilon_t^R \\ \varepsilon_t^{CA} \\ \varepsilon_t^{FCD} \\ \varepsilon_t^{ER} \end{pmatrix} \quad [\text{식 3-4}]$$

A의 식별조건에 따르면 산업총생산지수(IP)는 당기에 순차적으로 소비자물가지수(CPI), 기준금리(R), 경상수지(CA), 외화예금(FCD), 환율(ER)에 영향을 미치지만, 반대로 소비자물가지수(CPI), 기준금리(R), 경상수지(CA), 외화예금(FCD), 환율(ER)은 당기의 산업총생산지수(IP)에 영향을 미치지 못하는 것을 의미한다. 배열된 변수의 순서대로 외생성이 강한 변수임을 의미한다. 즉 산업총생산지수(IP)가 상대적으로 외생성이 가장 크다. 일반적으로 생산, 물가와 같은 실물변수는 상대적으로 외생성이 큰 반면, 환율과 같은 금융변수는 상대적으로 내생성이 크기 때문에 내생변수 순서상 끝에 위치한다. 내생변수 순서 및 해외변수로 구성된 외생변수 벡터는 Kim and Kim(2016)을 참고하였다.²⁰⁾

20) Kim and Kim(2016)에서는 검정 가설이 본고와 다르기 때문에 내생변수 벡터의 구성이 본고와 일부 상이하다. 환율, 외화예금, 경상수지만을 포함하는 3변수 SVAR모형의 결과도 본고의 주요 실증분석

월별 자료를 이용하였고, 분석기간은 내생변수들의 데이터가 사용 가능한 2001년 9월부터 2018년 12월까지이다. 글로벌 금융 위기 전후로 구분하여 경상수지 및 환율의 효과를 분석하였다. 글로벌 금융위기 이전은 2001년 9월 ~ 2007년 12월이며, 글로벌 금융위기 이후는 2011년 1월 ~ 2018년 12월까지이다. 효율적 추정치를 얻기 위하여 SUR(Seemingly Unrelated Regression)로 추정한 후, 구조 VAR모형으로 변환하는 방법을 사용하였다. VAR모형의 시차를 정하기 위하여 AIC(Akaike Information Criterion), SIC(Schwarz Information Criterion), HQ(Hannan-Quinn Information Criterion) 등을 참고하였다. SIC 기준에서는 적정 시차로서 1을 제시하였으나, 본고에서는 AIC 기준에 근거하여 3으로 선택하였다.

소비자물가지수(CPI), 외화예금(FCD)은 X-12 ARIMA를 사용하여 계절조정하였고, 그 외 산업생산지수(IP), 경상수지(CA), 미국 산업생산지수(IP^{US}) 및 소비자물가지수(CPI^{US})는 계절조정된 변수를 사용하였다. 경상수지(CA)는 GDP(연간) 대비 퍼센트 비율로 변환하였다. 한국은행 기준금리(R), 연방기금금리(R^{US}), 경상수지(CA)를 제외한 모든 변수는 로그변환하였다. VAR모형에 포함된 변수와 출처는 [표 3-1]에 정리하였다.

표 3-1. 데이터 정의 및 출처

변수	정의	출처
IP	전 산업생산지수(농림어업 제외, 계절조정)	한국은행 경제통계시스템
CPI	소비자물가지수	한국은행 경제통계시스템
R	한국은행 기준금리	한국은행 경제통계시스템
CA	경상수지(GDP 대비 % 비율, 계절조정)	한국은행 경제통계시스템
FCD	외화예금	한국은행 경제통계시스템
ER	원/달러 환율(월 평균)	한국은행 경제통계시스템
IP ^{US}	미국 산업생산지수(계절조정)	세인트루이스 연방은행

결과와 크게 다르지 않다. 로그차분, 추세선 포함 여부에 관계없이 강건한 결과를 도출할 수 있다.

표 3-1. 계속

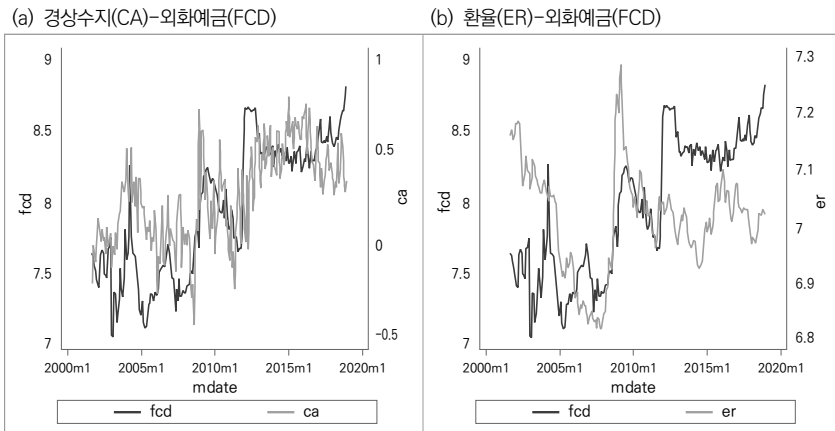
변수	정의	출처
CPI^{US}	미국 소비자물가지수(계절조정)	세인트루이스 연방은행
R_{US}	미국 연방기금금리	세인트루이스 연방은행

자료: 한국은행 경제통계시스템; 세인트루이스 연방은행(모든 자료의 검색일: 2019. 6. 3).

나. 기본 모형 실증분석 결과

[그림 3-1]은 본고의 분석기간 동안 경상수지(CA), 환율(ER), 외화예금(FCD)이 어떻게 변화해왔는지에 대한 시계열을 보여준다. 경상수지와 환율은 외화예금과 각각 약한 양(+)의 상관성이 있는 것으로 보이지만, 엄밀한 분석을 위해 VAR모형을 이용한다.

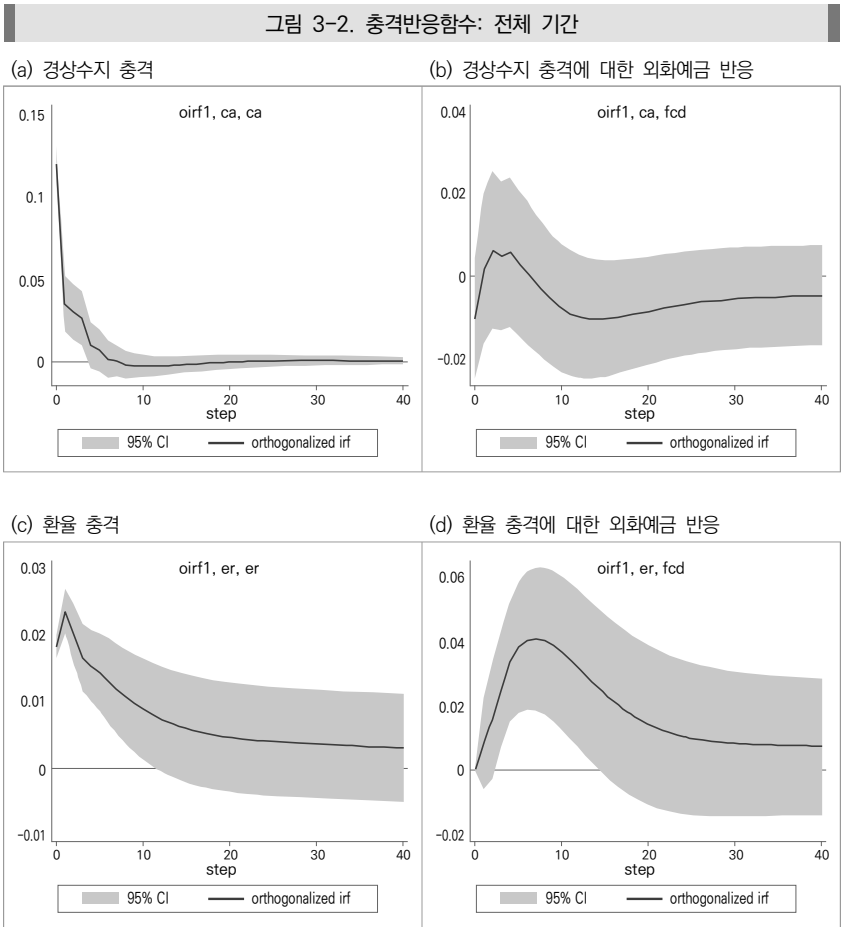
그림 3-1. 경상수지(CA) 및 환율(ER)과 외화예금(FCD) 시계열



자료: 저자 작성.

전체 샘플기간으로 추정된 VAR모형을 바탕으로 도출된 충격반응함수 분석의 결과는 [그림 3-2]와 같다. 외화예금은 경상수지 충격에 크게 영향을 받지 않는 반면[그림 3-2(b) 참고], 환율 충격에는 외화예금이 유의하게 반응하였다

(그림 3-2(d) 참고). 최초의 환율 충격 발생 1개월 이후 환율은 최대 0.023%까지 상승하고 이후 서서히 하락한다. 이러한 환율 충격에 대하여 외화예금은 충격 발생 직후부터 상승하기 시작하여 7개월 후 최대 0.041%까지 증가하였고, 이후 서서히 원래 수준으로 돌아가는 반응을 보였다.

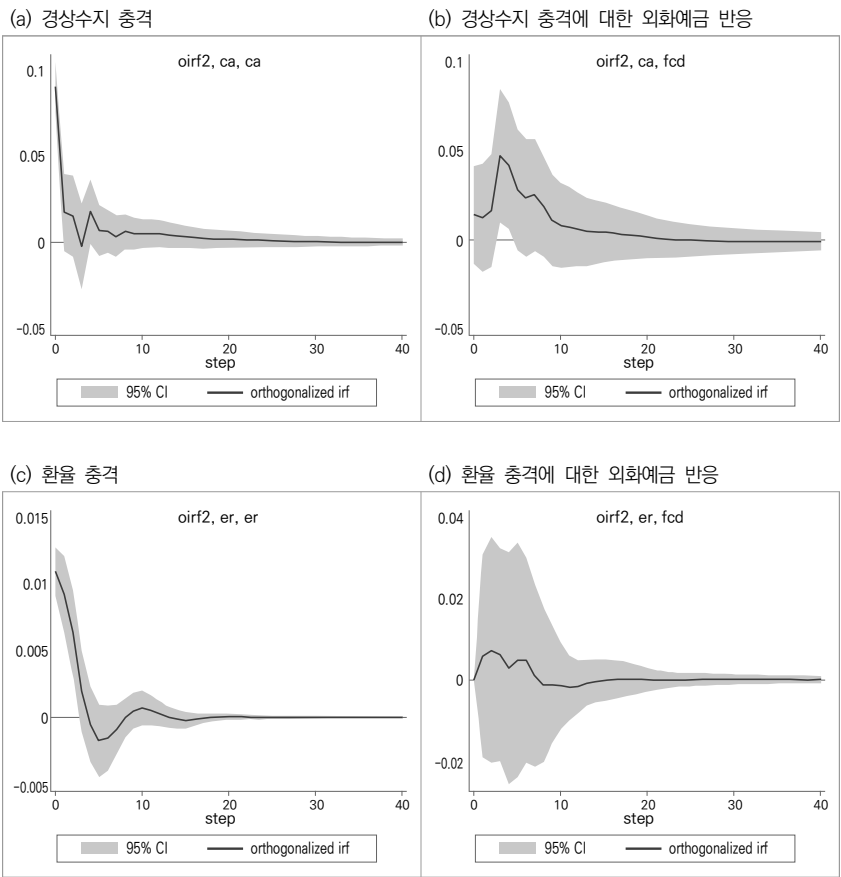


자료: 저자 작성.

[그림 3-3]과 [그림 3-4]는 샘플 기간을 글로벌 금융위기 전후로 나눠 추정 한 VAR모형을 바탕으로 도출한 충격반응함수 분석 결과이다. 흥미로운 것은

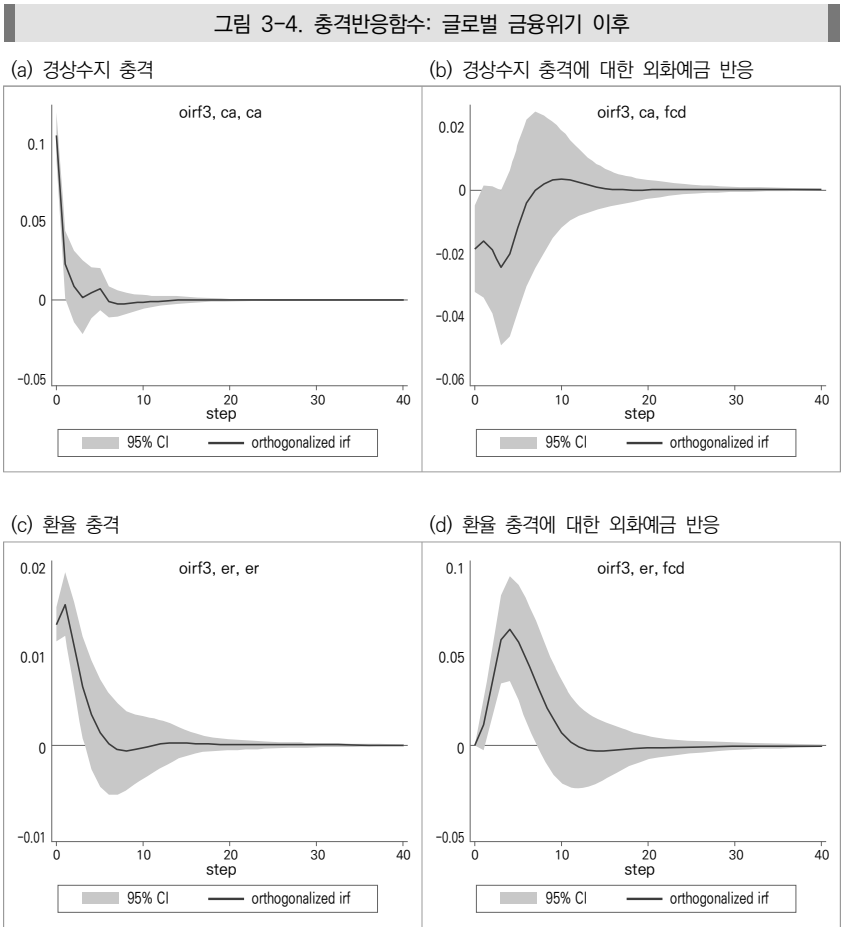
두 변수의 충격이 외화예금에 미치는 효과가 글로벌 금융위기를 전후로 크게 달라졌다는 것이다. 글로벌 금융위기 이전 [그림 3-3]에는 환율 충격이 외화예금에 미치는 효과가 통계적으로 유의한 수준이 아니었던 반면, 경상수지 충격이 외화예금에 미치는 영향은 통계적으로 유의하다. 경상수지가 0.090% 상승하는 충격은 3개월 이후 외화예금을 최대 0.047% 증가시키는 효과를 가져왔다.

그림 3-3. 충격반응함수: 글로벌 금융위기 이전



자료: 저자 작성.

글로벌 금융위기 이후 경상수지가 외화예금에 미치는 효과는 크게 약화된 반면, 외화예금에 영향을 미치는 변수로서 환율이 중요한 역할을 하게 되었다 (그림 3-4 참고). 환율 충격에 대해 외화예금은 4개월 만에 최대 0.066%까지 증가하였다가 이후 서서히 감소하는 것을 확인할 수 있다.



(c) 환율 충격

oirf3, er, er

(d) 환율 충격에 대한 외화예금 반응

oirf3, er, fcd

자료: 저자 작성.

[표 3-2]와 [그림 3-5]는 경상수지 및 환율 충격의 영향을 예측오차 분산분해를 이용해 분석한 결과이다. 예측오차 분산분해를 통해 외화예금의 예측오차

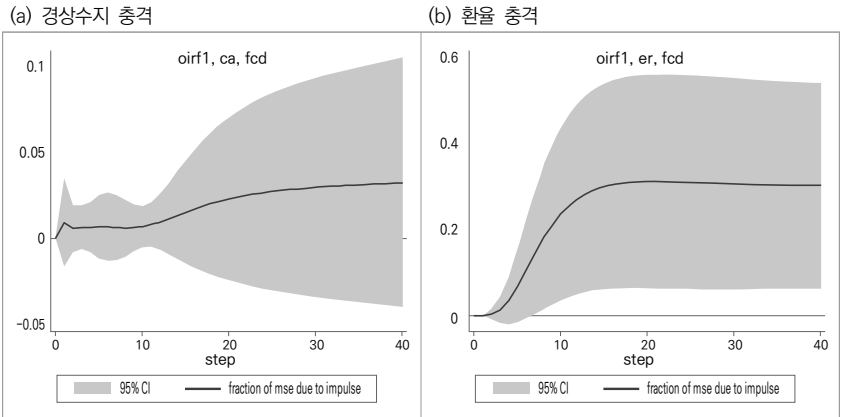
변동성이 어디에서 기인하는지 분석할 수 있다. 분석 결과 경상수지보다는 환율 충격이 외화예금의 예측오차 변동성에 크게 기여하는 것으로 나타났다. 경상수지 충격이 외화예금의 예측오차에 기여하는 부분이 장기로 갈수록 커지기는 하지만, 환율 충격의 기여도와 비교하였을 때 큰 차이가 있었다. 환율 충격은 발생 후 24개월을 전후하여 외화예금 예측오차 분산의 약 30% 이상에 기여하고 있음을 볼 수 있다.

표 3-2. 경상수지 및 환율 충격에 대한 외화예금의 예측오차 분산분해: 전체 기간

	3개월	6개월	12개월	24개월	36개월
경상수지 충격	0.6	0.7	0.9	2.6	3.1
환율 충격	1.3	10.6	27.3	31.1	30.3

주: 경상수지 및 환율 충격이 외화예금의 예측오차 분산에 미치는 기여도(%).
 자료: 저자 작성.

그림 3-5. 외화예금의 예측오차 분산분해: 전체 기간



자료: 저자 작성.

다. 추가 분석

이번 절에서는 Jordà(2005)가 제시한 Local Projection을 사용하여 구조

VAR모형의 분석 결과에 대한 강건성 검정을 수행한다. Local Projection은 간단한 추정 방법임에도 불구하고 모형설정 오류(model misspecification)에 강건하며 비교적 일관된 분석 결과를 제공한다는 측면에서 장점이 있다. 본 연구에서는 다음의 [식 3-5]를 추정한다.

$$FCD_{t+h} - FCD_{t-1} = c + \beta_h ER_t + \sum_{i=0}^r \gamma_i' X_{t-i} + \delta' Z_t + \varepsilon_{t+h} \quad [\text{식 3-5}]$$

단 $h = 0, 1, \dots, H$

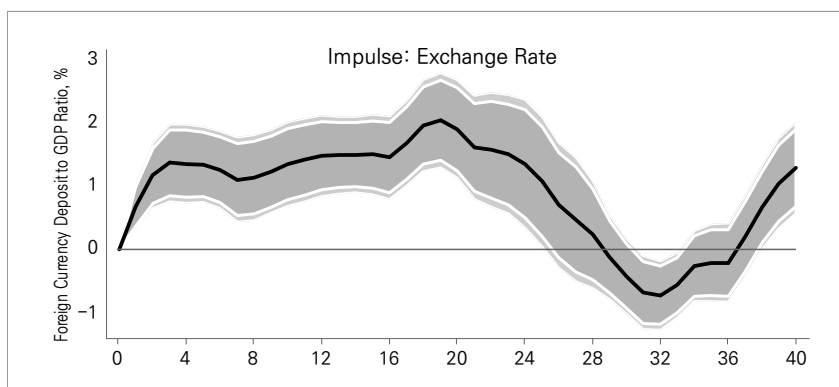
하첨자 t 는 시간을 의미하며, h 는 충격반응분석의 기간(월)을 의미한다. FCD_t 는 충격반응분석의 대상이 되는 변수인 외화예금을 나타낸다. 본고에서 주목하는 [식 3-5]의 β_h 는 환율 충격이 시간에 걸쳐 외화예금에 어떠한 영향을 미치는지를 나타내는 계수이다. 이것은 다른 내생변수의 통제하에 추정된다. X_{t-l} 는 환율을 제외한 내생변수 벡터(산업총생산지수(IP), 소비자물가지수(CPI), 기준금리(R), 경상수지(CA), 환율(ER)로 구성)을 나타낸다. z_t 는 해외변수로 구성된 외생변수 벡터(미국 산업생산지수(IP^{US}), 소비자물가지수(CPI^{US}), 연방기금금리(R^{US})로 구성)이다. 변수 변환 및 시차는 1-가.절에서 제시한 구조 VAR모형과 동일하다. c 는 상수항을 나타내며, ε_{t+h} 는 확률적 오차항을 나타낸다. 추정된 β_h 는 충격 발생 h 기 이후 FCD_t 의 평균적인 충격반응(average impulse response)을 나타내며, 로버스트 에리(robust error)를 사용하여 신뢰구간을 추정하였다.

[그림 3-6]은 전체 샘플기간에 대해 추정한 Local Projection모형을 바탕으로 도출한 환율 충격에 대한 충격반응분석 결과이다. 평균반응과 함께 90% 및 95% 신뢰구간을 표시하였으며, 충격의 크기는 각 충격의 1단위 증가로 정의되었다. 환율의 한 단위 증가 충격은 외화예금의 증가를 가져오는 것으로 나타났다. 충격 발생 이후 20개월 시점에서 평균적으로 2% 증가하고 이후 다시 12개월이 지난 시점에는 0.5% 감소하는 반응을 보였다. 이것은 원화 가치가 절하되는 충격에 대해 외화예금에 대한 수요가 즉각 증가하는 방향으로 반응한

다. 이후 일정 시간이 지난 시점에서는 다시 원화가치가 원래 가치로 일부 조정되는 과정에서 외화예금이 소폭 감소하는 반응을 나타내는 것으로 추정된다.

환율 충격에 대해 초기 외화예금이 증가하는 방향으로 반응한다는 것은 앞서 1-나.절에서 제시한 구조 VAR모형의 충격반응함수에서도 공통적으로 발견되는 강건한 결과라고 할 수 있다.

그림 3-6. 환율 충격에 대한 외화예금의 반응함수: 전체 기간, Local Projection



자료: 저자 작성.

2. 외화예금과 환율안정성

2절에서는 외화예금과 환율안정성 간 관련성을 분석한다. 앞서 1절과 마찬가지로 분석을 위한 모형을 설명하고, 실증분석 결과를 제시한다.

가. 실증분석 모형

1절의 외화예금 결정요인에 대한 분석을 바탕으로 이번에는 외화예금의 기능에 대해 분석한다. 본고의 가설은 외화예금의 증가는 환율변동성 감소, 즉 환

율안정에 기여한다는 것이며, 이 연구가설을 검증하기 위하여 패널데이터를 활용한다. 외화예금에 대한 가용 데이터가 있는 한국을 포함한 21개국²¹⁾을 분석 대상으로 한다. 분석기간은 1995년 1/4분기부터 2014년 4/4분기까지이며, 분기 불균형 패널자료를 사용한다. [표 3-3]은 분석의 대상이 되는 국가 목록 및 패널분석에 사용되는 주요 변수의 국별 평균값이다. 분석에 사용되는 주요 변수는 환율변동성, 외화예금, 코어예금, 외환보유액이다. 환율변동성은 BIS의 일별 환율 자료를 활용하여 각 국가의 월별 환율 표준편차를 계산하였고, 이것을 월별 환율의 평균으로 나눠 표준화한 후, 100을 곱하여 지수를 만들었다. 코어예금은 외화예금 2년치 평균값의 2표준편차를 빼서 계산하였다. 외화예금과 외환보유액은 각각 GDP(연간) 대비 % 비율로 표시하였다.

표 3-3. 분석대상 국가 목록 및 주요 변수 평균

국가	코드	환율변동성	외화예금	코어예금	외환보유액
Argentina	ARG	2.139841	1.703024	1.098441	10.09423
Canada	CAN	1.322847	6.542679	5.607135	3.580616
Chile	CHL	2.040807	5.394367	4.408154	15.88241
Czech Republic	CZE	2.562091	6.629996	5.781917	21.00003
Iceland	ISL	2.487109	7.077035	4.397528	23.17115
Indonesia	IDN	1.692423	2.842415	2.287606	11.77879
Japan	JPN	1.969072	1.736694	1.515046	16.48293
Kazakhstan	KAZ	1.58592	9.125992	5.472546	15.3044
Korea	KOR	1.977898	2.121698	1.419503	19.99197
Malaysia	MYS	1.242608	6.171234	4.860878	42.90146
Mexico	MEX	1.597908	1.268305	1.035168	9.78125
New Zealand	NZL	2.473297	1.037156	.8486954	9.171051
Philippines	PHL	1.08728	12.78552	11.42348	21.27111
Poland	POL	2.607461	4.860837	4.33585	15.5882
Romania	ROU	2.577479	9.741256	8.26312	22.18133
Russia	RUS	2.539526	6.095341	4.122343	19.71338
South Africa	ZAF	2.685062	2.188833	1.459388	7.095137

21) 분석대상국은 Shambaugh(2004)에서 변동환율제로 평가된 국가로 한정했다.

표 3-3. 계속

국가	코드	환율변동성	외화예금	코어예금	외환보유액
Sweden	SWE	2.121968	2.577864	2.037369	7.090838
Ukraine	UKR	3.824432	15.14149	11.10754	15.20851
United Kingdom	GBR	1.665413	3.063146	2.64252	2.77502
Uruguay	URY	1.808278	2.084396	1.653058	19.3429

주: 환율변동성은 BIS의 일별 환율 자료를 활용하여 각 국가의 월별 환율 표준편차를 계산하였고, 이후 월별 환율의 평균으로 나눈 후, 100을 곱하여 지수를 구성함. 코어예금은 외화예금의 2년 평균에서 2표준편차를 빼서 계산함. 외화예금과 외환보유액은 각각 GDP(연간) 대비 % 비율로 표시.

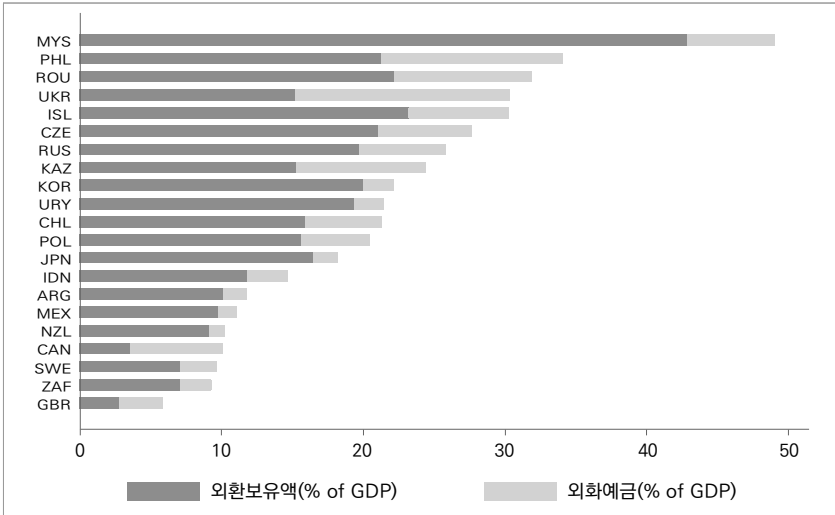
자료: 저자 작성.

[그림 3-7]은 [표 3-3]의 국별 주요변수 평균을 그래프로 표현하였다. (a)는 GDP 대비 퍼센트로 표시한 각국 외환보유액 및 외화예금의 평균이다. 위에서부터 차례로 외환보유액과 외화예금을 합친 금액이 가장 큰 국가 순서로 나열하였다. 외환보유액과 외화예금을 합친 총액은 말레이시아(MYS), 필리핀(PHL), 루마니아(ROU), 우크라이나(UKR) 순으로 높은 수준을 유지하였고, 한국은 외환보유액 및 외화예금이 각각 GDP의 20%, 2.1%인 것으로 나타나, 이 둘을 합친 총액 기준으로 보았을 때 21개국 가운데 중간 규모 정도로 평가된다.

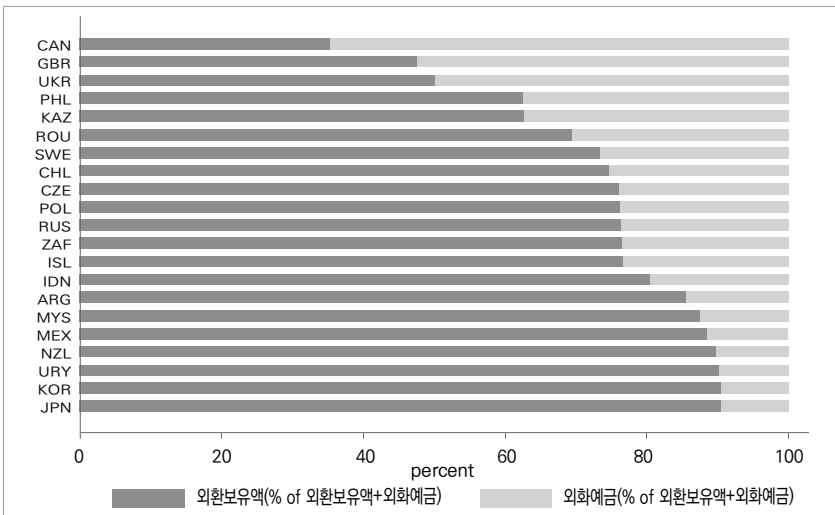
[그림 3-7]의 (b)는 외환보유액과 외화예금을 합친 금액에서 외화예금이 차지하는 비중을 표현한 그래프이다. 위에서부터 순서대로 외환보유액과 외화예금을 합친 금액 대비 외화예금이 큰 비중을 차지하는 국가 순으로 나열하였다. 캐나다(CAN), 영국(GBR), 우크라이나(UKR), 필리핀(PHL) 순으로 외화예금의 비중이 높은 국가임을 확인할 수 있다. 분석기간 평균으로 보았을 때, 한국은 외화예금의 비중이 일본과 더불어 10% 내외로 매우 낮은 수준임을 볼 수 있다.

그림 3-7. 분석국가별 외환보유액과 외화예금

(a) 외환보유액과 외화예금



(b) 외화예금 비중(외환보유액 + 외화예금 총액 대비 % 비중)

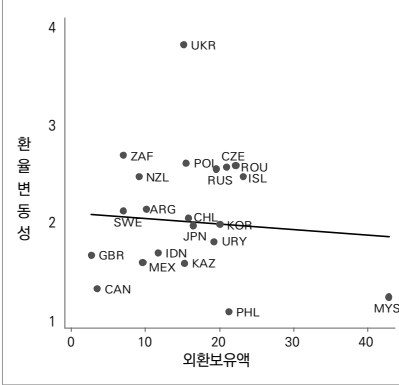


주: (a)는 외환보유액과 외화예금을 합친 총액이 큰 국가 순으로 나열하였으며, (b)에서는 외화예금 비중이 높은 국가 순서로 나열함.

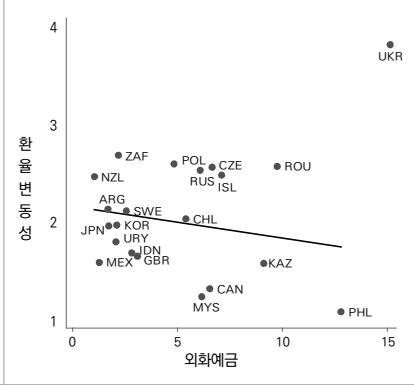
자료: 저자 작성.

그림 3-9. 외화예금-환율변동성 산점도

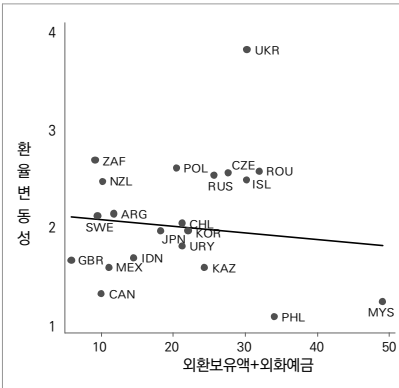
(a) 외환보유액-환율변동성



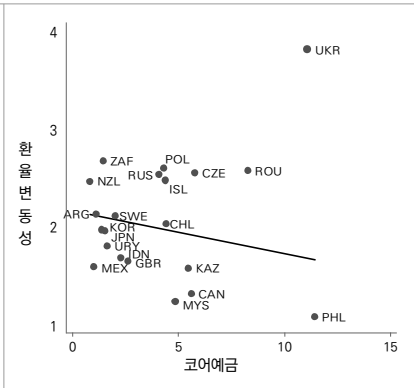
(b) 외화예금-환율변동성



(c) 외환보유액+외화예금-환율변동성



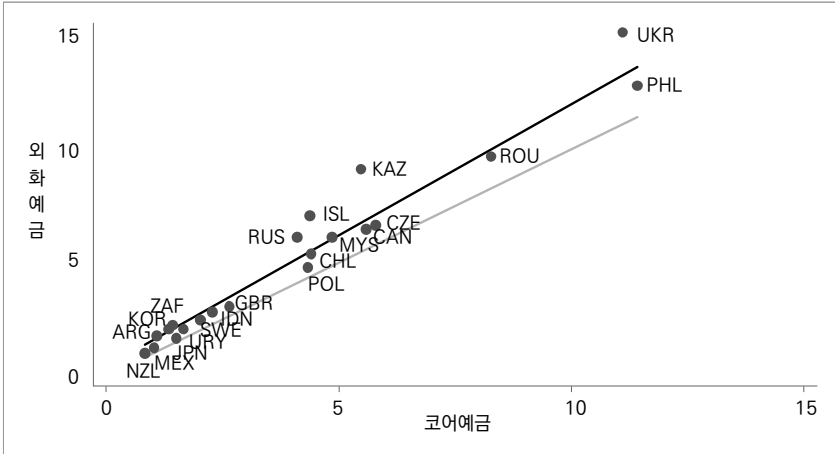
(d) 코어예금-환율변동성



주: 우크라이나(UKR)는 회귀선 추정에서 제외.
자료: 저자 작성.

[그림 3-10]은 외화예금과 코어예금의 관련성을 나타낸다. 회색 실선은 45도 대각선을 의미하며, 검정색 실선은 회귀선을 의미한다. 검정색 실선을 기준으로 좌측에 치우친 국가는 외화예금이 변동성이 높아 실제 외화예금 대비 코어예금 규모가 낮은 국가를 의미한다. 대체로 외화예금의 절대액이 높으면 높을수록 45도 선 및 검정색 실선에서 더욱 더 좌측으로 치우치게 되는 경향이 있음을 알 수 있다.

그림 3-10. 외화예금-코어예금 산점도



주: 회색 실선은 45도 대각선을 의미하며, 검정색 실선은 회귀선을 의미.
자료: 저자 작성.

패널분석을 위한 모형은 다음의 [식 3-7]과 같다.

$$ERV_{i,t} = c + \beta_1 FCD_{i,t-1} + \beta_2 RES_{i,t-1} + \beta_3 FCD_{i,t-1} \times RES_{i,t-1} + \gamma' X_{t-l} + \beta_4 D_i + \beta_5 D_t + \varepsilon_{i,t} \quad [\text{식 3-7}]$$

$ERV_{i,t}$ 는 t 기 국가 i 의 환율변동성(Exchange Rate Variability, (환율 표준편차/환율 평균)*100)을 의미하며, $FCD_{i,t-1}$ 와 $RES_{i,t-1}$ 는 각각 GDP의 %비율로 표시한 외화예금과 외환보유액을 나타낸다. 그리고 $FCD_{i,t-1} \times RES_{i,t-1}$ 는 외화예금과 외환보유액의 교차항으로서 β_3 는 외환보유액 수준별 외화예금이 환율변동성에 어떠한 영향을 미치는지를 보여준다. 그 밖의 VIX (S&P 500 Index Volatility), 자본통제지수($KA_{i,t}$: capital control measure, Fernandez *et al.* 2016), 통화정책독립성지수($MI_{i,t}$: Monetary Independence Index. Aizenman *et al.* 2010), 단기금리 차이($R_{i,t-1}^{gap}$, 국가 i 단기시중금리-미국 연방준비기금의 Shadow Rate(Wu and Xia 2016)로 정의), 순자본유입($IF_{i,t-1}^{net}$, 포트폴리오 투자자금(채권+주식) 순유입액을 GDP 대비 %로 표시,

IMF BOP)으로 구성된 X_{t-1} 은 통제변수 벡터를 의미한다. D_i 와 D_t 는 각각 국가 및 시간에 대한 고정효과를 의미하며, $\varepsilon_{i,t}$ 는 오차항을 나타낸다. VIX, 자본통제지수, 통화정책독립성지수를 제외한 설명변수는 1분기 과거변수를 사용한다. 기본적으로 모든 변수는 분기자료를 사용하지만, 일부 변수(자본통제지수, 통화정책독립성지수, 외환보유액)는 데이터 제약으로 인해 연간자료를 사용한다.

나. 패널자료 실증분석 결과

패널분석 결과를 제시하기에 앞서 [표 3-4]에서는 [표 3-3]에 제시된 환율변동성지수 기준으로 변동성이 높은 상위 6개국과 변동성이 낮은 하위 6개국(환율안정국)을 구분하여 주요 변수 평균을 비교하였다. 환율변동성이 높은 국가로 평가되는 상위 6개국은 순서대로 우크라이나(UKR), 남아프리카 공화국(ZAF), 폴란드(POL), 루마니아(ROU), 체코(CZE), 러시아(RUS)이다. 환율이 대체로 안정적으로 평가되는 6개국은 필리핀(PHL), 말레이시아(MYS), 캐나다(CAN), 카자흐스탄(KAZ), 멕시코(MEX), 영국(GBR)이다. 한국(KOR)도 추가하여 비교하였다. 변동성이 높은 상위 6개국, 환율안정성이 높은 상위 6개국, 그리고 한국의 외화예금(FCD), 코어예금(Core FCD), 환율변동성 지수 시계열은 [그림 3-11] ~ [그림 3-13]에 제시하였다.

환율변동성이 높은 상위 6개국의 외화예금은 환율안정 6개국과 비교하여 대체로 비슷하나 약간 낮은 수준을 보인다. 하지만 코어예금에서는 이 두 그룹간 평균값의 차이가 커지는 것으로 미루어 외화예금의 변동성이 고변동 국가에서 높은 것을 알 수 있다. 외환보유액은 평균적으로 GDP 대비 약 4% 정도 고변동 국가에서 높은 것을 알 수 있다. 환율변동성이 높은 국가에서 외환보유액이 평균적으로 높은 수준을 유지하고 있으나, 이것이 환율안정성에는 효과적으로 기여하지 못하고 있을 가능성을 유추할 수 있다.

표 3-4. 환율 고변동성 6개 국가 vs. 환율안정 6개국

국가	환율변동성	외화예금	코어예금	외환보유액
고변동 6개국	2.65	5.76	4.56	16.16
환율안정 6개국	1.42	5.89	4.92	12.20
Korea	1.98	2.12	1.42	19.99

주: 환율변동성이 높은 상위 6개국은 우크라이나(UKR), 남아프리카 공화국(ZAF), 폴란드(POL), 루마니아(ROU), 체코(CZE), 러시아(RUS)이며, 환율이 대체로 안정적으로 평가되는 6개국은 필리핀(PHL), 말레이시아(MYS), 캐나다(CAN), 카자흐스탄(KAZ), 멕시코(MEX), 영국(GBR)임. 환율변동성은 BIS의 일별 환율 자료를(BIS, 검색일: 2019. 6. 3) 활용하여 각 국가의 월별 환율 표준편차를 계산하였고, 이후 월별 환율의 평균으로 나눈 후, 100을 곱하여 지수를 구성함. 코어예금은 외화예금의 2년 평균에서 2표준편차를 빼서 계산함. 외화예금과 외환보유액은 각각 GDP(연간) 대비 % 비율로 표시.

자료: 저자 작성.

그림 3-11. 외화예금과 환율안정성의 상관관계: 환율고변동 6개국

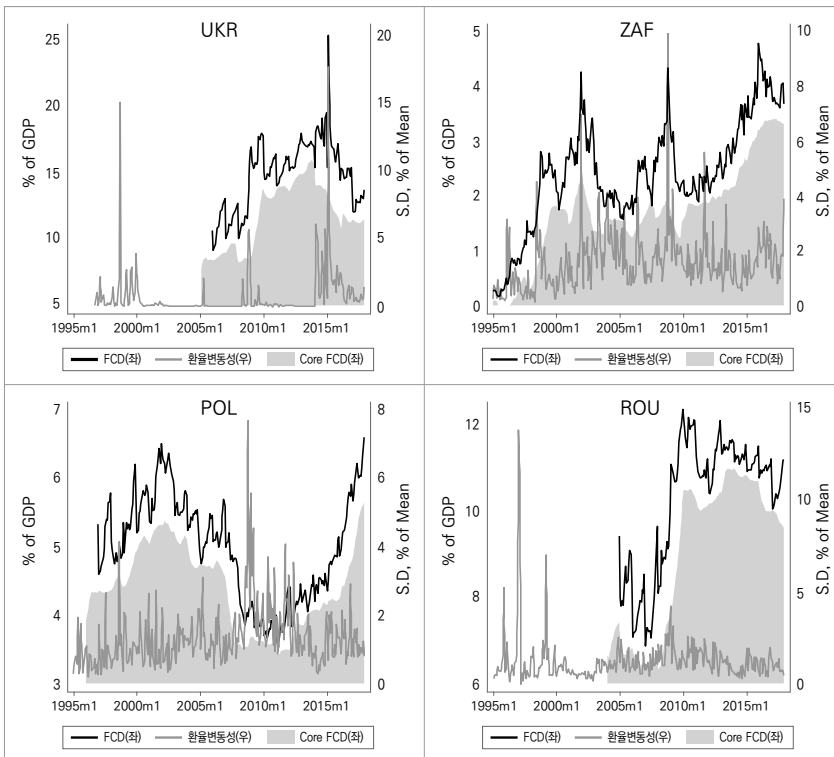
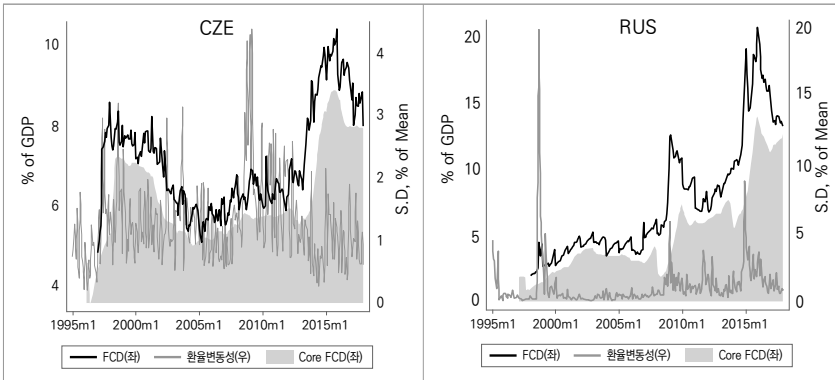


그림 3-11. 계속



주: 검정색 실선은 외화예금, 회색 영역은 코어예금, 회색 실선은 환율변동성을 의미함.
자료: 저자 작성.

그림 3-12. 외화예금과 환율안정성의 상관관계: 환율안정 6개국

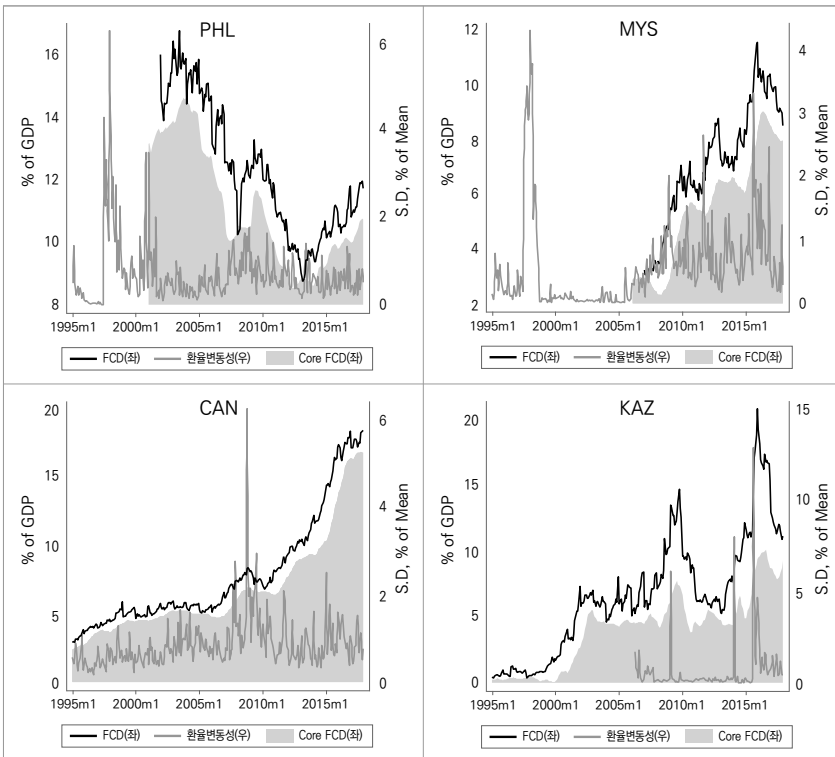
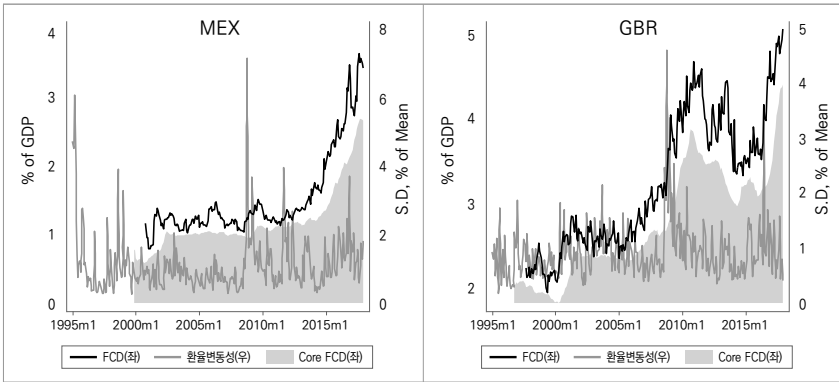
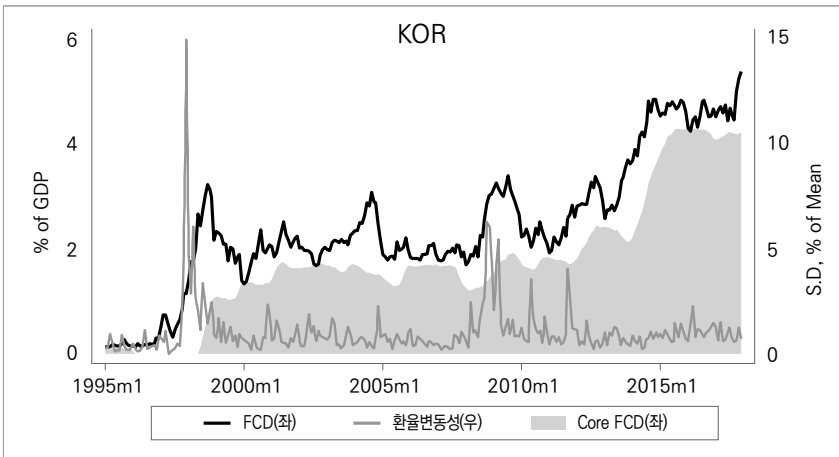


그림 3-12. 계속



주: 검정색 실선은 외화예금, 회색 영역은 코어예금, 회색 실선은 환율변동성을 의미함.
자료: 저자 작성.

그림 3-13. 외화예금과 환율안정성과의 상관관계: 한국(KOR)



주: 검정색 실선은 외화예금, 회색영역은 코어예금, 회색 실선은 환율변동성을 의미함.
자료: 저자 작성.

[표 3-5]는 계량모형 [식 3-7]의 실증분석 결과이다. (1), (2)는 $FCD_{i,t-1}$ 로 외화예금을 사용한 결과이며, (3), (4)는 코어예금을 사용하였다. 분석 결과 기본적으로 외환보유액($RES_{i,t-1}$)은 환율변동성($ERV_{i,t}$)의 감소와 관련성이 높으며 이는 통계적으로 유의한 것으로 나타나 외환보유액 증가가 환율안정에

기여하고 있음을 확인하였다.

외화예금($FCD_{i,t-1}$)과 환율변동성 간 관련성은 (3)을 제외하고는 통계적으로 유의하지 않았으며, 외화예금과 외환보유액 간 교차항($FCD_{i,t-1} \times RES_{i,t-1}$)에서도 통계적 유의성을 찾을 수 없었다. 하지만 [표 3-6]에 제시되어 있는 바와 같이 외환보유액을 구간별로 구분하여 외화예금과 환율변동성 간 관련성을 살펴보면 외화예금이 환율안정에 기여하는 구간을 발견할 수 있다. 즉 외환보유액이 상대적으로 낮은 국가 혹은 낮은 기간에 외화예금의 증가는 환율변동성을 통계적으로 유의하게 감소시키고 있는 것으로 나타났다. 그 밖의 통제변수 가운데에서는 VIX, 통화정책독립성 지수($MI_{i,t}$)가 환율변동성과 관련성이 높았다. VIX의 증가는 환율변동성을 증가시키는 요인으로 작동하지만, 통화정책독립성이 높은 국가는 환율변동성을 감소시킬 수 있는 정책 여력이 있는 것으로 평가할 수 있다.

표 3-5. 외화예금과 환율변동성 간 관련성 분석

종속변수 =	$FCD_{i,t-1}$ = 외화예금		$FCD_{i,t-1}$ = 코어예금	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$RES_{i,t-1}$	-0.0486** (0.0186)	-0.0691* (0.0367)	-0.0510** (0.0194)	-0.0693** (0.0312)
$FCD_{i,t-1}$	-0.0723 (0.0455)	-0.132 (0.0944)	-0.120** (0.0573)	-0.187 (0.116)
$FCD_{i,t-1} \times RES_{i,t-1}$		0.00376 (0.00510)		0.00511 (0.00610)
VIX_t	0.845*** (0.272)	0.920** (0.333)	0.880*** (0.279)	0.941*** (0.313)
$KA_{i,t}$	-0.269 (0.560)	-0.265 (0.523)	-0.217 (0.549)	-0.193 (0.515)
$MI_{i,t}$	-1.013** (0.403)	-1.098** (0.443)	-1.060** (0.420)	-1.130** (0.429)
$R_{i,t-1}^{gap}$	0.0646 (0.0379)	0.0638 (0.0374)	0.0621 (0.0381)	0.0612 (0.0376)

표 3-5. 계속

종속변수 =	$FCD_{i,t-1}$ = 외화예금		$FCD_{i,t-1}$ = 코어예금	
	(1)	(2)	(3)	(4)
$IF_{i,t-1}^{net}$	0.0132 (0.0105)	0.0145 (0.0105)	0.0127 (0.0108)	0.0139 (0.0103)
Observations	1113	1113	1113	1113
R-squared	0.277	0.278	0.278	0.280

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함. ()는 클러스터(cluster) 표준오차를 나타냄.
자료: 저자 작성.

표 3-6. 외환보유액 분위별 외화예금의 환율안정 효과 추정

$RES_{i,t-1}$ 분위 %, $RES_{i,t-1}$	$FCD_{i,t-1}$ = 외화예금		$FCD_{i,t-1}$ = 코어예금	
	(2)		(4)	
	dy/dx	Std. error	dy/dx	Std. error
1%, 1.94	-0.124	0.086	-0.177*	0.106
5%, 2.73	-0.122	0.082	-0.173*	0.101
10%, 3.65	-0.118	0.078	-0.168*	0.097
25%, 6.68	-0.107*	0.065	-0.153*	0.081
50%, 13.35	-0.082*	0.044	-0.119**	0.055
75%, 20.20	-0.056	0.044	-0.084	0.053
90%, 26.43	-0.032	0.064	-0.052	0.075
95%, 29.93	-0.019	0.079	-0.034	0.092
99%, 47.18	0.046	0.161	0.054	0.190

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함. ()는 표준오차를 나타냄.
자료: 저자 작성.

3. 소결

제3장에서는 외화예금의 결정요인 및 외화예금과 환율변동성 간 관련성에 대한 실증분석을 수행하였다. 본고에서는 외화예금 결정요인으로서 경상수지 및 환율에 주목하였다. 각 충격이 한국의 외화예금에 미치는 영향을 분석하기 위해 구조 VAR(structural vector autoregression)모형을 사용하였고, 강건

성 검정을 위해 Jordà(2005)의 Local Projection방법을 추가하였다. 외화예금과 환율변동성 간 관련성 분석에서는 외화예금 분석을 위한 가용 데이터가 있는 21개국, 1995년 1/4분기부터 2014년 4/4분기까지의 분기 불균형 패널 자료를 사용하였다.

전체 샘플기간으로 추정된 VAR모형 분석 결과 외화예금은 경상수지 충격에 크게 영향을 받지 않는 반면, 환율 충격에는 유의하게 반응하는 것으로 나타났다. 샘플 기간을 글로벌 금융위기 전후로 나눠 추정된 VAR모형의 분석 결과에서는 두 변수의 충격이 외화예금에 미치는 효과가 글로벌 금융위기를 전후로 크게 달라진 것을 확인할 수 있었다. 글로벌 금융위기 이전에는 환율 충격이 외화예금에 미치는 효과가 통계적으로 유의한 수준이 아니었던 반면, 경상수지 충격이 외화예금에 미치는 영향이 유의하였다. 하지만 글로벌 금융위기 이후 경상수지가 외화예금에 미치는 효과는 크게 약화된 반면, 외화예금에 영향을 미치는 변수로서 환율이 중요한 역할을 하게 되었다. Local Projection을 사용한 강건성 검정에서도 환율 충격이 외화예금에 미치는 유의미한 효과를 확인할 수 있었다.

2절에서는 패널자료를 활용하여 외환보유액 및 외화예금이 환율안정에 어떠한 영향을 미치는지 분석하였다. 외환보유액을 구간별로 구분하여 외화예금과 환율변동성 간 관련성을 살펴본 분석을 통해 우리는 외환보유액이 상대적으로 낮은 국가 혹은 기간에 외화예금의 증가는 환율변동성을 감소시키고 있음을 확인하였다.

제4장 외화예금 활성화 방안²²⁾

1. 운용 측면

가. 외화예금 중 외환스와프시장에서 운용한 부분은 선물환 포지션 한도 산정 시 차감

$$\text{선물환포지션 한도(국내은행)}: \frac{\text{선물환포지션}}{\text{자기자본}} \leq 40\%$$

선물환포지션은 통화별 선물환매입초과포지션²³⁾의 합계에서 통화별 선물환매각초과포지션²⁴⁾의 합계를 차감한 순합산포지션(net aggregate position)을 의미하며,²⁵⁾ 선물, 외환·통화스와프, NDF 등 통화 관련 모든 파생상품을 포함한다. 국내은행은 직전 영업일로부터 과거 1개월(calendar year) 동안의 일별 선물환포지션 잔액의 이동평균(moving average)이 매영업일마다 한도(자기자본의 40%)를 초과하지 않도록 관리해야 한다. 현재 자본 규모가 큰 시중은행의 경우 선물환포지션 한도 규제의 영향이 미미하나 일부 은행에 있어서는 외화예금 운용을 제약하고 있다. 국내은행이 외화예금으로 조달한 자금을 이용하여 외환스와프시장에서 sell&buy 거래(현물환 매도·선물환 매입)를 통

22) 외화예금 활성화 방안은 시중은행 실무담당자 및 전문가들과의 인터뷰(2019. 5. 9, 14, 서울)를 통해 도출.

23) 선물환매입초과포지션: 해당 외국통화의 선물외화자산잔액이 선물외화부채잔액을 초과하는 경우 그 차액.

24) 선물환매각초과포지션: 해당 외국통화의 선물외화부채잔액이 선물외화자산잔액을 초과하는 경우 그 차액.

25) 「선물환포지션 한도 제도 세부방안 실시」(2010. 7. 11), p. 5.

해 달러를 공급하는 경우 선물환매입пози션이 증가하면서 선물환포지션이 늘어나게 된다.

정부는 단기외채의 부정적인 영향을 우려하여 선물환포지션 한도를 포함하여 외국인채권투자 과세, 외환건전성 부담금 등 거시건전성 3종 세트를 도입했으나, 중복되는 유사한 규제들이 존재하는 상황에서 이 규제의 유지 필요성에 대해 의문이 제기되고 있다. 거시건전성 3종 세트 시행 이후에 바젤III 권고에 따라 도입한 ‘외화 LCR’ 규제(매월 평균을 규제, 한국만 의무화), IMF가 제안하는 ‘3개월 스트레스 테스트’(3개월 마다 규제) 등 보다 강화된 규제가 시행되고 있기 때문이다.

나. 외화 LCR 비율 산정 시 은행의 sell&buy 거래가 LCR 비율 하락을 초래하는 구조 개선

$$\text{외화유동성커버리지비율} = \frac{\text{고유동성 자산}}{\text{30일간 순현금유출액}} \geq 80\%$$

純현금유출액은 현금유출액에서 현금유입액을 차감한 것을 의미한다. 국내은행은 2019년부터 외화유동성커버리지 비율을 80% 이상으로 매월 유지해야 하는데, 국내은행의 외화 LCR은 2017년 말 97.0%에서 2018년 말 101.6%로 개선되었으며 시중은행(평균)도 107.3%에서 121.1%로 개선되어 기준치를 웃돌고 있다.²⁶⁾

바젤III가 권고한 LCR 규제는 원래 통화별로 적용하지 않으나 우리나라만 외화 LCR을 분리하여 모니터링 수단이 아닌 규제로 별도 시행하고 있다. 외화 LCR 규제는 위기 시 은행의 대응 여력을 점검하는 수단이기 때문에 강한 스트레스 상황을 가정하여 자산 및 현금유출입 규모를 평가한다. 특히 외환스와프

26) 금융감독원 금융통계정보시스템(검색일: 2019. 5. 27).

시장에서 국내은행의 외화 sell&buy 거래 시 현재 나간 외화는 ‘현금유출액’으로 취급되는 반면 수일 후 받게 될 외화는 ‘현금유입액’으로 인정되지 않아 LCR 비율이 하락하는 결과가 초래된다. 이는 스와프시장에서 외화공급주체로서 국내은행의 역할을 제약하는 요인으로 작용한다. 반면 buy&sell 거래 시에는 외화 LCR 비율이 개선되기 때문에(현재 받은 외화는 현금유입액으로 인정되는 반면, 수일 뒤 나갈 외화는 현금유출액으로 잡히지 않음), 일부 은행들의 경우 월말에 월평균 외화 LCR을 맞추기 위해 이러한 거래를 시도하기도 한다. 장기 외화대출에 대한 기업의 수요가 없는 상황에 더해 이처럼 스와프시장 sell&buy 거래도 외화 LCR을 하락시키기 때문에 외화예금으로 조달한 외화 자금 운용에 제약이 있는 상황이다. 또한 외화 LCR 계산 시 기업예금의 경우 규제당국이 ‘영업적 예금’(이탈율 25% 적용)이 아닌 ‘비영업적 예금’(이탈율 40% 적용)으로 취급하는 것도 향후 30일간의 발생가능한 외화유출액 규모를 증가시켜 외화자금 운용에 제약요인으로 작용하고 있다.

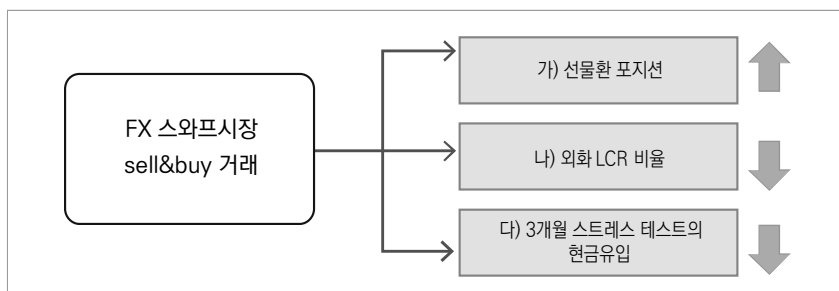
다. 3개월 스트레스 테스트에서 sell&buy 거래 이후 수일 내 유입될 외환은 ‘현금유입분’으로 인정

외화 LCR과 함께 감독당국이 정기적으로 시행 중인 3개월 스트레스 테스트도 엄격한 가정으로 은행 입장에서 부담이 큰 상황이며, 이에 비하면 선물환포지션 한도 등 2010년 이후 도입된 거시건전성 3종 세트는 현 상황에서는 효과가 미미한 것으로 보인다.

글로벌 금융위기 이후 리스크 관리 수단으로서 스트레스 테스트의 중요성이 높아진 가운데 IMF(2015)는 우리나라에 대한 금융안정성 평가에서 개별 금융기관이 실시한 스트레스 테스트 결과와 감독당국 모형에 의한 결과의 교차검증을 통한 신뢰성 제고를 권고하였다. 이러한 배경에서 우리나라 감독당국은 2017년 이후 거시건전성 스트레스 테스트 모형(K-STARS)을 구축하여 운영

하고 있다. 이는 위기 시나리오별로 각 금융권역별 보유 자본의 위기 시 충격 흡수에 충분한지 여부를 평가하는 1차 효과 모형과 위기 확산 과정을 반영한 2차 효과 모형으로 구성되어있다.²⁷⁾ 스트레스 테스트는 위기 상황을 가정하기 때문에 엄격한 가정으로 인해 은행의 외화자금 운용을 일부 제약할 수 있다. 이에 따라 3개월 스트레스 테스트의 시나리오 가정 중 일부 현실성이 떨어지는 부분을 현실화할 필요가 있는지 점검할 필요가 있다. 예를 들어 해외은행과 맺은 committed line(credit line과 달리 매월 fee를 주고 위기 시 자금지원을 약속 받은 계약), 매입외환(3개월 수출입어음 등) 등은 외환위기와 금융위기 당시 정상적으로 작동했음에도 불구하고 3개월 스트레스 테스트에서는 현금유입으로 인정받지 못하고 있기 때문이다.

그림 4-1. 은행의 외환스와프시장 sell&buy 거래 시 관련 규제 영향(예시)



자료: 저자 작성.

2. 조달 측면

■ 구조화 예금상품 활용 및 글로벌자금관리서비스(GCMS) 강화 등을 통해 외화자금 확보 여력 증가 필요

27) 「금융 시스템의 불안 요인에 선제 대응하여 금융시장 안정에 기여하도록 거시건전성 감독 분석 체계 (KOMPAS)를 확립」(2018. 12. 18), pp. 3~4.

가. 구조화 예금상품 활용으로 외화예금 수익률 개선

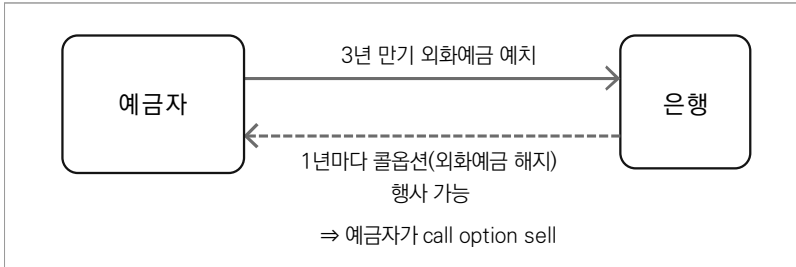
Callable 예금, 프리미엄 예금 등 해외에서 판매하고 있는 구조화 예금상품의 국내 도입을 긍정적으로 검토하여 외화예금의 수익률을 개선할 필요가 있다. Callable 예금은 정기외화예금상품으로 일정 기간 이후 특정 시점마다 예금을 종료(call)할 수 있는 권리를 은행에 부여한 상품으로, 개인(예금자)이 콜옵션을 은행에 판매한 것이므로 은행은 일반적인 정기예금보다 높은 금리를 제공할 수 있다(글상자 4-1 참고). 프리미엄 예금은 약정환율과 만기 시 시장환율의 차이에 따라 환전 여부가 달라지는 정기외화예금상품으로(글상자 4-2 참고), 시장환율이 약정환율보다 하락하면 원화로 환산했을 때는 개인(예금자)이 손실을 입으나 만기 시점에 환율변동에 상관없이 외화가 필요한 고객을 대상으로는 판매가 가능하다. 이러한 구조화 예금상품의 경우 일반 예금보다 높은 금리를 제공하여 예금 수요를 늘어나게 하고 일반적으로 정기예금 형태이기 때문에 은행 입장에서 안정적 수신처 확보가 가능하게 한다.

일반적으로 외화예금 고객들이 짧은 만기를 선호하는 경향이 있다는 인식하에 현재는 구조화상품 활용이 미미한 상황이다. 그러나 과거 엔화스와프예금(2003~04년, 글상자 4-3 참고)이나 위안화예금ABCP(2013~14년, 글상자 4-4 참고) 성행 시 외화예금이 대폭 확대된 사례가 있으므로 시장 상황에 따라 다양한 구조화 예금상품을 개발 및 활용하여 외화예금 수익률을 개선한다면 외화예금 증가에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보인다.

글상자 4-1. Callable 예금

□ 은행에 일정한 기간 이후 특정 시점마다 예금을 종료(call)할 수 있는 권한이 부여된 정기외화예금

그림 4-2. Callable 예금 상품의 구조



자료: 저자 작성.

- 개인(예금자)이 콜옵션을 은행에 판매한 것이므로 일반 정기예금보다 높은 금리 제공이 가능
- 개인이 중도해지하지 않으면 원금은 보장되나, 은행의 call 행사를 할 경우 예상 수익보다 적게 받을 수 있음.
- 또한 일반적으로 고정금리로 제공되기 때문에 시장금리가 급격히 오르면 시장금리보다 낮은 수익을 얻을 수도 있으며, 환율변동에 따라 환차손이 발생할 가능성이 있음.

표 4-1. Callable 예금 상품 예시
(이스라엘 Bank Leumi)

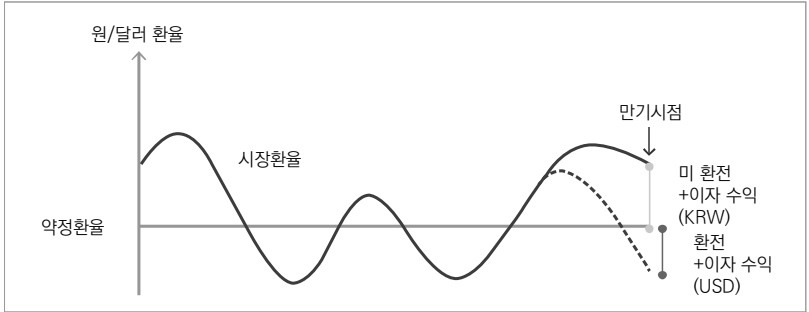
예금 시작일	2011년 2월 17일	
만기일	2015년 2월 17일, 조기상환(call 행사) 여부에 따라 다름.	
이자수익	연도	연간 이자율
	1년차	2.25%
	2년차	2.50%
	3년차	2.75%
	4년차	3.00%
이자 지급 주기	6개월마다	
조기상환(call)	Bank Leumi는 1년후 매 6개월마다 call을 할 수 있는 권리를 가짐.	
원금 보장	만기일까지 원금 100% 보장	
최소 예금액	10,000(USD)	
중도해지	예금은 은행 조기상환(call 행사)에 의해서만 중도해지가 가능하며, 고객이 중도해지하고자 하는 경우에는 원금손실이 발생할 수 있음.	

자료: Bank Leumi(2011).

글상자 4-2. 프리미엄 예금

□ 만기일에 약정환율과 시장환율을 비교하여 시장환율이 높을 경우 환전하지 않고 원화표시 원금과 이자만 지급하며 낮을 경우 약정환율로 환전하는 정기예금상품

그림 4-3. 프리미엄 예금 상품 구조



자료: 저자 작성.

- 이 경우 환율이 하락하면 원화로 환산했을 때는 개인이 손실을 입으나, 환율변동에 관계없이 만기 시점에 외화가 필요한 고객이 있을 수 있으며 외화 기준으로는 이자수익을 받은 것이기 때문에 손실이 아닐 수 있음.

표 4-2. 프리미엄 예금 상품 예시
(영국 Standard Chartered Bank)

예금통화	KRW	시장환율	1,050원
대상통화	USD	약정환율	1,000원
만기	1년	금리	3%

[예금 규모가 1억 원일 때 예상 시나리오]

	원금+이자	원화 환산 시	원화 환산 시 손익
원/달러 환율(1,050원)>1,000원 (달러가치 상승)	1억 300만 원 (KRW) →미 환전	-	+300만 원 (KRW)
원/달러 환율=1,000원	10만 3,000달러 (USD) →환전	1억 300만 원 (KRW)	+300만 원 (KRW)
원/달러 환율(950원)<1,000원 (달러가치 하락)	10만 3,000달러 (USD) →환전	9,785만 원 (KRW)	-215만 원 (KRW)

자료: Standard Chartered(2013)에서 제시한 상품을 저자가 KRW-USD 사례로 변경.

글상자 4-3. 엔화스와프예금

- 고객의 엔화정기예금 가입과 동시에 은행은 만기 시 엔화를 높은 환율로 되사주는 선물환계약을 체결하여 연 4%가량(선물환차익 3.95% + 이자 0.05%)의 확정수익을 가입 시부터 보장하는 예금상품²⁸⁾
- 2003~04년 당시 실제 거래이익의 대부분인 선물환차익에 소득세가 과세되지 않는 점을 이용하여 주로 부유층을 상대로 한 절세상품으로 인기
 - 당시 한일 간 금리 차이가 4% 이상인 경우가 많았기 때문에 은행들은 0.05%의 엔화정기예금 이자와 3.95%의 선물환차익을 고객들에게 제공하더라도 실제 금리 차이와 3.95% 간의 차이(spread)에 해당하는 이익을 얻음(예를 들어 한일 금리차가 4.5%라고 하면 은행의 이익은 $4.5\% - 3.95\% = 0.55\%$).²⁹⁾
 - 이에 따라 2003~04년 사이 엔화 외화예금이 급격하게 늘어났으나 정부의 선물환차익에 대한 과세 방침 발표 이후에는 크게 감소

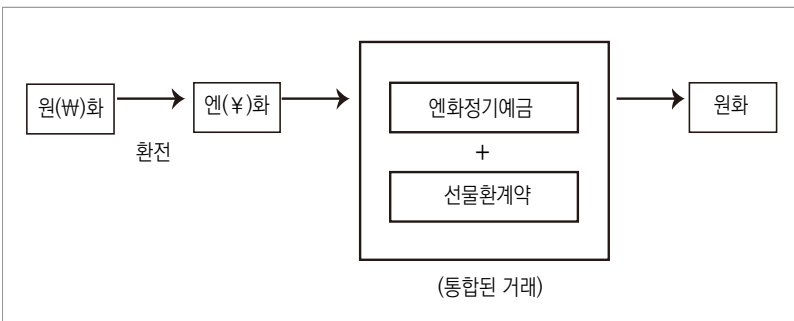
표 4-3. 엔화 외화예금 추이

	2002년	2003년	2004년	2005년
규모(억 달러)	12.4	32.9	24.5	16.7
비중(%)	10.0	21.3	13.9	9.6

주: 기말 기준.

자료: 「거주자 외화예금 동향」(2004~2005), 각호를 참고하여 저자 작성.

그림 4-4. 엔화스와프예금의 거래구조



자료: 전병욱, 최원욱(2007), p. 163.

28) 「선물환거래와 연계된 엔화예금(엔화스와프예금)에 대한 과세방침 확정·통보」(2005. 5. 18).

29) 전병욱, 최원욱(2007), p. 168.

글상자 4-4. 위안화예금-ABCP

□ 2013년 하반기 이후 원/달러 스와프포인트 급등으로 스와프지표 왜곡 현상이 발생하자 이를 활용한 '위안화예금-ABCP'가 각광받으면서 위안화예금이 급증

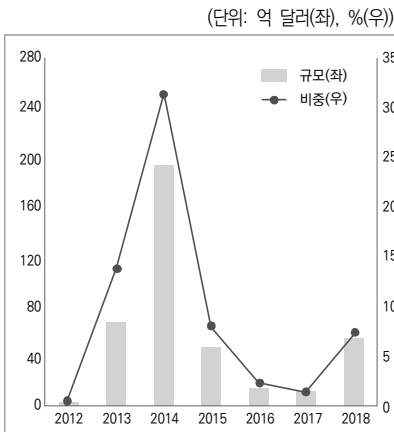
- '위안화예금-ABCP'는 증권사가 설립한 특수목적회사(SPC: Special Purpose Company)가 특정금전신탁을 통해 위안화예금에 예치하고 이를 기초자산으로 발행하는 자산담보부 CP³⁰⁾
 - 위안화예금과 ABCP 만기가 일치하고 원리금은 스와프시장을 통해 환해지되며 기초자산이 정기예금이기 때문에 신용리스크가 낮음
 - 국내 영업망이 부족한 중국계 외은지점에는 수신 확대를, 증권사에는 수익원 다변화 기회를 제공했으며, 투자자에게는 높은 수익률을 제시하여 투자 매력이 크게 부각

- 위안화예금-ABCP의 수익은 위안화 정기예금 이자수익(3%대)과 외환스와프 과정에서의 위안화 환차익(2013. 9월~2014. 6월 중 평균 1%포인트)*으로 구성

* 원/달러 스와프레이트-위안/달러 스와프레이트

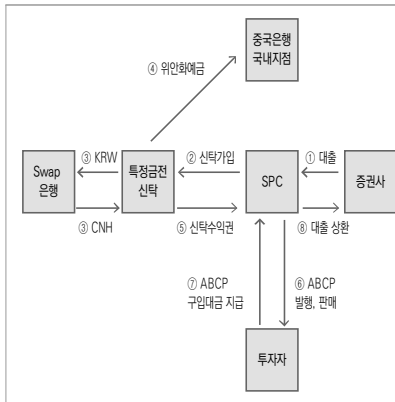
- 2014년 10월을 정점으로 스와프지표 왜곡 현상이 해소(환차손 발생)되고 중국 인민은행이 예금 금리를 인하하면서 위안화예금도 급감

그림 4-5. 위안화 외화예금 추이



자료: 「거주자 외화예금 동향」(2014~2018), 각호를 참고하여 저자 작성.

그림 4-6. 위안화예금-ABCP 구조



자료: 한국은행(2015), p. 13.

30) 한국은행(2015), p. 13.

표 4-4. 구조화 예금상품 예시

상품명	상품구조	기대효과	비고
callable 예금	▲ 은행에 '1년마다 call 할 수 있는 권한'이 부여된 3년 만기 예금 ▲ 개인이 call option을 은행에게 sell한 것	예금자 및 은행의 수익률 개선	▲ 현행 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」상 개인은(전문투자자가 아니면) option sell을 할 수 없어 이를 활용한 구조화 상품 판매가 어려움. 개인투자자 보호 목적 ▲ 발생할 수 있는 개인의 손실은 재투자 기회 상실 정도임에도 불구하고 관련 법률을 과도하게 해석하여 상품화가 어려운 상황(다른 국가는 판매 중)
프리미엄 예금	만기일에 약정환율과 시장환율을 비교하여 시장환율이 높을 경우 환전하지 않고 이자를 지급, 낮을 경우 약정환율로 환전	예금자 및 은행의 수익률 개선	▲ 현행 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 해석상 상품화에 제약(callable 예금과 동일) ▲ 환율이 하락하면 원화 환산 시 개인이 손실을 입으나 환변동에 관계없이 달러 환전이 꼭 필요한 고객도 있음.
엔화 스왑 예금	엔화정기예금 가입과 동시에 은행이 이에 해당하는 엔화 선물환계약을 체결하여 만기에는 다시 원화로 돌려주면서 엔화예금 이자+선물환차익을 수익으로 주는 상품	예금자 및 은행의 수익률 개선	▲ 이 상품은 실제로는 이자/배당소득이 발생하지만 파생상품과 결합되면서 소득세 과세 대상에서 제외됨(이자·배당 소득과 달리 파생상품 발생 이익은 소득세 非과세) ▲ 정부의 과세방침 발표 후 판매량이 급감
위안화예금 ABCP	위안화예금을 기초자산으로 하는 자산담보부 CP로, 투자자에게 위안화예금 이자+선물환차익을 수익으로 주는 상품	예금자 및 은행의 수익률 개선	▲ 스왑프리프 왜곡 현상이 해소(환차손 발생)되고 중국 인민은행이 예금금리를 인하하면서 발행량이 감소하여 위안화예금도 급감

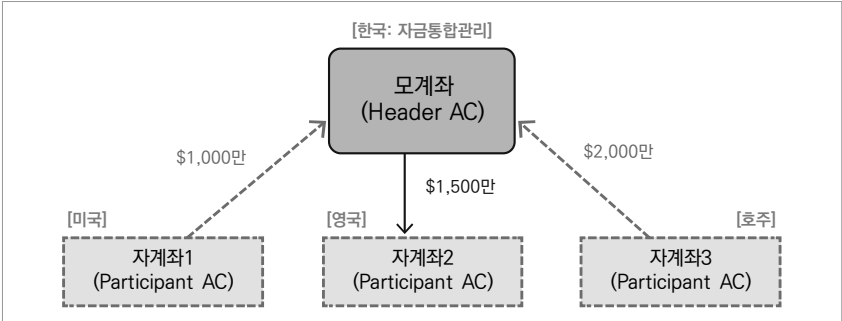
자료: 은행 실무자 등 전문가 인터뷰(2019. 5. 9, 14); 국제청 보도자료(2005. 5. 18); 한국은행(2015) 내용 종합.

나. 글로벌자금관리서비스(GCMS) 강화

글로벌자금관리서비스(GCMS: Global Cash Management Service)는 글로벌 기업들이 유희자금을 최소화하기 위해 전 세계 영업장에서 발생하는 잉여·부족 자금을 한 곳(모체좌)에 모아두고 관리하는 시스템을 말한다. 이를 통해

모계좌를 한국에 있는 국내은행에 둘 경우 국내 글로벌 기업이 해외현지법인이 보유하고 있는 현금 유치가 가능하여 외화예금 확충이 가능할 것으로 보인다.

그림 4-7. 글로벌자금관리서비스 구조



자료: 「외화예금 확충방안」(2012. 6. 28), p. 16.

이러한 자금관리서비스는 현재 외국환거래법상 관련 제도가 도입되어 있고 개별 은행들이 상품을 개발하여 새로운 수익창출 모델로서 적극적으로 유치하고자 하는 입장이나 여러 가지 제약 요인으로 인해 국내에 모계좌를 두고 있는 기업은 1곳에 불과하며 일방향 거래(자회사에서 자금 회수)만 하고 있는 상황이다. 다수의 글로벌 기업들은 국내은행의 글로벌 네트워크 구축 미비로 인해 미국, 유럽 등에서 자금통합관리를 하는 것으로 알려져 있다.

또한 국내에서 이러한 자금통합관리를 하려면 한국은행 앞 사전신고로 3,000만 달러 이내에서만 가능³¹⁾하여 활동도가 낮은 실정이다.

규제당국은 과도한 자금유출을 우려하여 이러한 규제를 도입한 것으로 보이나, 수출기업의 특성상 純유입 규모가 클 것으로 예상됨에 따라 과도한 규제로 보인다. 이에 따라 글로벌 기업이 국내에 모계좌를 두는 경우 허용한도를 확대하는 등 GCMS를 강화하기 위한 여건을 조성해줄 필요가 있다.

31) 「외국환거래규정」 제7-2조(신고 등의 예외거래)

6. 제7-46조제2항에 따라 신고한 거주자가 자금통합관리를 위하여 미화 3,000만 달러 이내에서 지정 거래외국환은행을 통하여 비거주자와 행하는 해외예금, 금전대차, 담보제공거래 및 외국환은행에 대한 담보제공 <기획재정부고시 제2012-5호, 2012. 4. 16. 개정>.

제5장 | 결론 및 정책적 시사점

7년간 지속되던 우리나라 경상수지 흑자가 2019년 4월 적자로 돌아서면서 구조적인 반전인지 아니면 일시적 현상인지에 대해 논란이 가열되고 있다. 하지만 여전히 누적 경상수지는 흑자를 유지하고 있다. 경상수지 흑자는 그대로 두면 원화 강세 압력으로 작용한다. 외환당국이 어떤 식으로든 관리해야 하는 이유다. 종전까지는 공공부문인 외환당국이 시장개입을 통해 달러를 사들이는 방식으로 원화강세 압력에 대응해왔다. 그 과정에서 외환보유액이 쌓이게 된다. 미국 재무부는 연 2회 발간되는 환율보고서에서 자국 통화강세를 막으려는 외환시장 개입에 대해 끊임없이 경고하고 있다.

공공부문(외환당국)이 개입하기보다 시장메커니즘을 통해 민간부문이 나선다면 미 재무부 공격의 빌미가 사라지게 된다. 내국인 해외투자와 외화예금의 역할이 갈수록 중요해지는 이유다. 내국인 해외투자와 거주자 외화예금이 늘어나면 외환당국의 시장개입 부담을 크게 줄여주는 순기능이 기대된다. 경상수지 흑자가 국내에 머물기보다 민간의 해외 자산 투자로 이어져 이자·배당 소득이 증대된다면 국익에도 도움이 된다.

내국인 투자자(보험사)의 경우 설혹 향후 경상수지 적자가 지속되더라도 보험업의 속성상 해외 장기자산 투자수요는 꾸준히 증가할 것으로 예상된다. 보험사는 해외자산 투자 시 필요한 외화를 국내 외화자금시장(스왑시장)에서 조달한다. 외화예금은 스왑시장에서 외화자금 공급자로서의 역할을 하게 된다. 외화예금이 줄어 스왑시장으로 공급할 외화가 줄어들면 곧바로 외은지점을 통한 외화단기차입이 늘어나게 된다.

본 보고서에서는 이러한 문제점을 시발점으로 하여 외화예금의 결정요인,

환율안정성과의 관계를 분석하고 외화예금 활성화 방안을 조달·운용 측면에서의 점검해 보았다.

실증분석 결과 글로벌 금융위기 이후 경상수지 충격이 외화예금에 미치는 영향력은 크게 줄어든 반면 환율 충격에 대한 외화예금의 반응이 보다 민감해진 것으로 드러났다. 아울러 외화예금이 증가하면 환율변동성이 감소하는 순기능이 관찰되었다. 이러한 분석 결과는 향후 경상수지가 적자로 선회할 경우에도 이와 함께 외화예금이 줄어든 것이라고는 단정하기 어려움을 시사한다.

실증분석 결과로부터의 함의를 바탕으로 동 보고서는 외화예금 활성화 방안에 대해 몇 가지 제안을 하였다.³²⁾ 우선 운용 측면에서 ① 외화예금 가운데 스와프시장 운용분에 대한 선물환포지션 한도 산정 시 차감 ② 외화 LCR 비율 산정 시 sell&buy 거래가 LCR 비율 하락을 초래하는 구조 개선 ③ 3개월 스트레스 테스트계산 시 sell&buy 거래 이후 수일 내 유입될 외환은 현금유입분으로 인정 등을 제안하였다. 외화 LCR 비율과 3개월 스트레스 테스트 등의 경우 상당 부분 규제효과가 기존 외환건전성부담금, 외환파생상품포지션규제 등과 중복된다는 것이 현장의 목소리인바, 차제에 지속 여부를 점검해볼 필요가 있다 하겠다.

조달 측면에서는 ① 구조화 예금상품 활용으로 외화예금 수익률 개선 ② 글로벌자금관리서비스(GCMS) 강화 등을 제안하였다.

앞으로 경상수지 흑자 흐름에 적신호가 나온다면 과거처럼 당국이 외화예금 확충을 정책적으로 추진³³⁾하기가 어려워진다. 하지만 경상수지 적자 상황에서도 외화예금의 순기능은 분명하다. 예컨대 경상수지가 적자인 상황에서도 외화예금은 스와프시장으로의 자금공급 등 여전히 순기능을 수행하게 된다. 이에 따라 본 보고서가 분석한 외화예금 이해당사자들의 인센티브 구조에 대한 이해

32) 제시된 활성화 방안은 외화예금 담당 실무 전문가 집단과의 수차례에 걸친 인터뷰(2019. 5. 9, 14)를 기초로 하고 있음.

33) 「외화예금 확충방안」(2012. 6. 28).

를 바탕으로 금융상품으로서 외화예금의 매력을 높이는 방안을 더욱 강구해나갈 필요가 있다 하겠다.

참고문헌

[국문자료]

- 강태수, 김정훈, 서현덕, 강은정. 2018. 『미국 통화정책이 국내 금융시장에 미치는 영향 및 자본유출입 안정화방안』. 연구보고서 18-04. 대외경제정책연구원.
- 「거시 건전성 제고를 위한 ‘자본유출입 변동 완화방안’」. 2010. 기획재정부, 금융위원회, 금융감독원, 한국은행. (6월 13일)
- 「거주자 외화예금 동향」. 2004~2019. 각호. 한국은행.
- 「글로벌 금융위기 이후 국내 외환부문의 구조변화」. 2018. 금융감독원. (9월 12일)
- 「금융 시스템의 불안 요인에 선제 대응하여 금융시장 안정에 기여하도록 거시건전성 감독 분석 체계(KOMPAS)를 확립」. 2018. 금융감독원. (12월 18일)
- 「금융회사의 외환건전성 제고 및 감독 강화 방안」. 2009. 금융위원회, 금융감독원. (11월 19일)
- 박해식, 박성욱. 2012. 「국내은행의 외화예금 확충 방안에 대한 연구」. 금융 VIP 시리즈, 2012-07. 한국금융연구원.
- 빈기범, 강원철. 2009. 『외환시장과 외화자금시장의 구분 및 KRX 통화시장 역할의 중요성』. Issue Paper, 09-03. 자본시장연구원.
- 「선물환거래와 연계된 엔화예금(엔화스왑예금)에 대한 과세방침 확정 · 통보」. 2005. 국세청. (5월 18일)
- 「선물환포지션 한도 제도 세부방안 실시」. 2010. 한국은행. (7월 11일)
- 양양현, 이해림. 2008. 「차익거래 유인과 외은지점 및 외국인의 국내 채권투자에 관한 분석」. 『조사통계월보』, 8월호, pp. 55~89. 한국은행.
- 이승호. 2014. 『우리나라 외환스왑시장의 불균형 및 환율과의 관계에 대한 연구』. 연구보고서 14-07. 자본시장연구원.
- 「외국환거래규정(시행 2016. 10. 5. 기획재정부고시 제2016-26호, 2016. 10. 5., 일부개정) 제7-2조.
- 「외국환은행의 선물환포지션 한도를 20%씩 축소」. 2011. 기획재정부, 금융위원회, 금융감독원, 한국은행. (5월 19일)
- 「외화예금 확충방안」. 2012. 기획재정부, 금융위원회, 금융감독원, 한국은행. (6월 28일)

- 「은행 외화 유동성커버리지 비율(LCR) 규제 도입 방안」. 2016. 관계기관 합동. (6월 16일)
- 「은행 외화유동성 스트레스 테스트 실시 관련」. 2011. 금융위원회, 금융감독원. (9월 16일)
- 「『은행업감독규정 일부개정규정안』 규정변경 예고」. 2016. 금융위원회, 금융감독원. (7월 25일)
- 전병욱, 최원욱. 2007. 「엔화스왑예금 거래의 과세에 대한 경제적, 법률적 연구」. 『회계저널』, 제16권 제4호, pp. 161~188. 한국회계학회.
- 정호성, 우준명. 2016. 「해외충격시 외화예금의 역할: 주요 신흥국 신용스프레드에 미치는 영향을 중심으로」. 『경제분석』, 제22권 제2호. 한국은행.
- 한국은행. 2015. 「서베이를 활용한 단기금융시장리뷰」.
- 「11. 8. 1일부터 외환건전성부담금 시행 - 자본이동 변동성 관리를 위한 3중 대응체계 구축 완료」. 2010. 기획재정부, 한국은행. (8월 1일)

[영문자료]

- Bank Leumi. 2011. "A 4 Year Callable Structured Dollar Deposit."
- IMF(International Monetary Fund). 2015. "Republic of Korea - Financial Sector Assessment Program."
- _____. 2018. "Global Financial Stability Report."
- Kim, Soyoung and Yoonbai Kim. 2016. "The RMB Debate: Empirical Analysis on the Effects of Exchange Rate Shocks in China and Japan." *The World Economy*, Vol. 39, Iss. 10, pp. 1539-1557.
- Jordà, Òscar. 2005. "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections." *The American Economic Review*, Vol. 95, No. 1, pp. 161-182.
- Standard Chartered. 2013. "Premium Deposit."
- Shambaugh, Jay. 2004. "The Effect of Fixed Exchange Rates on Monetary Policy." *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119, Iss. 1, pp. 301-352.
- Wu, Jing Cynthia and Fan Dora Xia. 2016. "Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound." *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 48, Iss. 2-3, pp. 253-291.

[통계 자료]

금융감독원, 금융통계정보시스템(검색일: 2019. 5. 27).

세인트루이스 연방은행(검색일: 2019. 6. 3).

한국은행, 경제통계시스템(검색일: 2019. 5. 27, 2019. 6. 3).

Bank for International Settlements(BIS, 검색일: 2019. 6. 3).

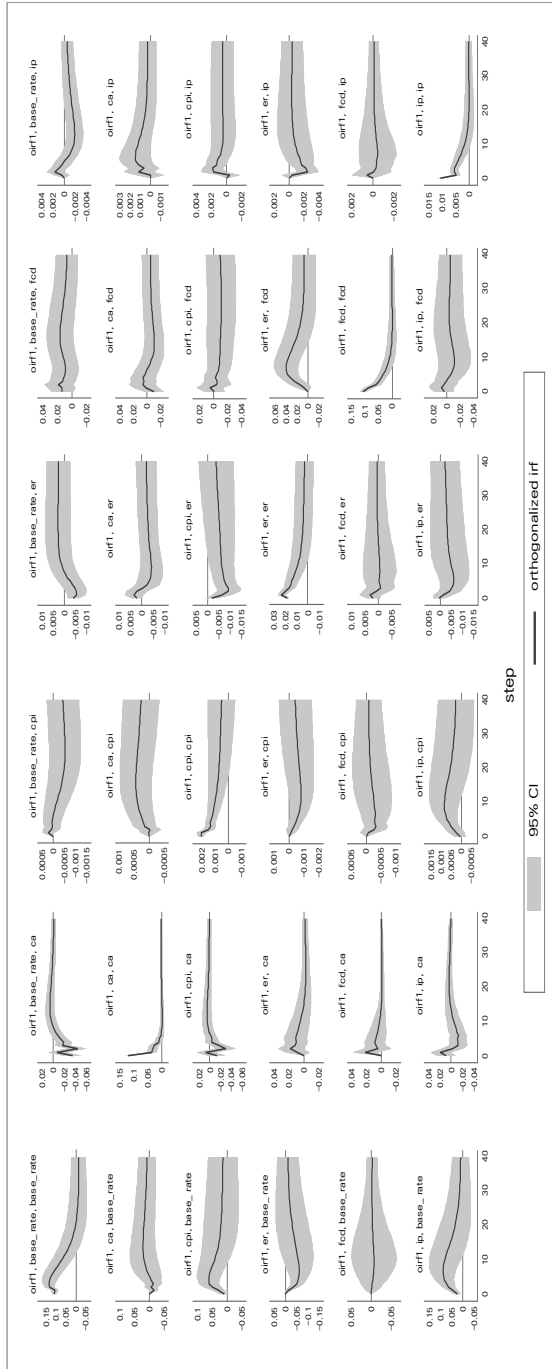
Bloomberg(검색일: 2019. 5. 27).

[인터뷰 자료]

시중은행 A사 실무담당자 및 전문가 인터뷰(2019. 5. 9, 서울).

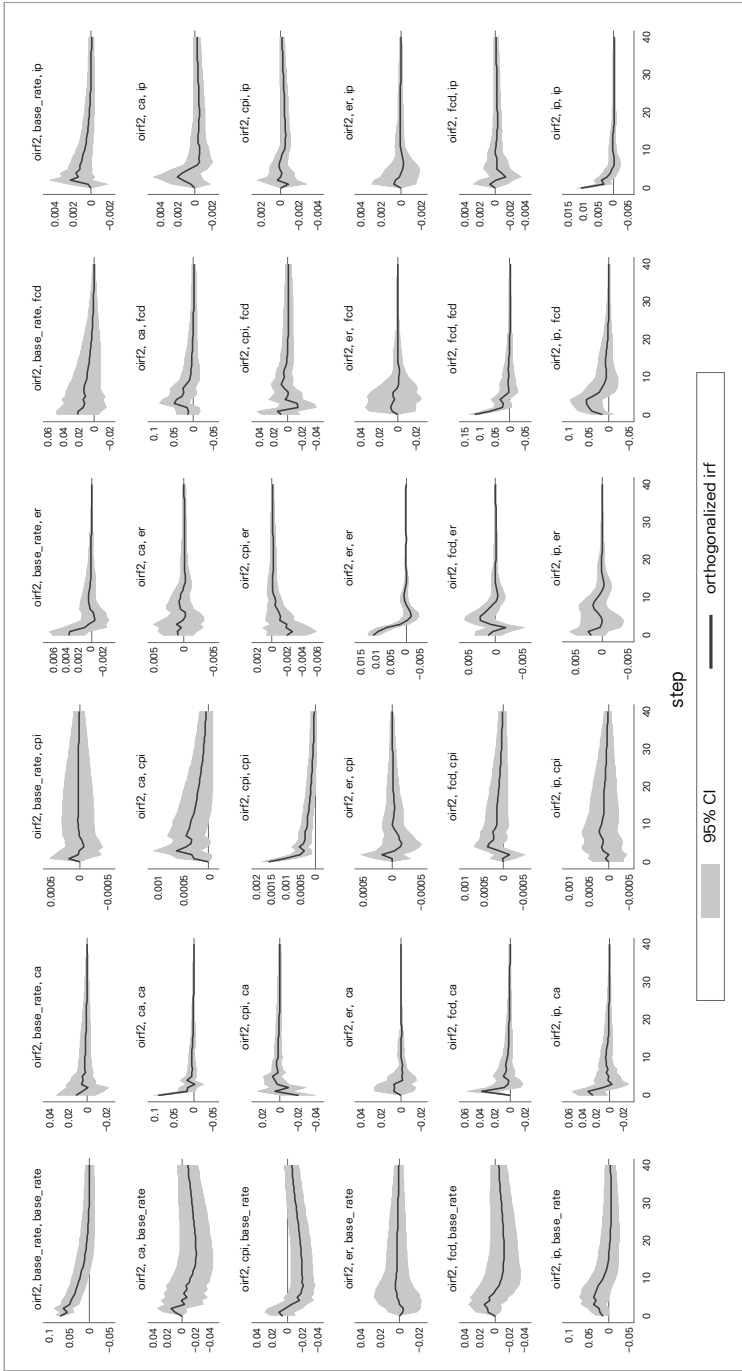
시중은행 B사 실무담당자 및 전문가 인터뷰(2019. 5. 14, 서울).

부그림 3-1. 충격반응함수: 전체기간



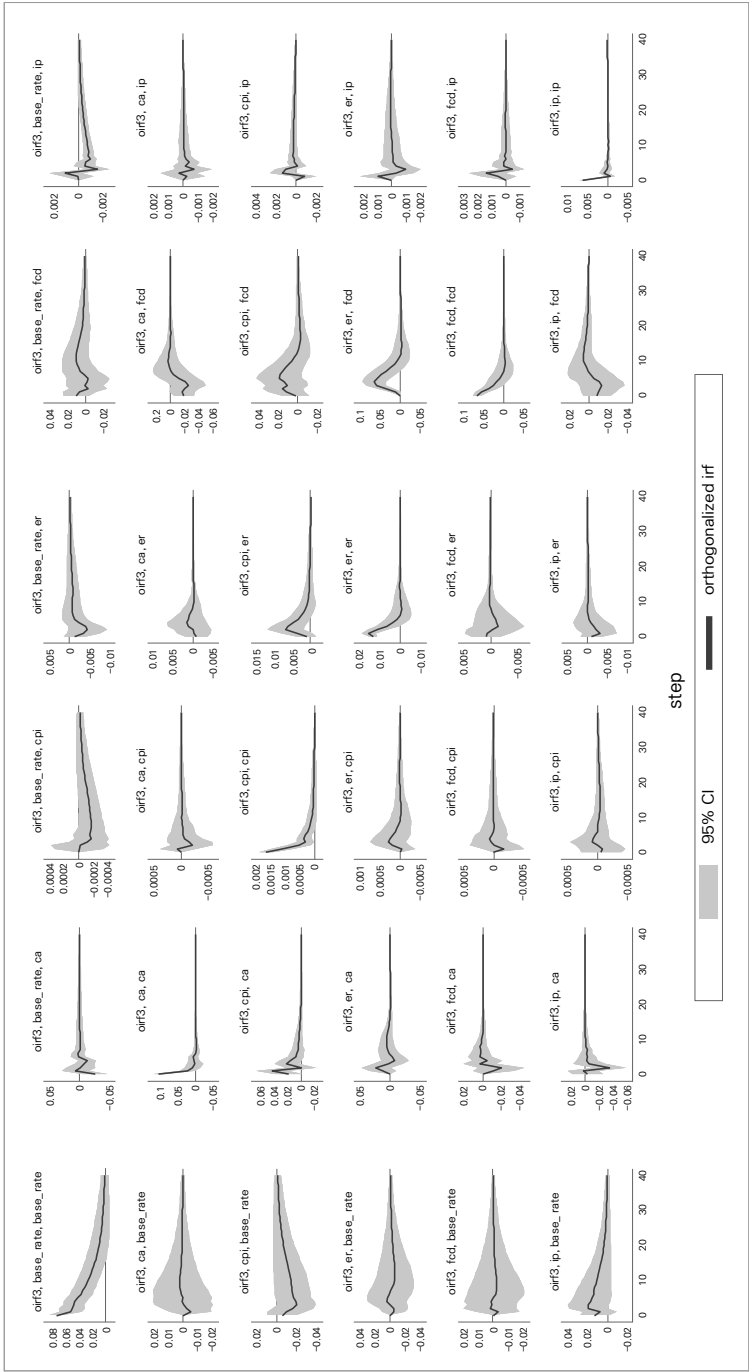
자료: 저자 작성.

부그림 3-2. 충격반응함수: 클로벨 금융위기 이전



자료: 저자 작성.

부그림 3-3. 충격반응함수: 글로벌 금융위기 이후



자료: 저자 작성

The Role of Foreign Currency Deposits and Its Policy Implications

Tae Soo Kang, Kyunghun Kim, and Da Young Yang

This report looks at the current state of foreign currency deposits (FCDs) in Korea and identifies determinants of the foreign currency deposits and the relationship between foreign currency deposit and exchange rate stability. Based on empirical analysis and surveys of experts, this paper proposes a scheme to activate foreign currency deposits.

Korea's foreign currency deposits have increased significantly since the global financial crisis, thanks to the continuation of the current account surplus. At the end of 2010, FCDs were \$24 billion, and as of the end of 2017, FCDs increased to \$87 billion. Accordingly, the role of FCDs as a source of foreign currency funds for domestic banks has increased significantly. In 2010–18, when looking at changes in the composition of foreign currency liabilities of domestic banks, the share of foreign borrowing decreased from 40.7% to 24.8%, while the reliance on FCDs rose from 20.1% to 35.3%. However, as corporations' share of FCDs account for about 80%, Korea's FCDs are highly volatile depending on the size of imports and exports, exchange rate fluctuations, etc. In fact, during March–April 2019, the size of FCDs decreased sharply due to an increase in the exchange rate.

In order to identify the determining factors of Korea's FCDs, a structural VAR (vector autoregressive) model was used. When analyzed for the entire period, FCDs were found to respond significantly to the exchange rate

shock, but were not significantly affected by the current account shocks. However, the impact of the two variables on FCDs varied significantly before and after the global financial crisis. Before the global financial crisis, while the effect of currency shocks on FCDs was not statistically significant, the impact of the current account balance on FCDs was significant. However, since the global financial crisis, the effect of commercial accounts on FCDs has been greatly weakened, while exchange rates have played an important role as a variable affecting FCDs.

In addition, the report found that increased FCDs have a positive effect on exchange rate stability, thus increasing the legitimacy of policy efforts to expand FCDs. Using panel data from 21 countries, the impact of foreign exchange reserves and foreign currency deposits on exchange rate stability was demonstrated. It was confirmed that an increase in foreign currency deposits in countries or periods where foreign exchange reserves are relatively low reduces exchange rate volatility.

Based on empirical findings and interviews with commercial bank officials and experts, the report provides several suggestions on how to raise FCDs. In order for FCDs to function as a stable source of foreign currency liquidity, banks must be given incentives in their management and procurement of FCDs.

First of all, the current system where sell and buy transactions in the swap market lead to a reduction in foreign currency liquidity coverage ratio (LCR) should be improved. We suggest measures such as regarding foreign currencies that will be returned to the bank within a few days after a sell and buy transaction as cash inflows when conducting 3-month stress test calculations. In regard to the foreign currency LCR and three-month stress test, it will be necessary to check whether regulatory effects are overlapping with existing measures such as the foreign exchange stability levy or regulations on foreign exchange derivatives position, etc.

In terms of foreign currency funding, we propose an improvement of the return on foreign currency deposits and the strengthening of global money management services.

Should the current account surplus flow be disrupted, it will be difficult for the authorities to pursue the expansion of foreign currency deposits. However, based on the understanding of the incentive structure of the FCDs stakeholders analyzed in this report, it is necessary to promote the expansion of FCDs in a way that increases the attractiveness of FCDs as a financial product.

강태수(姜太秀)

성균관대학교 경영학 학사

Missouri University, School of Accountancy 회계학 석사

Missouri University 경제학 박사

한국은행 부총재보 역임

대외경제정책연구원 국제거시금융실 국제금융팀 선임연구위원

(現, E-Mail: ts kang@kiep.go.kr)

저서 및 논문

『미국 통화정책이 국내 금융시장에 미치는 영향 및 자본유출입 안정화방안』
(공저, 2018)

“Asset-based Reserve Requirements in a DSGE Model”(공저, *Asian Economic Papers*, Vol. 16, No. 2, 2017) 외

김경훈(金璟勳)

연세대학교 사회학과/경제학과 학사

University of California, Davis 경제학 박사

대외경제정책연구원 국제거시금융실 국제금융팀 부연구위원

(現, E-Mail: khkim@kiep.go.kr)

저서 및 논문

『글로벌 부동산 버블 위험 진단 및 영향 분석』(공저, 2018)

『미국 통화정책이 국내 금융시장에 미치는 영향 및 자본유출입 안정화방안』
(공저, 2018) 외

양다영(楊多玲)

성균관대학교 경제학 학사 및 석사

서울대학교 일반대학원 경제학 박사수료

대외경제정책연구원 국제거시금융실 국제금융팀 전문연구위원

(現, E-mail: dyyang@kiep.go.kr)

저서 및 논문

『금융불안지수 개발과 금융불안 요인 변화 분석』(공저, 2018)

『글로벌 부동산 버블 위험 진단 및 영향 분석』(공저, 2018) 외

KIEP 연구자료 발간자료 목록

■ 2019년

- 19-01 일본 임금장체의 요인 분석과 정책적 시사점 / 정성춘 · 권혁욱
- 19-02 How to Position South Korea in a Dramatically Changing World / Danny Leipziger
- 19-03 2000년 이후 러시아 경제성장 요인 분석과 지속성장을 위한 과제 / 정민현 · 민지영
- 19-04 상품공간 모형을 활용한 한·중·일 산업구조 분석 및 시사점 / 이보람 · 손원주
- 19-05 외화예금의 역할과 정책적 시사점 / 강태수 · 김경훈 · 양다영

■ 2018년

- 18-01 호주·뉴질랜드의 대아시아 경제협력 현황과 시사점 / 라미령 · 신민금 · 신민이
- 18-02 체제전환국의 WTO 가입경험과 북한 경제 / 최장호 · 최유정
- 18-03 중·미 간 경상수지 불균형과 위안화 환율의 관계 / 신평비 · 나수엽 · 박민숙
- 18-04 중국 모바일 결제 플랫폼의 발전과 시사점: 알리바바 사례를 중심으로 / 이현태 · 서봉교 · 조고운
- 18-05 중·EU 통상현안 분석과 한국에 대한 시사점 / 이철원 · 나수엽 · 임유진
- 18-06 일본의 산업경쟁력강화법 시행 성과: 사업재편을 중심으로 / 김규판
- 18-07 특허자료를 이용한 중국으로의 지식 확산 경로 분석 연구 / 이지홍
- 18-08 Economic Development after German Unification and Implications for Korea / Hyung-Gon JEONG and Gerhard Heimpold eds.
- 18-09 KNOWLEDGE ECONOMY PYRAMID: Transforming Knowledge Value in Increasing Productivity and Competitiveness / Octavian SERBAN

KIEP 발간자료회원제 안내

■ 본 연구원에서는 본원의 연구성과에 관심 있는 전문가, 기업 및 일반에 보다 개방적이고 효율적으로 연구 내용을 전달하기 위하여 「발간자료회원제」를 실시하고 있습니다.

■ 발간자료회원으로 가입하시면 본 연구원에서 발간하는 모든 보고서를 대폭 할인된 가격으로 신속하게 구입하실 수 있습니다.

■ 회원 종류 및 연회비

회원종류	배포자료	연간회비		
		기관회원	개인회원	연구자회원*
S	외부배포 발간물 일체	30만원	20만원	10만원
A	East Asian Economic Review	8만원		4만원

* 연구자 회원: 교수, 연구원, 학생, 전문가들 회원

■ 가입방법

우편 또는 FAX 이용하여 가입신청서 송부 (수시접수)

30147 세종특별자치시 시청대로 370 세종국책연구단지 경제정책동

대외경제정책연구원 연구조정실 기획성과팀

연회비 납부 문의전화: 044) 414-1179 FAX: 044) 414-1144

E-mail: sklee@kiep.go.kr

■ 회원특전 및 유효기간

- S기관회원의 특전: 본 연구원 해외사무소(美 KEI) 발간자료 등 제공
- 자료가 출판되는 즉시 우편으로 회원에게 보급됩니다.
- 모든 회원은 회원가입기간 동안 가격인상에 관계없이 신청하신 종류의 자료를 받아보실 수 있습니다.
- 본 연구원이 주최하는 국제세미나 및 정책토론회에 무료로 참여하실 수 있습니다.
- 연회유효기간은 加入月로부터 다음해 加入月까지입니다.

KIEP 발간자료회원제 가입신청서

기관명 (성명)	(한글)	(한문)
	(영문: 약호 포함)	
대표자		
발간물 수령주소	우편번호	
담당자 연락처	전화 FAX	E-mail :
회원소개 (간략히)		
사업자 등록번호	종목	

회원분류 (해당난에 ✓ 표시를 하여 주십시오)

기 관 회 원 ☐	S 발간물일체	A 계간지
개 인 회 원 ☐		
연 구 자 회 원 ☐		

* 회원번호

* 갱신통보사항

(* 는 기재하지 마십시오)

특기사항



The Role of Foreign Currency Deposits and Its Policy Implications

Tae Soo Kang, Kyunghun Kim, and Da Young Yang

지난 7년간 경상수지 흑자가 지속되면서 우리나라 외화예금이 크게 증가했다. 외화예금은 내국인 해외투자자와 함께 시장 메커니즘에 의한 환율안정을 가능하게 하여 공공부문의 외환시장 개입 부담을 줄여준다. 또한 외화자금 조달원으로 기능하여 국내은행의 해외 단기차입금 의존도를 낮추어 대외부문 건전성 개선에 긍정적으로 작용하는 등 순기능이 크다. 이에 따라 본고는 외화예금의 결정요인과 환율안정성의 관계를 분석하고, 외화예금 활성화 방안을 은행의 외화 조달·운용 측면에서 제안하였다.

