

우리나라 자본규제의 효과 분석 및 시사점

허 인 국제경제실 국제금융팀장 (ihuh@kiep.go.kr, Tel: 3460-1183)

안지연 국제경제실 국제금융팀 부연구위원 (jyan@kiep.go.kr, Tel: 3460-1141)

양다영 국제경제실 국제금융팀 연구원 (dyyang@kiep.go.kr, Tel: 3460-1223)

차 례 ●●●

1. 자본규제의 동향
2. 우리나라의 자본규제
3. 규제의 효과 분석
4. 결론 및 시사점

주요 내용 ●●●

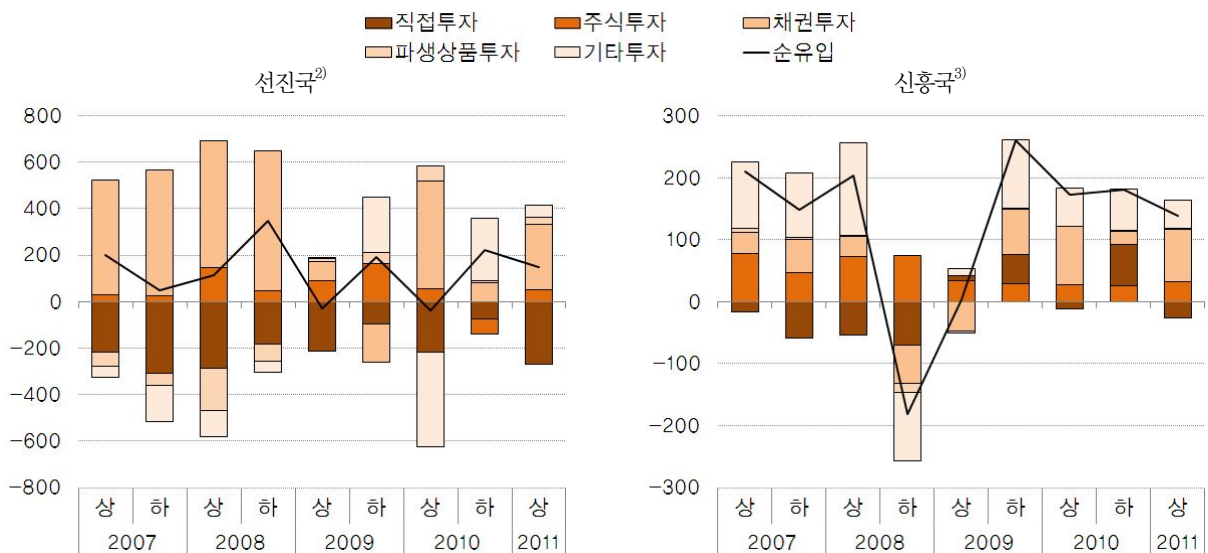
- ▶ 최근 글로벌 금융위기에 따른 급격한 자본유출입 변동성을 경험한 일부 신흥국들은 자본이동이 경제에 미치는 부작용을 우려하여 다양한 자본규제 정책을 시행하였음.
 - 그러나 각국에 도입된 규제의 실효성에 대해서는 합의된 결론이 없는 상황임.
 - 적절하지 못한 규제가 오히려 행정비용 및 높은 기회비용을 초래할 수 있다는 점을 감안할 때, 목적에 맞는 규제를 실행하기 위해서는 지속적인 평가가 필요함.
- ▶ 본고에서는 우리나라가 최근 도입한 자본규제 정책, 즉, 선물환포지션 규제(2010년 10월), 원천과세의 면세 후 부활(2011년 1월), 거시건전성 부담금(2011년 8월)을 살펴보고 그 효과에 대해서 분석하였음.
 - 자본규제 실효성의 효과는 자본순유입 규모가 규제 실시 이후 변화하였는가를 살펴보았으며, 분석대상은 외국인 채권투자, 은행 외화 단기차입과 장기차입의 순유입 규모임.
- ▶ 분석결과 자본규제가 외국인 채권 투자의 흐름에는 영향을 주지 않았으나, 은행 차입의 만기구조 변화를 가져온 것으로 나타남.
 - 선물환포지션 규제 및 거시건전성 부담금은 금융위기 중 문제가 되었던 은행의 과도한 단기부채를 억제하기 위한 것이므로, 규제의 효과가 있었다고 평가할 수 있음.
- ▶ 자본규제는 외국자본의 순유입을 억제하는 데는 효과가 없었으며, 오히려 우리나라의 교역규모와 금융위기가 자본유입에 영향을 줌.
 - 무역규모 증감에 따라서 국내 외환수요가 결정되고, 외환수요가 외국인 채권투자 혹은 은행의 차입으로 충족되는 구조를 가지고 있음을 나타냄.
 - 국내 외환수요가 부채차입 외에 다른 공급원을 찾을 수 있도록 유도하는 것이 국제금융시장의 혼란이 실물경제 침체로 이어지지 않게 하는 하나의 방법일 것임.

1. 자본규제의 동향

- 최근 글로벌 금융위기로 급격한 자본유출입 변동성을 경험한 일부 신흥국들은 자본이동이 경제에 미치는 부작용을 우려하여 다양한 자본규제 정책을 시행하였음.
- 1990년대 이후 자본자유화 흐름에 따라 국가간 자본이동이 활발해지면서, 금융위기 직전인 2007년에 그 규모가 사상 최대수준에 달했으나 금융위기를 계기로 급격히 위축됨.
 - 선진국과 신흥국 모두에서 자본유출이 발생하였지만 선진국의 경우 국내투자자들이 해외투자자금을 회수하면서 자본수지 면에서 급격한 변동은 없었음.
 - 반면, 신흥국의 경우 글로벌 금융위기의 진원지가 아니었음에도 불구하고, 투자자들이 빠르게 자본을 회수할 수 있는 포트폴리오 투자와 기타 투자(은행차입)를 중심으로 자본이 급격히 유출됨(그림 1 참고).
- 금융위기 이후 국제금융시장이 점차 안정되면서 글로벌 유동성이 다시 신흥국으로 대규모 유입되는 현상이 나타나자 일부 신흥국들은 자본유출입 변동성을 완화하기 위한 다양한 정책을 시행함.
 - 브라질은 2009년 9월 이후 금융거래세를 다시 도입하였고 인도네시아는 2010년 6월 외국인의 중앙은행채권(SBI) 매입에 대해 최소 28일간의 보유 의무를 부과하였음.

그림 1. 최근 5년간 국가간 자본이동 추이

(단위: 십억 달러)



주: 1) 국제수지(flow) 기준으로, 외국인의 순국내투자금액에서 내국인의 순해외투자금액을 차감한 순유입.
 2) 선진국은 G7 국가(캐나다, 프랑스, 독일, 이탈리아, 일본, 영국, 미국).
 3) 신흥국은 MSCI emerging country(브라질, 칠레, 콜롬비아, 멕시코, 페루, 체코, 이집트, 헝가리, 모로코, 폴란드, 러시아, 남아공, 터키, 홍콩, 인도, 인도네시아, 한국, 말레이시아, 필리핀, 대만, 태국).
 자료: IMF; Balance of Payments, CEIC.

■ 그러나 각국에 도입된 규제의 실효성에 대해서는 합의된 결론이 없는 상황이므로 본고에서는 우리나라가 최근 도입한 자본규제 정책을 살펴보고 그 효과에 대해서 분석하고자 함.

- 자본규제 도입 후에도 자본유입이 지속되고 환율이 하락하는 등 규제효과가 뚜렷하게 나타나지 않는 경우가 많음.
- 금융시장의 변동에 따라 규제효과가 희석되어 나타나기도 하며, 가격규제, 양적규제, 건전성 조치 등 규제 유형에 따라 효과가 다르게 나타날 수 있음.¹⁾
- 적절하지 못한 규제가 오히려 행정비용 및 높은 기회비용만을 초래할 수 있다는 점을 감안할 때, 목적에 맞는 규제를 실행하기 위해서는 지속적인 평가가 필요함.

글상자 1. 국제자본이동의 이익과 부작용

■ 전통적인 경제학 이론에 따르면, 국제자본시장에서 자유로운 자본이동은 자본의 효율적 배분과 위험분산을 통해 투자를 촉진하여 세계경제성장에 기여할 수 있음.

- 일반적으로 선진국에서 자본축적이 이루어지고 투자에 대한 기대수익이 높은 신흥국으로 자본이 이동하게 되면 전체 자본에 대한 기대수익이 높아지는 효율적인 자본의 분배가 이루어질 수 있음.
- 실제로 동아시아 등 일부 신흥국은 자본축적이 미진했던 초기 경제성장기에 적극적인 외국자본 유치를 통해 자본투자를 확충하여 단기간에 고성장을 달성하기도 함.

■ 그러나 자본이동에 대한 이론과 실제 국제 자본이동과는 많은 차이가 있어 이러한 자본이동의 효과에 대해서 의문시되고 있음.²⁾

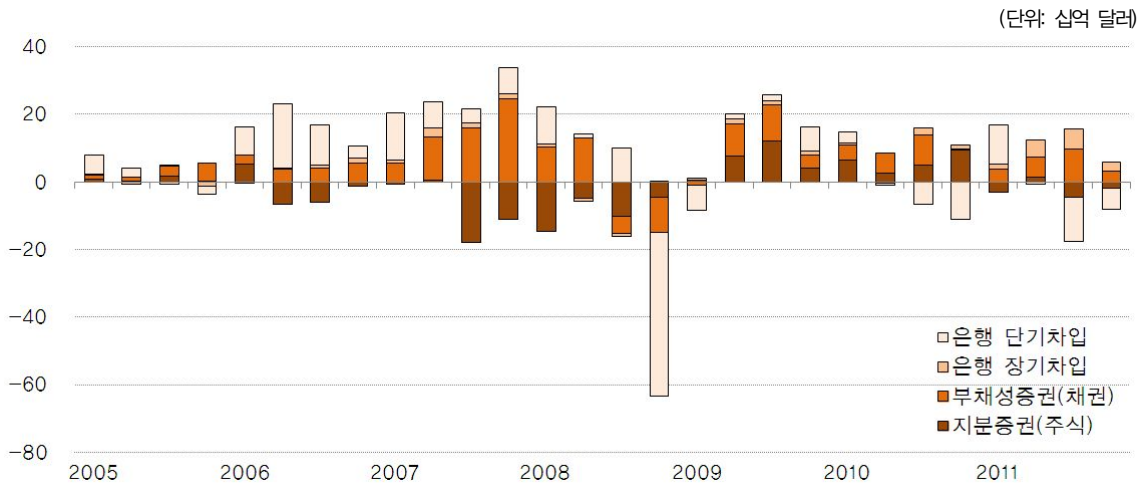
- 첫째로 Lucas(1990)³⁾가 지적했듯이 자본이동이 반드시 선진국에서 개도국으로 발생하지 않을 수 있는데, 금융제도의 발전 정도 차이가 그 원인으로 지적되고 있음.
- 두 번째로 자본이동의 경기순응성으로 인해 경기변동(boom-bust cycle)의 크기를 더욱 확대시키는 경우가 많음.
- 마지막으로 자본자유화는 투자대상 국가의 경제변수로 설명할 수 없는 국제투자자들의 심리, 주변 국가들의 위기상황 전염 등으로 국가 부도, 즉 모라토리엄의 위험을 증가시키는 경향이 있으며, 이로 인한 비용이 자본자유화로 얻는 편익보다 클 수 있음.⁴⁾

1) Habermeier, Kokenyne, and Baba(2011), "The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows," IMF Staff Discussion Note 11/14.
 2) Frankel(2010), "Monetary Policy in Emerging Markets: a Survey," NBER Working Paper Series No. 16125.
 3) Lucas(1990), "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" *American Economic Reviews*, 80(May), pp. 92-96
 4) Barro(2002), "Economic Growth in East Asia Before and After the Financial Crisis," David Coe and Se-Jik Kim, eds. *Korean Crisis and Recovery*, pp. 333-351, Renouf Pub Co Ltd.

2. 우리나라의 자본규제

- 우리나라는 1997년 아시아 외환위기 이후 자본 및 외환시장의 규제를 대폭 완화하였고, 이에 따라 2000년대 들어 외국자본이 주식, 채권, 은행 단기차입 등의 경로로 대규모 유입되었음.
- 그러나 2008년 글로벌 금융위기가 발발하자 불과 4개월 만에(2008년 9월~2009년 1월) 외국인에 의한 단기성 자본(주식투자, 채권투자, 기타 투자) 695억 달러 규모가 급격히 유출되었음.
 - 주식투자 경로로 74억 달러, 채권투자 경로로 134억 달러가 유출되었으며, 은행 단기차입 경로를 통한 유출규모가 437억 달러로 가장 컸음.
 - 그 사이 대미(對美) 환율이 24% 상승하고 주가는 18% 이상 급락했는데, 이러한 과정이 단기성 자본유출이 비교적 건실했던 국내 경제지표에 상관없이 이루어지면서 경기하락폭을 크게 만들었음.

그림 2. 외국인 자본 순유입 추이



주: 외국인 자본순유입 중 직접투자, 파생상품투자, 은행을 제외한 기타 투자는 그림에 표기하지 않음.
자료: 한국은행; 경제통계시스템(ECOS).

- 위기 후 또다시 단기성 자본유입이 급증하자 우리나라 정부는 2010년 6월 ‘자본유출입 변동 완화방안’ 을 발표하여 급격한 자본유출입에 대응하고자 하였음.
 - 우리나라는 무역의존도와 금융·실물 부문의 개방도가 높아 자본유출입 변동성이 높는데, 이러한 높은 변동성이 경제위기를 증폭시키는 주요 원인으로 작용하였기 때문에 이에 선제적으로 대응하기 위한 정책을 시행함.
- 첫 번째로 은행의 선물환포지션에 한도를 설정하여 단기차입 증가의 원인으로 작용하였던 선물환 매입을 제한하였음.

- 국내은행의 경우 선물환포지션을 자기자본의 50% 이하로, 외국은행 지점의 경우 250% 이하로 유지해야 함.⁵⁾
 - 그 외에도 외화대출 용도를 해외사용에 한해 허용하는 등 외화대출 관리를 강화하고 외화유동성비율과 중장기 재원조달비율 규제를 강화하는 등 외환건전성 관리를 강화하는 정책을 시행함.⁶⁾
- 2010년 11월에는 외국인의 국채·통안채 투자에 대해 이자소득세를 면제해주던 것을 환원하기로 하고 2011년 1월부터 14% 세율을 적용하여 시행하였음.⁷⁾
- 외국인 채권투자의 거래이익에 대해서도 20%의 세금을 부활시켰으며, 이는 국내투자자들이 부담하는 세금과 같은 수준임.
 - 이는 외국인의 국채·통안채 투자에 따른 기대수익을 하락시켜 자본유입을 제어하고 금융시장 변동성을 축소하려는 것임.⁶⁾
- 또한 2010년 12월에는 ‘거시건전성 부담금 도입방안’ 을 발표하고 금융기관의 비예금 외화부채에 대한 은행부과금(bank levy)을 부과하기로 함.
- 전체 외화부채에서 외화예수금을 차감한 비예금 외화부채 잔액에 대해 만기별로 차등을 두어 부과하는 것으로, 발표 후 외국환거래법과 시행령 개정을 거쳐 2011년 8월부터 시행
 - 적립된 부담금은 위기 발생 시 금융기관에 예치·대여 또는 스왑 방식을 통해 외화유동성 지원을 목적으로 사용하기로 함.
 - 이는 은행 부문의 차입을 억제하면서 단기차입을 장기차입으로 유도하는 것임.⁶⁾

표 1. 우리나라의 자본유입규제와 기대효과

규제	내용	시행일	기대효과
선물환포지션 규제	자기자본의 50%(국내은행), 250%(외국은행 국내지점)	2010년 10월	은행의 단기부채 제한
	자기자본의 40%(국내은행), 200%(외국은행 국내지점)	2011년 7월	
외국인 채권투자에 대한 과세부활	14%(이자소득), 20%(거래소득)	2011년 1월	외국인 채권투자의 영향력 제한
거시건전성 부담금 도입	0.20%(1년 미만) 0.10%(1~3년) 0.05%(3~5년) 0.02%(5년 이상)	2011년 8월	은행의 외화부채 만기 구조의 건전화 및 외화부채 환수로 인한 유동성 위기 발생 시 지원자금 마련

5) 이러한 한도는 2011년 7월 국내은행이 경우 자기자본의 40% 이하, 외국은행 지점의 경우 200% 이하로 축소되어 규제가 강화되었음.

6) Habermeier et al.(2011)에 따르면 건전성 조치에 해당함.

7) 외국인 채권투자에 대한 면세혜택은 2009년 3월부터 시행되었음.

3. 규제의 효과 분석

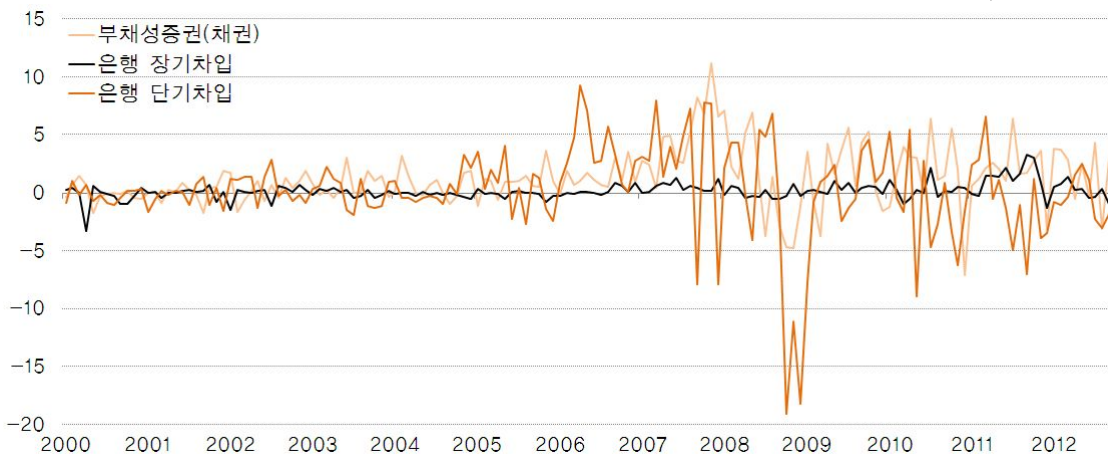
■ 우리나라가 최근에 실시한 세 가지 자본규제 정책, 즉 선물환포지션 규제(2010년 10월), 원천과세의 면세 후 부활(2011년 1월), 거시건전성 부담금(2011년 8월)에 대한 실효성을 분석함.⁸⁾

■ 자본규제 실효성의 효과를 알기 위해 자본순유입 규모가 세 가지 규제 실시 이후 변화하였는가를 살펴보았으며, 분석대상은 외국인 채권투자, 은행 외화 단기차입과 장기차입의 순유입 규모임.

- 선물환포지션 규제와 거시건전성 부담금의 경우 은행의 외화부채 대한 규제이므로 은행 차입에 영향을 줄 것으로 기대되며, 외국은행의 국내지점 차입의 경우 선물환에 관련된 리스크 해지 목적으로 국내채권을 수요하는 경우도 있으므로 채권투자에도 영향을 줄 수 있을 것으로 예상됨.
- 또한 외국인 채권투자에 대한 원천과세의 면세 후 부활의 경우 면세혜택기간이 1년 10개월(2009년 3월~2011년 12월)로 짧았으며, 그동안 국제금융시장의 변동성이 컸던 점을 감안하면 큰 효과를 기대하기는 어려웠음.

그림 3. 분석대상 자본 순유입 추이

(단위: 십억 달러)



자료: 한국은행; 경제통계시스템(ECOS).

가. 선물환포지션 규제

■ 은행의 선물환포지션 규제 실시는 통계적으로 은행의 단기차입을 크게 줄이고, 장기차입을 소폭 늘리는 효과가 있었음.

8) 분석방법, 자료 출처, 자세한 분석결과에 대해서는 부록 참고

- 은행은 기업의 선물환을 매수하는 과정에서 환율변동 리스크를 헤지하기 위해 달러 차입을 늘리게 되며, 일반적으로 선물환의 만기가 1년 미만이므로 만기구조를 맞추기 위해서 단기차입을 늘리게 됨.
- 따라서 선물환포지션 규제는 은행의 환헤지 수요를 줄여서 단기차입을 줄였으며, 선물환 이외 외화자금의 수요를 증가시켜 은행의 장기차입이 늘어난 것으로 나타남.
- 다만 단기차입의 감소 규모가 장기차입의 증가 규모에 비해 4배 이상 커 은행의 총 달러 차입 규모는 크게 감소함.
- 한편 외국인 채권투자는 일반적으로 환율리스크를 헤지하는 경우가 많아 선물환포지션 규제로 인해 환헤지의 어려움을 겪어 줄어든 것으로 판단되나 통계적으로 유의한 수준은 아니었음.

표 2. 자본규제의 효과 분석

설명변수		채권투자	단기 은행차입	장기 은행차입
자본규제 더미	선물환포지션 규제	-1813,872 (1,322.51)	-4,016,102** (2,005.93)	982,684** (469.95)
	원천과세 징수	1821,874 (1,215.95)	4,525,973** (1,829.73)	192,339 (432.50)
	거시건전성 부담금	-2010,765 (2,389.04)	-2685.09 (3,598.84)	1,927,497** (844.72)
	R-squared	0.326	0.387	0.417

주: 1) 거시금융변수 및 대외변수를 모두 포함한 결과임.
2) *** 유의수준 1%, ** 유의수준 5%, * 유의수준 10%.

나. 외국인 채권투자에 대한 원천과세 징수

- 외국인 채권투자에 대한 원천과세 징수의 효과는 통계적으로 유의한 수준에서 은행의 단기차입을 늘린 것으로 나타났으며, 외국인 채권투자와 은행의 장기차입에는 효과가 없었음.
- 외국인 채권투자에 대한 원천과세 면세기간(2009년 3월~2011년 12월)은 1년 10개월로 과세기간에 비해 짧았으며, 면세기간은 글로벌 금융위기 이후 유로 재정위기가 확대된 기간과 동일함.
- 따라서 외국인 채권투자에 대한 면세의 효과로 해석하면, 면세는 은행의 단기차입을 줄어든게 하는 것으로 해석할 수도 있음.
- 외국인 부채투자자(debt investor) 입장에서 보면 한국 채권에 대한 투자와 은행의 부채 제공은 대체 가능한 투자대안이므로 외국인 채권투자에 대한 과세가 채권투자보다는 은행권의 단기부채에 대한 투자 유인을 증가시키는 것으로 보임.
 - 규제로 인해 자본유입의 동인이 줄지 않아 규제를 받지 않는 자본유입이 증가하는 풍선효과가 나타난 것으로 보임.

다. 거시건전성 부담금

- 거시건전성 부담금의 도입은 통계적으로 은행의 장기차입을 늘리는 효과를 보였으며, 외국인 채권투자와 은행의 단기차입 감소 규모는 통계적으로 유의한 수준은 아니었음.
 - 거시건전성 부담금은 장기차입에 낮은 세율을 부과함으로써 장기차입 유인을 증대시키는 구조임.
 - 은행의 차입에 대한 부담금이 늘었음에도 불구하고 규제도입 이후 전체 차입 규모는 증가한 것으로 보임.
 - 한편 자료 분석기간(2000~11년) 중 거시건전성 부담금이 부과된 기간이 5개월이므로 거시건전성 부담금의 효과에 대한 해석에 유의해야 함.

- 자본규제 이외에도 무역규모, 글로벌 금융위기 등이 외국인 채권투자와 은행 외화차입에 영향을 주었음.
 - 무역규모 증감에 따라서 국내 외환수요가 결정되고, 외환수요는 외국인 채권투자 혹은 은행의 차입으로 충족되는 구조를 가지고 있음을 나타냄.
 - 따라서 국내의 외환수요가 부채 차입 외에 다른 공급원을 찾을 수 있도록 유도하는 것이 국제금융시장의 혼란이 실물경제의 침체로 이어지지 않게 하는 하나의 방법일 것임.

4. 결론 및 시사점

- 우리나라 자본규제가 외국인 채권투자의 흐름에는 영향을 주지 않았으나, 은행차입의 만기구조 변화를 가져왔음.
 - 규제의 내용으로 판단할 때, 채권투자에 대한 과세 부활의 경우 감면기간이 짧아 그 효과가 크게 나타나지 않았을 것으로 판단됨.
 - 선물환포지션 규제 및 거시건전성 부담금은 은행의 단기부채를 제한하고 만기구조를 장기화하는 데 목적이 있었으며, 그 효과도 장기부채를 늘렸던 것으로 분석됨.
 - 우리나라에 도입된 규제들 중 선물환포지션 규제 및 거시건전성 부담금은 금융위기 중 지적된 은행의 단기부채 문제를 완화하기 위한 것이므로 그 효과가 바람직했다고 판단할 수 있음.

- 자본규제는 최종 목표가 유동성 위기에 대비하기 위한 것인데, 본 분석은 유동성 위기에 대한 대응 가능성에 대해서는 언급하고 있지 않음.
 - 자본규제 실시 후 우리나라의 유동성 위기가 다시 발발하지 않았으므로 자본규제의 유동성 위기에 대한 대처 효과를 분석한 것은 아님.

- 다만 금융위기 중 지적된 은행 단기차입 비중 증가를 효과적으로 제한하고 있다는 점에서 규제가 유동성 위기의 재현을 막는 데 도움을 줄 것으로 판단됨.

■ 자본규제 이외에도 외환공급을 안정적으로 유지하고 관리하기 위한 정책적 노력이 필요함.

- 적절한 국가부채 관리, 대외신인도 향상을 위한 노력 등이 필요하며, 국내금융시장의 안정을 위해서는 자본시장을 육성하여 대외변동의 영향을 최소화하도록 해야 할 것임. **KIEP**

부록: 분석방법 및 분석결과

■ 본고에서는 OLS(Ordinary Least Square)를 이용하여 2000년 1월부터 2011년 12월까지 월별 자료를 이용하여 자본규제의 효과를 분석함.

- 각 자본규제가 실시된 기간에 순자본유입량⁹⁾이 통계적으로 유의하게 감소하였는가를 살펴보았음.

■ 외국인 채권투자, 은행 외화 단기차입과 장기차입의 순유입량을 분석하였음.

- 규제 더미의 경우 선물환포지션 규제, 원천과세 징수, 거시건전성 부담금 자본규제에 대해 실시간 기간은 1의 값, 그 이외의 기간은 0의 값을 부여하였음.

- 설명변수는 크게 거시 및 금융 관련 변수와 대외변수로 나누어 분석함. 분석에 이용된 설명변수는 [부표 1]에 제시되어 있음.

- 발표시점에 시차(time lag)가 존재하는 소비자물가상승률과 산업생산지수 증가율 변수에 각각 1개월과 2개월의 시차를 적용하였으며, 그 외의 변수는 시장에서 투자자들에게 알려지는 시점이 동일함을 감안하여 동월 값을 분석에 이용하였음.

■ 다양한 모델을 적용하여 규제효과의 견고성을 검토하였으며, 최종적으로는 거시 및 금융변수와 대외변수를 포함한 아래 모델의 결과를 제시함.

$$\text{순유입량}_t = \alpha + \beta_1 \text{선물환포지션규제} + \beta_2 \text{원천과세징수} + \beta_3 \text{거시건전성부담금} \\ + \gamma \text{순유입량}_{t-1} + \phi \text{거시 및 금융변수}_t + \eta \text{대외변수}_t + \epsilon_t$$

- 선물환포지션 규제, 원천과세징수, 거시건전성 부담금 등 규제 더미를 적용하였으며, 전월의 순유입량을 이용하여 전월 투자패턴의 지속성을 통제하였고, 순유입량에 영향을 주는 국내의 거시 및 금융요인, 대외요인까지 고려함.

9) 외국인의 순자본유입량은 외국인의 자본유입량에서 자본유출량을 제외한 값임.

부표 1. 변수 설명 및 출처

변수		출처	비고
중속 변수	채권투자	한국은행	백만 달러, 외국인 채권투자(부채성증권 부채) 순유입량
	단기은행차입	한국은행	백만 달러, 외국인 단기은행차입(단기차입) 순유입량
	장기은행차입	한국은행	백만 달러, 외국인 장기은행차입(장기차입) 순유입량
자본 규제 변수	선물환포지션 규제	저자 정의	자본규제 더미변수임. 규제기간은 1, 그 이외 기간은 0. 선물환포지션 규제(2010. 10 이후), 원천과세징수(2009. 5~2010. 12 이외), 거시건전성부과금(2011. 8 이후).
	원천과세징수	저자 정의	
	거시건전성부과금	저자 정의	
거시 및 금융 변수	소비자물가상승률	Bloomberg	%, 전년동월대비
	산업생산지수증가율	Bloomberg	%, 전년동월대비
	이자율	Bloomberg	%, Money Market Rate
	신용등급	국제금융센터	Moodys, S&P, Fitch의 장기외화국채(국가) 신용등급신용을 최저(1)~최고(19)로 점수화한 후 세 기관의 최저값을 적용함
	환율변화율	Bloomberg	%, 전월대비(원/달러)
	주가수익률	Bloomberg	%, 전월대비
	주가변동성	저자 계산	일별 KOSPI 주식수익률자료의 월별 표준편차임.
	무역규모	한국은행	백억달러, 월별 수출량과 수입량의 합계
대외 변수	글로벌 금융위기	저자 정의	글로벌 금융위기 더미 변수임. 글로벌 금융위기 기간(2008. 9~2009. 4)은 1, 그 이외 기간은 0
	미국이자율	Bloomberg	FRB 이자율
	VIX지수	Bloomberg	미국의 VIX 지수
	이탈리아와 독일 채권 스프레드	Bloomberg	이탈리아 국채 10년물 금리와 독일 국채 10년물 금리의 스프레드

부표 2. 우리나라의 규제효과 분석

설명변수		채권투자	단기 은행차입	장기 은행차입
자본규제 더미	선물환포지션 규제	-1813,872	-4,016,102**	982,684**
		(1,322,51)	(2,005,93)	(469,95)
	원천과세 징수	1821,874	4,525,973**	192,339
		(1,215,95)	(1,829,73)	(432,50)
	거시건전성 부담금	-2010,765	-2685,09	1,927,497**
		(2,389,04)	(3,598,84)	(844,72)
거시 및 금융 변수	소비자물가상승률(-1)	-395,756	-11,000	-152,621
		(294,76)	(443,52)	(106,75)
	산업생산지수증가율(-2)	-22,223	-54,917	-7,045
		(27,53)	(40,88)	(9,55)
	이자율	-155,350	-1,669,589**	-138,944
		(545,33)	(818,95)	(192,07)
	신용등급	77,487	-1,285,507*	-52,251
		(468,87)	(720,73)	(166,70)
	환율변화율	-57,057	-21,672	-13,388
		(60,98)	(92,67)	(21,83)
주식수익률	16,465	-9,637	13,272	
	(30,42)	(46,22)	(10,83)	
주가변동성	-173,890	-745,038	-139,484	
	(424,32)	(643,57)	(150,97)	
무역규모	55,242**	106,401***	27,931***	
	(24,55)	(38,26)	(8,86)	
대외변수	글로벌 금융위기	-3,717,575**	-8,584,779***	-401,386
		(1,751,34)	(2,646,93)	(618,14)
	미국이자율	39,277	424,347	21,369
		(200,00)	(303,85)	(71,51)
VIX지수	54,966	-4,159	42,063**	
	(52,12)	(79,85)	(18,62)	
이탈리아와 독일 채권 금리 스프레드	11,612	-17,981	-76,422**	
	(91,15)	(139,30)	(32,57)	
전월 순유입량	0,268***	0,062	0,018	
	(0,09)	(0,09)	(0,09)	
상수	-3015,834	15450,646	-263,387	
	(6,375,54)	(9,764,43)	(2,268,18)	
관측치	142	142	142	
R-squared	0,326	0,387	0,417	

주: *** 유의수준 1%, ** 유의수준 5%, * 유의수준 10%.