

BOK 이슈노트

2024년 8월 13일

거주자외화예금의 특징과 시사점: 변동요인 및 차입금과의 비교를 중심으로

이종찬

한국은행 국제국
자본이동분석팀 과장
Tel. 02-759-5746
leejongchan@bok.or.kr

전정호

한국은행 국제국
해외투자분석팀 조사역
Tel. 02-759-5805
jeonjh@bok.or.kr

1] 글로벌 금융위기 이후 정부의 거시건전성 강화 노력 등으로 대외 차입금이 감소하고 거주자외화예금이 크게 증가하였다. 2023년말 기준 거주자외화예금은 외국 환은행 외화조달(파생상품 제외)의 약 40%를 차지하고 있다. 본고에서는 중요성이 높아진 거주자외화예금의 특징과 은행부문의 시사점을 변동요인 및 차입금과의 비교를 중심으로 살펴보았다.

2] 거주자외화예금의 장기적 변동은 대외거래 규모가, 단기의 일시적 변동은 원/달러 환율 및 변동성이 중요한 역할을 하는 것으로 분석되었다. 우리나라 외화예금은 수출입기업 등이 대외거래에 필요한 외화를 일시적으로 보유하는 비중이 큰 것으로 추정되고 있으며, 글로벌 금융위기 이후 정부의 외화예금 확충정책과 함께 수출입·해외증권투자 등 대외거래가 증가함에 따라 추세적으로 증가하였다.

일시적 변동의 경우 수출입기업이 환차손 및 외화결제리스크 관리 등을 위해 예비용 자금을 조정하는 과정에서 나타났으며, 원/달러 환율이 핵심적인 변동요인으로 분석되었다. 한편 2018년 이후에는 환율변동성(불확실성)의 중요성이 커진 것으로 추정된다. 수출입기업은 글로벌 리스크 확산 시 불확실성 확대에 대응하여 예비용 자금을 늘렸고 이는 외화예금의 증가로 나타났다.

3] 불확실성 확대 시 외화예금이 증가하는 특성은 글로벌 리스크 확산 시기에 은행의 외화유동성 확보와 외화자금시장 안정에 기여하였다. 또한 거주자외화예금이 국내은행을 중심으로 증가함에 따라 우리나라 단기 외화조달의 외은지점 의존도가 줄어들었고, 고유동성 자산 증가로 이어져 국내은행의 외화자산·부채구조가 개선되었다. 아울러 낮은 조달금리는 국내은행의 수익성에 긍정적 영향을 주고 있는 것으로 추정된다.

4] 이와 같은 결과는 거주자외화예금 확대 정책이 지속될 필요성이 있음을 시사한다. 한편 해외연구에서 과도한 외화예금의 문제점이 지적된 바 있으나 우리나라의 경우 OECD 주요국 대비 외화예금 비중이 여전히 낮은 편으로 부작용이 확인되지는 않고 있다. 다만 국내 신용창출 축소, 수출입기업의 불확실성 대응이 현물환 시장에 미치는 영향 등에 대해서는 잠재리스크를 점검해 나갈 필요가 있다.

- 본 자료의 내용은 한국은행의 공식견해가 아니라 집필자 개인의 견해라는 점을 밝힙니다. 따라서 본 자료의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 집필자명을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.
- 자료 작성 과정에서 유익한 조언을 주신 윤경수 국제국장님, 주성완 외환분석부장님, 이창현 자본이동분석팀장님, 오금화 외자운용원장님께 감사드립니다.



I. 검토배경

글로벌 금융위기는 우리나라의 외화조달구조를 점검해보는 계기가 되었다. IMF 위기 이후 자본자유화가 추진되면서 수출입 및 해외증권투자 확대로 증가한 외화자금수요는 주로 은행부문의 해외 단기차입으로 충족되었다. 그러나 이는 자산·부채간 만기불일치와 이에 따른 차환리스크를 심화시켰고 글로벌 금융위기 발생 시 대외충격을 국내로 전이시킨 주요 원인 중 하나로 지적되었다.

이에 정책당국은 우리나라의 거시건전성 관리를 강화하고 외채구조를 개선하기 위해 단기조달 대신 장기조달을, 차입보다 외화예금 등의 다른 수단을 확대하도록 정책 인센티브를 설계하였다. 이로 인해 거주자외화예금¹⁾이 빠르게 증가하였으며 은행부문의 주요 외화조달원으로 자리잡았다([그림 1] 참조). 2009년말 외국환은행의 주요 외화조달원(파생상품 제외) 중 외화차입 비중은 43%에 달하였으나 2023년말 기준으로는 20%를 하회하고 있다. 반대로 외화예금은 18% 내외에서 약 40% 수준으로 크게 높아졌다([그림 2] 참조).

이처럼 중요한 외화조달원이 된 거주자외화예금에 대한 이해를 높이는 것은 외환부문의 리스크를 관리하고 정책방향을 설정하는 데 중요한 요소가 될 것이다. 그러나 이와 관련된 해외 연구는 우리나라의 경제상황과 잘 맞지 않는 경우가 많으며 국내 연구는 부족한 편이다. 이에 본고에서는 다음의 두 가지 질문에 대한 답을 찾아보기 위한 분석을 진행하였다.

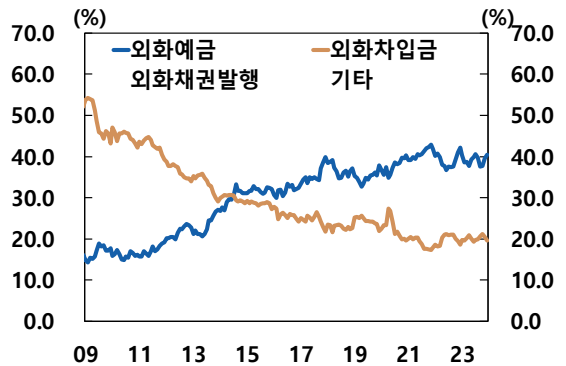
- 거주자외화예금 변동의 주요 동인은 무엇인가?
- 거주자외화예금은 당초 기대대로 차입금보다 우수한 외화조달원인가? 그렇다면 구체적으로 어떤 측면에서 우수한가?

[그림 1] 거주자외화예금 잔액 추이



자료: 한국은행

[그림 2] 외국환은행의 외화조달 구조



주: 1) 경과성 계정 및 파생상품 제외
자료: 한국은행

II. 관련연구

해외의 연구는 크게 외화예금의 결정요인과 거시경제에 대한 영향 두 갈래로 진행되고 있다. 우선 외화예금의 핵심 결정요인으로는 거주자의 리스크 회피동기가 주목받았다. Calvo and Vegh(1996)는 거주자가 인플레이션으로 인한 자국통화의 가치하락을 회피하기 위해 외화예금을 보유한다고 주장하였다. Arteta, C. Ó(2002)는 인플레이션뿐만 아니라 교역규모, 과거의 환율불안 경험, 외환정책 등이 영향을 준다고 보았다. Ize and Levi-Yeyati(2003)는 인

1) 내국인과 국내기업, 국내에 6개월 이상 거주한 외국인, 국내에 진출해 있는 외국기업 등의 국내 외화예금으로 은행간 거래는 제외된다.

플레이션과 환율 자체보다 인플레이션과 환율의 변동성이 중요하다고 주장하였다. Honohan(2007), Neanidis and Savva(2009)은 단기변동에서는 환율이 핵심적 역할을 하지만 중장기적으로는 영향력이 거의 없다고 분석하였고, Basso et. al.(2011)은 유위험금리평형이 잘 성립하지 않는 단기에는 통화간 금리차가 유의한 영향을 미친다고 추정하였다.

한편 외화예금이 과도한 경우 대체로 거시경제에 부정적인 영향이 나타난다는 분석이 많았다. Honohan and Shi(2002)는 은행부문의 건전성이 취약해질 가능성을 제시하였고, Levy-Yeyati(2006)는 경제성장이 둔화되고 경기변동이 확대될 수 있음을 경고하였다. 또한 Dalgic(2017)은 거주자의 외화예금 보유가 자국금리를 상승시킨다고 분석하였으며, IMF(2018)는 국내 신용창출이 축소되는 현상을 발견하였다.

국내 연구는 많지 않은 편이다. 강태수 외(2019)는 환율을 우리나라 외화예금의 유일한 변동요인으로 추정했으며 송치영·박해식(2021)은 환율과 금리차가 외화예금에 영향을 주는 것으로 분석하였다. 또한 두 연구 모두 부분적으로 외화예금이 환율변동성을 줄이는 데 긍정적인 효과가 있는 것으로 추정하였다.

III 외화예금 변동의 주요요인은 무엇인가?

본고에서는 화폐보유 동기와 선행연구를 고려하여 외화예금의 변동요인을 거래적 요인, 예비적(리스크회피) 요인, 투기적 요인으로 구분해 살펴보고자 한다. 거래적 요인은 대외거래의 지급결제를 위해 필요한 외화를 보유하는 것을 가리킨다. 예비적 요인은 예기치 못한 자국 화폐가치 하락과 교역여건 변화 등에 따른 손실과 지급결제 실패 위험을 회피하기 위한

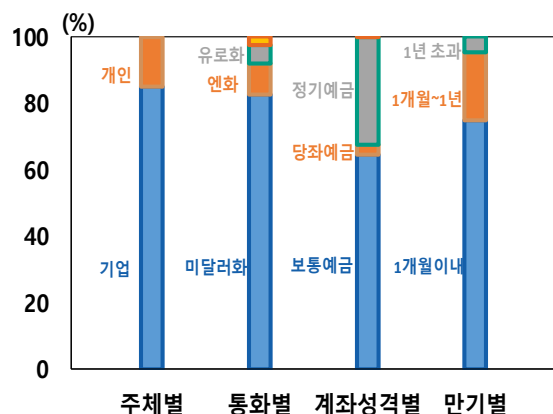
예비적 보유를 말하며, 투기적 요인은 이와 같은 경제변수의 변화를 예측하여 환율 변화에 따른 차익을 추구하는 것을 의미한다.

장기 추세의 주요 요인은 대외거래 규모

2000년대 거주자외화예금은 완만히 증가하였으나 2013년 이후 증가 속도가 빨라졌다([그림 1] 참조). 이는 글로벌 금융위기 이후 수출입, 해외증권투자 등 대외거래의 확대에 따른 거래 목적의 외화수요가 크게 증가한 데다, 외화예금 확대를 유도하는 '외화예금 확충방안'(2012.12)이 시행된 데 따른 것으로 보인다.

외화예금의 세부 구성도 이를 뒷받침한다. 2023년말 기준 거주자외화예금 잔액은 보유주체별로는 기업이 85%, 통화별로는 달러화가 83%로 대부분을 차지하고 있으며, 만기별로는 1개월 이하 단기 예금이 78%, 계좌성격별로는 보통예금, 당좌예금 등 요구불예금이 65%를 구성하고 있다. 이를 통해 우리나라의 경우 저축 목적으로 외화예금을 보유하는 비중은 낮고, 수출입기업 등이 대외거래에 필요한 외화를 일시적으로 예치하는 거래적 요인이 대부분인 것으로 추측할 수 있다([그림 3] 참조).

[그림 3] 거주자외화예금 세부구성

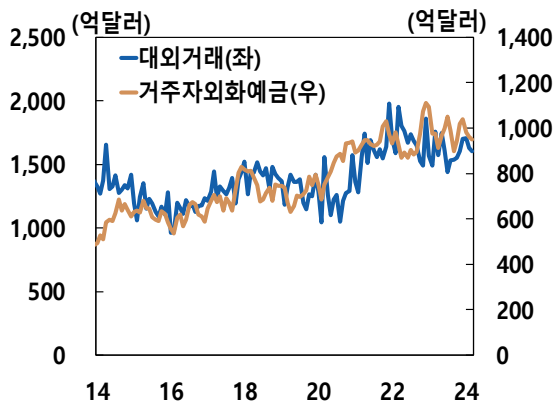


주: 1) 2023년말 잔액 기준, 만기는 잔여만기 기준
자료: 한국은행

2) 외환건전성부담금 부과 대상인 비예금성외화부채 산정 시 외화예금 예치실적의 일정 비율을 공제하고 외화예금 선도은행에 공공부문 외화자금을 예치하는 등의 인센티브를 주었다. 특히 공제액 산정 시 전년대비 증감액, 장기예금에 높은 가중치를 두어 지속적인 증가와 만기 장기화를 유도하였다.

이는 데이터 상에서도 잘 나타난다. [그림 4]는 거주자외화예금과 대외거래의 2014년 이후³⁾ 변동을 나타낸 것으로 대외거래⁴⁾가 일시적으로 크게 축소되었던 팬데믹 시기 등을 제외하면 대체로 비슷한 추세를 나타내며 움직이는 것을 볼 수 있다.

[그림 4] 거주자외화예금·대외거래¹⁾ 장기관계



주: 1) 경상수지 및 금융계정 각 항목별 총액기준 합계
자료: ECOS, 한국은행

두 변수간 장기관계를 확인해 보기 위해 다음과 같이 Engle-Granger(1987)의 공적분 검정과 오차수정모형을 이용한 회귀분석을 수행하였다. Engle-Granger 검정은 각각 단위근을 갖는 두 변수의 선형결합(OLS)이 안정 시계열일 때 장기적으로 공적분 관계⁵⁾를 갖는 것으로 본다. 오차수정모형을 통해서도 공적분 관계를 갖는 두 변수의 단기 동학을 살펴볼 수 있다. 오차수정모형은 다음과 같다.

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^{L_1} \beta_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{j=1}^{L_2} \gamma_{0j} \Delta X_{t-j} + \gamma_1 (Y_{t-1} - \hat{\theta} X_{t-1}) + u_t$$

Y 는 거주자외화예금 잔액의 로그값을, X 는 대외

거래 규모의 로그값을 의미하며 $(Y_{t-1} - \hat{\theta} X_{t-1})$ 는 오차수정항을 나타낸다.

[표 1]의 추정결과에 따르면 거주자외화예금과 대외거래는 각각 단위근을 가지며 두 변수의 선형결합(OLS)의 잔차항이 안정 시계열을 나타내고 있어 공적분 관계를 갖는 것으로 추정되었다. 아울러 오차수정모형⁶⁾의 오차수정항 계수가 통계적으로 유의한 음(-)의 값으로 나타났다. 이는 두 변수 사이에 장기관계에서 일시적인 이탈이 발생하더라도 다시 안정적 관계로 회귀하는 경향이 있음을 보여준다. 종합하면 거주자외화예금은 장기적 시계에서 대외거래 규모와 안정적 관계를 유지하며 체계적인 움직임(systemic co-movement)을 나타낸다고 볼 수 있다.

[표 1] 공적분검정 및 오차수정모형 결과

1. 공적분 검정¹⁾

변 수	ADF 통계량 ²⁾	
	수준값	1차 차분값
외화예금 (Y_t)	-2.05 [1]	-11.11 [0]***
대외거래 (X_t)	-1.02 [3]	-9.95 [2]***
잔차항	-3.86 [4]**	-

2. 오차수정모형

설명변수	계수 추정값
대외거래(ΔX_t)	0.120** (0.054)
오차수정항 ³⁾	-0.092** (0.040)
시차항1(ΔY_{t-1})	0.030 (0.093)
시차항2(ΔX_{t-1})	0.016 (0.048)

주: 1) []내는 ADF 검정 시 적용된 시차(AIC 기준)
2) 통계적으로 유의하지 않은 경우 단위근이 있는 것으로 추정
3) 음(-)의 계수값은 장기관계로 회귀하는 경향을 의미
4) ***, **는 각각 유의수준 1%, 5%에서 유의함을 의미(robust standard error 기준)

자료: 저자계산

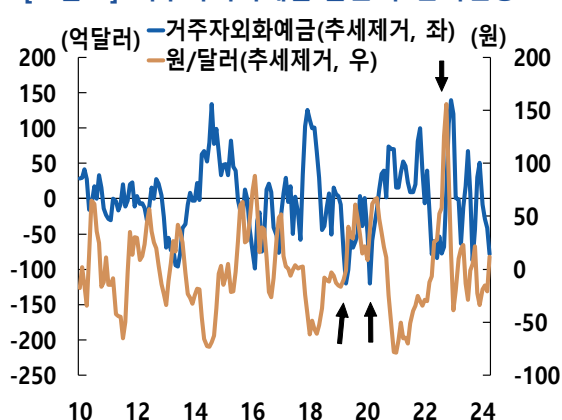
3) '외화예금 확충방안' 시행으로 2013년을 전후로 구조적 변화가 발생했기 때문에 2014년 이후를 분석기간으로 설정하였다. 이는 오차수정모형 분석에서도 동일하다.
4) 본문에서 대외거래는 경상수지 각 항목의 수입·지급액과 금융계정의 자산부채 거래액을 총액 기준으로 합한 값을 의미한다. 하위항목은 1단계까지 분류하였다(예: 상품수입, 상품수출, 증권투자(자산), 증권투자(부채) 등)
5) 공적분(Co-integration)은 두 개 이상의 경제시계열이 장기에 걸쳐 체계적으로 함께 움직이는 것(systemic co-movement)을 의미한다.
6) L_1 과 L_2 의 최적시차는 AIC 기준에 따라 각각 1로 설정하였다.

단기의 일시적 변동은 환율의 수준과 변동성이 핵심

거주자의 예비적(리스크회피) 동기와 투기적 동기에 따른 보유외화의 조정은 외화예금의 단기 변동으로 나타난다. 수출입기업은 환율 수준, 경제상황 등을 고려해 거래에 필요한 외화와 예비용 자금의 조달시기, 운용규모를 조정한다. 예를 들어 현재 환율 수준이 낮다고 인식해 환율상승을 예상하거나 불확실성이 높다고 생각하는 경우, 미래의 환차손 및 외화 지급결제 실패 리스크를 회피하기 위하여 외화 조달시기를 당기거나 예비용 자금규모를 늘리는 경향이 있다. 또한 투기적 요인은 환율의 변동을 예측하여 적극적인 자본차익을 추구하는 것으로 환율상승이 예상되는 경우 외화예금을 늘린다.

[그림 5]는 HP필터를 이용해 추세를 제거한 실제의 외화예금 단기 변동으로 대체로 원/달러 환율과 반대방향으로 움직이는 것을 볼 수 있다. 이는 상대적으로 환율 수준이 높을 때 외화예금이 감소하고 낮을 때는 증가하는 것을 의미한다.

[그림 5] 거주자외화예금·환율의 단기변동¹⁾²⁾



주: 1) 비추세(순환 및 불규칙) 변동(HP 필터, $\lambda=14400$)
 2) 화살표는 외화예금·환율 움직임이 동조화된 시기
 자료: 한국은행, 저자계산

한편 대내외 리스크 요인에 따른 불안감이 크게 확산되는 경우에는 환율 상승과 외화예금 증가세가 동시에 나타나는 경우가 있다. 불확실성이 지속될 수 있다는 우려가 심화되는 경우 거주자가 현재 환율을 높은 수준으로 인식하더라도 추가적인 환율 상승에 대비하여 예비용 자금을 늘리게 된다. 이 같은 모습은 미·중 무역분쟁 심화기(19.5월), 팬데믹 시기(20.3월), 미 연준 긴축기(22.하반기) 등 비교적 최근의 주요 글로벌 리스크 확산기에 흔히 나타나고 있으며 특히 대내외 리스크 요인이 복합적으로 부각됐던 2022년 하반기에 뚜렷하였다.

또한 불확실성의 확대에 따른 외화예금 변동은 환율에 의한 변동과 지속기간에서도 차이를 보인다. 평상시 환율 변동에 의한 영향이 단기에 그치는 반면, 불확실성 기대 심화로 증가된 예비용 자금은 리스크 요인 해소 후에도 즉시 줄어들지 않고 한동안 지속되는 경향이 있다. 일례로 미 연준 긴축기(22.하반기) 중 크게 증가했던 수출입기업의 예비용 자금은 이후 환율변동성 축소와 함께 금년 상반기까지 지속적으로 줄어드는 모습을 나타냈다([그림 6] 참조).

[그림 6] 기업외화예금·원/달러 변동성¹⁾



주: 1) 원/달러 옵션 내재변동성(3개월)
 자료: 한국은행, bloomberg

7) 환율변화에 따른 투기적 요인의 영향은 예비적 요인과 결과적으로 유사하게 나타나 실질적으로는 구분하기 어렵다.

단기 변동요인에 관한 실증적 근거를 확인하기 위해 다음과 같은 회귀분석을 실시하였다. 종속변수는 글로벌 금융위기 이후 거주자의 외화예금 월말 잔액 로그값을 차분한 값이며 설명변수로는 선행연구 등을 고려하여 원/달러 환율 변화율, 환율변동성, 대외거래, 인플레이션, 금리차를 선정하였다. 이 중 ADF 검정에 따라 단위근이 확인된 대외거래, 금리차, 인플레이션은 1차 차분하였다. 또한 원/달러 환율 변화율과 변동성의 경우 내생성 문제⁸⁾ 가능성이 있어 시차변수(t-1)를 사용하였다.

[표 2] 거주자의 외화예금 단기 변동요인(OLS)¹⁾

대상기간	2009.1~2024.4	2018.1~2024.4
원/달러 변화율 ²⁾	0.487**	0.559
환율변동성 ²⁾³⁾	0.031	0.079**
대외거래 ⁴⁾	0.090**	0.048
금리차 ⁴⁾	-0.030	-0.041
인플레이션	-0.007	-0.002

주: 1) 종속변수는 거주자의 외화예금 잔액 로그의 차분값이며 단위근이 있는 설명변수 대외거래, 금리차, 인플레이션은 차분하였다
 2) 내생성 문제로 시차변수(t-1) 사용
 3) 전일대비 원/달러 변화율 절댓값의 월평균
 4) 대외거래는 경상수지, 금융계정 각 항목별 총액 기준 합계의 로그값을, 금리차는 (외화정기예금(3m) 금리 - 원화CD(91일) 금리)를 나타냄
 5) ** *는 각각 유의수준 5%, 10%에서 유의함을 의미(robust standard error 기준)

자료: 저자계산

[표 2]의 첫 번째 열은 2009년 이후 전체 기간을 대상으로 한 추정결과를 보여준다. 환율 변화율과 대외거래 규모가 통계적으로 유의한 영향을 주는 것으로 나타나 앞선 추론을 잘 뒷받침하고 있다. 인플레이션과 금리차는 해외 주요 연구들과 다르게 유의하지 않았는데, 우리나라 거주자는 여타 신흥국 등과 달리 외화예금 보유 요인으로 인플레이션 리스크와 저축에 따른 이자를 그다지 중요한 요소로 고려하지 않는 것으로 해석할 수 있다. 우리나라가 극심한 인플레이션에 노출된 적이 없어 이에

8) 이에 대해서는 <참고>에서 추가 논의하기로 한다.

대한 불안감이 크지 않고, 금리 수준이 낮은 요구불예금 비중이 높은 점을 고려하면 이와 같은 해석은 자연스럽다.

흥미로운 것은 2018년 이후를 대상으로 한 분석에서는 환율변화 자체보다 환율변동성이 유의한 것으로 나타난 점이다. 이는 전반적인 글로벌 경제정책 불확실성이 크게 높아진 데다 글로벌 분절화, 지정학적 리스크 등 수출입 여건에 직접적으로 영향을 미치는 이슈가 많아 기업들이 불확실성에 대비할 필요성이 커졌기 때문인 것으로 추측된다.

[그림 7] 글로벌 경제정책 불확실성 지수¹⁾



주: 1) 뉴스기사에 경제, 정책, 불확실성이 등장한 빈도 등을 바탕으로 산출되는 지수(baker et. al., 2016)
 자료: <https://www.policyuncertainty.com/>

IV. 거주자의 외화예금은 대외 차입금보다 어떤 면에서 우수한가?

‘외화예금 확충방안’은 거주자의 외화예금이 대외 차입금보다 안정적인 자금일 것이라 전제하였다. 그러나 데이터 부족 등으로 실증적인 근거는 부족한 측면이 있었으며 오히려 해외 주요 연구들에서는 과도한 외화예금의 부정적 영향을 지적하는 연구가 많았다. 본 장에서는 대외 차입금과 비교하여 거주자의 외화예금이 어떤 측면에서 우수한 외화조달원인지 앞 장에서 분석한 변동요인과 특성, 최근 리스크 확대기의 사례 등을 토대로 살펴보기로 한다.

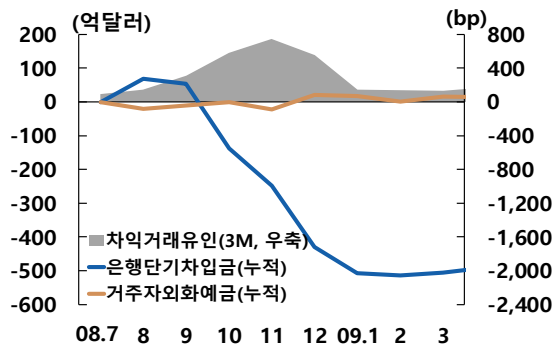
위기에 유입되는 외화자금

대외 차입금의 가장 큰 문제점은 국제금융상황과 국내경기에 민감하게 반응한다는 것이다. [그림 8]을 보면 글로벌 금융위기 시 대외 차입금이 급격히 빠져나가면서 차익거래유인⁹⁾이 크게 확대되는 등 국내 외화자금시장의 불안도가 심화된 것을 알 수 있다. 당시 거주자외화예금은 잔액규모가 작아 의미있는 변동을 찾아보기 어렵다.

최근의 위기에서는 어땠을까? 팬데믹 위기 시에는 파생거래 증거금 관리를 위한 비은행금융기관의 외화자금 수요가 급증하면서 외화자

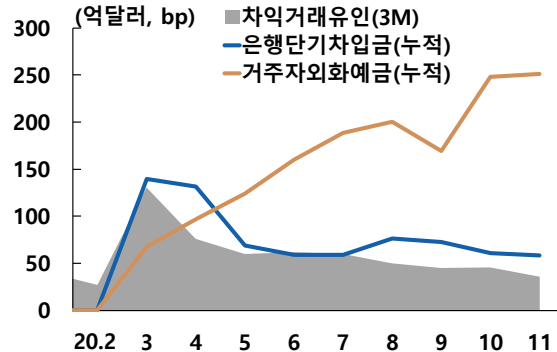
금시장이 불안정한 모습을 나타냈다. 그러나 국내은행의 경우 과거에 비해 대외 신인도와 건전성이 개선된 데다, 주요국 중앙은행의 글로벌 유동성 공급으로 대외 차입금이 유입되었다([그림 9] 참조). 아울러 거주자외화예금이 큰 폭으로 증가함에 따라 외화자금시장은 빠르게 안정을 찾아갔으며 차입금으로 조달된 자금도 일부 상환되었다. 2022년 하반기에는 주요국 중앙은행의 긴축정책 등의 영향으로 대외 차입금이 상환되었음에도 외화자금시장은 안정적인 모습¹⁰⁾을 이어갔다. 여기에 거주자외화예금이 유입되면서 국내은행과 외화자금시장의 유동성

[그림 8] 차입금¹⁾과 외화예금(글로벌 금융위기)²⁾



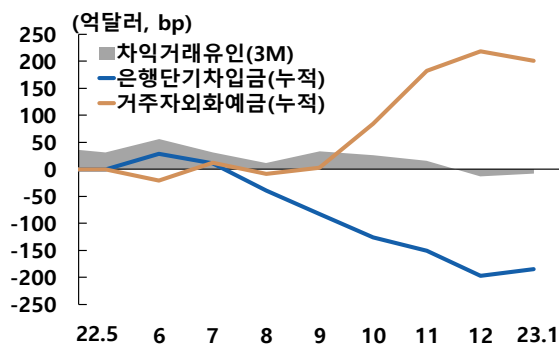
주: 1) 국제수지표의 예금취급기관 단기차입금
2) 08.7월 이후 월중 유출입(증감)의 누적액
자료: ECOS, 한국은행

[그림 9] 차입금¹⁾과 외화예금(팬데믹)²⁾



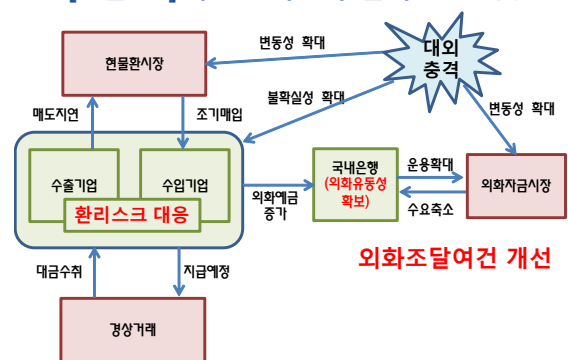
주: 1) 국제수지표의 예금취급기관 단기차입금
2) 20.2월 이후 월중 유출입(증감)의 누적액
자료: ECOS, 한국은행

[그림 10] 차입금¹⁾과 외화예금(22하 미연준 긴축)²⁾



주: 1) 국제수지표의 예금취급기관 단기차입금
2) 22.5월 이후 월중 유출입(증감)의 누적액
자료: ECOS, 한국은행

[그림 11] 수출입기업의 환리스크 대응



자료: 저자작성

9) 차익거래유인(CIPD; Covered Interest Parity Deviation)은 무위험이자 평형조건의 괴리를 의미하며, 내외금리차와 스왑레이트 간 차이로 정의된다. 이론적으로 "0"을 유지해야 하지만 거주자의 해외투자 증가 기초, 거래상대방 위험 등으로 "+"를 나타내는 것이 일반적이며, 글로벌 유동성 여건이 악화될 경우 "+" 값이 확대되는 경향이 있다.
10) 당시 현물환 시장은 높은 변동성을 보인 반면 외화자금시장은 양호한 모습을 나타냈다. 외화자금시장은 금리를 매개변수로 외환의 대차거래가 발생하는 시장으로, 환율을 매개변수로 이종통화 간의 매매가 이루어지는 현물환 시장과 구별된다.

여건은 리스크 요인이 부각되기 전보다도 더욱 양호한 상황이 되었다([그림 10] 참조).

이와 같은 거주자외화예금의 유입은 앞 장에서 살펴본 대로 리스크 관리의 필요성이 커진 수출입기업이 지급예정 외화를 조기 확보하고 수취한 외화의 매도는 유보함으로써 향후 불확실성에 대비하는 과정에서 발생하는 것으로 보인다. 이로 인해 외화유동성이 증가된 은행의 외화자금 수요가 줄고 공급은 늘면서 외화자금시장의 수급여건이 개선된다.

국내은행의 외화자산·부채 구조 개선

외국환은행의 주요 단기 외화조달수단이었던 대외 차입금은 외은지점을 통한 조달 비중이 높았다. 국내 외국환은행의 2009년 단기 외화조달¹¹⁾(1,325억달러) 중 외은지점을 통한 조달은 717억달러로 54.1%에 달하였다. 외은지점은 대내외 여건변화에 민감하게 반응하는 경향¹²⁾이 있기 때문에 이와 같은 과도한 외은지점 의존도는 외환부문의 리스크 요인 중 하나로 지적되었다.

그러나 2023년 현재 외은지점 비중은 33.7%로 2009년 대비 대폭 하락하였다. 여기에는 거주자외화예금이 대내영업에서 비교우위가 있는 국내은행을 중심으로 증가한 것이 결정적인 역할을 하였다. 동 기간 중 거주자외화예금(단기)은 707억달러 증가했는데 이 중 597억달러(84.5%)가 국내은행, 110억달러가 외은지점을 통해 증가하였다.

[표 3] 외국환은행의 주요 단기외화조달¹⁾²⁾

(기말 기준, 억달러, %)

	2009년 (A)	2023년 (B)	증감 ³⁾ (B-A)
■ 외국환은행	1,325 (100.0)	1,671 (100.0)	346
- 국내은행	608 (45.9)	1,108 (66.3)	500 (20.4)
(거주자외화예금)	253 (19.1)	851 (50.9)	597 (31.8)
(대외차입금)	324 (24.5)	219 (13.1)	-105 (-11.4)
- 외은지점	717 (54.1)	563 (33.7)	-154 (-20.4)
(거주자외화예금)	10 (0.7)	119 (7.1)	110 (6.4)
(대외차입금)	705 (53.2)	397 (23.8)	-308 (-29.4)

주: 1) 만기 1년 이내의 거주자외화예금+비거주자외화예금+대외차입금 기준

2) () 내는 외국환은행 전체 조달에서 각 항목이 차지하는 비중
자료: 한국은행

한편 외화예금으로 조달된 자금은 단기 또는 고유동성 자산으로 운용되어 국내은행의 위기대응능력 강화에 크게 기여하고 있다. 거주자외화예금은 요구불 및 1개월 이하 단기 예금이 높은 비중을 차지하기 때문에 장기 시계에서 운용하기 어렵고, 외화의 경우 중앙은행의 최종대부자 기능이 제약¹³⁾되어 예금자의 갑작스런 인출요구 리스크에 대비할 필요성이 크다. 또한 외화예금을 기업대출, 스왑공급(sell&buy) 등으로 적극 운용할 경우 외화유동성커버리지비율(외화LCR)이 하락¹⁴⁾하는 등 각종 규제비용 산정 시 불이익이 발생할 수 있다.

이와 같은 제약으로 은행들은 이를 주로 대외 단기자산이나 고유동성 자산으로 운용하고 있으며, 결과적으로 자산·부채의 만기불일치 문제 및 은행의 유동성 사정을 개선하는데 기여한 것으로 판단된다. [그림 12], [그림 13]은 각각 외국환은행의 대외 단기자산/부채 비율과 국내은행의

11) 단기 외화조달은 대내 외화예수금(거주자외화예금) + 비거주자 외화예수금 + 대외 차입금으로 계산하였다. 대내 차입금의 경우 국내 금융기관간 거래가 대부분이며 외화증권발행은 대부분 장기조달에 해당되어 제외하였다.

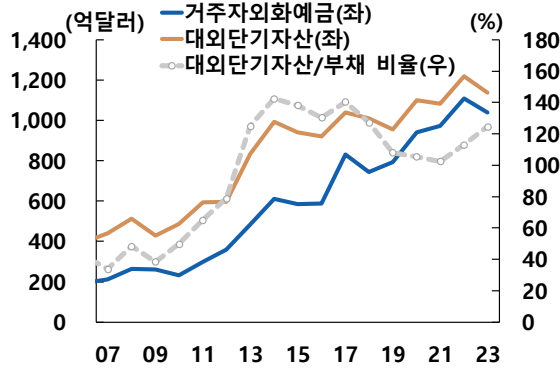
12) 외은지점은 글로벌은행의 우수한 달러펀딩 능력을 바탕으로 본점에서 달러를 차입하여 국내 외화자금시장에 공급하고 있으나, 본점의 통제를 받기 때문에 국내외 경기상황에 민감하게 반응하는 경향이 있다(BIS, 2022).

13) 최종대부자 기능이란 중앙은행이 개별 금융기관이나 금융시장의 불안요인이 금융시스템 리스크로 전이되는 것을 방지하거나 위기수습을 위해 필요한 유동성을 공급하는 것을 말한다. 이러한 역할은 중앙은행만이 가지고 있는 화폐의 독점적 발행과 무제한 공급능력에 기인하기 때문에 외화의 경우 최종대부자 기능이 제약될 수 있다.

14) 외화예금 증가시 순현금유출액(분모)이 증가하기 때문에 이를 고유동성외화자산(분자)으로 운용하지 않으면 외화LCR(고유동성외화자산/30일간순외화유출액)은 감소한다. 또한 외환스왑 공급(sell&buy) 시 현물환 매도는 현금유출액으로 인정되는 반면 선물환 매입은 유입액으로 인정되지 않는 점도 외화 LCR을 하락시키는 요인이다.

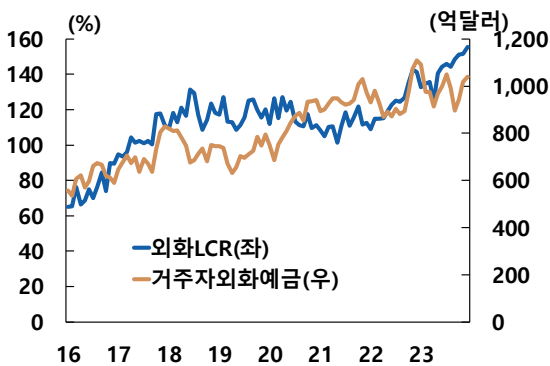
외화LCR 추이를 나타낸 것으로 거주자외화예금 증가에 따라 함께 증가하는 모습을 확인할 수 있다.

[그림 12] 외국환은행 대외 단기자산/부채¹⁾ 비율



주: 1) 원화표시자산·부채 제외
자료: 한국은행

[그림 13] 거주자외화예금과 외화LCR¹⁾²⁾



주: 1) 국내은행의 외화 유동성커버리지비율
2) 2016년 이전 자료 없음
자료: 한국은행

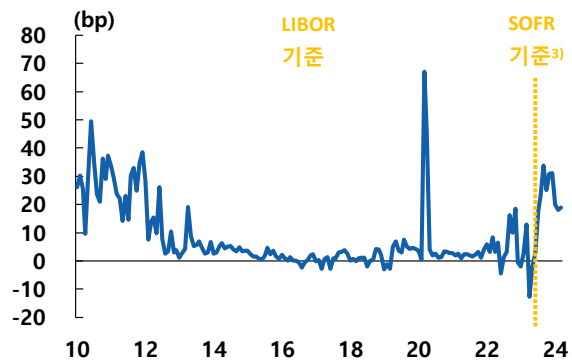
낮은 조달비용

국내은행의 주요 단기 외화조달수단으로는 외화예금, 차입금, 외환스왑 등의 파생상품이 있다. 국내은행은 외화예금이 크게 늘어남에 따라 낮은 비용으로 외화조달이 가능했을 것으로

추정된다. 외환스왑 거래의 경우 성격이 달라 직접적인 비교가 어려우나¹⁵⁾ 차입금리와는 비교가 가능하다.

우선 단기 대외 차입금의 평균금리는 다음과 같이 추정할 수 있다. 국내은행이 콜머니, CP 등으로 외화 단기 차입을 하는 경우 조달금리는 통상적으로 준거금리(reference rate)와 가산금리로 구성된다. 준거금리는 차입기간과 비슷한 기간의 Libor 또는 SOFR¹⁶⁾가 주로 사용되나, 본고에서는 추정목적과 계산의 편의를 위해 3개월 금리를 적용하였다. 가산금리는 거래 상대방의 신용도, 글로벌 유동성 여건 등에 따라 결정된다. 우리나라의 경우 한국은행에서 국내은행의 미달러화 대외차입 평균가산금리를 매월 산출하여 발표하고 있어 이를 활용하였다.

[그림 14] 국내은행의 단기 대외차입가산금리



주: 1) 국민·신한·우리·하나·농협·기업·산업·수출입 등 8개 국내은행 기준
2) 국내 금융기관 간 차입 및 본지점 차입은 집계대상에서 제외, 차입금액 가중평균
3) 신용위험이 없는 SOFR 기준 가산금리는 동일한 차입조건 시 LIBOR 기준 가산금리보다 높게 산출됨
자료: 한국은행

외화예금 평균조달금리는 공식적인 자료가 없기 때문에 은행의 잔여만기 구간별 외화예금 잔액, 예금계좌의 성격, KEB하나은행에서 한국

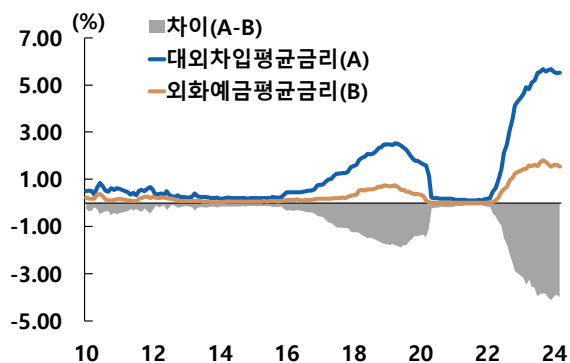
15) 외환스왑 거래는 현재의 계약환율에 따라 서로 다른 통화를 교환하고 일정기간 후 최초 계약시점에서 정한 선물 환율로 원금을 재교환하는 거래를 말한다. 따라서 외환스왑 거래는 외화예금이나 차입금과 달리 일종의 담보부 대출 성격을 갖는다.

16) 글로벌 금융거래에서 광범위하게 쓰이던 Libor는 2012.6월 호가 담합사건을 계기로 시장의 신뢰를 상실하였으며 2022.1월부터 점차 뉴욕 연준이 산출한 SOFR(Secured Overnight Financing Rate)로 대체되었다. SOFR의 경우 신용위험이 없는 금리로서 이를 준거금리로 산출된 가산금리의 경우 Libor 기준 가산금리보다 약 20~30bp 높은 편이다.

은행에 제공하는 외화정기예금 금리를 바탕으로 추정하였다. 다만 자료의 제약으로 인해 다음과 같은 가정을 하였다. 요구불예금의 금리는 0%, 1개월 이하 만기는 1개월 정기예금 금리, 2개월~12개월 이하는 6개월 정기예금 금리를 적용하였다. 아울러 정기적금의 경우 같은 만기의 정기예금 금리를 사용하였다. 이러한 가정 하에 산출된 가중평균조달금리는 정확한 추정치로 보기는 어려우나 평균조달금리를 개략적으로 비교하는 데에는 큰 무리가 없다.

위의 과정에 따라 산출된 국내은행의 단기 대외차입 및 외화예금의 평균조달금리와 그 차이는 [그림 15]에 제시되어 있다. 조달금리의 차이는 미달러화 조달금리가 높을수록 확대되었으며 2010년 이후 최소 0.1%p에서 최대 4.1%p까지 외화예금을 통한 조달금리가 낮았다. 이는 외화예금 중 금리가 0%에 가까운 요구불예금이 2/3가량을 차지하는 데다 대외 차입으로 조달 시 더해지는 가산금리가 거의 없기 때문이다. 물론 외화예금의 경우 국내은행이 원하는 만큼을 필요한 기간동안 확정적으로 조달할 수 없다는 한계가 있으나, 국제금융시장 금리가 높은 현재와 같은 시기에 국내은행의 수익성에 큰 도움이 되고 있을 것으로 추정된다.

[그림 15] 단기차입금·외화예금 평균조달금리¹⁾²⁾



주: 1) 차입금리는 Libor(3m)(2023.6월 이전), Term SOFR(3m)(2023.7월 이후) + 가산금리
 2) 금액가중평균
 3) 단기차입금은 국내은행, 외화예금은 전체 외국환은행 대상으로 자체추정

자료: 저자계산

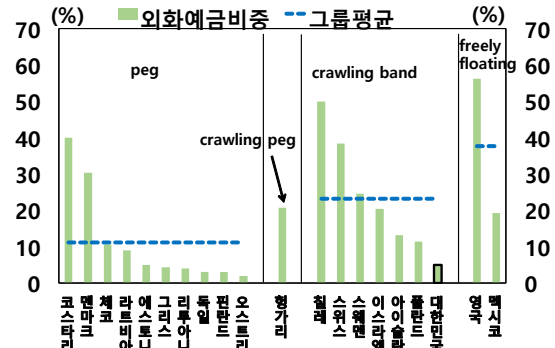
V. 결론 및 시사점

본고에서는 은행의 중요한 단기 외화조달 수단인 거주자외화예금의 특징을 변동요인과 차입금 대비 장점을 중심으로 살펴보았다. 외화예금의 변동은 장기적으로는 대외거래 규모와 밀접한 연관성을 가졌으며 단기 움직임에는 환율 수준 또는 변동성이 핵심적인 역할을 하고 있는 것으로 분석되었다. 특히 불확실성 확대와 함께 증가하는 특성은 글로벌 리스크 사건 발생 시 은행으로 외화자금이 유입되는 채널로 작용하여 은행의 외화유동성 사정과 외화자금시장 안정에 기여하는 것으로 판단된다. 또한 거주자외화예금이 국내은행을 중심으로 증가하면서 외은지점을 통한 해외로부터의 단기 외화조달 의존도가 상당히 줄어들었고, 대외 고유동성 자산이 크게 증가해 외화 자산·부채구조가 개선되었다. 아울러 낮은 조달금리는 국제금융시장 금리가 높은 상황에서 국내은행의 수익성에 긍정적 영향을 주고 있을 것으로 추정된다. 이와 같은 결과는 거주자외화예금 확대 정책이 지속될 필요성이 있음을 시사한다.

한편 해외 선행연구에서 지적된 부작용들은 국내에서 크게 문제되고 있지 않은 것으로 보인다. 이는 우리나라의 거주자외화예금이 대폭 증가했음에도 불구하고 그 규모가 여타 국가들에 비해 여전히 적은 수준¹⁷⁾이기 때문인 것으로 생각된다. 그러나 이에 대한 연구가 부족하여 확신할 수는 없으며, IMF(2018)에서 제시한 국내 신용창출에 미치는 영향¹⁸⁾ 등은 점검해볼 필요가 있다. 은행의 고유동성 자산 증가는 다른 관점으로 보면 외화예금으로 조달한 자금을 국내 공급보다 해외자산 확보에 사용하고

있다는 것을 시사하기 때문이다. 또한 불확실성 증대 시 수출입기업의 예비용 자금 확보는 국내은행의 유동성 확보에는 도움이 되지만 현물환 시장에서 원/달러 환율 상승압력으로 작용할 가능성이 있다. 따라서 수출입기업의 환리스크 관리 행태와 수단을 점검하고 이러한 행태가 현물환 시장에 어떤 영향을 미치는지와 부정적 영향을 완화할 수 있는 방안을 모색할 필요가 있다.

[그림 16] OECD국가의 외화예금/총수신 비중¹⁾²⁾³⁾



- 주: 1) 2019년말 기준, 단 자료가 없는 경우 2017 또는 2018년 자료 사용
- 2) 외화예금/총수신 비중은 Levy-Yeyati(2022) 자료를 재구성
- 3) 환율제도 분류는 Ilzetzi, Reinhart and Rogoff(2021)를 따름. peg는 통화동맹(currency union)을 포함하며, crawling peg는 환율변동을 2% 이내에서, crawling band는 2%~5%에서 용인하는 경우 등 공식적인 제도 외에도 실질적인 운영 상황에 따라 분류

자료: Levy-Yeyati(2022), Ilzetzi, Reinhart and Rogoff(2021)

17) 거주자외화예금의 적정 수준에 대한 기준은 없으나, 우리나라의 총수신 대비 외화예금 비중은 5.4%로 자료가 있는 OECD 21개국 평균인 20.1%에 비해 크게 낮은 편이다(자료: Levy-Yeyati(2022)). 또한 ‘외화예금 확충방안’ (2012)이 제시한 외화예금 비중 최종목표(1단계 4~5%, 2단계 6~9%, 3단계 10% 이상)에도 미치지 못한다.

18) IMF는 은행의 총수신 중 외화예금 비중이 1%p 증가하는 경우 총신용/GDP 비율이 단기에 0.4%, 장기적으로는 2~2.5%까지 감소한다고 분석하였으며, 이와 같은 현상은 은행이 외화예금을 통해 조달한 자금을 거주자에 대한 외화대출보다 해외의 외화자산에 투자하기 때문에 발생하는 것으로 보았다.

<참고>

거주자외화예금 변동요인 추정에 관한 추가 논의

본문의 거주자외화예금 단기 변동요인 추정에 사용된 모형은 아래와 같다.

$$\Delta \ln \text{거주자외화예금} = \beta_0 + \beta_1 \text{원/달러변화율}_t + \beta_2 \text{환율변동성}_t + \beta_3 \Delta \ln \text{대외거래} \\ + \beta_4 \Delta \text{금리차}_t + \beta_5 \Delta \text{인플레이션} + u_t$$

강대수 외(2019), 송치영·박해식(2021)에 따르면 거주자외화예금이 환율(환율변동성)에 영향을 미치는데, 이는 아무런 처치없이 회귀분석을 수행할 경우 내생성(endogeneity) 문제로 인해 추정결과에 편의(bias)가 발생할 수 있음을 시사한다. 따라서 본고에서는 내생성 문제를 고려하기 위해 널리 사용되는 방법인 도구변수 추정법(2SLS, GMM), 시차항 대체(lagged independent variable) 등 다양한 방법을 시도하였다. [표]의 모형1은 아무런 처치를 하지 않은 모형이며, 모형2는 환율 관련 변수의 시차항(t-1)을 설명변수로 대체한 모형이다. 모형3은 원/달러 변화율의 시차항을 도구변수로 이용해 추정(2SLS)한 모형, 모형4는 원/달러 변화율과 환율변동성을 모두 시차항을 이용해 추정(GMM)한 모형이다. 모형5는 종속변수를 거주자외화예금 잔액으로 하고 시차항을 설명변수에 추가한 수준 단위의 추정(GMM)이다.

결과의 해석은 조심스러운 측면이 있다. 우선 선행연구에 따르면 모형1의 결과는 역의 인과관계(reverse causality) 문제에서 자유롭지 못하다. 모형3~4의 경우 원/달러 변화율의 추정계수가 통계적 유의성이 낮거나 유의하지 않았는데, 이는 환율 관련 변수를 설명하기 위한 도구변수¹⁹⁾가 적절하지 못한 결과일 수 있다. 모형2의 경우 시차항을 설명변수로 사용해 내생성 문제를 일부 회피할 수 있고 이론적 예측과도 부합하는 측면이 있어 본문에서 채택하였다. 다만 Reed(2015), Bellemare et. al.(2017) 등에 따르면 동 방법은 사회과학에서 널리 사용되고 있음에도 불구하고 이론적 근거가 약하고 제기된 문제를 완전히 해결하지 못하므로, 원/달러 변화율 추정계수 값의 해석은 유의할 필요가 있다.

[표] 거주자외화예금 단기 변동요인

설명변수	거주자외화예금 ¹⁾				
	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5 ¹⁾
거주자외화예금(t-1)					0.991*** (0.010)
원/달러 변화율	-0.567*** (0.195)	0.487** (0.195)	1.695* (0.976)	0.163 (0.426)	0.451** (0.189)
환율변동성 ³⁾	-0.011 (0.035)	0.031 (0.022)	0.043 (0.033)	0.077** (0.037)	0.038 (0.023)
대외거래 ⁴⁾	0.092** (0.042)	0.090** (0.042)	0.128** (0.053)	0.082* (0.043)	0.089** (0.041)
금리차 ⁴⁾	-0.010 (0.022)	-0.030 (0.020)	-0.062* (0.037)	-0.017 (0.023)	-0.022 (0.021)
인플레이션	-0.008 (0.011)	-0.007 (0.011)	-0.009 (0.014)	-0.002 (0.012)	-0.003 (0.011)

주: 1) 모형1~4의 종속변수는 거주자외화예금 잔액 로그의 차분값이며, 모형5의 경우 거주자외화예금 잔액의 로그값임
 2) ADF검정 결과에 따라 단위근이 확인된 설명변수(대외거래, 금리차, 인플레이션)는 차분하였음
 3) 전일대비 원/달러 변화율 절댓값의 월평균
 4) 대외거래는 월별 경상수지 및 금융계정 각항목의 총액 합계의 로그값을, 금리차는 (외화정기예금(3m) 금리 - 원화 CD(91일) 금리)를 나타냄
 5) ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미(robust standard error 기준)

자료: 저자계산

19) 좋은 도구변수는 설명변수와 높은 상관관계를 가지며 오차항과는 상관관계가 없어야 한다. 그러나 현재까지 원/달러 환율의 내생성을 해결할 수 있는 수준의 좋은 도구변수는 알려지지 않았다.

참고문헌

- 강태수·김경훈·양다영. (2019). 외화예금의 역할과 정책적 시사점. [KIEP] 연구보고서, 19(05), 1-82.
- 송치영·박해식. (2021). 거주자 외화예금의 결정요인. 국제금융연구, 11(1), 35-66.
- 송치영·박해식. (2021). 거주자 외화예금이 원/달러 외환시장 안정성에 미치는 영향에 대한 실증 연구. 경제연구, 39(2), 45-64.
- 기획재정부·금융위원회·한국은행·금융감독원. (2012). 외화예금 확충방안
- Aldasoro, I., Caparusso, J., & Chen, Y. (2022). Global banks' local presence: a new lens. *BIS Quarterly Review*, (28).
- Arteta, C. (2002). Exchange rate regimes and financial dollarization: does flexibility reduce bank currency mismatches?. *International Finance Discussion Papers*, 738.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The quarterly journal of economics*, 131(4), 1593-1636.
- Bannister, M. G. J., Turunen, M. J., & Gardberg, M. (2018). Dollarization and financial development. *International Monetary Fund*.
- Basso, H. S., Calvo-Gonzalez, O., & Jurgilas, M. (2011). Financial dollarization: The role of foreign-owned banks and interest rates. *Journal of banking & finance*, 35(4), 794-806.
- Bellemare, M. F., Masaki, T., & Pepinsky, T. B. (2017). Lagged explanatory variables and the estimation of causal effect. *The Journal of Politics*, 79(3), 949-963.
- Bloom, N. (2009). The impact of uncertainty shocks. *econometrica*, 77(3), 623-685.
- Calvo, G. A., & Végh, C. A(1996). From Currency Substitution to Dollarization and Beyond: Analytical and Policy Issue. *Money, exchange rates, and output*, 153-175
- Dalgic, H. C. (2017). Financial dollarization in emerging markets: An insurance arrangement. *International Economic Review*.
- Engle, R. F., & Granger, C. W. (1987). Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 251-276.
- Honohan, P. (2007). Dollarization and exchange rate fluctuations. *CEPR Discussion Paper* 6205.

- Honohan, P., & Shi, A. (2002). Deposit dollarization and the financial sector in emerging economies. Available at SSRN 634461.
- Ilzetzki, E., Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2022). Rethinking exchange rate regimes. In *Handbook of international economics* (Vol. 6, pp. 91-145). Elsevier.
- Ize, A., & Yeyati, E. L. (2003). Financial dollarization. *Journal of International Economics*, 59(2), 323-347.
- Khvedchuk, K., Sinichenko, V., & Topf, B. (2019). Estimating a natural level of financial dollarization in Ukraine. *Visnyk of the National Bank of Ukraine*, (247), 38-44.
- Koráb, P., Fidrmuc, J., & Dibooglu, S. (2023). Growth and inflation tradeoffs of dollarization: Meta-analysis evidence. *Journal of International Money and Finance*, 137, 102915.
- Levy Yeyati, E. (2021). Financial dollarization and de-dollarization in the new millennium. *Latin American Reserve Fund Working Paper*.
- Missaglia, M. (2021). Understanding dollarisation: A keynesian/kaleckian perspective. *Review of Political Economy*, 33(4), 656-686.
- Neanidis, K. C., & Savva, C. S. (2009). Financial dollarization: Short-run determinants in transition economies. *Journal of Banking & Finance*, 33(10), 1860-1873.
- Petkovski, M., Jovanovski, K., & Makreshanska, S. (2014). The Role Of Financial Dollarization During The Financial Crises. *CEA Journal of Economics*, 9(1).
- Ramey, V. A. (2016). Macroeconomic shocks and their propagation. *Handbook of macroeconomics*, 2, 71-162.
- Reed, W. R. (2015). On the practice of lagging variables to avoid simultaneity. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 77(6), 897-905.
- Yeyati, E. L. (2006). Financial dollarization: evaluating the consequences. *economic Policy*, 21(45), 62-118.

Copyright © BANK OF KOREA. All Rights Reserved

- 본 자료의 내용을 인용하실 때에는 반드시 "BOK 이슈노트 No.2024-22에서 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.