

경제주평

- 적정 외환보유고 논란보다 유지 관리가 중요하다

목 차

■ 걱정 외환보유고 논란보다 유지 관리가 중요하다

Executive Summary	i
1. 개요	1
2. 외환보유고 현황 및 위기별 변화 비교	2
3. 걱정 외환보유고 추정 결과	4
4. 시사점	7

비상업 목적으로 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재할 경우 내용의 출처를 명시하면 자유롭게 인용할 수 있으며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

주 저 자 : 이 부 형 이 사 대 우 (2072-6306, leebuh@hri.co.kr)

경 제 연 구 실 : 이 형 석 연 구 위 원 (2072-6247, walden0230@hri.co.kr)

Executive Summary

□ 걱정 외환보유고 논란보다 유지 관리가 중요하다

■ 개 요

최근 국내외 금융시장 불안정성이 커진 가운데 원화 환율 변동성 확대, 주요 대외 거래 수지 악화 등에 따라 걱정 외환보유고 논란이 점증하고 있다. 먼저, 원화 환율의 경우 미국 연준(Fed)의 통화긴축 가속화로 변동성이 확대되면서, 환율 안정이 주요한 과제로 대두되고 있다. 미국 연준의 기준금리는 8월 현재 2.50%로 국내 기준금리 2.25%보다 높은 수준일 뿐 아니라, 시장전망에 의하면 올해 연말까지 기준금리가 4%까지 상승할 가능성이 존재해 한·미 기준금리 역전 등에 따르는 부작용 우려가 커지고 있다. 한편, 무역수지 및 경상수지 등 주요 대외거래 수지가 악화되고 있는 것도 외환보유고 감소 압력을 높이는 요인이 되고 있다. 무역수지는 올해 7월까지 누적 152.5억 달러 적자를 기록하면서, 지난 2008년 글로벌 금융위기 당시 132.7억 달러 적자 이후 14년 만에 연간 적자 가능성이 커지는 상황이다. 또한, 경상수지는 올해 상반기 기준으로 지난해 417.6억 달러의 59.3% 수준인 247.8억 달러 수준에 불과하다. 이에 본 보고서는 최근 국내 외환보유고 현황을 살펴본 이후 주요 기관(IMF, BIS)의 걱정 외환보유고 추정 방식을 이용해 국내 걱정 외환보유고를 추정하고, 이에 대한 정책 시사점을 제시하고자 한다.

■ 외환보유고 현황 및 위기별 변화

(현황) 국내 외환보유고는 2021년 10월 최고 수준에 도달한 후 감소세에서 완전히 벗어나지 못하고 있다. 2022년 7월 현재 국내 외환보유고는 4,386.1억 달러로 6월에 비해 3.3억 달러 증가했지만, 추세가 명확히 증가세로 전환되었다고 판단하기는 어려운 상황이다.

(위기별 변화) 다만, 지난 외환위기(1997년)와 글로벌 금융위기(2008년)에 비해 최근 국내 외환보유고 감소 폭은 상대적으로 낮은 것으로 나타났다. 외환위기가 진행되던 1997년에 국내 외환보유액은 전고점 7월 336.7억 달러에서 5개월만인 12월에 204.1억 달러로 132.7억 달러 축소되었으며 감소 폭은 39.4%에 달했다. 또한, 글로벌 금융위기 당시인 2008년에는 전고점인 3월 2,642.5억 달러에서 8개월이 지난 11월에는 2,005.1억 달러로 637.4억 달러가 축소되면서 외환 보유고 감소 폭은 24.1%를 기록했다. 다만, 코로나19 팬데믹 이후에는 국내 외환보유액은 2021년 10월에 4,692.1억 달러로 전고점에 도달한 이후 2022년 6월 4,382.8억 달러로 최근 저점에 이르면서, 규모로는 309.3억 달러가 축소되었지만 감소 폭은 6.6%에 그쳤다.

■ 적정 외환보유고 추정 결과

(추정 방법 및 데이터) IMF(2013), BIS(2004) 등 주요 기관의 방법론을 활용하여 적정 외환보유고를 추정한 후 현재 국내 외환보유고 수준과 비교했다. 자료 범위는 데이터의 제약 등으로 1996년부터 분기별 데이터를 활용해서 추정했다. 기관별 추정방식에 따라 다양한 데이터를 활용해 추정하되 과거 데이터와의 정합성 등을 고려하여 조정했다.

(추정 결과) 2022년 2분기 현재 외환보유 상황은 추정된 적정 외환보유고 수준과 비교했을 때 대체로 양호한 것으로 나타났으나, 기준이 엄격한 BIS 방식으로 추정한 적정 수준에는 미치지 못하는 것으로 나타났다. 먼저, Guidotti-Greenspan(1999) 방식으로 추정한 적정 외환보유고(4,344.1억 달러) 수준을 현재 외환보유고는 0.9%(38.7억 달러) 상회한 것으로 나타났다. 또한, IMF(2013) 방식에 따라 추정된 적정 외환보유고 기준치는 4,303.7억 달러로 나타나면서, 현재 외환보유고 수준과 거의 차이가 없었다. 다만, 기준치의 최대 1.5배까지 권고하는 IMF(2013)에 따르면, 적정 외환보유고 최대치는 6,455.5억 달러로 현재 외환보유고 수준은 적정 외환보유고 최대치에 비해 2,072.7억 달러 미달하는 것으로 나타났다. 마지막으로, 기준이 엄격한 BIS(2004) 방식으로 추정한 적정 외환보유고 수준은 7,839.1억 달러로 현재 외환보유고보다 3,456.3억 달러 높았다. 이처럼 추정방식에 따라 적정 외환보유고 수준은 큰 격차가 나타나는데, 이는 국가별 환경 차이 등으로 기준이 되는 적정 외환보유고 추정방식이나 추정을 위해 활용되는 자료가 다르기 때문이다.

< 적정 외환보유고 추정 결과 ('22년 2분기 기준) >

구 분	Guidotti-Greenspan (1999) 방식	BIS (2004) 방식	IMF(2013) 방식		현재 외환보 유고(A)	
			기준치	최대 (기준치 ×1.5배)		
적정 외환보유고 추정치(B)(억 달러)	4,344.1	7,839.1	4,303.7	6,455.5	4,382.8	
현재 외환보유 고와의 격차	A-B (억 달러)	38.7	-3,456.3	79.1	-2,072.7	-
	비중 (%)	0.9	-78.9	1.8	-47.3	-

자료 : 현대경제연구원.

주 1. IMF(2013)는 본문 4페이지 추정식에 따른 결과치를 적정 외환보유고(기준치)로 제시하며, 국가별 특성을 고려하여 기준치의 최대 1.5배까지 적정 외환보유고 수준으로 평가.

2. 유동외채는 2004~2008년 평균 단기외채 대비 비율 1.25를 이용하여 추정.

■ 시사점

국내 외환보유고는 과거 위기에 비해 상대적으로 양호하게 관리되고 있는 것으로 평가되나, 산재한 대내외 리스크를 고려해 적정 수준에서 큰 괴리가 발생하지 않고 안정적으로 유지될 수 있도록 지속적인 관리가 필요하다. 첫째, 국가별 여건에 따라 적정 외환보유고 수준이 달라질 수 있지만, 추세적인 감소나 단기간 내 급감하지 않도록 예방함으로써 통화 및 금융시장의 안정성을 확보하고 경제 전반에 위기감이 확대되지 않도록 해야 한다. 둘째, 외환보유고는 보유와 동시에 비용이 발생함에 따라 적정 통화의 구성, 포트폴리오 적정화 및 다양화 등을 통해 위험을 분산하는 동시에 수익성 관리도 철저히 이루어져야 한다. 셋째, 외환보유고 감소에 관한 실질적인 체감 우려는 무역 및 경상 거래상 수지 악화에서 비롯되는 부분이 크기 때문에 다양한 정책 노력을 통해 이를 예방할 필요가 있다. 넷째, 아시아 역내 지역 통화 및 금융 협력 등 대외 협력 강화 등을 통해 외환보유고를 이용해 최소한의 비용으로 환율 안정 및 대외 지불 능력 유지 등과 같은 외환보유고 본연의 목적을 달성할 수 있어야 한다. 다섯째, 국내 경제의 펀더멘털(기초 체력) 유지 및 강화를 통해 원화 환율 변동성 확대 등 외환보유고 감소 유발 요인들을 최소화하는 것도 중요하다.

1. 개요

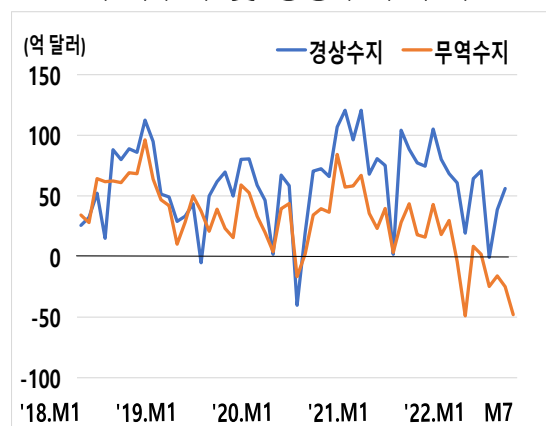
- 최근 국내외 금융시장 불안정성이 커진 가운데 원화 환율 변동성 확대와 주요 대외거래 수지 악화 등에 따라 적정 외환보유고 논란이 점증하고 있음
 - 미국 연준(Fed)의 통화긴축 가속으로 원/달러 환율 변동성이 확대되면서, 원화 환율 안정이 주요 과제로 대두되고 있음
 - 미국 연준의 기준금리는 8월 현재 2.50%로 국내 기준금리 2.25%보다 0.25%p 높은 수준
 - 최근에는 미국 연준이 연말까지 기준금리를 현재보다 1.50%p 높은 4%대까지 높일 수 있다는 전망이 대두
 - 무역수지 및 경상수지 등 주요 대외거래 수지도 최근 악화되면서, 외환보유고 감소 압력을 높이고 있음
 - 무역수지는 올해 7월까지 누적으로 152.5억 달러 적자를 기록하면서, 지난 2008년 글로벌 금융위기 당시 132.7억 달러 적자 이후 14년 만에 연간 적자를 기록할 가능성이 높아지고 있는 상황
 - 경상수지 역시 지난해 상반기 417.6억 달러의 59.3% 수준인 247.8억 달러에 그치고 있음
- 이에 본 보고서는 최근 국내 외환보유고 현황을 살펴본 이후, 주요기관의 추정방식에 따라 적정 외환보유고를 계산한 후 정책 시사점을 도출하고자 함

< 한미 기준금리 및 원/달러 환율 추이 >



자료 : 한국은행.

< 무역수지 및 경상수지 추이 >



자료 : 한국은행, 한국무역협회.

2. 외환보유고 현황 및 위기별 변화

○ (현황) 달러 등 외환을 중심으로 구성되어 있는 국내 외환보유고(international reserves)¹⁾는 2021년 10월 최고 수준에 도달한 후 감소세에서 완전히 벗어나지 못한 상황

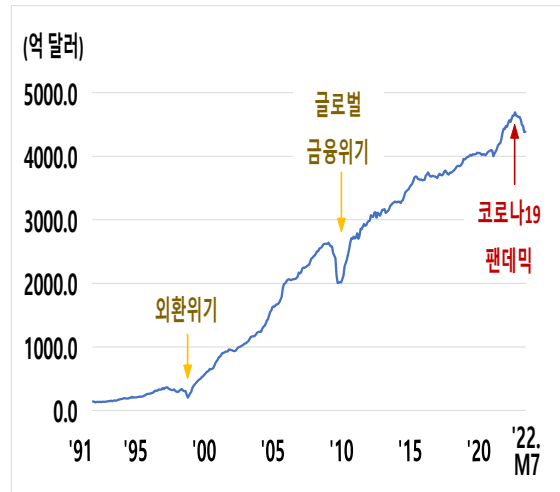
- 국내 외환보유고는 달러 등 외환을 중심으로 구성되어 있음
 - 2022년 7월 현재 국내 외환보유고는 4,386.1억 달러로 이 가운데 외환 비중은 94.6%(4,150.5억 달러)를 차지
 - 나머지는 금 1.1%(47.9억 달러), 특별인출권 3.3%(143.9억 달러), IMF 포지션 1.0%(43.7억 달러)의 형태로 구성되어 있음
- 국내 외환보유고는 2021년 10월 전고점에 도달한 이후 감소세에서 완전히 벗어나지 못하고 있음
 - 국내 외환보유고는 2022년 7월 4,386.1억 달러로 6월 4,382.8억 달러보다 약 3.3억 달러 증가했으나, 증가세로 전환된 것으로 판단하기는 곤란한 상황

< 외환보유고 현황(2022년 7월) >

구분	규모 (억 달러)	비중 (%)
금	47.9	1.1
특별인출권 ²⁾	143.9	3.3
IMF 포지션 ³⁾	43.7	1.0
외환	4,150.5	94.6
계	4,386.1	100.0

자료 : 한국은행.

< 외환보유고 추이 >



자료 : 한국은행.

1) 외환보유고(international reserves)란 대외지급 불균형 대응을 위한 직접 자금조달과 외환시장 개입을 통한 불균형 간접 조정이라는 목적 이외에 통화 당국이 보유하는 즉시 사용할 수 있고 통제할 수 있는 해외 자산을 의미.
 2) 특별인출권(SDR; special drawing rights)은 IMF의 운영 보안을 위한 제3의 세계화폐로 가맹국이 규약에 정해진 조건에 따라 IMF로부터 국제유동성을 인출할 수 있는 권리를 말함.
 3) IMF 포지션은 IMF 회원국이 의무적으로 납입한 출자금 또는 융자 등을 의미하며, 필요하면 언제든지 인출할 수 있는 수시 인출권을 의미.

- (위기별 비교) 지난 외환위기(1997년)와 글로벌 금융위기(2008년)에 비해 최근 국내 외환보유고 감소 폭은 상대적으로 낮은 것으로 판단
 - 외환위기가 진행되던 1997년에는 외환보유액이 전고점 7월 336.7억 달러에서 5개월만인 12월에 204.1억 달러로 132.7억 달러 축소, 감소 폭은 39.4%
 - 글로벌 금융위기(2008년)에는 전고점인 3월 2,642.5억 달러에서 8개월이 지난 11월에 2,005.1억 달러를 기록하여 637.4억 달러 감소, 감소 폭은 24.1%
 - 코로나19 팬데믹 이후에는 2021년 10월에 4,692.1억 달러로 전고점에 도달한 후 2022년 6월 4,382.8억 달러로 최근 저점에 달해 규모로는 309.3억 달러가 축소되었지만, 감소 폭은 6.6%에 그친 것으로 나타남
 - 이처럼, 최근 국내 외환보유고 감소 수준과 폭은 과거 위기 수준에 비해 상대적으로 낮은 것으로 판단

< 과거 위기시기의 외환보유고 변화 비교 >

구분	외환위기 (1997)	글로벌 금융위기 (2008)	코로나19 팬데믹 (2020)
전고점(억 달러)	336.7 (‘97.07)	2,642.5 (‘08.03)	4,692.1 (‘21.10)
최저치(억 달러)	204.1 (‘97.12)	2,005.1 (‘08.11)	4,382.8 (‘22.06)
전고점 대비 감소액 (억 달러)	132.7	637.4	309.3
감소 폭(%)	39.4	24.1	6.6

자료 : 한국은행, 현대경제연구원.

3. 적정 외환보유고 추정 결과

○ (추정 방법 및 데이터) IMF, BIS 등 주요 기관의 방법론을 활용하여 적정 외환보유고를 추정한 이후 현재 국내 외환보유고 수준과 비교

- (데이터) 기관별 추정방식에 따라 다양한 데이터를 활용해 추정하되, 기존 데이터와의 정합성 등을 고려하여 조정

- 데이터의 제약 등으로 1996년 이후 분기별 데이터 활용
- 구체적으로 한국은행의 경상 거래액, 단기외채, 외국인 증권투자, 거주자 외화예금, 광의의 유동성, 수출액 등을 이용

- (추정 방법) Guidotti-Greenspan(1999) 방식과 BIS(2004), IMF(2013) 방식을 이용해 국내 적정 외환보유고 수준을 추정

- BIS(2004)는 다소 엄격한 적정 외환보유고 기준을 제시
- IMF(2013)는 수출액(연간)의 5%, 광의 유동성의 5%, 유동외채의 30%와 외국인 증권투자 15%를 합한 규모의 100~150%를 적정 외환보유고로 제시⁴⁾

< 추정 방법 및 출처 >

구분	추정 방법 및 변수	비고
Guidotti-Greenspan (1999)	경상거래+유동외채	· 경상거래는 3개월분 상품과 서비스 지불액 · 단기외채는 1년
BIS(2004)	경상거래+유동외채+외국인 증권투자×1/3+거주자 외화예금	· 만기외채 기준 산출 · 광의의 유동성은 금융기관 유동성
IMF(2013)	수출×5%+광의의 유동성×5%+유동외채×30%+ 외국인 증권투자×15%	· 수출은 1년분 상품수출과 서비스 수입의 합계

자료 : Pablo Guidotti, "Remarks at G-33 Seminar in Bonn", April 1999; Alan Greenspan, "Currency Markets and Debt", Remarks at the World Bank Conference on Recent Trends in Reserve Management, Washington, D.C., April 29, 1999; Bank for International Settlements, Annual Report 2003-04, 2004; Bank for International Settlements, "Joint BIS-IMF-OECD-World Bank Statistics on External Debt", several editions; IMF Policy paper, "Assessing Reserve Adequacy - Further Considerations.", 2013.

- 주 1. 유동외채를 사용하는 것이 적절하나, 자료단절로 단기외채를 대리변수로 활용하되 과거 (2004~2008년) 유동외채와 단기외채의 비중을 고려하여 추정 시 배율을 조정.
2. 광의 유동성은 M2(현금+요구불 예금+수시입출금식 예금+만기2년 미만 금융상품)를 의미하나, 외환보유고의 정의에 따라 즉시 활용 가능한 금융기관 유동성으로 대체.

4) IMF(2013) 방식으로 적정 외환보유고 추정 시 구체적인 자료 선정은 연구자에 따라 다소 상이

- (추정 결과) 2022년 2분기 외환보유고 수준은 추정된 적정 외환보유고 수준으로 평가했을 때 대체로 양호하나, 기준이 엄격한 BIS 방식으로 추정된 적정 수준에는 미치지 못함
- 2022년 2분기 외환보유고 수준(4,382.8억 달러)은 Guidotti-Greenspan(1999) 방식으로 추정한 적정 외환보유고(4,344.1억 달러)를 0.9%(38.5억 달러) 상회
- IMF(2013) 방식에 따른 적정 외환보유고 기준치는 현재 외환보유고 수준을 다소 하회
 - IMF(2013) 방식에 따라 추정된 적정 외환보유고 기준치는 최대 4,303.7억 달러로 2022년 2분기 기준 현재 외환보유고보다 1.8% 낮은 것으로 나타남
 - 그러나, IMF(2013)가 권고하는 적정 외환보유고 최대치(기준치의 1.5배)는 6,455.5억 달러로 현재 외환보유고는 최대치에 비해 2,072.7억 달러 적음
- 그러나, 기준이 엄격한 BIS(2004) 방식에 따른 적정 외환보유고 추정치는 현재 외환보유고 수준을 큰 폭으로 상회하는 수준
 - BIS(2004) 방식에 따른 계산한 적정 외환보유고 추정치는 7,839.1억 달러로, 2022년 2분기 외환보유고 수준보다 78.9% 높게 나타났음

< 적정 외환보유고 추정 결과 ('22년 2분기 기준) >

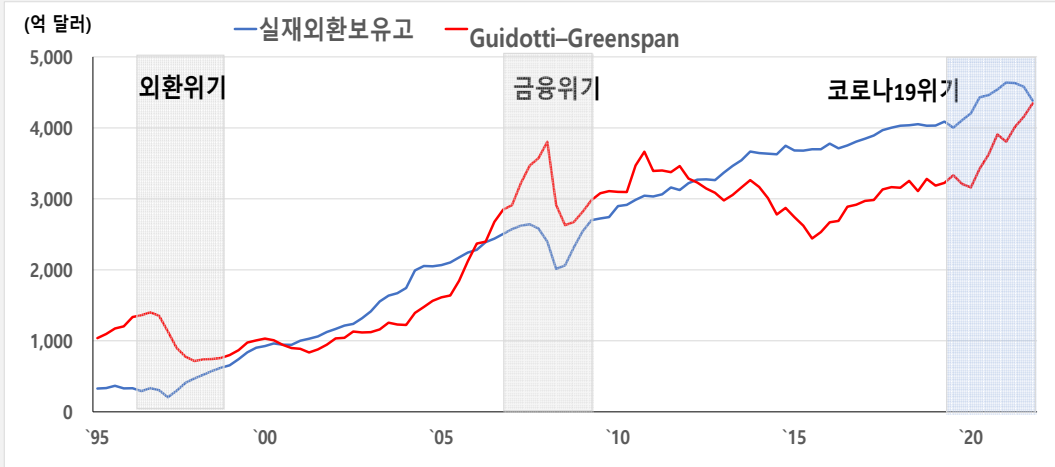
구 분		Guidotti-Greenspan (1999) 방식	BIS (2004) 방식	IMF (2013) 방식		현재 외환보유고(A)
				기준치	최대 (기준치×1.5배)	
적정 외환보유고 추정치(B)(억 달러)		4,344.1	7,839.1	4,303.7	6,455.5	4,382.8
현재 외환보유고와의 격차	A-B (억 달러)	38.7	-3,456.3	79.1	-2,072.7	-
	비중 (%)	0.9	-78.9	1.8	-47.3	-

자료 : 현대경제연구원.

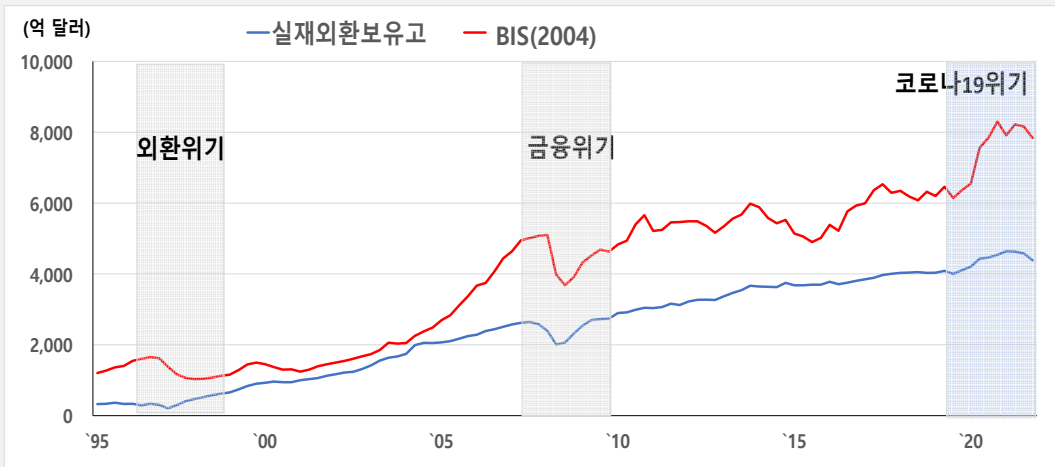
- 주 1. IMF는 본문 4페이지 추정식에 따른 결과치를 1로 하고, 국가별 특성 차이 등을 고려하여 기준치의 최대 1.5배까지를 적정 외환보유고 최대치로 평가.
- 2. 유동외채는 2004~2008년 평균 단기외채 대비 비율 1.25를 이용하여 추정함.

<참고> 시기별 적정 외환보유고 추이

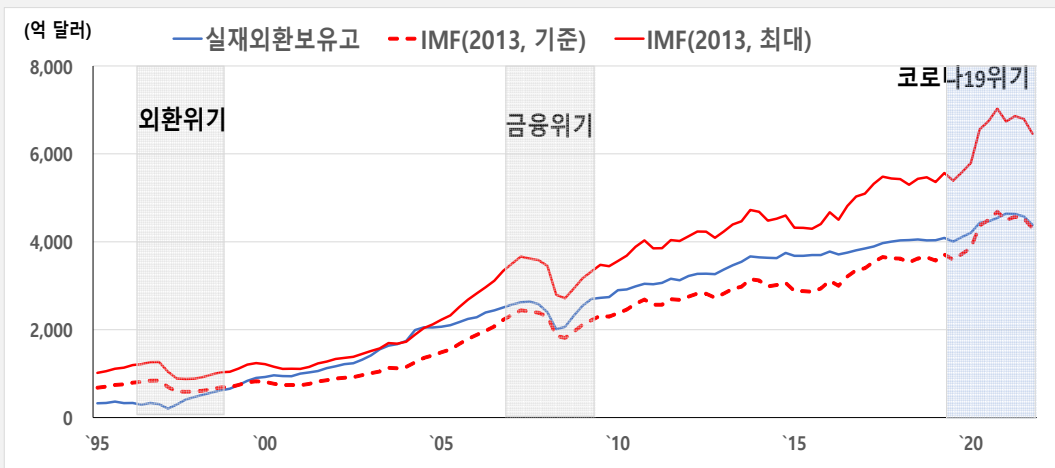
< Guidotti-Greenspan(1999) 방식>



< BIS(2004) 방식>



< IMF(2013) 방식>



자료 : 현대경제연구원, 한국은행.

4. 시사점

- 국내 외환보유고는 과거 위기에 비해 상대적으로 양호하게 관리되고 있는 것으로 평가되나, 산재한 대내외 리스크를 고려해 적정 수준에서 큰 괴리가 발생하지 않고 안정적으로 유지될 수 있도록 지속적인 관리가 필요함

첫째, 국가별 여건에 따라 적정 외환보유고 수준이 달라질 수 있지만, 추세적인 감소나 단기간 내 급감하지 않도록 예방함으로써 통화 및 금융 시장의 안정성을 확보하고 경제 전반에 위기감이 확대되지 않도록 해야 한다.

둘째, 외환보유고는 보유과 동시에 비용이 발생함에 따라 적정 통화 구성, 포트폴리오 적정화 및 다양화 등을 통해 위험을 분산하는 동시에 수익성 관리도 철저히 이루어질 수 있도록 해야 한다.

셋째, 외환보유고 감소에 관한 실질적인 체감 우려는 무역 및 경상거래 상 수치 악화에서 비롯되는 부분이 크기 때문에 다양한 정책 노력을 통해 이를 예방할 필요가 있다.

- 상품 및 서비스 수출 시장 확대, 중장기적인 관점에서 에너지 및 자원의 안정적인 확보 노력 강화, 서비스 경쟁력 강화를 통한 관련 수치 개선 등을 위한 정책 노력이 실천되어야 함

넷째, 아시아 역내 지역 통화 및 금융 협력 강화 등을 통해 외환보유고를 이용해 최소한의 비용으로 환율 안정 및 대외 지불 능력 유지 등과 같은 외환보유고 본연의 목적을 달성할 수 있어야 한다.

다섯째, 국내 경제의 펀더멘털(기초 체력) 유지 및 강화를 통해 원화 환율 변동성 확대 등 외환보유고 감소 유발 요인들을 최소화하는 것도 중요하다.

HRI

이 부 형 이 사 대 우 (2072-6306, leebuh@hri.co.kr)
이 형 석 연 구 위 원 (2072-6247, walden0230@hri.co.kr)