

# 금융과 외환 정책의 연계 방안

정순원 · 현대경제사회연구원 선임연구위원

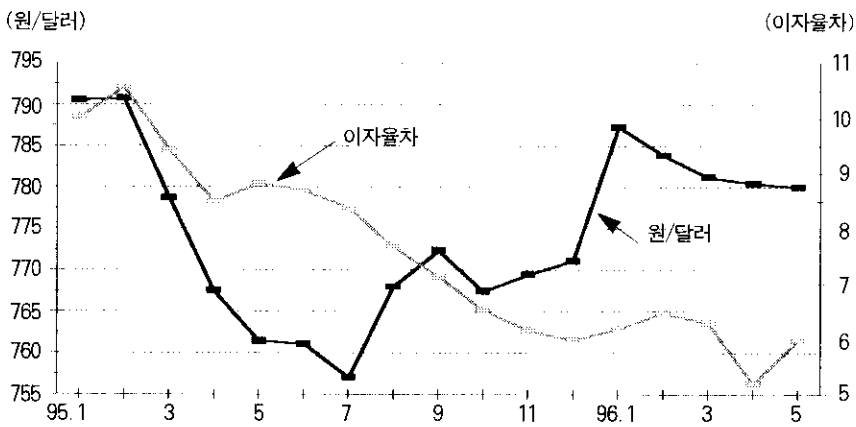
국내 경기가 하강세를 보임에도 금리가 오히려 상승하고, 수출이 부진하여 경상수지 적자가 심각한데도 원화는 오히려 절상되고 있다. 환율, 금리, 물가는 서로 연계되어 있으므로, 이러한 상황을 타개하기 위해서는 환율·통화 및 재정·외환 정책 등 여러 거시 정책의 조합을 적절히 구성해야 한다. 본 고에서는 물가와 금리의 하향 안정을 동시에 만족시키면서 원화 가치의 고평가를 억제할 수 있는 금융 정책과 외환 정책의 연계 방안에 대하여 고찰하기로 한다.

국내 경기가 본격적인 하강 국면을 노정하면서 금리와 환율 문제가 새로운 이슈로 등장했다. 경기를 지탱해온 수출과 설비 투자의 신장세가 예상보다 부진해졌기 때문이다. 단기적으로 수출은 환율에 많이 좌우된다. 달러나 엔화에 대해 원화가 평가 절하될수록 수출품의 가격 경쟁력은 단기적으로 개선된다. 설비 투자는 수출이 활성화되면 될수록 늘게 마련이다. 게다가 금리가 내려갈수록 수출 산업의 금융 비용은 낮아져 수출이 증가할 뿐 아니라, 설비 투자에 따르는 기회 비용을 줄여주어 경기 침체시 경기 회복에 큰 힘이 된다.

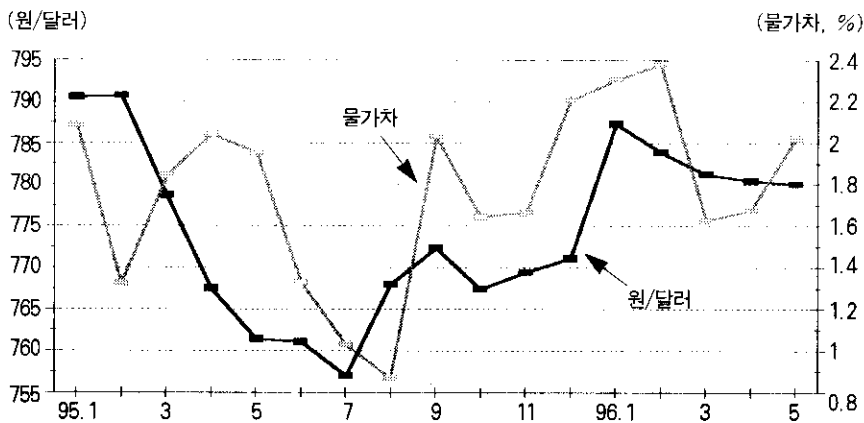
문제는 경기 하강기에 금리가 오히려 상승하고, 수출이 부진함에도 불구하고 원화는 절상된다는 데 있다. 금리는 4월 중 10.46%를 최저로 한 뒤 6월 말경에는 12%에 육박하고 있다. 고금리는 기업의 경쟁력을 약화시키며, 나아가서 국내외 금리 차이가 확대되어 해외 자본의 유입을 촉발시킨

다. 이는 외환 시장에서 원화에 대한 수요를 증가시켜 원화를 고평가시킨다. 이에 따라 수출은 부진해지고 수입은 늘어 국제수지는 나빠지게 된다. 금년 5월까지 무역수지 적자 규모는 74억 달러를 기록하였다. 이는 전년 동기에 비해 15.8% 증가한 셈이다. 한편, 원화/달러 환율은 1월 17일에 792.40 원을 정점으로 5월 22일 778.2 원까지 지속적으로 하락하여, 이 기간중 원화는 1.8% 절상되었다. 5월 중반 이후 국제 외환 시장에서 달러화 강세와 무역수지 적자 심화를 반영하여 원화

〈그림 1〉 원/달러 환율 및 이자율차 추이



〈그림 2〉 원/달러 환율 및 물가차 추이



가치가 절하되었으나, 이같은 현상은 일시적인 것으로 분석된다.

환율과 금리 그리고 물가는 서로 밀접한 관련이 있다. <그림 1>에서 보면 한국과 미국간 이자율 차이가 줄어들면, 원화/달러 환율이 올라간다는 것을 발견할 수 있다(즉, 원화가 평가 절하된다). 따라서 원화 가치를 평가 절하시키려면 미국 금리보다 국내 금리가 더 하락해야 한다.

한편, <그림 2>에서 보면, 한국의 물가가 미국보다 높을수록 원화/달러 환율은 상승하여, 원화 가치를 하락시킨다는 것을 알 수 있다. 그런데 물가가 오를수록 명목 금리도 오른다는 것은 교과서적인 얘기다. 즉, 물가 상승은 원화 가치를 하락시키고, 물가 상승에 따른 금리 상승은 원화 가치를 상승시킨다. 반대로 물가 하락은 원화 가치를 상승시키고, 이에 따른 금리 하락은 원화 가치를 하락시킨다. 이처럼 물가, 금리, 환율 등 세 개의 변수가 서로 맞물려 있어서 정책 운용이 매우 어려워지는 것이다. 그렇다면 물가와 금리의 하향 안정을 동시에 만족시키면서 원화 가치의 고평가를 억제하는 방안은 없는가?

물론, 이같은 정책 효과를 얻으려면 특정 거시 경제 정책 즉, 금융 정책이나 외환 정책에만 의지하는 수단으로는 불가능할 지 모른다. 예컨대, 통화 공급량을 확대시킬 경우 금융시장에서 통화의 초과 공급 현상을 통해 금리가 단기적으로 하락한다. 동시에 외환 시장에서 국내 통화의 공급량이 늘어서 원화 가치를 떨어뜨릴 수 있다. 그러나 이렇게 되면 금리 하락과 이로 인한 원화 가치의 하락이 인플레이 기대 심리를 부추여 주가를 하락시키고 원화 가치를 더욱 절하시켜 물가 상승 압력을 가중시킨다. 이는 일시적으로 국내 실질 금리를 낮추게 하지만, 원화 가치가 지속적으로

**<표> 경쟁국간 금리, 성장률, 물가 비교**

구 분	명목시장금리 (A)	실질 경제성장률 (B)	소비자 물가상승률 (C)	A/(B+C)
한국	11.9	7.0	5.0	0.99
대만	7.9	6.5	3.5	0.79
싱가포르	6.5	8.1	2.4	0.62
말레이시아	7.0	9.7	3.5	0.53

자료: 현대경제사회연구원.

주: 1) 금리는 1995년말 기준, 경제 성장률과 물가 상승률은 WEFA의 1990년 전망, 말레이시아의 경우 1994년 말 및 1995년 실적 기준.

2) 한국 금리는 회사채 수익률(3년), 대만 금리는 우대 금리, 싱가포르와 말레이시아는 시중 은행 대출 금리.

로 하락하여 유입된 외환 자본의 해외 유출을 막기 위해 국내 명목 금리는 중기적으로 재상승할 수밖에 없다.

이러한 단기적 금리 하락 및 원화 절하 효과도 그냥 얻어지는게 아니다. 경쟁국인 대만, 싱가포르, 말레이시아의 명목 금리와 경제 성장률, 물가 상승률을 비교해보면, 우리의 금리 수준은 거의(실질 성장률 + 물가 상승률)수준에 이른 반면, 대만 등 경쟁국 시장 금리는(실질 성장률 + 물가 상승률)의 53~80% 수준에 불과하다. 이는 첫째, 우리나라의 금융 중개 능력이 이들 나라에 비해 뒤떨어져 있어, 팽창된 통화량이 실물 경제의 재화 가격을 그대로 올리도록 방치하기 때문이다. 실물 거래 부문에서 필요로 하는 이상으로 통화 공급량이 늘어나도 금융 상품을 통해 적절히 흡수하는 여과 장치가 부족하다. 둘째, 비교역재 시장이 크고 수입 시장의 개방도가 낮아 통화 공급량 확대와 물가 상승간에 피급 효과가 클 수 있다. 국내 물가가 오르면 해외에서 대체 상품이 곧바로 수입되어야 하는데, 비교역재 부문이 클수록 이같은 효과는 반감되고 또 수입 장벽이 높을수록 국내 재화 시장의 물가 압력은 해소되기 어렵기 때문이다. 따라서 이러한 문제점의 해결이 시급한 과제일 것이다. 더욱이 확대 공급된 통화량이 경제의 규모를 확대시키는 실물 투자에 많이 활용되도록 유도될 수 있다면 금상첨화일 것이다. 국내 공급 능력을 확대 시켜 장기적으로 인플레이션을 유발시킬 수 있기 때문이다.

장기적으로 환율을 안정시키면서 통화 증발의 압력을 해소하기 위해서는 통화·환율 정책과 재정·외환 정책 등 여러 거시 정책의 조합을 적절히 구성해야 한다. 예컨대, 과거에는 시중 유동성이 적정 수준 이상으로 늘어날 경우, 통화 당국이 이를 상쇄시키는 불태화 수단으로서 통안 증권을 발행해왔다. 하지만 이를 소화할 시장이 충분히 발달되지 않아 통화 당국은 통안 증권을 강제 배정해 왔다. 이에 따라 통화 당국은 이자 비용 부담을, 은행권은 자금 부족을 겪게 되어 시중 자금 사정을 급격히 위축시켰다. 이러한 관행으로 '자금 사정 악화 → 통화량 급증', '자금 사정 호전 → 통화량 급감' 이라는, 이른바 냉온탕식 통화 정책을 펴 통화 정책의 신뢰도만 낮추는 행태를 지속해왔다. 국내 외환 시장에서도 실물 경제를 제대로 반영하지 못하는 경우가 많았다. 이는 시중 유동성이 부족할 때에 각 경제 주체가 보유하고 있는 외화가 원화로 교환되는 경향이 컸기 때문에 달러화 가치가 고평가되는 사례가 많았으며, 국내 자본 시장의 개방으로 인해 해외 자금 유입이 많았기 때문이다.

이러한 현상을 개선하기 위해서는 우선 기존의 통안 증권 대신 국채를 공개 시장 조작의 수단으로 삼아야 하며, 공개 시장 조작의 운용도 강제 배정이 아닌 시가 발행에 의존함으로써 금융 시장에 대한 왜곡을 최소화시켜야 한다. 이와 함께 국채에 수반되는 이자 부담을 흡수할 수 있도록 재정 정책으로는 첫째, 적당한 수준의 긴축 재정 정책을 이용하여야 한다. 긴축 재정 정책을 이용하는 경우, 금리 인하에 따른 불가 상승 압력 및 실질 환율 절상 압력이 추가적으로 완화되는 효과도 가진다. 둘째, 자본 유입의 압력을 해소할 수 있는 근본적인 해결책으로 안정적인 경제 운용 기조의 정착과 금융 시장의 효율화를 통해 금리를 안정시켜야 한다. 금리의 안정을 위해서는 무엇보다도 금융 하부 구조 정비 및 금융 기관간 경쟁 촉진을 통해 금융 거래 비용을 축소하고, 금융 시장 자체의 효율성 제고를 통해 금리가 시장 상황을 반영할 수 있는 금리의 시장 기능을 강화하는 것이 급선무이다.

마지막으로 정부 차원에서도 개방경제체제에 걸맞게 M2 위주의 직접 관리 방식을 지양하고 시장 기구를 통한 금리 조정을 위주로 하는 간접 관리 방식으로 전환해야 한다. 