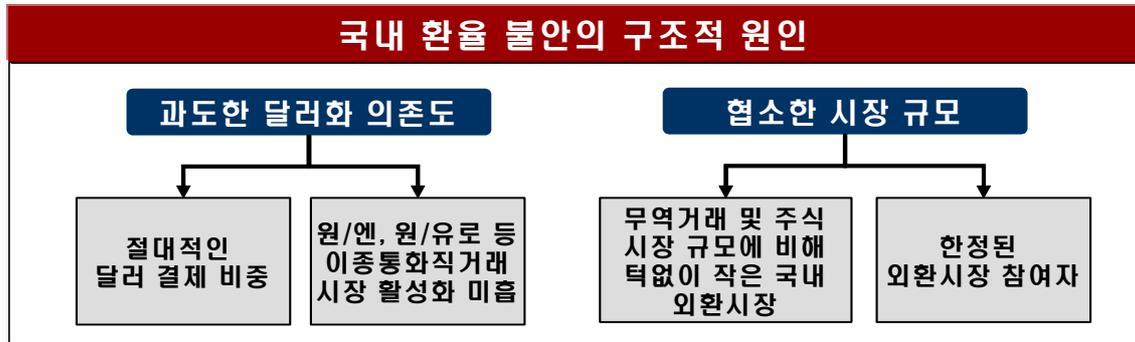


□ 정부 개입만으로는 환율 안정 어렵다



특정적 원인으로

- ❖ 쌍둥이 적자 누적 등 미국 경제의 구조적 문제점이 불거질 때 마다 국내 외환시장이 과도하게 급등락
- ❖ 수출 경기 변화, 외국인 주식자금 유출입 등에 따라 환율이 급변동
- ❖ 자본거래 등의 활성화를 통한 외환시장의 유동성 확대 제약
- ❖ 일시적 쏠림 현상으로 환율 급등락 현상이 발생할 경우 환위험을 인수할 주체가 정부로 한정

환율 불안 → 정부의 추세를 역행하는 시장 개입 → 외환 시장 개입 비용 확대

- ❖ 정부가 환율 불안에 따른 수출 경기 둔화 우려 등으로 불가피하게 외환 시장에 개입할 수밖에 없는 상황임
- ❖ 다만 외환 시장 흐름에 대한 정부의 판단 착오가 발생할 경우 막대한 환율 방어 비용 발생 시킬 우려가 큼
 - 실제로 2001~2004년 중 정부는 원/달러 환율의 추세적 하락 속에 외환 시장에 과도하게 개입해 12조원을 상회하는 순손실을 기록함(외평채 발행 이자 비용 및 환차손)
 - 한편 2006년에 들어 또다시 원/달러 환율이 급락하며 환율 불안이 발생하고 있어 추세를 역행하는 일시적 시장 개입 정책의 효과가 의문시 되고 있음
- ❖ 더욱이 중국을 중심으로 한 아시아 국가들의 외환보유고 다변화 가능성 고조 등에 따른 추가적인 달러화 가치 급락 우려가 상존하는 만큼 정부는 과도한 시장 개입을 자제할 필요

정책 과제

원화의 국제화 등을 통한 국내 외환시장 규모 확대 시급

- 이종통화 직거래 시장 활성화 및 정상적 투자 목적의 거래 규제 완화를 통한 시장 확대
- 동북아 지역 국가 간 적극적인 통화 협력을 통한 달러화 불안 해소
- 정부는 과도한 외환 시장 개입을 억제하고 시장 참여자들이 환율 움직임에 대한 판단 착오 가능성을 해소하여 주는 것이 바람직함
- 중소기업에 대한 환위험 관리 컨설팅 제도 활성화
- 고부가가치 제품 생산을 통한 가격에 비탄력적인 수요 창출

1. 빈번하게 나타나는 원화 환율 급락

○ 최근 국내 외환 시장은 시차를 두고 급락하는 현상이 나타나고 있어 정부가 불가피하게 외환 시장 개입에 나서고 있음

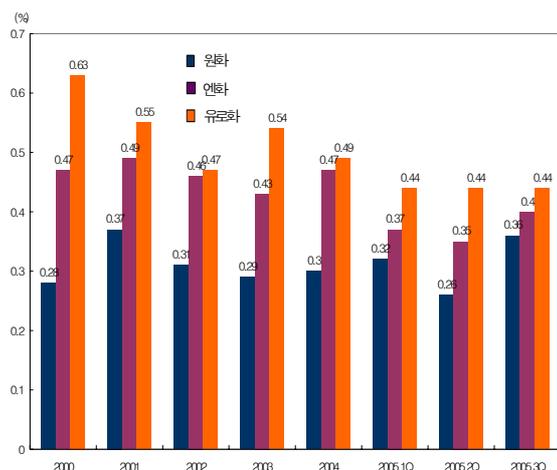
- 일시적 쏠림 현상에 따른 환율 급락 : 최근 원화 환율은 달러화에 대해 유로나 엔화 등에 비해 상대적 강세를 보이고 있으며, 평균적인 환율 변동성은 크지 않지만 일시적 쏠림 현상 등에 따른 원화 환율 급락 현상이 두드러짐
 - 2002년 이후 국내 수출 호조세와 자본수지 흑자 지속 등으로 원/달러 환율이 지속적으로 하락하고 있음
 - 또한 그동안 1:10 수준의 교환 비율을 유지하던 원/엔 환율도 최근 1:8.5 수준까지 하락하여 엔화에 대한 원화 가치도 강세를 나타냄
 - 한편 유로나 엔화에 비해 달러화에 대한 변동성은 상대적으로 소폭임에도 불구하고 원화 환율의 일시적 쏠림 현상 등이 나타나면서 급락하는 경우가 발생하고 있음

< 외환위기 이후 원화 환율 추이 >



자료 : 한국은행.

< 주요국 통화의 달러화 대비 변동률 >



자료 : 한국은행.

- 정부의 불가피한 외환 시장 개입 : 반복적인 원화 환율 급락으로 수출 경쟁력 상실을 우려한 정책 당국이 외환시장에 개입하는 사례가 빈번하게 발생함
 - 최근 내수 경기 부진이 장기화되고 있는 가운데 수출 경기마저 둔화될 경우 국내 경제가 큰 타격을 입을 것을 우려한 정책 당국이 불가피하게 원화 환율 하락을 저지하기 위해 외환시장에 개입함
 - 글로벌 달러화가 큰 폭의 약세를 시현한 2003~2004년의 경우 정부의 외환 시장 개입을 위한 외평채 발행 잔액이 2003년 23.6조 원, 2004년 22.2조원으로 2002년 15.8조 원에 비해 40%가량 급증함
 - 한편 2003년 역외 세력에 의한 국내 원화 환율 급락 우려로 국내 외국환 은행들이 역외 세력으로 부터 NDF를 매입하는 것을 규제하기도 함
- 한편, 국내 외국환 은행과 비거주자의 원/달러 선물환 거래 규모가 급증하면서 역외 시장의 국내 외환시장에 대한 영향력이 증대됨
 - 1999년 4월 허용된 역외 비거주자와 국내 외국환 은행 간의 원/달러 차액선물환결제(NDF, Non-Deliverable Forward) 거래는 2000년 4억 달러에서 2005년에 들어 20억 달러 규모로 5배가량 급증함

< 국내 외국환 은행과 비거주자의 일평균 NDF 거래량 추이 >

(단위 : 억 원)

| 00 | 01 | 02 | 03 | 04 | 05 1Q | 05 2Q | 05 3Q |
|----|-----|-----|------|------|-------|-------|-------|
| 4 | 5.1 | 6.7 | 13.4 | 17.1 | 23.5 | 23.4 | 13.5 |

자료 : 한국은행.

- 역외 시장의 원/달러 선물환 거래 활성화로 역외에서 형성된 원/달러 환율 움직임이 국내 외환시장 거래를 선도하는 경우도 발생함
 - NDF거래는 국내에는 시장이 개설되어 있지 않고 홍콩, 뉴욕 등 국외에서 거래되고 있음
 - 이에 따라 우리 외환시장 개장에 앞서 거래가 이루어지는 역외 시장의 원/달러 환율 움직임에 국내 외환시장 참여자들이 영향을 받고 있음
 - 예컨대 2006년에 들어 국내 외환시장에서 원/달러 환율 1,000원선이 붕괴 되기에 앞서 이미 역외시장에서 원/달러 환율이 세 자릿 수를 기록함

2. 외부 충격에 취약한 국내 외환 시장 구조

○ 국내 외환 거래의 달러화에 대한 절대적인 의존도 및 대외거래·자본 시장 규모에 비해 턱없이 협소한 외환 시장 규모 등이 구조적인 환율 불안의 원인으로 지적됨

① 거래상 달러화 의존도가 너무 과도하다

- 과도한 달러 결제 비중 : 우리나라는 대외 거래에 있어 달러화 사용 비중이 절대적으로 높아 달러화 가치 변동에 국내 외환 시장이 과도하게 반응함
 - 우리나라는 2002년 현재 원화의 대외 거래 결제 비중이 전체 무역 거래의 0.2%, 무역외 거래의 0.3%에 불과하며 대부분 달러화로 결제(2003년 수출 결제의 84.6%, 수입 결제의 78.3%)되고 있음
 - 선진국들의 경우 자국 통화 결제비율은 미국 90%, 영국 60%, 유로지역 50%, 일본 40% 수준임
 - 이에 따라 쌍둥이 적자 누적 등 미국 경제의 구조적 문제점이 불거질 때마다 국내 외환시장이 크게 변동하고 있음

< 주요국의 수출입의 자국 통화 결제 비중 >

| | 수출 | | 수입 | |
|-----|-----------------------------------|------|------|------|
| | 1980 | 2002 | 1980 | 2002 |
| 프랑스 | 62.6 | 55.3 | 33.1 | 46.8 |
| 독일 | 82.3 | 49.0 | 43.0 | 48.0 |
| 이태리 | 36.0 | 54.1 | 18.0 | 44.2 |
| 일본 | 29.4 | 34.9 | 2.4 | 24.2 |
| 영국 | 76.0 | 62.0 | 38.0 | 42.5 |
| 미국 | 97.0 | 92.5 | 85.0 | 81.0 |
| 한국 | 무역 거래의 0.2%, 무역외 거래의 0.3% (2002년) | | | |

자료 : 서봉국, 원화국제화 현황과 추진방향, 외환국제금융리뷰, 제2호, 한국은행, 2003, pp. 20~41.

- 이중 통화 직거래 시장 활성화 미흡 : 엔, 유로 등 이중 통화에 대한 직거래 시장이 활성화되어 있지 않거나 개설 자체가 안 되어 있어 대외 거래에 있어 기업들의 달러화 의존도 개선에 애로가 있음

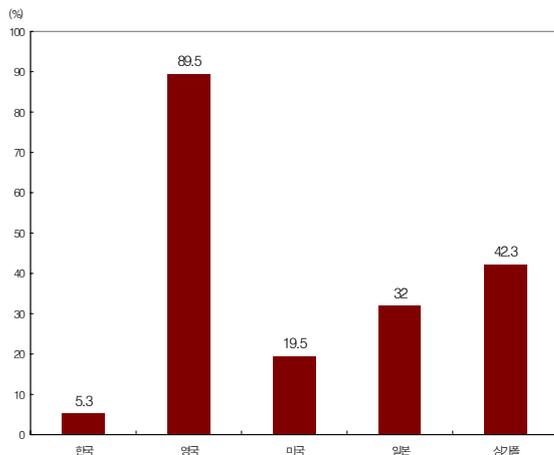
- 현재 원/엔 직거래 시장은 개설되어 있으나 활성화가 미흡해 여전히 원/달러와 엔/달러 환율에 기초한 재정환율을 사용하고 있음
- 또한 원/유로, 원/위안 등 최근 우리나라와 무역 거래 비중이 증가하고 있는 지역의 통화는 직거래 시장이 개설되어 있지 않음

② 국내 외환 시장 규모가 너무 작다

- 협소한 시장 규모 : 무역 규모나 자본시장 발전 정도를 감안할 때 국내 외환 시장 규모가 협소해 외부 충격에 취약함
 - 가치 저장 기능, 거래 목적의 보유 기능 등 통화의 국제화 기능이 취약한 것이 국내 외환 시장 규모가 협소한 주요 원인으로 지적되고 있음
 - (무역 거래 대비) 우리나라 일평균 외환 거래 규모는 200억 달러로 수출입 규모 대비 5.3%에 그치고 있어 영국 89.5%(7,530억 달러), 미국 19.5%(4,610억 달러), 일본 32.0%(1,990억 달러), 싱가포르 42.3%(1,250억 달러) 등에 비해 매우 작은 수준으로 수출 경기에 따른 외환 시장 변동성이 큰 구조임
 - (주식시장 대비) 더욱이 외국인 주식 보유액(시가 총액)대비 외환 거래 규모도 한국이 7.6%로 영국 79.4%, 미국 26.2%, 일본 27.2%에 비해 절대적으로 작아 외국인의 주식 자금 이동에 따른 환율 급등락 현상이 주요 선진국에 비해 빈번하게 나타나는 요인으로 작용함
 - ※ 2005년 현재 각국 주식 시가총액 규모 중 외국인 소유 규모(비중)는 한국 2,619억 달러(40.1%), 영국 9,487억 달러(32.1%), 미국 17,587억 달러(10.3%), 일본 7,315억 달러(17.7%)임

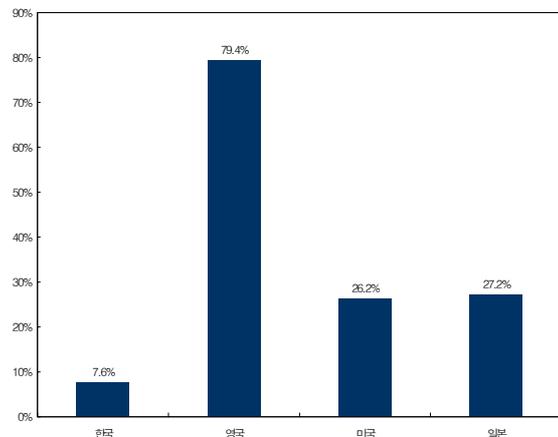
< 주요국의 외환거래 규모 비중 >

- 수출입(상품+서비스) 규모 대비



< 주요국의 외환거래 규모 비중 >

- 외국인 주식 보유액 대비



자료 : BIS, World Bank, IMF.

주 : 1) 외환거래 규모는 일평균 외환거래 규모임

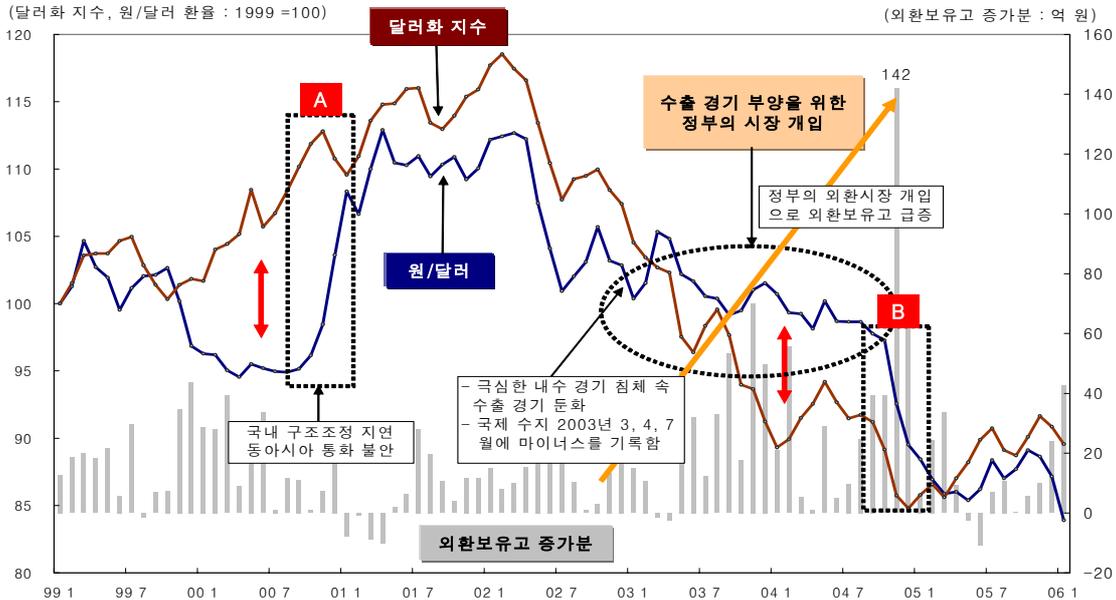
2) 외환거래 규모의 수출입 규모 비중은 2004년 기준이며, 외국인 주식 보유액 = (각국의 2005년 11월 시가총액 x 외국인 지분율).

- 한정된 외환 시장 참여자 : 국내 외환 시장은 무역 거래 중심으로 이루어지고 있고, 자본 거래 등과 같은 다양한 기대를 가진 외환시장 참여자가 부족해 시장 유동성 확대가 제약됨
 - 국내 외환 거래(은행간 거래)의 경우 은행들이 수출입 기업들의 결제 대금 수요에 대한 외환 거래 서비스 기능 중심으로 이루어지고 있음
 - 반면 자본 거래 등과 같은 외환의 정상적 투자 활동을 통한 시장 유동성 확대는 미흡한 상황임
 - 특히 정부가 환율 변동성에 대해 시장 개입, 규제 등의 정책을 빈번하게 사용하여 자본 거래 등에 대한 유인을 감소시켜 제2금융권 등 다양한 시장 참여자가 활동하는 것을 제약함

※ 2002년 7월부터 증권사 및 보험사도 은행간 외환시장 참여가 허용 되었으나 국내 외환 시장은 국내 은행 18개(시중은행 7, 특수은행 3, 개발기관 2, 지방은행 6), 외국은행 국내 지점 34개(한국씨티 포함), 종금사 4개, 외국계 증권사 2개(Merrill Lynch, Morgan Stanley) 만이 활발하게 거래를 수행하고 있음

- 따라서 국내 외환시장에서 쏠림 현상이 나타날 경우 환위험을 인수할 거래 주체가 정부로 한정되어 있으나, 정부의 판단 착오는 막대한 비용을 발생시킬 우려가 존재함
- 정부가 글로벌 달러화 가치 추세에 역행하는 지나친 시장 개입으로 원/달러 환율 급등락과 같은 환율 불안을 가중시킬 가능성이 상존함
 - 외환위기 이후 원/달러 환율은 글로벌 달러화 변동과 괴리가 커질 경우 환율이 급변동하는 현상이 나타남
 - ※ 아래 그림에서 A, B 구간의 경우 원/달러 환율이 글로벌 달러화 변동과의 차이를 쫓아 급격하게 급등락한 상황임
 - 2003에 들어 극심한 내수 침체 속 수출 경기가 둔화되면서 정부가 불가피하게 글로벌 달러화 약세 추세에도 불구하고 수출 경기 부양을 위해 외환 시장 개입으로 환율 방어에 나섬
 - ※ 2003년의 경우 국제수지(경상수지+자본수지)가 3월 -799억 달러, 4월 -1,242억 달러, 7월 -533억 달러를 기록할 정도로 원화 강세 요인이 미약했음에도 불구하고 정부의 외환 시장 개입으로 외환보유고는 급증함

< 외환위기 이후 달러화 지수와 원/달러 환율 추이 비교 >



자료 : FRB, 한국은행.

- 더욱이 추세를 거스르는 과도한 환율 방어는 막대한 비용을 발생시킴
 - 정부가 외환 시장 안정을 위해 운영 중인 외국환평형기금의 순손실규모는 2001~2004년 4년간 12조원을 상회하고 있는 것으로 나타남 (재정경제부)
 - 한편 정부 달러화 매입으로 인해 불어난 시중 유동성을 흡수하기 위한 통안증권 경우도 2004년에 -1,616억 원의 손실(외환부문 운용 수익-통안증권 지급 이자)을 기록함 (한국은행 보도자료)

- 한편 중국을 중심으로 한 아시아 국가들의 외환보유고 다변화 가능성 고조 등에 따른 추가적인 달러화 가치 급락 우려가 상존하는 만큼 정부는 과도한 시장 개입을 자제할 필요가 있음
 - 최근 달러화 가치의 지속적인 하락에 따른 환차손 누적 및 미국의 아시아 권 통화에 대한 절상 압력에 기인한 통상 마찰 고조 등으로 중국을 중심으로 한 아시아 국가들이 외환보유고 다변화에 나설 우려가 증폭됨
 - 2005년 말 현재 한중일 3국의 외환보유고는 2조 달러에 육박하고 있으며, 대부분 달러화 자산으로 이루어져 있어 이들의 통화 다변화 등이 가시화될 경우 달러화 환율의 추가적인 급락도 예상됨
 - ※ 2005년말 현재 한중일 3국의 외환보유고는 중국(홍콩 포함) 9,392억 달러, 일본 8,469억 달러, 한국 2,104억 달러임

3. 국내 외환시장의 量的·質的 확대

- 이종통화시장 개설 및 활성화, 자본 거래 활성화 등을 통한 국내 외환시장의 양적·질적 확대가 요구됨
 - 원/엔, 원/유로 등의 직거래 시장 활성화를 통해 결제 수단 다변화를 통한 달러화 의존도 개선, 헤지 수단의 활용폭을 증대하는 것이 바람직함
 - 또한 정부는 과도한 환율 방어를 최대한 자제하여 투자 목적의 자본 거래 등을 활성화하여 외환시장의 유동성을 증대시키는 방안을 적극 고려할 필요가 있음
- 기축 통화로서의 달러화 신뢰도가 점차 약화되고 있는 가운데 동북아시아 지역 국가 간 통화 협력을 통해 달러화의 급변동성에 따른 피해를 최소화할 필요
 - 한국, 중국 등 아시아 국가들이 무역 거래 등에 있어 달러화에 지나치게 편중되어 있어 달러화 환율 변동에 지나치게 민감하게 반응하여 환율 불안이 지속되고 있음
 - 따라서 아시아 지역 국가 간 환율 정책 공조, 아시아통화기금(AMF) 창설, 아시아 공동 통화 도입 등 통화 협력을 통해 달러화의 급변동성에 따른 피해를 최소화할 필요가 있음
- 중장기적으로 원화 강세가 상당기간 지속될 것으로 보여 결국 국내 산업 구조 고도화를 통한 비가격 경쟁력 제고가 시급한 과제임
 - 특히 명품 브랜드 육성 등을 통해 가격 변화에 비탄력적인 제품 생산을 확대하는 것이 궁극적으로 환율 변동에 따른 최선의 헤징 방법이 될 것임
- 한편 정부는 과도한 외환 시장 개입을 최대한 억제하고 시장 참여자들이 환율 움직임에 대한 판단 착오 가능성을 해소하도록 함
 - 또한 대기업에 비해 상대적으로 환위험에 대한 노출이 큰 중소기업들에 대해서 환율변동 보험제도 등을 적극 활용하고 환위험 관리를 위험 컨설팅을 보다 체계화하는 것이 바람직함 **HRI**

황동원 선임연구원(3669-4181, dhwang@hri.co.kr)

[참고] 정부의 외환 시장 선진화 방안

- 정부는 자본거래 규제 완화 및 폐지, 시장 참여자 확대 등의 외환시장 선진화 방안을 추진 중에 있음
- 특히 원화의 국제화를 위해 자본거래 완전 자유화를 골자로 하는 3단계 외환 자유화 일정을 당초 2011년을 보다 앞당겨 시행하는 것을 고려중에 있음

< 현행 국내 외환시장 선진화를 위한 정책 방향 >

| 구 분 | 1 단계 (2002~2005) | 2단계 (2006~2008) | 3단계 (2009~2011) |
|-----------------------|---|---|---|
| 자본거래 | -허가제·신고제 완화 · 비거주자의 원화 편딩 한도 확대 · 거주자의 해외차입· 외화 증권발행신고 한도액 (3천만불) 상향 조정 등 | -허가제 폐지 및 신고 (수리)제 전환 · 비거주자의 원화 편딩 · 재무불건전기업의 단기차입 · 장외신용파생거래 등 - 신고제를 Negative System으로 전환 - 지급증빙서류 제출 의무 폐지 | -신고제 폐지 · 다만, 비거주자의 원화 편딩,재무불건전기업의 단기 편딩, 장외신용 파생 거래는 신고제 유지 |
| 시 장 참 여 자 | 외국환은행 | -무역거래에 대한 확인 의무 간소화 | -외국환 업무취급기관 제도 폐지 · 송금업무 자유화 |
| | 제2금융권 | -외국환업무영역 확대 · 장외파생상품 허용 · 은행간시장 참여허용 | -외국환업무 취급 자유화 |
| | 원화수출 | -수출제한 완화 · 수출한도액 상향조정 | -허가제를 신고 수리제 로 전환 |

자료 : 재정경제부, '외환시장 중장기 발전 방향', 2002.4.16.

황동원 선임연구원 (3669-4181, dhwang@hri.co.kr)