

## 원엔 환율과 관련한 외환 시장 선진화 방안

송정석 (중앙대학교 사회과학대학 상경학부 교수)

### 1. 서론 : 최근의 원-엔 환율 하락

최근 엔화 약세가 심화되면서, 유로화나 캐나다 달러, 호주 통화 등 주요 통화 대비 엔화의 가치는 크게 절하되어 엔화의 실질 실효환율<sup>1)</sup>은 지난 10월 거의 100까지 하락했다. 이는 엔화의 실질 가치가 거의 실질 실효환율 기준 연도인 73년 수준까지 하락했음을 의미한다.

엔화는 원화에 비해서도 절하되었는데, 특히 작년 말부터 올해 초까지 기간 중 원화는 달러 대비 6.7%나 절상한 데 비해, 엔화는 달러 대비 1.7%에 그쳤다. 즉 같은 기간 중 원화 절상폭이 엔화 절상폭에 비해 거의 4배 가량을 기록한 것이다. 최근의 한 시뮬레이션 결과에 따르면 원화 절상폭이 엔화 절상폭의 2배일 경우 한국 GDP 성장률은 원화 절상폭과 엔화 절상폭이 같을 경우에 비해 삼분의 일 수준으로 낮아지는 것으로 나타났다<sup>2)</sup>. 이는 최근의 엔화에 대한 원화의 상대적 절상은 한국 경제전반에 매우 부정적임을 시사하고 있다.

이처럼 엔화가 원화에 비해 크게 절하되면서 원/엔 환율도 하락하였는데, 이로써 지난 8월까지만 해도 100엔당 840원대이던 원-엔 환율은 최근 11월 21일 한때 791원대까지 하락하였다.

### 2. 본론 : 원-엔 환율하락 배경

먼저 지난 몇 년간 원-엔 환율 추이의 배경을 살펴보고 이후 최근 원-엔 환율 하락 문제에 관련하여 외환시장 개선방안을 제시하고자 한다. 첫째, 글로벌 달러 약세에 따른 원화 강세 속에 예상외로 장기화되고 있는 일본의 저금리로 유독 엔화는 약세를 벗어나지 못하고 있다. 이는 바로 국내 정책당국이 통제할 수 없는 엔화 약세 요인이다. 결국 올해 초 일본은 제로금리는 탈피했으나, 이후 추가적인 금리인상을 실천에 옮기지 못하면서 엔화는 다시 약세로 전환하였다.

1) 1973년 수준을 100기준으로 환산한 실질 실효환율.

2) 한국경제연구원 정책연구 보고서 “환율하락의 영향과 정책과제” (2006년 3월) 인용.

둘째, 지난 몇 년간 외환당국의 개입 타이밍과 개입정도의 잘 못된 결합 (mismatch)이 원-엔 환율 불안의 배경으로 작용했을 가능성이 높다고 본다. 최근 원-엔 환율 급락은 그동안 원/달러 환율의 전형적 특징 중의 하나인 원-엔 동조화, 즉 원/달러 환율과 엔/달러 환율은 비슷한 추이를 보인다는 사실에 위배되는 현상이다. 실제로 원-엔 동조화가 강하게 나타난 2002년 기간 중 원/엔 환율은 1,000원대에 안정적으로 머물렀으나 이후 2003년에는 원/엔 동조화가 약화되면서, 원/엔 환율이 상승 즉 원화가 엔화에 비해 절하되는 양상을 보였다. 바로 2003년 10월 8일 당시 김진표 재정부 장관의 원화 환율이 엔화 환율과의 동조화로부터 벗어날 필요가 있다는 발언과 때를 같이하여 원-엔 환율은 상승하기 시작하여 2003년 말에는 한때 1,100원대를 돌파하였다. 이러한 사실에서 유추할 수 있듯이, 당시 원-엔 환율의 상승은 정책당국의 일본과의 수출경쟁을 염두에 둔 원화 절하를 의도한 외환시장 개입정책의 결과일 가능성이 크다.

그러나 이후 2004년 10월 당시 국정감사 재경위에서 역외 NDF 시장을 이용한 무리한 외환시장 개입정책에 따른 부작용과 막대한 외환시장 개입비용에 대한 비난이 일면서, 개입이 크게 감소했을 소지가 높다. 때마침 2004년 연말 이후 1,000원 대 이하로 하락한 원-엔 환율은 이후 한 번도 천 원대를 회복하지 못하고 최근까지 하락하였다. 따라서 개입할 땐 과도하게 하고, 안 할 때는 완전히 손 놓는 널뛰기 식의 개입은 꾸준히 smoothing operation 하는 경우와 달리 그 자체가 외환시장에 불확실성으로 작용하여, 외환시장의 핵심변수인 변동성을 증폭할 우려가 있다.

따라서 시장이 감내할 수 있는 변동성 내에서 환율을 관리하겠다는 정책당국의 외환시장 개입 원칙과 또 그러한 원칙을 위한 세부 정책이 바로 외환시장 개선 방안의 핵심이라 하겠다. 그렇다면 외환정책은 시장이 감당할 수 있는 환율 변동성만 지켜주면 되는 것인가? 이 질문에 대한 답은 어느 정도 이상의 변동성으로부터 단기적으로 시장을 지켜주되, 점진적으로 장기적인 시장의 폭과 깊이를 키워 나가야한다는 것이다.

우리나라 외환시장은 다음과 같은 두 가지 특징을 나타내고 있다. 첫째, 아직도 외환거래 규모 즉 외환시장의 크기가 우리의 경제 규모에 비춰 봐도 작다는

점이고 둘째는 그럼에도 불구하고 리스크가 큰 파생상품 거래 비중이 외환시장에서 급속히 증가하고 있다는 점이다. 우리나라의 일평균 외환거래량은 2004년 평균 187억 7,000만 달러로

GDP 6,801억 달러 대비 2.75 퍼센트, 2004년 무역규모 대비 3.92 퍼센트에 불과하다. 이는 OECD 국가를 포함한 주요 선진국의 GDP 대비 외환거래량 평균치인 10.7 퍼센트와 무역규모 대비 외환거래량 비중의 평균치인 16.4 퍼센트에 비해 낮은 수준이다.

실제로 파생상품의 은행간 일평균 거래량은 2002년 8천6백만 달러에서 작년에 7억8천만 달러로 9배가량 증가했다. 이는 동기간 중 현물환 일평균 거래량이 1.8 배 증가한 점을 고려할 때 최근 외환시장에서 선물과 옵션 등 파생상품 거래가 빠르게 증가하고 있음을 나타낸다. 아이러니하게도 선물 및 옵션 파생상품은 현물 외환거래로부터의 위험을 헤지하기 위한 수단이면서 동시에 투기적 요소를 가지고 있다. 따라서 파생상품 거래 비중이 높을 때 일부 시장참여자들의 거래가 환차익을 목적으로 할 경우 이는 규모가 작은 외환시장 전체에 소위 쏠림 현상을 초래할 수 있다. 그렇다고 해서 외환시장에서의 선물, 파생상품 비중을 인위적으로 줄일 수는 없으며, 오히려 선물, 파생상품 거래 확대는 외환시장 성숙과 함께 나타나는 자연스러운 추세이다.

### 3. 개선 방안

결국 다양한 파생상품 거래에 참여하는 거래주체들의 역할과 비중이 갈수록 커지고 있는 상황에서 이들 시장참여자들로부터의 충격에 시장 전체가 과도하게 반응하지 않으려면 시장의 저변을 확대해야 할 것이다. 그 실천방안으로는 첫째, 원화가 더 이상 지역적 (local) 인 차원에서 벗어나 글로벌하게 거래되는 계기를 만들어야 할 것이다. 이러한 측면에서 지난 9월 시카고 선물거래소의 원화선물 거래 개시는 고무적 현상이라 할 수 있겠다. 이는 서울 외환시장이 종료된 한국 밤 시간에 미국 현지 선물시장이 개장됨으로써 그동안 외환시장 개장 초에 환율 변동성이 컸던 부작용을 줄여 줄 수 있다. 물론 이미 뉴욕 등지에서 원화의 역외 NDF 시장이 존재해 왔으나, NDF 시장은 작은 자본으로 막대한 규모의 선물

거래가 가능하여 투기적 성격이 일반 선물시장보다 높다는 부정적 측면이 지적되어 왔다.

둘째, 한일 양국간 채권시장이 활성화를 통해 원화와 엔화 환율 간 관계 자체에 내포되어 있는 불안 요인을 없애야 할 것이다. 실제로 한국과 일본의 실물 무역부문에서의 경쟁관계나 상호 무역비중에 비해 양국간 금융거래는 상대적으로 부족하다는 점이 원-엔 동조화의 원인이라는 지적이 많다. 예를 들어, 한일 양국간 채권시장이 활성화되면 한일 양국 금리차이가 양국 환율간 차이와 밀접해지면서, 시장 참여자들은 원화를 거래하는데 있어서 한일 금리차라는 추가 정보를 활용할 수 있게 된다. 그러나 현실은 그렇지 못하여 외환시장 참여자들이 작은 시장규모로 인해 취약한 원화 환율의 기준 지표로 수출 경쟁국가인 일본의 엔화 환율을 고려해왔다. 최근과 같이 엔/달러 환율에 대한 불확실성이 과도해지면서 시장 참여자들은 엔화 환율의 원/달러 환율의 기준으로써의 역할을 불신하게 되고 이는 또 하나의 원화 환율의 불확실성으로 작용할 소지가 있다.

끝으로 정부가 올해 3월에 발표한 외환거래 규제완화 방안 내용과 같이 각종 해외 직, 간접 투자 규제 축소 등을 조속한 시일 내에 실천해야 할 것이다. 현재 원화 강세는 여전히 해외 투자자의 직접투자, 금융자산에 대한 투자에 비해 국내 경제주체의 해외금융투자는 여전히 부족한 실정을 반영한다. 물론 최근 해외 펀드 금융상품들에 대한 관심과 수요도 높아졌으나, 여전히 해외펀드 환매시 수익에 대한 15.4%의 이자소득세와, 국내 주식형 펀드의 2.5%보다 높은 3%대의 판매 및 운용수수료 등을 고려할 때 해외펀드 관련 거래비용 절감 등 향후 개선 여지 존재한다.

#### 4. 결론

사실 그 동안 정책당국도 해외투자한도 축소 등을 골자로 한 외환시장 개선을 위한 시도를 계속해 왔다. 이는 앞서 언급한 외환거래규모 확대 차원에서 바람직하다 할 수 있으나, 장기적으로는 정부 주도의 외환시장 발전 모색과 시장참여자의 저변 확대를 통한 자발적인 경쟁을 병행함으로써 외환시장의 효율성과 성숙을 기하는 방향으로 나아가야 할 것이라고 생각한다.