

주요 내용

■ 외환시장 개입 정책의 효과 ■

□ 외환시장 개입 정책의 의미와 유형

- (의미) 중앙은행이 환율을 변동시킬 목적으로 외환시장에서 외국 통화를 매수하거나 매도하는 행위
- (유형) 통화량 변화 여부에 따라 중화(Sterilization)된 개입과 중화되지 않은 개입으로 구분됨

□ 외환시장 개입 정책의 효과

- (개입) 완전자유변동 환율제도가 시행된 이후, 한국은행의 순해외자산이 지속적으로 증가하고 있어 환율 안정화를 위한 한은의 적극적인 외환시장 개입이 있었던 것으로 보임
- (효과) 외환시장 개입은 환율의 변화 방향을 전환시키지 못할 뿐만 아니라 의도한 방향과는 반대로 움직이는 것으로 나타남. 이는 외환시장 개입이 이루어지는 시점이 이미 환율의 변화 방향에 대한 기대 심리가 형성된 시기이기 때문임

□ 시사점 및 과제

- (시사점) 외환시장 개입이 단기적으로 환율 안정화에 기여할 수 있을 지라도 장기적인 환율 변동 효과는 미미하기 때문에 보다 근본적인 대책이 필요함
- (과제) 환율 정책을 포함한 거시 경제 정책의 합리적인 운용, 단기 자본 유출입에 대한 모니터링 시스템 강화, 선물환시장 활성화를 통한 외환 거래 규모 확대 등이 요구됨

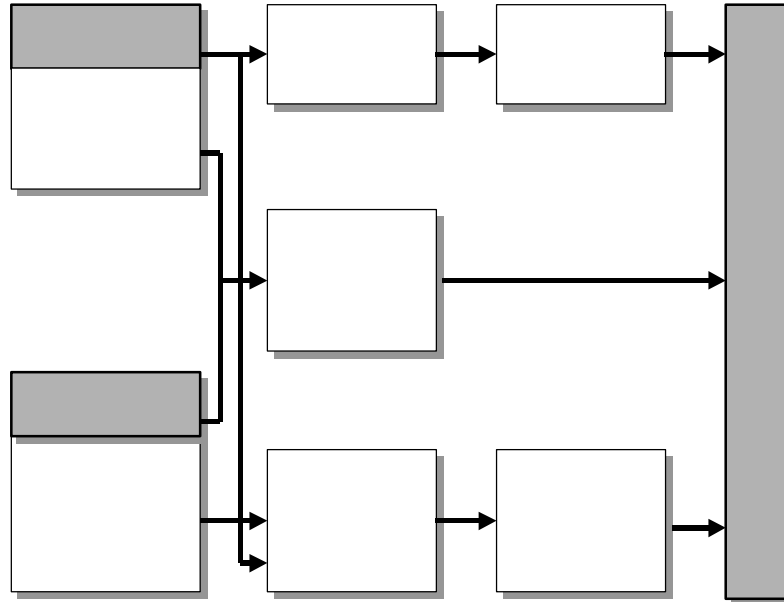
외환시장 개입 정책의 효과

정 희 식

외환시장 개입 정책의 의미와 유형

- 외환시장 개입 정책이란 통화 당국인 중앙은행이 환율을 변동시킬 목적으로 외환시장에서 외국 통화를 매수하거나 매도하는 행위를 말함
 - 중앙은행이 외환시장에 개입하는 목적은 환율 안정화, 환율 추세 변동, 환율 방향 제시, 외환 보유고의 적정 관리 등에 있음
 - 최근 외환시장에 달러가 넘쳐나 환율이 급락하고 있는데, 정부가 외평채 발행 등을 통해 환율 변화 속도를 줄이려고 하는 것도 외환시장 개입 정책의 일환임
- 외환시장 개입 정책은 통화량 변화 여부에 따라 중화되지 않은 개입과 중화(Sterilization)된 개입으로 구분됨
 - 중화되지 않은 개입은 국내 통화를 대가로 달러를 매수하거나 매도함으로써 국내 통화량의 증감을 불러일으키게 됨
 - 즉 중앙은행의 외환시장 개입이 국내 통화량과 외환 공급량을 변화시켜 양 통화 간의 상대적 가치인 환율을 변동시키게 됨
 - 중화된 개입은 중앙은행이 달러를 매수 또는 매도함과 동시에 공개시장 조작을 통해 공채를 은행들에게 판매 또는 구매함으로써 국내 통화량에는 전혀 변동이 없도록 만드는 것임
 - 다만 국내 금융 자산과 해외 금융 자산과의 수익률에 영향을 미쳐 환율을 변동시키게 되는데, 만약 국내 자산과 해외 자산과의 불완전 대체 관계가 존재할 경우 중앙은행의 통화량을 불변으로 유지하기 위한 채권 판매와 구매는 환위험 프리미엄을 증감시켜 환율을 변동시키게 됨
 - 또 위에서 언급한 외환시장 개입 정책 둘다 외환시장 참여자들의 환율에 대한 기대 심리를 변화시켜 환율을 변동시키는 효과도 있음

< 중앙은행의 외환시장 개입이 환율에 미치는 경로 >

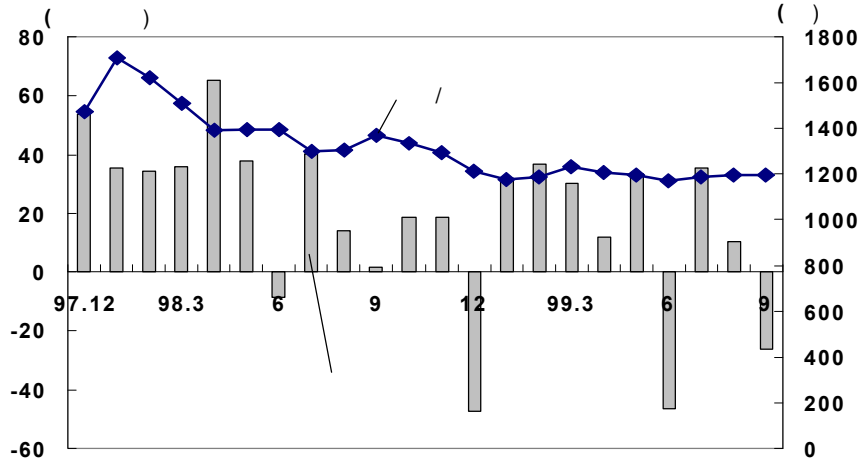


자료: 박진근(1997), 「환율 경제학」

외환시장 개입 정책의 효과 분석

- 한국은행이 외환시장 개입 규모를 발표하지 않고 있기 때문에 대부분 외환보유고로 구성되어 있는 순해외자산의 변동분을 외환시장 개입 규모의 대리 변수로 사용함
 - 순해외자산 = (해외 자산 - 해외 부채) + (외화 예탁금 - 외국금융기관의 지준금) - 자본 이득
 - 외환시장 개입량 = 순해외자산의 변동분
- 완전자유변동 환율제도가 시행된 97년 12월 이후 한국은행의 순해외자산이 대부분 증가하고 있는 것으로 나타남
 - 실제로 외환위기 이후 98년 1/4분기까지와 99년 1/4분기 중 순해외자산의 증가가 급격히 이루어지고 있어 환율 안정화를 위한 한은의 적극적인 외환시장 개입이 있었음을 시사함

< 원/달러 환율 및 한국은행 순해외자산의 변동분 추이 >



자료: 한국은행

주: 해외순자산의 양의 증가분은 외환의 수요를, 음의 증가분은 외환의 공급을 나타냄

- (분석 방법) 정부의 외환시장 개입이 원/달러 환율에 미치는 영향의 크기를 분석하기 위해 설명 변수로 외환시장 개입량(순외화자산 변동분: INT), 순국내자산 변동분(B), 대내외 이자율 차이(R), 엔/달러 환율(YEN) 등을 사용함
 - 모형 추정에 있어서 모든 변수에 로그를 취했고, 이들 변수에 단위근이 존재하는 것으로 나타남에 따라 1차 차분함
 - 또 외생 변수로 97년 12월의 완전자유변동 환율제도가 시작된 이후의 기간을 더미 변수로 도입함
 - 분석기간은 94년 1월부터 99년 9월까지 월별 자료를 이용하여 회귀분석을 수행함
- (분석 결과) 외환시장 개입이 환율의 변화 방향을 전환시키지 못할 뿐만 아니라 의도한 방향과는 반대로 움직이는 것으로 나타남
 - 만약 중앙은행이 환율 하락 추세를 진정시키기 위해 외환시장에서 달러를 10% 더 매수할 경우 원/달러 환율은 오히려 0.6% 정도 하락하는 것으로 나타남
 - 이는 외환시장 개입이 이루어지는 시점이 이미 환율의 변화 방향에 대한 기대가 형성된 시기이기 때문에, 그 효과가 일시적으로 존재할지 몰라도 장기적으로는 영향이 거의 없다는 것을 의미함

$$\Delta \log \text{WON} = 0.006 - 0.059 \Delta \log \text{INT} + 0.339 \Delta \log \text{B} + 0.131 \Delta \log \text{R} + 0.159 \Delta \log \text{YEN} + 0.008 \Delta \log \text{USD}$$

(0.029) (0.058) (0.049) (0.030) (0.104) (0.008)

$R^2=0.731$, ()내는 표준 오차임

- 엔/달러 환율과 원/달러 환율의 상관계수가 외환위기 이전 0.35에서 외환위기 이후 0.53으로 높아져 외환시장 개방 이후 엔/달러 환율의 영향력도 점점 커지는 것으로 나타남

시사점 및 과제

- (시사점) 외환시장 개입이 단기적으로는 환율 안정화에 기여할 수 있을지라도 장기적으로는 환율 변동 효과가 미미한 것으로 나타나 근본적인 대책이 필요함
- 외환시장 개입이 통화량 증가를 수반할 경우 통화 팽창에 의한 인플레이가 우려되고, 국채 발행을 통해 통화량 증가분을 흡수하더라도 채권 가격 하락으로 금리가 상승하게 되는 부작용이 발생할 수 있음
- 즉 외환시장 개입은 되도록 자제될 필요가 있고, 만약 개입이 불가피할 경우 외환시장 참여자들의 환율에 대한 기대 심리를 단숨에 변화시킬 수 있도록 강력하게 이루어져야 효과를 거둘 수 있을 것임
- (과제) 거시 경제 정책의 합리적 운용, 단기 자본 유출입의 모니터링 시스템 강화, 선물환시장 활성화를 통한 외환 거래 규모 확대 등이 요구됨
- 환율 정책을 포함해서 여러 가지 거시 경제 정책을 일관성있고 합리적으로 운용하는 것이 외환시장 안정화의 기본 조건임
- 외환 당국은 외환시장 참여자들의 거래 행태를 철저히 분석하고, 특히 단기 자본 유출입을 감독하는 시스템을 강화시켜 나가야 함
- 아울러 외환시장에서 환율의 변화 방향에 대한 다양한 기대 심리가 발생하도록 선물환시장 활성화를 통해 외환시장의 참여자 수를 확대시키는 것도 필요함

(hsjung@hri.co.kr ☎ 724-4042)