

최근 외환시장의 변동성과 원화 역외결제 문제에 대한 소고*

연구위원 김재민

최근 외환시장의 변동성이 높아졌다. 연초 대비 원화 가치가 하락세로 돌아섰고, 일일 환율 변동폭이 크게 늘어났다. 그리스를 중심으로 한 유럽국가들의 재정위기, 이에 따른 유로화 하락과, 천안함사태에 이어진 남북긴장관계가 외환시장 변동성을 증가시킨 직접적 원인으로 보인다. 일부 언론에서는 역외 차액결제선물환(NDF: Non-Deliverable Forward) 시장이 환율급등을 주도했다고 보기도 한다. 본고에서는 이러한 국제금융시장의 최근 이슈가 왜 외환시장의 불안 요인이 되는지를 시장구조적 측면에서 생각해보고 정책적 시사점을 제시하고자 한다.

원화 역외결제 문제

외국인투자자가 주가지수(KOSPI)와 그 변동성에 미치는 영향을 실증분석한 필자의 논문¹⁾에 따르면, 외국인투자자의 매도매수세가 주가지수에 미치는 영향보다도²⁾ 달러대비 원화 가치에 미

치는 영향이 더 의미있는 것으로 나타났다. 외국인투자자가 한국 주식시장에서 차지하는 비중은 크다. 외국인의 비중은 2004년 시가총액의 40%대였으며, 최근에는 다소 하락하였으나 30%대를 유지하고 있다. 이처럼 국내시장에서 비중이 큰 외국인투자자들이 국내 주식을 매매하는데 따른 환전이 외환시장에 영향을 미치는 것이다. 그러나 단순히 외국인의 역할이 크다는 사실만으로는 외국인이 외환시장에 미치는 영향을 설명하기에 불충분하다.

그 이유를 필자는 우리나라 외환시장의 규모가 경제전체 규모나 비금융 산업부문의 규모에 비하여 작다는 데서 찾는다. 불확실한 추정치이지만 한국의 외환시장 규모는 2007년 대략 세계 18위권인 반면, GDP는 같은 해 세계 13위권이다.³⁾ 싱가포르와 오스트레일리아의 외환시장 규모가 각각 5위와 7위권인 것과 대조를 이룬다. 같은 해, GDP는 싱가포르가 40위, 오스트레일리아가 15위로 한국보다 작은 경제규모다. 이처럼 한국의 외환시장이 상대적으로 작으니까 조그만 충격에도 시장이 요동을 치는 것이다.

외환시장이 작은 이유는 원화의 국제화가 덜 되

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 1995년부터 2006년에 걸친 data를 VAR로 분석한 논문임. Kim, Jaemin, James Landi, and Sehyun Yoo, 2009, "Inter-temporal examination of the trading activities of foreign investors in the Korean stock market," *Pacific-Basin Finance Journal* 17, 243-256.

2) 외국인이 주식시장에 미치는 영향도 논란의 여지가 있으나 본고에서는 논외로 함.

3) "Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange and derivatives market activity in 2007," Bank for International Settlements, December 2007; "World Development Indicators 2009," World Bank, April 2009.



있기 때문이라고 볼 수 있다. 통상, 국제화 미비의 이유로 대한민국이 소규모 개방경제임이 언급되는데, 필자는 이에 전적으로 동의하지 않는다. 이미 한국의 경제규모는 상당히 크고, 비금융부문(전자, 조선, 자동차, 철강, 건설)은 전 세계적으로 정상급 수준에 올라와 있다. 소규모 개방경제의 논리는 다분히 소극적이고 제한적이다.

그렇다면, 경제규모와 경제발전도에 부응하는 규모의 외환시장이 만들어지려면 어떻게 해야 하는가? 필자는 그 첫 단계가 원화의 역외결제 허용에 있다고 생각한다.

예컨대, 주식을 매도한 외국인투자자가 원화 대금을 역외로 이동하려면, 역외원화계정이 허용이 안되므로 무조건 달러 등의 외화로 환전해야 한다. 이는 원화의 매도를 의미하므로, 원화의 하락세(환율상승)로 이어진다. 역외에 원화예치와 결제가 허용되면, 이 외국인투자자는 원화를 외화로 바꿀 필요 없이 그대로 역외로 송금할 수 있다. 외국인이 역외에서 자국통화와 원화를 동시에 보유하면 원화가치 대비 자동 헤지가 되는 장점도 있다. 외국인이 주식을 매수하고자 하는 경우도 마찬가지로 설명할 수 있다. 결론적으로 말하면, 원화의 역외거래불가라는 시장구조적 요인이 주식매도(수) - 원화가치하락(상승)이라는 연결고리를 강화시키고 있고, 이것은 당연히 외환시장의 변동성을 증가시킨다는 것이다. 이 점이 상기한 필자의 논문 실증분석에서 발견된 것과 맥을 같이하고 있다.

1990년대 후반 한국의 외환위기 이후 주식시장이 외국인에 완전개방 되면서 규모 면에서나 시장

인프라 면에서 발전해 온 점을 부인할 수 없다. 그러나 외환시장은 '환란'이라는 이름에 걸맞게 외국인 투기의 온상인 것처럼 여겨져 왔고, 때문에 규제당국은 다른 금융부문과 달리 외환시장을 상대적으로 더 엄격하게 규제해 왔다. 그러나 이제 이러한 규제, 특히 원화의 역외결제불허를 심각하게 재고해야 될 때가 왔다고 필자는 믿는다.

NDF 시장을 포함한 외환파생상품, 그리고 이의 규제 문제

일부보도에 따르면, 역외 원-달러 NDF 거래가 최근 환율폭동의 주범으로 몰리기도 한다. NDF시장은 역외에서 자연발생적으로 생겨난 차액결제 선물환 시장이며, 1990년대 말부터 활성화되었다. NDF는 원화를 기초자산으로 하여 만기에 일종의 선물환율인 NDF가격과 현물환율인 현물가격 간 차액을 국제통화(통상 달러화)로 결제하는데 홍콩, 싱가포르, 그리고 최근 뉴욕, 런던 등 주요 국제 금융센터로 확대된 시장이며, 한국의 상업은행들도 거래 참여자이다. 말 그대로, NDF는 원화 현물의 delivery 없이 이루어지는 거래다.⁴⁾

여기서 집고 넘어가고 싶은 것은, NDF시장이 역외에 생겨난 이유가 바로 원화역외거래의 불가 때문이라는 점이다. 미 달러화는 거대한 역외시장, 즉 유로달러시장에서 다른 화폐와 여러 가지 목적과 이유로 자유롭게 다량 거래되고 있

4) NDF시장은 역외시장이므로 정확한 통계가 존재하지 않지만, 2009년 중 비거주자의 역외 NDF 거래 규모는 일평균 48.7억 달러로 추정되고 있고, 일평균 현물환거래 58.3억달러에 비교되는 수준이다(2009년 중 외환시장 동향, 한국은행 보도자료 2010년 1월 8일 공보 2010-1-9호).

다. 반대로, 원화의 경우 역외 보유나 거래자체가 불가능하므로, 원화 NDF시장이 생기게 되었다. 즉, 역외에서 보유할 수 없는 원화를, 실물인도 없이 화폐의 교환비율만 놓고 차액결제(차액결제)를 하는 것이다. 이러한 거래는 원화대비 달러가치 발견(price-discovery)을 도와주며, 역내 외환시장의 부족한 유동성을 보충해준다. 이 NDF거래가 환율을 교란시킨다는 견해는 경제의 기본논리에 충실한 생각이 아니다. 즉, NDF시장에서 원화 가치가 달러대비 하락하는 것은 하락이유가 있으므로 하락하는 것이지, 투기세력의 장난으로만 보는 것은 무리가 있다.

비슷한 맥락에서, 외환시장의 증가된 변동성에 대한 대응으로 선물환 시장 등 외환파생상품시장을 규제하려는 움직임이 있다면, 이는 좀 더 냉정하게 접근할 필요가 있다. 외환파생상품의 거래와 변동성이 늘어난 것은 환율의 변동성이 증가했기 때문에 헤징수요를 비롯한 파생상품에 대한 수요가 늘어나서 생기는 당연한 결과다. 파생상품이 만들어진 이유가 바로 이런 변동성에 대비하기 위한 것이다. 따라서 증가된 외환시장의 변동성만을 보고 선물환 등을 규제하지는 것은 거꾸로 된 발상이다. 파생상품에 대한 규제를 무조건 하지말자고 하는 것이 아니다. 원인을 정확히 파악하고 적절하게 규제해야 한다는 것이다.

시장주의적 접근

2008년경에 시작된 국제금융위기는 각론의 차이는 있으나 전반적으로 금융시장을 더 규제하는 분위기로 이어졌다고 볼 수 있다. 이에 비추어 원

화역외결제를 허용하지는 주장은 인기 없는 주장이 될 가능성이 많다. 뿐만 아니라, 원화역외결제 허용이 단기간에 원화국제화로 이어지는 것도 물론 아니다. 그럼에도 불구하고 원화역외결제 허용, 즉 역외원화시장(offshore Won currency market)의 허용은 한국외환시장의 유동성을 증대시키고, 따라서 외부충격에 내구성이 강한 시장으로 발전시키는 중요한 첫 단추이다. 또한, 한국을 동북아 주요 금융중심지로 육성하기 위한 정부 전략의 기본 취지에도 부합한다.

한국경제 및 금융시장과 직접적 관련 없이 외부에서 불안요인이 생기면, 한국경제의 펀더멘탈이 좋다고 하여도 외국인들은 원화를 버릴 수밖에 없다. 가까운 중국에도 가져갈 수 없는 원화를, 즉 역외보유가 불가능한 금융자산을 불안한 시기에 외국인이 보유할 까닭이 없는 것이다. 세계를 휩쓴 금융위기가 미국에서 시작되었음에도 불구하고 달러화 환란이 생긴 것이 아니라, 전 세계의 투자자들이 안전자산 달러화와 미국국채로 몰려 달러화 가치가 오히려 상승되었음을 상기할 필요가 있다. 최근의 유로존 위기도 같은 현상을 불러오고 있다.

화로에 있는 숯불이 넘쳤을 경우, 이를 방지하는 방법은 두 가지가 있을 수 있다. 첫째, 숯불의 양을 줄이는 것이고, 둘째는 화로를 크게 만드는 것이다. 첫째 방법은 넘침을 방지할 수 있는 반면, 화력이 약해져 난방효과가 줄어든다. 둘째 방법, 즉 화로를 크게 하는 것이 시장을 크고 튼튼하게 하는 정책으로 비유 될 수 있다.

필자는 무조건적 시장주의자가 아니다. 시장



은 실패 할 수 있음을 우리는 이번 금융위기를 통해 다시 한번 실감했다. 시장 실패의 주원인은 정보비대칭(information asymmetry)이다. 따라서 시장을 건설하게 하는 규제는 정보비대칭을 낮추는 규제라고 말할 수 있다. 규제당국은 이자부담(외평채), 민간부문 구축효과(crowding-out effect) 및 기타 기회비용 등을 포함한 상당한 비용을 들여 외환보유고를 조성하고 이를 사용하여 외환시장에 개입하고 있다. 이것이 단기간 환율 안정에는 도움이 될 수 있지만 큰 위기에는 충분하지 않다는 사실도 이번 금융위기를 통해서 알았다. 이뿐 아니라, 정부의 외환개입 여부는 기본적으로 비공개 정보이다. 단기적으로는 이러한 비공개 원칙을 합리화할 수 있으나, 중장기적 측면에서 볼 때 이 또한 정보비대칭에 기여하고 있다고 보아야 한다. 부연하면, 기업 등 외환시장참여자들은 정부의 시장개입이 어떻게 전개될 것인가를 예측해야 하고, 이는 산재한 여러 변수들의 불확실성에 하나를 더 추가한 불확실성으로 볼 수 있다.

한국에는 전자, 자동차, 반도체, 철강, 조선 등 비금융 산업분야에 세계적 수준의 다국적 기업들이 많고 이 다국적 기업들은 세계 여러 나라에서 다량의 거래를 한다. 그런데 이 기업들은 원화계정을 한국 이외의 그 어느 곳에도 가질 수 없다. 명목상 원화의 경상거래 결제는 가능하나, 역외에 예치해 둘 수 없는 원화는 한국기업에게도 외부 충격 시 빨리 팔고 외화로 바꾸어야 하는 통화다. 또한, 기업들이 환위험을 헤지하려면, 시장의 제 변수들 뿐 아니라, 규제당국이 어떻게 움직일 것인가도 예측해야 한다.

Bank of Israel(BOI) 부총재였던 Meir Sokoler에 따르면, BOI는 1997년 이후 외환시장에 개입하지 않았으며 이러한 외환시장 불개입 정책의 성과로, (1) 민간 경제 주체들이 환위험에 자발적으로 대처하게 되었고, 이것이 외환 관련 파생상품시장의 성장으로 이어졌으며, (2) 이는 외환시장의 유동성과 효율성을 높여 이스라엘 통화인 Shekel화의 변동성을 감소시켰고, (3) 증가된 외환시장의 안정성이 금융시장 전반의 안정성으로 이어졌다.⁵⁾ Shekel화는 역외시장이 존재하며, 2006년 Shekel화 파생상품이 Chicago Mercantile Exchange에서 거래되기 시작했다. 이스라엘의 GDP는 대략 세계 40위권 수준이므로, 이스라엘이야말로 소규모 개방경제라는 말에 걸맞다고 할 수 있겠다. 국제증시지수를 산출, 발표하는 주요 글로벌 기관인 MSCI⁶⁾ Barra와 FTSE⁷⁾는 이스라엘을 선진시장(developed market)으로 분류하고 있다. 원화의 역외결제 허용은 원화라는 금융자산에 내재한 리스크를 줄임으로써, 외환시장이 소규모를 벗어나 유동성이 많고 따라서 외부충격에 강인한 시장으로 향해 가는 첫 걸음이 된다.

5) Sokoler, Meir. "Approaching a decade of no foreign exchange intervention - lessons from Israel," in BIS (ed.), *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications* (BIS Papers No. 24, May 2005).

6) Morgan Stanley Capital International

7) FTSE International Limited