

금융개방의 확대와 환율의 영향 변화 분석

윤덕룡 대외경제정책연구원 국제경제실
국제거시팀 선임연구위원
dryoon@kiep.go.kr

김수빈 대외경제정책연구원 국제경제실
국제거시팀 연구원
sbkim@kiep.go.kr

강삼모 동국대학교 교수
sammokang@dongguk.edu



1. 연구의 배경 및 목적

- 글로벌 금융위기가 발생한 지 5년이 지났음에도 여전히 세계경제는 정상적인 상태를 회복하지 못하였으며, 이에 따라 각국은 공조의 성격을 띠는 정책보다는 자국위주의 정책 시행에 관심을 가지고 있음.
 - 위기극복방안으로 선진국들은 유례없는 적극적인 거시경제정책을 시행하고 있고, 신흥국들 역시 수출 증대를 위한 환율 저평가를 유도하고 있는데, 이러한 경향에서 유발되는 가장 가연성 높은 재료로 환율전쟁이 급부상하고 있음.
- 실제로 환율전쟁이 가시화할 경우, 소규모 개방국가인 우리나라에 미치는 영향은 매우 큼.
 - 무역의존도가 100%를 넘는 우리나라는 원화절상 속도의 가속화에 따른 경상수지 악화를 겪을 것이며, 물가 변동성 확대를 비롯하여 거시경제변수 전반이 불안정해지는 어려움을 겪게 될 것임.
 - 뿐만 아니라 거시경제 환경이 악화할 경우 국내에 유입된 해외자본들이 급격히 유출되는 서든스톱(sudden stop)의 위험성도 배제할 수 없음.
- 이렇게 환율의 변동성 및 환율 변동의 파급력이 확대된 것은 그동안 자본시장의 자유화를 비롯하여 금융개방을 적극적으로 추진한 결과임.
- 이러한 점들을 고려할 때 1997년 외환위기 이후 금융개방과 더불어 환율 및 외환거래의 제도적 변화와 외환거래규제의 완화 또는 폐지의 과정을 일람할 필요가 있음.
 - 우리나라 외환당국이 대내외 금융환경의 변화에 맞추어 시행해온 환율제도 및 정책과, 급속한 금융개방 과정에서 부작용을 최소화하기 위해 실시한 외환거래제도 및 규제 변화를 살펴보아야 함.
- 또한 자국통화의 국제적 호환성이 존재하지 않는 우리나라의 경우 환율이 외환수급에 의해 결정되기 때문에 그동안 외환수급구조에 어떠한 변화가 있었는지 점검해보아야 할 것임.
- 이와 더불어 환율과 실물 및 금융 경제변수 간의 관계 분석에 있어, 대내외 금융환경의 변화를 반영한 실증적인 접근을 통해 우리나라 외환시장에 적합한 정책방향을 제시하고자 함.
 - 환율정책의 방향을 설정하는 데 있어 지침이 될 만한 기존 연구들은 환율이 물가인상에 미치는 영향, 실질환율과 경상수지의 동학 등 특정주제에 대한 보고서가 중심이 되었음.

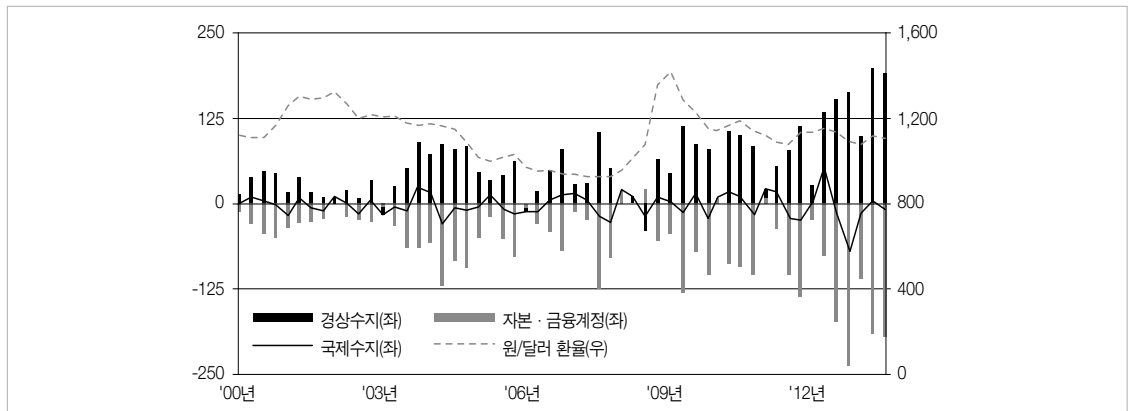
- 특히 1997년 IMF 외환위기 이후 환율 변동성이 크게 확대되면서 국내 물가에 미치는 영향이 커졌을 뿐 아니라 물가 이외에도 여러 가지 거시경제변수의 변동을 유발하여 그 영향에 대한 객관적인 자료가 요청되어 왔음.
- 기존의 환율 관련 연구들에서 거시경제와 관련하여 도출한 정책대안들이 금융개방 및 국제경제 환경의 변화로 인해 달라진 정책 환경을 충분히 반영하지 못한 측면이 있어, 새로운 여건을 고려한 실증연구로 정책대안의 실효성을 제고할 수 있을 것으로 기대

2. 조사 및 분석 결과

1) 대내외 금융환경 변화에 따른 우리나라 외환제도의 변천 및 외환수급구조의 변화

- 우리나라 환율제도는 경제발전과 국제환경에 변화해왔으며, 현재 자유변동환율제도(1997.12월 채택)를 운영하고 있음.
 - 동 제도 하에서 환율은 기본적으로 외환수급에 따라 결정되며, 외환수급 상황은 국제수지표(Balance of Payment)를 이용하여 종합적으로 판단할 수 있음(그림 1).
 - 또한 외환시장의 규모가 작아 외부충격에 쉽게 노출되는 점을 고려하고, 소규모 개방경제의 특성으로 인한 환율의 급변동을 피하기 위해 외환당국의 제한적이고 비주기적인 시장개입 및 조절, 이른바 환율의 미세조정(smoothing operation)을 허용하고 있음.

[그림 1] 분기별 국제수지와 원/달러 환율 추이

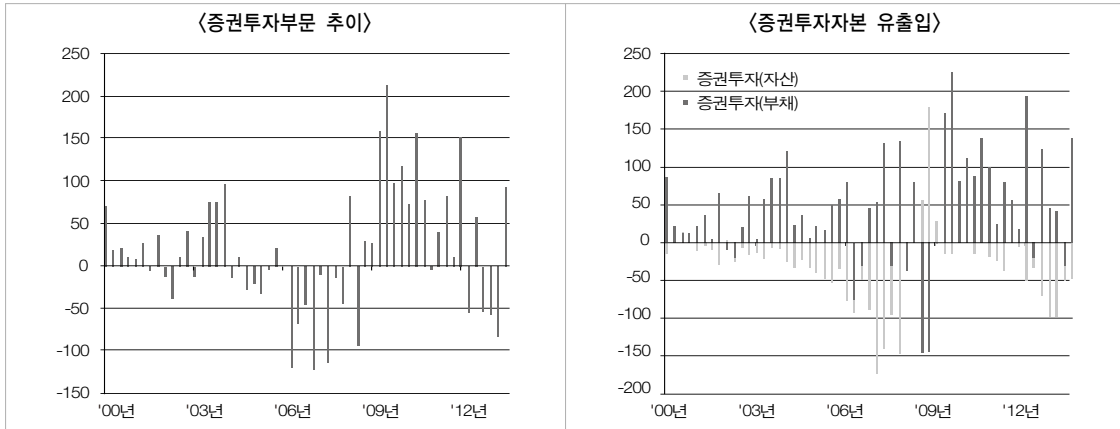


주: 1) 2000년 1/4분기~2013년 3/4분기
 2) 국제수지는 오차 및 누락분을 제외한 경상수지와 자본·금융계정의 합계
 3) 원/달러 환율은 해당기간 분기별 평균(증가 기준)
 자료: 한국은행 경제통계시스템.

● 국제수지의 금융계정에 나타나는 두드러지는 변화는 과거에 비해 특히 글로벌 금융위기 이후 증권투자 부문이 차지하는 비중이 확대된 것임(그림 2).

- 이는 급속한 금융개방을 추진한 결과 우리나라 자본시장의 실질적(de facto), 제도적(de jure) 측면 모두 개방도가 높아져 해외 투자자들의 국내 증권에 대한 투자가 증가한 데 기인

[그림 2] 금융계정 중 증권투자부문 분기별 추이 및 자본유출입



주: 1) 2000년 1/4분기~2013년 3/4분기

2) 증권투자(자산)은 내국인의 해외증권투자를, 증권투자(부채)는 외국인의 국내증권투자를 의미.

자료: 한국은행 경제통계시스템.

● 이러한 변화는 과도한 해외자본 유출입으로 인한 환율 변동성 확대 등의 거시경제 불안정성을 높일 수 있다는 우려를 낳았음.

- 특히 단기성 자본, 이른바 핫머니(hot money)의 빈번한 유출입은 국내경제에 대한 과급력 확대와 더불어 외부충격에 취약한 경제구조를 형성할 수 있음.

● 따라서 외환당국의 시장 개입뿐 아니라 외환거래제도의 점진적 개혁을 수행하였고, 거시경제의 안정성을 해치는 자본유출입에 대한 규제방안을 적극적으로 모색하여 왔음.

- 우리나라가 경험한 외환위기와 글로벌 금융위기는 자본유출입 변동성이 매우 높았던 점에 기인하며, 이러한 위기는 실물부문에까지 영향을 미치는 악순환을 초래

- 자본유출입 규제의 유용성이 주목받게 되면서 정부는 관계기관 합동으로 ‘자본유출입 변동 완화 방안’을 마련하였음(2010년 6월, 표 1).

[표 1] 자본유출입 변동 완화 방안

	방안	주요내용
자본유출입 관리 강화	선물환포지션제도 도입	- 국내은행(50%), 외은지점(250%) 등의 선물환포지션 한도 신설 및 운영
	외화대출 관리 강화	- 외화대출을 해외사용 용도로만 제한 - 외화대출 증가율에 비례하여 감독수준을 결정
	외환건전성 관리 강화	- 국내은행의 외화유동성 비율 및 중장기 재원조달비율 규제 강화 - 외은지점의 자율적 외화유동성 리스크 관리 유도 - 선물환거래 한도를 실물거래의 100%로 하향조정
자본유출입 대응능력 확충	자본유출입 모니터링 강화	- 위기예측모형 관리 및 자본유출입 모니터링실 신설(국제금융센터)
	금융안전망 구축	- 글로벌 안전망과 지역안전망 구축 추진
	외환보유액 관리	- 외환보유액 수준 점검 및 외화자산 확충

자료: 한국은행 및 기획재정부 보도자료를 참고로 저자 정리.

- 이와 더불어 이른바 ‘거시건전성 3중 세트’라고 일컫는 선물환포지션제도, 외국인 채권투자 과세, 외환건전성 부담금 부과를 시행하고, 급격한 자본유출입에 대한 선제적 대응을 위해 여러 가지 방안을 모색하고 있음.

- 이러한 일련의 제도개혁은 우리나라 외환건전성 및 대외지급능력 제고에 기여하였으나 글로벌 금융위기 이후 시행된 선진국의 양적완화정책은 우리나라 외환 및 자본시장에 거대한 파급효과가 있으므로, 이와 관련한 불안요인이 해소되지 않는 한 대내외 여건 변화에 따른 환율 변동성 확대 및 자본 유출 위험은 상존하고 있는 상황

2) 외환수급 경로의 변화가 환율에 미치는 영향

- 1997년 외환위기 이후 우리나라 금융시장의 자유화 결과 외환시장에서 외환공급의 주된 통로가 경상수지에서 금융계정수지로 전환되었음.
 - 금융시장의 개방 및 자유화로 인한 가장 중요한 변화는 경상거래와 자본이동 간의 관계변화임.
 - 즉 외환위기 전 경상수지는 자율적 거래(autonomous transaction)의 결과를 나타냈고, 자본거래는 보완적(accomodating) 수단에 불과하였으나, 금융개방 이후에는 금융거래 자체가 자율적 거래로 전환되었음.
- 외환수급의 주요 경로가 금융거래로 전환된 이후 외환시장의 거래 규모가 확대되고 자본유출입 변동의 빈도가 잦아지는 결과를 관찰할 수 있었고, 이는 환율 변동성 증대 및 변동 빈도수 증가를 초래하였음.
 - 외환수급의 주요 경로 변화가 나타난 2000년대 이후 환율의 변동성, 범위, 쏠림현상 등이 외환위기 이전에 비해 3배 가량 증가한 것으로 나타났음.

- 또한 2000년대 이후에는 경상수지뿐 아니라 금융계정수지도 환율의 변동을 초래하는 것으로 나타나 금융거래의 환율에 대한 영향력이 증가했음을 알 수 있었음.

● 경상수지는 금융계정수지의 변동을 결정한 반면, 금융계정수지는 경상수지를 변화시키는 요인으로 작용하지 못함.

- 이는 금융시장의 개방으로 해외자금 확보가 상대적으로 용이해져 금융시장의 병목현상이 해소되었음을 의미

● 경상수지와 금융계정수지는 일정기간 동안 같은 방향으로 움직이는 순차적 동행성을 가지는 것으로 나타났고, 이는 대외수지 균형이 이루어지지 않는 것이 일반적 현상이 되었음을 의미

- 금융개방 이후 경상수지 흑자는 해당국 경제의 경쟁력에 대한 신호 효과와 환차익에 대한 기대효과로 작용하여 금융계정의 흑자를 초래하였음.

- 이 결과 자본이동의 쏠림현상과 변동성 증가가 심화되었음.

● 환율을 결정하는 요인으로 금융계정수지의 영향력이 더 커졌으나, 여전히 경상수지 역시 환율결정요인으로 작용하고 있음.

- 다만 환율변동이 금융거래의 변동방향을 먼저 결정하고 있어 실물분야의 경상수지 변동이 이전보다는 영향력이 감소하였음.

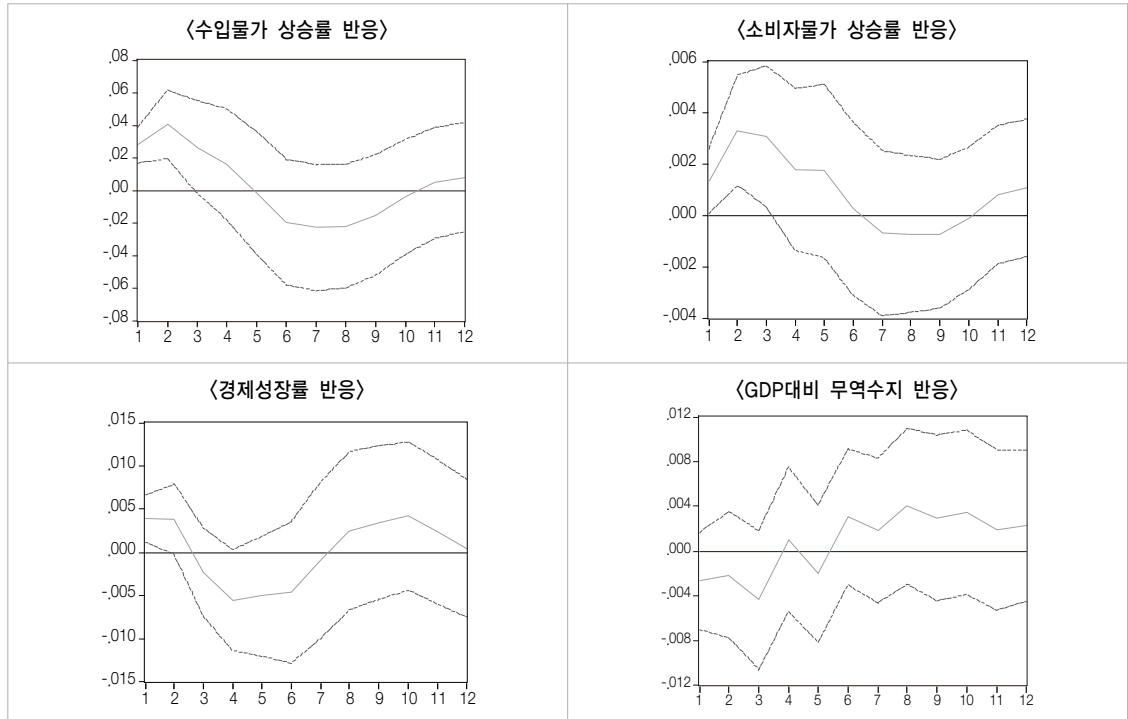
3) 환율¹⁾이 금융 및 실물경제에 미치는 영향: 한국, 일본, 중국을 대상으로

● 분석 대상국인 한국, 중국, 일본 모두 환율변화율이 수입물가 상승률에 미치는 영향이 소비자물가 상승률에 미치는 영향보다 매우 컸음(그림 3).

- 한국의 경우 2000년 이전에는 환율변화율이 소비자물가 상승률에 미치는 영향이 수입물가보다 더 크게 나타났으나, 2000년 이후 이러한 결과가 나타난 이유는 소비자물가의 안정화뿐 아니라 FTA 확대에 따른 국내물품과 수입소비품 간 경쟁 심화로 추정할 수 있음.

1) 환율로써 명목실효환율과 원/달러 환율을 각각 적용하여 동일한 분석을 시행하였으나 결과에 큰 차이가 없어 원/달러 환율 적용 결과를 다루었음.

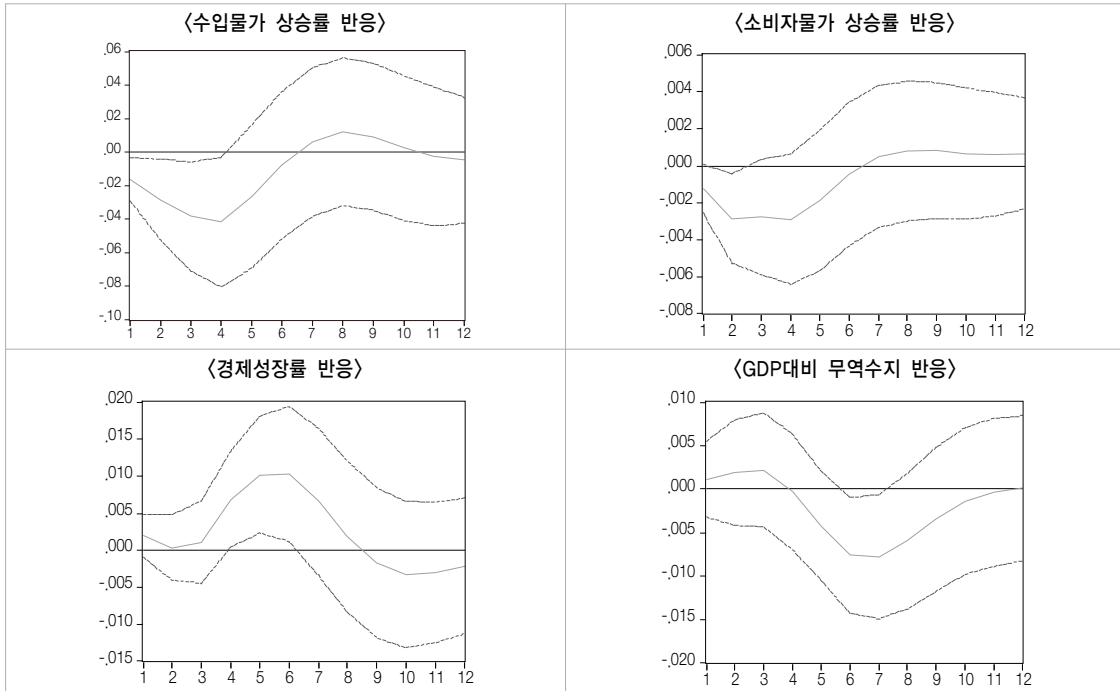
[그림 3] 원/달러 환율 상승률 1표준편차 충격의 영향



주: 원/달러 환율의 상승은 환율 절하를 의미.
자료: 저자 작성.

- 우리나라 거시경제 변수에 엔/달러 환율의 상승률이 원/달러 환율 상승률 못지않게 큰 영향을 미쳤음 (그림 4).
 - 특히 GDP대비 무역수지에 엔/달러 환율 상승률이 미치는 영향이 컸는데, 이는 한국이 수입하는 일본상품의 가격탄력성이 매우 낮고, 한국과 일본이 교역시장에서 매우 경쟁적인 관계에 있음을 의미
- 환율 변화율은 수입물가 및 소비자물가 상승률에 큰 영향을 미쳤으나, 경제성장률과 무역수지에는 영향력이 예상보다 적었음(표 2).
 - 이는 금융개방으로 인해 금융시장 자율성이 확대되어 제도적 변화가 크게 일어났고, 위와 같은 실물변수에 실질적으로 영향을 주는 것은 환율 변화율보다 환율의 절대적 수준이기 때문임.
- 이상의 결과를 종합하면, 환율변화는 수입물가 및 소비자물가를 상승시키고 경제성장률과 무역수지에 부정적인 영향을 미치며 무역경쟁국인 일본의 엔화환율변화의 영향력이 크다는 것임.

[그림 4] 엔/달러 환율 상승률 1표준편차 충격의 영향



주: 엔/달러 환율의 상승은 환율 절하를 의미.
 자료: 저자 작성.

[표 2] 분산분해분석 결과

<수입물가>

시차	표준편차	미국 경제성장률	엔/달러 환율변화율	원/달러 환율변화율	수입물가 상승률	소비자물가 상승률	경제성장률	GDP대비 무역수지
1	0.04	0.60	3.99	21.23	74.16	0	0	0
4	0.10	2.48	12.00	11.67	64.70	0.01	6.05	0.21
12	0.12	4.91	18.56	9.76	57.36	0.04	7.36	1.96

<소비자물가>

시차	표준편차	미국 경제성장률	엔/달러 환율변화율	원/달러 환율변화율	수입물가 상승률	소비자물가 상승률	경제성장률	GDP대비 무역수지
1	0.005	3.22	0.64	0.06	51.30	44.75	0	0
4	0.009	1.85	8.54	9.71	54.49	20.11	5.13	0.14
12	0.01	3.42	10.39	9.85	47.76	21.21	6.71	0.62

[표 2] 계속

(경제성장률)

시차	표준편차	미국 경제성장률	엔/달러 환율변화율	원/달러 환율변화율	수입물가 상승률	소비자물가 상승률	경제성장률	GDP대비 무역수지
1	0.01	11.48	7.25	0.28	22.53	6.95	51.47	0
4	0.02	18.34	9.70	1.73	30.08	3.70	32.93	3.48
12	0.02	13.61	18.47	3.50	36.86	2.06	22.04	3.42

(GDP대비 무역수지)

시차	표준편차	미국 경제성장률	엔/달러 환율변화율	원/달러 환율변화율	수입물가 상승률	소비자물가 상승률	경제성장률	GDP대비 무역수지
1	0.01	2.36	0.34	0.009	20.94	0.69	0.03	75.61
4	0.02	3.50	1.13	0.68	38.20	2.58	3.02	50.87
12	0.02	3.67	14.36	2.42	35.83	3.65	5.53	34.51

자료: 저자 작성.

3. 정책 제언

1) 제도적 발전에 대한 장기 계획의 수립 및 실행

- 그동안 한국정부는 외환시장과 관련하여 여러 발전계획을 주기적으로 수립해 왔고 계획의 상당부분이 실행에 옮겨진 것도 사실이나, 향후 외환시장의 장기적 발전을 위한 적극적이고 미래지향적인 제도를 구축하는 방안에 대한 모색이 필요함.
 - 예를 들어 우리나라 원화의 국제화를 위해 구체적인 실천방안이 미흡한 실정이므로, 최근의 동시다발적인 통화스왑 체결이 원화 국제화에 밑거름이 될 수 있도록 제도적 뒷받침을 마련해야 할 것임.
 - 특히 최근 통화스왑을 맺은 국가(말레이시아, 아랍에미리트, 인도네시아 등)가 미국이나 유럽만큼 자본시장 개방도가 높지 못하고, 제도의 차이도 상존하고 있어 이를 해소하기 위한 제도적 지원이 필요함.

2) 외환시장 참가자들의 다양화 및 민간부문 영향력 제고

- 국가 차원에서 유사시 필요한 외환보유액을 확보하고는 있지만, 이 역시 정부가 보유하고 있어 위기 시 민간부문과 연계된 채널이 부재한 실정임.
- 이는 우리나라 외환제도의 한계점으로 아직까지도 민간이 자율적으로 시장 안정성을 강구할 만한 역량을 갖추지 못하고 있다는 것을 의미함.

- 우리나라 외환시장은 딜러마켓(dealer market)으로 소수의 참여자가 시장 환율을 결정하고 있고, 환율의 정부 정책에 대한 의존도가 높을 뿐 아니라, 정부 역시 환율에 대해 항상 책임져야 하는 현실에서 벗어나지 못하고 있음.

- 따라서 외환시장과 환율결정과정을 민간이 주도할 수 있는 새로운 단계로 제도적 발전을 추구할 필요가 있음.

3) 시장 변동성 조정을 위한 정책수단의 개발

- 지금까지는 유사시 스무딩 오퍼레이션(smoothing operation)을 통해 과도한 변동성을 조정해 왔으나, 가급적 시장개입을 최소화하는 것이 바람직한 자명한 사실임.
- 앞서 언급한 민간 부문의 역량 강화와 같은 맥락에서, 민간 주도하 시장의 변동성에 대응하여 리스크를 헤지(hedge)할 수 있는 방안들이 먼저 강구되어야 함.
 - 민간부문의 역량이 커질수록 정책당국이 시장에 개입할 필요성이 감소하게 되고, 스무딩 오퍼레이션과 관련된 정보가 공개되더라도 이것의 영향력은 줄어들 것임.

4) 경상수지 관리를 위한 지속적인 정책적 노력

- 본 연구 결과에 따르면, 경상수지는 금융계정의 투자자금 항방까지 결정하는데 이는 곧 외환시장을 움직이는 펀더멘탈이 경상수지임을 의미
 - 이는 자국 통화가 국제적 호환성을 가지지 못하는 신흥국에 공통적으로 나타나는 현상으로 원화 국제화가 이루어지기 전까지는 경상수지 흑자기조를 유지하기 위한 정책적 노력을 지속해야 함.
 - 물론 흑자폭이 과도하게 클 경우 급격한 적자로의 전환이 발생할 수 있으므로 이에 대해 유의해야 함.

5) 서든스톱(sudden stop)에 대한 대책이 필요

- 금융시장을 통해 유입되는 자본 중 특히 단기적 이득을 목적으로 유입되는 포트폴리오 자본은 국제환 경이나 시장 여건의 변화에 따라 언제라도 급격히 유출될 수 있는 가능성을 내포하고 있음.
 - 이는 단순한 변동성 확대를 넘어 새로운 위기상황까지 초래할 수 있는 리스크 요인으로 부상하고 있음.

- 지금까지 서든스톱에 대처하기 위한 다양한 방안이 제시되었지만, 실제 위기 발생시 즉각 가동할 수 있는 장치가 충분히 마련되었다고 보기는 어려움.
 - 지금까지 제시된 대표적인 방안으로는 외환보유액 제고, 통화스왑 확대, 지역통화를 이용한 결제 제도 도입, 환율 협력을 비롯한 역내 금융협력, 다양한 자본유출입 규제장치 등이 있음.
 - 실질적으로 작동할 수 있는 장치를 확충하여 외환 및 자본시장 안정을 확보하기 위한 지속적인 노력이 필요

6) 환율의 급상승 방지를 위한 노력

- 환율상승은 물가 등 금융변수에 중요한 영향을 미치므로 물가 안정 등의 목적을 위해 환율의 급속한 변동을 막을 수 있는 대책이 필요함.
 - 금융변수는 실물변수에 비해 더 빨리 움직이고 더 큰 규모로 반응하는 특징이 있기 때문에 환위험 피해를 막기 위한 대책에 집중해야 함.
 - 현재 환율이 급변할 경우 미세조정정책을 시행하고 있지만, 인위적 시장개입보다는 시장 자체의 효율성을 높여 자체적으로 일시적 외환수급 변동을 조절하는 능력을 제고해야 할 필요가 있음.
- 즉 외환시장을 성숙시키는 정책이 필요한데 이를 위해 시장의 신뢰를 유지할 수 있는 안전장치가 지속적으로 작동해야 함.
 - 예를 들어 외환보유고의 지속적인 확충, 통화스왑 체결을 확대하기 위한 노력 등은 국내외 경제주체들이 외환시장을 신뢰하게 할 것임.
- 또한 엔화 환율 역시 달러화 환율 못지않게 우리경제에 미치는 영향이 크므로 이중통화에 대한 환율변화 충격을 줄이기 위한 대안의 모색이 요구됨.
 - 주요 통화의 환율변동을 분리하여 대응할 수 있는 시스템의 도입이 필요한 데 예를 들어 달러화 중심의 외환시장 다양화, 자국통화의 결제비중을 높이기 위한 노력 등이 있음.
 - 이를 통해 통화별 환율변화의 충격을 최소화하거나 피할 수 있을 것으로 기대