

KIEP

지역경제 포커스

대외경제정책연구원 www.kiep.go.kr 137-747 서울시 서초구 염곡동 300-4 2007년 6월 26일

ISSN 1976-0507 Vol. 1 No. 07

뉴질랜드 중앙은행의 외환시장 개입의 배경과 시사점

김 한 성 세계지역연구센터 동서남아팀 부연구위원 (hskim@kiep.go.kr, Tel: 3460-1087)

배 희 연 세계지역연구센터 동서남아팀 전문연구원 (hybae@kiep.go.kr, Tel: 3460-1075)

- 뉴질랜드 중앙은행(RBNZ: Reserve Bank of New Zealand)은 2007년 6월 11일 뉴질랜드 달러가 역대 최고수준에 이르자 외환시장 개입을 단행함.
- 환율시장에 대한 개입은 환율이 ‘이례적이고 부적절한(exceptional and unjustified)’ 수준이라고 판단될 경우에만 제한적으로 실시한다는 뉴질랜드 중앙은행의 정책방향을 고려했을 때, 이번 외환시장 개입은 뉴질랜드가 자국 통화의 계속되는 절상을 매우 심각한 위기로 받아들이고 있다는 점을 시사함.
- 뉴질랜드 중앙은행의 외환시장 개입이 과연 뉴질랜드 통화절상 추세를 약화시키는 데 도움을 줄 것인가에 대해서는 시장전문가들의 반응이 엇갈리고 있으나, 외환시장의 안정과 엔 캐리 자금 유입의 억제에는 큰 영향을 끼치지 못할 것이라는 부정적인 견해가 다소 우세한 것으로 평가됨.
- 하지만 정작 뉴질랜드 중앙은행의 시장 개입은 직접 개입을 통한 적극적인 환율방어를 목표로 한다기보다는 외환시장에 대한 경고성 시그널을 보내기 위한 것으로 여겨짐.
- 이러한 경고성 시그널이 투자자들에게 위협으로 작용하기 위해서는 정책의 일관성과 목적하는 바에 대한 강력한 의지가 담보되어야 한다는 점에서 향후 뉴질랜드 중앙은행의 대응과 외환시장의 반응을 면밀하게 주시할 필요가 있음.
- 이를 통해 국제 외환시장 투자자들의 불확실성에 대한 성향을 파악할 수 있을 것으로 기대되며, 이는 한국의 외환시장정책에 중요한 지표로 이용될 수 있음.

1. 서 론

- 뉴질랜드 중앙은행(RBNZ: Reserve Bank of New Zealand)은 2007년 6월 11일 뉴질랜드 달러가 역대 최고수준에 이르자 전격적인 외환시장 개입을 단행함.
- 2006년 하반기부터 상승세를 타고 있던 뉴질랜드 달러화 환율은 2007년 6월 7일 뉴질랜드 중앙은행이 단행한 기준금리 인상(0.25%포인트)의 영향으로 한때 0.7640 US\$/NZ\$에 이름.
- 뉴질랜드 중앙은행의 외환시장 개입은 1985년 변동환율제도를 도입한 이래 22년 만에 처음 있는 일로 국제 외환시장의 주목을 받고 있음.
- 환율시장에 대한 개입은 경제기초를 고려하여 환율이 '이례적이고 부적절한(exceptional and unjustified)' 수준이라고 판단될 경우에만 매우 제한적으로 실시한다는 입장을 거듭 밝혀온 뉴질랜드 중앙은행의 정책방향을 고려했을 때, 이번 외환시장 개입은 뉴질랜드가 현재 자국 통화의 계속되는 절상을 매우 심각한 위기로 받아들이고 있다는 점을 시사함.
- 뉴질랜드 달러에 대한 통화절상은 금리격차에 따른 엔 캐리 자금 유입에 의해 촉발·지속되고 있다고 볼 수 있음.
- 뉴질랜드뿐만 아니라 최근 단기외국자본의 유입이 늘어나고 있는 한국 등 동남아시아 국가의 외환시장에 대한 경고가 나오고 있는 상황에서, 이번 외환시장 개입의 배경과 향후 진행방향을 주의 깊게 살펴볼 필요가 있음.
- 본 연구에서는 뉴질랜드 환율시장의 최근 동향과 뉴질랜드 중앙은행의 외환시장 개입의 배경, 동 조치에 대한 국제 금융시장의 평가 및 향후 전망에 대해 간략히 살펴보고자 함.

2. 외환시장 개입의 배경

가. 뉴질랜드의 경제정책 기조 및 중앙은행의 역할과 권한

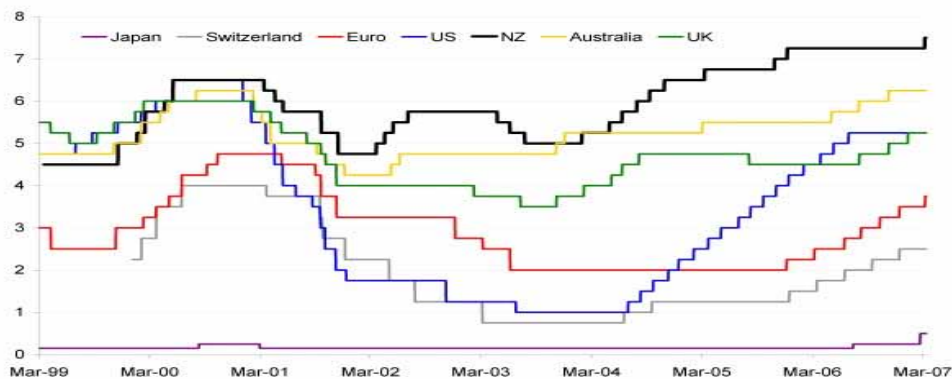
- 1980년대 초에 심각한 경제위기를 맞은 뉴질랜드는 이전의 보호 중심 경제정책을 지양하고 철저하게 시장기능과 경쟁에만 의존하도록 경제개혁을 실시함.
- 1984년 노동당 집권과 함께 시작된 개혁정책의 일환으로 1985년 완전변동환율제를 도입하였으며, 경제 전반에 걸쳐 정부 개입을 최소화하는 정책을 실시함.
- 1994년 제정된 「재정책임법(Fiscal Responsibility Act)」은 뉴질랜드정부가 재정정책에서 추구해야 할 바를 명확히 제시하고 있음.
- 동 법안은 “뉴질랜드정부는 공공부채를 적정한(prudent) 수준으로 줄이고 유지해야 하며, 이를 달성하기 위해 흑자 재정을 운영해야 한다”고 기술하면서, “재정위기 가능성에 대해 철저히 대비하고 이성적으로 예측 가능한 조세정책을 사용할 것”을 규정하고 있음.
- 동 법안은 1980년대 뉴질랜드정부가 심각한 재정위기를 겪으면서 같은 실수를 되풀이하지 않기 위해 정부의 정책방향을 명문화한 것으로, 정부 재정상황을 향상시키는데 효율적으로 작용한 것으로 평가되고 있음.
- 뉴질랜드 중앙은행은 뉴질랜드의 금융정책을 담당하고 있는 독립기관으로서 1989년에 제정된 「중앙은행법(Reserve Bank Act)」에 따라 뉴질랜드 경제의 물가안정을 최우선 정책으로 추구하고 있음.
- 정부와 중앙은행은 서로 협의하여 인플레이션의 목표치를 설정하며 목표치 내에서 경제가 운영되도록 필요한 조치를 취하고 있음.
- 현재의 목표치는 2002년에 정부와 중앙은행이 물가상승률을 1~3%로 유지하기로 합의하여 발표한 것으로, 이는 이전의 0~3%에서 상향된 수치임.

- 또한 2004년 뉴질랜드정부는 뉴질랜드 통화의 가치가 예외적으로 높거나 낮을 경우 뉴질랜드 중앙은행의 외환시장 개입을 허용함으로써 중앙은행의 기능을 강화함.
- 그러나 중앙은행은 2007년 6월 11일 시장 개입 이전에는 뉴질랜드 통화가 계속 적으로 절상되는 가운데에서도 외환시장 개입을 하지 않았으며, 앨런 볼라드(Allan Bollard) 뉴질랜드 중앙은행 총재는 필요한 경우 임시조치로 외환시장 개입을 단행할 수 있으나, 환율이 '경제기초를 감안할 때 이례적이고 부적절한 수준일 경우(exceptional and unjustified in terms of economic fundamental)'에만 매우 제한적으로 이용될 것이라고 발언함.

나. 최근 기준금리 변동 추이 및 배경

- 뉴질랜드 중앙은행은 인플레이션을 목표치 내에서 유지하기 위해 기준금리(OCR: Official Cash Rate)를 주요 정책수단으로 이용하고 있으며, 6주마다 정기적으로 기준금리에 대한 검토가 이루어지고 있음.
- 뉴질랜드는 2007년 6월 이자율을 0.25% 상향 조정하여 현재 8.00%의 기준금리를 유지하면서 OECD 국가 중 가장 높은 이자율을 기록하고 있음.

그림 1. 각국의 금리 추이(1999~2007년)



자료: 뉴질랜드 중앙은행(RBNZ), "Global Liquidity and its Impact on New Zealand" (2007. 3. 15).

- 뉴질랜드가 이처럼 높은 기준금리를 유지할 수밖에 없었던 배경에는 2000년대에 시작된 부동산시장 과열이 많은 부분 작용했다고 볼 수 있음.

- 부동산가격의 급격한 상승은 소비를 부추기고 부동산 선호 현상을 심화시켰으며, 부동산 구입을 위한 모기지 수요가 폭발적으로 늘어남.
- 이러한 상황에서 뉴질랜드 중앙은행은 부동산가격 안정과 인플레이션 압력 완화를 위해 지속적인 기준금리 인상을 실시하게 됨.
 - 하지만 낮은 저축률과 금리차이로 인해 모기지 수요의 대부분이 Eurokiwi 채권(유로 자금)이나 Uridashi 채권(엔 캐리 자금)과 같은 외국단기자본에 의해 채워지는 결과를 초래함.
- 뉴질랜드 중앙은행의 이러한 정책방향에 대하여 경제학자들은 “지나치게 인플레이션 조절에 치중한다”는 비판을 제기함.
- 특히 현재 낮은 생산성과 투자, 미국 달러에 대한 뉴질랜드 달러의 평가절상으로 수출이 어려움을 겪고 있는 상황에서, 높은 이자율은 국내 투자를 위축시킬 뿐 아니라 일본 엔 캐리 자금의 유입을 촉발하고 환율 절상을 가져와 뉴질랜드의 교역수지를 더욱 악화시킨다는 점을 지적하면서 우려를 표명함.

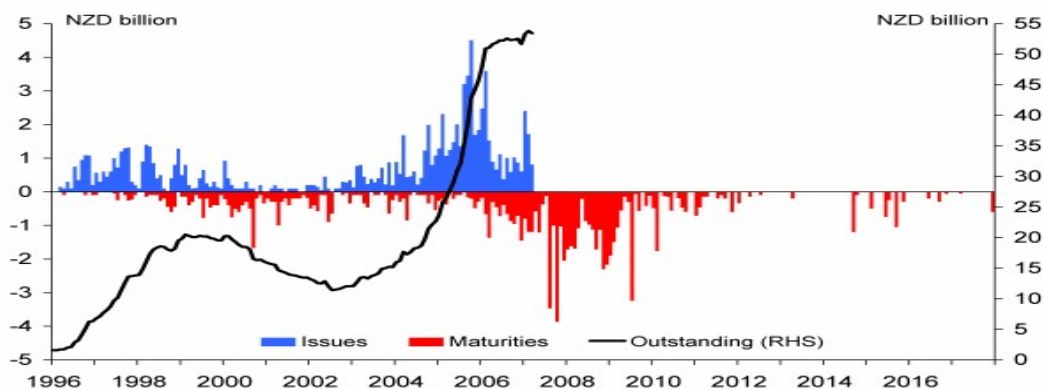
표 1. 뉴질랜드 중앙은행의 기준금리(OCR) 변경 내역(1999~2007년)

기준 변경일	증감률	OCR	기준 변경일	증감률	OCR
2007. 06. 07	▲0.25	8.00	2002. 07. 03	▲0.25	5.75
2007. 04. 26	▲0.25	7.75	2002. 05. 15	▲0.25	5.50
2007. 03. 08	▲0.25	7.50	2002. 04. 17	▲0.25	5.25
2005. 12. 08	▲0.25	7.25	2002. 03. 20	▲0.25	5.00
2005. 10. 27	▲0.25	7.00	2001. 11. 14	▽0.50	4.75
2005. 03. 10	▲0.25	6.75	2001. 09. 19	▽0.50	5.25
2004. 10. 28	▲0.25	6.50	2001. 05. 16	▽0.25	5.75
2004. 09. 09	▲0.25	6.25	2001. 04. 19	▽0.25	6.00
2004. 07. 29	▲0.25	6.00	2001. 03. 14	▽0.25	6.25
2004. 06. 10	▲0.25	5.75	2000. 05. 17	▲0.50	6.50
2004. 04. 29	▲0.25	5.50	2000. 04. 19	▲0.25	6.00
2004. 01. 29	▲0.25	5.25	2000. 03. 15	▲0.50	5.75
2003. 07. 24	▽0.25	5.00	2000. 01. 19	▲0.25	5.25
2003. 06. 05	▽0.25	5.25	1999. 11. 17	▲0.50	5.00
2003. 04. 24	▽0.25	5.50	1999. 03. 17	최초도입	4.50

자료: 뉴질랜드 중앙은행.

- 2007년 3월 기준으로 뉴질랜드 통화표시 해외채권의 규모는 GDP의 1/3에 가까운 540억 NZ\$(약 390억 US\$)에 이름.
- 특히, 2007년 만기가 도래하는 채권이 많음에도 불구하고 지난 3개월 사이 0.75%의 금리인상을 실시함으로써 금리격차 확대에 따른 외국단기자본의 뉴질랜드 유입은 지속적으로 늘어나는 양상을 보임.

그림 2. 뉴질랜드 통화표시 해외채권 발행(Eurokiwi & Uridashi)



주: 우측은 뉴질랜드 통화표시 해외채권 발행 금액 합계, 좌측은 월별 신규발행 및 재발행 금액.
 자료: 뉴질랜드 중앙은행(RBNZ), "Global Liquidity and its Impact on New Zealand" (2007. 3. 15).

3. 외환시장 개입과 향후 전망

가. 뉴질랜드 환율 동향

- 미 달러 대비 뉴질랜드 달러의 환율은 2006년 하반기부터 상승 추세를 보이기 시작하여, 2006년 7월 월평균 0.6168 US\$/NZ\$였던 환율이 2007년 5월 0.7325 US\$/NZ\$로 상승함으로써 10개월간 약 18.8%의 급격한 상승세를 기록함.
- 2007년 4월 월평균 미 달러 대비 환율은 역대 최고수준(0.7347 US\$/NZ\$)을 기록했으며, 5월 월평균 환율도 0.7325 US\$/NZ\$로 해외 수요가 높은 낙농제품 등을 제외한 나머지 뉴질랜드 수출제품의 가격경쟁력을 크게 약화시키는 등 뉴질랜

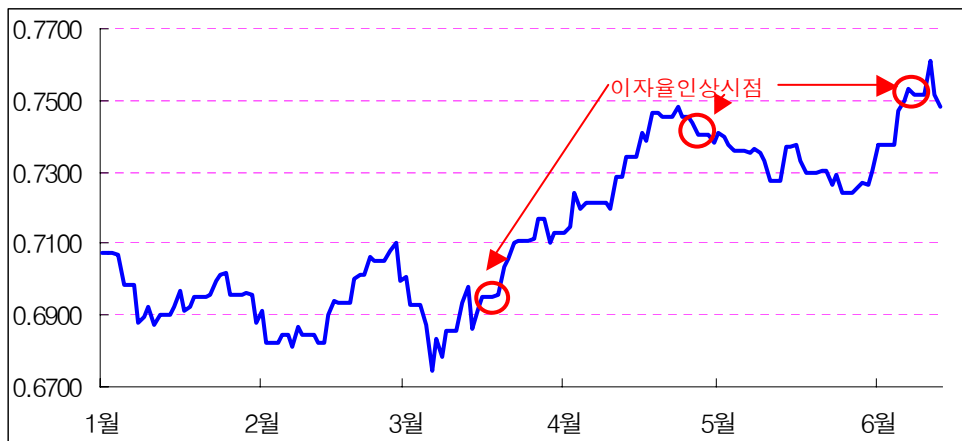
드의 경제여건과 맞지 않는 비정상적인 강세가 유지됨.

- 이 같은 뉴질랜드 달러화 강세의 배경에는 세계적인 달러 약세도 작용을 하였지만, 2007년 들어 뉴질랜드 채권의 고금리를 기대한 해외투자자들로 인해 뉴질랜드 통화표시 채권의 해외 발행이 호조를 나타냄에 따라 유로 및 엔 캐리 자금이 뉴질랜드로 유입된 것이 주된 원인임.

- 특히 뉴질랜드 중앙은행이 지난 3개월 사이에 0.75%의 금리를 인상함에 따라, 금리차이로 인한 해외자본의 대거 유입으로 환율이 급등세를 보임.

- 0%에 가까운 일본의 금리와 세계 각국의 고금리 추세가 맞물리면서 그간 엔 캐리 자금의 확대를 가져왔고, 7%가 넘는 일본과 뉴질랜드의 금리격차는 엔 캐리 자금의 뉴질랜드 유입에 촉진제 역할을 함.

그림 3. 미 달러 대비 환율 추이(2007. 1. 1~6. 13)

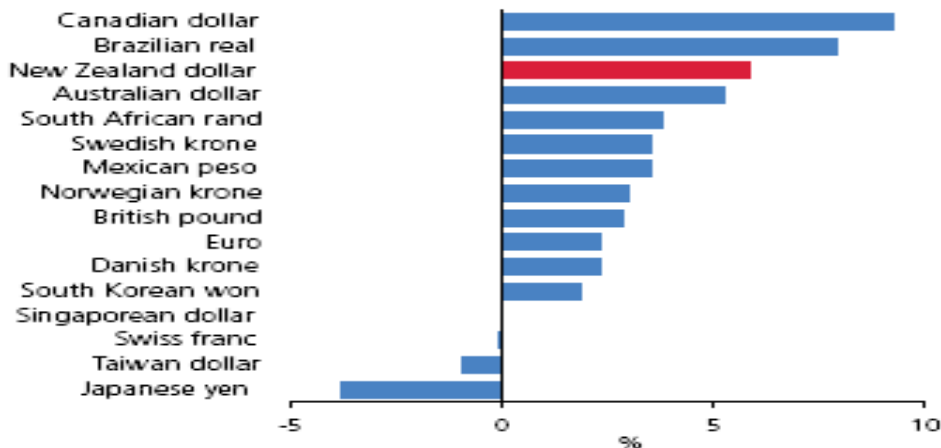


자료: 뉴질랜드 중앙은행.

- GDP의 9%가 넘는 무역적자에도 불구하고 뉴질랜드 달러화가 여전히 강세를 유지하고 있으며 금리격차가 당분간 유지될 것이란 전망은 뉴질랜드 통화에 대한 투자가 위험이 낮다는 기대를 시장에 확산시킴.
- 금리격차와 심리적 요인 등이 겹치면서 이자율이 낮은 일본, 스위스 등에서 이자

율이 높은 뉴질랜드 등으로 자금이 이동함에 따라 엔화, 스위스 프랑 등은 환율이 하락한 반면, 뉴질랜드 달러화는 금년 3월 이자율 인상 이후 환율이 5% 이상 상승하였음.

그림 4. 최근 각국의 환율 변화(2007. 3~2007. 6)



자료: 뉴질랜드 중앙은행(RBNZ), “Global Liquidity and its Impact on New Zealand” (2007. 3. 15).

나. 외환시장의 반응 및 향후 전망

- 금리인상의 영향으로 뉴질랜드 달러화가 1985년 3월 변동환율제도 도입 이후 최대의 강세를 보이자, 2007년 6월 11일 뉴질랜드 중앙은행은 변동환율제도 시행 이후 처음으로 전격적인 외환시장 개입을 단행하였음.
- 금리인상의 여파로 2007년 6월 8일 저녁 뉴욕시장에서 미 달러 대비 환율이 역대 최고인 0.7640 US\$/NZ\$를 기록하자, 뉴질랜드 중앙은행은 6월 11일 시장에 개입함.
- 6월 11일 오후 뉴질랜드 중앙은행이 외환시장에 개입했다는 소문이 퍼지면서, 환율은 0.7632 US\$/NZ\$에서 0.7493 US\$/NZ\$로 약 1.6% 하락함.
- 뉴질랜드 중앙은행은 “현재 환율이 이례적이며 비정상적인 수준에 도달했다”고 지적하면서, 정책목표 협약 상의 ‘불필요한 환율 불안정 방지를 위한 조치’ 조항을 근거로 외환시장에 개입하였음을 공식 확인하였음.

- 외환시장 개입의 규모는 정확히 밝혀지지 않았지만, 전문가들은 대략적으로 적게는 7.5억 NZ\$에서 많게는 15억 NZ\$에 이를 것으로 추산하고 있음.
- 뉴질랜드 중앙은행의 외환시장 개입의 효력이 과연 뉴질랜드 통화절상의 추세를 약화시키는 데 도움을 줄 것인가에 대하여 시장전문가들의 반응은 다소 엇갈리고 있음.
- 뉴질랜드 달러가 안정적인 모습을 보이기 위해서는 단기 수익을 노린 외국 캐리 트레이드의 유입을 줄이거나 청산해야 하는데, 6월 11일 시행된 중앙은행의 시장 개입이 과연 이러한 효과를 가져올 수 있는가에 논란의 초점이 맞춰지고 있음.
- 뉴질랜드 중앙은행의 시장 개입 직후 시장의 반응은 일단 다소 부정적인 시각이 우세한 것으로 나타남.
- 뉴질랜드 중앙은행의 시장 개입 전례가 없었기 때문에 외환시장 개입을 어느 정도 지속할지 여부에 대해 판단하기는 어려우나, 외환시장 개입이 인플레이션 압력을 강화시킬 수 있어 향후 뉴질랜드 중앙은행이 지속적으로 개입하기는 어려울 것이라는 전망이 나오고 있음.
- 따라서 뉴질랜드 중앙은행의 외환시장 개입은 단기적인 미봉책에 그치고 캐리 트레이드에 미치는 영향도 미미할 것으로 전망됨.
- Nikko Citigroup은 고금리 상태가 유지되는 한 환율이 다시 회복될 것으로 분석하고, 중앙은행의 개입으로 인해 오히려 뉴질랜드 통화에 대한 투자수익의 가능성이 확인됨(즉, 뉴질랜드 중앙은행의 환율방어선이 파악됨)에 따라, 시장개입 직후에도 엔 캐리 등 일본 자금의 뉴질랜드 통화 구매는 늘었다고 지적함.
- Mizuho Corporate Bank도 뉴질랜드 중앙은행이 추가로 시장에 개입하지 않는 한 이번 개입의 효과는 제한적일 것이라고 분석했으며, FX Daily도 뉴질랜드 중앙은행이 투자자들의 기대수익을 낮추는 데 실패했다고 평가하면서, 금년 말까지 0.80 US\$/NZ\$ 수준으로 상승할 것이라고 전망했음.

- 그 근거로 FX Daily는 지속적인 뉴질랜드 통화표시 해외채권 신규발행이 예정되어 있으며, 뉴질랜드 중앙은행의 개입가능 자금규모가 70억 NZ\$ 정도에 불과할 것이라는 점을 지적함.
- 반면에 일부에서는 뉴질랜드 중앙은행의 외환시장 개입으로 인해 캐리 트레이드가 위축될 수 있다는 의견을 피력함.
 - ANZ(Australia & New Zealand Banking Group)나 RBC Capital Markets는 이번 개입으로 인해 시장참여자들이 매우 조심스러워졌다고 지적하는 한편, 환율이 장기간 하향 안정될 가능성은 낮다고 분석하였음.
 - 그러나 이와는 반대로 Lehman Brothers는 뉴질랜드 금리인상이 세계 채권시장 매도 요인의 하나로 작용했으며, 글로벌 채권 수익률이 급등하면 캐리 트레이드가 위축될 가능성도 있으며 나아가 뉴질랜드 통화의 장기적인 하향 안정세를 가져올 수도 있다고 평가함.¹⁾
- 시장의 기능을 최대한 보장하는 뉴질랜드가 지난 1985년 변동환율제도를 도입한 이래 최초로 외환시장에 개입하였다는 사실은 우리나라에도 시사하는 바가 큼.
 - 1997년 금융위기가 촉발된 지 10년 만에 동아시아 국가들의 외환위기 경고가 다시 나오고 있는 상황에서 태국은 이미 외환시장, 특히 단기외국자본 유입에 대한 적극적인 규제를 실시하기 시작함.
 - 비록 일회성으로 그칠 수도 있지만, 뉴질랜드 중앙은행이 외환시장에 개입하였다는 점은 환율(통화절상)이 동아시아 경제에 위협으로 작용할 가능성이 그만큼 높아졌다는 점을 암시함.
- 뉴질랜드의 경우, 뉴질랜드 중앙은행의 시장 개입은 직접 개입을 통해 적극적인

1) 국제금융센터, 「Policy Monitor: 뉴질랜드, 22년래 최초의 외환시장 개입 단행」 (2007년 6월 11일), p. 3 인용.

환율방어를 목표로 한다기보다는 외환시장에 대한 경고성 시그널을 보내기 위한 것으로 여겨짐.

- 즉 뉴질랜드 중앙은행은 외환시장이 ‘이례적이고 부적절한’ 방향으로 흐를 때, 적절한 조치를 취할 준비가 되어 있으며, 이번 외환시장 개입을 통해 뉴질랜드 중앙은행의 시장 개입에 대한 선례를 만듦으로써 외국단기자본에 대한 경고의 의미를 다분히 포함하고 있는 것으로 판단됨.
- 외환시장 개입을 요구하는 국내외적 압력이 높아져가는 가운데 선부른 행동은 자제한다는 입장을 강하게 견지하던 뉴질랜드 중앙은행의 이번 대응조치는 이러한 경고가 효과적으로 작용할 가능성을 높여주는 요인이 됨.
- 하지만 경고성 시그널이 투자자들에게 위협으로 작용하기 위해서는 정책의 일관성과 목적하는 바에 대한 강력한 의지가 담보되어야 한다는 점에서 향후 뉴질랜드 중앙은행의 대응과 외환시장의 움직임을 면밀하게 주시할 필요가 있음.
- 이를 통해 국제 외환시장 투자자들의 불확실성에 대한 성향과 외국단기자본의 대응방향 및 대응방식 등에 대한 정보를 파악할 수 있을 것으로 기대되며 이는 한국의 외환시장정책에 중요한 지표로 이용될 수 있다는 점에서 향후 진행상황에 주목할 필요가 있음.