우리나라 외환시장 선진화를 위한 정책과제

이윤석 · 김정한 · 임형준
2010. 6
머 리 말

미국의 서브프라임 부실문제에서 시작된 2008년 글로벌 금융위기 과정에서 우리나라가는 극심한 외화유동성 부족과 환율급등 등 급격한 자본유출(sudden stop)을 경험하였는데 이는 1997년 외환위기 당시 경험했던 현상과 여러모로 비슷한 점이 많았다.

그러나 1997년 외환위기가 경직된 환율제도와 기업의 높은 부채비율 및 금융 회사의 취약한 외환관리능력 등이 복합적으로 작용하여 비롯된 것인 데 반해 금번 글로벌 금융위기 과정에서 겪었던 외환위기는 선진국으로부터 시작된 금융위기가 우리경제로 급속히 전이되는 과정에서 나타났던 것으로 보인다. 1997년 외환 위기 이후 외환 및 자본자유화의 지속적인 추진으로 우리경제는 대외개방도가 증가하고 금융시장의 해외연계성도 높아진 것이 사실이다. 이러한 경제구조 및 금융환경의 변화는 우리경제가 대외충격에 보다 취약하게 되었음을 의미하며 대외 개방의 환대에 따른 갑비싼 대가로 볼 수 있다. 따라서 금번의 외환위기로 인해 정부, 기업, 민간 모두 대외부문이 여전히 취약하다는 사실을 다시 한번 깨닫게 되었다.

본 보고서는 이러한 문제의식에서 출발하여 현재 우리나라 외환시장 및 정책 전반의 현황과 문제점을 살펴보고 향후 외환위기가 재발하지 않기 위해 현재의 외환관리 시스템 개선 및 외환 정책 전반에 대하여 논의하고 외환시장 선진화를 위한 방안을 제시하였다.

우선 외환부문은 외환시장과 외환정책으로 크게 나누어 이들의 현황과 문제 점을 살펴보았다. 외환시장의 경우 외국자본의 국내유입 증가에 따른 문제, 자본 유출입의 경기순응성 그리고 대외충격에 취약한 경제구조 등을 살펴보았으며 외환 정책의 경우에는 외국환포지션 규제, 외화유동성 규제, 외환보유액의 운용, 외환
시장 개입 정책 및 외화유출정책들을 살펴보았다. 마지막으로는 이러한 외환시장 및 외환정책상의 문제점을 바탕으로 정책적 제언들을 제시하였다. 정책적 제언은 크게 미시적 외환규제의 실효성을 강화할 수 있는 정책방안들과 거시적 외환관리 정책의 재정립을 위해 필요한 정책방안들로 나누었다.

본 보고서는 외환시장 및 외환정책과 관련된 제반이슈들을 다루려고 노력하였지만 사실 외환관리의 문제가 비단 외환시장이나 외환정책의 문제들에만 국한되어 논의되는 것은 아닐 것이다. 그러나 본 보고서를 통해 외환관리와 관련된 정책에 있어 향후 방향을 제시하는 데 조금이나마 도움이 될 수 있기를 기대한다.

본 보고서는 본 연구원의 이윤석, 김정한, 임형준 박사가 작성하였다. 본 보고서 집필과정에서 유익한 도움말을 주신 건국대 경제학과의 유재원 교수님, 금융위원회의 도규상 과장님, Goldman Sachs의 권구훈 상무님, JP Morgan의 안희준 상무님, 외환은행의 이형수 자금부장님, RBS의 김한준 지점장님, 국제금융센터의 김용준 부장님께 감사드린다. 이와 함께 내용의 질적 제고를 위해 세심한 논평을 해주신 익명의 논평자 두 분께도 깊이 감사를 드리는 바이다. 또한 보고서 작성 과정에서 신승도, 김영민, 황민경 연구원과 이진영 연구비서의 도움을 많이 받았는데, 이 자리를 빌어 이들의 도움을 치하하는 바이다. 그들의 노력이 없었다면 본 보고서는 여전히 진행형일 것이다.

끝으로 본 보고서는 집필자 개인 의견으로 연구원의 공식 견해가 아님을 밝혀 둔다.

2010년 6월
한국금융연구원
원장 김태준
목  차

요  약

I. 연구의 배경 .............................................................................................................. 1

II. 외환시장의 현황 및 문제점 .............................................................................. 2
   1. 외국자본의 급속한 유입과 변동성 심화 ......................................................... 3
   2. 경기순환에 따른 자본유출입의 변동성 확대 ............................................... 6
   3. 대외충격에 대한 취약성 .............................................................................. 8

III. 주요 외환정책의 내용 ..................................................................................... 16
   1. 외국환포지션 규제 .................................................................................... 16
   2. 외화유동성 규제 ....................................................................................... 21
   3. 외환보유액의 운용 .................................................................................... 28
   4. 외환시장 개입정책 .................................................................................... 39
   5. 외화유출정책 ........................................................................................... 50

IV. 외환시장의 선진화를 위한 방안 ..................................................................... 56
   1. 미시적 외환규제의 실효성 강화 ................................................................ 56
   2. 거시적 외환관리정책의 재정립 ................................................................ 65
   3. 국제공조체제의 강화 ............................................................................... 81

V. 결론 및 시사점 ................................................................................................... 85

참고문헌 .................................................................................................................. 87

Abstract ..................................................................................................................... 88
표 목 차

〈표 1〉 기간별 외국인 증권투자와 원화가치와의 상관계수 9
〈표 2〉 우리나라의 대외채무 현황 10
〈표 3〉 은행권의 해외차입 현황 12
〈표 4〉 은행권의 선물환 순매입 및 해외차입 추이 13
〈표 5〉 국가별 외환보유액 대비 단기외채 비중 15
〈표 6〉 국내은행의 외국환포지션 추이 18
〈표 7〉 2003년 주요 NDF 시장의 거래 규모 19
〈표 8〉 은행의 외화유동성 비율 규제 22
〈표 9〉 국내은행의 외화유동성 규제 위반 현황 24
〈표 10〉 자산유형별 유동화 가중치 25
〈표 11〉 주요국의 최저유동성비율 규제 현황 28
〈표 12〉 우리나라 외화유동성 추이 29
〈표 13〉 외환보유액과 외화자산 32
〈표 14〉 한국은행의 외화자산 구성 33
〈표 15〉 외환보유액 운용수익률 추산 36
〈표 16〉 외국환형기금 및 통화안정증권 비용부담 37
〈표 17〉 2008~2009년 정부의 외환시장 개입 일지 44
〈표 18〉 국제수지 현황 50
〈표 19〉 외환위기 이후 주요 외환정책 51
〈표 20〉 거주자 해외부동산 취득 현황 52
〈표 21〉 주요 포트폴리오투자 현황 53
〈표 22〉 해외증권투자 및 단기외채 증감 추이 54
〈표 23〉 산출방식별 필요외환보유액 추정 71
〈표 24〉 대외채무 추이 73
〈표 25〉 상환부담 외채규모 추이 74
〈표 26〉 외환수급 현황 79
그림 목차

<그림 1> CDS 프리미엄과 원/달러 환율 .................................................. 2
<그림 2> 자본수지 추이 ................................................................... 3
<그림 3> 외국인 포트폴리오 투자수지 현황(연도별) ................................. 3
<그림 4> 외국인투자자의 국내주식(총액 및 물량) 보유 비중 ...................... 4
<그림 5> 외국인 포트폴리오 투자수지 변동성 ....................................... 5
<그림 6> 주가지수와 은행담보자금 추이 ........................................... 6
<그림 7> 주가지수와 예대율의 추이 .................................................. 6
<그림 8> 주가지수와 외국인 매매외환율 추이 .................................... 7
<그림 9> 은행권의 선물환 거래 흐름도 .............................................. 11
<그림 10> NDF 거래량 및 외국인 주식투자자금 추이 ............................... 20
<그림 11> 외환위기 당시 GDP 손실 ................................................ 38
<그림 12> 국제수지와 환율 ............................................................ 40
<그림 13> 우리나라의 통안증권 연간발행 추이 ................................... 41
<그림 14> 일본의 외환시장개입 추이 ............................................ 45
<그림 15> 환율추세와 개입효과 .................................................... 47
<그림 16> 환율추세 및 정부 외환정책 ............................................ 52
<그림 17> 우리나라 필요외환보유액 추정 ....................................... 69
<그림 18> 유가증권시장(KOSPI)의 외국인 보유물량 비중 변화 ............... 70
<그림 19> 경기순환과 외환보유액 운용 ....................................... 77
<그림 20> 2008~2009년 신흥시장국 대달러 환율 ................................ 81
<그림 21> 2008~2009년 신흥시장국 CDS 프리미엄 ............................. 82
요 약

I. 연구의 배경

금번 글로벌 금융위기를 통해 한국경제가 대외충격에 여전히 취약한 구조이며 국제금융위기의 국내전염이 외환부문을 통해 급속도로 진행 된다는 사실이 다시 한 번 입증되었음.

이와 같은 금융위기를 계기로 외화유동성 문제 및 외채관리의 취약 성이 부각됨에 따라 현재 외환정책을 점검해 보고 이를 토대로 외환 정책 전반에 대한 개선방안 및 정책적 시사점을 도출해 보고자 함.

본고에서는 외환시장 및 외환정책의 현황에 대해서 살펴보고 이의 문제 점을 깊어본 뒤 외환정책의 선진화를 위한 몇 가지 제언을 통해 향후 외환정책의 새 틀을 짜는 데 밑거름이 되고자 함.

II. 외환시장의 현황 및 문제점

1. 외국자본의 급속한 유입과 변동성 심화

1999년 이후 외국자본의 급속한 유출입이 주식투자자금을 중심으로 반복적으로 발생

1999~2007년 중 지속적인 채자를 기록했던 자본수지(총순유입액 684 억 달러)가 2008년 509억 달러 적자로 전환
외국자본의 급속한 유출입은 주로 주식투자자금이 주도
외환위기, 카드사태, 서브프라임 사태 당시 외국인투자자의 주식보유
금액 및 보유주식수가 각각 3.6%~18.6%, 21.0%~31.4% 감소
2007년부터 주식·채권자금 유출입 규모가 확대되면서 변동성도 심화
되는 경향

2. 경기순환에 따른 자본유출입의 변동성 확대

경기순환에 따른 자본유출입의 변동성 확대는 단기 외화차입 급증, 금융
시장 버블, 외화건전성 악화, 환율과 BIS 자기자본비율의 문제 등을
통해 외환·금융시장의 안정성을 저해
• 2000~2008년 중 자산가격이 상승할 때 단기 외화차입금과 외국인
주식투자자금이 유입되면서 금융·외환시장의 불안정성이 심화
• 자본유출에 따라 외환시장이 불안정해지고 환율이 상승하면 외국인
증권투자자금이 추가적으로 회수되고 은행 차입금이 차환되지 않는
악순환이 발생

3. 대외충격에 대한 취약성

1) 해외요인에 의한 금융시장 불안

외국인 주식·채권투자자금의 유출입이 증가함에 따라 외환시장의 수급과
외화유동성에 미치는 영향이 증대
시장이 양호할 때 크게 유입되었다가 2008년 중 금융시장의 악화에 따라 급격히 유출된 외국인 주식자금과 금리재정거래 목적의 단기채권투자는 환율의 변동성을 확대시켜 환율유동성에 악영향
2006년 이후 외국인 증권투자와 환율간의 상관관계가 컷점에 따라 외국인 증권투자가 환율에 미치는 영향력이 전반적으로 증대

2) 단기외채 중심의 외채 급증

수출기업 및 자산운용사의 선물환 매도를 받아주는 과정에서 은행이 해외차입을 확대하고 금리차익 획득을 위한 외국인 채권투자가 늘어나면서 단기외채 중심으로 외채가 급증
수출기업의 선물환 매도를 받아주는 은행이 포지션을 정리하는 과정에서 해외로부터의 차입이 증가
2006년 이후 해외투자를 확대하는 자본유화가 본격적으로 시행되면서 해외증권투자가 급증하였고 이에 따라 자산운용사가 환헤지를 위한 선물환 매도를 확대하면서 은행의 해외차입이 증가
2007년부터 금리차익기회가 큰 폭으로 확대되면서 외국인 채권투자 자금 유입이 빠르게 증가
단기외채 중심의 외채 급증은 우리나라에 대한 외국인의 부정적인 인식을 확산시키는 결과를 초래

우리나라 금융기관들의 해외차입은 2006부터 급증하여 2007년말 최고치를 기록하였으며 2009년 2/4분기 현재 은행권 전체의 해외차입규모는 1,079억 달러를 기록하고 있음.
그러나 해외차입에서 단기차입이 차지하는 비중이 국내은행은 60%, 외은지점은 90% 이상을 상회하고 있어 그간 단기차입 확대에 따른 외화유동성 문제를 악화시키는 한 원인으로 작용

2006년부터는 해외차입을 통한 포지션 조정이 이루어지면서 해외차입 급증과 더불어 단기외채도 급속히 증대되는 문제가 발생

Ⅲ. 주요 외환정책의 내용

1. 외국환포지션 규제

1) 종합포지션 규제

 우리나라라는 현재 종합포지션을 기준으로 다음과 같이 외국환포지션을 관리

- 통화별 매입초과포지션 합계와 통화별 매도초과포지션 합계 중 큰 금액을 일별 관리대상 외국환포지션으로 산정
- 「외국환거래규정」 제2-9조에서 외국환은행의 외국환매입(각)초과 포지션 한도는 각 통화별 매입(각)초과액의 합계액 기준으로 전월말 자기자본의 50%에 상당하는 금액
- 자기자본 대비 외국환포지션 비중은 연도별로 다소 편차가 있지만 대체로 -1.6~4.1% 수준을 유지하고 있음.
2) NDF 포지션 규제

- 2004년 당시 원화 강세를 약화시키기 위하여 NDF 매입초과포지션 규제를 도입했으나 2008년 9월 달러유동성 개선을 위해 해당 규제를 폐지
  - 역외 세력의 일방적인 NDF 매도를 받아주는 국내 은행들의 NDF 매수 한도를 규제하여 원화 강세 압력을 약화시키기 위하여 2004년 1월 14일 매입초과포지션을 제한하는 조치를 시행
  - 매입초과포지션 철폐로 국내 은행들의 NDF 매입세가 증가하면 스왑시장에서 'Sell and Buy'가 증가하며 스왑포인트 역전폭이 축소되는 동시에 현물환 공급이 늘어날 것으로 기대

2. 외화유동성 규제

- 은행에 대한 외화유동성 규제는 은행업 감독규정의 제6장 2절(외환건전성 관리)에 자산-부채 만기불일치 비율규제(제64조 유동성 위험관리)에 법적인 근거를 두고 있음.
  - 잔존만기 3개월 이내 부채에 대한 잔존만기 3개월 이내 자산의 비율이 85% 이상을, 7일 이내의 경우 자산이 부채를 초과하는 비율이 -3% 이상을 유지해야 하고, 잔존만기 1개월 이내의 경우 부채가 자산을 초과하는 비율이 10% 이내를 유지해야 함.
  - 상환기간이 1년 이상인 외화대출의 90% 이상을 상환기간이 1년 초과인 외화자금으로 조달하도록 규정
  - 한편 정부는 외화유동성 규제개선을 포함한 외환건전성 제고 및 감독 강화와 관련한 세부방안을 2009년 11월 19일에 발표하였음.
현행 외화유동성 규제는 월말에 말잔기준으로 규제준수여부를 점검하고 있으나 외화조달여건이 악화되더라도 이를 준수하는 것은 어렵지 않음.

3. 외환보유액의 운용

외환보유액은 통화당국이 국제수지 불균형을 보전하거나 외환시장 개입을 위해 보유하는 대외지급자산으로 유동성, 안전성, 수익성을 원칙으로 운영됨.

우리나라의 외환보유액은 외화자산, IMF 포지션, SDR로 구성되며, 그 중 외화자산은 유동성자산, 수익성자산, 위탁자산으로 이루어짐.

외환보유액 운용수익은 외화자산의 수익률뿐만 아니라 원/달러 환율변화율에 따라 결정되며, 비용은 시장개입을 위한 환시채 및 통안증권 이자 지급으로 나타남.

운용수익률은 원/달러 환율변화율에 크게 좌우되어 원화강세기에 (-)의 수익률을, 원화약세기에는 (+)의 수익률을 보이고, 비용부담률은 이자지급이 일정하게 지불되면서 안정적인 모습을 보임.

비용에 비해 금융위기 시 GDP손실에 대한 회피 편익이 험히 커 외환 보유액을 확보할 필요성은 충분함.

4. 외환시장 개입정책

우리나라 외환당국은 시장의 외환수급에 따라 환율이 결정되도록 하고 있으나, 외부충격에 따른 환율 급변동에 대해 미세조정 차원의 시장개입을 실시
2003년 이후 글로벌 달러약세로 인한 과도한 원화강세를 억제하기 위해 매입개입이 지속적으로 이루어졌으며, 2008년 글로벌 금융위기 시 환율급등을 완화하기 위해 매도개입도 실시

우리나라 외환시장에 대한 개입 유 효성은 개입목표 환율수준의 달성보다는 환율변화 속도의 완화에서 찾을 수 있음.

2003년 이후의 글로벌 달러약세로 지속적인 자본유입이 나타나면서 환율이 하락하였으나 개입을 통해 하락속도를 완화시켰음.

2008년 글로벌 금융위기 시 달러강세로 인한 환율 급상승이 나타났으나 환율의 상승속도를 완화함으로써 경제주체들이 적응할 수 있는 시간적 여유를 제공

5. 외화유출정책

외환위기 이후 우리나라에는 경상 및 자본 수지를 통한 외화자금의 순유입이 계속되어 원화가 절상되었고, 외화유입이 거시경제에의 부담으로 작용함에 따라 외환당국은 외화유출정책을 실시하게 됨.

해외직접투자 완전자유화, 거주자 해외부동산 취득 자유화, 개인 해외증권투자자유화 등의 시행으로 자금유출이 일어났음.

글로벌 금융위기의 발발과 함께 자금유출이 확대됨에 따라 외화유출정책은 글로벌 금융위기 진행 과정에서 외화자금의 운용에 부담을 주었고 환율 상승폭을 확대시키는 요인으로 작용하였음.

해외증권투자자금의 유출이 환헤지와 함께 이루어짐에 따라 단기외채의 증가요인으로 작용하였고, 해외투자자산 손실분에 대한 환해지비율 적용으로 환율 상승이 확대됨.
Ⅳ. 외환시장의 선진화를 위한 방안

1. 미시적 외환규제의 실효성 제고

1) 외화유동성 규제 개선

외행 외화건전성 규제를 현재의 말잔기준에서 평잔기준으로 바꿔 은행의 건전한 외화유동성 리스크 관리를 유도

- 현재의 말잔기준은 은행이 월말에 갭비율·외화유동성 비율을 맞추면서 은행의 실질적인 외화유동성 리스크를 모니터하는 데 한계가 노정되며 월말에 외환시장 교란요인이 되기도 함.

- 또한 현재 외화유동성 규제대상에서 제외되고 있는 외은지점에 대해 적용할 수 있는 규제를 검토할 필요
  - 외은지점은 본지점 차입을 통해 국내 외환시장에서 외화유동성을 공급하는 중요한 역할을 수행하고 있지만 대부분의 영업활동이 단기차입을 통한 장기운용으로 이루어지고 이로 인한 외채의 증가는 외환위기 시 리스크 요인으로 작용
  - 따라서 외은지점에 적합한 규제가 무엇인지 검토하여 외은지점의 금융적 기능을 회수하지 않는 범위 내에서 리스크 요인을 최소화할 수 있는 방안을 강구

2) 외화자산의 건전화 유도

외화건전성 제고를 위해서는 금융기관의 외화부채뿐만 아니라 외화자산에 대한 적절한 감독·규제도 필요함.
은행의 외화차입을 직접적으로 규제하는 데에 한계가 있을 뿐만 아니라, 외화자산이 무분별하게 증가하는 유인을 제어할 때 외화부채 규제의 실효성도 제고됨.

외화자산 건전화를 유도하는 방법으로는 외화대출 용도를 제한·감독하는 방안을 검토할 수 있음.
- 외화차입금이 어떤 용도로 사용되는가를 보다 세밀하고 철저하게 모니터할 필요성이 있음.
- 이와 더불어 외화대출의 위험가중치를 탄력적으로 조정하는 방안이 있으나, 현실 적용의 어려움이 있을 것으로 판단됨.

3) 금융과세의 국내도입 검토

금융위기 이후, 공적자금 투입으로 인한 재정 손실 보전과 금융기관의 과도한 위험 추구 방지를 통한 금융시스템 리스크 관리를 위한 방편으로 각국은 다양한 금융과세 도입을 논의하는 중
- 금융기관의 과도한 위험 추구 방지를 통한 금융시스템 리스크 관리를 위해 시스템리스크과세에 대해 부과하는 방안
- 금융거래세는 금융시장에서의 지나친 투기적 거래를 제한하고 금융시장의 안정성을 제고하기 위한 방편으로, 특정 금융거래에 대해 조세를 부과

미국에서 논의되고 있는 금융기관책임수수료 혹은 시스템정리기금 부담금 부과는 국내 외은지점과 국내 은행의 외화 차입 여건을 악화시키는 반면 국내 외환시장의 변동성을 완화시킬 것으로 보임.
이와 같은 조세 부과는 중장기적으로 외은지점과 국내 은행의 무분별한 단기 위주 차입을 제한하여 금융기관의 외화건전성 및 외환시장의 안정성을 제고할 수도 있음.

금융거래세로는 기존의 토빈세의 약점을 보완하여 환율이 목표범위를 벗어났을 때의 외환거래에만 세금을 부과하는 two-tier 토빈세를 도입하는 방안을 검토해 볼 필요

목표환율 범위(band)를 설정하여 환율이 동 범위 밖으로 이탈할 때 일어나는 외환거래에만 중과세를 부여함으로써 환율변동성의 지나친 확대를 방지

목표범위를 신축적으로 조정할 수 있고 환율밴드(band)제외 달리 외환보유액을 소모시키지 않는 것이 two-tier 토빈세의 장점

2. 거시적 외환관리정책의 재정립

1) 외환보유액의 충분한 확충

글로벌 금융위기와 같은 충격을 흡수하기 위한 장치로서 외환보유액의 확충이 거론되고 있으며, 이론적인 바탕에서 필요외환보유액을 추정하고 확충함으로써 급격한 자본이동의 역조현상에 대비할 필요가 있음.

필요외환보유액은 무역수지 상의 일시적 불균형, 자본수지 상의 외채 만기, 외국인투자자금 유출가능 규모, 상환부담 외채 규모 등의 관점에서 산정될 수 있음.
2008년 12월과 2009년 3월을 기준으로 필요외환보유액을 산정해 보면, 실제 보유했던 외환보유액의 규모는 최소 500억 달러, 최대 1,400억 달러 정도가 부족했던 것으로 나타남.

향후 외환보유액의 운용은 충분한 확충과 함께 안전성 위주의 운용이 필요하지만, 경기국면에 따라 추가외환보유액을 수익성 위주로 운용할 필요 있음.

필요외환보유액을 경제상황에 따라 가변적으로 운용하고, 필요외환보유액 이상의 준비금을 초과준비액으로 운용하면서 수익성을 높이는 방식으로 운용할 필요 있음.

2) 외환정책의 종합적 고려

외환수급을 통해 환율안정을 시도하는 것은 기본적으로 올바른 방향이나 과도한 유출정책의 시도는 불필요하며, 국제수지 상 경상수지 흑자와 자본수지 적자의 조합이 필요함.

외환수급을 조절하는 데 있어서 국내 외화유동성 상황을 고려한 유출정책의 실시가 필요

환율안정이 필요한 경우 외환시장 개입, 외환보유액 확충, 외환수급 조절정책 간의 조화가 필요

환율 추세(상승기, 하락기)에 따른 이들 정책간의 적절한 조화 바람직

안정적 자본유출입을 위해서는 정책당국 간의 조화 및 협력 그리고 건전한 기초경제여건의 유지가 필요
재정정책을 책임지는 정부와 통화정책을 책임지는 통화당국 간의 긴밀한 협의와 조화로운 정책운용 필요
· 경상수지 등 기초경제여건의 부실이 없도록 하여야 하며, 지속적인 경상수지 흑자를 위한 국가경쟁력 확보 필요

3. 국제공조체제의 강화

급격한 자본유출입과 대외충격에 대한 취약성에 따른 외화유동성 문제는 비단 우리나라뿐만이 아닌 신흥시장국에서 공통적으로 발생할 수 있는 문제
· 신흥시장국에서 공통적으로 쉽게 자본유출 및 외화유동성 문제가 발생하는 것은 해당 국가 자산의 투자위험이 높다고 인식되기 때문

양자 간 스왑, 지역적 통화체제, 다자 간 스왑의 강화를 통해 외화유동성 위기에 선제적으로 공동 대처할 수 있는 국제금융안전망 마련이 필요
· 신흥시장국이 개별적으로 외환보유고를 확충하여 안정성을 제공하는 방안은 상대적으로 많은 비용이 소요될 뿐 아니라 글로벌 불균형을 심화시켜 향후 외환시장의 안정성을 위협할 가능성이 높아야 한다.
· 양자 간 스왑, 지역적 통화체제의 강화뿐만 아니라 각국이 기금을 출연하여 필요한 국가에 대출해 주는 다자 간 스왑 혹은 대출·보험 형식의 국제금융안전망을 생각해 볼 수 있음.
· 대출 받는 국가의 모럴해저드를 방지하고 국가위험이 높은 국가가 구축(-priced-out)되지 않도록 프리미엄을 설정하는 문제가 해결되어야 함.
V. 결론 및 시사점

■ 글로벌 금융위기를 거치면서 외환부문의 취약성이 다시 한 번 노정된 만큼 향후 정책방향은 우선 단기적으로는 외환부문의 취약성을 보완하는 것에 집중해야 할 것임.

- 그러나 이러한 단기적인 정책과제들 외에도 중장기적으로는 기초경제 여건을 견실하게 유지하고 외환시장의 심도 제고와 원화국제화 등과 같은 과제들도 지속적으로 추진해야 할 것임.

■ 외환시장 심도 제고나 원화국제화는 선진국 수준의 금융시장 발전, 금융 기관의 국제경쟁력 확보 및 건전한 금융시스템의 유지 등이 선행되지 않고서는 실행할 수 없는 문제들이 만큼 금융부문의 선진화 노력을 지속적 으로 추진해야 할 것임.
I. 연구의 배경

금번 글로벌 금융위기를 통해 한국경제가 대외충격에 여전히 취약한 구조이며 국제금융위기의 국내전염이 외환부문을 통해 급속도로 진행된다는 사실이 다시 한 번 입증되었음.

이와 같은 금융위기를 계기로 외화유동성 문제 및 외채관리의 취약성이 부각됨에 따라 현재의 외환정책을 점검해 보고 이를 토대로 외환정책 전반에 대한 개선방안 및 정책적 시사점을 도출해 보고자 함.

글로벌 금융위기가 외환정책의 실패로부터 비롯된 것은 아니나 향후에도 대외충격으로 인한 외화유동성 위기가 재차 나타날 가능성을 배제할 수 없음.

따라서 위기에 효과적으로 대응하고 이의 충격을 최소화할 수 있는 외환정책의 틀을 마련하는 것은 매우 중요하고 핵심적인 정책과제라고 할 수 있음.

정부도 이러한 인식하에 외화유동성 비율규제, 외환건전성 감독개선 및 외환보유액 확충 문제를 비롯한 외환정책 전반에 대한 점검과 개선방안을 제시하고 있는 상황

일각에서는 현행 변동환율제도의 재고 및 자본이동 규제 등과 같은 조치들까지 전면적으로 제검토하자는 주장이 있고 있으나 이러한 조치들을 현재 검토하여 도입하기에는 무리라고 판단됨.

본고에서는 외환정책의 현황에 대해서 살펴보고 이의 문제점을 짚어본 뒤 외환정책의 선진화를 위한 몇 가지 제언을 통해 향후 외환정책의 새 틀을 짠는데 밀거름이 되고자 함.
Ⅱ. 외환시장의 현황 및 문제점

- 2008~2009년 글로벌 금융위기 시 우리나라라는 국가신용위험이 상승하고 환율이 급등하는 등 외화유동성 위기를 맞음.
  - 2008년 리먼 사태 이후 글로벌 달러 유동성이 경색되면서 우리나라 국채의 CDS 프리미엄과 원/달러 환율이 각각 674.9bps, 1,509원까지 상승
  - 이후 2009년 3월에는 우리나라 외화유동성에 대한 국제투자가들의 우려가 제기되면서 외채 조달 여건이 악화되는 동시에 원/달러 환율이 재차 1,573.6원까지 상승

〈그림 1〉 CDS 프리미엄과 원/달러 환율

자료 : 한국은행, Bloomberg

- 이와 같은 위기의 배경으로 우리나라 외환시장의 세 가지 문제, 즉 외국자본 유출입의 변동성과 경기순응성, 그리고 대외충격에 대한 취약성을 높을 수 있음.
Ⅱ. 외환시장의 현황 및 문제점

- 1999년 이후 외국자본 유출입의 변동성이 심화되면서 외환시장의 안정성을 저해
- 경기순응적인 자본유출입에 따라 외화건전성이 악화되고 자산시장 버블이 발생
- 단기외채 중심으로 외채가 급증하면서 대외충격에 대한 외환시장의 취약성이 증대

1. 외국자본의 급속한 유입과 변동성 심화

- 그러나 2008년 중에는 미국발 금융위기에 따른 글로벌 금융불안 확산으로 외국인 주식자금이 대규모 유출되면서 자본수지가 509억 달러의 적자를 기록

〈그림 2〉 자본수지 추이

(단위 : 10억 달러)

주 : ’09년은 8월까지의 자료임.
자료 : 한국은행

〈그림 3〉외국인 포트폴리오 투자수지 현황(연도별)

(단위 : 10억 달러)
외국인 포트폴리오 투자의 경우 2007년까지 지속적으로 자금유입이 이루어 지다가 2008년에 주식자금 위주로 대규모 유출이 발생

• 1999년부터 2004년까지 외국인들은 총 47조원의 주식을 순매수하였으나 2005년부터 2008년까지는 약 81조원을 순매도
• 이는 외국인 주식투자의 경우 순매수와 순매도가 일정기간 지속되는 투자 의 이른바 ’지속성(persistence)’이 존재한다는 것과 자본의 유입은 오랜 기간에 걸쳐 이루어지지만 유출은 상대적으로 짧은 기간에 일어날 시사
• 글로벌 금융위기에도 불구하고 2008년까지 채권자금은 지속적으로 유입되었으나 주식자금의 경우 2006년부터 순매도로 전환

이러한 현상은 외환위기, 카드사태, 금융위기 시 공통적으로 나타난 현상으로 외국자본의 급속한 유출이 주식투자자금을 중심으로 반복적으로 나타나고 있는 상황
• 특히 보유금액보다는 보유주식수를 보다 많이 처분하는 것으로 나타남.

〈그림 4〉 외국인투자자의 국내주식(총액 및 물량) 보유 비중

(단위 : %)

자료 : 금융감독원
외환위기(‘97년 8월 ~ 11월) 당시 외국인투자자는 국내증시에서 주식보유 금액 및 보유주식수를 -10.1%, -21.0% 각각 감소시킴.
카드사태(‘02년 5월 ~ ’03년 3월) 당시 외국인투자자는 국내증시에서 주식보유금액 및 보유주식을 -3.6%, -22.7% 각각 감소시킴.
서브프라임 사태로 발발된 금융위기(‘07년 7월 ~ ’09년 3월)로 인하여 외국인투자자의 국내증시에서 주식보유금액 및 보유주식을 -18.6%, -31.4% 각각 감소시킴.

월별 및 연도별 외국인 포트폴리오 투자를 보면 2007년부터 자본유출입 규모가 확대되면서 변동성도 심화되는 경향
주식자금의 경우 월별 및 연도별 변동성이 지속적으로 증가하는 양상을 보임.
채권자금의 경우 2006년까지는 변동성이 크지 않았으나 2007년부터 변동성이 큰 폭으로 확대되는 모습

<그림 5> 외국인 포트폴리오 투자수지 변동성 1)

주 : 1) 변동성은 월별 자료를 기준으로 추정한 표준편차임.
2) ’09년은 3월까지의 자료임.
자료 : 한국은행
2. 경기순환에 따른 자본유출입의 변동성 확대

경기순환에 따른 자본유출입의 변동성 확대는 단기 외화차입 급증, 금융시장 버블, 외화건전성 악화, 환율과 BIS 자기자본비율의 문제 등을 통해 외환·금융시장의 안정성을 저해

- 실물경기가 좋아지고 자산가격이 상승할 때 대량의 단기 외화차입이 발생하고 유입된 자본이 자산매입에 사용되면서 금융시장의 버블을 초래하고 불량기에는 반대로 급속히 유출되면서 외화건전성 문제 발생
- 실증적으로 우리나라의 경우 2000년부터 2008년 사이에 자산(주식) 가격이 상승할 때 단기 외화차입금이 증가하고, 아울러 예대율도 상승
- 외화차입은 기타투자수지 항목을 구성하고 있는데 포트폴리오 투자와 더불어 자본유출입의 변동성을 확대시키는 요인으로 작용

<그림 6> 주가지수와 은행단기차입금 추이  <그림 7> 주가지수와 예대율의 추이

주 : 1) 주가지수는 분기평균
     2) 일반은행 기준
자료 : 한국은행, 금융감독원

주 : 1) 주가지수는 분기평균
     2) 일반은행 기준, 예대율=원화대출금/원화예수금
자료 : 한국은행, 금융감독원
외국인 주식투자자금도 경기호황기에 단기자금 위주로 유입되면서 경기가 불황기로 전환될 때 동 자금이 급속히 유출되어 금융시장 불안정성이 심화
• 외국인 주식투자자의 매매회전율은 경기변동 사이클의 최고·최저점 근처에서 가장 큰 것으로 나타남.
• 이는 경기호황기에 대규모로 유입되었던 외국인 주식투자자금이 불황기에 급속히 유출되었음을 시사
• 이러한 단기 위주의 외국인 주식투자자금은 자산시장의 경기변동성을 증폭시킴.

〈그림 8〉 주가지수\(^1\)와 외국인 매매회전율\(^2\) 추이

주 : 1) 주가지수는 분기평균
2) 유가증권시장 기준, 외국인 매매회전율=\(((\text{매도주식수}+\text{매수주식수})/2)/(\text{전월말보유주식} +\text{금월말보유주식})/2\)×100
자료 : 한국은행, 금융감독원, 한국거래소

자본유출에 따라 외환시장이 불안정해지고 환율이 상승하면 외국인 증권투자 자금이 추가적으로 회수되고 은행 차입금이 차환되지 않는 약순환이 발생
우리나라 외환시장 선진화를 위한 정책과제

외국인 투자자들이 은행의 신용위험 증가 및 자산가격 하락에 따라 은행에 대한 대출을 줄이고 증권투자자금을 회수하는 것이 일차적 효과
일차적 효과에 따른 외화공급의 감소 및 수요의 증가로 인하여 외환시장의 불안정성은 확대되고 환율은 더욱 상승
환율상승에 따른 환위험 증대로 외국인 투자자들이 추가적으로 투자자금을 회수하게 되는 것이 이차적 효과
이차적 효과에 따라 은행의 대출여력이 감소하고 자산가격이 하락하는 악순환이 발생

3. 대외충격에 대한 취약성

1) 해외요인에 의한 금융시장 불안

시장개방과 더불어 우리 금융시장은 글로벌 자금흐름에 매우 민감하게 반응
2008년 중 외국인 주식자금의 변동은 주가 및 환율에 큰 영향을 주었으며 채권투자자금 역시 외환스왑시장 및 채권금리에 큰 영향
특히 국제금융시장 불안이 발생할 경우 자본유출입의 변동이 국내 금융시장의 불안을 초래

외국인의 주식 및 채권투자자금의 유출입은 외환시장의 수급과 우리나라 외화유동성에 영향
시장상황이 양호할 경우 국내 외화유동성을 풍부하게 만들었던 외국인의 금리재정거래 목적의 단기채권투자는 금융시장이 악화될 경우 자금유출이 심화되면서 환율의 변동성을 확대시켜 우리나라의 외화유동성에 악영향
선박수주 증가 등으로 원화가치가 점상되면 시점에서는 외채증가 및 원화 점상 강화요인으로 작용한 반면 국제자금사정 악화 등으로 원화가치가 점하되는 시점에서는 원화절하 강화요인으로 작용

2006년 이후 외국인 증권투자와 환율간의 상관관계가 커짐에 따라 외국인 증권투자가 환율에 미치는 영향력이 전반적으로 증대

환율변동성이 급격히 증가하였던 2008년 10~11월의 자료를 포함할 경우 2006년 1월~2008년 11월 기간에 외국인 증권투자는 원화가치와 양(+), 음(-)의 상관관계

<table>
<thead>
<tr>
<th>기간별 외국인 증권투자와 원화가치와의 상관관계</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>전체 기간</td>
</tr>
<tr>
<td>'03.1~'08.11</td>
</tr>
<tr>
<td>전체 국내채권투자</td>
</tr>
<tr>
<td>외 은 지 점</td>
</tr>
<tr>
<td>외 국 인</td>
</tr>
<tr>
<td>외국인 주식순매수</td>
</tr>
</tbody>
</table>

주: 1) 전월대비 점상(+). 점하(-)율

2) 단기외채 중심의 외채 급증

우리나라의 외채채무 잔액은 2006년부터 급증하기 시작하여 2009년말 기준 4,019.2억 달러를 기록

특히 2006년과 2007년 중 우리나라의 대외채무가 급증하였는데, 이는 예금 취급기관의 단기 해외차입과 장기 증권발행 증가가 주된 원인

2006년과 2007년 말 전체 대외채무 중 단기외채 비중은 40%를 상회
### 표 2 우리나라의 대외채무 현황

(단위 : 억 달러, %)

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>대외채무</td>
<td>1,573.9 (100.0)</td>
<td>1,722.6 (100.0)</td>
<td>1,878.8 (100.0)</td>
<td>2,600.6 (100.0)</td>
<td>3,831.5 (100.0)</td>
<td>3,779.4 (100.0)</td>
<td>4,019.2 (100.0)</td>
</tr>
<tr>
<td>단기</td>
<td>508.1 (32.3)</td>
<td>563.5 (32.7)</td>
<td>659.1 (35.1)</td>
<td>1,137.5 (43.7)</td>
<td>1,602.5 (41.8)</td>
<td>1,498.9 (39.7)</td>
<td>1,499.6 (37.3)</td>
</tr>
<tr>
<td>(예금취급기관)</td>
<td>407.8 (25.9)</td>
<td>444.5 (25.8)</td>
<td>512.8 (27.3)</td>
<td>960.9 (37.0)</td>
<td>1,339.9 (35.0)</td>
<td>1,103.8 (29.2)</td>
<td>1,151.6 (28.7)</td>
</tr>
<tr>
<td>장기</td>
<td>1,065.9 (67.7)</td>
<td>1,159.1 (67.3)</td>
<td>1,219.7 (64.9)</td>
<td>1,463.1 (56.3)</td>
<td>2,229.0 (58.2)</td>
<td>2,280.5 (60.3)</td>
<td>2,519.6 (62.7)</td>
</tr>
</tbody>
</table>

주: 1) ( ) 안은 대외채무에 대한 구성비(%)  
2) < > 안은 예금취급기관의 단기외채/총외채(%)  
자료: 한국은행

- 은행의 경우 수출기업 및 자산운용사의 선물환 매매를 받아주는 과정에서 해외로부터의 단기차입을 확대  
  - 조선 및 자동차 수출의 호조 및 해외투자를 위한 해외펀드투자 확대로 은행들이 선물환을 매입하는 과정에서 해외차임이 급증

- 〈그림 9〉에서 보는 바와 같이 은행들은 매입한 선물환의 포지션 조정을 3가지 방법으로 처리할 수 있으며 이 중 첫 번째 방법이 해외차입을 초래  
  - 첫 번째로 국제금융시장에서 해외차입을 통해 달러를 조달한 뒤 이를 국내 현물환 시장에서 메도함으로써 포지션을 청산(①)  
  - 두 번째로 국내외환시장에서 외환스왑(Buy&Sell)을 통해 달러를 조달한 뒤 현물환 시장에서 메도함으로써 포지션을 청산(②)  
  - 세 번째로 국내외환시장에서 통화스왑(CRS receive)을 통해 달러를 조달한 뒤 현물환 시장에서 메도함으로써 포지션을 청산(③)
Ⅱ. 외환시장의 현황 및 문제점

이 중 ①의 경우 현물환 매도를 위해 해외로부터 차입이 이루어지게 되는데 이로 인해 단기외채가 증가하는 문제점이 발생하였으며 이러한 현상은 2006~2007년 중 현저해짐.

우리나라 금융기관들의 해외차입은 2006년부터 급증하여 2007년말 최고치를 기록하였으며 2009년 2/4분기 현재 은행권 전체의 해외차입규모는 1,079억 달러를 기록하고 있음.

* 국내은행의 경우 2006년부터 급증하여 2007년에 550억 달러로 증가하였으나 최근 들어 차입금에 대한 상환이 이루어지면서 382억 달러를 유지하고 있음.
* 외은지점의 경우 2006년에 두 배 이상 해외차입이 급증한 이후 최근 들어 697억 달러로 감소하였으나 국내은행에 비해 비중은 오히려 확대됨.
12 우리나라 외환시장 선진화를 위한 정책과제

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>국내은행</td>
<td>24,044 (61.6)</td>
<td>21,183 (61.9)</td>
<td>23,023 (55.8)</td>
<td>25,028 (54.3)</td>
<td>24,594 (52.3)</td>
<td>28,117 (54.9)</td>
<td>43,331 (45.1)</td>
<td>55,047 (40.7)</td>
<td>44,947 (39.1)</td>
<td>38,219 (35.4)</td>
</tr>
<tr>
<td>단기</td>
<td>18,630 (47.7)</td>
<td>15,799 (46.2)</td>
<td>16,790 (40.7)</td>
<td>17,833 (38.9)</td>
<td>20,033 (42.6)</td>
<td>23,699 (46.3)</td>
<td>37,484 (39.0)</td>
<td>46,321 (34.2)</td>
<td>36,287 (31.5)</td>
<td>28,491 (26.4)</td>
</tr>
<tr>
<td>장기</td>
<td>5,414 (13.9)</td>
<td>5,384 (15.7)</td>
<td>6,233 (15.1)</td>
<td>7,095 (15.4)</td>
<td>4,561 (9.7)</td>
<td>4,418 (8.6)</td>
<td>5,847 (6.1)</td>
<td>8,726 (6.4)</td>
<td>8,860 (7.5)</td>
<td>9,728 (9.0)</td>
</tr>
<tr>
<td>외은지점</td>
<td>15,017 (38.4)</td>
<td>13,011 (38.1)</td>
<td>18,248 (44.2)</td>
<td>21,049 (45.7)</td>
<td>22,400 (47.7)</td>
<td>23,064 (45.1)</td>
<td>52,852 (54.9)</td>
<td>80,322 (59.3)</td>
<td>70,097 (60.9)</td>
<td>69,679 (64.6)</td>
</tr>
<tr>
<td>단기</td>
<td>13,152 (33.7)</td>
<td>11,561 (33.8)</td>
<td>16,163 (39.2)</td>
<td>18,352 (39.8)</td>
<td>19,478 (41.4)</td>
<td>21,330 (41.7)</td>
<td>50,264 (52.3)</td>
<td>75,746 (56.0)</td>
<td>65,507 (60.1)</td>
<td>64,822 (60.1)</td>
</tr>
<tr>
<td>장기</td>
<td>1,865 (4.8)</td>
<td>1,450 (4.2)</td>
<td>2,085 (5.1)</td>
<td>2,697 (5.9)</td>
<td>2,922 (6.2)</td>
<td>1,734 (3.4)</td>
<td>2,588 (2.7)</td>
<td>4,576 (3.4)</td>
<td>4,590 (4.0)</td>
<td>4,857 (4.5)</td>
</tr>
<tr>
<td>전  체</td>
<td>39,061</td>
<td>34,194</td>
<td>41,271</td>
<td>46,077</td>
<td>46,894</td>
<td>51,181</td>
<td>96,183</td>
<td>135,369</td>
<td>115,044</td>
<td>107,898</td>
</tr>
</tbody>
</table>

주 : ( ) 안은 은행권 해외차입 대비 비중임.
자료 : 한국은행

- 해외차입에서 단기차입이 차지하는 비중이 국내은행은 60%, 외은지점은 90% 이상을 상회하고 있어 그간 단기차입 확대에 따른 외화유동성 문제를 악화시키는 한 원인으로 작용

- 2002년부터 2008년까지 은행들의 선물환 순매입과 해외차입 추이를 비교한 결과, 은행들은 2006년 이전까지는 순매입의 포지션 조정을 대체로 외환(또는 통화)스왑을 통해 한 것으로 추정
2006년부터는 해외자금을 통한 포지션 조정이 이루어지면서 해외자금 급증과 더불어 단기외채도 급속히 증대되는 문제가 발생

• 2006년 중 은행권의 선물환 순매입 규모는 810억 달러에 달했는데 은행의 해외자금규모는 절반을 넘는 450억 달러였으며 이 기간 중 단기외채는 거의 동일규모인 448억 달러만큼 증가

• 2007년 중에도 은행권의 선물환 순매입 규모는 1,292억 달러, 은행의 해외자금은 392억 달러였으며 단기외채 증가분은 379억 달러에 달하였음.

표 4

은행권의 선물환 순매입 및 해외자금 추이

<table>
<thead>
<tr>
<th>연도</th>
<th>선물환순매입</th>
<th>은행해외자금</th>
<th>단기외채</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2002</td>
<td>7.2</td>
<td>70.8</td>
<td>79.4</td>
</tr>
<tr>
<td>2003</td>
<td>7.2</td>
<td>48.1</td>
<td>26.2</td>
</tr>
<tr>
<td>2004</td>
<td>529.1</td>
<td>9.2</td>
<td>36.8</td>
</tr>
<tr>
<td>2005</td>
<td>481.7</td>
<td>41.9</td>
<td>68.3</td>
</tr>
<tr>
<td>2006</td>
<td>810.1</td>
<td>450.0</td>
<td>448.2</td>
</tr>
<tr>
<td>2007</td>
<td>1,291.8</td>
<td>391.9</td>
<td>378.9</td>
</tr>
<tr>
<td>2008</td>
<td>740.5</td>
<td>-203.2</td>
<td>-210.1</td>
</tr>
</tbody>
</table>

주 : 해외자금 단기외채 규모는 각 연도말 규모의 차이로서 연중 발생한 신규자금 및 단기외채 증가분을 의미
자료 : 한국은행

2006년부터 외화유출을 촉진하는 자본재화가 본격적으로 시행되면서 해외중권투자가 급증

• 2006년 이전까지의 자본재화는 외화유출에 초점을 맞추어져 있었으며 경상·자본수지가 큰 폭의 흑자를 기록하면서 외환시장에 환율하락압력이 증대

• 외환시장의 구조적인 수급불균형(은행공급 > 외화수요) 완화를 목적으로 2006년부터 해외투자 활성화 등을 포함한 외화유출정책을 시행
아래의 다양한 해외증권투자자금을 운용하는 자산운용사의 환위험 해지를 위한 선물환매도가 확대되면서 은행권의 외화차입이 늘어나 외채가 급증

자산운용사가 선물환시장에서 달러화를 매도하면 이를 받아준 은행은 선물환 매수포지션을 발생

금리차익 획득을 위한 외국인의 채권투자도 외채 급증의 주요인 중 하나로 작용

외환위기 이후 채권시장 개방에도 불구하고 외국인의 국내 채권투자 규모는 크지 않았으나 2007년부터 금리차익기회가 큰 폭으로 확대되면서 외국인 채권투자자금 유입이 빠르게 증가

스왑스프레드(1년 만기 기준)는 2007년 이전에 100~200bps 수준을 유지하였으나 2007년부터 크게 확대되어 2008년 한때 500bps를 상회

단기외채 중심으로 외채가 급증하면서 우리나라에 대한 외국인의 부정적인 시각 확산

우리나라의 총외채 대비 단기외채 비중은 2004년에 30% 아래로 떨어졌으나 2008년에는 60%를 상회하였으며 유동외채의 경우 이보다 훨씬 높은 80%대를 기록

외환보유액 대비 단기외채 비중을 비교해 보면 우리나라가 다른 신홍시장국보다 훨씬 높은 것으로 나타남.
<table>
<thead>
<tr>
<th>연도</th>
<th>브라질</th>
<th>인도네시아</th>
<th>일본</th>
<th>한국</th>
<th>말레이시아</th>
<th>멕시코</th>
<th>러시아</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>2005년</td>
<td>35.3</td>
<td>33.3</td>
<td>122.0</td>
<td>31.3</td>
<td>24.0</td>
<td>26.9</td>
<td>24.9</td>
</tr>
<tr>
<td>2006년</td>
<td>23.9</td>
<td>29.7</td>
<td>105.8</td>
<td>47.6</td>
<td>19.9</td>
<td>27.7</td>
<td>19.2</td>
</tr>
<tr>
<td>2007년</td>
<td>21.7</td>
<td>33.9</td>
<td>110.4</td>
<td>61.1</td>
<td>22.4</td>
<td>27.2</td>
<td>22.8</td>
</tr>
<tr>
<td>2008.1Q</td>
<td>20.1</td>
<td>35.8</td>
<td>131.0</td>
<td>66.8</td>
<td>28.0</td>
<td>30.6</td>
<td>19.5</td>
</tr>
<tr>
<td>2008.2Q</td>
<td>20.7</td>
<td>37.2</td>
<td>122.9</td>
<td>68.1</td>
<td>31.2</td>
<td>28.6</td>
<td>18.6</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: IMF
Ⅲ. 주요 외환정책의 내용

1. 외국환포지션 규제

1) 종합포지션 규제

- 외국환포지션은 외환상품에 따라 현물환포지션, 선물환포지션, 그리고 두 포지션을 합산한 종합포지션으로 분류

- 우리나라는 현재 종합포지션을 기준으로 외국환포지션을 관리
  -『외국환거래규정』은 외국환은행의 외국환거래포지션 한도를,『금융투자업규정』과『보험업감독규정』은 각 해당 기관의 외국환거래포지션 한도를 규정
  - BIS 바젤위원회 권고에 따라 1999년 1월 1일부터 종전의 순합산포지션제도에서 간편포지션제도로 전환
  - 간편포지션제도 하에서는 통화별 매입초과포지션 합계와 통화별 매도초과포지션 합계 중 큰 금액을 일별 관리대상 외국환포지션으로 산정

- 국내 금융기관의 외국환거래포지션 한도는 다음과 같음.
  -『외국환거래규정』 제2-9조에서 외국환은행의 외국환매입(각)초과포지션 한도는 각 통화별 매입(각)초과액의 합계액 기준으로 전월말 자기자본*의 50%에 상당하는 금액

* 국내은행의 경우 납입자본금·적립금 및 이월이익잉여금의 합계액을 말하며, 외환지정의 경우 감기금·율기금·적립금 및 이월이익잉여금의 합계를 의미
Ⅲ. 주요 외환정책의 내용 17

- 증권회사는『금융투자업규정』제3-48조에서 전월말 자기자본의 20%에 상당하는 금액으로, 보험회사는『보험업감독규정』제5-21조에서 전분기말 지급 여력금액의 20%에 상당하는 금액으로 규정
- 한편, 한국은행총재는 이월이익잉여금의 환리스크 헤지를 위한 외국환매입분에 대하여 별도 한도를 인정받고자 하는 외국은행 국내지점과 외국환포지션 한도의 초과가 필요하다고 인정하는 외국환은행에 대하여는 별도의 한도를 인정할 수 있음.

- 외국환포지션 규제에 따라 현재 우리나라 은행들은 기본적으로 외국환포지션을 자기자본의 일정범위 내에서 유지하고 있음.
  - 자기자본 대비 외국환포지션 비중은 연도별로 다소 편차가 있긴 하나 대체로 -1.6~4.1% 수준을 유지하고 있음.
  - 또한 2003년 이전까지는 매도초과 포지션을 유지하다가 2004년 이후 수출 대기업들의 선물환 매도로 인해 은행들이 매입초과 포지션으로 전환하면서 종합포지션은 매입초과 포지션으로 전환


  - 2003년 1월 북한이 핵확산금지조약(NPT)에서 탈퇴한 데 이어 같은 해 2월 SK 글로벌 회계분식 사건이 표면화되면서 우리나라의 대외신뢰도가 하락1)
이에 따라 우리나라 금융기관들의 외화차입여건이 크게 악화되어 외화자금 조달을 위해 현물환을 매입하고 선물환을 매도하는 buy and sell 형태의 외환스왑거래가 크게 증가

또한 2004년 1월에는 비거주자의 투기적 거래가 국내 외환시장에 미치는 영향을 막기 위한 국내은행의 NDF 포지션 규제로 선물환 매도포지션이 증가

<table>
<thead>
<tr>
<th>년도</th>
<th>현물포지션</th>
<th>선물포지션</th>
<th>종합포지션</th>
<th>자기자본</th>
<th>자기자본 대비 포지션율</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1999년</td>
<td>1,382,493</td>
<td>-1,799,214</td>
<td>-416,721</td>
<td>41,077,446</td>
<td>-1.01%</td>
</tr>
<tr>
<td>2000년</td>
<td>3,576,891</td>
<td>-3,506,375</td>
<td>70,516</td>
<td>43,906,741</td>
<td>0.16%</td>
</tr>
<tr>
<td>2001년</td>
<td>2,735,794</td>
<td>-2,827,303</td>
<td>-91,509</td>
<td>48,730,418</td>
<td>-0.19%</td>
</tr>
<tr>
<td>2002년</td>
<td>5,803,849</td>
<td>-5,956,644</td>
<td>-152,795</td>
<td>57,050,750</td>
<td>-0.27%</td>
</tr>
<tr>
<td>2003년</td>
<td>4,608,647</td>
<td>-5,617,997</td>
<td>-1,009,350</td>
<td>63,854,536</td>
<td>-1.58%</td>
</tr>
<tr>
<td>2004년</td>
<td>4,068,568</td>
<td>-3,500,748</td>
<td>567,820</td>
<td>74,970,419</td>
<td>0.76%</td>
</tr>
<tr>
<td>2005년</td>
<td>1,504,582</td>
<td>18,104</td>
<td>1,522,686</td>
<td>100,414,520</td>
<td>1.52%</td>
</tr>
<tr>
<td>2006년</td>
<td>2,232,404</td>
<td>141,221</td>
<td>2,373,625</td>
<td>124,069,162</td>
<td>1.91%</td>
</tr>
<tr>
<td>2007년</td>
<td>-8,796,477</td>
<td>12,448,213</td>
<td>3,551,736</td>
<td>143,446,710</td>
<td>2.48%</td>
</tr>
<tr>
<td>2008년</td>
<td>821,682</td>
<td>4,689,289</td>
<td>5,511,981</td>
<td>133,007,294</td>
<td>4.14%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

주: 1) 국내은행은 시중은행(국민, 신한, 우리, 하나, SC제일, 한국씨티, 외환) 7개, 지방은행(경남, 광주, 대구, 부산, 전북, 제주) 6개, 특수은행(농협, 수협, 중소기업은행, 산업은행) 4개 등 총 17개 은행을 대상으로 함.
2) 자기자본은 17개 국내은행의 자기자본 합계를 각 연도별 원/달러 환율(중가평균)로 환산한 값임.
자료: 각 국내은행의 연도별 경영공시자료, 금융감독원 ‘금융통계정보’, 한국은행 ‘경제통계시스템’

1) 보다 정확히 말한다면 Moody's사가 우리나라의 신용등급 전망을 Negative로 하향조정하였다.
• NDF 포지션 규제는 NDF수급 불균형을 가져와 NDF환율의 급락으로 이어지고 스왑레이트와 금리차 간 괴리가 확대되면서2) 은행들은 대규모로 현물환 매입포지션과 선물환 매도포지션을 취하게 됨.

2) NDF 포지션 규제

2000년대 들어 원화 NDF 거래량이 급증하여 2003년 기준 세계 NDF 거래량의 약 30%를 차지

• 신호시장국 트레이더 협회(Emerging Market Traders Association)에서 조사한 바에 따르면 2003년 중 원화 NDF 거래량은 3,070억 달러로 전체 거래량의 30% 가량을 차지하는 세계 최대 규모

• NDF 일평균 거래량은 2001년 5억 달러에서 2008년 한 해 104억 달러를 상회하는 수준으로 증가

<table>
<thead>
<tr>
<th>표 7</th>
<th>2003년 주요 NDF 시장의 거래 규모</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>NDF 거래량(억 달러)</td>
</tr>
<tr>
<td>한국 원 NDF</td>
<td>3,070</td>
</tr>
<tr>
<td>칠레 페소 NDF</td>
<td>1,800</td>
</tr>
<tr>
<td>브라질 레알 NDF</td>
<td>1,790</td>
</tr>
<tr>
<td>대만 달러 NDF</td>
<td>1,630</td>
</tr>
<tr>
<td>중국 위안 NDF</td>
<td>680</td>
</tr>
</tbody>
</table>

주 : 1) 전체 거래량 1조 210억 달러

2) 원래 선물환율과 현물환율의 차이를 현물환율로 나눈 스왑레이트는 무위험차율평가이론에 의해 양국간의 금리차와 동일해야 하나 일시적인 요인에 의해 둘 사이에 차이가 발생하는 경우 이를 이용한 금리재정거래가 발생하게 된다. 보다 자세한 내용은 신성욱, 장성우(2006)를 참조
이와 같은 증가는 외국인증권투자자금의 급증과 비거주자에 대한 원화 거래 제한에 일부 기인

2007~8년 NDF 거래량이 급증한 것은 외국인 증권투자자의 헤지 수요나 실수요의 증가 외 비거주자의 투기적 수요가 늘어났기 때문이라고 판단됨.

<그림 10> NDF 거래량 및 외국인 주식투자자금 추이

• 2004년 당시 원화 강세를 약화시키기 위한 방편으로 비거주자에 대한 국내 금융기관의 NDF 매입초과포지션 규제를 도입
  • 1999년 4월 외환자유화 정책의 일환으로 외국인투자자가 환헤지를 위해 역외 금융기관을 이용하여 국내 금융기관과 NDF를 거래하는 것을 허용
  • 이는 이후 환투기수단으로 악용되며 외환시장을 교란한다는 지적을 받았음.
  • 역외 세력의 일방적인 NDF 매도세를 받아주는 국내 은행들의 NDF 매수 한도를 규제하여 원화 강세 압력을 약화시키기 위하여 2004년 1월 14일 매입초과포지션을 제한*하는 조치를 시행

* 및 외국인 주식투자자금 추이
Ⅲ. 주요 외환정책의 내용 21

* 2004년 1월 14일 기준 NDF 매입초과포지션의 110%이고 이후 등록한 외국환은행의 포지션 한도는 0이며 매도초과포지션은 현행대로 제한 없이 허용
  • 당시 국내 외국환은행의 매입초과포지션은 72억 달러

2008년 9월 달러유동성을 개선하기 위해 NDF 매입초과포지션 규제를 폐지
  • 이는 규제 완화 측면과 동시에 역외에서 차익실현성 달러 매도세가 나왔을 때 현물환 시장에서 원활하게 달러가 유입되는 것을 도와줄 것으로 기대
  • 매입초과포지션 철폐로 국내 은행들의 NDF 매입세가 증가하면 스왑시장에서 'Sell and Buy’가 증가하며 스왑포인트 역전폭이 축소되는 동시에 현물환 공급이 늘어남.
  • 역외시장에서 원화가치 하락에 베팅을 해왔기 때문에 원화가치 상승을 기대한 이와 같은 조치는 큰 실효성이 없었음.

2. 외화유동성 규제

• 은행에 대한 외화유동성 규제는 은행업 감독규정 제6장 2절(외환건전성 관리)의 자산-부채 만기불일치 비율규제(제64조 유동성 위험관리)에 법적인 근거를 두고 있음.

• 「은행업 감독규정」제64조는 외국환업무취급기관이 다음과 같은 외화유동성 비율 및 만기불일치 비율을 유지하도록 규정
  • 동 기관의 잔존만기 3개월 이내 부채에 대한 잔존만기 3개월 이내 자산의 비율이 85% 이상을 유지하도록 규정
우리나라 외환시장 선진화를 위한 정책과제

- 잔존만기 7일 이내의 경우 자산이 부채를 초과하는 비율이 -3\%^{3)} 이상을 유지해야 하며, 잔존만기 1개월 이내의 경우 부채가 자산을 초과하는 비율이 10\% 이내를 유지해야 함.

한편『은행업 감독규정』제65조는 외국환업무취급기관은 상환기간이 1년 이상인 외화대출의 90\% 이상을 상환기간이 1년 초과인 외화자금으로 조달하도록 규정\(^4\)(중장기 외화대출재원 조달비율)

- 다만, 외화대출 잔액이 미화 50백만불 미만인 경우에는 동 규정에서 제외
- 상환기간 1년 이상인 외화조달 잔액은 상환기간 1년 이상인 차입금 및 유가증권 발행액(bank loan, bond, FRN, 기타), 핵심예금으로 구성
- 한국은행으로부터의 외화대출 지원용 외화수탁금을 재원으로 한 외화대출금은 외화대출 잔액 계산에서 제외

〈표 8〉 은행의 외화유동성 비율 규제

<table>
<thead>
<tr>
<th>건전성 규제기준</th>
<th>기 간</th>
<th>산출방식</th>
<th>표준비율</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>외화유동성비율</td>
<td>3개월 이내</td>
<td>외화유동성자산(^1) 외화유동성부채(^2)</td>
<td>85% 이상 (기타 금융기관 80%)</td>
</tr>
<tr>
<td>외화자산·부채 만기 불일치비율</td>
<td>7일 이내</td>
<td>(기간별 외화유동성자산-외화유동성부채) 총외화자산</td>
<td>△3% 이상</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>1개월 이내</td>
<td></td>
<td>△10% 이상</td>
</tr>
<tr>
<td>중장기 외화대출 재원 조달비율</td>
<td>1년 초과</td>
<td>1년 이상 외화조달 잔액 1년 이상 외화대출 잔액</td>
<td>90% 이상</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 금융감독원

3), 4) 2009년 11월 19일 발표한 금융회사의 외환건전성 제고 및 감독강화 방안을 통해 조정됨.
「증권업 감독규정」제2-45조와 「보험업감독규정」제5-18조는 외국환업무 취급기관이 다음과 같은 외화유동성비율 및 만기불일치 비율을 유지하도록 규정

- 동 기관의 잔존만기 3개월 이내 부채에 대한 잔존만기 3개월 이내 자산의 비율이 80% 이상을 유지하도록 규정
- 잔존만기 7일 이내의 경우 자산이 부채를 초과하는 비율이 0% 이상을 유지해야 하고, 잔존만기 1개월 이내의 경우 부채가 자산을 초과하는 비율이 10% 이내

이 중 외화유동성 규제는 금융기관들의 규제준수에도 불구하고 악화된 외화 조달여건을 제대로 반영하지 못한다는 비판이 제기

이는 기본적으로 현행 외화유동성 규제가 가지고 있는 한계에 기인

- 현행 외화유동성 규제는 월말에 말잔기준으로 규제준수여부를 점검하고 있으나 외화조달여건이 악화되더라도 이를 준수하는 것은 어렵지 않음.
- 예컨대 7일 갭비율을 준수하기 위해서는 월말에 14일 만기 외환스왑을 하면 7일 이내 외화자산은 당장 증가하지만 외화부채는 14일 만기이므로 7일 이내 외화부채에는 포함되지 않으므로 갭비율이 감소하게 됨.

이에 따라 국내은행의 외화유동성 규제 위반 건수도 2000년을 제외하고는 거의 전무한 상태로 나타나 외화유동성 규제가 제대로 준수되고 있는 것으로 평가

외화유동성비율의 경우에는 2001년부터 한 건도 위반한 사례가 없으며 중장기조달비율의 경우에도 2002년부터 위반한 사례가 관찰되지 않음.

![표 9](國내은행의 외화유동성 규제 위반 현황)

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>만기불일치비율</td>
<td>7일 이내</td>
<td>2</td>
<td>2</td>
<td>1</td>
<td>1</td>
<td>1</td>
<td>1</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>1개월 이내</td>
<td>6</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>1</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>외화유동성비율</td>
<td>5</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
<tr>
<td>중장기조달비율</td>
<td>8</td>
<td>1</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료 : 금융감독원 내부자료

 이러한 이유로 현행 외화유동성 규제의 실효성에 대해 많은 의문이 제기되고 있는 상황이며 규제의 실효성을 높이기 위한 규제개선이 필요

한편 정부는 2009년 9월 25일 외환건전성 제고 및 감독 강화방안의 기본방향을, 11월 19일에는 구체적인 세부방안을 발표하였는데 이의 내용은 다음과 같음.

첫째로, 외화유동성 비율 규제를 정비하여 외화 자산의 회수가능성을 반영함으로써 자산유형별 유동화 가중치를 정하고 이를 기준으로 유동성 비율을 산출
- 영국 금융감독청 등 국제통용기준, 규제준수 비용 등을 감안하여 자산유형별로 유동화 가중치를 산출하였으며 7일갭 비율은 현행 0% 이상에서 △3% 이상으로 조정
Ⅲ. 주요 외환정책의 내용 25

〈표 10〉 자산유형별 유동화 가중치

<table>
<thead>
<tr>
<th>자 산 유 형</th>
<th>가 중 치(%)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td></td>
<td>종 전</td>
</tr>
<tr>
<td>외국통화 및 예치금, 외화콜론, 매입외환</td>
<td>100</td>
</tr>
<tr>
<td>외화대출금 (리스 포함)</td>
<td>100</td>
</tr>
<tr>
<td>은행간대여금. 내국수입유산스, 분할상환시설자금대출</td>
<td>90</td>
</tr>
<tr>
<td>해외실수요자금. 시설자금대출</td>
<td>90</td>
</tr>
<tr>
<td>운전자금 등</td>
<td>80</td>
</tr>
<tr>
<td>외화증권</td>
<td>100</td>
</tr>
<tr>
<td>국 공 채</td>
<td>90</td>
</tr>
<tr>
<td>A∼AAA</td>
<td>100</td>
</tr>
<tr>
<td>BBB∼A</td>
<td>90</td>
</tr>
<tr>
<td>BBB 미만</td>
<td>60</td>
</tr>
<tr>
<td>회 사 채</td>
<td>85</td>
</tr>
<tr>
<td>A∼AAA</td>
<td>90</td>
</tr>
<tr>
<td>BBB∼A</td>
<td>85</td>
</tr>
<tr>
<td>BBB 미만</td>
<td>50</td>
</tr>
<tr>
<td>주 식 (수익증권 포함)</td>
<td>55</td>
</tr>
<tr>
<td>상 장</td>
<td>55</td>
</tr>
<tr>
<td>비 상 장</td>
<td>35</td>
</tr>
<tr>
<td>선물자산</td>
<td>85</td>
</tr>
<tr>
<td>기 타</td>
<td>100</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료 : 금융회사의 외환건전성 제고 및 감독 강화 방안. 금융위・금감원 합동 보도자료, 2009.11.19

둘째로, 유동성리스크 관리기준에 외화유동성 부문의 고유 특성을 반영하여 「외화유동성 리스크 관리기준」을 별도로 신설

- 외화유동성 리스크의 경우 시스템 리스크로 전이될 가능성이 큰 만큼 체계 적인 내부통제 시스템 구축이 필요
- 통화별 유동성 리스크 관리, 조기경보지표 설정 운영, 위기상황시의 자금 유출 금액 추정 및 비상자금조달 계획 등을 의무화
셋째로, 금융회사가 외화유동성 부족 사태에도 자체적으로 대응할 수 있도록 외화안전자산 보유 최저한도를 의무화

- A등급 이상 국공채, A등급 이상 국가의 중앙은행 예치금 및 A등급 이상의 회사채를 외화안전자산으로 인정하고 보유한도는 1년 내 만기로래 차입금 × 2/12 × (1 - 최저차환율) 또는 총 외화자산 대비 2% 이상 중 택일

넷째로, 파생상품업무처리 모범규준을 외환파생상품거래에 구체화한 외환파생상품거래 리스크 관리기준 신설

- 과도한 환헤지를 방지하기 위해 실물거래 대비 최대 125% 이상의 선물환거래를 억제
- 타 금융회사와의 거래실적 확인을 의무화하고, 개별 기업의 거래 한도에서 차감

다섯번째로, 은행의 차입구조 장기화를 위해 중장기 대출 재원조달 산정 기준을 1년 이상에서 1년 초과로, 규제 비율은 80% 이상에서 90% 이상으로 강화

여섯번째로, 투자설명서 및 금융투자협회 공시를 통해 환헤지 비용 및 효과에 대한 대고객 정보 제공을 강화하고 환헤지 비용을 달리하는 투자상품 도입으로 자산운용사의 합리적 환헤지 관행을 유도

마지막으로, 외환건전성 관련 보고 대상, 주기 등을 구체화하여 명시함으로써 보고 의무를 명확화

한편 외화레버리지 규제의 경우 바젤위원회 등 국제적 논의 동향을 보아가며 적용방식, 적용범위 및 적용시기 등을 구체화하기로 결정
세부 방안은 2010년 중 국내은행을 대상으로 시행할 계획이며 향후 은행권의 성과를 보아가며 기타 금융권으로 확대 시행할 예정

- 외화유동성 비율 규제 개선에 따른 유동화 가중치 부여 및 외화안전자산 보유 의무화는 은행의 적응기간을 감안하여 2010년 7월부터 시행

### 참고 1) 주요국의 외화유동성 규제 사례

현행 외화유동성 규제가 주요 선진국의 규제에 비해 양적으로 다소 많은 것은 사실인 것으로 보인다. 미국, 캐나다, 호주 등은 우리나라와 같이 최저유동성비율을 직접규제하지 않고 각 금융회사의 자체 유동성관리 정책 및 절차의 준수여부만을 확인하는 간접규제방식을 채택하고 있다. 영국, 독일, 프랑스 등은 최저유동성비율을 설정하고 이의 준수여부를 점검하는 직접규제방식을 채택하고 있으나 외화에 대해서는 별도의 규제를 실시하지 않고 있다.

주요 선진국에 비해 엄격한 외화유동성 규제로 인해 국내 금융회사의 수익창출기회를 박탈하는 것이 경제행위의 비용을 증가시키는 조치라는 데에는 동의한다. 그러나 외화유동성 규제를 실시함으로써 국가 거시경제적 차원의 총량적 위기 가능성을 낮출 수 있다면 여기에 외화유동성 규제의 합리성이 발생한다고 생각한다. 대내외 경제 및 금융여건의 불확실성이 증가한 상태에서 외화유동성 규제의 대폭 완화 또는 철폐로 인해 국내 금융시장의 외화유동성이 악화된다면 국가 차원에서는 그에 따른 경제적·사회적 비용이 오히려 더욱 클 수 있기 때문이다.
28 우리나라 외환시장 선진화를 위한 정책과제

〈표 11〉 주요국의 최저유동성비율 규제 현황

<table>
<thead>
<tr>
<th>국 가</th>
<th>유동성비율 규제 여부</th>
<th>외화유동성 비율 규제 여부</th>
<th>규 제 비 율</th>
<th>지 도 기 준</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>미 국</td>
<td>×</td>
<td>×</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>영 국</td>
<td>○</td>
<td>×</td>
<td>만기불일치비율 8일(0%), 1개월(-5%)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>독 일</td>
<td>○</td>
<td>×</td>
<td>유동성비율 1개월 : 100%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>프 랑 스</td>
<td>○</td>
<td>×</td>
<td>유동성비율 1개월 : 100%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>일 본</td>
<td>×</td>
<td>×</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
</tr>
<tr>
<td>싱 가 포 르</td>
<td>○</td>
<td>×</td>
<td>유동성비율 18%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>중 국</td>
<td>○</td>
<td>○</td>
<td>외화유동성비율 60%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>필 리 편</td>
<td>○</td>
<td>○</td>
<td>외화유동자산비율 총자산의 30%</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 박해식·이윤석(2007)에서 재인용

3. 외환보유액의 운용

1) 외환보유액의 정의와 목적

- 외환보유액은 통화당국(정부 및 중앙은행)이 국제수지 불균형을 보전하거나 외환시장 개입을 위하여 보유하고 있는 대외지급자산을 지칭

- 외환보유액은 시장성이 높은 자산으로 언제든지 사용가능한 대외자산이며 통화당국이 통제가능한 자산임.
  - 언제든지 사용가능한 자산으로서 현금화하는 데 제약이 거의 없는 유동성 이 높은 자산
  - 한국은행 및 정부가 외환보유액에 대한 통제권한을 보유
Ⅲ. 주요 외환정책의 내용

• 비거주자에 대한 청구권을 갖는 대외자산을 의미
• 외환(예치금 및 유가증권), 금, IMF 포지션, SDR 등으로 구성되나, 사모 주식 및 부동산은 제외

의 <표 12> 우리나라 외환보유액 추이

(단위 : 억 달러)

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>외환 보유액</td>
<td>2,103.9</td>
<td>2,389.6</td>
<td>2,622.2</td>
<td>2,012.2</td>
<td>2,375.1</td>
</tr>
<tr>
<td>유가 증권</td>
<td>1,868.3</td>
<td>2,019.9</td>
<td>2,317.8</td>
<td>1,803.8</td>
<td>2,086.1</td>
</tr>
<tr>
<td>예치 금</td>
<td>231.4</td>
<td>364.0</td>
<td>299.9</td>
<td>201.0</td>
<td>278.9</td>
</tr>
<tr>
<td>IMF 포지션</td>
<td>3.1</td>
<td>4.4</td>
<td>3.1</td>
<td>5.8</td>
<td>8.4</td>
</tr>
<tr>
<td>SDR</td>
<td>0.4</td>
<td>0.5</td>
<td>0.7</td>
<td>0.9</td>
<td>0.9</td>
</tr>
<tr>
<td>금</td>
<td>0.7</td>
<td>0.7</td>
<td>0.7</td>
<td>0.7</td>
<td>0.8</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료 : 한국은행

외환보유액의 보유 목적은

① 대외지급 불균형 해소 목적으로, 민간부문의 외화자금 수요가 공급을 초과하는 경우 중앙은행은 최종대부자(last resort)로서 국제수지 불균형을 조절할 수 있는 능력을 보유하여야 함.
② 외환시장 개입 목적으로, 환율이 경제퍼덕더멘탈에서 크게 벗어나거나 투기적 공격의 대상이 되는 경우 중앙은행은 환율방어를 위해 외환시장에 개입할 수 있어야 함.
③ 국부의 증식 목적으로, 외환보유액은 국부의 중요한 요소이며 중앙은행은 그 가치를 보전하고 증식해야 함.
외환보유액은 일국의 대외신인도를 결정하는 중요 요소로서 외환보유액이 최종대부자 기능을 수행하기에 충분하지 못하면 국가신용등급은 하락압력을 받게 됨.

- 민간부문이 국제금융시장을 통한 자금조달에 한계가 있거나,
- 민간의 외화자금 조달비용이 상대적으로 높을 경우 특히 중요
- 1997년 외환위기 당시와 같이 외환보유액이 최종대부자 역할을 못하게 되면 대외충격에 대한 취약성이 높아지고 투자자본의 유출, 금융기관의 해외차입금 만기차환 거부, 환율상승 등의 현상이 발생
- 2008년 글로벌 금융위기 시에도 유사한 현상이 나타났으나, 미국 등 주요국과의 통화스왑 체결로 최종대부자 기능이 향상되면서 외부충격에 따른 부정적 현상은 점차 약화되었음.

2) 외환보유액의 운용원칙

유동성(liquidity) : 외환시장 개입 및 대외지급 등 외환보유액의 사용이 필요한 경우 언제든지 현금화가 가능한 자산으로 운용
- 외환보유액의 궁극적인 목적은 운용 자체라기보다는 대외지급이 필요한 경우 즉시 사용할 수 있도록 준비하는 데 있음.
- 외환보유액의 투자대상들은 유통물량 규모가 충분히 커서 개별 투자자가 시장지배력을 가지지 않으며, 필요 시 가격손실 없이 매매가 가능해야 함.

안전성(safety or capital preservation) : 외환보유액은 일국의 대외신인도를 유지시키는 역할을 하는 국가적 재산이므로 가능한 한 투자원금의손실이 없도록 운용되어야 함.
Ⅲ. 주요 외환정책의 내용

∙ 투자대상은 최상의 신용등급을 보유하며 가격변동성이 작은 자산이어야 함.

◉ 수익성(profitability) : 국부관리 측면에서 유동성 및 안전성을 확보한 가운데 수익성을 높이려는 노력이 기울여 왔음.
∙ 우리나라의 경우 2005년 이후 유동성 및 안전성을 확보한 가운데 수익성을 높이려는 노력이 기울여 왔음.
∙ 그러나, 글로벌 금융위기 이후 최종대부자 기능이 중요시됨에 따라 유동성 및 안전성을 강조하는 방향으로 전환

3) 외환보유액의 구성

가. 외환보유액과 외화자산

◉ 외환보유액은 외화자산, IMF 포지션, SDR로 구성되며, 그 중 외화자산은 유동성자산, 수익성자산, 위탁자산으로 구성됨.
∙ 유동성 자산은 대외지급 수요에 대비하여 준비된 현금성 자산으로 예치금 등 미달러화 단기자산으로 구성
∙ 수익성 자산은 단기간 내에 대외지급에 사용될 가능성이 낮은 자산으로 유동성과 안전성을 유지하는 가운데 수익성을 올릴 수 있도록 주요국의 중장기채권으로 운영
∙ 위탁자산은 투자 전문지식과 노하우를 습득하기 위하여 위탁한 자산으로 상대적으로 고위험/고수익을 목표로 하며 외부 자산운용사를 활용

◉ 외화자산의 상품별 구성은 기본적으로 예치금과 유가증권으로 구분되며, 유가증권은 정부채, 정부기관채, 회사채, 자산유동화채, 주식 등으로 구성됨.
32 우리나라 외환시장 선진화를 위한 정책과제

- 외환보유액은 안전성과 유동성을 완벽하게 확보한 가운데 수익성을 높이는 방향으로 운용됨에 따라, 수익성 확보를 위해 외화자산은 정부채, 정부기관채, 회사채(BBB 이상), 자산유동화채 등으로 구성
- 주식투자분은 KIC 위탁자산에 국한됨.

<table>
<thead>
<tr>
<th>표 13</th>
<th>외환보유액과 외화자산</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>외환보유액</td>
<td>외화자산</td>
</tr>
<tr>
<td>직접운용자산</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>간접운용자산 (위탁자산)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>직접위탁</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>KIC 위탁</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>IMF 포지션</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>SDR</td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료 : 한국은행

나. 외화자산 현황

- 외화자산 통화별 구성은 미달러화 자산이 65% 수준을 차지하며, 기타 통화 자산이 35% 정도 차지함.
  - 이는 미국정부채시장이 세계에서 가장 유동성이 풍부하고 신도가 깊은 시장임을 반영하는 것임.
Ⅲ. 주요 외환정책의 내용

◉ 2008년 대외지급 수요에 대처하기 위해 수익성 자산 중 일부를 현금화하면서 수익성 자산 비중이 감소
  • 2008년 수익성 자산은 2007년에 비해 8.4%p 감소한 반면,
  • KIC 위탁규모 증가로 위탁자산의 비중은 6.5%p 증가

외환보유액의 대부분은 안전성이 높은 채권으로 구성되어 있으나, 2008년 중
외화유동성 재원확보를 위해 대규모 거래가 가능한 정부채와 정부기관채를
많이 매각하면서 상대적으로 안전성이 낮은 자산의 비중이 증가

〈표 14〉 한국은행의 외화자산 구성

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>2007년말(A)</th>
<th>2008년말(B)</th>
<th>증감(B-A)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>1. 자산별</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>유동성 자산</td>
<td>3.9</td>
<td>5.8</td>
<td>1.9</td>
</tr>
<tr>
<td>수익성 자산</td>
<td>84.5</td>
<td>76.1</td>
<td>△8.4</td>
</tr>
<tr>
<td>위탁 자산</td>
<td>11.6</td>
<td>18.1</td>
<td>6.5</td>
</tr>
<tr>
<td>2. 통화별</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>미 달러화</td>
<td>64.6</td>
<td>64.5</td>
<td>△0.1</td>
</tr>
<tr>
<td>기타 통화</td>
<td>35.4</td>
<td>35.5</td>
<td>0.1</td>
</tr>
<tr>
<td>3. 상품별</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>예치금</td>
<td>7.4</td>
<td>8.4</td>
<td>1.0</td>
</tr>
<tr>
<td>유가증권</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>정부채</td>
<td>35.5</td>
<td>31.8</td>
<td>△3.7</td>
</tr>
<tr>
<td>정부기관채</td>
<td>28.8</td>
<td>22.4</td>
<td>△6.4</td>
</tr>
<tr>
<td>회사채</td>
<td>15.4</td>
<td>16.9</td>
<td>1.5</td>
</tr>
<tr>
<td>자산유동화채</td>
<td>11.6</td>
<td>17.0</td>
<td>5.4</td>
</tr>
<tr>
<td>주식¹</td>
<td>1.3</td>
<td>3.5</td>
<td>2.2</td>
</tr>
<tr>
<td>합계</td>
<td>100.0</td>
<td>100.0</td>
<td>-</td>
</tr>
</tbody>
</table>

주 : 1) KIC 위탁자산 중 주식투자부
자료 : 2008년도 한국은행 연차보고서
예치금, 정부채 및 정부기관채의 2008년말 비중은 62.6%로 2007년 71.7%보다 9.1%p 감소

회사채, 자산유동화채권 및 주식 등과 같이 상대적으로 안전성이 낮은 자산이 2008년말 비중은 37.4%로 2007년말 28.3% 보다 9.1%p 증가

4) 외환보유액의 운용방식

중앙은행들의 외환보유액의 운용은 '70년대~'90년대 중반까지 유동성과 안전성이 최우선시되었으나, '90년대~2000년대 중반 상업기관의 자산운용처럼 수익성에 대한 인식이 확산되기 시작

유동성과 안전성을 위해 예치금 및 단기 정부채 위주의 투자에 주력

유동성 및 안전성 위주의 투자로 운용수익이 낮아 기회비용 손실에 대한 인식이 확산되면서 수익성이 강조되기 시작

* 외환보유액이 충분할수록 대외신인도가 향상되어 환율방어를 위한 외환보유액 사용 필요성이 줄어들고 이에 따라 전체 외환보유액 중 수익성이 높은 자산에 투자할 수 있는 비중이 커짐.

2000년대 중반 이후 수익성에 대한 인식이 강화되었으나, 글로벌 금융위기 를 맞으며 다시 유동성과 안전성이 강조됨.

수익성을 위해 국부펀드가 주요 운용방식으로 등장하기 시작

수익성 제고를 위해 투자대상물의 확대, 투자만기의 장기화 등 전략적 자산 배분이 정착됨.

한국은행의 외환보유액 운용은 운용목표 설정, 투자 운용, 운용 사후관리, 리스크관리 및 성과평가의 단계를 거침.
Ⅲ. 주요 외환정책의 내용

운용목표 설정 : 기대수익과 위험허용 수준, 투자통화와 상품의 범위, 운용 기준과 지침 등을 설정

투자운용 : 금리, 환율 동향 분석, 투자전략 수립 및 실행

운용 사후관리 : 자금 및 증권의 결제, 회계처리

리스크관리 및 성과평가 : 트래킹 에러, VaR의 활용, 위험조정 성과분석

5) 외환보유액의 운용실적

중앙은행의 운용수익률은 공개되지 않는 것이 관행이나, 한국은행은 1998~2002년의 기간 중 LIBOR(US$ 3개월) 및 국제투자은행 기준 투자수익률을 상회하는 것으로 발표

LIBOR(U$ 3개월) 4.62%, 국제투자은행 기준 투자수익률 6.14%

이에 외환보유액을 구성하는 개별자산의 시중수익률을 이용하여 외환보유액 운용수익률을 추산5)

개별자산의 수익률 추정 시 평균 만기가 3년 정도인 점을 감안하여 미국, 유로, 일본의 3년 만기 국제수익률을 대표 수익률로 선정하여 추정하고 유로화와 엔화 가치 변화율도 감안

이를 바탕으로 외환보유액의 달러수익률을 추산하고, 이를 다시 원/달러 환율의 변화율을 감안하여 원화환산 수익률을 계산

추정된 연도별 원화환산 수익률은 원/달러 환율의 변화에 따라 큰 편차를 보임.

5) 이 외에도 다음의 방식 사용 가능. ① 외환보유액 증가분에서 시장개입규모를 준비자산 증감 규모로 파악하여 이를 제외한 나머지를 순수한 외환보유액 운용수익으로 추산하여 수익률 계산.
② 통안증권 및 외환시장안정용국채(이하 '환시채') 순증발행규모를 시장개입규모로 간주하여 운용 수익을 추산하는 방법(시장개입이 전부 불태화(sterilize)된다고 가정).
달러화 기준 수익률이 2005년을 제외하고는 2001년 이후 모두 양(+)의 수익률을 보였으나 2002년과 2004~2006년 사이의 원화 절상으로 인해 원화환산 수익률은 음(-)의 수익률을 시현

외환위기 이후로 원화의 강세 기조가 형성되면서 외화자산의 원화환산 수익률은 원/달러 환율하락으로 달러수익률보다 저하

<table>
<thead>
<tr>
<th>표 15</th>
<th>외환보유액 운용수익률 추산</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>수익률(A)</td>
<td>0.3</td>
</tr>
<tr>
<td>원/달러환율 변화율(B)</td>
<td>4.4</td>
</tr>
<tr>
<td>원화환산 수익률(A+B)</td>
<td>4.7</td>
</tr>
</tbody>
</table>

주 : 1) 0.645×(미국 3년 국고채 수익률)+0.200×(유로 3년 국고채 수익률+$/$€변화율)+0.155×(일본 3년 국고채 수익률+$/$ 엔변화율)

자료 : 한국은행

외환보유액 운용에 따르는 비용은 시장개입을 위해 발행한 외환시장안정용국채(환시채) 및 통안증권의 이자 지급비용.

외환시장 개입을 위해 조성된 외화자금 중 외평기금의 외화자금은 환시채의 발행을 통해 이루어짐.

외평기금의 경우 환시채 발행에 따른 이자지급 비용 등의 기금결산서상 당기손실을 비용으로 처리

비용추정 결과, 자산대비 비용합계를 나타내는 비용부담률은 2004년도에 최고치인 9.9%를 기록하였으며, 나머지 연도의 경우 대체로 5~7% 내외를 기록

2004년의 경우 원화절상 및 NDF시장 개입 등으로 인해 환차손이 대규모로 발생함에 따라 비용부담률이 큰 폭 상승

36 우리나라 외환시장 선진화를 위한 정책과제
외국환평형기금 및 통화안정증권 비용부담

(단위 : 조원, %)

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>자산 합계 (A)</td>
<td>92.9</td>
<td>102.7</td>
<td>136.4</td>
<td>181.5</td>
<td>205.2</td>
<td>212.4</td>
<td>215.1</td>
<td>197.0</td>
</tr>
<tr>
<td>외국환평형기금 자산 잔액</td>
<td>13.7</td>
<td>18.4</td>
<td>30.9</td>
<td>38.7</td>
<td>49.9</td>
<td>54.1</td>
<td>64.8</td>
<td>70.1</td>
</tr>
<tr>
<td>통화안정증권 발행 잔액</td>
<td>79.1</td>
<td>84.3</td>
<td>105.5</td>
<td>142.8</td>
<td>155.2</td>
<td>158.4</td>
<td>150.3</td>
<td>126.9</td>
</tr>
<tr>
<td>비용 합계 (B)</td>
<td>6.5</td>
<td>7.6</td>
<td>6.8</td>
<td>18.0</td>
<td>13.0</td>
<td>17.8</td>
<td>12.4</td>
<td>13.2</td>
</tr>
<tr>
<td>외국환평형기금 당기손실 1)</td>
<td>1.6</td>
<td>2.8</td>
<td>1.8</td>
<td>12.4</td>
<td>6.9</td>
<td>11.0</td>
<td>4.9</td>
<td>6.0</td>
</tr>
<tr>
<td>통화안정증권 이자지급액</td>
<td>4.9</td>
<td>4.8</td>
<td>5.0</td>
<td>5.6</td>
<td>6.1</td>
<td>6.8</td>
<td>7.5</td>
<td>7.2</td>
</tr>
<tr>
<td>비용부담률 (B/A)</td>
<td>7.0</td>
<td>7.4</td>
<td>5.0</td>
<td>9.9</td>
<td>6.3</td>
<td>8.4</td>
<td>5.8</td>
<td>6.7</td>
</tr>
</tbody>
</table>

주: 1) 당기손실은 이자지급비용과 외환평가손실 항목의 합
   2) 전년자산대비 비용부담률
   3) 2008년도 기금운용계획안의 추정액임.
자료: 한국은행 연차보고서, 국회예결산정보시스템

우리나라 외환보유액의 운용 상 특징은 운용비용이 일정하게 들어가는데, 반면
운용수익은 높은 편차를 보인다는 점임.
- 통안증권 이자지급 및 외평기금손실의 비용은 일정한 수준 이상을 유지
- 운용수익률이 원화강세로 인해 (-)의 수익률을 보이고 있는 경우도 많았으며,
  미달러화 강세의 기간에는 높은 (+) 수익률 기록

외환보유액 보유에 따른 편익은 1997년 외환위기와 같은 상황을 피하는 것이며,
이러한 편익을 확보하기 위해서는 일정 수준의 비용이 지불되어야 함.
- 외환위기 이후 2001~2008년 95.3조원의 비용을 지불한 반면,
이번 글로벌 금융위기 시 위기를 피해 값*으로써 180조원 이상의 손실을 절약한 것으로 추정되므로, 외화보유액을 유지할 만한 가치는 충분함.
* 외환위기 당시 추세적인 GDP 성장에 있어서 약 180조원의 손실을 경험하였으며 (그림 11 참조), 현재의 경제규모가 외환위기 당시보다 더 확대되었음.
지불된 비용부담액은 연평균 11.9조원으로 180조원의 손실 보전에 대해 15년을 지불할 수 있는 규모이며, 국제금융위기가 10년 주기로 반복된다면 외화보유액을 보유함으로써 10년 주기로 찾아오는 위기 가능성을 줄일 수 있을 것임.

(그림 11) 외환위기 당시 GDP 손실

---
6) 이번 글로벌 금융위기 시와 같이 급격한 환율 상승(25% 이상)이 나타나다면 이를 외환위기로 볼 수 있는 측면도 있으나, 외화유동성에서 지급불능이 일어나지 않아 금융위기를 피해간 것으로 간주함. 외화부양액뿐만 아니라 미국과의 통화스왑 체결로 위기를 피한 것으로 볼 수 있음.
7) 1997년 외환위기 당시 금융위기가 이어지면서 GDP 손실이 과대평가되었을 가능성이 있으나, 대부분의 금융위기는 외환위기와 함께 발생하는 경우가 많고 금융위기로 인한 GDP 손실분을 분리해 내기는 쉽지 않아 외환위기 GDP 손실 규모 추정에 포함되었음.
4. 외환시장 개입정책

1) 외환시장개입 현황

 우리나라 외환당국은 기본적으로 시장의 외환수급 사정에 따라 환율이 결정되도록 하고 있으나, 외부 충격 등에 의해 환율이 거시경제상황과 지나치게 괴리되거나 급변동하는 경우 제한적으로 미세조정 차원의 시장개입을 실시한다.

- 우리나라 외환당국은 외환보유액을 바탕으로 한 매매개입과 당국의 견해나 의지의 천명을 통한 구두개입 등을 구사한다.
- 외환의 매매를 통한 매매개입은 통화량 증가를 중화시키는 불태화개입을 사후적으로 실시한다.
- 매매개입과 구두개입은 서로를 강화시키거나 보완하기 위한 목적으로 구사되기도 하지만, 독립적으로 구사되기도 한다.

우리나라 외환당국은 역풍적(lean against the wind) 외환시장 개입을 통해 환율안정을 도모하는 것으로 알려지고 있음.

- 1980년대 중반 이후 경상 및 자본수지 흑자에 따른 급격한 환율하락을 막기 위해 시장개입
- 1990~96년 기간 중에도 시장개입을 통해 자본유입의 급증에 따른 환율하락압력을 완화시켜 원/달러 환율이 800원대에서 안정적인 움직임을 보임.
우리나라 외환당국은 외환시장 개입에 따른 통화공급 증가 또는 감소를 중화시키기 위해 적극적으로 불태화정책을 실시하였으며, 이는 통안증권 발행잔액에 그대로 반영되어 왔음.

- 경상수지 흑자기인 '80년대 중반 이후와 '98년 이후에 통안증권 발행잔액이 크게 증가
- 경상수지 흑자로 인해 환율이 급락하는 것을 막기 위해 외환시장에 개입 (달러화 매수)하였으며, 불태화를 위해 통안채를 매각
- 1998년 이후의 통안증권 발행잔액 증가율이 훨씬 큰 점으로 미루어 보아 외환당국의 불태화정책은 자본자유화시기에 더욱 적극적으로 이루어진 것으로 보임.
가. 외환위기 이후

1997년 외환위기 이후 자유변동환율제도로 전환하였으나 환율이 급변동하는 경우 외환시장에 개입하였음.
• 외환시장개입 자료를 공표하지 않아 정확한 추이는 알 수 없음.

외환위기가 발생한 1997년에 원화가치 하락을 방지하고자 미달러화에 대한 매각이 집중적으로 이루어졌음.
• 현물환시장뿐만 아니라 선물환시장에서도 상당한 개입이 이루어진 것으로 알려짐.
  - 외환위기가 발생하기 직전인 8~10월 중 전체 외환시장개입의 49.2%가 선물환시장개입으로 이루어졌음.
• 외환시장이 대체로 안정된 이후에도 시장개입이 비교적 빈번히 이루어짐.
2003년 이후에는 글로벌 달러약세로 인한 과도한 원화강세를 억제하기 위해 외환시장에서 미달러화에 대한 매입개입이 지속적으로 이루어졌으며, 이에 따라 외환보유액도 급증
• 2003년 1,300원대의 원/달러 환율이 2008년 900원대에 진입하기까지 환율 급락을 방지하기 위한 시장개입이 이루어졌음.
• 우리나라 외환정책 방향도 외환위기 직후에는 자본시장 개방, 외환자유화 촉진 등 외화유입 중심이었으나, 2006년 이후 외화유출로 전환
• 참여정부 출범 이후 외환보유액 규모가 증가하면서 외환보유액 활용방안이 활발히 논의되고 외환보유액 운용의 수익성이 부각되면서 한국투자공사 설립

나. 글로벌 금융위기 과정

이명박 정부가 출범한 이후 정책당국은 시장 불개입 원칙을 천명하였으나 시장에서 정책당국이 환율상승을 선호한다는 인식이 확산
• 이러한 정책 시그널로 인하여 시장참가자들 사이에서 환율상승에 대한 기대가 형성되고 거래가 급감하는 동시에 투기적인 매매가 발생

국제금융시장의 신용경색 및 유동성부족, 국내에 유입되었던 해외투자자금의 유출, 해외펀드 외화손실 보전수요 등이 나타나며 예상보다 큰 폭의 환율급등 및 물가급등 현상이 나타나자 2008년 상반기부터 정책당국은 환율안정을 위해 외환시장에 개입하기 시작
• 2008년 3월말 2,642억 달러였던 외환보유액이 리먼사태 직전인 8월말에는 2,432억 달러로 약 210억 달러 감소
• 원/달러 환율은 2008년 1월 평균 944원에서 5월 1,038원까지 급등하다 정책 당국의 시장개입으로 일시적으로 하락하여 7월말에는 1,008원을 기록
한편 9월 중순 리먼사태 이후 국제금융시장의 신용경색이 정점에 달하며 국내외화유동성 사정이 크게 악화되자 정책당국은 시장개입을 최대한 자제하는 대신 금융기관이나 수출입기업 등 외화자금이 필요한 곳에 직접적으로 유동성을 공급하면서 환율변동에 대응

- 2008년 하반기 이후 정부와 한국은행은 1,450억 달러 규모의 외화유동성 공급을 발표하고, 이 중 30.9%(448억 달러)를 집행
- 정부와 한국은행의 외화유동성 공급은 상환외채를 보유한 금융기관이나 기업들이 외환시장에서 외환을 조달함으로써 환율상승을 가중시키는 것을 차단하고자 시도
- 2008년 10월 외환보유고가 11.4%나 감소하는 개입에도 불구하고 원화가 한달간 5.4% 급락하는 등 환율 등락폭이 21%에 달함.

2008년 10월말 한미 통화스왑이 체결되며 외화유동성 위기감이 가라앉기는 했지만 외환시장의 원/달러 환율 변동성은 커진 상태

- 10월 중 원/달러 환율의 일중 평균변동폭이 70.6원(변동률 5.3%)으로 9월의 30.8원(변동률 2.7%)보다 두배 이상으로 커짐.
- 환율변동성이 커질수록 실물경제의 불안정성이 가중되고 수출입 기업들의 경영악화가 심각해진다는 우려가 제기됨.

동유럽 위기가 고조된 2009년 2월 말 원/달러 환율이 다시 1,500원대를 상회하자 달러매도 개입을 실시하였으나, 이후 국제금융시장이 안정되면서 원/달러 환율이 하락하기 시작하자 메도개입 자체

- 동유럽 위기를 정점으로 환율이 하락추세에 접어들었고 이후 외환당국의 메도개입은 매수개입으로 전환
<table>
<thead>
<tr>
<th>일자</th>
<th>환율</th>
<th>정부의 시장개입</th>
</tr>
</thead>
</table>
| '07.10월 | 907.4 | - 미국 달러화가 단기간에 과도하게 하락함 하락을 하락(한국은행)  
          |       | - 10.29~31일 중 25억~30억 달러 매수 |
| '08.2월   | 937.3 | - 환율은 시장에 온전히 맡기는 나라는 어디에도 없다(강만수 장관) |
| 3월       | 991.7 | - 중앙은행은 물가안정을 위해 원화강세를 유지해야 하기 때문에 정부의 환율정책과 상반된다(강만수 장관)  
          |       | - 현재 경상수지 쓰기라리를 감안하면 환율이 어디로 가야할지 자명하다(강만수 장관)  
          |       | - 매수 개입과 매도 개입을 반복하며 1,000원선 유지 노력 |
| 4월       | 999.7 | - 2억 달러 매수  
          |       | - 거시경제의 최우선 과제는 경상수지(강만수 장관)  
          |       | - 환율이 곧 상품 수출에만 중요한 것이 아니라 서비스 수지에 중대한 영향을 미친다(강만수 장관) |
| 5월       | 1,031.4 | - 4거래일에 걸쳐 총 17억 달러 매도 |
| 6월       | 1,043.4 | - 성장보다 물가 안정 최우선(강만수 장관) 등 4차례 구두개입  
          |       | - 8거래일에 걸쳐 총 40억 달러 매도 |
| 7월       | 1,008.5 | - 정부 및 한국은행 적극 대응 피력 이후 대규모 시장 개입  
          |       | - 7.9일에만 60억 달러 매도하는 등 총 210억 달러 매도 |
| 8~9월     | 1,081.8 | - 210억~220억 달러 매도  
          | 1,187.7 | |
| 10~11월   | 1,291.4 | - 300억 달러 통화스왑 협상  
          | 1,482.7 | - 정부는 지나친 시장 불안을 방치하지 않겠다 구두개입  
          |       | - 70억~75억 달러 매도 |
| 12월      | 1,257.5 | - 1~19일 중 10거래일에 걸쳐 하루 평균 1억 달러, 총 10억~11억 달러 매도  
          |       | - 22~26일 중 하루 평균 5억~6억 달러 매도  
          |       | - 29일 10억 달러 매도  
          |       | - 30일 30억~40억 달러 매도 |
| '09.2월   | 1,516.4 | - 2거래일에 걸쳐 총 10억 달러 매도 |
| 3월       | 1,377.1 | - 한국은행과 금융협회 현실회 외환시장 안전에 최선을 다하였다(은행장관)  
          |       | - 환율이 지나친 쓰리라리를 하락할 때 필요한 조치를 취하였다(환경만 차관)  
          |       | - 4거래일에 걸쳐 총 20억~26억 달러 매도 |
| 5월       | 1,272.9 | - 환율이 안정되면 기업 계산성이 상당폭 악화할 수 있다(은행장관) 하락폭도 제한 |
| 8월       | 1,244.9 | - NDF시장 3억 달러 매수 |
| 9월       | 1,188.7 | - 시장의 쓰리라리로 환율이 급변동하게 될 경우 적절한 조치를 취해 나아갈 것(기획재정부)  
          |       | - 5거래일에 걸쳐 약 40억 달러 매수 |

주 : 환율은 월말환율 사용  
자료 : 주요 일간지 자료 정리
Ⅲ. 주요 외환정책의 내용 45

<참고 2> 일본의 외환시장 개입

日本 정부는 1990년대 이후 엔화가치가 급변동할 때마다 외환시장에 개입하여 환율안정을 도모하여 왔으나 2004년 이후에는 시장에 개입하지 않고 있는 상황

* 1991년 이후 15년간 260여회에 걸쳐 약 69조엔을 투입하여 외환시장에 개입* 엔 강세 저지를 위한 엔매도/달러매수 개입이 63조엔(91%)으로 대부분인 반면 엔 약세를 저지하기 위한 엔매입/달러매도 개입은 5조엔(7%)에 불과

* 개입규모는 1990년대 전반에는 1회당 300억~600억엔 정도로 비교적 소규모 였으나, 1995년 사카이바라 재무장관 취임 이후 외환시장 개입전략이 대규모 개입으로 전환되어 1회당 개입금액이 수천억엔으로 증가

* 그러나 2003~04년 중 엔 강세 저지를 위해 35조엔을 투입하여 시장에 개입한 이후에는 4년여 동안 외환시장에 개입하지 않고 있음.

* 일본과 호주는 시장개입 사실을 공개하도록 제도화되어 있음.

〈그림 14〉 일본의 외환시장개입 추이

(단위 : 엔/달러)

자료 : 일본 재무성
한편 지난 15년간 일본 통화당국에 의한 외환시장 개입(달러 매수) 결과 일본의 외환보유액은 2009년 2월 1조 달러를 상회
- 특히 급속한 엔 강세 진행으로 시장개입 규모가 크게 확대된 1995년, 1999~2000년, 2003~04년 중* 외환보유액이 큰 폭으로 증가
  * 2003~04년 중에는 1년간 외환보유액이 2,000억 달러 이상 증가

일본 외환당국에 의한 외환시장 개입은 대규모 자금 투입에도 불구하고 그 효과가 제한적이라고 볼 수 있음.
- 1993~95년 중 대폭적인 엔 강세가 진행되었지만(1993년 3월 $1=115엔 → 1995년 5월 $1=80엔) 달러매수 개입이 전혀 효과를 보지 못하였으며, 2003~04년 중은 엔 강세 시에도 1회당 2조엔 정도를 투입하고도 강세를 저지하지 못함.
- 지금까지의 실증분석 결과는 개입 당일(또는 2주간 이내) 환율에만 영향을 주는 단기적인 효과만을 보여주고 있음.
  * 외환시장 개입에 따른 효과가 최소한 3~6개월 정도 지속되지 않을 경우 개입에 따른 수출증대 효과를 기대하기 어려움.
- 또한 미·일 당국이 동시 개입하는 경우 그 효과가 단독 개입보다 크다고 평가되고 있으나, 미국 등 변동환율제를 채택하고 있는 선진국이 외환시장 개입에 부정적인 입장을 취하고 있음.

2001~2004년 일본의 외환보유액이 급격히 증가한 것은 버블 붕괴 후 계속되었던 불황에 대처하는 과정에서 원치 않게 발생한 미달러화 약세에 대처한 결과로 보임.
- 현재의 1조 달러 이상의 외화자산을 처분할 경우 보유외화자산의 달러가치가 하락할 것이므로 보유외환보유액을 축소시키는 것도 매우 조심스러운 상황
2) 외환시장개입 유효성에 대한 논의

외환시장개입 중 태화개입(non-sterilization)은 외환수급의 직접적인 변동을 통해 환율에 영향을 미칠 뿐만 아니라 통화량의 변동을 통해 국내금리의 변동을 초래하여 환율에 영향을 미치는 것으로 연구됨.

- 중앙은행의 외환매입은 환율을 상승시키고, 국내금리 하락으로 자본유출이 발생하면 외환수요의 증가로 환율은 상승

우리나라의 경우 시장개입에 대한 불태화비율이 60~70%에 이르는 것으로 추정되므로 완전한 개입효과를 기대하기 어려움.

<그림 15> 환율추세와 개입효과

주 : 환율 및 금리는 분기평균자료
자료 : 한국은행

8) 시장개입의 효과는 개입방법, 개입시기, 개입통화 등에 따라 상이한 결과를 보이기 때문에 그 유효성에 대해 단정을 내리기는 어려우나, 변동환율제하에서는 중앙은행의 외환시장개입이 환율추세를 전환시키는 데 별로 효과가 없으며 있더라도 극히 미미하고 일시적이기 때문일수도 있다. 그러나 국제적 공조에 따른 유효성은 있는 것으로 연구되는데, 1985년 플라자 협정, 1987년 루브르 협정 등 외국정부와의 상호협조의 외환시장 개입은 중요한 영향을 미치는 것으로 나타났음.

9) 이윤석·김정한·임형준, "외환보유액 관리비용과 필요외환보유액 추정", 금융VIP 시리즈, 한국금융연구원, 2009.12.
우리나라 외환시장 선진화를 위한 정책과제

- 2002년 이후의 지속적인 미달러화 매수개입 후에도 자본유입에 따른 환율 하락이 지속되는 등 장기적인 효과는 없어 보임.

○ 전체 외환시장거래 규모에 비해 외환시장개입 규모가 지나치게 왜소하면 매매 개입의 효과가 미미할 수 있으나, 우리나라의 경우 다른 나라에 비해 시장규모 대비 개입규모가 상대적으로 커 단기적으로는 그 효과를 기대할 수도 있음.
- 우리나라 일평균 은행간 현물환거래량은 최대를 기록했던 2008년 1분기 약 100억 달러였으나 일반적으로 알려진 시장개입 규모가 10억 달러 수준 이어서 개입 영향력은 유효함.

○ 불태화개입의 경우 금융자산들 간의 대체성에 근거하여 효과가 없다고 주장되나, 불태화개입을 하더라도 향후 통화정책에 대한 신호나 기대를 변화시켜 외환 시장에 영향을 미칠 수 있음.
- 통화량 변화를 수반하지 않는 불태화개입의 경우에도 개입사실 자체의 공표 또는 인지가 정책변화에 대한 적절한 신호를 시장에 보내어 시장참가자들의 기대를 변화시킴으로써 환율에 영향을 미치는 신호효과가 있다고 볼.
- 그 외에도 포트폴리오 밸런스 효과*를 통해 환율에 영향을 준다는 연구도 있음.
  * 국내외 자산간에 대체성이 불완전할 경우 국내통화표시 및 외화표시 금융자산의 상대적 비중의 변화를 통해 환율에 영향을 준다는 주장. 그러나 국제금융시장이 점차 통합되면서 국내외 자산간 대체성이 높아지면서 설득력이 약해짐.

○ 구두개입도 통해서 시장에는 알려지지 않은 내부정보를 시장에 신호하여 환율에 영향을 줄 수 있음.
외환의 매매를 수반하지 않는 구두개입의 경우는 일관성 있는 메시지 전달을 통한 기대의 변화가 중요
단순한 구두개입보다는 실제 매매를 통한 신호가 보다 강력할 수도 있어 매매개입의 공표가 필요

2008년 2월 이후 경제성장 유도를 위한 외환당국의 구두 및 매수개입이 환율 상승 유도 신호를 시장에 보낸에 따라 환율은 5월까지 점진적으로 상승하는 추세를 형성하여 환율의 하락추세 저지를 목표로 한 개입은 성공하였으나, 시장의 기대가 한쪽 방향으로 쏠리는 부작용이 나타남.
2월 중 930원대의 환율은 시장의 기대가 상승으로 모아지면서 5월 중 1040원대까지 상승
국제유가 상승과 이에 따른 물가상승을 우려한 정부의 매도개입이 이어지면서 환율 변동성은 증가

2008년 6월 이후 글로벌 금융불안이 본격화되고 환율이 급상승하자 외환당국은 달러매도 시장개입을 실시하였는데, 이러한 시장개입으로 환율의 상승속도가 완화되는 효과를 봤.
상반기 외환당국의 환율상승 유도에 대한 신호가 환율방향성을 강화시킨 상황하에서 시장개입을 실시
한편 해외펀드의 외환평가손 보전, 외국인의 주식순매도, 상환외채의 도래 등 미 달러화 실수요가 증가함에 따라 시장개입 우호성이 약화됨.
그러나, 환율 상승속도를 제한함으로써 경제주체들이 고환율에 적응할 수 있는 시간적 여유를 제공
5. 외화유출정책

1) 현황

외환위기 이후 우리나라에는 외화자금의 순유입이 계속되어 왔으나, 글로벌 금융위기를 지나면서 순유출로 전환

- 우리나라 경상수지는 1997년 외환위기 이후 지속적으로 흑자를 유지하였으며, 특히 2004~2007년 세계경제의 호조에 힘입어 대규모 흑자를 기록
- 자본수지 역시 2007년까지 유입초과를 보여 왔으나, 2008년 글로벌 신용경색으로 큰 폭의 자본유출 기록

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>경상수지</td>
<td>282</td>
<td>150</td>
<td>54</td>
<td>59</td>
<td>-64</td>
</tr>
<tr>
<td>자본수지</td>
<td>76</td>
<td>48</td>
<td>180</td>
<td>71</td>
<td>-509</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 한국은행

- 글로벌 금융위기 이전까지 해외자본이 지속적으로 유입되면서 원화절상이 이어졌고 거시경제에 부담으로 작용함에 따라 과도한 환율하락에 대한 대응책으로 자본유출을 유도하는 정책이 실시됨.
- 경상수지 흑자 및 자본수지 적자의 형태로 국제수지 구조를 전환해 가기 위해 해외투자 활성화를 실시
- 이를 위한 방안으로 2006년부터 해외직접투자 완전자유화, 거주자의 주거용 해외부동산 취득 자유화, 개인의 외국증권 투자대상 제한 폐지 및 국내펀드의 해외펀드 투자제한 완화 등 해외포트폴리오 투자 활성화 등이 실시됨.
또한 2007년부터는 해외주식투자 비과세, 투자목적 부동산 취득한도 상향 조정 등을 통해 해외주식 및 부동산 투자 촉진

표 19 외환위기 이후 주요 외환정책

<table>
<thead>
<tr>
<th>구분</th>
<th>국민의정부</th>
<th>참여정부</th>
<th>이명박정부</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>자본시장개방</td>
<td>외국인에 대한 채권시장 전면개방(’97.12월)</td>
<td>외국기업의 국내채권 발행에 대한 규제 완화(’03.1월)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>외국인 유가증권 투자허용 범위확대(’98.5월)</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>외국인에 대한 국내 유가증권시장 완전개방(’98.7월)</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>외환자유화</td>
<td>1단계 외환자유화 조치(’99.4월)</td>
<td>외환거래규제 개정(’05.12월)</td>
<td>외환거래 편의제고를 위한 외국환거래규정 개정(’08.5월)</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>2단계 외환자유화 조치(’01.1월)</td>
<td>해외투자 확대 방안(’06.1월, 3월)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>외환시장 중장기 발전방향 발표(’02.4월)</td>
<td>외환자유화 계획 조기추진(’06.5월)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>및 시행</td>
<td>기업의 대외진출 및 해외투자확대 방안(’07.1월)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td>시장친화적 외환거래시스템 구축을 위한 외환제도 개선방안(’07.12월)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>금융허브추진</td>
<td>동북아 금융허브 추진전략 수립(’03.12월)</td>
<td>동북아 금융허브 추진을 위한 금융규제 완화(’05.4월)</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>동북아 금융허브 추진전략 수립(’03.12월)</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>동북아 금융허브 추진을 위한 금융규제 완화(’05.4월)</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 한국은행, 금융감독원, 기획재정부
해외부동산 투자와 관련된 정부의 규제완화로 해외부동산 투자 건수는 급증하였으나 금액은 크게 늘지 않았음.

- 거주자의 해외부동산 취득 건수는 2007년까지 2,803건으로 증가하였다가 글로벌 금융위기로 2008년 이후 1,227건으로 감소
- 부동산 투자금액은 2007년 11.7억 달러를 기록한 후 2008년에는 4.7억 달러로 감소

### 표 20. 거주자 해외부동산 취득 현황

<table>
<thead>
<tr>
<th>구분</th>
<th>2006년</th>
<th>2007년</th>
<th>2008년</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>건수</td>
<td>1,317</td>
<td>2,803</td>
<td>1,227</td>
</tr>
<tr>
<td>금액 (억 달러)</td>
<td>7.4</td>
<td>11.7</td>
<td>4.7</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 기획재정부
주식투자를 통한 자본유출은 유출정책 시행 직후뿐만 아니라 글로벌 금융위기 기간에도 계속되었음.
- 내국인의 해외주식투자자금은 해외주가 상승 및 해외펀드 비과세정책으로 대량 유출되었으나, 글로벌 금융위기 진행과정에서 추가하락에 따른 투자 손실 급증으로 국내유입은 소폭에 그침.

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td><strong>외 국 인</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>주식투자</td>
<td>+597</td>
<td>-338</td>
<td>-412</td>
</tr>
<tr>
<td>채권투자</td>
<td>+196</td>
<td>+864</td>
<td>+28</td>
</tr>
<tr>
<td><strong>내 국 인</strong></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>주식투자</td>
<td>-83</td>
<td>-715</td>
<td>+64</td>
</tr>
<tr>
<td>채권투자</td>
<td>-187</td>
<td>-339</td>
<td>+167</td>
</tr>
</tbody>
</table>

주 : (+)는 유입초과, (-)는 유출초과를 의미
자료 : 한국은행

2) 효과 및 문제점

- 원화절상압력 완화를 위한 해외증권투자 규제완화 조치 등은 해외증권투자 자금이 현저히 맞배가 완화되어서 단기외채증가의 주요 요인으로 작용
- 해외증권 투자금액의 약 80% 정도를 선물환매도로 해지하는 과정에서 단기 외채가 증가
• 당시 원화 추가 강세에 대한 강한 기대감이 형성되며 해외투자펀드뿐만 아니라 조선업체 등 수출기업들의 선물환매도가 급증

<h5>표 22</h5> 해외증권투자 및 단기외채 증감 추이

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>해외 증권 투자</td>
<td>95</td>
<td>111</td>
<td>232</td>
<td>471</td>
<td>-165</td>
</tr>
<tr>
<td>단기외채 증감</td>
<td>55</td>
<td>96</td>
<td>478</td>
<td>465</td>
<td>-92</td>
</tr>
</tbody>
</table>

자료: 한국은행

• 글로벌 금융위기 직전 국내유입 외화자금은 단기외채가 대부분이었던 반면, 유출자금은 외국인의 주식투자자금 외에도 내국인의 해외주식투자자금이 포함됨.
  • 내국인의 해외주식투자자금은 안전성이 낮아 금융위기 기간 주가하락 시 국내로의 환입이 어려웠고,
  • 단기외채는 글로벌 신용경색으로 연장이 어려워져 국내외환시장의 유동성 사정은 급속히 어려워졌음.

• 해외증권투자 관련 선물환 매지는 금융위기 이후 환율이 상승하는 시기에 환율 상승폭을 확대시키는 요인으로 작용
  • 해외투자펀드를 운용하는 자산운용사들이 금융위기 이전 원화강세기에 해외투자와 함께 행하였던 달러 환지분이 해외주가 급락과 함께 달러매수를 유발함에 따라 환율의 추가적인 상승요인으로 작용
글로벌 금융위기 발발 이전 경상 및 자본 수지의 동시 흑자에 따른 환율하락을 저지하기 위해 해외투자정책을 시행하였으나, 금융위기로 인해 결과적으로 해외투자자산은 손실을 보았고 외환수급 사정은 악화되어 환율상승을 가중시킨 측면이 있었음.

- 일본에서와 같이 경상수지 흑자를 자본수지 적자로 대처하여 국제수지를 균형으로 이끌어 가려는 정책은 외환시장에 대한 지나친 개입 없이 실시될 수 있어 개입에 따른 비용을 축소시킬 수 있을 것임.
- 그러나 우리나라의 경우 2006년 경상수지 흑자폭이 감소추세에 있었음에도 불구하고 자본수지 측면의 유입이 강조되어 유출정책을 실시한 것으로 판단됨.
- 시기적으로 외국인 국내주식투자자금이 유출되는 시기인 2007년에 내국인의 해외주식투자가 허용됨으로써 외화유출이 지나치게 많아진 측면도 있음.
- 또한 자금성격상 국내 유입된 자금은 상환의무가 있는 단기외채 및 채권투자 자금이 반면, 유출된 자금은 청구력이 약한 주식투자 자금이어서 금융위기 시 외환수급 개선에 도움이 되지 못하였음.
Ⅳ. 외환시장의 선진화를 위한 방안

1. 미시적 외환규제의 실효성 강화

1) 외화유동성 규제 개선

- 은행 외화건전성 규제를 현재의 말잔기준에서 평잔기준으로 바꿔 은행의 건전한 외화유동성 리스크 관리를 유도
  - 현재의 말잔기준은 은행이 월말에 갭비율・외화유동성 비율을 맞추면서 은행의 실질적인 외화유동성 리스크를 모니터하는데 한계가 노출되며 월말에 외환시장 교란요인이 되기도 함.
  - 외화건전성 비율 모니터나 규제를 상시화할 경우 은행이 외화유동성 리스크 파악이 용이하게 되어 외화건전성 관리에도 도움이 될 것으로 기대됨.

- 또한 현재 외화유동성 규제대상에서 제외되고 있는 외은지점에 대해 적용할 수 있는 규제를 검토할 필요
  - 외은지점은 본지점 차입을 통해 국내 외환시장에서 외화 유동성을 공급하는 중요한 역할을 수행하고 있지만 대부분의 영업활동이 단기차입을 통한 장기운용으로 이루어지고 이로 인한 외채의 증가는 외환위기 시 리스크 요인으로 작용
  - 따라서 외은지점에 적용가능한 규제가 무엇인지 검토하여 외은지점의 긍정적 기능을 훼손하지 않는 범위 내에서 리스크 요인을 최소화할 수 있는 방안을 강구
2) 외화자산의 건전화 유도

외화건전성 제고를 위해서는 금융기관의 외화부채뿐만 아니라 외화자산에 대한 적절한 감독·규제도 필요함.

- 은행의 외화차입을 직접적으로 규제하는 데 한계가 있을 뿐만 아니라, 외화자산이 무분별하게 증가하는 유인을 제어할 때 외화부채 규제의 실효성도 제고됨.

- 외화자산 건전화를 유도하는 방법으로는 외화대출 용도를 제한·감독하는 방안을 검토할 수 있음.
  - 이와 더불어 외화대출의 위험가중치를 탄력적으로 조정하는 방안이 있으나, 현실 적용의 어려움이 있을 것으로 판단됨.

- 우선, 외화차입금이 어떤 용도로 사용되는가를 보다 세밀하고 철저하게 모니터할 필요성이 있음.
  - 외화대출이 원화 자산 매입에 사용되거나 내외 금리차를 이용한 기업의 단순 원화 자금조달에 이용되는 경우 자산 시장의 버블을 심화시키거나 환율 상승에 따른 대출 부실화가 발생할 위험
  - 은행이 실수요에 기반을 두지 않은 외화를 무분별하게 차입하지 못하도록 감독·지도할 수 있는 시스템이 필요함.

- 외환당국은 2006년 8월 이후 창구지도에도 불구하고 운전자금융 외화대출이 계속 취급되자 2007년 8월 외화대출의 실수요 제한을 실시하였으나 2008년 중 외화차입여건 악화로 일부 외화대출 제한을 완화하였는데 외화대출에 대해서는 엄격한 심사가 필요
2006년 8월부터 외국환은행을 대상으로 한 외화대출 창구지도를 실시한 이후 외화대출 증가세는 크게 둔화되었으나 상당규모의 운전자금 유흐 대출이 여전히 계속 취급되자 건전성 규제 차원에서 거주자에 대한 외화대출의 용도를 해외사용 실수요로 제한

원칙적으로 실수요 목적 이외의 자금에 대해서는 대출제한을 두되 외화차입이 불가피한 경우 대출용도에 대한 모니터링을 강화

외화대출 용도 제한과 더불어 외화대출에 대한 위험가중치를 필요한 경우 상향조정하는 방안이 있을 수 있음.

급격한 외화대출 증가는 과도한 외화차입 및 부실대출의 단초가 되어 향후 외화유동성·건전성 리스크를 증가시킬 수 있음.

따라서, 은행의 외화대출 증가율이 추세(trend) 이상으로 과도하게 상승할 때 외화대출에 대한 위험가중치를 상향 조정하도록 준칙을 마련할 수 있음.

위험가중치의 탄력적인 적용은 현실적으로 시행에 어려움이 수반될 것으로 우려됨.

동태적 자본충당금 논의에서와 같이 추세를 반영한 조정 마련에 대한 많은 이견이 존재할 것으로 우려됨.

우리나라가 독자적으로 외화대출에 대한 위험가중치를 상향조정할 경우 우리나라 은행의 자본비용이 상대적으로 상승

따라서 이와 같은 규제 시행은 국제적 합의가 전제되어야 하는데, 현재 이와 관련한 논의가 진행되고 있지 않음.
외환시장의 선진화를 위한 방안

Ⅳ. 외환시장의 선진화를 위한 방안 59

참고 3) NDF 시장 규제

원화 NDF 시장의 투기세력이 원/달러 현물시장에 지나친 영향력을 행사하고 이에 따른 부작용이 크다는 주장이 있으나 실증적으로 검증된 바가 없음.

- NDF 시장은 차액결제시스템으로 운용되기 때문에 레버리를 크게 가져갈 수 있음.
- 이에 따라 투기세력이 레버리를 가지고 NDF 시장을 이용, 현물환율을 조정할 수 있다는 의견이 제시
- 그러나 NDF 시장의 투기세력의 존재나 NDF 환율의 현물환율에 대한 일방적인 영향력에 대한 실증이 이루어진 바가 없음.

NDF 시장은 24시간 운영되기 때문에 역내 외환시장이 흡수하지 못한 정보를 먼저 환율에 반영하게 되고, 이것이 결국 역내환율이 NDF 환율을 추종하는 것처럼 보이게 할 수 있음.

- 역내 외환시장이 열리지 않는 시간에 환율에 영향을 미치는 정보가 나타나면 24시간 운영되는 NDF 환율에 먼저 반영됨.
- 이후 역내 외환시장이 열리면서 이 정보를 반영하여 환율이 조정됨으로써 마치 현물환율이 NDF 환율을 추종하는 것처럼 보일 수 있음.
- 이러한 효과를 제거한 이후에도 실제로 NDF 환율이 역내 외환시장의 환율에 영향을 미치는 가에 대한 연구가 필요함.

선택된 NDF 규제는 외국인의 국내 포트폴리오 투자를 위축시킬 가능성

- 2004년 역외세력의 환투기 억제를 위해 국내 금융기관의 비거주자에 대한 NDF 매입초과포지션을 제한하였으나 실효성이 크지 않아 이후 규제 폐지
• 최근 NDF 거래 규모 축소를 위해 거주자의 NDF 시장 참여를 제한하는 주장이 제기
• 이는 장내 외환시장과 NDF 시장 사이의 간극을 넓히고 장내 외환시장의 상대적 신뢰도를 저하시킬 위험이 있음.
• 또한 실제로 NDF 거래 규모가 축소된다 하더라도 이는 외국인이 국내 포트폴리오 투자의 환헤지를 어렵게 하여 외국인 증권투자자금이 감소할 우려가 있음.

3) 금융과세의 국내도입 검토

• 금융위기 이후, 공적자금 투입으로 인한 재정 손실 보전과 금융기관의 과도한 위험 추구 방지를 통한 금융시스템 리스크 관리를 위한 방편으로 각국은 다양한 금융과세 도입을 논의하는 중
  • 미국은 금융위기책임수수료 및 시스템정리기금 부담금을, 영국은 정리기금 부담금의 도입을 논의 중이며, 스웨덴은 안정기금 부담금을 도입하였으며 프랑스 등 일부 유럽 국가는 토빈세 도입을 주장

• 현재 논의 중인 금융과세의 종류는 크게 시스템리스크과세(systemic risk levy)와 금융거래세(financial transaction tax)로 분류할 수 있음.
  • 금융기관의 과도한 위험 추구 방지를 통한 금융시스템 리스크 관리를 위해 시스템리스크에 대해 과세하는 방안
    * 소위 오바마세(Obama tax)라 지칭되는 미국의 금융위기책임수수료 및 시스템정리 기금 부담금이 이에 해당
Ⅳ. 외환시장의 선진화를 위한 방안 61

- 금융거래세는 금융시장에서의 지나친 투기적 거래를 제한하고 금융시장의 안정성을 제고하기 위한 방편으로, 특정 금융거래에 대해 조세를 부과
  * 2009년 브라질 정부가 외국인의 포트폴리오 투자에 대해 세금을 부과한 것이 금융 거래세에 해당

- 시스템리스크과세를 부과하는 방안으로는 미국 정부가 고려·추진 중인 금융 기관에 대한 금융기관책임수수료(financial crisis responsibility fee), 시스템 정리기금(systemic dissolution fund) 부담금 등이 있음.

- 금융기관책임수수료는 재정 손실 보전 및 재정적자 축소 목적으로 대형 금융 기관의 비예금성 부채에 대해 수수료를 부과하는 방안
  - 예금보호 대상 금융기관, 은행, 저축은행 지주회사 및 동 회사를 보유한 보험·증권사 중 총자산 500억 달러 이상* 기관에 대해, 동 기관 부채**의 0.15%를 수수료로 부과하는 안
    * 미국 내 외국 자회사의 경우 본점 기준으로 계산
    ** 해당 부채 = 총자산 - Tier 1 자본 - FDIC 예보대상 예금
  - 일반 재정에 포함되어 재정적자 축소를 위해 사용되게 되며, 감독기관이 부과대상금액을 결정하고, 국세청이 징수
    *10.6월말부터 12년에 걸쳐 징수하되 900억 달러는 10년 내 징수할 예정

- 시스템정리기금 부담금은 조세 부과를 통해 부실 금융기관 정리 기금을 마련 함으로써 대마불사를 방지하고자 하는 방안
  - ’09.12월 하원에서 관련 규정이 마련됨.
  - 금융시장에 시스템 리스크를 발생시키는 부실 금융기관을 효율적으로 정리하기 위해 기금을 조성
· 연결 기준 자산 500억 달러 이상의 금융기관과 100억 달러 이상의 개별금융
  기관 및 헤지펀드에 대해, 이들이 발생시키는 시스템 리스크를 고려해 FDIC
  가 조세를 부과·징수
· 1,500억 달러 적립을 목표로 조성되는 기금은 FDIC가 관리하는 여타 기금과
  엄격히 분리하여 관리될 예정

금융기관책임수수료 및 시스템정리기금 부담금 부과는 국내 외은지점과 국내
  은행의 외화 차입 여건을 악화시키는 반면 국내 외환시장의 변동성을 완화
  시킬 것으로 보임.
· 미국에서 금융기관책임수수료가 부과되면 미국에서 영업하는 대형 금융
  기관의 부채 축소 요인이 발생하고, 이에 따라 국내 외은지점의 본점 차입
  이 감소하는 동시에 국내 은행의 외화 차입 여건이 악화될 전망
· 시스템정리기금 부과도 대형 금융기관의 자산 축소를 유도하여 외화차입
  여건 악화 요인으로 작용할 것으로 보임.
· 반면, 이와 같은 조세 부과는 중장기적으로 외은지점과 국내 은행의 무분별
  한 단기 위주 차입을 제한하여 금융기관의 외환건전성 및 외환시장의 안정성
  을 제고할 수도 있음.

한편, 금융거래세로는 단기성 외환거래에 조세를 부과하는 토빈세가 검토
  되고 있음.
· 노벨경제학상 수상자인 제임스 토빈은 1978년, 외화·채권·파생상품·재정
  거래 등으로 과도한 수익을 올리는 국제 투기자본을 규제하기 위해 단기성
  외환거래에 대해 세금을 부과할 것을 주장
· 동 제도는 일반 무역거래, 장기 자본거래, 실물경제에는 지장을 주지 않으면서
  투기성 자본에만 제약을 가한다는 것이 특징
외환시장의 선진화를 위한 방안 63

또한 토빈은 세금 부과를 통해 연간 막대한 자금을 확보할 수 있으며 이 재원을 빈국 개발에 지원하자고 주장.
토빈세가 실효를 거두는 상황에서는 각국 중앙은행이 금격한 자본유출입에 대한 큰 우려 없이 독립적인 금리정책을 수행할 수 있음.

2009년 미국 피츠버그에서 열린 G20 정상회의에서 사르코지 프랑스 대통령과 메르켈 독일 총리는 토빈세 도입을 중점적으로 거론.
사르코지 대통령은 강력한 금융규제 강화의 일환으로 단기성 외환거래에 세금을 부과하는 토빈세 도입을 적극 주장.
앙겔라 메르켈 독일 총리도 IMF에 다음 G20 정상회의 때까지 금융거래세 (financial transaction tax) 도입 가능성 등에 관한 제안을 제시해 달라고 요청

이에 따라 국제통화기금(IMF)은 주요 20개국(G20)의 요청에 의하여 토빈세 (Tobin tax) 도입을 검토하기로 함.
IMF는 2010년 6월 캐나다에서 열리는 G20 정상회의에 토빈세에 관한 종합 보고서를 제출할 예정

이 외에도 영국 · 독일 정부가 토빈세 도입 및 시행을 주장.
금융감독청(FSA)의 터너 청장은 금융산업의 지나친 팽창을 막기 위한 토빈세 의 필요성을 지적.
피어슈타인브뤼크 독일 재무장관도 금융시장의 과열 현상을 방지하기 위한 국제금융 거래세 도입 의견을 제시.

이와 같은 국제적 논의에 발맞추어 우리나라에는 토빈세에 대한 각국의 의견을 조율 · 정리하여 이를 G20 회의 등에서 적극적인 역할을 할 필요.
• IMF의 토빈세 보고서 제출 등으로 2010년 6월 캐나다 G20 정상회의에 토빈세 가 주요 이슈로 등장할 가능성이 높음.
• 우리나라라는 G20 의장국으로서 이러한 국제적 흐름에 발맞추어 토빈세 논의에 적극 참여할 필요

○ 일괄적으로 세금을 부과하는 기존 토빈세의 단점을 보완하여 환율이 목표범위를 벗어났을 때만 외환거래세를 부과하는 two-tier 토빈세를 도입하는 방안을 검토해 볼 필요
  • 목표환율 범위(band)를 설정하여 환율이 동 범위 밖으로 이탈할 때 일어나는 외환거래에 대해서만 중과세를 부여함으로써, 환율변동성이 지나치게 확대되는 것을 방지
  • 일반적 토빈세와 달리, two-tier 토빈세는 환율밴드(band) 안에서의 외환거래를 자유로이 허용하여 외환시장을 위축시키지 않는 동시에 밴드 밖의 투기적 외환거래에 대해 선택적으로 과세를 부과할 수 있다는 장점을 보유
  • 또한 two-tier 토빈세는 목표범위를 신속적으로 조정할 수 있고 환율밴드(band)제와 달리 외환보유액을 소모시키지 않음.

○ 우리나라의 경우 외환거래법상 토빈세와 같은 세이프가드를 도입할 수 있는 법적 근거(제6조 외국환거래의 정지 등)가 마련되어 있음.
  • 유사 시 일시적으로 외환규제를 실시할 수 있는 법적근거가 마련되어 있으나 구체적으로 어떤 내용의 규제를 시행할 수 있는지에 대한 검토를 할 필요는 있다고 볼.
2. 거시적 외환관리정책의 재정립

1) 외환보유액의 충분한 확충

외환보유액은 일시적인 국제수지 적자를 메워 유동성을 제공하며 환율 안정을 이루는 대외지급 수단
• 경제의 위기대응능력 및 대외신인도의 지표로서 활용되는 동시에 포트폴리오 투자 재원으로서의 가치도 인정되고 있음.

적정외환보유액은 이론적으로 대외거래 상의 필요 및 예측하지 못한 위험에 대비함으로써 얻는 편익과 외환보유에 따른 기회비용이 균형을 이루는 수준에서 결정
• 외환보유액이 필요수준까지 확대될 경우 자국통화의 과도한 평가절하를 우려한 투기적 자산매각 및 자본유출을 방지할 수 있고, 이를 통하여 다시 자산 가격을 안정시키는 선순환이 가능
• 외환보유액이 충분치 않을 경우 사소한 대내외적 충격에도 급격한 자본유출이 발생함으로써 환율급등, 금융기관 부실화, 외환위기 발생 가능성 우려
• 반면 과다한 외환보유액의 보유는 기회비용을 발생

외환보유액의 확충은 자본이동의 역조현상에 대비한 장치에 불과하며 이를 통해 환율을 조작하기 위한 목적은 아님.
• 외환보유액의 확충을 실행하는 과정에서 외환시장의 개입과 함께 환율하락을 방지하고 수출촉진을 의도할 수 있으나, 이보다는 급격한 자본유출입의 역조에 따른 충격을 흡수할 수 있는 장치로서의 외환보유액 확충을 의미함.
이번 글로벌 금융위기는 국제금융중심지에서 발생한 충격이 한국 등 자본시장 개방이 이루어진 신호시장국에 전파되는 과정에서 큰 영향을 끼쳤는데, 비록 이러한 충격을 흡수할 수 있는 장치로서 외환보유액 확충을 언급하고 있으나 유사시 국제유동성 지원을 목표로 하는 국제금융협력체제의 구축도 함께 추진할 필요 있음.

글로벌 금융충격에 대한 안전성 제고를 위해서는 외환보유액 확충과 함께 단기외채나 외국인포트폴리오 투자자금의 과다 증가를 조정할 수 있는 장치도 함께 균형적으로 추진할 필요 있음.

가. 필요외환보유액 추정 방식

외환보유액의 과부족 여부를 규명하기 위해 몇 가지 간단한 준칙들을 사용

1. IMF 준칙
2. Greenspan-Guidotti 준칙(대외지불부담 방식)
3. 외국인 포트폴리오 투자자금 유출 고려 방식
4. 상환부담외채 고려 방식

IMF 준칙(IMF, 1953, 1999)

- 3~4 개월간의 수입액을 필요수준으로 채택하며 연간 수입액의 20%(2.4개월의 수입액 해당) 이하는 위험수준으로 간주
- 수출입의 안정성, 경제의 적응성, 대체가능한 대외준비자산의 존재 유무, 자본이동의 영향을 적절히 반영하지 못하는 단점
- 이에 따라 목표비율(외환보유액/수입)의 선정에 있어서는 분자·분모에 영향을 미치는 여러 요인의 불안정성 및 불확실성을 신중히 고려할 필요
Ⅳ. 외환시장의 선진화를 위한 방안 67

◉ Greenspan–Guidotti 준칙(대외지불부담 방식)

- 1999년 3월 독일 본에서의 G-33 재무차관, 중앙은행 부총재 연석회의에서 아르헨티나 재무차관 Pablo Guidotti가 제안한 준칙(Guidotti, 1999)
- 외채의 만기연장이 안 된다는 가정하에서 다음 해까지 만기등록하는 외화 표시 부채상환액을 초과하는 수준
- 차환리스크가 있는 단기·유동 외채의 규모를 감안하여 외환보유액을 축적 하여야 한다는 주장(“sudden stop”에 대비한 외환보유액)
- 외환 자산 및 부채의 구조를 통제하여 금융시장의 안정에 상당히 기여할 수 있다는 점에서 미 연방준비은행에서도 고려할 만한 가치가 있다고 판단 (Greenspan, 1999)

◉ 외국인 포트폴리오 투자자금 유출 고려 방식

- 자본시장이 자유화되고 발달하면서 유입된 비거주자의 포트폴리오 투자자금이 일시에 유출될 리스크를 고려한 방식
- 무역량과 유동외채를 포함한 대외지불 의무액뿐만 아니라 잔제자본유출액을 포함한 수준
- 포트폴리오 투자의 유입액, 즉 잔제유출 규모가 증가함에 따라 국내외 금융시장 여건 악화로 인한 자본유출 가능액도 확대
- 선진국에 비해 매력적인 수익을 제공하면서 여타 신흥시장국에 비해 안정되고 자유로운 환경을 제공하는 우리나라의 경우에 적용 가능
  * 2004년 이후 자본시장에 유입된 외국인 포트폴리오 투자자금은 2007년 이후 약 700억 달러가 유출되면서 외화유동성 및 환율에 악영향을 미쳤음.

◉ 상환부담외채 고려 방식

- 대외부채가 많아짐에 따라 국가신용도가 하락하고 이에 따라 해외차입이 감소하거나 상환요구가 중대될 가능성을 고려
대외채무 중 실질적으로 상환의무가 있는 외채를 중심으로 고려
보수적인 관점에서 넓은 수준의 필요외환보유액을 제시

나. 우리나라 필요외환보유액 추정

국내외 금융시장의 여건, 국내외 경기순환 사이클, 자산가격 변동 사이클 등을 복합적으로 고려해야 하나, 여기서는 앞서 언급한 준칙들을 사용하여 추정
① IMF 준칙은 국제수지상 경상부문만을 설명하는 반면 Greenspan-Guidotti 준칙은 대외지불부담만을 설명하나 위기 발생 시 실물부문과 금융부문 모두에서 외화자금 수요가 발생하므로 이들을 모두 고려한 IMF-Greenspan-Guidotti 방식 사용
※ 유동외채(전준만기 1년 미만의 대외차입금 및 외국인보유 채권) 포함
② IMF-Greenspan-Guidotti 방식에 외국인의 포트폴리오 투자자금(외국인 보유 국내주식 및 중장기 채권) 유출가능성까지 고려하여 추정
 ※ 포트폴리오 투자자금 유출가능성 규모를 외국인 포트폴리오 투자자금 유입액의 30%로 고려
③ 대외채무 중 실질적으로 상환부담이 있는 외채규모를 고려하여 추정
④ 대외채무 전체를 고려하여 추정

가) IMF-Greenspan-Guidotti 방식

일반적으로 많이 사용하는 IMF-Greenspan-Guidotti 방식에 따라 필요외환보유액을 계산한 결과, 실제외환보유액은 2006년까지 필요외환보유액을 만족시켜 왔으나, 이후로는 부족하였던 것으로 나타남.
* 2008년 12월 현재 실제외환보유액 2,012억 달러는 필요외환보유액 2,855억 달러에 843억 달러 부족
Ⅳ. 외환시장의 선진화를 위한 방안
69

2009년 3월 현재 실제외환보유액 2,063억 달러는 필요외환보유액 2,570억 달러에 507억 달러 부족

IMF-Greenspan-Guidotti 방식에 외국인포트폴리오 투자자금 유출가능액을 고려하여 필요외환보유액을 계산한 결과, 실제외환보유액은 2004년까지 필요 외환보유액을 만족시켜 왔으나, 이후로는 부족했던 것으로 나타남.

outer국인포트폴리오 투자자금 유출가능액은 외국인포트폴리오 투자액의 30%로 추산(참고 4)

2008년 12월 현재 실제외환보유액 2,012억 달러는 필요외환보유액 3,401억 달러에 1,389억 달러 부족

2009년 3월 현재 실제외환보유액 2,063억 달러는 필요외환보유액 3,097억 달러에 1,034억 달러 부족

(그림 17) 우리나라 필요외환보유액 추정

(단위 : 억 달러)

주 : 1) IMF-Greenspan-Guidotti 방식 : (3개월 수입금액)+(유동외채)
   I-G-G방식+외국인투자자금 유출가능액 : (3개월 수입금액)+(유동외채)+(외국인 중장기포트폴리오 투자액*0.3)
   2) 외국인 중장기포트폴리오투자액은 외국인 주식보유금액+중장기채권보유금액, 외국인 중장기채권 보유금액은 채권보유금액 중 유동외채 포함분을 제외한 금액. 각 연도말 원/달러 환율 종가를 적용 자료 : 한국은행『금융통계시스템』, 무역협회『무역통계』, 금융감독원『외국인투자동향』각호.
외국인 포트폴리오 투자자금 유출규모 산정

외국인 포트폴리오 투자자금 유출가능액은 투자자금 유입액의 30% 수준으로 보정되어야 한다. 이는 과거 외환위기, 카드사 부실사태와 최근의 금융위기에서 볼 때 외국인은 보유주식을 약 30% 수준까지 매각하였으므로, 이를 포트폴리오 투자자금의 유출가능액 추산기준으로 사용할 수 있다.

그림 18. 유가증권시장(KOSPI)의 외국인 보유물량 비중 변화

자료: 금융감독원

나) 상환부담외채를 이용한 방식

Ⅳ. 외환시장의 선전화를 위한 방안 71

• 2008년 12월 실제외환보유액 2,012억 달러, 2009년 3월 실제외환보유액 2,063억 달러는 필요외환보유액에 대해 각각 1,407억 달러, 1,206억 달러 부족

대외채무 중 국내은행의 환헤지 관련 외화차입금과 선박수출 선수금은 상환부담이 없는 외채로 생각할 수 있으므로 이를 제외한 상환부담외채를 기초로 필요외환보유액을 계산하면, 실제외환보유액은 2008년 12월 427억 달러, 2009년 3월 260억 달러가 부족했던 것으로 나타남.

• 국내은행의 환헤지관련 외화차입금과 선박수출 선수금을 제외한 상환부담외채는 2008년 12월 2,439억 달러, 2009년 3월 2,323억 달러

* 국내은행의 환헤지관련 외화차입금은 선물환 결제가 예정되어 있고 선박수출 선수금은 선박제조사가 선박제조일을 준수한다면 더 이상 부채가 아니므로 상환부담외채에서 제외 가능

<표 23> 산출방식별 필요외환보유액 추정

(단위 : 억 달러)

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>외환보유액 (A)</th>
<th>3개월수입액 (B)</th>
<th>유동외채 (C)</th>
<th>상환부담외채 (D)</th>
<th>외국인포트폴리오투자액 유출부담 (E)</th>
<th>필요외환보유액 (A-E)</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>기준 1①</td>
<td>2,012.2</td>
<td>915.3</td>
<td>1,939.6</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>2,854.9</td>
</tr>
<tr>
<td>기준 2②</td>
<td>2,012.2</td>
<td>915.3</td>
<td>1,939.6</td>
<td>-</td>
<td>546.3</td>
<td>3,401.2</td>
</tr>
<tr>
<td>기준 3③</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>2,439</td>
<td>-</td>
<td>2,439</td>
</tr>
<tr>
<td>기준 4④</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>3,419</td>
<td>-</td>
<td>3,419</td>
</tr>
</tbody>
</table>
의환시장 선진화를 위한 정책과제

(2009년 3월 기준)
(단위 : 억 달러)

<table>
<thead>
<tr>
<th>기준</th>
<th>3개월 수입액</th>
<th>유동외채</th>
<th>상환부담 외채</th>
<th>외국인포트폴리오투자액 유출부담</th>
<th>필요외환보유액</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>(A)</td>
<td>(B)</td>
<td>(C)</td>
<td>(D)</td>
<td></td>
<td>(E=B+C+D)</td>
</tr>
<tr>
<td>기준 1) (D*0.0)</td>
<td>711.8</td>
<td>1,857.7</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>2,569.5</td>
</tr>
<tr>
<td>기준 2) (D*0.3)</td>
<td>2,063.4</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>527.7</td>
<td>3,097.2</td>
</tr>
<tr>
<td>기준 3)</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>3,233</td>
<td>-</td>
<td>2,323</td>
</tr>
<tr>
<td>기준 4)</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>3,269</td>
<td>-</td>
<td>3,269</td>
</tr>
</tbody>
</table>

주: 1) 기준 1: 3개월 수입액 + 유동외채
   2) 기준 2: 3개월 수입액 + 유동외채 + 외국인포트폴리오투자액 30% 유출부담
   3) 기준 3: 해외차입 중 국내은행의 환제지 차입금 및 무역신용 중 선박수출 선수금을 제외한 상환부담 외채 고려
   4) 기준 4: 해외차입, 외국인 채권보유액, 무역신용 등의 대외채무 고려
   5) 외국인 포트폴리오투자액 유출부담은 외국인 주식보유금액 + 중장기채권 보유금액, 외국인 중장기 채권보유액은 채권보유금액 중 유동외채 포함분을 제외한 금액(2009년 3월 기준 외국인 채권 중 잔존만기 1년 이내 비중(55%)을 일괄적으로 제외함으로써 유동외채 포함분을 제외시킴).
   6) △는 외환보유액 부족을 나타냄.

자료: 한국은행

참고 5) 상환부담 외채규모 추정

1. 총대외채무

2009년 3월 현재 대외채무는 3,693억 달러로 해외차입 1,346억 달러, 외국인 채권투자자금 1,230억 달러, 그리고 무역신용 694억 달러 및 기타 항목 424억 달러로 구성
   - 해외차입은 국내은행(495억 달러)과 외은지점(655억 달러) 등 은행권의 차입 1,150억 달러와 비은행 및 민간기업의 차입 196억 달러로 이루어짐.
   - 외국인의 채권투자자금은 외국인이 보유하고 있는 원화 및 외화표시 채권 발행규모를 나타내며 1,230억 달러에 이르.
외환시장의 선진화를 위한 방안

기타항목은 현금 및 예수금 및 투자기업간 차입금으로 구성되어 있으며 규모는 424억 달러에 이른다.

표 24

대외채무 추이
(단위 : 억 달러)

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>은행</td>
<td>국내은행</td>
<td>551</td>
<td>674</td>
<td>648</td>
<td>450</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>외국은행</td>
<td>803</td>
<td>815</td>
<td>946</td>
<td>701</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>소 계</td>
<td>1,365</td>
<td>1,489</td>
<td>1,594</td>
<td>1,151</td>
</tr>
<tr>
<td>비은행 및 민간기업</td>
<td>248</td>
<td>264</td>
<td>265</td>
<td>307</td>
<td>196</td>
</tr>
<tr>
<td>계(A)</td>
<td>1,602</td>
<td>1,753</td>
<td>1,859</td>
<td>1,458</td>
<td>1,346</td>
</tr>
<tr>
<td>외국인채권보유자(B)</td>
<td>1,365</td>
<td>1,561</td>
<td>1,447</td>
<td>1,271</td>
<td>1,230</td>
</tr>
<tr>
<td>무역신용(C)</td>
<td>554</td>
<td>598</td>
<td>644</td>
<td>691</td>
<td>694</td>
</tr>
<tr>
<td>(A+B+C)</td>
<td>3,520</td>
<td>3,912</td>
<td>3,950</td>
<td>3,419</td>
<td>3,269</td>
</tr>
<tr>
<td>기타(3)</td>
<td>302</td>
<td>294</td>
<td>301</td>
<td>386</td>
<td>424</td>
</tr>
<tr>
<td>총 계</td>
<td>3,822</td>
<td>4,206</td>
<td>4,251</td>
<td>3,805</td>
<td>3,693</td>
</tr>
</tbody>
</table>

주: 1) 외국인이 보유하고 있는 원화・외화표시 채권발행규모
2) 현금 및 예수금, 투자기업간 차입 등
자료: 한국은행

2. 상환부담 외채규모

우리나라의 대외채무 중 실질적으로 상환부담이 있는 외채규모를 추정하기 위해 다음을 고려

- 선박수출선수금은 부채로 기록되나, 조선사가 선박 제조기일을 준수한다고 가정하여 실질적 부채에서 제외
• 수출업체와 자산운용사의 선물환 매도로 인해 발생한 은행권의 외화차입은 은행의 선물환 결제가 예정되어 있기 때문에 상환부담이 있는 외채에서 제외

шение부담 외채규모 추정에 있어 자료의 한계로 인해 추가적으로 다음과 같은 가정을 사용
• 2007년 12월과 2008년 6월 및 9월의 환헤지 관련 차입금 자료가 존재하지 않아 2008년 12월 자료로 대체
• 2009년 3월 기준 선박수출 선수금 자료가 존재하지 않아 2008년 12월 기준 선수금인 590억 달러를 사용
• 기타항목인 현금 및 예수금, 투자기업간 차입금을 제외

<표 25> 상환부담 외채규모 추이
(단위 : 억 달러)

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>해외차입(A)</td>
<td>1,602</td>
<td>1,753</td>
<td>1,859</td>
<td>1,458</td>
<td>1,346</td>
</tr>
<tr>
<td>국내은행의 환헤지 차입금(B)</td>
<td>390</td>
<td>390</td>
<td>390</td>
<td>390</td>
<td>356</td>
</tr>
<tr>
<td>상환부담 차입(가=A-B)</td>
<td>1,212</td>
<td>1,363</td>
<td>1,469</td>
<td>1,068</td>
<td>990</td>
</tr>
<tr>
<td>무역신용(A)</td>
<td>554</td>
<td>598</td>
<td>644</td>
<td>691</td>
<td>694</td>
</tr>
<tr>
<td>선박수출 선수금(B)</td>
<td>470</td>
<td>510</td>
<td>550</td>
<td>590</td>
<td>590</td>
</tr>
<tr>
<td>상환부담 무역신용(나=A-B)</td>
<td>83</td>
<td>89</td>
<td>94</td>
<td>101</td>
<td>104</td>
</tr>
<tr>
<td>외국인 채권보유(다)</td>
<td>1,364</td>
<td>1,561</td>
<td>1,447</td>
<td>1,271</td>
<td>1,230</td>
</tr>
<tr>
<td>상환부담 외채(가+나+다)</td>
<td>2,660</td>
<td>3,013</td>
<td>3,009</td>
<td>2,439</td>
<td>2,323</td>
</tr>
<tr>
<td>외환보유액</td>
<td>2,622</td>
<td>2,581</td>
<td>2,397</td>
<td>2,012</td>
<td>2,063</td>
</tr>
</tbody>
</table>

주: 1) 1년 미만 선물환 관련 차입금
2) 2008년 12월 환헤지 차입금 390억 달러 기준
3) 2008년 12월 기준
자료: 한국은행
다. 우리나라 외환보유액 운용 전략

가) 필요외환보유액의 확충 및 안전성 위주의 운용

현재 외환보유액 운용전략의 최우선 과제는 필요외환보유액만큼의 보유고를 확보하는 것임.

- 필요외환보유액은 외환보유액의 최소 필요규모인 만큼 현재 보유수준에서 필요외환보유액 대비 부족분을 우선적으로 확충할 필요
  * 2008년 12월 현재 우리나라의 외환보유액 2,012억 달러는 필요외환보유액 3,491억 달러에 1,479억 달러 부족

이 때 필요외환보유액은 언제든지 가능한 안전성 자산으로 구성
● 잠재적으로 투자손실규모가 클 수 있는 회사채나 MBS 등은 운용대상에서 제외

○ 필요외환보유액은 수입액, 유동외채, 외국인포트폴리오투자액에 근거하여 산정되므로 경제상황이 변하면서 그 수준 자체도 변화

● 필요외환보유액을 특정 수준으로 타겟팅하는 것이 아니라 경제상황의 변화에 맞춰 가변적으로 유지

나) 경기국면에 따른 추가준비액의 수익성자산 운용

○ 필요외환보유액은 최소한의 필요준비액이므로 이를 초과해서 추가준비액을 적립할 필요 있음.

● 외국인 포트폴리오 투자자금의 유출이 유입액의 30% 이상 유출될 가능성이 있으므로 이에 대한 대비로 추가준비액 필요

● 외국인 포트폴리오 투자유입액의 50% 유출에 대비한 수준을 추가준비액의 최대치로 설정하여, 30~50% 유출에 대비한 규모로 추가준비액을 운용

○ 추가준비액 역시 안전성에 기반을 두어야 하는 경기순환 국면을 활용한 신축적 운용 필요

● 필요외환보유액이 가변적으로 운용되므로 추가준비액 역시 필요외환보유액 변화에 따라 가변적으로 운용

● 경기 하강국면에서는 작은 충격에도 민감하게 반응하므로 추가준비액의 안전성 위주 자산운용이 필요

● 경기 상승국면에서는 대내외적인 충격요인이 많지 않기 때문에 추가준비액의 많은 부분을 수익성 자산으로 전환

* 운용수익이 경기순환과 밀접하게 연계되어 있다는 점을 감안
Ⅳ. 외환시장의 선진화를 위한 방안 77

◉ 경기국면 변화에 따른 자본유출입 변화도 고려
  * 경기 하강국면에서는 자본유출이 커지므로 이를 대비한 안전성 위주의 운용 필요
  * 상승국면에서는 자본유입이 커지므로 위기 대비보다는 수익성을 확대하는 것이 바람직

◉ 필요외환보유액을 초과하는 추가준비액 중 경기 상승국면에서의 수익성 자산 운용은 KIC를 적극 활용
  * KIC는 수익성 위주의 국부운용을 목적으로 설립
  * 단, 외환보유액의 신축적 운용을 효과적으로 전개하기 위해서는 세계경제의 경기순환에 대한 예측력을 제고할 필요

◉ 다만, 이러한 경기국면에 따른 자산구성의 변화는 국제금융시장의 변화 및 시장에의 영향을 고려하여 이행

〈그림 19〉 경기순환과 외환보유액 운용
다) 환율전망에 따른 통화별 구성비중 변화

환율전망에 따라 강세가 예상되는 통화의 구성 비중을 확대하고 약세가 예상되는 통화의 구성 비중을 축소

* 2010년 이후에는 달러화가 약세를 보일 가능성이 있는 만큼 장기적으로 달러화 비중을 현저보다 소폭 축소하는 것이 바람직

통화비중의 변화는 소폭일 경우라도 국제금융시장의 파장을 고려하여 신중하게 추진해야 함.

* 과거 통화비중의 변화를 암시하는 한국은행 총재의 발언이 국제금융시장에 큰 파장을 불러왔던 사례 있었음.

2) 외환정책의 종합적 고려

외환수급을 통해 환율안정을 시도하는 것은 기본적으로 올바른 방향인 것으로 판단되나, 과도하게 유출정책을 시도하는 것은 불필요한 것으로 판단됨.

* 해외주식투자 비과세 혜택을 부여하는 2007년 유출정책으로 내국인 유출자금이 해외주식에 집중되었음.
* 2007년 내국인 해외주식투자 유출은 526억 달러에 달함.

외환수급 조절 정책은 기본적으로 국제수지 균형을 전제로 하나, 금융위기 시 국내 유입자금의 유출가능성을 염두에 둔다면 '경상수지 흑자와 자본수지 적자'의 조합이 필요함.

* 2006년과 2007년 경상수지가 50억 달러 수준의 흑자를 보였으나, 전년의 150억 달러에 비해 급격히 감소하면서 추세적으로 경상수지 적자 가능성을 보이기 시작한 반면,
• 자본수지는 외국인 채권투자유입과 단기차입으로 흑자가 계속됨에 따라 국제수지상 흑자가 이어졌음.
• 그러나, 이는 기대했던 ‘경상수지 흑자+자본수지 적자’의 조합이 아니라 ‘경상수지 적자+자본수지 흑자’의 조합으로 이어질 가능성이 있는 국제수지 흑자였음.
• ‘경상수지 적자+자본수지 흑자’의 조합, 특히 외국자본의 유입에 의해 나타난 자본수지 흑자는 금융위기 시 국내 유입된 외국자본이 갑작스럽게 빠져나갈 가능성을 내포

외환수급을 조절하는 데 있어서 국내 외화유동성 상황을 고려한 유출정책을 실시할 필요
• 외환보유액을 통한 외화유동성의 확보와 해외투자자금의 회수가능성 등을 전제로 한 유출정책이 실시되어야 함.

<table>
<thead>
<tr>
<th>표 26</th>
<th>외환수급 현황</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>구분</td>
<td>2004</td>
</tr>
<tr>
<td>경상수지</td>
<td>282</td>
</tr>
<tr>
<td>자본수지</td>
<td>76</td>
</tr>
<tr>
<td>외국인주식투자</td>
<td>95</td>
</tr>
<tr>
<td>외국인채권투자</td>
<td>89</td>
</tr>
<tr>
<td>단기차입</td>
<td>33</td>
</tr>
<tr>
<td>내국인주식투자</td>
<td>-36</td>
</tr>
<tr>
<td>내국인채권투자</td>
<td>-82</td>
</tr>
<tr>
<td>단기대출</td>
<td>-13</td>
</tr>
</tbody>
</table>

주: (-)는 자금의 유출을 의미  
자료: 한국은행
2008년 글로벌 금융위기 이전 국내에 유입된 자금은 단기외채 및 채권투자 자금인 반면 해외로 유출된 내국인 자금은 주식투자 자금이 대부분이었는데, 글로벌 금융위기 발발로 국내유입자금은 차환 및 만기연장이 어려워졌고 해외투자자금은 원금 손실을 입어 국내 외환수급을 일치시키는데 도움이 되지 못했음.

환율안정이 필요한 경우 외환시장 개입, 외환보유액 확충, 그리고 외환수급 조절 정책 간의 조화가 필요

이들 정책은 환율의 추세 즉, 상승기와 하락기에 따라 적절히 조화를 이루는 것이 바람직

환율 하락기에는 외환보유액을 확충하고 외환유출을 유도하여 환율 하락 속도를 지연시키는 조합이 필요

환율 상승기에는 하락기에 확충된 외환보유액을 활용하고 외환유입을 유도함으로써 환율 상승 속도를 지연시키는 조합이 가능

외환수급은 민간자금뿐만 아니라 국민연금 등 공공성 자금의 활용도 필요

정책효과의 제고를 위해서는 정책당국 간의 조화 및 협력을 통한 최적의 정책 조합 도출 필요

재정 및 산업정책을 책임지고 있는 정부와 통화정책을 책임지고 있는 통화 당국 간 긴밀한 협의와 조화로운 정책운용이 필요

외환시장개입과 통화정책 목표간 부조화가 발생하여 시장에 잘못된 신호 전달이나 혼란을 가중시키는 일이 없도록 유의

내외금리차 변동이 없는 상황에서 환율안정을 위한 시장개입이 지속하는 경우 시장의 환율하락 기대를 증대시켜 과도한 자본유입과 환율의 변동성 확대로 이어질 가능성이 있음.
Ⅳ. 외환시장의 선진화를 위한 방안 81

미시적인 외환규제와 거시적인 외환관리와 더불어 자본의 안정적인 유출입을 가능케 하는 건전한 기초경제여건의 유지가 필수적임.
• 1997년 외환위기 때도 경상수지 등 대외부문의 기초경제여건관리가 부실 하여 위기가 증폭되었으며, 2008년 글로벌 금융위기도 경상수지 적자와 은행부문의 부실로 인한 기초경제여건의 악화가 원인으로 작용
• 외환수급 조절도 경상수지 흑자가 전제되어야 하므로 경상수지 흑자를 지속 시킬 수 있는 기업 혁신 등 국가경쟁력 확보 필요

3. 국제공조체제의 강화

급격한 자본유출입과 대외충격에 대한 취약성에 따른 외화유동성 문제는 비단 우리나라뿐만이 아닌 신흥시장국에서 공통적으로 발생할 수 있는 문제
• 1990년대 후반 멕시코와 러시아에서 시작된 외화유동성 위기는 우리나라를 포함한 아시아 신흥시장국으로 전이

〈그림 20〉 2008~2009년 신흥시장국 대달러 환율

자료: Bloomberg
• 금번 금융위기 시에도 글로벌 금융시장이 불안정해질 때 동유럽, 남미, 아시아 신흥시장국의 금융・외환시장이 동조화하여 휩날려 환율 상승과 국가신용도 하락을 시현

〈그림 21〉  2008~2009년 신흥시장국 CDS 프리미엄

(기준 : 2008.1.1=100)

자료 : Bloomberg, Datastream

• 신흥시장국에서 공통적으로 쉽게 자본유출 및 외화유동성 문제가 발생하는 것은 해당 국가 자산의 투자위험이 높다고 인식되기 때문
• 신흥시장국 자산은 선진국 자산에 비해 큰 기대수익률을 제공하는 반면 이에 수반되는 투자위험도 높다고 인식
• 때문에 글로벌 금융시장이 경색되어 투자자의 위험신호도가 감소할 때 신흥시장국 금융・외환시장에서 투매(sell-off)가 상대적으로 쉽게 발생
• 또한 투자자들은 신흥시장국 자산수익률 간 높은 상관관계가 존재한다고 간주하여 해당 국가들의 자산을 혼히 같은 투자자산 class로 분류
• 이로 인해, 한 신흥시장국의 외화유동성 문제가 부각될 때 다른 신흥시장국에서 동조적으로 자본유출이 발생하는 문제

○ 신흥시장국이 개별적으로 외환보유고를 확충하여 안정성을 제고하는 방안은 상대적으로 많은 비용이 소요될 뿐 아니라 글로벌 불균형을 심화시켜 향후 외환시장의 안정성을 위협할 가능성을

• 일반 손해 보험의 경우와 마찬가지로 개별 국가가 선제적 예방(pre-emptive prevention)을 위해 외환보유고를 쌓는 것은 단체 보험을 통해 공동 대처(collective action)하는 것보다 많은 비용이 소요.

• 각국이 외환보유고를 확충하기 위해 달러를 매입하는 상황에서 한 국가가 다른 정책을 시행하면 해당 국가의 수출 가격 경쟁력이 상실됨.

• 많은 국가가 외환보유고를 확대하는 과정에서 미국의 자본수지 흑자·경상수지 적자로 대표되는 글로벌 불균형(global imbalance)이 필연적으로 심화.

• 이와 같은 불균형의 심화는 글로벌 금융시장의 건전성을 악화시켜 향후 급격한 자본유출입 및 외화유동성 위기 발발 위험을 증가시킴.

○ 양자 간 스왑, 지역적 통화체제, 다자 간 스왑의 강화를 통해 외화유동성 위기에 선제적으로 공동 대처할 수 있는 국제금융안전망 마련이 필요

• 양자 간 통화스왑은 자국통화가 국제거래에서 사용되지 못하고 있는 신흥시장국에게 효과적인 방안이나 스왑 파트너인 선진국의 자의적인 판단에 의존해야 하는 단점이 있음.

• 치앙마이 이니셔티브 등과 같은 지역적 통화체제나, 낙인 효과로 인해 효율적인 운영이 어려웠던 IMF 대출프로그램의 실효성을 제고하는 방안도 모색할 필요.
나아가 각국이 기금을 출연하여 필요한 국가에 대출해 주는 다자 간 스왑 혹은 대출·보험 형식의 국제금융안전망을 생각해 볼 수 있음.
대출 받는 국가의 모럴해저드를 방지하고 국가위험이 높은 국가가 구축 (priced-out)되지 않도록 프리미엄을 설정하는 문제, 비교적 많은 비용을 부담해야 하는 선진국의 합의를 이끌어 내는 문제를 해결해야 할 것임.
Ⅴ. 결론 및 시사점

이상으로 우리나라 외환부문의 현황과 문제점 그리고 향후의 정책과제들에 대해 살펴 보았음.

글로벌 금융위기를 거치면서 외환부문의 취약성이 다시 한 번 노정된 만큼 향후 정책방향은 우선 단기적으로는 외환부문의 취약성을 보완하는 것에 집중해야 할 것임.
  * 미시적으로는 외화 유동성 규제 개선, 외화자산의 건전화 유도 등을 통해 대외충격에 대비한 금융기관들의 외환관리능력 제고를 유도할 필요
  * 거시적으로는 외환보유액의 확충, 외환정책의 종합적인 고려 등이 필요

그러나 이러한 단기적인 정책과제들 외에도 중장기적으로는 기초경제여건을 건실하게 유지하고 외환시장의 심도 제고와 원화국제화 등과 같은 과제들도 지속적으로 추진해야 할 것임.
  * 개별 금융기관들의 외환건전성 개선이 이루어지고 외환보유액을 아무리 많이 확충한다 하더라도 기초경제여건이 부실해질 경우 경제 전체의 리스크 증가로 결국은 외환위기가 재차 발생할 것임.
  * 다양한 시장참가자의 참여와 외환 관련 정보의 공개 확대 등을 통해 거래량을 확대함으로써 외환시장의 심도를 제고하고 원화의 해외사용 확대 및 원화표시 금융상품의 해외거래 등을 통해 원화의 국제화를 추진하여 달러화에 대한 의존도를 점차 축소할 필요
외환시장 심도 제고나 원화국제화는 선진국 수준의 금융시장 발전, 금융기관의 국제경쟁력 확보 및 건전한 금융시스템의 유지 등이 선행되지 않고서는 실행할 수 없는 문제들인 만큼 금융부문의 선진화 노력을 지속적으로 추진해야 할 것이다.

* 금융시장의 미발달 및 불안한 금융시스템 아래에서는 대외적인 충격이 발생하는 경우 국내로의 전이가 가속화되고 충격파급도 증폭된다는 것은 여러 해외사례들을 통해서 확인했을 뿐 아니라 과거 우리나라의 외환 및 자본자유화 과정에서도 드러난 사실이다.

따라서 외환부문의 취약성 보완 및 개선을 최우선적으로 추진해 나가되 금융부문의 선진화 노력을 병행하여 외환부문의 중장기적인 정책과제들을 실시할 수 있는 여건을 만들어 가야 할 것이다.
참고문헌

이윤석·김정한·임형준, 「외환보유액 관리비용과 필요외환보유액 추정」, 「금융VIP 시리즈」2009-05, 한국금융연구원, 2009.
신성욱·장성우, 「최근 금리재정거래의 현황과 시사점」, 「외환국제금융리뷰」 제8호, 2006, pp.18~42.
한국은행, 「연차보고서」, 각호


Abstract

Policy Tasks for Enhancing Korea's Foreign Exchange Market

Korea was not immune from the global financial crisis that sprung out of the US sub-prime mortgage crisis in 2008. It experienced both a dry-up in foreign liquidity and a considerable depreciation in the won, in large part as a result of a sudden stop of capital flows. Unlike the foreign liquidity crisis of 1997, the latest crisis was sparked not by a fixed exchange rate regime or an overly leveraged corporate sector, but by Korea’s extensive exposure to global financial markets. In light of this, we examine both how this situation arose and ways to build a more resilient foreign exchange market in order to prevent such a crisis from happening again. Regarding the foreign exchange market, we explore the consequences of increased capital inflows, the procyclicality of capital flows, and exposure to global liquidity shocks. We also look at foreign exchange policy in terms of regulations on positions and liquidity, management of foreign reserves, and market intervention. We then suggest ways to improve both micro and macro foreign exchange policies, such as through foreign liquidity regulations and expanding foreign reserves.
한국금융연구원 자료판매 코너
총판 : 정부간행물 판매센터(02-394-0337)

<table>
<thead>
<tr>
<th>지 역</th>
<th>서 점 명</th>
<th>전 화 번 호</th>
<th>위 치</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>서울</td>
<td>본사 직영서점</td>
<td>(02) 734 - 6818</td>
<td>한국언론재단빌딩 <a href="http://www.gpcbooks.co.kr">www.gpcbooks.co.kr</a></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>교보문고(본점)</td>
<td>(02) 397 - 3628</td>
<td>광화문 사거리 <a href="http://www.kyobobook.co.kr">www.kyobobook.co.kr</a></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>영풍문고(본점)</td>
<td>(02) 399 - 5632</td>
<td>종각 <a href="http://www.ypbooks.co.kr">www.ypbooks.co.kr</a></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>(강남점)</td>
<td>(02) 6282 - 1353</td>
<td>강남고속버스터미널</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>리브로울지</td>
<td>(02) 757 - 8991</td>
<td>을지로 입구 <a href="http://www.libro.co.kr">www.libro.co.kr</a></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>서울문고 (반디 앤 루디스)</td>
<td>(02) 6002 - 6071</td>
<td>삼성역(무역센터 내)</td>
</tr>
<tr>
<td>부산</td>
<td>영광도서</td>
<td>(051) 816 - 9500</td>
<td>서면로타리</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>동보서적</td>
<td>(051) 803 - 8000</td>
<td>태화백화점 옆</td>
</tr>
<tr>
<td>광주</td>
<td>삼복서점(운남점)</td>
<td>(062) 956 - 3888</td>
<td>신사 사거리</td>
</tr>
<tr>
<td>인터넷서점</td>
<td>yes 24</td>
<td><a href="http://www.yes24.com">www.yes24.com</a></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>알라딘</td>
<td><a href="http://www.aladdin.co.kr">www.aladdin.co.kr</a></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

※ 위 코너 외에 교보문고 및 영풍문고는 각 지방 본점에서도 판매 중입니다.
이윤 석(李侖錫)  김정한(金廷漢)  임형준(林亨俊)

■ 약력
  ·서울대학교(경제학 학사)
  ·University of Illinois at Urbana-Champaign (경제학 석사)
  ·University of Illinois at Urbana-Champaign (경제학 박사)
  ·한국은행 국제부 외화자금실
  ·현) 한국금융연구원 국제‧거시금융실 연구위원

■ 주요 논저
  ·국내 기업의 상호주 및 자사주 보유가 기업 가치에 미치는 효과(공저, 금융조사보고서, 한국금융연구원, 2009.3.)
  ·서브프라임 모기지 사태의 분석과 전망(공저, 금융리포트, 한국금융연구원, 2007.9.)
  ·원/달러 환율 예측력 분석에 관한 연구(금융조사보고서, 한국금융연구원, 2007.3.)

김정한

■ 약력
  ·고려대학교(경제학 학사)
  ·University of Washington(경제학 석사)
  ·University of Washington(경제학 박사)
  ·광운대학교 교수
  ·현) 한국금융연구원 국제‧거시금융실 연구위원

■ 주요 논저
  ·안산공단 중소기업의 성장요인 분석 : 기업 규모, 연구능력, 정보화 요인(공저, 경제연구, 2008.3)
  ·불완전 자본시장 및 비동질적 선호하에서의 기간간 소비위험 해소를 위한 국제자산선택
    (공저, 금융연구, 2007.12)
  · 경제와 생활(공저, 두남출판사, 2006.9)

임형준

■ 약력
  ·서울대학교(경제학 학사)
  ·Columbia University(경제학 석사)
  ·Columbia University(경제학 박사)
  ·현) 한국금융연구원 금융시장‧제도실 연구위원

■ 주요 논저
  ·외환보유액 관리비용과 필요외환보유액 추정
    (공저, 금융VIP시리즈, 한국금융연구원, 2009.12.)
  ·최근의 부동산시장 상황과 향후 금융정책방향
    (공저, 금융VIP시리즈, 한국금융연구원, 2009.11.)
  ·Does the Current Account Matter in the Term Structure?: A No-Arbitrages VAR Approach
    (a chapter in Ph.D. dissertation, 2008)
  ·Quantitative Assessments of Sovereign Bond Restructuring(with Carlos Medeiros, presented
    at the IMF, 2005)

정책조사보고서 2010-04
우리나라 외환시장 선진화를 위한 정책과제

2010년 6월 11일  인쇄
2010년 6월 16일  발행
발행인  김태준
발행처  한국금융연구원
서울시 중구 명동 1가 4-1 은행회관 5·6·7·8층
전화: 3705-6300  FAX: 3705-6309
http://www.kif.re.kr; wmaster@kif.re.kr
등록 제1-1838(1995. 1. 28)

ISBN 89-503-0433-3  93320  값 7,400원