

정책연구 2008-08

# 외환시장 불안요인 점검과 대응방안

안 순 권

## 외환시장 불안요인 점검과 대응방안

1판1쇄 인쇄/2008년 10월 27일

1판1쇄 발행/2008년 10월 31일

발행처 한국경제연구원

발행인 김종석

편집인 김종석

등록번호 제318-1982-000003호

(150-756) 서울특별시 영등포구 여의도동 28-1 전경련회관  
전화(대표)3771-0001 (직통)3771-0057 팩시밀리 785-0270~1  
<http://www.keri.org/>

© 한국경제연구원, 2008

한국경제연구원에서 발간한 간행물은  
전국 대형서점에서 구입하실 수 있습니다.  
(구입문의) 02-3771-0057

---

ISBN 978-89-8031-504-8

값 4,000원

# 목 차

---

<요 약> .....	7
I. 최근 외환시장 동향 .....	15
II. 최근 외환시장 불안의 원인 및 전망 .....	19
1. 미국발 금융위기의 충격 .....	19
2. 경상수지와 자본수지의 동반 적자 .....	25
3. 외환시장의 구조적 문제점 .....	31
4. 당국의 외환시장 개입의 문제점 .....	36
5. 국내 금융시장의 잠재적 불안요인 .....	37
III. 최근 환율의 문제점과 적정환율 추정 .....	44
1. 최근 환율 추이의 문제점 .....	44
2. 적정환율 추정 .....	47
IV. 외환시장 안정화 방안 .....	51
참고문헌 .....	54

## 표 목차

---

<표 1> 국내 달러화 차입 여건 .....	2
<표 2> 아시아 주요국 외국인 주식 순매수 추이 .....	3
<표 3> 은행부문 외채 .....	3
<표 4> 1997년 외환위기와 최근 상황 비교 .....	4
<표 5> 전체 외채 규모 .....	4
<표 6> 외채 세부내역 .....	2
<표 7> 원/달러 환율과 국제수지 항목 간의 상관관계 비교 .....	6
<표 8> 원/달러 환율과 글로벌 금융불안 반영 지표 간의 상관관계 .....	5
<표 9> 주요국 통화시세의 글로벌 주가변동성(VIX) 민감도 비교 .....	5

# 그림 목차

- <그림 1> 원/달러, 원/엔, 엔/달러 환율 추이 ..... 15
- <그림 2> 원/달러 환율 전일 대비 증감률 ..... 16
- <그림 3> 각국 통화의 달러 대비 절상률 ..... 17
- <그림 4> 국내 외화 유동성 여건 악화 ..... 18
- <그림 5> 1년물 스왑 베이스스-원/달러 환율 추이 ..... 18
- <그림 6> 외국인 주식 매매 월별 추이 ..... 19
- <그림 7> 월별 외국인 채권 순매수 규모 ..... 19
- <그림 8> TED 스프레드 추이 ..... 20
- <그림 9> 미국의 주택가격 상승률 전망 변화 추이 ..... 20
- <그림 10> 경상수지·자본수지와 원/달러 ..... 21
- <그림 11> 경상수지 요소별 추이 ..... 22
- <그림 12> 경상수지 누적액과 외환보유액 변동 추이 ..... 23
- <그림 13> 자본수지 구성요소별 추이 ..... 24
- <그림 14> 내국인의 해외투자 펀드 잔액 추이 ..... 25
- <그림 15> 국내 기업의 선물환 거래 추이 ..... 26
- <그림 16> 단기외채 차입 현황 ..... 27
- <그림 17> 원/달러 환율 변동 및 외환보유액 추이 ..... 28
- <그림 18> 원화와 캐나다 달러화 및 인도 루피화의 변동성 비교 ..... 29
- <그림 19> 실질실효환율 추이 ..... 30
- <그림 20> 원/달러 환율과 시카고옵션거래소 주가변동성지수 추이 ..... 31



## <요 약>

### 1. 최근 외환시장 동향

□ 미국발 금융위기의 충격으로 원/달러 환율이 급등하며 변동성이 확대됨으로써 외환시장의 불안심리가 고조됨.

- 원화가치는 미 달러화에 대해 올 들어 10월 24일 현재 약 50% 폭락함.

○ Frankel and Rose(1996)의 기준에 따르면 한국은 주요국 중 브라질(31.2%), 호주(30.5%), 뉴질랜드(28.7%), 인도(26.8%), 노르웨이(26.4%), 캐나다(25.6%) 등과 함께 통화 폭락(currency crash)사태를 당한 국가로 볼 수 있음.

- Reinhart and Rogoff(2008)의 세계경제의 금융위기 4대 유형 분류

- 은행위기(banking crisis): 뱅크런, 은행 폐쇄, 합병 및 국유화
- 외채위기(external debt crisis): 국가 부도 사태
- 인플레이션위기(Inflation crisis): 연간 소비자물가 상승률이 20% 이상
- 통화 폭락(currency crash): 미 달러화에 대한 통화가치 하락이 연간 15% 이상

- 통화 폭락이 은행위기와 외채위기로 확산되지 않도록 현 단계에서 외환시장을 진정시키고 국내 금융시장을 안정시키는 것이 긴요함.

### 2. 최근 외환시장 불안의 원인 및 전망

□ 최근 외환시장이 불안에 휩싸인 원인은 미국발 금융위기의 충격과 국내 경제의 내부 불안요인이 상승작용을 일으키고 있기 때문임.

- 미국발 금융위기는 우선, 국내 은행의 외화자금 조달 차질을 빚게 함.
  - 신용경색과 유동성 부족에 직면한 외국인 자금의 국내 주식 및 채권시장 이탈을 가속화시킴으로써 달러화 공급부족을 초래함.
  - 글로벌 금융불안의 실물경제로의 전이에 따른 세계경제 침체 및 수출악화 전망도 외환시장과 주식시장을 충격에 빠뜨림.
- 경상수지와 자본수지의 동반 적자에 국내 외환시장의 구조적 문제점도 환율 급등의 주요 요인으로 작용
  - 최근 수년간 대규모 환헤지의 후유증, 단기외채의 만기연장의 어려움 및 환투기세력의 득세
- 일관성이 부족한 외환시장 개입이 시장의 불신을 초래하고 외환보유액 감소에 대한 우려를 불러일으킴으로써 환율 변동성을 확대시키는 데 한몫을 함.
- 국내 금융시장의 불안요인도 외환시장에 부정적인 영향을 미치고 있음.
  - 가계부채, 중소기업 대출 부실 가능성 및 건설업 프로젝트 파이낸싱(PF) 부실화 등
- 이번 통화 폭락사태의 경우 외환위기로 비화될 가능성을 희박하다고 판단됨.
  - 미국의 금융위기가 해소되는 데는 향후 1~2년이 소요될 것이며, 그때까지 국내 외환시장의 불안은 지속될 가능성이 높음.

### 3. 최근 환율의 문제점과 적정환율 추정

- 현재의 과도한 원화 약세는 미국발 금융불안의 충격에 따라 국내 외환시장에 경제의 펀더멘털 이외에 심리적 요인과 환투기 등에 의한 교란요인(Noise)이 발생한 것으로 분석됨.



- 외환시장의 교란요인 발생으로 지나치게 절하된 원화 환율은 글로벌 신용 경색이 진정되어 외화 차입 여건이 개선될 경우 빠른 속도로 정상 수준으로 복귀할 가능성이 높음.

□ 실질실효환율을 기준으로 한 적정환율 산정에는 서비스수지 적자 및 글로벌 신용경색 등의 변수가 고려되어야 함.

- 2008년 9월 현재 주요 20개국 무역가중치와 물가 등을 고려한 실질실효환율로 산정한 균형환율은 달러당 약 1,040원으로 추정됨.

- 교역상대국의 물가변동에 따른 실질구매력을 반영하는 실질실효환율의 산정에는 주로 제조업 품목이 반영되고 서비스 상품은 제외되는 문제가 있음.

- 우리나라와 같이 서비스수지 적자 규모가 큰 국가의 경우 실질실효환율이 과대평가될 수 있음.
- 실질실효환율로 계산된 균형환율에 서비스수지 적자, 최근의 원자재와 유가의 안정세 및 임금 수준 등을 감안하여 경상수지 균형이 가능한 환율은 1,150원 수준으로 추정됨.

- 또 하나 고려해야 할 것은 실질실효환율은 상품의 교역 및 물가 수준 등 실물여건뿐 아니라 외부 충격의 전달경로로서 통화 및 금융여건을 반영하지만 이는 국제 금융시장의 자금이동이 정상적인 것을 전제로 한다는 점임.

- 금리 차, 기대수익률 등에 따른 국가 간 원활한 자금이동이 사실상 막힌 글로벌 신용경색 상황을 감안할 때 현 상황에서 과도한 심리적 불안에 의한 쏠림현상이 제거된 적정환율 수준은 달러당 1,250원 내외가 될 것으로 추정됨.
- 다만, 글로벌 신용경색이 지속되거나 심화될 경우 적정환율 수준은 더

오를 수 있으며 반대로 신용경색이 점차 완화될 경우 적정환율 수준도 점진적으로 하락할 것으로 예상된다.

#### 4. 외환시장 안정화 방안

##### □ 정부 차원의 적극적 국가 IR 활동

- 국내외에 한국경제의 실상에 대한 정확한 정보를 신속하게 제공하여 국내외 투자자들을 안심시켜야 함.

##### □ 정부의 신뢰회복과 국민의 이해와 협조

- 외환시장의 과민반응과 불안심리에 의한 쏠림현상을 진정시키기 위해서는 무엇보다도 정부의 신뢰회복과 국민의 협조가 중요

- 어려운 상황을 있는 그대로 밝히고 국민들에게 고통분담을 호소하는 것이 오히려 신뢰회복에 도움이 될 것임.
- 국민들은 글로벌 금융쓰나미 상황에서 소규모 개방경제인 한국의 정부가 선택할 수 있는 대책은 그다지 많지 않음을 이해해야 함.
- 외부 충격에 따른 위기대응을 위한 초당적 협조

##### □ 과감하고 신속한 선제적 대응

- 국제 금융시장 불안 극복을 위한 10·19 대책뿐 아니라 글로벌 신용경색 및 국내 외환시장 상황에 따라 보다 강력한 조치를 준비하고 신속하게 실행해야 함.

- 증시 주변자금 안정대책, 추가 기준금리 인하 및 과감한 재정지출 확대를 통한 경기부양책 제시 등 실물경제 대책도 잇달아 나와야 함.
- 국내 금융시장의 잠재적 불안요인인 가계부채, 중소기업 부실화, 부동

산가격 급락 등에 대한 대책 강화

- 은행권의 원화 및 외화 유동성 악화를 막을 특단의 조치 강구

□ 국제공조를 통한 외환·금융시장 안정화 추진

- 미국과의 통화스왑 실현을 위한 적극적 외교 노력

- 일본과의 통화스왑 규모를 대폭 확대시켜 일본의 엔화 강세 저지와 한국의 원화 약세 저지에 공조하는 상생경제 외교를 추진
- 중국 및 동남아국가연합(ASEAN) 회원국들과의 통화스왑 규모를 대폭 확대할 필요가 있음.

□ 중장기적으로 원화 국제화를 위한 경제체질 강화

- 원화가 국제적으로 거래되는 통화로 격상되면 외환위기의 가능성은 사실상 사라지게 할 수 있음.

- 중장기적으로 원화 국제화의 충격을 흡수할 수 있도록 한국경제의 펀더멘털 강화를 위한 개혁 실행



# 외환시장 불안요인 점검과 대응방안

- I. 최근 외환시장 동향
- II. 최근 외환시장 불안의 원인 및 전망
- III. 최근 환율의 문제점과 적정환율 추정
- IV. 외환시장 안정화 방안



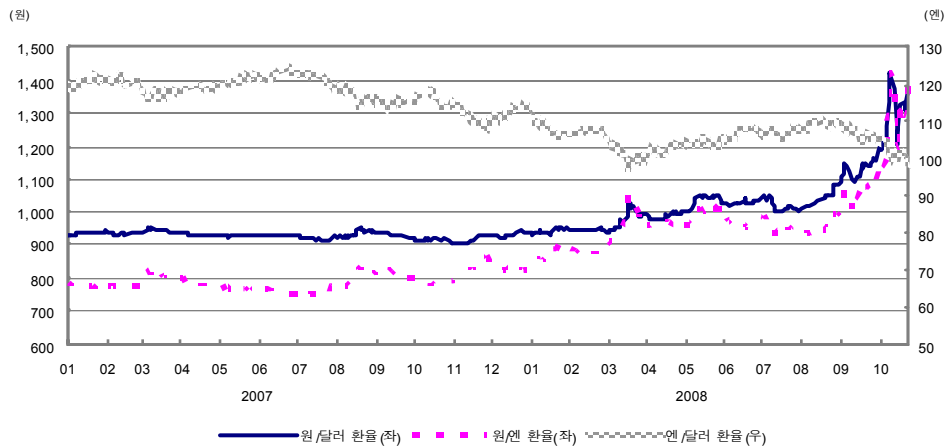
## I. 최근 외환시장 동향

□ 미국발 금융위기의 충격 속에서 원/달러 환율이 급등 후 급락하는 등 변동성이 확대되며 외환시장의 불안이 심화됨.

- 미국발 금융위기의 충격에 따른 외화유동성 경색 우려로 단기간에 상승세가 지속

- 9월 중 리먼 브러더스 파산보호 신청 이전 1,109원선이었던 원/달러 환율은 10월 8일 1,395.0원을 기록
- 원/달러 환율은 10월 9일 장중 1,485원까지 치솟음.

<그림 1> 원/달러, 원/엔, 엔/달러 환율 추이



자료: 한국은행 경제통계 시스템

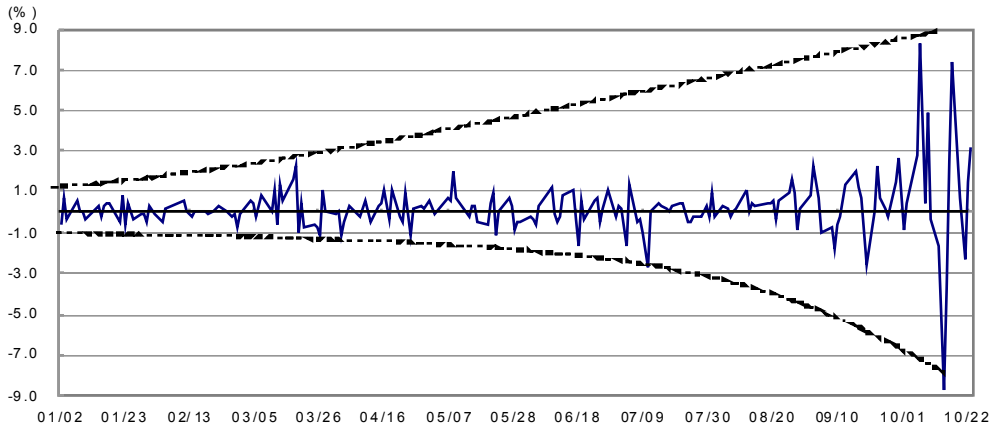
- 급격한 상승세와 하락세를 나타내며 쏠림현상을 나타냄.

- 9월 22일부터 30일까지 7거래일 연속 상승하며 67.3원 급등
- 10월 2일부터 8일까지 4거래일 연속 상승하며 208원이나 급등

- 원/달러 환율의 일일변동폭이 급격히 확대되어 불안심리가 고조됨.

- 일일변동폭이 지난 7~8월 7~8원에서 9월 위기설이 불거진 후 25원으로 높아진 데 이어 10월 중 72.60원까지 상승.
- 일일변동률이 -1~2% 범위 내에서 -3~7% 범위로 확대됨.

<그림 2> 원/달러 환율 전일 대비 증감률



자료: 한국은행 경제통계 시스템

□ 올 들어 원/달러 환율 폭등세는 국가별 금융위기 유형상 통화 폭락(currency crash) 상황에 해당함!<sup>1)</sup>

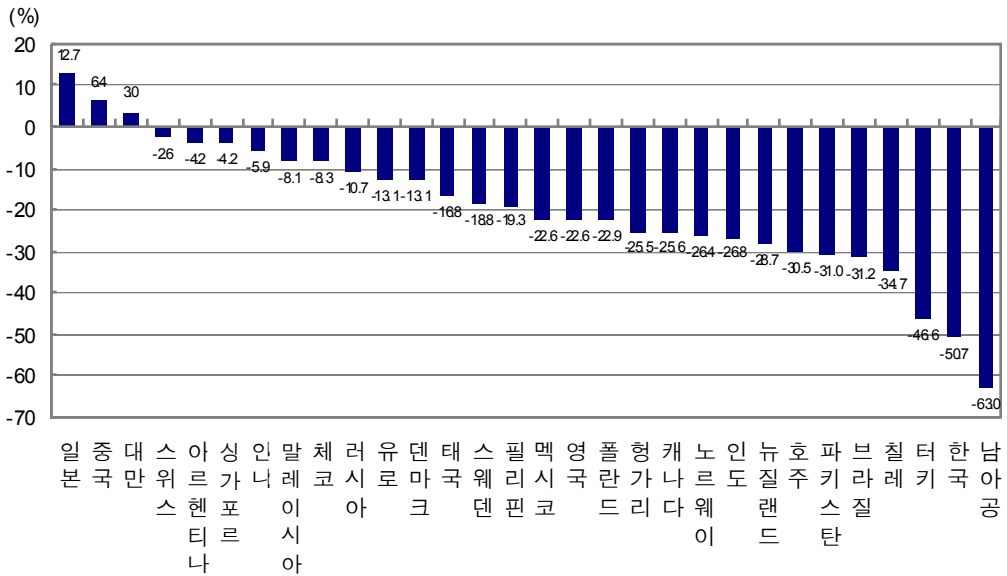
1) Reinhart and Rogoff(2008)는 지난 800년간의 국가별 금융위기를 은행위기(Banking crisis), 외채위기(external debt crisis), 인플레이션위기(Inflation crisis) 및 통화 폭락(currency crash) 등 4개 유형으로 분류하였다. 은행위기는 뱅크런이 발생, 은행폐쇄, 합병 및 국유화가 이루어지거나 뱅크런이 발생하지 않더라도 은행폐쇄, 합병 및 인수(M&A) 혹은 주요 금융기관에 대한 대규모 공적자금 투입 등이 이루어지는 것을 말한다. 외채위기는 대외채무의 원리금 상환 불능상태에 빠져 국가부도 사태가 발생하거나 외채원리금 상환에 대한 재조정이 원래 조건보다 나쁘게 이루어지는 것을 말한다. 인플레이션위기는 연간 소비자물가 상승률이 20% 이상이 경우를 의미한다. 통화 폭락은 미 달러화에 대한 통화가치 하락이 연간 15% 이상인 경우를 말한다.



- 외환시장의 위기상황을 가늠하는 기준으로 많이 사용되는 Frankel and Rose(1996)와 Reinhart and Rogoff(2008)의 정의에 따르면 통화가치가 해당 연도에 25% 이상 급락하고 전년도 변동률보다 10%포인트 이상 높을 때 통화 폭락사태가 발생한 것으로 볼 수 있음.

- 올해 초 환율은 938.20원이며 따라서 25% 이상 급등한 환율 수준은 1,172.75원 이상임.
- 지난해 원/달러 환율의 지난해 변동률은 5.29%<sup>2)</sup>이며, 올 들어 10월 24일 현재 최저 환율인 934.50원에 15.29% 이상의 변동률을 가진 환율은 1,077.28원임.

<그림 3> 각국 통화의 달러 대비 절상률



주: 2008년 1월 1일 이후 10월 24일 현재 절상률  
 자료: 국제금융센터, 한국은행 경제통계 시스템

2) 종가기준 최저 환율에 대한 최고 환율의 증가율임.

- Frankel and Rose(1996), Reinhart and Rogoff(2008)의 기준에 따르면 한국은 주요국 중 브라질(31.2%), 호주(30.5%), 뉴질랜드(28.7%), 인도(26.8%), 노르웨이(26.4%), 캐나다(25.6%) 등과 함께 통화 폭락(currency crash) 사태를 당한 국가로 볼 수 있음.

- 남아공(63.0%), 터키(46.6%), 칠레(34.7%), 파키스탄(31.0%), 헝가리(25.5%) 등의 신흥국가들도 통화 폭락사태를 당함.
- 한국은 파키스탄, 헝가리 등 IMF 구제금융을 받은 국가들보다도 환율 절하율이 더 큰 국가임.
- 원/달러 일일변동폭으로 본 국내 외환시장은 외환위기에 준하는 극심한 불안감에 휩싸여 있는 상황

- Reinhart and Rogoff(2008)의 지난 800년간 세계경제의 금융위기 4대 유형 분류

- 은행위기(banking crisis): 뱅크런, 은행폐쇄, 합병 및 국유화
- 외채위기(external debt crisis): 국가 부도 사태
- 인플레이션위기(Inflation crisis): 연간 소비자물가 상승률이 20% 이상
- 통화 폭락(currency crash): 미 달러화에 대한 통화가치 하락이 연간 15% 이상

- 1997년 외환위기는 통화 폭락, 외채위기 및 은행위기가 겹친 악성 금융위기로 볼 수 있음.

- 1997년 11~12월 IMF 구제금융을 신청하기 이전에 발생한 일시적인 통화 폭락현상의 재현
- 통화 폭락에서 은행위기 및 외채위기로 확산될 수 있는 첫 단계에서 외환시장을 진정시켜야 함.

□ 본 연구는 최근 통화 폭락사태를 겪고 있는 외환시장 현황과 불안요인을 분석하고 향후 전개방향을 전망한 후 외환시장 안정을 위한 방안을 연구함.

- 현 상황에서 적정환율 추정의 문제점을 지적하고 적정환율을 추정해 봄.

## II. 최근 외환시장 불안의 원인 및 전망

### 1. 미국발 금융위기의 충격

□ 2008년 9월 이후 미국발 금융위기는 국내 외환시장에 엄청난 충격을 주면서 불안을 심화시킴.

- 미국발 금융위기는 금융·실물 부문에서 동시에 외화수급난 심화 요인으로 작용

- 외화자금 조달 차질로 국내 외환시장에 달러화 공급 부족을 초래
- 신용경색과 유동성 부족에 직면한 미국 금융기관들의 자구노력의 일환으로 국내 주식, 채권시장에서 외국인 자금 이탈 가속화
- 글로벌 금융불안의 실물경제로의 전이에 따른 세계경제 침체 및 수출 전망 악화의 영향

- 국제 금융시장의 불확실성이 주요국의 정책공조에도 불구하고 좀처럼 해소되지 않음에 따라 환율이 경제의 기초여건(펀더멘털)보다 심리에 의해 좌우되는 양상

- 미국의 신용경색 해소 및 서브프라임 사태 해결의 관건인 부동산경기 전망이 극도로 불투명함.

□ 글로벌 신용경색에 따른 국내 금융기관의 해외자금 조달 차질로 국내 외환시장에 달러화 고갈 현상을 심화시킴.

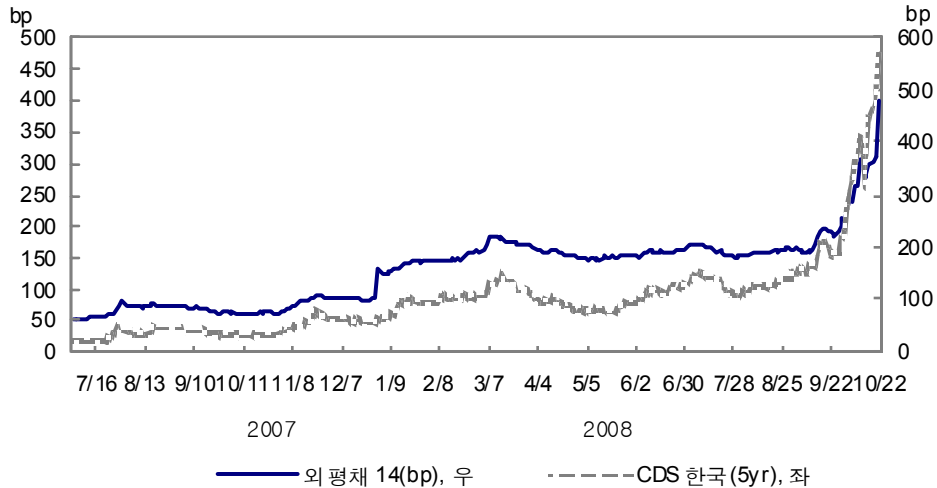
- 최근 외평채 가산금리 및 한국물 CDS 프리미엄 급상승의 여파로 국내 은행의 해외자금 조달 여건 악화

- 중장기 외화 차입이 거의 중단된 가운데 한국물 CDS 프리미엄은 상승

세를 지속

\* 한국 CDS 프리미엄(5년물, bp): 135(9. 12)→340(10. 10)→257(10. 14)→  
316(10. 15)→365(10. 16)→395(10. 20)

<그림 4> 국내 외화 유동성 여건 악화



자료: 국제금융센터

- 9월 15일 리먼 브러더스 사태 이후 악화일로였던 외화자금시장은 10월 19일 정부의 국제 금융시장 불안 극복 방안 발표 후 회복되는 모습을 보임.
- 정부와 한국은행이 300억 달러의 외화유동성을 공급하기로 하면서 외화자금시장의 불안이 서서히 진정되고 있는 모습
  - 달러화 차입 여건을 나타내는 스왑 베이스(통화 스왑-금리 스왑)와 스왑 포인트(선물 환율-현물 환율)는 급격히 확대되었다가 소폭 축소<sup>3)</sup>
  - 10월 16일 CRS 금리가 0%라는 것은 달러를 빌려주기만 하면 원화를 공짜로 쓰게 해준다는 것을 의미하는 것으로 외화유동성 부족을 단적으로 보여줌.

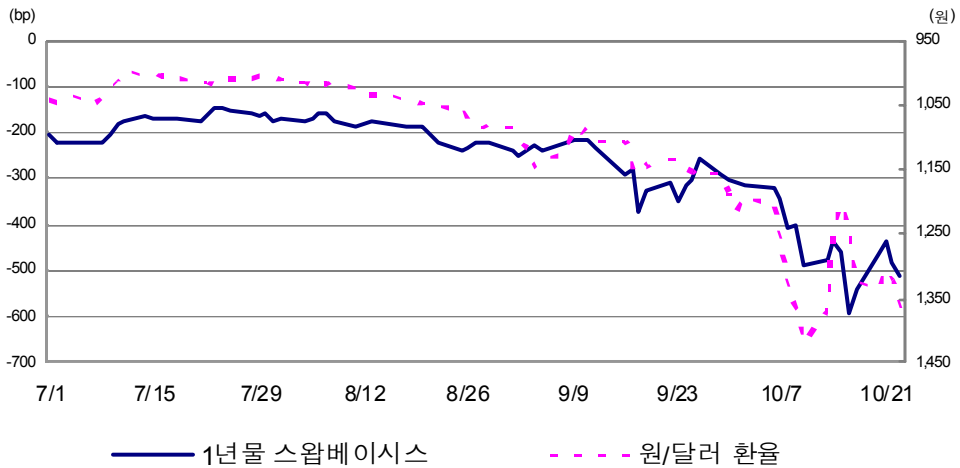
3) 스왑 포인트의 음의 절대값이 커질수록 외화자금 사정이 나쁘다는 의미임.

<표 1> 국내 달러화 차입 여건

구 분	1.2	3.17	9.12	9.16	9.23	9.30	10.6	10.10	10.16	10.21	10.23
스왑 포인트 (3개월, 원)	△3.6	△1.2	+1.15	△2.00	△11.7	△7.0	△11.0	△29.0	△26.0	△11.0	△15.0
스왑 베이스스 (1년, bp)	△244	△376	△232	△291	△351	△301	△319	△490	△597	△438	△513
CRS (1년, bp)	353	150	349	270	240	290	274	80	0	130	35

자료: 연합인포맥스

<그림 5> 1년물 스왑 베이스스-원/달러 환율 추이

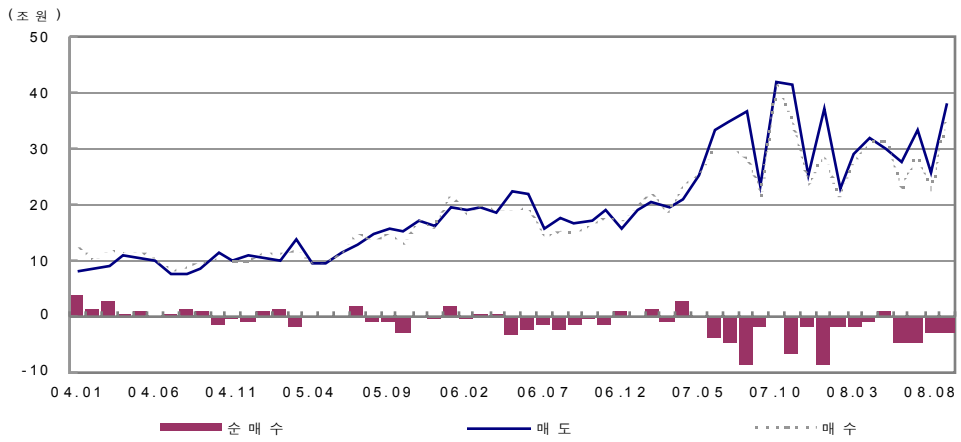


자료: 산업은행, 한국은행 경제통계 시스템

□ 서브프라임 모기지 사태로 인한 위기로 인한 해외 금융기관 및 투자자들의 유동성 부족에 따른 투자자금 회수

- 외국인 투자자, 여전히 국내 주식 순매도가 우위

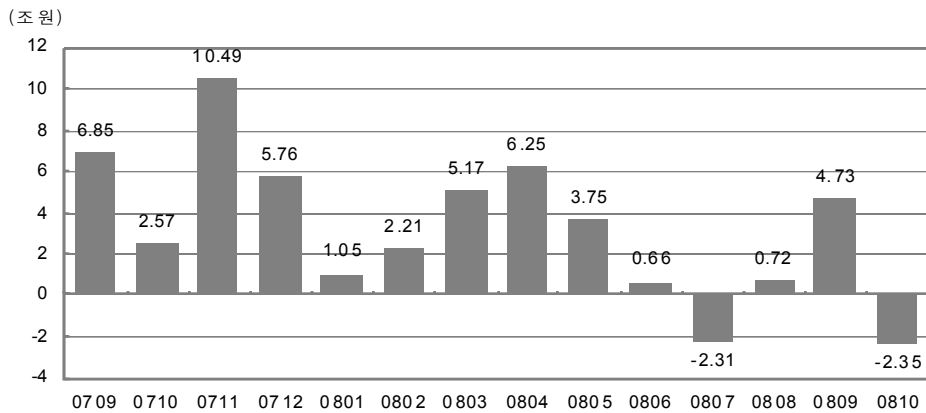
<그림 6> 외국인 주식 매매 월별 추이



자료: 한국은행 경제통계 시스템

- 외국인 을 1월 이후 10월까지 주식 41조8천억 원 순매도, 채권은 27조 원 순매입
- 외국인 10월 중 채권 순매도로 전환
- 외국인 주식 순매도 통해 역송금을 위한 약 370억 달러 매입 수요가 발생

<그림 7> 월별 외국인 채권 순매수 규모



주: 2008. 10. 21 현재

자료: 한국증권업협회 채권거래센터

- 한국, 아시아 주요국 중 외국인 주식 순매도 규모가 최대
  - 상대적으로 큰 한국 증시 규모 및 매도 물량 수용 가능한 기관투자자 존재
  - 유가, 곡물가 등 원자재 가격상승으로 국내 경기둔화 및 기업수익성 하락 예상

<표 2> 아시아 주요국 외국인 주식 순매수 추이

(단위: 백만 달러)

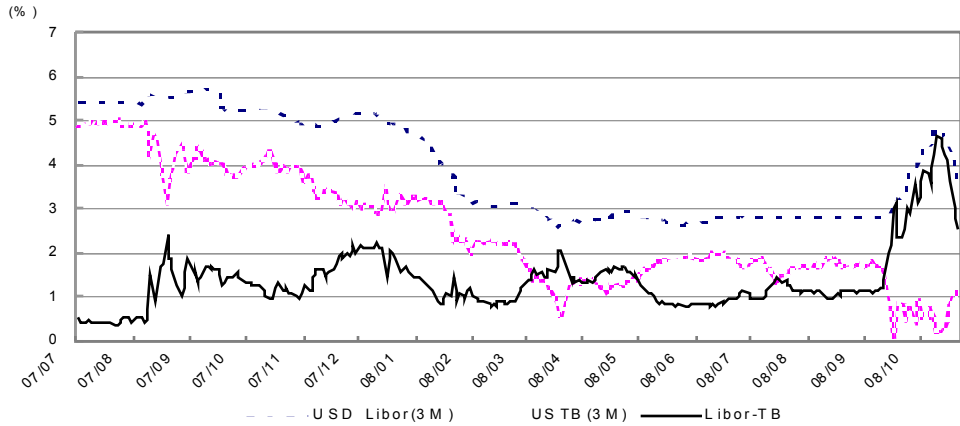
구분	2006년	2007년	2008년	6월	7월	8월	9월	9월 증가
한국	△12,139	△29,417	△29,259	△4,615	△4,847	△2,847	△2,371	△1.78%
대만	17,074	2,594	△10,282	△3,816	△3,608	△1,009	△2,839	△18.83%
인도	7,751	17,236	△9,127	△2,503	△455	△300	△2,052	△11.70%
태국	1,917	1,570	△3,792	△1,105	△1,071	△336	△802	△12.84%
필리핀	1,359	1,253	△651	59	4	△112	△148	△4.41%
인니	1,851	3,851	412	△48	△207	50	9	△15.39%
합계	18,189	△438	△52,699	△12,028	△10,184	△4,555	△8,204	

자료: 국제금융센터

□ 미국발 금융위기 해소를 위한 글로벌 공조체제 강화로 진정국면을 맞고 있으나 여전히 불안한 장세

- 미국의 구제금융법안 통과와 미국과 EU 및 일본의 무제한 달러 공급 및 주요국 중앙은행들의 공동 금리인하 등에 힘입어 신용경색 우려는 완화되었으나 유동성 압박감은 지속됨.
  - 단기 신용리스크 판단 지표인 TED 스프레드 추이, 개별은행 CDS지수는 최근 하락 움직임을 보이고 있으나 여전히 높은 수준임.

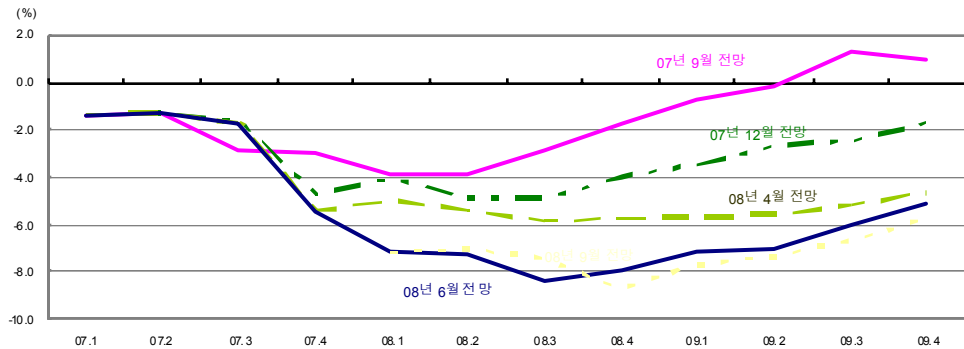
<그림 8> TED 스프레드 추이



자료: 국제금융센터

- 각국 정부의 유동성 지원책이 실질적인 효과를 나타내기 전까지는 시장 불안이 지속될 것으로 전망됨.
- 미국의 금융위기가 해소되는 데는 향후 1~2년이 소요될 것으로 전망됨.
  - 서브프라임 사태 해결의 관건인 미국 주택경기 회복은 2009년 이후에나 가능할 것으로 예상됨.

<그림 9> 미국의 주택가격 상승률 전망 변화 추이



주: 전년 동기 대비 상승률, Total Existing Home 기준 Median  
 자료: Fannie Mae



□ 미국 금융시장의 신용경색 완화 조짐이 나타나고 있는데 글로벌 경기침체에 대한 우려로 미 달러화가 초강세를 보이고 있는 것도 원화 약세의 주요 요인으로 작용

- 달러화 주요 6개국 통화 바스켓 대비 연중 최고치 경신, 올 들어 11.3% 상승

## 2. 경상수지와 자본수지의 동반 적자

□ 경상수지와 자본수지의 동반 적자가 국내 외환시장 달러 가뭄의 근본적인 원인이 되고 있음.

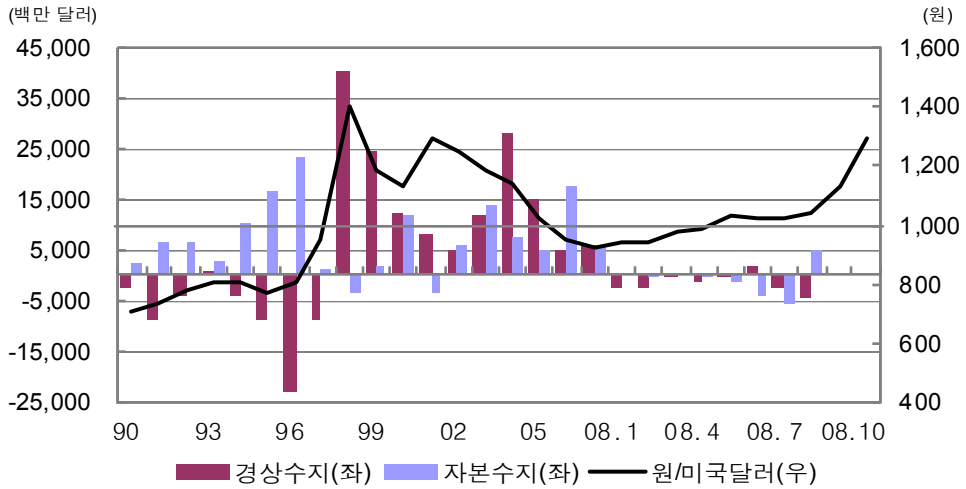
- 올 들어 8월까지 경상수지와 자본수지는 각각 56억8천 달러, 125억8천 달러의 적자를 기록

- 대외부채 상환능력 약화 및 환율 급등 우려 제기
- 1980~2007년 기간 중 연간 기준으로 경상수지와 자본수지가 동반 적자를 보인 적은 없었음.
- 경상수지 적자를 메울 해외자본이 원활히 유입되지 못해 외환 공급보다 수요가 더 많은 외환 수급의 역전현상이 벌어지고 있음.

- 지난해 4분기와 올해 1~2분기 급증한 선물환 매도 후유증으로 달러 네고 물량 감소

- 설령 수출통계를 근거로 경상수지가 흑자를 기록하더라도 수출업체가 대규모 선물환 매도로 달러를 미리 팔아버린 탓으로 외환시장에 실제 유입될 외화는 많지 않아 외환 수급난 해소가 쉽지 않음.

<그림 10> 경상수지·자본수지와 원/달러



주: 2008. 10. 21 현재 원/달러 평균 환율  
 자료: 한국은행 경제통계 시스템

(1) 경상수지 적자

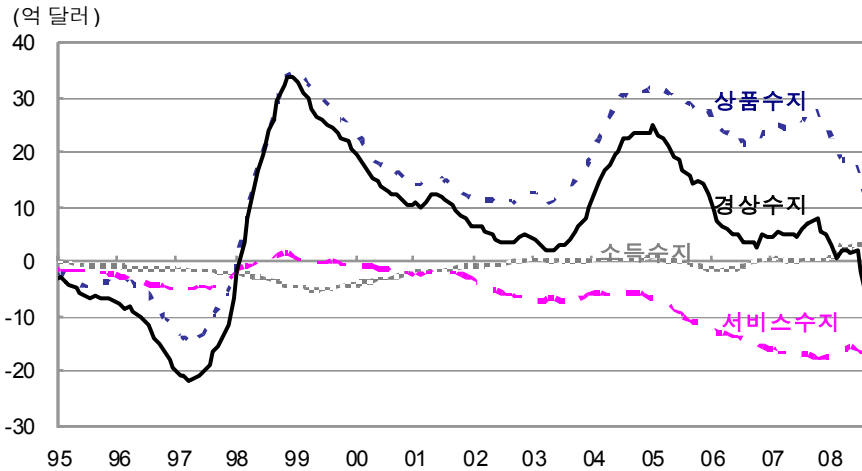
□ 경상수지 적자 기조와 수출둔화에 따른 달러 공급 부족은 상당기간 지속될 가능성이 높음.

- 세계경기 침체의 영향으로 수출은 내년 하반기까지 성장세가 크게 위축되고 연간 경상수지도 적자추세를 이어갈 전망이다.

- 올 들어 8월까지 125억8천만 달러의 경상수지 적자는 수출경쟁력 약화 때문이 아니라 국제 유가 상승 지속에 따른 수입 급증 및 서비스수지 적자 지속에 기인

- 국제 유가가 하락 기조를 보이면서 올해 4/4분기 경상수지는 소폭 흑자를 기록할 전망이다.

<그림 11> 경상수지 요소별 추이



자료: 한국은행 경제통계 시스템

□ 해외 수요의 침체로 내년 경상수지는 50억 달러 후반대의 적자를 기록할 전망이다.

- 상품수지는 수출증가율이 둔화되더라도 국제 유가 및 원자재 가격의 하락 및 국내 경기둔화 등의 영향으로 수입증가율이 더 하락함으로써 흑자를 기록할 전망이다.

- 금융불안 심화에 따른 세계경제 둔화 기조가 뚜렷해지면서 올해 4/4분기 수출증가율은 10% 미만대로 위축되고 이러한 추세가 내년 하반기 까지 이어질 전망이다.
- 미국의 경기둔화로 내년 민간소비가 크게 위축될 전망이며 이는 일본, EU지역, 중국 등의 대미 수출 감소를 통해 세계경제 성장세를 둔화시킬 것임.
- 소매업계의 위축은 내년 미국의 가계지출을 더욱 악화시키고, 중국으로부터의 소비재 수입에도 적지 않은 타격을 줄 것으로 보임.

- 최대 수출대상국인 중국도 내년에는 성장세가 10% 이하로 둔화될 전망이다.
- 지속되는 금융불안으로 인한 원화 환율 변동성의 확대도 우리 수출기업에 큰 장애요인으로 작용할 전망이다.

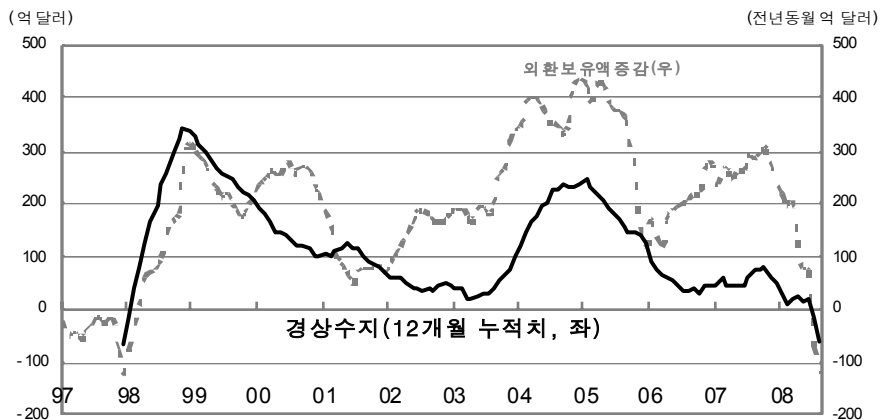
-서비스수지는 환율 급등으로 해외지출이 감소하면서 최근 적자폭을 줄이고 있으나, 내년에는 해외 서비스에 대한 수요가 증가하면서 적자 확대 추세를 지속할 전망이다.

- 광고·컨설팅·회계법률자문 등 사업서비스 부문의 경쟁력 부족, 원/달러 환율의 점진적 하락 및 한국에 대한 미국 무비자 혜택 등

-조득수지는 배당수지 및 이자수지의 흑자 및 적자가 겹치면서 소폭의 흑자를 기록할 전망이나 아직 서비스수지 적자를 메우기에는 크게 미흡한 실정

- 대규모 해외직접투자에 따른 투자이득 유입은 아직 낮은 수준이고 투자회임기간을 감안할 때 상당한 기간 소요

<그림 12> 경상수지 누적액과 외환보유액 변동 추이



자료: 한국은행 경제통계 시스템

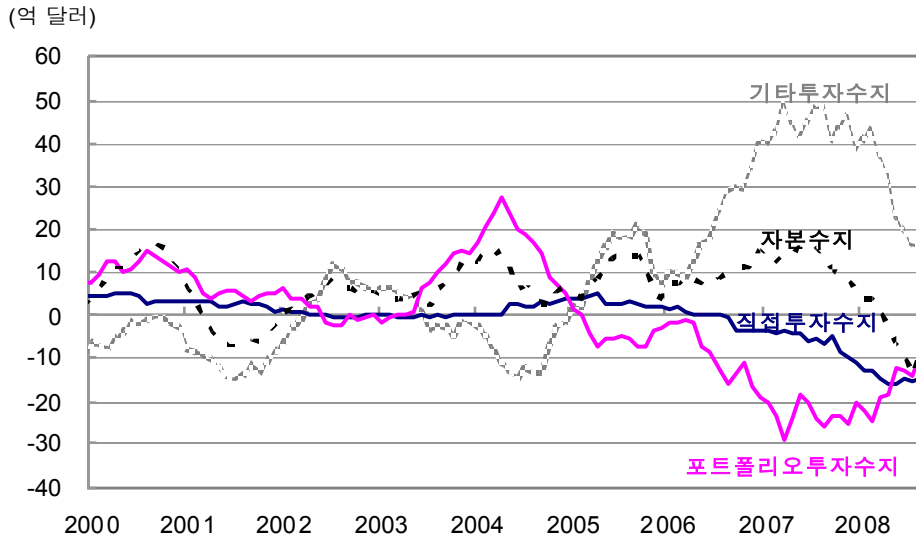
## (2) 자본수지 적자

□ 글로벌 신용경색이 크게 완화되어 국내 금융기관의 해외 차입의 어려움이 해소되지 않는 한 자본수지의 흑자 전환을 낙관하기 어려움.

- 직접투자수지와 증권투자수지의 순유출(적자)을 기타투자수지의 순유입(흑자)으로 메우기가 쉽지 않을 전망이다.

- 자본수지가 흑자 전환되더라도 소폭에 그칠 전망이다.

<그림 13> 자본수지 구성요소별 추이



자료: 한국은행 경제통계 시스템

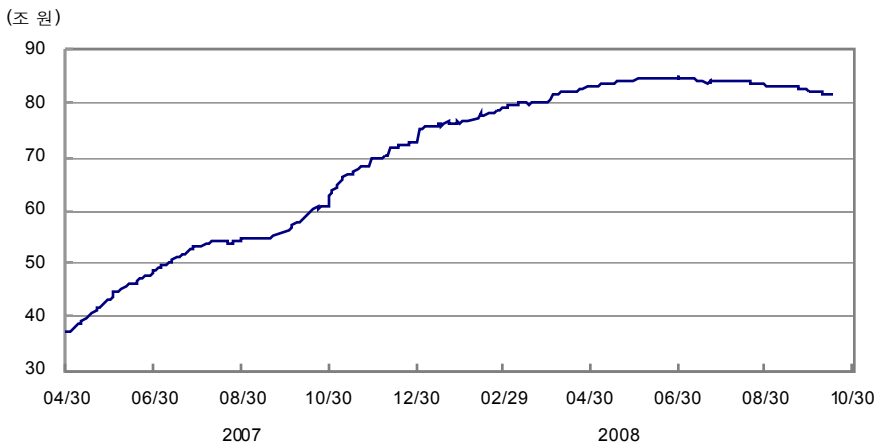
- 직접투자수지 순유출(적자) 지속 전망임.

- 직접투자의 해외 유출이 유입보다 압도적으로 많음.
- 외국인 투자환경 개선 없이 단기간 내 추세 전환을 기대하기 어려움.

- 증권투자수지 순유출은 점차 줄어들 전망이다.

- 외국인의 국내 채권투자보다 외국인의 주식 투자자금 회수가 더 많은 추세는 지속될 것으로 예상됨.
- 다만, 신용경색에 따른 위험자산 축소와 유동성 확보가 주목적인 외국인의 주식 매도는 점차 축소될 것으로 예상됨.
  - \* 외국인의 국내 주식 보유 비중이 10월 21일 현재 29.5%로 하락한 데다 유동성 확보 수요도 점차 줄어들 것으로 보임.
- 그러나 글로벌 금융불안이 해소되기 전에는 외국인의 주식 순매수 확대 본격화를 기대하기 어려움.
  - \* 다만, 글로벌 신용경색 완화, 과도한 원화 약세 및 주가 급락 등에 따른 차익실현을 위해 재유입될 가능성도 적지 않음.
- 글로벌 증시침체의 영향으로 내국인의 해외 주식투자가 순회수되고 있는 추세는 증권투자수지의 순유출 억제에 도움을 줄 것으로 보임.

<그림 14> 내국인의 해외투자 펀드 잔액 추이



자료: 자산운용협회

- 기타투자수지는 순유입(혹자)을 지속하나 글로벌 신용경색 지속으로 유입액이 지난해보다 크게 줄어들 전망이다.

- 기타수지의 대부분을 차지하고 있는 해외 차입은 환헤지를 위한 국내 수출기업의 달러선물환 매도와 자산운용사의 해외펀드 투자 환헤지를 위한 선물환매도 물량 감소로 크게 줄어들 전망이다.

### 3. 외환시장의 구조적 문제점

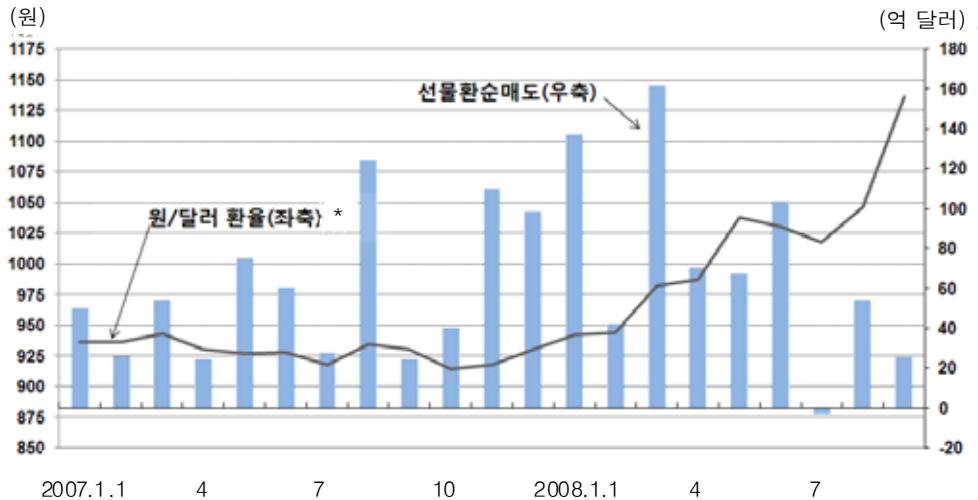
#### (1) 대규모 환헤지의 후유증

□ 지난해 4분기와 올해 1~2분기에 급증한 선물환 매도의 후유증으로 달러 네고 물량 감소 전망이다.

- 지난 수년간 수출기업들이 선물환 매도로 미리 달러를 팔아버리면서 수년 후 수출대금이 들어와도 서울외환시장에 실제 유입되는 달러는 적음.

- 조선·중공업체들의 수출실적은 최종 인도일 기준 집계

<그림 15> 국내 기업의 선물환 거래 추이



주: \*는 월평균 환율 기준

자료: 한국은행

- 외환시장의 달러 공급 우위를 주도했던 국내 기업들의 선물환 순매도 규모도 올해 1/4분기 이후 감소세를 보이고 있음.

- 249억 달러(2007년 4/4분기) → 342억 달러(2008년 1/4분기) → 242억 달러(2008년 2/4분기) → 77억 달러(2008년 3/4분기)
- 이는 조선·중공업체들의 수주 감소와 무역수지 적자 확대, 글로벌 금융시장 불안에 따른 환율상승 기대심리 상승에 기인함.

□ 2006년 이후 원/달러 환율 하락을 예상한 적극적인 환헤지의 반작용이 외환수급을 더욱 악화시킴.<sup>4)</sup>

- 2006년 원/달러 환율이 1,000원 이하로 하락하자 수출기업들은 800원대 환율 진입 가능성을 염두에 두고 적극적인 환헤지를 했음.

- 헤지 단가를 높이기 위해 KIKO 옵션 같은 레버리지 옵션거래도 확대
- 이런 상황에서 환율이 상승세로 반전하자 수출기업들은 환헤지 비율을 낮추기에 급급한 반면, 수입기업들은 달러 결제를 서두르면서 외환시장 수급 역전을 가속화하여 환율 상승폭을 키움.

- 환율 급등으로 레버리지 높은 환헤지 상품을 거래했던 기업들은 환손실이 급증하자 기존 손실을 덮기 위한 대규모 재헤지 또는 몰타기를 한 결과 환손실이 급증

- 원/달러 환율 1,400원의 경우 KIKO 피해 중소기업 손실액은 4조~5조 원으로 증가할 것으로 추정됨.
- 환차손이 급증하자 기존 헤지 포지션을 정리하기 위한 달러 수요까지 늘어나 외환시장의 수급을 더욱 악화시킴.

---

4) 정미영(2008) 참조.



(2) 단기외채의 만기연장 어려움 발생

□ 글로벌 신용경색이 지속되고 있는 가운데 국내 금융기관이 보유중인 단기 외채의 만기연장에 어려움이 발생한 것이 환율 급등의 주요 요인으로 작용

-경상수지 적자로 인해 달러 공급이 어려운 가운데 해외 은행들이 만기로 돌아오는 외채의 일부를 회수하려 할 가능성이 높아 금융기관들은 가격을 불문하고 달러를 구해야 할 상황임.

○ 10월 16일 통화스왑시장에서 1년 만기 CRS 금리가 0%로 하락한 것은 원화를 공짜로 쓰게 해줄 테니 달러를 빌려달라고 할 정도로 외화유동성 위기가 심각한 것을 의미함.

□ 국내 금융기관들이 외화를 단기로 조달해 장기로 운용하는 자금의 만기 불일치가 심화되고 있음.

-글로벌 신용경색으로 빌리는 돈의 차입기간은 짧아지는 데 비해 1년 이내에 갚아야 하는 돈은 600억 달러가 넘어 자금 운용에 어려움을 겪고 있음.

<표 3> 은행부문 외채

(단위: 억 달러)

구분	2004년 말	2005년 말	2006년 말	2007년 말	2008년 3월 말	2008년 6월 말
은행부문	745	834	1,365	1,940	2,144	2,105
국내 은행	506	584	821	1,102	1,221	1,274
단기	235	280	443	546	626	660
장기	271	304	379	557	595	614
외은 지점	239	250	544	838	923	831
단기	210	233	518	792	875	795
장기	29	17	26	46	48	36

자료: 한국은행 경제통계 시스템

- 1년 이내에 만기가 도래하는 장기외채와 단기외채를 합한 유동외채(6월 말 기준)는 2,223억 달러에 달함.
- 유동외채 가운데 은행권의 단기외화 차입액은 1,455억 달러, 장기외화 차입액은 650억 달러에 이룸.
- 단기외화 차입액 가운데 국내 은행은 660억 달러, 외은 지점이 차입한 금액은 795억 달러로 추정됨.

□ 수출업체의 선물환 매도를 받아 준 국내 금융기관들의 외채 만기구조에 위험이 잠복

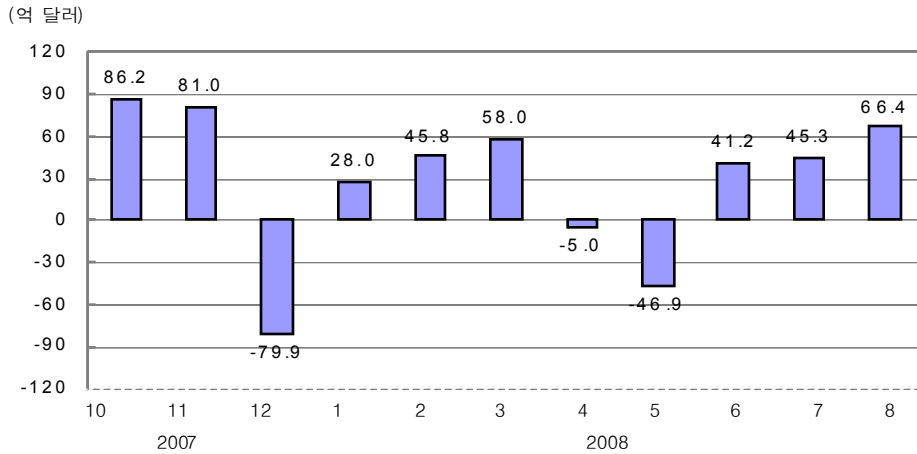
- 장기계약인 선물환계약과 환헤지용 단기외채 간의 만기가 불일치할 경우 환율상승 요인

- 단기외채를 갚아야 할 시점에 연장이 되지 않을 경우 선물환 시장에서 사서 외채를 상환해야 함.
- 국내 은행들의 2006년 이후 단기외채 증가분은 380억 달러로 장기외채 증가분 310억 달러보다 많음.
- 이는 선물환계약과 외채 간의 만기가 불일치할 경우가 많을 가능성을 시사함.
- 미국발 금융위기와 같은 외부 충격 시 스왑 베이스스 확대에 따른 단기 수익을 노리고 들어온 외화는 언제든 회수될 수 있음.

- 외국인들과 외국계 은행 국내 지점이 국내로 단기 자금을 끌어온 것은 크게 확대된 스왑 베이스스를 노리고 차익거래를 하기 위한 것임.

- 미국발 금융위기와 같은 외부 충격 시 단기수익을 노리고 들어온 외화는 언제든 회수될 수 있음.
- 글로벌 신용경색이 자산과 부채의 만기 불일치의 구조적 결함에 따른 외화유동성 위기를 증폭시킬 수 있음.

<그림 16> 단기외채 차입 현황



자료: 한국은행 경제통계 시스템

### (3) 환투기세력의 발호

- 외화 수급의 공백이 발생한 틈을 타고 역내외 투기세력들이 활개를 치면서 환율 변동성이 확대

- 환투기세력은 경제의 펀더멘털에 허점이 발견되거나 정책당국의 경제 운용 능력에 대해 시장이 불신할 경우 더욱 기승을 부리게 됨.

- 지난 7월부터 국내 외환시장보다 역외선물환(NDF)시장 거래액이 커지는 기현상이 나타나고 있는 것은 투기성 거래의 증가가능성을 시사함<sup>5)</sup>

- 지난해 일평균 거래액이 국내 외환시장은 82억5천억 달러였던 반면 NDF시장은 31억2천억 달러에 불과했음.
- 올 상반기까지 이런 추세가 지속되다가 7월부터 국내 외환시장 거래액보다 NDF시장 거래액이 많아지기 시작함.
- 10월의 경우 NDF시장 일평균 거래액이 120억 달러로 국내 외환시장의 일평균 거래액인 49억9천억 달러의 두 배가 넘음.

5) 국회 기획재정위원회 최경환 의원이 국정감사 자료에서 밝힌 내용이며, 연합뉴스 2008년 10월 23일 보도

#### 4. 당국의 외환시장 개입의 문제점

□ 글로벌 신용경색과 유가 상승 등 대외 경제여건의 큰 흐름을 고려치 않고 일관성이 부족한 환율정책이 오히려 시장의 불신을 초래함.

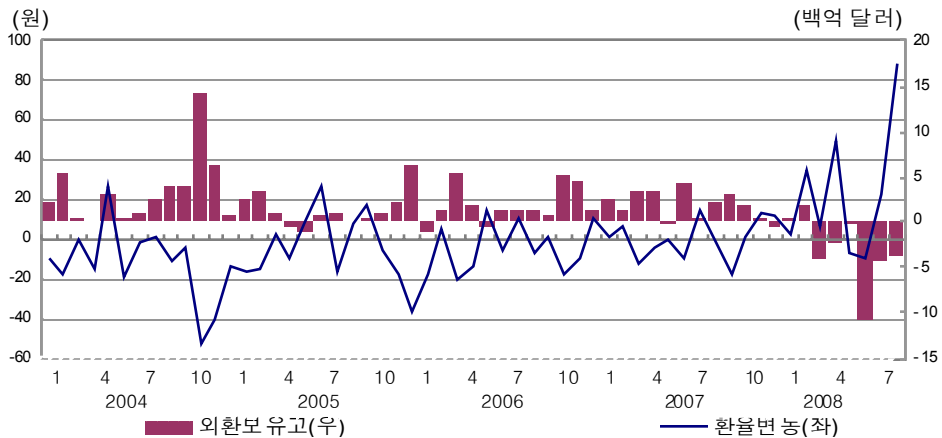
- 지난 2월 이명박 정부 출범 후 당국은 경상수지 흑자 전환을 위해 고환율을 용인하는 자세를 취함.

- 고환율을 용인하는 발언을 하지 않았더라도 원/달러 환율은 유가 고공행진 및 3월 베어스틴스 파산에 따른 글로벌 신용경색 등의 해외요인으로 상승이 불가피한 상황이었음.

- 5월에는 고환율정책에서 저환율정책으로 갑자기 전환함.

- 원자재 급등 및 유가의 사상최고치 경신 행진으로 물가압력이 거세져 물가안정 쪽으로 선회함.
- 외환시장에 수십억 달러의 외환보유액을 풀어 환율 인하를 유도함.
- 7월 10일에 대규모 시장개입에 나서 원/달러 환율을 1,000원선까지 끌어내림.

<그림 17> 원/달러 환율 변동 및 외환보유액 추이



주: 전월대비 증감액, 월평균 자료  
 자료: 한국은행 경제통계 시스템

- 대규모 시장개입의 약효는 8월에 달러화가 글로벌 강세로 반전하면서 사라져버림.
- 리먼 브러더스 파산보호 신청 등 미국발 금융위기의 충격으로 9월 이후 시장개입의 효과는 기대할 수 없게 되었음.

□ 당국의 시장개입은 외환보유액 감소에 대한 우려를 불러일으키며 환율 변동성을 확대시킴.

- 환율정책에 대한 비판여론은 정부의 경제운영능력에 대한 논란을 불러일으켜 외환시장의 불안심리를 자극함.

- 환율정책과 관련된 정책적 실수가 정부정책에 대한 신뢰의 위기로 확산됨.

## 5. 국내 금융시장의 잠재적 불안요인

### (1) 내수부문의 취약성

□ 국내 금융시장의 불안요인이 외환시장에 부정적인 영향을 미치고 있음.

- 가계부채 부실화 우려

- 2008년 6월 말 현재 가계신용잔액 660조3천억 원(전분기 대비 19조8천억 원 증가)
- 가계의 신용건전성 악화
  - \* 가계 금융부채/가계 금융자산=45.1%(2008년 3월 말 44.4%)
- 가계의 채무 부담능력 악화
  - \* 가계 금융부채/처분가능소득=83.5%(2008년 3월 말 82.8%)
- 가계대출 연체율은 2008년 9월 말 현재 0.58%로 6월 말(0.52%)보다 소폭 상승

- 불황에 따른 소득감소 및 금리상승으로 가계대출 관리 불안 고조

- 중소기업 부채 리스크

- 중소기업 대출 연체율은 2008년 9월 말 현재 1.50%로 6월 말(1.14%)보다 상승
- 중소기업 대출 연체율은 대기업 대출 연체율(2008년 9월 말 현재 0.31%)이나, 가계대출 연체율보다 높아 지속적인 관찰이 필요함.

- 부동산 프로젝트 파인낸싱(PF) 대출 리스크

- PF 대출 연체율은 은행은 2008년 3월 말 0.83%에서 6월 말 0.64%로, 저축은행은 14.46%에서 14.28%로 낮아짐.
- 아파트 미분양 및 건설경기 침체로 연체율 상승이 우려됨.

□ 국내 은행은 경기둔화에 따라 재무건전성 악화에 대한 우려가 제기됨.

- 수익성, 자산건전성 및 자본적정성 등 은행의 재무건전성은 우려할 상황이 아님.

- 수익성은 상반기 당기순이익, ROA(0.9%), ROE(13.5%) 등에서 주요 선진국 은행보다 양호함.
- 자산건전성은 연체율(2008년 8월 말 1.0%), 부실채권비율(2008년 6월 말 0.7%) 등을 볼 때 건전한 수준
- 자본적정성은 2008년 6월 말 현재 BIS자기자본비율이 11.3%(바젤II 기준)로 이는 선진국 수준임.

- 외국 신용평가회사들이 높은 예대율을 문제 삼고 있으나 양도성예금(CD)를 포함한 예대율은 105.4%로 크게 높지 않음.

- 일본(CD포함 74%)에 비해 높으나 미국(CD포함 100~110%)보다 낮음.
- 은행채를 포함할 경우 예대율은 86.8%로 낮아짐.

- 은행권이 대출 재원으로 예금보다는 은행채 발행과 외화 차입에 크게 의존해 온 것은 취약점

- 국내 금융기관의 재무건전성 악화 가능성에 대한 외국 신용평가회사들의 부정적 견해가 외환시장의 불안심리를 증폭시키는 데 큰 영향을 미침.

- 국제 신용평가회사인 S&P, 10월 16일 유동성 문제를 거론하며 국내 주요 은행들을 부정적 관찰대상으로 지목

## (2) 외환위기 재발 가능성에 대한 우려

□ 이번 통화 폭락사태의 경우 외환위기로 비화될 가능성은 희박하다는 것이 국내외의 인식임.

- 기업과 금융기관의 재무건전성이 크게 향상되어 금융위기로의 발전을 차단할 수 있을 것으로 판단됨.

- 기업부채비율, 기업이익/GDP 및 은행의 BIS자기자본비율이 국제기준에 근접해 있음.

- 대외결제 및 외환시장의 불안 진정에 필요한 수준의 외환보유액을 확보함.

- IMF 기준의 적정외환보유액(3개월치 경상지급액)인 약 1,400억 달러를 기준으로 충분한 2,392억 달러(2008년 9월)를 보유

- 경상수지 적자와 자본 순유출, 유동외채 상환 등을 감안해도 외환보유액 수준은 부족하지 않음.

- 1년 이내에 만기가 도래하는 장기외채와 단기외채를 합한 유동외채(6월 말 기준)는 2,223억 달러보다도 많은 수준
- 1997년 12월 외환위기 당시에도 단기외채의 32%가 만기연장되었으므로 유동외채 전체에 대해 일시적으로 상환 요구될 가능성은 적음.

<표 4> 1997년 외환위기와 최근 상황 비교

구 분		1997년 외환위기 당시	2008년
유 사 점	환율 급등	1997년 1월 3일: 844.6원/달러 1997년 12월 31일: 1,415.2원/달러 (67.5% 상승)	2008년 1월 2일: 938.2원/달러 2008년 10월 10일: 1,420.3원/달러 (33.9% 상승)
	경상수지 적자	82.9억 달러(1997년)	126억 달러(2008년 1~8월)
	단기외채/총외채	48.0%(1997년 6월)	41.8%(2008년 6월)
차 이 점	외환보유액	333억 달러(1997년 6월)	2,396.7억 달러(2008년 9월)
	단기외채/외환보유액	264%(1997년 9월)	68.1%
	순대외채 권/GDP	△13.2%(1997년)	0.3%(2008년 6월)
	유동외채/외환보유액	973.0%(1997년)	86.1%(2008년 6월)
	고정투자/GDP	36.8%(1995~1997년 평균)	29.0%(2005~2007년 평균)
	기업부채비율	424.6%(1997년 말)	92.5%(2008년 3월)
	기업이익/GDP	0.63%(1995~1997년 평균)	5.12%(2002~2007년 평균)
	은행 BIS 자기자본비율	7.0%(1997년)	11.36%(2008년 6월)

자료: 한국은행, 금융감독원

□ 그러나 외환위기로는 비화되지 않더라도 통화 폭락사태 자체가 거시경제의 운영에 미치는 악영향은 심대하다고 볼 수 있음.

- 외환위기 가능성은 없어도 외환시장 불안은 장기화될 수 있음.

- 외환시장 불안이 국내 금융시장 경색으로 전염될 가능성이 높고 역으로 국내 금융시장 불안상황으로부터 외환시장으로 위험이 전파되는 경로가 문제임.

### (3) 외채 문제

□ 외채 증가가 외환시장에 심리적 불안을 초래하는 요인으로 작용하고 있으나 실제 상환해야 할 외채 개념을 정립할 필요가 있음.



- 정부는 2008년 6월 말 현재 총외채 4,198억 달러 중 상환부담이 없는 것으로 추정되는 1,518억 달러를 제외한 실제 외채 규모는 2,680억 달러로 감소한다고 밝힘.

- 한국은행은 추정한 상환부담이 없는 외채는 1,518억 달러라고 추정
  - \* 환헤지용 해외 차입(938억 달러)은 선박수출 및 해외 증권투자 관련 선물환 연계 차입으로 선박 수출중도금 및 해외증권과 연계되어 있음.
  - \* 선박 수출선수금(509억 달러)은 선박 인도 시 소멸됨.
  - \* 직접투자 중 대부투자(71억 달러)는 외국인 투자기업이 본사에서 장기 차입한 것

<표 5> 전체 외채 규모

(단위: 억 달러)

구 분	2004년 말	2005년 말	2006년 말	2007년 말	2008년 3월 말	2008년 6월 말
대외채무(A)	1,723	1,879	2,601	3,822	4,138	4,198
단기	564	659	1,138	1,603	1,765	1,757
장기	1,159	1,220	1,463	2,219	2,373	2,441
대외채권(B)	2,889	3,171	3,809	4,177	4,270	4,225
순대외채권(B-A)	1,166	1,292	1,208	355	132	27
외환보유액	1,991	2,104	2,390	2,622	2,642	2,581
유동외채 비율(%)	38.6	41.1	54.8	75.8	81.8	86.1

주: 유동외채 비율은 1년에 만기 1년 이내에 만기가 도래하는 장기외채와 단기외채를 합한 유동외채를 외환보유액으로 나눈 값

자료: 한국은행

- 유동외채 비율은 2008년 6월 말 현재 86.1%이나 외은 지점 외채를 제외할 경우 54.4%로 하락하여 위험성이 상당부분 해소된다고 평가하고 있음.

- 외은 국내지점이 본점에서 빌려온 총 831억 달러의 외채는 본점에서 유동성을 관리하기 때문에 위험도가 낮다고 밝힘.

-정부는 또 정부부문 외채 631억 달러 중 518억 달러는 외국인의 원화 표시 국채 통안채 매입으로서 정부와 한국은행의 원화 상환능력이 충분하므로 문제될 것이 없다고 밝힘.

<표 6> 외채 세부내역

(6월 말 기준, 달러)

정부부문		631억	외국인이 사들인 원화표시 국채·통안채 (518억 달러)가 대부분
은행부문	국내 은행	1,274억	조선회사 등의 환헤지로 인한 상환 부담 없는 외채 938억 달러(①) 포함
	외국은행지점	831억	- 외은 국내지점이 본점에서 빌려온 것이 대부분 - 본점에서 유동성을 관리하기 때문에 위험도 낮음
기타부문	비은행 금융회사	280억	대부분 카드사 외채로 장기 비중 높고 만기도 분산
	기업	1,182억	- 공기업 외채 94억 달러, 민간기업 1,088억 달러 - 상환 부담 없는 수출선수금 509억 달러 (②) - 대부투자(외국인 투자기업이 본사에서 장기 차입한 것) 71억 달러는 상환 부담 없음(③)
대외채무	갚아야 할 채무	2,680억	①②③을 제외한 나머지
	상환 부담 없는 채무	1,518억	①+②+③
순대외채권 (대외채권 4,225억 -대외채무 4,198억)		27억	상환 부담 없는 외채 제외하면 순대외채권은 1,545억 달러

자료: 기획재정부, 중앙일보 2008년 10월 6일자 기사 재인용

□ 정부와 한국은행의 이 같은 평가는 일부 외채 구조의 위험성을 과소평가한 측면이 있음.

- ㄱ외은 지점의 외화채 및 외국인이 국고채 통안채에 투자하려고 외국에서 들여온 외화의 대부분은 국내 은행들이 일정기간 사용한 후 반납해야 하므로 결국 외국에서 직접 들여오는 외채와 상환부담은 마찬가지임.

- 외은 지점들은 달러를 외은 본점에서 차입한 후 통화스왑 계약을 통해 국내 은행의 원화와 맞교환하게 되며, 이 원화자금으로 국내 채권을 매입하게 됨.
- 외은 지점은 채권만기일에 채권원리금을 상환 받은 후 통화스왑 계약 만기 정산을 통해 국내 은행에 원화를 돌려주고 달러를 돌려받게 됨.
- 국내 은행은 통화스왑 계약만기일에 달러를 지급할 의무를 지게 되므로 외은 지점의 외채는 외국은행 본·지점 간 거래로만 볼 수 없음.
- 외국인이 국내 채권을 사기 위해 가져온 달러도 역내 국내 은행과 통화스왑계약을 통해 원화와 바꾸게 되므로 외은 지점의 외채와 같이 국내 은행이 상환부담을 지는 것은 마찬가지임.

- ㄴ따라서 2008년 6월 말 기준으로 국내 은행이 실질적으로 상환의무가 있는 외채는 국내 은행 외채 1,274억 달러, 외은 지점을 통해 빌린 외채 831억 달러, 국채·통안채 매입용 원화 자금의 원천이 된 외채 518억 달러를 포함한 총 2,623억 달러임.

- 이 중에서 선박수출 및 해외 증권투자 관련 선물환 환헤지용으로 해외에서 차입한 938억 달러의 경우 선물환과 환헤지용 해외 차입의 만기가 일치되면 상환에 문제가 없어 국내 은행의 실질적인 상환부담은 1,638억 달러로 줄어들 수 있음.
- 그러나 선물환과 환헤지용 해외 차입의 만기가 일치하지 않은 상황에서 해외은행 환헤지용 해외 차입금의 일부를 만기연장해 주기 어렵게 될 경우 단기외채로 분류되는 국내 은행 660억 달러, 외은 지점 795억 달러, 국채·통안채 71억 달러 등을 포함한 최고 1,526억 달러 중의 일부를 현물시장에서 조달해서 상환해야 할 상황이 벌어질 수 있음.
- 정부는 이런 상황까지 염두에 두어 외환보유액을 관리할 필요가 있음.

### III. 최근 환율의 문제점과 적정환율 추정

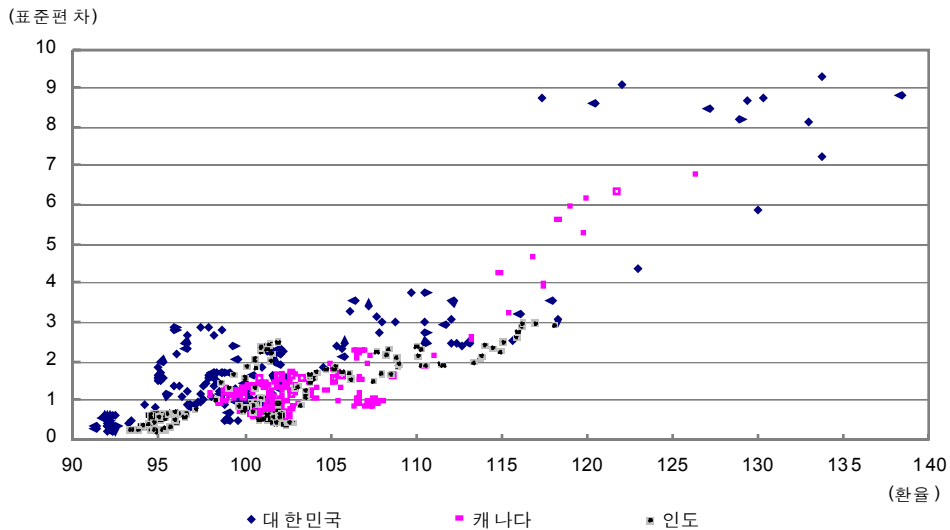
#### 1. 최근 환율 추이의 문제점

□ 원/달러 환율이 올 들어 50%나 오르는 과도한 상승세는 펀더멘털을 반영하기보다는 심리적 요인에 의한 쏠림현상으로 보임.

- 원/달러 환율의 과도한 상승세는 펀더멘털이 아니라 불안심리에 따른 쏠림현상 탓이라는 것은 원/달러 환율의 변동성으로 확인되고 있음.

- 펀더멘털에서 큰 차이가 나지 않는 주요국의 통화 중 캐나다 달러화, 인도 루피화와 비교해도 변동성이 너무 큰 수준임.

<그림 18> 원화와 캐나다 달러화 및 인도 루피화의 변동성 비교



주: 각국 환율, 2008. 6. 2=100으로 하고 이를 기준으로 2008년 1월 1일부터 10월 23일까지 일별 20일간 표준편차를 구함.

자료: 한국은행 경제통계 시스템

- 외환 거래량 감소가 환율 변동성 확대의 주요 요인

- 현물환 일일 평균 거래규모: 185억2천만 달러(2007년 전체) → 219억3천만 달러(2008년 1/4분기) → 211억7천만 달러(2008년 2/4분기)
- 2008년 3/4분기 이후 일일 평균 거래규모가 100억 달러 이하로 감소하면서 7~9월에는 80억 달러 내외, 10월 초에는 50억 달러 미만으로 격감
- 거래량이 지나치게 줄어 소량의 매매 주문만으로 환율이 급등락
- 당국의 외환시장 거래내역을 매일 점검하고 투신권의 해외펀드 수익률 하락에 따른 환헤지분 청산을 위한 달러 환매수를 장외매매로 유도한 것도 거래량 감소의 요인으로 작용함.

□ 원화는 주요 통화에 비해 지나치게 과도한 약세를 나타냄.

- 미 달러화에 대한 원화 가치는 올 들어 10월 24일 현재 50% 하락해 주요국 통화와 비교, 절하폭이 가장 큰 것으로 나타남.

- 달러화에 대해 유로화와 파운드화 가치는 올 들어 13.1%, 22.6% 각각 하락
- 반면 아시아 통화인 일본 엔화와 중국 위안화는 12.7%, 6.4% 절상
- 아시아 국가 중 10년 전 외환위기를 당한 인도네시아의 루피아화는 5.9%, 올 들어 외환위기설이 나돌았던 베트남의 동화는 5.2% 절하에 그침.

□ 현재의 과도한 원화 약세는 미국발 금융불안의 충격에 따라 국내 외환시장에 경제의 펀더멘털 외에 심리적 요인과 환투기 등에 의한 교란요인(Noise)이 발생한 것으로 분석됨.

- 급격한 원화 약세의 배경으로 외환위기 경험의 학습효과도 작용하고 있음.

- 외환위기 시 달러 보유를 통한 위험부담 경감 및 이익극대화 효과가 재현될 것이라는 기대감이 달러에 대한 가수요와 투기적 수요를 확대시킴.

- 한국보다 경제의 펀더멘털이 상대적으로 열위인 국가들의 통화보다 원화의 절하율이 더 높은 것은 비정상적임.
  - 정치적 불안이 심한 태국의 바트화, 무역수지 적자가 심각한 인도의 루피화와 베트남의 동화 등과 비교 시 원화 약세는 과도한 것임.
  - 국가신용도를 반영하는 CDS 프리미엄은 10월 21일 현재 한국(420bp)이 인도네시아(864bp), 베트남(528bp), 러시아(774bp), 남아공(463bp) 등보다 낮은데도 이들 국가와 달리 위기 가능성이 거론되는 것은 불합리함.
  
- 2007년 8월 미 서브프라임 모기지 사태 이후 원/달러 환율의 변동률과 국제수지 항목 및 외환보유액 간의 상관관계에 이상(abnormal) 현상
  - 경상수지, 국제수지(경상수지+자본수지) 및 외환보유액 등 경제의 펀더멘털과 환율의 상관관계가 경제이론과 다르게 나타남.
  - 경상수지, 국제수지(경상수지+자본수지) 및 외환보유액 등이 증가할 경우 원/달러 환율이 하락하는 것이 경제이론과 맞으나 2007년 8월~2008년 8월 및 2008년 1~8월 기간에는 오히려 상승한 것으로 나타남.

<표 7> 원/달러 환율과 국제수지 항목 간의 상관관계 비교

기 간	경상수지	상품 및 서비스수지	자본수지	증권 투자수지	기타 투자수지	경상수지+ 자본수지	외환보유액
2000. 1~2008. 8	-0.13	-0.12	-0.29	0.04	-0.20	-0.36	-0.39
2002. 1~2008. 8	-0.18	-0.18	-0.25	0.03	-0.13	-0.35	-0.46
2004. 1~2008. 8	-0.23	-0.24	-0.32	0.04	-0.16	-0.47	-0.54
2006. 1~2008. 8	-0.24	-0.29	-0.12	0.23	-0.22	-0.31	-0.43
2007. 1~2008. 8	-0.29	-0.37	0.20	0.38	-0.23	-0.01	-0.19
2007. 8~2008. 8	-0.30	-0.30	0.52	0.49	-0.23	0.31	0.01
2008. 1~2008. 8	0.04	-0.01	0.49	0.77	-0.48	0.62	0.35
2007. 1~2007. 12	-0.34	-0.60	0.07	-0.19	0.14	-0.20	-0.76

주: 월평균 원/달러 환율의 전월 대비 변동률과 국제수지 항목 간의 상관관계  
 자료: 한국은행 경제통계 시스템

□ 외환시장의 교란요인 발생으로 지나치게 절하된 원화 환율은 글로벌 신용 경색이 진정되어 외화 차입 여건이 개선될 경우 빠른 속도로 정상 수준으로 복귀할 가능성이 높음.

- 우리 경제의 펀더멘털과 대외여건을 반영한 적정환율 수준을 추정해 볼 필요가 있음.

## 2. 적정환율 추정

□ 2008년 9월 현재 주요 20개국 무역가중치와 물가 등을 고려한 실질실효환율로 산정한 균형환율은 달러당 약 1,040 원으로 추정되나, 실질실효환율의 개념과 대내외 여건 등을 감안할 때 적정환율 수준은 달라질 수 있음.

- 실질실효환율은 물가변동에 따른 실질구매력의 변동을 실효환율에 반영하기 위해 명목환율을 교역상대국의 상대적인 물가지수로 나누어 구하게 됨.

○ 각국 상품의 국제경쟁력이 중장기적으로 각국의 상대적인 물가상승률에 의해 좌우된다는 점에 착안, 현재의 명목환율 혹은 통화가치가 국제경쟁력을 감안할 경우 어느 수준에 있는가를 보여줌.

- 교역상대국의 물가변동에 따른 실질구매력을 반영하는 실질실효환율의 산정에는 주로 제조업 품목이 반영되고 서비스 상품은 제외되는 문제가 있음.<sup>6)</sup>

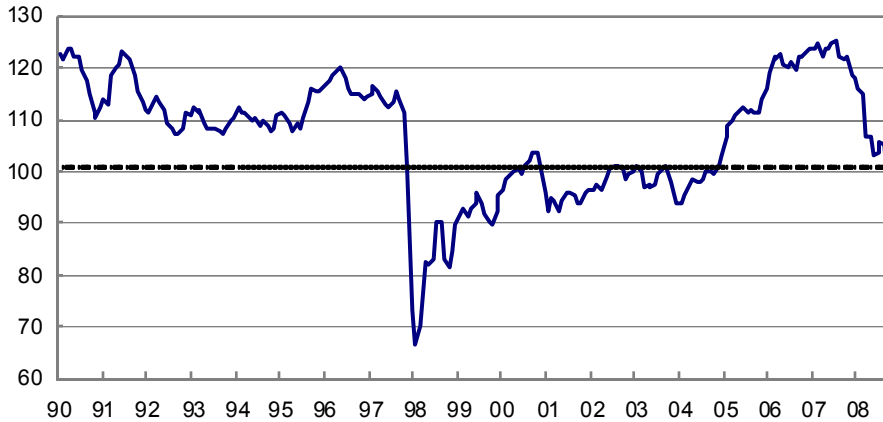
○ 우리나라와 같이 서비스수지 적자 규모가 큰 국가의 경우 실질실효환율이 과대평가될 수 있음.

---

6) Klau and Fung(2006), p.54.

<그림 19> 실질실효환율 추이

(2000년=100)



- 실질실효환율로 계산된 균형환율에 서비스수지 적자, 최근의 원자재 및 유가의 안정세 및 임금 수준 등을 감안하여 경상수지 균형이 가능한 환율은 1,150원 수준으로 추정

- 또 하나 고려해야 할 사항은 실질실효환율은 상품의 교역 및 물가 수준 등 실물여건 뿐 아니라 외부 충격의 전달경로로서 통화 및 금융여건을 반영<sup>7)</sup> 하지만 이는 국제 금융시장의 자금이동이 정상적인 것을 전제로 한다는 사실임.<sup>8)</sup>

- 서브프라임 사태 이후의 국제 금융시장의 신용경색과 지난 9월 리먼 브러더스 파산 이후 미국의 돈맥경화의 영향으로 우리나라 금융기관의 해외 차입이 사실상 중단된 상황에서는 적정환율을 조정할 필요가 있음.

- 금리, 물가수준, 기타투자 수익률 등에 따른 국가 간 원활한 자금이동이

7) Klau and Fung(2006), p.51.

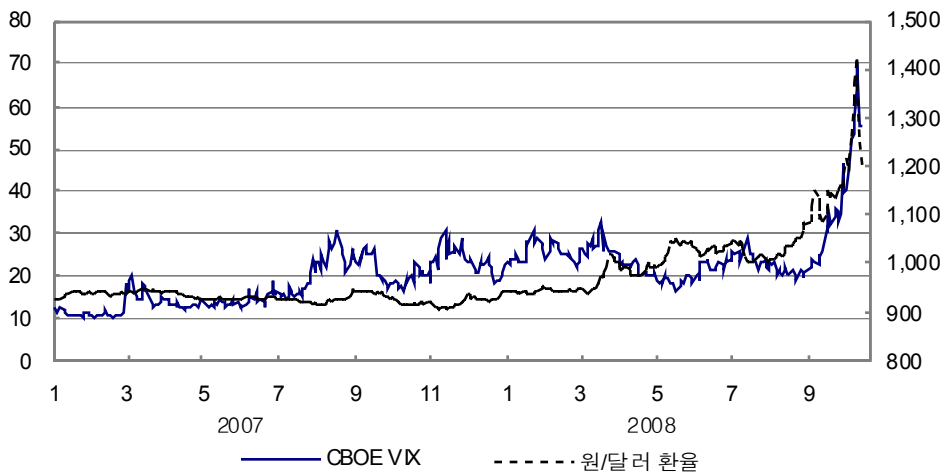
8) Krugman and Obstfeld(2006), p.479.



사실상 막힌 글로벌 신용경색 상황을 감안할 때 현 상황에서 과도한 심리적 불안에 의한 쏠림현상이 제거된 적정환율 수준은 달러당 1,250원 내외가 될 것으로 추정

- 다만, 글로벌 신용경색이 지속되거나 심화될 경우 적정환율 수준은 더 오를 수 있으며 반대로 신용경색이 점차 완화될 경우 적정환율 수준도 점진적으로 하락할 것으로 예상

<그림 20> 원/달러 환율과 시카고옵션거래소 주가변동성지수 추이



자료: 국제금융센터

- 주요국 통화시세는 글로벌 금융불안을 반영하는 주요 지표인 시카고옵션거래소 주가변동성지수(VIX)의 추이와 높은 상관관계를 보이고 있음.
  - 원/달러 환율은 지난 9월 이후 VIX와 비슷한 추이를 보이고 있음.
  - 원/달러 환율은 또 VIX뿐 아니라 글로벌 금융불안을 반영하는 다른 지표인 외평채가산금리 및 CDS 프리미엄 등과 높은 상관관계를 보이고 있음.
  - 원화시세의 VIX에 대한 민감도는 주요국 통화 중에서 상대적으로 높음.

<표 8> 원/달러 환율과 글로벌 금융불안 반영 지표 간의 상관관계

기간	VIX	외평채 가산금리	CDS 프리미엄
2007. 1~2008. 10	0.66	0.80	0.90
2007. 8~2008. 10	0.62	0.81	0.91
2008. 1~2008. 10	0.68	0.83	0.88

자료: 국제금융센터

<표 9> 주요국 통화시세의 글로벌 주기변동성(VIX) 민감도 비교

기간	원화	인도네시아 루피아	호주 달러	유로	인도 루피	브라질 헤알
2007. 8~2008. 10	0.62	0.52	0.60	0.29	0.50	0.61
2008. 1~2008. 10	0.68	0.61	0.75	0.62	0.50	0.89

자료: 국제금융센터

## IV. 외환시장 안정화 방안

### □ 정부 차원의 적극적 국가 IR 활동

- 국내외에 한국경제의 실상에 대한 정확한 정보를 신속하게 제공하여 국내외 투자자들을 안심시켜야 함.
  - 한국에 대해 위기설을 과장하고 있는 일부 외신의 부정확한 보도 차단
  - 외국 언론이 의심하고 있는 은행의 외채 내역 및 사용처 등에 대한 구체적 정보 공개

### □ 정부의 신뢰회복과 국민의 이해와 협조

- 외환시장의 과민반응과 불안심리에 의한 쏠림현상을 진정시키기 위해서는 무엇보다도 글로벌 신용경색이 완화되어야 하나 정부의 신뢰회복과 국민의 협조가 중요
  - 어려운 상황을 있는 그대로 밝히고 국민들에게 고통분담을 호소하는 것이 오히려 신뢰회복에 도움이 될 것임.
- 시장 참여자들과 국민들이 정부의 정책대응을 지나치게 믿지 못하는 것은 옳바르지 않음.
  - 글로벌 금융쓰나미 상황에서 소규모 개방경제인 한국의 정부가 선택할 수 있는 대책은 그다지 많지 않음을 이해해야 함.
- 외부 충격에 따른 위기 대응을 위한 초당적 협조
  - 여야가 정쟁을 지양하고 위기 극복을 위한 정책수립 및 실행에 협력

### □ 과감하고 신속한 선제적 대응

- 국제 금융시장 불안 극복을 위한 10·19 대책은 정부가 외화 유동성 해소를 위해 현 상황에서 내놓을 수 있는 적절한 조치임.

- 글로벌 신용경색 및 국내 외환시장 상황에 따라 보다 강력한 조치를 준비하고 신속하게 실행해야 함.
- 증시 주변자금 안정대책, 추가 기준금리 인하 및 과감한 재정지출 확대를 통한 경기부양책 제시 등 실물경제 대책도 잇달아 나와야 함.
- 이번에 취약점이 드러난 은행의 예대율 등 금융기관의 건전성 강화를 위한 감독을 더 강화할 필요가 있음.
- 국내 금융시장의 잠재적 불안요인인 가계부채, 중소기업 부실화, 부동산가격 급락 등에 대한 대책 강화
- 은행권의 원화 및 외화 유동성 악화를 막을 특단의 조치 강구

#### □ 국제공조를 통한 위기 탈출

- G20 의장국으로서의 주도권을 적극 활용하여 국제공조를 통한 외환·금융시장 안정화 추진

- 미국과의 통화스왑 실현을 위한 적극적 외교 노력
- 일본과의 통화스왑 규모를 대폭 확대시켜 엔화 강세와 원화 약세 저지에 공조하는 상생 외교를 추진
- 중국과의 통화스왑 규모를 대폭 확대할 필요가 있음.
- 아시아-유럽정상회담(ASEM)에서 한·중·일이 내년 상반기까지 조성키로 합의한 800억 달러 규모의 아시아공동펀드 설립에 차질이 없도록 중국과 일본의 이견을 조정하는 중재 역할을 해야 함.
- 동남아국가연합(ASEAN) 회원국들과의 통화스왑 규모도 확대 추진

#### □ 중장기적 원화 국제화를 위한 경제체질 강화

- 원화가 국제적으로 거래되는 통화로 격상되면 외환위기의 가능성은 사실

상 사라지게 할 수 있음.

- 중장기적으로 원화가 국제적 충격을 흡수할 수 있도록 한국경제의 펀더멘털 강화를 위한 개혁 실행

- Calvo, Izquierdo, Mijia(2008)의 실증분석

- 중간소득 그룹의 국가가 국제자금 이탈에 따른 충격에 가장 약하지만 국민소득 향상 및 국제금융체제에 더 통합될수록 외부 충격에 대한 취약성이 완화됨.

## 참고문헌

- 국제금융센터, 『외국인 아시아 증시에서 4개월 연속 주식 순매도』, Issue Analysis, 2008.
- 기획재정부 외, 주요 현안자료, 애널리스트 간담회, 2008.
- 삼성경제연구소, 『최근 외환시장 동향 및 대응방안』, Issue Paper, 삼성경제연구소, 2008. 10. 9
- SK경제경영연구소, 『최근 외환시장에 대한 평가와 정책방향』, 정책보고서 2008. 10. 12
- 안재욱, 『외환통화정책의 문제점과 개선방안』, CFE Report, 자유기업원, 2008.
- 왕연균, 『동아시아 및 미국의 환율과 금융 협력』, 『국제지역연구』, 제11권 제3호, 2007, pp.459-483.
- 윤덕룡, 『최근 환율불안정의 특징과 대응방안』, 『KIEP 국제금융포커스』, 08-01호, 2008.
- 정미영, 『연내 외환수급 개선 기대 어렵다』, 이슈분석, 삼성선물, 2008.
- 한국은행, 『차익거래 유인과 외은 지점 및 외국인의 국내 채권투자에 관한 분석』, 보도참고자료, 2008a.
- \_\_\_\_\_, 『외채통계의 이해와 최근 동향』, 한국은행 경제통계국, 2008b.
- \_\_\_\_\_, 『2008년 9월 중 거주자외화예금 동향』, 한국은행 국제국 외환조사실, 2008c.
- Calvo G., A. Izquierdo and Luis-Fernando Mejía, “Systemic Sudden Stops,” NBER Working Paper No.14026, 2008.
- Frankel, J. A., A. K. Rose, “Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators,” NBER Working Paper No.W5437, 1996.
- Klau, M., S. S. Fung, “The new BIS Effective Exchange Rate Indices,” *BIS Quarterly Review*, March 2006.
- Krugman, P. R., M. Obstfeld, *International Economics: Theory & Policy*, 7th

Edition, Pearson Education, Inc, 2006.

Reinhart C. and V. Reinhart, “Capital Inflow and Reserve Accumulation: The Recent Evidence,” NBER Working Paper No.13842, 2008a.

\_\_\_\_\_, “Capital Flow Bonanzas,” NBER Working Paper No.14321, 2008b.

Reinhart C. and K. Rogoff, “The Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crisis,” NBER Working Paper No.13882, 2008.