報道資料

| 擔 當 | 국제거시금융실<br>정재식 연구위원 |
|---|---|
| 電 話 | 3460 - 1128 |

# 외환거래자유화의 경제적 효과


主要內容

■ 대외경제정책연구원(KIEP, 원장: 李景台)은 『외환거래자유화의 경제적 효과(Foreign Exchange Market Liberalization: The Case of Korea)』를 출간하였음. 본 보고서는 '시장개방 및 자유화의 경제적 효과 분석' 관련 KIEP 연구시리즈의 일환임.

■ 1999년 이후 두 차례에 걸쳐 외환거래자유화를 단행하였으나 그 경제적 효과를 심도있게 다룬 연구는 부재한 상황임.

■ 이에 본 연구는 제1단계 외환거래자유화 이후 외환시장이 질적으로 어떻게 변하였으며 역외선물환시장(NDF)과의 관계 등을 살펴봄. 실증분석 결과 외환자유화로 인하여 우리나라 외환시장의 효율성이 제고된 것으로 나타났음. 또한 역외선물시장 참여자가 늘어났을 뿐 아니라 유동성 역시 현저하게 증가하여 외환거래자유화가 외환시장에 긍정적인 영향을 미친 것으로 볼 수 있음. 그러나 외환거래자유화에 따른 외환거래량의 증가는 단기적으로 뿐만 아니라 장기간에 걸쳐 원/달러 환율 변동성을 제고하는 것으로 나타나고 있음.

■ 외환거래자유화에 따른 거래량 확대 및 과잉변동성의 출현 가능성으로 판단해 볼 때 ▶자유변동환율제 이외의 대안을 모색할 필요가 있으며, ▶기업들은 자유화시대 걸맞게 적극적인 환위험 관리 자세를 견지할 필요가 있으며, ▶전반적인 국내금융시장의 하부구조를 강화하여 외환 및 국내금융시장이 연계적으로 발전될 수 있도록 해야할 것임. 또한 직접적인 외환시장개입은 그 효과가 반감할 것으로 예상되는바, 금리 조정을 통한 간접적인 방식을 채택하여 외환시장 안정을 도모하는 것이 바람직함.



2001. 7.

對外經濟政策研究院

요약: 『*Foreign Exchange Market Liberalization: The Case of Korea*』

## 1. 서론

1997년 외환위기 이후 금융 및 외환시장 자유화를 위한 다양한 조치가 이루어진바 있다. 경직적인 환율제도의 운영이 외환위기의 한 원인을 제공하였다는 지적과 함께 외환위기를 전후하여 우리나라는 자유변동환율제도를 선택하였으며, 외환시장 발전을 위한 자유화 조치가 취해졌다. 1999년 4월 1일에는 제1단계 외환거래자유화가 단행되어 외환거래법이 상당히 단순화되었다. 또한 2001년 1월부터는 제2단계 외환거래자유화가 시행되어, 비거주자의 원화펀딩 제한 등을 포함한 일부 조항을 제외하고 거의 모든 외환거래가 자유화되었다. 이러한 자유화의 기본취지는 우리나라 외환시장이 상당히 취약하다는 인식을 바탕으로 외환거래자유화를 통해 외환거래량을 증대시켜 시장의 깊이와 폭을 확대하자는 것으로 요약될 수 있다.

본 보고서의 목적은 원/달러 외환시장의 특징은 무엇이며, 제1단계 외환거래자유화가 원/달러 외환시장을 어떻게 변화시켰으며, 同 조치가 과연 외환시장의 효율성을 증대시켰는지를 살펴보는 데 있다.

## 2. 우리나라 외환시장의 특징

원/달러 은행간 시장(이하 외환시장)의 주요 참여자는 중앙은행, 외국환취급기관 및 브로커로 구성되어 있다. 2000년 11월 현재 외환시장에는 국내금융기관 23개 (산업은행 및 장기신용은행 포함), 外銀支店 50개, 2개의 브로커 회사가 참여하고 있다. 특히, 대부분의 외환거래가 두 개의 외환브로커 (금융결제원, 한국자금중개 주식회사)를 경유하고 있어 엔/달러 및 유로/달러와 같은 주요 통화와 다른 특징을 보이고 있다. 이들 두 개의 외환브로커는 전체 외환거래중 현물의 96.9%, 선물환의 63.8%, 외환스왑의 93.7%를 중개하고 있다. 반면에 외환브로커를 경유하는 주요국 통화의 현물거래량은 50% 정도이며 또한 다른 기타 외환파생상품은 대부분이 장외거래 형태로 이루어지고 있다.

외환브로커를 통한 외환거래의 비중이 높은 이유는 우리나라 외환시장 거래량이 빈약하고 시장참여자의 폭 자체가 깊지 않기 때문이다. 즉, 외환딜러가 대규모의 거래나 시장 흐름에 맞지 않는 거래를 원하는 경우 상대방을 찾기 쉽지 않을 뿐 아니라 자신들의 거래의도 등의 정보를 상대방에게 노출시키는 것을 우려한 나머지 거래 전까지 익명성을 보장받을 수 있는 브로커 경유(brokered interdealer) 외환거래를 선호하는 것으로 풀이된다.

## 3. 외환거래량을 이용한 외환시장 효율성 검증

외환거래자유화가 외환시장의 효율성을 제고하였는가 여부를 검증하기 위하여 다음의 두 가지 계량분석을 살펴보았다. 첫째, 일별 외환거래량과 환율을 이용하여 私的情報(private information)를 포함한 다양한 충격이 외환자유화를 전후하여 환율에 어떠한 영향을 미쳤으며, 둘째 역외선물환율(off-shore non-deliverable forward rate)과 현물시장 환율과의 관계는 어떠한 특징을 갖고 있는 지를 분석하였다.

외환거래량의 급속한 변화는 사적정보와 관련된 투자행위를 반영한다고 볼 수 있다. 사적정보를 갖고 있는 외환거래자는 이를 이용하여 외환을 매매하게되고 따라서 거래량이 증가하게 된다. 이때 사적정보를 갖지 못한 거래자들은 외환거래량의 급속한 증가를 통해 사적정보의 존재를 눈치채게 된다. 이에 정보 열위자(즉, 사적 정보를 갖지 못한 참여자)들은 외환거래에 참여하게되고 따라서 외환거래량 및 환율의 변동성은 급속히 늘어나게 된다. 결국 사적정보의 존재와 이것의 외환시장 충격은 거래량 및 환율이 평균 이상으로 변하는 경우로 계량화될 수 있다. 만약 사적정보에 의한 충격이 외환자유화 이후의 원/달러 환율에 거의 영향을 미치지 못하거나 충격기간이 자유화 이전에 비해 상대적으로 短期化 되었다면 외환시장의 효율성이 제고되었다고 볼 수 있을 것이다.

실증 분석결과는 다음과 같이 요약된다. 첫째, 사적정보충격은 양기간 모두 환율에 장기간 영향을 미치고 있으나 외환자유화 이후에 그 지속성이 상당히 약화되었다. 따라서 외환자유화 이후 원/달러 외환시장의 효율성이 제고된 것으로 보여진다. 둘째, 외환거래량의 변화가 원/달러 환율수준 및 변동성을 상당 기간 증가시키는 요인으로 분석되고 있다. 따라서, 거래량이 원/달러 환율의 과잉 변동성(excessive volatility)을 유발하는 것으로 분석되었다. 즉, 외환거래량의 증가는 원/달러 외환시장내에 필요 이상의 변동성을 유발할 수 있고 따라서 실물경제에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 또한 거래량 증가에 의해 환율 변동성이 확대되는 경우 일회성에 그치는 것이 아니라 장기간에 걸쳐 변동성에 영향을 미치고 있다. 예를 들어 미국 금리의 인하 여부 및 그 폭에 대한 시장참여자들의 인식이 상이하여 외환거래량이 증가하는 경우 이는 변동성 확대로 이어지는데, 변동성 확대가 일회성에 그치는 것이 아니라 상당 기간(1개월 이상) 변동성에 영향을 미친다는 것이다.

## 4. 역외선물환시장을 이용한 외환시장의 효율성 검증

외환거래자유화를 전후하여 역외선물환 시장의 유동성을 살펴보았다. 시장유동성의 변화를 살펴보기 위해서 bid-ask 가격(사자와 팔자 가격 차이)의 변동을 실증적으로 분석하였다. 물론 시장유동성을 정확히 반영하는 지표는 거래량이다.

그러나 역외선물환 시장은 매매 당사자에 의한 거래만 존재하는 장외거래(OTC) 시장이기 때문에 거래규모를 파악할 수 없어 bid-ask 가격을 대용변수로 사용하였다. bid-ask 가격차가 크고 변화가 없는 경우 시장유동성이 없는 것으로 볼 수 있으며 반대의 경우는 상대적으로 거래가 많은 상황으로 볼 수 있다. bid-ask 가격 변화를 살펴본 결과, bid-ask 가격차이가 자유화조치이후 줄어든 것으로 나타났는데 이는 자유화조치로 인해 시장참여자가 증가하였을 뿐 아니라 거래 유동성이 증가한 점 때문인 것으로 해석된다.

국내현물환과 NDF 역외선물환과의 시장효율성을 검증하기 위해서 다양한 계량적 방법을 이용하여 역외선물환율과 국내현물환간의 관계를 실증분석 하였다. 만약 역외선물환율이 국내현물환율에 대한 불편추정치인 경우 원/달러 외환시장은 합리적 기대가설 하에서 효율적으로 볼 수 있다. 실증분석 결과 역외선물환율에 위험프레미엄(risk premium) 요소를 포함시킬 경우 역외선물환율은 국내현물환의 불편추정치로 추정되었으며, 따라서 원/달러 외환시장은 효율적임을 입증하였다.

## 5. 정책적 시사점

이상의 경험적 분석을 토대로 한 정책적 시사점은 다음과 같이 요약될 수 있다. 첫째, 외환거래량의 변화가 환율수준 및 변동성에 상당 기간 영향을 미친다는 사실을 고려할 때 제2단계 외환거래자유화 조치가 정착화되는 시점부터 원/달러 환율의 변동성이 확대될 것으로 보여진다. 특히, 외환시장내에 사적정보가 있거나 시장참여자들의 기대가 매우 상이한 경우 외환거래량의 변화가 환율변동성에 미친 영향이 단기간에 해소되는 것이 아니라 1개월 이상 영향을 미친다는 사실은 자유변동환율제도의 운용 및 외환거래자유화에 따른 부정적 효과로 볼 수 있다. 물론 선진국 통화 역시 브레튼우즈체제 붕괴이후 변동성이 확대된 것은 사실이지만 원/달러 환율과 같이 외생적 충격이 장기간에 걸쳐 영향을 미쳤다고 보기 어렵다는 점에서 원/달러 환율은 주요 통화와 대별되는 상당히 독특한 특징을 갖고 있다고 할 수 있다. 외생적 충격이 신속히 사라진다는 것은 정보의 흐름이나 가격 조정 반응 등이 신속히 이루어진다는 것을 의미하는 것이다. 그렇다면 왜 원/달러 외환시장은 외생적 충격이 장기화되는 특징을 갖는 것일까? 그 이유를 한 가지 제시한다면 사적정보를 갖고 있는 참여자(정보 우월자)와 그렇지 못한 참여자(정보 열위자)간의 구성비가 원/달러 외환시장과 선진국 통화 외환시장과 상이할 수 있기 때문이다. 만약 외환시장 참여자중 정보적으로 열위에 있는 시장참여자의 비중이 높으면 높을수록 정보 우월자들은 장기간에 걸쳐 거래이득을 취할 수 있고 외생적 충격 효과가 장기화될 수 있다는 것이다. 정보 열위자들의 구성비가 높다면 자유변동환율제에 따른 긍정적 효과는 반감될 수 있다. 즉, 외환거래량 증가에 따른 변동성의 확대는 리스크 프레미엄을 증가시킬 수 있으며, 따라서 위험 단위당 수익이 높아짐에 따라 정보력에 있어 열위에 있는 거래자들의 참여

를 확대시키고, 그 결과 거래량 확대 및 변동성 증가의 연결 고리로 이어지는 악순환을 초래할 수 있다는 것이다. 이러한 가능성을 최소화하기 위해서는 우선 기본적으로 외환시장뿐만 아니라 금융시장간 정보 흐름이 원활하도록 투명성을 제고해야 할 것이다. 좀 더 직접적인 방안으로는 자유변동환율제도 이외에 환율변동성을 인위적으로 줄일 수 있는 환율제도(예를 들면 목표환율제도)를 운영할 필요가 있다.

역외선물환 시장 관련 경험적 분석을 통한 정책적 시사점은 다음과 같다. 국내금융시장개방이 가속화되고 외환시장 규모가 커짐에 따라 직접적인 외환시장개입 정책은 그 효과가 약화될 것이다. 물론 금리조정을 통한 간접적인 외환시장 개입이 가능한 정책대안이 될 수 있으나, 본 연구의 경험적 결과를 볼 때 그 효과 역시 불투명하다. 즉, 일반적으로 금리인상은 해외자본의 국내유입을 촉진시켜 환율절상으로 이어지는 것이 통례인데, 경험적 분석결과에 따르면 국내 금리인상은 환율을 절하시키는 효과가 큰 것으로 나타났다. 이는 금리인상이 국내경제 상황악화로 인식되어 자본유입효과 보다는 자본유출효과가 크게 작용한 결과로 해석된다. 더욱이 선물환율과 실현된 예상 현물환율과의 관계가 正의 관계를 갖게 됨에 따라 금리인상은 선물환율 상승으로 이어져 현물환율상승을 초래할 수 있다. 따라서 금리정책을 통한 환율안정은 금리차에 따른 자본유입요인과 금리변동에 따른 위험프리미엄의 변동요인을 감안하여 시행하는 것이 바람직할 것이다.

환율안정을 위한 금리정책이 효과적으로 작용하기 위해서는 국내채권시장의 활성화도 중요한 사항이다. 단기적인 환율은 국가간 이자율 차이에 의해 결정되듯이 채권시장과 외환시장은 밀접한 관계를 갖고 있다. 시장상황을 정확히 반영한 다양한 만기의 금리를 제공할 수 있는 채권시장은 외환시장 발전에 절대적으로 필요한 요소라 할 수 있다. 다양한 만기 구조를 가진 채권시장의 발전을 위해서는 유동성이 풍부한 장기채권시장이 존재하여 지표금리(benchmark or basis yield)를 제공해야 할 것이다. 결론적으로 외환시장이 효율적이기 위해서는 전반적인 국내금융시장의 발전이 전제되어야 한다.