

대내외 금리차의 환율 · 금융시장 영향

동국대학교 경제학과

강 삼 모

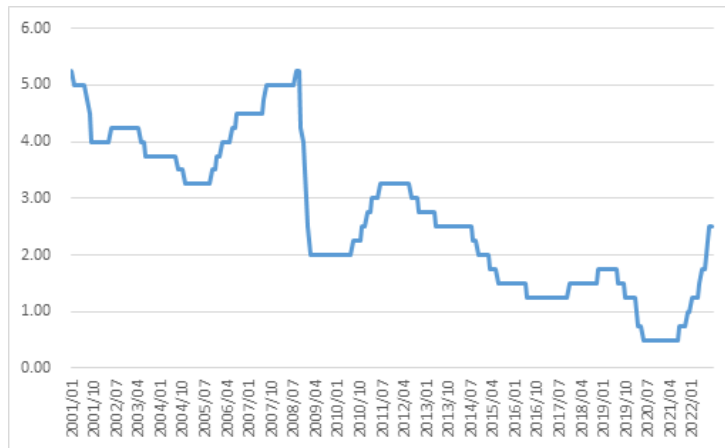
2022.11.15

목차

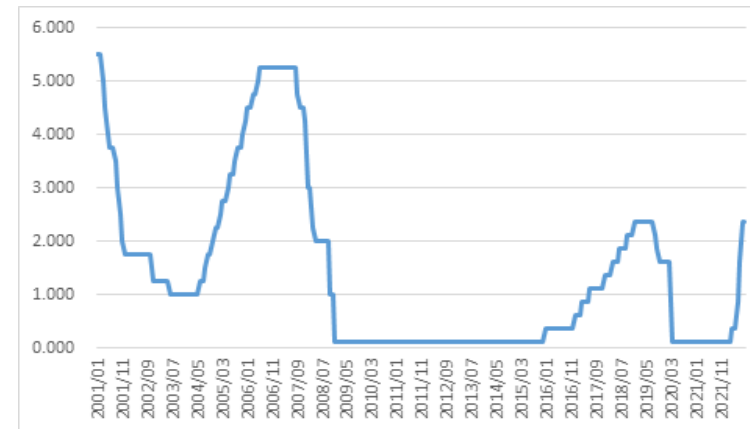
- (1) 한미 금리 추이 및 금융시장 동향
- (2) 원화환율 저평가 여부 분석
- (3) 환율안정화 정책과 통화 스와프

(1) 한미 금리 차이 및 금융시장 동향

<그림 1> 2001년 이후 한국 금리



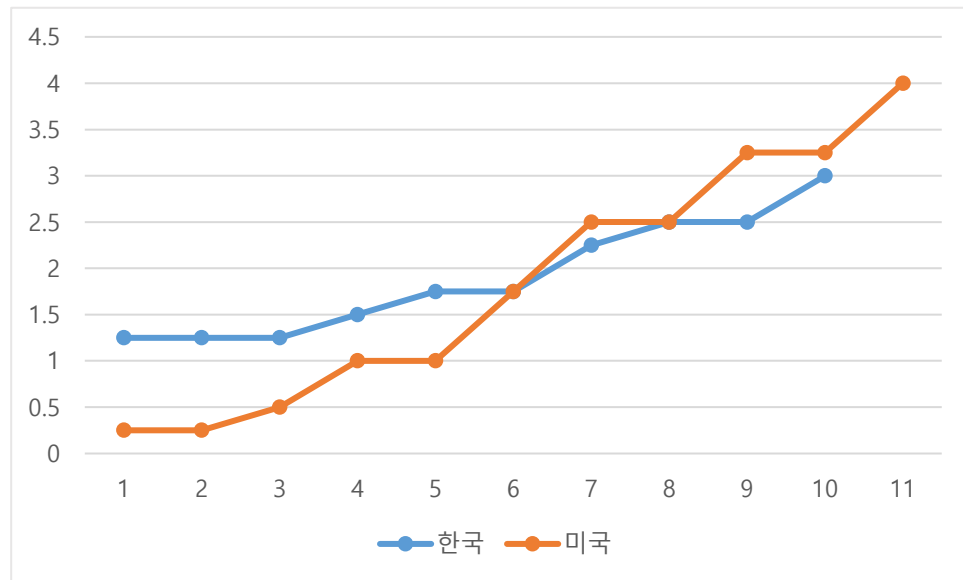
<그림 2> 2001년 이후 미국 금리



○ 2000년 대 한국 금리는 미국 금리의 방향을 따라가는 모습이며 등락 폭은 작은 편

(1) 한미 금리 추이 및 금융시장 동향

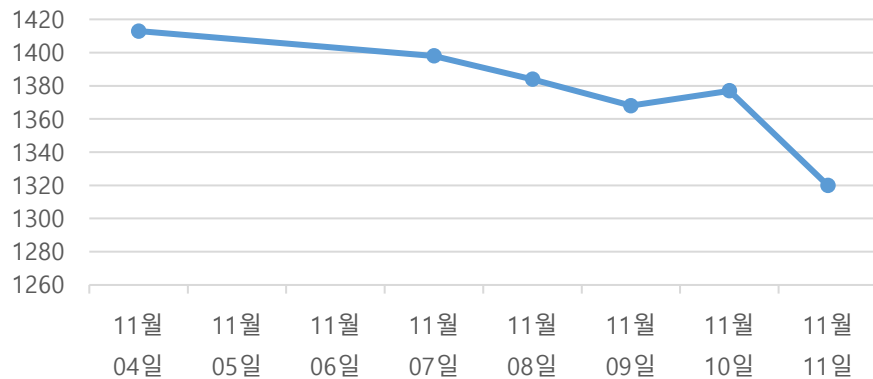
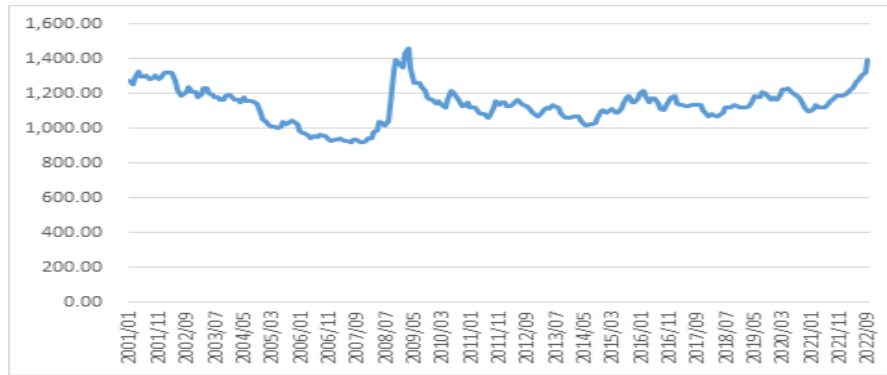
<그림 3> 2022년 한미 금리



- 2022년 미국금리 급격 인상으로 한미금리 역전
 - 미국 금리 4차례 자이언트 스텝
 - 11월 초 한미 금리 차 1%
 - 11월 한국 금통위 0.25%p - 0.5%p 인상 가능성
 - 12월 미국 금리 0.5%p 상승하면 연말 금리차 1%p - 1.25%p

(1) 한미 금리 차이 및 금융시장 동향

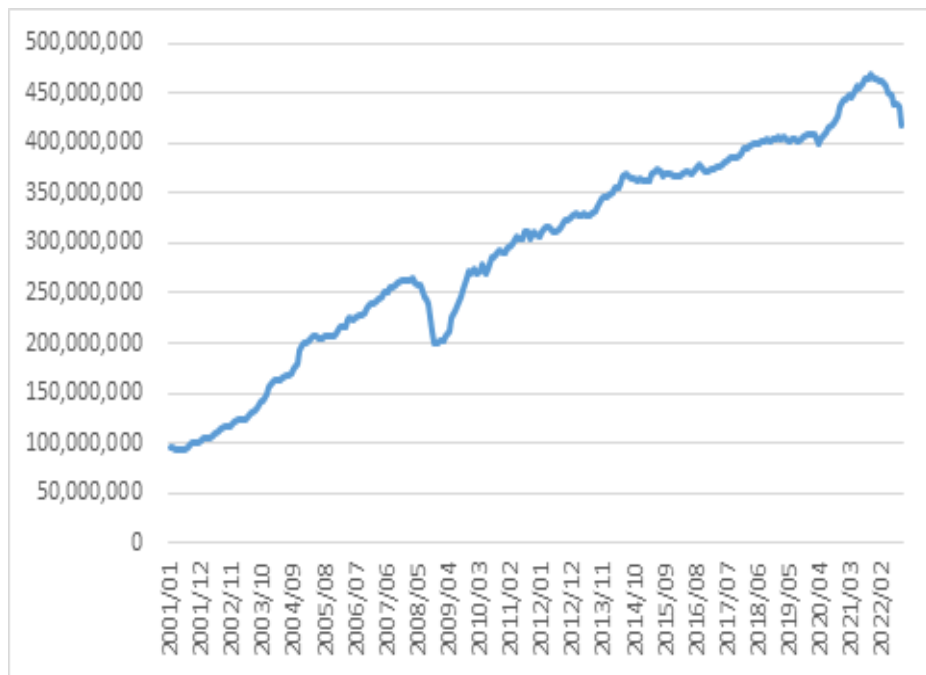
<그림 4> 원/달러 환율 추이



- 2022년 미국금리 급격 인상으로 킹달러 현상
 - 2008년 글로벌 금융위기이후 처음으로 1400원 돌파
 - 10월 25일 1444원 이후 하락
 - 지난 주 1420원대에서 1310원대로 120원 가량 급락
 - 2008년 한미 통화스와프 영향으로 177원 급락후 최대치
 - * 미국 소비자물가 7.7% 로 예상보다 둔화
 - * 국민연금 등 환헤지 비율 상향조정으로 400억달러 공급효과
- 내년 초 한미 금리차 확대되면 상승 가능성

(1) 한미 금리 차이 및 금융시장 동향

<그림 5> 외환보유고 추이



- 10월 말 4140.1억 달러로 올해에만 491.5억 달러 감소
 - 9월 196.6억달러로 2008년 10월(274억달러 감소) 이후 최대 감소
 - 10월에도 한은은 국민연금과 100억달러 규모의 통화스와프를 체결로 28억달러 감소
 - 1997년 20배, 2008년 2배이상, 그러나 BIS 적정 외환보유액(7839억 달러)보다 미흡

(1) 한미 금리 추이 및 금융시장 동향

<표 1>외환보유고 순위

국가	외환보유고
중국	3조290억달러
일본	1조2301억달러
스위스	8921억달러
인도	5604억달러
대만	5411억달러
러시아	5407억달러
사우디아라비아	4566억달러
한국	4140.1억 달러

(1) 한미 금리 추이 및 금융시장 동향

<그림 6> 주가 추이



○ 2022년 외국인 주식투자자금 감소로 주가 하락

- 외국인 주식투자자금은 2022년 1-9월 순유출 (코스피 시장에서 약 12조원, 코스닥 시장에서 약 4조원 국내 주식 순매도)

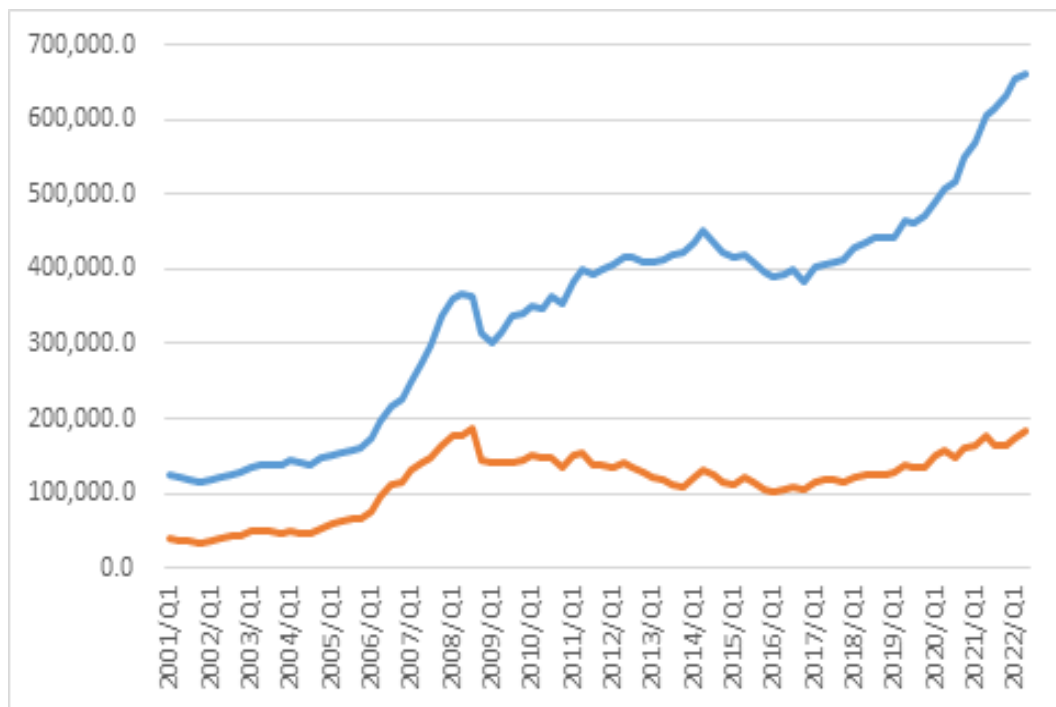
(1) 한미 금리 추이 및 금융시장 동향

○ 2022년 외국인 증권투자자자금과 거주자 해외증권투자

- 외국인 주식투자자금은 2022년 1-9월 순유출 (92.4억달러)된 반면에 채권자금은 차익거래 유인 확대 등으로 순유입(142.3억 달러)
 - * 그러나 9월 외국인 증권(주식+채권) 투자자금은 22억 9천만 달러 순유출
- 11월 흥국생명 5억달러 신종자본증권 콜옵션 행사 미행사로 외국인의 보험사 자본력에 의구심 일으켜 채권 투자 감소할 가능성 확대
 - * 흥국생명 발행증권은 2017년 11월 싱가포르 거래소를 통해 연 4.475%의 금리로 발행됐으며, 만기는 30년이지만 콜옵션 행사 예정 시기는 9일
 - * 국내 기업이 발행한 신종자본증권이 콜옵션을 실시하지 않은 것은 2009년 우리은행 후순위채 이후 13년 만
- 거주자의 해외증권투자는 연기금의 해외투자 비중 확대, 저가 매수 등의 영향으로 주식을 중심으로 순투자(355.8억달러, 22년 상 반기)

(1) 한미 금리 추이 및 금융시장 동향

<그림7> 장단기 외채



- 2008년 이후 단기 외채 규모는 감소하였으나 2017년부터 다시 증가해 2022년에는 2008년과 비슷한 규모
- 그러나 총외채 대비 단기외채는 2022년 2분기 27.8%로 2008년 대비 매우 낮음.

(1) 한미 금리 추이 및 금융시장 동향

<그림8> 외환보유고 대비 단기외채비중



- 외환보유고 대비 단기외채비중도 2008년 이후 감소하였으나 2017년부터 다시 증가
 - 2017년 29.8%에서 2022년 2분기 41.9%로 상승해 우려

(1) 한미 금리 추이 및 금융시장 동향

<표 2> 외환보유고 자산별 비중 추이

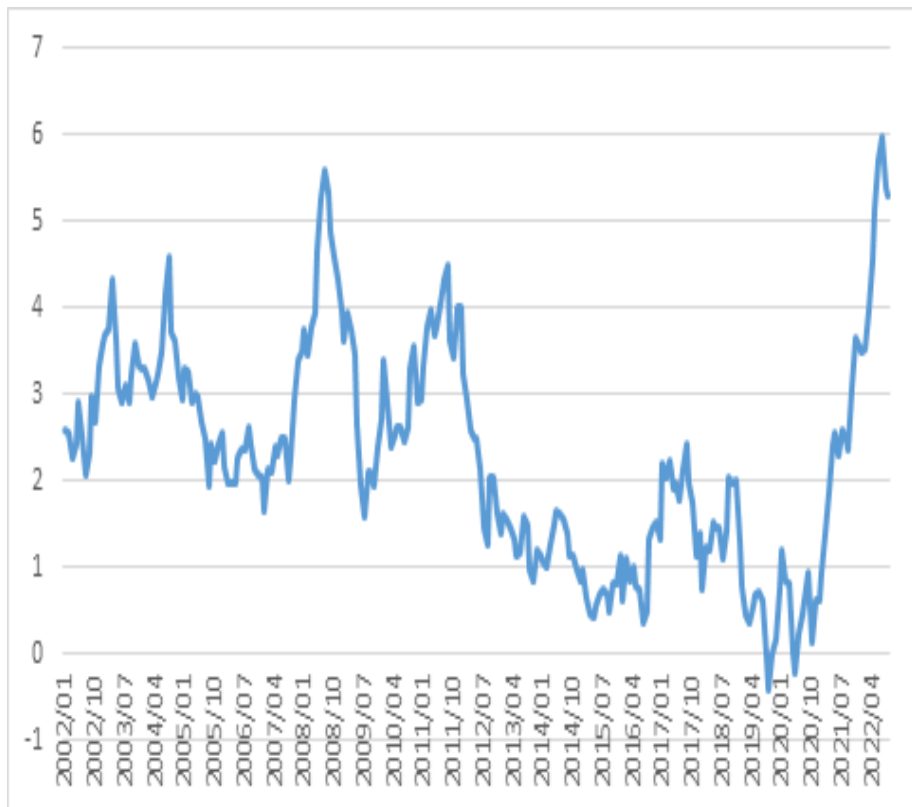
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
현금성자산	4.5	4.7	3.2	5.3	4.6	5.1	5.2
직접투자자산	80.0	77.3	77.7	76.4	74.6	73.9	72.0
위탁자산	15.5	18.0	19.1	18.3	20.8	21.0	22.8
합계	100	100	100	100	100	100	100

○ 21년 기준 외환보유액 중 5.2%만 현금성 자산

- 직접투자자산(주식, 채권)의 급속한 현금화는 시장에 큰 혼란
- 적정 비율 유지 필요

(1) 한미 금리 차이 및 금융시장 동향

<그림 9> 소비자물가 추이



- 2022년 7월 소비자물가는 전년 동월대비 6.3%로 1998년 11월(6.8%)이후 최고치
 - 8월 5.7%, 9월 5.6%로 조금 하락세를 보이다가 10월 5.7%로 석달만에 다시 상승
 - 10월에는 석유류 등 공업제품과 농축수산물 가격은 오름세가 둔화했지만, 전기·수도·가스의 오름세가 확대되며 상승 폭이 확대
 - 한국은행은 내년 1·4분기까지 5%대의 높은 오름세를 이어갈 것으로 예상

(1) 한미 금리 추이 및 금융시장 동향

○ 국내 금융기관 외화유동성 상황

- 최근 국내은행은 외화 LCR(유동성 커버리지 비율)이 규제비율 80%를 크게 상회(6월말 122.8%)하여 유동성 상황 양호
- 외화LCR은 향후 30일간 예상되는 순 현금유출액 대비 고유동성 자산의 비율, 즉 현금화하기 쉬운 자산의 최소 의무비율
- 해외 여건에 따라 악화 가능성도 존재하므로 유동성 리스크 관련 주의 필요

(1) 한미 금리 추이 및 금융시장 동향

<표 3> 1997년, 2008년 금융위기와 현 위기 외환보유고, 환율, 단기부채비율 등 비교

	1997년 위기	2008년 위기	2022년 위기
외환보유고	1997년 말, 204억 달러 (GDP 대비 3.7%)	2007년 말, 2622억 달러 (GDP 대비 22.4%)	8월 말 4364억 달러 (GDP 대비 25.8%)
대외순자산	- 645억 달러	- 1889억 달러	6월 말 기준 7441억 달러
국가신용등급	B+	A	AA
실질실효환율	72.31(1998년 1월)	83.58(2009년 2월)	101.4(2022년 9월)
GDP 대비 국가부채비율	11.1%	26.8%	49.8%

○ 1997년, 2008년 금융위기와 현 위기 주요지표비교

- 1997년과 2008년 위기 당시에 비교하여 외환보유고 크게 상승
- 대외순자산도 2022년 5441억달러로 흑자 전환
- 국가신용등급 역대 최고
- 단 GDP 대비 국가부채가 크게 상승하여 재정정책의 여력 부족
- 과거 위기 당시와 비교해서 여러 금융지표는 양호하나 재정정책과 통화정책 수단 활용불가로 내년 복합위기 심해질 가능성

(2) 원화환율 저평가 여부 분석

○ 21년 원화환율 급등은 한미 금리 역전 현상에도 영향을 받았음.

- 예를 들어 국내금리인상은 다양한 경로로 환율에 영향
- * 먼델-플레밍 모형에서는 자본 유입시켜 원화 강세 요인
- * 통화주의자 모형에서는 화폐수요 감소시켜 원화 약세 요인
- * 투자와 소비 감소로 경제성장을 감소시켜 주가 하락 및 원화 약세 요인
- * 비은행 금융기관 재무건전성 약화로 원화 약세 요인

○ 현재 원화환율 저평가여부를 확인하는 것은 우리나라 환율안정화정책에 많은 시사점

(2) 원화환율 저평가 여부 분석

1. 균형환율 추정 방법

가. 구매력 평가설(PPP)을 이용

- 구매력평가에 기초하여 균형환율을 추정하는 방법은 기준년도의 설정 문제, 물가지수 및 교역가중치의 문제 등으로부터 자유롭지 못함.
- 그러나 이러한 문제점들에도 불구하고 대외경쟁력을 고려한 정책적 판단의 준거자료로 꾸준히 사용

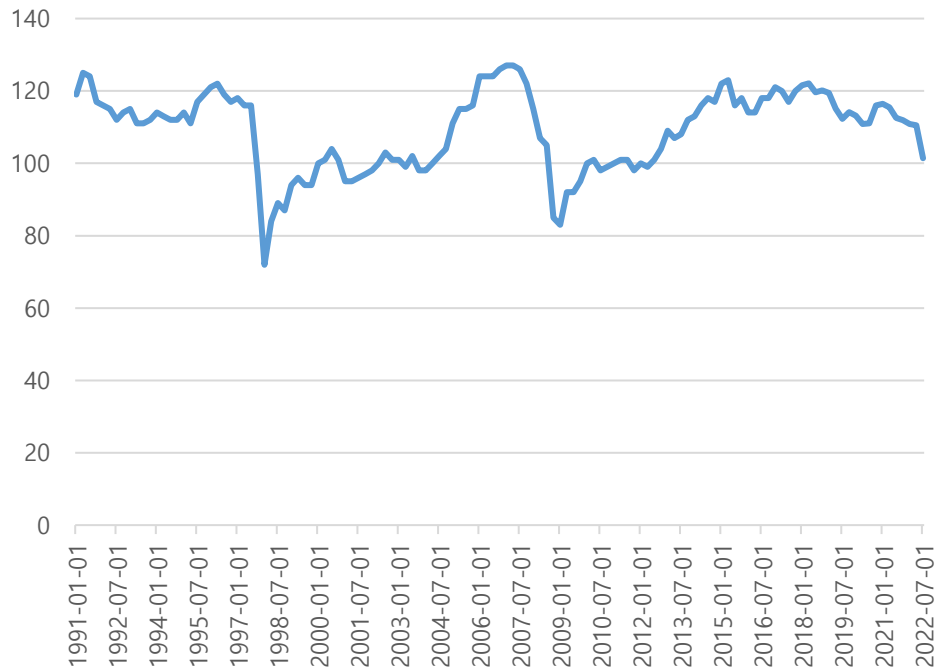
나. Edwards의 균형실질환율(Equilibrium Real Exchange Rate) 이용

- 주어진 경제내의 거시경제균형을 달성시키는 환율을 균형환율이라 정의하는 방법을 거시경제균형 접근법이라 지칭함.
- 거시균형 접근법에는 대표적인 방법으로 Edwards의 균형실질환율을 이용한 방법과 Williamson의 기초실질환율을 이용한 방법

(2) 원화환율 저평가 여부 분석

가. PPP를 이용한 분석

<그림 10> 61개 무역상대국을 이용한 한국의 실질실효환율



- 국제결제은행(BIS) 등에 따르면 우리나라의 9월 실질실효환율은 97.2(2010년=100)
 - 유럽은 90.1이며, 일본은 58.7로 기준연도 수준에 비해 저평가
 - 정부는 원화환율 저평가는 우려할 상황아니라 진단

주: 1. 데이터 출처: 국제결제은행
2. 2010년을 기준년으로 삼아 100으로 하였음.
3. 수치가 상승하는 경우 절상, 하락하는 경우 절하를 의미함.

(2) 원화환율 저평가 여부 분석

- 경상수지가 균형에 가깝게 이루었던 각 시기의 실질실효환율을 균형 환율이라 가정
 - 2001년, 2002년, 2006년, 2008년에 경상수지 균형 근접
 - 2022년 9월 실제 원화환율은 1391원 이었는데, 균형 원화환율은 1263원 추정됨.

<표 4> 우리나라 실질실효환율 불균형 정도

균형 시기	경상수지	균형환율	2022년 9월 실질실효환율	2022년 9월 실질환율 불균형
2001년	22억달러	96.3	97.2	0.9% 고평가
2002년	41억달러	101.1	97.2	3.9% 저평가
2006년	21억달러	124.9	97.2	27.7% 저평가
2008년	17억달러	103.4	97.2	6.2% 저평가
평균	25억달러	106.4	97.2	9.2% 저평가

(2) 원화환율 저평가 여부 분석

나. 균형실질환율을 이용한 분석

○ Edwards(1989)는 균형실질환율이라는 개념을 정립하면서, 대외부문(교역재 시장)과 대내부문(비교역재 시장)을 균형을 이루게 하는 환율이라고 정의

(1) $RER = E(P^T / P^N) = h(\text{교역조건, 자본유출입, 무역개방도 등})$

○ 일반균형을 이루게 하는 균형실질환율과 현재 존재하는 실질환율을 측정할 수 있다면 환율의 불균형 여부 진단

- 실질환율이 균형실질환율보다 높으면 저평가상태, 실질환율이 균형실질환율보다 낮으면 고평가

○ 교역재 가격을 계산할 때 무역상대국의 환율과 생산자물가를 이용하여 계산하는데, 무역상대국으로서 미국, 일본, 중국 이용

(2) 원화환율 저평가 여부 분석

$$(2) \text{ MRERK} = \{(\text{원/달러환율} \times \text{미국과의 무역가중치} \times \text{미국의 생산자물가}) \\ + (\text{원/엔환율} \times \text{일본과의 무역가중치} \times \text{일본의 생산자 물가}) \\ + (\text{원/위안환율} \times \text{중국의 무역가중치} \times \text{중국의 생산자물가})\} \\ \div \text{한국의 소비자물가}$$

○ 균형실질환율을 구하기 위해서 먼저 각 기초변수와 실질환율 사이의 Johanson 공적분 검정을 실시하였음.

- <표 1>은 실질환율, 교역조건, 외환보유고 변화와 무역개방도를 이용하여 분석한 결과

(2) 원화환율 저평가 여부 분석

<표 5> 장기균형관계의 추정치

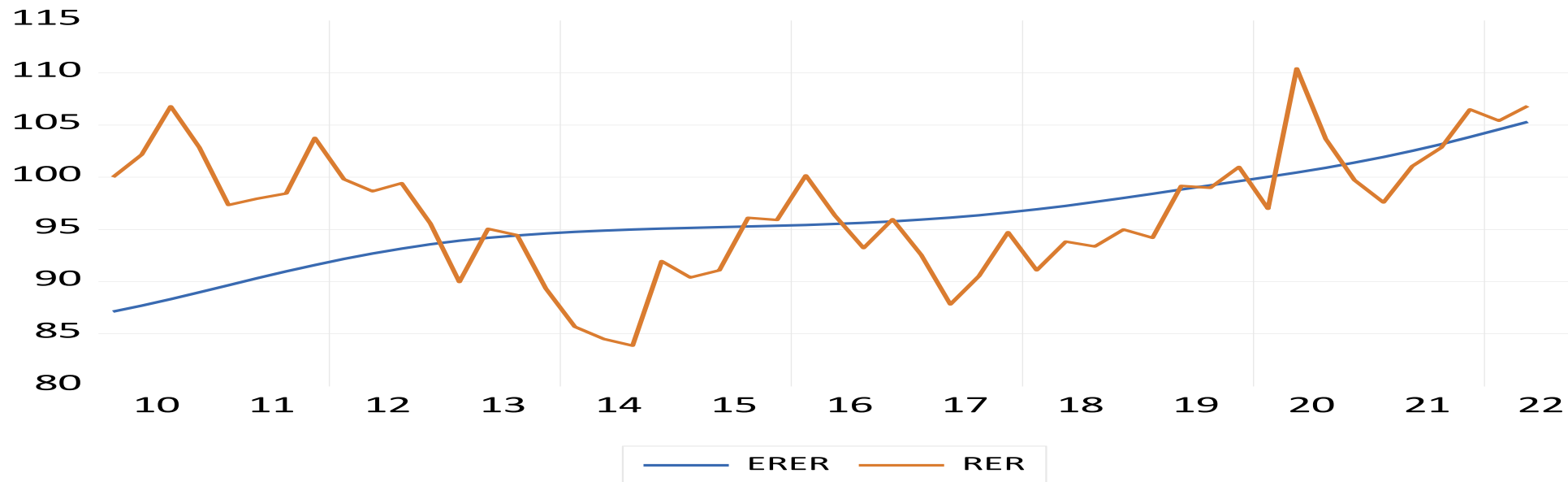
	(1)
Intercept	8.67
교역조건($\ln ToT_t$)	-0.91* (-2.06)
GDP 대비 외환보유고 변화(FRC_t/GDP_t)	-5.94* (-2.23)
무역개방도($OPEN_t/GDP_t$)	-0.24 (-1.15)

$$(2) \ln(RER_t) = 8.67 - 0.91 * \ln ToT_t - 0.91^{**} (FRC_t/GDP_t) - 0.24 \ln(OPEN_t/GDP_t)$$

(-2.06)
(-5.94)
(-1.15)

(2) 원화환율 저평가 여부 분석

<그림 11> 한국의 균형실질환율과 실질환율



- 주: 1. 완만한 선은 균형실질환율, 다른 선은 실질환율을 나타냄.
2. 수치 상승은 절하, 수치하락은 절상을 의미함.
3. 10년 1분기 실질환율을 기준으로 삼아 100으로 조정하였음.
4. 실질환율이 균형실질환율보다 낮은 경우 고평가, 높은 경우 저평가

(2) 원화환율 저평가 여부 분석

- <그림 11>은 균형실질환율과 실질환율을 이용해 살펴 본 2022년 2분기 실질환율 불균형
 - 방정식 (2)를 이용해 균형실질환율을 시뮬레이션하여 비교한 결과 1.5% 저평가
 - 균형실질환율을 시뮬레이션하고 실질환율을 균형실질환율과 같게 해 주는 원화환율을 균형 원화환율이라 명명하였는데, 1241원
- 구매력 평가설(PPP)과 Edwards의 균형실질환율을 이용한 방법을 이용해 계산한 결과 균형 원화환율은 1263원과 1241원
 - 2022년 10월 1450원을 육박한 원화환율은 크게 저평가
 - 저평가가 크면 물가 상승과 환율변동성이 커지고 결국 무역과 투자에 악영향
- 환율 급등을 막기 위한 외환시장 개입정책의 논거

(3) 환율안정화 정책과 통화 스와프

- 외환시장 변동성 커질 경우 시장개입은 일부 타당성 존재하나 추세를 거스르는 개입은 효과가 크지 않음.
- 외환시장개입으로 외환보유액 축소가 클 경우 외환시장 불안해지는 부작용 가능성
- 외환당국의 환율안정화 정책 추진 현황
 - 국민연금 등 환헤지 비율 10%p 상향으로 400억 달러 시장 공급효과
 - 한국은행은 국민연금과 통화스와프 금년말까지 100억달러 한도 체결
 - * 국민연금 해외 투자시 현물환 매입수요 감소로 단기적 환율 상승 차단 목적이나 외환 보유액도 일시적으로 축소되며, 장기적 효과 불분명
 - 조선사 선물환 80억 달러 매도 지원
 - 개인 및 기관들이 보유한 해외자금을 국내로 들여올 때 금융 및 세제 혜택 부여 고려

(3) 환율안정화 정책과 통화 스와프

- 외환보유액 중 미국채를 담보로 FIMA Repo를 통해 달러화 자금을 확보하고 이를 민간 부문 외화유동성 지원에 활용하는 방안
 - 21년 12월 미 재무부와 상설 임시 레포(Repo)기구를 통해 한국은행 보유 국채를 담보로 필요한 경우 수시로 조달 협약
 - 외화유동성 긴급 필요한 민간회사나 금융회사들에 제공할 경우 환율안정에 도움 가능
 - 한국은행 이창용 총재는 현재는 이 방법이 필요없는 상황이라고 언급
 - 외화유동성 확보에는 초단기적으로 도움되나 통화스와프처럼 외환보유액을 늘리는 효과는 없음.

(3) 환율안정화 정책과 통화 스와프

- 한국 경제는 GDP 규모로 볼 때 세계 10위이며 1인당 GDP도 35000달러를 넘어 명실상부한 선진국 대열에 포함됨에도 불구하고 우리나라 금융시장은 외부 충격에 매우 민감하며 변동성이 커서 우려
 - 첫째, 한국경제는 무역의존도가 매우 높음
 - 둘째, 우리나라는 금융위기의 경험을 갖고 있는 국가
 - 셋째, 자본시장이 여타 국가에 비해서 크게 개방
- 우리나라 외환시장이 극도로 불안해져 어떠한 방법도 잘 통하지 않을 때 한미 통화스와프 체결이 외환시장의 안정을 가져온 경험
 - 2008년 초 한미 통화스와프 300억불 체결소식에 하루만에 177원 급락
 - 한미통화스와프로 추가공급된 300억불 외환 자체보다는 한미 통화스와프 체결이라는 상징성이 외환시장의 불안감을 줄이는데 더 큰 역할

(3) 환율안정화 정책과 통화 스와프

< 표6> 우리나라 통화스왑 현황

상대국가	스와프 규모	만료일
캐나다	한도 없음	없음(상설)
미국	600억 달러	21년 8월 이미 만료
중국	590억 달러(4000억 위안)	25년 10월
스위스	106억 달러(100억 프랑)	26년 3월
인도네시아	100억달러(115조 루피아)	23년 3월
호주	81억 달러(120억 호주달러)	23년 2월
UAE	54억 달러(200억 디르함)	27년 4월
말레이시아	47억 달러(150억 링깃)	23년 2월
터키	20억 달러	24년 8월
CMIM(치앙마이 이니셔티브)	384억달러	없음(상설)

(3) 환율안정화 정책과 통화 스와프

- 2008년 미국발 금융위기 당시에도 예전에 비해서 큰 규모인 2600억불의 외환보유고를 가지고 있었지만 외환시장의 불안은 막을 수 없었음.
- 현재 외환보유고는 2008년 비해서도 크게 늘었지만 그와 동시에 국제금융시장에서 움직이는 일별 외환의 규모도 매우 커졌기 때문에 충분하지 못하다는 의견도 대두
- 그런데 외환보유고를 무작정 늘리는 것도 비용 측면에서 쉽지 않은 일임.
- 외환보유고 확충처럼 비용이 발생하지 않으면서 외환시장의 안전판 역할이 통화스와프
- 한미통화스왑을 위해서는 경제 뿐만 아니라 한미 동맹 등의 정치 외교적 접근 필요성
- 최근 국제금융시장의 불안은 급격한 미국 금리 인상으로 유발된 만큼 미국의 원죄
- 한국의 외환 및 금융시장 불안으로 추후 한국이 많은 국가와 더불어 미국 국채 매도 동참하면 미국의 국채 시장도 불안해질 가능성도 존재

(3) 환율안정화 정책과 통화 스와프

- 한미 통화 스와프 체결이 현실적으로 어렵다면 먼저 여타 국가와의 체결도 노력할 필요
 - 중국, 일본, 스위스 등 국제 시장에서 통용되는 화폐를 가진 국가와 통화 스와프 확대 추진
 - 특히 한국이 무역적자를 거두는 국가와 할 경우 효과 확대(예: 일본)
 - 한국은 일본과 2001년 7월 20억 달러 규모의 첫 통화스와프
 - * 스와프 규모가 2011년 700억 달러까지 확대된 바 있으나, 2012년 한·일 관계가 악화하면서 10월 만기가 도래한 570억달러 규모의 통화스와프 연장 실패
 - * 2015년 2월 만기가 끝나면서 완전 종료
 - 한일 통화스와프 재개 이후 일본에서 수입할 경우 엔화 결제유도하면 달러 수요 감소 효과

요약

1. 최근 한미 금리 역전현상 등으로 원화환율 상승과 주가 하락 발생하였으나 아직 소비자물가는 하락세를 보이지 않고 있음.
2. 외국인 증권투자자자금은 9월에 유출로 반전되었으며, 거주자 해외증권투자는 크게 확대
3. 구매력 평가설(PPP)과 Edwards의 균형실질환율을 이용한 방법을 이용해 계산한 결과 균형 원화환율은 1263원과 1241원
 - 저평가가 크면 물가 상승과 환율변동성이 커지고 결국 무역과 투자에 악영향
 - 환율 급등을 막기 위한 외환시장 개입정책의 논거

요약

4. 한미통화스왑을 위해서는 경제 뿐만 아니라 한미 동맹 등의 정치 외교적 접근 필요성
 - 최근 국제금융시장의 불안은 급격한 미국 금리 인상으로 유발된 만큼 미국의 원죄
 - 한국의 외환 및 금융시장 불안으로 추후 한국이 많은 국가와 더불어 미국 국채 매도 동참하면 미국의 국채 시장도 불안해질 가능성도 존재

5. 한미 통화 스와프 체결이 현실적으로 어렵다면 먼저 여타 국가와의 체결도 노력할 필요
 - 중국, 일본, 스위스 등 국제 시장에서 통용되는 화폐를 가진 국가와 통화 스와프 확대 추진