자본시장연구원 릴레이 정책세미나

KCMI

한국 외환시장의 변동성 :
원인과 대응전략

2013. 5. 14

국제금융실장
이 승 호

자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

목 차

환율변동성의 의의

❖ 외환시장 변동성은 주로 환율변동성(exchange rate volatility)으로 파악

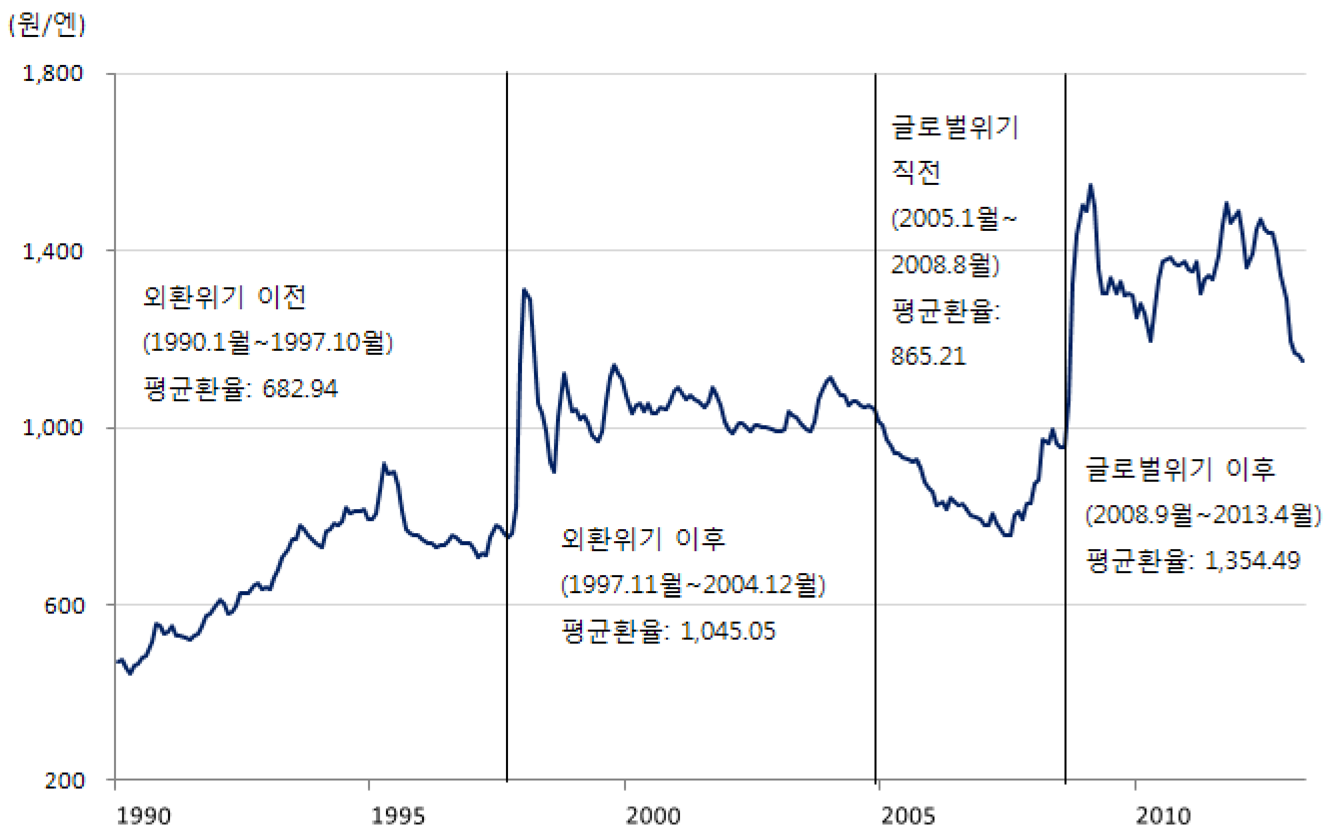
❖ 환율변동성이란 일정기간중 환율변동의 크기 또는 정도를 의미
- 통상 일일 환율변동 등 단기간내의 환율변동을 바탕으로 측정
- 두 기간간 환율수준 변동으로 파악할 경우 단기 변동성을 파악하기 곤란

원/달러환율 추이

자료: 한국은행 경제통계시스템

<참고> 시기별 원/엔환율 추이

1990년 이후 시기별 원/엔환율 추이



환율변동성 확대시 영향

❖ 환율변동성 확대시 부정적 및 긍정적 영향이 병존

- 예상치 못한 외부충격으로 인한 변동성 확대시 부정적 영향이 우세한 반면,
- 적절한 수준의 변동성은 외환거래량 증가 등에 기여

❖ 부정적 영향

- 수출입기업 및 금융투자자들의 환위험이 증대
- 기업의 투자 의사결정에 혼선을 초래하여 실물부문에 악영향
- 주식시장 등 금융시장의 변동성 확대로 전이되어 금융 안정성을 저해

❖ 긍정적 영향

- 외환거래량 증가로 외화유동성 공급 등 외환시장 본연의 기능이 제고
- 외환시장의 양적 확대로 외부충격에 대한 자체 흡수력이 증대
- 환리스크에 대응한 다양한 금융상품의 개발로 금융시장 발전에 기여

환율변동성의 측정방법

❖ **환율변동성을 측정하는 방법에는 통상 역사적 변동성, GARCH 변동성 및 내재변동성 등이 널리 사용**

– 역사적 변동성(historical volatility)
  - 실제 환율변동을 토대로 변동성을 측정하는 실현변동성
  - 전일대비 변동 또는 당일 최고치와 최저치의 차이 등으로 시산

– GARCH 변동성
  - 환율이 추세적 변동으로부터 벗어나는 정도를 행태방정식 추정을 통해 파악
    GARCH(1,1) 예 : $y_t = x_t'\gamma + \varepsilon_t \sim (0, \sigma^2_t)$, $\sigma^2_t = \omega + \alpha\, \varepsilon^2_{t-1} + \beta\, \sigma^2_{t-1}$
  - 환율변동이 특정 기간에 집중되는 특성을 감안

– 내재변동성(implied volatility)
  - 옵션시장에서 결정되는 실제 옵션프리미엄 가격을 이용하여 시산
  - 미래(forward looking) 환율변동성에 관한 시장기대를 반영

원화의 환율변동성 추이

❖ 2012년중 원/달러환율의 변동성은 글로벌 금융위기 이전 수준으로 안정

– 다만, 2013년 들어서는 엔화 변동 및 북한 리스크 등으로 변동성이 확대

❖ 원화의 경우 환율 상승시 변동성이 비대칭적으로 확대

원화의 일일 환율변동성

자료: 한국은행 경제통계시스템

(%)

	2005~07	2008	2008 4/4	2009	2010	2011	2012	2013 1/4
일 중 변동폭	4.1	18.3	45.2	14.6	9.5	7.2	4.2	5.4
변동률1)	0.42	1.50	3.32	1.10	0.81	0.64	0.37	0.49
전일대비 변동폭	2.8	12.0	29.2	9.4	6.9	5.6	3.3	4.0
변동률2)	0.28	0.99	2.18	0.71	0.60	0.51	0.29	0.36

주 : 1) 100 × (일중 최고가 - 일중 최저가)/당일 평균 환율
2) 100 × (금일 종가 - 전일 종가)의 절대값/전일 종가

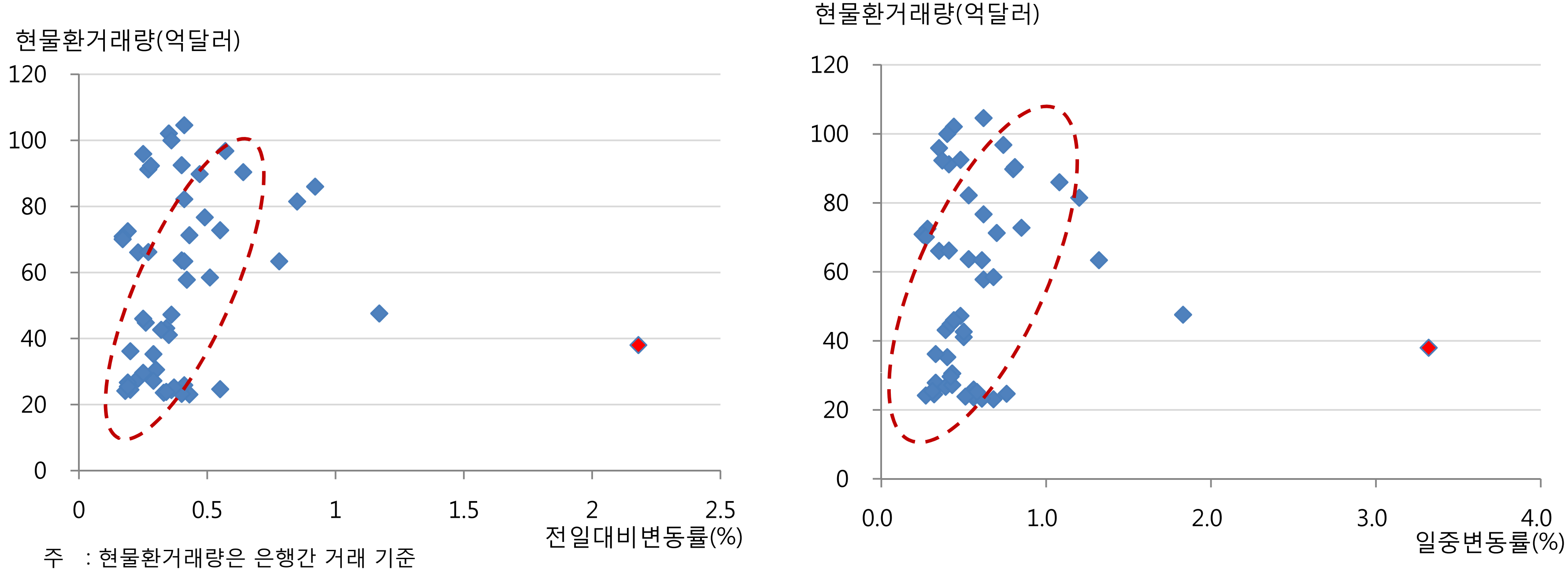
자료: 한국은행 보도자료

환율변동성과 외환거래량

❖ 금융 위기시를 제외한 일반적인 경우 환율변동성과 외환거래량은 대체로 정(+)의 상관관계를 보임

– 2008.4/4분기에는 환율변동성 확대와 거래량 감소가 동시에 나타남

환율변동성과 외환거래량
(2000.1/4~2012.4/4)



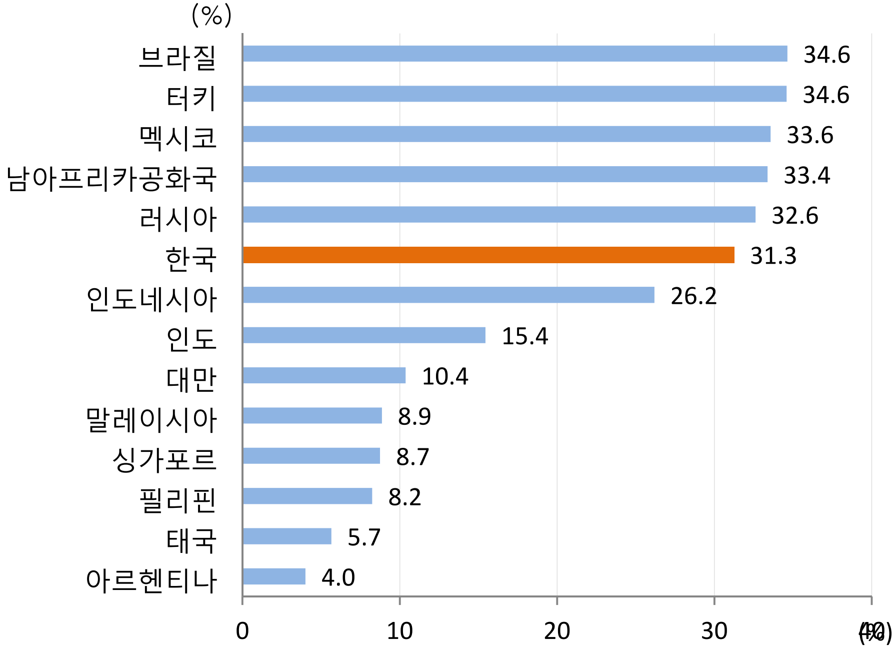
주 : 현물환거래량은 은행간 거래 기준
자료: 한국은행

환율변동성의 국별 비교

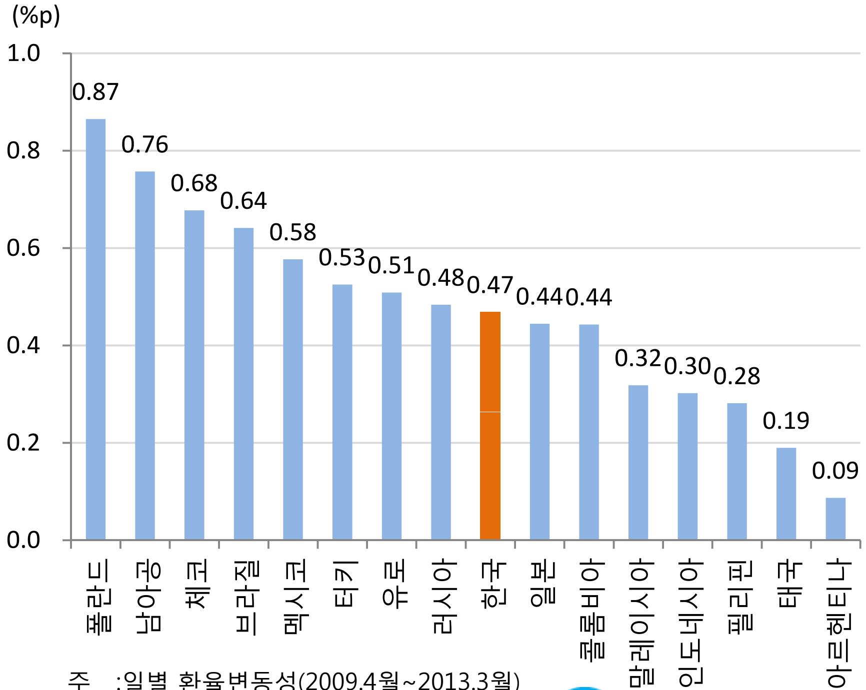
❖ 글로벌 금융위기시 원화의 최대 절하폭은 아시아 신흥국중 가장 높은 편이며 남미, 동유럽 국가 등과 비슷한 수준

❖ 일일(전일대비) 환율변동성에서도 비슷한 양상을 보임

환율변동성의 국별 비교



주 : 각국 환율의 최고치를 208.8월말 환율과 비교한 수치(절하율, %)임
자료: Datastream



주 :일별 환율변동성(2009.4월~2013.3월)
자료: Bloomberg

자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

목 차

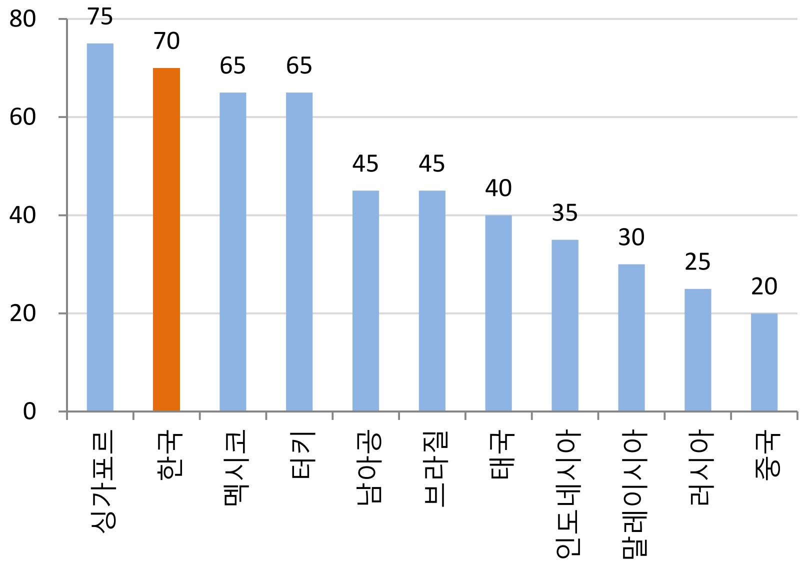
(1) 자본시장 개방도 : ① 높은 시장개방도

❖ 우리나라의 자본시장 개방도는 여타 신흥국에 비해 매우 큰 편임

– 제도적(de jure) 측면에서 대부분의 자본유출입이 외환위기 이후 자유화
– 실질적(de facto) 측면에서 GDP대비 외국인 증권투자자금 유입 규모가 큼

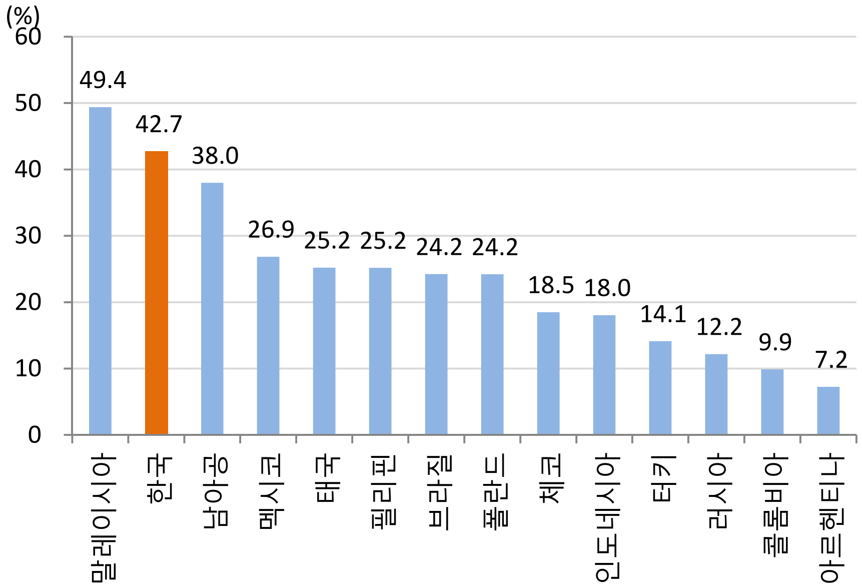
자본시장개방도 국별 비교

제도적(de jure)



주 : Heritage Foundation과 Wall Street Journal의 2010년 투자자유화 지수 기준
자료: 한국은행, 2011.

실질적(de facto)



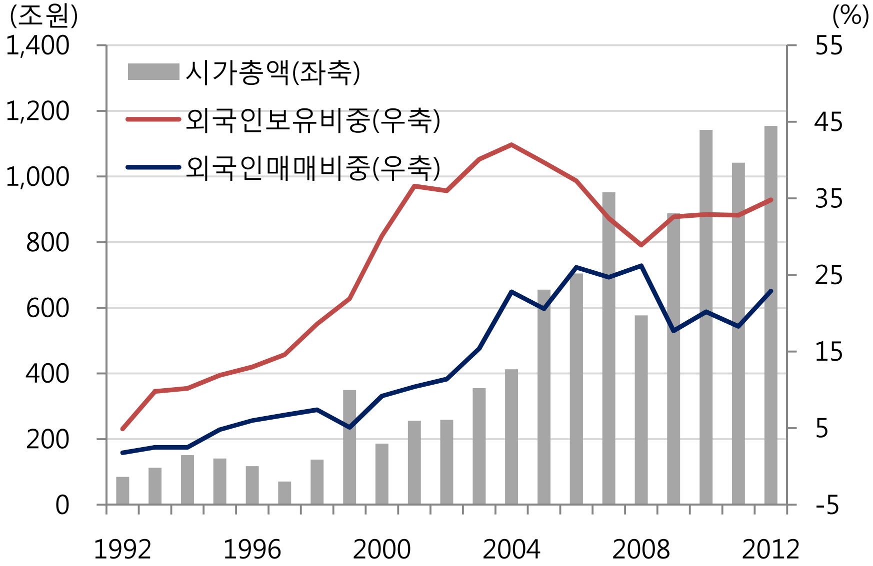
주 : 국제투자대차대조표상 포트폴리오투자 부채/명목GDP (2011년 기준)
자료: Datastream, WDI

(1) 자본시장 개방도 : ② 높은 외국인 투자비중

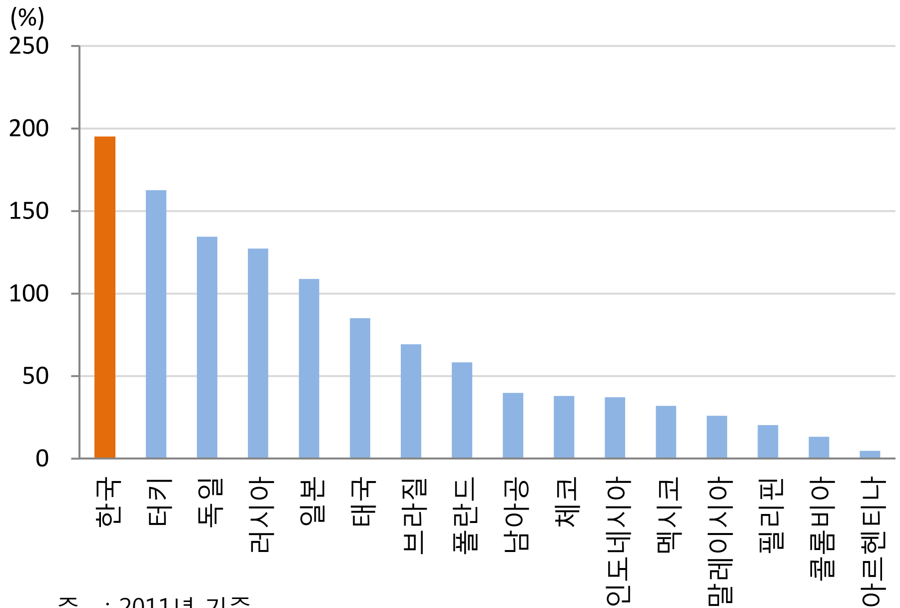
❖ 외국인의 국내 주식시장에 대한 투자 비중은 매우 큰 편
- 2012년말 현재 외국인 보유비중 : 34.8%
- 2012년중 외국인 매매비중 : 22.9%

❖ 주식 회전율(=거래대금/시가총액)도 여타국에 비해 한국이 가장 큰 편

주식시장의 외국인 비중



주식 회전율 비교



주 : 2011년 기준
자료: WDI

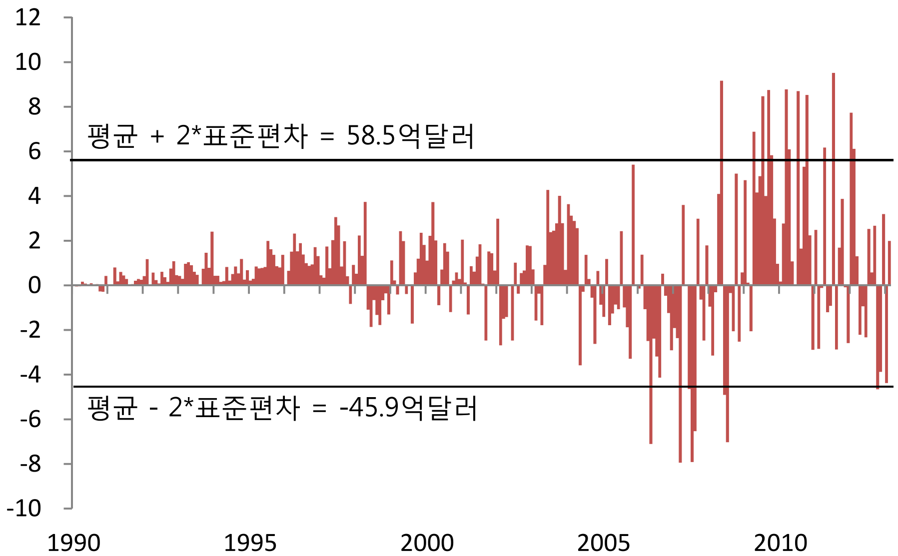
자본시장연구원 Korea Capital Market Institute

(1) 자본시장 개방도 : ③ 높은 자본유출입 변동

❖ 글로벌 금융위기 이후 외국인 증권투자자금의 유출입 변동이 확대
- 지난 20년간 월별 기준으로 표준편차의 2배를 상회하는 경우가 증가
- 경제규모(GDP) 대비 외국인의 국내 증권투자자금의 유출입 변동성은 멕시코 다음으로 높은 수준

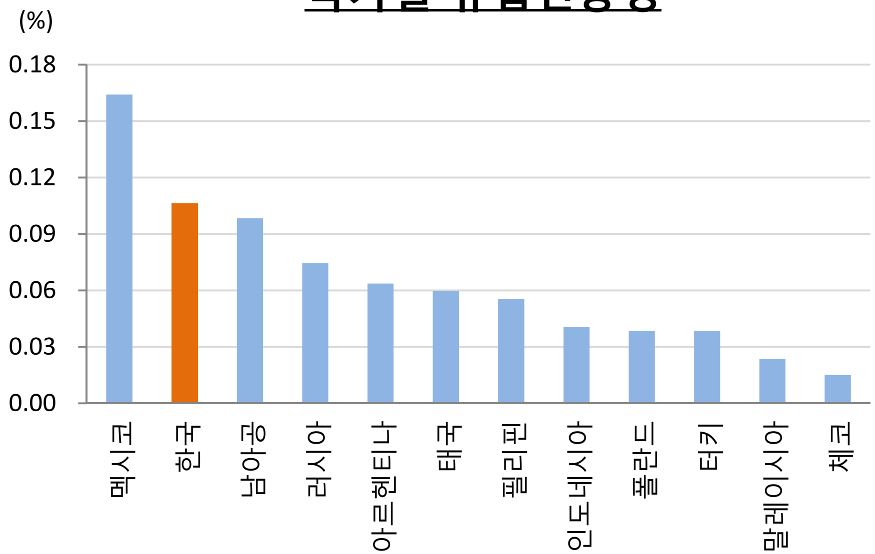
자본유출입 변동성

한국의 외국인 증권투자자금 유출입



주 : 포트폴리오투자수지 기준
자료: 한국은행 경제통계시스템

국가별 유입변동성



주 : (연별 포트폴리오투자 부채/명목 GDP)의 표준편차(2002~2011)
자료: Datastream, WDI

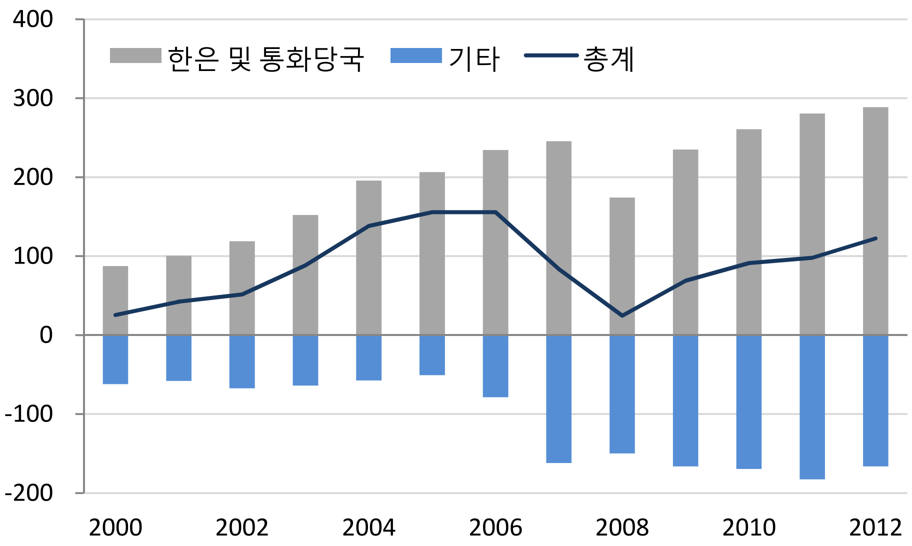
자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

(2) 외자의존도 : ① 외환의 초과수요

❖ 은행 등 민간부문은 외화부채가 외화자산을 지속적으로 상회
- 우리나라는 순채권국이나 지분증권(주식)을 고려할 경우 순채무국

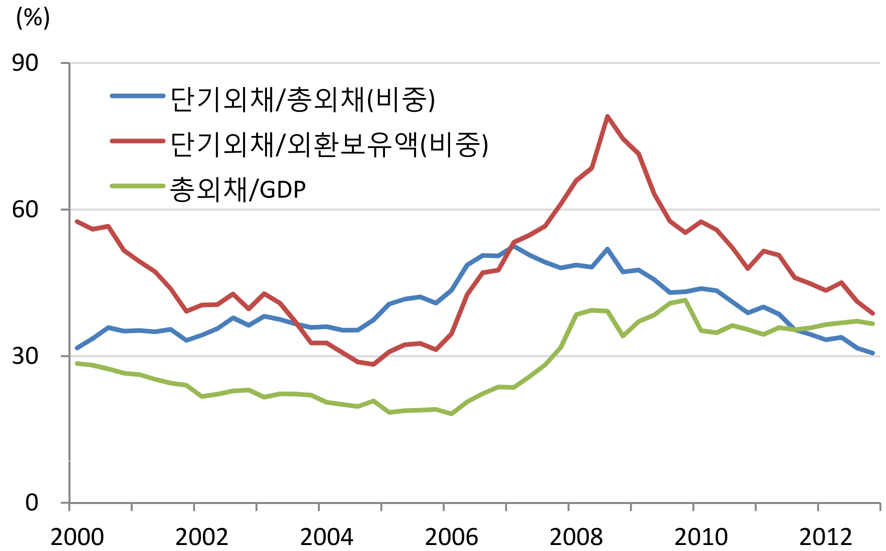
❖ 이에 따라 외채 의존도가 상대적으로 큰 구조
- GDP대비 총외채 비중 : 36.6%(2012년말 기준)
- 최근 단기외채 비중은 30% 초반 수준으로 하락

대외자산 및 부채 규모



자료: 한국은행 경제통계시스템

외채 추이



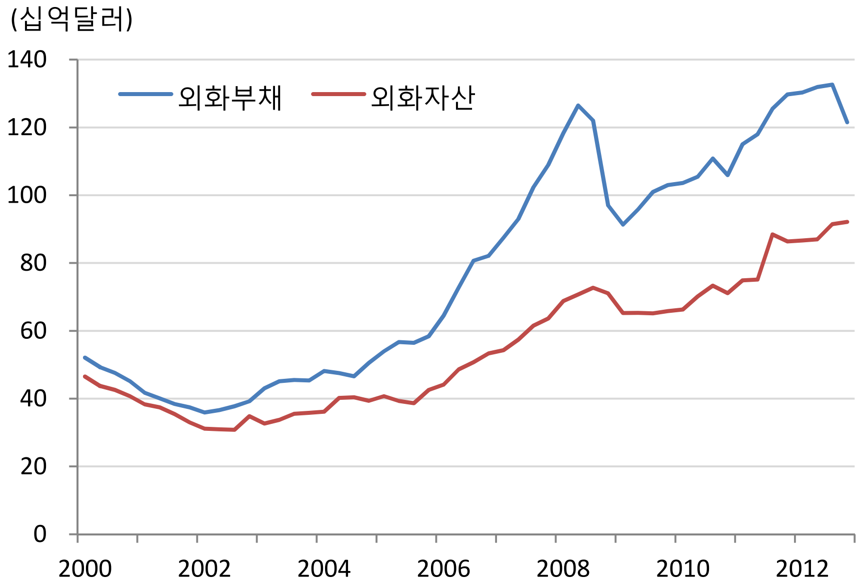
자료: 한국은행 경제통계시스템

(2) 외자의존도 : ② 은행의 통화 및 만기불일치

❖ 여타부문에 비해 은행부문의 통화불일치(currency mismatch) 정도가 큼
- 특히 외은지점의 통화불일치 규모가 2006년 이후 크게 확대
  - 외은지점의 경우 외화유동성비율 규제 적용을 받지 않는 데 일부 기인

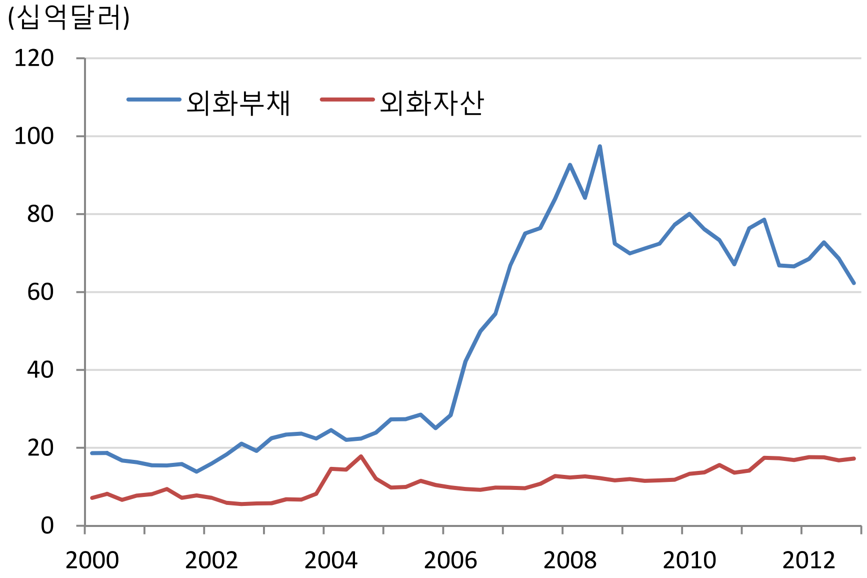
은행의 통화불일치[1)]

국내은행



주 : 1) 외화자산-외화부채
자료: 한국은행 경제통계시스템

외은지점



주 : 1) 외화자산-외화부채
자료: 한국은행 경제통계시스템

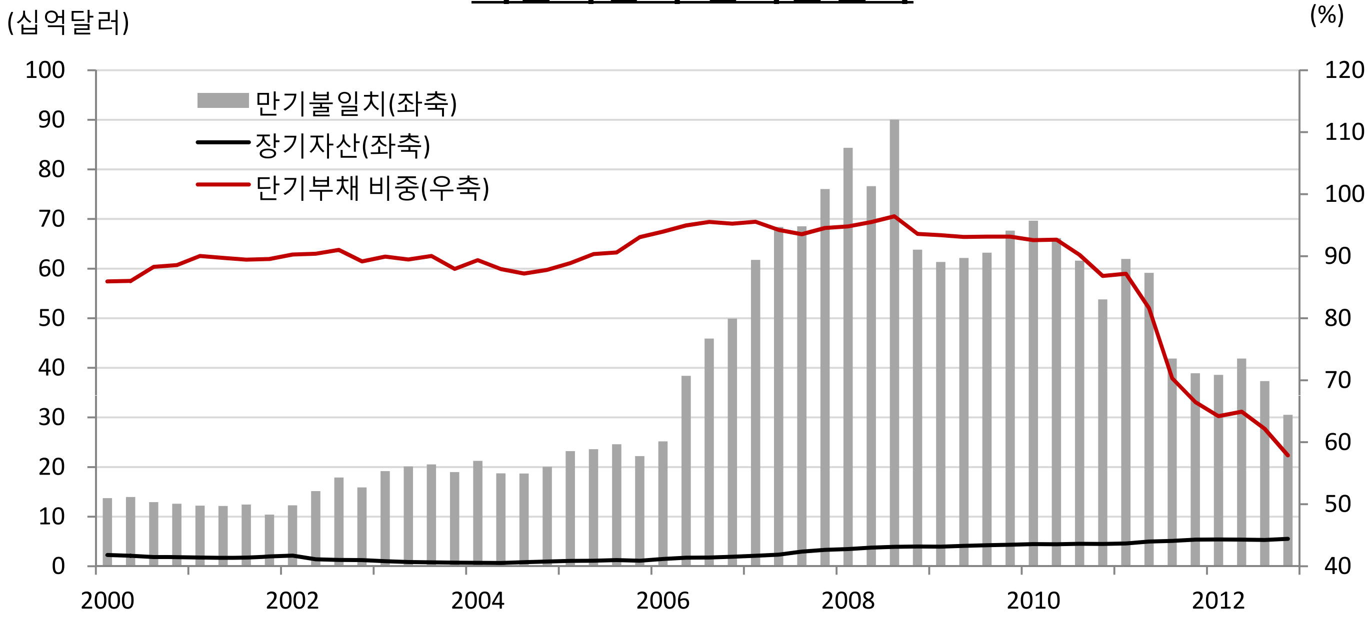
(2) 외자의존도 : ② 은행의 통화 및 만기불일치

❖ 만기불일치(maturity mismatch)도 외은지점에 집중되었으나 최근 개선

– 글로벌 금융위기 당시 외은지점 차입의 대부분이 잔존만기 1년 이내의 단기이며 이중 절반 정도는 1개월 이내

– 최근 외은지점의 장기부채가 크게 증가한 반면 단기부채 비중이 큰 폭 하락

외은지점의 만기불일치



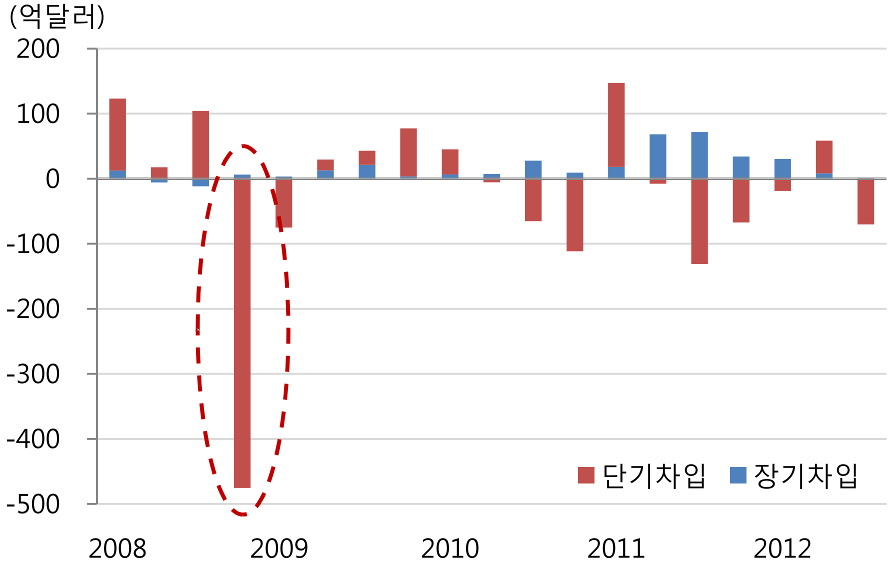
주 : 만기불일치는 장기자산과 단기부채의 차이
자료: 한국은행 경제통계시스템

(2) 외자의존도 : ③ 급격한 디레버리징

❖ 은행의 통화불일치 규모 및 유럽계 은행에 대한 차입비중이 여전히 높아 디레버리징(deleveraging) 위험 상존

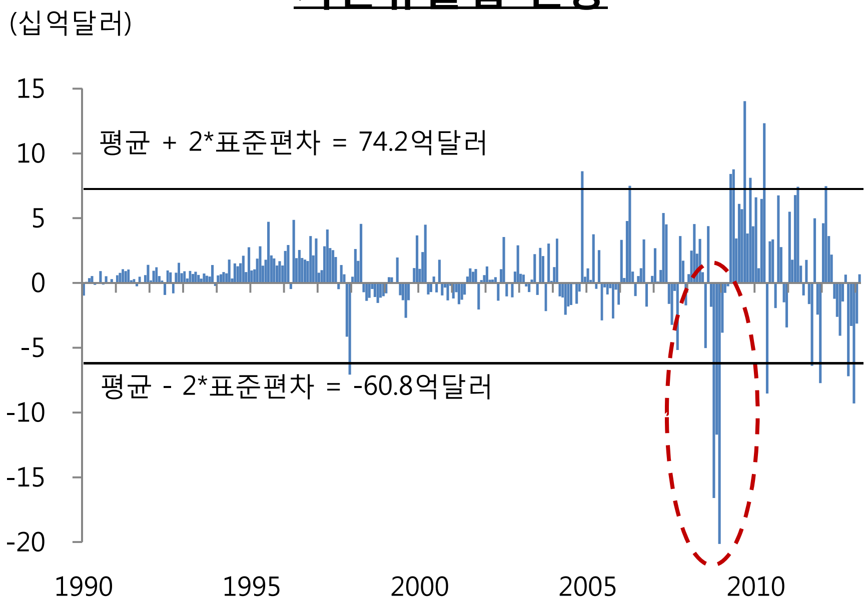
– 지난 2008년 4/4분기중 자본유출입의 변동 및 sudden stop 발생은 주로 은행부문의 급격한 자본유출에 기인 (2008.9~12월중 513억달러 유출)

금융기관 순차입금 변동



자료: 한국은행 경제통계시스템

자본유출입 변동



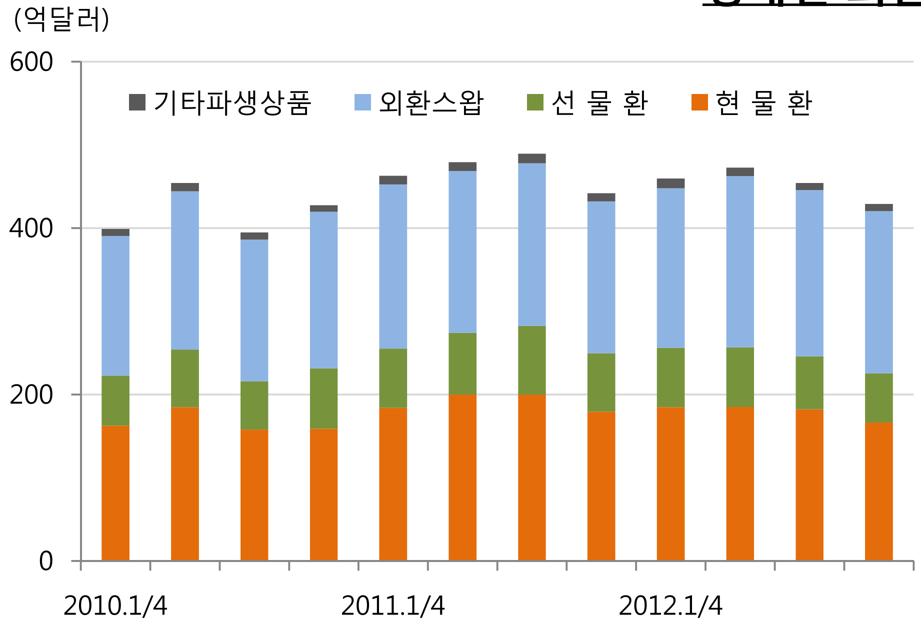
주 : 포트폴리오 수지 + 은행 순차입 기준
자료: 한국은행 경제통계시스템

(3) 취약한 외환시장 : ① 협소한 외환거래 규모

❖ 글로벌 금융위기 이후 원/달러환율의 변동성이 감소하면서 우리나라의 외환거래량도 위축되는 경향

- 2012년중 전체 외환거래량(은행간+대고객 거래)은 전년보다 3% 정도 감소
- 현물환 거래 비중(2012년중 40%)이 여전히 높은 편

형태별 외환거래[1] 규모



(일평균, 억달러)

	2009	2010	2011	2012 1/4	2012 2/4	2012 3/4	2012 4/4
현물환	139.1	165.8	190.9	184.8	185.0	182.3	166.4
선물환	56.8	65.2	74.6	71.4	71.8	63.7	59.0
외환스왑	176.2	179.2	192.3	191.8	205.7	199.9	195.0
기타[2]	8.7	8.7	10.5	11.6	10.2	8.3	8.7
계	380.8	418.9	468.3	459.6	472.7	454.2	429.1

주 : 1) 은행간 및 대고객거래 포함
2) 통화스왑 및 옵션 등
자료: 한국은행

자본시장연구원 Korea Capital Market Institute

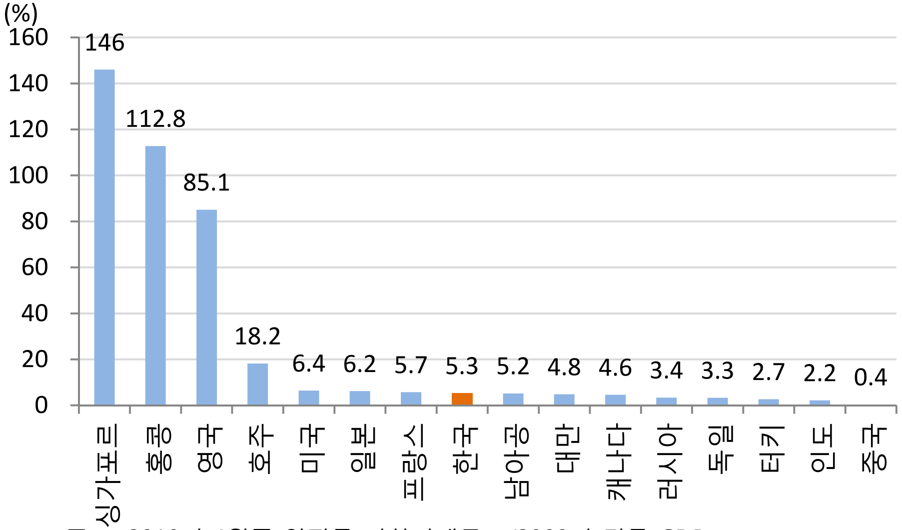
(3) 취약한 외환시장 : ① 협소한 외환거래 규모

❖ 우리나라 외환거래량은 경제규모 및 교역규모에 비해 작은 수준

- 2010년 국별비교(BIS)에 따르면 우리나라 외환거래 규모(대고객거래 포함)는 전세계 13위 수준
- 환율변동성이 비교적 큰 데 반해 외환거래규모가 작은 것은 외환시장이 질적으로 충분히 성숙하지 못했음을 시사

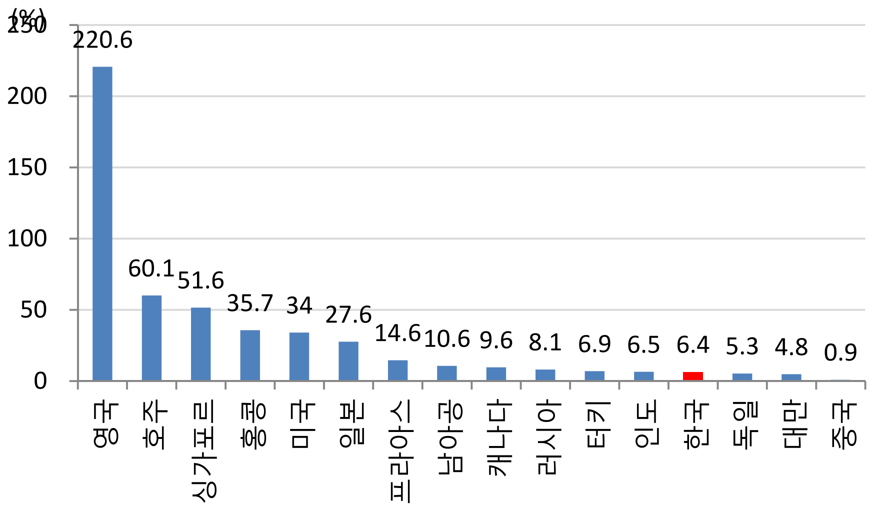
외환거래[1] 규모

GDP 대비



주 : 2010년 4월중 일평균 외환거래규모/2009년 명목 GDP
자료: IMF, BIS

교역규모 대비



주 : 2010년 4월중 일평균 외환거래규모/2009년 교역(수입+수출)규모
자료: IMF, BIS

(3) 취약한 외환시장 : ② 미발달한 은행간시장

❖ 은행간 외환시장은 주로 외국환은행들에 의해 주도

- 증권사, 자산운용사 등 외국환업무취급기관의 참여가 제한적
  - 외국환은행 : 2013년 3월말 현재 총 54개(중개사 등록 기준)
    - 국내은행 16개(시중은행 5개, 특수은행 5개, 지방은행 6개)
    - 외국은행 국내지점 : 38개
  - 종금사 : 1개
  - 증권사 : 10개

❖ 시장조성자(market maker)의 부재

- 외환거래시 양방향 호가(two-way quote)를 제시함으로써 환율안정을 도모하는 대형 금융기관의 역할이 전무한 상황
- 외환당국이 시장안정의 주된 역할을 담당하지 않을 수 없는 상황

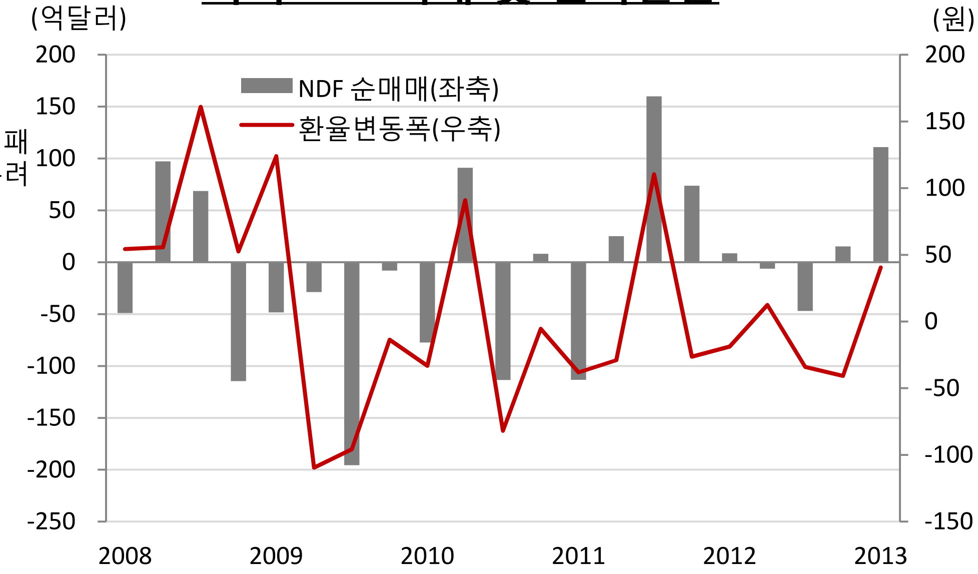
(3) 취약한 외환시장 : ③ 외부충격시 쏠림현상

❖ 협소한 외환거래량과 은행간 시장의 미성숙은 외부충격시 쏠림현상을 가중시켜 기초경제여건에 비해 환율이 민감하게 반응

- 유럽 재정위기 등 외부 불확실성에 따라 단기적인 환율 급등이 반복
- 역외NDF거래에 국내 은행들이 동일한 방향으로 거래(엔화환율과도 관련)

유럽 재정위기시 원화환율

역외 NDF거래 및 원화환율



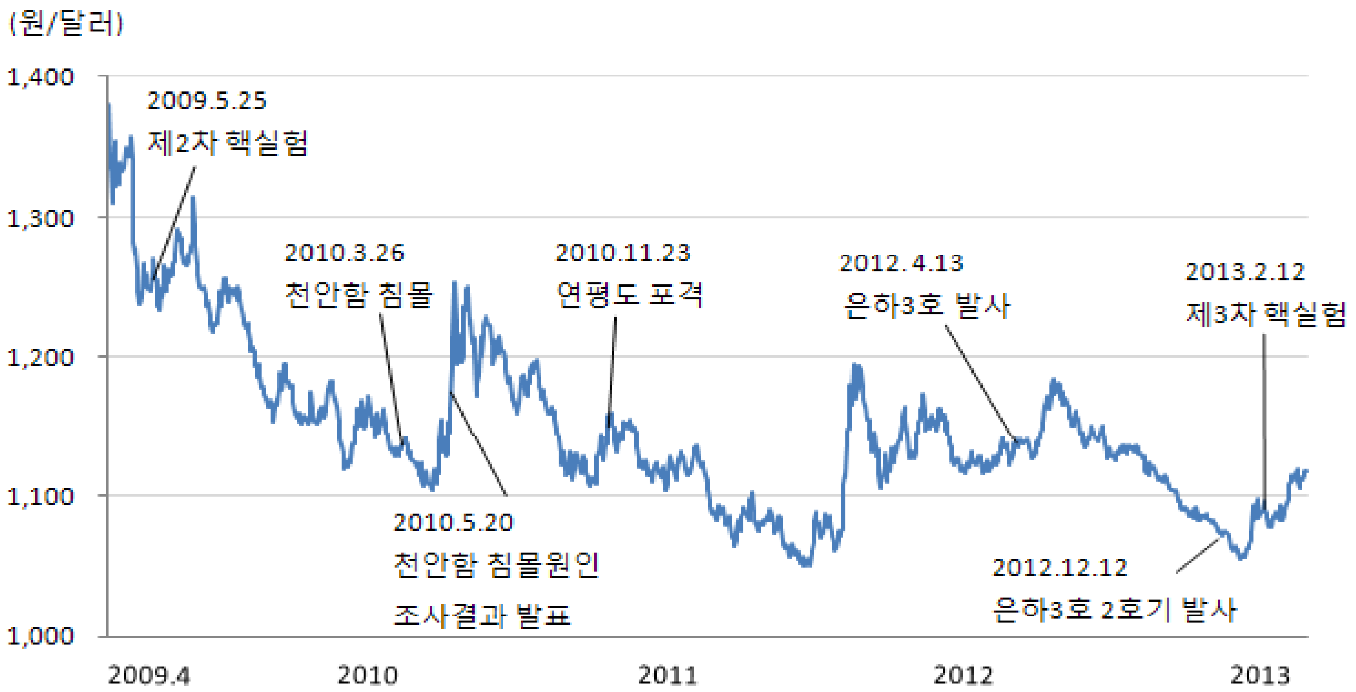
자료: 한국은행

자본시장연구원 Korea Capital Market Institute

(3) 취약한 외환시장 : ③ 외부충격시 쏠림현상

- 북한 관련 리스크 확대 등 우리나라 고유의 지정학적 리스크도 원화 환율의 변동성 확대 요인
  - 다만, 비경제적 요인으로 영향이 단기간에 그침

북한 관련 사건 및 원화환율



목 차

거시건전성정책 위주의 대응

국제적인 거시건전성정책 부각	우리나라의 도입 배경
▪ 국제자본이동에 대한 규율과 질서 마련 ▪ 자본이동에 대한 규제나 통제와는 구별 ▪ 미시건전성 정책을 보완하여 금융안정성 강화를 주목적 ▪ 거주자와 비거주자에 대한 동등한 대우	▪ 높은 대외의존도 및 개방도 ▪ 경기순응성 ▪ 자본유출입의 높은 변동성 ▪ 외채구조의 취약성 ▪ 은행의 통화 및 만기 불일치

급격한 자본유출입에 따른 경기순응성 및 변동성 최소화

주요 거시건전성정책 내용

2010 2011 2012

1월

- **외화유동성 비율 강화**
  - 은행의 중장기 외화대출비율 80→90%
  - 선물환거래 실물거래의 125%로 제한

10월

- **선물환포지션 한도제도 도입**
  - 전월말 자기자본 대비 국내은행 50%, 외은지점 250%

1월

- **외국인채권투자시 과세 부활**
  - 이자소득세: 14%
  - 양도소득세: 20%

7월

- **김치본드 투자금지**
  - 원화사용 목적의 외화채권 발행은 우회적인 외화대출수단

8월

- **외환건전성 부담금 도입**
  - 은행의 비예금성 부채에 부과

거시건전성정책 도입 이후 상황

환율 안정화 및 변동성 축소	외채구조의 개선
▪ 원/달러환율 하향 안정세 ▪ 환율변동성 축소 ▪ 외화자금시장 안정	▪ 총외채 증가율 둔화 ▪ 단기외채비중 하락 ▪ 은행의 통화 및 만기 불일치 개선
양호한 외화유동성	**대외신인도 향상**
▪ 은행 및 기업의 외화자산 증가 ▪ 차입가산금리 하락 ▪ 외환순공급 우위 지속	▪ 국가신용등급 향상 ▪ 외평채 CDS프리미엄 하락 ▪ 외부충격에 대한 체질 강화

환율변동성 원인 및 정책대응 (요약)

구조적 특징	변동성 확대요인	정책대응
높은 개방도 대외 의존도 경기 순응성	급격한 자본유출입 변동 단기적인 외채구조 통화 및 만기불일치	선물환포지션한도 외국인채권투자 과세 외환건전성부담금
외부충격	취약한 외환시장 구조 외환시장의 쏠림현상	시장안정화 조치 외환보유액 확충 등

- 거시건전성 정책 등 자본유출입 변동에 대한 제도적 보완으로 구조적 문제가 상당부분 개선
- 반면 환율변동성을 흡수할 수 있는 외환시장의 폭과 깊이는 여전히 취약

향후 과제

1. 시장자체의 충격흡수 능력 향상

- 적절한 환율변동성 유지를 통한 거래량 확대
- 은행간시장 참가자 확대 및 시장조성자 육성
- 국내 장단기 금융시장과의 연계 강화

2. 거시건전성 강화 노력 지속

- 기존의 조치들에 대한 보완 및 시장상황 모니터링 강화
- 국제적 정합성을 바탕으로 한 거시건전성 체계 구축
- 자본유출입 억제가 시장을 위축시키지 않도록 유념

3. 대외신인도 제고

- 안정적인 거시경제정책을 통한 대외신인도 유지
- 국가 대외자산 및 대외부채의 효율적 관리
- 글로벌 금융안전망(GFSN) 구축 노력 등

감사합니다