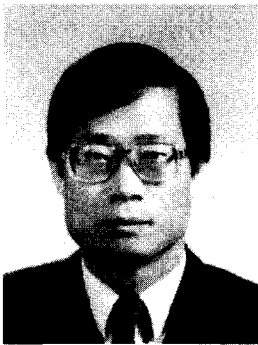


자본시장 개방과 환율변동 대처방안

I. 들어가는 말



곽 태 운
〈서울시립대 경제학 교수〉

주지하는 바와 같이 우리나라는 이제 OECD에 가입하여 국내경제여건을 선진국수준으로 격상시키지 않으면 안되는 중대한 정책적 변화에 직면하고 있다. 정책적 변화의 요체는 바로 모든 경제부문의 자유화로 요약될 수 있으며 국내자본시장의 개방은 핵심과제중의 하나이다. 따라서 우리나라는 앞으로 국내금융시장의 자유화촉진과 더불어 국내자본시장을 더 빠른 속도로 추진할 전망이다. 자본시장개방이란 우리나라 국내자본시장을 개방하여 외국인의 자본거래를 자유화하는 것을 뜻한다. 물론 이 경우 외국인에 의한 국내자본시장거래가 활성화됨과 동시에 내국인의 국제자본거래도 아울러 자유화된다. 자본거래의 구체적 형태는 직접투자, 증권투자, 증권발행, 차입, 예금, 부동산거래 등이 있다.

직접투자는 실물투자를 의미하며 대체로 이것은 장기적인 성격을 지닌다. 증권투자는 주식, 채권, 금융상품, 파생금융상품 등에 대한 투자를 말한다. 증권발행도 그 대상은 증권투자의 경우와 같은데 증권투자는 기발행된 증권에 대한 투자를 말하는데 반해서 이것은 신규증권의 발행을 의미한다. 차입이란 금융기관을 통한 자금차입을 의미하는데 은행을 통한 차입이 대부분이다. 예금이란 은행의 예금계정을 의미하여 부동산거래는 토지 건물 등 부동산의 매매거래를 말한다. 부동산거래는 대부분 장기적인 성격을 지닌다. 자본거래는 그 주체

■ 目 次 ■

- I. 들어가는 말
- II. 국제자본이동의 근본원리
- III. 자본시장 개방과 환율변동원리
- IV. 자본시장 개방과 환율변동위험
- V. 환율변동 대처방안

가 내국인인가 비거주자인가에 따라 자본의 유입과 유출이 결정된다. 그러므로 자본시장개방은 바로 자본유입과 자본유출에 대한 자유화를 의미하게 된다.

우리나라의 경우 자본시장의 개방폭이 확대되면 당분간은 자본이 유입될 것으로 보는 것이 지배적이다. 그것은 우리나라의 경우 국내 금리, 주식투자 수익률 등이 높고 성장잠재력이 크기 때문이다. 이러한 경우 외국자본의 과도한 유입은 환율 등 국내금융시장을 교란시킬 우려가 높으므로 과도한 자본유입은 억제하도록 해야 한다.

자본시장개방이 국민경제에 미칠 파급효과는 매우 광범위하고 지대하다. 이 글은 범위를 가급적 좁혀서 자본이동이 환율변동에 미칠 영향을 분석하고 환율변동에 따른 위험을 관리하기 위한 방안을 제시하는데 초점을 맞추고자 한다. 이를 위해서 먼저 국제자본이동의 근본원리를 설명하고 그 다음에 자본이동과 환율변동메카니즘을 설명한다. 그리고 이것을 근거로 하여 환율변동에 따른 위험을 설명하고 그러한 위험에 대한 대처방안을 거시경제적차원과 개별기업의 차원으로 나누어 제시하고자 한다.

II. 국제자본이동의 근본원리

국제자본이동의 근본원리는 무엇인가? 자본이 국내외로 이동하는 것은 근본적으로 투자자산의 수익률의 국제비교에서 야기된다. 자본의 국내외유출입이 자유로운 경우 어떤 투자자가 일정기간동안 투자할 수 있는 여유자금을 가지고 있을 때 그 투자자는 반드시 투자대상을 모색할 것이다. 그 투자대상은 투자의 예상수익률에 따라서 결정될 것이다. 그런데 국내자산에 투자할 것인가 아니면 해외자산에 투자할 것인가를 결정하는데 투자의 예상수익

율이 그 선택의 기준이 된다. 만일 국내자산의 투자수익률이 해외자산의 투자수익률보다 높으면 국내자산에 투자할 것이고 반대로 해외자산의 수익률이 국내자산의 수익률보다 더 높으면 해외자산에 투자할 것이다. 전자의 경우는 국내로의 자본유입이 일어나는 반면 후자의 경우는 해외로의 자본유출이 일어나게 된다. 좀더 이해를 명료하게 하기 위해 다음의 부호를 사용하여 설명해 보기로 하자.

r : 국내자산의 수익률

r^* : 달러표시해외자산의 수익률

E : 대미달러환율(달러당 원화표시)

E^* : 대미달러 예상환율(달러당 원화표시)

R^* : 해외자산의 예상수익률

이제 이 투자자가 국내자산에 투자할 경우 수익률은 바로 r 이 된다. 반면 해외자산에 투자할 경우 수익률(R^*)은 달러표시해외자산의 수익률, r^* 와 환율의 예상상승율($(E^*-E)/E$)의 합인 $R^*=r^*+(E^*-E)/E$ 가 된다. 여기서 유의할 것은 해외자산에 투자할 경우에는 달러표시자산의 자체수익률외에 환율상승에 대한 예상치가 추가되어 있다는 점이다. 그 이유는 우리나라 투자자의 경우 투자에 대한 원리금을 회수할 때 그것을 원화로 다시 환전한 금액이 과연 얼마가 되느냐가 중요하기 때문이다. 만기시에 달러화로 받은 원리금은 투자기간동안 환율이 상승하면 원화로 환전했을 때 그만큼 수익률이 더 올라갈 것이고 반대로 투자기간 동안 환율이 떨어지면 원화환전금액은 줄어들 것이므로 수익률은 떨어질 것이다. 따라서 해외자산에 투자할 경우의 수익률은 반드시 자체수익률에다 환율의 예상상승율을 합한 것이 된다.

이제 투자자가 국내자산에 투자할 것인가 아니면 해외자산에 투자할 것인가는 두가지

경우의 수익률을 비교하면 극명하게 나타난다. 국내수익률(r)이 해외수익률(R^*)보다 더 높으면 국내자산에 투자할 것이고 이 경우에는 자본의 국내유입이 일어나게 된다. 반대로 해외수익률이 국내수익률보다 더 높으면 해외자산에 투자할 것이고 이 경우에는 자본의 해외유출이 일어나게 된다.

Ⅲ. 자본시장개방과 환율변동원리

그러면 여기서 국내수익률과 해외수익률간에 차이가 있으면 어떠한 경로를 거쳐 그 차이가 없어지고 양자가 같아지게 되는가를 알아보기로 하자.

예를 들어 미국의 수익률(R^*)이 국내 수익률(r)보다 높다고 해 보자. 이 경우 투자자들은 국내자산보다는 미국의 달러표시 자산을 더 선호하게 되어 자본은 국내에서 미국으로 유출될 것이다. 그러면 외환시장에서 달러에 대한 매입수요가 증가하고 그에 따라 미달러 환율은 상승할 것이다. 이 경우에 E 의 값은 커지게 된다. 한편 대미자산투자의 증가로 이제 미국 달러표시자산의 보유가 늘어나게 되는데 이는 앞으로 만기가 되었을 때 미국달러표시자산의 투자원리금회수가 늘어난다는 것을 의미하므로 앞으로 달러환율이 떨어질 것으로 예상하게 된다.

즉 E^* 의 값은 하락하게 된다. 그러면 $(E^* - E)/E$ 의 값은 떨어지게 된다. 이 두가지 요인의 결과로 미국자산에 대한 투자수익률 R^* 의 값은 떨어지게 되어 r 과 R^* 의 격차는 좁혀지게 된다.

이러한 과정은 양자의 수익률이 같아질 때까지 계속될 것이다. 즉 국내수익률과 해외수익률에 격차가 존재하면 자본의 이동에 의해서 언젠가는 같아지게 되고 그 과정에서 환율은 계속 변동하게 되는 것이다.

Ⅳ. 자본시장 개방과 환율변동 위험

이상에서 본 바와 같이 해외자산을 보유할 경우에는 반드시 환율의 변동으로 인하여 투자손실이 일어날 수 있는 위험이 존재하는데 이것을 환위험이라 부른다. 즉 자본시장의 개방은 국내의 자본이동의 증가를 초래할 것이고 그것은 환율의 변동을 증대시킬 것이며 그에 따른 환위험이 커진다는 말이다.

그런데 이 경우 개별기업이 직면하는 환위험은 가격변동위험과 환노출위험 두가지 위험으로 나눌 수 있다. 가격변동위험이란 환율이 변동할때 외화표시가격이 변동하는 위험을 말하는데 일반적으로 그것은 시장조건에 의해 결정되므로 개별기업의 통제범위를 넘어서는 경우가 많다. 환노출위험이란 환율이 변동할때 원화표시환산액에 변동을 가져올 위험에 노출되어 있는 외화표시현금의 흐름의 정도를 말하는데 이것은 기업의 전략에 따라 그 수준을 조절할 수 있으므로 기업의 중요한 환위험 관리대상이 된다.

이해를 돕기 위해 예를 들어 설명해보자. 주류협회의 K회원사가 환율이 800원일 때 단위당 100달러의 가격으로 매월 100만달러의 소주원료를 수입한다고 해보자. 이제 환율이 800원에서 900원으로 상승한다고 해보자. 그러면 소주원료의 원화표시수입가격은 단위당 8만원에서 9만원으로 상승하게 된다. 소주원료의 가격이 상승함에 따라 소주원료에 대한 수요는 감소할 것이므로 소주원료수입은 줄어들게 될 것이다. 이는 곧 외국의 소주원료수출공급회사의 입장에서 보면 수출의 감소로 나타날 것이다. 그런데 수출감소에 직면한 외국의 소주원료 공급회사는 수출가격을 단위당 100달러로 그대로 유지하기보다는 그것보다 낮은 가격을 설정하여 수출감소에 대응하려 할 것이므로

달러표시 수입가격은 변동하게 될 것이다. 그 수입가격이 구체적으로 어느 수준에서 새로이 설정될 것인가는 소주원료에 대한 우리나라의 수입수요곡선과 그것의 공급곡선의 탄력성의 크기에 달려 있다. 즉 환율의 변동은 수입가격의 변동을 가져올 것인데 그 가격의 변동은 일반적으로 개별기업의 입장에서는 통제하기 어려운 시장조건에 의해 결정된다. 물론 이 경우에도 환율변동을 미리 예측하여 앞으로의 수입예상가격을 찾아내고 그에 대한 대비를 세우는 것은 개별기업의 중요한 전략이다.

다음으로 환노출에 대해 알아보자. 환노출이란 환율변동에 따른 원화가치의 변동위험에 노출이 되어 있는 달러표시 금액의 크기를 말하는데 위의 예에서는 매월 소주원료수입액 100만달러가 환노출의 위험에 해당한다. 만일 K사가 환율변동에 대한 아무런 대비를 하지 않고 그대로 방치해 둔다면 환율이 1원만 올라도 소주원료수입부담액은 1만원만큼 그대로 늘어나게 된다. 이러한 환노출위험은 노출된 외화표시금액이 클수록 그리고 환율변동폭이 클수록 더 커진다. 환노출위험은 앞의 가격변동과는 달리 개별기업이 금융기법을 동원하여 환위험을 제거 또는 최소화할 수 있으므로 그것은 개별기업의 통제범위내에 있으며 이에 대한 개별기업의 전략설정은 매우 중요하다.

V. 환율변동 대처방안

1. 거시경제적 대처방안

1) 환율제도 운용

현행환율제도는 지난 1990년 3월부터 도입된 시장평균환율제도이다. 이 제도하에서는 환율이 원칙적으로 시장의 수급에 따라 변동하도록 하여 변동환율제도의 근본원리를 그 작

동원리로 하고 있는데 환율의 과도한 변동에 따른 부작용을 막기 위해 도입초기에는 일일 변동폭을 상하 0.4%로 제한하였으나 현재에는 그것을 2.25%까지 확대하여 운용하고 있다. 따라서 현행환율제도는 근본적으로 환율이 시장의 수급을 반영하여 움직이도록 하되 한편으로는 일일변동제한폭을 설정하여 환율의 안정성도 동시에 확보하도록 한 것이다. 그렇지만 궁극적으로는 현재와 같은 일일 변동제한폭을 완전히 철폐하여 환율이 시장의 수급메카니즘에 따라 결정되도록 하는 자유변동환율제도로 이행하는 것을 목표로 하고 있다. 그러나 앞으로 자본시장개방과 함께 자본의 유출입이 심화되면 환율의 변동은 그만큼 커지게 될 것이다. 이런 경우 환율변동을 어느 정도 허용할 것인가가 어려운 문제로 등장하게 된다. 환율의 지나친 변동을 억제하려면 외환당국이 적극적으로 시장개입을 해야 할 것이나 이는 통화량의 과도한 변동을 초래하여 물가, 금리, 경기 등에 나쁜 영향을 미칠 것이다. 즉 환율의 변동폭을 넓혀 주면 환율변동의 탄력성은 높아지고 외환시장 개입에 따른 통화증감의 부작용은 줄어들겠지만 환율의 불안정성에 따른 부작용이 남게된다. 반면 환율의 안정성을 확보하기 위해 외환시장에 적극적으로 개입하게 되면 환율은 안정되겠지만 통화량의 지나친 변동에 따른 부작용이 우려된다. 그렇다면 환율안정과 통화안정은 서로 상충관계(trade-off)에 놓이게 되는 셈이다. 이러한 상충관계는 양자의 안정성을 어느 선에서 유지하고 용인하느냐의 문제로 귀결된다. 그러나 환율이 시장의 수급을 반영하여 자유로이 움직이는 것을 허용하고 그것을 용인하기 위해서는 금융시장, 외환시장 등의 시장조건이 충족되어야 가능할 것이므로 바람직한 시장조건이 갖추어질 때까지는 과도한 환율변동을 억제할 수 있는 제도를 도입해야 할 것이다. 환

율안정의 목적을 달성하기 위한 환율제도의 하나로서는 환율변동대제도(exchange rate band)를 도입하는 것을 들 수 있는데 이 제도는 국내외물가상승율, 수출경쟁력, 국내외금리차 등의 거시경제변수를 고려하여 기준환율을 사전에 결정하고 이 기준환율에 대해 일정한 변동대를 설정하여 그 변동대내에서 시장환율이 변동하도록 하는 제도이다. 이 경우 기준환율수준과 변동대를 설정하는 것이 매우 어려운데 실물경제의 흐름, 자본유출입에 대한 전망 등을 정밀하게 파악하는 일이 긴요한 과제이다. 환율의 변동대는 너무 좁거나 넓어서도 안되며 7~10%대로 중간폭을 설정하는 것이 권장되고 있다. 또한 환율안정을 저해할 우려가 있는 경우에는 중앙은행이 적극 개입하도록 개입의 준칙을 사전에 투명하게 설정하여 제도운영의 일관성을 유지하도록 해야 할 것이다.

2) 급격한 자본이동억제책

(i) 가변예치 의무제도(VDR: variable deposit requirement): 이 제도는 자본유입에 대해 국내외금리차이에 따라 일정율의 예치의무를 부과하는 것을 말하는데 호주, 칠레 등에서 실시된 바 있다. 예를 들어 어떤 차입자가 해외에서 국내금리보다 낮은 금리로 차입을 한 경우 그 차입금의 일정비율을 중앙은행에 무이자로 일정기간동안 예치하게 하면 차입자의 해외차입실효금리는 올라가게 되고 자본유입은 억제될 것이다. 그리고 이 예치비율을 국내외금리의 격차의 크기에 따라 변동하게 하여 가변적으로 운용하는 제도이다.

(ii) 부의 예금이자제도(negative interest rate system): 이 제도는 외국으로부터 유입된 비저주자의 국내예금에 대해서는 예금이자를

지급하는 것이 아니라 예금주가 오히려 일정율의 이자를 은행에 지급하도록 하는 제도인데 외국으로부터 자본유입을 억제하는 아주 과격한 조치이다. 이 제도는 실제로 과거 70년대 초반 스위스당국이 스위스프랑화에 대한 투기를 방지하기 위해 도입된 바 있다.

(iii) 이자평형세(IET: interest equalization tax): 이 제도는 국내인이 해외에서 자금을 차입할 경우 국내금리와 해외금리간의 격차분에 대해 일정액의 세금을 부과하여 실질적으로 국내외금리의 격차를 없앴으로써 해외자금의 국내유입을 억제하고자 하는 제도이다. 이 제도는 1960년대 미국의 케네디정부에서 미국의 만성적인 국제수지적자를 해소하는 방안의 하나로 도입된 바 있다.

2. 개별기업의 환위험관리

개별기업의 입장에서는 환율변동은 기업의 독자적 통제범위를 넘어서는 주어진 여건이다. 따라서 환위험에 대한 관리는 주어진 위험에 대해 그것을 어떻게 최소화하느냐가 관건이 되며 그에 대한 합리적인 전략을 수립해야 한다. 환위험과 관련하여 개별기업은 우선 앞으로의 환율변동에 대한 예측을 보다 정확히 하도록 환율예측력을 제고시켜야 한다. 그것은 거시경제변수의 움직임, 정책의 변화, 해외시장의 동태 등에 대한 보다 정밀한 정보를 수집 분석하지 않으면 안된다. 이렇게 확보한 환율예측을 바탕으로 환위험을 최소화하기 위한 전략을 수립해야 한다.

환위험관리에 대한 기법은 국제금융기법의 발달로 매우 다양하게 발전된 상태이다. 다음에는 가장 기본적인 선물환시장, 금융시장, 옵션시장 등을 통한 가장 기본적인 환위험관리 기법을 소개하고자 한다. 여기에 소개한 것이

의의 것은 그 변형으로 볼 수 있으며 그 기본 원리는 다를 바가 없다. 설명을 위해 주류협회 회원 K사가 3개월후에 100만달러의 소주원료 수입대금을 지급하기로 되어 있다고 하자. 그러면 이 회사는 앞으로 3개월동안 환율변동에 따라 원화로 지급하게 될 수입대금은 변동은 보이게 되고 만일 환율이 상승할 경우에는 손실을 보게 될 위험이 있다.

1) 선물환시장(forward exchange market)

지금 현재 달러의 현물환율이 900원이고 3개월 선물환율이 910원이라 하자. 이 경우 K사는 지금 당장 3개월 선물로 달러당 910원에 100만달러를 매입계약을 해두면 된다. 3개월 후에는 선물로 매입한 100만달러에 대해 9억 1천만원을 지급하고 매입한 100만달러는 수입대금으로 결제를 하면 된다. 이때 3개월후에 달러 환율이 910원보다 높더라도 이 회사는 이미 100만달러를 달러당 910원에 매입해 두었기 때문에 환율상승에 따른 위험은 완전히 제거된 것이다. 물론 3개월 후에 달러환율이 910원보다 낮으면(예를 들어 905원)이 회사의 선물매입계약은 손해를 보게 된다. 그러나 선물계약을 미리 3개월전에 해둠으로써 3개월 후에 일어날지도 모르는 위험을 제거했다는데서 중요한 의미가 있다.

2) 통화옵션시장(foreign exchange option market)

통화옵션이란 통화의 선물매입 또는 선물매각계약을 하되 그 매입 또는 매각권리의 행사여부에 대한 권한을 부여한 거래를 말한다. 통화옵션은 옵션의 내용에 따라 콜옵션(call option)과 풋옵션(put option)으로 나누어진다. 콜옵션은 통화의 매입자가 만기일에 계약대로

통화를 매입할 경우 불리하다고 판단될 때 통화매입권리를 행사하지 않을 선택권을 가진 경우이다. 이 때 통화매각자는 매입자의 처분에 따라야 한다. 풋옵션은 반대로 통화를 매각한 자가 만기일에 통화매각을 하지 않을 수 있는 선택권을 가진 경우이다. 물론 이 경우에는 통화매입자는 매각자의 처분에 따라야 한다. 이와 같이 통화옵션은 옵션행사에 대한 선택권을 누가 가지고 있는냐에 따라 달라진다. 그러나 옵션을 행사할 때는 반드시 1~5%에 해당하는 옵션프리미엄을 지급해야 한다. 통화옵션도 물론 거래내용은 선물의 성격을 띠고 있지만 거래당사자의 일방이 거래에 대한 권리의 행사여부에 대한 선택권을 부여하고 있다는 점에서 그러한 선택권이 없는 선물환시장과 다르다.

위의 예의 경우를 들면 K사는 앞으로 3개월 후에 100만달러를 결제해야 하는데 지금 당장 3개월 선물로 달러당 910원에 100만달러를 옵션(콜옵션)으로 매입계약을 해둔다. 그리고 이때 옵션프리미엄은 1%라고 하자. 그러면 3개월후에 가서 매입하지 않으면 1%에 해당하는 옵션프리미엄 910만원을 지급해야 한다. 그런데 만일 3개월 후에 달러의 현물환율이 900원이면 K사는 선물매입계약을 행사하여 그것을 사는 것보다 사지 않는 편이 더 낫다. 즉 계약한 대로 선물매입을 결제하면 이 회사는 9억1천만원을 지급해야 한다. 반대로 그것을 결제하지 않고 대신 현물로 매입하여 결제하면 현물매입금 9억원에다 옵션프리미엄 910만원을 합한 9억910만원만 지급하면 되므로 이 회사로서는 이익이 된다. 이와 같이 옵션시장은 통화매입자에게 사전적으로는 환위험을 커버할 수 있는 길을 열어주고 동시에 결제시점에 가서는 시장상황(즉 환율수준)에 따라 더 유리한 길을 선택할 수 있는 기회를 제공해주고 있다는 점에서 더 한층 진전된 기법이다.

3) 자금시장

환위험은 자금시장을 활용해서 관리할 수도 있다. 지금 현재 원화자금시장의 금리가 년 12%(3개월 3%)이고 달러예금금리가 년 6%(3개월 1.5%)라고 하자. 이 경우 위 K사는 자금시장에서 미리 원화를 차입하여 달러를 매입한 다음 그것을 3개월간 예금해 두었다가 만기일에 그것을 인출하여 100만달러를 결제해 주면 된다. 그렇게 하면 3개월후에 일어날 달러환율의 변동위험은 커버된다. 더 구체적으로 설명하면 다음과 같다.

먼저 지금 달러화로 예금을 해 두면 3개월 후에 100만달러가 되기 위해서는 달러화가 얼

마나 필요한가를 계산한다. 그것은 3개월 후의 100만달러를 현재 가치로 환산하면 된다. 즉 $U\$1,000,000/(1+0.015) = U\$985,221.67$ 이 된다. 985,221.67달러를 시장에서 매입하여 그것을 예금해 두면 3개월 후에는 100만달러가 되는 것이다. 그러면 시장에서 985,221.67달러를 매입하는데 드는 비용은 $U\$985,221.67 \times 900\text{원} = 886,699,500\text{원}$ 이 된다. 즉 이 회사는 은행에서 886,699,500원을 3개월간 차입하여 그것으로 985,221.67달러를 현물로 매입한 다음 은행에 3개월간 달러화로 예금을 해 두었다가 3개월 후에 원리금 100만달러를 인출하여 결제하면 된다. 이때 원화차입금 비용은 $886,699,500\text{원} (1+0.03) = 913,300,480\text{원}$ 이 된다.

For me, a hearty “belly laugh” is one of the beautiful sounds in the world.

나에게는 마음속 깊은 곳에서 흘러나오는 숨김없는 웃음소리야말로 이 세상에서 가장 아름다운 소리중의 하나이다.

- Bennetts Cerf -