

OPINION

선임연구위원
이승호

원화 외환시장의 구조적 특징과 선진화 방향에 대한 소고*

우리나라 외환시장은 그간 외환거래 수요의 증가에 비해 상대적으로 더딘 양적 성장을 보이는 가운데 비거주자들에 의한 역외NDF거래의 영향으로 환율변동성이 확대되는 구조적 특징을 보이고 있다. 최근 정부가 발표한 '외환시장의 선진화' 계획에는 외국인에 대한 국내시장 직접참여 허용과 거래시간 연장을 담고 있는데 이 경우 역외거래자들의 NDF거래 수요를 일부 국내로 흡수하여 현물환시장의 유동성 확충과 환율변동성 완화에 기여하고 원화 외환시장에 대한 외국인투자자의 신인도를 제고하는 긍정적 효과가 있을 것으로 기대된다. 중장기적으로는 원화가 주요 국제금융중심지에서 자유로이 거래되는 국제통화가 될 수 있도록 차분한 준비를 통해 외환시장의 선진화 노력을 지속할 필요가 있다고 생각된다.

정부는 금년도 경제정책 방향에서 '외환시장의 선진화'를 주요 과제의 하나로 선정한 바 있다. 우리나라 대외부문의 혁신금융시스템 실현을 위해 한편으로는 외국환거래법의 개편을 통하여 대외거래와 관련한 규제를 정비하는 동시에 이를 뒷받침하기 위한 외환시장 인프라의 강화를 추진하고자 하는 것으로 풀이된다. 특히 최근 미달러화 강세의 영향으로 원화환율이 1,300원을 상회하면서 대외건전성 유지에 대한 관심이 높아지고 있다는 점에서 외환시장 선진화는 의미가 크다고 생각된다.

이런 점을 배경으로 본고에서는 우리나라의 역내·외 외환시장 현황 및 특징을 살펴본 후 최근 정부가 발표한 외환시장 선진화 계획의 내용 및 기대효과와 향후 과제에 대해 기술하였다.

국내 외환시장의 거래 현황 및 특징

우리나라는 지난 20여년간 개방경제 체제가 발전하면서 경상 및 자본거래를 통한 대외거래 규모가 비약적으로 확대되었으며 이에 따라 외환거래 수요도 크게 증가하였다. 2000년대 초반과 비교하여 수출입 등 무역거래 규모는 약 4배 가까이 증가한 반면 국제자본이동의 확대에 따라 자본 및 금융거래에서의 외환거래 수요는 경상거래보다 더욱 빠르게 증가하였다. 그 결과 우리나라에 대한 외국인의 투자가 크게 늘어나 대외금융부채 잔액이 2000년 이후 약 6배 증가하였으며 대규모 경상수지 흑자의 지속으로 거주자의 해외금융저축도 빠르게 늘어나면서 대외금융자산이 같은 기간중 21배나 증가하였다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

이러한 대외거래 규모의 증가를 반영하여 외환의 수요와 공급의 조절을 담당하는 외환시장도 양적인 면에서 성장세를 보이고 있다. 국내 외환시장에서 외국환은행의 전통적 외환거래량(daily turnover)은 금년 1/4분기중 일평균 639.5억달러(은행간 및 대고객 거래 포함)를 기록하여 글로벌 금융위기가 발생한 2008년에 비해 약 1.4배 증가하였다. 이중 현물환거래는 지난해까지 정체를 보이다 금년 들어 비교적 큰 폭의 증가를 보였으며 선물환거래는 외국환은행과 비거주자와의 NDF거래 증가에 주로 기인하여 꾸준히 확대되는 모습이 나타났다.

국제결제은행이 발표한 자료에 따르면 우리나라의 전체 외환거래 규모는 글로벌 외환시장 거래량의 2.0%(2019년 기준)를 차지하여 전 세계에서 12위를 기록하였다. 그러나 그간 우리나라 대외거래 규모의 증가속도나 글로벌 외환시장의 거래규모가 글로벌 금융위기 이후 2배 이상 증가¹⁾한 것에 비해서는 다소 더딘 증가세를 보이고 있어 큰 폭의 외환거래 수요 증가에 충분히 부응하지 못하고 있다는 비판적인 견해도 제기되고 있다.

〈표 1〉 외국환은행의 전통적 외환거래 규모

(단위: 억달러)

	2008	2010	2013	2016	2019	2021	2022.1/4
현 물 환 ¹⁾	196.9	165.8	181.8	194.3	198.3	203.2	249.6
선 물 환 ¹⁾	95.1	65.2	71.3	95.9	119.9	99.2	131.9
역외NDF거래 ²⁾	94.3	54.4	51.0	72.2	88.1	81.1	96.6
외환스왑 ¹⁾	166.9	179.2	195.4	184.0	226.1	213.4	258.0
합 계	458.9	410.2	448.5	474.2	544.3	515.8	639.5

주 : 1) 은행간 및 대고객 거래 포함

2) 외국환은행과 비거주자와의 NDF 매입액 및 매도액의 합계

3) 일평균기준

자료: 한국은행

이러한 더딘 양적 성장의 원인은 외환시장의 하부구조 등 질적인 측면에도 일부 기인하는 것으로 보인다. 외환시장에서 중추적 역할을 담당하는 은행간시장(interbank market)의 하부구조를 보면 외환당국의 허가를 받은 국내 외국환은행과 일부 대형 증권사만이 시장에 참여하고 있어 참가기관에 제약이 있다. 외화유동성 위기시 시장에 양방향 호가를 제시(two way quote)하면서 유동성공급 기능을 담당하는 대형은행 등 시장조성자(market maker)도 부재하다. 은행간시장에서 원화와 거래되는 통화는 미달러화가 대부분이며 유로화나 엔화 등 이종통화에 대한 거래는 이루어지지 못하고 있다.²⁾

1) 국제결제은행 조사에 따르면 글로벌 외환시장의 전통적 외환거래 규모는 2007년 일평균 3조 810억달러에서 2019년 6조 1,880억달러로 증가한 것으로 나타났다.

2) 다만, 2015년 이후 서울과 상해에 원/위안 은행간시장이 교차상장되어 거래가 이루어지고 있으나 거래규모는 원/달러거래의 약 1/10 수준에 그치고 있다.

외환중개사를 통해 대부분의 거래가 이루어지고 있는 현물환거래는 현재 주식시장의 개장시간과 같이 오전 9시~오후 3시 30분까지 거래가 이루어지고 있어 시간적 제약도 존재한다고 할 수 있다.

무엇보다 원/달러 현물환(spot)거래는 많은 국제통화들과는 달리 서울외환시장 내에서만 거래가 이루어지고 있어 상당수 국제통화³⁾들이 뉴욕, 동경, 런던 등 국제금융중심지에서 시차를 두고 24시간 연속적으로 거래가 일어나는 것과 구별된다. 이러한 점은 우리나라에 투자하고 있는 글로벌 투자자들의 환헤지거래에 불편을 주고 있다는 점에서 모건스탠리사의 MSCI로부터 우리나라 주식시장이 선진 지수에 포함되지 못하고 있는 주요인의 하나로 지적받고 있다.

역외 원/달러 NDF시장의 확대 및 영향

원화와 미달러화간 현물환 거래가 서울외환시장 내에서 지리적, 시간적으로 제약을 받음에 따라 외국인투자자들은 국내투자에 따른 환헤지 등을 위해 역외시장(offshore)에서 원/달러 NDF거래를 적극적으로 이용하고 있다.⁴⁾ 국내 외국환은행과 비거주자의 원/달러 NDF거래는 1998년 처음 거래가 허용된 이후 꾸준히 증가하여 왔는데 <표 1>에 나타난 바와 같이 외국환은행과 비거주자와의 NDF거래 규모는 외국환은행의 전체 현물환거래의 40% 내외 수준에 달한다. 또한 비거주자와의 NDF거래는 외국환은행의 외환포지션 변동을 통해 역내 현물환율에 즉각적인 영향을 미치고 있다.

최근에는 비거주자와 국내 외국환은행간의 거래보다 비거주자간 거래가 더 큰 것으로 추정되고 있다. 국제결제은행 자료에 따르면 비거주자의 원/달러 NDF 일평균 거래량은 601억달러(2019년 기준)에 달하는 것으로 나타나 비거주자간에 이루어지는 NDF거래가 비거주자와 외국환은행 간에 이루어지는 거래규모보다 약 5배 많은 것으로 추정되었다. 그 결과 역외NDF시장에서 원화가 여타통화에 비해 가장 거래량이 큰 통화로 나타났는데⁵⁾ 이는 외국인 투자자들의 환헤지 등 외환거래 수요 증가에 비해 서울외환시장에서의 거래 편의성이 상대적으로 미흡한 데 따른 결과로 보인다.

역외NDF시장의 확대는 원화 외환시장이 현물환거래 중심의 역내시장과 NDF거래 중심의 역외시장으로 양분되는 결과를 초래하였으며 역외NDF시장의 영향력 확대로 역외환율이 현물환율의 결정에도 큰 영향을 주고 있다. 예를 들어 미 연준의 통화정책 기조변화로 미달러화의 강세가 나타날 경우 뉴욕시장에서 역외거래자의 원/달러 NDF매입으로 NDF환율이 상승하면 다음날 아침 서울외환시장의

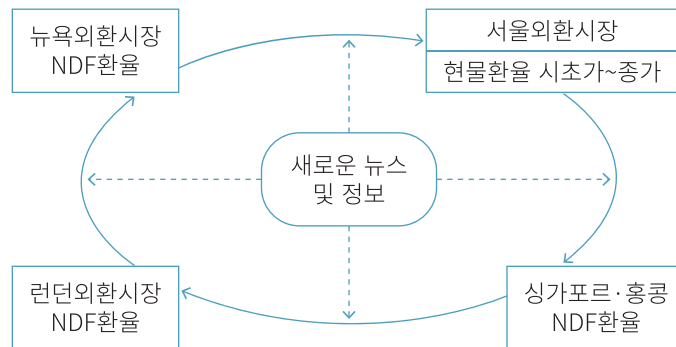
3) 국제통화란 주요 국제금융중심지에 자국통화의 은행간 외환시장이 존재함을 의미한다. 서울외국환중개사의 자료에 따르면 주요 선진국 통화는 물론 태국 바트화, 카자흐스탄 텡게화, 러시아 루블화, 체코 코루나화, 터키 리라화, 멕시코 페소화 등 다수의 신흥국 통화를 포함하여 전 세계 27개국 통화가 국제통화로 거래되고 있다.

4) 차액결제선물환(NDF)은 선물환(forward)거래의 일종으로 주로 국제화되지 못한 통화를 대상으로 역외시장에서 형성되며 환헤지 및 투기적거래 목적으로 이용된다. 선물환율(NDF환율)과 현물환율의 차이에 대한 결제는 주로 미달러화로 이루어진다.

5) 원화 다음으로는 인도 루피화가 일평균 500.2억달러, 브라질 헤알화 357.5억달러, 대만 달러화 308.6억달러, 중국 위안화 117.7억달러의 순으로 조사되었다.

현물환율 시초가에 원화환율 상승이 즉각 반영되어 나타나고 다시 서울외환시장의 종가는 런던외환시장을 거쳐 다시 뉴욕시장의 NDF환율에 영향을 미치는 연쇄적인 구조가 지속된 지 이미 오래이다. 아래의 그림은 역외NDF환율과 서울외환시장에서 형성된 현물환율이 상호 영향을 주고받으면서 환율이 결정되는 과정을 나타낸다.

〈그림 1〉 역외NDF환율과 현물환율의 상호작용



자료: 이승호, 2020, 『환율의 이해와 예측』, 삶과 지식.

결국 역외NDF시장의 확대는 원화 현물환율의 결정이 역외에서 비거주자에 의해 주도적으로 형성되는 현상을 초래하여 우리나라의 환율주권을 약화시킬 뿐만 아니라 환율변동성을 확대시키는 주요인이 되고 있다. 특히 글로벌 불확실성이 고조되는 상황에서 비거주자들의 주도적인 거래 확대로 역외환율의 상승과 환율변동성 확대를 가져오는 주요 경로로 작용하고 있다. <표 1>에 나타난 바와 같이 2008년 글로벌 금융위기는 물론 금년중 미연준의 급격한 금리인상과 달러화가치 상승 등으로 원화환율의 상승세가 지속되고 있는 최근 상황에서 비거주자들의 NDF거래 규모가 크게 증가한 것은 눈여겨볼 필요가 있다. 우리나라에서 역외NDF거래자들을 환투기세력으로 치부하는 경향이 강한 것은 역내·외 원화 외환시장의 이와 같은 구조적 특성에도 일부 기인한다.

외환시장 선진화 계획의 기대효과 및 추후 과제

우리 정부가 최근 발표한 외환시장 선진화 계획의 내용을 보면 크게 은행간시장에 대한 외국인의 직접참여 허용과 오전 2시⁶⁾까지 거래시간을 연장하는 것을 담고 있다. 비거주자에 대한 외환시장 참여 허용은 국가간 시차에 따른 외국인 투자자들의 역내시장에서의 환헤지거래 불편을 완화하고 역외 NDF시장에 대한 의존도를 줄일 수 있도록 함으로써 우리 외환시장에 대한 외국인의 접근성 및 신인도를 높여나가는데 일차적인 목적이 있겠으나 그 밖에도 다음과 같은 점에서 우리 외환시장의 구조적

6) 런던 외환시장의 마감시간을 고려한 것으로 생각된다.

문제점을 보완하고 시장체질을 강화하는 데 기여할 수 있을 것으로 생각된다.

첫째, 역외NDF시장에서 거래하고 있는 역외거래자들의 거래수요를 일부 국내 현물환시장으로 흡수할 수 있을 것으로 보인다. 외국인투자자들은 환헤지를 위한 거래시 상대적으로 유동성이 풍부하고 거래가격 면에서 유리할 경우 역외NDF시장 대신 국내 현물환시장을 이용할 가능성이 크기 때문이다. 이 경우 국내 외환시장에서 더딘 증가세를 보이고 있는 현물환거래량을 증가시켜 시장의 유동성을 확충하고 역내시장의 양적발전을 가져올 수 있다. 또한 환율의 결정이 국내시장에 의해 주도적으로 이루어져 환율주권을 강화하는 의미가 있다.

둘째, 비거주자에 의한 역외거래가 원화환율 결정에 미치는 영향을 완화함으로써 환율변동성을 줄이는 효과도 기대된다. 원화 외환시장에 이질적인(heterogeneous) 거래참가자의 확대로 현물환율의 결정이 시장 내에서 보다 효율적으로 이루어지고 외부충격에 대한 시장자체의 복원력을 높이는 긍정적 측면이 있을 것으로 보인다. 일부에서는 외국인의 국내시장에 대한 직접참여 허용이 환율변동성을 증가시킬 수도 있다는 우려를 제기하고 있으나 비거주자의 역외거래가 이미 NDF환율 변동을 통해 역내 현물환율의 결정에 즉각적으로 반영되고 있다는 점을 감안할 때 추가적인 변동성 확대 요인은 크지 않을 것으로 보인다.

셋째, 외국인투자자들의 용이한 환헤지 거래를 가능하게 함으로써 외국인투자자들의 원화 외환시장에 대한 접근성과 거래편의성을 높여 우리 외환 및 금융시장에 대한 신인도를 제고할 수 있다. 나아가 MSCI 등으로부터 24시간 외환시장 부재라는 비판을 불식시켜 우리 주식시장이 선진지수에 편입되는 데 있어서의 걸림돌을 제거하는 효과도 기대할 수 있을 것이다.

금번 정부의 외환시장 선진화 계획은 위에서 언급한 바와 같은 기대효과가 클 것으로 생각되나 중장기적으로는 적절한 시점을 보아가며 역외에 원화 현물환시장의 개설을 도모해 나가는 것이 매우 중요한 과제라 판단된다. 원화의 현물환거래가 역외시장에서 자유로이 이루어질 경우 서울외환시장 내에서의 지역통화를 벗어나 원화가 명실상부한 국제통화로 나아감을 의미하며 외국인투자자에 대한 거래편의성과 신뢰도가 한층 높아지는 계기가 될 수 있을 것이다. 또한 원화가 국제통화가 될 경우 빠른 속도로 증가하고 있는 거주자의 해외투자에 대한 환헤지가 지금보다 용이해지고 거래비용도 줄일 수 있을 것으로 보인다.

우리나라는 실물경제 규모나 대외개방도, 금융시장의 발전정도 등에서 국제통화로 나아가기 위한 기본 조건들을 대부분 충족하고 있으므로 외환시장의 선진화를 위한 궁극적인 지향점으로 원화가 주요 국제금융중심지에서 자유로이 거래되는 통화가 되도록 하는 것이 바람직할 것으로 생각된다. 나아가 이는 원화의 위상을 높여 원화국제화를 위한 중요한 발판이 될 것이다. 다만, 이를 위해서는 역외시장의 개설초기 거래가 원활히 일어날 수 있도록 시장조성자의 확보는 물론 비거주자의 원화취득 제한이나 원화계정간 이체 등과 관련한 법제도의 정비, 그리고 현물환거래후 실제 원화의 인수도와 관련한

결제시스템의 보완 등 세부과제가 적지 않다. 따라서 현 시점에서는 정부의 선진화 계획의 시행을 통해 예상치 못한 부작용이 나타나지 않는지 등에 대해 유의해 나가면서 정부가 추진 중인 외국환거래법 개편 진행 상황과 보조를 맞추어 차분하고 면밀하게 추진해 나가는 것이 바람직할 것으로 생각된다.