

글로벌 경제동향 속보

핫이슈

2008. 11. 13.

한·미 통화스와프 협정 이후 외환시장 진단

목차

I. 한·미 통화스와프 협정의 효과

II. 외환시장 진단

작성 : 유정석 수석연구원(3780-8356)
js0918.yu@samsung.com

감수 : 권순우 수석연구원(3780-8071)
soon.kwon@samsung.com

I. 한·미 통화스와프 협정의 효과

협정 체결(2008년 10월 30일) 以前 : '공포의 10월'을 경험

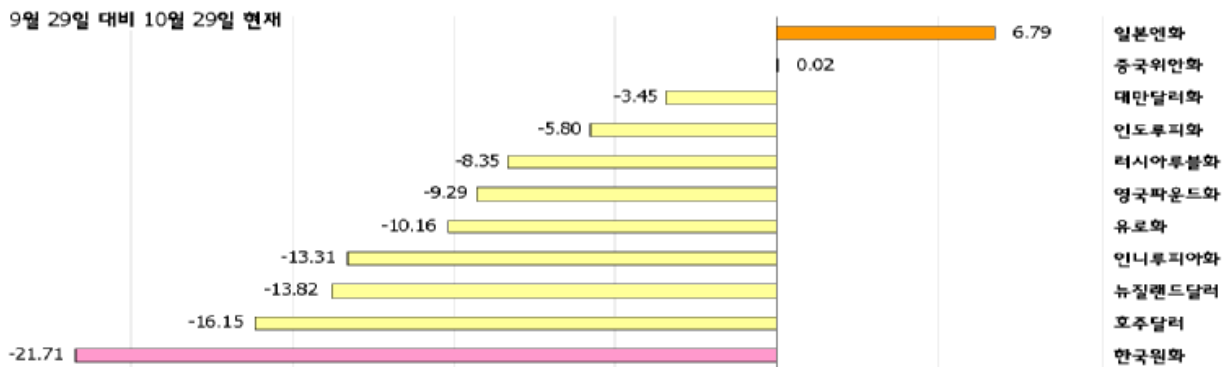
□ Lehman Brothers의 파산보호신청(2008년 9월 14일) 이후 국내 금융시장은 '공포의 10월'을 경험

- 美 의회가 7,000억 달러 '긴급 경제안정화법안'을 통과(2008년 10월 3일) 시켰음에도 불구하고 심리적 공포(panic)가 글로벌 금융시장을 지배
- 금융시장의 변동성을 나타내는 VIX 지수가 2008년 10월 27일 사상 최고치(80.06)를 기록

□ 미국 및 유럽 지역의 금융위기임에도 불구하고 2008년 9월 29일 대비 10월 29일 기준 원화가치는 21.71% 하락

- 금융위기의 직접적인 영향권에 놓여 있는 파운드화(9.29%) 및 유로화(10.16%)의 하락폭을 크게 상회
- 자국의 위기에 대응하기 위해 필요한 유동성 확보를 위한 외국인투자자의 주식매도로 국내 주식시장도 폭락
- 현금화가 쉬운 한국 주식을 우선적으로 매도한 후 본국으로 송환함으로써 '외국인 주식 매도 → 환율상승 → 환차손 우려 → 외국인 주식매도 → 주가하락'의 악순환이 반복

달러화에 대한 각국 통화의 절상률(%)



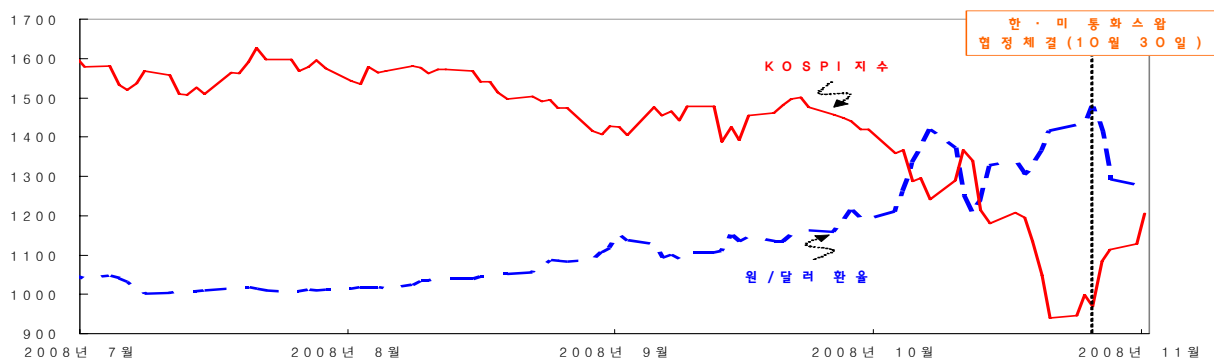
자료: Thomson Reuters, Datastream

협정 체결(2008년 10월 30일) 이후 : 외환시장의 불안 진정

□ 한·미 통화스와프 협정체결을 계기로 금융시장이 점차 안정세를 회복

- '외화유동성 우려 해소'와 '제2의 외환보유고 확충'이라는 신뢰회복으로 외환 및 주식시장에서의 불안이 다소 진정

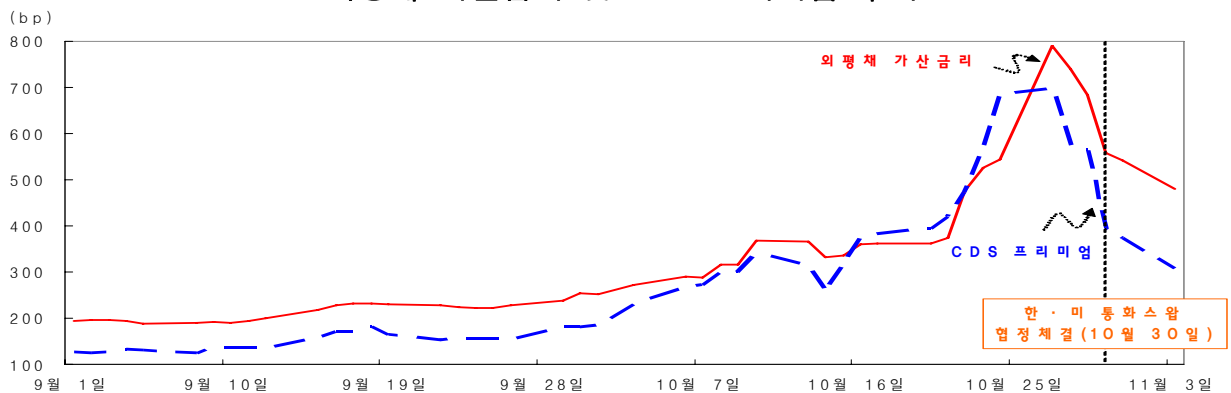
한·미 통화스와프 협정체결 이후 원/달러 환율 및 KOSPI 주가지수 추이



자료: Thomson Reuters, Datastream.

- 그동안 비정상적으로 급등했던 외평채 가산금리와 정부발행 국채(5년물)에 대한 CDS 프리미엄도 한국 경제에 대한 안도감으로 하락세로 반전
- 외화차입 여건을 나타내는 외평채 가산금리는 480bp, 디폴트 위험을 반영하는 CDS 프리미엄은 308bp 수준¹⁾으로 점차 안정을 회복하기 시작

외평채 가산금리 및 CDS 프리미엄 추이



자료: 국제금융센터

1) 하지만, 과거에 비해서는 여전히 높은 수준(2007년도 외평채 가산금리 및 CDS 프리미엄의 평균은 각각 73bp와 25bp에 불과)

한·미 통화스와프 협정은 미국의 國益에도 부합

① 美 달러화의 기축통화 지위 유지

□ 한국정부가 中, 日, 아세안 공동으로 금융위기에 대비한 800억 달러 규모의 공동기금 조성을 추진한다는 발표(2008년 10월 5일)가 촉진제 역할

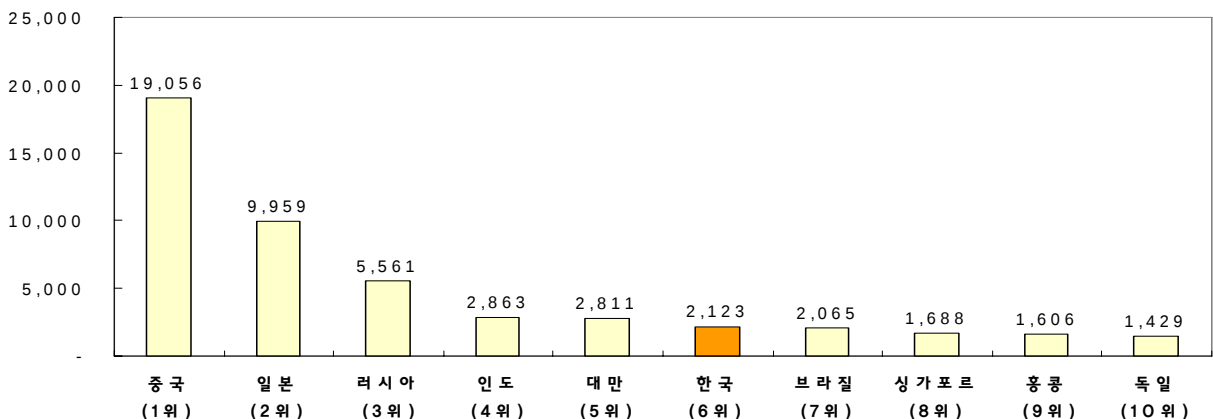
- 韓·中·日 중심의 아시아 다자간 통화스와프 체제가 구축될 경우 위안화, 엔화의 역내 지위가 강화되면서 달러화의 기축통화 지위가 위협
- 중국은 자국 통화인 위안화를 '포스트 달러' 기축통화로 키우는 전략
- 한국과 중국간 통화스와프 한도 40억 달러 역시 전액 달러화 대신 원화와 위안화끼리 교환하는 형태
- 현재 유로화, 엔화, 파운드화 등 3대 準기축통화 체제에 위안화까지 가세할 경우 달러화 기축통화 체제는 더욱 위협을 받을 전망

② 美 國채 투매 가능성의 선제적인 차단

□ 美 FRB가 통화스와프 협정을 맺기로 한 한국, 브라질, 싱가포르를 외환보유액 기준 세계 6~8위에 해당하는 국가

주요국의 외환보유액 비교

(단위: 억 달러)



주: 2008년 9월말 기준(한국은 2008년 10월말 기준)

자료: 한국은행

- 한국은 2,123억 달러(세계 6위)에 달하는 외환보유액을 보유
 - 2007년말 현재 한국 외환보유액의 美 달러화 자산 비중은 64.6%이며 대부분 국채 또는 기관채로 구성
- 한국이 달러화 유동성 위기에 직면하여 외환보유액을 대규모로 현금으로 전환할 경우 美 국채 대량매도로 이어질 수밖에 없는 상황

미 FRB와 통화스와프 협정을 체결한 국가 현황

국가	체결일	최대액수(달러)
한국, 브라질, 멕시코, 싱가포르	2008년 10월 30일	300억
뉴질랜드	2008년 10월 28일	150억
호주	2008년 9월 24일	300억
덴마크		150억
노르웨이		150억
스웨덴		300억
캐나다	2008년 9월 18일	300억
영국, 일본		한도 없음
유럽(ECB), 스위스	2007년 12월 12일	한도 없음

주: 계약기간은 모두 2009년 4월 30일로 동일하며, 통화스와프 거래로 달러차입을 위해 지불하는 금리는 1일물 달러 대출금리인 OIS(Overnight index swap rate)에 가산금리를 더해 결정
 자료: FRB

③ 미국의 지정학적 외교전략 반영

- ☐ 미국이 FTA를 외교적 동맹 전략으로 활용하고 있는 바, 이번 통화스와프 대상국 선정에도 '友邦' 개념이 적용
- 미국의 통화스와프 대상이 된 싱가포르, 멕시코는 미국과 우선적으로 자유무역협정(FTA)을 체결
 - 한국과도 FTA 협상을 타결하고 국회 비준을 기다리고 있는 상태
- 지역별 안배 논리도 작용
 - 아시아(한국 및 싱가포르), 중남미(멕시코, 브라질), 오세아니아(호주, 뉴질랜드) 등 지역별 거점이 되는 국가들과 차례로 통화스와프 협정을 체결

II. 외환시장 진단

단기적으로는 외환시장 불안 지속이 불가피

① 외국인들의 현금유동성 확보 경쟁이 여전(실수요 측면)

□ 주식시장과 채권시장에서 외국인의 대규모 매도와 자본이탈이 단기적으로 외환시장 불안을 가중

외국인 유가증권투자 동향

(단위 : 억원, %)

구 분			'07년	'08.10월	11.6	11.7	'08.11월중 (11.3~11.7)	'08년중 (1.2~11.7)
외국인 순매수	주식	코스피시장	△305,908	△49,758	△2,759	△222	△7,115	△425,577
		코스닥시장	300	△2,990	△306	△230	△1,018	△19,797
	채 권		350,057	△41,707	△4,180	△149	△18,185	217,911
	계		44,449	△94,455	△7,245	△601	△26,318	△227,463

자료: 금융감독원(2008.11.7), “日日 金融市場向方”.

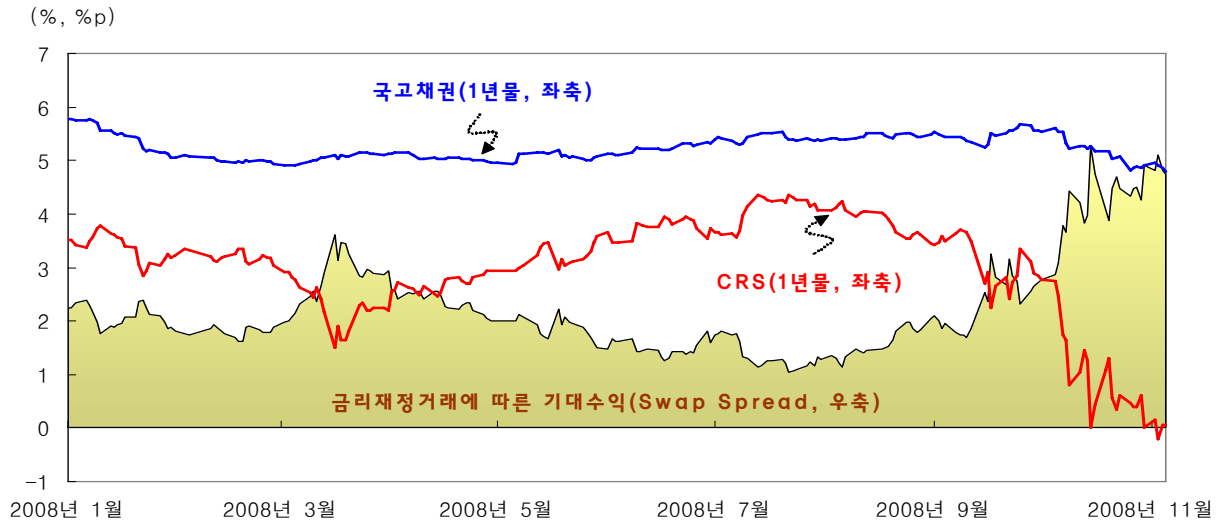
□ 이에 따라 한·미 통화협정체결과 '외환시장 불안 극복방안' 발표에도 불구하고 외화차입여건은 쉽게 개선되지 않고 있음

당국의 '외환시장 불안 극복방안'(2008년 10월 19일)의 주요 내용

구분	세부 내용
대외채무 지급보증	▷ 2009년 6월말까지 만기도래하는 대외채무에 대한 정부의 지급보증 ▷ 대상: 국내은행 및 시티은행, SC 제일은행 ▷ 규모: 1,000억 달러, 3년간
외화유동성 공급	▷ 은행/중소기업에 유동성 공급(수출입은행을 통해 200억 달러) ▷ 스와프시장에서 경쟁입찰을 통해 100억 달러 공급(한은)
달러 실수요 업체 협력	▷ 과도한 심리적 쏠림현상으로 인한 환율 급변동 방지 ▷ 수출입기업, 자산운용사 등 달러 실수요 업체와 협력

- 최근 원화조달비용인 CRS 금리가 0% 수준으로 급락(11월 4일에는 -0.2%를 기록)함에 따라 Swap Spread(=채권금리-CRS금리)가 대폭 확대
- 이는 아직도 달러에 대한 수요가 매우 높다는 의미

금리재정거래에 따른 기대수익

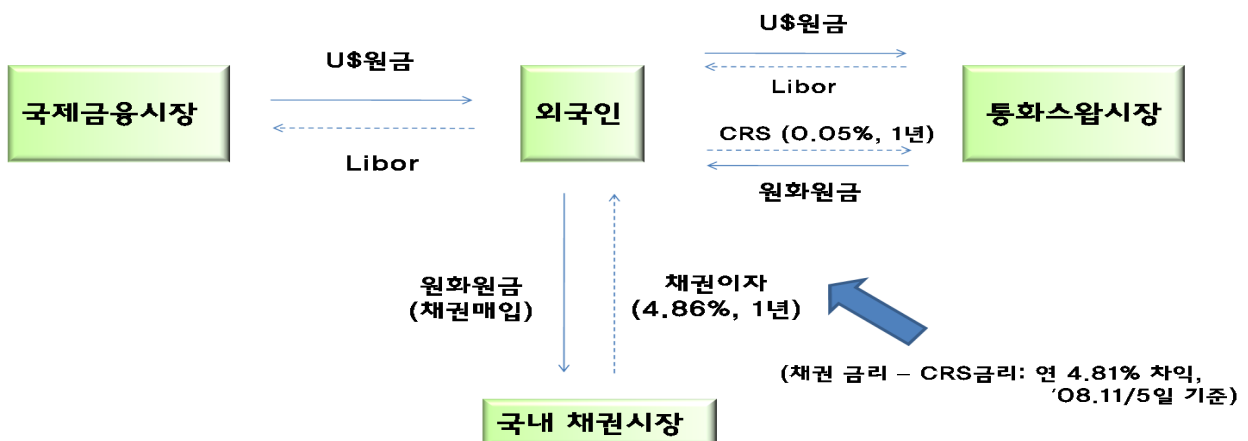


자료: FnGuide

□ 외국인의 대규모 채권 매도는 유동성 확보를 위한 조치

- 외국인투자자들은 유동성 확보 차원으로 2008년 10월 이후 채권시장에서도 대규모의 순매도 지속
- CRS 금리가 제로라는 말은 외국인 채권투자자의 무위험 금리차익거래 기회가 대폭 확대되어 있다는 뜻으로 신규 달러 유입은 증가하고 기존 달러 이탈은 감소해야 정상적이지만 유동성위기로 반대 현상이 발생

CRS 시장을 통한 외국인의 국내채권 거래 구조



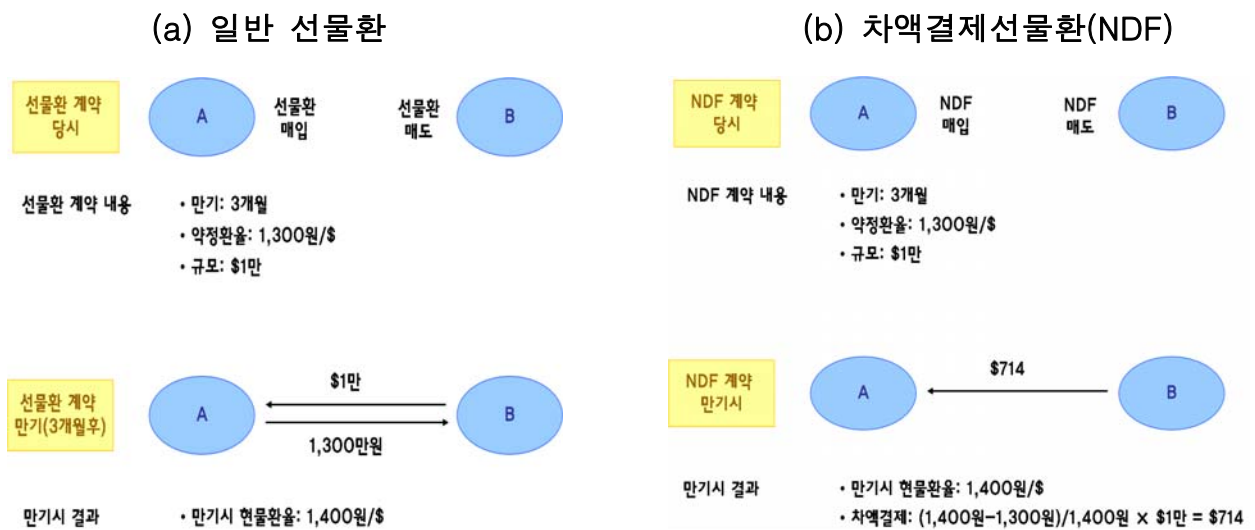
주: 통화스와프(CRS: Currency Swap)는 거래 당사자가 계약기간의 시점과 종점에 이중통화의 원금을 교환하고 계약기간 중에는 주기적으로 이자를 교환하는 거래

자료: 서동우(2008). "외국인 채권투자 증가의 배경 및 시사점." 『금융연구』, 3-24.

② NDF 시장의 영향력이 증대(투기수요 측면)

- 域外차액결제선물환(NDF)은 국내 주식 등 원화자산에 투자하고 있는 외국인 투자자들의 환위험 헤지수단으로 활용
 - NDF 시장은 원화가 국제화되지 않은 상황에서 외국인 투자자들의 원화 자산 투자를 수월하게 하는 기능을 수행
 - 원화와 같이 국제화되지 않은 통화일지라도 비거주자가 해당 통화를 보유하거나 환전할 필요 없이 선물환거래를 할 수 있기 때문
 - 특히 외국인 주식투자 자금 대부분이 환율변동 위험에 대한 헤지를 위해 NDF를 거쳐 국내로 유입
 - 예를 들어 외국인들이 국내 주식을 매입하기 위해 원화로 환전할 경우 환차손 위험을 방지하려고 NDF 시장에서 달러 선물환을 매입
 - 외국인의 국내주식 등 원화표시 자산투자에 대한 환위험 회피수단을 제공함에 따라 외자유입을 촉진시키는 긍정적인 기능도 수행

일반 선물환과 域外차액결제선물환(NDF) 거래의 비교

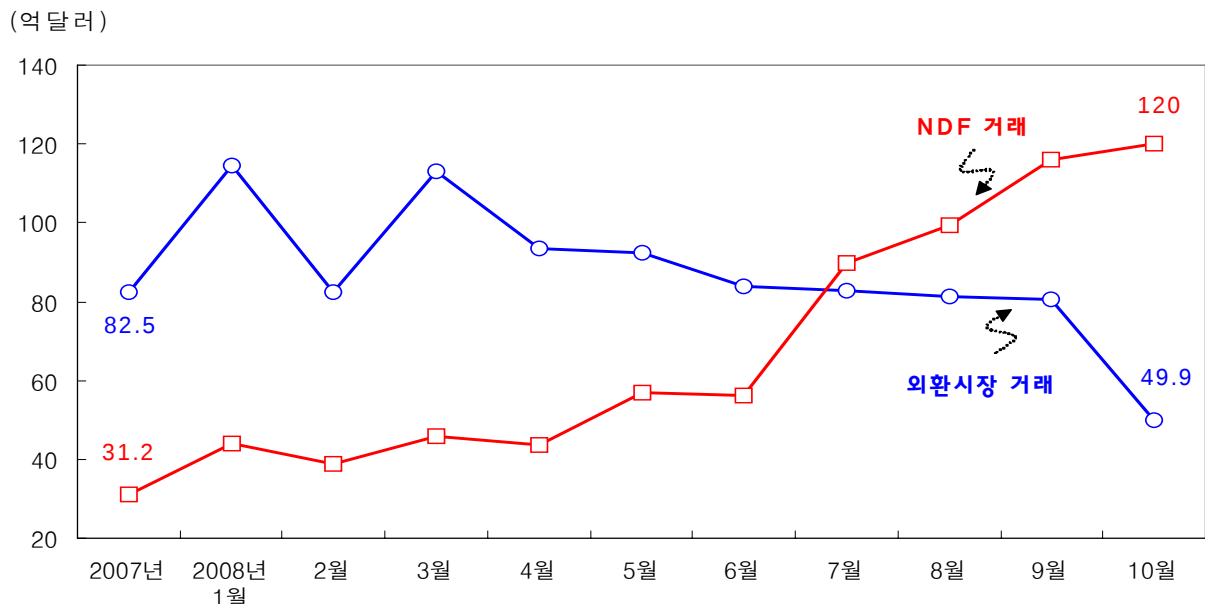


주: A가 B로부터 3개월後 약정환율인 1,300원/\$로 1만 달러를 매입하는 선물환계약을 가정

- 2008년 7월 이후 NDF 거래액이 국내 외환시장 거래규모를 추월함으로써 원/달러 외환거래의 주무대가 域外로 이동

- NDF 거래규모는 국내 외국환은행과 비거주자(외국인)간에 NDF 거래가 전면 허용된 1999년 4월 이후 크게 확대되기 시작
 - NDF 시장 규모가 확대된 원인에는 ① 美 달러화로 차액결제를 하기 때문에 거래통화의 국제화가 미흡한 경우에도 역외 거래형성이 가능하고, ② 만기에 차액만을 결제하므로 결제위험이 상대적으로 낮기 때문
- 2007년 외환시장의 절반 수준에 그치던 NDF 거래액이 2008년 10월엔 외환시장의 2배를 초과
 - 2008년 3월 이후 외환시장 거래는 꾸준히 감소한 반면 NDF 거래는 급증하면서 7월에 거래규모가 역전
- 특히 NDF 일일거래량이 외국인 주식 투자자금의 매매 규모(외국인 매도와 매수 금액의 합)의 3배 이상으로 급증
 - 일평균 외국인들의 주식 매매 자금은 30억 달러 수준
 - 이 자금이 오가는 NDF 시장의 거래량이 120억 달러에 육박함으로써 주식 매매 자금 외의 거래는 상당부분 투기 세력들의 원화거래로 추정

외환시장 일평균 거래액



주: 2008년 10월 17일 기준

자료: 한국은행

域外 NDF 거래가 현물환 시장에 직접적으로 영향력을 행사

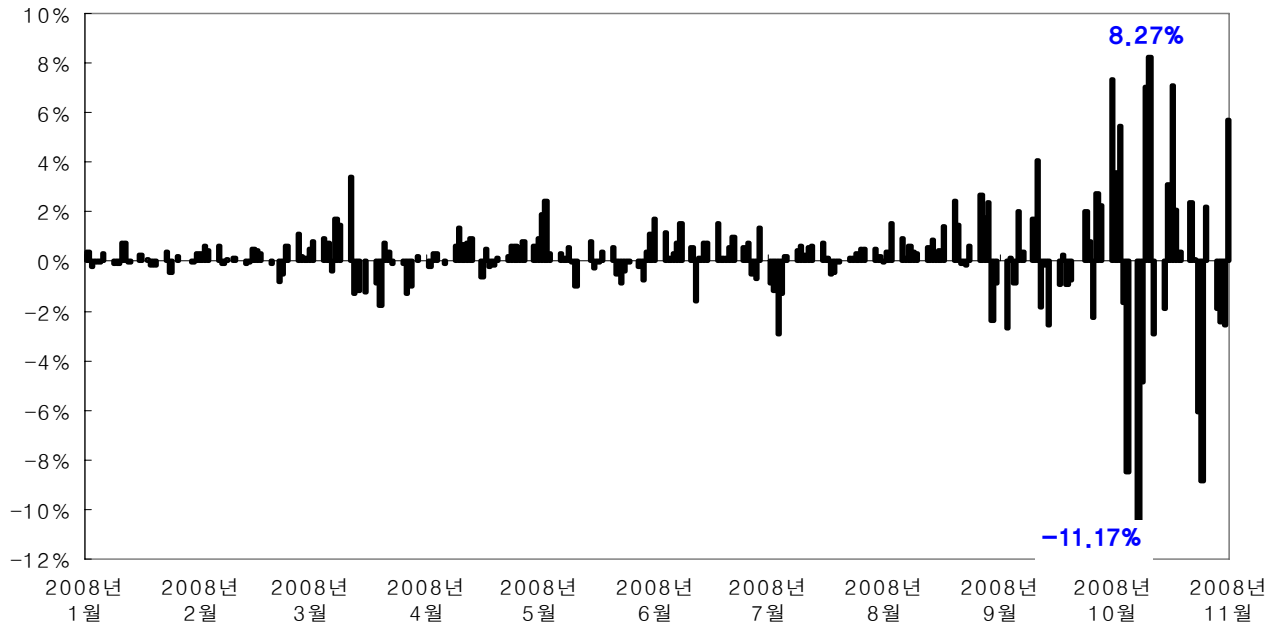
- 역외 NDF 시장에서의 거래가 다음날 서울 외환시장에 곧바로 반영됨으로써 '꼬리가 몸통을 흔드는(wag the dog)²⁾' 현상이 지속
 - 비거주자의 NDF 시장에서의 달러 선물환매입이 즉각 국내 외국환은행의 현물환 시장에서의 매입으로 나타나게 되면서 원/달러 환율이 상승
 - 외국환 은행은 환율변동으로부터 오는 위험을 헤지하기 위해 국내에서 달러를 매입
 - 비거주자의 NDF 거래는 실제 원화 결제 거래를 수반하지 않고도 선물환 거래가 가능함에 따라 비거주자에 의한 환투기 공격이 가능
 - 적은 증거금으로 추후 차액만 결제하는 역외 선물환 계약이므로 홍콩, 싱가포르 등 24시간 거래되는 NDF 시장은 환투기에 惡用될 소지
 - 한국 외환당국의 딜레마는 NDF 시장에 대해 직접적인 규제를 가할 경우 외국인은 국내 주식 보유시 환위험 헤지를 할 수 없어 향후 달러 유입이 오히려 줄어들거나 달러 유출이 가속화될 가능성
 - 외국인의 국내 증시이탈로 외환시장 불안이 가중되는 現 시점에서 환투기 억제에 위한 외환당국의 NDF 시장 규제가 여의치 않은 상황
- NDF 등 장외파생거래의 영향력이 계속 증가하고 있어 외국인의 움직임이 외환시장에 결정적 영향
 - 국내 외환시장에 대한 외국인들의 불안심리를 반영하는 NDF 프리미엄 상승은 외국인 투자자금 유출과 원화가치 하락으로 연결
 - 외국인이 주식을 팔고 나갈 때 이를 흡수할 수 있는 외환 거래량이 충분하지 않아 환율이 크게 상승할 수밖에 없는 구조³⁾

2) 선물 매매가 현물에 직접적인 영향을 미치는 것을 의미

3) 국내 외환시장은 달러화 공급이 외국계은행 국내지점, 외국인투자자, 수출업체 등에 집중되어 있어 일시적인 외환 수급 불일치에 취약

- 국내 은행들의 외화유동성 부족 문제가 불거지자 외국인들이 상대적으로 취약한 구조를 지닌 국내 외환시장을 투기적인 목적으로 활용
- 헤지펀드 등 외국인들이 NDF 선물환 매입/매도를 반복함에 따라 2008년 9월 이후 NDF환율과 현물환율간 괴리가 8.27%(-11.17%) 수준까지 확대

NDF 프리미엄 추이



주: NDF 프리미엄 = (NDF선물환율 - 현물환율) / 현물환율 × 100

자료: Thomson Reuters, Datastream.

- 하지만, 금융당국의 적극적인 달러 확보노력과 시장개입을 통해 국내 외화유동성이 개선될 경우에는 투기성 NDF 거래 유인이 감소하고 환율도 안정을 찾을 전망
- 외환시장이 안정을 회복하여 변동성이 축소될 경우 NDF 프리미엄(NDF 선물환율과 현물환율의 차이)이 소멸되어 換投機 유인이 감소
- 이를 위해 한·미 통화스와프와는 별도로 외환보유고 중 美國債 소유분을 담보로 美재무부나 美聯準으로부터 달러 현금을 차입하는 것도 고려
- 아시아 공동기금 창설도 계속 추진하는 등 역외투기세력에 대한 강력한 대응의지를 보일 필요