

한국의 경제위기 안정성 확보를 위한 적정 외환보유고 추정*

김미자

숙명여자대학교 경제학 박사

(ddjia@sm.ac.kr)

1997년 외환위기와 2008년 글로벌 금융위기 이후 한국은 지속적으로 외환보유고를 늘려왔으나, 미국의 양적완화 축소와 금리인상, 일본 엔저의 영향으로 원화는 절상되고 외환유동성은 낮아져 있는 상태이다.

본 연구에서는 외환보유고가 안전판(self-insurance)으로서 대외여건 변화에 따른 위협에 가장 직접적인 대응방안이 될 수 있다고 보고 한국의 적정외환보유고의 규모를 추정해보았다. 최근 자본시장 개방으로 그 규모가 확대되고 있는 외국인 투자자본의 유출입 규모를 고려한 외환보유고의 적정성 기준을 제시하였다. 특히 외국인 투자자본 중 외국인 주식투자 비중과 더불어 외국인 채권투자 비중의 증가하고 있는 추세이므로 적정외환보유고 규모를 추정하는데 있어 외국인 주식과 채권을 모두 고려하여 경상수입대금 3개월치 + 유동외채(단기100%)+ 오차 및 누락 *100%+ 외국인포트폴리오투자(외국인주식투자금*1/3+외국인채권투자금*1/3)을 적정외환보유고의 규모를 추정하는 기준으로 제시하였다.

연구 결과, 한국의 외환보유고는 외환시장의 위협을 완충하기에는 부족한 규모로 나타났다. 한국 외환시장의 안정성을 확보하고, 적정외환보유고 확보를 위해서는 경상수지 흑자 운영 및 외화유동성 확보가 필요하다.

핵심주제어 : 글로벌 금융위기, 경제위기 안정성, 적정 외환보유고, 외국인 포트폴리오 투자, 외화 유동성 확보

I. 서론

최근 글로벌 금융위기, 유럽 재정위기 등 외부충격의 여파로 한국경제는 환율과 주가의 변동성이 확대되고, 국내에 투자된 외국인 투자자본의 급격한 유·출입으로 금융시장 불안이 가중되고 있다. 1997년 동아시아 외환위기 이후 10년 만에 다시 발생한 2008년 글로벌 금융위기, 그리고 최근 발생한 유럽의 재정위기까지 빈번하게 발생하고 있는 글로벌 경제위기로 인한 외부충격이 국내시장에 미치는 영향은 경제 불안 그 자체로 끝나는 것이 아니다.

최근 자본시장 개방이 확대됨에 따라 글로벌 경제위기가 발생하면 한국은 외환시장 불안으로 외환이 급격히 유출되었고 환율이 급등하는 상황이 나타났다. 이렇게 환율의 변동성이 확대됨에 따라 주가 폭락, 물가 폭등, 경제성장률 하락 등 경제 전반에 있어 그 불안 요인이 가중될 뿐만 아니라 국가 신용등급 하락에도 영향을 미쳐 한국은 경제악화로 인한 경제위기가 초래되기도 한다.

한국은 1997년 외환위기 이후 환율변동과 외환위기 대처를 위한 외환보유외 필요성을 인지하고 점차 외환보유고를 확대시켜 왔다. 1997년 204억 달러에서 2007년 2,622억 달러, 2013년 3,465억 달러로 총 3,261억 달러가 증가하였다. 그런데 2008년 미국 금융위기 직후 601억 달러의 자본이 유출되었다. 2008년의 상황은 외환보유고가 부족하지 않은 상태에서도 외부 충격에 대처할 한국의 외환유동성이 부족함을 의미한다.

외환보유고 자산구성의 단기유동자산이 달러나 금 등 현금화 할 수 있는 유동성 자산이어야 하는데, 부동산이나 장기채권 등으로 자산을 구성하거나 비율이 높으면 경제위기 발생시 외화유동성이 보장되지 않아 외환보유고의 규모가 높아도 경제위기 상황에 놓이게 된다. 그러므로 적정 외환보유고를 보유하는 것과 더불어 외환보유고의 유동성을 고려한 자산구성이 매우 중요한 역할을 한다.

외환보유고의 구성 측면에서는 경상거래와 자본거래 지급 준비 자산과 더불어 단기에 이동이 가능한 외국인 포트폴리오 투자 자본까지 감안해야 한다. 특히 최근에는 대외 부문에서 충격이 발생할 경우 가장 먼저 외국인 투자자본이 신속히 빠져나가면서 경제위기가 확대되고 있다. 2000년대 들어 외국인 포트폴리오 투자자본의 규모가 확대되고, 경제위기가 1국의 문제가 아니라 제3국까지 전염되는 최근 상황을 고려할 때, 각 국가를 오가는 외국인 포트폴리오 투자자본은 적정 외환보유고 산정 기준에 포함되어야 한다.

본 연구는 대내외 경제위기 상황에서 예상되는 금융시장의 외부충격에 대응하기 위해 본질적으로 외환보유고를 확보하고, 외화 자산구성의 유연화를 제안하는 바이다. 이에 따라 본 연구에서는 II장에서 지표접근법을 통해 외환보유고 산정의 이론을 정리하고, 현재 한국의 외환보유고와 그 구성에 대해 분석한다. III장에서는 외국인 포트폴리오 투자를 반영한 한국의 적정 외환보유고를 추정하여 IV장에서 결론을 도출한다.

II. 외환보유고 산정 기준과 한국의 외환보유고

외환보유고의 역할은 크게 세 가지로 분류할 수 있다. 첫째, 정부가 보유하는 대외 지급준비자산으로써 긴급 상황에서 경제주체가 해외차입 부족으로 대외결제 실시하지 못할 때

의 안전판(self-insurance)으로의 역할, 둘째, 외화 부족으로 환율이 급격히 상승할 때의 환율 안정의 역할, 셋째, 국가의 외환보유고가 클수록 국가신인도를 높여 민간과 금융기관의 해외 자본조달 비용 감소와 외국인 투자를 촉진의 역할이다. 결론적으로 외환보유고는 개방경제 자본시장이 외부충격에 취약할 경우, 대외여건 변화에 따른 위험을 완충시켜준다. 따라서 결제통화를 보유한 선진국보다 외화의 대외의존도가 높고 자본시장 변동위험이 상대적으로 큰 신흥국에서 외환을 넉넉하게 보유(reserve)하는 경향이 있다.

이와 관련하여 외환보유고를 추정하는 방법으로써 일반적으로 지표접근법을 사용한다. 지표적 접근법은 경험적 접근방식으로 적정 외환보유고 산정에 다수 이용되고 있다.¹⁾ 그러나 경험적 접근법의 한계로 적정 외환보유고 규모는 나라별, 시대별, 상황별로 기준이 변화하고 있다. IMF와 같은 국제기구의 기준과 더불어 경제학자들이 제시하는 기준도 다양하다. 그럼에도 불구하고, 본 연구에서는 경험적인 이유와 현실적으로 추정하기 용이한 지표접근법을 산정 기준으로 사용한다.

2.1. 지표접근법

지표접근법에 따라 적정 외환보유고 산정 기준을 3가지로 구분할 수 있다.

첫째, IMF에서 1953년에 제안한 경상거래만을 고려한 기준이다. 연간 경상외환지급액의 25% 또는 경상수입대금의 3개월치를 기준으로 한다. 1997년 외환위기 이전까지 외환보유고 결정의 주요 기준이었으나, 거래 통화가 다양하고 거래정보의 불균형으로 자본 이동이 자유롭지 못하던 시기에 적절했다.

둘째, 1997년 동아시아 외환위기 이후 경상거래에 자본거래를 추가하여 고려한 Guidotti(1999)의 기준이 제시되었다. 3개월치 경상수입대금과 유동외채의 합을 적정 외환보유고로 산정하며, 이때 유동외채는 대부분 단기외채를 기준으로 추정한다. 2000년대 외환보유고 산정에 주로 이용되면서 Guidotti Rule로 불린다. 현재까지도 널리 사용되는 기준이나, 2008년 글로벌 금융위기에 의한 자본 유출로 외환보유고가 감소하자 적정 외환보유고에 대

1) 지표접근법은 간단하다는 장점이 있으나 외화 보유 비용을 반영하지 못한다는 단점이 있다. 이점을 보완하여 외환보유고를 추정하는 방법은 다음과 같다. 첫째, Ben-Bassat, Gottlieb, (1992) 모형에 기초한 비용-수익 최적화 접근법으로 외환보유에 따른 비용과 수익을 균형화하고 효용극대화나 비용극소화 조건에서 수요함수를 도출하여 추정한다. 이 접근법은 외환보유의 비용과 편익을 고려하지만 함수의 설정방법과 변수의 범위에 따라 추정결과와 편차가 크다는 문제점이 있다. 둘째, 국가신용도 모형으로 외환보유고 수요함수에서 행태방정식을 추정하여 계량적으로 적정 외환보유규모를 산출하는 방법이다. 이 추정법은 개별 국가의 상황을 고려하지만 가정면에서 과거 외환보유고의 적정수준과 큰 차이가 없다는 전제가 필요하다는 단점이 있다. 그러나 일반적으로 대부분의 중앙은행이 사용하는 외환보유고 추정방법은 경험적 접근방식에 따른 지표접근법이다.

한 논란이 발생했다. 당시 외환보유고는 국가적인 채무불이행을 막기엔 충분했으나 환율 급상승에 대한 정부의 적기 조정이 충분하지 못한 것으로 보인다.

<표 1> 지표접근법을 통한 적정외환보유고 산정 기준

지표접근법		
경상거래	IMF(1953)	경상지급액(수입+서비스)의 25% or 3개월치 경상수입대금 제한
경상거래 + 자본거래	Greenspan (1999)	경상수입대금 3개월치 + 유동외채(단기100%) + 단기자본 유출액의 최대치(or 잔존만기 1년 미만의 장기외채)
	Guidotti (1999)	경상수입대금 3개월치 + 유동외채(단기100%)
	IMF(2001)	단기외채(100%) + 거주자의 자본도피 예상액(M2의 5~10%*국가위험도)
경상거래 + 자본거래 + 외국인 투자자본	Wijnholds - Kapteyn (2001)	경상수입대금 3개월치 + 유동외채(단기100%) + 오차 및 누락(도피성자본) + 외국인 포트폴리오 투자(외국인 주식투자의 1/3)
	국제결제은행 BIS(2004)	경상수입대금 3-6개월 + 유동외채(단기100%) + 외국인 주식투자금 유출 규모* 1/3 + 국내은행 외화예금 인출규모(100%) + 현지금융(100%)

자료 : 김미자(2012)

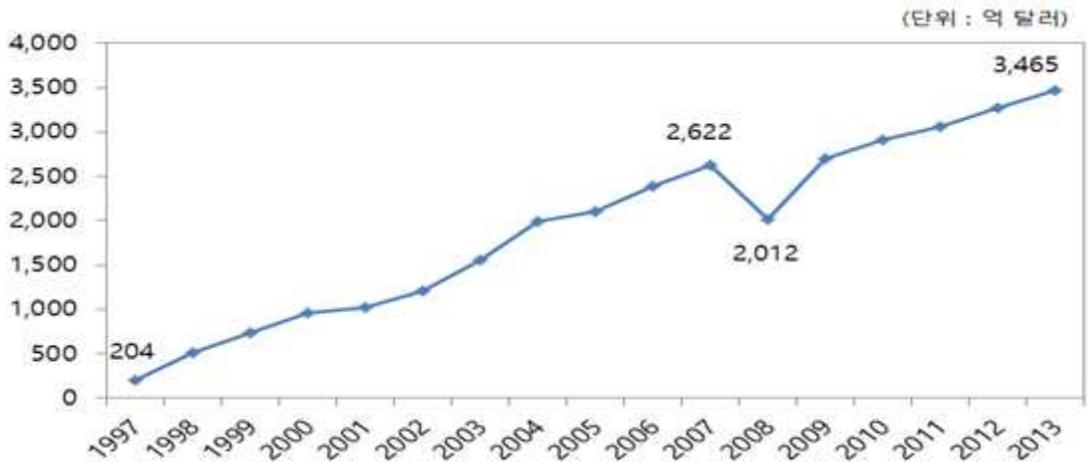
셋째, Wijnholds와 Kapteyn(2001)이 제시한 기준으로 3개월치 경상수입대금과 유동외채, 오차 및 누락, 외국인 포트폴리오 투자의 일부를 합한 것이다. 이 중 외국인 포트폴리오 투자는 보통 외국인 주식투자액의 1/3을 의미하며, 오차 및 누락은 국제수지 계정에서 나타나는 도피성 자금을 의미한다. 즉, Guidotti Rule에 외국인 주식투자액과 도피성 자금을 추가한 것이다. 2000년대에는 헤지펀드와 같은 투기성 자금이 대규모로 이동하면서 각국의 외화 유동성 불안을 발생시키고 있어, 이와 같은 투기성 자금에 대한 고려는 적정 외환보유고 추정에 반드시 필요하다고 볼 수 있다.

2.2. 한국의 외환보유고

2.2.1. 한국의 외환보유고

2013년 현재 한국의 외환보유고는 3,465억 달러로 1997년 204억 달러 대비 17배 증가한 세계 7위 규모이다. 2008년에는 전년도 2,622억 달러에서 610억 달러로 급감하면서 제2의 외환위기설까지 돌았다. 2008년 글로벌 금융위기 당시를 제외하면 외환보유고는 지속적으로 증가하는 추세이며, 2013년 현재 GDP 1조 3,045억 달러의 26.6% 수준이다. 이는 정부차원에서 급격한 자본이동이 발생할 경우 수반되는 경제위기에 대응하기 위해서는 높은 수준의 외환보유고가 중요하다고 인지하고 있음을 시사한다.

<그림 1> 한국의 외환보유고 추이



자료 : 한국은행 ECOS

2.2.2. 외환보유고 구성의 건전성

단순히 외환보유고가 커지고 있다고 해서 경제위기에 안정적으로 대응할 수 있는 것은 아니다. 외환보유고가 높아도 자산의 유동성이 보장되지 않으면 유사시에 외환유동성 부족에 의한 경제위기가 발생할 수 있다. 따라서 정부는 외환보유고의 자산 구성과 비율, 유동성을 고루 고려해야 한다.

2013년 한국의 외환보유고 구성은 총 3,465억 달러 중 유가증권이 92.7%(3,211억 달러),

예치금 4.2%(146억 달러), 금 1.4%(48억 달러), SDR 1.0%(35억 달러), IMF 포지션 0.7%(25억 달러)로 구성되어 있다. 외환보유고의 93% 가량을 차지하는 유가증권은 외화자산 관리에 필요한 위험을 분산하고 수익을 높이기 위해 국채, 정부기관채, 회사채, 자산유동화채, 주식 등으로 상품구성을 다변화하고 있다. <표 3>에 의하면 2013년말 정부는 국채 36.8%, 정부기관채 22.0%, 회사채 15.9%, 자산유동화채 14.8%, 주식 6.1%, 예치금 4.4%의 비율로 외환 관련 상품을 구성하고 있다.

<표 2> 2013년 한국의 외환보유고 구성

(단위: 억 달러)

	외환보유액	유가증권1)	예치금	SDR2)	IMF포지션3)	금
2013년 (구성비)	3,465	3,211	146	35	25	48
		92.7%	4.2%	1.0%	0.7%	1.4%

자료 : 한국은행

주 : 1) 국채, 정부기관채, 회사채, 자산유동화증권(MBS, ABS) 등

2) IMF의 특별 인출권

3) IMF 회원국이 출자금 납입 등으로 보유하게 되는 IMF에 대한 교환성통화 인출권리

<표 3> 2013년 한국의 외화자산 유가증권 상품구성비

(단위: %)

	유가증권					예치금
	국채	정부기관채	회사채	자산유동화채	주식	
2013년 (구성비)	36.8	22.0	15.9	14.8	6.1	4.4

자료 : 한국은행

외화 자산을 다양한 상품으로 구성하여 위험을 분산시켰다고 해서, 외환이 필요할 때 바로 달러화로 환금할 수 있는지는 판단하기 어렵다. 이는 정부가 외환보유고를 운용 목적별로 구성한 자산 운용 발표내역에서 나타난다. 정부는 운용 목적에 따라 국외 운용 자산을 유동성 자산과 수익성 자산, 위탁자산으로 구분하여 운용하고 있다. 유동성 자산은 일시적 외화자금 수요와 일상적 외화자금 유출입에 대처하기 위해, 미 달러화 단기국채 또는 예치금 등을 운용하는 유동성 공급형 운용 방법이다. 수익성 자산은 주요 선진국 통화로 발행된

중장기 국채, 정부기관채, 회사채, 자산유동화채에 투자하는데, 수익성은 높지만 유동성은 상대적으로 떨어지는 방법이다. 마지막으로 위탁자산은 한국은행이 직접 관리하지 않고 국제적인 자산운용사에 운용을 위탁하여 고수익을 확보하고 선진 투자기법을 습득하는 운용법이다. 주로 채권과 주식을 대상으로 투자한다.(한국은행, 2015)

<그림 2>에서 2013년 한국의 외환보유고 자산운용 비중은 수익성 자산 81.6%, 위탁자산 15.3%, 유동성 자산 3.1%로 구분된다. 중장기 채권 상품으로 구성되어 외환 운용의 유동성이 낮은 수익성 자산의 비중이 가장 높은 것은, 갑작스런 외화 유출이 발생할 때 외환보유고가 높아도 시장 문제에 대처하는 속도가 떨어져 상황을 악화시킬 가능성이 존재하고 있음을 시사한다.

<그림 2> 2013년 한국 외환보유고 자산운용 비중

(단위: %)



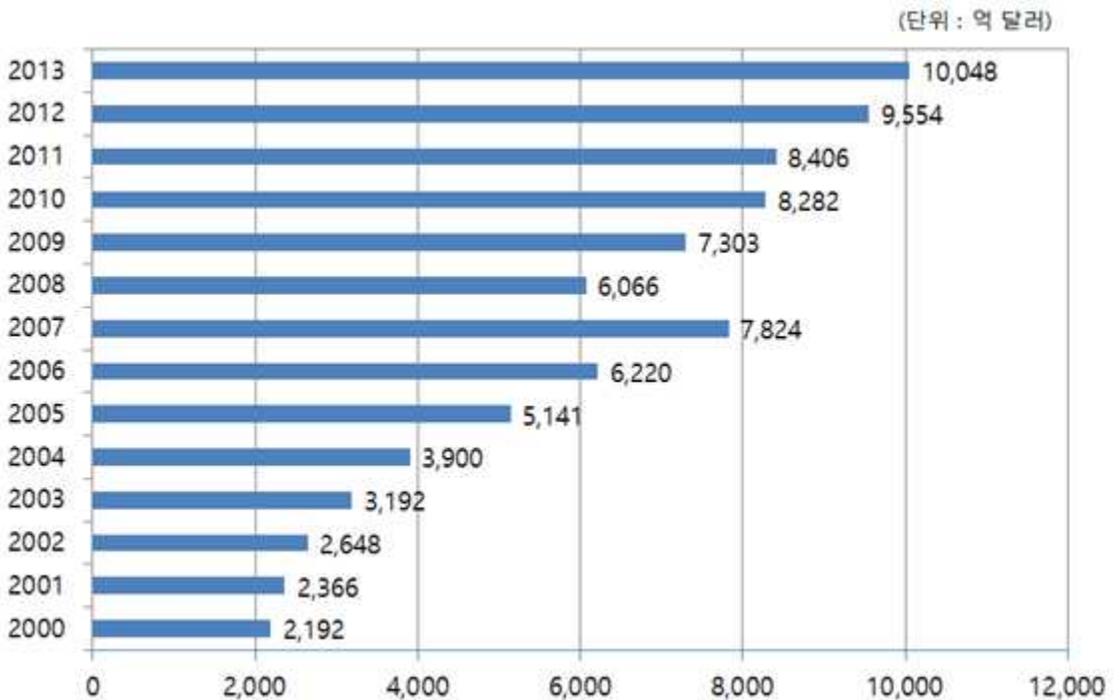
자료 : 한국은행

외환보유고도 세계 10위권에 속하고, 운용하는 해외투자 상품 역시 다변화되어 있음에도 2008년 글로벌 금융위기 당시 한국은 자본의 급격한 유출로 인해 두 번째 외환위기를 우려하는 상황을 겪었다. 이는 운용 중인 외화 자산의 환금성이 낮아 투기성 외국인 투자자본의 급격한 이동에 국내 외화유동성이 부족하여 발생했다.

<그림 3>에서처럼 외국인 투자액은 2000년 2,192억 달러에서 2013년 1조 48억 달러로 그 규모가 5배정도 증가했다. 전반적인 추세는 증가세를 보이나 2008년에는 전년도 투자액 대

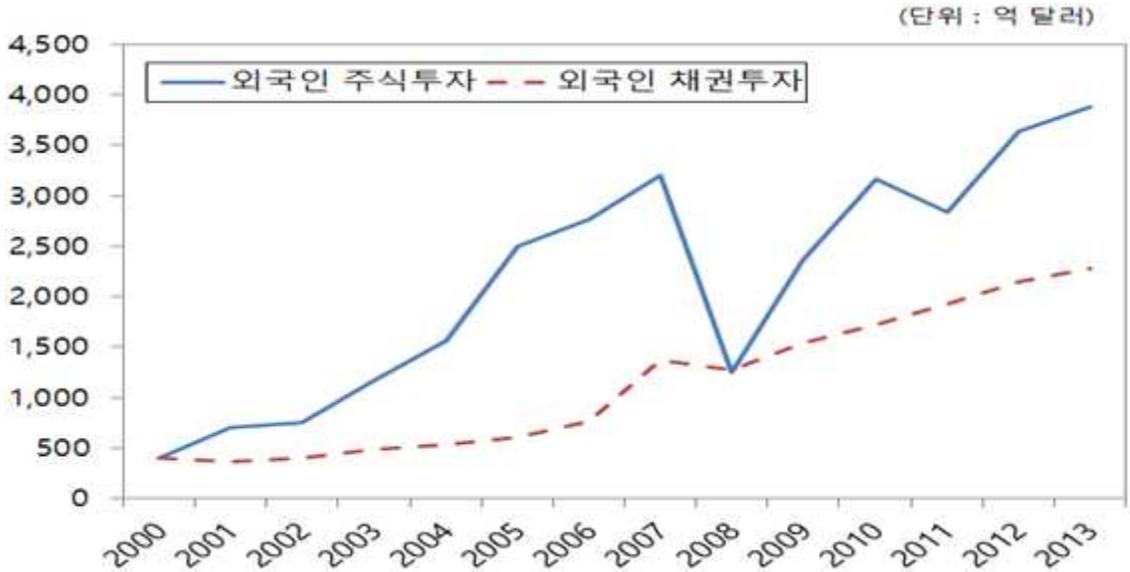
비 1,758억 달러가 감소한 바 있다. 외국인 투자자금은 한국에 경제위기의 단초가 보이면 기존에 투자한 자금을 회수하고 금리가 높은 곳으로 자금을 도피하려는 성향을 가지고 있다. 따라서 외국인 주식과 채권으로 한국에 투자된 자본이 급격히 유출하게 되면, 상대적으로 유동성이 낮은 외화자산을 보유한 정부 입장에서 빠른 대응이 어려우며 경제위기에 취약한 상황을 맞게 된다. <그림 4>에서 나타나 듯 외국인 포트폴리오 자금 규모는 점차 확대되고 있으며, 2008년의 상황에서도 환매가 쉬운 주식자산이 빠르게 빠져나간 것을 확인할 수 있다.

<그림 3> 외국인 국내투자액 변화 추이

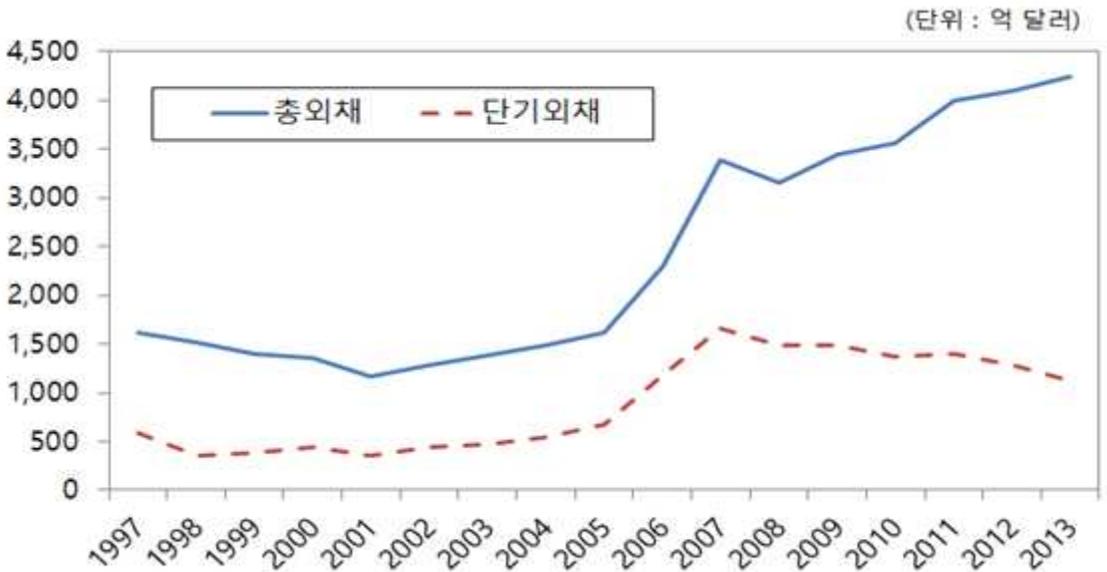


자료 : 한국은행 ECOS

<그림 4> 외국인 포트폴리오 추이



<그림 5> 한국의 총외채, 단기외채 추이



자료 : 한국은행 ECOS

<그림 5>에서는 한국이 대외적으로 지불해야하는 채무 규모가 커지고 있음을 알 수 있다. 총외채는 2006년부터 빠른 증가세를 보이고 있으며, 단기외채의 경우에는 2008년에 그 규모가 가장 크게 증가했다. 특히 2008년 3사분기에는 총외채 대비 단기외채 비율이 45%에 달해 1997년 외환위기 당시와 유사한 수준이었다. 2008년 글로벌 금융위기 당시 빠져나간 외화자금의 70%는 단기 차입된 외환이었다. 이렇게 짧은 시간에 대규모 외화자금이 유출할 가능성이 존재하고, 단기 외채의 비중도 높으며, 총외채의 규모가 커 외국인 투자자들은 한국을 외환위기 재발 가능성이 높은 국가로 지목하고 있다.

한국의 외환보유고 운영 상황을 종합하여 다음과 같은 결론을 도출할 수 있다. 한국의 외환보유고는 유가증권을 중심으로 구성되어 있으며, 유가증권은 국채, 정부기관채, 회사채 등의 다양한 채권으로 분산되어 있다. 그러나 외화자산의 운용 목적이 자산의 환금성보다는 수익성 확보에 집중되어 있다. 따라서 해외의 단기 투기 자본이 갑작스럽게 유입되고 유출되는데 대응할 외환유동성이 부족하다.

동시에 외국인 투자도 <표 4>와 같이 주식보다 채권 비율이 빠르게 증가하고 있어 한국의 대외 채무변제 부담이 점점 증가하고 있다. 2004년 외국인 증권투자 중에서 주식투자 비중이 74.4%로 압도적으로 높았으나, 2008년에는 외국인의 주식매도로 49.4%로 떨어진다. 이후 주식투자는 점차 증가하고 있으나 이전만큼의 비율을 회복하지는 못하고 있으며, 2013년에는 외국인 포트폴리오 투자 중株式이 63.0%, 채권이 37.0%를 차지하는 것으로 나타났다. 이렇게 외국인 채권 투자가 증가하고 있음에도 아직까지 외환보유고 산정 요소에 외국인의 채권자산은 포함되지 않고 있다.

<표 4> 외국인 증권투자규모와 주식과 채권 비중의 변화추이

(단위: 억달러)

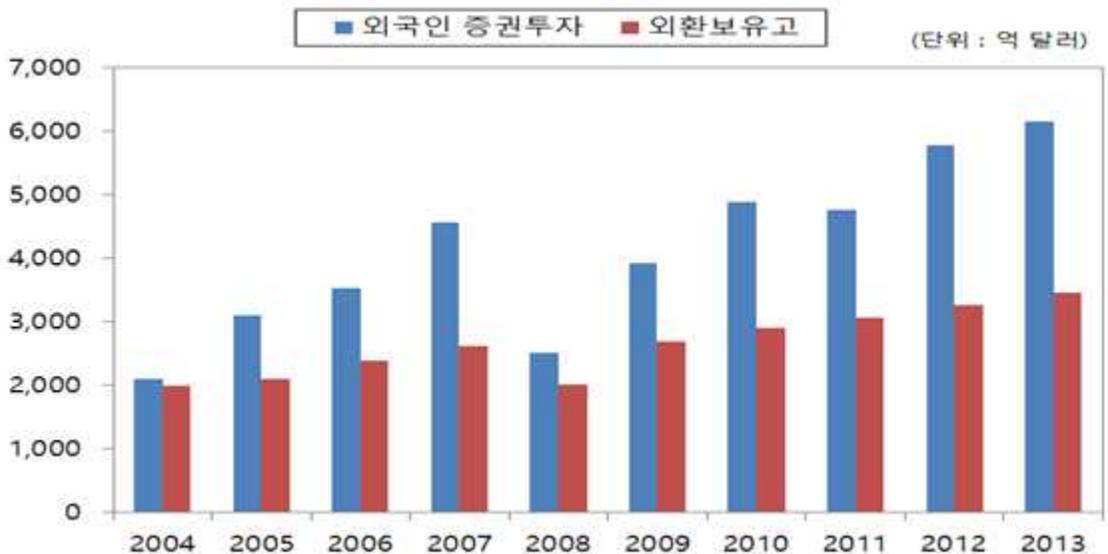
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
외국인 증권 총투자	2,103	3,105	3,524	4,567	2,522	3,916	4,892	4,770	5,781	6,156
외국인 주식투자 (비중%)	1,564	2,495	2,764	3,201	1,246	2,371	3,170	2,842	3,633	3,879
	74.4	80.4	78.4	70.1	49.4	60.5	64.8	59.6	62.8	63.0
외국인 채권투자 (비중%)	539	610	760	1,366	1,275	1,545	1,721	1,928	2,148	2,277
	25.6	19.6	21.6	29.9	50.6	39.5	35.2	40.4	37.2	37.0

자료 : 한국은행 ECOS

여기에 외환보유고에 비해, 외국인 증권투자가 급격히 증가하고 있으며 격차가 점점 벌어지고 있다. 2004년에는 약 112억 달러 정도의 차이를 보였으나, 2013년에는 2,691억 달러에 달해 거의 한국의 외환보유고의 2배 수준에 이른다. 이렇듯 외국인의 국내 투자가 빠르게 증가하고, 주식 투자액은 시장 상황에 따른 변동이 빠르며 채권 투자액의 점차 증가하고 있다. 따라서 한국은 앞으로도 자본 유출입에 의한 외환위기에 노출될 가능성이 높다. 비단 단기 자본의 유출입 뿐만 아니라 채무 상환시기 도래에 의한 만기불일치에 의한 외환 수급불균형도 재발할 수 있다.

따라서 본 연구에서는 기존의 지표접근법을 통해 외환보유고를 추정하는 데 있어, 경상거래, 자본거래, 외국인 주식거래와 함께 외국인 채권투자액도 포트폴리오 거래에 포함하여 고려해야 한다고 제안한다.

<그림 6> 외국인 증권투자와 한국의 외환보유고 추이



자료 : 한국은행 ECOS

III. 한국의 적정 외환보유고 추정

4.1. 기준 제시

본 연구에서는 앞서 분석한 지표접근법을 이용하여 2013년 한국의 적정 외환보유고를 추정한다. 1997년 외환위기를 전후로 변동된 기준을 각각 ‘기준 1’, ‘기준 2’, ‘기준 3’으로 분류해서 차용한다. 여기에 본 연구에서는 외채가 증가하는 현실을 반영하여 외국인 채권 투자금을 포함하는 ‘기준 4’를 제안하며, 이 기준에 근거하여 적정 외환보유고를 추정한다. 각 기준은 다음과 같이 구성되어 있다.

[기준 1] IMF(1953) : 경상거래

경상지급액(수입+서비스)의 25% or 경상수입대금 3개월치

[기준 2] Guidotti(1999) : 경상거래 + 자본거래

경상수입대금 3개월치 + 유동외채(단기100%)

[기준 3] Wijnhold-Kapteyn(2001) : 경상거래 + 자본거래+ 외국인 투자자금

경상수입대금 3개월치 + 유동외채(단기100%) + 오차 및 누락 +
외국인 포트폴리오 투자(외국인 주식투자금 * 1/3)

[기준 4] 김미자(2012) : 경상거래 + 자본거래 + 외국인 투자자금

경상수입대금 3개월치 + 유동외채(단기100%) + (오차 및 누락 * 100%) +
외국인 포트폴리오 투자[1/3(외국인 주식 투자금 + 채권 투자금)]

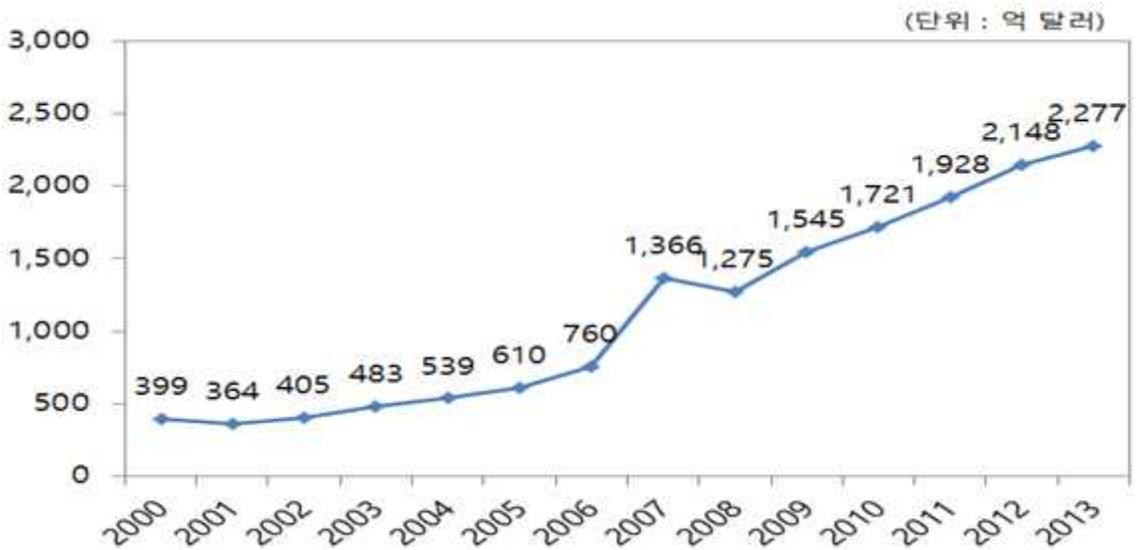
상기의 ‘기준 1’부터 ‘기준 4’에서 제시하는 외환보유고 추정기준은 시대변화에 따른 시장 환경 변화에 따라 변수가 하나씩 추가되었음을 알 수 있다. 1997년 외환위기 이전 경상거래만 고려하던 IMF 방식의 ‘기준 1’에서 외환위기 이후에는 Guidotti가 제안한 ‘기준 2’를 통해 단기외채와 같은 자본거래를 반영했다. 이는 외환위기 당시 단기외채의 갑작스러운 회수에 따른 만기불일치가 위기의 원인으로 작용한 현실을 반영한 것이며, 기간이 1년 미만 남은 유동성 외채를 적정 외환보유고 규모를 산정하는데 중요한 기준이 된다고 보았다.

2000년대 들어 Wijnhold-Kapteynsms는 경제위기의 원인을 갑작스러운 자본 유출로 인한 경제 불안에서 야기된다고 보았다. 단기적으로 자본 유출이 용이한 외국인 주식투자 증가가

가져오는 외화 유동성 부족을 반영하고, 외국인 투자자본의 일시적 도피로 인한 오차 및 누락분까지 고려하여 적정 외환보유고를 산정해야 한다고 보았다. 오차 및 누락은 중국과 일본과 같이 외환보유고의 규모가 높거나 선진국인 경우에는 고려할 필요가 없지만, 개발도상국에서는 경제위기가 발생할 때 해외로 유출되는 자본의 규모가 매우 크므로 적정 외환보유고 산정 시 반드시 고려해야 한다. 한국도 국내 경제 불안이 감지되면 국내에 투자되었던 자금이 일시적으로 해외로 유출되는 규모가 크므로 적정 외환보유고를 산정하는데 있어 외국인 주식투자금을 반드시 고려해야 한다.

또한 최근 외국인 증권 투자 중 채권시장의 규모도 점차 커지고 있는 추세이다. 한국의 외국인 채권 투자의 변화 추이는 <그림 7>에서 나타나듯이 2007년 1,366억 달러로 전년 대비 55.6% 급등하였다가 2008년 글로벌 금융위기 당시 1,275억 달러로 잠시 감소하였다. 이후 꾸준히 증가하여 2013년 말에는 2,277억 달러로 2007년 대비 2배가량 규모가 커졌다.

<그림 7> 외국인 채권투자액 변화 추이



자료 : 한국은행 ECOS

그러므로 한국의 적정 외환보유고를 산정하기 위해서는 Wijnhold-Kapteynsms 기준 외에 외국인 채권투자 규모까지 고려하여 적정 외환보유고를 산정해야 한다. 적정 외환보유고 산정기준으로 외국인 채권투자 비중의 1/3을 제시하는 이유는 다음과 같다. ‘기준 3’에서 제시된 적정 외환보유고 산정기준으로 외국인 주식투자 비중의 1/3이 기준으로 제시된 이유와

마찬가지이다. 주식투자는 평균만기를 3년으로 전제하기 때문에 1년에 1/3이 턴오버 된다고 판단하여 제시한 기준이다. 마찬가지로 채권도 주로 3년채 채권의 거래 규모가 가장 크기 때문에 1년이면 외국인 채권투자 비중이 주식과 같은 1/3이라 추정한다. 따라서 ‘기준 4’에 의거, 2013년 적정 외환보유고 기준은 경상수입대금 3개월치, 유동외채(단기100%), 오차 및 누락(100%), 외국인 주식투자금의 1/3과 외국인 채권투자금의 1/3을 합하여 도출할 수 있다.

4.2. 적정 외환보유고 추정

먼저 상기의 본 연구에서 제시하는 ‘기준 4’를 토대로 2013년 자료를 이용하여 적정 외환보유고를 추정한 결과는 다음과 같다. 경상수입대금 3개월치는 2013년 총 수입금액이 5,341억 달러의 1/4인 1,335억 달러가 도출된다. 유동성 외채는 단기외채 1,118억 원을 100% 적용하고, 외국인 주식투자 금액 3,879억 달러와 외국인 채권투자 금액 2,277억 달러는 각각 1/3을 곱해 1,293억 달러와 759억 달러가 되었다. 오차 및 누락은 10억 달러의 손해가 발생하여 이를 100% 반영한다. 각 항목에서 도출된 금액의 총합으로 적정 외환보유고의 규모를 추정해 보면 4,494억 달러가 된다.

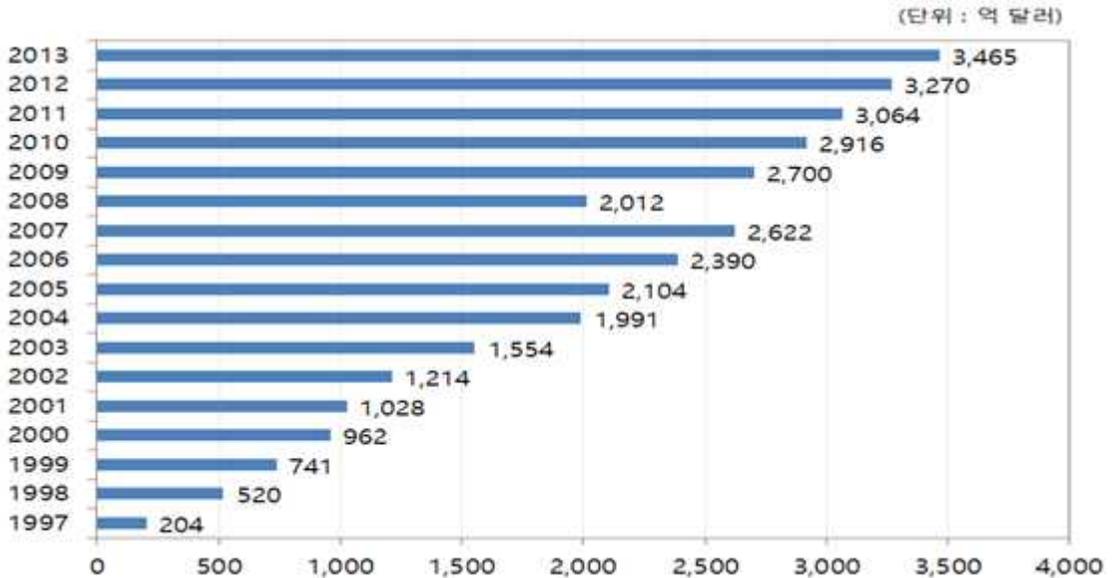
<표 5> 2013년 한국의 적정외환보유고 추정

(단위: 억달러)

	총수입액	유동성외채	외국인 주식투자	외국인 채권투자	오차 및 누락
2013년	5,341	1,118	3,879	2,277	-10
추정비율	총수입액 * 1/4	단기외채 100%	외국인 주식투자 * 1/3	외국인 채권투자 * 1/3	오차 및 누락 100%
추정금액	1,335	1,118	1,293	759	-10
적정외환보유고 추정	4,494 억 달러				

자료 : 한국은행 ECOS

<그림 8> 한국의 외환보유고 추이



자료 : 한국은행 ECOS

한국이 2번의 경제위기를 경험하면서 외환보유고 규모를 지속적으로 확대해 왔다는 것은 <그림 8>에서 나타난다. 2007년 말에는 2,622억 달러로 중국과 일본, 러시아, 대만 및 인도에 이어 세계 6위를 기록하였으나 2008년 외환보유고가 대폭 감소하였다. 이후 외환보유고의 규모는 더욱 확대되어 2013년 말 3,465억 달러로 세계 7위 수준이지만 최근 외환 유동성 규모를 고려하여 외환보유고를 안정적으로 유지하기 위한 4,494억 달러에 못 미치는 수준이다.

2013년 말 자료를 토대로 과거에 제시되었던 적정 외환보유고 규모를 경험적 기준인 ‘기준 1’에서 ‘기준 4’까지 모두 정리하면 <표 6>과 같다. 1997년 외환위기 이전 ‘기준 1’로 IMF 제시한 경상거래만으로 추정하면 1,355억 달러, 1997년 외환위기 이후 ‘기준 2’로 Guidotti가 제시한 자본거래를 포함할 경우 2,453억 달러가 도출된다. 여기에 최근 Wijnhold-Kapteyns가 제시한 경상거래, 자본거래, 외국인 투자를 ‘기준 3’으로 보면 적정 외환보유고는 3,735억 달러에 이른다.

이에 비해 2013년 실제 외환보유고는 ‘기준 3’에 비해 270억 달러가 부족한 규모로 ‘기준 2’와 ‘기준 3’ 사이 수준이다. 특히 본 연구에서 주장하는 ‘기준 4’의 4,494억 달러에 비교하면 1,029억 달러가 부족한 것으로 나타났다.

<표 6> 한국의 적정보유고 산정기준에 따른 추정금액 산출

(단위: 억달러)

2013년 기준		내 용		외 환 보유액 추정
경상거래	기준 1	IMF (1953)	경상지금액(수입+서비스)의 25% or 경상수입대금 3개월치 제안	1,335
경상거래 + 자본거래	기준 2	Guidotti (1999)	경상수입대금 3개월치 + 유동외채 (단기100%)	2,453
경상거래 + 자본거래 + 외국인투자	기준 3	Wijnhold-K apteyn (2001)	경상수입대금 3개월치 + 유동외채 (단기100%) + 오차 및 누락 * 100% + 외국인 포트폴리오투자 (외국인주식투자금의 1/3)	3,735
	기준 4	적정보유고 제안	경상수입대금 3개월치 + 유동외채 (단기100%) + 오차 및 누락 * 100% + 외국인포트폴리오투자 [1/3(외국인주식투자 + 채권투자)]	4,491

4.3. 적정 외환보유고 확충방안

이처럼 부족한 외환보유고를 조달하기 위해서는 외환보유고를 구성하는 각 요소의 증가가 필요하다. 먼저, 경상거래에서 흑자를 유지하여 대외거래를 통해 외화를 조달하는 것이다. 이는 국채발행이나 해외 차입보다 외환을 차입하는데 드는 비용을 줄이면서 적정한 외환보유고를 확보할 수 있는 수단이다. 따라서 정부는 우선적으로 경상수지 흑자운영의 규모를 높일 필요가 있다.

두 번째로 해외에서 유입되는 외채와 외국인 투자를 늘리는 것이다. 자본시장에서 공공부문과 민간부문의 주식, 채권, 차입 등을 발행하여 자금을 유입하거나, 외국인 직접투자(FDI)를 유치하는 방법이 있다. 자본시장에 유동성 위험이나 만기불일치 등의 문제점을 내포한 외국인 증권투자에 비해, 외국인 직접투자(FDI)는 외환보유고를 확보하면서 국내 산업 기술과 생산성 향상도 기대할 수 있다. 따라서 한국은 2000년대 들어 외국인 직접투자를 유치하

기 위해 노력하고 있다.

그러나 한편으로는 경상수지 흑자운영이나 본원통화 증가로 통화량이 증가하면 화폐가치가 하락하고 물가가 상승하면서 금리가 하락하는 문제가 발생한다.²⁾ 이때 금융자산의 가치가 낮다고 판단한 시장주체들이 시장에 풀린 자금을 부동산이나 주식에 투자하게 되고 자산 버블을 형성하면서 물가가 더욱 상승할 수도 있다.

V. 결 론

자본시장 개방도가 높아지면서 세계 각국의 경제위기는 1국의 위기에 그치지 않고 전 세계로 확산되고 있다. 특히 국제 결제통화를 보유하고 있는 미국의 금융시장 붕괴나 문제해결 과정에서 펼치는 통화정책이, 한국과 같이 대외경제의존도가 높은 국가에는 외환이나 금융위기로 직결될 수 있는 요인으로 작용하기도 한다.

한국은 1997년 동아시아 외환위기를 경험한 이후 외환보유고의 규모를 꾸준히 증가시켜 왔으나, 2008년 글로벌 금융위기 당시 세계 6위의 외환보유국이였음에도 불구하고 ‘제2의 외환위기설’로 경제위기의 어려움을 경험하게 되었다. 과거 한국이 경험한 동아시아 외환위기와 글로벌 금융위기 모두 외환 수급 불균형으로 인한 외화유동성 부족이 원인이 된 경제위기였다. 일차적으로 외환보유고가 충분할 경우 유동성 부족 문제를 손쉽게 제어할 수 있는 것은 사실이다. 하지만 충분한 외환보유고 확보는 현실적으로 쉬운 문제가 아니기 때문에 외환보유고 구성에서의 유동성 확보가 중요하다. 우리나라는 2000년대 중반부터 외국인투자에서의 채권비율 빠르게 증가하고 있어 대외 채무변제 부담이 점점 증가하고 있다. 이전의 외환보유고 추정기준들은 유동성이 높은 외국인 포트폴리오 투자를 누락하거나 주식투자만을 반영하였다. 그러나 최근 들어 외국인투자에서의 채권비중이 점차 높아지는 추세이므로 외환보유고 산정에 있어 단기유동성 반영 요인으로 채권투자를 추가할 필요가 있다.

본 연구에서는 한국이 경험한 경제위기의 원인인 외화유동성 부족 문제를 해결할 수 있는 가장 직접적인 대안이 높은 외환보유고를 보유하는 것이라고 보고 있다. 이러한 문제의식

2) 외환보유고를 늘리는 데만 치중하여 직간접적인 외환 유치 시 발생하게 될 비용을 간과할 경우 다음과 같은 문제가 발생한다. 외환보유고를 확충하기 위해 한국은행이 외환시장에서 달러를 매입할 경우, 외환보유고가 증가하지만 동시에 본원통화(Base Money)도 증가하게 된다. 본원통화의 증가는 유동성 확대 인플레이션을 유발할 수 있으며, 물가안정을 위해 정부가 금리를 올리게 될 경우 서민에게 부담이 전가될 수 있다. 따라서 정부는 본원통화 회수를 위해 통화안정채권(Monetary Stabilization Bond)을 발행하는데, 통안채 발행은 인플레이션 문제를 중앙은행의 이사부담으로 이동시킨다.

하에 한국의 외환보유고를 자산의 안전성, 환금성, 유동성 공급 능력 면에서 분석하고 나아가 걱정 외환보유고를 추정하였다.

연구 결과, 한국은 유가증권의 위험을 분산하는 형태로 외화자산을 보유하고 있으며, 외국인의 투자가 증권시장 및 직접투자(FDI) 등을 통해 꾸준히 증가하고 있다. 그러나 외화자산의 유동성이 낮고 주식과 같은 단기 자본의 이동에 대응할 수 있는 능력이 부족한 것으로 나타났다. 또한 채무부담을 동반하는 외국인 채권 투자가 증가하고 있는데, 외환보유고를 추정하는 기존의 지표접근법에서는 이를 누락하고 있다.

즉, 경제위기가 발생할 경우 외국인 주식투자금이 급격히 빠져나갈 수 있으며, 외국인이 구매할 채권에 대한 상환부담이 증가할 수 있다. 현재 한국의 외환보유고는 외국인 포트폴리오 투자액의 반영률이 낮아 외환유동성을 공급하면 동시에 중앙은행의 외환보유고가 크게 낮아지면서 거시경제 전체로 영향을 미칠 수 있는 상태이다.

본 연구를 통해 경상거래와 자본거래, 외국인 포트폴리오 투자를 주식과 채권 측면에서 모두 반영하여 2013년 한국의 걱정 외환보유고를 추정한 결과 한국은 최근 자본시장의 움직임에 안정되게 대응할 만큼의 충분한 외환보유고를 확보하지 못하고 있다. 본 연구에서 제시하는 ‘기준 4’와 현재 한국의 외환보유고와 상당한 갭(gap)이 존재하며 단기간에 이 규모를 줄이는 것 또한 쉽지 않다. 따라서 본 연구에서는 한국이 외환보유고의 규모를 확보하기 위한 중장기적 전략을 제안 한다. 우선 경상수지 흑자 규모를 장기적으로 점차 높여 감으로써 걱정외환보유고의 규모를 확보해야 한다. 그리고 두 번째로 외환보유고 자산구성에서 유동성 자산의 비중을 높여 외화 유동성을 확보함으로써 외환보유고의 규모가 작아도 외부충격으로 인한 경제위기 발생 시 위기를 유연하게 대응할 수 있도록 해야 한다.

본 연구가 외환보유고 관리 비용 문제에 대해서 다루지 못하였다는 점은 한계로 지적된다. 이러한 연구한계에 대한 보완은 향후 과제로 남기고자 한다.

참 고 문 헌

- 김경아(2011). “글로벌 금융위기 전후 국내금융시장의 변동성에 관한 연구”, 산업경제연구, 제24권 제3호, 1425-1450.
- 김미자(2007). “90년대 유럽, 남미 및 아시아의 외환위기 유형 비교분석”, 숙명여자대학교 석사학위 청구논문.
- 김정환 외(2009). “외환보유액 관리비용과 필요외환보유액 추정”. 한국금융연구원.
- 박원암(2009). “금융위기의 평가와 과제” 한국경제포럼, 제3집 제1호.

- 신세돈(2008), “우리나라 대외자산 및 대외부채의 만기구조와 적정 외환보유고”, *숙명여자대학교 경제경영논집*, 제37집 제2호.
- 신세돈(2007), “외환위기 원인으로서의 국제수지 적자: 경상수지 적자 vs 자본수지적자”, *숙명여자대학교 경제경영논집*, 제36집 제2호.
- 신세돈(2004). “외환위기 이후 대외자본거래와 외환위기 재발가능성”, *숙명여자대학교 경제경영논집*, 제34집 제1호.
- 신중협 외(2010). “과거 금융위기 사례분석을 통한 최근 글로벌 금융위기 전망” Kiri 보험연구원. 조사보고서 2010-1.
- 이근영(1997). “우리나라 외환보유액 수요의 실증분석”. 한국금융학회. *금융학회지* 제2권 제2호
- 이은미(2009). “해외자본 유입과 국내 유동성”. 삼성경제연구소. *경제포커스* 제262호.
- 이영섭·윤덕룡(2005). “한국의 외환보유액 결정요인 분석과 적정 외환보유액 정책에 관한 연구” KIEP 대외경제정책연구원. *국제금융시리즈* 05-03.
- 이연호(2001). “한국의 최적 외환보유액 수준에 관한 연구”. 한국경제학회. *경제학 연구* 제 49집, 제2호.
- 정영식 외(2010). “금융불안지수로 본 한국금융”, 삼성경제연구소. *CEO Information*. 제761호.
- 정영식 외(2010). “반복되는 금융불안 원인과 대책”, 삼성경제연구소. *CEO Information*. 제761호.
- 정영식 외(2010). “반복되는 한국 금융불안, 그 진단과 해법”, 삼성경제연구소. *연구보고서*.
- 정영식 외(2009). “국내위기설로 본 금융불안 진단과 대응”, 삼성경제연구소. *Issue Paper*.
- 정영식 외(2010). “한국 대외채권, 채무의 불균형 구조 및 시사점”, 삼성경제연구소. *경제포커스* 제304호.
- 정진영 외(2010). “외환보유액의 적정성 평가 및 시사점”. 삼성경제연구소. *경제포커스* 제318호.
- 장재철 외(2008). “최근 외환시장 동향 및 대응방안”, 삼성경제연구소. *Issue Paper*.
- 허찬국 외(2014). “미국의 양적 완화 축소가 국내 금리, 환율, 자본유입에 미치는 영향 분석”, *한국경제연구*, 제32권 3호, 49-77.
- 홍태희(2013). “금융위기의 원인과 대책”, *여성경제연구*, 제10집 제2호, 189-207.
- Alan Greenspan(1999). “On Recent Trend Reserve Management”, *World Bank Conference*
- Alan Greenspan(1999). “Currency Reserver and Debt”, *Remarks before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserve Management*
- C. Mitchell Conover, Gerald R. Jensen and Robert R. Johnson.(2002). *Emerging Markets: When Are They Worth It?*, *Financial Analysts Journal*
- Doo Yull Choi.(2005). “Korea’s Currency Crisis and Regulations on Merchant Banking Corporations”, Korea Institute for International Economic Policy. *OECD Study Series* 05-01
- David T.Coe and Se Jik Kim(2002) “Korean Crisis and Recovery”, Korea Institute for

International Economic Policy.

Pihlman, J, Van der Hoorn, H,(2010). "Procyclicality in Central Bank Reserve Management: Evidence from the Crisis", *IMF Working Paper WP 10-150*

Aizenman, J, and J, Lee(2005). "International Reserves Precautionary versus Mercantilist View", Theory and Evidence, *NBER, Working Paper No. 11366*

内田真人(2013), "非伝統的金融政策の効果と限界：デフレ脱却と金融政策", *経済研究所年報*・第26号