

# 외환시장의 이해

2009.04.16 | 박형준\_새사연 연구원 | hjpark@saesayon.org

## 목 차

- \_피땀 흘려 번 돈, 투기판 파생상품시장에서 날려
- \_고비용의 변동환율체제
- \_국제외환시장, 하루 평균 4조 달러 거래
- \_외환시장, 세계 10대 은행에 의해 좌지우지
- \_한국의 외환시장, 98년 변동환율제 후 가파른 성장
- \_NDF는 투기목적에 적합하게 설계
- \_변동환율체제는 필수요소가 아니다



<http://saesayon.org>

지난 4월 7일 GM대우의 외부감사 담당기관인 안진회계법인이 금융감독원에 제출한 2008 회계연도 감사보고서가 언론에 공개되면서, “한국의 시장 실패는 ‘외환시장’의 실패다” (김병권, 「새시연 이슈종합」, 2009.03.19)를 다시 한 번 확인시켜 주었다.

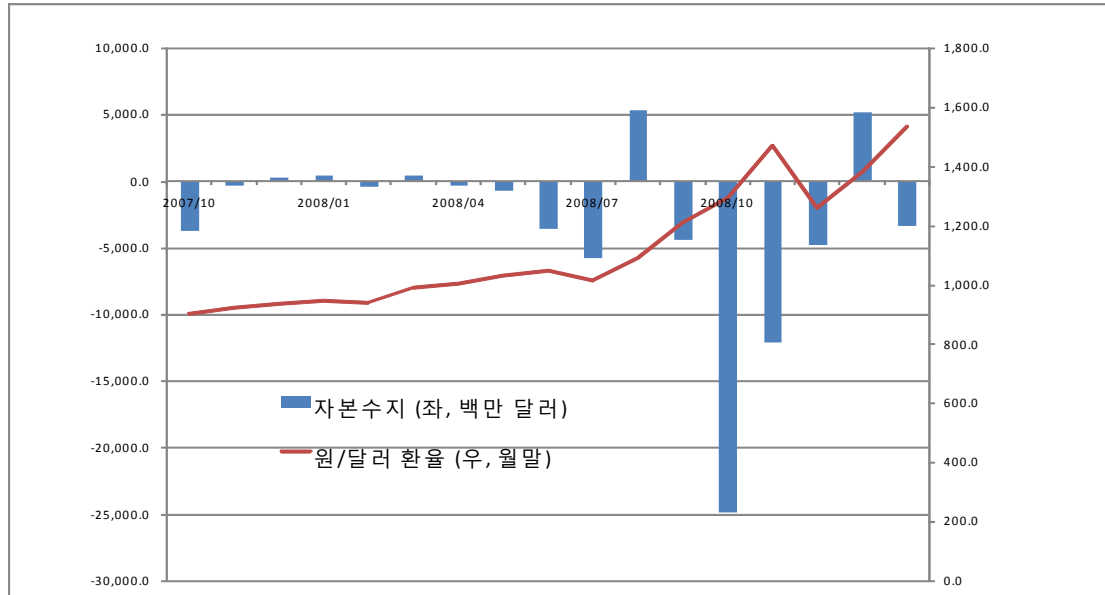
보고서에 따르면, GM대우는 2008년 한 해 동안 2,900억 원대의 영업이익을 냈지만, 외환 파생상품 거래에서 1조 4,500억 원 규모의 손실을 보아, 8,756억 원의 당기순손실을 기록하였다고 한다. 게다가 아직 정리가 되지 않은 계약규모가 약 100억 달러에 이르고, 유동부채가 유동자산을 9,600억 원 이상 초과하고 있다고 한다. 수출의 주 대상기업이 모기업 GM이기 때문에 GM이 공식적으로 파산할 경우 거의 자동적으로 부도가 날 가능성이 커 어떤 식으로든 한국 외환시장뿐만 아니라 금융시장 전체에 또 한 번의 충격을 가할 것으로 예상된다.

GM대우에 따르면, 이렇게까지 손실이 심각한 수준에 이른 것은 매출의 90퍼센트를 차지하는 수출 대금을 환율 변동 위험에 대비해 헤지하기 위해서 2~3년치 수출 추정액의 50~70퍼센트에 달하는 금액을 외환시장에서 통화선도거래를 했기 때문이라고 한다. 대형 조선 업체의 경우 배 한 척을 수주하고 인도하는데 걸리는 기간이 길기 때문에 3년물 선도거래가 매우 일반적이지만, 자동차 업체의 경우 이런 장기 선도거래는 매우 이례적인 경우라고 외환시장 분석가들은 말한다. 그러한 거래의 이면에 알려지지 않은 모종의 음모가 있을지도 모르지만, 그것과 상관없이 최근 한국경제에 가장 큰 타격을 입히고 있는 것은 ‘외환시장의 실패’라는 사실에는 이론의 여지가 없어 보인다.

## 피땀 흘려 번 돈, 투기판 파생상품시장에서 날려

2008년에 심화된 미국 발 전 세계적 금융공황으로 인해 외국인 투자자들은 한국 자본시장에서 급속히 이탈하기 시작했고, 이들이 본국으로 송금을 늘리면서 한국의 자본수지 적자는 크게 늘었고 이에 비례하여 원화의 가치가 가파르게 절하되었다 ([그림1] 참조). 보통 원화가치의 절하는 한국의 수출기업에게는 호재로 고려되지만, 이번에는 그렇지 않았다. 1997년 위기 때는 지역적인 문제였기 때문에 해외 상품 판로에는 문제가 없었다. 그래서 원화의 가치하락으로 한국 상품의 수출 가격이 하락하였고, 이에 따라 가격 경쟁력이 높아져 수출이 크게 늘고 경상수지 흑자가 급속도로 늘어나 위기 탈출을 앞당길 수 있었다.

[그림1] 자본수지와 원/달러 환율 변동



하지만 이번에는 전 세계적인 정치경제적 공황으로 환율의 상승으로 인한 혜택은 없다. 기획재정부는 지난 2월의 경우 36억 달러 규모의 경상수지 흑자를 기록했다며 경사라도 난 듯 발표했지만, 내용을 들여다보면 그리 좋아할 일은 아니었다. 수입은 전년도에 비해 30.9퍼센트가 줄고 수출은 19.2퍼센트가 줄어, 상대적으로 수출이 덜 줄었기 때문에 난 흑자였다. 전 세계적인 불황을 확인해 준 것뿐이었다. 여기에 자본수지 적자 33억 달러를 감안하면, 거의 균형을 이루었다고 볼 수 있다. 게다가 자본수지 적자 중 28억 달러가 파생금융상품에서의 손실이란 점을 꼭 기억할 필요가 있을 것 같다. 피땀 흘려 번 돈을 투기판 같은 파생상품시장에서 날리고 있는 것이다.

금융투자기관들은 외환파생상품이 국제무역에 참여하는 당사자들의 이익을 보호하기 위해 필수적인 보험과도 같은 환 헤지 기능을 한다고 강변하지만, 세계적으로 4조 달러에 달하는 일일 외환거래 규모 중 70~95퍼센트가 무역과는 무관한 ‘투기’에 가까운 투자라는 사실은 애써 외면한다(BIS). 환 헤지가 필요한 이유는 세계의 주요 경제국들이 완전 변동환율제를 택하고 있기 때문이다. 예를 들어, 중국이 택하고 있는 관리형 변동환율제를 국제적인 환율제도로 채택하기만 해도 환 헤지라는 미명하에 벌어지는 이런 엄청난 규모의 투기판은 불필요한 시장이 될 것이다. 말로는 자율적인 변동환율제이지만, 현재의 국제 정치경제 체제 하에서는 중소 규모의 경제국들의 경우 외환시장에 개입할 수밖에 없으며, 그로 인해 엄청나게 큰 비용을

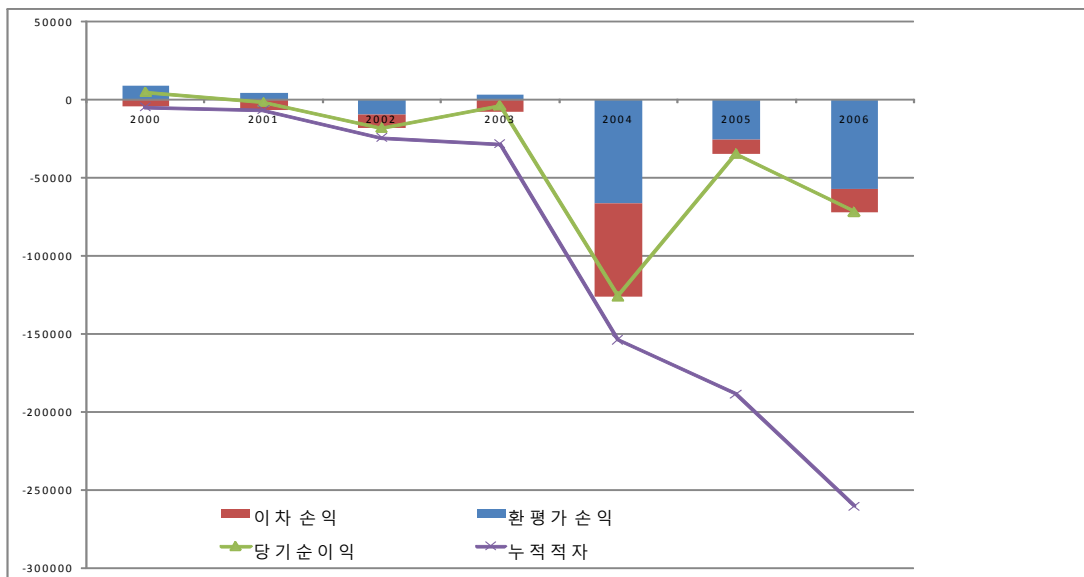
치르고 있다.

### 고비용의 변동환율체제

[그림2]는 외화자산의 매입/매도를 통해 외환시장의 안정을 목적으로 설치해 기획재정부 장관이 운용관리하고 한국은행총재가 위탁을 받아 관련 사무를 담당하고 있는 **외국환평형기금**의 운용 실태이다. 기금은 국내외 자본시장에서 채권을 발행하여 재원을 마련하고, 조달된 원화, 외화, 채권을 외환 시장의 상황에 따라 다시 국내외 자본시장에서 매매하며 환율조정을 위해 쓰이고 있다. 이때 재원을 조달할 때 지불해야 할 이자와 운용하면서 받는 이자의 차와 환율변동에 따라 생기는 환차 손익이 기금의 손익계산서를 구성한다.

[그림2] 외국환평형기금의 손익과 누적적자 규모

(단위: 억 원, 재정경제부)



외환당국이 지불해야 할 이자가 대부분의 경우 받아야 할 이자보다 높기 때문에 이차이로 발생하는 이차손익은 부(-)의 값을 갖는 것이 보통이다. 또한 외환당국은 시장의 흐름에 역행하는 방향으로 개입하는 경향을 가질 수밖에 없기 때문에, 항상 그런 것은 아니지만, 환율의 변동에 의해 생기는 환평가손익의 경우도 주로 부(-) 값을 갖는다. 예를 들어, 2008년 9월에 금융공황이 심화되기 전까지 한국정부는 원/달러 환율을 상승시키려는 의도를 가지고 있었고, 이 방향으로 개입을 하였다고 추

정된다. 그 이후 원화가 달러 당 1,600원 가까이 오르는 등 원화 가치가 급격하게 하락하면서 여러가지 사회문제를 일으키자 이제는 환율을 안정시키기 위해 200억 달러 이상의 돈을 시장에 퍼부었다.

이러한 개입으로 그동안 발생한 기금의 누적손실이 26조 원이 넘는다. 2006년 한 해에만 무려 7조 원의 손실을 기록했다. 아직 공식적으로 발표되지는 않았지만, 2008년에 늘어난 손실은 이보다 클 것으로 예상된다.

한국의 외환당국은 외환시장의 안정을 목적으로 파생상품의 일종인 차액결제선물환(Non-Deliverable Forward, NDF) 거래에도 참여하고 있는데, 이 부문에서의 손실도 상당하다. [표1]은 외환당국이 NDF에 뛰어들어 만들어 낸 성과표이다. 2007년에 1,371억 원 이익을 제외하곤 계속 적자를 면치 못하고 있다. 그 규모도 상당히 커 2004년에는 무려 2조 1,000억 원에 달했다. 아직 공식 발표가 없어서 정확히 알 수는 없지만, 2008년에는 손실 폭이 더 커졌을 가능성이 높다.

[표1] 파생거래 이자 관련 손익

(단위: 억 원)

구분	현금흐름표 기준		
	파생상품거래수입이자	파생상품거래지급이자	순이익
2004	3940	25145	-21205
2005	3920	11910	-7990
2006	4577	11389	-6812
2007	5107	3736	1371

\* 출처: 국회 기획재정위원회

위에서 언급했듯이 외환관리로 인한 손실은 한국만의 문제가 아니다. 현재 달러 중심 세계통화체제는 대부분의 중소 규모의 경제국들로 하여금 열심히 달러를 ‘축적’해 놓도록 하고 있다. 이를 위해 이들 국가들은 자국 상품의 수출가격 경쟁력을 확보하려고 노력해야 하고, 거기에는 위와 같은 어마어마한 비용이 들어간다. 문제의 근저에는 달러를 기축통화로 하고 있는 국제통화시스템과 변동환율체제가 자리 잡고 있기 때문에, 이를 해결하기 위해서는 이들 체제의 근본적 개혁이 필요하다. 이러한 문제는 새사연 경제연구센터 내부보고서 「달러화 위기와 포스트 달러 시스템」(2009. 02)에서 이미 다룬 바 있다.

외환거래관련 손실 문제가 계속 심화되고 있지만, 실제 외환시장이 어떻게 구성되어 있고 운영되고 있는가에 대해 잘 모르기 때문에 계속 언론에 보도되어도 대부분 아리송하게 이해가 될 뿐이다. 그래서 이 글에서는 이 문제를 좀 더 명확히 파악하기 위해서 외환시장의 구성과 거래방식에 대해 설명해 보겠다.

## 국제외환시장, 하루 평균 4조 달러 거래

현재와 같은 외환시장의 발전은 브레튼 우즈 체제가 붕괴된 1970년대 초반 이후에 시작되었다. 브레튼 우즈 체제에서는 기본적으로 고정환율제였고, 국제적 협의를 통해서만 각국의 환율이 조정되었기 때문에 외환시장이 활성화될 수 없었다. 님이 먼저인가 달같이 먼저인가라는 문제가 있지만, 서구 유럽과 일본의 경제회복으로 형성된 유로달러시장이 서서히 규모가 커지면서 브레튼 우즈 체제의 기본 틀이었던 금 태환이 보장된 달러기축 통화체제는 더 이상 유지될 수가 없었고, 자본시장의 주요 주체였던 은행들의 영향력 아래 미국 정부는 금 태환 포기를 선언하고, 이어서 1973년 주요 산업국가들 (G10)이 변동환율제를 기본체제로 선택하게 된다.

[표2] 주요 외환시장과 거래에 차지하는 비중

(단위: %)

	2001	2004	2006	2007
영국	31.2	31.3	32.4	34.1
미국	15.7	19.2	18.2	16.6
일본	9.1	8.3	7.6	6.0
싱가포르	6.2	5.2	5.7	5.8
독일	5.5	4.9	3.9	2.5
기타	32.3	31.1	32.2	35.0

\* 출처: BIS

그 후 외환시장은 꾸준한 성장을 이루었고, 세계에서 가장 거래규모와 유동성이 큰 자본시장이 되었다. 앞서서도 언급했지만, BIS에 따르면 2007년 기준으로 현물환, 선물환, 외환스왑으로 구성된 전통적 외환시장의 규모가 일평균 거래량으로 3조 2천억 달러에 이르고, 통화선물, 통화스왑, 통화옵션으로 구성되어 있는 파생적 외환 시장까지 합치면 거의 4조 달러에 이르는 거래가 매일 벌어지고 있다. 거래가 이루어지는 가장 큰 시장은 런던으로서 전체의 34퍼센트 정도를 차지하고 있다. 이어서 미국이 16.6퍼센트, 일본이 6퍼센트, 싱가포르가 5.8퍼센트를 구성하고 있다([표2]

참조).

런던에서의 거래량이 제일 많다고 해서 영국의 금융기관들의 거래가 세계에서 제일 많은 것은 아니다. 영국에서 이루어지는 외환거래의 70퍼센트는 외국인들에 의한 것이고, 외환거래의 주요 주체인 은행들의 경우에도 영국에 소재하고 있는 은행들의 50퍼센트 이상이 외국인 소유라고 한다(자산기준, IFSL). [표3]은 은행들과 외환 브로커기관들 간의 거래로 구성되어 있는 1차 외환시장(도매시장)에서 거래량을 기준으로 주요 주체들을 정리한 것이다.

[표3] 외환거래의 주요 주체들

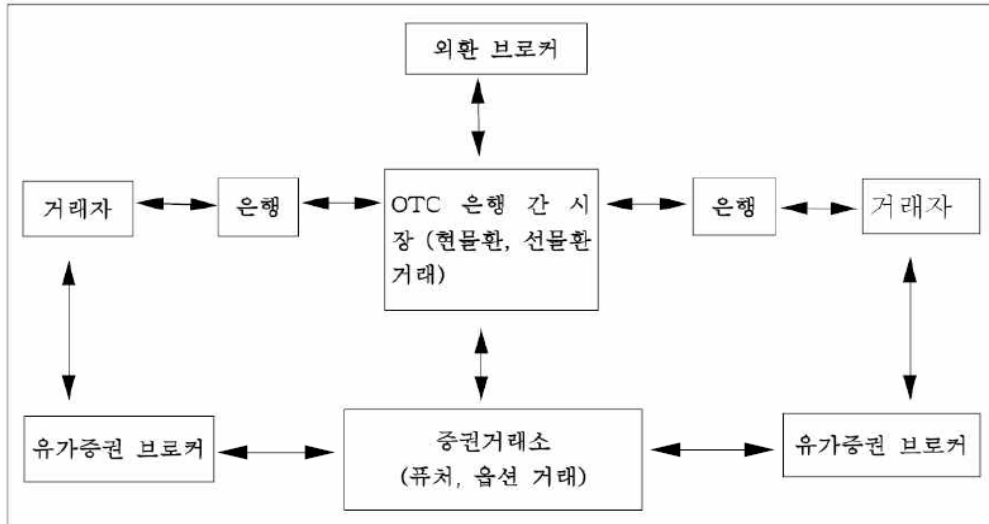
은행	비중 (%)
Deutsche Bank	19.3
UBS AG	14.9
Citi	9.0
Royal Bank of Scotland	8.9
Barclays Capital	8.8
Bank of America	5.3
HSBC	4.4
Goldman Sachs	4.1
JP Morgan	3.3
Morgan Stanley	2.9
기타	19.1

\* 출처: Euromoney FX Survey, 2007, IFSL에서 재인용

### 외환시장, 세계 10대 은행에 의해 좌지우지

2007년 5월 기준으로, 도이치은행이 전체 거래의 19.3퍼센트로 1위를 차지하고 있고, UBS, Citi, RBS (참고로 재정상태 악화로 영국 정부가 국유화 함)가 그 뒤를 따르고 있다. 상위 다섯 개 은행이 차지하는 비중이 전체 거래의 60.9퍼센트를 차지하고, 상위 10개사의 거래로 따지면 전체의 80.9퍼센트에 달한다. 이 소수의 은행들이 외환시장을 지배하고 있다고 볼 수 있다. 이들이 지구가 자전하는 속도에 맞춰 전 세계 주요 외환시장에서 현지 법인을 통하여 24시간 내내 매매하고 있다.

[그림3] 외환시장의 기본 구조



이들이 이끄는 외환시장의 기본구조를 [그림3]으로 간략하게 표현할 수 있다. 앞서 말한대로 세계적으로 비중있는 상업은행과 투자은행들 사이에서 이루어지는 직접거래나 외환 브로커를 통한 거래가 1차 도매시장을 형성한다. 이들은 다시 각국의 은행들과 투자기관들, 기업들, 개인들을 상대로 거래시장을 만들고, 증권시장을 통해 파생상품을 거래한다. 1차 시장의 규모와 2차 시장의 규모의 비율이 1998년에는 63:37 정도였는데, 2007년에는 43:57 (금융기관 40 + 비금융거래자 17)로 역전되었다(BIS, 2007).

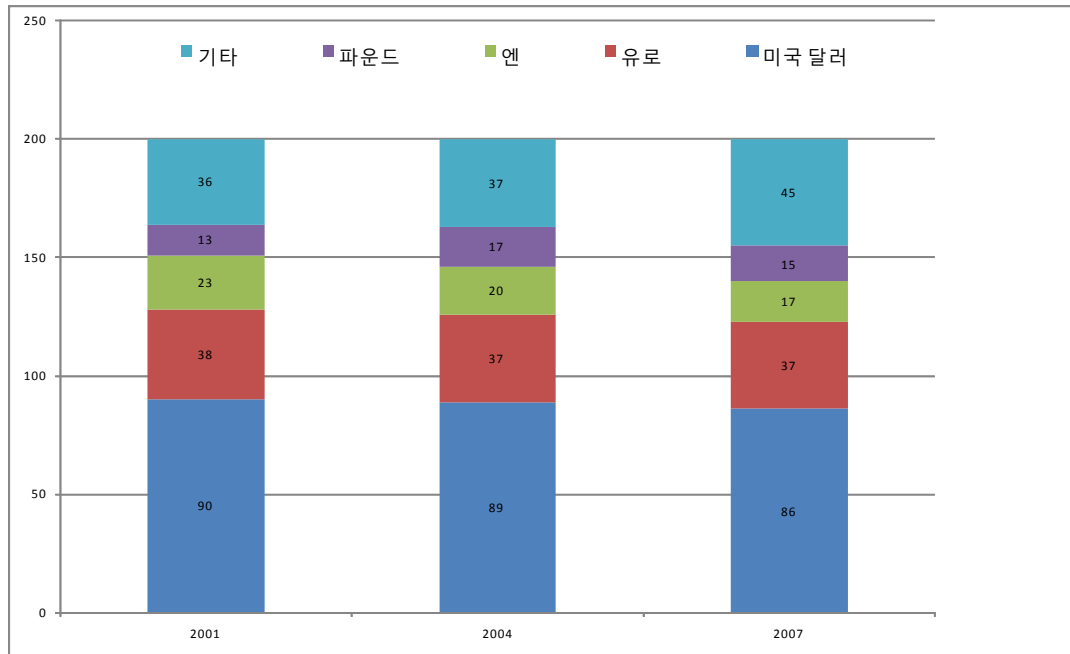
거래형태별로 살펴보면, 앞에서 언급했듯이 현물환, 선물환, 외환스왑으로 구성된 전통적 외환시장이 총 거래의 90퍼센트 이상을 차지하고, 통화선물, 통화스왑, 통화옵션으로 구성된 파생적 외환시장이 10퍼센트 못 되는 거래 비중을 차지하고 있다. 전통적 외환시장 내에서는 외환스왑 거래가 53퍼센트로 가장 많고, 다음에 현물환이 31퍼센트, 선물환이 11퍼센트 정도를 차지하는 것으로 조사되었다(BIS, 2007).

가장 많이 거래되는 통화는 당연 미국의 달러이다. [그림4]는 전체 거래량을 200으로 볼 때 각국의 통화가 거래에서 차지하는 비중을 나타낸 것이다. 미국의 달러가 2007년 기준으로 86퍼센트를 차지하고, 유로가 37퍼센트, 엔이 17퍼센트, 파운드가 15퍼센트의 비중이다. 거래통화와 그 교환대상이 되는 통화를 짝을 지어 분류할 경우, 미국달러/유로가 27퍼센트, 미국달러/엔이 13퍼센트, 미국달러/파운드가 12퍼센트, 미국달러/스위스프랑이 5퍼센트를 각각 차지하는 것으로 나타났다(IFSL



2007).

[그림4] 통화 별 거래 비중 (200% 중)



\* 출처: BIS

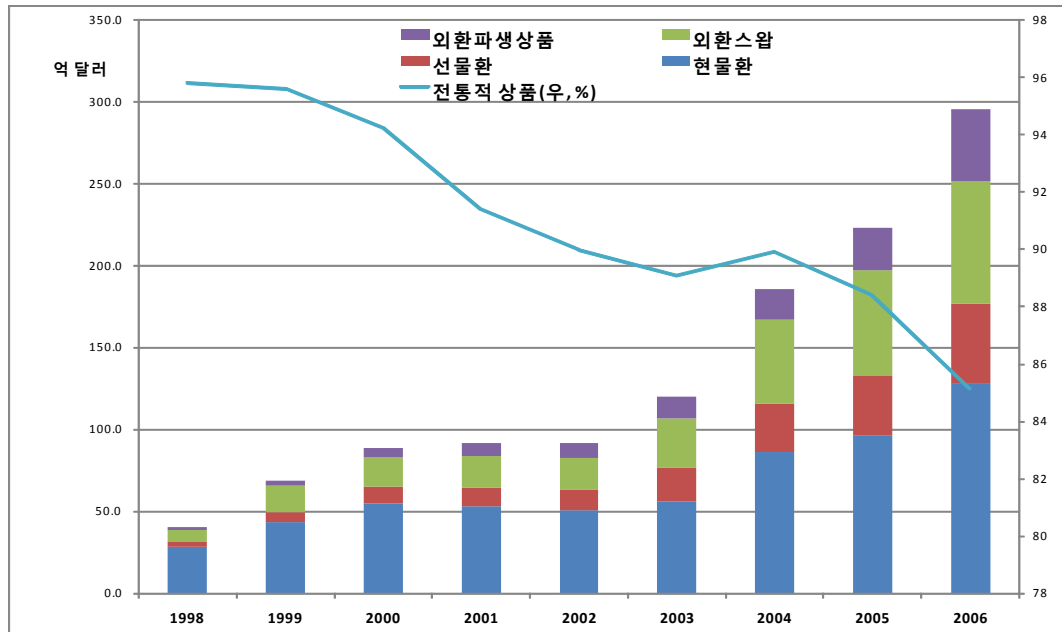
지금까지 국제외환시장의 현황과 기본구조를 알아보았다. 이제 관심의 초점을 한국의 외환시장으로 옮겨가도록 하겠다. 기본현황을 살펴본 후 전통적 외환시장에서 선물환 거래와 현물환 거래가 어떻게 연관 맺고 작동하는지 예를 들어 살펴보도록 하겠다.

### 한국의 외환시장, 98년 변동환율제 전환 후 가파른 성장

한국의 외환시장구조도 앞에서 설명한 국제외환시장의 구조와 같다. 주요 외국환은행 간 거래나 정부의 인가를 받은 전문브로커기관을 통한 은행들 사이의 거래로 형성되는 1차 도매시장과 이들 은행들이 정부, 기업, 개인 고객을 상대로 거래를 이루는 2차 소매시장으로 이루어져 있다. 1차 시장에는 서울외국환중개와 한국자금융중개가 브로커로 활동하고 있고, 16개 국내 은행과 36개 외국은행 국내지점, 3개 국내 증권사, 1개 외국계 증권사가 참여하고 있다. 이들은 전자거래시스템이나 전화주문방식으로 매매를 성사시킨다. 외국환 중개사로는 위의 2개사 외에 ICAP, Tullett-Prebon, GFI, Nittan, Tradition, BGC 등 6개사가 더 있지만, 이들은 현물

환 증가는 하지 않고 있다 (성 광진, 2009). 현물환 도매시장의 경우 최소 거래금액은 1백만 달러이고, 거래단위는 50만 달러이다.

[그림5] 거래형태로 본 한국외환시장의 구성 (일 평균 거래량)



\* 출처: 한국은행 2007a, 2007b

한국의 외환시장의 일 거래량을 살펴보면, 1998년에 40.2억 달러 규모에서 2006년 295.9억 달러 규모로 약 7배 이상 커졌다. 이는 지난 8년 간 지속적으로 연평균 30퍼센트의 성장을 보인 것이다. 국제외환시장과 마찬가지로 현물환, 선물환, 외환스왑으로 구성되어 있는 전통적 외환상품이 주요 거래 형태를 이루고 있다. 그렇지만 외환파생상품이 1998년에는 1.7억 달러 규모로 전체 거래의 4.2퍼센트에 불과했지만, 2006년에는 44억 달러로 전체의 15퍼센트로 구성비가 4배 가까이 성장했음을 알 수 있다.

이와 함께 전통적 상품 내의 구성비율도 많이 달라졌다. 선물환이 7.4퍼센트에서 16.5퍼센트로, 외환스왑은 18.3퍼센트에서 25.3퍼센트로 큰 폭의 증가를 보인 반면, 현물환의 경우 1998년에는 70퍼센트를 차지했지만 2006년에는 43.3퍼센트로 비중이 낮아졌다. 세계적으로 볼 때 외환스왑, 현물환, 선물환 순으로 구성비가 높은데, 우리나라 외환시장도 이런 형태를 따라가고 있는 것으로 보인다. 이러한 추세 변화는 2000년대 중반에 들어서면서 기업들의 환위험 헤지수요 증대와 비거주자의

NDF거래 증가에 기인한 것이다. 2000년대 들어서면서 지속적으로 달러가치가 하향 추세를 보인 덕택에 기업들이 선물환 거래에서 재미를 보았지만, 2008년 급반전으로 인해 엄청난 손실을 입게 되었다.

그럼 이제 최근 우리나라 경제에 심각한 타격을 준 것으로 알려진 선물환 (외환스왑, NDF 포함)거래와 선물시장과 현물시장과의 관계를 살펴보도록 하자.

선물환 거래는 계약일로부터 2영업일이 경과 후 (현물환 결제가 2영업일에 이루어지기 때문) 특정일에 특정한 환율로 두 개의 상이한 통화를 거래하는 것이다. 일방향 매입-매도 계약은 일반선물환 outright forward이라고 하고, 현시점과 미래시점에 양방향 매입 계약이 이루어지면 외환스왑이 된다. 실물의 인수/인도가 일어나지 않고 차액만 정산하는 방식을 차액결제선물환 NDF라고 한다. 최근에 NDF거래가 굉장히 활발해졌고, 앞에서 언급했듯이 우리나라 정부도 환율조정을 위해 NDF시장에 참여해서 많은 돈을 잃었다.

NDF가 투자자들에게 각광받는 이유는 실제 계약된 액수만큼의 돈이 필요하지 않고 손익만큼의 액수만 있으면 거래를 할 수 있어서 레버리지가 다른 외환거래보다 훨씬 크기 때문이다. 외환시장 일반이 레버리지가 크다는 특성을 가지고 있는데, 그 중에서 특히 NDF식 거래형태는 가중된 형태의 레버리지 특권을 누릴 수 있다.

이제 선물시장과 현물시장이 어떻게 연관 맺고 움직이는지 살펴보자. [그림6]을 바탕으로 한 수출기업의 선물환 매도를 예로 들어 설명해 보겠다. 수출기업A는 미국의 수입상과 계약을 성사시켜 수출대금을 오늘부터 3개월 후에 수령하기로 하였다. A기업은 원/달러 환율이 크게 하락할지도 모른다는 생각에 환 헤지를 하기로 결심했고, 3개월 후의 선물환 가격으로 달러를 매도하기로 한다. 선물환율은 임의로 정하는 것이 아니라 외환차입 이자율과 원화투자 이자율의 차이에 따른 이차손익과 선물환율과 현재의 환율간의 환차의 균형을 맞춰 결정한다. 즉,

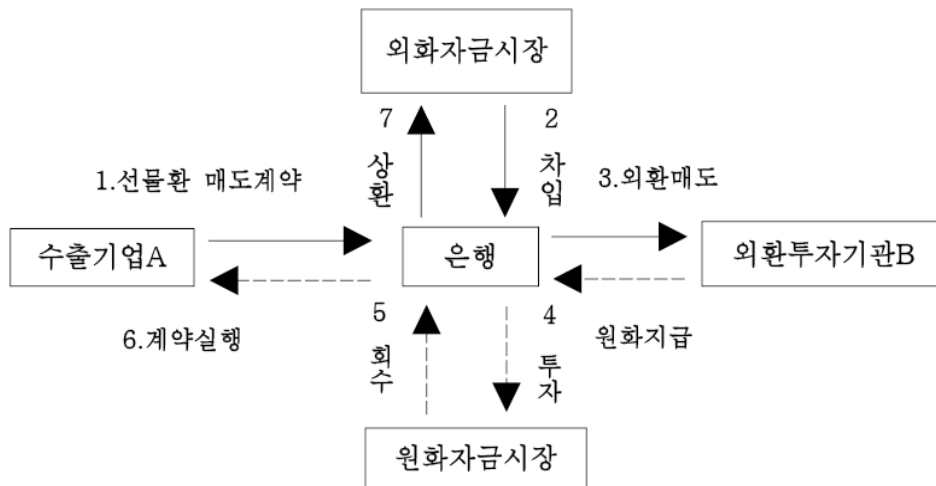
$$(i - i') = \frac{F(t) - S(t)}{S(t)}$$

F(t)=선물환율, S(t)는 현물환율, i: 자국금리, i'=외국금리

이 예에서는 은행의 역할을 딜러가 아닌 브로커에만 한정한다. 그리고 은행이 수수료로 받는 마진은 무시한다. 은행은 이자를 주고 외화를 차입해서 외환거래를 하고 거기서 생기는 원화는 국내채권시장에서 굴러 이자를 받는다. 만약 외화금리가

LIBOR 3개월 물로서 이자율이 4퍼센트이고, 원화금리가 CD 3개월 물로서 3퍼센트이며, 현재의 원/달러 환율이 1,000원이라면, 선물환율은 990원으로 결정된다.

[그림6] 선물환 거래와 현물환 거래의 연계도



따라서 수출기업 A는 1달러에 990원으로 수출대금 1억 달러를 3개월 후에 매도하기로 은행과 계약한다. 은행은 선물환을 매수했기 때문에 종합포지션이 과매입 상태가 된다. 우리나라는 은행들이 매수와 매도가 균형을 이룰 수 있도록 종합포지션 제도를 통해 관리하고 있다. 은행이 과매수 혹은 과매도의 포지션을 위치했을 때 큰 폭으로 환율이 급변동하는 경우 은행의 손익이 롤리코스트를 탈 가능성이 있기 때문에 금융시장의 건전성 유지를 위해 일종의 규제를 하고 있는 것이다. 그렇기 때문에 선물환 매수로 과매입 상태에 있는 은행은 선물환 시장에서 균형을 맞추지 못하는 경우 현물을 팔아서 종합포지션 상의 균형을 맞춰야 한다.

그래서 [그림6]의 두 번째와 세 번째, 네 번째 과정이 진행된다. 다시 말해, 은행은 외화자금시장에서 LIBOR 3개월 물 금리를 물고 외화를 차입해 와서 국내 현물환 시장에서 외환투자기관 B에 매도를 하게 된다. 이때 매도한 달러의 대금으로, 즉 원화로 CD 3개월 물을 매수해서 이자놀이를 한다.

3개월 후 은행은 CD 3개월 물을 원화자금시장에서 팔아 원화를 다시 확보하고(과정5), 이 돈은 수출기업A가 대금으로 받은 달러로 계약을 이행하면 A에게 지불 된다(과정6). 은행이 받은 A의 달러 대금으로 외화자금시장에서 차입한 것을 갚으면 모든 거래가 끝나고 포지션이 정리되는 것이다.

이때 계약완료 시점의 환율에 따라 참여 주체 간에 희비가 엇갈리게 된다. 만약 계약완료 시점의 현물시장의 원/달러 환율이 900으로 내려갔다면, 수출기업 A는  $90 \text{원} \times 1 \text{억 달러} = 90 \text{억 원}$ 의 이익을 보게 된다. 반대로 1,090원으로 올라갔다면,  $100 \text{원} \times 1 \text{억 달러} = 100 \text{억 원}$ 의 기회이익을 잃은 것이다. 은행은 브로커 역할만 했기 때문에 수수료로 책정한 매입/매도 가격 차이 만큼만 이익을 얻는다.

외환투자기관 B가 달러를 계속 보유하고 있다면 수출기업A의 경우와는 정반대의 손익이 난다. 은행이 외화자금을 해외에서 차입해 온 경우라면, 빌려준 해외 채권자의 경우 금리만큼의 이득만 본다. 그런데 이 기관이 만약 한국자본시장에서 주식, 채권 파생상품 등을 지속적으로 거래하는 경우라면 외환투자기관 B와 마찬가지로 수출기업A와 정반대의 위치에 서게 된다.

## NDF는 투기목적에 적합하게 설계

NDF의 거래도 위에서 설명한 과정과 거의 유사하게 진행된다. 단, NDF거래는 계약된 규모의 통화가 실제로 모두 교환되는 것이 아니고, 지정된 환율과 계약환율과의 차이만큼만 거래된다는 것이 다르다. 지정환율은 통상 계약일 전일의 환율로 결정된다. 예를 들어, 국내 외국환은행이 1억 달러를 달러 당 1,000원에 3개월 물로 비거주자에게 매도하기로 계약을 했는데, 계약 전일의 종가가 1,100원이라면,  $(1,100 - 1,000) \times 1 \text{억} / 1,100 = 909 \text{만 달러}$ 를 지급하면 된다(1,100원 당 1 달러의 비율로 1억 달러를 사서 지급하고, 달러당 1,000원에 원화로 환전해서 받는다고 생각하면 된다). 반대로 지정환율이 900원으로 된다면,  $(900 - 1,000) \times 1 \text{억} / 900 = -1,111 \text{만 달러}$ , 즉 그만큼을 국내외국환은행이 지급받는다.

NDF시장은 1996년대 중반 홍콩, 싱가포르 등 역외시장에서 Prebon Yamane사를 비롯한 일부 중개회사를 중심으로 비거주자간에 거래가 시작되었다고 한다(한국은행 2007a). 1999년 4월 외환자유화 조치로 국내 외국환은행과 비거주자간 NDF 거래가 허용되면서 급속도로 규모가 증가했다. 그 후 한국외환시장의 공식 브로커인 서울외환중개와 한국자금융개도 NDF거래를 시작하였고, 도쿄, 런던, 프랑크푸르트, 뉴욕에서도 거래가 증가하고 있다. 원화/외화 거래에서도 다른 거래와 마찬가지로 Citi, JP Morgan, Deutsche Bank, HSBC, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch 등이 주도했다고 한다.


NDF거래가 차지하는 비중이 커지면서, 이 거래가 한국의 외환시장의 현물가격에 미치는 영향력도 점점 커져왔다. 앞서 말한 것처럼 차익만큼만 실제 거래가 이루어지기 때문에 레버리지가 그만큼 더 크다. NDF거래의 규모에 따라 한국의 외국환은행들이 포지션 조정에 필요한 현물거래가 늘어나 환율의 하락/상승의 원인이 되고 있다.

## 변동환율체제는 필수요소가 아니다

외환시장 애널리스트들에 따르면 2000년대 중반에 찾아온 조선업의 대호황이 결국 2008~9년의 외환시장 불안과 전체 금융시장 불안의 주요 요인 중 하나가 되었다는 아이러니한 상황이 연출되었다고 한다. 엄청난 규모의 수출대금 유입에 대해 조선업계에서는 선물매도 포지션을 취했고, 그만큼 은행의 외화차입금은 늘어났다. 세계적인 금융 위기가 닥치면서 외국계 투자기관들이 한국자본시장에서 유가증권을 매도하고 달러를 매수하여 본국으로 송환을 급격히 증가시켰고, 여기에 차입금을 상환을 위한 달러 수요와 환율상승 쪽에 베팅을 하는 투기수요가 결합하면서 정부의 강력한 개입에도 불구하고 원/달러 환율의 천정에 구멍이 뚫리고 말았던 것이다.

우리나라는 2008년 기준으로 상품수출 433억 달러, 상품수입 427억 달러로 상품 무역규모가 860억 달러에 이른다. 그만큼 외환시장이 활성화될 수 있는 기반을 가지고 있다. 1997년 위기 이후 정부와 재계가 지속적으로 추진해온 신자유주의 금융화 계획으로 인해 위에서 살펴보았듯이 외환시장에서 선물거래가 차지하는 비중이 크게 늘었다. 기업들이 환율변동에 따라 손익의 변화가 크게 달라지는 것을 경험해 보았기 때문에, 이에 대한 대비책으로서 선물거래에 관심이 확대되어 왔다. 선물환 시장이 보험성격의 헤지 기능을 가지고 있는 것은 사실이다. 현재와 같은 변동환율제가 유지되는 한, 우리나라 같이 GDP 대비 무역의 비중이 높고, 특히 제조업의 수출입 비중이 높은 경제국에서는 환율변동에 대비해 선물환 거래를 할 수밖에 없다.

하지만 선물환 시장이 이런 취지에 맞게 설계되고 규제되고 있는 것은 아니다. 세계적인 유수의 은행들과 투자기관들이 시장 자체를 장악하고 그들의 힘에 의해 환율이 움직이고 있고, 중소규모의 경제국들은 그 움직임에 따라 천당과 지옥을 오간다. 흔히들 물가수준, 생산성 변화, 교역조건 변화, 경제지표 등이 환율 변동에 영향을 미친다고 한다.

그러나 중요한 순간에는 반대 방향으로 영향이 미친다. 즉, 환율변동에 따라 물가수준, 생산성 변화, 교역조건 변화, 경제지표가 변화한다. 이것이 1997~8년에 한국이 경험한 것이고, 2008년부터 전 세계 이머징 마켓들이 목도하고 있는 현상이다. 환율과 외환시장은 실물경제의 상태를 반영하는 금융지표이기보다는 실물경제를 뒤흔드는 자본주의 권력의 메커니즘이 되었다. 변동환율제는 당연히 택해야 하는 환율체제가 아니다. 현재 대부분의 국가경제에 해악을 끼치고 있는 이 체제를 계속 고집할 필요는 어디에도 없다. 

### <참고문헌>

- 국회예산정책처, 2008. “2008년도 예산안 분석”.
- 국회기획재정위원회, 2009. “2007회계연도 정부결산심사결과 시정요구사항에 대한 조치결과 검토”.
- 성광진, 2009. “최근 외환시장 동향과 주요 이슈”, 한국은행 금요강좌.
- 한국은행, 2007a. “우리나라의 외환제도와 외환시장”.
- 한국은행, 2007b. “최근의 외환 국제금융시장”.
- IFSL (International Financial Services London), 2007. "Foreign Exchange 2007".
- BIS, 2007. "Triennial Central Bank Survey: Foreign exchange and derivatives market activity in 2007."