



세계 외환시장의 최근 흐름과 국내 외환시장 안정에 대한 시사점*

연구위원 김민석

작년 Lehman Brothers의 파산 이후 세계 각국은 외환시장의 갑작스런 불안정으로 인해 크고 작은 어려움을 경험했다. 환율의 급등락으로 인한 기업의 환헤지 관련 피해나 달러 은행의 거래상대방리스크 관리 문제가 대표적으로, 우리나라도 예외가 아니었다. 그 결과 세계 외환시장에서는 최근 몇 가지 변화의 흐름이 감지되고 있다. 각국 기업들의 환헤지 전략은 복잡한 구조의 exotic 상품에서 보다 단순한 구조의 상품을 이용하는 것으로 옮겨 가고 있으며, 거래상대방의 신용리스크에 대한 높아진 불안은 소수 상위 달러 은행들의 시장지배력을 더욱 강화시키고 있는 것이다. 그 뿐만이 아니다. Lehman Brothers의 파산 이후 크게 높아진 외환시장의 변동성 덕분에 각국 달러 은행들이 막대한 외환거래수익을 올리면서 그간 주목받지 못했던 외환 부문의 잠재적 수익성이 새롭게 평가받고 있다. 특히 과거의 유동성 환경에서 대표적인 저마진(low-margin) 사업부문으로 인식되었던 외환 부문은 최근 FX 프라임 브로커리지 서비스나 리테일 FX 상품 등에 대한 관심과 수요가 세계적으로 크게 증가하면서 새로운

수익 창출의 기회가 기대되고 있는 상황이다.

세계 외환시장의 이러한 일련의 변화는 “back to basics”라는 최근 금융시장의 큰 흐름과 일치하는 것이기도 하지만, 그렇다고 해서 단순한 과거로의 회귀를 의미하는 것은 아니다. 오히려 지금까지 세계 외환시장의 두드러진 흐름이었던 비은행 금융회사들의 외환 시장 참여 증가와 전자거래플랫폼의 확산은 앞으로도 더욱 가속화되면서 시장의 구조적 변화를 가져올 전망이다. 국내 외환시장 역시 그 영향으로부터 자유로울 수 없을 것으로 예상된다. 이에 본고에서는 Lehman Brothers 파산을 전후한 세계 외환시장의 주요 흐름과 이슈를 짚어보고, 국내 외환시장 안정에 대한 시사점을 검토해보고자 한다.

세계 외환시장의 성장

외환시장의 최근 변화를 이해하기 위해서는 먼저 그간의 성장 배경을 잠시 되돌아볼 필요가 있다. 국제결제은행(BIS)의 최근 집계¹⁾에 따르면 2007년 세계 외환시장의 일평균 거래량은 3.2조 달러로, 이는 금융시장 최대

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

1) The 2007 BIS Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity



이자 2004년 대비로는 70% 이상 크게 증가한 규모이다²⁾. 금융 위기 이전의 이러한 성장은 2000년대 중반의 글로벌 유동성 금융 환경과 중국 등 수출 중심 신흥시장경제의 부상에서 그 배경을 찾을 수 있다. 특히 높은 수익을 찾아 저금리 통화에서 고금리 통화로, 선진국 자산에서 신흥시장 자산으로 이동했던 글로벌 유동성은 세계 외환시장의 양적 성장 뿐 아니라 질적 변화를 가져왔던 원동력이었다.

그 가운데서도 가장 두드러진 변화의 흐름 중 하나는 비은행 금융회사의 거래 비중 증가이다. 2001년 28%에 머물던 비은행 금융회사의 비중은 2007년 40%까지 확대된 반면 달러 은행의 비중은 같은 기간 59%에서 43%로 축소되었다. 이는 carry trade 전략을 통해 단기 금리 차익을 얻고자 했던 헤지펀드와 리테일 시장의 개인투자자들, 그리고 포트폴리오 분산 목적으로 신흥시장 주식에 대한 투자 비중을 확대했던 연기금과 자산운용사들에 의한 외환 거래가 크게 증가한 결과로 풀이 된다 (Galati and Heath (2007)³⁾). 특히 헤지펀드의 경우 고수익 자산에 대한 투자자들의 높은 수요로 그 규모 자체가 늘어나면서 2006년 11%이던 거래 비중은 2007년 20%로 늘어났다 (Greenwich Associates (2008)).

2) 2008년 역시 리먼 사태 후 거래량의 급감에도 불구하고 전년 대비 15%의 성장을 이뤄낸 것으로 보고되었다(BIS, 2009).

3) G. Galati and A. Heath, *What drives the growth in FX activity? Interpreting the 2007 triennial survey*, BIS Quarterly, December 2007

이러한 거래참여자 비중 변화와 밀접하게 연결되어 있는 또 다른 주요 흐름은 전자거래 플랫폼의 확산이다. BIS에 따르면, 2007년 세계 외환 거래의 약 1/3 가량이 전자거래 플랫폼을 통해 이루어지고 있으며, 특히 현물환 거래의 경우 57%가 이러한 방식⁴⁾으로 통해 거래되고 있다. 거래상대방 기준으로는 대은행과 대고객⁵⁾ 거래 모두 30%대의 비슷한 비중으로 나타났으며, 국가별로는 독일 64%, 스위스 54%, 미국 40%로 미국과 유럽에서의 비중이 높은 반면 아시아와 라틴아메리카는 약 25% 수준에 머물고 있는 것으로 나타났다. 전자거래플랫폼의 확산은 외환시장에 크게 두 가지 변화를 가져왔다. 첫째, 시장의 가격 발견 기능을 높임으로써 달러 은행간의 치열한 가격 경쟁을 불러와 외환시장을 극단적인 대량거래 저마진 (high-volume low-margin) 시장으로 변모시켰다. 그 결과 날로 치솟는 거래량을 처리하는데 필수적인 IT 인프라에 지속적으로 투자할 수 있는 소수 달러 은행들에게로 거래가 집중되면서 2004년 45% 수준이었던 상위 5개 달러 은행의 비중은 2007년 58%로 늘어나게 되었다 (Euromoney). 둘째는, 알고리즘 거래의 증가이다. Celent⁶⁾는 달러 은행간 시장에서

4) 종류별로 세분화해서 살펴보면, Reuters Dealing이나 EBS와 같은 interdealer electronic broking system을 통한 거래가 약 32%이며, single-and multibank electronic trading platform이 각각 17%와 8%를 차지하는 것으로 나타났다.

5) 대고객은 비은행 금융회사와 비금융회사를 모두 포함한다.

6) *Electronic Platforms in Foreign Exchange Trading*, 2007



Reuters를 통한 거래의 10~25%, ICAP의 EBS를 통한 거래의 약 20%가 알고리즘에 의한 거래로 추산하고 있는데, 대부분 헤지펀드에 의해 이루어지는 이러한 거래는 금융위기 이전 외환시장의 거래량 증가에 기여했으며, Lehman Brothers 파산을 계기로 일시적으로 감소하기는 했으나 장기적으로는 전자거래 플랫폼의 확산과 관련 IT 인프라에 대한 꾸준한 투자로 더욱 늘어날 것으로 전망된다.

Lehman Brothers 파산 이후의 주요 이슈

넘쳐나는 글로벌 유동성을 바탕으로 빠르게 성장해온 세계 외환시장은 그러나 작년 Lehman Brothers의 파산을 계기로 급격한 거래량 감소와 변동성 확대를 경험하면서, 새로운 어려움과 기회를 맞게 되었다.

그 첫째는 바로 달러 은행의 거래상대방 신용리스크 관리 문제였다. 어제의 최우량 거래상대방이 하루아침에 파산하거나 흡수 합병되는 상황이 전개되면서 거래상대방의 신용리스크 재평가와 관리가 최대 과제로 등장한 것이다. 그에 따라 시장에서는 거래량 자체가 큰 폭으로 감소하였고, 그나마 남은 거래량은 소수의 상위 달러 은행에게로 집중되었으며 (flight-to-quality counterparty), 무엇보다 다른 OTC 시장에서와 마찬가지로 외환거래의 중앙청산서비스(central clearing service)에 대한 관심이 새롭게 높아지기도 했다. 그러나 이러한 흐름이 위기 이후에도 지속될 지에 대해서는 좀 더 시간을 두고 지켜볼 필요가 있다. 앞서 기술한 바와 같이 상

위 달러 은행들로의 거래 집중 현상은 전자거래 플랫폼을 통한 거래의 증가와 더불어 더욱 심화될 수 있으나, 거래상대방 리스크에 대한 경각심은 금융위기 이후 다시 낮아질 가능성이 높고, 중앙청산서비스의 경우 2006년 CME와 Reuters가 공동출자로 설립한 FXMarketSpace가 달러 은행들의 무관심 속에서 작년 10월 결국 문을 닫은 사례에서도 볼 수 있듯이 아직까지 시장의 반응은 관심의 수준을 넘어서지 못하고 있는 것이 사실이기 때문이다⁷⁾.

둘째는 각국 기업들의 막대한 환헤지 상품 관련 피해이다. 문제 발단의 배경을 살펴보면, 각국 통화의 대달러 환율이 2000년대 중반 이후 낮은 변동성과 추세적 방향성을 나타내면서 exotic FX 상품⁸⁾에 대한 기업들의 수요가 크게 늘어난 것이 그 출발점이라 할 수 있다. 바로 이들 상품의 구조가 달러화 가치의 지속적 하락에 높은 가능성을 둔 기업들로 하여금 환헤지 비용을 낮출 수 있게 했기 때문인데⁹⁾, 은행들 역시 낮은 마진의 통상적

7) 오히려 2002년 CLS 은행의 설립으로 결제리스크가 크게 낮아진 지금, 더 큰 주목을 받고 있는 시도는 interdealer-broker인 ICAP이 CLS 은행과 공동으로 제공하고자 하는 aggregation 서비스라고 할 수 있다. 이 서비스의 핵심 목적은 다수의 소규모 거래들을 결제 이전 단계에서 한데 묶어 거래량을 줄임으로써 post-trade 프로세스 단계의 부담을 줄이는 것이다. 향후 외환시장의 주요 혁신은 대량의 소규모 거래를 처리하기 위해 post-trade 프로세스 부문과 aggregation 서비스를 중심으로 이루어질 가능성이 높아 보인다.

8) 대표적인 상품이 target redemption forward나 KIKO 등이다.

9) 이들 상품의 구조 자체가 환헤지 목적으로는 적합하지 않다는 일부의 지적은 수긍할 수 없다. 계약 당시의 상황으로 볼 때 기업의 입장에서는 충분히 달러화 가치가 상당



인 외환거래에 비해 훨씬 높은 수익을 올릴 수 있는 이들 상품의 판매에 적극적으로 나섰다. 이들 상품에 대한 관심은 정부의 개입이나 자본이동 규제로 환율 변동성이 상대적으로 낮았던 우리나라를 비롯한 멕시코, 브라질, 중국, 인도 등 주요 신흥시장 국가의 수출기업들 사이에서 특히 높았고, Lehman Brothers 파산 이후 환율의 예상치 못한 움직임으로 막대한 손실이 발생하자 각국 감독당국은 기업의 환헤지 관련 거래의 공시를 강화하는 등의 대응책 마련에 나서게 되었다¹⁰⁾. 또한 이들 상품은 상품 설계 능력 등이 부족한 각국 국내 은행들 보다는 세계 주요 달러 은행들이 최종 거래상대방인 경우가 많아 외국 자본에 대한 비난 여론이 높게 일기도 했다. 이러한 경험으로 인해 최근 신흥시장 기업들 사이에서는 서유럽 등 선진국 기업들처럼 보다 단순한 환헤지 상품을 선호하는 경향이 뚜렷해지고 있다.

Lehman Brothers의 파산은 그러나 어려움만 초래한 것은 아니었으며, 오히려 달러 또는 시장조성자(market maker) 은행들에게 있어서는 외환시장의 수익성 측면의 매력을 재평가하는 계기이기도 했다. Lehman Brothers의 파산 이후 주요 외환시장의

.....
 기간 하락하리라는 쪽에 무게를 둘 수 있었고, 따라서 이런 예측을 합리적인 수준에서 상품 구조에 반영하여 헤지 비용을 낮추는 상품이 반드시 환헤지의 목적에 어긋나는 것이라고 할 수는 없다. 물론 일부 기업의 경우에는 환율의 움직임에 대한 확신을 바탕으로 적극적으로 베팅을 한 것은 사실이나 이는 다른 논점이다.

10) 멕시코는 기업의 환헤지 거래 공시규정을 강화하는 조치를, 인도는 이러한 상품의 판매 자체를 금지하는 조치를 각각 취한바 있다.

bid-offer 스프레드는 위기 이전에 비해 대략 50%에서 300% 이상 확대되었고¹¹⁾, 이는 곧 달러 은행들의 막대한 외환거래수익으로 연결되었다. 은행을 비롯한 금융회사들이 외환시장을 다시 주목하게 된 이유는 그러나 이 뿐만이 아니다. 기존 사업부문의 수익과 낮은 상관관계를 보였다는 점, 그리고 불안정한 시장 상황에도 불구하고 안정적인 수익을 창출했다는 점이 예측가능성이 떨어진 금융시장에서 외환시장을 더욱 매력적인 시장으로 인식하게 만든 요인이었다. 또한 전자거래 플랫폼이 확산에 따른 거래 비용 감소와 최근의 변동성 확대로 투자 대상으로서의 외환에 대한 헤지펀드와 개인 투자자들의 관심이 커지면서 FX 프라임 브로커리지 서비스나 리테일 FX 시장으로부터의 새로운 수익 창출 기회에 대한 기대가 높아지고 있는 상황이다.

국내 외환시장 안정에 대한 시사점

국제 통화로서의 원화의 한계에도 불구하고 작년 국내 외환시장은 Lehman Brothers의 파산 이후 등장한 세계 외환시장의 많은 이슈들을 공유했다. 작년 말에는 은행들의 외화유동성 문제로 거래상대방 리스크에 대한 불안감이 전례 없이 높아진 바 있고, KIKO와 환변동보험 상품으로부터는 총 5조 원이 넘는 것으로 추산되는 기업 손실이 발생했으며, 시중은행들의 2008년 4분기 외환거래순익(약 1조 5,000억원)은 전년 동기(약 2,650억원)에 비해 5배 가까이 급증했다.

11) *Trading for clients lifts bank revenues*, Financial Times, April 5, 2009



물론 차이점도 있다. 우선 눈에 띄는 부분은 전체 거래 중 대고객거래의 지속적인 비중 감소로 2005년 35%에서 2007년 17%로 크게 낮아졌다. 세계 외환시장에서의 비은행 금융회사 비중의 증가가 헤지펀드나 개인투자자, 연기금 등의 늘어나는 국제 투자에 의한 것이었음을 감안할 때, 이러한 시장참가자들이 아예 존재하지 않거나 그 투자 규모가 크지 않은 국내의 이러한 흐름은 일면 이해가 가는 부분도 있으나 그 결과 국내 외환시장이 은행산업 고유의 리스크(sector-specific risk)에 보다 민감하게 반응할 수밖에 없게 된 것도 사실이다. 또 다른 세계 외환시장과의 차이점은 전자거래플랫폼에 대한 상대적으로 낮은 관심이다. 세계 시장의 경우 전자거래플랫폼을 통한 거래의 증가로 시장의 투명성과 가격발견 기능이 크게 높아지면서 대규모 거래량을 감당할 수 있는 처리능력을 가진 소수의 상위 딜러 은행만이 가격 경쟁을 통해 살아남는 시장으로 변모해가고 있는 반면¹²⁾, 국내 외국환 은행들은 아직까지 시장의 불투명성에 의존한 일정 수준의 마진 확보에 더 만족하고 있는 것이 한 가지 원인으로 보인다. 그러나 향후 국내에서 헤지펀드나 개인투자자 등 새로운 외환시장 참가자들의 등장으로 새로운 사업 기회가 창출될 경우 인프라 미비와 노하우 부족으로 초기에는 그 과실을 외국계 은행에게 넘겨 줄 가능성이 높다.

그렇다면 국내 외환시장의 이러한 특수성을 감안할 때 세계 외환시장의 최근 흐름과

12) 특히 현물환 시장의 경우가 그러하다.

변화가 국내 외환시장 안정 대책에 주는 시사점은 무엇인가. 첫째, 국내 외환시장 안정 문제는 세계 외환시장의 흐름과 떼어놓고 생각할 수 없다는 것이다. 거래상대방 리스크나 환헤지 피해 등 글로벌 유동성으로부터 파생된 세계 외환시장의 어려움을 국내 외환시장이 똑같이 경험했다는 사실이 이를 잘 보여준다. 둘째, 기업의 환리스크 관리에 대한 이해와 노력이 더 필요하다는 점이다. 변동환율제 하에서의 외환시장 안정 대책이란 결국 외환시장의 예상치 못한 변동으로 인한 경제 주체들의 경제적 비용을 최소화하는데 그 목적이 있고, 그런 의미에서 외환보유고의 확충이나 단기 자본 규제에¹³⁾ 앞서 무엇보다 시장참가자 각자의 환리스크 관리 노력과 투자가 선행되어야 한다. 유럽의 기업들이 이번 위기에서 별다른 환헤지 관련 피해를 겪지 않았던 이유 가운데 하나는 과거 1980년대의 쓰라린 경험에서 얻은 교훈 덕분으로¹⁴⁾ 국내 기업들 역시 이번 기회를 환리스크 관리에 대한 인식을 새롭게 하는 계기로 삼고 감독 당국은 기업의 환헤지 활동에 대한 모니터링과 감독을 강화할 필요가 있다. 셋째, 외환 거래 및 업무 규제를 완화해 여러 경제 주체들의 시장에 대한 다양한 시각(market view)이 환율에 반영될

13) 통화정책의 독립성을 포기해야 하는 고정환율제는 일단 논외로 하자. 고정환율제는 통화정책의 빈번한 실패로 만성적인 인플레이션에 시달리거나 자본이동을 엄격히 규제하는 개발도상국들이 주로 채택하는 환율제도로 지금의 우리나라 경제 발전 수준과는 맞지 않는 것으로 판단된다.

14) G. J. Millman, *The Floating Battlefield: Corporate Strategies in the Currency Wars*, New York, AMACOM, 1990



수 있도록 길을 열어줄 필요가 있다. 금융위기 이전 높은 금리로 인해 헤지펀드의 집중적인 투자 대상이었던 호주 달러나 뉴질랜드 달러에 비해 원화의 변동성이 Lehman Brothers 파산 이후 오히려 더 높았던 사실은 외환 관련 거래나 상품에 대한 규제가 정작 위기시의 환율 안정에 얼마나 기여를 하는가에 대해 의문을 갖게 하며¹⁵⁾, 다양한 주체들의 외환 상품 투자는 오히려 시장의 깊이와 폭을 넓혀 줄 수 있을 것이다. 이런 차원에서 최근 달러선물 시장 제도 개선 노력은 국내 외환시장의 안정에 기여하는 측면이 있으며, FX 마진 거래 등 리테일 FX 시장 역시 적절한 규제를 통해 시장 안정에 도움이 될 수 있는 방향으로 발전시켜 나가는 것을 검토할 필요가 있다.

.....
15) 물론 국제적 자금세탁 등 불법적인 거래에 대한 규제는 논외로 한다.