

## 자본이동 및 환율 변동성에 대응한 통합적 정책체계 논의와 시사점\*

이아람\*\*, 나승호\*\*\*, 채동우\*\*\*\*

### 논문 초록

본고는 IMF와 BIS를 중심으로 진행된 통합적 정책체계에 대한 최근의 논의를 정리하고 우리나라에의 정책적 함의를 도출하였다. 통합적 정책체계에 대한 접근은 선진국의 통화정책 등 글로벌 금융상황의 변화에 따라 신흥국의 자본이동 및 환율변동성이 확대되고 이에 대한 적극적인 대응이 필요하다는 인식에서 출발하여, 물가안정을 위한 금리정책과 자유변동환율제를 이상적인 정책체계로 보는 기존 관점이 일부 수정되는 과정으로 볼 수 있다. 단기적으로는 국내 외환정책 및 자본이동관리 정책이 동 논의의 영향으로 크게 변화되지는 않겠지만, 장기적인 외환시장 발전방안과 정책방향을 수립하는 데 있어서는 우리나라의 외환시장 심도, 대외자산·부채에 존재하는 통화불일치, 외국인의 국채시장에 대한 영향력 정도를 면밀히 판단하는 과정이 선제되어야 할 것이다.

핵심 주제어: 통합정책체계, 거시금융안정체계, 자본이동관리조치, 통화불일치, 외환시장개입  
경제학문헌목록 주제분류: E52, E61, F38, F42

투고 일자: 2022. . . 심사 및 수정 일자: 202. . . 게재 확정 일자: 202. . .

\* 본 연구는 동 제목의 한국은행 내부 보고서를 수정·보완하여 작성하였습니다. 본고에 유익한 논평을 주신 IMF 유진혁 차장, 한국은행 국제국 백봉현 차장, 경제연구원 한바다 부연구위원, 그리고 귀중한 조언을 해 주신 박양수 경제연구원장, 연구를 독려해 주신 이승현 부총재께 감사드립니다. 본고의 견해는 작성자들의 개인 의견이며 한국은행의 공식견해와는 무관함을 밝힙니다.

\*\* 교신저자, 한국은행 경제연구원 거시경제연구실 연구위원, alee@bok.or.kr

\*\*\* 공동저자, 한국은행 경제연구원 거시경제연구실장, e-mail: shnah@bok.or.kr

\*\*\*\* 공동저자, 한국은행 경제연구원 연구조정실 조사역, e-mail: cdw0619@bok.or.kr

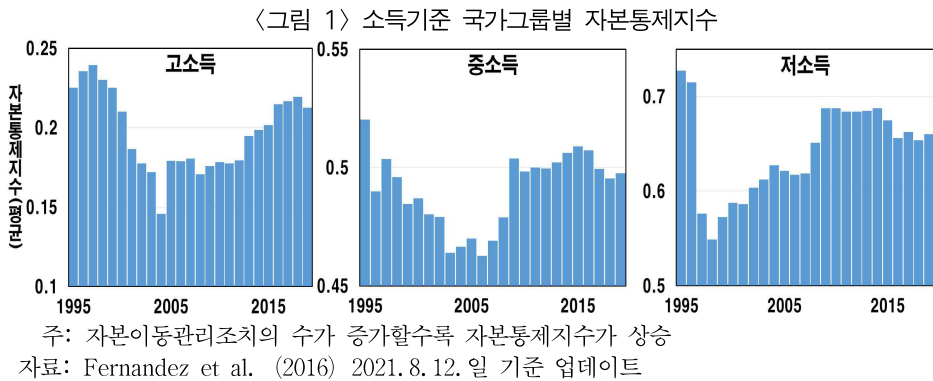
## I. 논의 배경

기존 먼델-플레밍 모형(Fleming 1962, Mundell 1960, 1968 등)에서는 국내외 수요충격이 발생하더라도 환율이 신축적으로 움직이면 자동으로 대내외 균형이 달성되며, 경기침체에 대응하여 중앙은행이 통화량을 늘리면 GDP와 물가가 상승하는 등 통화정책의 유효성이 보장된다고 가정한다. 이에 근거하여 주요 국제기구들은 자본자유화규약(OECD Code of Liberalisation of Capital Movements, 1961) 등에 규정된 것처럼 변동환율제 채택을 권장하면서 자본이동에 대한 규제조치는 금지하는 입장을 견지하였다.

그러나 통화 불일치(Currency Mismatch), 낮은 외환시장 심도(Shallow FX market), 기축통화표시 교역 관행(Dominant Currency Paradigm) 등 시장의 불완전성으로 인해 현실에서는 환율의 충격 완충작용이 제약되는 문제가 발생하였다. 시장의 불완전성은 무역 경로, 금융 경로, 포트폴리오 조정 및 대외 금융상황 전이 등 크게 다양한 경로를 통해 환율의 충격 완충작용을 제약하였다. 우선 자국 통화가 약세를 보이는 경우 수출품의 가격경쟁력 제고로 수출이 증대되면서 경기침체의 영향을 일정 부분 상쇄하여야 하나 국제교역의 달러화 비중 증가, 글로벌 밸류체인 고도화 등의 교역환경 변화로 인해 이러한 경로가 크게 약화되었다. 둘째, 자국 통화 약세는 외화 채무를 보유한 자국 기업들의 재무제표를 악화시켜 투자 등 실물 부문을 위축시키고 금융기관의 신용공급을 제약하였다. 셋째, 신흥국 통화표시 채권이 늘어났지만 글로벌 투자자가 신흥국의 환율 변동에 따라 빈번하게 포트폴리오를 조정하면서 환율 및 자본이동 변동성은 오히려 확대되었다.<sup>1)</sup> 특히, 긴축적인 글로벌 금융상황 하에서 신흥국 통화가치의 하락은 글로벌 투자자의 수익성을 이중으로 악화시켜 자본유출을 가속화시키며 외국인의 보유 비중이 클수록 자본유출이 채권가격에 미치는 영향도 커지는 등 변동성을 확대시킨다. 마지막으로 저금리 및 글로벌 달러 약세가 지속되는 완화적인 글로벌 금융상황하에서 통화 강세는 대외차입제약을 완화하여 국내신용을 팽창시키는 등 대외금융상황이 국내 금융안정에 영향을 주게 된다.

1) Cartens and Shin (2019)은 신흥국이 자국 통화로 차입하여도 취약성이 해소되지 않는 현상을 1990년대 높은 달러 차입 의존도에서 비롯되는 Original Sin 현상에 빗대어 “Original Sin Redux”로 명명하였다.

이에 따라 각국 중앙은행들은 환율 및 자본이동 조정을 위한 추가적 수단을 활용해 왔다. 즉, 글로벌 금융위기 이후 중앙은행은 양적 완화 등의 비전통적 통화정책을 광범위하게 도입하고 금융안정을 위한 거시건전성정책(Macroprudential Policy Measures, MPM)과 통화정책의 적정 조합을 모색하였다. 선진국은 양적 완화, 민간신용 공급, 마이너스 금리정책 등 비전통적 통화정책을 폈으며 신흥국은 외환시장개입과 자본이동관리조치 등 통화정책 범주를 벗어난 정책 수단도 활용하였다. 특히 2000년대 들어 물가목표제 채택국가의 수는 증가하였으나 자유변동환율제 채택국가의 수는 그에 미치지 않는 등 현실에서 외환시장개입(Foreign Exchange Intervention, FXI)과 자본이동관리조치(Capital Flow Management Measures, CFM)는 꾸준히 수행되었다. 외환시장개입은 체코와 러시아 등의 신흥국뿐 아니라 이스라엘과 스위스 등의 선진국에서도 빈번하였다. 예를 들어, 스위스 중앙은행은 2019년부터 스위스프랑화의 절상 압력을 완화하기 위해 외환시장개입을 상당 규모로 지속하였고, 2020년 7월에 Jordan 스위스 중앙은행 총재는 외환시장개입과 마이너스 정책금리가 핵심적인 정책조합이라고 천명하기도 하였다. 자본이동관리조치 또한 2010년대 들어 모든 국가그룹에서 확대되거나 유지되는 추세이다(<그림 1> 참조).



## II. 국제기구 논의 경과

전술한 국제교역 및 국제금융시장 여건 변화 및 각국의 정책수행 현실 등을 반영하여 거시건전성정책(MPM), 자본이동관리조치(CFM) 및 외환시장개입(FXI) 등에 대한 국제 담론이 점진적으로 변화하면서 정책 통합 및 체계화 움직임이 본격화되었

으며, 주요 국제기구들은 물가목표제와 자유변동환율제 중심의 現 국제금융체제(International Financial System)를 일부 수정하려는 움직임을 보이고 있다.

글로벌 금융위기 이후 중앙은행의 금융안정 역할이 강조되면서 거시건전성정책은 통화정책과 더불어 주요 정책수단으로 광범위하게 인정되었으며 IMF는 2012년 기관 견해(Institutional View, IV)<sup>2)</sup>를 통해 거시건전성 목적의 자본이동관리조치(CFM/MPM)를 인정하는 입장으로 선회한 바 있다. 이후 최근 들어 자본이동관리 조치 논의가 다시 본격화된 출발점으로는 2018년 10월의 G20의 유력인사그룹(Eminent Persons Group, EPG) 보고서를 들 수 있겠다. 동 보고서는 자유로운 자본이동이라는 장기적인 목표를 추구하는 한편 금융안정에 대한 리스크 관리를 개선할 수 있는 정책조언 체계 마련을 IMF에 주문하였다.<sup>3)</sup> 구체적으로는 각국이 금융안정에 대한 리스크를 관리하면서 자본이동의 효용을 누릴 수 있도록 경험적 증거에 근거한 정책방안을 개발하고, 선진국(sending countries)이 국내 목표에 부합하는 동시에 대규모의 부정적인 국제 파급효과를 피할 수 있는 정책방안에 대해 연구를 요청하였다.

이어 2019년에 OECD는 일부 자본이동관리조치가 자본자유화규약에 부합하는 것으로 인정하도록 자본자유화 규약을 개정하였다. 개정안에서는 거시건전성 목적을 위해 국적 및 통화별 차별성을 일부 용인하였다. 이에 따라 규약의 위배로 해석되었던 국내 외환건전성부담금제도도 유보항목으로 등록(선물환포지션한도는 2016년에 포함)되었다.

IMF는 2019년 외부충격에 대응한 정책수행의 각국 사례와 정책조합 간 상충관계(policy trade-offs) 연구에 착수하였고,<sup>4)</sup> 2020년 7월부터 10월중 통합정책체계(Integrated Policy Framework, IPF)의 내용을 담은 이론논문과 정책보고서를 통해 통화정책에 더해 거시건전성정책(MPM), 외환시장개입(FXI), 자본이동관리조치

2) The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View: 자본이동 관련 IMF의 공식 입장으로 ① 자본유입 관련 자본이동관리조치는 자본급유입(inflow surge) 시 거시경제 및 금융시스템 안정을 위해 한시적으로 도입하고, ② 자본유출 관련 자본이동관리조치의 경우 위기 시나 위기가 임박한 상황에서만 활용할 것을 원칙으로 제시하였다.

3) “모두를 위한 글로벌 금융체계 확립(Making the Global Financial System Work for All)” 보고서에서 총 22개의 권고 사항 중 하나로 제시되었다.

4) IMF (2019b) 참조

(CFM)를 네 축으로 하는 정책체계를 발표하였다.<sup>5)</sup> 그리고 2022년 3월에는 자본금 유입기가 아닌 평상시에도 일정 조건 충족 시 거시건전성 목적의 자본이동관리조치(CFM/MPM)를 선제적(preemptive)으로 도입하도록 권고하는 등 통합정책체계의 관점을 반영한 기관 견해 개정안을 발표하였다.

BIS에서도 유사한 성격의 논의가 진행되었는데, 우선 2019년 6월 연차보고서를 통해 물가목표제를 채택한 신흥국의 자본유출입과 환율 충격에 대응한 정책수행을 반영하여 정책체계를 마련할 필요성을 역설하였다. 이후 2020년 12월 연례 컨퍼런스와 2021년 5월 싱가포르통화청과의 공동 컨퍼런스에서 연구 내용을 발표하고 토론하는 과정을 거쳐 마련한 거시금융안정체계(Macro-Financial Stability Frameworks, MFSF) 보고서를 2022년 7월 G20 재무장관·중앙은행총재 회의에 제출하였다.

한편 주요국 중앙은행과 학계에서도 자본이동관리조치와 외환시장개입 정책의 효과에 대한 새로운 관점의 토론과 연구가 축적되고 있다.<sup>6)</sup> 본고는 현재까지 파악된 IMF와 BIS의 통합적 정책체계 관련 내용을 정리하고 정책적 시사점을 도출한다.

### III. 통합정책체계와 거시금융안정체계의 주요 내용<sup>7)</sup>

#### 1. IMF의 통합정책체계(IPF)

IMF의 통합정책체계(IPF)는 이론모형, 실증분석 및 각국의 정책사례에 기반하여 통화정책, 환율정책, 거시건전성정책 및 자본이동관리조치의 정책조합을 제시한다. 정책조합의 선택은 충격의 종류(실물충격 또는 금융충격), 각국의 상황 및 정책 수단 간 상충관계에 따라 달라진다. IPF에 따르면 기대인플레이션 안착 정도가 양호하고 외환시장이 성숙한 선진국은 기존의 통화정책과 자유변동환율제를 통해 충분히 거시·금융 안정을 도모할 수 있다. 반면 외환시장이 충분히 성숙하지 않은 신흥국은 대외 금융충격에 대응해 외환시장개입과 자본이동관리조치를 수행함으로써 통화정책의 독

5) 이론논문은 Adrian et al. (2020) 및 Basu et al. (2020), 정책보고서는 IMF (2020) 참조

6) 예를 들어 2022년 발간된 Handbook of International Economics Vol. 6에는 불완전 국제 금융시장에서 외환시장개입의 효율성(Maggiore, 2022), 자본이동관리조치와 외환시장개입의 최적 정책(Bianchi and Lorenzoni, 2021) 등에 관한 최신 연구동향이 수록되었다.

7) IMF와 BIS의 통합적 정책체계 도출을 위한 이론적 연구에 관해서는 〈첨부 1〉을 참조하길 바란다.

자성을 확보할 필요가 있다.

특히 교역에서 기축통화표시 교역 관행(Dominant Currency Paradigm)<sup>8)</sup>이나 통화 불일치 정도가 심하거나 외환시장의 심도와 기대인플레이션 안착도가 낮은 국가에서 통합정책체계의 필요성이 커진다.

우선 교역에서 달러화 등 기축통화표시 비중이 높을수록 자국 통화 환율변동에 대한 수출의 반응도가 낮기에 자국 통화 절하가 수출경쟁력 강화를 통해 수출 증가로 이어지는 경로가 약화되고, 존재하더라도 시차가 장기화된 결과, 환율변동은 주로 수입 물가에 영향을 미치는 데 그친다. 이 경우 환율이 상승하는 반면 환율로 인한 경기 부양 효과가 없어 수입물가 상승에 대해 금리 인상으로 대응하면 경기를 과도하게 위축시킬 가능성이 있다.

또한 민간부문의 외화자산과 부채 간 통화 불일치도가 높을수록 통화 절하 시에 국내 금융불안과 경기위축이 초래될 가능성이 높다. 그리고 외환시장 규모가 작거나 접근성이 낮은 경우 UIP 리스크 프리미엄<sup>9)</sup>이 커지는 등 외환시장 비효율성이 나타나며 외부충격에 대한 환율 변동성도 높다. 마지막으로 기대인플레이션이 불안정하거나 지속성이 높은 국가에서는 중기 인플레이션이 환율변동의 영향을 크게 받는 경향이 있다.

정책별로는 우선 외환시장개입(FXI)이 효율적이려면 외환시장 심도가 얕아 개입이 실질적으로 환율에 영향을 미칠 수 있어야 한다. 자본금융입 및 금융출시의 FXI는 기대인플레이션 안착도가 불안정할 경우 더 효율적이다. 통화절하시 매도개입을 통해 대외차입제약이 과도하게 긴축되지 않도록 하며 평상시에는 예비적 외환보유액 축적(매입개입)을 통해 자본유출 시에 대응할 수 있는 완충장치를 마련할 수 있다.

8) 국제경제학 모형에서는 전통적으로 수출가격이 과거에는 수출국 통화(Producer Currency Pricing)로 표시되거나 수입국 통화(Local Currency Pricing)로 표시되는 가정을 따르고 있었으나, 현실에서 교역통화는 점차 기축통화 중심으로 이행되어 최근에는 달러화와 유로화 비중이 상당수 국가에서 90%에 이르고 있어, 이를 기축통화표시 교역 관행(Dominant Currency Paradigm, DCP)이라 지칭하였다(Gopinath et al., 2020 ; Gopinath and Itskhoki, 2021).

9) 일반적으로 리스크프리미엄이 존재하는 다음의 유위험 금리평가(Uncovered Interest Parity, UIP) 조건을 가정한다.

$$i_t - i_t^* = E_t s_{t+1} - s_t + r p_t$$

$i$ : 국내금리,  $i^*$ : 국제금리,  $s$ : 환율(자국 통화/외국 통화)

$r p$ : 시변 리스크프리미엄

한편 자본이동관리조치(CFM)의 경우 자본유입에 대한 조치(inflow CFM)와 자본유출에 대한 조치(outflow CFM)를 구분하고 있다. 평상시 inflow CFM<sup>10)</sup>은 거시건전성정책(MPM)와 함께 금융안정 리스크 누적을 완화하는 한편, 경기대응적으로 적용한다면 대외충격의 내수에 대한 영향을 축소시킬 수 있다. 다만 자본이동관리조치의 지속적인 활용으로 인해 장기적으로 외환시장과 금융제도의 발전이 더딜 가능성에 유의할 필요가 있다. 반면 outflow CFM의 경우 완화적 통화정책으로 인한 환율상승압력을 완화시키겠으나, 관련 평판리스크가 매우 클 수 있는 만큼 위기상황(crisis times)에 한해 적용하여야 한다. 가용한 외환보유액 규모가 불충분하거나 대외충격이 장기간 지속되어 FXI 수행에 소요되는 외환보유액 클 것으로 예상되는 경우 적용할 수 있다.

다만 2022년의 개정 기관견해는 통합정책체계를 반영하고 있음에도, 자본유입기 FXI에 대해서 기존 기관견해의 입장을 유지하여 IPF보다 다소 유보적인 뉘앙스를 담고 있다. 즉, 자본급유입(inflow surge) 발생을 자본유입기 외환시장개입의 선제조건으로 보고 있으며, 이 밖에도 ① 외환보유액이 적정수준보다 낮아 추가적인 확충필요성이 있고, ② 자국통화가 고평가되었다고 판단되며, ③ 경기 과열 우려를 충족해야 한다(〈표 1〉 참조). 다만 IMF의 기관견해는 본질적으로 회원국의 자본이동관리조치, 특히 거주자와 비거주자간 자본이동에 대한 조치를 평가하기 위해 마련된 기준으로 외환정책에 대한 조언 방향을 중요하게 다루고 있다고 보기는 어렵다. 외환시장개입에 대한 IPF의 새로운 관점은 IMF가 양자 및 다자간 정례협의 업무에 참고하는 여타 기준에 점차 반영되어 나갈 것으로 예상된다.<sup>11)</sup>

10) 자본급유입(inflow surge)기가 아닌 평상시에도 예비적으로 적용되는 자본이동관리조치를 의미한다.

11) 2021.5월 발표된 IMF의 양자(bilateral) 감시활동인 Article IV 정례협의와 관련한 기준 검토(Comprehensive Surveillance Review) 보고서에서는 외환정책 조연에 IPF 내용을 반영하기 위해서는 회원국의 외환시장개입 데이터 수집 등 추가 작업이 필요하다고 밝히고 있다. (“Making the IPF operational requires additional work.... Better and more timely foreign exchange intervention data are needed to exercise surveillance over exchange rate policies.” IMF, 2021b)

〈표 1〉 IMF의 기관 견해와 통합정책체계 비교

구분	정책 수단	기관 견해 (2012)	기관 견해 (2022) <sup>1)</sup>	IPF (2020) <sup>2)</sup>
자 본 유 입	CFM	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 급 유 입 (inflow surge) 시 도입<sup>3)</sup></li> <li>• 급유입 진정시 철회</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 좌 동</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 평상시 예비적 (precautionary) CFM 권고<sup>6)</sup></li> </ul>
	CFM /MPM	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 급 유 입 (inflow surge) 시 도입<sup>3)</sup></li> <li>• 급유입 진정 이후에 도 유지 가능</li> <li>• 정기 검토 필요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 평상시 선제적 (preemptive) 조치 용인<sup>5)</sup></li> <li>• 정기 검토 필요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 예비적 CFM은 의미상 IV의 CFM/MPM과 유사</li> </ul>
	FXI	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 급유입시 사용<sup>4)</sup></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 좌 동</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 과도한 환율변동성 및 이자율 프리미엄 완화에 유익. 평상시 예비적 외환보유액 축적을 통해 유사시 FXI를 위한 완충역할 마련<sup>6)</sup></li> </ul>
자 본 유 출	CFM, FXI	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 유출로 인한 위기 또는 위기 임박 상황</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 좌 동</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CFM: 평가리스크를 감안하여 외환보유액 불충분한 위기상황에 한해 고려</li> <li>• FXI: 자본유입시와 마찬가지로 환율변동성 및 이자율 프리미엄 완화에 도움</li> </ul>

주: 1) IMF (2022) 기준, 2) IMF (2020) 기준

3) ① 경기과열시, ② 통화고평가시, ③ 외환보유액 적정수준 이상 동시 충족시

4) ① 경기과열시, ② 통화고평가시, ③ 외환보유액 적정수준 이하 조건 동시 충족시

5) ① 외환불일치 (FX mismatch) 정도가 크고, ② 자본유출시 취약성이 존재, ③ MPM으로 불충분하여 ④ CFM/MPM이 가장 직접적이고 효율적 조치인 경우 (모두 충족시)

6) ① 얕은 외환시장 심도, ② 상당규모의 외화부채, ③ 낮은 기대인플레이션 안착도 중 해당 사항이 있는 경우



## 2. BIS의 거시금융안정체계(MFSF)<sup>12)</sup>

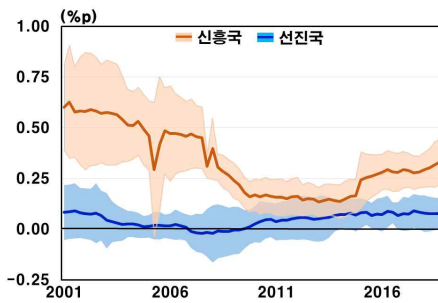
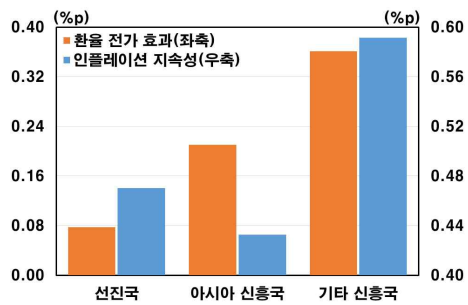
BIS의 거시금융안정체계 역시 통화정책, 외환시장개입(FXI), 미시·거시건전성정책(MPM), 재정정책 및 자본이동관리조치(CFM)의 조합을 통해 거시경제 및 금융안정을 도모하는 포괄적 정책체계를 의미한다. 이 중 자본이동관리조치의 경우 2019년경에는 정책효과의 일시성과 비규제국으로의 리스크 이전 효과에 대한 우려로 정책조합에 고려하지 않다가 신흥국에서 실제로 빈번하게 활용되고 있는 점 등을 반영하여 이후 논의에 포함하였다. BIS는 다수 신흥국에서 외환시장개입을 수행했음에도 물가안정세를 유지한 경험에 비추어 물가안정목표제와 외환정책의 통합체계 구축이 가능하다는 입장이다.<sup>13)</sup>

거시금융안정체계가 필요한 이유는 다음과 같다. 신흥국의 글로벌 금융시장 통합이 진전되면서 자본이동이 증가한 결과 자본유출입 및 환율변동이 국내에 미치는 영향이 확대되어 통화정책과 거시건전성정책 대응으로는 역부족인 상황이 발생하였다. 예컨대, 신흥국 통화 강세가 물가에는 하방 압력으로, 경기에는 상방 압력으로 작용함에 따라 자본이동 및 환율변동에 따른 통화정책 함의가 상충하는 문제가 대두되었다. 즉, 통화강세시 물가를 고려하면 금리를 낮추어야 하지만 경기를 고려하면 금리인상을 고려해야 한다. 특히 신흥국의 국내 물가에 대한 환율전가도<sup>14)</sup>와 물가의 지속성은 과거에 비해서는 낮아지고 있으나 여전히 선진국보다는 높아 환율변동이 물가에 미치는 영향이 큰 편이다(〈그림 2〉, 〈그림 3〉 참조).

12) 본 절에서는 BIS(2019), Borio et al. (2021) 및 BIS(2022)의 내용을 중심으로 소개한다.

13) 2019년 6월 BIS Borio 통화경제국장은 이를 1990년대 초반 일부 선진국을 중심으로 물가목표제가 우선 도입되고 이후 개념화가 이루어진 상황에 비유("Practice has moved ahead of theory.")하며 정책체계의 필요성을 강조하였다.

14) 다만 신흥국 중에서도 아시아 신흥국과 기타 신흥국 간 차별화가 존재한다. 예를 들어 2013~2018년 중 자국 통화 1% 절하 시에 아시아 신흥국의 CIP 상승률은 0.2%p로 기타 신흥국(0.35%p)에 비해 상당히 낮은 편이었다(BIS 2019).

〈그림 2〉 환율전가도 추이<sup>1)2)</sup>〈그림 3〉 환율전가도 및 인플레이션 지속성<sup>1)3)</sup>

주: 1) 물가목표제 채택국 기준, 선진국: AU, CA, GB, NO, NZ, SE, 아시아 신흥국: ID, IN, KR, PH, TH, 기타 신흥국: BR, CL, CO, MX, PE, RU, TR, SA,

2) 1995.1분기 - 2018.4분기를 대상으로 6년 이동회귀분석으로 추정된 계수. 자국 통화(NEER) 1% 절하 시 CPI 상승률 증가분(%p)을 의미. 음영은 90% 신뢰구간

3) 2013.1분기 - 2018.4분기 중

자료: BIS (2019)

반면 환율변동이 수출에 미치는 영향은 과거에 비해 크게 약해지거나, 통화 강세가 오히려 수출과 경기를 개선하는 등 종종 물가에 대한 영향과 반대로 작용하게 되었다. 이는 달러화가 약세(신흥국 통화가 강세)일 때 신흥국 등 다수국가에서 자국통화 표시 수입가격이 하락하여 글로벌 수입수요가 증가하거나 신흥국 수출기업의 재무상황 개선으로 무역신용 등의 자본조달이 증가하는 경로 등을 통해 발생한다. 아울러 자본이동과 환율변동이 국내 금융상황에 미치는 영향이 심화되어 자국 통화정책 효과가 제약되는 문제도 발생하였다. 이 문제는 외화표시 채무가 많고 자국 국채의 외국인 보유비중이 높은 신흥국일수록 심화되는 경향이 있다.

통합정책체계에 대한 BIS의 접근은 아시아 및 남아메리카 지역 회원국 중앙은행들이 직접 설계하고 실시한 설문조사를 통해 실제로 수행중인 정책조합을 파악한 데서 논의가 구체화되기 시작했다는 점에서 어느 정도 바텀업(bottom-up) 방식을 취하고 있다.<sup>15)</sup>

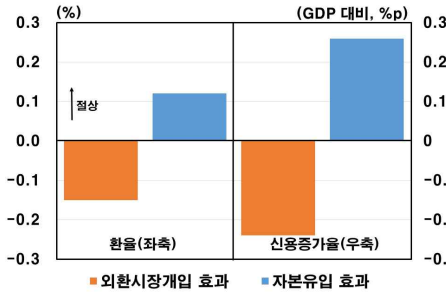
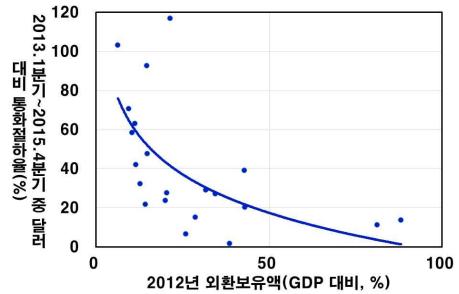
정책효과 분석을 위해 56개국(33개 신흥국과 23개 선진국)이 1990년대 중반부터 2020년까지 수행해 온 총 1,500여건의 거시건전성정책과 900여건의 자본이동관리조치(외화대출 등에 대한 추가준비금, 외환포지션 등 통화 불일치 한도)의 현황과 유효성을 패널회귀 분석으로 추정한 연구에서 선진국들은 통화정책과 거시건전성정책을

15) BIS (2020) 및 BIS (2021) 에서 관련 세부 내용을 확인할 수 있다.

중심으로, 신흥국들은 자본이동관리조치와 외환시장개입을 추가로 사용해 왔는데 거시건전성정책, 자본이동관리조치, 외환시장개입이 대체로 국내신용을 안정시키는데 효과적인 것으로 나타났다(Borio et al., 2021). 우선 선진국들의 경우 완화적인 통화정책 및 양적 완화와 함께 대체로 긴축적인 거시건전성정책(시스템리스크 관련 완충 자본, 가계신용 규제 등)을 사용한 것으로 나타났다. 특히 선진국은 2010년대 들어 완화적인 통화정책 기조는 유지한 채 필요시 긴축적인 거시건전성정책으로 국내 금융불균형에 대응한 결과, 코로나19로 금융과 실물 부문이 동시에 충격을 받은 상황에서 통화정책과 거시건전성정책을 동시에 완화적으로 조정할 정책여력이 있었다. 한편 신흥국들의 경우 통화정책과 국내 금융안정을 위한 거시건전성정책, 외환시장개입 및 자본이동관리조치를 주로 동일 방향으로 운용한 것으로 나타났다. 자본유입이 지속된 평상시에는 외환시장개입을 가장 빈번하게 사용하는 가운데 긴축적인 통화정책과 거시건전성정책이 동반하였고, 위기 시에는 모든 정책을 동시에 완화적으로 전환하였다.

정책별 효과를 살펴보면, 우선 거시건전성정책 가운데 대출 증가율 한도는 국내신용에 효과적으로 영향을 미쳤으나 대손충당금 관련 규제의 유효성은 유의하지 않은 것으로 나타났다. 한편 가계신용 관련 규제의 경우 LTV, DSTI는 긴축 시에만 효과가 있는 반면 주택 관련 세제는 완화 시에만 유의한 효과를 나타냈다. 그리고 자본이동관리조치의 경우 외환포지션 한도는 국내신용 누적을 완화하는 효과를 보였으나 자본유입 추가준비금 조치의 효과는 유의성이 낮은 편이었다. 마지막으로 외환시장개입은 자본유입에 따른 통화 절상과 국내신용 증가를 효율적으로 상쇄<sup>16)</sup>시켰으며 외환보유액 확충을 통해 급격한 환율상승에 대비하는 자기보험으로도 기능하였다. 예컨대, 2013부터 2015년까지 미국 통화정책 정상화 기간에 GDP 대비 외환보유액이 높은 신흥국일수록 환율절하폭이 작았다(〈그림 4〉, 〈그림 5〉 참조).

16) 2000-2017년 중 20개 신흥국들을 대상으로 분석한 결과 동일한 규모의 자본유입이 환율과 국내신용에 미치는 영향을 대부분 상쇄하는 것으로 나타났다(BIS 2019).

〈그림 4〉 외환시장개입의 안정화 효과<sup>1)</sup>〈그림 5〉 외환보유액의 완충효과<sup>2)</sup>

주: 1) 2000~2017년 중 20개 신흥국 대상 패널회귀분석 추정 결과. 종속변수: 각각 각국의 대미달러 환율(상승이 절상을 의미)과 국내신용(GDP%). 독립변수: 각각 외환보유액 증가분, 순자본유입(GDP%), 통제변수: 종속변수의 시차변수, 단기금리 스프레드, VIX, 원자재가격, 국가별 고정효과 감안

2) 21개 신흥국 대상

자료: BIS(2019)

IPF와 마찬가지로 MFSF의 적용시에도 각 국가별 특성을 고려하는 것이 중요하다. 예를 들어, 인플레이션 기대 안착도가 양호한 국가에서는 통화정책과 재정정책이 각각 물가안정과 재정지속성에 집중할 수 있다. 가계 및 기업 부문 레버리지가 높은 경우에는 거시건전성정책을 통해 금융불균형 누증을 제한함으로써 통화정책 여력을 확보해야 한다. 한편, 국내 금융시스템이 대외 금융요인의 영향을 크게 받는 경우에는 외환시장개입, 거시건전성정책 및 자본이동관리조치의 상호 보완적인 조합이 필요하다. 특히, 거시건전성정책을 통해 외화채무를 제한하는 한편 외환시장개입을 통해 환율변동성과 대차대조표 효과를 완화하는 한편, 자본이동관리조치로 외환신용 흐름을 관리할 수 있다. 국내 채권시장 심도가 얇은 경우, 외국인투자자들의 영향이 지나치게 커질 수 있으므로 외환시장개입을 수행하여 환율의 금융경로, 대외금융상황의 국내 금융시스템 전이효과 등을 완화할 필요가 있다.

〈그림 6〉에는 이와 같은 국가 특성별 효율적인 정책조합이 제시되어 있다. 예를 들어 인플레이션 안착도, 재정수지 및 경상수지가 양호한 국가그룹은 가계부채가 높고, 자국 금융시장 고도화로 글로벌 유동성에 대한 노출이 작은 국가(A국)와, 국내 부채 수준이 크게 높지 않으면서 자국 금융시장 심도가 얇은 편으로 글로벌 유동성에 대한 노출이 큰 국가(B국)로 구분된다. 한편, 인플레이션 수준이 높고 재정 및 경상수지가 취약하며 국내 부채는 크게 높지 않지만 금융시장 심도가 얇고 외채가 많은 국가(C국)를 비교대상으로 하였다. 모든 국가에서 통화정책, 재정정책 및 거시건전성정

책을 상시적으로 사용하되 A국의 경우 외환시장개입이나 자본이동관리조치가 불필요하다는 입장은 IMF의 IPF와 동일하다. 금융시장 심도가 얇은 B국과 C국에서는 자본이동관리조치와 외환시장개입을 적절히 수행할 것이 권고되지만, 인플레이션 안착도, 재정수지 및 경상수지가 양호한 경우에 한해(B국) 보다 적극적인 외환시장개입이 권고된다.

〈그림 6〉 국가특성별 MFSF 적용 사례

	국가별 특성	통화 정책	재정 정책	MPM	CFM	FXI
A국	양호한 기대인플레이션 안착도, 건전한 재정·경상수지, 높은 가계부채비율, 글로벌 유동성에 대한 낮은 취약성, 깊은 금융시장 심도					
B국	양호한 기대인플레이션 안착도, 건전한 재정·경상수지, 중간 수준의 국내신용, 글로벌 유동성에 대한 높은 취약성, 얇은 금융시장 심도					
C국	높은 인플레이션, 불안정한 재정·경상수지, 중간 수준의 국내신용과 높은 외화부채비율, 얇은 금융시장 심도					

주: 진할수록 중요도가 높음을 의미

자료: BIS(2022)

### 3. 통합정책체계와 거시금융안정체계의 차이

통합정책체계와 거시금융안정체계는 정책 수단의 종류와 정책 간 상충작용을 고려할 필요성 등에 대해 일관된 관점을 견지하는 가운데 아직 적용 가능한 구체적인 준칙이 마련된 단계는 아니지만 다음과 같은 두 가지 차이점을 지닌 것으로 보인다. 첫째, 양 기관의 외환시장개입에 대한 스탠스에 차이가 있다. IMF는 자본급유입(inflow surge) 시 ① 적정수준을 하회하는 외환보유액, ② 경기 과열, ③ 자국통화고평가 등의 세 조건이 모두 충족되는 경우에 한해 외환시장개입 사용을 제안하는 반면 BIS는 외환시장개입을 통한 외환보유액 확충의 유용성을 강조하는 입장이다. 즉, 평상시의 선제적인 조치로서 IMF가 자본이동관리조치를 중시한다면 BIS는 외환시장개입을 더 중시한다. 한편 자본유출 시의 외환시장개입 사용에 대해서는 양 기관이 모두 일반적으로 인정하고 있다.<sup>17)</sup>

둘째로 IMF는 신흥국 중앙은행이 최종대부자로서 자국 통화 채무를 상환할 수 있는데다, 통화가 절하될 때 신흥국 대외 대차대조표가 개선되는 효과<sup>18)</sup>가 있는 등을 들어 자국 통화 채무 증가에 대한 자본이동관리조치가 불필요하다고 보지만, BIS는 글로벌 위험선호가 악화될 때 글로벌 투자자들이 신흥국 통화표시 채권을 적극적으로 매도하는 등 자국 통화표시 채무가 자본유출입 변동성을 확대시키는 리스크 요인임을 지적한다. 글로벌 투자자들의 신흥국 통화 채권 매매가 실제로 신흥국 자본이동 변동성의 추가적으로 확대시키는 요인이 되는지, 그렇다면 이에 대한 선제적인 거시건전성정책 또는 자본이동관리조치가 필요한 지에 대해서는 추가적인 분석과 논의가 필요할 것으로 보인다.

## IV. 통합적 정책체계 논의의 정책적 함의

본 장에서는 현재까지의 통합적 정책체계 논의를 점검한 결과 국내 정책수행에 시사하는 바를 제시한다. 요약하면, 1) 앞으로 환율불균형 논쟁이 국제무역 긴장을 고

17) 자본유출 발생시의 외환시장개입은 중앙은행의 외환보유액 매도를 의미하는데 이는 국제기구의 권고 여부보다는 가용 외환보유액이 충분한 지, 투기적 자본에 노출될 가능성은 없는 지 등을 따져서 각국이 결정할 문제라 하겠다.

18) 환율상승이 신흥국 대외순자산에 미치는 대차대조표 개선효과의 구체적인 사례는 <첨부 2>에 설명되었다.

조시키려는 일은 줄어들 것으로 보인다. 앞으로도 국제무역 긴장이 지속되거나 고조될 수는 있겠으나, 적어도 환율저평가를 이유로 한 무역제재의 근거는 상당히 약화되었다고 판단된다. 2) 그러나 통합정책체계를 통해 신흥국이 선진국 발 금융충격 파급효과에 충분히 대응할 수 있을 지는 미지수이다. 국내 정책과 관련하여서는 3) 우선, 외환시장개입에 대한 인식의 진전으로 외환정책 여건은 개선될 것으로 생각되며, 4) 앞으로 국내 현실에 적합한 정책조합 마련을 위해서는 외환정책의 시장영향력, 금융시장 심도, 대외포지션의 리스크 요인 등을 자체적으로 정치하게 판단할 수 있는 능력이 요구된다 하겠다.

### 1. 교역의 환율 불균형 논쟁 완화

환율 및 자본이동 변동성에 적극적으로 대응하는 정책이 필요하다는 컨센서스가 형성되면서 자국 환율 절상 방어가 무역제재로 이어지는 등의 무역 분쟁이 발생할 가능성이 완화되었다. 외환시장 심도가 얇은 국가들에 대한 IMF 기관 견해가 선제적(preemptive) 자본이동관리조치(CFM)를 권고하는 한편, 통합정책체계와 거시금융안정체계는 외환시장개입(FXI)을 자본이동관리조치, 거시건전성정책(MPM)과 함께 환율변동에 대응한 주요 정책 수단으로 평가하고 있다.

아울러 환율의 경상수지 불균형 조정기능이 약화된 것으로 나타난 만큼 IMF의 現 대외부문평가(External Sector Assessment) 방식<sup>19)</sup>도 변화될 가능성이 있다. 이 경우 외환시장개입을 근거로 한 환율조작국 지정(미 재무부)과 상계관세 부과(미 상무부) 등의 논거도 약화될 전망이다. 바이든 행정부의 미 재무부 환율보고서는 첫 보고서(2021년 4월)에서부터 기존(2020년 12월)에 환율조작국으로 지명하였던 스위스와 베트남을 제외하는 등 환율개입을 쟁점화하지 않는 컨센서스가 반영되고 있는 것으로 보인다. 다만 외환시장개입 데이터 공개, 외환시장개입 남용 방지 방안(safeguard) 등의 견제장치에 대한 요구도 늘고 있어 외환정책의 자율성이 다소 영향을 받을 가능성도 있다.

19) IMF의 대외부문평가는 다자감시활동(multilateral surveillance)의 일환이며 평가 결과를 연례보고서인 External Sector Report에 발표하고 있다. 동 평가방식은 경상수지 불균형을 실제환율과 균형환율의 괴리에 기인한다는 원칙에 근거하고 있다. 따라서, 글로벌 경상수지 불균형 해소를 위해서는 “환율 불균형”이 조정되어야 한다고 본다.

## 2. 글로벌 금융불균형을 완화하기에는 불충분

지금까지의 통합정책체계 논의는 신흥국이 외부충격의 국내파급(spillover)에 대응하는 입장에 초점이 맞춰져 있어, 글로벌 과잉유동성을 초래한 선진국에 대한 정책조언은 부재하여 글로벌 금융불균형을 해소하는 데는 역부족일 수 있다. 또한 선제적 자본이동관리조치를 수행할 여건이 안되는 취약신흥국으로 리스크가 전이될 가능성이 잠재되어 있다. 통합정책체계가 권고하는 종류의 자본이동관리조치가 이미 각국에서 널리 사용되고 있으나 자본이동관리조치 비적용국(BIS, 2019) 또는 국가 내 비규제부문으로 리스크가 이전되는 효과도 있는 것으로 분석된다.<sup>20)</sup>

당초 G20에서는 선진국(sending countries)에 대한 정책조언도 주문했던 만큼 향후 추가적인 개선이 필요한 부분이다. 우선은 미 연준의 FIMA(Foreign and International Monetary Authority) 레포 제도<sup>21)</sup>와 같이 글로벌 달러조달여건 경색 시 신흥국의 금융불안을 방지할 보완책에 대한 적극적인 논의를 지속할 필요가 있다. 예컨대 미 연준과의 통화스왑 상설계약국을 확대하는 방안 등이 있다.

아울러 통합정책체계와 거시금융안정체계에는 아직 당위적인 정책권고<sup>22)</sup>와 기본원칙을 넘어서 준칙이 마련되지 않았으며 정책조합의 복잡성으로 인해 커뮤니케이션의 난이도가 높아 정책적용에 시행착오가 예상된다. 국가별 다양성을 고려할 경우 커뮤니케이션이 용이한 준칙을 마련하기 어려우며, 이에 따라 각국의 정책 선택에 대한 평가 기준을 제시하기 쉽지 않을 가능성이 있다. IMF는 향후 국가감시활동(country surveillance)에서 부문별 정책조언을 제시하는 기존 방식에서 벗어나 통합정책체계를 반영한 통합적인 정책조합을 조언할 계획<sup>23)</sup>인데, 회원국에 대한 정례협의(Article IV consultation)에서 정책권고로 이어지기 위해서는 국가특성별 정책조합 분류 등

20) 이와 관련하여 Chari et al. (2021)에 따르면 2004-2020년 중 65개 선진국 및 신흥국의 거시건전성정책과 자본이동관리조치(경기대응 완충자본 비율, 외화포지션 규제 등) 및 포트폴리오자금 데이터를 이용하여 분석한 결과, 은행권의 리스크가 비은행 금융부문으로 이전되는 경향이 나타났다.

21) 외국 중앙은행 등을 대상으로 미국채를 환매조건부로 매입하여 달러화를 공급하는 제도로 2020년 3월에 도입되었으며 2021년 7월에 상설화되었다.

22) 완화적인 글로벌 금융상황하에서 선제적인 거시건전성정책과 자본이동관리조치를 통해 정책 여력을 확보할 것, 환율·자본이동 급변동 시 외환시장개입을 사용하며 효율성 확보를 위해 지속 가능한 재정 기조를 유지하고 평상시에 외환보유액을 확충할 것 등이 있다.

23) IMF (2021b) 참조



일정 수준의 구체화가 필요할 것으로 보인다.

### 3. 국내 외환부문 정책수행 여건은 개선

한편 통합적 정책체계 구축 논의로 외환정책에 대한 국제사회의 수용도가 높아지면 서 관련된 국내 외환부문의 정책수행 여건이 개선될 전망이다. 앞으로 외환매입을 통한 외환보유액을 축적하더라도 수출에 유리하도록 환율수준에 영향을 미치려는 시도가 아닌, 자본유출 또는 환율변동성 확대시 충격완충작용을 하는 외환보유액을 선제적으로 확보하는 정책으로 해석될 수 있을 것이다. 다만, 환율 수준을 시장의 결정에 맞기되 환율변동성이 크게 확대되는 경우 스무디 오퍼레이션을 실시하는 우리나라 외환당국의 현 정책 기조가 IMF의 통합정책체계와 기관 견해 개정안에 대체로 부합하고 있어 외환정책 방향의 큰 변화가 있을 것으로 보이지는 않는다.

다만 IMF의 통합정책체계에서 자본유입기 예비적인 외환시장개입의 유용성을 인정한 내용이 즉각 국가 감시활동 가이드라인에 반영되지는 않고 있어, 통합정책체계가 실무적인 단계에 반영되는 과정에서 외환정책의 정당성에 대한 이견이 제기될 우려도 남아있다 하겠다. 또한, 외환시장개입의 효과에 대한 실증분석은 본질적으로 내생성 문제가 상당하여 기존 연구에서도 혼재된 결과가 도출되고 있는 만큼 국내 외환정책의 유효성에 대한 정교한 분석이 필요하다. 예를 들어 환율 급상승기에 급격한 절하를 완화하기 위한 외환시장개입이 성공적이었음에도 불구하고 실증분석 결과로는 개입 결과 환율이 상승한 것으로 나타날 수가 있다. 우리나라의 경우 선행연구에서 효과적인 외환시장개입의 선결조건으로 꼽는 충분한 외환보유액, 양호한 기대인플레이션 안착, 재정 건전성 등의 환경은 확보된 것으로 판단되나 관련 주제에 대한 국내 연구가 아직 미진하여 외환정책의 효과를 예단하기는 어렵다.

### 4. 국내 정책수행 환경에 대한 자체판단 능력 요구

통합정책체계와 거시금융안정체계에서는 공통적으로 국가특성별로 정책조합이 달라야 함을 강조하고 있다. 이러한 측면에서 통합적 정책조합의 유용성을 담보하는 여러 가지 특성 중 우리 경제·금융 환경에 해당되는 사안을 자체적으로 판단하여 정책조합의 효과를 가늠하는 한편 향후의 국제논의에 활용할 필요가 있다. 이하에서는 특히 기축통화표시 교역 관행(Dominant Currency Paradigm), 통화불일치(Currency

Mismatch), 외환시장 심도(depth) 등 세 가지 측면에서 우리나라가 갖는 특성을 검토하고자 한다.

#### i. 기축통화표시 교역 관행(Dominant Currency Paradigm)

첫째로 달러화표시 교역 비중이 클수록 대외 금융충격에 대해 환율 변동성이 확대되는 경향이 있다. 즉, 대외충격(해외금리, 원자재가격 상승 등)이 발생하면 경제 내 수입품소비와 수출이 각각 기간간 조정(intertemporal substitution)되며 환율이 결정되는데, 기축통화표시 교역 관행 하에서는 수출조정은 미미하고 주로 수입 조정만 이루어지므로 수입의 큰 폭 조정에 상응하여 환율 변동폭이 커지는 것이다. 우리나라는 아시아 신흥국들과 유사하게 수출입의 달러화표시 비중이 약 7~80% 수준(1990년 이후 장기평균 기준)으로 달러화표시 교역비중이 상당히 높은 편이다. 통합정책체계에서는 이러한 국가들에서 선제적 자본이동관리조치가 유용하다고 보고 있다. 글로벌 금융위기 이후 도입한 우리나라의 자본이동관리조치<sup>24)</sup>는 환율이 절하될 때 금융기관의 대외차입 여력이 급격히 제한되지 않도록 선제적 조치를 활용할 필요가 있다는 통합정책체계의 내용에 부합된다고 볼 수 있다.

다만, 달러비중 우위는 교역에서뿐만 아니라 국제금융에서도 점차 강화되고 있고 외화조달에서 비은행권의 비중이 커짐에 따라 자본이동관리조치도 이에 상응하여 조정될 필요가 있다. 2020년 국내 주요 증권회사의 ELS 관련 마진콜 추가 납부를 위한 외화유동성 경색과 이로 인한 국내 단기금리 급등, 2022년 흥국생명의 신종자본증권(외화채권) 조기상환 미 실시 계획 발표에 따른 채권시장 경색 등은 비은행권 외화유동성 악화가 국내 금융시장에 미치는 영향이 상당함을 보여주는 사례라 하겠다. 2021년 1월 한국은행, 기획재정부, 금융감독위원회, 금융감독원은 공동으로 「비은행권에 대한 외화유동성 관리제도 및 공급체계 개선방안」을 마련한 바 있는데, 동 방안의 방향성을 지속적으로 점검하고 관계당국간 공동 모니터링을 강화할 필요가 있다.

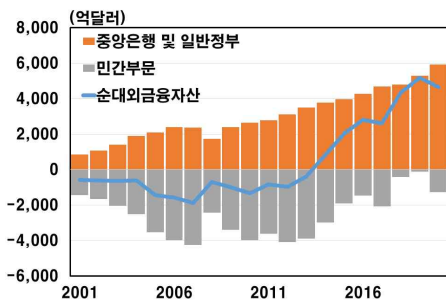
#### ii. 통화불일치(Currency Mismatch)

24) 외환거시건전성정책 3종 세트, 중장기외화자금조달비율 등은 거시 금융안정 기능을 인정하여 기존 기관견해에서도 거시건전성목적의 자본이동관리조치(CFM/MPMs)로 분류되었다.

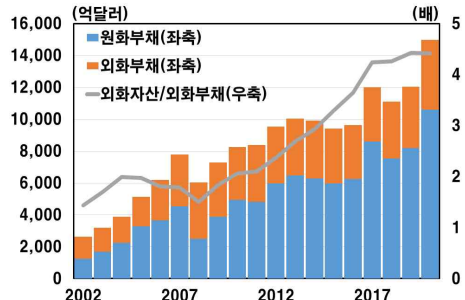
둘째로 통화불일치<sup>25)</sup> 문제가 우리나라에 해당되는지 살펴보고자 한다. 우리나라는 대외부채 중 외화부채의 비중이 꾸준히 하락하고 있어 전통적인 의미의 통화불일치 즉, Original Sin에는 해당되지 않으나 원화자산에 투자하는 외국인의 영향력이 커지는 Original Sin Redux로는 자유롭다고 보기 어렵다. 또한 대외자산에 대한 환헤지 성향이 강하여 외화자산 보유를 통한 자연헤지(natural hedging)를 충분히 누리지 못하고 있는 것으로 판단된다.

우선 Original Sin 해당 여부를 살펴보면, 우리나라는 “외화표시 대외채무 및 자국 통화표시 자산을 보유한 순채무국”이라는 전통적인 통화불일치에는 해당되지 않는다. 2014년 대외금융자산이 대외금융부채를 초과한 이후 순대외금융자산은 꾸준히 증가하고 있으며 준비자산 등 공공부문 제외 순대외금융자산도 마이너스폭이 점차 축소되고 있다(<그림 7> 참조). 특히 대외자산이 대부분 외화표시인 데다가 외화표시 대외부채는 전체의 30% 수준<sup>26)</sup>으로 외화 대외금융자산이 외화 대외금융부채의 4배를 상회하는 등 상당히 건전한 대외포지션을 유지하고 있다(<그림 8> 참조).

〈그림 7〉 공공 및 민간부문의 순대외금융자산



〈그림 8〉 대외금융부채의 통화별 구성



주: 중앙은행 및 일반정부의 순대외금융자산은 준비자산, 중앙은행 및 일반정부의 증권투자, 파생금융상품 및 기타투자 자산에서 부채를 각각 차감하여 산출  
자료: ECOS 국제투자대조표

25) IMF는 환오픈 외화부채 규모 등 전통적인 통화불일치 이외에도 외화 만기불일치, 외화조달 수단의 안정성, 외화자산 및 외화소득의 자연헤지(natural hedging) 여부, 환헤지 시장 심도, 외환보유액 가용성 등 다양한 척도를 통해 통화 불일치(Currency Mismatch 또는 FX Mismatch) 정도를 평가하겠다는 입장이다(IMF, 2022).

26) 부채형태별로는 2020년 말 기준으로 채권의 50%, 차입의 86%, 직접투자와 주식의 10% 미만 등이 외화표시 대외부채이다.

아울러 Original Sin Redux 해당 여부를 살펴보면, 원화채권 등에 투자하는 외국인 투자자들의 통화 불일치 상황에 따라 자본유출입 변동성이 커질 가능성이 있다. Original Sin Redux 양상을 반영할 수 있도록 대외금융부채(External Liabilities) 중 외채(External Debt)에 해당하는 채권과 차입금에 한정하여 데이터를 살펴보면, 외국인 보유 채권과 차입금 중 원화의 비중은 2000년대 초반 5% 수준에서 최근에는 약 35%까지 증가하여 주요 신흥국들의 자국 통화표시 차입 증가세와 유사한 모습<sup>27)</sup>을 보인다(〈그림 9〉 참조). 국채의 외국인 보유 비중<sup>28)</sup>은 20% 미만으로 여타 신흥국보다는 낮은 데다, 외국인투자자 중 공공자금 비중이 높은 편으로 외국인투자자들이 국채시장 변동성 확대를 초래한다고 단언하기는 어려우나, 국채선물시장에서 외국인의 거래 비중이 2012년 12%에서 2021년에는 44%까지 확대되는 등 국내 기관투자자에 비해 빈번한 거래를 통해 외국인의 채권시장에 대한 영향력이 확대되고 있다(〈그림 10〉 참조). 특히 신흥국 외국인투자자에 비해 선진국에서 국내 채권시장에 투자하는 기관투자자들의 변동성이 높은 데 유의할 필요가 있다.

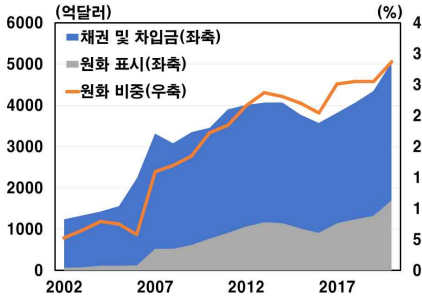
BIS는 Original Sin Redux로 인한 부정적인 영향 완화를 위해 환율 변동성이 심화될 때 외환시장개입, 환헤지 비용 감축 방안 마련, 국내 기관투자자 육성 등을 권고한다. 반면 IMF는 자국 통화 채권으로의 자본유입에 대한 선제적인 조치는 불필요하며 급유출이 실제 발생하는 경우 자국 통화 유동성 공급, 외환시장개입 등 사후적 정책(ex-post policy)으로 대응할 것을 권고한다. 정부가 추진중인 외환시장 선진화방안<sup>29)</sup>은 외국 금융기관의 국내 외환시장 참여요건 등을 완화하는 내용을 담고 있는데, 이에 더하여 외국인투자자가 국내에서 환헤지를 수월하게 수행하여 실수요와 괴리된 자본유출입이 발생하지 않도록 유도하는 방안도 고려할 필요가 있겠다.

27) 주요 신흥국 대외채무의 자국 통화 비중은 2000년대 초반 10% 미만에서 2018년 말에는 20%를 소폭 상회하는 수준으로 상승하였다(Benetrix et al., 2019).

28) 2018년 말 기준 신흥국 평균은 26%, 아시아 신흥국은 23% 수준(BIS, 2019)으로 최근에는 더 상승하였을 것으로 예상된다.

29) 관계부처 합동(2021, 2022) 참조

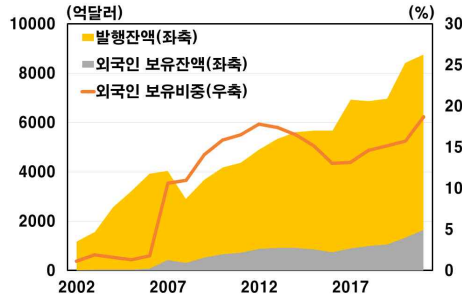
〈그림 9〉 대외채무의 원화 잔액 및 비중



주: 대외금융부채 중 채권 및 차입금 기준, 전체 대외채무(대외금융부채 주식 및 파생상품 투자 등을 제외한 확정채무)의 90% 이상을 차지

자료: ECOS 국제투자대조표

〈그림 10〉 외국인의 국제<sup>1)</sup>보유 잔액 및 비중<sup>2)</sup>



주: 1) 국고채 및 통안증권 기준

2) 외국인 보유잔액은 2017년 이후 자료는 국제국 외환전산망, 이전은 IIP의 원화표시 부채성증권부채를 대용지표로 사용, 2021년은 11월 말 기준

자료: 외환전산망, ECOS

마지막으로 통화불일치를 환헤지 측면에서 살펴보면, 외화 대외자산에 대한 과도한 환헤지 성향으로 인해 환율변동에 따른 원화 채무의 자연헤지(natural hedging) 효과와 자산 변동성 완화 효과 등의 순기능이 대폭 축소되고 있다. 대외자산·부채의 헤지비율에 대한 공식통계는 없으나 외국인 투자자들의 국제투자에 대한 헤지비율은 20%대인 반면 국내 기관투자자들의 보유 미국채 등에 대한 환헤지 비율은 80% 내외로 알려져 있다. 특히 생명보험사는 만기불일치를 완화하기 위한 목적의 장기 채권 수요가 큰 가운데 환오픈된 외화자산에 대해 추가 자본적립을 요구하는 RBC(Risk-Base Capital) 규제 등에 따라 100% 수준에서 환헤지를 실시하는데, 이는 대만(약 50% 추정)과 일본(50-70% 추정)에 비해 높은 수준이다.<sup>30)</sup>

글로벌 금융상황 긴축, 글로벌 달러 강세 및 리스크 선호 약화가 일어나면 통상 원화 등 신흥국 통화는 동시 약세를 보인다. 이때 환위험을 헤지하지 않으면 달러자산 가치는 유지되면서 원화의 달러환산 대외채무 부담이 하락하여 국제투자대조표가 개선(순자산 증가)되고 금융상황을 안정시키는(counter-cyclical) 완충 효과가 발생한다. 예컨대, 2020년 1/4분기 중 달러 강세에 따른 채권 순채무부담 축소 효과는 약 50억달러 정도로 추산된다.<sup>31)</sup> 반면 환위험을 헤지할 경우 환헤지로 인해 달러자산의

30) McGuire et al. (2021) 참조

31) 자세한 내용은 〈첨부 2〉 참조. 이러한 효과는 IMF가 자국통화 표시 채무에 대한 선제적

원화환산 가치가 고정되므로 달러환산 가치는 실질적으로 환율에 따라 변동하게 되어 달러 강세 시 대외자산과 대외채무가 동시에 축소된다. 이처럼 자산과 부채에 모두 외화표시 금융상품을 보유하고 있는 한, 헤지비용을 줄이면서 헤지효과를 누릴 수 있는 방법이 있으며, 환오픈된 외화자산이 글로벌 금융긴축기에 완충작용을 하는 순기능도 존재한다.

통화불일치 상황에 대해 정확하게 대응하기 위해서는, 외국인의 국내채권 보유에 따른 순기능과 잠재리스크에 대한 분석, 대외자산·부채의 환헤지 수준 모니터링 및 경제 전체의 적정 환헤지 비율에 대한 연구가 필요하다. 아울러 보험사 등 기관투자자의 유연한 환헤지를 유도하는 등 업종 특성에 따른 헤지성향과 경제 전체의 헤지비용 간 조화를 모색할 필요가 있다.

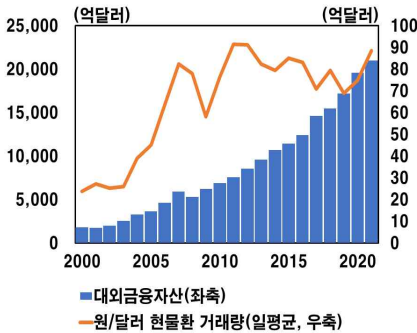
### iii. 외환시장 심도

셋째로 현재 우리나라의 외환시장은 우리 경제의 위상에 비교하여 심도가 크다고 볼 수 없으며, 이에 따라 외환시장개입이 환율 수준과 변동성에 어느 정도 영향을 미칠 것으로 기대할 수 있다. 우리나라 외환상품시장 거래규모는 전세계의 0.7% 수준<sup>32)</sup>으로 GDP(1.9%), 수출(3.0%) 등 실물부문과 주식시장(2.1%), 채권시장(1.6%), 대외자산(1.0%) 등 금융부문 위상에 비해 작은 편이다. 대외금융자산이 꾸준히 증가하고 있는 반면 현물환 거래량은 2010년 이후 일정 수준에 머물러 있으며 파생상품 거래량은 빠르게 증가하고 있으나 경제 규모 대비 크지 않다(<그림 11>, <그림 12> 참조).

자본이동관리조치를 반대하는 근거이기도 하다.

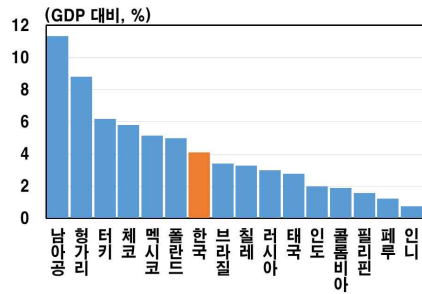
32) 2019 BIS Triennial Survey 기준이며, 수출입, GDP, 주식 및 채권시장은 2020년 또는 최근 연도 기준이다.

〈그림 11〉 대외금융자산과 현물환 거래량



자료: ECOS

〈그림 12〉 외환파생상품 일일거래량



주: 선진국(영국, 캐나다, 뉴질랜드, 오스트레일리아, 스웨덴, 노르웨이)  
 평균은 18%  
 자료: BIS(2019)

외환시장의 심도가 깊지 않은 현 상황은 외환시장개입이 환율에 영향력을 가질 수 있다는 측면에서 유용하기도 하지만 쏠림현상이 발생할 때 시장 변동성이 확대되고, 중장기적으로는 외국인 증권자금 유입을 저해할 우려가 있다.<sup>33)</sup> IMF는 기대인플레이션 안착 정도가 양호하고 외환시장이 성숙한 국가에서는 기존의 통화정책과 자유변동환율제를 통해 충분히 거시·금융 안정을 꾀할 수 있다는 입장이며 실제로 외환시장이 심도가 깊은 국가에서 외환시장개입을 수행하려면 막대한 외환보유액이 요구될 것이다. 외환시장 심도에 따라 최적 정책조합이 달라지는 만큼 단기적으로는 외환시장 성숙도를 자체적으로 판단할 필요가 있다. 중장기적으로는 외환시장 선진화 방안이 결실을 이루면서 외환시장 거래규모가 크게 확대된다면 외환시장개입 정책의 유용성은 약화되는 상충관계가 존재함을 고려하여, 보다 장기적인 시장발전 방향을 모색할 필요가 있다.

## V. 종합평가 및 시사점

본고는 금리정책과 자유변동환율제를 이상적인 정책체계로 보는 기존 관점의 변화

33) 2021년 8월 국내 기준금리 인상을 앞두고 금리상승을 예상한 외국인 투자자들의 헤지수요 등으로 역외 NDF 매입이 증가하였고, 이는 외화자금시장(FX스왑시장)에서 원/달러 스왑레이트를 빠르게 상승시키고 현물시장에서는 원/달러 환율의 약세압력으로 작용한 바 있다.

를 반영하는 통합적 정책체계에 대한 최근 논의를 정리하고 우리나라에의 함의를 도출하였다. 선진국의 통화정책 등의 글로벌 금융상황이 신흥국에 미치는 파급효과가 크게 나타남에 따라 신흥국은 환율 및 자본이동 변동성에 대응하여 다양한 정책조합을 구사할 필요가 있다는 데 대해서는 어느 정도 국제적 공감대가 형성된 것으로 보인다. 다만, 신흥국으로 자본유입이 이루어지는 정상시의 외환시장개입을 통한 외환보유액 축적이 필요한 지, 자본이동관리조치가 비규제부문으로 리스크를 전이시키는 효과가 있는 지 등에 대해서는 국제기구 간에도 이견이 병존하고 있다.

또한 통합적 정책체계의 개념이 구체화, 공식화되어 IMF의 국가감시활동 결과의 정책 조언으로 이어지기까지는 상당한 추가 작업이 필요할 것으로 보인다. 바람직한 정책조합을 제시하기 위해서는 국가별 특성을 다각도로 반영하여야 하므로, 표준화된 가이드라인 마련이 어려울 수 있는 데다 복잡한 정책조합은 시장과의 커뮤니케이션을 어렵게 할 수도 있다. 한편, 현재까지의 통합적정책체계 논의에서는 선진국 발 부정적 대외 파급효과를 줄여나갈 방안에 대한 정책조언이 부재한 만큼, 향후 국제사회의 논의에서 동 사안을 강조할 필요가 있다.

대내적으로는 대외자산·부채의 통화불일치 현황, 우리 외환시장의 성숙도 및 외환개입정책의 유효성 등을 진단하고 장기적인 시장발전 방안을 모색할 시점으로 생각된다. 특히, 원화자산을 보유한 외국인투자자들이 글로벌 금융시장 긴축기에 자본이동 변동성을 촉발할 리스크 분석, 비은행금융권 등 상대적으로 정보가 취약한 영역에 대한 데이터 축적 및 모니터링 강화가 필요하다. 또한, 학계의 연구결과를 바탕으로 한국은행 등 국내 주요 경제전망기관의 거시경제모형에 환율의 새로운 역할(완화된 무역경로 및 금융경로), 국제금융시장의 불완전성 등을 반영하여 새로운 정책조합의 영향을 예측해 보는 시도도 필요하다 하겠다. 마지막으로, 통합정책체계 정책수단의 당국이 한 곳이 아닌만큼 정책당국간 보다 유기적인 협업이 중요하다고 하겠다. 이 과정에서 통합정책체계의 당초 취지에 부합하도록 금리정책이 물가안정 및 금융안정에 집중하는 독자성(autonomy)이 제고되는 방향으로 여타 정책조합을 모색해 나갈 필요가 있다.



## ■ 참 고 문 헌

1. 관계부처 합동 (2021), “2022년 경제정책방향”.
2. 관계부처 합동 (2022), “2023년 경제정책방향”.
3. 기획재정부 (2021), “2021년 하반기 경제정책방향”.
4. 김한수 (2021), “글로벌 외환시장의 전자거래 현황 및 시사점,” 『자본시장포커스』, 2021-12호, 자본시장연구원.
5. 박광용·이승민 (2020), “정책조합(Policy Mix)에 대한 최근 논의,” BOK 경제연구 INSIGHT, 2020-4호.
6. 안성배·강태수·김경훈·강은정 (2020), 『대외부문 거시건전성 정책 10년의 성과와 개선방안』, 대외경제정책연구원.
7. 유만식 (2019), “Prudential Monetary Policy 개념과 관련 논의,” BOK 경제연구 INSIGHT, 2019-8호.
8. 윤대혁·이주연 (2021), “IMF의 2021 감시활동 정례검토의 주요 내용 및 평가,” 한국은행 국제협력국.
9. 윤수훈·채동우 (2021), “IMF의 통합정책체계(IPF) 주요 내용,” 한국은행 국제협력국.
10. 한국은행·기획재정부·금융감독위원회·금융감독원 (2021), “외화유동성 관리제도 및 공급체계 개선 방안,”
11. 한국은행·기획재정부·금융감독위원회·금융감독원·예금보험공사·한국증권금융·한국예탁결제원 (2019), “비은행권 거시건전성 관리방안,”
12. 한바다 (2021), “IMF 통합정책체계의 주요 내용 및 평가,” 한국은행 국제업무정보.
13. Adrian, Tobias Adrian, Christopher J. Erceg, Jesper Linde, Pawel Zabczyk, and Jianping Zhou (2020), “A Quantitative Model for the Integrated Policy Framework,” IMF Staff Papers (Working Paper No. 20/122), 56.
14. Adrian, Tobias Adrian, Christopher J. Erceg, Marcin Kolasa, Jesper Linde, and Pawel Zabczyk (2021), “Managing Monetary Tradeoffs in Vulnerable Open Economies,” mimeo
15. Agénor, Pierre-Richard and Luiz Awazu Pereira da Silva (2021), “Macroeconomic Policy under a Managed Float: A Simple Integrated Framework,” BIS Working Papers No 964
16. Akinci Ozge, and Albert Queralto (2020), “Exchange Rate Dynamics and Monetary Spillovers with Imperfect Financial Markets,” FRB International Finance Discussion Paper No. 1254, updated paper presented at the annual meeting of the Allied Social Science Associations
17. Alfaro, Laura, and Fabio Kanczuk (2020), “Reserve Accumulation, Sovereign Debt, and Exchange Rate Policy,” Asset management at Central Banks and Monetary Authorities, Springer Nature Switzerland
18. Auclert, Adrien, Matthew Rognlie, Martin Souchier and Ludwig Straub (2021), “Exchange Rates and Monetary Policy with Heterogeneous Agents: Sizing up the Real Income Channel”, NBER Working Paper 28872
19. Basu, S Suman, Emine Boz, Gita Gopinath, Francisco Roch, and Filiz D Unsal (2020), “A Conceptual Model for the Integrated Policy Framework,” IMF Staff Papers, (Working Paper No. 20/121), 157
20. Bénétrix, Agustín, Deepali Gautam, Luciana Juvenal and Martin Schmitz (2019),

- "Cross-Border Currency Exposures. New evidence based on an enhanced and updated dataset," IMF Working Paper No. 19/299
21. Bertaut, Carol C. and Bruno, Valentina Giulia and Hyun Song Shin (2021), "Original Sin Redux," Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3820755>
  22. Bianchi, Javier and Guido Lorenzoni (2021), "The Prudential Use of Capital Controls and Foreign Currency Reserves," NBER Working Paper 29476
  23. BIS (2019), "Monetary policy frameworks in EMEs: inflation targeting, the exchange rate and financial stability," BIS Annual Economic Report 2019
  24. \_\_\_\_\_ (2020), "Capital flows, exchange rates and policy frameworks in emerging Asia", report by a Working Group established by the Asian Consultative Council of the Bank for International Settlements, 27 November
  25. \_\_\_\_\_ (2021): "Capital flows, exchange rates and monetary policy frameworks in Latin American and other economies", report by seven members of the BIS CCA central banks and the Central Banks of South Africa and Turkey, April.
  26. BIS (2022), "Macro-financial stability frameworks and external financial conditions," Report submitted to the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, July 2022
  27. Borio, Claudio and Piti Disyatat (2021), "Integrated policy frameworks: The constraints of policy horizons and adjustment frequencies," SUEF Policy Note No 246
  28. Borio, Claudio, Ilhyock Shim and Hyun Song Shin (2021), "Macro-financial stability frameworks: experience and challenges," mimeo
  29. Boz, Emine, Gita Gopinath & Mikkel Plagborg-Møller (2017), "Global Trade and the Dollar," NBER Working Paper 23988
  30. Bruno, Valentina and , & Hyun Song Shin (2020). "Dollar and exports," BIS Working Papers No 819
  31. Caselli, Francesca (2017), "Did the Exchange Rate Floor Prevent Deflation in the Czech Republic?" Review of Economics and Institutions Vol 8, No 2
  32. Carstens, Agustin and Hyun Song Shin (2019), "Emerging Markets Aren't Out of the Woods Yet", Foreign Affairs
  33. Chamon, Marcos, David Hofman, Nicolas E. Magud and Alejandro Werner (eds.) (2019), Foreign Exchange Interventions in Inflation Targeters in Latin America (Washington: International Monetary Fund)
  34. Chari, Anusha, Karlye Dilts Stedman, and Kristin Forbes (2021), "Spillovers at the Extremes: The Macprudential Stance and Vulnerability to the Global Financial Cycle", Kc FED Research Working Papers 2021-16
  35. Corsetti, Giancarlo, Luca Dedola, Sylvain Leduc (2020). "Exchange Rate Misalignment and External Imbalances: What is the Optimal Monetary Policy Response?" Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2020-04
  36. Corsetti, Giancarlo, Keith Kuester, Gernot Müller, Sebastian Schmidt (2021), "The Exchange Rate Insulation Puzzle," CEPR Discussion Paper 15689
  37. Davis, J. Scott, Michael B. Devereux and Changhua Yu (2020), "Sudden stops and optimal foreign exchange intervention," NBER Working Paper No 28079
  38. Devereux, Michael B. and Steve Pak Yeung Wu(2021). Foreign Reserves and Local

Currency Sovereign Debt, Manuscript

39. Egorov, Konstantin and Dmitry Mukhin (2020), "Optimal Policy under Dollar Pricing," paper presented at the annual meeting of the Allied Social Science Associations
40. Eichengreen, Barry and Ricardo Hausmann (1999), "Exchange Rates and Financial Fragility", Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole
41. Farhi, Emmanuel, and Iván Werning (2016), "A theory of macroprudential policies in the presence of nominal rigidities," *Econometrica* 84 (5)
42. Fernandez, Andres, Michael Klein, Alessandro Rebucci, Martin Schindler, and Martin Uribe (2016), "Capital Control Measures: A New Dataset," IMF Economic Review, Dataset updated as of August 12, 2021
43. Fleming, J. Marcus (1962), "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates," IMF Staff Papers, 9 (November 1962): 369-79.
44. Gabaix, Xavier and Matteo Maggiori (2015), "International liquidity and exchange rate dynamics," *The Quarterly Journal of Economics*, 130 (3)
45. Gali, Jordi, and Tommaso Monacelli (2005), "Monetary policy and exchange rate volatility in a small open economy." *The Review of Economic Studies* 72 (3)
46. Gopinath, Gita (2019), "Overview Panel: A Case for an Integrated Policy Framework," Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole
47. Gopinath, Gita, Emine Boz, Camila Casas, Federico Diez, Pierre-Olivier Gourinchas, and Mikkel Plagborg-Møller (2020), "Dominant Currency Paradigm," *American Economic Review*, 110 (3)
48. Gopinath, Gita and Oleg Itskhoki (2021), "Dominant Currency Paradigm: A Review," NBER Working Paper No. 29556
49. G20 (2018), "Making the Global Financial System Work for All," Eminent Persons Group Report
50. Hale, Galina and Luciana Juvenal (2020), "Currency-Induced External Balance Sheet Effects at the Onset of the COVID-19 Crisis," CEPR Discussion Papers 15170
51. Hofmann, Boris, Nikhil Patel and Steve Pak Yeung Wu (2021), "The Original Sin Redux: A Model Based Evaluation"
52. Hofmann, Boris and Taejin Park (2020), "The broad dollar exchange rate as an EME risk factor," BIS Quarterly Review December 2020
53. Hofmann, Boris, Ilhyock Shim and Hyun Song Shin (2020a), "Bond risk premia and the exchange rate", *Journal of Money, Credit and Banking* Volume52, Issue S2
54. Hofmann, Boris, Ilhyock Shim and Hyun Song Shin (2020b), "Emerging market economy exchange rates and local currency bond markets amid the Covid-19 pandemic", BIS Bulletin No 5
55. Hofmann, Boris, Hyun Song Shin and Mauricio Villamizar-Villegas (2019), "FX intervention and domestic credit: evidence from high-frequency micro data", BIS Working Papers No 774 (revised November 2021)
56. House, Chris, Christian Proebsting, and Linda Tesar (2021), "Czeching out the Effects of an Exchange Rate Intervention," Working Paper

57. IMF (2019), "Exchange Rates and External Adjustment," 2019 External Sector Report: The Dynamics of External Adjustment
58. \_\_\_\_\_ (2020), "Toward an Integrated Policy Framework," IMF Policy Paper No. 2020/046
59. \_\_\_\_\_ (2019b, 2020b, 2021), "Statement by the Managing Director on the Work Program of the Executive Board Executive Board Meeting"
60. \_\_\_\_\_ (2021b), "2021 Comprehensive Surveillance Review," IMF Policy Paper No. 2021/027
61. \_\_\_\_\_ (2022), "Review of The Institutional View on The Liberalization and Management of Capital Flows," Policy Paper No. 2022/008
62. Jin, Zhongxia, Haobin Wang, and Yue Zhao (2021), "Macroeconomic Impact of Foreign Exchange Intervention: Some Cross-country Empirical Findings", IMF Working Paper 21/126
63. McGuire, Patrick, Ilhyock Shim, Hyun Song Shin and Vladyslav Sushko (2021), "Outward portfolio investment and dollar funding in emerging Asia," BIS Quarterly Review December 2021
64. Maggiori, Matteo (2021a), "International Macroeconomics With Imperfect Financial Markets", chapter in Handbook of International Economics 2022
65. \_\_\_\_\_ (2021b), "IFX policy when financial markets are imperfect", BIS Working Papers No 942
66. Mundell, Robert A. (1960), "The Monetary Dynamics of International Under Fixed and Flexible Rates," Quarterly Journal of Economics, (May 1960), pp.227-57
67. \_\_\_\_\_ (1968), *International Economics* (New York: Macmillan, 1968).
68. Yépez, Juan F. (2021), "Unintended Consequences of U. S. Monetary Policy Shocks: Dutch Disease and Capital Flow Measures in Emerging Markets and Developing Economies," IMF Working Paper 21/209

## 첨부 1. IMF와 BIS 이론 연구의 주요 내용

### I. IMF

#### 1. Basu et al.(2020)

Basu et al. (2020)은 외환시장개입정책<sup>34)</sup>, 거시건전성정책<sup>35)</sup> 등을 도입한 기존의 소규모 이론모형들을 접목하여 통합정책체계의 개념을 마련하였다. 불완전한 국제금융시장, 달러화 우위의 국제교역시장<sup>36)</sup>, 재화의 명목가격 경직성에 따른 외부효과 등의 현실을 반영하여 소규모개방경제가 대내외 실물 및 금융충격에 대응한 정책조합의 효과를 이론적으로 분석하였다.

3기간( $t=0, 1, 2$ ) 소규모개방경제 모형에서 통화정책, 외환시장개입, 자본이동관리 조치와 거시건전성정책의 사전적( $t=0$ ) 정책조합과 국가별 특성이 상이한 가운데 충격 발생( $t=1$ )에 대한 사후적 정책조합( $t=1, 2$ )의 효과를 분석한 결과, 우선 교역의 달러 표시 비중이 높고 외환시장이 성숙하여 대외부채 수준이 낮은 국가들의 경우 경기대응적 자본이동관리조치<sup>37)</sup>를 선제적으로 수행하여 자본금유출 가능성을 완화하는 것이 효과적인 것으로 나타났다. 글로벌 금리충격이 발생하면, 생산자가격설정(Producer Currency Pricing, PCP)에 비해 기축통화표시 교역 상황에서의 환율 변동성이 더 확대되는 경향이 있으므로 어느 정도의 평가절하에도 안정적인 차입이 가능하도록 예방적인 자본이동관리조치를 취할 필요가 있다. 환율 변동성 자체는 물가 압력을 안정화시키는 역할도 수행하므로 환율개입의 효용은 거의 없으며 충격발생 시 자본이동관리조치의 효과는 불분명하다.

34) Gabaix and Maggiori (2015) 모형에서 통화별 금융시장 분리(market segmentation) 하에서 불완전성 정도에 따라 균형에서의 환율 수준이 달라지며, 외환시장개입이 효과를 갖는 것으로 나타났다.

35) Farhi and Werning (2016) 모형에서 명목가격경직성과 통화정책의 ZLB 하에서 통화정책과 거시건전성정책 조합으로 총수요 외부효과를 완화할 수 있는 것으로 나타났다.

36) Gopinath et al. (2020)은 교역품 가격이 수출국 통화로 설정(Producer Currency Pricing, PCP) 되기보다 미달러화 및 유로화 등 기축통화(Dominant Currency Pricing, DCP)로 설정되며, 이에 따라 달러표시 경직성을 지님을 보였다.

37) 모형 내에서 자본유입에 대한 과세의 형태로 설정되었다.

반면 외환시장 심도가 얇은 신흥국에서는 자본이동관리조치와 외환시장개입의 조합을 통해 외부 금융충격(글로벌 금리 및 리스크 선호 충격)에 대응함으로써 통화정책의 자율성을 확보할 수 있다. 외부의 금융충격에 대해 통화정책으로 대응하면 국내 신용이 과도하게 디레버리징되어 경기가 위축될 수 있다. 아울러 외환시장 심도가 얇은 신흥국에서 통화 불일치에 대한 한도 규제는 글로벌 위험선호 충격에 대한 취약성을 악화시켜 결국 외환시장개입 의존도를 높이는 등 외환시장 심도를 더 낮출 가능성이 있어 바람직하지 않다. 또한 외환시장 심도와 함께 주택부문을 고려하는 경우, 통화 절하가 주택부문의 차입제약을 완화하여 주택가격 상승 등을 초래하는 한편 대외 차입제약을 악화시킬 수 있음에 유의할 필요가 있다.

이와 같은 이론모형은 발표 이후 IMF 이사회의 요청에 따라 재정정책을 포함하여 확장되었으며 재정정책까지 고려한 모형의 주요 결과는 다음과 같다. 우선 리스크 선호 감소로 자본유출이 발생하면 외환시장개입과 자본이동관리조치를 병행해야 경기 안정적(stabilizing) 재정정책을 도모할 수 있다. 그리고 페그제도를 채택한 국가에서는 각종 충격에 대응하여 재정정책을 적극적으로 사용할 필요가 있으며 평상시 강도 높은 거시건전성정책과 병행하는 것이 중요하다.

## 2. Adrian et al.(2020)

한편 Adrian et al.<sup>38)</sup> (2020)은 뉴케인지언 개방경제 기초모형<sup>39)</sup>에 불완전금융시장(UIP 프리미엄 및 외화차입계약), 불완전환율전가, 기대인플레이션에 대한 적응적 기대, 임금경직성 등의 마찰적 요소를 도입하고 정책 상충작용을 완화할 수 있는 정책조합과 그 정량적인 효과 등을 제시하였다.

우선 신흥국에 비해 선진국에서 필립스 커브가 더 편평하고, 인플레이션 지속성이 낮은 것으로 설정(calibration) 함으로써 기대인플레이션 안정 정도가 양호하여 생산의 변동이 물가에 미치는 영향이 더 낮음을 반영하였으며, 수출입물가에 대한 환율전

38) 이 연구진은 “Managing Monetary Tradeoffs In Vulnerable Open Economies”의 새 제목으로 거시건전성정책을 포함하여 보다 확장된 DSGE 모형을 개발하고 있다.

39) Gali and Monacelli (2005)는 가격경직성을 고려한 뉴케인지언모형을 소규모개방경제로 확장한 기본모형을 제공한다. 이 모형에서는 완전한 국제금융시장을 가정하여 UIP 조건, 일물일가법칙(law of one price), 구매력평가(Purchasing Power Parity) 등이 항상 성립한다.

가도도 더 낮은 것으로 설정하였다. 그 결과 환율이 절하될 때 선진국에서는 경기가 개선( $s \uparrow, Y \uparrow$ )되는 반면 신흥국에서는 물가상승에 대한 긴축적인 통화정책 대응이 순수출 개선효과를 압도하여 경기가 둔화( $s \uparrow, Y \downarrow$ )되는 딜레마가 발생하였다. 특히 신흥국이 국내물가 상승 등에 대해 정책금리의 큰 폭 인상으로 적극 대응하는 경우 경기 둔화 폭이 커지는 만큼, 금리정책 이외의 정책방안을 고려할 필요성을 시사하였다.

또한 신흥국의 리스크프리미엄이 순대외부채, 외환시장개입이 등에 의해 비선형적으로 결정되며 자본이동관리조치는 실질환율에 직접 영향을 주는 것으로 모형화하여, 글로벌금융시장의 위험선호약화(Risk-off)로 국제 리스크프리미엄과 경제주체의 신용스프레드가 비선형적으로 확대되는 경우 외환시장개입과 자본이동관리조치를 통해 경기 둔화를 완화시킬 수 있음을 보였다.

## II. BIS

### 1. Hofmann et al.(2021)

Hofmann et al. (2021)은 글로벌 금융시장의 금융마찰이 존재하는 한 자국 통화로 해외자본을 조달하는 상황(Original Sin Redux)에서도 외화부채를 지닌 Original Sin과 유사하게 대외충격이 국내로 전이됨을 보였다. 2개국 뉴케인지언 DSGE모형에서 신흥국(본국)은 선진국(외국)으로부터 자국 통화 또는 선진국 통화로 차입 가능하며 전자의 경우에는 선진국 채권자가, 후자의 경우에는 신흥국 채무자가 통화 불일치에 직면하는 차이가 있으나 선진국 금융시장에 불완전성이 존재하는 한, 외국 충격의 자국 거시경제에 대한 영향이 채무 통화와 무관하게 나타난다.

선진국 채권자에 금융제약이 없는 경우 선진국의 금리상승 충격이 발생하면 외국 통화 채무 신흥국의 통화가치 하락, 금융상황 악화(은행순자산 감소) 및 실물경제(투자과 생산)의 큰 폭 하락 등이 발생하는 반면 자국 통화 채무 신흥국에서는 환율이 절하되어도 금융상황은 거의 부정적인 영향을 겪지 않아 이에 따른 실물경기 둔화도 겪지 않는다. 반면 선진국 채권자에게 금융제약이 존재하는 경우에는 선진국 금리상승 충격에 따른 환율, 대내 금융상황, 대내금리, 실물경기 지표 등의 반응에 채무의 표시 통화에 따른 질적 차이가 없다. 자국 통화 채무 신흥국에서 외환시장개입을 통해 대내 금융상황과 이에 따른 실물경제에 대한 부정적인 영향을 효율적으로 개선시킬 수 있

다.

## 2. Agenor and Pereira da Silva(2021)

Agenor and Pereira da Silva(2021)는 국제금융 불완전성이 존재하는 개방경제에서 관리변동환율제 하의 다양한 정책 수단 조합의 유용성을 분석할 수 있는 부분균형 이론모형을 제시하였다. 글로벌 금리 하락 등에 따른 자본유입에 대한 바람직한 통화정책 방향은 기타 정책의 여력에 따라 상이하다.



## 첨부 2. 코로나19 확산기 채권 순채무 변동의 환율효과

통화별 대외채권채무통계(IMF CPIS)를 이용하여 2020년 1/4분기 중 환율변동에 따른 채권 순채무 증감 효과를 살펴본 결과, 우리나라의 경우 원화가 5% 절하<sup>40)</sup>됨에 따라 채권 순채무부담이 30% 감소한 것으로 시사되었다(Hale·Juvenal, 2020). 각국 채권 대외순채무의 통화별 구성에 따라 환율변동의 대외채무에 대한 효과가 상이한 가운데 상당수(40여개국) 국가에서 채권 순채무 변동폭이 5% 이내로 크지 않았으며 다수국<sup>41)</sup>에서 평가익이 발생한 것으로 나타났다. 차입관련 대외순채무의 경우에도 아일랜드 및 싱가포르에서는 10~20% 증가하였으나 상당수 국가(네덜란드(30%), 러시아(12%), 노르웨이(8%), 한국(2%) 등)에서 감소하였다.

이러한 분석을 국내 통계에 적용한 결과, 2020년 1/4분기 중 우리나라의 부채성증권 순채무는 거래요인에 의해 118억달러 증가<sup>42)</sup>하였음에도 불구하고 환율 효과(-50억달러) 등이 작용하여 57억달러 증가하는 데 그쳤다(〈표 2〉 참조).

〈표 2〉 부채성증권 자산·부채 현황

(억달러)

	19. 12월 말	20. 3월 말	분기중 증감	거래 요인 <sup>1)</sup>	비거래 요인 <sup>1)</sup>	환율 <sup>2)</sup> (HJ2020)	자산가격 <sup>2)</sup>
부채성증권 자산(A)	2,273	2,253	-20	-22	2		
부채성증권 부채(B)	2,438	2,475	37	96	-59		
부채성증권 순채무(B-A)	165	222	57	118	-61	-50	-11

주 : 1) 거래요인은 매매, 대출 등 거래에 기인, 비거래요인은 가격 및 환율 변동에 기인하는 것으로 당행 보도자료 기준

2) Hale·Juvenal (2020)에서 산출한 -30%를 19.12월 말 잔액에 적용하여 저자 시산 자료: “2020년 3월 말 국제투자대조표(잠정)” 보도자료

40) 42개 조사대상국 중 26개국의 통화가 5% 이상 절하되었으며 브라질, 러시아, 노르웨이 등 6개국 통화의 절하폭은 15%를 초과하였다.

41) 한국(30%), 러시아(18%), 콜롬비아(16%) 등의 채권 순채무 감소 효과가 가장 컸다.

42) 내국인은 해외채권을 22억달러 순회수하였고, 외국인의 자금은 96억달러 순유입되었다.

대외자산부채의 통화 다변화(특히 신흥국의 자국 통화표시 부채) 결과, 글로벌 금융상황이 긴축될 때 신흥국의 통화 절하가 국제투자대조표(IIP)를 개선시킴으로써 자산가격하락과 자본유출의 대외포지션에 대한 부정적 영향을 완화하였다. 신흥국 대외자산·부채 잔액에 나타난 이러한 특징 등을 근거로 IMF는 자국 통화 부채 관련 선제적 자본이동관리조치가 불필요하다고 판단하고 있다. 다만 자산이 환헤지된 경우 자산가치는 원화가 절하되기 이전의 환헤지 환율로 고정되어 있어 유동화할 수 있는 달러표시 자산가치는 원화절하폭만큼 하락하므로 순채무 축소 효과가 반감된다.

## Integrated Policy Framework and Its Policy Implications<sup>\*</sup>

Ahrang Lee<sup>\*\*</sup> · Seungho Nah<sup>\*\*\*</sup> · Dongwoo Chai<sup>\*\*\*</sup>

### Abstract

This paper summarizes recent discussions on the integrated policy system centered on the IMF and the BIS and derives policy implications for Korea. The approach to an integrated policy system starts from the recognition that capital flows and exchange rate volatility in emerging countries tend to be heightened due to changes in global financial conditions, such as monetary policies in advanced countries, thus active responses are needed. It can be seen as a progress of the existing view of the interest rate policy with free floating exchange rate system as an ideal policy framework. In the short term, Korean foreign exchange policy and capital flow management measures will not change significantly under the influence of this discussion. In establishing long-term foreign exchange market advance development plans and policy directions,

---

*Received: , 2022. Revised: , 202. Accepted: , 202.*

\* This paper was prepared by revising and the Bank of Korea (BOK) in-house report with the same title. we would like to thank Yoo Jin Hyuk, Baek Bong Hyun, Han Bada, Park Yang Su for valuable comments and advice, and Lee Seunghoon for encouraging this work. The views in this paper are the personal opinions of the authors and are the official views of the BOK.

\*\* Corresponding Author, Senior Economist, Economic Research Institute, Bank of Korea, 55, Namdaemun-ro, Jung-gu, Seoul 04532, Korea, Phone: +82-2-759-5452, e-mail: alee@bok.or.kr

\*\*\* Co-Author, Team Head of Macroeconomics Team, Economic Research Institute, Bank of Korea, 55, Namdaemun-ro, Jung-gu, Seoul 04532, Korea, Phone: +82-2-759-5428, e-mail: shnah@bok.or.kr

\*\*\*\* Co-Author, Junior Economist, Economic Research Institute, Bank of Korea, 55, Namdaemun-ro, Jung-gu, Seoul 04532, Korea, Phone: +82-2-759-5490, e-mail: cdw0619@bok.or.kr

however, it is necessary to preemptively judge the depth of Korea's foreign exchange market, the currency mismatch embedded in external assets and liabilities position, and the degree of foreign investors' influence on the government bond market.

**Key Words:** Integrated Policy Framework, Maco-Financial Stability Frameworks, Capital Flow management measures, Currency mismatch, Foreign Exchange Intervention

**JEL Classification:** E52, E61, F38, F42