

## 국제금융시장 동향 및 환율전망, 환위험 관리 관련한 소고



김 용 준  
국제금융센터  
상황정보실 부장

향후 글로벌 금융시장의 방향성을 타진해 보려면 미국발 금융위기의 모멘텀을 제공했던 서브프라임 사태가 어떤 식으로 전개될지 여부에 대해 살펴보는 것이 순서일 것이다. 지난해 **BNP Paribas** 환매 중단사태를 거쳐 금년 초에는 세계 우수 투자은행이었던 **Bear Stearns** 가 하루 아침에 도산하는 상황이 전개되면서 국제금융시장은 그야말로 투자심리가 썩썩 얼어붙을 수 밖에 없었다.

글로벌 저금리 상황에서 투자처를 찾던 자금들이 부동산으로 유입되면서 부동산 가격이 급등함에 따라 너도나도 대출을 받아 그 흐름에 동참하려던 수요가 줄을 이었다. 여기에 금융기관들도 대출에 적극성을 나타내면서 그 대출을 담보로 여러 채권을 발행하였고 그 채권들은 또다시 파생상품이라는 마술을 거쳐 전세계 투자자들을 유혹하기에 이르렀다.

그 결과 헤지펀드를 비롯하여 우수 투자은행들은 투자의 상당 부분을 서브프라임 모기지를 바탕으로 한 파생상품 투자에 전력을 집중시켰다. 그런데 예상과 달리 부동산 버

블이 어느 순간 와해됨에 따라 그 충격은 연쇄적으로 커질 수 밖에 없었다. 대출을 받아 투자했던 부동산 가격이 하락하자 대출이자를 제때에 갚지 못하면서 연체가 늘어나고 대출을 해주었던 금융기관들은 자금난에 시달리고 관련 파생상품에 투자했던 헤지펀드나 투자은행들은 손실이 눈덩이처럼 증가하게 된 것이다.

이러한 일련의 상황은 금융시장에 가장 먼저 신용경색이라는 형태로 나타나기 시작하였다. 투자원금에 대한 손실을 메우려 여기저기 자금을 빌리려고 동분서주 했지만 이러한 내용을 알고있는 자금주들은 추가적인 대출을 꺼릴 수 밖에 없었다. 자금이 원활하게 돌아야 하는 금융시장에서 자금이 제대로 돌지 않는 상황이 발생했기 때문에 금융시장 전반에 부정적 영향이 급속도로 확산되었다.

주가가 급락하고 신용시장의 대출금리가 하늘 높은 줄을 모르고 치솟았다. 특히 서브프라임 대출에 많은 포지션을 가지고 있는 금융기관들의 주가가 상대적으로 크게 하락하였고 대출금리 역시 신용도가 좋지 않은

기관들에 비해 더 높게 형성되는 이례적인 현상이 나타나기도 하였다.

투자자들은 더 이상 위험하다고 여겨지던 상품에 대해 눈을 돌리지 않고 기존에 투자했던 자금을 신속하게 회수하려는 경향을 보이기 시작했다.

대표적인 사례로 저금리의 엔화를 차입하여 고금리의 투자자산에 투자하던 소위 엔-캐리 트레이드의 청산을 들 수 있다. 동 여파로 엔화가 12 여년 만에 최고 수준인 달러당 95엔 수준까지 강세를 나타내면서 미 달러화는 급격한 약세를 나타내었다.

글로벌 신용경색 및 위험회피 경향의 실마리를 제공한 곳이 바로 미국이었기 때문에 달러화는 약세를 면치 못했다. 통상 위험회피 현상이 증가하게 되면 안전자산으로 여겨지는 미 국채에 대한 선호도가 늘어 달러화가 강세를 나타내는 것이 일반적이거나 이번에는 미국발 금융불안이었기 때문에 미국으로의 자금유입이 집중되기 어려웠다. 오히려 달러 약세 추세가 더욱 심화되는 양상을 보였다.

주가급락, 달러약세, 신용경색 등 그야말로 복합적인 금융불안 상황이 전세계 금융시장을 압박함에 따라 미국 등 각국 당국은 이에 대해 적극적으로 대처할 수 밖에 없었다. 제2, 제3의 **Bear Stearns**가 어느 기관이라는 루머가 나돌면서 신용경색이 심화되려는 기미를 보이자 각국은 일단 유동성을 공급하면서 추가 도산을 막고자 철치부심했다. 미국은 7차례의 금리인하를 통해 정책금리를

325bp를 내린 2% 수준까지 낮추었다.

여기에 **TAF, PDCF, TSLF** 등 갖가지 형태의 유동성 공급 방안을 내놓았고 부동산 대출자들의 연체를 막기 위해 이자부담을 줄여주는 노력도 병행하였다. 아울러 금융기관들에 대한 감독을 강화하는 조치도 잊지 않았다. 미국 외에 유럽 국가들도 유동성 공급 및 금리인하 등의 조치를 취했다. 영국은 3차례의 금리인하를 단행하였고 **ECB**는 유동성 공급에 적극성을 표명하였다.

대규모 손실을 입었던 투자은행들 역시 부실을 정리하기 위한 각고의 노력을 진행하였다. 3천억 달러가 넘는 상각 처리를 하였고 2/3에 달하는 자본확충을 통하여 차츰 제자리를 찾고자 하였다.

이에 따라 끝없는 추락을 할 것 같았던 금융불안 현상도 조금씩 완화되는 모습을 보이기 시작했다. 주가가 반등을 시작하였고 차입 비용도 상당 수준 줄어들었다.

달러화도 추가적인 약세 현상이 주춤하여 일부 통화들에 대해서는 강세를 나타내기도 하였다. 서브프라임 사태 관련한 최악의 상황은 지났고 이제 회복되는 것만 남았다는 장미빛 전망이 부상하는 것도 이러한 현상들 때문이다.

그렇다면 과연 서브프라임 사태는 일단락된 것일까? 서브프라임 사태의 완전한 해소는 무엇보다 미 주택가격이 반등세로 전환되는 것이 뒤따라야 할 것이다. 그런데 미 주택가격이 단기에 회복되기는 어려워 보인다

것이 대체적인 견해인 것 같다. IMF는 적어도 향후 2년내 10~20% 추가적인 미 주택가격의 하락을 예상하고 있다. 미 주택재고 등 주택관련 여러 지표들도 아직까지 뚜렷한 개선의 조짐을 나타내고 있지 않는 상황이다. VIX 등 위험관련 지표들도 여전히 잠재위험이 큰 영역에 속해 있다.

조지 소로스는 최악의 상황은 아직도 나타나지 않았고 추가적인 금융불안이 닥쳐올 것이라는 경고를 하기도 하였다. 부동산 경기 부진 및 소비부진으로 은행 등 금융기관들의 부실도 당분간 늘어날 전망이다. 은행의 자산 축소 또는 자본 확충도 추가적으로 필요하기 때문에 어느 정도 신용경색 지속이 불가피할 전망이다.

금융지표가 실물지표에 비해 먼저 회복세를 나타내는 것이 일반적 패턴이라고 하더라도 실물지표가 단시간내 회복되기는 쉽지 않아 보인다. 물론 금융시장의 회복세가 좀더 빠르게 진행된다면 실물경기도 회복될 여지는 있어 보인다. 그런 점에서 작금의 상황은 긍정적인 전망을 하기에는 다소 이른 것으로 보여진다.

이런 점에서 글로벌 달러약세 상황도 좀더 이어질 것으로 보는 것이 타당한 것처럼 보인다. 물론 미 달러화의 강세를 견인할만한 요소들도 상당히 있다고 볼 수 있다. 미 FED의 금리인하 흐름이 더 이상 진행되지 않을 것이라는 점과 2002년 이후 시작된 글로벌 달러약세의 시발점인 미국의 경상재정 적자

가 줄어드는 모습을 보이고 있다.

또한 과거 미국 경기 침체에 있어 달러화는 오히려 강세를 나타내었던 사례들도 강세의 배경으로 작용할 수 있다. 경기침체에 따른 소비 및 수입 수요 둔화 등으로 미 무역수지 적자가 개선되었기 때문이다.

그러나 이러한 여러 강세 요인들에도 불구하고 달러약세 요인들이 좀더 많아 보이는 것이 현실이다. 달러약세의 가장 큰 재료는 앞서 살펴 본 것처럼 미 서브프라임 사태가 여전히 금융시장 불안의 발목을 잡을 것으로 예상되기 때문이다.

실사 서브프라임 사태가 어느 정도 완화되더라도 투자자금이 곧바로 미국으로 회귀하리라고 보여지진 않는다. 오히려 투자수익이 높을 것으로 보이는 신흥국으로 자금이 몰리면서 오히려 달러화는 더욱 약세를 나타낼 여지도 있다.

또한 유가 및 원자재 가격 고공 비행이 심상치 않은 상황이라 달러화는 좀처럼 강세로 돌아서기 어려울 것으로 보인다. 특히 고유가와 달러약세는 서로 상호간 영향을 미치면서 그 추세를 강화시키고 있는 실정이다.

중장기적으로도 전 세계적으로 국부펀드가 부상하면서 달러표시 이외의 자산에 대한 수요가 늘고 있다. 국부펀드는 07년말 3.3조 달러에 달하면서 전세계 외환보유고의 절반수반까지 육박하였고 그 증가 속도는 더욱 빨라질 것으로 예상된다.

국부펀드 확충에 중동국가들이 적극성을

나타내고 있기 때문에 달러화에 대한 선호도는 갈수록 약화될 가능성이 높다.

이러한 대외 환경 하에서 원화는 금년 들어 예상보다 큰 폭의 약세를 나타내었다. 과거 글로벌 달러약세 현상에는 통상 원화가 강세를 나타내는 것이 당연한 것으로 보여졌으나 금년 중 원화의 약세가 여타 통화들보다 두드러지게 진행되면서 언론에서는 나홀로 약세 현상에 주목하기도 했다.

원/달러 환율의 경우, 좀처럼 보기 힘들 것 같았던 내자리수 환율로의 복귀가 어느 순간에 갑작스레 다가왔다. 5월 중순에는 1,057원까지 상승하면서 1,100원대까지의 상승을 예상하는 분위기까지 형성되었다. 원/달러 환율은 주지하듯이 3월과 5월에 큰 폭의 상승세를 나타내었다.

그러나 두 차례의 상승은 그 성격이 다소 상이한 것으로 보여진다. 3월중 원화의 나홀로 약세는 어느 정도 당연한 것으로 보여지나 5월의 상승은 다소 의아하게 여겨지는 부분들도 있었다.

3월 상승의 경우, 글로벌 금융시장 전체가 큰 불안에 휩싸이면서 위험회피 현상이 최고조에 달했던 시기다. 주가가 급락하면서 신흥국에서 자금을 회수하려는 경향이 강했던 시기였다.

따라서 신흥국 통화 중에서 가장 유동성이 풍부한 원화를 위험 헤지의 수단으로 활용하려는 거래가 역내외에서 활발하게 진행되었다. 원화를 매도해두면 위험회피 시장 분위

기가 심해질 경우 원화매도 포지션에서 약간의 이익이 발생하면서 기존 투자 포지션의 손실을 만회할 수 있었기 때문이다. 따라서 원화의 약세는 당연하고 자연스러운 현상으로 볼 수도 있다.

또한 수급면에서도 달러매수 요인이 갑자기 부상했다. 07년 이후 급증했던 해외증권 투자 과정에서 투신권들은 환헤지를 위해 대규모로 선물 및 선물환 매도 거래를 실행해왔다. 그런데 글로벌 주가급락 과정에서 자산가치가 급격하게 줄어들면서 헤지를 위해 매도해 두었던 선물 및 선물환 매도 금액이 잔존 가치보다 더 커지는 상황이 벌어졌다.

따라서 선물 및 선물환 매도 포지션을 되사는 거래가 필요하게 되었고 이들이 대규모로 선물 및 선물환 매수 거래를 취함에 따라 환율이 급상승하는 결과를 가져왔다. 이외에 국내 외화유동성이 급속도로 악화되면서 달러자금에 대한 수요가 커지는 상황 역시 환율 급상승에 일조하였다.

5월 상승의 경우는 유가상승과 맥을 같이 한다. 전세계적으로 서브프라임 사태의 종료 기대가 나서는 등 위험회피 성향이 다소 진정되는 듯한 상황이었기 때문에 사실 환율상승을 기대하지 못했다.

하지만 유가가 사상 최고치를 경신하면서 국내 경상수지 적자가 커질 것이라는 우려가 급증하고 수입물가 상승률이 30%에 달한다는 소식 등이 불안감을 야기시켰다. 사실 그 이전부터 유가는 꾸준히 상승세를 반복해왔

지만 유가 상승에 대한 관심이 고조된 시기가 바로 이때였으며 유가 상승에 가장 취약한 통화 중의 하나로 원화가 지목되면서 환율 상승세가 의외로 커지게 되었다.

정유사들은 유가 상승에 따라 매수해야 하는 달러규모가 유가 상승 부분만큼 더 많아지게 되었고 일부 정유사들은 선물환시장에서 미리 달러화를 선취매 하기도 했다. 그 결과 원/달러 환율과 유가와와 상관 관계가 급격하게 커졌다. 과거에는 주가와와 상관성이 컸었지만 유가상승으로 말미암아 상대적으로 상관성이 약화되었다.

환율 상승세가 심상치 않음에 따라 새로운 수급 요인도 부상하였다. 국내 들어와 있는 외국인 주식자금들 중 일부가 환손실을 방지하는 차원의 헤지성 달러 매수세에 나선 것이다. 헤지 비율이 10~20% 정도에 불과했던 것으로 추정되는 외국인 주식 투자자금들의 헤지성 달러 매수세 소식이 전해지면서 금융기관들은 동반 달러매수에 나선 것이다.

두 시점의 환율 급등 현상을 지켜보는 과정에서 최근의 환율 상승세는 과거와는 무언가 다른 조짐이 보인다는 견해가 많은 것 같다. 물론 그렇다고 제2의 외환위기와 같은 불안한 상황이 재연될 것 같다는 예상은 아니다. 그것은 외환위기 이후 10여년 가까이 장기간 지속되어온 환율 하락추세가 일단락되고 상승추세로 반전되는 듯한 느낌이 든다는 것이다. 이렇듯 추세전환을 예상할 정도로 시장 분위기가 바뀐 원인에 대해 차례로 살

펴보면 다음과 같다.

먼저 가장 큰 원인은 경상 적자로의 전환이다. 최근 몇 년간 연초에는 경상적자가 발생하다가 하반기에 다시 경상흑자로 돌아서곤 했는데 금년에는 이러한 패턴이 반복되기 어려울 것이라는 예상이다. 소규모 경상적자의 전환으로 외환 수급 상황이 근본적으로 바뀌지는 않겠지만 심리적으로 미치는 영향은 상당할 것으로 예상된다. 더욱이 유가는 향후에도 추가 상승할 것이라는 기대가 높은 편이다. 골드만 삭스의 2년내 배럴당 200달러까지 추가 상승할 것이라는 전망도 설득력을 얻고 있다. 유가의 상승은 수입물가 및 수입증가율을 자극하여 결국 경상적자 상황을 몰고 올 것이 분명하다. 이에 따라 아시아 국가들 중에서도 경상적자가 예상되는 통화들은 예외없이 약세를 나타내고 있는 실정이다.

또한 그 밖의 수급 요인들도 환율 상승쪽으로 유리하게 작용할 것으로 예상된다. 사상최고 호황을 누려왔던 조선업체들의 선물환 달러매도 헤지세가 주춤할 것으로 보인다. 기존 선물환매도 부분에서 상당한 환차손이 발생함에 따라 기존에 비해 환헤지 비율이 상당 폭 줄어들 것으로 예상되기 때문이다.

경우에 따라 기존 선물환 매도 부분을 축소시키는 거래를 할 가능성도 배제할 수 없다. 해외증권투자 관련한 환 헤지 비율 역시 감소가 불가피해 보인다. 환율 상승세가 예상되는 시점에 기회이익을 포기하면서까지

환헤지에 나설 투자자들은 많지 않을 것이기 때문이다.

여기에 투신권들도 환율 상승으로 인해 기존 선물 및 선물환 매도 포지션에서 평가손실이 크게 증가하고 있어 포지션을 줄이려고 할 것으로 전망된다. 국내 주식투자에 나서고 있는 외국인들 역시 추가 환율 상승에 대비한 헤지에 좀더 적극성을 나타낼 수도 있어 보인다.

특히 요사이 문제가 되었던 수출업체들의 과도 환헤지에 따른 손절매 차원의 달러매수 수요도 상당할 것으로 예상된다. 소위 **KIKO** 옵션이라는 상품에서 2조원이 넘는 손실이 발생하고 있으니 관련 수요도 무시하기 어려울 것으로 보인다.

워낙 환율 하락 기대가 컸었기 때문에 다소 위험해 보이는 구조이지만 수출업체들은 별 생각없이 거래에 나섰다 그 대가를 톡톡히 치르고 있다. 적게는 2배에서 많게는 5배까지 자신들이 수출하는 매출액보다 더 많은 규모의 달러를 턱없이 낮은 가격에 매도해야 하는 상황이기 때문에 추가 손실을 줄이고자 하는 달러 매수 수요는 꾸준할 것이다.

수출업체들은 그토록 바라던 환율 상승세가 진행되고 있지만 기존의 환헤지 포지션의 손실 등으로 인해 별로 유쾌하지 않은 모습들이다. 이런 관점에서 우리 기업들의 환위험관리 관행에 무언가 문제가 있다는 점을 알 수 있다.

본래 환위험관리란 환노출 규모를 최소화 하자는 것이지만 환위험관리에서 수익을 내자는 것은 아니다. 환헤지 포지션에서 손실이 발생하면 기초 매출액에서 이익이 발생하기 때문에 전체 손익은 변화가 없기 때문에 환헤지 포지션의 손실에 연연하는 태도는 문제라고 볼 수 있다.

**KIKO** 옵션이 문제시 되었던 것도 환위험관리를 통해 이익을 꾀하고자 하는 의도가 있어 실제 헤지해야 하는 규모보다 과도한 환헤지 거래를 했기 때문이다. 제대로 된 환위험관리 활동은 환율 상승/하락 여부에 관계없이 영업행위를 안정적으로 영위하는 것이다. 어느 환율 방향에 따라 대규모 손익이 발생하는 것은 환위험 헤지가 아니라 환투기에 가깝다고 볼 수 있다.

또 한가지 시급히 개선해야 할 환위험관리 관행은 옵션을 활용한 환위험 관리시 환헤지 비용을 전혀 들이려고 하지 않는 태도다. 옵션거래는 기본구조상 프리미엄이 존재하며 매입자는 매도자에게 프리미엄을 지급하면서 위험을 보장 받을 수 있다.

그런데 프리미엄을 지급하지 않겠다는 것은 무언가 다른 옵션을 매도해야 한다는 것을 의미한다. 옵션 매도는 옵션 매입자가 해당 옵션을 행사할 경우 이를 의무적으로 이행해야 하며 동 과정에서 손실은 무한정으로 증가할 수 있다.

다시 말해 옵션거래를 제로코스트로 한다는 것은 새로운 위험을 감수한다는 것을 의

미한다. 물론 감수하는 새로운 위험이 회사가 감내할 수 있는 정도의 위험이라면 별 문제가 되지 않을 수는 있지만 위험관리라는 기본 취지에는 어긋난다고 볼 수 있다.

**KIKO** 옵션 역시 별도의 비용을 지불하지 않은 채 시장환율 보다 높은 가격에 매도할 수 있다는 장점에만 주목하고 거래했다가 빚어진 결과다. 해당거래를 제안한 은행이나 해당거래를 행한 기업 모두 환위험관리의 기본 방향과는 다른 행동을 했다는 점은 부인할 수 없을 것이다.

앞서 환위험관리 활동은 환율 상승/하락 여부에 관계없이 영업행위를 안정적으로 영위하는 것이라고 언급하였다. 이런 점에서 외부기관의 환율 전망 수치에 의존한 환위험관리 활동 역시 바람직하지 않다고 할 수 있다. 외부 환율전망 수치에 근거한 환율관리 활동

은 환위험관리자가 자신의 책임을 줄이려는 일환에서 손쉽게 활용된다.

그러나 어느 누구도 환율 방향을 정확히 예측하기는 어렵다. 설사 자신있게 환율전망을 하였다 할지라도 동 전망을 믿고 거래한 거래에 대해 결코 책임을 대신해 주지는 않는다. 따라서 어디까지나 전망은 전망에 그쳐야 하고 환율관리 활동의 극히 작은 참고자료로만 활용되어야 할 것이다.

내부 원칙에 따른 일관된 환위험관리 활동이야말로 요즘처럼 환율이 급변동하는 시기에 절대적으로 필요하다고 생각된다. 미 서브프라임 사태 및 국내외 외환시장 동향에 관심을 가지고 이에 적절히 대응하는 자세는 필요하지만 그 결과에 미리 베팅을 할 필요까지는 없다는 얘기다. ☒