

외환관리 정책의 재조명과 바람직한 외환정책

A Reevaluation of Foreign Exchange Policy and Future Policy Direction

이대기* ·이규복**

Korea Institute of Finance, Taiki Lee ·Kyoobok Lee

Abstract

As Korea's current account deficit swelled in 2008, global financial market anxiety stemming from the US subprime crisis deepened and a dollar liquidity crunch hit Korea's foreign exchange (FX) market. The won/dollar rate in turn shot up, as did exchange rate volatility.

In fact, though the currencies of most emerging market economies were weakened by the crisis-induced global liquidity crunch, Korea saw both the largest spike in its CDS premium and the most severe devaluation of its currency. It is thus viewed as having had much higher FX market instability than other countries.

The external shock of the global crisis was in part, of course, beyond the control of domestic policy makers and financial markets. Nonetheless, it is highly likely that Korea's greater instability relative to other emerging market economies was to a degree rooted in the side effects of Korea's dramatic shift in FX policy following the 1997 currency crisis.

Korea's post-currency crisis policies encouraged currency inflows through capital market opening and FX market liberalization. From 2006, however, these policies were reversed to combat the excessive strengthening of the won.

Especially, at the time currency outflow policies were adopted, Korea's current account surplus had been declining and there was a massive exodus of non-debt foreign equity capital. In addition, there was a large inflow in foreign debt capital, such as foreign investment in domestic bonds and short-term borrowing. However, the currency outflow policy focused on increase to investment of non-debt equity capital in abroad. In a result, after the crisis, debt capital owned by foreign investors was easy to be outflowed but non-debt capital owned by domestic investors was not and foreign exchange liquidity got tightened.

In light of the recent global financial crisis, some have asserted that Korea need over US\$300 billion of currency reserves to stabilize foreign exchange market. However, any discussion about the appropriate amount of currency reserves

should, however, take the follow items into consideration.

First, although greater currency reserves may bolster the capacity to deal with a crisis and boost overseas credit ratings, the costs and benefits of doing so must be weighed. Second, artificially replenishing currency reserves to keep them at a specific level may induce speculative trading and is thus considered to be inappropriate. Therefore, it will be necessary to let currency reserves rise naturally from the rise in currency reserves from sterilization policy, increased central bank profits and etc.

Desirable exchange policies must have FX market stability, that is, rate stability, as the goal. To achieve this, Korea should consider the following measures over market intervention.

First, to stabilize currency liquidity, currency swaps and other forms of international cooperation should be strengthened, in addition to bolstering economy fundamentals. Second, so as not to stray from market opening and liberalization, FX measures related to boosts domestic currency outflows must be reexamined and inflow of foreign long-term investment must be attracted through incentives and grants. Third, to ensure that foreign debt does not rise as a result of excessive financial institutions' competition for asset growth, it will be necessary to regulate the oversight of currency soundness. Finally, in the long term, the internationalization of the won must continue to be pursued through expanding local settlement in won and through other measures.

* 이대기(Lee, Taiki) : 한국금융연구원 연구위원, tklee@kif.re.kr, 02-3705-6258

I. 서론

서브프라임 발 글로벌 금융위기에서 비롯된 국제금융시장 불안 및 세계경제 침체로 인해 우리나라 경제도 심각한 어려움을 겪고 있다. 특히 우리나라의 경우 국내 외국인 투자자금의 대규모 유출, 국내은행들의 외화자금조달의 어려움 등으로 국제금융시장의 신용경색 현상이 외화유동성 문제로 파급되며 일각에서는 외환위기 재발 우려마저 제기될 정도로 상황이 악화되는 현상을 보였다.

사실 이번 글로벌 금융위기에서 비롯된 글로벌 유동성 경색현상으로 대부분 신흥시장국의 통화가 약세를 보인 것이 사실이다. 그러나 다른 신흥국과 비교할 때 우리나라 CDS 프리미엄이 상대적으로 큰 폭으로 상승함과 동시에 원화 가치 절하폭도 가장 컸던 것으로 나타나 우리나라의 외환시장 불안정성이 여타 국가들에 비해 매우 높았던 것으로 평가된다.

물론 글로벌 금융위기라는 외적 충격은 국내 정책당국이나 국내 금융시장이 통제할 수 없는 부분이지만, 우리나라가 97년 외환위기를 경험했음에도 불구하고 충격 발생시 여타 신흥시장국들보다 상대적으로 크게 불안정한 모습을 보이는데에는 외환위기 이후 급속히 변화되어온 우리나라 외환정책 등의 부작용에 일부 기인하였을 개연성이 높다.

그러므로 외환위기 이후 진행되어온 외환자유화 과정이나 금융위기 이전 일각에서 지속적으로 과도하다고 비판받아온 외환보유액 규모 등이 이번 글로벌 금융위기로 인한 외환시장 불안 확대와 어떠한 연관성을 가지고 있는지 등을 보다 면밀하게 살펴볼 필요가 있을 것이다.

본고에서는 97년 외환위기 극복 이후 글로벌 금융위기로 외환시장이 매우 불안하였던 '09년 1/4분기까지의 외환 유출입 및 환율 동향을 살펴본 후, 정부의 외환관리 정책의 변화가 외환시장에 미친 영향들을 재조명하고, 이를 통해 향후 위기재발시 적절히 대응할 수 있는 바람직한 외환관리 정책을 모색하여 보고자 한다.

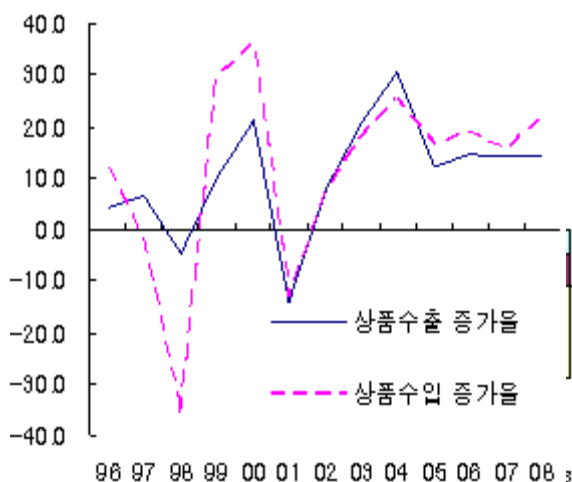
II. 외환위기 이후 우리나라 외환시장 동향

1. 외환위기 이후 외화 유출입 동향

(경상 수지 동향)

우리나라의 경상수지는 '98년~'07년 중 지속적으로 흑자기조를 유지하다 글로벌 금융위기의 영향으로 '08년에 64억 달러 적자로 전환되었다. 상품수지는 외환위기 직후 수입급감에 힘입어 대규모 흑자를 기록한 이후 흑자규모가 감소추이를 보인다 '01년 이후 세계경제호조에 힘입어 수출이 급증하며 다시 급격히 확대된 이후 '04년~'07년중 대규모 흑자를 지속적으로 기록하였다. 다만 '08년 들어 글로벌

급감하는 현상이 나타났다. 한편 서비스고 있는데 이는 당시 환율이 큰 폭으로 기인하는 것으로 평가되고 있다.

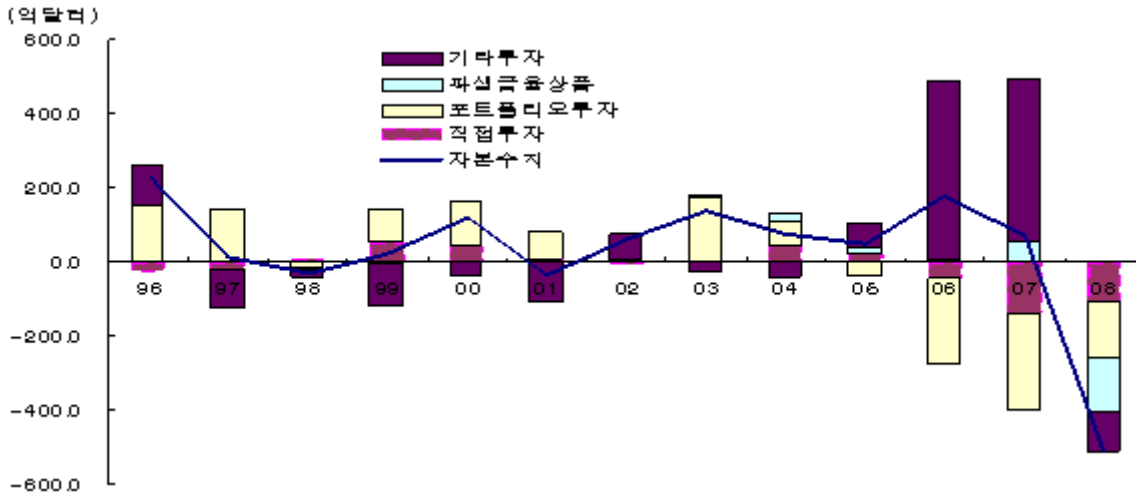


림 2> 상품수출 및 수입 증가율 추이

자료 : 한국은행 경제통계시스템

(자본수지 동향)

자본수지는 외환위기 이후 '07년까지 대체로 유입초과를 기록하다 '08년 글로벌 신용경색 여파로 큰 폭의 자본유출을 기록하였다. '99년부터 '07년까지 자본수지상 총 초과유입액이 684억 달러 정도였던 것으로 기록되는데 '08년 한해 동안 509억 달러 유출초과가 나타나 외환위기 이후 초과 유입된 외화의 대부분이 '08년 한해에 유출된 것으로 평가된다.



<그림 3> 자본수지 추이

자료 : 한국은행 경제통계시스템

자본수지의 세부 항목별로 그 추이를 살펴보면 유입초과를 기록했던 99년~07년 기간중 전반기인 99년~04까지는 외국인의 주식, 채권 등 포트폴리오 투자가, 후반기인 05~07년에는 단기외채 등 기타투자가 외화 유입을 주도하였던 것으로 분석되었다.

<표 1> 기간별 주요 자본수지 유출입 현황

(단위: 억달러)

	'99년~'04년	'05년~'07년	'08년
포트폴리오투자	+ 523	- 528	- 154
기타투자	- 250	+ 992	- 106

주: (+)는 유입초과, (-)는 유출초과를 의미

한편 포트폴리오투자 수지는 외국인주식 및 채권투자 패턴과 내국인 주식 및 채권투자 패턴에 의해 크게 영향을 받았는데, '99~'04년에는 국내자본시장 개방 등 외화유입촉진을 위한 외환자유화정책과 국내주식의 상대적인 저평가 등의 영향으로

외국인 주식투자자금이 대거 유입되었던 것으로 평가되고 있다. 반면 '05~'07년에는 주식투자자금은 차익실현매도 등으로 유출되었으며, 특히 해외펀드 비과세정책과 해외주가 강세 등으로 인해 내국인의 포트폴리오투자자금 유출이 크게 증가하는 가운데 차익거래유인 등으로 인해 외국인 채권 투자자금이 대거 유입되었던 것으로 평가되었다. 그리고 '08년에는 글로벌 신용경색현상 심화에 대응하여 글로벌 투자은행들이 유동성 확보를 목적으로 국내에 투자하였던 자금을 대거 회수한 반면, 내국인 해외투자자금의 국내 유입은 주가하락에 따른 손실급증과 과도한 환헤지의 영향으로 소폭에 그침에 따라 대규모 자금의 유출이 포트폴리오 투자에서 나타났다.

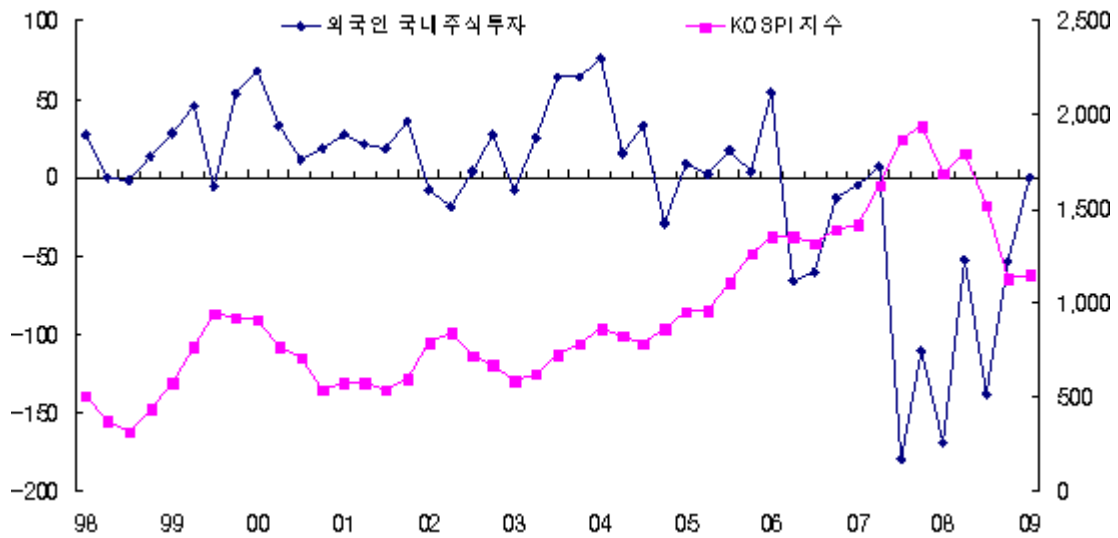
<표 2> 기간별 주요 포트폴리오투자 현황 (단위: 억달러)

		'99년~'04년	'05년~'07년	'08년
외국인	주식투자	+ 597	- 338	- 412
	채권투자	+ 196	+ 964	+ 28
내국인	주식투자	- 83	- 715	+ 64
	채권투자	- 187	- 339	+ 167

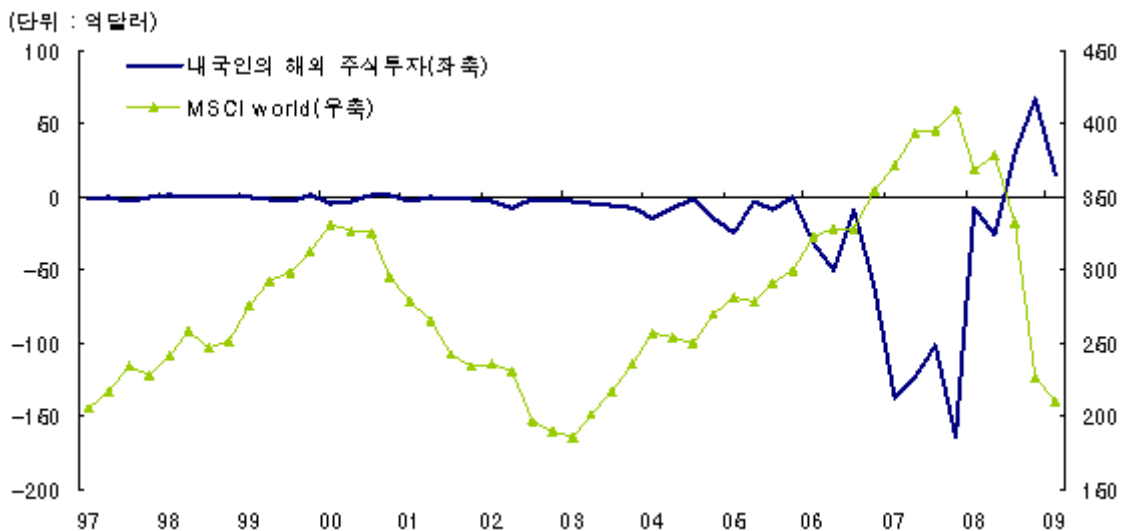
주: (+)는 유입초과, (-)는 유출초과를 의미

특히 외국인 국내 주식투자는 외환위기 직후 국내주가가 상대적으로 낮았던 시기에 유입된 이후 '05년 하반기부터는 국내 주가의 대폭 상승과 환율하락 기대에 따른 차익실현과, BRICS 등 여타 신흥시장국으로의 투자자금 이동 등에 기인하여 순매도 기조를 유지하였다. 그리고 글로벌 금융위기가 본격화된 '07년 하반기 이후 순매도 규모가 대폭 확대되었던 것으로 평가되고 있다.

<그림 4> 외국인 국내주식 투자와 KOSPI 지수 추이



반면 내국인 해외주식투자는 '03년말 당시 동북아 금융허브 추진 전략의 일환으로 투자목적의 건전한 외화유출을 최대한 허용하는 금융시장 선진화 방안이 발표되며 내국인주식투자가 증가하기 시작하였는데, 이후 외환규제완화와 해외증권투자비과세 등 해외투자유출촉진정책이 본격화되고 당시 세계주가급등과 함께 높은 수익률에 대한 기대가 형성되며 '06년 이후 해외주식투자가 급증하였다. 그리고 '06~'07년 사이에 크게 유출되었던 내국인의 해외주식투자는 '08년 중 해외주가가 급락세를 보임에 따라 소폭 유입된 것으로 나타났다.



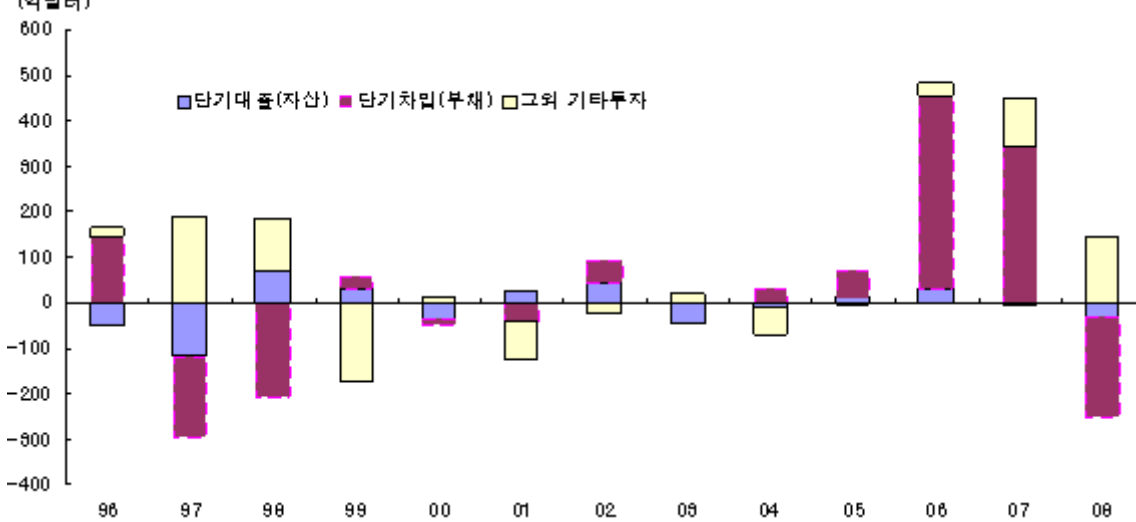
<그림 5> 내국인 해외주식 투자와 MSCI 지수 추이

자료 : Bloomberg

한편 '06~'07년 사이 기타투자수지에서 큰 폭의 외화자금이 유입되었는데 이는 주로 단기외채 급증에 주로 기인한 것으로 분석되었다. 특히 '06년(424억 달러)과 '07년(345억 달러) 중 수출 기업 및 해외투자펀드 관련 대규모 선물환매도로 인해

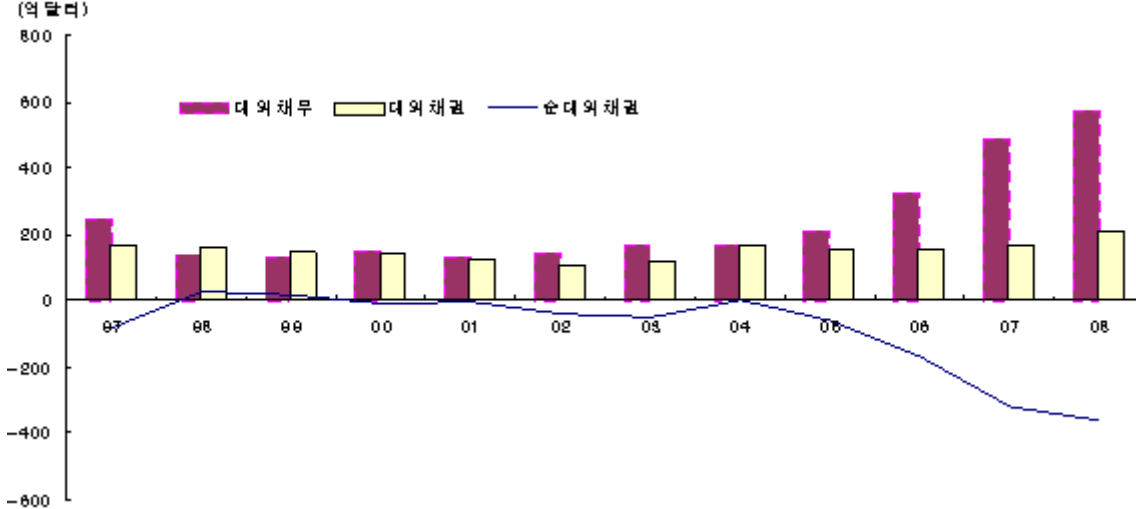
포지션관리를 위한 은행의 단기외채가 급증하였던 것으로 나타났다.

<그림 6> 기타투자수지 세부항목 추이



자료 : 한국은행 경제통계시스템

<그림 7> 은행의 순단기채권 추이



자료 : 한국은행 경제통계시스템

<표 3> 기업부문의 선물환매도·선물환매수 현황

(단위: 억 달러)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
선물환매도	387	621	717	997	1,260	1,366
선물환매수	231	303	425	509	542	746
선물환순매도	156	318	292	493	718	620

자료: 한국은행

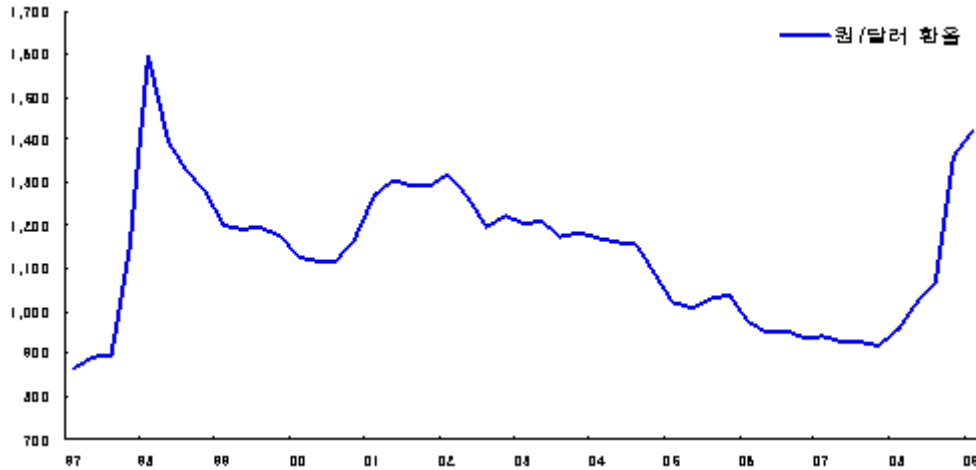
2. 환율 및 외환보유고 동향

(환율 동향)

원화의 대미 달러 환율은 '98년 이후 일부 기간을 제외하고는 '07년말까지 전반적인 하락세를 지속하다 금융위기 여파로 '08년부터 급등하였다. 특히 '07년까지 경상 및 자본수지가 모두 흑자를 보이며 원화강세가 급속히 진행되었는데 원화 절상폭은 여타 신흥시장국에 비해서도 매우 컸던 것으로 분석되고 있으며, 반대로 '08년에는 경상 및 자본수지가 모두 적자를 기록하며 원화 절하폭이 여타 국가들보다 크게 나타난 것으로 분석되었다.

<그림 8>

원/달러 환율 추이



<표 4> '00~'06년 아시아 주요국의 대미달러 환율변동률 추이

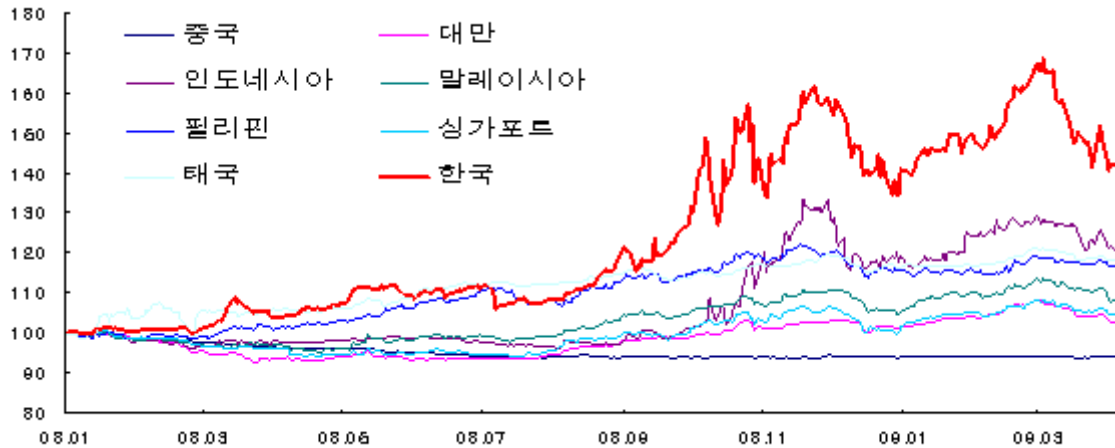
(단위: 전년대비, %)

주요국 통화	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
한국 원화	-4.98	14.13	-3.12	-4.71	-4.03	-10.46	-6.75
태국 바트화	6.18	10.72	-3.37	-3.44	-3.03	0.02	-6.23
대만 달러화	-3.15	8.23	2.14	-0.38	-2.87	-3.73	1.21
홍콩 달러화	0.43	0.09	0.00	-0.16	0.02	-0.14	-0.11
인도네시아 루피아화	7.10	22.02	-9.15	-8.02	4.26	8.68	-7.24
말레이시아 링기트화	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.35	-3.39
필리핀 페소화	13.21	15.18	1.22	5.05	3.39	-1.80	-7.17
싱가포르 달러화	1.78	3.91	-0.09	-2.69	-3.00	-1.51	-4.72

주: 1) 음(-)의 값은 절상을 양(+)의 값은 절하를 나타냄.
 2) 연평균 환율 기준

자료: Bloomberg

<그림 9> 금융위기 이후 아시아 주요국의 환율 추이
 (2008.01.03=100 기준)



자료: Bloomberg

시기별로 주요 특징을 살펴보면 IT 버블 붕괴로 인한 세계경제 혼란이 안정화된 이후인 '02년 이후부터 원화절상압력이 거세지기 시작하였다. 그리고 '02년 하반기부터는 환율안정을 위한 정책당국의 적극적인 시장개입이 실시되었음에도 불구하고 이는 환율절상속도를 둔화시킬 수 있었을 뿐 추세를 전환시키기에는 역부족이었다.

특히 '03년 들어 지속적인 시장개입으로 외화자금이 부족해진 정책당국은 '03년 9월 투기세력에 대응코자 역외선물환시장에 대규모 시장개입을 실시하기도 하였는데 무리한 시장개입을 단행하였음에도 불구하고 이러한 시장개입이 환율절하속도를 둔화시킬 수 있었을 뿐 환율 하락세를 막지 못함에 따라 1.8조원의 국고손실이 발생하였고 이로 인해 '04년 국정감사에서 정부의 외평기금 운용 및 시장개입에 대한 비판이 크게 제기되기도 하였다. 이로 인해 정부는 적극적인 외환시장 개입을 중단하였고 '04년 11월부터 환율이 큰 폭으로 절상되기 시작하여 '05년중에는 신흥시장국에서 가장 큰 폭의 절상율을 기록하게 되었다.

한편 글로벌 금융위기 발생 이후에는 여타 신흥시장국 통화보다 원화가 상대적으로 큰 폭으로 절하되었는데 이는 대규모 외국인주식투자자금 유출, 경상수지 적자전환, 높은 단기외채비율 등에 기인한 것으로 분석되고 있다. 특히 단기외채 중심으로 외채가 급증하면서 우리나라의 외환보유액 대비 단기외채 비중이 다른 신흥시장국보다 상대적으로 높아짐과 동시에 2007년말 우리나라 은행권의 예대율은 135.5%로 아시아 주요국 중에서 가장 높은 것으로 나타나 향후 경기둔화 시 부정적 영향을 미칠 수 있다는 우려도 대두되며 우리 경제에 대한 외국인의 부정적인 평가가 빠르게 확산되었던 것으로 평가되고 있다.

<표 5> 최근 아시아 주요국의 외국인 주식 순매수 규모

(단위 : 억 달러, %)

	대만	인도	태국	인도네시아	필리핀	한국
외국인 보유비중	28.2	8.3	31.0 (9월말)	21.2 (05년말)	10.9 (05년말)	27.4
2007년 순매수	4.8	173.6	19.0	31.4	145.0	-290.9
2008년 순매수	-163.6	-133.4	-49.4	18.0	-149.1	-367.4

자료 : Bloomberg, 각국 거래소, 국제금융센터

<표 6> 국가별 외환보유액 대비 단기외채 비중 추이

(단위 : %)

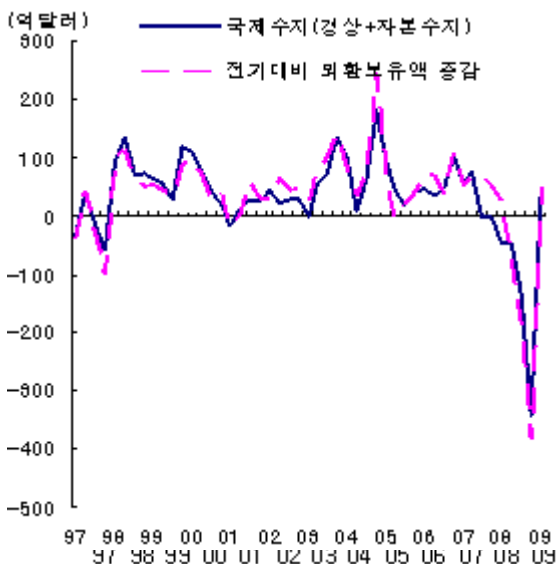
	브라질	인도네시아	일본	한국	말레이시아	멕시코	러시아
2005	35.3	33.3	122.0	31.3	24.0	26.9	24.9
2006	23.9	29.7	105.8	47.6	19.9	27.7	19.2
2007	21.7	33.9	110.4	61.1	22.4	27.2	22.8
2008.1Q	20.1	35.8	131.0	66.8	28.0	30.6	19.5
2Q	20.7	37.2	122.9	68.1	31.2	28.6	18.6

자료 : IMF

(외환보유액 동향)

외환보유고는 '98년 이후 급증세를 지속하다 '08년 1/4분기 이후 감소세로 전환되었다. 외환보유고는 97년말 외환위기 직후에는 적극적인 외환보유고 확충정책으로, '02년 하반기 이후부터 '08년 1/4분기까지는 정책당국의 적극적인 외환시장개입의 영향으로 지속적으로 증가하여 '97년말 204억 달러였던 외환보유액이 '08년 1/4분기말 2,642억 달러까지 증가하였다. 다만 금융위기로 인해 외화유동성 경색 현상이 심화된 2008년 이후에는 환율 안정을 위한 시장개입, 금융기관 및 수출입기업에 대한 유동성 공급 등으로 외환보유액이 급속히 감소함에 따라 '09년 1/4분기말 2,063억 달러까지 감소하였다.

<그림 10> 외환보유액 추이



<그림 11> 외환보유액 및 국제수지 증감추이



Ⅲ. 외환위기 이후 외환관리 정책 평가

1. 주요 외환관리 정책

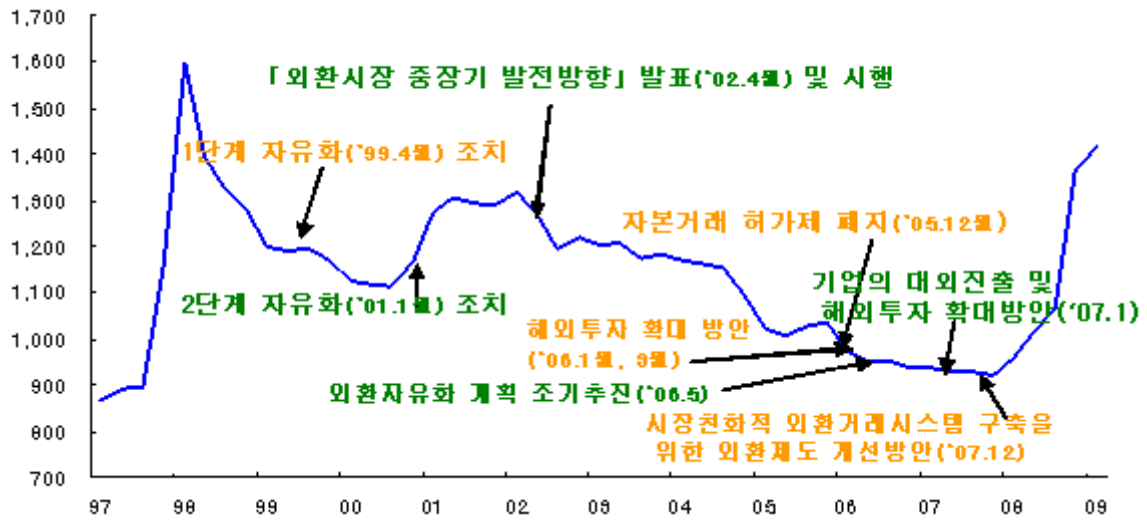
우리나라 외환정책의 방향은 외환위기 직후에는 자본시장 개방, 외환자유화 촉진 등 외화유입 중심이었으나 '06년 이후에는 과도한 원화강세 억제를 위해 외화유출 중심으로 전환되었다.

<표 7> 외환위기 이후 외환관련 주요 정책

구분	국민의정부	참여정부	이명박정 부
자본 시장 개방	외국인에 대한 채권시장 전면 개방(' 97.12월) 외국인 유가증권 투자허용 범위 확대(' 98.5월) 외국인에 대한 국내 유가증권 시장 완전 개방(' 98.7월)	외국기업의 국내채권 발행에 대한 규제 완화(' 03.1월)	
외환 자유 화	1단계 외환자유화 조치(' 99.4월) 2단계 외환자유화 조치(' 01.1월) 외환시장 중장기 발전방향 발표(' 02.4월) 및 시행	외국환 거래규정 개정(' 05.12월) 해외투자 확대 방안(' 06.1월, 3월) 외환자유화 계획 조기추진(' 06.5월) 기업의 대외진출 및 해외투자 확대 방안(' 07.1월) 시장친화적 외환거래시스템 구축을 위한 외환제도 개선방안(' 07.12월)	외환거래 편의제고를 위한 외국환거래규정 개정(' 08.5월)
금융 허브 추진		동북아 금융허브 추진전략 수립(' 03.12월) 동북아 금융허브 추진을 위한 금융규제 완화(' 05.4월)	

자료 : 한국은행, 금융감독원, 기획재정부

<그림 12> 환율 추이 및 정부 외환대책 발표 시기



2. 외환관리 정책 평가

(‘97말~‘05년: 외자유입촉진 위주의 외환자유화정책 시기)

외환위기 직후에는 외환보유액 확대를 목표로 자본시장 완전개방 등의 조치를 신속하게 진행시켜 나갔다. 그리고 이를 바탕으로 외국인 주식투자자금이 크게 유입되고 경상수지도 계속해서 흑자를 기록하자 대규모 외화자금의 유입이 계속되었다. 이에 따라 원화절상압력이 거세지며 거시경제에 큰 부담으로 작용하기 시작하였다. 또한 환율 하락에 대응한 적극적인 시장개입과 불태화정책은 한국은행이 통화관리를 함에 있어 상당한 장애요인으로 작용하였다. 즉, 외환보유액 급증에 따른 통안채 발행으로 통안채 이자비용이 ‘02년 이후 지속적으로 증가하여 ‘05년에는 6조원을 상회하였는데 이는 본원통화 잔액의 15% 내외로 당시 본원통화 증감액을 크게 초과하는 규모였다.

<표 8> 통안증권 이자비용 및 본원통화 증감 추이

(단위: 조원)

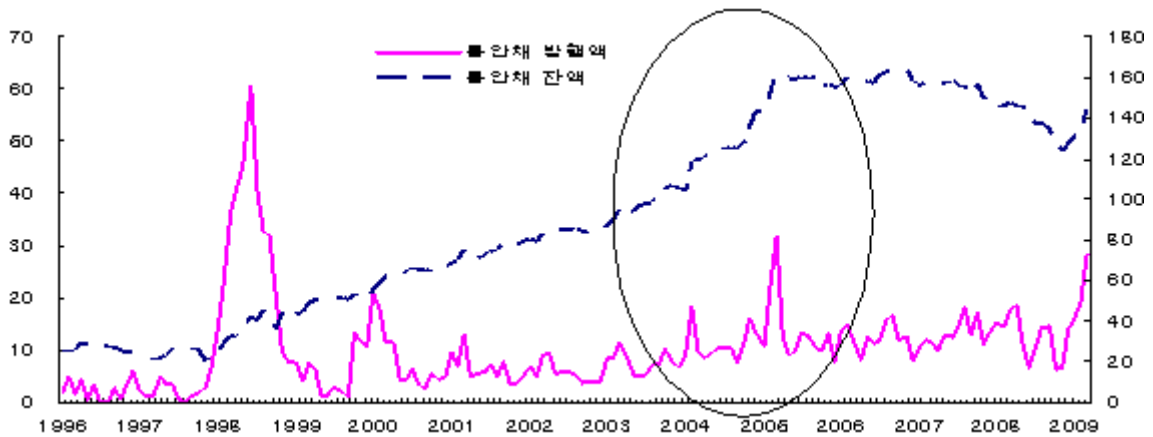
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
통화안정증권이자	4.8	5	5.6	6.1	6.8	7.5
본원통화(평균) 증감	4.2	2.2	1.5	1.5	2.9	6.9
본원통화(평균) 규모	33.6	35.8	37.3	38.8	41.7	48.5

자료 : 한국은행

<그림 13> 통안채 발행액 및 잔액 추이

(조원)

(조원)



자료: 한국은행

또한 적극적인 시장개입의 결과 외국환평형기금의 누적적자 규모가 기하급수적으로 증가하였다. '02년 이후 외평기금의 누적적자가 크게 증가하여 '01년 0.7조원에 불과하였던 적자규모가 '06년 26조원에 이르게 되었는데 이로 인해 정부재정지출 대비 외평기금 누적적자 규모의 비중은 '02년 1.8%에서 '06년 12.6%로 급증하였다. 특히 누적적자의 급속한 확대가 정부의 무리한 시장개입때문이라는 비판이 국회 등에서 거세게 제기되며 정책당국에 상당한 부담으로 작용하였던 것으로 평가된다.

<표 9> 연도별 외국환평형기금의 누적적자 및 정부재정지출 규모

(단위: 조원)

	2002	2003	2004	2005	2006
외평기금 누적적자(A)	2.5	2.8	15.4	18.9	26.0
정부재정지출(B)	136	164	173	188	206
비중(A/B)	1.8	1.7	8.9	10.0	12.6

자료: 재정경제부

이와 아울러 학계 및 정치권 등에서 외환보유액 과다보유 논의가 제기되면서 외환보유액의 효율적 운용 및 금융허브정책 수행을 위한 목적으로 외환보유액의 일부를 효율적으로 활용해야 한다는 주장이 지속적으로 제기 되었다. 특히 이들은 당시 외환보유액 수준이 수출입 거래 및 단기외채 등을 고려한 필요외환보유액 수준을 크게 상회한다는 점에서 우리나라 외환보유액 수준이 과도하다고 주장하였다.

이처럼 외환시장 개입과 외환보유액 급증의 부작용이 부각되며 비판여론이 거세지자 정책당국은 직접적인 외환시장 개입을 자제하는 한편 환율 관리를 위한 다른 방법을 찾기에 이른 것으로 보인다.

(‘06년~금융위기 이전: 외자유출촉진 위주의 외환자유화정책 시기)

‘06년부터 정부는 과도한 원화절상압력을 완화하기 위해 직접적인 외환시장 개입대신 외화자금유출 정책을 적극적으로 시행하여 외환수급을 조절하고 환율을 안정화시키고자 노력하였다. ‘06년에는 해외투자촉진방안으로 해외직접투자 완전자유화, 거주자의 주거용 해외부동산 취득 자유화, 개인의 외국증권 투자대상 제한 폐지 및 국내펀드의 해외펀드 투자제한 완화 등 해외포트폴리오 투자 활성화 등이 실시되었고, ‘07년부터는 해외주식투자 비과세, 투자목적 부동산 취득한도 상향조정 등을 통해 해외주식 및 부동산 투자 촉진 정책 등이 실시되었다.

그러나 환율절상압력 완화를 위한 해외증권투자 비과세 조치 등은 해외증권투자 자금의 대부분이 환헤지와 함께 이루어짐으로써 환율하락압력 완화에는 크게 기여하지 못한 반면 오히려 단기외채증가의 주요 요인으로 작용한 것으로 평가된다. 당시 해외증권 투자금액의 약 80% 정도를 선물환매도의 방법으로 헤지하는데, 이러한 헤지과정에서 단기 외채가 증가한 것이다.

<표 10> 해외증권투자 및 단기외채 증감 추이

(억달러)

구분	2004	2005	2006	2007	2008
해외증권투자	95	111	232	471	-165
단기외채 증감	55	96	478	465	-92

자료: 한국은행

즉, 결과적으로 당시 국내로 유입되는 해외자금의 대부분은 단기외채였던 반면, 해외로 유출된 내국인 자금은 수익률 위험이 크고 위기시 국내로의 환입에 어려움이 존재하는 환헤지된 해외주식투자자였다는 것이다. 이에 따라 금융위기 이후 단기외채의 연장이 어려워지자 국내 외환시장의 유동성 사정은 급격한 어려움에 직면한 반면 내국인 해외주식투자자는 큰 폭의 손실을 기록함과 동시에 환헤지로 인하여 환차익을 얻지도 못하여 국내로 재유입되는 자금의 규모가 매우 제한적이었던 것으로 평가된다.

더욱이 해외증권투자 관련 선물환 헤지는 금융위기 이후 환율상승시기에 환율 상승폭을 보다 확대시키는 요인으로 작용하기도 하였다. 금융위기 이전 원화강세기에 해외유출된 해외투자펀드에 대해 ‘다이나믹 헤지’를 하였던 자산운용사들의 달러수요가 해외주가 급락과 함께 환율급등에 따른 환손실 우려로 급등하며 환율 추가상승압력으로 작용하였던 것이다.

한편 해외부동산 투자의 경우 정부의 규제완화에 따라 규모가 급증하긴 하였지만 규모가 가정 컸던 ‘07년의 부동산 취득관련 유출규모가 11.7억 달러에 그쳐 사실 그 절대 규모는 크지 않았던 것으로 평가된다.

<표 11> 거주자 해외부동산 취득 현황

구분	2006	2007	2008
건수	1,317	2,803	1,227
금액(억달러)	7.4	11.7	4.7

자료: 기획재정부

그럼에도 불구하고 이번 글로벌 금융위기와 함께 부동산 가격이 급락함에 따라 투자손실이 급증하고 이는 추가적인 외화유출을 유발하여 외화유동성 사정을 악화시켰을 가능성을 배제할 수 없다. 즉, 부동산 구매가 일반적으로 모기지 대출 등 레버리지 거래에 의존하고 있음을 고려할 때 해외부동산투자의 규모 자체는 10억 달러 내외로 작다고 하더라도 손실규모는 이보다 클 가능성이 매우 높기 때문이다.

나아가 동북아 금융허브 추진과 외환보유액의 수익성 제고를 위해 '06년 7월 설립된 한국투자공사는 '08년부터 본격적인 주식직접투자에 나섰다. 금융위기를 맞아 손실이 급증하며 결과적으로 외환보유액 감소를 초래하였던 것으로 나타났다. 한국투자공사에는 현재 외환보유액 중 300억 달러(한국은행 외환보유액 170억 달러 + 외평기금 130억 달러)가 위탁되어 운용되고 있는데, 특히 설립이후 '08년 1월 처음으로 메릴린치에 20억 달러를 직접 투자하였는데 메릴린치가 BoA에 매각된 후 '09년 2월말 현재 투자액의 90%인 약 18억 달러의 평가손을 기록한 것으로 알려져 있다. 또한 초기에 간접투자된 200억 달러에서도 상당한 손실이 났을 가능성이 있다는 우려가 금융위기 발생이후 지속적으로 제기되고 있는 현실이다.

결국 당시 경상 및 자본수지의 동시흑자로 인한 원화절상압력에 대응하기 위해 시행되었던 해외투자 촉진정책은 당시 외화유출입 자금의 구체적인 성격을 고려하지 못했다는 점에서 자성의 여지가 있을 것으로 보인다. 즉, 기본적으로 일본 등의 예에서 보듯이 수출의존도가 높은 국가의 경우 경상수지 흑자와 함께 자본수지가 적자를 기록하며 국제수지가 균형을 이루고 외환시장 안정을 유지하는 것이 바람직한 것으로 인식되어 정책당국이 해외투자촉진정책을 적극적으로 시행하였다는 점에서는 큰 문제가 없어 보인다. 그러나 당시 우리나라는 경상수지 흑자폭이 감소추세에 있었고, 비외채성 자금인 외국인 주식투자자금은 대거 유출되고 있었던 반면, 자본수지 흑자의 대부분은 외채성 자금인 외국인의 국내채권투자와 단기외채로 구성되어 있었음을 간과하였던 것은 문제점으로 지적할 수 있다.

<표 12>

외채증감 추이

(억달러)

구분	2004	2005	2006	2007	2008
경상수지	282	150	54	59	-64
자본수지	76	48	180	71	-509
외국인주식투자유입	95	33	-84	-287	-412
외국인채권투자유입	89	108	164	591	28
단기차입유입	33	57	424	345	-220

자료: 한국은행

3. 글로벌 금융위기 이후 외환정책 대응 및 평가

이명박정부가 출범한 이후에는 정책당국이 시장 불개입 원칙을 천명하면서 시장에서는 정책당국이 환율상승을 선호한다는 인식이 확대되었고 이러한 정책 시그널로 인하여 시장참가자들 사이에서 환율상승에 대한 기대가 형성되고 거래가 급감하는 동시에 투기적인 매매도 활성화되었던 것으로 평가된다.

그러나 당시 국제금융시장에서는 이미 신용경색 및 유동성부족 현상이 심화되어 국내에 유입되어 있던 해외투자자금이 대거 유출되고 예상보다 큰 폭으로 환율이 급등하였다. 특히 당시 해외펀드에서의 손실을 커버하기 위한 일부 투신사들의 달러화 매입수요 증대도 원화약세를 가중시키는 한 원인이 되었다. 환율급등이 당시 고유가로 인한 물가급등 현상을 가중시키자 '08년 5월이후 정책당국은 환율안정을 위해 적극적으로 시장에 개입하기 시작하였다. 즉, 정부의 환율상승 용인 등으로 인해 '08년 1월 평균 944원에서 5월 1,038원까지 급등하였던 원/달러 환율은 정책당국의 적극적인 시장개입의 영향으로 일시적으로 하락하며 7월에는 1,018원을 기록하였다. 반면 정책당국의 시장개입과 함께 '08.3월말 2,642억 달러였던 외환보유액이 리먼사태 직전인 8월말에는 2,432억 달러로 약 210억 달러 감소하였다.

<표 13> 정부의 리먼 사태 이전 외환시장 개입 일지

일자 (2008년)	환율	정부의 시장개입
2월 29일	939.0	환율을 시장에 온전히 맡기는 나라는 어디에도 없다(강만수 장관)
3월 4일	947.2	중앙은행은 물가안정을 위해 원화강세를 유지해야 하기 때문에 정부의 환율정책과 상반된다(강만수 장관)
3월 17일	1,029.2	10억 달러 매도
3월 25일	976.3	현재 경상수지 적자기록을 감안하면 환율이 어디로 가야할지 자명하다(강만수 장관)
3월 26일	986.8	7억 달러 매수
4월 4일	973.8	2억 달러 매수
4월 15일	986.9	거시경제의 최우선 과제는 경상수지(강만수 장관)
4월 16일	989.5	환율이 꼭 상품 수출에만 중요한 것이 아니라 서비스 수지에 중대한 영향을 미친다(강만수 장관)
5월 14일	1,047.2	1억 달러 매도
5월 15일	1,045.1	1억 달러 매도
5월 21일	1,042.5	5억 달러 매도
5월 27일	1,037.7	10억 달러 매도
6월 12일	1,034.0	성장보다 물가 안정 최우선(강만수 장관)
7월 7일	1,042.9	정부 및 한국은행 적극 대응 피력 이후 대규모 시장 개입

주: 환율은 일별 종가기준

자료 : 주요 일간지 자료 참조

한편 9월 중순 리먼사태 이후 국제금융시장의 신용경색이 정점에 달하며 국내 외화유동성 사정이 크게 악화되자 정책당국은 시장개입을 최대한 자제하는 대신 금융기관이나 수출입기업 등 외화자금에 필요한 부분에 직접적으로 유동성을 공급하는 외환관리 정책을 실시하였다.

리먼 사태 이후 정부와 한국은행의 외환정책은 외화유동성 규모와 시기 등의

측면에서 볼 때 적절하였다고 평가할 수 있다. 특히 외화유동성이 부족할 때 적절한 규모의 유동성 공급이 이루어졌는데 특히 단기자금을 공개입찰형식으로 시장금리 기준으로 공급한 것은 시장친화적인 정책이었다.

<표 14> 한국은행의 외화유동성 공급 및 회수 실적 (2008.10-09.3월중)

	최초시행일	총공급(A)	회 수(B)	순공급(A-B)
경쟁입찰방식 스왑거래	2008.10.21	102.7	49.7	53.0
경쟁입찰방식 외화대출 ¹⁾	2008.12.2	163.5	3.5	160.0
수출환어음 담보대출	2008.12.10	1.5	0.5	1.0
합 계		267.7	53.7	214.0

주 : 1) 미 연준 통화스왑자금

다만 2008년 초 환율상승을 유도한 초기대응은 시장기대를 한 방향으로 쏠리게 함으로써 이후 환율안정을 위한 시장개입의 효과를 제한하였다는 점에서는 부적절하였던 것으로 평가된다. 즉, 시장의 기대가 환율 상승으로 쏠리게 만듦으로써 이후 환율안정을 위해 상당한 규모의 외환보유액을 소진하는 적극적인 개입을 하였음에도 불구하고 환율 안정 효과를 제한하는 쪽으로 작용하였던 것이다.

IV. 향후 외환정책 방향 검토

1. 외환보유액 확대

자본 및 외환시장이 개방된 소규모 개방경제에서 급격한 자본유출입에 대한 대응방안으로 먼저 거론될 수 있는 방안이 외환보유액 확대이다. 즉, 외환보유액이 적절한 수준까지 확대될 경우 원화의 과도한 평가절하를 우려한 투기적 자산매각 및 자본유출을 방지할 수 있고 이를 통하여 다시 자산 가격을 안정시키는 선순환이 가능하다는 것이다. 반대로 외환보유액이 충분하지 않다면 사소한 대내외적 충격에도 급격한 자본유출이 발생함으로써 환율급등, 금융기관 부실화, 외환위기 발생 가능성 우려가 존재한다.

그러므로 기본적으로 위기대응능력과 대외신인도 제고 등을 위해 외환보유액은 많을수록 좋다. 하지만 외환보유액 확대는 그에 따른 편익과 비용을 비교하여 적절한 규모로 이루어져야 한다. 외환보유액 확대는 통화공급 확대에 따른 인플레이션(또는 불태화정책에 따른 통안증권 이자비용 증가), 수입물가 상승, 외환시장에서의 외화유동성 감소 등을 통해 금융기관, 기업, 가계에 여러 가지 비용을 발생시킬 수 있다.

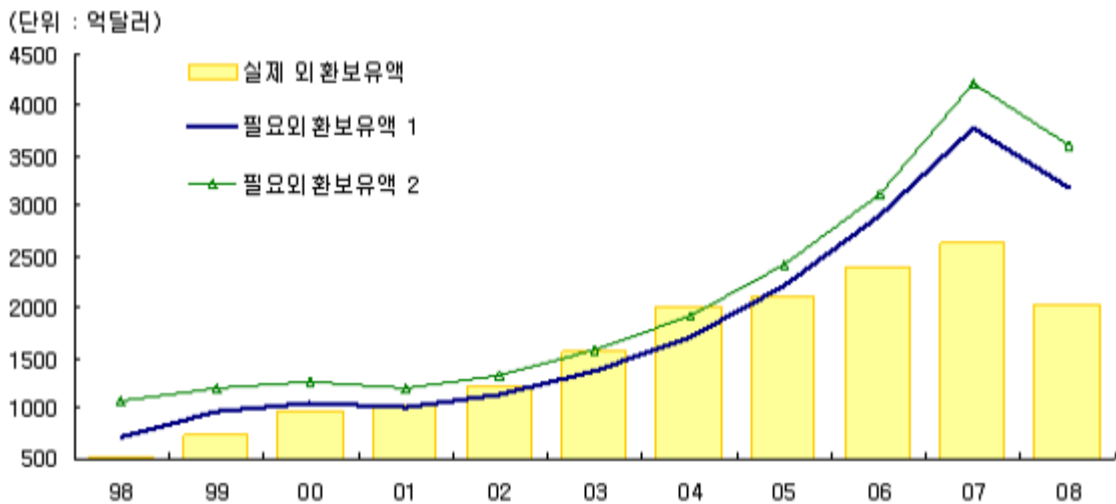
이를 고려한 필요외환보유액의 규모에 관해서는 수출의 변동에 대비하기 위하여 3개월 정도의 수출입 규모에 해당하는 외환보유가 필요하다는 주장, 차환리스크가 있는 단기·유동부채의 규모를 감안하여 외환보유액을 축적하여야 한다는 주장, 무역량 및 단기외화부채의 규모뿐만 아니라 은행시스템의 크기(M2)와 포트폴리오 투자의 잠재유출 규모를 감안하여야 한다는 주장 등 다양한 주장이 존재한다.

이러한 주장중 우리나라와 같이 자본시장이 자유화되고 발달하면서 포트폴리오 투자의 잠재유출 규모 및 이에 따른 리스크가 상당히 큰 국가에서는 자본유출입에

대한 외환·금융시장의 변동성을 줄이기 위하여 향후 예상되는 포트폴리오 투자자금 유출규모를 바탕으로 필요외환보유액을 유지하는 것이 적절할 것으로 판단된다.

실제로 경상거래 및 외국인 주식투자자금의 차익실현분 등 자본거래를 모두 감안하면 대략 2005년 이후부터는 외환보유액 규모가 과도하진 않았던 것으로 평가되기도 한다. 예를 들어 3개월 수입규모, 유동외채(100%), 그리고 외국인 포트폴리오 투자의 1/3을 합한 규모를 필요외환보유액으로 볼 경우 우리나라의 필요외환보유액 규모는 2008년말 현재 3.5천억 달러 전후로 추산된다.

<그림 14> 우리나라 필요외환보유액 추정



주 : 필요외환보유액1: (3개월 수입금액)+(외국인 포트폴리오투자액/3)+(단기외채)

필요외환보유액2: (3개월 수입금액)+(외국인포트폴리오투자액/3)+(유동외채)

자료 : 한국은행 금융통계시스템, 무역협회 무역통계, 금융감독원 외국인투자동향 각호

다만 특정 규모의 외환보유액을 목표로 하여 인위적으로 외환보유액을 확충하는 것은 적합하지 않다. 왜냐하면 특정 수준으로의 외환보유액 확충을 목표로 시장개입을 하는 외환정책은 환율의 방향성에 대한 투기적 거래를 유발시켜 오히려 시장불안 요인으로 작용할 수 있기 때문이다. 그러므로 향후 경상수지 흑자 지속 등을 통한 국내 실물경기 성장을 통하여 외화자금사정이 개선시키고 불태화 정책에 의해 외환보유액이 자연스럽게 증가되도록 유인해 나가야 하겠다. 즉, 이번 금융위기의 원인 중 하나가 금융시장 발전과 실물경제 발전의 괴리에 기인하고 있듯이 우리나라 외환시장의 안정 또한 외환유출입 규모를 안정화시킬 수 있을 만큼 경상수지 흑자가 안정적으로 유지되고 이로 인해 충분한 외환보유고가 확보되도록 노력해 나가야 할 것이다.

2. 외화건전성 개선

이번 금융위기기간 중 은행들의 원화 및 외화 유동성 리스크가 급증하면서 국내 금융시장 내 신용경색현상이 매우 심화되었다. 이에 대응하여 정책당국은 은행들의 외채에 대한 지급을 보증하는 한편, 외평기금 투입 및 미연준과의 스왑계약 등을 통해 외화 유동성을 공급하였으며, 한은 RP 대상 채권에 은행채를 편입하고 원화 유동성 비율 규제를 완화하는 등 은행들의 유동성 리스크를 줄이기 위한 일련의

기타	50.9	(19.8)	10.6	(15.4)	13.6	(16.4)	89.0	(17.7)
----	------	--------	------	--------	------	--------	------	--------

주 : 1) ()내는 전체에서 차지하는 비중(%)

자료 : 한국은행

그럼에도 불구하고 국내은행들의 외화유동성 비율, 1개월 갭 비율, 7일갭 비율 등은 금융위기기간 내내 감독당국의 지도비율을 현격히 상회하였는데, 이는 이러한 지도비율이 평잔이 아닌 말잔기준으로 이루어졌기 때문이다. 즉, 금융기관들이 월말에 무리한 자금조달을 통해서라도 지도비율을 맞추었기 때문인데, 이는 월말 외화시장의 수급을 왜곡시키는 요인으로 작용하기도 하였다. 그러므로 외화유동성리스크를 전반적으로 줄이기 위해서는 유동성비율 규제를 말잔기준에서 평잔기준으로 변경하거나 상시화시키는 방안을 고려할 필요가 있다.

한편 외환시장의 잠재적 불안 요인으로 매번 언급되는 외채 관리를 위해, 금융기관들의 실수요가 아닌 외형확대 경쟁 등에서 발생하는 단기외채에 대한 규제를 외화 건전성 감독 차원에서 강화할 필요도 있을 것이다. 또한 최근 주요국들의 금융개혁 보고서 등에서 제시되는 방안 중 하나인 동태적 대손충당금제도를 외화자산에 도입하여 경기호황기에 외화대출에 대한 대손충당금을 늘림으로써 외화대출의 경기순응성을 줄여나가는 것도 은행의 외화건전성 개선에 도움이 될 것으로 보인다.

나아가 금융시장에서 투기자본보다는 건전한 외화의 유입을 유인하는 것도 전반적으로 우리나라에 유입되는 외화자산의 건전성 확보에 도움이 될 것으로 판단된다. 즉, 해외연기금 펀드 등 장기투자펀드에게 인센티브를 부여하는 방안 등 단기투기자본의 유출입보다는 장기투자자금 유입이 촉진될 수 있는 방안들의 시행을 고려해 볼 필요가 있다.

마지막으로 해외증권투자, 해외부동산투자 등 과거 환율 안정을 목표로 마련되었지만 이번 금융위기기간 중 외환시장 안정성에 부정적인 영향을 주었던 외화유출축진 정책들을 재검토하여 외환시장 안정성을 높일 수 있는 방향으로 수정하여 나갈 필요도 있을 것으로 사료된다.

3. 원화 국제화

외환위기 직후 우리나라는 외국인 투자자금 유치를 위하여 자본시장 완전개방 등 자본시장을 선진국 수준으로 개방하였다. 이와 함께 외국인 주식투자자금이 대규모로 유입되었음에도 불구하고 국제금융시장에서 원화 거래량은 선진국에 비해 매우 작아 외국인 투자자금 유출입에 외환시장이 크게 흔들릴 수 있는 리스크가 내재되어 있었던 것으로 판단된다.

따라서 원화에 대한 국제적 수요를 충분히 높이는 등 원화 국제화를 이루는 것은 원화 거래량 증가를 통해 외환시장 안정에 도움을 줄 것이다. 원화 국제화를 위해서는 관련 제도의 개선과 함께 원화에 대한 수요 결정요인을 분석하여야 하는데, 원화 수요 증가를 위해 역내 무역대금 지급시 원화의 직접 결제를 늘리는 것도 하나의 방안이 될 것이다.

현재 국내 수출 및 수입에 있어 대부분의 결제통화는 미국 달러화인데, 2008년 현재 우리나라 수출 결제통화 중 미국 달러화의 비중은 81.6%에 달하고 있고, EU 유로화가 7.6%, 일본 엔화가 4.7% 정도이다. 특히, 우리나라와의 무역규모가 매우 큰 중국과 일본의 경우에도 무역 결제가 대부분 미국 달러화로 이루어지고 있는데,

수출결제통화중 중국 위안화의 비중은 2008년 현재 0.005% 정도의 아주 미미한 수준이고, 일본 엔화의 비중 또한 2008년 현재 4.7% 정도에 머무르고 있다. 일본의 경우는 수출결제통화중 2008년 현재 미국 달러화의 비중이 49.8% 정도인 반면 엔화 비중이 39.4% 정도에 달해 우리나라와 큰 차이를 보이고 있다. 우리나라의 수입결제통화 또한 비슷한 양상을 보이고 있어서 우리나라의 무역대금 결제관련 미국 달러화 의존도는 매우 높은 상황인 것이다.

<표 17> 우리나라의 수출 결제통화 비중 현황

(단위 :%)

	미국 달러화	EU 유로화	일본 엔화	한국 원화	중국 위안화	기타
2002	85.0	5.5	5.4	0.4	0.002	3.7
2003	83.6	6.5	5.6	0.4	0.002	3.9
2004	82.3	7.3	5.6	0.4	0.002	4.3
2005	79.1	8.4	5.6	0.5	0.003	6.4
2006	79.6	8.8	5.0	0.6	0.002	6.0
2007	77.2	9.6	4.8	0.7	0.003	7.7
2008	81.6	7.6	4.7	0.8	0.005	5.2

자료 : 지식경제부, 「수출입과 우리나라 결제통화 현황」, 2009. 5.

<표 18> 우리나라의 수입 결제통화 비중 현황

(단위 :%)

	미국 달러화	EU 유로화	일본 엔화	한국 원화	중국 위안화	기타
2002	78.2	5.4	13.2	1.4	0.002	1.8
2003	76.7	5.9	14.5	1.4	0.003	1.4
2004	77.2	5.5	14.6	1.4	0.003	1.2
2005	79.3	5.4	12.6	1.6	0.003	1.1
2006	80.9	5.2	11.2	1.7	0.004	1.0
2007	80.7	5.6	10.8	1.8	0.008	1.0
2008	82.0	5.8	9.7	1.6	0.011	0.8

자료 : 지식경제부, 「수출입과 우리나라 결제통화 현황」, 2009. 5.

그러므로 중국 및 일본 등 우리나라와 무역규모가 큰 역내 교역국들과의 무역대금 지급을 원화 또는 해당국 통화로 직접 결제함으로써 미국 달러화에 대한 의존도를 줄이는 것은 외환시장 안정에 도움이 될 것이다.

V. 결론 및 시사점

2008년 들어 우리나라의 경상수지 적자가 확대되는 가운데 미국 서브프라임 발 글로벌 금융시장 불안이 심화되며 국내 외환시장에서는 달러 유동성 경색 현상이 나타났고 이로 인해 원/달러 환율이 급등하는 등 환율의 변동성이 큰 폭으로 확대되었다. 예를 들어 2008년 1/4분기까지 분기 평균 900원대를 기록하던 원/달러 환율은 리먼 파산 이후 대내외적인 신용 및 유동성 경색에 대한 우려가 최고조에 달하였던 2008년 4/4분기와 2009년 1/4분기 중 평균 1,364.31원, 1,418.30원으로 상승하였다.

이번 글로벌 금융위기에서 비롯된 글로벌 유동성 경색현상으로 대부분 신흥시장국의 통화가 약세를 보였으나, 우리나라의 외환시장이 여타 국가들에 비해 매우 불안정한 모습을 보였다. 이러한 현상이 나타났던 직접적인 원인은 경상수지 적자 확대에 경제 펀더멘털이 약화된 가운데 높은 예대율이나 단기외채 비율 등으로 인하여 은행 등 금융기관, 나아가 우리나라 리스크가 상대적으로 크게 상승하였기 때문인 것으로 평가할 수 있다. 또한 이러한 우리나라 리스크 상승과 함께 안전자산 선호경향이 강화되며 대규모 외국인 투자자금이 유출되었고 이는 우리나라 외화수급 상황을 크게 악화시켰던 것으로 보인다.

물론 글로벌 금융위기라는 외적 충격은 국내 정책당국이나 국내 금융시장이 통제할 수 없는 부분이지만, 충격 발생시 여타 신흥시장국들보다 더 크게 불안정한 모습을 보이는데에는 외환위기 이후 지속적으로 급속히 변화되어온 우리나라 외환정책 등의 부작용에 일부 기인하였을 개연성이 높은 것으로 판단된다.

우리나라의 외환관리 정책의 방향은 대체로 외환위기 직후에는 자본시장 개방, 외환자유화 촉진 등 외화유입 중심이었으나 2006년 이후에는 과도한 원화강세 억제에 의해 외화유출 중심으로 전환되어 진행되어 왔다.

외환위기 직후에는 외환보유액 확대가 가장 큰 목표였던 우리나라는 외국인 투자자금 유치에 위하여 자본시장 완전개방 등 자본시장을 선진국 수준으로 개방하였다. 이와 함께 외국인 주식투자자금이 대규모로 유입되어 KOSPI 시가총액의 30~40% 정도를 외국인이 보유하게 되었음에도 불구하고 국제금융시장에서 원화 거래량은 선진국에 비해 매우 미미한 수준에 그침으로 외국인 투자자금 유출입에 외환시장이 크게 흔들릴 수 있는 리스크가 내재되어 있었던 것으로 판단된다.

특히 당시 지속적인 외국인 투자자금 유입으로 원화절상압력이 거세지며 경상수지 흑자폭 감소 등 환율이 거시경제에 미치는 부정적인 영향이 가시화되자 환율절상에 대응한 대규모 시장개입이 지속되었다. 그러나 무리한 시장개입은 외평기금 누적적자 확대, 통안채 이자비용 상승에 따른 한국은행의 통화관리

어려움 등을 유발하였으며 이와 함께 당시 외환보유액 규모가 과다하다는 비판이 일각에서 제시되었다. 이로 인해 2006년 이후 외환당국은 시장개입보다는 해외부동산투자 규제완화와 해외주식투자 비과세 등 외화자금유출 정책을 적극적으로 시행함으로써 환율절상에 대응하게 된다.

그러나 해외주식투자 비과세 조치 등으로 확대된 해외주식투자의 대부분이 환헤지와 함께 이루어짐에 따라 원화약세에는 크게 기여하지 못한 반면 오히려 단기외채 증가의 주요 요인으로 작용하였다. 더욱이 해외증권투자 관련 선물환 헤지는 금융위기 이후 해외주가 급락과 함께 환율급등에 따른 환손실 우려 등으로 달러수요를 증가시켜 환율 상승폭의 확대 요인으로 작용하였던 것으로 평가되고 있다.

특히 외화유출촉진 정책 실행 당시 우리나라는 경상수지 흑자폭이 감소추세에 있었고, 비외채성 자금인 외국인 주식투자자금은 대거 유출되고 있었던 반면, 외화유입의 대부분은 외국인의 국내채권투자와 단기차입 등 외채성 자금이었음에도 내국인 자금이 비외채성 자금으로 유출되도록 유인하였던 것은 금융위기시 외화수급을 보다 타이트하게 만드는 원인이 된 것으로 평가된다.

최근 미국발 금융위기를 계기로 향후 위기재발과 외환시장 불안에 대비하여 외환보유액을 3,000억 달러 이상 수준으로 확충할 필요가 있다는 의견들이 나오고 있다. 적정 외환보유액을 통상적인 기준보다 보수적으로 접근하여 3개월치 상품수입액과 유동외채 전액, 그리고 외국인의 주식 및 채권투자의 일정부분을 합하여 계산할 경우 3,000억 달러 이상이 필요할 것으로 추정된다. 이는 우리가 경험한 9월 위기설, 3월 위기설 등 급격한 자본유출 가능성을 우려한 금융·외환시장의 불안과 외화유동성 부족 상황들을 감안할 경우 어느 정도 설득력 있다.

그러나 적정 외환보유액을 논의하는 데 있어서는 다음과 같은 몇 가지 사항들이 고려되어야 한다. 첫째, 위기대응능력과 대외신인도 제고 등을 위해 외환보유액은 많을수록 좋겠지만 외환보유액 확대가 낳는 편익과 비용을 비교하여야 한다. 둘째, 특정 규모의 외환보유액 확충을 목표로 시장개입을 하는 외환정책은 환율의 방향성에 대한 투기적 거래를 유발시켜 오히려 시장불안 요인으로 작용할 수 있다. 외환보유액 확충은 투기적 거래로 인해 발생하는 급격한 환율변동을 막는 미조정(smoothing operation) 과정에서 이루어져야 한다.

바람직한 외환정책은 외환시장 안정, 즉 환율안정을 목표로 하는 것이다. 달러를 발행하지 못하는 우리나라가 외환보유액을 수단으로 시장에 직접 대응하여 외환시장 안정을 달성하는 것은 불가능하므로 다음과 같은 대책을 강구할 필요가 있다.

경상수지 흑자 유지 등 펀더멘탈을 튼튼히 함과 동시에 외화유동성 측면에서 통화스왑 확대 등 국제공조를 강화하는 것이 가장 바람직하다. 또한 시장개방과 자유화 기조에 역행되지 않는 범위 내에서 해외증권투자, 해외부동산투자 등 외화유출과 관련된 외환자유화 조치를 재검토하고 인센티브 또는 관세 부여 등으로 장기투자자금 유입을 촉진하고 단기투기자본 유출입을 억제할 필요가 있다. 한편 외환시장의 잠재적 불안 요인으로 매번 언급되는 외채 관리를 위해, 금융기관들의 실수요가 아닌 외형확대 경쟁 등에서 발생하는 단기외채는 외화 건전성 감독 차원에서 규제할 필요가 있다. 마지막으로 대외적으로는 원화의 국제화를 추구하는 한편 중국 및 일본 등 우리나라와 무역규모가 큰 역내 교역국들과의 무역대금지급을 원화 또는 해당국 통화로 직접 결제함으로써 미 달러화에 대한 의존도를 줄일 필요가 있다.

<부록> 외환위기 이후 외환관리 정책 주요 내용

가. 자본시장 개방

- 외국인에 대한 채권시장 전면 개방('97.12월)
 - 1인당 채권투자한도 및 외국인 전용수익증권 발행한도 등 폐지

- 외국인 유가증권 투자허용 범위 확대('98.5월)

- 거래소 시장 : 외국인의 상장주식투자한도 폐지 및 외국인에 대한 신용공여 제한 폐지
- 코스닥 시장 : 외국인의 협회등록주식 취득한도 확대(전체한도 15%→55%, 1인한도 50%)('98.4월), 협회 등록 주식시장 완전 개방(전체 및 1인 한도 폐지)
 - 채권시장 : RP거래 및 상장채권의 장외거래 허용
 - 주가지수선물·옵션시장 : 주가지수선물·옵션시장 투자한도 폐지
 - 외국인에 대한 국내 유가증권시장 완전 개방('98.7월)
 - 비상장주식·채권, 출자증권, 신탁회사발행 수익증권, 외국법인발행 DR이외 유가증권의 투자허용

- 외국기업의 국내채권 발행에 대한 규제 완화('03.1월)

- 외국기업이 국내에서 원화표시채권을 발행하는 경우 국제적으로 인정되는 회계기준(IAS 및 US GAAP)에 따라 재무제표를 작성·제출한 때에는 우리나라 회계처리기준과의 차이 및 그 영향을 설명하는 추가정보(비교요약재무제표 등)의 제출의무를 면제

나. 외환자유화

- 2차레에 걸친 외환자유화 계획의 추진으로 금융기관·기업 등의 대외경제활동과 관련된 대부분 규제가 폐지

- 제1차 외환자유화 계획('98~'01)

- 여행경비 한도폐지 등 경상지급에 대한 규제를 완전 자유화하고, 자본 거래도 '원칙자유·예외규제(Negative System)'으로 개편

- 제2차 외환자유화 계획('02~'09)

- 거래 규제를 단계적으로 자유화하여 당초 2011년으로 되어 있던 자유화 일정을 2년 앞당겨 2009년까지 완료로 수정
- 3단계에 걸쳐 단계적으로 추진하되 자본거래의 신고제 전환 등 자본거래 자유화에 중점
- 원화의 국제화, 해외부동산 취득 등 내국인의 외환거래 자유화, 금융기관의 외환업무취급자유화 등이 주요내용

<표 18>

중장기 외환자유화 추진 현황

	제1단계(2002~2005)	제2단계(2006~2007)	제3단계(2008~2009)
--	-----------------	-----------------	-----------------

구분			
무역거래	Multi-netting 허용 등 결제방법 소화	권회수의무 면제 가제→신고제	권회수의무 폐지 (Safeguard에 규정)
무역외지급	인의고액대외지급 확인제 지(증여성송금등)	-	-
자본거래	가제 및 신고제의 화(비거주자의 원화편당 도 확대 등)	가제 → 신고(수리)제	신고제 폐지(비거주자의 화편당 등은 신고제 지)
제2금융권	국환업무영역 확대 은행간시장 참여허용 등)	국환업무 취급 유화(송금업무 제외)	-
해외투자		외부동산 취득 자유화	-
원화수출	출 한도액 상향조정	가제→ 신고수리제	원화수출제한 폐지

1) 참여정부 이후 외환자유화 조치

□ 외국환 거래규정 개정('05.12월)

- 자본거래 허가제 폐지 : 전면 신고제로 전환
- 외국환은행의 외화차입 규제 완화 : 신속한 의사결정이 필요한 외화차입의 경우 사후에 신고할 수 있도록 규제 완화
- 자산운용사의 외화표시 간접투자증권 발행 허용 : 외화표시 간접투자증권의 발행 및 모집을 허용
- 실수요 목적의 해외 부동산 취득제도 보완 : 한국은행의 내부 심사기준을 개정하여 해외거주요건을 완화
- 해외투자 촉진방안('06.1월)
- 해외직접투자의 완전 자유화 : 해외직접투자한도의 300만달러→1,000만달러로 확대(즉시 시행) 및 연내 폐지
- 거주자의 주거용 해외부동산 취득 자유화 : 취득한도의 50만달러→100만달러로 확대(즉시 시행) 및 연내 폐지

□ 외환거래 규제완화 방안('06.3월)

- 해외직접투자의 규제완화 : 개인의 해외직접투자한도 폐지
- 거주자의 주거용 해외부동산 취득 자유화 : 한도제한 폐지
- 해외 포트폴리오 투자 활성화 : 개인의 외국증권 투자대상 제한 폐지 및 국내펀드의 해외펀드 투자제한 완화
- 대외채권 회수의무제도의 완화 : 의무면제금액의 상향조정(건당 10만달러→50만달러)
- 해외예금 등 국제청 통보제도 완화 : 해외예금 통보금액을 연간 1만달러→50만달러로 상향조정
- 외환시장 심화를 위한 외국환포지션 한도 확대 : 전월말 자기자본의 20%→30%로 상향조정

- 외환자유화 계획 조기추진('06.5월)
 - 당초 '11년 완료였으나, '09년까지 2단계(1단계 : '06년~'07년, 2단계 : '08년~'09년)에 걸쳐 완료
 - 투자목적 해외부동산 취득 허용(한도 100만달러)
 - 기업의 대외진출 및 해외투자 확대 방안('07.1월)
 - 금융기관 등의 해외진출 확대를 위한 절차 및 신고수리 기준 완화
 - 해외 포트폴리오 투자 활성화 방안 : 해외주식투자에서 발생한 양도차익 분배금에 대해 한시적(3년)으로 비과세, 해외자산운용사의 펀드판매에 대한 규제완화, 해외증권 취득관련 기관 투자가 범위확대 등
 - 투자목적 부동산 취득한도 상향조정(100→300만달러) 및 절차규제 완화
 - 시장친화적 외환거래시스템 구축을 위한 외환제도 개선방안('07.12월)
 - 1단계 외환자유화 계획의 차질없는 완료
 - 금액기준 자본거래 신고면제 제도 도입(연간 5만달러 한도) 및 외환거래 증빙서류 제출의 완화

2) 이명박정부 이후 외화관련 조치

- 외환거래 편의제고를 위한 외국환거래규정 개정('08.5월)
 - 투자목적 해외부동산 취득한도 폐지(현행 3백만달러를 초과하면 한국은행에 신고수리)
 - 기업의 해외 자금통합관리한도를 1천만달러→3천만달러로 확대
 - 국내에 거주하는 외국인의 신용카드 사용을 1회 1만달러→5만달러로 확대

다. 금융허브 추진

- 동북아 금융허브 추진 전략('03.12월)
 - 금융허브 달성을 위한 7대 추진과제 수립
- 추진전략 중 금융시장 선진화 방안의 일환으로 실질적인 외환규제 완화, 외환거래의 연속성 확보 등을 실시
 - 투자목적의 건전한 외화유출을 최대한 허용하며 정부는 환율, 외환보유액 등 거시적 사항의 관리에 집중하는 대신 환위험 및 외환 건전성은 기업, 금융기관 등에서 자율관리토록 유도
 - * **외국환은행에 대한 레드 테이프 폐지 또는 완화, 대기업의 무역대금 결제 등 지속, 반복적인 외환거래에 대한 절차적 제한을 전면 폐지, 전면 Negative 시스템으로 외국환거래법령 체계 개편**
 - 외환시장 개폐장 시간 확대, 외환 중개시장 참여 폭 확대, 증권사 단기 외화자금시장 참여로 외환거래의 효율성 제고
- 또한 한국투자공사를 설립하여 외환보유액 중 일부 등 국가여유자금운용을 통한 수익성 제고, 국내 자산운용업 활성화 등을 유인
- 동북아금융허브 추진을 위한 금융규제 완화('05.4월)
 - 국내금융기관(은행, 증권, 보험 등)의 해외진출 규제 완화

<참 고 문 헌>

- 김재영, “외환위기 전후 우리나라의 환율동향과 환율정책에 대한 실증적 재고”, 「한국경제의 분석패널」 제12권 제3호, 2006.12
- 박대근, “외국인투자자의 국내채권 보유비중 결정요인 연구”, 금융학회지 11권 2호, pp.105-131, 2003
- 서봉국, “원화의 국제화 현황과 추진 방향”, 한국은행, 2003
- 국제금융센터, “최근 국내투자자의 해외펀드 투자 동향 및 과제”, 2007.1
- 국제금융센터, “해외투자펀드 환헤지 효과 분석 및 개선방안”, 2008.1
- 기획재정부, “외환거래 자유화”, 1999.2
- 기획재정부, “제2단계 외환자유화 추진방안 및 보완대책” □보도자료□, 2000.10
- 기획재정부, “외환시장 중장기 발전방향”, 2002.4
- 기획재정부, “외환제도 선진화 계획”, 2002.6
- 기획재정부, “동북아 금융허브 추진전략”, 2003.12
- 기획재정부, “동북아금융허브 추진을 위한 금융규제 완화” □보도자료□, 2005.4
- 기획재정부, “「외국환거래규정」 등 개정”, 2005.12
- 기획재정부, “환율관련 대책회의 개최 및 해외투자 촉진 방안”, 2006.1
- 기획재정부, “외환거래 규제완화 방안”, 2006.2
- 기획재정부, “외환자유화 추진”, 2006.5
- 기획재정부, “기업의 대외진출 촉진과 해외투자 확대 방안”, 2007.1
- 기획재정부, “외환거래 편의제고를 위한 「외국환 거래규정」 개정” □보도자료□, 2008.5
- 송원호 외, “원화국제화 추진에 따른 장단점 비교와 정책적 시사점”, 연구보고서 07-05, 대외경제정책연구원, 2007.12
- 진창수, “일본 경제정책의 변화와 국제적 효과: 엔의 국제화를 중심으로”, 「국가전략」 제7권 제1호, 통권 제15호(봄호), 세종연구소, 2001.
- 한국금융연구원, “해외펀드비과세법 도입에 대한 영향 및 정책시사점”, mimeo, 2007.5
- 한국금융연구원, “최근 원/달러 환율급등 원인과 향후 전망”, mimeo, 2008.4
- 한국금융연구원, “급격한 자본유출입에 대한 대응방안”, mimeo, 2009.4
- 한국은행, □금융안정 보고서□ 제12호, 2008.11
- Chinn, Menzie and Jeffrey Frankel, "Will the Euro Eventually Surpass the Dollar As Leading International Reserve Currency?" In Richard Clarida ed. G7 Current Account Imbalances" Substantiality and Adjustment. University of Chicago Press, 2006.
- Duncan, Richard, The Dollar Crisis, Wiley, 2005
- Gopinath, Gita, Oleg Itskhoki, and Roberto Rigobon, "Currency-Choice and Exchange Pass-Through", Harvard University, 2007.
- Hamada, K., and A. Horiuchi, "Monetary, Financial, and Real Effects of Yen Internationalization", In S. W. Arndt and J. D. Richardson eds. Real-Financial. Linkages among Open Economies, The MIT Press, 1987.
- Kawai, Masahiro, "Exchange Rate Arrangements in East Asia: Keons from the 1997-1998 Currency Crisis", Monetary and Economic Studies Discussion Paper 2002-E-17, Bank of Japan Institute, 2002.
- Kim, Soyoung, Jong-Wha Lee, and Kwanho Shin, "Regional and Global Financial Integration in East Asia", Working Paper, Economic Department, Korea University, 2005.
- Kim, Soyoung, Sunghyun Henry Kim and Yungjong Wang, "Fear of Floating in East Asia in Monetary and Exchange Rate Arrangement", in East Asia, Y. Oh, D.R. Yoon, T.D. Willet, eds., Korea Institute for International Economic Policy, 2005, pp.229-249.
- McKinnon, Ronald I., Monetary in International Exchange: The Convertible Currency System. New

York: Oxford University Press, 1979.

McKinnon, Ronald I., *Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard*, MIT Press, 2005.

Portes, Richard and helene Rey, "The Emergence of the Euro as an International Currency", NBER Working Paper No.6424, 1998.

Reserve Bank of Australia, "Survey of Foreign Exchange and Derivatives Markets", Media Release, September 2007. .

Tavlas, George S. and Yusuru Ozeki, "The Japanese Yen as an International currency", IMF Working Papers 91/2, International Monetary Fund, 1991.



A Reevaluation of Korea's Foreign Exchange Policies & Future Policy Directions

TAIKI LEE & KYOOBOK LEE

August 2009



Contents

I. Background

II. Trends in Korea's Capital Flows & Reserves after the 1997 Currency Crisis

III. Evaluating Post-1997 FX Policies

IV. Possible Directions for Future FX Policy

V. Conclusions and Implications



I . Background

◆ Global Financial Crisis Hits

- A currency liquidity crunch following the Sept. '08 Lehman Brothers collapse took a severe toll on Korea's financial markets

◆ Korea's FX Management Heavily Criticized

- Window to expand reserves from 1997 currency crisis to 2007 went unutilized
- Singled out are policies adopted from 2006 to promote FX outflows and encourage overseas equity and real estate investment

◆ FX Controls again Scrutinized

- Search underway for appropriate FX management policy

Contents

I. Background

II. Trends in Korea's Capital Flows & Reserves after the 1997 Currency Crisis

III. Evaluating Post-1997 FX Policies

IV. Possible Directions for Future FX Policy

V. Conclusions and Implications



II. Trends in Korea's Capital Flows & Reserves after the 1997 Currency Crisis

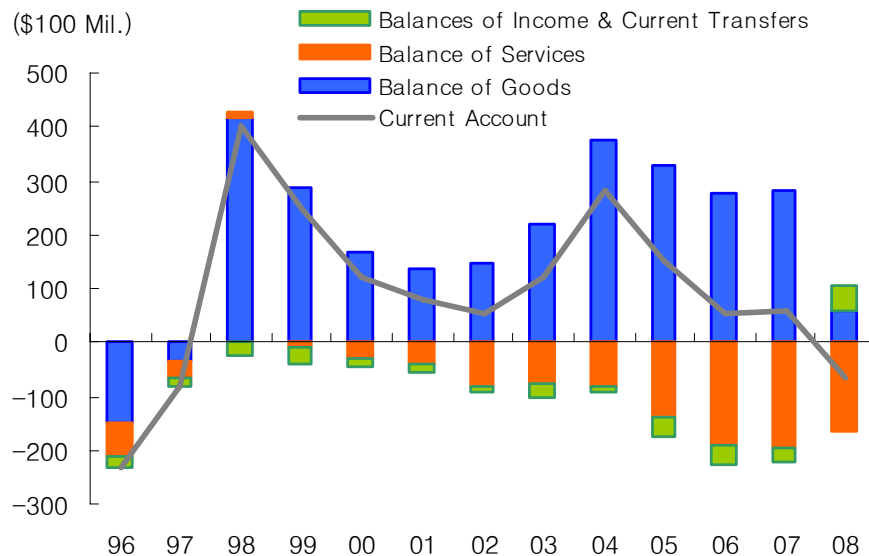
1. Current Account & Capital Account



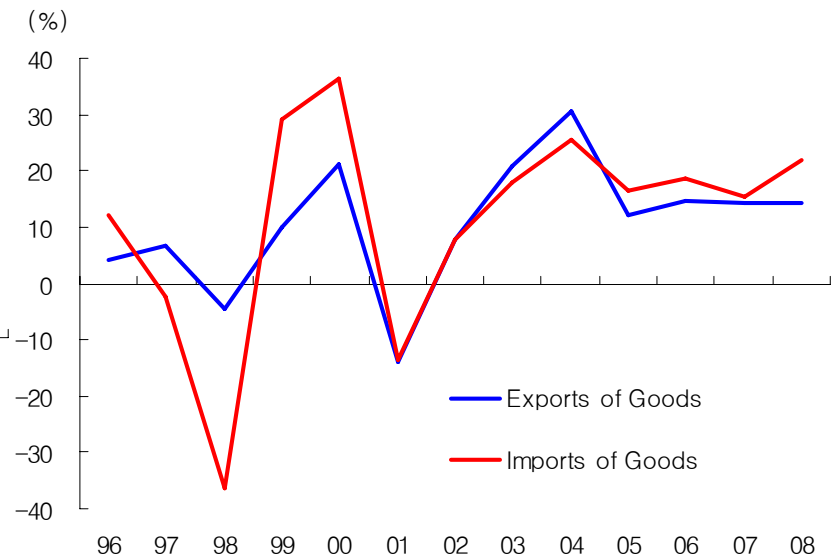
◆ Current account surpluses from '98~'07, but \$6.4 billion deficit in '08

- Goods account posted large surpluses from 2001, but shrank very much in '08
- The deficits of service account tallied larger since 2005

<Current Account>



<Goods Account and Imports>



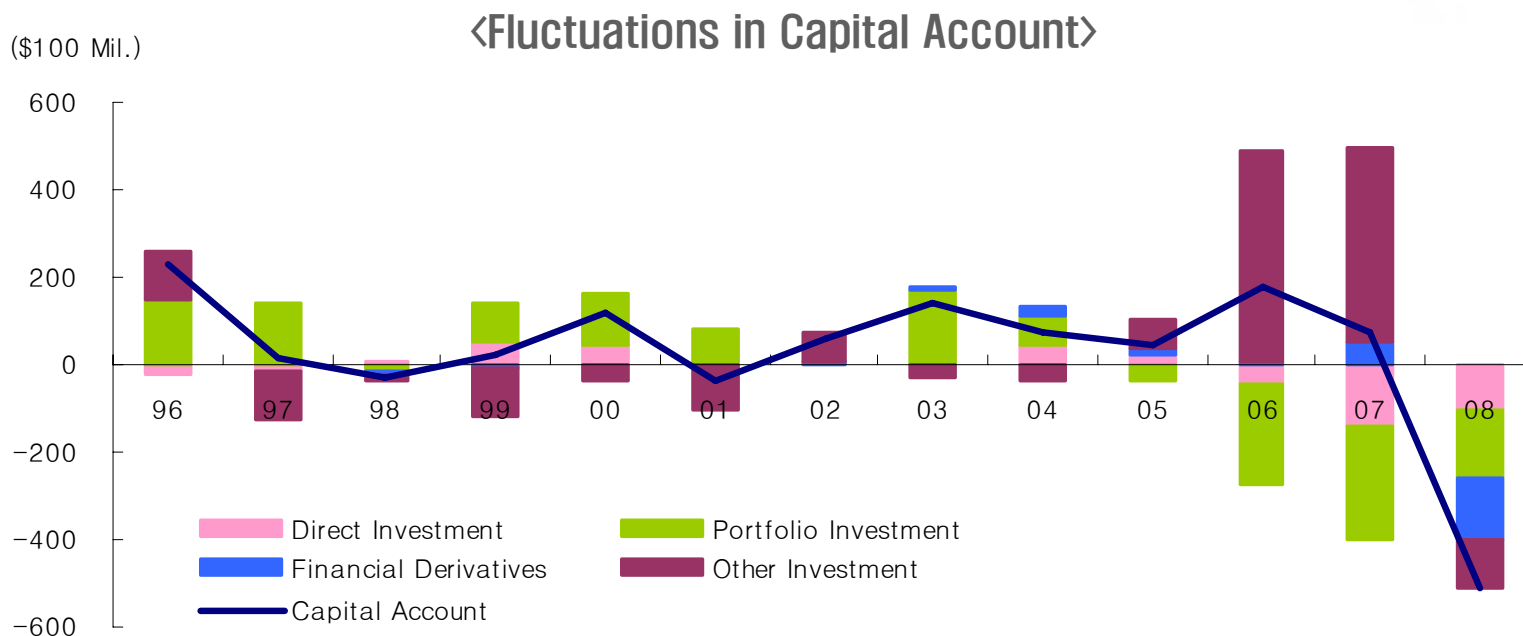
Source: Bank of Korea



II. Trends in Korea's Capital Flows & Reserves After the 1997 Crisis

1. Current Account & Capital Account

- ◆ Post-1997 Currency Crisis through '07 generally saw capital inflows, but a massive capital outflow struck in '08



Source: Bank of Korea



II. Trends in Korea's Capital Flows & Reserves After the 1997 Crisis

1. Current Account & Capital Account

- ◆ FX inflows were led from '99~'04 by portfolio investment, '05~'07 by short-term external debt and other investment vehicles
- ◆ The portfolio investment balance saw wild swings based on foreign and domestic equity and debt patterns
 - '99~'04: Massive inflow of foreign equity investment
 - '05~'07: Massive inflow of external debt, outflow of equity investment for profit taking purposes, surge in domestic portfolio investment abroad
 - '08: Massive outflow of foreign investment, moderate inflow of domestic equity investment

<Balance of Major Capital Account
Items by Period> (Unit: \$100 million)

	'99~'04	'05~'07	'08
Portfolio Investment	+ 523	- 528	- 154
Other Investments	- 250	+ 992	- 106

<Balance of Major Portfolio Investment
Items by Period> (Unit: \$100 million)

		'99~'04	'05~'07	'08
Foreign	Equities	+ 597	- 338	- 412
	Debt	+ 196	+ 964	+ 28
Domestic	Equities	- 83	- 715	+ 64
	Debt	- 187	- 339	+ 167

Note : (+) denotes amount of inflow, (-) amount of outflow



II. Trends in Korea's Capital Flows and Reserves

After the 1997 Crisis

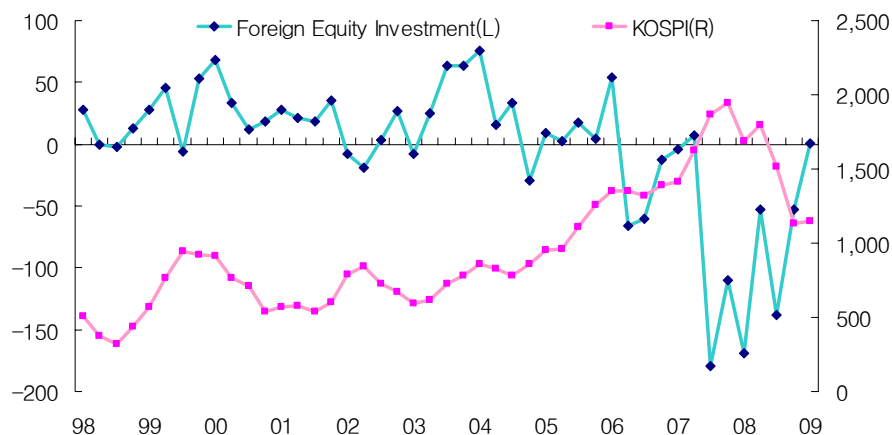
1. Current Account & Capital Account



◆ Foreign Equity Investment

- Foreigners snapped up low-priced stocks after the 1997 crisis, but became net sellers from 2H '05 and sold off en masse from 2H '07 when the global financial crisis hit in earnest

<Foreign Equity Investment and the KOSPI Index>

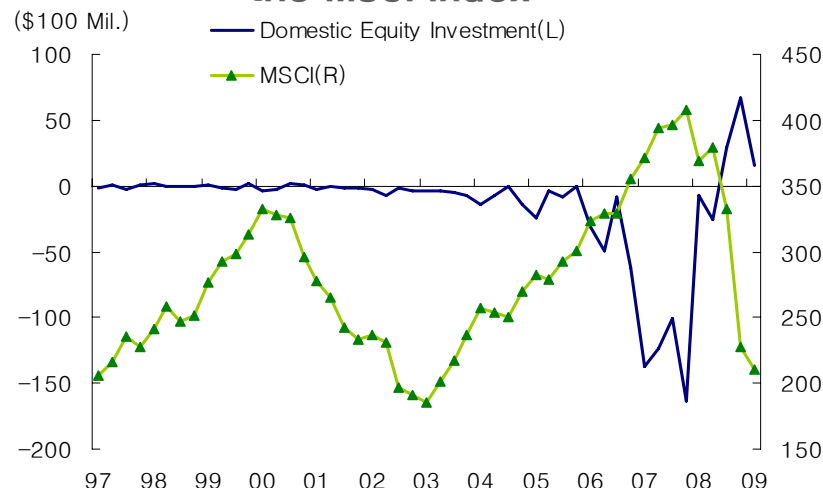


Source: Bloomberg

◆ Domestic Equity Investment

- Equity investment abroad shot up in '06~'07, but has returned to moderate inflows on the heels of plunging overseas share prices

<Domestic Equity Investment and the MSCI Index>



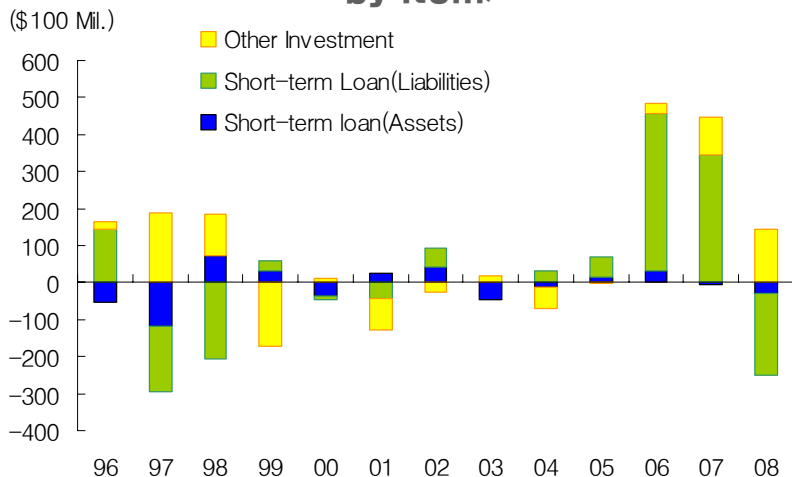
II. Trends in Korea's Capital Flows and Reserves After the 1997 Crisis



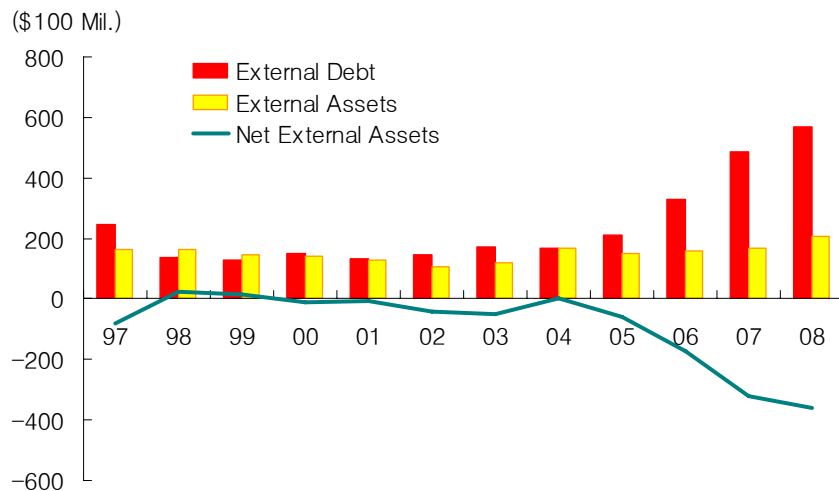
1. Current Account & Capital Account

- ◆ In '06~'07, foreign capital flooded in to the other investment account, but mostly as short-term debt
 - During '06 (US\$4.24 billion) and '07 (US\$3.45 billion), banks' short-term external debt soared to manage positions following selling large amounts of currency forward swaps to exporters and overseas investment funds

<Trends in Other Investment Account by Item>



<Banks' Net Short-Term External Debt>



Note: Bank of Korea Economic Statistics System



II. Trends in Korea's Capital Flows and Reserves After the 1997 Crisis

2. Exchange Rate Trends



◆ Won/Dollar Rate

- The won mostly weakened vs. the dollar from '98 until end '07, then shot up in '08 in the aftermath of the financial crisis

◆ Surge in Won from '02

- During 2H '02, monetary authorities undertook aggressive market intervention to stabilize the exchange rate
- This led to FX shortage in '03, and the treasury lost 1.8 trillion won;
- Following criticism of FX equalization funds etc. in an '04 National Assembly audit, such market intervention actions were halted
- Exchange rate shot up from Nov. '04, and rose most of any emerging market in '05

<Won/Dollar Rate Trends>



Source: Bank of Korea Economic Statistics System

<'00~'06 Major Asian Currencies vs. Dollar>

(Unit: y.o.y, %)

Major Currencies	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Korean Won	-4.98	14.13	-3.12	-4.71	-4.03	-10.46	-6.75
Thai Baht	6.18	10.72	-3.37	-3.44	-3.03	0.02	-6.23
Taiwanese Dollar	-3.15	8.23	2.14	-0.38	-2.87	-3.73	1.21
Hong Kong Dollar	0.43	0.09	0.00	-0.16	0.02	-0.14	-0.11
Indonesian Rupiah	7.10	22.02	-9.15	-8.02	4.26	8.68	-7.24
Malaysian Ringgit	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.35	-3.39
Philippine Peso	13.21	15.18	1.22	5.05	3.39	-1.80	-7.17
Singapore Dollar	1.78	3.91	-0.09	-2.69	-3.00	-1.51	-4.72

Note: 1) (+) denotes rise in price and (-) a decline,
2) Based on average annual rate

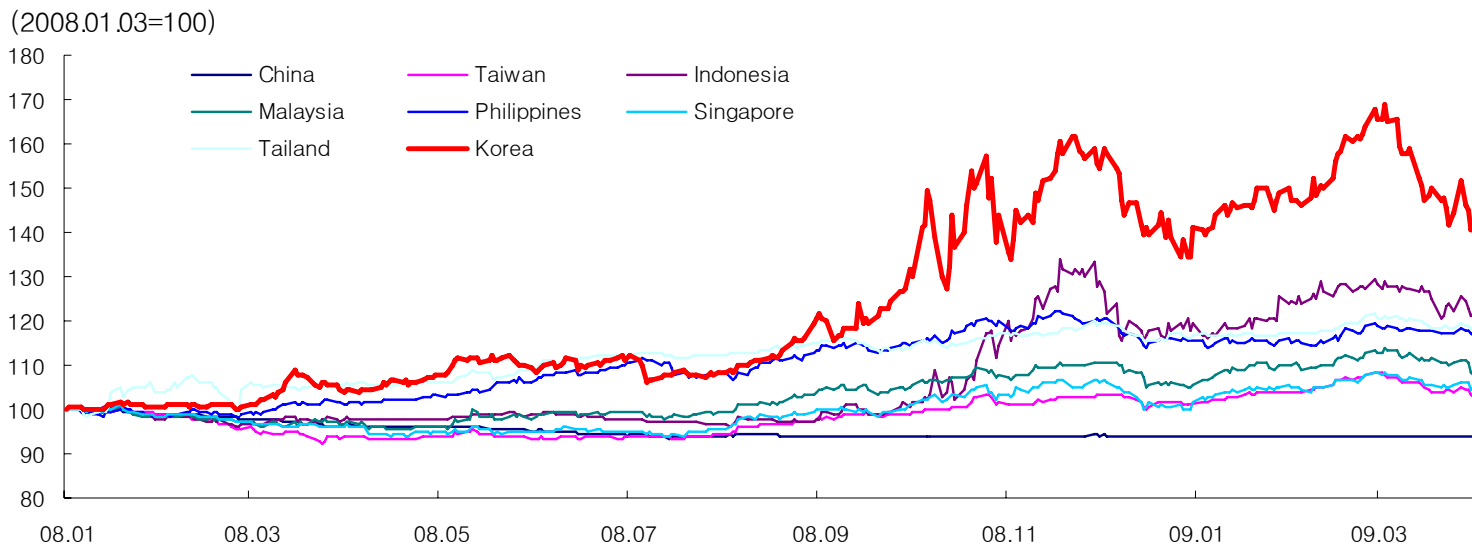


II. Trends in Korea's Capital Flows and Reserves After 1997 Currency Crisis

2. Exchange Rate Trends

- ◆ Global financial crisis punished the won more severely than other emerging market currencies
 - Massive outflow of foreign equity investment, current account deficit and high short-term external debt ratio, etc.
 - Spike in short-term external debt spreads negative sentiment abroad about Korean economy

<'00~'06 Major Asian Currencies vs. Dollar>



Source: Bloomberg

II. Trends in Korea's Capital Flows and Reserves

After 1997 Crisis

2. Exchange Rate Trends

<Recent Net Equity Purchases by Foreigners in Major Asian Markets>

(Unit: \$100 million, %)

	Taiwan	India	Thailand	Indonesia	Philippines	Korea
Share of Foreign Ownership	28.2	8.3	31.0 (End Sept.)	21.2 (End '05)	10.9 (End '05)	27.4
2007 Net Purchases	4.8	173.6	19.0	31.4	145.0	-290.9
2008 Net Purchases	-163.6	-133.4	-49.4	18.0	-149.1	-367.4

Source: Bloomberg, country stock exchanges, International Finance Center

<Short-Term External Debt/FX Reserves by Country>

(Unit: %)

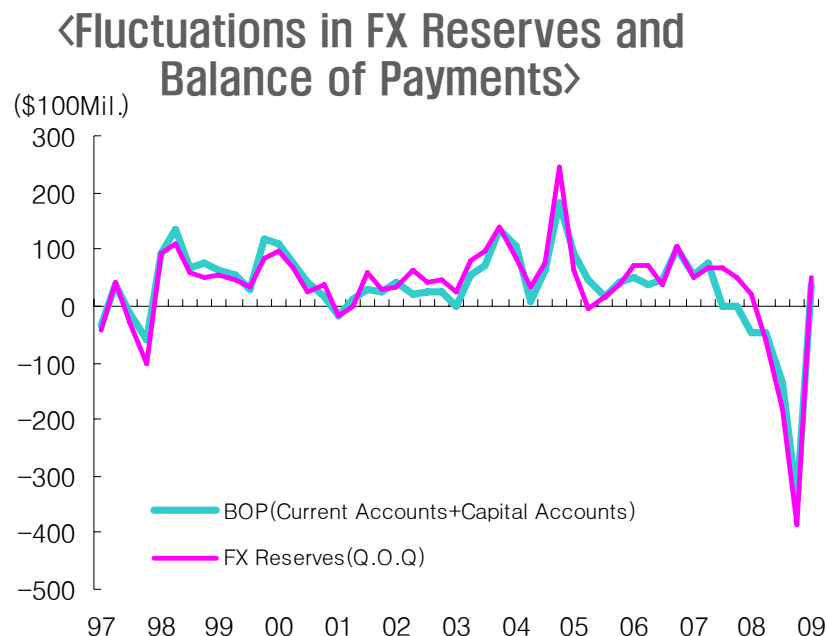
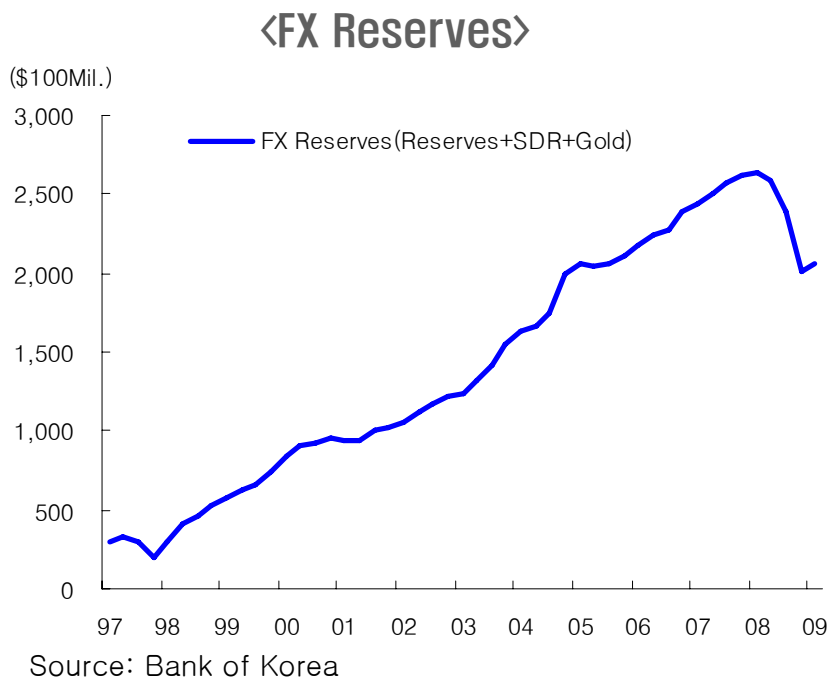
	Brazil	Indonesia	Japan	Korea	Malaysia	Mexico	Russia
2005	35.3	33.3	122.0	31.3	24.0	26.9	24.9
2006	23.9	29.7	105.8	47.6	19.9	27.7	19.2
2007	21.7	33.9	110.4	61.1	22.4	27.2	22.8
2008.1Q	20.1	35.8	131.0	66.8	28.0	30.6	19.5
2Q	20.7	37.2	122.9	68.1	31.2	28.6	18.6

Source: IMF

II. Trends in Capital Flows and Reserves After the 1997 Crisis

3. FX Reserves Trends

- ◆ FX Reserves steadily rose from '98, before dwindling from Q1 '08
- ◆ Market intervention beginning in 2008 to stabilize exchange rates and supply liquidity to financial institutions and exporters sent reserves down



Contents

- I. Background
- II. Trends in Korea's Capital Flows & Reserves after the 1997 Currency Crisis
- III. Evaluating Post-1997 FX Policies
- IV. Possible Directions for Future FX Policy
- V. Conclusions and Implications





III. Evaluating Post-1997 FX Policies

1. Main FX Management Policies

- ◆ Policies to attract foreign currency, such as capital market opening and FX liberalization, were instituted after 1997 currency crisis
- ◆ Policies switched course in '06 to rein in excessively strengthening won

<Significant Post-1997 FX-Related Policies>

Initiative	Kim Daejung Administration	Roh Moohyun Administration	Lee Myungbak Administration
Capital Market Opening	<ul style="list-style-type: none"> - Full opening of bond market to foreigners (Dec. ' 97) - Expansion of permitted scope of securities investment by foreigners (May ' 98) - Full opening of securities markets to foreigners (July ' 98) 	<ul style="list-style-type: none"> - Regulations relaxed on foreign company issuance of bonds in Korea (Jan. ' 03) 	
FX Liberalization	<ul style="list-style-type: none"> - 1st phase of FX liberalization measures (April ' 99) - 2nd phase (Jan. ' 01) - Presentation and adoption of mid-, long-term development plans for FX market (April ' 02) 	<ul style="list-style-type: none"> - Revision of regs. on FX trading (Dec. ' 05) - Plan to expand overseas inv. (Jan./Mar. ' 06) - Initial FX liberalization carried out (May ' 06) - Plan to expand companies' presence abroad and to expand overseas investment (Jan. ' 07) - Plan to improve FX system to build market-friendly FX trading environment (Dec. ' 07) 	<ul style="list-style-type: none"> - Reg. revisions to facilitate FX trading (May ' 08)
Financial Hub Drive		<ul style="list-style-type: none"> - Northeast Asian financial hub strategy adopted (Dec. ' 03) - Fin. regs. relaxed for hub plan (April ' 05) 	

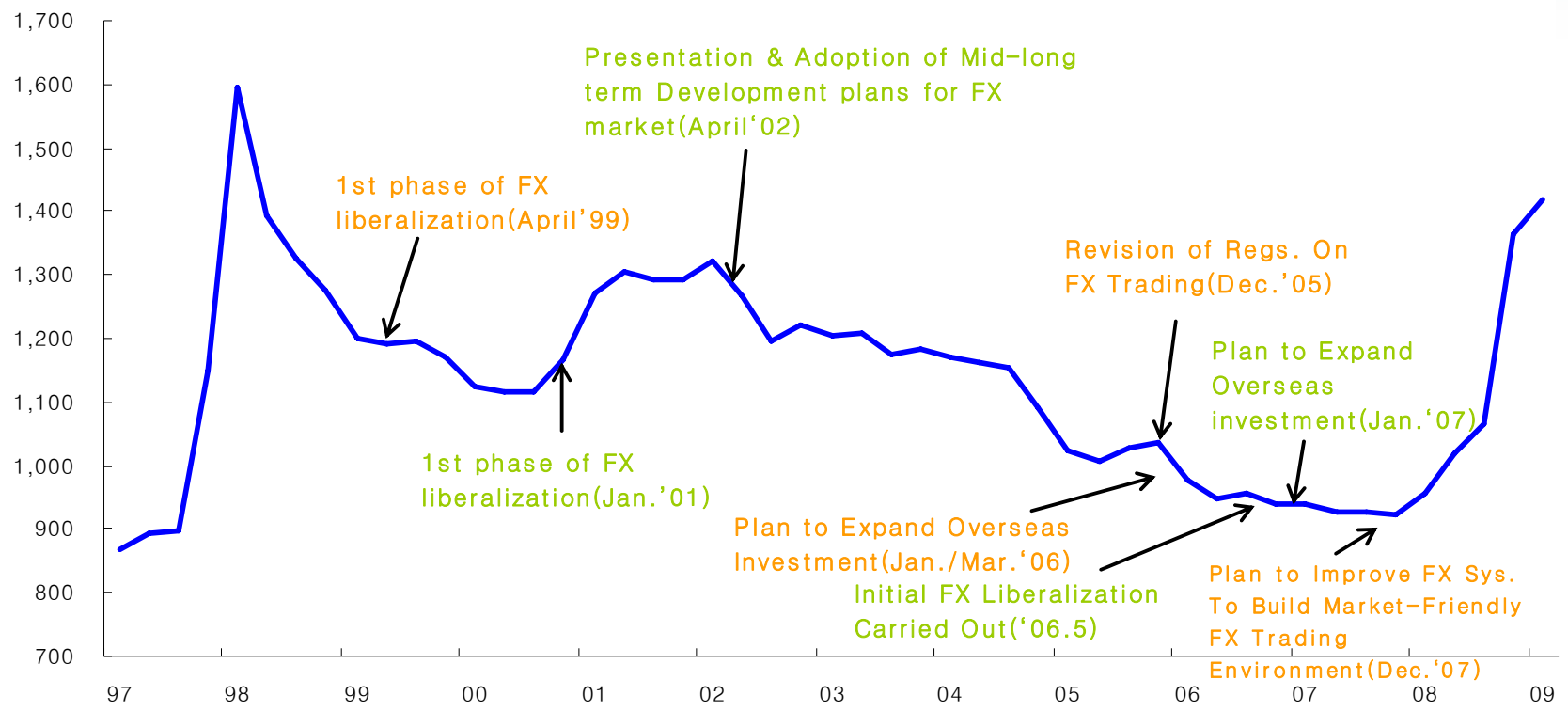
Source: Bank of Korea, Financial Supervisory Service, Ministry of Strategy and Finance

III. Evaluating Post-1997 FX Policies

1. Main FX Management Policies



〈Exchange Rate Trends against
Timeline of Significant FX-Related Policies〉





III. Evaluating Post-1997 FX Policies

2. Evaluation

- ◆ **Period of FX Liberalization to Attract Foreign Capital (End '97~'05)**
 - With full capital market opening etc., a massive inflow of foreign equity and other investment put upward pressure on the won and was a major drag on macro economy
 - Aggressive market intervention and sterilization policy aggravated the Bank of Korea's difficulties in managing the won

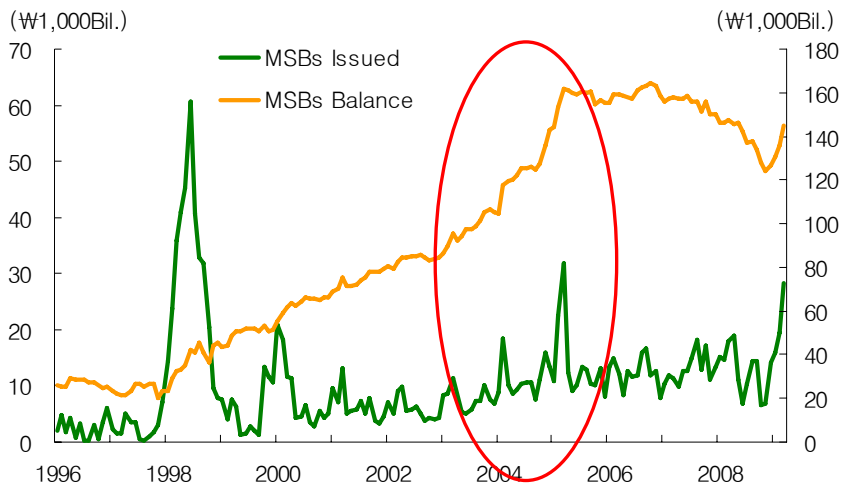
<FX Reserves>

(Unit: Trillions of won)

	'02	'03	'04	'05	'06	'07
Monetary Stabilization Bond Rates	4.8	5	5.6	6.1	6.8	7.5
Change in Reserve Base (Average)	4.2	2.2	1.5	1.5	2.9	6.9
Reserve Base (Average)	33.6	35.8	37.3	38.8	41.7	48.5

Source: Bank of Korea

<MSBs Issued and Balance>



III. Evaluating Post-1997 Crisis FX Management Policies

2. Evaluation

◆ Period of FX Liberalization to Attract Foreign Capital (End '97~'05)

- FX equalization fund's cumulative size grew geometrically, from a 0.7 trillion won deficit in '01 to 26 trillion won by '06
- Arguments that reserves were excessive arose in academic and political circles, with calls for initiatives both to manage reserves efficiently and establish financial hub plan

<Yearly FX Equalization Fund Cumulative Deficit and Scale of Fiscal Expenditures>

(Unit: Trillion Won)

	2002	2003	2004	2005	2006
FX Equalization. Fund Cumulative Deficit (A)	2.5	2.8	15.4	18.9	26.0
Fiscal Expenditures (B)	136	164	173	188	206
Weighting (A/B)	1.8	1.7	8.9	10.0	12.6

Source: Ministry of Strategy and Finance

III. Evaluating Post-1997 Crisis FX Management Policies

2. Evaluation

◆ Period of FX Liberalization to Attract Foreign Currency ('06~pre-Fin. Crisis)

- To ease upward pressure on won, policies to promote FX outflows were aggressively adopted from '06
- Yet this both failed to push the won down and raised short-term external debt
- Most FX inflows were short-term debt, but most outflows were high risk & return equity investments hard to call back when crisis hit
- After the crisis, lingering short-term external debt plunged the domestic FX market into a severe liquidity crunch

<Fluctuations in Overseas Equity Investment and Short-Term External Debt>

(Unit: \$100 Million)

Category	2004	2005	2006	2007	2008
Overseas Equity Investment	95	111	232	471	-165
Changes in Short-Term External Debt	55	96	478	465	-92

Source: Bank of Korea



III. Evaluating Post-1997 Crisis FX Management Policies

2. Evaluation

◆ Period of FX Liberalization to Attract Foreign Currency ('06~pre-Fin. Crisis)

- Overseas real estate investment shot up with relaxed regulations, though absolute increase was not large.
- This may have been a factor in deteriorating FX liquidity during financial crisis
- Korea Investment Corporation (KIC), founded in July '06, took major losses on its direct equity investments, leading to a reduction in FX reserves
- Regarding policies to promote overseas investment to combat the strengthening won => in hindsight, the specific nature of currency flows was not properly factored in

<Residents' Overseas Real Estate Acquisitions>

Category	2006	2007	2008
Number	1,317	2,803	1,227
Amount (\$100 million)	7.4	11.7	4.7

Source: Ministry of Strategy and Finance

<Fluctuations in External Debt>

(Unit: \$100 million)

Category	2004	2005	2006	2007	2008
Current Account	282	150	54	59	-64
Capital Account	76	48	180	71	-509
Foreign Equity Investment Inflows	95	33	-84	-287	-412
Foreign Debt Investment Inflows	89	108	164	591	28
Inflow of Short-Term Loans	33	57	424	345	-220

Source: Bank of Korea



III. Evaluating Post-1997 Crisis FX Management Policies

3. Post-Financial Crisis FX Policy

- ◆ New administration adopted principle of non-intervention in the markets
- ◆ With a skyrocketing exchange rate and rising prices, however, policy makers had to undertake aggressive intervention from May '08 to stabilize rates.

<Pre-Lehman Brothers FX Market Interventions>

2008	Rate	Government Market Interventions
Feb. 29	939.0	No country leaves their exchange rate entirely up to the market (Minister of Finance, Kang Mansoo)
March 4	947.2	To maintain price stability and a strong won, the central bank will counter government's FX policy (Minister Kang Mansoo)
March 17	1,029.2	1 billion US\$ in net sales
March 25	976.3	By factoring in the current account deficit, where the rate must go speaks for itself (Minister Kang)
March 26	986.8	700 million US\$ in net purchases
April 4	973.8	200 million US\$ in net purchases
April 15	986.9	For the macro economy, the current account is the number one task (Minister Kang Mansoo)
April 16	989.5	The exchange rate critically affects not just the goods account, but also the service account (Minister Kang)
May 14	1,047.2	100 million US\$ in net sales
May 15	1,045.1	100 million US\$ in net sales
May 21	1,042.5	500 million US\$ in net sales
May 27	1,037.7	1 billion US\$ in net sales
June 12	1,034.0	Price stability takes priority over growth (Minister Kang Mansoo)
July 7	1,042.9	After govt. and central bank announced aggressive measures, large-scale market intervention was done



III. Evaluating Post-1997 Crisis FX Management Policies

3. Post-Financial Crisis FX Policy

- ◆ With credit crunch deepening after Lehman Brothers collapse, FX liquidity severely worsened and policy makers let loose on market intervention, directly supplying FX as needed to financial institutions and exporters
- ◆ Government and Bank of Korea's post-Lehman FX policy was deemed successful in terms of amount and timing of FX liquidity injections
 - Short-term capital supplied through open bid method (based on market rates) was viewed as a market-friendly policy
- ◆ The limited effectiveness of early 2008 market intervention to induce an exchange rate rise was, however, viewed as unsuccessful

<Bank of Korea's FX Liquidity Injections and Amount Recalled>

Oct. 2008~mid-Mar. 2009	Initial Date of Adoption	Total Supplied (A)	Recalled (B)	Net Amount Supplied (A-B)
Competitive Bid Method Swap Transactions	Oct. 21 2008	102.7	49.7	53.0
Competitive Bid Method FX Loans ¹⁾	Dec. 2 2008	163.5	3.5	160.0
Export bill guarantee loans	Dec. 10 2008	1.5	0.5	1.0
Total		267.7	53.7	214.0

Note: 1) US Federal Reserve's Currency Swap System

Contents

- I. Background
- II. Trends in Korea's Capital Flows & Reserves after the 1997 Currency Crisis
- III. Evaluating Post-1997 FX Policies
- IV. Possible Directions for Future FX Policy
- V. Conclusions and Implications





IV. Possible Directions for Future FX Policy

1. Expansion of FX Reserves

◆ Necessity of Expanding FX Reserves

- Proper FX reserves can prevent speculative asset sales and capital flight over fears the won will plummet, thereby promoting a virtuous circle of asset price stability
- Insufficient reserves spark fears of exchange rate spikes from capital flight over trivial internal or external shocks, leading to fin. institution failures and further crises

◆ Theories on Required Reserve Levels

- Reserves equivalent to 3 months of trade necessary to handle export fluctuations
- Reserves must be stockpiled to counter “sudden stops”
- Not just trade volume and short-term external debt, but also banking system’s size (M2) and potential outflows of portfolio investment should be factored in

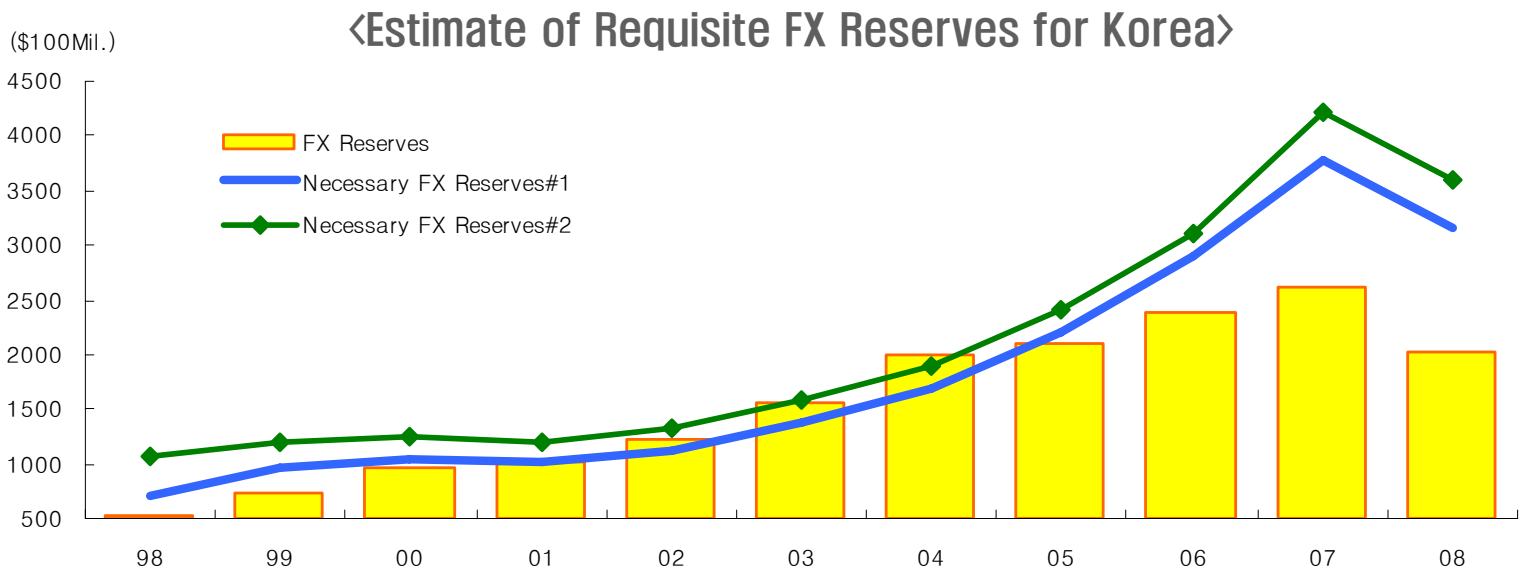
◆ In Korea as elsewhere, the scale of and accompanying risk from portfolio investment has risen considerably as the capital markets have been developed and liberalized



IV. Possible Directions for Future FX Policy

1. Expansion of FX Reserves

- ◆ Looking at all capital transactions, such as ordinary trades and profit-taking by foreign equity investment, FX reserves viewed as not excessive from around 2005
- ◆ Future efforts are needed to secure stable FX reserves through current account surpluses



Note: necessary FX reserves # 1: (3 months worth of imports) + (amount of foreign portfolio investment/3) + (short-term external debt)
necessary FX reserves # 2: (3 months worth of imports) + (amount of foreign portfolio investment/3) + (current external debt)
Source: Bank of Korea Financial Statistics System, KITA trade statistics, FSS's foreign investment trends report



IV. Possible Directions for Future FX Policy

2. Improving FX soundness

- ◆ During this financial crisis, the spike in banks' short-term external debt drove FX market unease due to maturity mismatches among FX assets and liabilities
 - Forward swaps, discounted trade bills, and FX loans, etc., made up most domestic bank FX assets, while most FX liabilities were loan-based external debt
 - Forward swaps for exporters' and overseas investment funds that were purchased by domestic banks were long-term assets, but most loans to manage these positions were short-term external debt

- ◆ To reduce FX liquidity risk, regulations to change calculation of liquidity ratios from an end-period to an average basis are being considered

<Domestic Bank External Debt>

(Unit: \$100 millions)

	End 2005	End 2006	End 2007	End 2008
Overseas Debt	583.9 (100.0)	821.1 (100.0)	1,089.6 (100.0)	1,234.8 (100.0)
Short-Term Debt	279.7 (47.9)	442.6 (53.9)	546.4 (50.1)	656.1 (53.1)
Long-Term Debt	304.2 (52.1)	378.5 (46.1)	543.2 (49.9)	578.7 (46.9)

Note: 1) () denotes share of the total (%)

Source: Bank of Korea



IV. Possible Directions for Future FX Policy

2. Improving FX soundness

- ◆ To manage external debt –a potential FX market destabilizer– regulations must be strengthened on short-term external debt, which depends on external growth and not fin. institutions' real demand
- ◆ Dynamic loan-loss provisioning for FX assets to reduce procyclicality of FX loans market is needed
- ◆ As for the financial markets, initiatives must be explored to attract stable FX inflows, rather than speculative capital
- ◆ Policies to encourage FX outflows through overseas securities/real estate investment should be reexamined and FX market soundness must be solidified

<Domestic Bank FX Loan Trends>

(Unit: \$100 million)

	End 2005	End 2006	End 2007	End 2008.9 Balance
FX Loans	256.6 (100.0)	38.9 (100.0)	43.2 (100.0)	501.6 (100.0)
Facilities Loans	69.9 (27.3)	71.0 (22.2)	66.7 (35.8)	230.7 (46.0)
Working Capital	235.8 (52.9)	-42.7 (62.4)	-37.1 (47.8)	181.9 (36.3)
Other	50.9 (19.8)	10.6 (15.4)	13.6 (16.4)	89.0 (17.7)

Note: 1) () denotes share of total (%)

Source: Bank of Korea



IV. Possible Directions for Future FX Policy

3. Internationalization of the Won

- ◆ Korea opened its capital markets to advanced economy levels after 1997, but won trading volume overseas remained relatively trivial
- ◆ Sufficiently raising international demand for the won calls for stabilizing the FX market through raising its trading volume
 - Settling transactions with major regional trade partners such as China, Japan, in the won or the partner's currency is needed to reduce dependence on the dollar

〈Settlement Currency for Korean Exports〉 (Unit: %)

	US Dollar	EU Euro	Japanese Yen	Korean Won	Chinese RMB	Other
2002	85.0	5.5	5.4	0.4	0.002	3.7
2003	83.6	6.5	5.6	0.4	0.002	3.9
2004	82.3	7.3	5.6	0.4	0.002	4.3
2005	79.1	8.4	5.6	0.5	0.003	6.4
2006	79.6	8.8	5.0	0.6	0.002	6.0
2007	77.2	9.6	4.8	0.7	0.003	7.7
2008	81.6	7.6	4.7	0.8	0.005	5.2

〈Settlement Currency for Korean Imports〉 (Unit: %)

	US Dollar	EU Euro	Japanese Yen	Korean Won	Chinese RMB	Other
2002	78.2	5.4	13.2	1.4	0.002	1.8
2003	76.7	5.9	14.5	1.4	0.003	1.4
2004	77.2	5.5	14.6	1.4	0.003	1.2
2005	79.3	5.4	12.6	1.6	0.003	1.1
2006	80.9	5.2	11.2	1.7	0.004	1.0
2007	80.7	5.6	10.8	1.8	0.008	1.0
2008	82.0	5.8	9.7	1.6	0.011	0.8

Source: Ministry of Knowledge and Economy

IV. Possible Directions for Future FX Policy

3. Internationalization of the Won

- ◆ 49.8% of Japanese exports are settled in US dollars and 39.4% in yen, a big difference from Korea

<Settlement Currency for Japanese Exports/Imports>

(Unit: %)

Category		Exports				Imports			
		US Dollar	Yen	Euro	Other	US	Yen	Euro	Other
2002	1st Half	52.7	34.9	8.5	3.9	69.0	24.2	4.2	2.6
	2nd Half	50.7	36.7	8.6	4.0	67.6	25.5	4.6	2.3
2003	1st Half	48.0	38.4	9.6	4.0	68.7	24.6	4.5	2.2
	2nd Half	48.0	39.3	8.9	3.8	67.8	25.3	4.7	2.2
2004	1st Half	46.8	40.1	9.4	3.7	68.0	25.3	4.7	2.0
	2nd Half	47.5	40.1	8.9	3.5	69.5	23.8	4.6	2.1
2005	1st Half	48.2	39.3	8.7	3.8	69.6	24.1	4.4	1.9
	2nd Half	50.1	38.4	8.0	3.5	72.1	22.1	4.0	1.8
2006	1st Half	49.8	38.5	8.2	3.5	73.4	21.2	3.8	1.6
	2nd Half	51.3	37.1	8.3	3.3	73.0	21.3	3.9	1.8
2007	1st Half	49.9	37.9	8.7	3.5	72.8	21.4	4.1	1.7
	2nd Half	49.3	38.7	8.4	3.6	73.5	20.9	4.0	1.6
2008	1st Half	47.8	40.3	8.5	3.4	73.9	21.1	3.5	1.5
	2nd Half	49.8	39.4	7.6	3.2	74.7	20.7	3.1	1.5

Contents

- I. Background
- II. Trends in Korea's Capital Flows & Reserves after the 1997 Currency Crisis
- III. Evaluating Post-1997 FX Policies
- IV. Possible Directions for Future FX Policy
- V. Conclusions and Implications



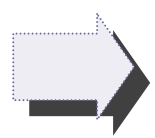


V. Conclusions and Implications

- ◆ The credit crunch that accompanied the global financial crisis weakened most emerging market currencies, but Korea's destabilized more than others
- ◆ Such external shocks rattled Korea much more than other countries. This is viewed as being rooted, in a part, in the side effects of the dramatic shift in FX policy that Korea undertook after the 1997 currency crisis

FX Policy Directions

Post-currency crisis capital market opening, FX liberalization to attract foreign currency



From 2006, dissuading FX inflows to moderate excess strengthening of won



- Surge in overseas equity investment following tax exemptions and other measures accompanied by currency hedging, the main factor behind the rise in short-term external debt
- As policies to encourage FX outflows were put in place, Korea's current account surplus plunged, and there was a massive outflow of foreign equity investment



V. Conclusions and Implications

- ◆ Following the recent US-initiated financial crisis, some argue that expanding FX reserves to the \$300 billion level is needed to prevent another crisis and curtail FX market instability
- ◆ In discussing appropriate FX reserves, however, several issues must be taken into consideration
 - The costs and benefits of expanding FX reserves on capacity to deal with crises and on overseas credit ratings should be weighed
 - Market intervention to keep FX reserves at a specified level may fuel speculative trading on exchange rate directions and exacerbate instability
 - FX reserves expansions should be achieved through smoothing operations to stem sharp fluctuations in the exchange rate from speculative trading.
- ◆ The goal of desirable FX policy should be exchange rate stability.



V. Conclusions and Implications

◆ Examining policy mechanisms to foster FX market stability

- For FX liquidity, alongside shoring up fundamentals and maintaining current account surpluses, international cooperation should be strengthened, i.e. by expanding currency swaps
- So as not to reverse market opening and liberalization, exchange liberalization measures related to FX outflows such as overseas securities/real estate investment, should be reexamined and attracting long-term investment and curbing short-term speculative flows should be done through incentives and tax benefits.
- To manage external debt, a potential destabilizing factor to the FX market, oversight of FX soundness must be strengthened
- It is necessary to pursue internationalization of the won, and settle major trade deals with chief local trade partners such as China and Japan in won or the country's currency to lessen reliance on the US dollar



EOD

