

연금연구회 세미나

최근 환율흐름과 정부정책대응에 대한 평가: 국민연금 정책수단화를 중심으로

2025년 12월 11일
동국대학교 D Square 홀

동국대학교국제통상학과
현정환 교수

1. 논의 배경

- 원화의 두드러진 가치 하락

각국 통화의 가치하락(환율상승)률

	5월초	6월초	7월초	8월초	9월초	10월초	11월초
일본	7.19	8.45	8.36	3.49	5.97	5.49	1.17
대만	-2.96	4.30	6.68	4.20	1.95	2.34	1.23
태국	-4.91	-2.73	-1.70	-2.66	-1.36	-1.70	-1.54
인도네시아	0.54	2.46	2.80	1.43	1.21	0.15	0.36
말레이시아	-4.68	-3.37	-2.35	-3.56	-2.65	-2.27	-1.79
필리핀	5.75	5.85	4.89	1.29	3.40	1.30	0.51
베트남	1.37	1.30	0.92	0.61	0.06	-0.25	0.17
한국	4.77	7.22	8.58	5.06	5.64	4.92	3.04
등수	3	2	1	1	2	2	1

* (12.9일 환율과 매월 초 환율 비교)

1. 논의 배경

• 외환당국의 반응과 인식

- (기재부 구윤철 부총리) 11.25일 국민연금의 수익성과 외환시장 안정을 조화하기 위해 국민연금 '뉴 프레임워크' 구축 논의 시작
 - ✓ 기재부-한은-복지부-국민연금 '4자 협의체'
- (한은 이창용 총재) 11.27일 지금 (환율이) 1500원을 넘는다면 이는 한미금리차나 외국인 때문이 아니고 단지 내국인들의 해외 주식 투자가 많기 때문
- (기재부) 11.30일 수출기업의 환전 및 해외 투자 현황 점검
 - ✓ 달러 환전에 적극적이거나 국내 설비를 늘리는 기업에 금전적 인센티브 제공 방안 고려

2. 외환당국의 대응

1) 국민연금을 이용한 환헤지

- 2024년 말-2025년 초에 한시적으로 실시
- 내용: 국민연금이 환율상승기에 외환 선물환을 매도하여 환율변동성을 줄이는 효과
- 두 가지 방식
 - ① 전술적 헤지: 운용본부 재량으로 해외자산 대비 $\pm 5\%$ 범위 내에서 수시 조정
 - ② 전략적 환헤지: 환율이 장기평균에서 크게 이탈하는 경우 해외자산의 10% 수준으로 헤지 비율 확대(위원회 승인)
- 문제점
 - ① 기금의 독립성 훼손(해외투자자산 관리에 대한 외환당국의 영향력↑)
 - ② 수익률 훼손(환차익 일부 포기)
 - ③ 장기평균환율에 대한 판단은? Free floating와 배치

2. 외환당국의 대응

2) 한국은행-국민연금 간 외환스왑 실시

- 2022년 처음 실시
- 내용: 국민연금이 외환시장에서 외화를 조달하지 않고 외환당국과의 외환스왑거래를 통해 해외투자(외환) 자금을 조달 → 외환시장 환율 안정
- 방식



- 한도 확대: 100억 달러(22.9월) → 350억 달러(23.4월) → 500억 달러(24.6월)
 - ✓ 2025년 11.30일 연간 650억 달러로 연장 합의
- 문제점: ① 스왑 규모가 커지고 스왑만기가 길어질수록 외환보유액의 유동성 약화, ② 외환스왑 정례화는 bad signal(중앙은행이 연기금과 통화스왑프 체결은 일반적이지 않으며 환율 불안정성을 스스로 인정)

2. 외환당국의 대응

3) 국민연금의 외화채 발행

- 2025년 12월 제안
- 내용: 국민연금이 외화채를 발행하여 해외에서 달러를 직접 조달하여 국내 달러 수요를 줄이고, 국내 환율 불안시 국민연금의 외화 투입 가능
- 문제점
 - ① 자금조달 비용 상승에 따른 수익률 저하
 - ✓ 기본적으로 국민연금의 투자재원은 국민이 납입한 보험료 → 조달비용 0%
 - ✓ 차입을 통한 자금조달의 조달비용 → 신용도, 만기 등에 따라 3-5% → 신용도 관리 및 IR 필요
 - ② 이자리스크 노출: 시장금리가 변동함으로써 실제 조달비용이 예상과 달라지는 위험
 - ✓ 재도달 위험, 고정금리/변동금리 위험 등
 - ③ 조달한 외화를 국내 외환시장 안정화를 위해 외환시장에서 매도할 경우 환리스크 노출

2. 외환당국의 대응

4) 기타

- (증권사 & 서학개미 대상) '통합증거금 시스템'을 통해 원화를 달러로 자동 환전하는 방식으로 해외주식 거래를 제공하는 관행이, 장 초반 외환시장에 달러 수요 쏠림을 유발했다는 인식
- (증권사 & 서학개미 대상) '해외주식 양도소득세' 강화 가능성
- (수출기업 대상) 수출기업의 달러 매도 대신 달러예금 → 외환시장 매도 유도

2. 외환당국의 대응 평가

- 국민연금의 **상설 외환정책수단화**

- 국민연금의 목적은 환율안정이 아님
 - ✓ 환율안정을 위한 국민연금 수익 저하 정당화 불가
- 국민연금은 연금가입자의 자산, 연금가입자가 국민연금의 주인
 - ✓ 국민연금 운용은 연금가입자를 위한 방향으로 이루어져야 함 → 수익성과 안정성
 - ✓ 외환정책수단화 → **수익성과 안정성 동반 훼손**
- **장기 수단으로 활용 불가**
 - ✓ **기금고갈 촉진**
 - ✓ 언젠가는 국민연금 투자규모 축소 불가피

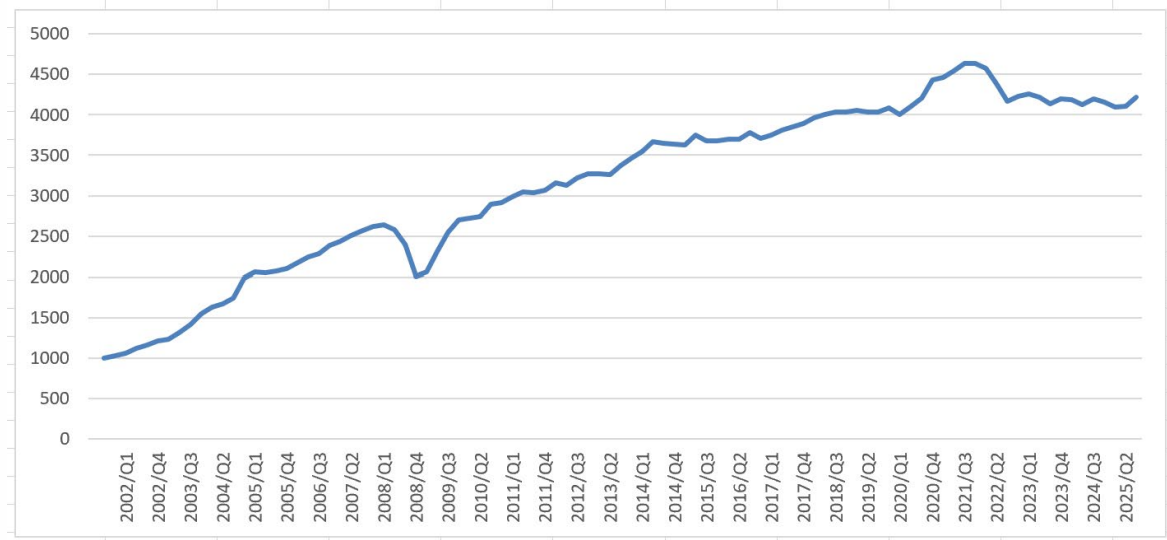
- 대안

- 외평채기금 & KIC 활용 OR 제2 국부펀드 육성
 - ✓ 유로달러시장에서 주 활동을 하는 펀드 육성
- 외국인투자 유치 필요
 - ✓ 그린필드에 집중, **노동시장 유연화 필요**

3. 문제의 본질

1) 외환보유액 축적 구조 단절

- 경상수지 흑자 → 외환보유액 축적 메커니즘: 경상수지 흑자 → 수출기업의 외환 매도 → (환율 상승세 진정 효과) → 외환당국의 외환 매입 → 외환보유액 ↑
- 단절
 - ① 수출기업의 외환매도 축소로 인한 외환공급 감소
 - ② 서학개미의 외환수요 증가
- 결과: 환율 상승 압력 증가 + 외환보유액 축적 어려움
- 우리나라 외환보유액 추이(단위: 1억달러)



3. 문제의 본질

2) 대미 10년 2,000억 투자 부담

➤ 내용: 1년 외환보유액 운용수익을 재원으로 하여 200억 달러 현금 투자

➤ 제한사항

① 외환보유액 중 채권 비중 하한을 설정하는 효과 → 현금 등 초유동자산 비중 상한 설정

② 4,100억 외환보유액의 70%가 채권 → 2870억을 채권 투자하여 150억 이자수익 달성하려
채권수익률이 5.226%

③ 10년 간 이자수익을 통한 외환보유액 축적 불가능

④ 이미 IMF, BIS 권고 기준에 미달하는 외환보유액 수준

⑤ 투기적 공격 가능성 ↑

➤ 결론

✓ 환율의 하단이 높아지는 효과

✓ 외환시장 불확실성 증가

✓ 재협상 필요

3. 문제의 본질

3) 저성장 기조 & 재정부담 및 통화량 증가 예상

- (저성장 기조) 일부 산업을 제외한 불경기 → 외국인투자 감소 → 외환공급 감소
- (정부부채 증가세) 민간저축률 ↓ 상황에서 $G \uparrow \rightarrow (T-G) \downarrow \rightarrow$ 경상수지에 부정적 영향
 - ✓ $G \uparrow \rightarrow M \uparrow \rightarrow P \uparrow \rightarrow$ 원화가치 하락 압력 → 환율 상승

4. 문제의 본질에 기반한 해결책

- 현재 고환율 및 미래환율 불안에 대한 대응은 문제의 본질에 기반하여 이루어져야 함
- 현재 정부 입장에서 외환시장 불안에 대한 대응수단으로 국민연금을 활용하는 것은 국민연금의 해외투자 자금 규모가 크고 소기의 성과를 거둘 수 있기 때문
- 그렇지만 국민연금은 연금가입자의 재산이지, 환율 안정을 위해 조성된 기금이 아님
- 환율 안정을 위해서는 외환보유액, 국부펀드(KIC), 외평채기금을 활용하고 그 규모를 키워야 하는데 이런 근본적 대책은 부재
- 국민연금을 활용한 환율안정은 미봉책이며 지속가능한 해결책이 아님
 - 현재는 연금 규모가 확대되는 구간에 있지만 장기적으로 연금 규모는 축소될 것이기 때문
- 따라서, 현재 근본적 대책을 강구하지 않으면 10년 후에는 환율 안정을 위해 동원할 수단이 전무할 것
 - 2005년 한은-국민연금 통화스와프 최초 체결 → 2008년, 코로나19 사태 등을 겪으면 서도 미래지향적 대책 고민 없음
- 투트랙 대응: ① 국내 금융시장 국제화 도모, ② 해외 유로달러시장 기반 국부펀드 육성