

# 연금연구회 세미나

## 최근 정부의 환율 대응에 대한 장기 관점에서의 평가

---

2026년 1월 5일

동국대학교 사회과학관

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 활용

#### ① 전략적 환헤지 연장

- 효과: 국민연금이 환율상승기에 외환 선물환을 매도하여 환율변동성을 줄이는 효과
- 전략적 환헤지: 환율이 장기평균에서 크게 이탈하는 경우 해외자산의 10% 수준으로 헤지 비율 확대
- 문제점
  - ✓ 기금의 독립성 훼손(해외투자자산 관리에 대한 외환당국의 영향력↑)
  - ✓ 수익률 훼손(환차익 일부 포기)
  - ✓ 장기평균환율에 대한 판단은? Free floating와 배치

## 2. 외환당국의 대응

### 1) 국민연금을 활용

#### ② 한국은행-국민연금 간 외환스왑 연장

- 2025년 11.30일 연간 650억 달러로 연장 합의
- 문제점: ① 스왑 규모가 커지고 스완만기가 길어질수록 외환보유액의 유동성 약화, ② 외환스왑 정례화는 bad signal(중앙은행이 연기금과 통화스와프 체결은 일반적이지 않으며 환율 불안정성을 스스로 인정)

#### ③ 국민연금의 외화채 발행 (논의 단계)

- 2025년 12월 제안
- 내용: 국민연금이 외화채를 발행하여 해외에서 달러를 직접 조달하여 국내 달러 수요를 줄이고, 국내 환율 불안시 국민연금의 외화 투입 가능
- 문제점:
  - ✓ 자금조달 비용 상승에 따른 수익률 저하
  - ✓ 이자리스크 노출: 시장금리가 변동함으로써 실제 조달비용이 예상과 달라지는 위험(재투자 위험, 고정금리/변동금리 위험 등)
  - ✓ 조달한 외화를 국내 외환시장 안정화를 위해 외환시장에서 매도할 경우 환리스크 노출

## 2. 외환당국의 대응

### 2) 해외 주식 투자 양도소득세 감면 또는 면제

- 주요 내용: 해외주식을 보유한 개인을 대상으로, 1인당 최대 5천만원을 한도로, 해외 주식을 매도하고 원화로 환전한 뒤 국내 주식 또는 주식형 펀드에 1년 이상 투자
- Reshoring Investment Account 개설: 보유종목을 이 계좌에 이체한 뒤 매도하고 국내 종목을 매수해야 함

복귀 시기(2026년)	양도세 감면 비율
1분기(1~3월)	100% 면제(전액 비과세)
2분기(4~6월)	80% 감면
하반기(7~12월)	50% 감면

- 문제점: ① “양도세를 감안한 해외수익률 > 양도세 감면 후 국내 투자 수익률” 예상시 효과 없음, ② 우회 가능(양도세 감면 혜택을 위한 해외주식 매도 + 해외주식 매입)

## 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

## 2. 외환당국의 대응 평가

- 외환보유액 운용 원칙 위배

- 운용목표: 안전성, 유동성, 수익성
  - ✓ 국민연금과의 스왑 -> 유동성, 안전성 약화
  - ✓ 대미투자 200억 원천 = 외환보유액 운용수익 → 실질 수익률 = 0
- 개선 방향
  - ✓ 외환보유액 운용 투명성 및 책임성 강화 필요
  - ✓ 국회 등에 대한 운용결과 보고, 운용 가이드라인/규정 마련 필요
- 필요성
  - ✓ 외환보유액 = 중앙은행 보유 순외화자산
  - ✓ 실질적으로 “국민이 주인”



주 1) 외화자산리스크위원회는 국제국 담당 부총재보(의장), 외자운용원장, 기획협력국장, 금융시장국장, 국제국장, 국제경제부장, 외자기획부장, 투자운용부장, 운용지원부장 등 총 9명으로 구성되어 있다.

주 2) 외화자산운용자문위원회는 9명의 외부전문가와 4명의 한국은행 내부인사로 교수와 금융기관 전문가들로 구성되어 있다.

## 2. 외환당국의 대응 평가

- 외환보유액 운용 원칙 위배

- KIC의 사례

- ✓ 투자정책서: 공사의 자산운용과정 전반에 대한 지침
    - ✓ 투자 가이드라인
    - ✓ **수탁자 책임에 관한 원칙**: 한국투자공사는 정부, 한국은행 등으로부터 위탁된 자산을 관리 및 운용하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위하여 수탁자 책임에 관한 원칙을 마련
  - ✓ 수익률 공개

# 3. 제안

## 1) 역외 시장에 기반한 국부 펀드 조성

### ➤ 상황

- ✓ 국민연금은 해외 투자 필수(국내 투자 비중 확대 시 20년 후 자산축소 과정에서 국내주식시장 침체 유발)
- ✓ 국민연금 해외 투자가 환율변동 심화 → 한국은행과의 스왑 → 외환보유액 유동성 ↓
- ✓ 외환보유액 운용의 낮은 투명성 & 재량, BUT 국부펀드의 투명성 & 원칙(책임) 높음

### ➤ 역외 활동하는 제2의 국부펀드 조성

- ✓ 경쟁, 발생가능한 운용상 도덕적 해이 ↓
- ✓ 투자자산의 스펙트럼 ↑ (예: 금 투자)
- ✓ 투자 리스크 분산
- ✓ 국내 외환시장에 대한 영향 최소화 가능

# 3. 제안

## 2) 국내 금융시장의 국제화

- 금융중심지 전략의 일환
- 국내 자본시장에 대한 외국인 투자 유치
  - ✓ 관건: 원화의 안정성 확보, 원화투자의 인센티브(수익률) 확보

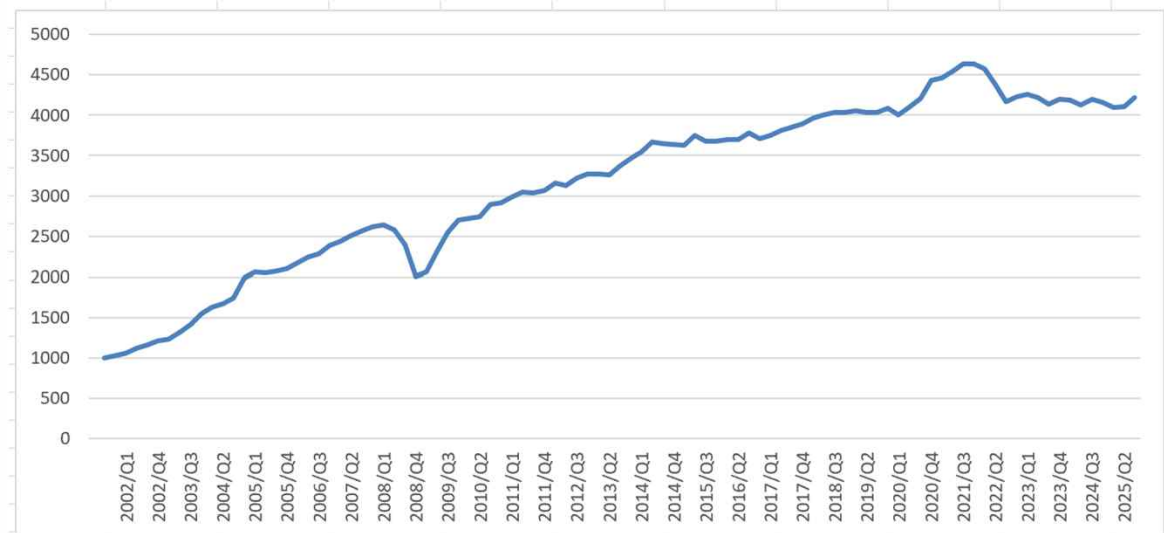
## 3) 원화의 국제화

- 미달러 등 국제통화에 대한 의존도 완화
- 출발점: ODA와의 연계, 해외 동포(대한민국 국적을 가진 재외국민과 외국 국적을 가진 외국 국적동포) 대상

# 참고. 최근 환율 급등 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)



# 참고. 최근 환율 급등 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

## 참고. 최근 환율 급등 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