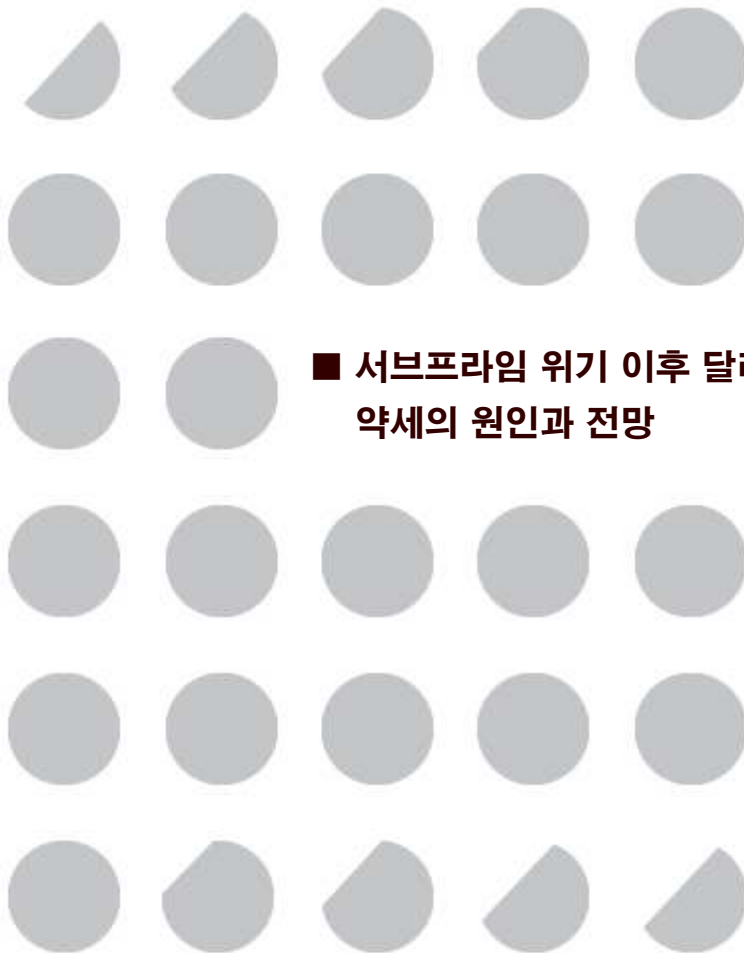




07-40 (통권 271호)

2007.10.26

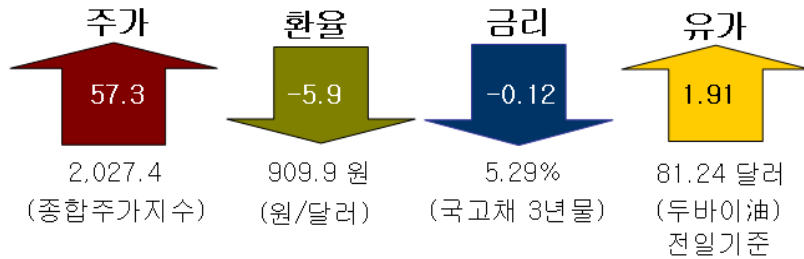
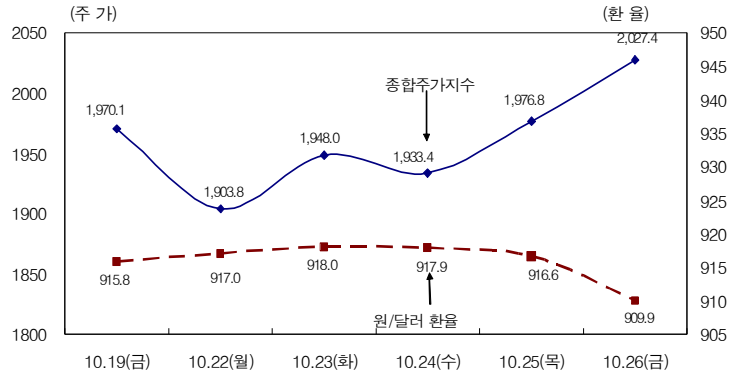
韓國經濟週評



■ 서브프라임 위기 이후 달러화 향방:
약세의 원인과 전망

Better than
the Best!

週間 主要 經濟 指標 (10.19~10.26)



차 례

- 주요 경제 현안 1
 - 서브프라임 위기 이후 달러화 향방: 약세의 원인과 전망 1
- 주간 경제 동향 18
 - 실물 부문 : 3/4분기 경제성장률 호조세 18
 - 금융 부문 : 원화 환율 910원 이하로 하락 19

□ 본 자료는 CEO들을 위해 작성한 주간별 경제 경영 주요 현안에 대한 설명 자료입니다.
 □ 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재하시기 위해서는 본 연구원의 허락을 얻어야 하며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

□ 총 괄 : 한 상 완 경제연구본부장 (3669-4121, swhan@hri.co.kr)
 □ 거시경제실 : 표 한 형 연 구 위 원 (3669-4131, raisosa@hri.co.kr)

Executive Summary

□ 서브프라임 위기 이후 달러화 향방: 약세의 원인과 전망

1. 논의 배경

서브프라임 모기지 부실로 야기된 국제금융시장의 신용경색이 미국 연준위가 정책금리 인하(5.25%→4.75%) 이후 다소 안정세를 찾고 있다. 하지만, 미국 주택경기 침체의 지속이 예상되는 가운데 미국의 추가적인 금리 인하 가능성 등으로 금융시장의 변동성이 확대되면서 글로벌 달러화 약세가 심화될 것으로 보인다. 이에 따라 미 달러화의 약세의 근본 요인들을 점검할 필요가 있다.

2. 미국의 금리 인하 이후 금융 시장 동향

(외환시장) 미국 연준위가 9월 18일 정책금리를 인하한 이후 주요국 통화가 달러화에 대하여 강세를 보이고 있다. 특히, 유로화는 10월 18일 1.4291달러로 사상 최고치를 기록하였다. 원/달러 환율은 해외투자자들의 자금이탈로 일시적으로 상승하였으나, 금리 인하 이후 하락세로 반전되었다. **(주식시장)** 다우존스 주가지수는 미국의 추가적인 금리 인하 기대감으로 상승세가 지속되고 있다. 이와 함께 신흥시장으로 자금이 유입되면서 이들 증시에서도 주가가 사상 최고치를 경신하고 있다. 중국 역시 글로벌 유동성이 유입되면서 급등세가 지속되고 있다. **(채권시장)** 미국의 금리 인하 이후 유동성 수요가 안정을 찾고 안전자산 선호 현상이 완화되면서 장기금리가 신용 경색 이전 수준으로 회복 중이다. 미국 국채(10년물) 금리도 안전자산 선호 현상으로 9월 초에는 4.34%까지 하락하였으나, 10월 중순 이후 4.6~4.7%에서 횡보하면서 8월 초 수준을 회복하고 있다. 종합해 보면, 미국 연준위의 금리 인하 이후 투자 심리가 다소 개선되고 있지만 국제 금융시장의 변동성은 여전히 높은 상태이다. 시장 위험과 불확실성을 파악하는 지표 가운데 하나인 변동성지수(VIX)가 서브프라임 사태로 30을 상회하다가 미국 금리 인하를 전후로 낮아졌지만, 시장의 불확실성 요인들로 인하여 동 지표의 급등락이 지속되고 있어 금융시장의 급변동 가능성이 상존해 있다. (변동성지수는 30을 기준으로 그 이상이면 시장의 불확실성이 커짐을 의미함)

3. 글로벌 달러화 약세의 근본 원인

1) 미국의 쌍둥이 적자 문제 지속

미 달러화 글로벌 약세의 근본적인 원인은 2002년 이후부터 경상수지 및 재정수지 적자가 급격하게 확대된 데에 기인한다. 미국의 경상수지 적자 비중은 2002년부터 급속하게 증가하면서 2006년에는 8,117.7억 달러를 기록하며 GDP대비 6.2%까지 상승하였다. IMF에 따르면 미국의 GDP대비 경상수지 적자 규모는 경기침체에 따른 소비 위축 가능성에도 불구하고 2007년과 2008년에도 6%내외를 기록할 것으로 전망된다. 한편, 미 재정수지 적자는 2003년 GDP대비 3.5%(4,127억 달러)로 최고치를 기록하였다. 이후 감소세를 보이고 있기는 하지만 인구고령화에 따른 사회보장 및 의료보환 수혜자 증가, 의료수가 증가 등으로 적자폭이 크게 축소되기는 어려워 보인다.

2) 미국의 경기침체 우려

미국의 금리 인하에도 불구하고 서브 프라임 모기지 부실화의 근본 원인인 주택시장의 침체는 지속될 것으로 보인다. 주택건설경기의 대표적인 선행지표인 주택시장지수

(Housing market index)는 1985년 이후 가장 낮은 18을 기록하였다. 또한 선행지표인 신규주택건설 착공과 주택건설 허가 건수도 하락세가 지속되고 있다. 신규주택건설 착공은 9월중 전월대비 10.2% 떨어졌으며, 전년 동월에 비해서는 30.8%나 하락하였다. 동 기간 중 주택건축허가도 전월대비 7.3% 감소하며 14년 만에 최저 수준을 기록하였다. 이와 같은 주택시장 침체는 소비 위축을 유발하여 성장률 감소로 이어질 것이다. IMF도 최근 미국의 주택 경기 침체를 고려하여 미국의 경제성장률을 2007년 1.9%, 2008년 1.9%로 지난 7월의 전망치보다 각각 0.1%p, 0.8%p 하향 조정하였다.

3) 주요국 금리차 축소로 인한 달러 표시 자산 매력도 저하

미국 연준위는 경기 침체에 대응하고자 추가적 금리인하를 단행할 것으로 예상된다. 미국은 지난 9월에 기존의 5.25%에서 4.75%로 한차례 금리 인하를 단행한 바 있다. 이번 인하 폭 50bp(0.5%p)는 9.11 테러 등과 같이 상당한 경제적 충격이 발생할 경우에 한해서만 볼 수 있는 것으로, 서브프라임 사태를 보는 미 연준위의 시각이 드러나고 있다. 미국의 금리 인하는 향후에도 지속될 것으로 판단된다. 미국의 주요 전망기관들은 내년도 정책금리 수준을 평균 4% 내외로 예상하고 있는데, 서브프라임 사태가 심각한 경기 침체를 불러올 경우에는 이보다 더 가파른 속도의 금리 인하도 상정할 수 있다. 실제로 미국은 지난 2002년에 6.50%에서 1.75%로 일년 동안의 기간에 4.75%p나 금리를 인하한 바도 있다. 이러한 금리 인하가 지속될 경우 주요국들과의 금리 격차가 축소되어 미국으로의 자본유입이 크게 감소한다면 달러화의 추가적인 하락요인으로 작용할 것으로 보인다.

4) 엔캐리 트레이드 청산에 따른 달러 약세 가속화

미국의 금리 인하와 국제금융시장의 변동성 확대 등으로 엔캐리 트레이드 청산 가능성이 높아지고 있다. 이는 미국의 서브프라임 채권의 부실에 따른 신용경색으로 국제금융시장의 변동성이 확대되고, 미일간의 금리격차 축소되고 있기 때문이다. 이에 따라 서브프라임 부실 여파와 미국의 금리 인하 이후 주요 엔캐리 트레이드의 목표 통화화에 대한 엔화 환율이 강세로 전환되는 모습이다. 엔캐리 트레이드의 규모를 추산하는데 한 요소로 이용되고 있는 일본 개인투자자들의 주요국 통화화에 대한 엔화 순매도 포지션 규모가 미국의 서브프라임 부실 이후 급격하게 감소하였다. 또한 시카고상업거래소에서 거래되는 비상업적 거래의 엔선물 미결제 약정 순매도 폭도 크게 감소하고 있다. 이에 따라 엔캐리 트레이드 청산이 지속되면서 엔화의 기초적 강세가 달러 약세를 가속화시킬 가능성이 크다.

5) 달러화 가치 하락과 원유 및 원자재 가격 급등의 악순환

최근 원유 수요의 하향 조정과 OPEC의 증산 등을 통해 수급 불균형이 다소 완화된 상황에서 유가와 달러화 가치 간에 역의 관계가 높아지고 있다. 또한 원자재 가격 지수와 달러화 가치도 역의 관계를 보이면서 대부분 달러화로 결제되는 원자재 가격이 급등세를 보이고 있다. 유로화, 캐나다 달러 등 주요 7개의 화폐에 대해 가중치를 부여하여 계산한 미 달러화 지수는 2007년 1월 82.37에서 10월 74.60로 떨어지면서 73년 동 지수가 만들어진 이래 가장 낮은 수준을 기록하고 있는 반면, 비에너지 원자재 가격 지수의 하나인 CRB지수는 지난 1월 365.20에서 8월에는 413.47로 올해 들어서만 13.2% 증가하였다. 국제 유가 및 원자재가 상승의 근본 원인은 수급 불균형

에 기인하지만, 달러화표시자산에 대한 투자 매력 감소로 인한 투기자본의 대체투자처 성격을 지닌다. 이에 따라, 투기자본이 달러화표시자산에서 원유 및 원자재로 투자 대상을 이동하는 과정에서 약달러가 가중되는 효과가 나타나는 것으로 분석된다.

4. 달러화 전망

(글로벌 달러화 약세 지속 전망) 국제투자은행들에 따르면 내년 상반기까지는 달러화 약세가 지속될 것으로 전망되고, 하반기 들어서는 미국 경제의 회복 여부에 따라 달러화 추세가 변화될 것으로 보인다. 미국 경제가 하반기부터 회복된다고 가정할 경우 엔화 환율은 2008년 상반기까지 하락세 지속, 유로화는 소폭의 하락세를 보일 것으로 전망된다. 반면, 서브 프라임 사태로 인한 미국 경기 침체가 예상보다 골이 깊을 경우에는 달러화 가치 하락이 빠르게 진전될 가능성도 배제할 수 없다.

(달러화의 기축통화 위상 약화) 달러화의 약세가 지속되면서 달러화의 기축통화로서의 위상을 평가하는 지표 가운데 하나인 전 세계 국가 외환보유고 중 달러화 비중은 2000년 이후 감소세를 보이고 있다. 동 비중은 2000년 70.5%에서 점진적으로 감소하여 2007년 2/4분기 말 현재 64.8%로 하락하였다. 반면 유로화 비중은 동 기간 동안 18.8%에서 6.8%p 증가하여 25.6%를 기록하고 있다. 영국 스텔링화는 세계 외환자산 비중이 1899년 64%에서 1차 세계대전 이전인 1913년 48%로 떨어지면서 기축통화의 위상이 약화되었고 이후 브레튼 우즈 체제가 탄생할 때까지 사실상 다국 통화체제로 이전하였다. 이미 달러화 페그제를 실시하고 있는 중동 국가들과 홍콩의 경우 페그제 폐지를 단행했거나 검토하고 있는 것으로 나타나고 있다.

5. 정책적 시사점

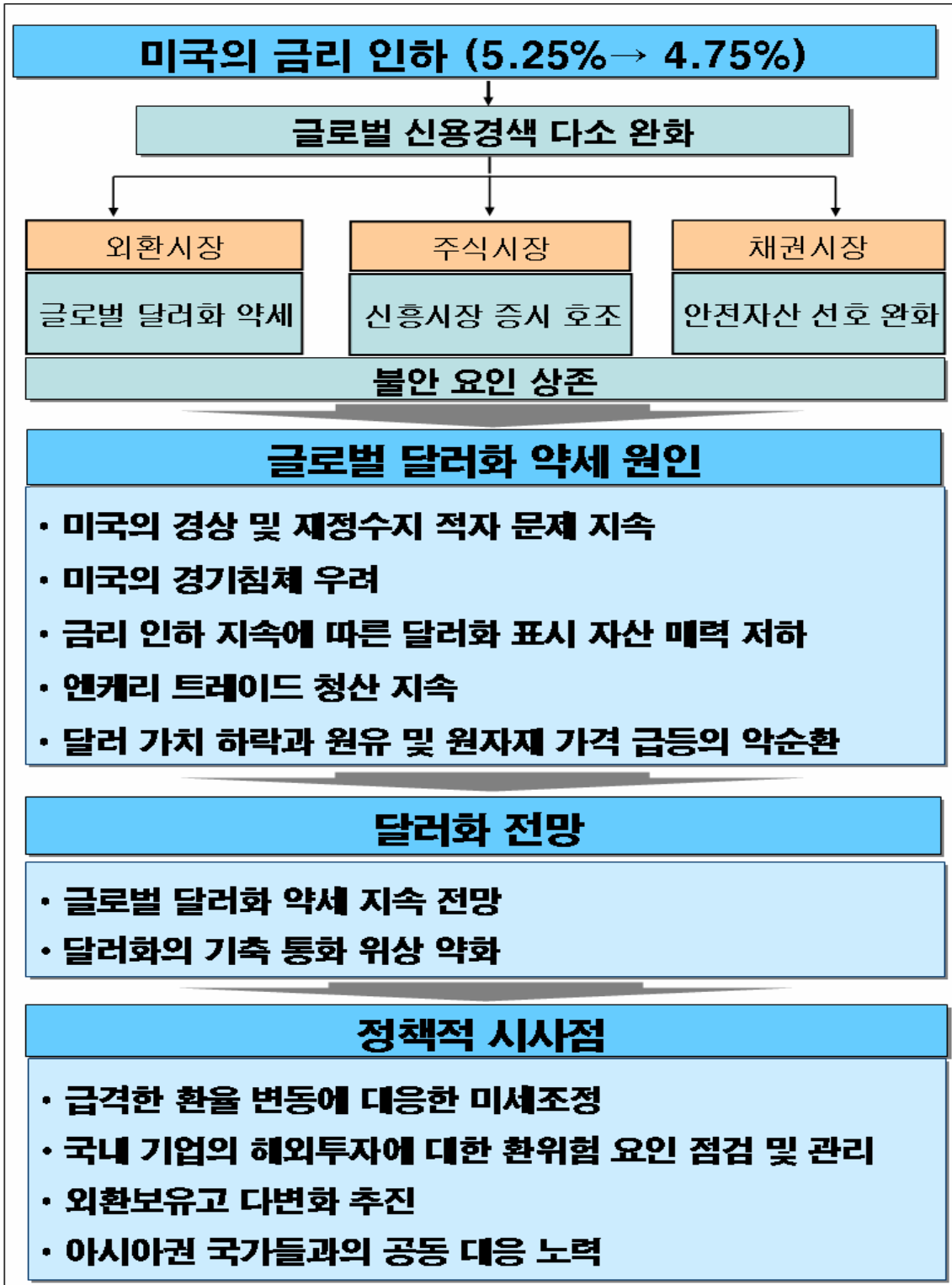
첫째, 급격한 환율 변동에 대응한 미세조정이 필요하다. 이를 위해서는 외화 유출입에 대한 모니터링을 강화하고 스무딩오퍼레이션을 강화할 필요가 있다. 투기자본의 국내금융시장의 교란을 방지하기 위하여 유출입 자본에 대한 모니터링을 강화하고 일시적인 자금 경색이 발생하였을 때는 긴급자금 공급과 같은 위기관리 계획을 세워야 한다.

둘째, 국내 기업의 달러 베이스 해외 투자에 대한 환위험 요인을 점검하고 관리해야 한다. 국제 금융시장의 변동성 확대로 달러화나 달러표시 자산에 대한 해외투자비중이 높은 국내 금융기관이나 기업들에 대한 영향을 최소화하기 위해 이에 대한 철저한 점검과 관리가 요구된다. 또한 무리한 투자로 인해 발생할 수 있는 손실을 최소화하기 위해 기업들로 하여금 보수적인 수익전략을 추구하도록 유도해야 한다.

셋째, 달러화의 장기적 약세 추세에 대비해야 한다. 외환보유고 및 무역결제 통화 다변화 정책을 추진해야 할 것이다. 단 급격한 결제통화 구성 변경은 불필요한 혼란과 막대한 비용이 소요되기 때문에 다변화 노력은 점진적으로 이루어져야 할 것이다.

넷째, 아시아권 국가들과의 공동 대응 노력이 요구된다. 이를 위해서는 현재 아세안 및 동아시아 국가들을 중심으로 협정된 치앙마이 이니셔티브(양국간 긴급 유동성 지원 협조 체제)를 발전시켜, 일국에 위기 발생시 다국적인 대응이 가능하도록 '다자간 아시아 통화 협력 체제 구축'에 대한 정부의 주도적 노력이 요구된다. 특히 달러화 약세와 환율 변동성 리스크를 축소시키기 위하여 동아시아 국가간 통화 바스켓 제도를 구성하는 방안을 검토해 볼 필요가 있다.

< 서브프라임 위기 이후 달러화 향방: 약세의 원인과 전망 >



1. 논의 배경

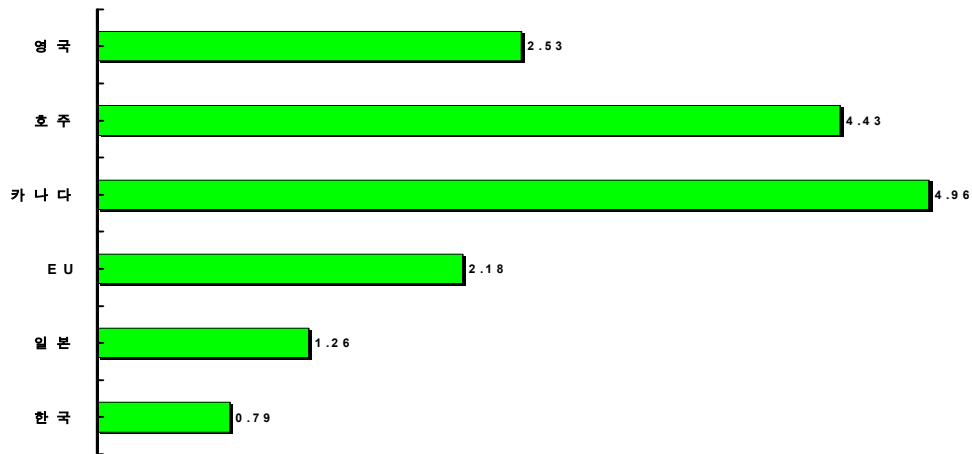
- 서브프라임 모기지 부실로 야기된 국제금융시장의 신용경색이 미 연방은행의 정책금리 인하(5.25%→4.75%) 이후 다소 안정세를 찾고 있음
 - 미국 연방은행 기준 금리는 2003년 6월 1.0%로 최저치를 기록한 이후 인상 기조로 전환한지 4년여 만에 처음으로 인하되었음
 - 0.5%p를 인하는 지난 2001년 9.11사태 직후와 같이 긴급한 상황에서만 이루어졌던 점에 비추어 매우 이례적인 사례로, 서브프라임 모기지 부실 정도의 심각성을 의미함
- 하지만 미국의 경기침체 지속에 따른 추가적인 금리인하 가능성, 주요국의 정책 금리차 축소, 엔캐리 트레이드 청산 가능성 등에 따라 달러화의 약세 기조가 심화되고 있음
 - 특히 신용경색의 근본 원인인 미국 주택경기 침체 지속에 따르는 경기침체 가능성으로 기축통화로서의 위상이 약화로 인한 금융시장의 변동성 확대 가능성도 제기됨
 - 이에 따라 글로벌 달러화 약세 요인을 점검해보고, 원화 환율에 미치는 영향과 국내 경제의 시사점을 살펴보기로 함

2. 미국의 금리 인하 이후 금융시장 동향

○ (외환시장) 달러화 하락세 더욱 확대

- 미국 연준위가 정책금리를 인하한 이후 주요국의 통화가 달러화에 대하여 강세를 보이고 있음
 - 유로화는 미 연준위가 금리를 인하한 9월 18일 이후 1.4달러/유로를 넘어섰고, 지난 10월 18일에는 1.4291로 사상 최고치를 기록
 - 미 달러화에 대한 캐나다 달러화의 절상률(4.96%)이 가장 높은 가운데 호주 달러 및 영국 파운드화의 절상률이 각각 4.43%, 2.53%를 기록
 - 한편, 원/달러 환율은 해외투자자들의 자금이탈로 일시적으로 상승하였으나, 금리 인하 이후 하락세로 반전되었음

< 미 달러화에 대한 주요국 통화의 절상률 >

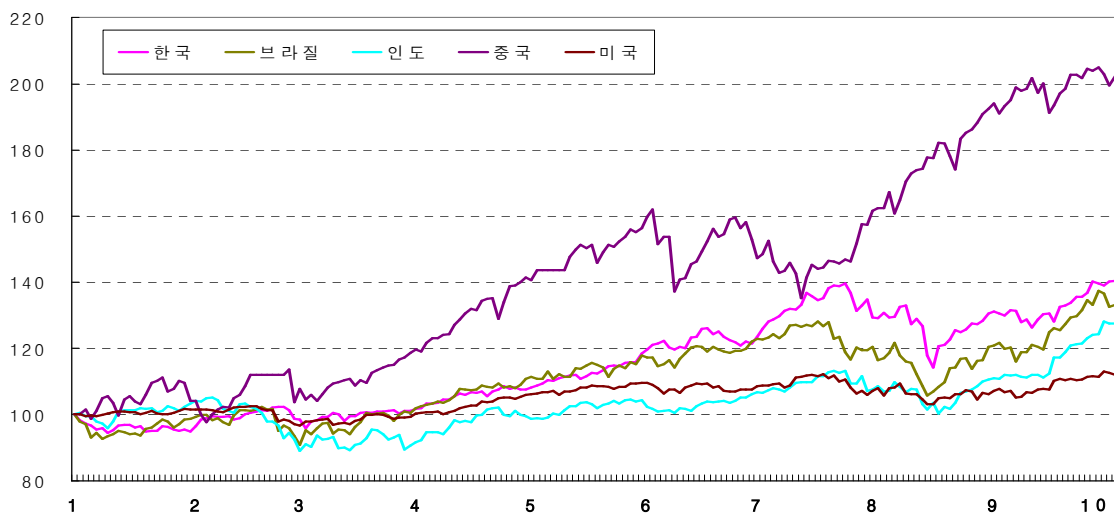


자료: FRB. 9월 19일 대비 10월23일 현재

○ (주식시장) 글로벌 증시 호조

- 미국의 다우존스 주가지수는 미국의 추가적인 금리 인하 기대감으로 상승세가 지속되고 있음
- 이와 함께 신흥시장으로 자금이 유입되면서 한국, 홍콩, 인도, 브라질 증시 등에서도 주가가 사상 최고치를 경신하고 있음
- 중국 역시 글로벌 유동성이 유입되면서 급등세가 지속되고 있음

< 주요국의 주가 추이 (2007.1.2 = 100) >

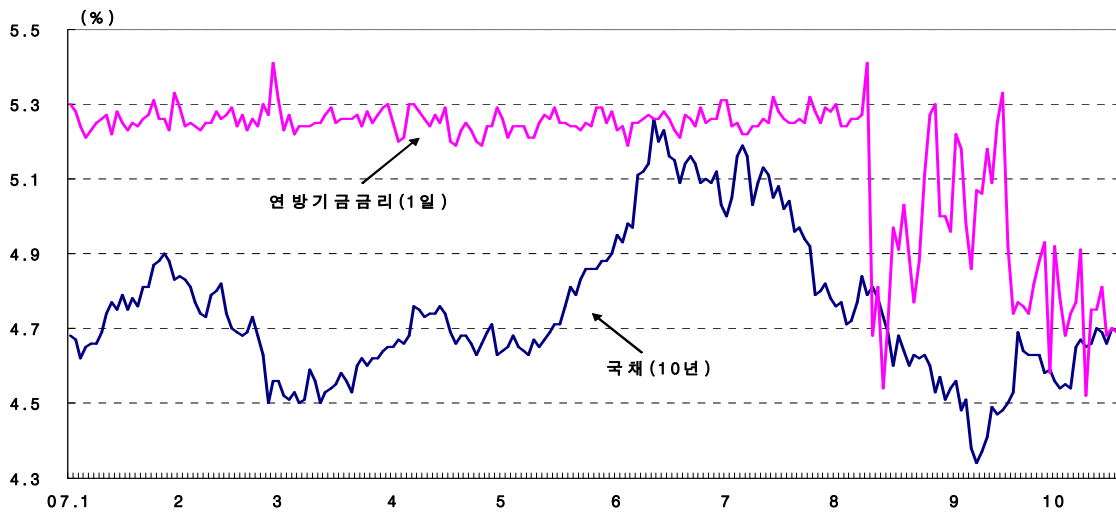


자료: Yahoo Finance.1)

○ (채권시장) 안전자산 선호도 완화

- 미국의 금리 인하 이후 유동성 수요가 안정을 찾고 안전자산 선호 현상이 완화되면서 장기금리가 신용 경색 이전 수준으로 회복 중
- 미국 국채(10년물)의 금리가 안전자산 선호 현상으로 9월 초에는 4.34%까지 하락하였으나, 10월 중순에는 4.6~4.7%로 8월 초 수준을 회복

< 미국의 단기 및 장기 금리 추이 >



자료: FRB.

○ 국제 금융시장은 여전히 불안정

- 금융시장이 안정을 회복하며 투자심리가 다소 개선되고 있지만 국제 금융시장의 변동성은 여전히 높은 상태
- 시장 위험과 불확실성을 파악하는 지표 가운데 하나인 시카고 옵션거래소 (CBOE; Chicago Board Option Exchange)의 변동성지수(VIX; Volatility Index)가 서브프라임 사태로 30을 상회하기도 하였으나 미 연방은행의 금리 인하를 전후로 크게 낮아졌지만,
- 시장의 불확실성 요인들이 내재하고 있어 동 지표의 급등락이 지속되고 있어 금융시장의 급변동 가능성이 상존2)

1) 중국 상하이 종합주가지수, 한국 코스피 지수, 인도 뭉베이 센섹스(SENSEX), 브라질 보베스파(Bovespa), 미국 다우지수.
 2) 변동성 지수가 30을 넘으면 시장의 불확실성이 커져 투자자들의 위험 심리가 가까운 장래에 매우 높아질 것이라는 것을 의미하며, 20 이하이면 금융시장의 변동성에 대한 투자

< 변동성 지수 추이 >



자료: CBOE. (www.cboe.com/micro/vix/introduction.aspx)

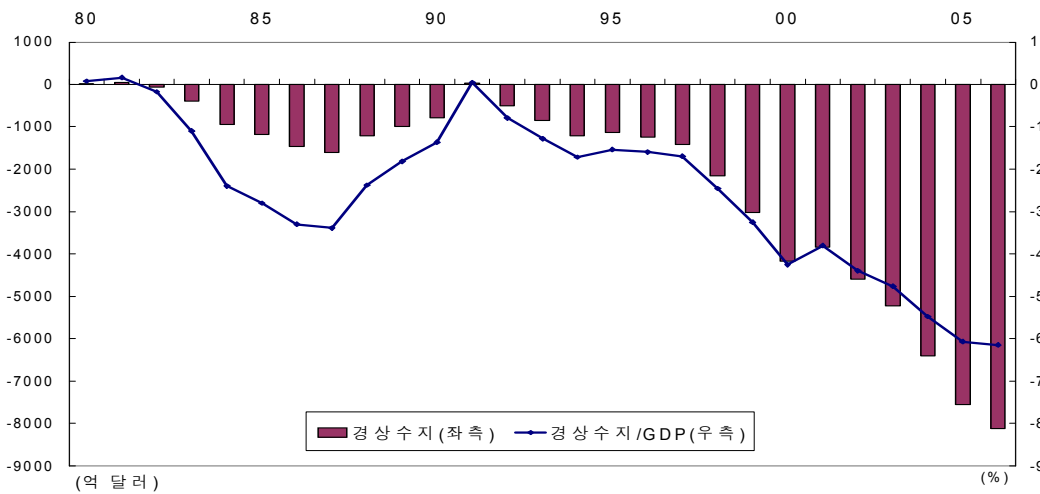
3. 국제 외환시장의 달러화 약세 요인

1) 미국의 쌍둥이 적자 문제 지속

- 미 달러화 글로벌 약세의 근본적인 원인은 2002년 이후부터 경상수지 및 재정수지 적자가 급격하게 확대되면서 기축통화로서의 지위에 대한 신뢰가 하락한 데 기인
 - 미국의 경상수지 적자 규모는 2002년부터 급속하게 증가하면서 2006년에는 8,117.7억 달러를 기록하며 GDP대비 6.2%까지 상승
 - IMF에 따르면 미국의 경기침체에 따른 소비위축 가능성에도 불구하고, 미국의 GDP대비 경상수지 적자 규모는 2007년과 2008년에도 6%내외를 기록하여 두드러진 개선은 없을 것으로 전망
 - 한편, 미 재정수지 적자 규모는 2003년 GDP대비 3.5%(4,127억 달러)로 최고치를 기록한 이후 감소세를 보이고 있지만,
 - 고령 인구의 증가에 따른 사회보장 및 의료보험 수혜자 증가, 그리고 의료수가 증가 등으로 재정수지 적자 규모를 대폭 축소하기는 어려울 것으로 예상

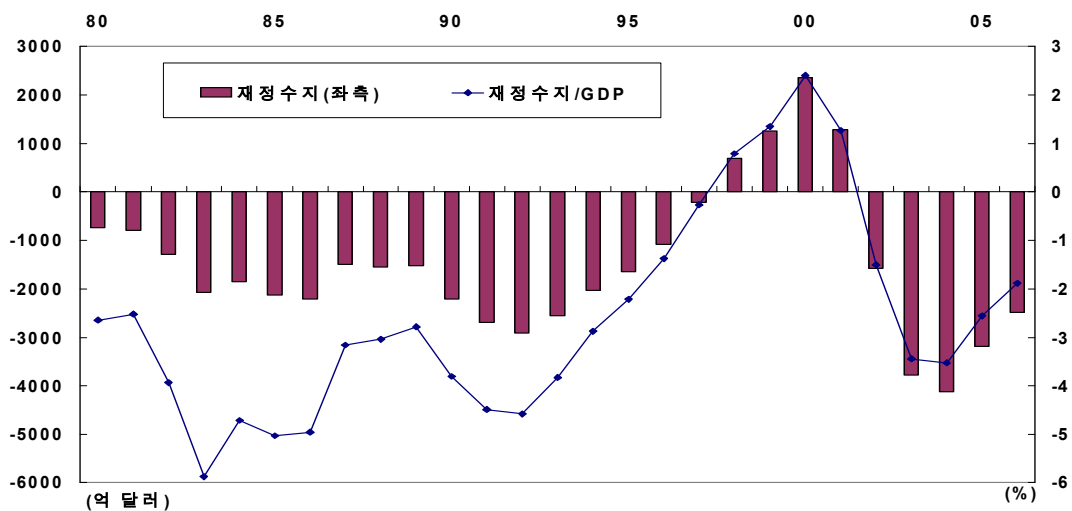
자들의 심리가 상대적으로 양호한 것으로 판단

< 美 경상수지 적자 추이 >



자료 : 미 상무부, BEA.

< 美 재정수지 추이 >



자료 : 미 상무부, BEA and CBO.

2) 미국 주택경기 침체 지속 및 미국의 금리 인하

- 미국의 금리 인하에도 불구하고 미국의 주택시장 침체가 예상됨에 따라 달러화 약세에 대한 기대감이 더욱 커지고 있음
- 그린스펀 전 의장은 미국의 주택가격이 향후 2년간 20% 이상 하락할 가능성도 있다고 전망하는 가운데 향후 미국 주택가격이 얼마나 떨어지느냐에 따라 위기의 제2막이 될 수 있다고 경고

·보수적인 IMF도 최근 미국의 주택 경기 침체를 고려하여 미국의 경제성장률을 2007년 1.9%, 2008년 1.9%로 지난 7월의 전망치를 각각 0.1%, 0.8% 하향 조정³⁾

< IMF의 세계 경제의 경제성장률 전망 >

(전년동기대비, %)

	2005	2006	2007 ¹⁾	7월 전망치와 차이	2008 ¹⁾	7월 전망치와 차이
세계	4.8	5.4	5.2	-	4.8	-0.4%p
미국	3.1	2.9	1.9	-0.1%p	1.9	-0.9%p
유럽	1.5	2.8	2.5	-0.1%p	2.1	-0.4%p
일본	1.9	2.2	2.0	-0.6%p	1.7	-0.3%p
중국	10.4	11.1	11.5	0.3%p	10.0	-0.5%p
인도	9.0	9.7	8.9	-0.1%p	8.4	-

자료: IMF World Economic Outlook, 2007 Fall.

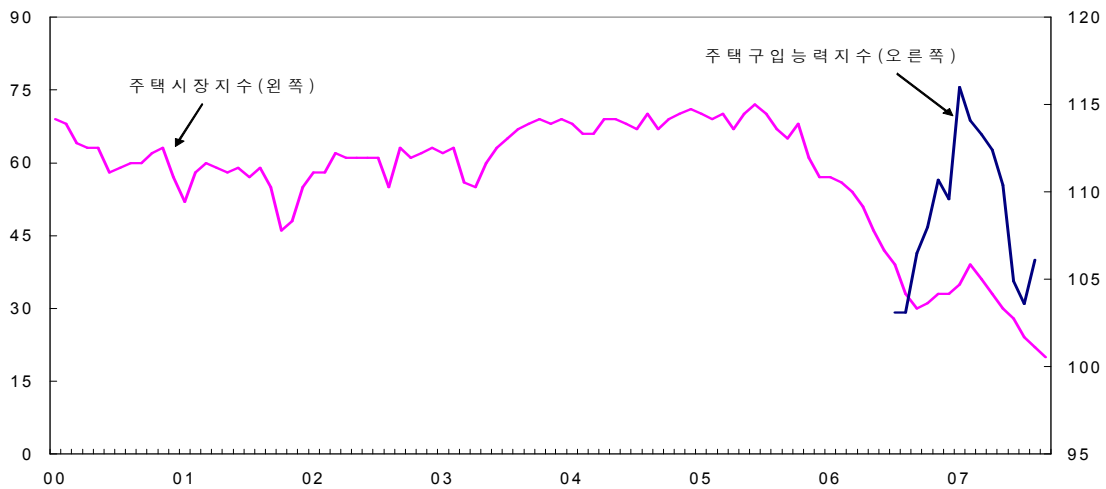
주: 1) 2007년 10월 전망치

- 미 연방은행의 금리 인하에도 불구하고 향후 주택경기를 가늠하는 선행지표는 개선되고 있지 않은 모습
 - 주택건설경기의 대표적인 선행지표인 주택시장지수(Housing market index)는 10월에 동 지수가 만들어진 1985년 이후 가장 낮은 18을 기록⁴⁾
 - 미국 중산층 가계가 모기지론을 빌릴 수 있는 능력을 나타내는 주택구입능력지수(Housing Affordability Index)는 2007년 1월 116.0에서 7월 103.9까지 하락하였다가 8월 들어 소폭 반등하여 106.1을 기록
- 선행지표인 신규주택건설 착공과 주택건설 허가 건수도 하락세가 지속
 - 신규주택건설 착공은 9월중 전월대비 연 119만 1천 호를 기록하며 전월(연 136만 7천 호)대비 10.2% 떨어졌으며, 전년 동월에 비해서는 30.8%나 하락하였으며,
 - 9월에는 주택건축 허가는 연 122만 6천 호로 전월대비 7.3% 감소하며 14년 만에 최저 수준을 기록하였으며 감소폭이 크게 확대되고 있음⁵⁾

3) IMF, World Economic Outlook, 2007 Fall.

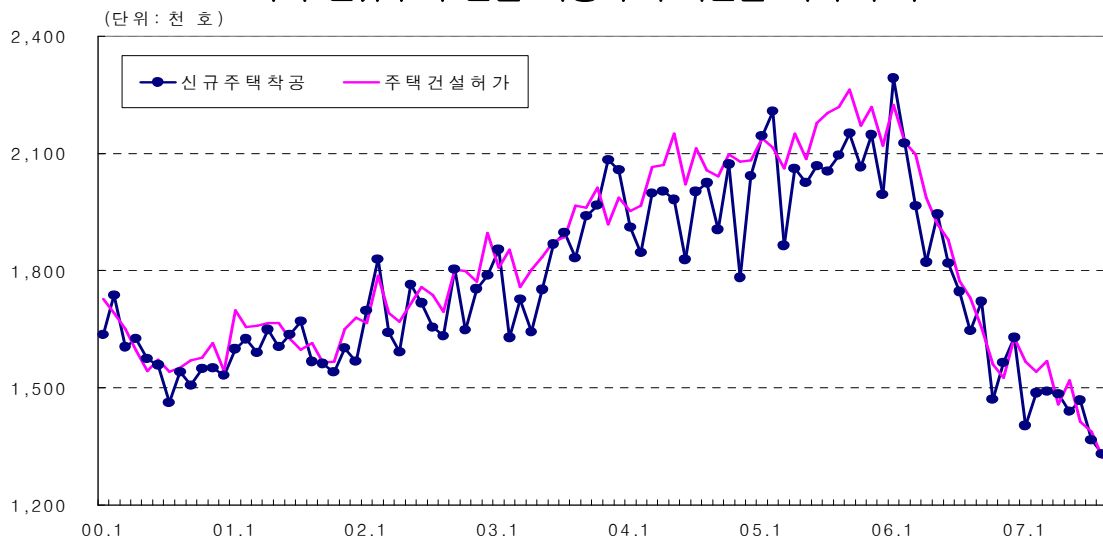
4) 동 지표는 전국주택건설협회(National Association of Home Builder)와 웰스파고(Wells Fargo) 은행이 공동으로 1985년부터 작성하여 전국주택건설협회가 매월 발표하고 있는데 50이상이면 주택건설업자들로부터 시장전망이 좋다는 의미이며, 50이하이면 시장전망에 대해 부정적인 전망이 많다는 것을 의미함

< 미국 주택시장지수와 주택구입능력지수 추이 >



자료: 주택건설업자 연합회(National Association of Home Builder), 전국 부동산중계 연합회 (National Association of Realtors). <http://www.realtor.org/research.nsf/pages/HousingInx>.

< 미국 신규주택 건설 착공과 주택건설 허가 추이 >



자료: US Census Bureau. <http://www.census.gov/const/www/newresconstindex.html>

- 일본과 유럽 중앙은행이 정책 금리를 현상 유지 내지 소폭 인상하는 반면, 미국은 주택경기침체에 따르는 추가적인 금리 인하가 전망되어 달러화 약세는 지속될 것으로 전망

- 5) 신규주택건설과 주택건축 허가는 대표적인 주택경기의 선행지표로 이용되고 있음. 한편 주택건축허가는 미국의 Conference Board가 미국의 경기선행지표를 작성할 때 이용하는 지표이기도 함. 또한 신규주택착공은 향후 소비자들이 주택을 구입하고 가구, 정원관련 소비재 등을 구입할 것을 예상하여 향후 소비심리를 예측하는 데 이용하고 있음

·주요 해외투자은행들은 미국 연방은행이 추가적으로 금리를 인하할 것으로 전망하는 가운데 미-유럽, 미-일간의 금리차는 더욱 축소되거나 역전될 수도 있음

< 주요 투자은행들의 미 연방기금 금리 전망 >

(%)

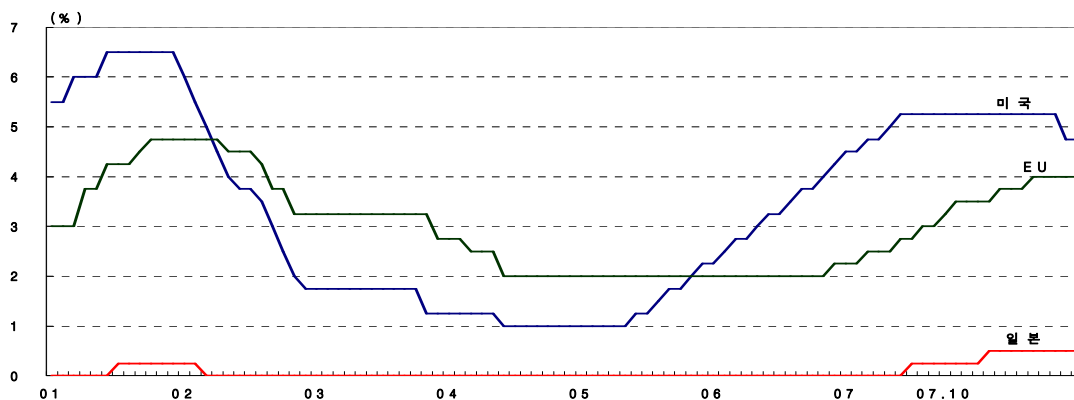
	2007	2008		
	4/4	1/4	2/4	3/4
골드만 삭스	4.25	4.00	4.00	4.00
제피 모건	4.75	4.75	4.75	5.00
메릴린치	4.25	-	3.50	-
리만 브라더스	4.50	4.25	4.00	4.00
USB	4.25	4.25	4.25	4.25

자료 : 국제금융센터 재인용.

3) 엔캐리 트레이드 청산

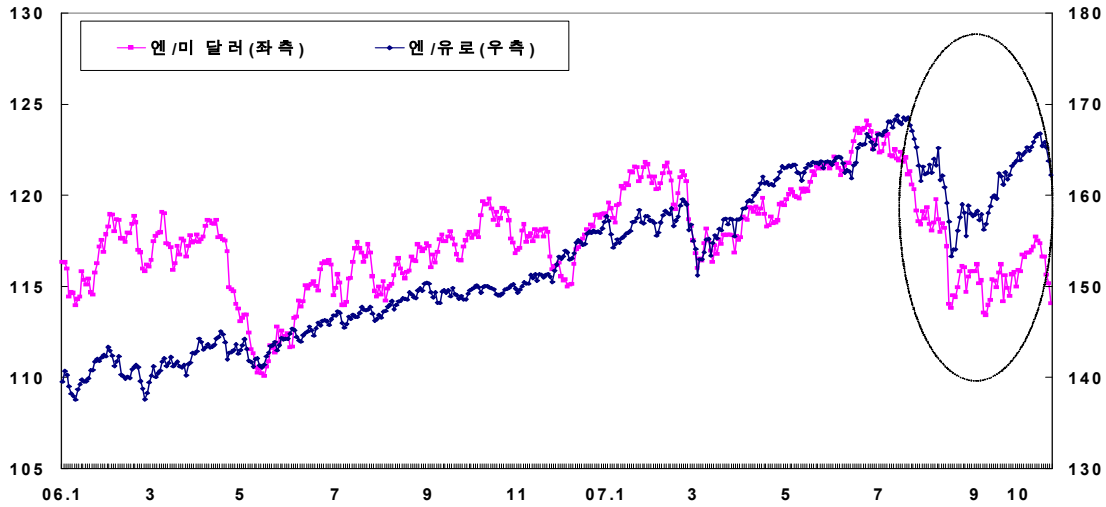
- 미국의 금리 인하와 국제금융시장의 변동성 확대 등으로 엔캐리 트레이드에 따른 비용 증가로 엔캐리 트레이드가 지속적으로 청산될 것으로 예상되어 달러화 약세를 가속화하는 요인으로 작용할 것으로 보임
- 그 동안 글로벌 과잉유동성하에서 엔캐리 트레이드가 활성화된 요인은 주요국간의 금리차 지속, 환율의 낮은 변동성에 기인하였음
- 미국의 비우량 주택담보대출 채권의 부실에 따른 신용경색으로 국제금융시장의 변동성이 확대되고, 미일간의 금리격차 축소에 따른 영향으로 엔캐리 트레이드 청산이 본격화될 가능성이 높아짐
- 이에 따라 비우량주택담보대출 부실 여파와 미국의 금리 인하 이후 주요 엔캐리 트레이드의 목표 통화에 대한 엔화 환율이 강제로 전환되는 모습

< 미국, EU, 일본의 정책금리 추이 >



자료: 각국 중앙은행.

< 미 달러화 및 유로에 대한 엔화 환율 추이 >



자료: <http://money.www.infoseek.co.jp/>.

- 엔캐리 트레이드의 규모를 추산하는데 한 요소로 이용되고 있는 일본 개인투자자들의 주요국 통화에 대한 엔화 순매도 포지션(Foreign exchange margin trading position) 규모가 미국의 비우량주택담보대출 부실 이후 급격하게 감소
- 일본 개인투자자들의 달러화, 유로화, 파운드화, 호주 달러화, 뉴질랜드 달러화, 스위스 프랑화에 대한 엔화 순매도 포지션이 8월초 40억 단위를 넘어 서기 하였으나, 8월말부터는 20억 단위 아래로 급감

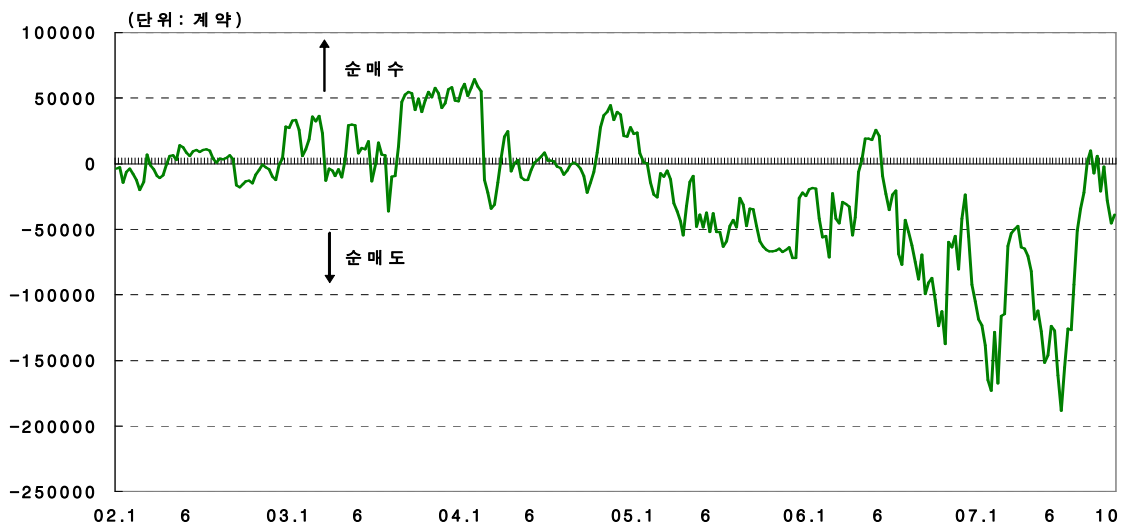
< 일본 개인투자자들의 엔화 순매도 포지션 추이 >



자료: TFX(Tokyo Financial Exchange Inc). http://www.tfx.co.jp/en/mkinfo/hist_data.shtml.

- 한편 엔화의 향방을 가늠하는 지표 가운데 하나로 시카고상업거래소(CME; Chicago Mercantile Exchange)에서 거래되는 비상업적 거래(Non-commercial)의 엔선물 미결제 약정의 순매도 폭이 크게 감소하면서 엔화의 강세가 예상됨에 따라 엔캐리 트레이드의 청산 가능성이 높아짐
- 지난 6월말 선물 순매도 규모가 188,077계약)을 기록한 이후 감소세를 보이며, 8월말에는 순매수세로 전환되기도 한 가운데, 순매도 규모가 급격히 축소
- 이와 같은 엔선물의 순매도 축소는 향후 엔화가 강세로 전환할 것이라는 투자자들의 기대감을 반영한 것임

< 투기거래 목적(Non-commercial) 엔선물 미결제 약정 추이 >



자료: CFTC. 7)

4) 달러 가치 하락과 원유 및 원자재 가격 급등의 악순환

- 최근 원유 수요의 하향 조정과 OPEC의 증산 등을 통해 수급 불균형이 다소 완화된 상황에서 달러화 가치가 하락함에 따라 원유 및 원자재 가격이 급등하고 있는 다시 달러화 가치 하락을 부추기는 악순환 요인으로 작용하고 있음⁸⁾

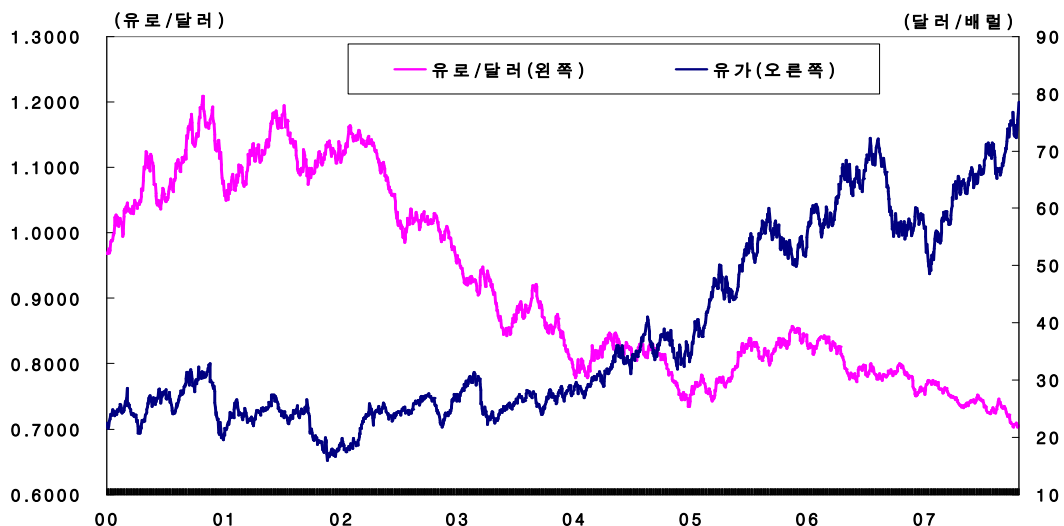
6) 1계약 당 규모는 12,500,000엔 임.

7) http://www.cftc.gov/marketreports/commitmentsoftraders/cot_historical.html#242_1022

8) "Weak dollar central to oil price boom", **Reuters**, 2007.9.26.

- 즉, 국제 유가 상승의 근본 원인은 수급 불균형에 기인하지만, 최근의 급등세는 달러화 약세, 인플레이션에 대한 기대감이 크게 작용하고 있기 때문으로 분석
- 이러한 가운데 유로화에 대한 달러화의 가치가 사상 최저치(1.4291)를 기록한 10월 18일 서부 텍사스산 중질유 가격은 배럴당 89.62달러로 사상 최고치를 경신하며 배럴당 90달러에 접근
- 특히 원유의 공급이 크게 증가하지 않는 가운데 달러화 가치가 하락함에 따라 달러화로 결제되는 원유의 실질 가치 저하로 인해 원유가가 급상승하고 있음
- 신용경색이나 미국 경기의 침체 등에 따르는 수요 감소 가능성이 높아지고 있음에도 불구하고 원유가격의 급등세가 지속

< 유로/달러화 환율과 유가 추이 >



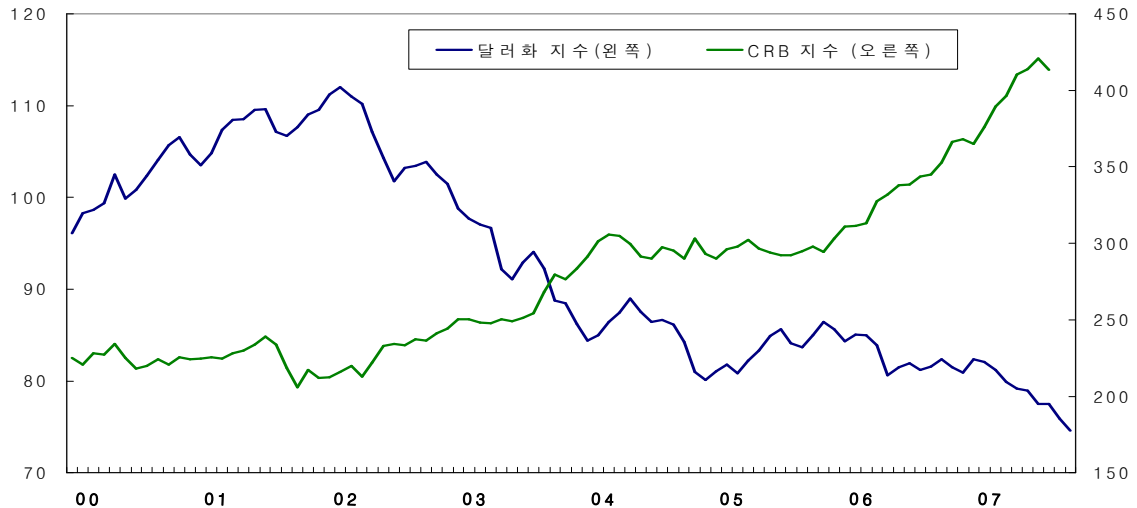
자료: FRB and Petronet.

- 또한 원자재 가격 지수와 달러화 가치도 역관계를 보이면서 달러화가 하락하면서 대부분 달러화로 결제되는 원자재 가격이 급등세를 보이고 있음
- 유로화, 캐나다 달러 등 주요 7개의 화폐에 대해 가중치를 부여하여 계산한 미 달러화 지수는 2007년 1월 82.37에서 10월 74.60로 떨어지면서 73년 동 지수가 만들어진 이래 가장 낮은 수준을 기록
- 반면, 비에너지 가격 지수의 하나인 CRB지수⁹⁾는 지난 1월 365.20에서 8월

9) 국제 원자재 가격지수는 IMF, Reuters, CRB(Commodity Research Bureau), UNCTAD 등에서 발표하고 있는데, 이 가운데 비에너지 가격으로는 IMF의 비에너지 상품가격지수, Reuter

에는 413.47로 올해 들어서만 13.2% 증가하였음
 또한 금 가격도 급등세를 보이고 있는데 이는 달러화 약세, 유가 상승에 따른 인플레이션 압력, 미국의 금리 인하 등에 따라 수요가 증가하고 있기 때문으로 판단됨

< 미 달러화 지수와 비에너지 가격지수 추이 >



자료: FRB and <http://www.crptrader.com/crbindex/>.

- 한편, 달러화 가치 하락에 따른 국내의 인플레이션 및 자국통화의 절상압력이 커짐에 따라 일부 국가들을 중심으로 달러화 페그제 폐지 논의도 대두됨¹⁰⁾
- 지난 5월 쿠웨이트가 달러화에 대한 페그제를 폐지하면서 2003년까지 시행 하였던 바스켓 통화제도로 복귀하였음
- 사우디아라비아와 아랍에미레이트 등도 달러화 약세가 지속될 경우 달러화 페그제 폐지를 검토하고 있는 것으로 알려짐¹¹⁾
- 또한, 산유국은 아니지만 홍콩의 경우에도 달러화 약세가 지속됨에 따라 달러화 페그제의 유효성에 대해 검토하고 있는 것으로 알려짐

의 상품가격지수, CRB의 상품현물지수 등이 있다. 각 지수별 산출대상이 되는 품목의 수는 IMF의 경우 약 50여개, Reuter와 CRB는 국제무역에서 주로 거래되는 약 20여개이고, 기준 통화로는 IMF와 CRB의 가격지수가 달러화 표시, Reuter지수는 파운드화 표시임.

10) Stephen Jen, "Currencies: Dollar peggers to stretch the 'impossible trinity'", Morgan Stanley, 2007. 9.28

11) 아랍에미레이트는 1978년, 사우디아라비아는 1986년에 각각 자국 통화에 대한 달러화 페그제를 도입하였음

- 한편, 달러화는 당분간 기축통화로서의 역할은 원유와 원자재의 거래가 달러화로 이루어지는 한 지속될 것으로 판단됨¹²⁾

<참조: 달러화 가치와 유가의 관계 >

- 2002년 이후 달러화 가치와 유가의 관계가 역관계를 보여주고 있는 가운데, 달러화 가치와 유가의 인과관계에 대한 문제가 제기됨
- 2000년 1월부터 2007년 9월까지의 (명목) 달러/유로와 유가(WTI)의 월별 자료를 사용하여 인과관계를 분석한 결과,
- 유가 상승이 달러화 가치 하락에 선행하지는 않지만, 제한적으로나마¹³⁾ 달러화 가치 하락이 유가 상승에 선행하는 것으로 나타남

	그랜저 인과 관계 검정의 P-value
달러/유로 → 유가	0.0461
유가 → 달러/유로	0.8159

- 하지만 유가와 달러화 가치의 인과 관계를 설명할 때는 두 변수만의 인과관계만을 고려하는 것이 아니라 외부적인 불균형 요인과 수요 공급 관계를 고려한 설명이 설득력을 얻고 있음

- 2002년 이후 달러화 가치 하락이 유가의 상승을 가져온 것으로 판단되는 데 그 구체적인 경로는 설명하는 한 주장은 다음과 같음

- 먼저, 2000년대 초반 미국이 IT거품이 붕괴된 이후 경기침체에 대응하여 금리를 인하하였고, 자산 가격 상승에 따른 부 효과로 소비가 증가하고 경상수지 적자가 악화되는 가운데 달러화 가치가 하락하였음

- 한편, 2005년 7월 중국이 달러 페그제에서 바스켓 통화제로 위안화 환율 시스템을 변경하였을 지라도 사실상 달러 페그제로 간주함

- 이러한 점을 고려할 때 달러 가치 하락은 저임금에 기초한 저생산 비용과 함께 중국의 수출 경쟁력을 더욱 높이는 효과로 작용하였음

- 이에 수출이 급증하고 이는 생산의 증가로 이어지고 생산의 증가는 중국을 비롯한 신흥국가들의 원유에 대한 수요를 일으켜 국제적인 원유 수요 증가로 유가가 상승하는 것이라고 주장함

Agnes Benassy-Quere, Valerie Mignon & Alexis Penot, "China and the relationship between the oil price and the dollar", 2005, CEPII. 참조

12) Barry Eichengreen, "Global Imbalance and the lessons of Bretton Woods", The MIT Press, 2005. 참조.

4. 달러화 전망

○ 글로벌 달러화 약세 전망

- 주요 국제 투자은행들에 따르면 달러화는 엔화에 대해서는 적어도 2008년 상반기까지, 유로화에 대해서는 2008년 1/4분기까지는 약세를 보인 이후 소폭 하락세로 반전할 것으로 예상
- 달러화에 대한 엔화 환율은 2008년 상반기까지는 하락세가 지속되고, 이후에는 하락세가 둔화될 것으로 전망함
- 반면, 달러화에 대한 유로화 환율은 최근의 절상폭을 감안할 때 현 수준을 중심으로 소폭 등락을 보이다가, 2008년 2/4분기부터는 소폭 하락세로 돌아설 것으로 예상
- 종합적으로 판단해 볼 때, 내년 상반기까지는 달러화 약세가 지속될 것으로 전망되고, 하반기 들어서는 미국 경제의 회복 여부에 따라 달러화 추세가 변화될 것으로 전망됨

< 해외 주요 투자은행의 엔화 및 유로화 전망 >

		현재	3개월 후	6개월 후	9개월 후	12개월 후
엔/달러	평균	114.09 (10.25)	113.46	112.21	112.00	112.23
	최고		121.00	117.00	119.00	120.00
	최저		110.00	106.00	105.00	99.00
달러/유로	평균	1.4299 (10.25)	1.4297	1.4266	1.3975	1.3953
	최고		1.4900	1.4800	1.4800	1.5000
	최저		1.3500	1.3600	1.3300	1.3000

자료: 국제금융센터 재인용.

○ 달러화의 기축통화 위상 약화

- 한편, 글로벌 달러화가 약세를 보이면서 전세계 국가의 외환보유고 가운데 달러화 비중이 2000년 이후 감소세를 보이는 가운데 각국 중앙은행의 외환보유

13) 달러/유로와 유가의 시계열이 I(1)인 관계로 표준적인 그랜저 인과관계 검정을 실시할 수 없으나, 주 변수의 시차를 길게 확장함으로써 회귀계수의 비표준적인 분포에서 오는 문제를 우회할 수 있음. Helmut Lütkepohl and Markus Kratzig, Applied Time Series Econometrics, 2004. 참조.

고 운용의 다변화 움직임이 나타나고 있음

- 미 달러화의 외환보유고 비중은 2000년 70.5%에서 점진적으로 감소하는 모습을 보이면서 2007년 2/4분기 말 현재 64.8%로 하락하였음
- 반면 동 기간 유로화 비중은 18.8%에서 6.8%p 증가하여 25.6%를 기록

< 외환 보유고의 통화 구성 비중 추이 >

(%)

	1973	1987	1995	2000	2004	2007.2/4
미 달러화	84.5	66.0	59.0	70.5	65.9	64.8
유로	-	-	-	18.8	24.9	25.6
영국 스텔링	5.9	2.2	2.1	2.8	3.3	4.7
일본 엔	-	7.0	6.8	6.3	3.9	2.8
스위스 프랑	1.4	1.5	0.3	0.3	0.2	0.2

자료 : IMF, Annual Report 각호, and COFER(Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserve).

- 역사적 경험에 비추어 볼 때, 달러화의 약세가 지속된다면 달러화의 기축통화로서의 역할이 점진적으로 감소할 것으로 전망
- 영국 스텔링화는 세계 외환자산 비중이 1899년 64%에서 1차 세계대전 이전인 1913년 48%로 떨어지면서 기축통화의 위상이 약화되었고 이후 사실상 다극 통화체제로 이전

< 제1차 세계 대전 이전 세계 외환 자산의 통화 구성 비중 추이 >

(%)

	1899년 말	1913년 말
영국 스텔링	64	48
프랑스 프랑	16	31
독일 마르크	15	15
기타 통화	6	6

자료 : Barry Eichengreen, "Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods", table4.1. p. 131

○ 원화 환율의 추가적인 강세 지속 전망

- 원화 환율은 글로벌 달러화 약세에 따르는 강세 압력이 지속되는 가운데 국내외 충격에 따라 급등락할 것으로 전망

- 외환시장의 변동성이 확대될 것으로 전망되는 이유로는 미국 서브프라임 모기지 시장의 부실 문제가 해소되지 않은 상황에서 작은 충격에도 엔캐리 트레이드 청산이 급격하게 일어날 수 있기 때문임
- 특히 외국인 투자자들이 유동성 확보를 위한 자금 이탈이 발생하고 안전자산에 대한 선호도가 커질 수 있음
- 또한 미국의 금리 인하 이후 신흥시장으로 자금이 유입되면서 기존 부동산 시장의 거품에 더하여 증권시장이 과열을 보이고 있어 내외부 충격으로부터 취약성이 높아지고 있음
- 특히 일부 동유럽 국가와 중앙아시아 국가 금융시장의 국제자본에 대한 의존성이 심화되고 있는 가운데 급속하게 신용이 팽창되고 있어 위험에 취약한 상태로 알려짐
- 또한 현재 미국 주택시장 뿐만 아니라 대부분의 유럽 국가들과 중국을 비롯한 신흥시장 국가들도 부동산 버블 붕괴 가능성이 있는 가운데 이것이 현실화될 경우 금융 불안 및 경기둔화 가능성이 있음¹⁴⁾
- 서브프라임 모기지 사태가 악화될 경우 안전자산에 대한 선호가 강화되어 일시적으로 달러화의 강세 가능성도 배제할 수 없으나, 미 연방은행의 추가적인 금리인하로 인한 달러화의 약세 기조가 지속될 것으로 전망
- 미국의 경상수지 및 재정수지의 적자 규모의 개선이 미비한 가운데, 미 연방은행의 추가적인 금리 인하 가능성이 커지고 있음
- 한-미 금리 역전에 따라 차익거래를 위한 자본 유입이 더욱 증가할 가능성이 높고 달러화 약세 기대감에 따르는 수출기업들의 선물환 매도세 및 달러화 환전 수요 증가는 원화의 강세 압력으로 작용
- 원화 환율의 급격한 절상 가능성은 낮지만 달러화 약세에 따라 원화 가치는 추세적으로 하락할 것으로 예상
- 종합해보면, 글로벌 달러화 약세에 따라 엔캐리 트레이드가 지속적으로 청산될 것으로 보여 향후 엔화와 원화의 동조화가 다시 재현될 것으로 예상됨

14) OECD자료에 따르면 2006년에 경상가격 기준으로 주택가격이 10% 이상 상승한 나라는 18개국 가운데 8개국이고, 실질가격 기준으로 10% 이상 상승한 나라는 5개국인 것으로 나타났다. 유일하게 일본의 경우에만 1992년 이후 안정된 모습을 보이고 있음. OECD Economic Outlook, May 2007, 통계표 59. 주택가격 참조

5. 정책적 시사점

○ 급격한 환율의 변동성 확대에 대응한 미세조정이 필요

- 원화 환율의 과도한 변동성 확대에 대비하여 외화 유출입에 대한 모니터링하고 스무딩오퍼레이션을 강화할 필요
- 투기 자본의 국내금융시장 교란을 방지하기 위하여 유출입 자본에 대한 모니터링을 강화하고 일시적인 자금 경색이 발생하였을 때는 긴급자금 공급과 같은 위기관리 계획이 필요

○ 국내기업의 해외투자에 대한 환위험 요인의 점검과 관리

- 국제 금융 자산 시장 변동성 확대로 달러화나 달러 표시 자산에 대한 해외 투자비중이 높은 국내 금융기관이나 기업들에 대한 영향을 최소화하기 위해 이에 대한 철저한 점검과 관리가 요구
- 사전에 무리한 투자로 인해 발생할 수 있는 손실을 최소화하기 위해 기업들로 하여금 보수적인 수익전략을 추구하도록 유도

○ 달러화 장기적 약세 추세에 대비

- 장기적으로 달러화 약세 및 기축통화의 지위 약화에 대비하여 외환보유고 및 무역결제 통화의 다변화 추진
- 급격한 통화구성 변경에는 불필요한 혼란과 추가적으로 막대한 비용이 발생할 가능성이 높기 때문에 다변화 노력은 점진적으로 이루어져야 함

○ 아시아권 국가들과의 공동 대응 노력

- 기축통화인 달러화의 약세와 외환 시장 변동성 증대에 따르는 부담을 완화하기 위해 아시아권 국가들의 공동 대응 및 통화협력 노력의 강화
- 양국간 긴급자금 지원 체계인 치앙마이 이니셔티브를 다자간 체제로 전환
- 또한, 달러화 약세와 환율 변동성 리스크를 축소시키기 위하여 동아시아 국가간 통화 바스켓 제도를 구성하는 방안을 검토해 볼 필요

표 한 형 연구위원 (3669-4131, raisosa@hri.co.kr)

주간 경제 동향

□ 실물 동향 : 3/4분기 경제성장률 호조세

○ 3/4분기 경제성장률이 민간소비의 확대와 수출의 견조한 증가세에 힘입어 전년동기대비 5.2%(전기대비로는 1.4%)의 호조세를 나타냄

- 경제활동별로는 건설업(전년동기대비 0.8%)이 토목건설의 위축으로 부진하였으나 제조업(6.5%)이 높은 성장세를 유지한 가운데 금융보험업을 중심으로 한 서비스업(5.5%)의 증가세가 확대되는 모습을 보였음
- 지출측면에서는 설비투자(2.0%)와 건설투자(1.1%)가 둔화되었으나 수출(9.1%)이 견조한 증가세를 유지하고 민간소비(4.9%)는 증가세가 확대되었음
- 한편 설비 및 건설투자의 부진을 반영하여 내수(재고 제외)는 전년동기대비 3.8% 증가하였으나, 1/4분기(5.1%)와 2/4분기(5.2%)의 5%대 증가율에 비하면 다소 둔화된 모습을 보였음

< 주요 실물 경제 지표 >

(전년동기대비, %)

		2005	2006		2007						
			연간	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	8월	9월	
경기	경제성장률	4.2	5.0	4.8(1.2)	4.0(0.9)	4.0(0.9)	5.0(1.8)	5.2(1.4)	-	-	
	수요	소비재판매	4.1	4.7	2.9	4.5	7.1	5.3	-	7.1	-
		설비투자추계	6.3	7.4	11.8	5.1	11.3	12.1	-	1.7	-
		건설수주	7.3	9.0	37.1	27.1	26.3	26.3	-	13.4	-
		수출	12.0	14.4	16.3	13.8	14.7	14.1	9.6	14.0	-0.4
공급	산업생산	6.3	10.1	11.3	5.2	3.3	7.1	-	11.2	-	
	취업자수(만명)	2,286	2,315	2,331	2,330	2,284	2,370	2,361	2,346	2,362	
	실업률(%)	3.7	3.5	3.3	3.2	3.6	3.2	3.1	3.1	3.0	
	수입	16.4	18.4	21.1	13.0	13.4	14.4	7.0	9.8	-2.1	
대외 거래	경상수지(억\$)	166	61	4	61	-17	2	-	6	-	
	무역수지(억\$)	232	161	25	75	24	52	49	14	25	
물가	소비자물가	2.8	2.2	2.5	2.2	2.1	2.4	2.3	2.0	2.3	
	생활물가	4.1	3.1	3.5	2.6	2.3	3.0	2.8	2.4	2.7	
심리	CSI(통계청)	103.0	93.7	94.8	93.7	97.8	101.5	103.2	103.0	103.2	

주 : 경제성장률의 ()안은 계절조정 전기비 기준, 진한 글자체는 최근 발표된 경제 지표임.
CSI(통계청)는 6개월 후의 경기, 생활형편 등에 대한 소비자기대지수이며, 연간 및 분기자료는 기간 말 기준임.

□ 금융 동향 : 원화 환율 910원 이하로 하락

○ (해외 금융 시장) 글로벌 달러화 약세

- 금리: 추가적인 금리 인하 기대감 등으로 금리의 하락 압력이 지속되면서 전주말 대비 약보합 시현 (국채 10년물 : 4.39→4.38%)
- 환율: 미국의 주요 경기지표의 예상치 하락으로 미국 경기의 침체 가능성이 높아지면서 글로벌 달러화 약세 (\$/€: 1.4302→1.4324, ₩/\$: 114.5→114.2)

○ (국내 금융 시장) 주가의 급등속, 원화 환율 급락

- 주가: 유가 급등 및 중국 버블 가능성에 불구하고 국내 경제의 견실한 성장세에 힘입어 투자심리의 호조세가 지속되면서 전주말 대비 대폭 상승 (1,970.1→2,027.4)
- 금리: 미국의 경기침체 우려감이 확산으로 안전자산 선호 현상이 다시 강화되는 가운데, 국고채 10년물 입찰 호조 등에 따른 영향으로 전주말 대비 대폭 하락 (국고채 3년 수익률, 5.41→5.29%)
- 환율: 미국의 경기지표가 예상치를 크게 하회하여 미 연방은행이 추가적으로 금리를 인하할 것으로 예상됨에 따라 역외세력을 중심으로 적극적으로 달러화를 매도함에 따라 전주말 대비 하락 (915.8→909.9원)

○ (전망) 미국 정책금리 인하 여부에 따라 원화 환율의 향방이 결정

< 주요 금융 지표 >

		2006			2007				
		2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	10.19	10.26 ¹⁾
국내	거래소 주가	1,295.2	1,371.4	1,434.5	1,452.5	1,743.6	1,946.5	1,970.1	2,027.4
	국고채3년(%)	4.92	4.57	4.92	4.76	5.26	5.46	5.41	5.29
	원/달러	948.9	946.2	929.8	940.9	923.8	915.1	915.8	909.9
해외	DOW	11,150	11,679	12,463	12,354	13,409	13,896	13,522	13,672
	Nikkei	15,505	16,128	17,226	17,288	18,138	16,786	16,814	16,284
	미국채10년(%)	5.14	4.63	4.70	4.57	5.02	4.59	4.39	4.38
	일국채10년(%)	1.93	1.68	1.69	1.60	1.88	1.69	1.71	1.59
	달러/유로	1.2790	1.2674	1.3199	1.3354	1.3542	1.4267	1.4302	1.4324
	엔/달러	114.42	118.18	119.07	117.83	123.18	114.80	114.51	114.18
	두바이(\$/배럴)	67.17	57.33	56.71	63.12	66.42	76.64	79.33	81.24

주 : 1) 해외지표는 전일(10.25) 기준