



MVPR-2008-35

# VIP REPORT

2008. 10. 7.

■ 달러 약세 하의 원화 약세 원인과 시사점

발행인 : 김 주 현  
편집주간 : 한 상 완  
편집위원 : 이장균, 백흥기, 이주량  
발행처 : 현대경제연구원  
서울시 종로구 계동 140-2  
Tel (02)3669-4334 Fax (02)3669-4332  
Homepage. <http://www.hri.co.kr>  
인쇄 : 서울컴퓨터인쇄사 Tel (02)2636-0555

- 본 자료는 기업의 최고 경영진 및 실무진을 위한 업무 참고 자료입니다.
- 본 자료에 나타난 견해는 현대경제연구원의 공식 견해가 아니며 작성자 개인의 견해임을 밝혀 둡니다.
- 본 자료의 내용에 관한 문의 또는 인용이 필요한 경우, 현대경제연구원 산업전략본부(02-3669-4334)로 연락해 주시기 바랍니다.

# 목 차

---

## ■ 달러 약세 하의 원화 약세 원인과 시사점

Executive Summary ..... i

1. 개요 ..... 1

2. 원화 환율 급등의 원인 ..... 3

3. 정책적 시사점 ..... 12

■ HRI 경제 지표 ..... 16

## 1. 개요

올해 들어 **원화 환율의 급등세가 지속**되고 있다. '08년 10월 6일 원화 환율은 1,270 원으로 **'07년말 대비 약 36% 평가 절하**되었으며, 최근에는 미국발 금융위기 등으로 인해 변동성이 매우 커지고 있다. 특히 주요국 통화가 달러 대비 강세를 보이고 있는 데 반해 **원화만이 '나홀로 약세'**를 보이고 있는 상황이다. 원화 환율의 급등은 수입 물가를 자극하여 소비자물가 상승 압력으로 작용할뿐더러 수입 기업들의 손실을 확대시키고, 나아가 한국 경제의 성장 잠재력을 훼손시킬 수 있다. 따라서 이와 같은 환율 상승이 **한국 경제의 구조적 변화를 반영하는 것인지 또는 일시적인 달러 수급의 문제인지를 파악**하고 대응 방안을 논의하는 것이 중요하다.

## 2. 원화 환율 급등의 원인

최근 환율 급등의 원인은 크게 **실물 부문의 구조적 원인과 금융 부문의 수급 측면**에서 살펴볼 수 있다.

먼저 **실물 부문**에서 보면 **첫째, 경상 수지 적자에 따른 달러 공급 부족을 들 수 있다.** 2008년중 수입 원자재가(원유류 포함)의 급등에 따라 경상수지가 악화되어 달러 공급이 부족한 상황이 발생하였으며, 특히 에너지류의 가격 상승이 경상수지 악화를 주도하였다. 국제 원자재가 및 원유가 급등에 따른 경상수지 악화는 구조적인 문제로서 향후에도 더욱 심화될 것으로 전망된다.

**둘째, 급증하는 내국인 해외직접투자**와 **급감하는 외국인 국내직접투자 현상**이다. 최근 들어 외국인의 국내 직접투자는 급감하고 있는 반면 내국인의 해외 직접투자는 급증하고 있다. 이에 따라 2006년부터 적자로 돌아선 직접투자 수지는 2008년에도 8월말 현재 97억달러 적자를 기록하고 있다.

**금융 부문**에서 살펴보면, **셋째 외국인 간접투자 역송금 급증과 부진한 내국인 해외 간접투자 자금회수 측면**이다. 2007년까지 원화 환율의 가파른 하락세 지속을 주도한 것은 경상수지 흑자와 외국인 간접투자 순유입에 의한 것이었다. 이와 같은 달러 공급 초과에 대응하여 정부는 내국인의 해외 간접투자를 활성화하는 정책으로 대응하였다. 2008년 들면서 외국인 간접투자는 대폭의 순유출을 기록하고 있음에도 불구하고, 내국인 간접투자 회수는 이루어지지 않고 있어 포트폴리오 수지가 대폭의 적자를 시현하였다.

**넷째, 투신권의 오버 헤지 청산용 달러 수요가 증가하였다.** 2006년 들면서 국내 기관투자자들의 해외 증권투자에 대한 달러 선물 거래가 급증하고 있다. 2008년 상반기 중 기관투자자의 과매도 달러 선물 청산용 달러 수요는 최대 170억달러에 달했을 가능성이 있다. 향후 세계 증시의 추가 하락 여부에 따라 기관투자자의 달러 수요는 또 다시 확대될 수 있다.

**다섯째, 은행권의 달러 수급 만기불일치에 따르는 수요 증가 문제이다.** 2001년 이후 2007년까지 장기간 원화환율 하락이 지속되면서 수출기업들은 환율 하락에 대비하기 위하여 선물환 거래를 늘려왔다. 이와 같은 선물 매수 및 달러 차입 거래로 인하여 국내 은행들은 달러 수급에 있어서 기간불일치 상태에 빠진 것으로 추정된다. 최근의 국제 금융위기 상황에서는 달러 조달 애로가 발생하면서 외환시장 교란요인으로 작용할 가능성이 크다.

### 3. 정책적 시사점

#### 1) 종합 평가

**최근 원화 환율의 상승은 새로운 균형 환율을 찾아가는 과정인 것으로 판단된다.** 2008년 들면서 경상수지가 적자로 전환된 것은 국제 유가, 원자재가, 곡물가 등의 급등에 따른 것으로 풀이되며, 이들 가격은 장기적인 차원에서 상승세를 지속할 것으로 전망되고 있다. 또한, 보다 근원적인 문제인 내외국인의 국내 투자 감소가 꾸준한 직접투자 수지 적자를 초래하고 있다. 이와 같은 구조적인 문제가 원화 환율이 새로운 균형점 찾기를 유발하고 있다.

**다만 금융시장에서의 구조적 그리고 일시적 문제로 인하여 환율이 급등하는 결과를 초래하고 있다.** 외국인의 국내 증권투자는 해외 금융위기로 인하여 급격한 순유출을 기록하고 있는 반면, 내국인의 해외 증권투자는 해외 증시의 급락에 따른 원본손실로 회수가 여의치않아 외국인 순유출을 상쇄할 수 있는 정도로 순유입되기는 어려운 상황이다. 여기에 기관투자자들의 과매도 달러선물 청산을 위한 달러 수요와 국내 은행들의 달러 포지션 만기 불일치 문제가 동시에 겹친 상황이다.

**또한, 원화 환율 상승을 예상한 투기적 가수요도 일조했을 것으로 보인다.** 적극적인 투기 세력이 외환시장에 개입했다는 증거는 보이지 않지만 수출업체나 금융기관의 달러 보유 심리로 인하여 달러 공급이 원활하지 않을 것으로 추정된다.

## 2) 정책적 시사점

**첫째, 외환시장에 대한 직접적 개입 보다는 시장 심리 안정화 노력이 필요하다.** 최근의 환율 상승이 일시적 요인보다는 구조적인 요인에 의한 측면이 있는 만큼 당국의 직접적인 개입은 바람직하지 않다. 외환보유고의 감소를 막고, 외환 관련 정책이나 정보의 투명성을 높여야 한다. 이를 통해 시장의 불안 심리를 안정화시켜 투기적 가수요의 발생을 막을 수 있어야 한다.

**둘째, 시중은행들의 외화 포지션 만기구조 불일치 문제는 정부 차원에서 해소해줄 필요가 있다.** 정부는 시중은행들의 달러 포지션 만기불일치 해소를 위하여 이미 100억달러 규모의 외환보유고를 시중에 공급했다. 그럼에도 불구하고 시중은행들의 달러 확보가 원활하지 않은 상황이므로 정부 차원에서 해소해주는 것도 외환 시장 안정화에 기여할 것으로 판단된다.

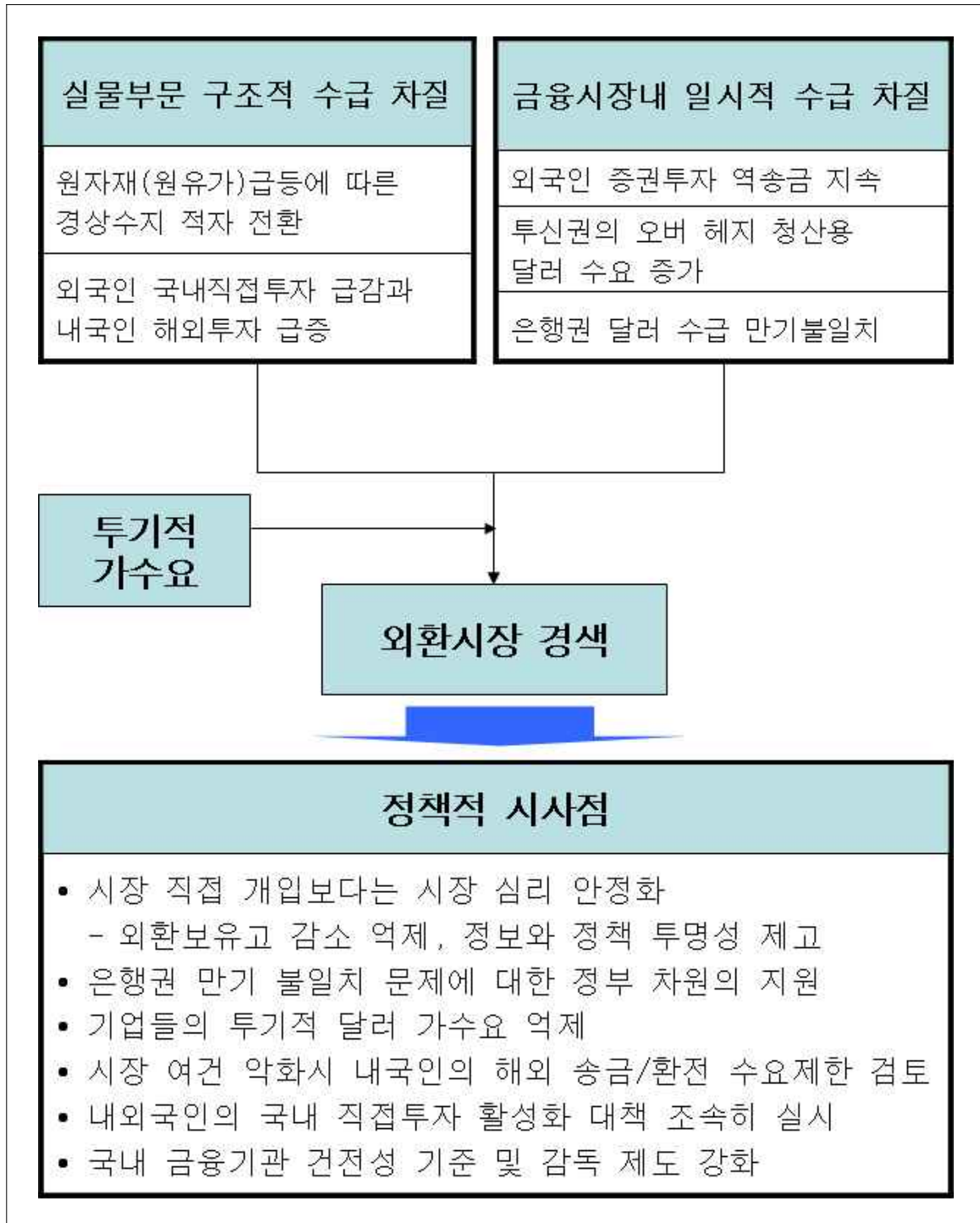
**셋째, 기업들의 경우 달러 가수요에 대한 초과 보유 관행을 지양해야 한다.** 기업들의 외화차입이 어려운 상황에서 '키코 사태' 등을 계기로 달러 사재기 현상도 나타나고 있는 상황이다. 기업들은 해외자산 매각 등 스스로 자금을 조달하는 노력을 통해 금융위기 고통 분담에 동참할 수 있어야 할 것이다.

**넷째, 시장 상황에 따라 내국인의 해외 송금이나 환전 한도를 제한하는 것도 검토할 필요가 있다.** 반드시 필요한 경상적 거래나 자본적 거래를 위한 송금이나 환전은 지속하되 해외 여행 경비, 부동산 구입용 송금 수요 등 긴급한 필요가 있지 않은 부분에 대해서는 한도를 제한하는 방안도 검토할 수 있을 것이다.

**다섯째, 장기적으로 내외국인의 국내 직접투자를 활성화할 수 있는 제도적 보완 대책을 조속히 실시해야 한다.** 기 발표한 R&D, 세제 개편, 규제 완화 정책 등은 조속히 실시할 필요가 있으며, 다른 한편으로 유명무실화되어 있는 경제 특구 제도를 재정비하고, 저렴한(또는 무상의) 대규모 산업용지 공급, 노사관계 안정화를 위한 제도 개편 등 다각적인 정책을 실시할 필요가 있다.

**여섯째, 국내 금융기관의 건전성 감독 제도를 강화해야 한다.** 최근 시중은행들의 문제는 매수 달러 선물의 부실화 문제는 없으나(장기 포지션), 단기로 조달한 달러의 롤오버가 안되는 문제는 과거 외환위기 당시의 종금사 사태와 유사하다. 따라서 이와 같은 상황이 재연되지 않도록 건전성 감독 제도를 정비해야 한다.

< 달러 약세 하의 원화 약세 원인과 시사점 >



# 달러 약세 하의 원화 약세 원인과 시사점

## 1. 개요

- 원화 환율이 '나 홀로 약세'를 보이며 급등세가 지속되고 있음
  - 2007년 900원대에 머물던 원화 환율은 올해 들어 상승세를 보이기 시작함
  - 특히 올 3분기 이후에는 수직상승하여 10월 6일 1,270원을 기록하며 '07년말 대비 약 36% 평가 절하
  - 원화는 달러화에 대해 유독 약세를 보였으며, 같은 기간 엔·위안·유로 등 다른 주요국 대부분의 화폐는 달러화에 비해 강세를 나타냈음
    - \* 엔 및 유로는 달러 대체 통화 인식으로 인해 달러 약세에 대응하여 강세를 보였으며, 중국은 물가 불안을 막기 위해 '강한 위안화'를 용인
- 이와 같이 원화 환율이 '나 홀로 약세'를 유지하다보니 이들 제 3국 통화 에 대한 원화의 가치는 더 큰 폭으로 하락

< 2007년 이후 주요국 환율 추이 >

	2007년		2008년					
	1월	12월	7월	절상률	8월	절상률	9월	절상률
한국 (원)	940.9	932.0	1,012.1	-8.6%	1,090.0	-17.0%	1,270.3 (10월 6 일)	-36.3%
EU (유로)	1.2961	1.4722	1.5604	-6.0%	1.4666	0.4%	1.4081	4.4%
일본 (엔)	121.5	112.3	108.1	3.7%	108.8	3.1%	106.1	5.5%
중국 (위안)	7.7648	7.2941	6.8315	6.3%	6.8352	6.3%	6.8451	6.2%

자료: 한국은행.

주: 1. 월말 기준.

2. 절상률은 2007년 12월말 대비.



- **주요국의 경우 물가 안정을 위해 자국 통화 강세를 정부가 사실상 용인**
  - 유럽, 일본 등의 국가들은 달러에 대한 자국 통화가 강세를 보이면서 달러 표시 국제 원자재 가격이 올라도 수입 물가는 그만큼 오르지 않는 효과를 보고 있음
  - 중국도 과거 수출 경쟁력이 떨어지는 것을 고려해 ‘강한 위안화’에 거부감을 보였으나 최근에는 급격한 물가 상승세로 인해 위안화 강세를 용인함
  - 또한 베트남 등 여타 신흥시장 국가들도 인플레이션을 막기 위해 자국 화폐의 평가 절상을 용인하고 있는 측면이 있음
  
- **원화가 다른 주요국 화폐에 비해 약세를 보인 가장 큰 이유로는 국제 시장에서 한국의 투자 매력도가 떨어졌다는 점을 들 수 있음**
  - 국제 금융시장 불안에 따라 안전자산에 대한 선호가 커지면서 한국 등 신흥시장의 투자매력이 하락함
  - 여기에 한국 정부가 경상수지 적자를 막기 위해 원화 약세를 지지해 온 점도 주요 원인으로 작용함
  
- **이와 같은 원화 환율의 급등은**
  - 중국 등 제 3국과의 수출 경쟁에는 유리하겠지만 물가상승으로 인한 실질 소득 감소, 그에 따른 소비위축으로 작용할뿐더러
  - 수입 기업들의 손실을 확대하고, 특히 키코 관련 중소기업들의 어려움을 가중시키고 있음
  
- **이에 따라 최근 원화 환율 급등의 원인을 분석하고 이에 대한 정책적 대응방안을 모색할 필요가 있음**
  - 특히, 최근 원화 환율 상승이 경제의 구조적 변화를 반영하는 것인지
  - 또는 일시적인 달러 수급의 문제인지를 점검하는 것이 중요함

## 2. 원화 환율 급등의 원인

### 1) 실물 부문의 구조적 원인

#### ○ 국제수지 적자

- 원화 환율 급등의 원인은 국제수지가 적자로 돌아선 데에 있음
  - 2006~2007년의 기간은 국제수지가 전반적인 흑자기조를 지속하여 원화 환율이 절상 기조를 유지해왔음
  - 그러나 서브 프라임 모기지 부실화 사태로 인한 금융위기가 불거지면서 우리나라의 국제수지는 올해 1월 기점으로 적자기조로 전환되었으며,
  - 그 결과 원화 환율이 급등세로 돌아선 것임

< 2007년 이후 원화 환율 추이 >

(단위: 원/달러)



- 특히 올 8월 중에는 경상수지 적자가 47억 달러에 달해 월간 기준으로 최대치를 기록
  - 이와 같은 적자폭 확대는 서비스수지 적자와 경상이전수지 적자가 줄었으나 상품수지가 큰 폭 적자를 기록한데 기인함

○ 경상 수지 적자에 따른 달러 공급 부족

- 2008년중 수입 원자재가(원유류 포함)의 급등에 따라 경상수지가 악화되어 달러 공급이 부족한 상황이 발생
  - 2007년 말경부터 시작된 국제 유가 및 원자재가의 급등으로 수입은 급증한 반면 수출은 수입증가를 따라가지 못하여 경상수지가 악화
  
- 특히 에너지류의 가격 상승이 경상수지 악화를 주도
  - 2008년 1~8월중 원유가 상승은 전년동기대비 69.9%에 달하고 있으며, 에너지류 수입액도 전년동기대비 69.2%의 증가율을 기록
  - 이에 따라 에너지류의 수출입차는 전년동기대비 적자폭이 273.4억 달러 확대된 반면 비에너지류는 51.8억 달러 증가에 그쳐
  - 경상수지가 221.4억 달러 악화되는 영향을 초래

< 에너지류 수입 증가에 따른 경상수지 영향 >

(단위: 억 달러)

	2007 1~8	2008 1~8	증감액	증감률
수출 총액	2,388.9	2,918.0	529.1	22.1%
에너지류	143.1	274.0	130.9	91.5%
비에너지류	2,245.8	2,644.0	398.2	17.7%
수입 총액	2,290.9	3,041.5	750.6	32.8%
에너지류	583.9	988.0	404.1	69.2%
비에너지류	1,707.0	2,053.4	346.4	20.3%
수출입차	98.0	-123.4	-221.4	
에너지류	-440.7	-714.1	-273.4	
비에너지류	538.8	590.6	51.8	
원유도입단가(달러/ 배럴)	63.7	108.2	44.5	69.9%

자료: 한국은행, 2008년 8월중 국제수지 동향(잠정).

- 국제 원자재가 및 원유가 급등에 따른 경상수지 악화는 구조적인 문제로 서 향후에도 더욱 심화될 것으로 전망됨
- 국제유가는 세계 경기 침체에 대한 우려로 일시적으로 하향 안정화되는 모습을 보이고 있지만, 장기적인 측면에서는 상승세를 지속할 예상

○ 급증하는 내국인 해외직접투자와 급감하는 외국인 국내직접투자

- 최근 들어서 외국인의 국내 직접투자는 급감하고 있는 반면 내국인의 해외 직접투자는 급증하고 있음
- 내국인의 해외 직접투자는 지난 2005년까지 연간 50억달러 미만에서 유지되어 왔으나, 2006년부터 그 규모가 급증하기 시작하여 2008년에도 8월말 현재 97억달러 순유출을 기록
- 반면 외국인의 국내 직접투자는 2006년도부터 규모가 급감하여 2008년에는 8월말 현재 3천만달러에 불과한 실정임
- 이에 따라 2006년부터 적자로 돌아선 직접투자 수지는 2008년에도 8월말 현재 97억달러 적자를 기록하고 있음
- 이와같은 직접투자 수지 적자는 해외 증권투자 수지가 흑자를 기록하던 2006년과 2007년에는 원화 환율의 급락을 막아주는 요인으로 작용했으나
- 증권투자 수지 적자 전환으로 원화 환율이 상승세로 돌아선 지금에도 직접투자 수지 적자기조가 유지되어 환율 상승을 가속화

< 직접투자 수지 추이 >

(단위: 억 달러)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008.1 ~8
내국인 → 해외	-50.0	-24.2	-26.2	-34.3	-46.6	-43.0	-81.3	-152.8	-96.9
외국인 → 국내	92.8	35.3	23.9	35.3	92.5	63.1	35.9	15.8	0.3
직접투자수지	42.8	11.1	-2.2	1.0	45.9	20.1	-45.4	-137.0	-96.6

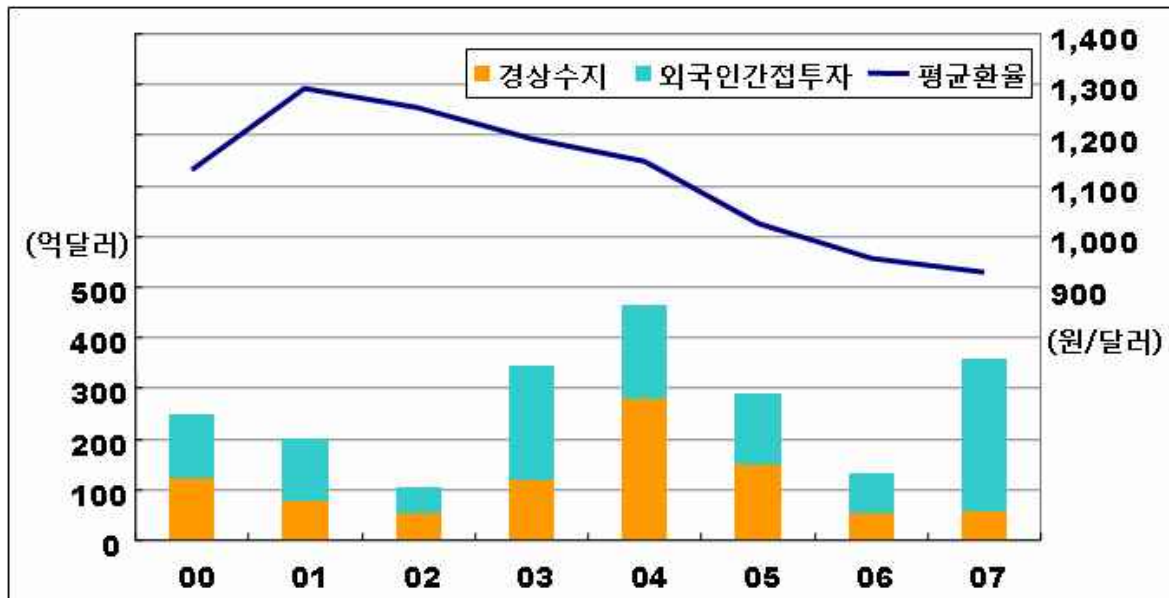
자료: 한국은행.

## 2) 금융 부문의 장단기 달러 수급 부족

### ○ 외국인 간접투자 역송금 급증과 부진한 내국인 해외 간접투자 자금회수

- 2007년까지의 원화 환율 가파른 하락세 지속을 주도한 것은 경상수지 흑자와 외국인 간접투자 순유입에 의한 것이었음
- 2000~2007년까지 경상수지 흑자와 외국인 간접투자 순유입액은 합산규모가 연간 100~500억달러 수준을 유지

< 2000년 이후 경상수지, 외국인 간접투자 순유입액과 환율 >



- 이와 같은 달러 공급 초과에 대응하여 정부는 내국인의 해외 간접투자를 활성화하는 정책으로 대응
  - 내국인의 해외 간접투자는 2004년에 처음으로 연간 100억달러를 초과하기 시작하였으며,
  - 특히, 2006년과 2007년은 정부가 환율 관리를 목적으로 내국인 해외투자 활성화를 유도하면서 각각 313억달러와 546억달러의 순유출을 기록

- 이에 따라 경상수지 흑자와 외국인 간접투자 순유입액을 합산한 금액보다도 많은 달러화가 내국인 간접투자 형태로 해외로 순유출되는 결과 초래
- 2008년 들면서 외국인 간접투자는 대폭의 순유출을 기록하고 있음에도 불구하고, 내국인 간접투자 회수는 이루어지지 않고 있어 포트폴리오 수지가 대폭의 적자를 시현
  - 2008년 들면서 8월말까지 외국인의 국내 간접투자는 143억달러의 순유출을 기록한 반면
  - 내국인의 해외 간접투자는 겨우 9억 달러 회수되는데 그치고 있음
  - 이에 따라 경상수지 적자와 함께 시중 달러 부족 현상을 가속화하고 있음

< 외국인 간접투자 순유입액과 내국인 간접투자 순유출액 추이 >

(단위: 억 달러)

연도	경상수지	외국인 간접투자 순유입액	소계 (A)	내국인 간접투자 순유출액 (B)	차이 (A-B)	평균환율
2000	123	127	249	5	244	1,130
2001	80	122	203	55	147	1,291
2002	54	54	108	50	57	1,252
2003	119	227	346	54	292	1,192
2004	282	184	465	118	348	1,146
2005	150	141	291	176	115	1,024
2006	54	81	134	313	-178	955
2007	60	300	359	546	-187	929
2008.8	-125	-143	-268	-9	-259	998

주: 2008년은 8월말 현재.

○ 투신권의 오버 헤지 청산용 달러 수요 증가

- 2006년 들면서 국내 기관투자자들의 해외 증권투자에 대한 달러 선물 거래가 급증하고 있음

- 내국인의 해외 증권투자가 본격화된 2005년 이후 2007년까지 3년간 해외 증권투자 금액은 총 770억달러를 초과하고 있음<sup>1)</sup>
- 동 투자자금에 대하여 투신권에서는 환위험 관리를 위하여 2006년과 2007년 2년간 달러 선물을 집중적으로 매도하여 총 순매도 금액은 173억달러에 달하고 있음(자산운용사 및 증권사 기준)

장내 선물거래<sup>1)</sup> 및 해외증권투자 추이

(억달러)

	2005년	2006년	2007년	1/4	2/4	3/4	4/4
선물 매입(A)	25.1	269.1	786.4	123.0	140.1	213.4	309.9
선물 매도(B)	24.8	304.1	924.4	153.9	173.6	250.6	346.3
선물 순매입(A-B)	0.3	-35.0	-138.0	-30.9	-33.5	-37.2	-36.4
해외증권투자 <sup>2)</sup>	106.8	223.5	441.2	151.3	119.6	54.6	115.7

자료: 한국은행, 2007년중 외환시장 동향, 2008.3.

주 1: 자산운용사와 증권사 기준(원화금액을 기간중 평균 매매기준율로 환산한 달러 금액)..

2: 해외증권투자는 국제수지(금융기관 포함) 기준, 2007. 4/4분기는 10~11월중.

- 2008년 상반기 중 기관투자자의 과매도 달러 선물 청산용 달러 수요는 최대 170억달러에 달했을 가능성이 있음

- 2007년 10월 이후 해외 주식시장의 폭락으로 인하여 기관투자자들의 헤지 포지션이 달러 선물 과매도 상태로 진입
- 국내 기관투자자의 해외 증권투자 자산가치 하락분은 올 상반기 중 214억 달러에 달하고 있음

1) 동 금액은 유출액 기준이며 그동안의 주가 상승분을 감안하면 시가 기준의 투자 잔액은 이보다 더 많을 것으로 추정

- 국내 기관투자가가 보유주식 시가의 80% 선에서 달러 선물을 헤지했다고 가정할 경우 214억달러 자산가치 하락분에 대한 선물 과매도분은 최대 170억달러 수준이 될 가능성이 있음

기관투자가별 외화증권투자 동향(시가 기준)

(백만달러, %)

	2006말	2007말(A)	2008.6 말p(B)	증감(B-A)
외국환은행 <sup>1</sup>	113	115	110	-5
보 험 사	237	261	235	-26
자산운용사	175	760	585	-175
증 권 사	29	30	22	-8
합 계	554	1,166	952	-214

자료: 한국은행, 2008년 2/4분기 기관투자가의 외화증권 투자동향, 2008.8.

주 1: 사모사채 및 역외계정 투자 제외(외화B/S 잔액기준), 순매수 및 손익은 금융기관 외화증권 투자현황(FX5460, 국제수지팀 보고서)을 기준으로 추정.

- 향후 세계 증시의 추가 하락 여부에 따라 기관투자가의 달러 수요는 또 다시 확대될 수 있음

- 현재 세계 증시는 그 동안의 하락기조를 멈추고 일시적인 조정 국면에 진입하여 있으나,
- 서브 프라임 모기지 부실의 추가 확산 여부와 이로 인한 세계 경기 침체 정도에 따라 추세적 하락 국면으로 재진입할 가능성을 배제할 수 없으며
- 해외 주식투자 자산 가치의 1% 추가 하락시 국내 투신권의 달러 선물 과매도 청산용 달러 수요는 최대 8억달러에 달할 것으로 추정됨

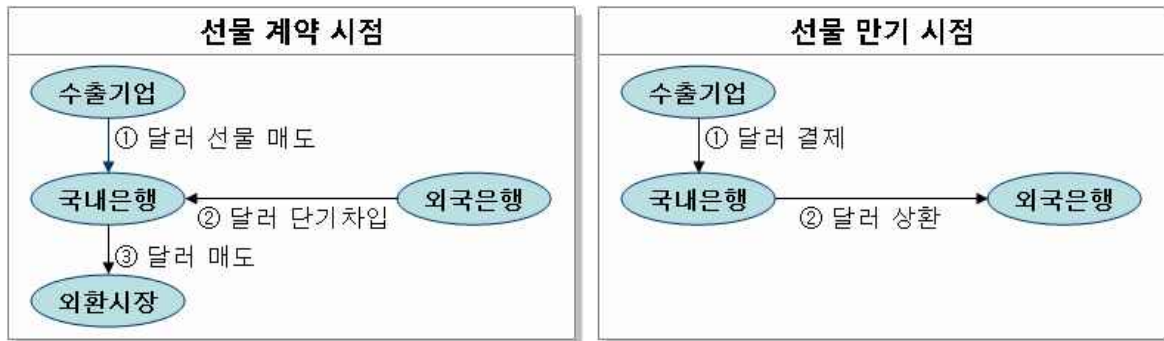
○ 은행권의 달러 수급 만기불일치에 따르는 수요

- 2001년 이후 2007년까지 장기간 원화환율 하락이 지속되면서 수출기업들은 환율 하락에 대비하기 위하여 선물환 거래를 늘려왔음

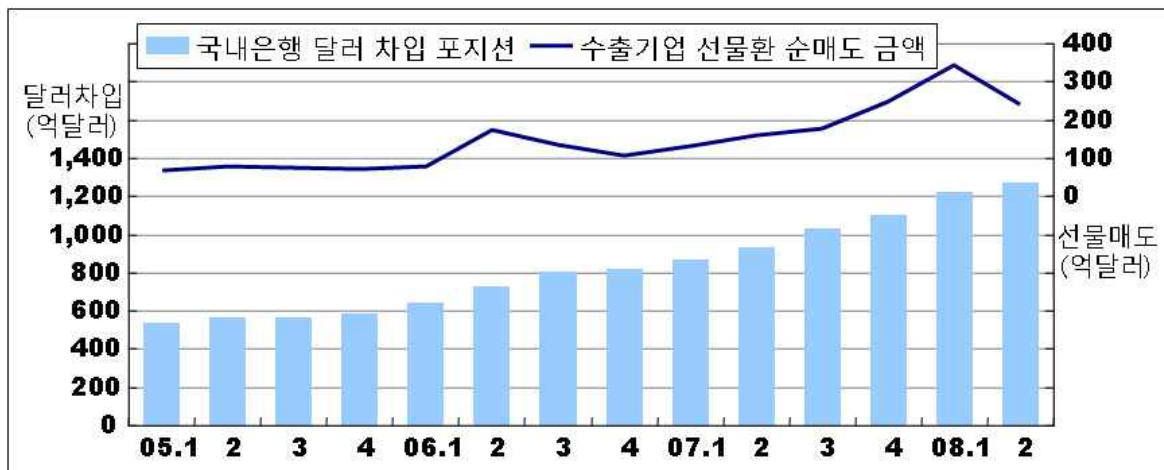


- 수출기업들로부터 달러 선물을 매수한 국내 은행들은 외국은행으로부터 달러를 차입해 시장에 매도함으로써 선물 매수 포지션에 대한 위험 회피
- 국내은행들은 추후에 수출기업들로부터 달러를 결제받아 외국은행에 지급
- 수출기업-국내은행-외국은행간의 달러 선물 및 현물 거래로 인한 국내 은행의 달러 포지션은 위험회피가 잘 이루어진 거래 구조임

< 수출기업과 국내 은행의 달러 선물 거래 개념도 >



< 수출기업의 선물환 순매도액과 국내은행 달러 차입 포지션 추이 >

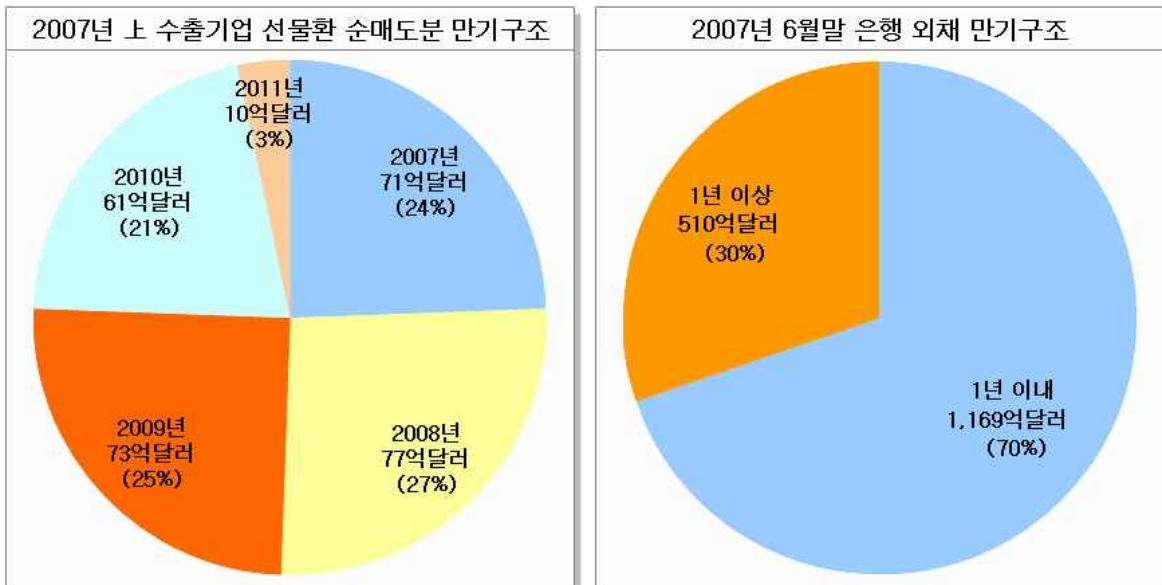


자료: 한국은행

- 이와 같은 선물 매수 및 달러 차입 거래로 인하여 국내 은행들은 달러 수급에 있어서 기간불일치 상태에 빠진 것으로 추정됨
- 그러나, 수출기업들의 달러 결제 시기와 국내은행의 차입 달러 결제 시기

- 가 맞지 않는 기간 불일치 문제가 존재하고 있는 상황으로 판단됨
- 2007년 상반기 중 수출기업이 순매도한 선물환의 만기구조는 2007년 71억 달러(24%), 2008년 77억달러(27%), 2009년 73억달러(25%), 2010년 61억달러(21%) 등으로 장기간에 걸쳐 분산되어 있는 반면,<sup>2)</sup>
  - 2007년 6월말 현재 은행의 외채 만기구조는 1년이내가 70%에 달함<sup>3)</sup>
  - 2007년 하반기부터는 기업 선물환 순매도분의 만기구조가 발표되지 않아서 정확한 만기구조를 알수는 없으나, 이전과 큰 차이는 없을 것으로 판단

< 국내 은행의 달러 수급의 기간 불일치 현황 >



- 달러 수급의 기간 불일치 문제는 정상적인 금융시장 상황에서는 아무 문제가 없이 넘어갈 수 있지만
  - 최근의 국제 금융위기 상황에서는 달러 조달 애로가 발생하면서 외환시장 교란요인으로 작용할 가능성이 큼
  - 다만 이와 같은 문제는 달러 수급 차이가 아니라 만기구조 불일치의 문제이므로 일시적인 유동성 지원 등으로 해소해나갈 수 있을 것으로 판단됨

2) 이와 같은 만기구조는 2006년말과 대동소이함. 2007년 3/4분기부터는 기업들의 선물환 기간 구조 자료의 미발표로 정확한 구조는 알수 없으나, 2007년 상반기와 비슷할 것으로 판단  
 3) 2008.6末 은행 외채 만기구조는 단기 69%, 장기 31%로 2007.6末 현재와 대동소이함

### 3. 정책적 시사점

#### 1) 종합 평가

- 최근 원화 환율의 상승은 새로운 균형 환율을 찾아가는 과정인 것으로 판단됨
  - 2008년들면서 경상수지가 적자로 전환된 것은 국제 유가, 원자재가, 곡물가 등의 급등에 따른 것으로 풀이되며, 이들 가격은 장기적인 차원에서 상승세를 지속할 것으로 전망되고 있음
  - 또한, 보다 근원적인 문제인 내외국인의 국내 투자 감소가 꾸준한 직접투자 수지 적자를 초래하고 있음
  - 이와 같은 구조적인 문제가 원화 환율이 새로운 균형점 찾기를 유발
  
- 다만 금융시장에서의 구조적 그리고 일시적 문제로 인하여 환율이 급등하는 결과를 초래
  - 외국인의 국내 증권투자는 해외 금융위기로 인하여 급격한 순유출을 기록하고 있는 반면,
  - 내국인의 해외 증권투자는 해외 증시의 급락에 따른 원본손실로 회수가 여의치않아 외국인 순유출을 상쇄할 수 있는 정도로 순유입되기는 어려움
  - 여기에 기관투자자들의 과매도 달러선물 청산을 위한 달러 수요와 국내 은행들의 달러 포지션 만기 불일치 문제가 동시에 겹쳐서
  - 원화 환율이 몇 달새에 1,000원 수준에서 1,200원 수준으로 급등하는 결과를 초래한 것으로 분석됨
  
- 또한, 원화 환율 상승을 예상한 투기적 가수요도 일조했을 것으로 보임
  - 적극적인 투기 세력이 외환시장에 개입했다는 증거는 보이지 않지만
  - 수출업체나 금융기관의 달러 보유 심리로 인하여 달러 공급이 원활하지 않을 것으로 추정

## 2) 정책적 시사점

- 첫째, 외환시장에 대한 직접적 개입 보다는 시장 심리를 안정시키려는 노력이 필요함
  - 원화 환율이 일시적인 요인으로 급등락 하는 경우라고 한다면 정부 당국은 보다 적극적으로 시장에 개입해서 환율을 안정시키는 것이 바람직하나,
  - 지금은 보다 구조적인 요인에 의해서 상승하고 있는 것이므로 직접적인 개입은 바람직하지 않음
  - 이 보다는 시장의 불안 심리를 안정화시켜서 투기적 가수요의 발생을 막고, 수출입 업체들이 정상적인 업무에 전념할 수 있도록 해야 함
  
- 둘째, 시중은행들의 외화 포지션 만기구조 불일치 문제는 정부 차원에서 해소해줄 필요가 있음
  - 정부는 시중은행들의 달러 포지션 만기불일치 해소를 위하여 이미 100억달러 규모의 외환보유고를 시중에 공급했음
  - 그럼에도 불구하고 시중은행들의 달러 확보가 원활하지 않은 상황이므로 정부 차원에서 해소해주는 것도 외환 시장 안정화에 기여할 것으로 판단
  - 다만, 시중은행들의 모럴해저드 방지 차원에서 만기불일치 부분으로 달러 공급을 제한하고, 일정한 가산금리를 적용하는 페널티를 부과
  - 또한 기 투입분 이외에 추가적인 달러 공급은 최악의 국면에서만 실시
  
- 셋째, 기업들의 경우 달러 가수요에 대해 지나치게 민감하게 반응할 필요는 없으며 달러 초과 보유 관행을 지양함
  - 최근 환율 상승은 금융사 뿐만 아니라 기업들도 투기적인 가수요가 발생, 달러 수요가 실제보다 부풀려지면서 달러난이 심화된 원인도 작용
  - 특히 기업들은 외화차입이 어려운 상황에서 '키코 사태' 등을 계기로 '달러 사재기' 현상도 나타나고 있는 상황임
  - 기업들은 해외자산 매각 등 스스로 자금을 조달하는 노력을 통해 금융위기 고통 분담에 동참할 수 있어야 함

- **넷째, 외환시장의 달러 수급이 최악의 국면으로 진전될 경우에는 내국인의 해외 송금이나 환전 한도 제한**
  - 꼭 필요한 경상적 거래나 자본적 거래를 위한 송금이나 환전은 지속하되
  - 해외 여행 경비, 부동산 구입용 송금 수요 등 긴급한 필요가 있지 않은 부분에 대해서는 한도를 제한하는 방안도 검토
  - 단, 이는 정해진 법적 테두리 내에서 유사시에만 실시
  
- **다섯째, 내외국인의 국내 직접투자를 활성화할 수 있는 제도적 보완 대책을 조속히 실시**
  - 국내 투자 활성화 정책은 실효를 거두기까지 상당한 시간이 소요됨
  - 따라서 이명박 정부에서 기 발표한 R&D, 세제 개편, 규제 완화 정책 등은 조속히 실시할 필요가 있으며
  - 다른 한편으로 유명무실화되어 있는 경제 특구 제도를 재정비하고, 저렴한 (또는 무상의) 대규모 산업용지 공급, 노사관계 안정화를 위한 제도 개편 등 다각적인 정책을 실시할 필요가 있음
  
- **여섯째, 국내 금융기관의 건전성 감독 제도를 강화해야 함**
  - 국내 은행들의 달러 포지션 기간 불일치 사태는 사실 지난 외환위기 때의 종금사 사태와 유사
  - 당시 종금사들은 해외 장기 투자자산은 부실화되면서 동시에 국내 단기 조달한 달러의 롤오버가 불가능해짐에 따라 종금사들의 연쇄도산 발생
  - 최근 시중은행들의 문제는 매수 달러 선물 부실화 문제는 없으나(장기 포지션), 단기로 조달한 달러의 롤오버가 안되는 문제는 유사
  - 따라서 이와 같은 상황이 향후에 또 다시 재연되지 않도록 건전성 감독 제도를 정비

한상완 산업전략본부장 (3669-4121, [swhan@hri.co.kr](mailto:swhan@hri.co.kr))

전용복 연구위원 (3669-4120, [ybjeon@hri.co.kr](mailto:ybjeon@hri.co.kr))

## HRI 經濟 指標

---

### ▶ 主要 經濟 指標 推移와 展望

---

주요 경제지표 추이와 전망							
		2006	2007(P)	2008(E)	상반기	하반기	
국 민 계 정	경제성장률 (%)	5.1	5.0	4.9	5.3	4.5	
	최종소비지출 (%)	4.8	4.7	3.5	3.6	3.3	
	민간소비 (%)	4.5	4.5	3.4	3.6	3.2	
	총고정자본형성 (%)	3.6	4.0	4.3	2.5	6.0	
	건설투자 (%)	-0.1	1.2	2.8	1.5	4.0	
	설비투자 (%)	7.8	7.6	6.5	4.0	8.9	
대 외 거 래	통 관 기 준	경상수지(억 \$)	54	60	-10	-60	50
		무역수지(억 \$)	161	146	60	-30	90
	수출(억 \$)	3,255	3,715	4,330	2,130	2,200	
	증가율 (%)	(14.4)	(14.1)	(16.6)	(19.9)	(13.5)	
	수입(억 \$)	3,094	3,568	4,270	2,160	2,110	
	증가율 (%)	(18.4)	(15.3)	(19.7)	(26.9)	(13.1)	
기 타	소비자물가(평균, %)	2.2	2.5	3.8	4.0	3.5	
	실업률 (%)	3.5	3.2	3.3	3.5	3.2	
금 예	원/\$ 환율(평균, 원)	955	929	995	990	1,000	
	국고채금리(평균, %)	4.8	5.2	5.0	5.1	5.0	