



08-04 (통권 282호)

2008.1.24

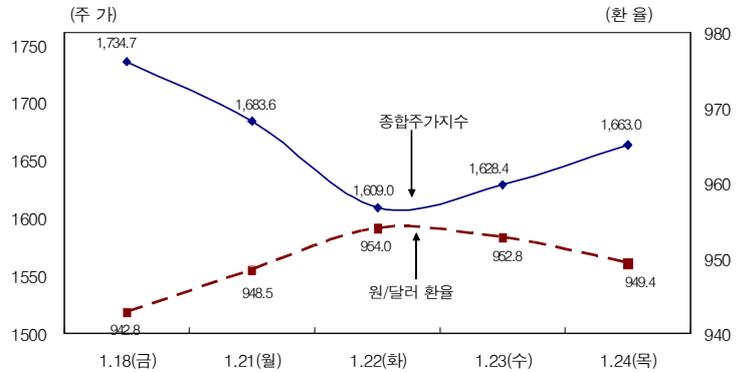
韓國經濟週評



■ 미 정책금리 인하의 한·중·일 통화 환율에
대한 영향과 시사점

Better than
the Best!

週間 主要 經濟 指標 (1.18~1.24)



차 례

- 주요 경제 현안 1
 - 미 정책금리 인하의 한·중·일 통화 환율에 대한 영향과 시사점 1
- 주간 경제 동향 20
 - 실물 부문 : 12월 및 연간 실업률 하락 20
 - 금융 부문 : 국내외 금융시장 혼조 21

□ 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

□ 미 정책금리 인하의 한·중·일 통화 환율에 대한 영향과 시사점

1. 개요

2007년 하반기부터 미국 서브프라임 부실 문제가 표면화되면서 경기침체와 신용경색 우려감이 확산되고 있다. 이에 미 FRB는 신용경색과 경기침체 심화를 막기 위해 2007년 9월부터 4차례에 걸쳐 기존 5.25%의 정책금리를 3.50%로 인하하였다. 이에 더하여 미 연방은행이 당장 1월말 추가적으로 금리를 인하할 것으로 전망되고 있다. 미국의 대폭적인 금리인하가 글로벌 달러화 약세를 가속화시킬 것으로 예상되는 상황에서 최근 세계 통화중 거의 유일하게 원화만이 달러화에 대해 약세를 보이고 있다. 국내 원화 환율은 1월 22일 현재 2007년 상반기말의 923.8원보다 3.3% 절하된 954.0원을 기록(2007년 연중 최저치인 900.7원보다는 5.9% 절하)하고 있다.

따라서 이러한 원화 환율의 역행 추세가 어떠한 요인들로부터 비롯되었는지를 살펴볼 필요성이 존재한다. 나아가 한·중·일 동북아 3국간의 수출 경합도가 높은 점을 고려하여, 2007년 하반기 이후 미국의 정책금리 인하에 따른 영향이 중국과 일본 통화 환율에는 어떻게 영향을 미치고 있는지를 살펴보고, 향후 각 통화 환율의 방향성을 예측하고 시사점을 찾아보았다.

2. 미 정책금리 인하의 한·중·일 3국 통화 환율에 대한 영향

첫째, 미 정책금리 인하는 미·일 금리차를 축소시켜 엔캐리 트레이드 수익률을 떨어뜨리는 요인으로 작용하여 엔캐리 트레이드 청산을 유발시키고 엔화의 강세를 순환적으로 발생시키고 있다. 미 FRB의 정책금리 인하로 미·일간 금리차가 2007년 초 4.75%p에서 3.0%p로 축소되었다. 현재 양국간 명목 정책금리 차인 3.0%p는 낮은 수준은 아닌 것처럼 보이지만, 정책금리 차이와 환율 절상률을 고려한 미 달러화에 대한 엔캐리 트레이드의 수익률은 2007년 2/4분기 6.64%에서 4/4분기에는 0.60%로 급격하게 감소하였다. 이에 따라 자기실현적으로 달러화에 대한 엔캐리 트레이드가 청산되면서 달러화에 대해 엔화가 강세를 보이고 있다. IMF에 따르면 엔캐리 트레이드 규모가 최소 1,000억 달러에서 최대 약 2조 달러에 이를 것으로 추정되고 있어, 이러한 자금이 일본 국내로 유입될 경우 엔화의 초강세 현상은 불가피한 실정이다.

둘째, 미국 금리 인하의 영향이 중국 위안화 강세에 미치는 영향은 크지 않다. 오히려 최근 위안화 강세의 가장 큰 요인은 대내적 필요성 때문으로 판단된다. 2007년 위안화의 절상률은 6.5%로 2006년에 비해 2배 이상 빠르며, 특히 지난 1월말 이후 절상 속도가 월평균 1%를 상회하고 있다. 이는 중국과 미국의 무역 불균형 문제로부터 발생하는 대외적인 위안화 절상 압력에도 일정부분 영향을 받은 것으로 보인다. 그러나 보다 근본적인 요인은 중국정부가 대내적으로 경기 과열 및 인플레이션 압력에 대응하기 위해 위안화 절상을 용인하고 있기 때문으로 분석된다. 중국인민은행은 2007년 중 6차례에 걸쳐 정책금리로 이용되는 금융기관 대출 및 예금 이자율을 인상한 바 있으나, 소비자물가는 2007년 8월 이후 4개월째 6%를 상회하고 있다. 특히 중

국 소비자 물가 상승이 국제 원자재와 식료품 상승 등 공급측면 요인도 작용하고 있기 때문에 중국당국은 위안화 절상이 국내 물가 안정에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단하고 있다.

셋째, 미 정책금리 인하가 원화 환율의 절상압력으로 작용하고 있지만, 글로벌 신용경색에 따르는 일시적인 달러 유동성 부족으로 원화가 약세를 보이고 있다. 환율 결정은 기본적으로 경제 펀더멘트에 기초한다. 우선 미 FRB가 정책금리를 이례적으로 대폭 인하하였다는 점은 미국 경제 상황이 심각한 수준에 이르고 있다는 것을 의미한다. 반면 한국의 최근 경제성장률은 5%대를 유지하고 있어, 아직은 한국 경제의 상황은 상대적으로 좋다는 평가를 내릴 수 있다. 따라서 미 FRB의 정책금리 인하는 원화를 절상시키는 요인으로 작용하게 된다.

따라서 원화 환율이 최근 약세를 보이고 있는 것은 일시적인 달러화 수요 증가에 따른 것으로 보인다. 미국의 신용경색 우려감이 심화될 때마다 역외세력 등이 유동성 확보차원에 달러화 매수가 급증하고 있다. 또한, 국내 증시에서는 외국인 투자자의 대규모 주식 매도되면서 시장에 달러 유동성이 일시적으로 급격하게 축소되는 현상이 반복되고 있기 때문으로 판단된다.

3. 한·중·일 3국 통화 환율 전망

1) 일본 엔화 환율

일본 엔화는 당분간 엔캐리 트레이드 청산의 영향으로 강세를 지속할 것으로 전망된다. 미국의 금리 인하로 미·일 금리차 축소가 지속될 경우, 당장 일본 내 물가 상승 압력이 크지 않은 현재의 여건이 유지된다는 전제 하에 일본은행은 엔/달러 환율의 급락을 막기 위해 정책금리를 인하할 것으로 예상된다. 그러나 일본 정책금리가 0.5%에 불과한 현실을 감안한다면, 미·일간 금리 격차의 축소는 불가피할 것으로 판단된다.

이러한 금리차 축소는 엔캐리 트레이드 청산을 더욱 가속화시켜 엔/달러 환율을 절상시키는 요인으로 작용할 전망이다. 다만 어느 정도 수준에서는 2004년 이전처럼 일본 정부가 외환시장에 개입할 것으로 판단된다. 또한 가능성은 낮지만, 일부에서 주장하는 바와 같이 미국 경제가 2008년 하반기에 회복 조짐을 보일 경우 엔/달러 환율은 소폭 상승세로 전환될 수도 있다.

2) 중국 위안화 환율

위안화는 주로 국내 요인의 영향으로 절상 속도가 더욱 빨라질 것으로 예상된다. 우선 중국의 GDP 대비 경상수지 흑자 비중이 2004년 약 4%에서 2007년에 약 11%로 증가하고 있어, 미국의 절상 압력 요구가 더욱 거세지는 외교적 압력에 직면할 것이다. 또한 이미 국내 식료품 가격 급등의 영향으로 물가가 불안한 가운데, 최근에는 원자재 가격, 임금, 지가 등 제조업 생산 비용마저 급증하고 있어, 향후 중국 정부의 경제 정책들이 물가 안정에 집중될 수밖에 없다. 이는 중국 내 금리의 추가 인상을 유발할 것이고, 대외적인 절상 압력과 더불어 위안화를 절상시키는 요인으로 작용할 전망이다. 이에 따라 2008년중 위안화의 절상폭은 2007년의 6.5%보다 높은 8~11%에 이를 것으로 보이고, 일일 변동폭도 현행 $\pm 0.5\%$ 에서 $\pm 0.8\%$ 로 확대될 것으로

로 예상된다.

다만 미국은 정책금리를 인하하고 있는 반면, 중국은 정책금리 (금융기관간 예금 및 대출금리)를 인상하고 있어, 중·미간 금리격차 축소는 향후 중국인민은행이 위안화 절상 압력 조절을 위한 불태화정책에 부담으로 작용할 것으로 보인다.

3) 한국 원화 환율

최근의 원화 절하 추세는 일시적이며, 추세적으로는 절상 국면으로 진입이 전망된다. 미 정책금리 인하에 따르는 한미 간 금리차 역전 폭이 더욱 확대된다면, 차익 거래를 위한 자본 유입액이 더욱 늘어나 상당한 원화 절상 압력으로 작용할 것으로 보인다. 다만 최근과 같이 미국의 신용 경색 우려가 이슈화될 경우 일시적이지만 원/달러 환율이 상승하는 변동성 급증하는 모습이 반복될 것으로 예상된다.

국내 정책금리의 방향성에 대해서는 한·미 금리차 확대에 따른 재정거래 유인 등에 따른 문제에도 불구하고 물가 급등과 과잉 유동성 문제 해소 문제도 여전히 상존하고 있어 정책금리의 인하는 쉽지 않을 것으로 보인다. 그러나 향후 수출 경기 하강 국내 실물 경제 회복 중단 등의 모습이 나타난다면 환율 절상을 막고 내수 경기 회복을 위해 금리 인하 가능성도 배제할 수 없다.

4. 정책적 시사점

이러한 미국의 정책금리 인하에 따른 국내 금융 시장의 불안 요인을 해소하기 위해서는 **첫째, 원/달러 환율의 변동성 확대를 방지해야 한다.** 이를 위해서는 무엇보다도 외환시장에 대한 스무딩 오퍼레이션 정책의 강화가 필요하다. 또한 환율 변동에 대한 대응 능력이 상대적으로 취약한 중소기업들의 경우, 환 헤지 참가 유도를 위한 인센티브 제공, 중기보급형 환 헤지 시스템 개발 등의 노력도 요구된다.

둘째, 한미간 금리차로 인한 단기자금 유출입의 시장교란을 최소화해야 한다. 최근 한·미 금리 역전 폭 확대로 유입되는 외국인 채권투자가 대부분 단기채에 집중되고 있다. 특히, 금리차 역전은 외은지점의 본지점 차입 확대를 유발하여 단기 외채 비중이 높일 수 있다. 따라서 이러한 가능성을 막기 위해 자금 이동 및 시장에 대한 모니터링 능력제고, 관련 금융기관에 대한 건전성 기준 강화 등의 노력이 필요하다.

셋째, 환변동 리스크 완화를 아시아 국가들과의 공조 노력이 요구된다. 신용경색에 따른 미국의 금리인하는 신흥시장에서 급격한 자본유출을 발생시켜 지역 유동성 위기로 확대될 가능성도 배제할 수 없다. 따라서 현재 아세안 및 동아시아 국가들을 중심으로 협정된 치앙마이 이니셔티브 (양국간 긴급 유동성 지원 협조 체제)를 발전시켜, 위기 발생시 다국적인 대응이 가능하도록 다자간 아시아 통화 협력 체제 구축에 대한 정부의 주도적 역할이 요구된다.

넷째, 중장기적으로 동아시아 공동 통화 구축을 적극 검토해야 한다. 한중일간의 교역 및 금융 시장 연관성이 점차 강화되고 있음을 감안할 때, 미 달러화에 대한 환율뿐만 아니라 3국간의 재정 환율 리스크로 유발될 수 있는 지역 경제의 불확실성도 축소시킬 필요가 있다. 구체적으로는 우선 동아시아 국가간 통화 바스켓 제도를 구축하고 이를 발전시켜 유로화와 같은 지역 공동 통화 도입으로 나아가는 전략을 적극 검토해야 할 것이다

< 미 정책금리 인하의 한·중·일 통화 환율에 대한 영향과 시사점 >

개요

- ◆ 글로벌 달러화 약세 지속
 - 2002년 이후 달러화 실질실효환율 29.7% 절하
- ◆ 2007년 11월부터 원/달러 환율 나홀로 약세
 - 엔화 및 위안화의 절상 속도는 빨라짐
- ◆ 미국의 금리 인하로 미국과 한중일 금리차 축소 내지 역전

미 정책금리 인하의 한·중·일 3국 통화 환율에 대한 영향

- ◆ **(일본 엔화)** 미·일 금리차 축소로 엔캐리 트레이드 수익률 급락
 - 엔캐리 트레이드 청산 → 엔화 환율 상당폭 강세로 전환
- ◆ **(중국 위안화)** 대내·외적인 조정압력의 상호 작용
 - 역사적인 무역수지 흑자로 대외적인 절상 압력
 - 지속적인 금리 인상 불구 진정되지 않는 인플레이션 압력
- ◆ **(한국 원화)** 추세적 하락 속 반복적인 급등락
 - 글로벌 신용경색 우려감 확대 시
 - ▶ 유동성 확보를 위한 달러화 수요 급증
 - ▶ 위험선호 경향 축소로 외국인 주식 투자자의 대규모 순매도

한·중·일 3국 통화 환율 전망

- ◆ **(일본 엔화)** 당분간 강세 지속 전망
 - 물가 상승 압력이 크지 않는 한 일본은행 정책금리 인하 예상
- ◆ **(중국 위안화)** 2008년 중 8~11% 절상 예상
 - 변동폭도 $\pm 0.5\%$ 에서 ± 0.8 로 확대 전망
 - 미·중 금리차 축소로 중국 인민은행의 불태화 정책 운용 폭을 제한
- ◆ **(한국 원화)** 변동폭 확대 속 추세적인 강세 지속
 - 국제 금융시장 신용경색 시 일시적, 반복적으로 원화 환율 상승
 - 한·미 금리차 확대로 금융시장 변동성 증가

정책적 시사점

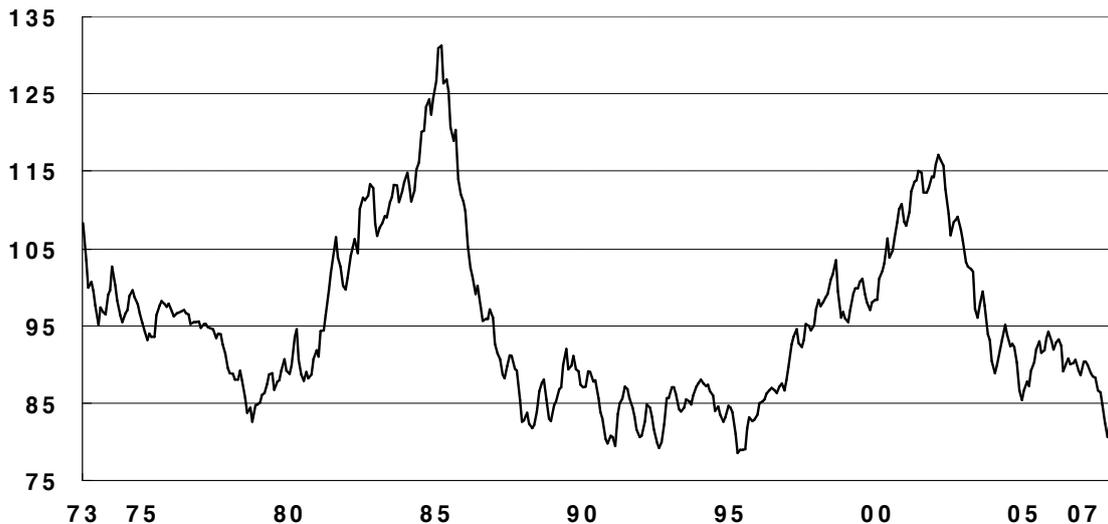
- ◆ 첫째, 원/달러 환율의 변동성 확대 방지
- ◆ 둘째, 단기자금 유출입에 의한 금융시장 교란 최소화
- ◆ 셋째, 아시아 국가들과 환변동 리스크에 대한 공조
- ◆ 넷째, 적극적인 동아시아 공동 통화 구축 검토

1. 개요

○ 2002년 이후 미 달러화의 글로벌 약세 (미 달러화에 대한 타국 통화의 강세) 추세가 진행중임

- 미 달러화는 2005년을 제외하고는 2002년 이후 약세국면을 지속하여 주요국에 대한 실질실효 환율은 1973년 3월 이후 최저 수준에 접근하는 등 추세적인 '글로벌 약달러' 현상이 지속중
 - 실질실효환율 기준으로 미 달러화는 2007년 중 6.3%가 절하되었고, 2002~2007년 중에는 20.7%가 절하됨

< 미 달러화의 실질실효 환율 지수 추이 >



자료 : 미 FRB.

- 달러화가 약세를 보이기 시작한 2002년부터 2007년까지 달러화는 선진국과 개도국 통화 모두에 대하여 약세를 보인 가운데 중국 위안화와 일본 엔화의 강세폭이 상대적으로 작음
 - 선진국 통화가운데 유로화(-39.0%), 영국 파운드화(-36.5%), 스위스프랑화(-31.7%)가 상당폭 강세를 보인 반면, 일본 엔화는 강세폭이 다소 약한 -14.8%를 기록
 - 개도국 가운데서는 태국 바트화(-32.3%)와 한국 원화(-28.7%), 싱가포르 달

러화(-21.8%)가 상당폭 강세를 보였고, 말레이시아 링기트화(-12.7%), 중국 위안화(-11.9%), 인도네시아 루피화(-10.1%) 등이 소폭 강세를 보임

- 비교 기간을 축소하여 2007년 한 해 동안 달러화 가치 변화를 보면, 한국 원화와 인도네시아 루피화를 제외한 대부분의 통화에 대해 약세를 보임
 - 선진국 통화인 유로화(-10.6%), 엔화(-6.1%), 스위스프랑화(-7.1%), 영국 파운드화(-1.3%)에 대해 약세를 나타냄
 - 개도국 통화 가운데 태국 바트화(-15.3%), 중국 위안화(-6.5%), 말레이시아 링기트화(-6.0%), 싱가포르 달러화(-5.8%)에 대해서는 약세를 보임
 - 그러나 한국 원화(0.7%), 인도네시아 루피화(4.0%)에 대해서는 절상세를 나타냄

< 2002년 이후 주요국 통화대비 미 달러화의 절상·절하율 추이 >

(기간중, %)

		2002	2003	2004	2005	2006	2007
	실질실효환율	-2.1	-8.8	-4.2	3.5	-4.4	-6.3 (-20.5)
선진국	유로화	-15.2	-16.7	-7.1	14.4	-10.2	-10.6 (-39.0)
	일본엔화	-9.7	-9.9	-4.2	14.6	1.2	-6.1 (-14.8)
	영국파운드화	-9.7	-9.8	-6.9	11.3	-12.0	-1.3 (-36.5)
	스위스프랑화	-16.7	-10.4	-8.0	15.2	-7.1	-7.1 (-31.7)
개도국	중국위안화	0.0	0.0	0.0	-2.5	-3.3	-6.5 (-11.9)
	대만달러화	-0.9	-1.9	-6.5	3.4	-0.7	-0.5 (-6.9)
	한국원화	-9.7	0.6	-13.2	-2.7	-7.7	0.7 (-28.7)
	싱가포르 달러화	-6.1	-1.8	-3.9	1.6	-7.7	-5.8 (-21.8)
	태국 바트화	-2.1	-8.3	-1.7	5.2	-6.6	-15.3 (-32.2)
	말레이시아 링기트화	0.0	0.0	0.0	-0.5	-13.8	-6.0 (-12.7)
	인도네시아 루피화	-14.5	-5.2	10.0	5.4	-8.0	4.0 (-10.1)

자료 : 한국은행.

○ 특히 2007년 하반기 들어 미국 서브프라임 부실 문제가 표면화되면서 미 정책금리가 급격하게 인하되는 요인까지 가세하여 글로벌 달러 약세가 가속화

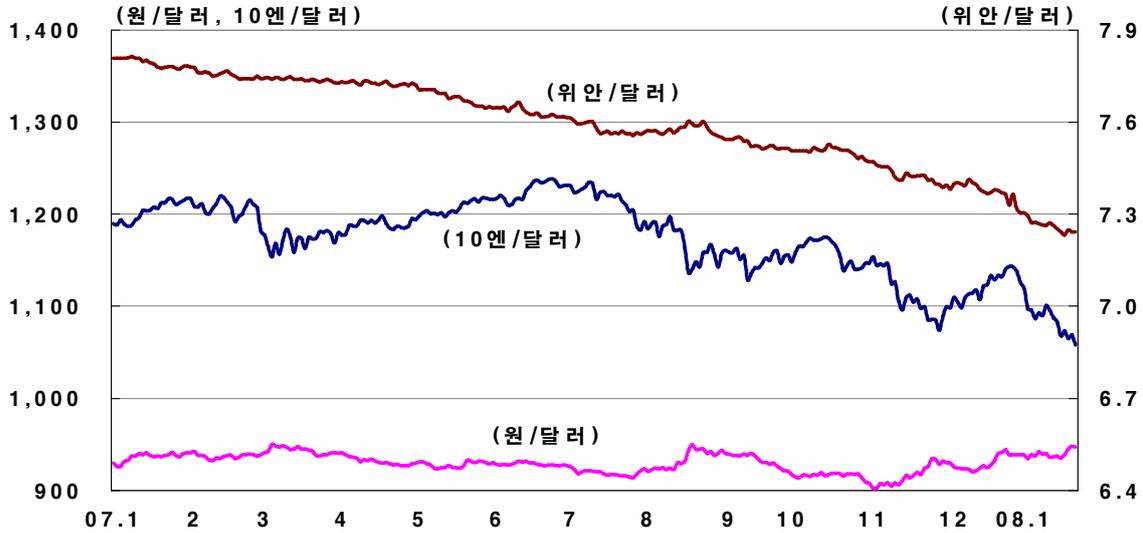
- 미 연방은행은 2007년 9월부터 네 번에 걸쳐 페더럴펀드 목표금리를 1.75%p 인하함에 따라 미국과 한국의 정책 금리차는 2007년 초 0.75%p에서 -1.5%p로

- 역전되었고, 미국과 일본의 정책 금리차는 5%p에서 3.0%p로 축소되었음
- 나아가 2008년 상반기중 FOMC(연방공개시장조작위원회)에서 최소 0.5%p 이상의 추가 인하마저 단행할 것으로 예상되고 있음
- 미국의 금리인하에 따른 미국과 동아시아 3국간 금리 격차 축소 및 역전폭 확대는 각각 서로 다른 경로와 요인을 통하여 다른 강도로 각국의 환율 변동에 영향을 미치고 있음
- 일본의 경우 미·일간 금리차 축소는 미 달러화에 대한 엔캐리 트레이드 수익률을 감소시켜 엔캐리 트레이드 청산을 유발시킴으로써 엔/달러 환율 하락 요인으로 작용하고 있음¹⁾
 - 한국의 경우에는 한·미간 금리 역전폭 확대로 금리차를 목적으로 하는 자금 유입이 확대되면서 제한적으로나마 원/달러 환율을 하락 압력 요인으로 작용할 것으로 예상됨
 - 중국의 경우에 자본 이동에 대한 제약 및 선물환시장의 미발달 때문에 무위험이자율 평가를 적용할 수 없지만, 미국과 중국의 금리차 역전²⁾으로 중국 인민은행이 불태화 정책을 수행하는 데 상당한 제약 요인으로 작용하여 금리 인상보다는 위안화 절상 폭을 용인하는 방향으로 나아갈 가능성이 있음
- 2007년 하반기 이후 4차례에 걸친 미국의 정책금리 인하 속에서 엔/달러 환율은 2007년 상반기말 117.98엔에서 2008년 1월 22일 현재 105.75엔으로 11.6%절상되었고, 위안화도 같은 기간 7.615위안에서 7.241위안으로 5.2%가 절상
- 하지만 원/달러 환율은 1월 22일 현재 2007년 상반기말의 923.8원보다 3.3% 절하된 954.0원을 기록하였고, 2007년 연중 최저치인 900.7원보다는 5.9% 절하되었음

1) 그동안 미·일간에는 무위험 이자율 평가(covered interest parity)와는 반대로 저금리 통화(엔화)에서 고금리 통화(달러화)로 자금이 이동하는 소위 캐리트레이드가 발생하였으나, 국제금융시장의 불안정성이 확대되고 미국이 금리를 인하하여 미·일간 금리가 축소됨에 따라 캐리트레이드의 수익률이 하락하여 '무위험 이자율 평가'처럼 저금리 통화가 절상되는 모습을 보이고 있음. 참고로 위험이자율 평가(Covered interest parity)에 따르면 자본이동성이 완전한 경우 고금리 통화는 절하되고 저금리 통화는 절상되는데 그 절하율만큼을 이자율 차이에 의해 보상된다는 의미임.

2) 미국 연방은행이 페더럴펀드 정책금리를 인하하는 반면 중국은 금융긴축 조치를 지속함에 따라 미·중간 금리차가 역전되는 현상이 발생함. 2008년 들어 중국이 위안화의 달러화 페그제를 폐지한 이후 처음으로 1년물 달러화 libor금리가 중국의 금융기관간 1년만기 예금금리보다 낮은 수준을 보임.

< 2007년 이후 한중일 통화 환율 추이 >



	07. 1월초	1/4분기말	2/4분기말	3/4분기말	4/4분기말	08.1.22.
원/미국달러	929.6	940.9	923.8	915.1	936.1	954.0
일본엔/달러	118.94	117.98	123.17	115.56	112.58	105.75
위안(元)/달러	7.8087	7.7271	7.615	7.5145	7.3041	7.241
원/100엔	781.54	797.00	752.43	796.73	833.33	895.37
원/위안(元)	119.05	121.69	121.71	122.52	128.45	130.77

자료 : 한국은행.

<참조>

- 한편 2000년 들어 미국의 IT버블이 꺼지기 시작하자 미 연방은행이 페더럴펀드 금리를 2001년 한 해에만 11차례에 걸쳐 6.5%에서 1.75%로 4.75%의 인하를 단행하였던 시기의 여타국의 달러화에 대한 환율의 변동을 비교해보면,
 - 2001년까지는 달러화가 유로(5.1%), 엔화(14.6%), 원화(10.6%)에 대해서 강세를 보였고, 2002년 이후부터 약세로 돌아서는 양상을 보였음 (p.2의 표 < 2002년 이후 주요국 통화대비 미 달러화의 절상·절하율 추이 > 참조)
 - 2001년 미 연방은행이 정책금리를 급격하게 인하하였음에도 달러화가 약세로 전환되는 데 시차를 보인 것은 미국의 경상수지 및 재정수지 적자와 같은 펀더멘탈 요인이 상대적으로 안정적인 모습을 보였기 때문으로 판단됨
- 이에 2007년 하반기 이후의 위안화 및 엔화 환율의 동인과 원화 환율의 동인을 살펴보고, 거의 유일하게 한국 원화만이 약세를 보이고 있어 그 원인과 향후에도 지속될 것인지에 대해 판단이 필요하다고 생각됨

2. 미 정책금리 인하의 한·중·일 3국 통화 환율에 대한 영향

○ (일본) 미·일 금리차 축소에 따른 엔캐리 트레이드 청산

- (현황) 일본 엔화는 캐리트레이드가 지속되면서 달러화에 약세를 보였으나 2007년 10월 중순부터 미 경기침체 우려 증대, 주요국 증시 하락 증대에 따른 위험회피 성향 증대 등으로 엔캐리 트레이드³⁾ 청산이 본격화되면서 강세 시현
 - 엔화는 2007년 8월 9일 달러당 118엔대에서 9월 7일 113엔대로 하락하였다가 신용경색 우려가 다소 진정된 10월 초반 117엔대까지 상승하였으나,
 - 10월 중순 이후 금융 불안이 다시 부각으로 11.26일 107엔대까지 하락한 이후 12월중 일시적으로 114엔대로 상승하였으나 2008년 1월 22일 현재 106엔대로 급락하면서 2008년 1월에만 4.3%가 절상됨
- (원인) 특히 미·일간 정책금리 축소에 따른 엔캐리 트레이드 청산으로 엔화의 절상폭이 확대되는 가운데 미 달러화에 대한 엔캐리 트레이드 수익률이 축소되면서 엔캐리 트레이드 청산과 엔화 절상이 자기실현적으로 가속화됨
 - 미 연방은행이 페더럴펀드 목표금리를 2007년 9월부터 2008년 1월까지 4차례에 걸쳐 5.25%에서 3.50%로 1.75%p인하하는 동안 일본은행은 콜금리 목표를 0.5%로 유지함에 따라 미·일간 정책금리차가 4.75%p에서 3.0%p로 축소

< 미 연방은행의 정책금리와 재할인금리 조정⁴⁾ 추이 >

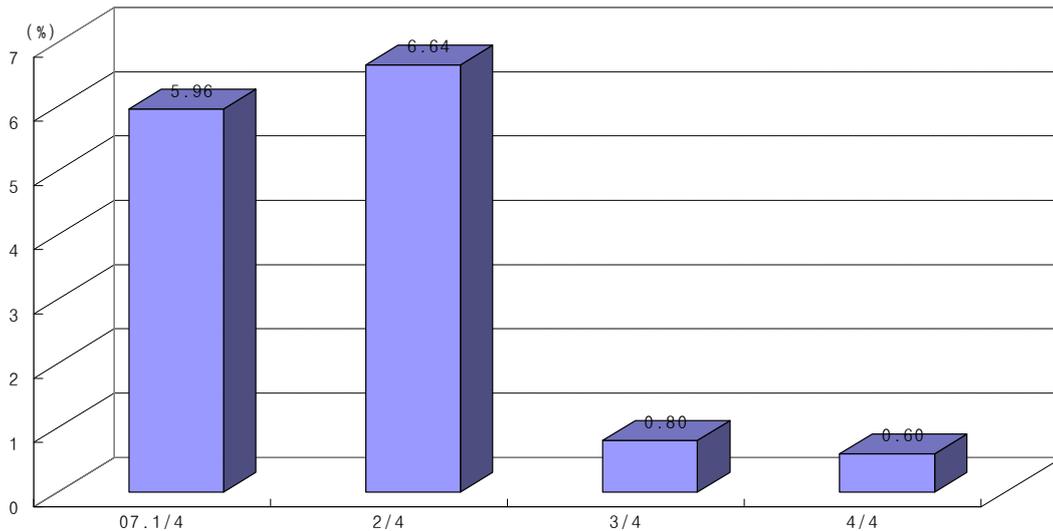
조정일시	페더럴펀드 목표금리			재할인 금리		
	조정 전	조정 후	조정 폭	조정 전	조정 후	조정 폭
'07.8.17	5.25%	5.25%	-	6.25%	5.75%	0.50%p
'07.9.18	5.25%	4.75%	0.50%p	5.75%	5.25%	0.50%p
'07.10.31	4.75%	4.50%	0.25%p	5.25%	5.00%	0.25%p
'07.12.11	4.50%	4.25%	0.25%p	5.00%	4.75%	0.25%p
'08.1.22	4.25%	3.50%	0.75%p	4.75%	4.00%	0.75%p

3) IMF는 엔캐리 트레이드 규모가 최소 1,000억 달러에서 최대 약 2조 달러에 이를 것으로 추정. IMF Country Report No. 07/281, 2007.8.

4) 미 연방준비제도이사회는 2008년 1월 30일로 예정되었던 회의일정을 22일로 앞당겨 긴급 회의를 소집하여 페더럴펀드 목표 금리와 재할인 금리를 각각 0.75%p씩 인하하였음.

- 이와 같은 과정에서 미 달러화에 대한 엔캐리 트레이드의 수익률이 2007년 2/4분기 6.64%에서 3/4분기에는 0.80%로 급락하였고, 4/4분기에는 하락률이 크게 둔화되었지만 3/4분기보다 낮은 0.60%로 떨어졌음

< 미 달러화에 대한 엔캐리 트레이드의 수익률⁵⁾ 추이 >



○ (중국) 대외적인 압력과 대내적인 거시 경제적 안정을 위한 요인이 작용

- (현황) 미 달러화 대비 위안화는 2007년에만 7% 절상하여 2006년에 비해 2배 이상 절상된 가운데, 지난 10월말 이후 그 속도가 월평균 1%를 넘어서며 더욱 빨라지고 있음

- 위안화는 2005년 7월 달러화에 대한 페그제에서 바스켓 통화제도로 바뀌고⁶⁾ 2007년 5월 위안화 변동폭이 확대($\pm 0.3\% \rightarrow \pm 0.5\%$)⁷⁾되면서 그 절상 속

5) 엔캐리 트레이드의 수익률은 분기평균 미-일간 정책금리차와 엔/달러 환율의 절상률의 합으로 계산하였음.
 6) 중국은 2005년 7월 21일 종전의 달러 페그제에서 복수통화바스켓에 기초한 관리변동환율제도로 전환하였음. 또한 위안화의 달러당 8.2765위안에서 8.1111위안으로 2% 절상시키면서 일일 변동폭은 $\pm 0.3\%$ 로 제한하였음.
 7) 2007년 5월 21일부터 은행간 외환시장에서 위안화의 對美달러화 환율의 일일 변동폭을 종전의 $\pm 0.3\%$ 에서 $\pm 0.5\%$ 로 확대하였음. 한편, 2005년 9월 23일에는 미 달러화를 제외한 유로화, 엔화, 홍콩달러화 및 파운드화 등 나머지 4종 통화에 대한 일일 변동폭을 $\pm 1.5\%$ 에서 $\pm 3.0\%$ 로 확대하였음. 위안화의 변동폭 확대는 2007년 5월 22~23일중 워싱턴에서 예정된 제2차 중·미 경제전략대화를 앞두고 중국이 대외불균형 문제 해결에 노력하고 있다는 것을 부각시키기 위한 것으로 해석되고 있음.

도가 빨라진 가운데 2005년 7월 이후 2008년 1월 7일까지 약 12.5%가 절상되었음⁸⁾

< 위안화 절상률 및 일평균 변동폭 추이 >

(단위 : %, 위안/달러)

	1	3	5	7	8	9	10	11	12
절상률	0.40	0.09	0.71	0.55	0.17	0.66	0.55	0.93	1.29
일평균 변동폭	0.0052	0.0057	0.0067	0.0082	0.0111	0.0084	0.0082	0.0116	0.0124

자료: 한국은행.

- 달러화에 대한 위안화의 변동은 일일 변동폭이 제한되어 있는 데다 중국인민은행의 시장개입으로 인해 중국의 경상수지나 자본수지 흑자의 변동과 연계되어 변동하였다고 볼 수 없음
 - 중국의 외환보유고는 2007년 9월말 현재 14,336억 달러로 2006년말 대비 3,673억 달러나 증가하였음
 - 또한 중국의 경상수지 흑자폭과 GDP대비 비중은 역사상 유래 없이 크게 확대되어왔음
 - 2005년 1,608억 달러였던 경상수지 흑자는 2007년에는 4,000~4,200억 달러로 불과 2년 동안 약 2.6배가 증가하였고, 2001년 GDP대비 경상수지 비중은 1.5%에 불과하였으나, 2007년에는 11~13%에 이를 것으로 추정

< 최근 중국의 경상수지 및 자본수지 추이 >

(단위 : 십억 달러, %)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ¹⁾
경상수지	17.4 (1.5)	35.4 (2.8)	45.9 (3.2)	68.7 (3.6)	160.8 (7.2)	250.0 (9.5)	400~420 (11~13)
무역수지(상품수지)	23.1	30.3	25.5	32.8	101.9	177.5	262.0
자본수지	34.8	32.3	52.8	110.7	63.0	10.0	n.a.
FDI	46.9	52.7	53.5	60.6	72.4	56.7	n.a.

자료: National Bureau of Statistics of China 2007.

주: 1)은 추정치임.

8) 하지만 BIS에서 발표되는 실질실효환율의 변화를 살펴보면, 중국의 환율은 오히려 2002년 이후 절하되는 모습을 보였음. 2002년 2월 108.77에서 2006년 6월 90.5까지 하락하였고, 이후 상승세로 돌아서 2007년 12월 현재 99.0을 기록하고 있음.

- (원인) 위안화의 절상 속도가 빨라진 것은 중국의 무역수지의 급격한 증가를 조정하기 위한 미국과 유럽연합의 절상 압력도 일부 작용한 것으로 보임
 - 미국 의회는 2005년 미 달러화에 대한 위안화를 27.5% 절상하지 않으면, 모든 중국의 수입품에 대해 동율만큼 관세를 부과하는 법안을 제출한 적이 있는 등 여러 경로를 통하여 절상 압력을 행사하고 있음
 - 이런 가운데 위안화 환율은 미국과의 경제협상을 전후하여 절상속도가 빨라지는 양상을 보여 왔음

< 중미 경제전략 대화 전후 위안화 환율 추이 >

	1차 대화 ('06.12.14~15)	2차 대화 ('07.5.22~23)	3차 대화 ('07.12.12~13)
이전 3개월 평균	0.55	0.09	1.12
직전 1개월	0.67	0.97	1.00
이후 1개월	0.32	0.41	1.08

- (원인) 하지만 국내 경기과열 및 인플레이션 압력에 대응하기 위한 요인이 가장 주요한 요인으로 분석됨
 - 중국인민은행이 2007년 중 6차례에 걸쳐 기준금리로 이용되는 금융기관 1년만기 예금 및 대출 이자율을 인상⁹⁾하였음에 불구하고 지난 11월 소비자

9) 2007년에만 지급준비율을 10차례 인상하여 현재 14.5%를 기록하고 있고, 금융기관 1년 만기 예금이자율과 대출이자율을 6차례 인상하여 각각 4.14%와 7.47%를 기록하고 있음.

< 2007년 중국의 주요 금융긴축 조치 >

회 수	지급준비율			금융기관 1년만기 대출금리			금융기관 1년만기 예금금리		
	조정전	조정후	시행일시	조정전	조정후	시행일시	조정전	조정후	시행일시
1	9.0	9.5	'07.1.15	6.12	6.39	'07.3.18	2.52	2.79	'07.3.18
2	9.5	10.0	'07.2.25	6.39	6.57	'07.5.19	2.79	3.06	'07.5.19
3	10.0	10.5	'07.4.16	6.57	6.84	'07.7.21	3.06	3.33	'07.7.21
4	10.5	11.0	'07.5.15	6.84	7.02	'07.8.22	3.33	3.60	'07.8.22
5	11.0	11.5	'07.6.5	7.02	7.29	'07.9.15	3.60	3.87	'07.9.15
6	11.5	12.0	'07.8.15	7.29	7.47	'07.12.21	3.87	4.14	'07.12.21
7	12.0	12.5	'07.9.25						
8	12.5	13.0	'07.10.25						
9	13.0	13.5	'07.11.26						
10	13.5	14.5	'07.12.25						
11	14.5	15.0	'08.1.25						

물가지수는 전년동기대비 6.9% 상승하여 1996년 이후 가장 높은 수준을 기록하였고, 8월 이후 4개월 연속 6%를 상회하였음

- 특히, 최근 중국의 소비자물가 상승이 국제 원자재와 식료품 상승 등에 그 주요 원인이 있다는 점에서 중국당국은 위안화의 절상폭 확대가 국내 물가의 안정에 영향을 미칠 것으로 판단하고 있음

- 최근 미국이 경기침체를 우려하여 금리를 인하하고 있는 대신 중국은 금리를 인상하여 미·중간 금리차가 역전¹⁰⁾되어 중국 인민은행의 불태화 정책¹¹⁾이 부담으로 작용하고 있는 점도 위안화 절상을 용인하는 요인으로 작용하고 있는 것으로 판단됨

- 미·중간 금리차 역전으로 중국 인민은행의 불태화 정책이 편익보다는 비용부담이 커짐에 따라, 향후 불태화 정책에 상당한 제약요인으로 작용할 가능성이 높아지는 동시에 재정거래를 위한 자금이 유입되어 위안화의 절상 압력으로 작용할 것으로 보임

- 한편 위안화의 절상을 용인함으로써 향후 위안화의 절상 기대감을 완화시키려는 의도도 있는 것으로 평가됨

○ (한국) 중국 위안화 및 일본 엔화와 차별되는 원/달러 환율의 움직임

- (현황) 원/달러 환율은 글로벌 달러화의 약세에 따른 하락세가 지속되는 가운데 서브프라임 모기지 부실사태가 본격화된 2007년 8월 이후 신용경색과 국제금융시장불안이 확산될 때 일시적으로 상승하는 현상이 반복되고 있음

- 2007년 8월 미국 서브프라임 문제에 따른 국제금융시장의 신용경색 우려로 달러화 수요가 급증하면서 950원대까지 상승하였으나,

- 10월말 미국 경기둔화 우려에 따른 FRB의 금리 인하 등으로 급락세를 보여 외환위기 직전 수준인 900원대를 기록하기도 하였음

10) 미국 연방은행이 페더럴펀드 정책금리를 인하하는 반면 중국은 금융긴축 조치를 지속함에 따라 미·중간 금리차가 역전되는 현상이 발생. 즉 2008년 들어 중국이 위안화의 달러화 페그제를 폐지한 이후 처음으로 1년물 달러화 libor금리가 중국의 금융기관간 1년 만기 예금금리보다 낮은 수준을 보임.

11) 중국 인민은행은 외환시장에 개입한 결과 발생한 국내 과잉성 문제를 해결하기 위하여 중앙은행채권을 발행하여 시중 유동성을 일부 흡수하고 있음. 2003년부터 불태화정책의 일환으로 중국인민은행이 발행하기 시작한 중앙은행채권의 발행 잔액은 2007년 11월말 현재 356.7억 위안에 달하고 있음.

- 11월말부터 연말자금수요와 대형금융기관의 투자손실 우려 등에 따른 시장 불안이 확산되면서 신용경색 가능성으로 달러화 수요가 증가하면서 원/달러 환율이 다시 상승하여 12월에는 930원대에서 등락하는 모습
 - 2008년 들어서는 외국인 주식투자자들의 대규모 순매와 이에 따른 본국 송금수요가 급증하면서 원/달러 환율이 950원대로 상승
- (원인) 서브프라임 모기지 부실 사태에 따른 영향으로 신용경색에 대비한 유동성 확보와 위험 자산 선호 경향 축소에 따른 외국인 투자자의 대규모 주식 순매도세가 이어지면서 원/달러 환율의 상승 요인으로 작용함
- 먼저, 글로벌 신용경색과 관련한 원/달러 환율의 상승은 역외선물환시장에서 비거주자들의 거래와도 관련이 있는 것으로 판단됨
 - 즉, 글로벌 신용경색 우려가 확산될 때마다 유동성확보 차원에서 역외세력의 달러화 매수세가 확대된 것도 원/달러 환율의 상승 요인으로 작용하고 있음¹²⁾
 - 또한, 국제금융시장의 불확실성이 높아지면서 위험자산 선호 경향이 축소되면서 외국인 주식투자자들이 대규모 주식 순매도도 원/달러 환율을 상승 요인으로 작용함¹³⁾
 - 외국인 투자자는 2008년 1.2~22중 8조 485억 원의 주식을 순매도하였는데 이는 서브프라임 모기지 부실사태가 본격화되어 외국인 주식순매도가 9조 5,498억 원에 달하고 원/달러 환율이 950원까지 상승하였던 2007년 8월과 유사한 모습임
- 하지만 2007년 하반기부터 금리차에 따른 재정거래 차익을 위한 외국인투자자들의 국내 채권투자의 급증은, 주식 순매도에 따른 원/달러 환율의 상승을

12) 역외차액선물환(NDF) 거래가 국내외환시장 현물환 거래의 67%를 차지하고 있어 외환시장의 장세를 주도하고 있는 실정임.

13) 글로벌 신용경색 우려감이 확산될 때 나타나는 외국인 주식투자자 대규모 순매도세는 우리나라뿐만 아니라 여타 아시아 국가들에서도 동시에 나타나고 있음. 다만 중국의 경우에는 외국인에 개방된 주식시장 규모가 작아 환율 변동에 미치는 영향은 거의 없는 것으로 판단됨. 중국 주식시장은 A시장과 B시장으로 구분되는데, 외국인들에게 개방된 B시장의 경우 2007년 최종일 거래 규모 기준으로 A시장의 약 1% 수준에 불과함

제약하는 요인으로 작용하였던 것으로 판단됨

- 한미간 금리차 역전에 따른 재정거래 차익을 위한 국내로의 자본유입이 이루어지면서 2008년 1.1~22일중 외국인의 국내상장채권 순매수금은 1조 6,703억 원을 기록하였는데 이는 제한적이지만 원/달러 환율의 상승을 제약하는 요인으로 작용한 것으로 판단됨
- 2007년 7~11월중에만 외국인 국내채권 투자 규모는 약 250억 달러로 2007년 1~11월까지의 외국인 국내채권 투자의 85.4%를 차지한 가운데 국내상장채권의 외국인 소유규모가 2006년말 0.8%에서 2007년말 4.5%로 급증

< 외국인투자자의 주식 및 채권 순매도 및 매수 추이 >

(단위 : 기간중, 십억 원)

	8월	9월	10월	11월	12월	1.2~22
주식순매도	9,549.8	2,929.4	1,356.7	7,864.6	2,866.9	8,048.5
상장채권순매수	4,476.5	6,438.9	2,083.8	8,809.0	6,445.7	1,670.3

자료: 금감원.

- 또한, 서브프라임 모기지 부실에 따른 국제금융시장의 불안으로 글로벌 증시의 변동성이 커지면서 해외펀드 투자 증가세가 둔화된 것은 원/달러 환율의 상승을 제약하는 요인으로 작용
 - 해외증권투자 규모가 2007년 11월에는 100억 달러까지 육박하였으나 12월 7억 7,000만 달러로 축소되었음
- 추가적으로 조선업체 등 수출기업들의 원화 환율 하락에 대한 기대감이 다소 완화되면서 이들 기업의 선물환 헤지 물량이 축소된 것도 원/달러 환율의 하락 압력을 완화하는 요인으로 작용
 - 2008년 들어서는 원화 환율 하락에 기대감이 반전되면서 원/달러 선물환율이 현물환율이 상회하는 현상이 발생¹⁴⁾

14) 국제금융센터, “원/달러 선물환율이 현물환율 수준을 초월”, 08.1.14.

< 참고 >

○ 2007년 말부터 현재까지 원/달러 환율이 상승하는 모습을 보이고 있지만 2007년 초부터 그 추세를 고려한다면 아직까지는 글로벌 달러화 약세라는 국제 금융 시장의 큰 틀 내에서 변동하고 있는 것으로 판단됨

- 원/달러 환율은 2006년에 비해 하락률이 크게 완화되었으나, 2007년에도 하락세가 지속되었음

- 원/달러 환율은 기말 기준으로 3/4분기까지 하락세가 지속되나 4/분기 말들어 상승세로 반전되는 모습을 보였음

- 하지만 원/달러 환율 평균을 기준으로 비교해보면 2006년에 비해 하락률이 완만해졌지만, 2007년중 지속적으로 하락하여 1/4분기 931.1원에서 4/4분기 920.6원으로 떨어졌음

- 2007년중 엔/달러 환율은 상반기까지는 상승세를 보였으나 하반기부터 하락세로 반전하였음

- 엔/달러 환율은 기말 기준이나 평균 기준 모두 2007년 상반기까지는 상승세를 보이다 하반기부터 하락세를 돌아섰음

- 2007년중 엔/달러 환율은 기말 기준으로 2006년 말에 비해 3.5%절상하였으나, 평균 기준으로는 오히려 1.3%절하되었음

< 달러화에 대한 원화와 엔화 환율 추이 >

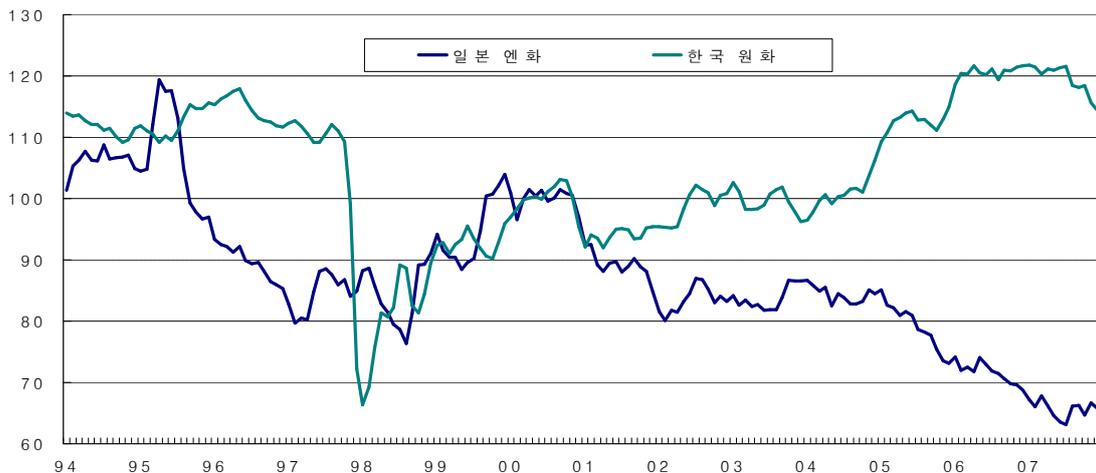
	'05년	'06년	'07년				
				1/4	2/4	3/4	4/4
원/달러 ¹⁾	1,011.6 (2.3)	928.8 (8.8)	936.1 (-0.8)	940.9	923.8	915.1	936.1
(평균) ²⁾	1,024.1 (11.7)	955.1 (7.2)	929.2 (2.7)	931.1	928.9	928.0	920.6
엔/달러 ¹⁾	117.82 (-13.0)	118.80 (-0.8)	113.80 (3.5)	117.66	123.38	115.15	113.80
(평균) ²⁾	110.15 (-1.9)	116.33 (-5.6)	117.79 (-1.3)	119.38	120.75	117.99	113.11

주: 1)과 2)는 각각 해당기간의 말과 평균 환율임. ()은 전년대비 절상율(+)·절하율(-)임.

- 수출 경쟁력을 비교하는 지표 가운데 하나인 실질실효환율 기준으로 한국 원화와 일본 엔화를 비교해 볼 때, 2001년 이후의 원화의 과대평가와 엔화의 과소평가 추세가 지속되고 있음

- 한국 원화의 실질실효환율은 2007년 7월 121.57을 정점으로 하락세로 반전하여 12월 114.42를 기록한 반면,
- 일본 엔화의 실질실효환율은 2007년 7월 63.14로 최저점을 기록한 이후 12월 65.76로 4.2% 상승하는 데 그침

< 원화와 엔화의 실질실효환율 추이 >



자료: BIS.

3. 한·중·일 3국 통화 환율 전망

○ 중국 위안화 전망

- 중국 위안화의 절상 속도가 빨라지고 있음에도 불구하고 중국 위안화에 대한 미국의 절상압력은 지속될 것으로 예상됨
 - 특히, 중국의 경상수지 흑자 비중이 2004년 GDP대비 4%에서 2007년 약 11%로 증가하였다는 점도 위안화의 절상압력 지속 요인을 작용할 것으로 보임
 - BIS(Bank for International Settlements)에 따르면 2005년 7월 이후 달러화에 대한 위안화의 절상률이 12.5%임에도 불구하고, 무역 가중치를 고려한 위안화의 절상률은 5%정도에 불과하다고 평가하고 있음
 - 또한, 미국 국제경제연구소(Institute for International Economics)의 모리스

골드스테인(Morris Goldstein)과 니콜라스 라디(Nicolas Lardy)는 여전히 중국 위안화가 30~40% 저평가되었다고 주장¹⁵⁾

- 위안화의 절상 속도가 빨라졌음에도 그간 무역수지 흑자 규모는 확대된 데다 최근 원자재 가격 급등 부담의 증가 등에 대응하여 위안화 절상속도는 더욱 빨라질 것으로 예상됨
 - 일부에서는 2008년 중 위안화 절상률이 최대 11%에 이를 것으로 전망하고 있음
 - 또한 현재의 달러화에 대한 위안화의 변동폭을 현재의 $\pm 0.5\%$ 에서 $\pm 0.8\%$ 로 확대할 것으로 예상하고 있음

< 주요 투자은행의 위안화 환율 전망 >

기관명	전망 일자	2007년 말	2008년말 (절상율)
Citigroup	08.1.7	7.3046 (6.5%)	6.79(7.0%)
Lehman Brothers	08.1.4		6.90(5.5%)
Bank of America	08.1.3		6.70(8.3%)
Merill Lynch	08.1.3		6.80(6.9%)
JP Morgan	08.1.2		6.50(11.0%)
UBS AG	07.12.11		6.80(6.9%)

○ 일본 엔화 전망

- 미국의 금리 인하로 미-일 금리차 축소가 지속된다면 일본은행은 엔/달러 환율의 급격한 하락을 막기 위해 금리를 인하할 것으로 예상됨
 - 일본은행이 정책금리를 인하할 것으로 보이는 주변 여건으로는 먼저, 글로벌 증시 침체 따른 영향으로 일본 주식시장의 동반 침체 가능성이 높아지고 있기 때문임
 - 둘째, 최근의 일본의 물가 상승은 높은 수준이 아닌 데다, 수요측 요인보다는 원유나 식료품 가격 상승과 같은 공급측 요인에서 기인했다는 측면에서 일본은행이 금리를 인하할 여유는 있는 것으로 판단됨

15) 하지만 일부에서는 중국 위안화의 저평가 요인이 중국의 경상수지 흑자 요인으로 작용하고 있지만, 중·미간 무역수지 불균형의 근본 원인으로 볼 수 없어 위안화의 절상이 중미간의 무역수지 불균형 문제를 해결할 수 없다고 주장함.

- 따라서 미-일 금리차 축소로 엔/달러 환율의 하락세는 지속될 것으로 보이지만 일본의 정책공조가 이루어질 가능성이 높아 그 하락폭은 제한적일 것으로 예상됨
- 한편 현재로서는 그 가능성은 낮지만, 미국 경제가 2008년 하반기에 회복세 여부에 따라 엔/달러 환율은 소폭 상승세로 전환될 가능성도 있음

< 주요 해외투자은행들의 일본 엔화 전망 >

	3개월 후	6개월 후	9개월 후	12개월 후
평균 ¹⁾	106.7	105.23	107.55	107.21
최고	114.0	113.0	115.60	116.00
최저	98.00	95.00	100.00	96.00

자료: 국제금융센터.

주: 1) 16개 해외 주요투자은행의 2007년 12월 3일~ 2008년 1월 11일 전망치의 평균임.

○ 한국 원화 전망

- 원/달러 환율은 최근의 상승세는 단기에 그칠 것으로 보이는 가운데 하락폭은 과거에 비해 둔화되지만 글로벌 달러화 약세의 영향으로 추세적인 하락세가 지속될 것으로 예상됨
- 미 연방은행이 1월 22일 전격적으로 0.75%p의 페더럴펀드 금리를 인하한 가운데 주요 해외 투자은행들은 올해 내에 추가적으로 0.5%p~1.0%p를 인하할 것으로 전망하고 있음
- 미 연방은행의 추가적인 금리인하는 미-한 금리차 역전폭을 더욱 확대하여 차익거래를 위한 자본 유입 유인으로 상존하고 있어 제한적이지만 원/달러 환율의 하방압력 요인으로 작용할 것으로 예상됨

< 주요 투자은행들의 미 페더럴펀드 목표금리 전망 추이 >

	현재	'08. 1/4말	'08. 2/4말	'08. 3/4말	'08. 4/4말
평균	3.75	3.73	3.48	3.35	3.33
최고		4.00	4.00	4.00	4.00
최저		3.25	3.00	2.50	2.50

자료: 국제금융센터.

- 무엇보다 중기적인 측면에서 최근 원/달러 환율의 상승을 주도하였던 외국인 주식투자자들의 대규모 순매도는 진정될 것으로 예상되는 데, 이는 국내 상장기업들의 실적이 여전히 양호한 것으로 평가되고 있기 때문임
- 하지만 원/달러 환율의 추세적인 하락세가 지속되는 가운데 서브프라임 모기지 부실에 따른 국제금융시장의 불안감이 완전히 해소되기 전까지는 원/달러 환율의 변동성이 더욱 커지며 급등락이 반복될 것으로 예상됨
 - 서브프라임 모기지 부실이 본격화된 2007년 8월 중순 원/달러 환율은 950.4원(8월17일)까지 상승하였는데 그 한 달 전인 7월 25일에는 913.9원까지 떨어졌음
 - 또한 2007년 10월 말에는 원/달러 환율이 다시 900.7원까지 떨어졌으나, 2008년 1월 22일에는 954.0원까지 상승하면서 국제금융시장의 불안감이 강화될 때마다 원/달러 환율이 급등하는 양상이 반복되었음
 - 이러한 경험에 비추어 볼 때, 국제금융시장의 불안에 따른 신용경색 우려감에 따라 원/달러 환율의 등락이 반복될 가능성이 높을 것으로 보임
 - 다만 원/달러 환율의 변동 요인은 그 시기마다 서로 다른 요인들이 혹은 복합적으로 작용할 것으로 보임
- 국내 정책금리의 방향성에 대해서는 한·미 금리차 확대에 따른 재정거래 유인 등에 따른 문제에도 불구하고 물가 급등과 과잉 유동성 문제 해소 문제도 여전히 상존하고 있어 정책금리의 인하는 쉽지 않을 것으로 판단됨
 - 그러나 향후 수출 경기 하강, 국내 실물 경제 회복 중단 등의 모습이 나타난다면 환율 절상을 막고 내수 경기 회복을 위해 금리 인하 가능성도 배제할 수 없음
- 한편 글로벌 증시의 침체와 글로벌 경제의 불확실성 증가 등으로 해외투자펀드 자금의 국내로 복귀 및 원/달러 환율 하락에 대한 기대감 약화 등은 원/달러 환율의 하락 압력을 제약하는 요인으로 작용할 것으로 예상됨
 - 미 연방은행의 금리인하에도 불구하고 서브프라임 모기지 부실에 따른 신용경색 우려감이 심화될 때마다 역외세력을 중심으로 유동성 확보를 위한 달러화 수요 증가 가능성도 원/달러 환율의 일시적인 상승 요인으로 작용

할 전망

- 한편, 실질실효환율 측면에서 원화 환율은 여전히 고평가되어 있는 것으로 평가되어 있기 때문에 원/달러 환율의 하락 압력은 제한적일 것으로 보임

<참조>

- 1월 22일 미 연방은행의 금리인하로 한 피간 금리차가 1.5%p로 확대된 가운데 금리차가 최대 3%p까지 확대되었던 2003~2004년 시기와 비교하여 금리차 확대에 따른 원/달러 환율 절상 압력 정도를 추정하기에는 문제가 있음
- 2003~2004년 중 원/달러 환율의 하락을 견인하였던 것은 금리차 확대에 따른 재정거래 차익을 위한 국내로의 자금 유입보다는 경상수지 흑자와 외국인 주식투자 자금의 유입에 기인하고 있기 때문임
- 2003~2004년 동안 외국인이 국내 주식투자 자금은 26억 달러 증가한 반면, 채권투자 자금 유입은 32.4억 달러에 불과하였음
- 더욱이 이 시기에는 자본수지 부분의 흑자분 (215.6억 달러)보다는 경상수지 흑자분(401.2억 달러)이 거의 두 배가량 높은 수준을 보였음

< 한국의 국제수지 추이 >

(단위: 억 달러)

	'02	'03	'04	'05	'06	'07.1~11
A+B	116.4	258.6	357.7	197.4	233.9	120.2
경상수지(A)	53.9	119.5	281.7	149.8	53.9	70.2
자본수지(B)	62.5	139.1	76.0	47.6	180.0	50.0
직접투자수지	-2.2	1.0	45.9	20.1	-45.4	-124.4
증권투자수지	7.1	179.1	86.2	-17.3	-227.5	-224.5
(내국인해외주식투자)	-14.6	-19.9	-36.2	-36.9	-152.6	-510.2
(내국인해외채권투자)	-22.8	-16.0	-37.7	-70.0	-70.9	69.0
(외국인국내주식투자)	-16.0	125.9	94.6	-13.9	-132.7	-256.5
(외국인국내채권투자)	3.0	13.6	18.8	16.2	20.0	292.7
기타투자수지	68.5	-27.0	-38.6	68.1	483.8	422.0
(차입)	19.3	-50.3	-9.4	10.2	441.8	480.6

자료: 한국은행.

4. 정책적 시사점

- 경제 불확실성을 유발하는 원/달러 환율 변동성 확대를 방지하는 데에 주력해야 할 것임
 - 미국 서브프라임 모기지 부실에 따르는 국제금융시장의 불안 요인이 완전히 제거되기 전까지는 일시적인 신용경색 우려감 심화가 반복될 것으로 보여 원/달러 환율의 변동성이 확대될 것으로 예상됨
 - 이에 따라 정부부문에서는 환율의 급격한 변동을 막기 위한 외환시장에 대한 스무딩 오퍼레이션 정책의 강화가 필요함
 - 기업부문에서는 보수적인 투자전략을 취하는 가운데 원/달러 환율의 상승과 하락에 대비한 양방향 환헤지 전략을 마련할 필요
 - 또한 일시적인 신용경색 우려감이 반복될 때마다 외화자금 조달 시장의 환경도 악화되기 때문에 외화자금 관리에도 만전을 기할 필요

- 대내외 금리차로 인한 단기자금 유출입에 의한 시장 교란을 최소화해야 함
 - 대내외 경제 환경이 급변할 경우 국내 금융시장의 불안정성이 확대될 가능성에 대해 상시적으로 모니터링하고, 물가와 경기의 예상 경로가 크게 벗어나지 않은 범위에서 선제적인 대응이 필요
 - 한·미의 금리 역전폭 확대에 따른 금리채정거래 목적의 외국인 채권투자의 대부분은 단기 채권에 집중되어 있음
 - 특히, 금리채정거래를 위한 달러화 유입이 외은지점 등의 본지점 차입을 통한 비중이 커질 경우 단기 외채 비중이 더욱 확대될 가능성이 있음
 - 따라서 자금 이동 및 시장에 대한 모니터링 능력을 제고하고, 관련 금융기관에 대한 건전성 기준 강화 등의 노력이 필요

- 국제금융시장의 혼란에 따른 금융위기가 여타 국가로 전염되는 것을 차단하기 위한 공조 체제 구축과 협력의 필요
 - 글로벌 신용경색 우려는 아시아를 비롯한 신흥시장에서 급격한 자본유출이

- 발생하여 여타 국가로 전염될 가능성도 배제할 수 없음
- 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 요구
 - 달러화에 대한 동아시아 3국 통화의 환변동 리스크에 대한 공조 노력 필요
 - 한·중·일간의 교역 및 금융시장 연관성이 강화되고 있는 점을 감안할 때, 미 달러화에 대한 3국 통화의 변동성 차이에 따른 지역 경제의 불확실성을 축소시킬 필요가 있음
 - 특히 달러화 약세에 따른 3국 통화의 변동성 차이로 인해 발생할 수 있는 환율 변동성 리스크를 축소시키기 위하여 동아시아 국가간 통화 바스켓 제도를 구축하고 이를 발전시켜 지역 공동통화 도입도 검토할 필요

【금 융】 표 한 형 연구위원 (☎ 3669-4131, raisosa@hri.co.kr)

주간 경제 동향

□ 실물 동향 : 12월 및 연간 실업률 하락

- 12월 취업자 수는 2,325만 7천 명으로 전년동월대비 26만 8천 명(1.2%) 증가에 머물러 지난 8월 이후로 5개월 연속 30만 명을 밑돌았으며, 실업자 수는 6.1% 감소한 73만 6천 명을 기록하였음
- 산업별 취업자 수는 전월에 이어 사업·개인·공공서비스업(전년동월대비 4.9%), 전기·운수·통신·금융업(0.6%) 등이 증가한 반면, 농림어업(-4.8%), 제조업(-0.6%) 등은 감소하였음
- 실업자 수는 73만 6천 명으로 전년동월대비 6.1% 감소하였으며 실업률은 전년동월대비 0.2%p 하락한 3.1%를 기록하였음
- 한편 2007년 연간으로는 취업자 수가 전년대비 1.2% 증가한 반면 실업자 수가 5.4% 감소한 데 힘입어 실업률은 전년대비 0.3%p 하락한 3.2%를 나타내었으며, 청년층 실업률도 전년대비 0.7%p 하락한 7.2%를 기록하였음

< 주요 실물 경제 지표 >

(전년동기대비, %)

		2005	2006		2007						
			연간	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	11월	12월	
경기	경제성장률	4.2	5.0	4.8(1.2)	4.0(0.9)	4.0(0.9)	5.0(1.8)	5.2(1.3)	-	-	
	수요	소비재판매	4.1	4.7	2.9	4.5	7.1	5.3	8.5	5.9	-
		설비투자추계	6.3	7.4	11.8	5.1	11.3	12.1	-1.9	3.9	-
		건설수주	7.3	9.0	37.1	27.1	26.3	26.3	-5.6	36.3	-
		수출	12.0	14.4	16.3	13.8	14.6	14.1	9.4	17.1	15.5
	공급	광공업생산	6.3	10.1	11.3	5.2	3.3	7.0	8.3	10.8	-
		취업자수 (만명)	2,286	2,315	2,331	2,330	2,284	2,370	2,361	2,374	2,326
		실업률 (%)	3.7	3.5	3.3	3.2	3.6	3.2	3.1	3.0	3.1
		수입	16.4	18.4	21.1	13.0	13.4	14.6	7.2	25.9	24.0
	대외 거래	경상수지(억\$)	166	61	4	61	-17	0.3	45	18	-
무역수지(억\$)		232	161	25	75	24	51	45	21	-9	
물가	소비자물가	2.8	2.2	2.5	2.2	2.1	2.4	2.3	3.5	3.6	
	생산자물가	2.1	2.3	3.1	2.0	1.8	2.5	2.7	4.4	5.1	
	생산자재물가	3.9	4.8	5.8	1.8	2.1	3.3	2.5	12.0	13.5	
	최종재물가	0.3	0.5	0.6	0.4	0.3	1.1	0.6	2.9	3.2	

주 : 경제성장률의 ()안은 계절조정 전기비 기준, 잔한 글자체는 최근 발표된 경제 지표임

□ 금융 동향 : 대내외 금융시장 혼조

○ (해외 금융 시장) 국채금리 하락세 지속

- **금리**: 미 연방은행이 전격적으로 페더럴펀드 금리를 0.75%p 인하하였지만 상당 부문 시장에 이미 반영되어 전주말 대비 소폭 하락 (국채 10년물 : 3.63 → 3.60%)
- **환율**: 달러화는 미국의 전격적인 금리 인하에도 불구하고 글로벌 신용경색에 따른 영향이 확산되면서 유럽 지역의 경기침체 우려감 등으로 유로화와 엔화에 대해 전주말 대비 보합 (\$/€ : 1.4662 → 1.4629, ¥/\$: 106.9 → 106.7)

○ (국내 금융 시장) 주가, 금리, 환율의 급락

- **주가**: 서브프라임 모기지 부실 우려에 대한 금융시장의 불안감이 확대되면서 투자심리가 악화되고 외국인 투자자의 대규모 순매도가 이어지면서 급락 (1,734.7 → 1,663.0)
- **금리**: 대내외 주가가 급락하면서 은행권으로 자금 유입 및 미국 금리 인하에 따른 한국은행의 정책금리 인하 기대감 등으로 채권에 대한 매수세가 확대되면서 전주말 대비 급락 (국고채 3년 수익률, 5.36 → 5.10%)
- **환율**: 글로벌 신용경색 우려로 역외세력의 달러화 수요 및 외국인투자자의 대규모 주식 순매도 등으로 954.0원까지 상승하였으나, 미국의 금리 인하로 다소 진정되면서 하락세로 돌아섰으나 전주말 대비 상승 (942.8 → 949.4원)

○ (전망) 대외 불안 요인 상존으로 금융시장 혼조 지속 전망

< 주요 금융 지표 >

		2006		2007				2008	
		3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4	1.18	1.24 ¹⁾
국내	거래소 주가	1,371.4	1,434.5	1,452.5	1,743.6	1,946.5	1,897.1	1,734.7	1,663.0
	국고채3년(%)	4.57	4.92	4.76	5.26	5.46	5.74	5.36	5.10
	원/달러	946.2	929.8	940.9	923.8	915.1	936.1	942.8	949.4
해외	DOW	11,679	12,463	12,354	13,409	13,896	13,265	12,606	12,270
	Nikkei	16,128	17,226	17,288	18,138	16,786	15,308	13,861	12,829
	미국채10년(%)	4.63	4.70	4.57	5.02	4.59	4.02	3.63	3.60
	일국채10년(%)	1.68	1.69	1.60	1.88	1.69	1.51	1.41	1.36
	달러/유로	1.2674	1.3199	1.3354	1.3542	1.4267	1.4593	1.4622	1.4629
	엔/달러	118.18	119.07	117.83	123.18	114.80	111.65	106.87	106.71
	두바이(\$/바렐)	57.33	56.71	63.12	66.42	76.64	89.06	84.97	83.41

주 : 1) 해외지표는 전일(1.23) 기준

내 인생 최고의 멘토를 만나다!

Creative business contents tank, Usociety

21세기는 지식 경쟁력이 지배하는 세상입니다.
 빠르게 변화하는 사회트렌드, 나만 뒤쳐지는 것 같지 않으신가요?
 비즈니스맨들의 창조력 충전 및 경쟁력 확대를 위한 지식 정보 콘텐츠,
 Usociety에서 만나보세요.

비즈니스 지식 정보 TV, CreativeTV.co.kr

창조의 5분, 성공의 5분! 그 5분을 위한 다이제스트 콘텐츠를 제공하는 것이 Usociety의 미션입니다.
 HD VIDEO 프로그램으로 우리나라 최고의 전문가들과 지혜를 나누십시오.



글로벌 비즈니스의 완성, EBS 어학 프로그램

최고의 어학 강의, EBS 어학 콘텐츠! 국내 대표 강사진들의 명 강의로 구성된 3,200편 이상의 풍부한 어학 프로그램을 Usociety에서 만나보시기 바랍니다.

Business	Conversation	Global
영어인터뷰 START 인터뷰 영어족보 비즈니스영어 모질게 new TOEIC 비겁한 new TOEIC 外	Style English Survival English 영어 말하기 START Oxford 회화 말미잘 English 外	리듬 중국어 입문 이키이키 일본어 러시아어 첫걸음 스페인어 첫걸음 터키어 첫걸음 外

차별화된 경쟁력, Competency Tools

지식노트

경제, 사회, 문화에서 저널까지 한 눈에 보는 weekly webzine

U-Times

지식 트렌드를 손에 잡을 수 있는 콘텐츠 매거진

U-Planner

프로페셔널리즘의 시작, 웹 프랭클린 플래너

eBook

비즈니스에서 교양까지, 신간으로만 채워지는 digital library