

현안과 과제

■ 최근 원/달러 환율 급락의 배경과 시사점



 **현대경제연구원**

본 보고서 내용은 연구원의 공식의견이 아닌 연구자의 견해를 밝히며, 보고서 인용시에는 반드시 출처를 명기해 주시기 바랍니다.

Executive Summary

□ 최근 원/달러 환율 급락의 배경과 시사점

■ 최근 원/달러 환율 9개월래 최저치 기록

원/달러 환율은 2013년 7월 이후 하락세를 지속하다 최근 하락폭이 커지면서 1,050 원대로 하락했다. 2013년 6월 24일 1,161원으로 2013년 연중 최고점을 기록한 후 지속적인 하락세를 나타내면서 10월 23일 1,056원을 기록했다. 원/달러 환율의 하락폭이 최근 확대되어 9개월래 최저치를 기록하면서 원화가치가 빠르게 상승하고 있다.

빠르게 절상되고 있는 원/달러 환율 수준을 평가하기 위해서, 현대경제연구원(HRI) 실질실효환율지수와 BIS 실질실효환율을 통해 장기균형 수준과의 괴리율을 분석한 결과, 2013년 9월 기준 원화가치가 4.6~9.5% 고평가되어 있는 것으로 나타나고 있다. 아시아 주요국의 환율과 비교해 보면, 원/달러 환율의 하락 속도와 폭은 아시아 신흥국들과 비교해서 가장 빠르고 크게 나타났고, 7월 이후 지속적으로 환율이 하락한 나라는 한국뿐이다.

■ 원/달러 환율 급락의 배경

이러한 원/달러 환율 급락의 배경을 살펴보면 수급 측면에서는, 18개월 연속 경상수지 흑자가 지속되며 달러 유입이 확대되고 있다. 국내 경기 회복 지연에 따른 상품 수입 축소로 인해 상품수지가 흑자를 지속하고 상품외수지도 흑자를 나타내고 있다. 자본수지 및 금융계정을 살펴보면, 미국의 양적 완화 축소 연기로 인한 풍부한 유동성은 국내 투자자금으로 유입되며 증권투자가 유입초를 기록하고 있다. 하지만, 금융기관의 해외 차입 상황이 최근 급격히 증가하며 금융계정의 유출초가 확대되면서, 원/달러 환율의 하락폭을 줄여주고 있다. 경제 기초체력 측면에서는, 아시아 신흥국과 비교해서 한국 경제의 기초체력이 양호하여 외국인들의 투자 선호도가 상승하고 있다. 한국 경제의 양호한 기초체력과 미국의 양적완화 축소 연기 등으로 역외선물환(NDF) 시장에서 달러 매도세가 7월 이후 지속되고 있는 것도 원/달러 환율 하락을 부추기고 있다.

■ 시사점

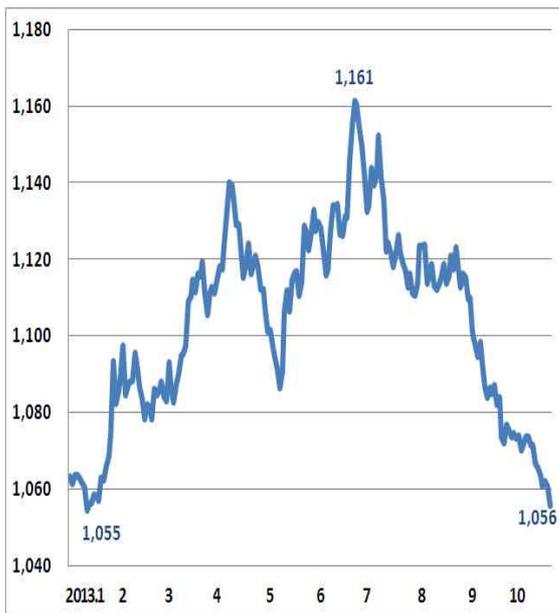
수급 측면에서, 경상수지와 자본수지 및 금융계정은 대략 균형을 이루고 있지만, 한국경제의 건전한 기초체력으로 인해 원화 강세가 당분간 계속될 전망이다. 하지만, 원화가치 고평가 기간이 장기화 되고 고평가 수준이 확대될수록, 향후 변동폭이 크게 확대되며 조정될 가능성이 높다. 환율 하락폭의 확대를 방어하기 위해, 첫째, 금융기관의 단기외채 및 장기 외채 만기 도래 예정인 차입금에 대해서도 상황을 독려하는 등 환율 방어 정책을 지속적으로 시행해야 한다. 둘째, 외환보유고 확대에 따른 사회적 비용이 증가하더라도, 외환시장의 안정성 확보라는 편익을 감안한다면, 외환보유고를 계속 늘려가야 한다. 셋째, 개인의 외화 예금 확대를 위한 정책 및 원자재, 원유, 가스 등 우량 해외자산 매입을 확대해야 한다. 넷째, 환율 급변동에 대비한 선물환 포지션 및 외환건전성 부담금 등에 대한 적절한 검토가 필요하다.

1. 최근 원/달러 환율 9개월래 최저치 기록

- 원/달러 환율은 2013년 7월 이후 계속해서 하락하고 있으며, 최근 하락 폭이 커지면서 1,050원대로 내려옴
 - 최근 원/달러 환율의 하락세가 지속되며 1,050원대로 하락
 - 2013년 6월 24일 1,161원으로 2013년 연중 최고점을 기록한 이후 지속적인 하락세를 나타내면서, 지난 10월 23일 1,056원을 기록
 - 2013년 1월 연중 최저점을 제외하고 원/달러 환율이 1,050원대로 하락한 것은 처음임
 - 원/엔 환율도 최근 빠르게 하락하면서 연중 최저치로 하락
 - 원/엔 환율도 빠르게 하락하면서 10월 17일 1,078원을 기록하며 5월 23일 기록했던 연중 최저치로 하락
 - 원/엔 환율은 10월 23일 기준 1,082원을 나타냄

< 원/달러 환율 추이 >

(원/달러)

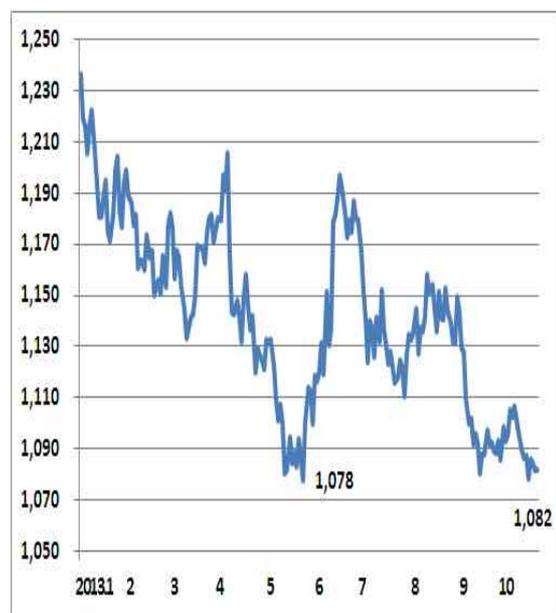


자료 : 한국은행

주 : 일일 종가 기준

< 원/엔 환율 추이 >

(원/100엔)



자료 : 한국은행

- (원/달러 환율 수준 평가) 실질실효환율¹⁾을 통해 장기균형 수준과의 괴리를 분석해 본 결과, 최근 원/달러 환율의 절상속도와 폭이 확대되면서 원화가치는 4.6%~9.5% 절상(고평가)된 수준으로 판단됨
- 현대경제연구원(HRI) 실질실효환율지수²⁾와 BIS 실질실효환율을 통해 장기균형 수준과 비교해 본 결과, 2013년 9월 기준 원/달러 환율은 고평가되어 있음
 - 2013년 9월 기준, 국제결제은행(BIS) 실질실효환율지수가 한국은 111.4, 미국은 101.7로, 이는 원/달러 환율이 장기균형대비 9.5% 고평가되어 있는 것으로 나타남
 - 2013년 9월 기준, HRI 실질실효환율지수를 추정해서 분석해본 결과, 원/달러 환율이 장기균형대비 4.6% 고평가되어 있는 것으로 나타남
 - 실질실효환율지수는 장기균형환율³⁾ 수준을 판단하는 지표로 활용되는데, HRI 실질실효환율지수는 경상수지가 균형에 근접한 1995년을 기준으로 삼아 주요 교역국의 가중치를 계산하고 국가별 소비자물가를 이용해 산출

< HRI 실질실효환율 기준으로 추정한 장기균형 대비 괴리율 >

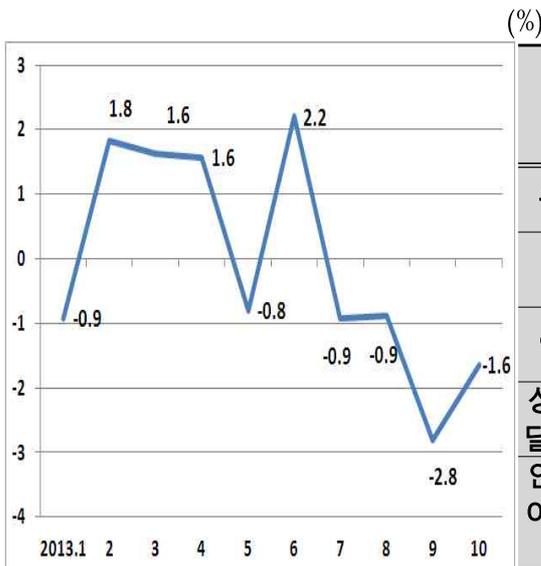


주 : 1) 괴리율(%)=[(실제 환율/균형 환율)-1]*100
 2) 현대경제연구원이 월별자료를 바탕으로 추정

- 1) 실질실효환율은 구매력평가설에 의거한 방법으로, 주요 교역국들과의 물가를 감안한 실질환율을 교역 가중치를 이용하여 가중 평균한 수치임. Cassel(1916)이 주장한 이론인 구매력평가설은 일물일가의 법칙을 바탕으로 국가 간의 화폐의 교환비율은 각국 통화의 상대적 구매력을 반영한 수준으로 결정된다는 환율결정 이론임.
- 2) 실질실효환율은 교역상대국 범위, 기준시점, 물가지수 선정 등에 따라 추정치가 각각 상이할 수 있음
- 3) 장기균형환율 수준을 판단하는 지표로 실질실효환율, 행태균형환율, 기초균형환율 등 다양한 지표가 사용됨

- 실질실효환율지수를 기준으로 최근 원/달러 환율이 고평가 영역으로 진입했고 고평가 수준도 최근 확대되고 있음
 - 최근 원/달러 환율의 지속적인 하락세는 원화가치를 빠르게 절상시켜 원/달러 환율이 더욱 장기균형환율 수준에서 괴리될 가능성이 높음
 - 장기균형환율 수준보다 원화가치가 절상된 수준으로 나타나 향후 변동성⁴⁾이 확대되며 조정될 가능성이 높음
- 원/달러 환율은 아시아 신흥국들과 비교해서 하락 속도와 하락폭은 가장 크고, 7월 이후 지속적으로 환율이 하락한 나라는 한국뿐임
 - 주요 아시아 국가와 비교해 보면, 원/달러 환율의 하락세가 가장 빠르게 나타나고 7월 이후 원/달러 환율이 지속적으로 절상됨
 - 원/달러 환율의 하락이 4개월 연속 지속되고, 최근에는 그 하락폭이 커지면서 원화가치가 빠르게 상승하고 있는데, 원/달러 환율의 증감률은 전월대비 7월 -0.9%, 8월 -0.9%, 9월 -2.8%, 10월 -1.6%를 기록
 - 싱가포르달러/달러 환율은 7월과 8월에는 절하되었다가, 싱가포르달러/달러 환율이 9월 전월대비 -0.6%, 10월 -1.5%의 증감률을 나타내며 절상
 - 엔/달러 환율은 9월 전월대비 1.5% 증감률을 나타내며 엔/달러가 절하되었다가, 10월 전월대비 -1.3%의 증감률을 나타내며 절상됨

< 원/달러 환율 증감률 추이 >



자료 : 한국은행

- 주 : 1) 월평균 환율 전월대비 증감률
- 2) 10월 평균은 10월 23일 기준

< 아시아 주요국 환율 증감률 비교 >

구분	2013년				6월 대비 증감률
	7월	8월	9월	10월	
원/달러	-0.9	-0.9	-2.8	-1.6	-6.1
위안/달러	0.0	-0.2	0.0	-0.2	-0.4
엔/달러	2.3	-1.9	1.5	-1.3	0.6
싱가포르 달러/달러	0.5	0.4	-0.6	-1.5	-1.2
인도네시아 루피아/달러	1.9	4.5	7.3	1.3	15.8

자료 : 한국은행

- 주 : 1) 월평균 환율 전월대비 증감률
- 2) 10월 평균은 10월 23일 기준

4) 장기균형수준에서 환율의 이탈 정도 및 기간이 장기화 될수록 향후 변동폭이 크게 확대되며 조정될 가능성이 높아 환율의 괴리 정도를 평가하여 경제 운용 정책에 적절히 반영할 필요가 있음

2. 원/달러 환율 하락의 원인

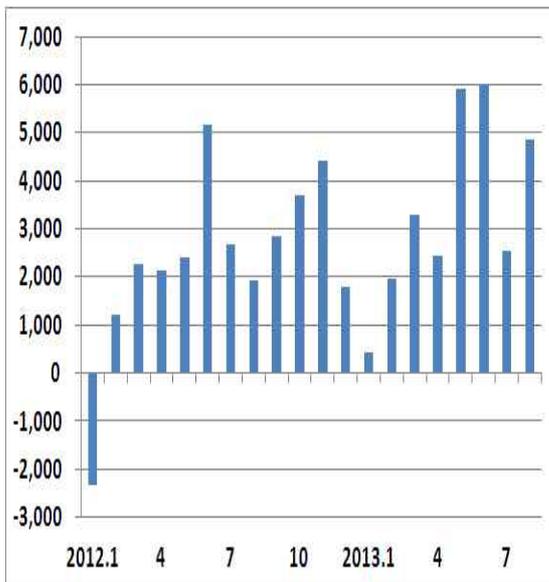
1) 수급 측면

① 경상수지 측면

- (18개월 연속 경상수지 흑자) 경상수지 흑자가 18개월 연속 지속되며 달러 유입이 확대되고 있고 최근 8월 경상수지 흑자 규모도 크게 증가
- 2012년 2월 이후 18개월 연속 경상수지 흑자가 지속되며 달러 유입이 확대되고 있음
 - 2013년 들어서 1월~8월까지 경상수지 흑자 누적액은 422억 7천 7백만 달러를 기록하며 2012년 2월 이후 경상수지 흑자가 18개월 연속 지속되고 있음
 - 2013년 8월 경상수지 흑자가 57억 3천 5백만 달러를 기록하며 큰 증가를 나타내 달러화 유입이 확대

< 경상수지 추이 >

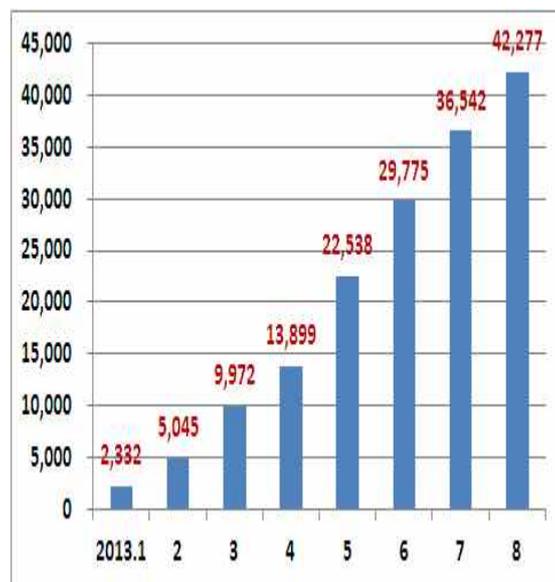
(단위 : 백만 달러)



자료 : 한국은행

< 2013년 경상수지 누적액 추이 >

(단위 : 백만 달러)



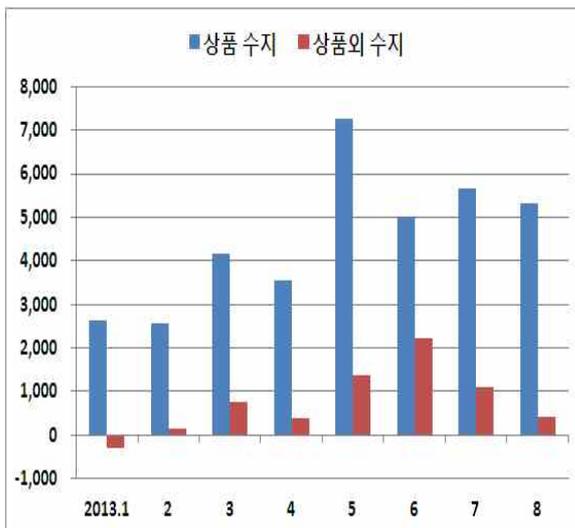
자료 : 한국은행

○ (상품수지 및 상품외수지 흑자 지속) 국내 경기의 회복 지연으로 수입이 침체됨에 따라 상품수지가 흑자를 지속하고 있으며 상품외수지 역시 흑자를 지속하고 있음

- 국내 경기 회복이 지연됨에 따라서 상품 수입이 상품 수출보다 침체되어 상품수지 흑자가 지속되고 있고 상품외수지도 2월 이후 흑자를 지속
 - 상품수지의 흑자 규모는 7월 56.7억 달러, 8월 53.3억 달러를 기록하며 흑자를 지속
 - 상품외수지도 2월 이후 흑자를 지속하고 있고 7월 10.9억 달러, 8월 4.0억 달러 흑자를 기록
- 상품외수지를 부분별로 살펴보면, 서비스수지와 본원소득수지가 5월 이후 흑자를 지속
 - 서비스수지의 흑자 규모는 7월 3.6억 달러, 8월 1.0억 달러를 기록, 본원소득수지의 흑자규모는 배당 및 이자수입 등으로 7월 7.8억 달러, 8월 4.8억 달러를 기록
 - 이전소득수지는 6월 0.7억 달러 흑자에서, 7월 0.4억 달러 적자로 전환된 후 8월 1.7억 달러 적자를 나타냄

< 상품수지 및 상품외수지 추이 >

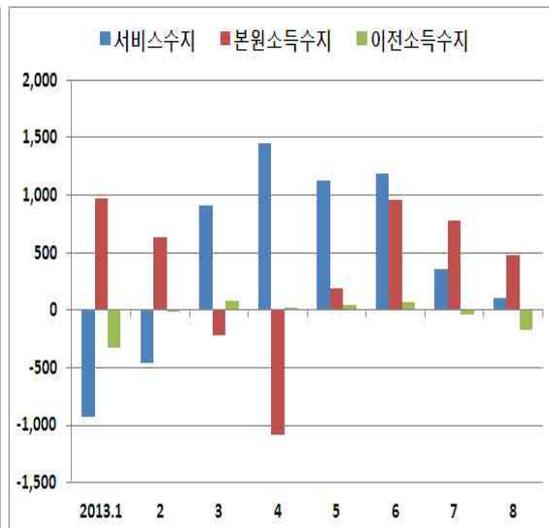
(백만 달러)



자료 : 한국은행

< 부분별 상품외 수지 추이 >

(백만 달러)



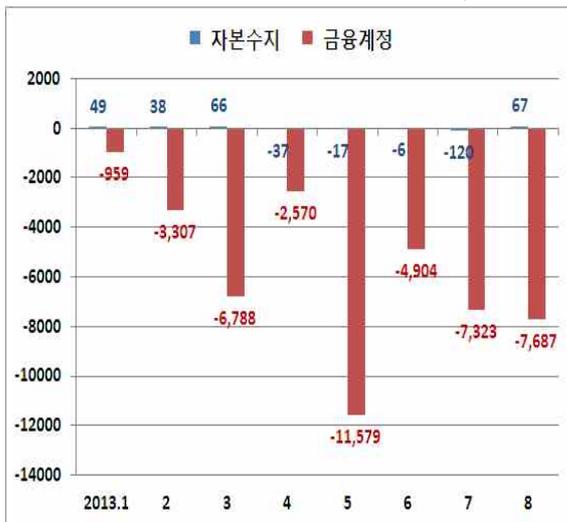
자료 : 한국은행

② 자본수지 및 금융계정 측면

- (자본 수지 흑자 및 금융계정 유출초 확대) 자본수지는 8월 흑자로 전환되었으나 금융기관의 해외 차입 상환으로 금융계정은 유출초를 기록하면서, 환율하락의 폭과 속도를 조절
 - 자본수지는 4월부터 7월까지 적자를 나타냈으나 8월 흑자로 전환
 - 자본수지는 4월 0.4억 달러, 5월 0.2억 달러, 6월 0.1억 달러, 7월 1.2억 적자를 기록했으나, 8월 0.7억 달러 흑자로 전환
 - 금융계정은 증권투자자와 파생금융상품의 유입초에도 불구하고 직접투자자의 유출초와 금융기관의 해외 차입 상환 확대 등으로 인한 '기타투자'의 유출초가 크게 확대되며 급격한 환율 하락을 막는 완충관(buffer) 역할을 수행
 - 미국이 양적 완화 축소를 연기함에 따라 풍부해진 유동성⁵⁾이 외국인 투자자금으로 국내로 유입되며 증권투자⁶⁾는 7월 18.5억 달러, 8월 14.4억 달러 유입초를 기록, 파생금융상품도 8월 2.2억 달러 유입초를 나타냄
 - 기타투자는 금융기관의 최근 해외 차입 상환 등이 확대되며 7월 66.4억 달러, 8월 67.4억 달러 유출초를 기록하고 있고, 이러한 기타투자자의 유출초는 환율 하락폭 확대를 방어하는 역할을 함
 - 기타투자자를 제외한 금융계정은 7월 13.1억, 8월 7.4억 달러의 유입초를 기록

< 자본 수지 및 금융계정 추이 >

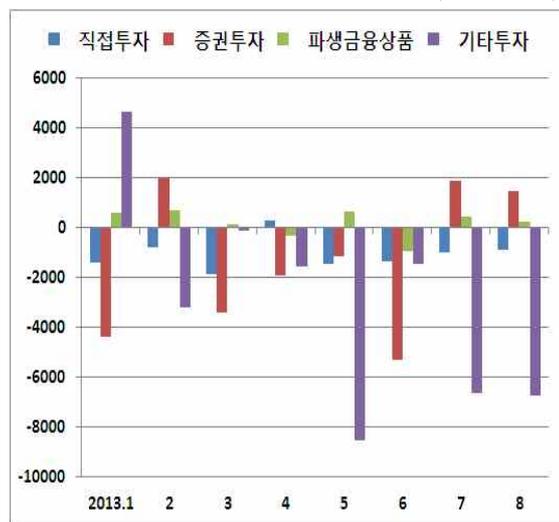
(백만 달러)



자료 : 한국은행

< 금융계정 추이 >

(백만 달러)



자료 : 한국은행

5) 미국의 양적완화로 인한 유동성 확대 등의 내용은 <별첨 2> 참조

6) 금융감독원에 따르면, 7월, 8월, 9월 외국인 상장주식 순매수 규모가 각각 1.3조 원, 1.5조 원, 8.3조 원을 기록하며 외국인 순매수가 최근 크게 확대됨

2) 경제 펀더멘탈 측면

○ (양호한 기초체력) 아시아 신흥국과 비교해서 한국 경제의 기초체력이 양호하여 외국인들의 투자 선호도 상승

- 한국은 GDP 대비 민간신용 비중이 높은 편이지만, 재정건전성이 비교적 좋은 편이고 경상수지는 흑자를 기록하고 있어, 다른 신흥국 대비 경제의 기초체력이 양호한 수준
 - 인도와 인도네시아는 재정수지 적자와 경상수지 적자 나타내고 있어 경제의 기초 체력이 약화되고 있음
 - 말레이시아는 자금 유출시 금융시장의 불안이 우려가 크고, 베트남은 경상수지는 흑자를 보이지만, 민간신용 증가에 따른 금융불안과 높은 물가 상승률이 문제로 지적
 - 태국은 경상수지와 단기외채는 양호하지만, GDP 대비 재정수지 적자 비중은 정부부채 증가의 부담으로 작용할만한 수준

< 아시아 주요국 대비 펀더멘탈 비교 >

(%)

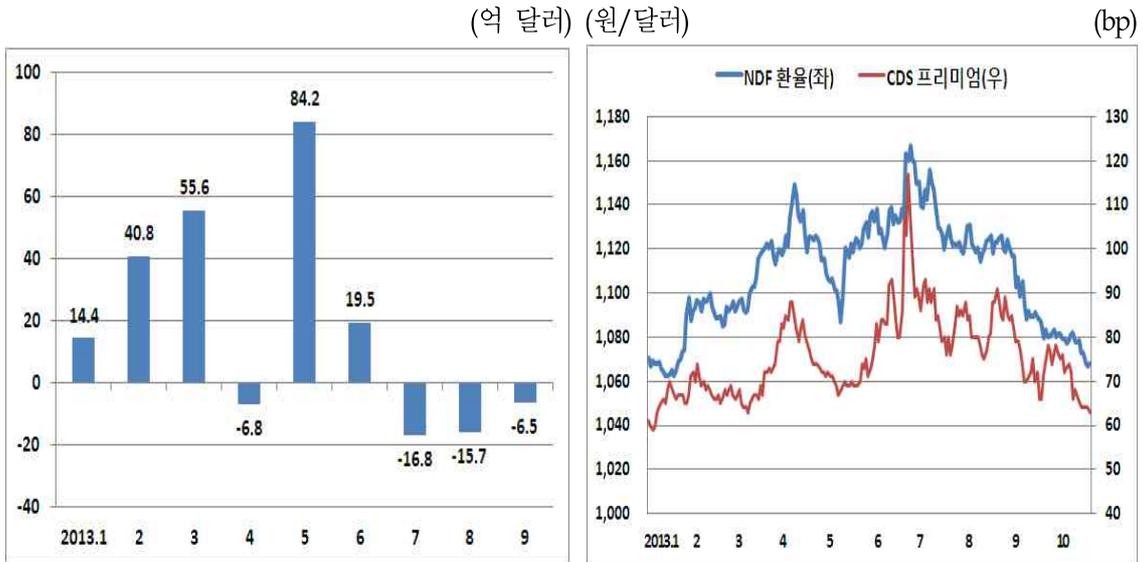
		기준치	대만	말레이시아	베트남	인도	인도네시아	중국	필리핀	태국	한국	
거시경제	실물	경제성장률	-	3.0	5.1	5.2	5.7	6.3	8.0	6.0	5.9	2.8
		물가상승률	5	2.0	2.2	8.8	10.8	5.6	3.0	3.1	3.0	2.4
		재정수지/GDP	-2	-	-4.0	-	-8.3	-2.8	-2.1	-0.8	-2.7	-1.4
		정부부채/GDP	50	40.2	56.0	50.9	66.4	23.6	21.3	39.7	45.9	32.5
		경상수지/GDP	-5	10.3	6.0	7.9	-4.9	-3.3	2.6	2.4	1.0	2.7
자본시장	금융	자본유입/GDP	5	-	5.4	0.2	1.3	1.8	0.9	2.6	3.8	-
		단기외채/외환보유액	100	-	35.0	-	36.3	44.8	15.5	13.2	34.6	37.9
		민간신용/GDP	100	-	118.2	111.6	51.5	34.9	133.7	33.4	147.9	148.0
자본시장	정량	부실채권/대출총액	10	-	2.2	-	3.0	2.1	0.9	2.4	2.7	1.5

자료 : 현대경제연구원, 현안과 과제 「아시아, 동유럽, 중남미 신흥국의 위기 대응 능력 점검」 2013. 8. 23

- 주 : 1) 빨간색(짙은 음영)이 있는 칸은 IMF 기준치보다 높아 위기 대응 취약함을 나타냄. 노란색(얇은 음영)이 있는 칸은 IMF 위기판단지표상의 취약성을 만족하지는 않지만 대체로 위험한 수준임
 2) IMF의 위기판단지표상의 기준치와 거시경제 및 자본시장 건전성을 측정하는 세부 지표를 비교하여 각국 별 위기 정도를 판단

- (외국인들의 한국시장 평가) 미국 양적완화 축소에 대한 우려가 줄어들고 한국 경제의 양호한 기초체력으로 인해 역외선물환 시장에서 달러 매도세가 확대되고, CDS 프리미엄은 하향 안정화되고 있음
- 한국경제의 양호한 기초체력과 미국의 양적완화 축소 지연 등으로 역외거래자들의 역외선물환(NDF)7) 매도세가 7월 이후 지속되어 역외선물환(NDF) 시장에서 원/달러 환율 하락
 - 비거주자의 NDF 포지션은 2/4분기 96.9억 달러 순매입에서 3/4분기 39.0억 달러 순매도로 전환
 - 10월 21일 NDF 3개월 물 환율은 1,068원으로 6월 최고치 1,167원 기준 8.5% 하락한 수치이며, NDF 매도세로 인해 역외선물환(NDF) 시장에서의 원/달러 환율이 지속적 하락
 - CDS 프리미엄도 7월 이후 계속해서 하향 안정화 되고 있음

< 비거주자의 NDF 포지션 추이 > < NDF 환율 및 한국 CDS 프리미엄 >



자료 : 한국은행
 주 : 1) 국내 외국환은행과의 NDF(ND Swap 포함) 거래 기준
 2) +는 순매입, -는 순매도
 3) NDF 3개월 물 월 평균 환율

자료 : Reuters, 국제금융센터
 주 : NDF 3개월 물 원/달러 환율 기준

7) 비거주자의 역외선물환 거래 규모는 국내외환시장에서의 현물환 거래 규모의 약 60%를 차지하고 있어 국내 현물시장에 미치는 영향이 매우 큰 것으로 평가되고 있음

3. 종합 평가와 시사점

- 수급측면과 펀더멘털 측면을 동시에 고려할 때, 원화 강세가 당분간 계속될 전망이지만, 원화가치 고평가 기간이 장기화 되고 고평가 수준이 확대될수록, 향후 변동폭이 크게 확대되며 조정될 가능성이 높음
 - 수급 측면에서, 경상수지와 자본수지 및 금융계정은 대략 균형을 이루고 있지만, 한국경제의 건전한 기초체력으로 인해 원화 강세가 지속되고 있고, 이러한 가파른 원화가치 절상은 우리경제에 큰 부담으로 작용할 수 있음
- 원화가치의 급등락을 막기 위한 단기적 조치와 함께, 구조적·제도적 개선 조치도 병행되어야 함
 - 환율 하락폭 확대를 방어하기 위해, 금융기관의 단기외채 및 장기 외채 만기 도래 예정인 차입금에 대해서도 상환을 독려하는 등 소극적 환율 방어 정책을 지속적으로 시행
 - 금융기관의 건전성 제고를 위해서 뿐 아니라 달러 수요 확대를 통한 환율 방어 차원에서 금융기관의 차입금 상환을 독려
 - 외환보유고 확대를 통해 적극적인 환율 방어 정책 시행
 - 외환보유고 확대에 따른 사회적 비용이 증가하더라도, 외국자본 유입 변동성이 크게 확대됨에 따라 충분한 외환보유고를 확보할 필요가 있고 외환보유고 확대를 통해 국가의 대외적인 영향력 제고
 - 개인의 외화 예금 확대를 위한 정책과 더불어, 원자재, 원유 및 가스 등의 우량 해외자산 매입을 확대
 - 외화예금은 급격한 이탈 가능성이 낮아 외화유동성 위험을 줄일 수 있는 있으므로, 개인의 외화 예금 확대를 위한 적극적인 정책 필요
 - 최근 원자재가격 하락 국면을 해외우량자산 매입의 기회로 활용해 원자재, 원유, 가스 등에 투자하는 등 달러 수요를 확대

- 선물환 포지션 및 외환건전성 부담금 등에 대한 적극적 검토가 필요
 - 선물환 포지션의 한도 축소를 통해 단기차입금의 급격한 유입을 줄여 달러 공급을 축소하는 등 급락하는 원/달러 환율 방어를 위한 정책 시행
 - 은행의 외화차입에 세금을 매기는 외환건전성 부담금에 대해서도 환율 급변동에 대비하여 보다 적극적인 검토가 필요함

김민정 연구위원 (2072-6212. kimmj@hri.co.kr)

<별첨 1>

○ 실질실효환율 추정모델

- 주요 교역 상대국의 명목환율을 교역량 등으로 가중평균하고 명목실효환율지수를 산출한 다음 물가지수변동을 감안하여 실질화하여 다음과 같이 추정

$$REER_t = \prod_{i=1}^n \left(\frac{EP^* / P_t}{E_{i0} P^*_{i0} / P_0} \right)^w$$

n = 교역상대국가의 전체 갯수

E_{i0} = 기준시점의 교역국 i 에 대한 자국통화표시 명목환율

E = t 기의 교역국 i 에 대한 자국통화표시 명목환율

P^* = t 기의 교역국 i 의 물가지수

P^*_{i0} = 기준시점의 교역국 i 의 물가지수

P_t = t 기의 국내물가지수

P_0 = 기준시점의 국내물가지수

w = t 기 시점의 i 교역 상대국에 대한 가중치

$$\sum_{i=1}^n w_i = 1$$

<별첨 2>

- (미국의 양적 완화 축소 연기) 미국의 부진한 경기회복으로 인해 양적 완화 축소를 연기함에 따라서 유동성이 풍부
 - 미국 연방준비제도가 9월 18일 양적완화(QE3) 기초를 현행대로 유지키로 하면서 유동성이 풍부
 - 노동시장 개선이 지연되고 경기 회복세가 부진해 미국 연방준비제도는 초저금리 유지, 채권 매입 규모 유지 등 양적완화 축소 연기를 발표함에 따라 달러화 유동성이 풍부
 - 1조 달러 규모의 모기지 채권(MBS) 등을 매입하는 1차 양적완화 정책을 시작으로 2013년 10월 현재 총 3조 3,350억 달러가 시중에 풀림
- (달러에 대한 안전자산 선호 약화) 달러에 대한 안전자산 선호가 약화되며 달러 수요가 감소
 - 미국 여야간 정치적 갈등에 따른 정치권 리스크 불안감으로 달러화 수요가 감소하며 달러화 가치 약세 심화되는 반면 안전자산 수요 증대 기대감으로 엔화가 강세를 나타냄
 - 미국 연방정부의 섣다운 등 정치권 리스크가 확대되어 달러에 대한 안전자산 선호가 약화되어 수요가 감소
 - 이에 따라, 달러 인덱스가 하락을 지속하며 달러화 약세가 더욱 심화

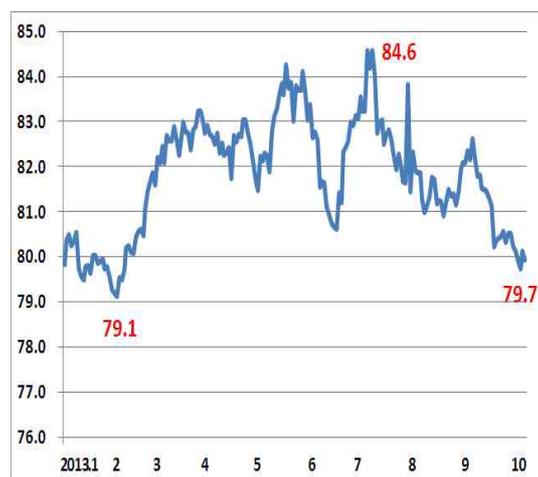
< 양적완화로 인한 유동성 확대 >

(단위 : 억 달러)

구분	기간	규모	내용
QE1	2008.11 ~ 2010.3	17,250	장기국채 및 MBS 매입
QE2	2010.11 ~ 2012..12	6,000	장기국채 매입
Operation Twist	2011.9 ~ 2012.12	6,670	단기국채 매도 장기국채 매입
QE3	2012.9 ~ 현재	400/월	MBS 매입
QE3 확대	2013.1 ~ 현재	450/월	장기국채 매입
소계 (2013년 10월 현재)		33,350	

자료 : 현대경제연구원(주요 내외신 종합)
 주 : Operation Twist는 단기와 장기 국채의 매도·매입으로 엄격한 의미에서 달러 공급은 아님

< 달러 인덱스 추이 >



자료 : 국제금융센터