

# 현안과 과제

■ 최근 원/달러 환율 동향 및 균형환율 추정  
- 9월 평균 1,107.9원 균형환율 1,153원/달러 대비 3.9% 고평가

# 목 차

---

## ■ 최근 원/달러 환율 동향 및 균형환율 추정

- 9월 평균 1,107.9원 균형환율 1,153원/달러 대비 3.9% 고평가

Executive Summary .....	i
1. 최근 원/달러 환율 동향 .....	1
2. 원/달러 환율 하락의 원인 및 균형환율 추정 .....	2
3. 시사점 .....	7

본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재하시기 위해서는 본 연구원의 허락을 얻어야 하며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

총            괄    :   주   원   이   사   대   우 (2072-6235, juwon@hri.co.kr)

경 제 연 구 실   :   조 규 립 선 임 연 구 원 (2072-6240, jogyurim@hri.co.kr)

## Executive Summary

### □ 최근 원/달러 환율 동향 및 균형환율 추정

#### ■ 최근 원/달러 환율 동향

2016년 들어 글로벌 경제의 주요 이슈에 따라 급등락하던 원/달러 환율이 최근 들어 급격한 하락세를 보이고 있다. 지난 6월말 브렉시트 투표 직후인 6월 27일 1,182원을 기록했던 원/달러 환율은 8월 16일 연중 최저치인 1,092.2원까지 하락했다. 더욱이 최근 IMF 보고서에서 원화가 약 4~12% 가량 저평가되어 있다고 평가함에 따라 최근 원/달러 환율의 하락 원인을 살펴보고 균형환율 수준을 추정해 보았다.

#### ■ 원/달러 환율 하락의 원인 및 균형환율 추정

**(원/달러 환율 하락의 원인)** 최근 원/달러 환율이 급격히 하락한 것은 우선 글로벌 유동성 확대에 의해 국내 외국인 증권투자 순매수가 크게 확대된 것이 주요인으로 판단된다. 세계 주요국들의 완화적 통화정책 지속으로 글로벌 유동성이 크게 증가한 상황에서 주요 선진국의 마이너스 금리 도입에 따른 채권수익률의 하락으로 신흥국으로의 투자자금 유입이 크게 증가했다. 국내 증권시장에서도 7월 들어 외국인들의 주식 및 채권 순매수 규모가 크게 확대되었다. **둘째, 미국의 기준금리 인상이 지연됨에 따른 달러화 약세** 역시 원화 가치 상승의 원인으로 작용했다. 지난 7월 FOMC는 인플레이션율이 장기 목표치인 2%에 미치지 못하는 점 등을 이유로 금리를 동결했다. 9월 회의에서 인상될 확률이 최근 24% 수준으로 하락한 반면 12월 인상 확률은 42%로 나타나는 등 금리인상이 지연될 것이란 기대가 강화되고 있다. **셋째, 불황형 흑자에 따른 대규모 경상수지 흑자가 지속되는 점** 또한 원/달러 환율 하락의 원인으로 작용했다. 최근 국내 수출입 증감률은 모두 마이너스가 지속되고 있지만 특히 수입감소율이 수출감소율보다 낮아 무역수지 흑자가 발생하는 불황형 흑자가 지속되고 있다. 이에 따라 6월 경상수지 흑자 규모가 128.2억 달러로 역대 최대 수준을 기록하는 등 외환시장에서의 달러 유입이 지속되고 있다.

**(균형환율 추정)** 현재 원/달러 환율 수준에 대해 평가해보기 위해 행태균형환율 모형을 이용하여 균형환율 수준을 추정해 보았다. 추정 결과 2016년 9월(9월 1일~7일) 평균 원/달러 환율인 1,107.9원은 균형환율 1153원 대비 약 3.9% 정도 고평가된 것으로 나타났다. 2016년 3분기 평균(7월 1일~9월 7일) 원/달러 환율 1,124.3원은 균형수준 대비 약 2.5% 고평가된 것으로 추정된다.

#### ■ 시사점

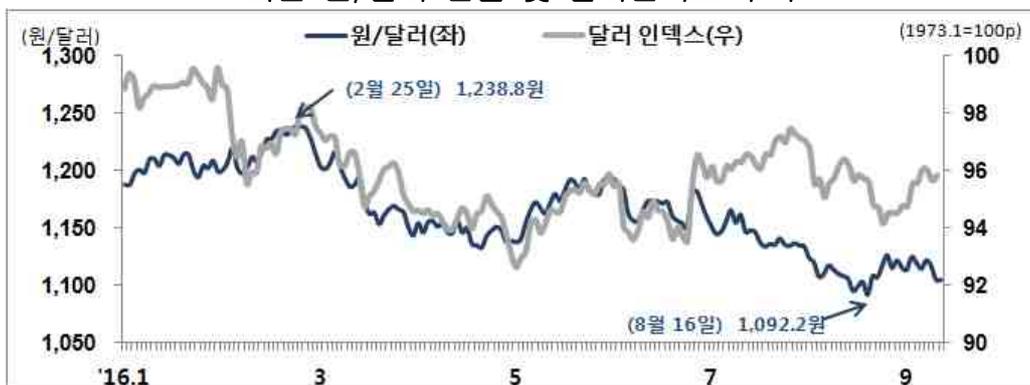
**첫째,** 글로벌 금융 시장의 불안정성 확대에 따른 국내 환율 변동성 확대에 대응하기 위해 적극적인 환율 미세조정 및 시장 안정화 대책 강화 등이 필요하다. **둘째,** 원/달러 환율의 급변동으로 인해 피해 발생이 예상되는 기업들에 대해 효과적으로 환위험을 예방할 수 있도록 지원을 강화해야 한다. **셋째,** 중장기적으로는 우리나라 수출품의 경쟁력 강화를 통해 환율 변동에 강한 경제 체질로 개선해야 할 필요가 있다.

## 1. 최근 원/달러 환율 동향

### ○ 2016년 들어 등락을 거듭하던 원/달러 환율이 최근 급격히 하락

- 2016년 들어 글로벌 경제의 주요 이슈에 따라 급등락을 반복하던 원/달러 환율은 최근 연중 최저 수준을 기록
  - 원/달러 환율은 2016년 초 중국 경기 불안 등으로 인해 달러당 약 1,238.8 원까지 상승했으나 이후 중국 경기 경착륙 가능성 완화, 국제금융시장의 불확실성 감소 등으로 빠르게 하락
  - 5월 이후 미국 기준금리 인상 가능성이 높아지며 원/달러 환율이 약 1,190 원 수준으로 재차 상승하였으며, 6월 말 브렉시트 투표 직후인 6월 27일 1,182.3원을 기록했으나 8월 16일 1,092.2원으로 연중 최저치로 급락
  - 8월 말 엘런 연준 의장의 금리인상 여건 강화 발언으로 1,120원대로 재차 상승했으나 미국 고용지표 부진으로 9월 7일 1,090.0원으로 하락
- 특히 최근 IMF 보고서에서 원화가 저평가 되어 있다고 평가함에 따라 최근 원/달러 환율의 하락 원인을 살펴보고 균형환율 수준을 추정해보고자 함
  - 최근 IMF 보고서에서는 원화 가치가 2015년 실질실효환율 기준으로 평균 -8%(-4%~12%) 저평가되어 있다고 평가하였으나, 이는 경상수지 균형을 달성하기 위한 환율 수준을 균형환율로 평가한 결과
  - 균형환율은 구매력 평가 기준, 국제수지 균형 달성, 경제 펀더멘탈을 반영하는 수준 등 다양한 개념이 존재
  - 이에 따라 경상수지 균형 외 국내 주요 경제변수를 고려한 균형환율을 추정해보고자 함

< 최근 원/달러 환율 및 달러인덱스 추이 >



자료 : 한국은행, 국제금융센터.

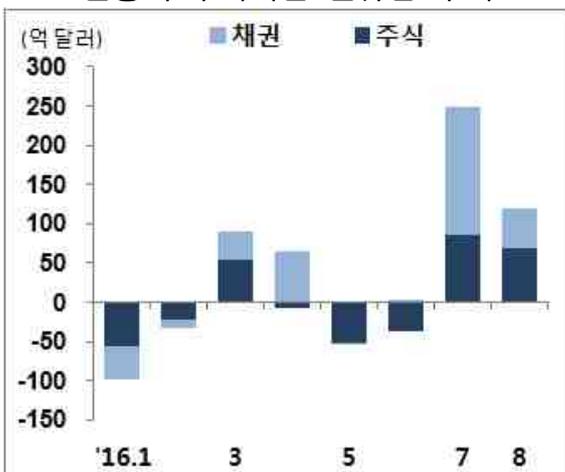
## 2. 원/달러 환율 하락의 원인 및 균형 환율 추정

### 1) 최근 원/달러 환율 하락의 원인

#### ○ 글로벌 유동성 확대에 따른 외국인 증권투자 순매수 확대

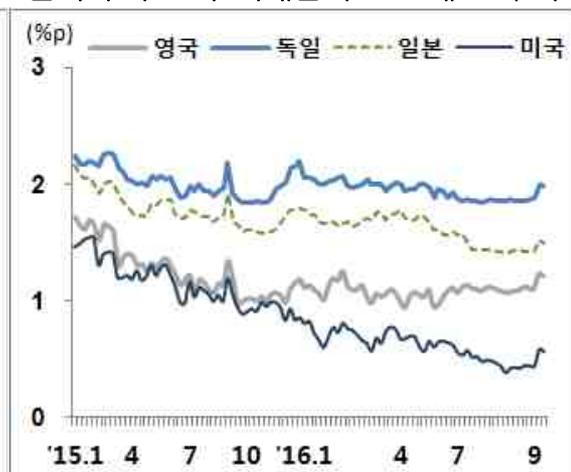
- 세계 주요국의 통화완화 정책 지속에 따른 글로벌 유동성 증가, 글로벌 금융시장의 투자심리 개선 등으로 신흥국 위험자산에 대한 투자가 확대
  - 중국 경기 불안, 브렉시트 투표 등 세계 경제의 하방 리스크로 인해 세계 주요국들의 완화적 통화정책 기조가 지속되며 글로벌 유동성이 크게 증가
  - 특히 브렉시트 투표 이후 공포지수인 VIX 지수가 하락하는 등 글로벌 금융시장의 불안정성이 크게 낮아지면서 글로벌 투자심리도 개선
  - 더욱이 주요 선진국의 마이너스 금리 도입 등으로 채권 수익률이 하락하면서 늘어난 글로벌 유동성이 신흥국으로 유입되는 현상이 발생
  - 신흥국 채권 및 주식에 대한 투자자금 순유입이 6월 -33억 달러에서 7월 249억 달러, 8월 121억 달러로 증가하는 등 위험자산에 대한 투자가 지속적으로 확대
- 국내 금리 수준은 주요 선진국보다 높은 상황이 지속되고 있는 상황
  - 9월 7일 기준 국내 국고채 2년물의 만기수익률은 미국 대비 0.6%p, 일본 대비 1.5%p, 영국 대비 1.2%p, 독일 대비 2.0%p 높은 상황

< 신흥국 투자자금 순유입 추이 >



자료 : EPFR(국제금융센터 자료를 현대경제연구원 재구성).  
주 : 8월은 4~31일 누적 기준.

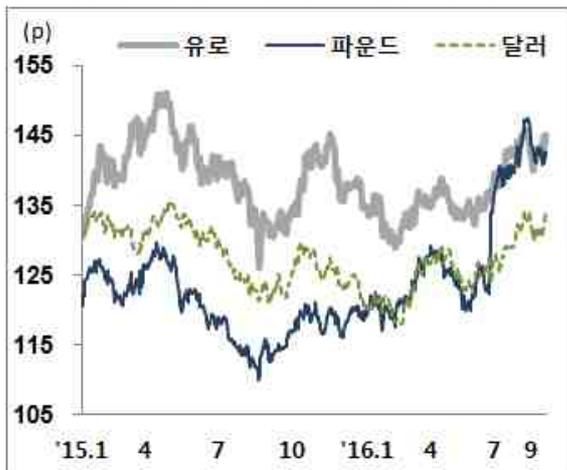
< 한국과 주요국 국채금리 스프레드 추이 >



자료 : Bloomberg.  
주 : 각국의 2년물 정부채권 만기수익률과 한국의 2년물 국고채의 만기수익률 간 차이.

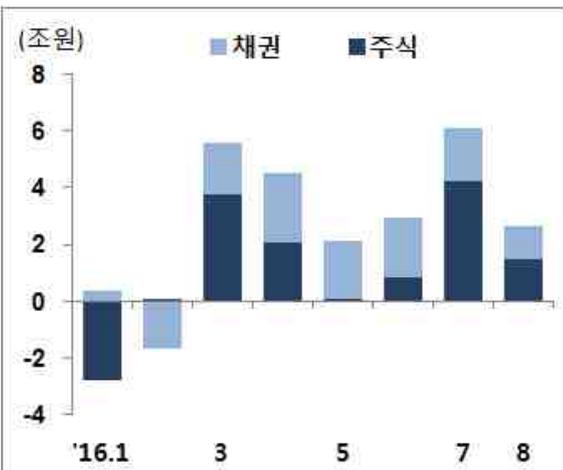
- 선진국 대비 높은 금리 수준, 안정적인 투자 환경, 달러 대비 원화 강세 예상 등 원화에 대한 캐리 트레이드 매력도가 상승
  - 캐리 트레이드란 낮은 금리 또는 약세가 예상되는 통화를 차입하여 높은 금리 또는 강세가 예상되는 통화에 투자하는 거래를 의미
  - 주요 선진국 대비 높은 금리 수준이 지속되는 가운데 높은 국가 신용등급<sup>1)</sup> 및 낮은 부도 위험 등에 따른 안정적인 투자 환경<sup>2)</sup>, 미국의 기준금리 인상 지연에 따른 원화 강세 예상 등 캐리 트레이드에 적합한 환경이 조성
  - 달러, 유로, 파운드 등 주요 통화 대비 원화에 대한 캐리 트레이드 지수가 2016년 6월에서 8월 사이 지속적으로 상승
- 이로 인해 국내 증권시장에 외국인의 증권투자 순매수 규모가 확대되며 원/달러 환율 하락의 주요인으로 작용
  - 국내 주식 및 채권에서 외국인의 순매수 규모는 지난 3월 5.6조원에서 6월 3.0조원으로 감소
  - 브렉시트 투표 직후 일시적으로 외국인 투자자금이 유출되었지만 세계 금융시장 안정화 등으로 인해 7월 6.1조원, 8월 2.7조원으로 순매수세 지속

<주요 통화 대비 원화 캐리 트레이드 지수 추이>



자료 : Bloomberg.  
 주 : 차입통화와 투자통화간 금리차 및 환율변동률을 합산하여 수익률을 계산한 후 지수화한 것으로 주요 통화가 차입통화, 원화가 투자통화일 경우 수익성을 나타냄.

< 국내 외국인 증권투자 순매수 추이 >



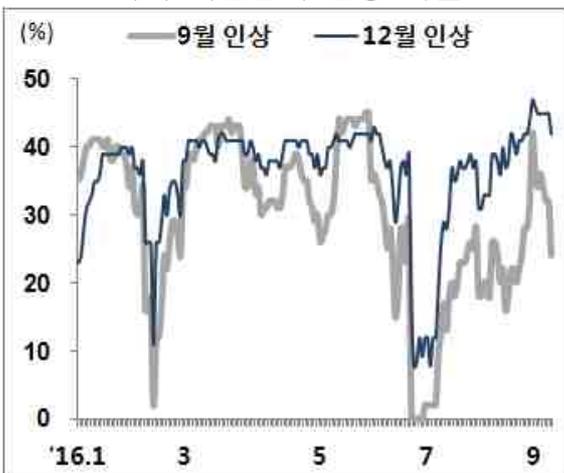
자료 : 금융감독원.

1) 지난 8월 8일 S&P사는 우리나라의 신용등급을 AA-에서 AA로 상향조정. 8월 8일 기준 AA 이상 등급의 국가는 6개 국가에 불과. 한편 Moody's의 평가 등급은 Aa2, Fitch는 AA-를 유지.  
 2) 한국 정부 발행 5년 만기 외화채권의 CDS 프리미엄은 9월 6일 기준 41bp로 금융위기 이후 최저 수준.

○ 미국 기준금리 인상 지연에 따른 달러화 약세

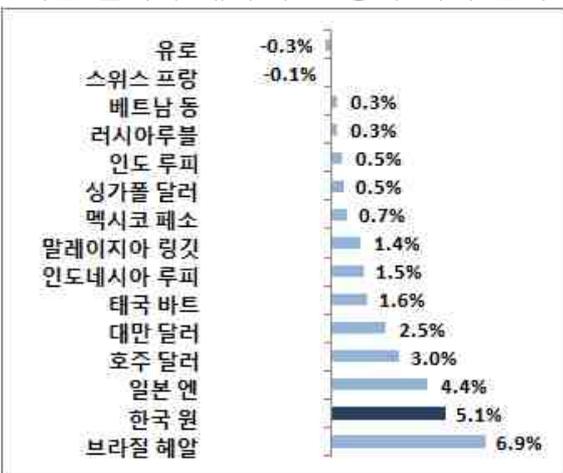
- 미국 경제의 더딘 회복세와 브렉시트 등으로 인한 글로벌 경제의 하방 리스크 등으로 인해 미국 기준금리 인상이 지연되고 있는 상황
  - 지난 7월 FOMC는 기대인플레이션이 낮은 수준을 지속하고 있고 인플레이션을 또한 장기 목표치인 2%에 미치지 못한 점 등을 이유로 금리를 동결
  - 선물시장에 반영된 연방기금금리로 보면 9월 인상 확률은 7월 20%대 중반을 기록한 반면 12월 인상 확률은 30%대 중반을 기록
  - 8월말 잭슨홀 미팅에서 엘런 의장의 금리인상 여건 강화 발언 이후 9월 인상 확률이 42%까지 상승했으나 9월 6일 현재 24%로 재차 하락한 반면 12월 인상 확률은 9월 7일 현재 42%로 지속적으로 상승하는 추세
- 미국 기준금리 인상 지연 기대에 따른 달러화 약세로 주요국 통화 가치가 달러화 대비 상승했으며, 특히 원화 가치는 상대적으로 크게 상승
  - 2016년 6월 평균 환율 대비 8월 평균 환율의 가치 변화율을 보면 브라질 헤알화는 6.9%, 일본 엔화는 4.4%, 호주 달러 3.0%, 대만 달러 2.5% 등으로 주요국 통화가치가 대부분 상승
  - 특히 한국 원/달러 환율은 6월 평균 1,168.4원에서 8월 평균 1,111.4원으로 하락해 브라질 헤알화 다음으로 높은 5.1%의 가치상승률을 나타냄

< 미국 기준금리 인상 확률 >



자료 : Bloomberg.

<최근 달러화 대비 주요 통화 가치 변화>

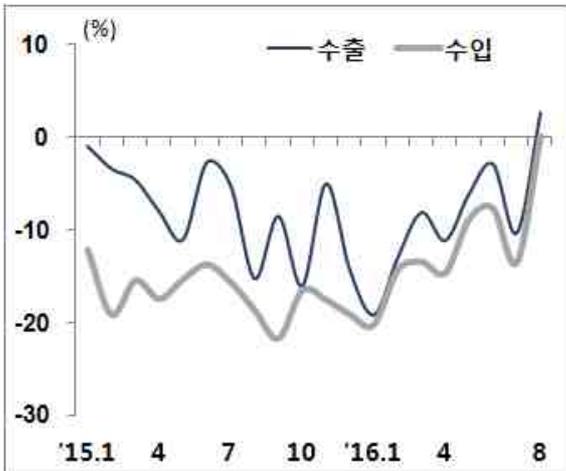


자료 : 한국은행.  
주 : 각국 통화의 달러화 대비 2016년 8월 평균 환율의 6월 평균 환율 대비 절상, 절하율.

○ 국내 대규모 경상수지 흑자 지속

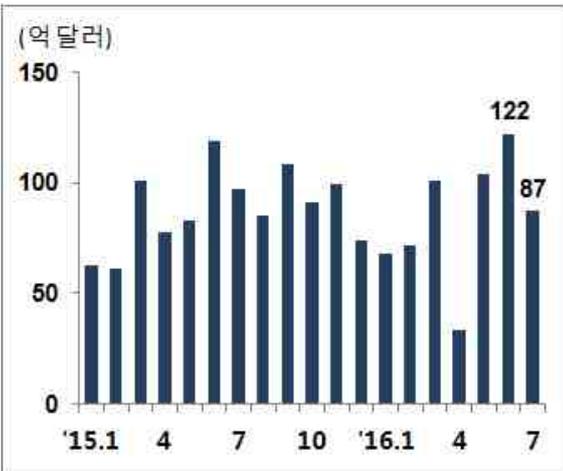
- 최근 대외 수요 부진, 수출 단가 하락 등으로 국내 수출 부진이 지속되고 있는 가운데 수입 역시 감소세가 지속되는 모습
  - 국내 수출은 세계 경제 회복 부진, 저유가에 따른 수출 단가 하락 등으로 2014년 10월부터 2016년 7월까지 감소세가 지속 (2016년 8월 +2.6%)
  - 국내 수입 역시 저유가로 인한 원유 도입 단가 하락, 국내 수요 부진 등으로 2014년 9월부터 2016년 7월까지 감소세 지속 (2016년 8월 +0.1%)
- 수입이 수출보다 크게 감소하는 불황형 흑자로 경상수지가 역대 최대 규모를 기록하면서 원/달러 환율 하락 요인으로 작용
  - 수입 감소율이 수출 감소율을 하회하면서 상품수지 부문에서 6월 128.2억 달러 흑자가 발생하는 등 불황형 흑자가 지속되고 있으며, 이에 따라 국내 경상수지 흑자 규모도 6월 121.7억 달러로 역대 최대 수준을 기록
  - 대규모 경상수지 흑자 지속으로 국내 유입되는 달러 공급이 누적되며 원/달러 환율을 하락시키는 요인으로 작용

< 최근 국내 수출입 증감률 추이 >



자료 : 한국무역협회.  
 주 1) 전년동월대비 증감률.  
 2) 2016년 8월은 잠정치 기준.

< 최근 국내 경상수지 추이 >



자료 : 한국은행.

## 2) 균형환율 추정

- 균형환율이란 일반적으로 한 국가의 기초 경제 여건을 반영하며 대외부문과 대내부문의 균형을 달성하는 환율 수준을 의미
  - 균형환율은 일물일가 법칙에 따른 구매력평가설(Purchasing Power Parity), 국제수지의 균형을 달성하는 수준, 환율 결정 구조 모형에 따른 환율 수준 등 다양한 개념이 존재하며 이에 따라 추정방식도 다양하게 존재
  - 본 보고서에서는 Clark and MacDonald(1999)<sup>3)</sup>에서 제시된 바와 같이 환율 변동에 영향을 미치는 기초경제변수를 이용하여 환율의 행태를 설명하는 축약식을 설정하고 이를 통해 추정된 환율을 균형환율로 정의
- 본 보고서에서는 Clark and MacDonald(1999)에서 제시된 행태균형환율 추정 방법을 이용해 원/달러 환율의 균형 수준을 추정
  - Clark and MacDonald(1999)에 따르면 커버되지 않은 이자율 평가조건(Uncovered Interest rate Parity Condition) 조건 하에서 경제기초변수와 실질환율 간 관계를 통해 균형환율 수준을 추정
  - 실질환율에 영향을 미치는 경제기초변수로 대내외 실질금리차, 상대적 교역조건, 교역재와 비교역재 간 생산성 차이, 순해외자산, 리스크 프리미엄 등을 설명변수로 고려
  - 추정에 사용된 시계열 자료는 2002년 1분기에서 2016년 2분기까지 원/달러 환율, 한미간 금리 스프레드, 상품교역조건 지수, 한미간 상대적 서비스물가, 순해외자산, 한국 외화채권 5년물 CDS 프리미엄<sup>4)5)</sup>

$$\ln er_t = \alpha + \beta_1 r_{int_t} + \beta_2 \ln tot_t + \beta_3 \ln tnt_t + \beta_4 nfa_t + \beta_5 rp_t + e_t$$

단,  $\ln er_t$ 는 실질환율의 자연로그값,  $r_{int_t}$ 는 대내외 실질금리차,  $\ln tot_t$ 는 상대적 교역조건  
의 자연로그값,  $\ln tnt_t$ 는 비교역재 상대가격의 자연로그값,  $nfa_t$ 는 순해외자산,  $rp_t$ 는  
한국 CDS 프리미엄,  $e_t$ 는 오차항

3) Clark, P.B. and R. MacDonald, 1999. Exchange rates and economic fundamentals : A Methodological comparison of BEERs and FEERs in R. MacDonald and J Stein(eds) Equilibrium Exchange Rates, Kluwer: Amsterdam.

4) 추정을 위해 실제 사용된 데이터는 다음과 같음. 대내외 실질금리차는 한국 3년 만기 회사채 금리와 3개월 미국 리보금리의 차이, 상대적 교역조건은 상품교역조건 지수, 교역재와 비교역재 간 생산성 격차는 한국과 미국의 상대적 서비스물가, 리스크 프리미엄은 국내 한국 정부 발행 5년 만기 외화채권의 CDS 프리미엄, 순해외자산은 국제투자대조표(IIP)의 순국채투자를 이용, 실질환율은 명목환율을 상대물가지수로 조정하였음. 한편 2016년 2분기는 순국채투자의 자료가 없어 6월말 국제수지 금융계정상 자료를 이용해 2분기값을 추정하여 사용함. 이와 관련된 자세한 내용은 “원/달러 균형환율의 추정과 시사점(현대경제연구원, 2014)”를 참조.

5) 선행연구에서는 리스크 프리미엄을 대리하는 변수로 GDP 대비 재정수지 비율을 이용. GDP 대비 재정수지 비율을 이용하여 추정한 결과와 CDS 프리미엄을 이용한 결과간 차이가 크지 않아 본 보고서에서는 리스크 프리미엄으로 더 적절하다고 판단되는 CDS 프리미엄을 이용한 추정 결과를 제시.



- 미국의 기준금리 인상, 유로 및 일본의 추가적 통화완화 정책 여부, 브렉시트 여파 등 산적해 있는 세계 경제의 리스크 요인으로 인해 향후 국제 금융시장의 불확실성이 크게 확대될 우려 상존
- 외환시장의 급격한 변동으로 인해 국내 수출입 산업의 피해를 최소화하기 위해 외환시장에 대한 모니터링을 강화하고 환율의 쏠림 현상에 대해 적극적인 미세 조정 및 시장 안정화 대책을 통해 대응할 필요

둘째, 원/달러 환율의 급변동으로 인해 피해 발생이 예상되는 기업들에 대해 효과적으로 환위험을 예방할 수 있도록 지원을 강화해야 한다.

- 상대적으로 외환 리스크에 취약한 중소기업들의 경우 무역보험 및 유동성 지원 등을 통한 지원을 확대하고, 전문 인력을 통한 외환 리스크 관리 방안 마련에 대한 교육 강화 등이 필요
- 동시에 해외시장 정보 제공 등 신시장 개척에 대한 지원, 수출 기업과 현지 교민 사회와의 협력 체계 구축, 중소기업들의 FTA 활용률 제고 등 다양한 방법으로 기업의 수출 활동을 지원해야 함

셋째, 중장기적으로는 우리나라 수출품의 경쟁력 강화를 통해 환율 변동에 강한 경제 체질로 개선해야 할 필요가 있다.

- 환율의 급변동에 제약받지 않고 꾸준한 시장 점유율을 유지할 수 있도록 우리나라 수출품의 고부가가치화, 고기술화를 지속적으로 추진해야함
- 또한 지속적인 R&D 투자를 통해 새로운 성장 동력 산업의 육성 및 세계 선도 제품 개발을 통해 중장기적인 글로벌 교역 환경 변화에 대응할 필요 **HRI**

조 규 립 선임연구원 (2072-6240, jogyurim@hri.co.kr)