17-45(통권 770호) 2017.11.17

새로운 경제시스템 창출을 위한

경제주평

Weekly Economic Review

■ 원/달러 환율 1,100원 붕괴 배경과 시사점

- 現, 한국경제가 감내할 수 있는 환율 수준 1,184원

현대경제연구원

목 차

■ 원/달러 환율 1,100원 붕괴 배경과 시사점

- 現, 한국경제가 감내할 수 있는 환율 수준 1,184원

Executive Summary ····· i

1. 개 요 ····· 1

2. 원/달러 환율 하락의 배경 ····· 2

3. 환율 하락이 경제에 미치는 영향 ····· 4

4. 시사점 ····· 7

□ 비상업 목적으로 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재할 경우 내용의 출처를 명시하면 자유롭게 인용할 수 있으며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

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

□ 동향분석팀 : 오준범 선임연구원 (2072-6247, jboh19@hri.co.kr)

신유란 연 구 원 (2072-6240, yooran0111@hri.co.kr)

Executive Summary

□ 원/달러 환율 1,100원 붕괴 배경과 시사점

- 現, 한국경제가 감내할 수 있는 환율 수준 1,184원

■ 개 요

최근 달러가치 상승에도 불구하고 원/달러 환율이 하락세를 보이고 있다. 또한 해외 수출시장에서 경쟁이 치열한 일본, 중국 등의 달러대비 통화가치 절상률(2017년 초 대비)은 원화의 달러대비 절상률에 비해 낮은 수준으로 주요 경쟁국에 비해 원화의 통화가치 상승 정도가 높은 수준이다. 이에 따라 본 보고서에서는 주요 경쟁국 대비 원화 강세가 경제에 미치는 영향을 분석해보고자 한다.

■ 원/달러 환율 하락의 배경

최근 국내 경제 회복세, 경상수지 흑자 지속, 한중 관계 개선 등이 원화가치 상승을 견인하고 있다. 국내 경기가 수출 호조를 바탕으로 개선되고 있는 상황에서 최근 3분기 경제성장률이 예상치를 상회하는 성장을 보이며 견실한 성장세가 지속되고 있다. 2017년 들어 세계경제 회복세에 따른 국제 교역 증가 등으로 수출이 호조를 보이면서 경상수지 흑자가 지속되고 있어 국내 달러 유입이 증가하였다. 또한 2017년 들어 한국 증시도 호조세를 보이고, 외국인 투자 자금 유입도 순유입을 유지하며 원/달러 환율 하락에 기여하고 있다. 최근 에는 북한 리스크 완화, 한중 관계 개선 등 불안요인이 일정부분 해소되고, 경제성장세 지속에 따른 기준금리 인상 가능성이 높아진 점 등도 원화 강세 요인으로 작용하고 있다.

■ 환율 하락이 경제에 미치는 영향

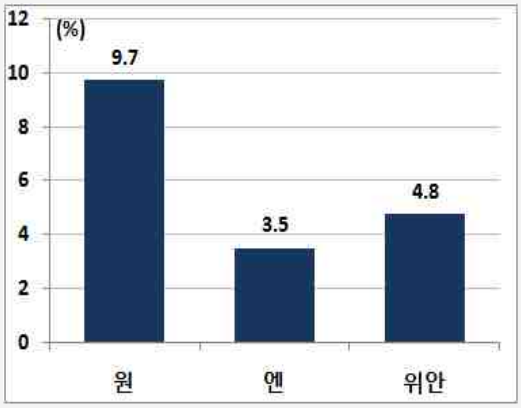
(긍정적 영향) 원/달러 환율 하락은 수입물가 하락으로 이어져 소비자물가 안정, 기업의 생산비용 절감 및 설비투자 확대 등 경제에 긍정적인 요인이 존재한다. 원/달러 환율 하락은 원화표시 수입 가격을 인하시켜 유류비 및 수입 소비재 품목 가격 인하로 소비자물가 안정에 기여한다. 기업 역시 수입 원자재 및 수입 중간재 가격 하락으로 인해 생산비용 부담이 감소하며, 설비투자 비용 부담이 완화되어 국내 설비투자 확대에 기여한다. 또한 해외자산의 매입 단가가 낮아지기 때문에 해외시장에 투자하는데 유리한 조건이 형성된다.

(부정적 영향) 그러나 원/달러 환율 하락은 수출 둔화, 수출 기업의 채산성 악화 등 경제에 부정적인 요인으로도 작용한다. 원화 강세로 인한 원/달러 환율 하락 시 수출 기업의 채산성이 악화될 우려가 존재한다. ① 불완전 수출가격 전가로 기업의 이윤 급감: 환율 변동이 수출가격에 전가되는 정도를 분석한 결과에서 환율의 수출가격 전가율의 추정치는 -0.19로 나타났다. 이는 원/달러 환율이 10%p 하락(원화가치 10%p 상승)하는 경우 수출가격은 1.9%p 증가하는 것으로 나머지 8.1%p 부분은 기업의 손실로 나타날 가능성이 높다.

② 수출가격 상승에 따른 가격경쟁력 저하: 원/달러 환율 하락 시 달러표시 수출가격의 상승으로 수출 시장에서 경쟁국 대비 가격경쟁력을 약화시켜 수출 감소로 이어질 가능성도 존재한다. 이에 따라 수출 감소 및 기업의 부가가치 급감으로 수출에 크게 의존하던 최근 경제 회복세에 악영향을 미칠 우려가 존재한다.

(균형환율추정) 2017년 11월 평균 원/달러 환율인 1,116원은 균형환율 1,184원 대비 약 5.7% 정도 고평가된 것으로 나타난다. 이는 한국 경제의 현재 수준 대내외 여건을 감안했을 때 산업과 기업이 감내할 수 있는 환율 수준인 1,184원보다 원/달러 환율이 과도하게 고평가되어 있음을 의미한다. 따라서 이러한 고평가 추세가 장기화될 경우 한국 경제에 큰 어려움을 줄 것으로 판단된다.

< 달러 대비 절상률 >



< 원/달러 환율과 균형환율 간 괴리율 >

자료 : 한국은행, Bloomberg, 현대경제연구원 추정치.
주 : 2017년 초 대비 절상률.

■ 시사점

최근 원화 가치 강세 요인들이 누적되어 원/달러 환율 하락이 지속되면서 경기 회복세에 부정적인 영향을 미칠 우려가 존재한다. 이런 우려를 해소하기 위해서는 첫째, 원/달러 환율의 급락을 방지하기 위한 미세조정을 포함한 시장 안정화 대책이 필요한 시점이다. **둘째,** 원화 강세 시점을 기회로 자본재 투자, 해외 투자 확대 등을 통해 미래 성장 동력을 확보할 필요가 있다. **셋째,** 중장기적으로 우리나라 수출 기업의 제품 특화, 품질 향상 등 비가격경쟁력 제고에 주력해야 한다.

1. 개요

○ 최근 달러가치 상승에도 불구하고 원/달러 환율이 하락세를 보이고 있으며, 주요 수출 경쟁국인 일본, 중국에 비해 달러대비 원화 절상률이 높은 수준

- 2017년 들어 원/달러 환율은 달러화의 약세 및 원화 강세 등의 영향으로 지속적으로 하락하는 모습
  - · 2017년 초에 나타난 원/달러 환율 하락은 대부분 달러가치 하락에 기인하는 것으로 판단됨
  - · 그러나 2017년 9월 이후 달러인덱스가 상승세로 반전하면서 주요국 통화대비 달러가치가 상승하는 추세를 보임
  - · 한편 달러가치 상승 시 달러화 대비 기타 통화 가치는 약세를 보이는 것이 일반적이나, 최근 원화가치는 강세를 유지하며 원/달러 환율은 하락세임

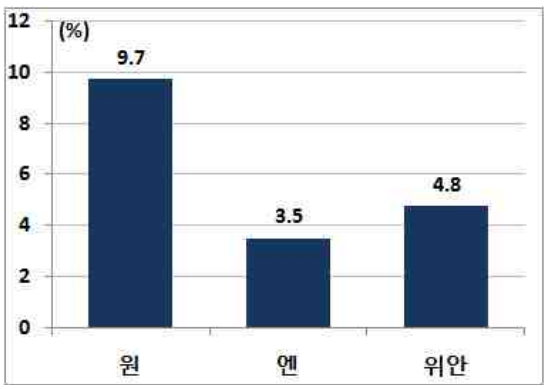
- 또한 해외 수출시장에서 경쟁이 치열한 일본, 중국 등의 달러 대비 절상률은 원화의 달러대비 절상률에 비해 낮은 수준
  - · 2017년 초 기준 현재까지 미국 달러화 대비 원화가치 절상률은 9.7%로 올해 들어 달러대비 원화가치 상승이 가파른 모습을 보임
  - · 일본 엔, 중국 위안의 경우 달러 대비 통화가치가 각각 3.5%, 4.8% 절상됨에 따라 주요 경쟁국 대비 원화의 통화가치 상승 정도가 높은 수준임

- 이에 따라 본 보고서에서는 주요 경쟁국 대비 원화 강세가 경제에 미치는 영향을 분석해보고자 함

< 최근 환율 추이 >

자료 : 한국은행, Bloomberg.

< 달러 대비 절상률 >



자료 : 한국은행, Bloomberg.
주 : 2017년 초 대비 절상률.

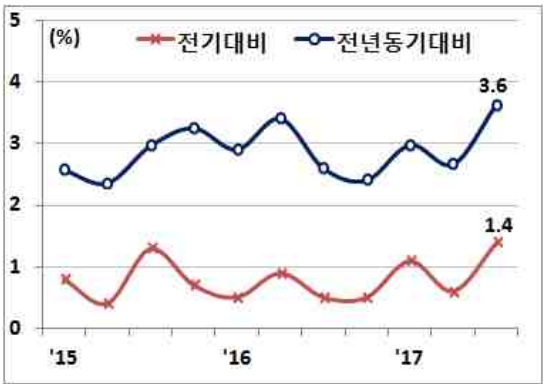
2. 원/달러 환율 하락의 배경

○ 최근 국내 경제 회복세, 경상수지 흑자 지속, 정치적 리스크 완화 등이 원화 가치 상승을 견인

- 국내 경기가 수출 호조를 바탕으로 개선되고 있는 상황에서 최근 3분기 경제성장률이 예상치를 상회하는 성장을 보이며 견실한 성장세 지속
  - 2016년 말부터 경제성장률이 상승세를 보이며 경기가 회복 흐름을 보임
  - 2017년 3분기 경제성장률이 전년동기대비 3.6%, 전기대비 1.4%로 시장의 예상치를 크게 상회하는 깜짝 성장을 보여 최근 경기가 호조세를 보임
  - 경기 상황이 좋아짐에 따라 최근 통화정책 완화 기조를 유지해 오던 한국은행의 금리인상 가능성이 높아졌다는 점도 원화가치 상승에 영향을 미침

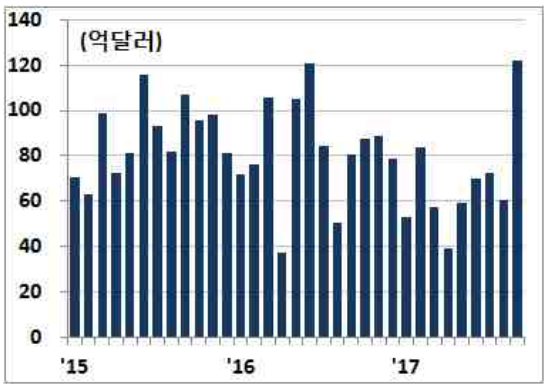
- 2017년 들어 세계 경제 회복세에 따른 국제 교역 증가 등으로 수출이 호조를 보이면서 경상수지 흑자 지속
  - 2015~2016년 간 교역 규모가 감소하는 모습을 보였으나, 2017년 들어 세계 경제 회복으로 교역 규모가 증가하고 있음
  - 한편 경상수지는 2015년 하반기 이후 흑자가 감소하는 추세를 보였으나, 2017년 9월 경상수지가 큰 폭으로 증가함[1)]
  - 경상수지 흑자가 지속됨에 따라 국내로 달러 유입이 증가하면서 원화가치 상승에 영향을 미침

< 실질 GDP 증가율 추이 >



자료 : 한국은행.

< 경상수지 추이 >



자료 : 한국은행.

1) 우리나라의 경상수지 흑자는 2012년 2월 이후 지속되고 있으며, 2017년엔 약 122억 달러를 기록하여 2015~2017년 기간 중 최고치를 기록함.

- **2017년 들어 한국 증시가 호조세를 보이고 있으며, 외국인 투자 자금 유입도 순유입을 유지**
  - 코스피와 코스닥 지수는 2017년 11월 15일 현재 각각 2,518p, 768p를 기록하여 2017년 초 대비 20%를 상회하는 증가율을 기록함
  - 또한 2017년 9월까지 외국인 투자 자금도 주식시장에서 약 6조 5천억 원, 채권시장에서 약 11조 4천억 원 순유입이 발생함에 따라 원/달러 환율 하락에 영향을 미침[2)]

- **북한 리스크 완화, 한중 관계 개선 등 한국의 정치적, 지정학적 리스크 요인이 완화되며 불안요인이 일정부분 해소**
  - 지난 9월 15일 중장거리탄도미사일(IRBM) 화성-12형 발사이후 북한의 군사적 도발은 중단된 상황이며, 이에 따라 금융시장 내 북한 리스크도 차츰 완화되는 모습을 보임
  - 또한 한중 간 정상회담과 중국의 국내 관광 재개, 통화스와프 연장 등으로 한중 간 관계가 개선되는 모습을 보임에 따라 대외 불안요인이 일정부분 해소

- **미국의 금리인상 등으로 일부 신흥국의 거시건전성 악화가 우려되는 상황에서 한국의 경제여건은 상대적으로 양호**
  - 주요 신흥국으로의 자금 흐름을 살펴보면, 최근 한국만 외국인 투자자금의 순유입 규모가 상대적으로 큰 것으로 판단됨

< 외국인 투자 순매수 추이 >

자료 : 금융감독원.

< 외국인 주식투자 순매수 추이 >

(단위: 백만 달러)

국가	'16년	'17년		
			9월	10월
한국	10,480	8,947	-981	2,713
인도	2,903	5,811	-1,656	304
대만	10,956	8,560	-1,910	1,724
인도네시아	1,259	-1,265	-844	-459
필리핀	83	1,068	570	2
태국	2,240	60	211	-220
베트남	-345	632	-10	7

자료 : Bloomberg, 국제금융센터.
주 : 2017년 10월 기준.

2) 2017년 8~9월 외국인 투자는 북핵 리스크, 사드 갈등 고조 등으로 순유출을 기록하였으나, 10월 잠정치에 따르면 큰 폭의 유입으로 개선된 것으로 파악됨.

3. 환율 하락이 경제에 미치는 영향

○ (긍정적 영향) 원/달러 환율 하락은 소비자물가 안정 및 기업의 생산비용 절감, 설비투자 확대, 해외투자 유인 증가 등에 긍정적으로 기여

- 원/달러 환율 하락은 원화기준 수입물가를 하락시켜 소비자물가 안정에 기여

· 원/달러 환율 하락은 환율에 크게 영향을 받는 유류비 및 수입 원자재 등 수입품목의 가격을 인하시킴

· 환율 효과로 인한 수입물가 하락은 국내 소비자물가 안정에 기여

- 원자재 가격 및 수입 자본재 가격 하락으로 기업의 생산비용 절감 및 설비투자 확대에 기여

· 원/달러 환율 하락은 국제유가 등 원자재 가격 하락 및 수입 중간재 하락으로 이어져 기업의 생산비용 부담을 완화시킴

· 또한 환율 효과로 자본재 중 비중이 높은 수입 자본재 가격이 하락함에 따라 기업의 설비투자 비용 부담이 완화되어 국내 설비투자 확대에 기여

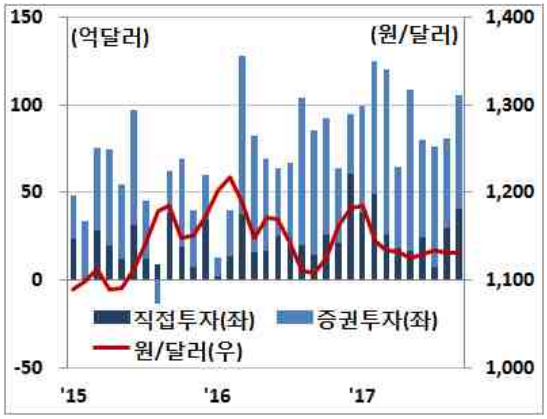
- 환율 하락으로 원화 가치가 높아짐에 따라 해외투자 유인이 증가

· 원/달러 환율 하락은 달러 기준 원화가치가 높아진 것으로, 달러 기준으로 해외 시장에 투자하는 데 유리한 조건임에 따라 해외투자 유인이 증가

< 소비자 및 수입물가 상승률 >

자료 : 한국은행.
주 : 전년동월대비 증가율.

< 환율과 해외투자 추이 >



자료 : 한국은행.

○ (부정적 영향) 원/달러 환율 하락은 수출 기업의 채산성 악화, 수출 둔화로 인한 경제성장 둔화 등으로 경제에 부정적 영향

- 원/달러 환율 하락에도 수출가격을 환율 변동만큼 인상하지 못하는 것으로 분석되어, 환율 하락시 수출 기업의 채산성이 악화될 우려가 존재
  - 원/달러 환율의 변동이 수출가격에 전가되는 정도를 분석한 결과 환율의 수출가격 전가율은 -0.19로, 원/달러 환율이 10%p 하락하는 경우 수출가격 증가율은 1.9%p만 상승하는 것으로 나타남[3)]
  - 원/달러 환율 하락시 환율 하락만큼 달러표시 수출가격을 충분히 인상하지 못함에 따라 원화표시 수출액이 하락하여 수출 기업의 채산성이 악화됨

- 원/달러 환율 하락으로 인해 수출 가격경쟁력이 약화될 경우 수출 감소로 이어질 가능성이 존재
  - 원화 강세로 원/달러 환율이 하락하는 경우 경쟁국 대비 수출 가격경쟁력이 약화될 가능성이 높으며, 이 경우 수출 감소로 이어짐
  - 수출 증가율 감소는 경제성장률에 대한 수출의 기여도 감소로 이어져 수출 감소시 경제성장 둔화 가능성이 있음
  - 특히 최근 경제 회복에 수출 호조가 크게 기여하였는데, 원/달러 환율 하락이 지속될 경우 수출 감소로 경제 회복세가 둔화될 우려가 존재

< 환율의 수출 가격 전가율 추정 >

	계수
원/달러 환율	-0.191*** (0.029)
엔/달러 환율	-0.003 (0.004)
세계수입단가지수	0.245*** (0.048)
생산자물가지수	1.096*** (0.135)
금융위기 더미	-0.010 (0.004)

자료 : 현대경제연구원.
주 : *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1., 괄호 안은 표준오차를 의미함.

< GDP 성장률에 대한 기여도 >

자료 : 한국은행.

3) 자세한 분석방법은 별첨 참조.

<참고> 원/달러 환율의 균형환율과의 괴리율[4]

- 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 경제기초변수로는 대내외 실질금리차, 상대적 교역조건, 교역재와 비교역재 간 생산성 차이, 순해외자산, 리스크 프리미엄 등을 설명변수로 고려
  - 추정에 사용된 시계열 자료는 2002년 1분기에서 2017년 3분기까지 원/달러 환율, 한미간 금리 스프레드, 상품교역조건 지수, 한미간 상대적 서비스물가, 순해외자산, 한국 외화채권 5년물 CDS 프리미엄

$$\ln er_t = \alpha + \beta_1 rint_t + \beta_2 \ln tot_t + \beta_3 \ln tnt_t + \beta_4 nfa_t + \beta_5 rp_t + e_t$$

단, $\ln er_t$는 실질환율의 자연로그값, $rint_t$는 대내외 실질금리차, $\ln tot_t$는 상대적 교역조건의 자연로그값, $\ln tnt_t$는 비교역재 상대가격의 자연로그값, nfa_t는 순해외자산, rp_t는 한국 CDS 프리미엄, e_t는 오차항

- 원/달러 환율과 추정된 행태균형환율과 비교해 본 결과 2017년 11월 평균 원/달러 환율인 1,116.0원은 균형환율인 1,183.9원 대비 약 5.7% 정도 고평가된 것으로 나타남[5]
  - 다만, 최근 10월 이후 외국인 순투자와 경상수지 흑자로 인한 국내 달러 유입을 반영하지 못함
  - 이를 감안할 경우 11월 균형환율은 3분기 균형환율보다 낮은 수준일 것으로 예상되어 괴리율은 다소 축소될 것으로 판단됨

4) 자세한 내용은 현대경제연구원(2016), "최근 원/달러 환율 동향 및 균형환율 추정", 현안과제를 참조.
5) 2017년 11월 균형환율 수준은 3분기와 동일하다고 가정.

< 원/달러 환율과 균형환율 간 괴리율 추이 >

자료 : 현대경제연구원.
주 : 괴리율(%) = (실제환율/균형환율-1) × 100.

3. 시사점

○ **(종합정리) 최근 한국 경제의 원화 가치 강세 요인들이 누적되어 원/달러 환율 하락이 지속되면서 경기 회복세에 부정적인 영향을 미칠 우려가 존재**

- 최근 경기 회복에 따른 국내 경제의 낙관적 기대와 한국은행의 금리인상 가능성 등 국내외 경제 여건 상 단기적으로 원화 가치가 과거에 비해 높은 수준을 유지할 가능성이 커짐

- 다만, 한국 경제가 상시 가지고 있는 북한 리스크와 국제유가의 추가 상승 가능성, 한미 간 기준금리 인상 속도 차이 등으로 인해 중장기적으로 원화는 약세로 돌아설 가능성도 상존

첫째, 원/달러 환율을 급락을 방지하기 위한 미세조정을 포함한 시장 안정화 대책이 필요한 시점이다.

- 달러화가 강세를 보임에 따라 우리나라와 수출 경쟁국 통화의 달러대비 가치는 하락하는 모습을 보임에도 불구하고, 최근 원화 가치는 상승세를 유지

- 적극적인 미세조정 등을 통해 외환시장에서 국내 경제로 파생되는 불확실성을 줄이고 국내 경제의 안정화를 도모할 필요
  · 미세조정을 통해 원화 가치 급등의 속도 조절을 함으로써 국내 경제주체들에게 체감하는 외환시장 불확실성을 줄일 필요가 있음

둘째, 원화 강세 시점을 기회로 자본재 투자, 해외 투자 확대 등을 통해 미래 성장 동력을 확보할 필요가 있다.

- 국내 설비투자에서 수입자본재가 차지하는 비중이 높은 만큼 원화 강세 시점에 적극적인 설비 도입을 통해 향후 성장 동력을 확보가 가능한 시점

- 또한 원화 강세는 해외자산의 매입 단가를 낮춰주기 때문에 해외자산 매입을 통해 해외시장 진출 거점 마련이 가능한 시점

셋째, 중장기적으로 우리나라 수출기업의 제품 특화, 품질 향상 등 비가격경쟁력 제고에 주력해야 한다.

- 환율의 수출 가격 전가율이 상당히 낮은 수준인 것으로 분석되어, 원/달러 환율 하락으로 인한 수출기업의 채산성 및 수익성 악화 가능성이 높음
  · 수출경합도가 높은 산업의 글로벌 수출시장에서 국내기업이 가격을 설정할 수 없는 상황이기 때문에 환율로 인한 수출가격 하락 리스크를 대부분 수출기업이 감수하는 것으로 판단됨

- 이에 따라 국내 기업의 수출경쟁력 확보를 위해 수출경합도가 높은 산업을 중심으로 R&D를 통한 적극적 기술개발, 품질 향상 그리고 브랜드 가치 제고 등이 요구되는 상황임 HRI

신 유 란 연 구 원 (2072-6240, yooran0111@hri.co.kr)
오 준 범 선 임 연 구 원 (2072-6247, jboh19@hri.co.kr)

【별 첨】 환율의 가격 전가율 분석 방법

① 분석방법

- 수출 시장에서 가격 경쟁력을 유지하기 위해서는 원/달러 환율이 하락하는 경우 환율 변화만큼 달러표시 수출가격을 인상하기 어려움
- 이에 따라 환율의 수출가격 전가율이 낮을 것으로 예상되며, 이 경우 수출기업의 채산성이 악화될 가능성이 높음
- 2000년 1월부터 2017년 4월까지 월별자료를 이용하였으며, 계절조정이 필요한 경우 X-12 ARIMA 방식을 이용하여 계절조정 하였음
- 종속변수로는 달러표시 수출물가지수를, 설명변수로는 원/달러 환율, 엔/달러 환율, 세계 수입단가지수(달러표시), 생산자물가지수를 이용[6)]
- 단위근 검정 결과 대부분의 변수에서 단위근이 존재하여 시계열이 비정상성(non-stationary)을 보이고 설명변수와 종속변수간 공적분 관계에 있음을 감안하여 오차수정모형(Error correction model)을 이용

② 모형

- $$\triangle \ln p_\exp_t = \alpha + \beta_1 \triangle \ln exr_wd_t + \beta_2 \triangle \ln exr_yd_t + \beta_3 \triangle \ln p_imp_w_t + \beta_4 \triangle \ln ppi_t + \beta_5 d_crisis + \gamma ect_{t-1}$$

- p_exp: 수출물가지수, exr_wd: 원/달러 환율, exr_yd: 엔/달러 환율,
- p_imp_w: 세계 수입단가지수, ppi: 생산자물가지수,
- d_crisis: 금융위기 더미, ect: 오차수정항

6) 최영일 외(2009)「환율변동이 상품 및 서비스 교역에 미치는 영향」등을 참고하여 변수를 설정하였으며, 엔/달러 환율 및 세계 수입단가지수는 경쟁국가의 수출가격에 대응되는 지표이며, 생산자물가지수는 기업의 원가부담에 따른 가격변동을 컨트롤 하기 위한 변수임.

③ 분석결과

< 환율의 수출 가격 전가율 추정 결과 >

	계수
상수항	0.009 (0.019)
원/달러 환율	-0.191*** (0.029)
엔/달러 환율	-0.003 (0.004)
세계수입단가지수	0.245*** (0.048)
생산자물가지수	1.096*** (0.135)
금융위기 더미	-0.010 (0.004)
오차수정항	-0.069*** (0.012)

자료 : 현대경제연구원.
주 : *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1., 괄호안은 표준오차를 의미함.