



원화 환율의 적정성 평가와 정책 과제

유병규 / 현대경제사회연구원, 경제학
민주홍 / 현대경제사회연구원, 경제학

원화의 對美 달러화 환율은 국내 경상 수지 적자와 외채가 크게 누적되고 있는 가운데 가파른 절상세가 지속되고 있을 뿐만 아니라 환율의 변동성마저 커지고 있다. 이에 따라 원화 對美 달러화 환율 수준은 국내 경제 능력보다 과대 평가되어 있다. 이러한 현상들은 국내 경제에 기업의 환차손 증대, 경상 수지 적자 누적, 수출 채산성 악화, 단기 투기성 자금의 유입 확대 등의 문제를 발생시킨다. 이러한 문제점들을 해소하면서 국내 거시 경제를 안정적으로 운영하기 위해서는 원화 환율 결정 방식의 개선, 원화 환율의 적정 수준 유지, 환율변동보험제도 실시, 외환 시장의 선진화 등의 정책을 실시해야 할 것으로 보인다.

■ 머리말

원화 환율 추이가 올해에 들어서 이전과 다른 양상을 띠고 있다. 對美 달러화에 대한 원화 환율의 절상 추세가 이어지면서 변동폭이 커지고 있는 것이다. 환율은 한 나라의 통화 가치를 대외적으로 나타내는 것으로 무역 거래의 결제 기준이 된다. 따라서 환율은 그 나라의 경제 실정을 제대로 반영한 적정 수준에서 안정적으로 운용되어야 한다. 이럴 때만이 경제 주체들이 대외 거래상의 어려움을 겪지 않게 되고 더 나아가 국내 거시 경제 운영의 안정성도 확보할 수 있게 된다. 이 글에서는 최근에 나타나고 있는 원화 환율 추이의 특징과 환율 수준의 적정성을 평가해 본 다음에, 원화 환율 추이에 의해

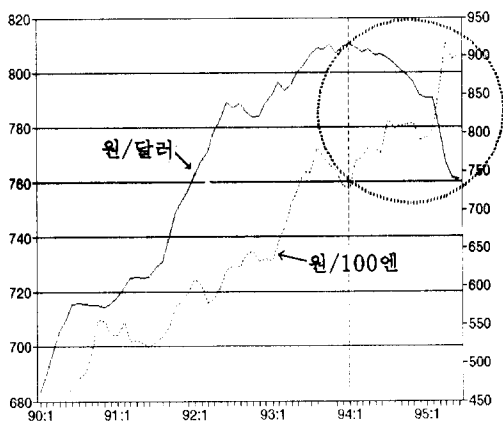
파생되는 문제점들을 적시하고 이러한 문제점들을 완화할 수 있는 정책 대안을 제시해 보자 한다.

■ 변동폭이 커지는 원화 환율 추이

최근에 나타나고 있는 원화 환율 추이의 특징은 두 가지로 대별할 수 있다. 첫째는 원화 환율이 美달러화에 대해서는 빠른 절상세가 이어지고 있는 반면, 엔화에 대해서는 큰 폭의 절하세가 지속되고 있는 점이다. 원화의 美달러화와 엔화에 대한 환율이 90년부터 93년 말까지는 동일한 절하 추세를 나타냈으나, 94년 이후에는 서로 상반된 방향으로 움직이고 있는 것이다. 원화의 對美 달러화 환율은 94년 초부

터 절상되기 시작하여 95년에 들어서 절상폭이 더욱 커졌다. 이에 따라 95년 7월 20일 현재 달러당 원화 환율은 756.9 원으로 93년 말의 808.1 원에 비해 6.8%가 절상되었다. 이에 반해 90년대 초부터 절하되기 시작한 원화의 對엔화 환율은 최근에 들어서 절하세가 더욱 가파라졌다. 그 결과 원화의 對엔화 환율은 95년 7월 20일 현재 100 엔당 868.0 원으로 93년 말의 722.49 원 대비 20.1%가 절하되었다.

<그림 1> 對美 달러화와 對엔화 환율 추이
(원/달러) (원/100엔)



원화 환율 추이의 또 다른 특징은 원화 환율의 변동폭이 이전보다 크게 확대되고 있는 점이다. 95년에 들어서 원화 對美달러화 환율의

변동률은 94년에 비해 두 배 이상 증가하였다. 94년에 원화의 對美달러화 환율은 전월대비로 최대 0.6%의 변동률을 나타냈으나 95년에 들어서는 6월까지 최대 1.6%의 변동률을 기록하였다. 특히, 95년 원화 對美달러화 환율의 일간 최대 변동률은 0.53%로 이 때의 원화 對美달러화 환율의 하루 변동폭은 45 원이었다.

원화 對 엔화 환율의 변동률은 美달러화에 대한 것보다 더욱 크다. 94년 원화 對 엔화 환율의 최대 월간 변동률은 5.6%로 對美달러화 변동률보다 컸는데, 95년에 들어서는 변동률이 6.9%로 94년보다 더 커졌다. 더욱이 95년 원화 對 엔화 환율의 최대 일간 변동률은 3.3%로 이를 기준으로 한 원화 對 엔화 환율의 일간 변동폭은 28.5 원에 달한다.

■ 원화 환율의 적정성 평가

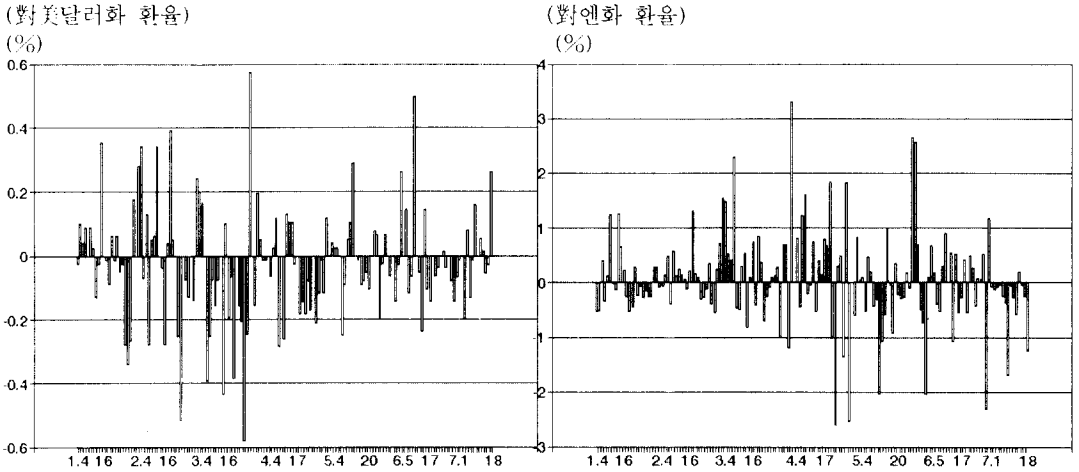
환율이 국가간 통화의 교환 비율이라는 점을 감안할 때, 환율의 적정성 평가는 통화의 교환 비율이 각국의 경제 사정에 맞게 정하여졌는가를 분석하는 것이라고 할 수 있다. 적정성 평가 방법으로는 일반적으로 ① 구매력 평가에 의한 방식, ② 기조 수지에 근거한 방법, ③ 환율 결

<표 1> 원화 환율의 월간 변동률 추이

	1994년												1995년					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6
원/US\$	0.1	-0.2	-0.2	0.1	-0.3	0.0	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.6	-0.2	0.0	-1.5	-1.4	-0.8	0.0
원/100엔	-0.5	5.0	0.5	1.9	-0.5	-0.4	5.6	-1.5	0.6	0.2	0.2	-2.7	0.2	1.6	6.8	6.9	-2.5	0.6

주: 월평균 환율을 사용한 전월대비 변동률(%)임. -는 절상시, +는 절하시의 변동률을 의미함.

<그림 2> 원화 환율의 일간 변동률 추이



정 구조 모형에 기초한 방식 등이 활용된다. 여기에서는 원貨의 對美달러화 환율에 대해서는 ①과 ②의 방식에 의해, 그리고 對엔화 환율에 대해서는 ①의 방식에 의해 적정성 여부를 평가하였다.

**실질실효환율상 원화 對 美달러화 환율은
저평가 추세**

구매력 평가 방식은 적정 균형 환율이 각국 화폐의 구매력 비율에 의해 결정된다는 원리에 입각한 것이다. 화폐의 구매력은 물가의 역수로 나타낼 수 있으므로 이 방식에 의한 적정 균형 환율은 물가 변동 비율을 감안한 환율 수준에 의해 결정된다. 구매력 평가 방식에 의한 적정 균형 환율은 실질실효환율 지수, 실질환율 지수 등을 도출하여 이를 기준으로 산정한다. 실질실효환율은 주요 교역 상대국의 환율 변

화와 물가 변동을 감안한 자국의 환율 변동 상태를 보여준다. 따라서 실질실효환율은 통상적으로 명목실효환율¹⁾ 상대 물가(국내 물가 지수/교역 상대국의 가중 평균된 물가 지수)로 나누어줌으로써 산정한다.²⁾ 여기에서 각 시점

1) 명목실효환율이란 주요 교역 상대국 통화에 대한 원화 환율을 가중 평균한 것으로서 이 때의 가중치는 교역량에 비례하여 정하는 것이 상례임. 본 보고서에서 대상으로한 교역 대상국들은 미국·일본·독일·영국·프랑스·캐나다·싱가폴·홍콩·대만이며 각 국별 가중치는 각각 0.353·0.326·0.079·0.029·0.024·0.028·0.049·0.073·0.038임. 이의 결정식은 다음처럼 정해짐.

$$NEER_t = ER_t^k \times \sum w_i IER_t^i \quad (ER_t^k = t\text{기의 美달러화에 대한 자국 통화 표시 원화 환율, } w_i = i\text{국에 대한 가중치, } IER_t^i = t\text{기 } i\text{국 통화의 美달러화 표시 환율 지수.}$$

2) 이의 산정식은 다음과 같음.

$$REER_t = NEER_t \times (\sum w_i P_t^i) / P_t^k$$

($REER_t$ = 실질실효환율, $NEER_t$ = t기 명목실효환율, P_t^k = t기의 우리나라 생산자 물가 지수, w_i = 각국별 가중치, P_t^i = t기의 i국 생산자 물가 지수). 이를 지수화하기 위해 본 보고서

의 실질실효환율을 기준 시점의 실질실효환율로 나누어 지수화하면 원화의 종합적인 대외 가치 변동을 알 수 있게 된다. 가장 최근에 국내 경상 수지가 균형을 이루었던 93년 7월부터 94년 6월까지를 기준으로 할 때, 95년 1, 2, 3월의 실질실효환율 지수가 100.0, 100.7, 102.6을 기록함으로써 원화 환율이 저평가 되는 추세에

있는 것으로 나타난다. 이는 美달러화에 대한 원화 환율이 그동안 지속적으로 절상되고 95년에 들어서의 국내 생산자 물가 상승률이 교역 상대국보다 높음에도 불구하고, 일본 엔화 등 주요 교역 상대국의 美달러화에 대한 절상률이 원화 환율보다 크기 때문인 것으로 분석된다.

그러나 95년 3월의 실질실효환율 지수를 기준으로 했을 때 원화 對 美달러화 환율의 적정 수준이 달러당 768.1 원이 됨을 감안할 때, 7월 20일 현재의 750 원대 원화 환율 수준은 지나치게 고평가된 것으로 판단할 수 있다.

<표 2> 원화의 실질실효환율 지수 추이

	실질실효환율지수	
	89기준	93기준
1988	109.02	88.71
1989	99.48	80.94
1990	104.34	84.90
1991	106.76	86.87
1992	115.22	93.75
1993	121.35	98.74
1994	123.95	100.85
94.7	126.65	103.05
94.8	125.03	101.73
94.9	125.48	102.10
94.10	125.45	102.07
94.11	125.40	102.03
94.12	122.93	100.03
95.1	122.95	100.04
95.2	123.80	100.73
95.3	126.11	102.61

주: 89기준은 89. 7.~90. 6. = 100을, 93기준은 93. 7.~94. 6. = 100을 의미함.

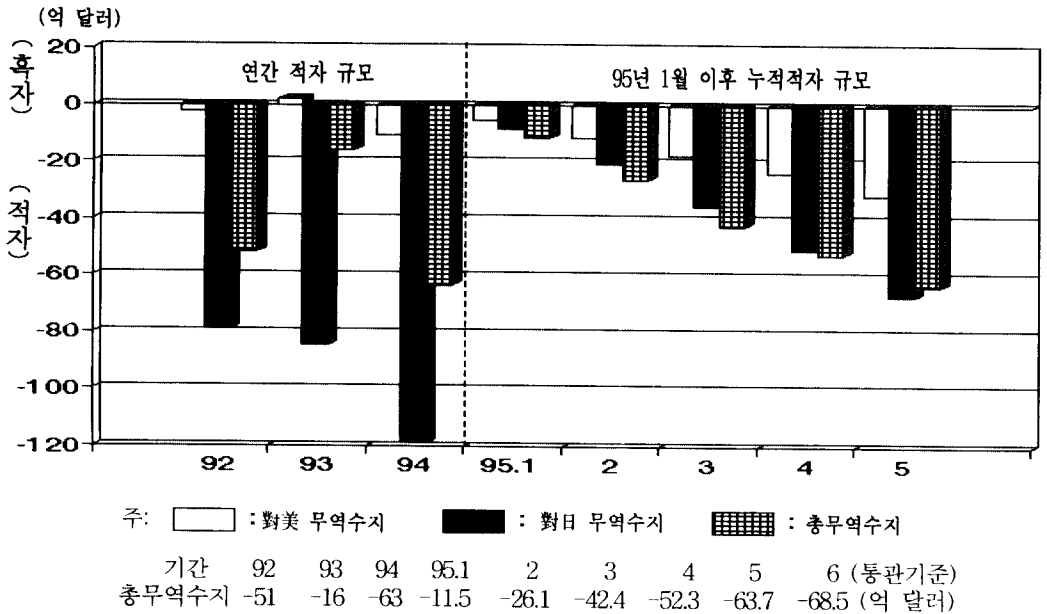
에서는 기준 연도로 89년 7월부터 90년 6월까지 그리고 93년 7월부터 94년 6월까지의 두 경우를 활용하였음. 실질실효환율지수가 100을 기준으로 하여 이보다 낮으면 원화 환율 수준이 고평가, 높으면 저평가된 것으로 판단함.

실질환율상으로는 고평가되어 있는 원화 對 美달러화 환율³⁾

그러나 실질환율 지수상 원화의 對美 달러화 환율은 93년 7월부터 94년 6월 기준으로 95년 4월 현재 96.8을 기록하여 3.2% 고평가되어 있는 것으로 나타난다. 이는 95년에 들어서 국내 생산자 물가 상승률이 미국의 생산자 물가 상승률보다 더 컸는데도 원화 對 美달러화 환율은 이를 무시하고 지속적으로 절상되었음을 의미한다. 이를 기준으로한 원화 對 美달러화 환율의 적정 환율은 달러당 792.1 원이다. 따라서

3) 실질 환율은 각국별 물가 변동을 감안한 환율의 의미함. 즉, 실질 환율 = $ER_t^i \times (WPI_t^k / WPI_t^i)$ (ER_t^i = t 기의 i 국 통화에 대한 원화 환율, WPI_t^k = t 기 한국의 생산자 물가 지수, WPI_t^i = t 기의 i 국 생산자 물가 지수). 이를 지수화하기 위한 기준 연도 역시 89년 7월부터 90년 6월까지와 93년 7월부터 94년 6월까지의 두 가지로 설정하였음.

<그림 3> 對美·對日·총무역수지 추이



790 원대 이하로 절상된 최근의 원화 對美 달러화 환율은 對美 교역 조건을 크게 불리하게 만들 것으로 분석된다

경상 수지 흑자를 이루기 위한 적정 환율은 807~810 원대

基調 收支 접근 방법에 의한 적정 환율 산정은 1970년대 IMF에 의해 개발된 것이다. 이 방법은 환율과 경상 수지와의 상관 관계를 중시한 것으로 여기서의 적정 환율이란 한 나라의 경제 구조 하에서 바람직한 경상 수지 또는 경제 구조를 지탱할 수 있는 경상 수지에 상응하는 환율을 의미한다. 예를 들어서, 외채가 누증하는 국가의 경우에는 일정 기간 동안 경상 수

지 흑자를 수반하는 환율이 적정 수준의 환율이 된다. 본 보고서에서는 경상 수지는 총저축률과 총투자율의 차이를 반영하는 점을 감안하여 이러한 차이를 메울 수 있는 환율 수준을 적정 수준으로 산정하였다. 즉, 우리나라의 총저축률과 총투자율의 차이는 94년 기준으로는 0.9% 포인트이고 90년부터 94년까지의 평균 기준으로는 1.3% 포인트이다. 이러한 저축률과 투자율의 차이를 메우기 위해 필요한 95년 경상 수지 흑자 규모는 36.8~49.2억 달러가 된다.¹⁾

그러나 94년 원화의 실질실효환율과 세계 경제 성장률 변화 효과를 감안했을 때 예상되는 95년의 경상 수지는 -25억 달러가 된다.²⁾ 따라서 국내 저축 부족을 메우기 위해 실제 요구되

1) <표 3>의 주; 2) 참조.

<표 3> 기초 수지에 의한 적정 환율 산출

(단위 : 억 달러)

94년 경상 수지(1)	실질실효환율 및 상대 소득 변동에 의한 경상 수지 증감 효과(2)	94년말 환율 기준 95년 경상 수지 추정(A) (A) = (1)+(2)	저축률과 투자율을 감안한 95년 경상 수지 추정(B)	(A)와 (B)를 동일케 하는 적정 환율 수준 (94년말 기준)
-47.8	+45.3	-2.5	+36.8~+49.2	2.4~3.1% 절하

주: 1) 실질실효환율 및 상대 소득 변동에 의한 경상 수지의 증감 효과는 다음과 같은 과정을 거쳐 계산됨. 첫째, 환율 변동이 수출에 미치는 영향을 1년이라 가정하고 94.1~94.12까지 실질실효환율상 원화 환율이 1.8% 포인트(93년 7월에서 94년 6월 기준) 절하된 점을 감안하여 이에 따르는 수출입의 증감률을 계산하여 경상 수지 변동 효과를 계산함. 즉, 환율 변동을 감안한 수출입 감소율은 원화 환율의 변동률×수출입 가격 탄성치를 통해 도출함. 여기서 사용된 수출입 가격 탄성치는 한국은행이 시산한 1.729와 0.160을 활용함. 둘째, 상대 소득 효과에 의한 수출입 증감률 계산은 세계 성장에 의한 수출 증감률과 국내 경제 성장에 의한 수입 증감률로 추정함. 여기서는 95년 세계 성장률이 3%, 국내 경제 성장률이 8%라고 가정했을 때의 수출입 변화율을 구함. 즉, 소득 변화를 감안한 수출입 변화율은 수출입 소득 탄성치 × 세계(국내) 경제 성장률을 통해 구함. 여기서는 수출입 소득 탄성치로 한국은행이 시산한 3.166과 1.307을 활용했음. 셋째, 양 수출 증감률 효과를 합하여 종합적인 수출입 증감 효과를 구해 이를 94년 수출입에 곱해줌으로써 95년 수출입 증감분을 산출해 95년 경상 수지 변동폭을 산출함.

2) 저축률과 투자율을 감안한 적정 경상 수지 산출은 90년부터 94년까지의 평균 저축률과 투자율 차이인 1.3% 포인트와 94년의 차이인 0.9% 포인트를 기준으로 시행함. 즉 이러한 저축률과 투자율의 차를 메우기 위해서 필요로 하는 경상 수지 흑자액은 국민 총생산 × 저축률과 투자율의 차가 됨.

3) 환율 변동과 상대 소득 효과를 감안한 95년 경상 수지 추정치와 저축률과 투자율 차이를 감안한 적정 경상 수지 사이에는 39.3~51.7억 달러의 차이가 있음. 이는 추가적인 수입 증가가 없다고 할 때 95년 수출이 94년 수출 대비 4.1~5.4%가 증가되어야 달성할 수 있는 것임. 이러한 수출 증가를 위한 환율 절하폭은 수출 증가율을 수출의 가격 탄성치로 나누어줌으로써 도출할 수 있음.

는 95년 경상 수지 흑자 규모는 39.3~51.7억 달러가 되어야 한다. 이를 95년에 수출 증가를 통해 달성하기 위해서는 원화 환율이 94년말 수준보다 2.4~3.1%가 절하되어야 한다.⁵⁾ 이를 기준으로 했을 때 적정 원화 환율은 달러당 807.6~813.1 원이 된다. 이같은 시산 결과는 최근의 원화 환율이 국내 투자의 높은 증가세와 이에 따른 큰 폭의 경상 수지 적자 상태를 무시한 채 절상되고 있음을 시사해 준다. 따라서 원화의 對美 달러화 환율이 향후 지속적으로 절상될 경우에 95년 국내 경상수지 적자폭은 예상보

다 더욱 확대될 가능성이 크다고 볼 수 있다.

크게 저평가되어 있는 실질환율상 원화 對 엔화 환율

원화의 對美 달러화 실질환율이 고평가되어 있는 반면 원화 對 엔화의 실질환율 지수 추이를 보면 95년 4월 현재 원화는 일본 엔화에 대해서 큰 폭으로 저평가되어 있는 것으로 분석된다. 이는 원화가 엔화에 대해서 韓日間 통화

5) <표 3>의 주: 3) 참조. 여기서 원화 환율의 절하가 수입에 미치는 효과는 수입 가격 탄성치가 수출 가격 탄성치보다 매우 작은 점을 감안하여 계산의 편의상 고려하지 않았음.

5) <표 3>의 주: 1) 참조.

의 구매력 변화분보다 더 큰 폭으로 절하되었음을 의미한다. 95년 4월 현재 원화는 89년 7월부터 90년 6월 기준으로 엔화에 대해 2 배 이상 저평가되어 있으며, 93년 7월부터 94년 6월 기준으로는 27% 이상 저평가되어 있다. 93. 7. ~94. 6. 기준으로 95년 4월 현재 실질환율 지수가 127.5인 점을 감안할 때 원화의 對엔화 환율은 100 엔당 712 원 내외가 적정 수준인 것으로 분석된다.

■ 경제 전반에 파급되는 부정적 효과

환차손 증대

원화 환율의 변동성 확대와 美달러화와 엔화에 대한 원화 가치의 상반성은 국내 경제 전반에 부정적인 영향을 미치게 된다. 첫째, 원화 환율의 변동성 심화에 의해 국내 기업들의 환차손이 커질 가능성이 높아진다. 우리나라 경상 외환 수급의 결제 통화 중 80% 내외가 美달러이며 그 나머지 대부분은 일본 엔화이다.

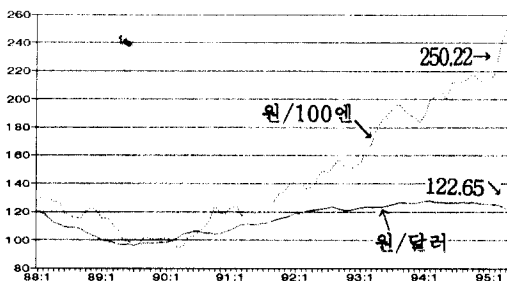
그런데 최근의 결제 통화 추이를 보면 원화 가치가 절상되고 있는 美달러화에 대해서는 支給 결제 통화 비중이 축소되고 收入 결제 통화 비중은 증가하는 데 비해, 원화 가치가 절하되고 있는 일본 엔화에 대해서는 그 반대 현상이 나타난다. 이러한 추세는 원화 환율이 절상될 경우에는 수입 결제 통화 비중이 작아지고 지급 결제 통화 비중은 커져야 환차익을 누리게 되고, 원화 환율이 절하되는 경우에는 그 반대가 되어야 환차익이 생기는 원리와 반대되는 현상이다. 이에 따라 최근의 美달러화와 엔화에 대한 원화의 상반된 환율 변동 추이는 결제 통화별 환차익보다는 환차손을 증대시키는 요인으로 작용하게 된다.

경상 수지 적자 누적

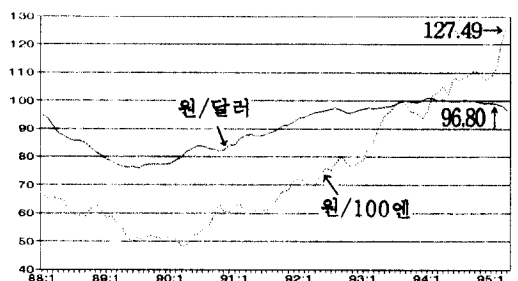
둘째, 원화 환율의 美달러화에 대한 절상과 엔화에 대한 절하 추세는 국내 무역 수지 적자 폭을 증대시키는 요인으로 작용한다. 우리나라의 對美 무역 수지는 93년에 2.1억 달러의 흑자

<그림 4> 원화의 통화별 실질환율 지수 추이

(89. 7. ~90. 6. 기준)



(93. 7. ~94. 6. 기준)



<표 4> 통화별 결제액과 비중 추이

(단위: 백만 달러)

	收 入		支 給	
	달러화	엔화	달러화	엔화
1990	53,189.2 (88.0)	4,701.1 (7.8)	47,898.0 (79.1)	7,673.8 (12.7)
1991	58,998.5 (88.2)	4,987.2 (7.5)	54,662.7 (78.1)	9,512.0 (13.6)
1992	63,913.1 (88.8)	4,500.7 (6.3)	53,730.1 (78.6)	9,280.0 (13.6)
1993	68,928.5 (89.0)	4,942.7 (6.4)	60,547.2 (79.3)	10,449.7 (13.7)
1994	81,666.7 (88.9)	5,890.6 (6.4)	69,935.5 (76.8)	13,358.6 (14.7)

자료: 한국은행, 「조사통계월보」, 1995. 5.
 주: ()은 전체 결제 통화에서 차지하는 비중(%)임.

를 기록했으나 이후 적자세로 재반전되었는데, 95년에 들어서는 적자폭이 지속적으로 확대되고 있다. 이러한 상황에서 나타나는 원화 對 美 달러화 환율의 절상세 지속은 수출 가격 경쟁력을 약화시켜 국내 무역 수지 적자폭을 더욱 확대시키는 요인으로 작용한다. 특히, 원화의 對엔화 환율 절하는 對日 수출을 늘려 對日 무역 수지 개선을 기대케 하나, 對日 수입품은 必須財이고 對日 수출품은 소비재이기 때문에 對엔화 환율 절하는 對日 수출 증가 효과보다 對日 수입가 상승 효과를 더 크게 해서 對日 역조를 오히려 더욱 심화시키는 요인으로 작용한다.

수출 채산성 악화

셋째, 원화의 對美 달러화 환율 절상과 對엔화 환율 절하는 국내 수출 기업들의 채산성 악화를 가중시키는 요인으로 작용한다. 이는 원화의 對美달러화 환율 절상은 원화 표시 국내 수출 단가를 하락시키고, 對엔화 환율 절하는

對日 수입 중간재 가격을 상승시키는 요인이기 때문이다. 원화 對 美달러화 환율이 10% 절상될 경우에 산업별 수출 채산성 악화율을 보면 환율 변동의 수출입 가격 전가율이 0인 경우에 섬유 및 가죽 산업의 채산성 악화율이 3.0%로 가장 높게 나타난다. 그 다음으로 전기·전자가 1.6%로 높고 정밀 기기와 금속 제품은 각각 1.3%의 채산성 악화가 이루어지는 것으로 분석된다. 한편, 환율 변동의 산업별 평균 수출 가격 전가도가 0.24라고 할 때도 섬유 및 가죽 산업의 채산성·악화율이 1.9%로 가장 높으며 금속 제품, 전기·전자 기기, 정밀 기기, 수송 기계 산업 순으로 채산성이 악화되는 것으로 나타난다. 또한 환율 변동의 수출 가격 전가도가 0.24인 경우의 100% 수출 기업을 대상으로 했을 때는, 수송 기계와 금속 제품의 채산성 악화율이 6.6%로 가장 컸으며 섬유 및 가죽, 일반 기계, 제 1차 금속, 정밀 기기, 화학 제품, 전기·전자 기기 순으로 채산성이 악화될 것으로 예상된다. 원화 對 엔화 환율의 절하는 對日 중

<표 5> 원화 절상에 의한 산업별 수출 채산성 변화

	수출 비중	수입 중간재 투입 비중	수출 채산성 악화율(%)		
			(A)	(B)	(C)
섬유 및 가죽	47	17	3.0	1.9	5.9
화학 제품	13	21	-0.7	-1.0	5.5
제 1차 금속	13	19	-0.5	-0.9	5.7
금속 제품	23	10	1.3	0.7	6.6
일반 기계	19	17	0.3	-0.2	5.9
전기·전자 기기	39	23	1.6	0.7	5.3
정밀 기기	32	19	1.3	0.6	5.7
수송 기계	15	10	0.5	0.1	6.6

자료: 현대경제사회연구원, "우리나라 수출 제조업의 가격 경쟁력 변화와 효과", 「기업경제」, 1995. 4.
 주: 1) 수출 채산성 악화율(%) = 원화 환율 변동률×{ 수출 비중×(1-수출 가격 전가도) - 총산출액에 대한 수입 중간재 투입 비중×(1-수입 가격 전가도) }
 2) 수출 채산성 악화율 중 (A)는 수출 가격 전가도가 0인 경우, (B)는 수출 가격 전가도가 0.24인 경우, (C)는 수출 가격 전가도가 0.24이고 100% 수출 기업인 경우임. 각 경우 모두 원화가 10% 절상 되었을 때의 수출 채산성 악화율임.
 3) 원화 절상에 의한 수출 물량과 외화 자산·부채의 변동은 고려하지 않았음.

간재 수입 비중이 큰 산업의 채산성 악화를 가중시키는 요인으로 작용한다. 對日 중간재 수입 비중이 큰 제 1차 금속 산업, 일반 기계 산업 등이 이에 해당할 것이다.

단기 투기성 자금의 유입 증대

넷째, 원화의 對美 달러화 환율이 급속히 절상됨에 따라 단기 거래 차익을 얻으려는 단기 투기성 자금의 유입이 증가한다. 원화의 對美 달러화 환율이 본격적으로 절상되기 시작한 94

년 하반기부터 단기 자본 수지 흑자 및 단기 무역 신용 규모가 증가하고 있다. 95년 3월 현재 단기 자본 수지는 13.4억 달러로 94년 3월의 5.0억 달러보다 2.7 배 증가하였으며, 단기 무역 신용은 95년 3월 현재 7.0억 달러로 전년 동월의 4.5억 달러에 비해 1.6 배 증대하였다.

정책 과제

최근에 나타나고 있는 원화 환율 추이의 문제점을 해소하고 경제 운용의 효율화를 기하기

<표 6> 단기 자본 거래 추이

(단위: 백만 달러)

	1994.7	8	9	10	11	12	1995.1	2	3
단기 자본 수지	-710.4	344.8	108.5	267.2	311.1	1434.8	255.8	918.9	1335.7
단기 무역 신용	95.7	-113.3	33.0	22.0	267.8	313.7	295.1	276.5	696.0

자료: 한국은행, 「조사통계월보」, 1995. 4.

위해서는 ① 국내 환율 결정 체계를 수정하고 ② 원화 환율을 적정 수준에서 유지·운용하는 한편, ③ 환율변동보험제도의 실시와 함께, ④ 외환 시장의 선진화를 이루는 것이 필요하다. 특히, 국내 경기의 순환 주기상 95년 하반기부터는 경기가 하강 국면에 들어설 것으로 예상되고 있는 점을 감안할 때, 수출 경쟁력의 확보를 통해 급격한 경기 하락을 방지하기 위해서는 원화 환율을 적정 수준에서 안정적으로 운용하는 것이 무엇보다 시급한 정책 과제라고 할 수 있다.

환율 결정 방식의 변경

美달러화와 엔화에 대한 원화 환율의 경제 상황과 배치되는 환율 결정을 시정하고 환율 변동폭의 급격한 확대를 완화하기 위해서는 현행 환율 결정 방식을 개선할 필요가 있다. 이를 시정하기 위해서는 먼저 엔화에 대한 원화 환율 결정에 엔화의 국내 수급 동향이 반영되도록 국내 환율 결정 체계가 변경되어야 한다. 이의 한 방안으로서는 엔화 환율도 국내 외환 시장에서 결정하는 방안을 고려해 볼 수 있다. 그러나 이 방법은 국제 외환 시장에서 결정된 엔화 환율 수준과 국내 엔화 환율 수준이 괴리되는 이중 환율 체계가 성립되어 환투기 등의 문제를 유발한다.⁷⁾ 따라서 이러한 문

제를 완화시키면서 원화의 對엔화 환율 결정에 엔화의 국내 수급 추이를 반영하기 위해서는 ① 국제 외환 시장과 국내 외환 시장에서 결정된 엔화 환율에 일정한 가중치를 두어 이의 합산을 통해 결정하는 방법, ② 엔화 거래를 당일 일정한 장소에서 일정한 시간에 중앙은행 참여 하에 실시하여 중앙은행이 국제 외환 시장에서 결정된 엔화 환율 수준을 감안하여 국내 엔화 환율 수준을 결정하는 방법 등을 고려해 볼 수 있다.⁸⁾ 한편, 원화의 對엔화 환율이 적정 수준을 크게 벗어나 국내 경상 수지적자 확대 및 물가 불안의 주요인으로 작용할 때는 일시에 환율 수준을 적정 수준으로 전환시키는 방법을 채택하는 것이 보다 효과적인 방법일 것이다.⁹⁾

또한 원화 환율의 급격한 변동을 완화하기 위해서는 시장평균환율 결정 체계 역시 개선할 여지가 있다. 이를 위한 방법으로는 ① 일주일 동안의 시장평균환율을 평균하여 기준 환율로 설정하는 방법, ② 전일자 거래 중 정상외로 볼

8조 제 3항 규정에 배치될 우려가 있음도 이의 시행에 앞서 감안해야 할 문제점임.

- 8) 이 방법은 일종의 「fixing제도」라고도 하는데 서독, 일본, 프랑스, 이탈리아에서 환율을 결정하는데 활용하고 있는 제도인 것으로 알려져 있음 (홍갑수, “시장평균환율제도 실시에 대한 검토”, 「금융경제연구」, 한국은행 금융경제연구실, 1990. 1.).
- 9) 이 방법의 유사한 예는 대만에서 찾아볼 수 있음. 대만은 1980년대 초에 대만의 경제 상태가 악화되는 상황에서 환율 수준이 적정 수준을 크게 벗어나자 일정 기간 동안 중심환율제를 중지하고 외환 거래 센터에서 외환 시장의 수급 사정을 감안하여 일시에 큰 폭으로 대만화의 가치를 절하시켰음(한국은행 조사제1부, 「대만의 중심 환율제도 운용 사례와 주요국의 외환 시장 개입 방식」, 1990. 3. 참조).

7) 원화의 對엔화 환율을 독자적으로 결정하는 것은 「IMF 8조국 의무」 즉, “어느 특정한 나라에 대해서 국제 환율 시세를 무시하고 환율을 차별적으로 정하는 것을 금지하고 있는” IMF 협정 제

수 있는 거래분(outlier)을 제거한 상태에서 시장평균환율을 고려하는 방법, ③ 「Fixing」제의 도입 등을 고려해 볼 수 있다.¹⁰⁾

원화 환율의 적정 수준 유지

원화의 對美 달러화 환율의 급격한 절상에 의한 국내 경제의 수출 경쟁력 약화와 채산성 악화 그리고 무역 수지 적자 누증을 막기 위해서는 원화 환율이 적정 수준 내에서 운용되어야 한다. 이를 위해서는 실질실효환율과 기초수지 기준과 같은 적정 환율 기준을 확립하여 이를 공표하고 이에 의해 결정되는 환율 수준 내에서 환율 운용이 이루어지도록 해야 할 것이다. 또한 외국환 평형 기금을 확대하여 원화 환율의 급변동을 조절할 수 있는 중앙은행의 환율 조정 능력을 증대시켜야 할 것이다. 특히, 앞으로 자본 시장의 개방폭이 확대됨에 따라 외환 시장의 교란 요인이 크게 증대할 것이므로 적정 환율 내 환율 운용의 중요성은 더욱 부각될 것이다. 따라서 국내 외국환 평형 기금을 미국과 같은 선진국 수준으로까지 증가시킬 필요가 있다. 예를 들어, 미국의 경우는 경상거래액의 2.2% 수준, 일본과 영국은 외환 보유고의 대부분을 외국환 평형 기금으로 활용하고 있다.

환율변동보험제도의 실시

급격한 환율 변동에 따르는 기업 활동의 위험성을 덜어주기 위해서는 환율변동보험제도를 실시하는 것도 필요하다. 특히 설비와 산업기계, 선박, 항공기, 통신 부문의 연불 수출 등과 같은 장기 계약에 대해서만이라도 이러한 제도가 채택되어 기업의 환위험 부담을 덜어주어야 할 것이다.

외환 시장의 선진화

자본 시장 개방 확대 및 자유변동환율제 실시에 대비한 외환 시장의 선진화 정책이 구체적으로 실현되어야 할 것이다. 우리나라의 자본 시장은 96년 OECD 가입 등을 통하여 급속히 개방될 것이다. 특히, 정부는 96~97년 사이에 국내환율제도를 시장평균환율제에서 자유변동환율제도로 이행할 계획으로 있다. 따라서 이러한 외환 시장의 환경 변화에 대응한 준비를 지금부터 구체적으로 수행해 나가야 한다. 이를 위해서는 먼저 전문 외환 브로커 양성을 통해 외환 시장의 하부 구조를 확충해야 한다. 나아가 외환 시장과 국내 금융 시장간의 연계성을 강화하는 한편, 국내 외환 시장에 스왑, 선물, 옵션과 같은 파생금융상품을 도입하여 기업 등 경제 주체들의 환율 변동 위험 회피 수단을 다양화시켜 주어야 할 것이다.♣

10) 홍갑수, 앞의 책.