

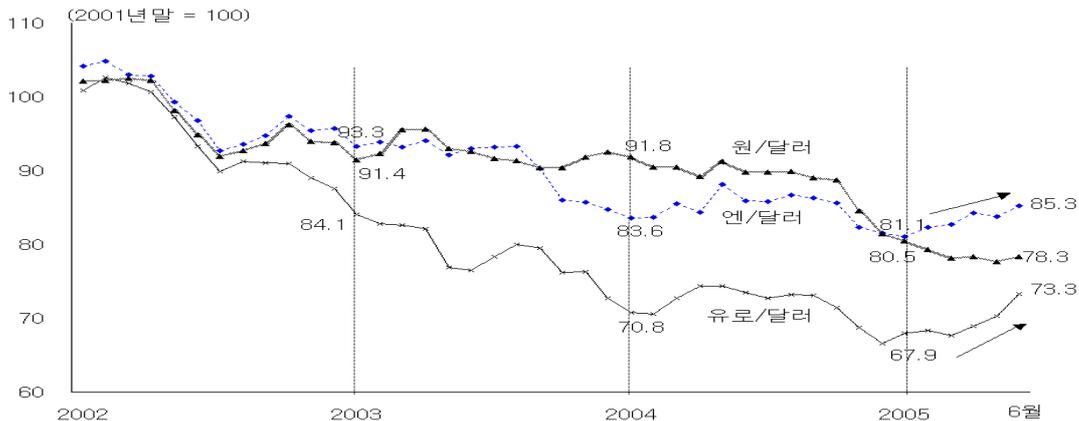
□ 최근 달러화, 왜 강세인가?

1. 최근 환율 동향

○ 달러화는 2002년 이후 주요국 통화에 대해 약세를 지속하였으나, 2005년에 들어서 강세로 전환됨

- 2005년 6월말 현재 달러화는 엔화 및 유로화에 대해 2004년 말 대비 7% 및 11% 가량 평가절상 되었으며, 영국 파운드, 스위스 프랑 등 주요국 통화에 대해서도 3%~5% 평가절상됨

< 글로벌 달러화 추이 >



자료 : 한국은행.

- 주 : 1) 달러화 가치는 엔화 및 유로화 뿐 아니라 영국 파운드, 호주 달러, 스위스 프랑 등 주요국 통화에 대해서도 대체로 위의 그림과 유사한 양상을 보였음
- 2) 2001년말의 달러화 가치를 100으로 환산하여 도출함 (월평균 기준환율 이용)

○ 글로벌 달러 강세가 뚜렷해짐에 따라 그 동안 하락세를 보이던 원/달러 환율도 5월 이후 상승세로 반전됨

- 원화 환율은 2005년 4월말 달러 당 1,000원 이하로 하락했다가 5월 이후 상승세로 반전되어 7월 4일 현재 달러 당 1,040원을 상향 돌파함
- 우리나라의 외환 시장은 유로나 엔화가 거래되는 해외 시장에 비해 규모가 매우 작기 때문에 원/달러 환율은 더 큰 폭으로 등락할 위험이 존재
 - 2003년 정책 당국의 과도한 시장 개입은 2004년 원화 환율의 급락세의 원인으로 작용하고, 이는 다시 최근의 환율 급등의 원인으로 작용할 여지

2. 최근 달러화 강세의 배경 및 원인

○ 2005년 들어 달러화가 주요 통화에 대해 강세로 전환된 것은 대체 통화의 신뢰 하락, 미국 경제의 성장 지속력 부각, 지속적 금리인상, 경상수지 적자에 대한 관심 감소 등의 요인이 복합적으로 작용했기 때문으로 분석됨

① 대체 통화의 신뢰 하락 : 그 동안 달러화의 주요 대체 통화로 부각되었던 유로화, 엔화 등이 EU 및 일본과 미국 경제와의 성장률 격차 확대, EU 통합 지연 등으로 신뢰가 크게 저하됨

- 달러 약세가 진행된 최근 2년간(2002~2003년) 미국 및 EU와 일본간 성장률 격차는 2%p 이상 확대됨. 이는 잠재 성장률 차이로 인식되고 달러 표시 미국 자산에 대한 투자 메리트를 높이는 요인으로 작용

· 1990년대 미국과 유로, 일본간 경제 성장률 격차는 평균 2.0%p 내외였으며, 2000년대 들어 격차가 약간 좁혀졌다가 최근 2년간 다시 격차가 확대

< 주요국 경제 성장률 추이 >

(단위 : %, 연율 환산)

	유로 12국	일본	영국	미국
1993~1999 (평균)	2.0	1.1	3.1	3.7
2000~2004 (평균)	1.8	1.4	2.7	2.8
2000	3.7	2.8	3.9	3.7
2001	1.7	0.3	2.3	0.8
2002	0.9	-0.3	1.8	1.9
2003	0.7	1.4	2.2	3.0
2004	2.0	2.7	3.1	4.4
2005.1/4	1.3	1.3* (4.9)	2.7	3.5

자료 : 각국 중앙은행(ECB, BOE), 일 내각부, 미 상무성

주 : *는 전년동기대비 증가율이며, 일본의 전분기 대비 2005년 1/4분기 증가율은 4.9%로서 매우 높았으나, 이는 일본의 3분기 연속 경기부진 등에 따른 반사적 효과로 판단됨. 주요 투자기관의 2005년 일본 경제성장률 전망치는 여전히 2% 미만임

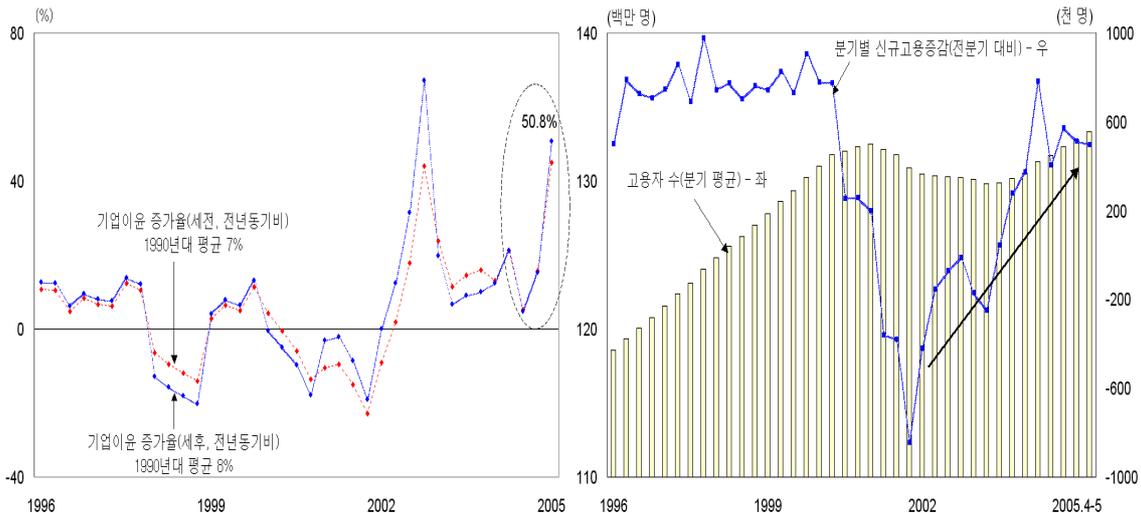
- EU 헌법 부결에 따른 유로 결속력 약화 우려, 일본의 무역수지 적자 확대, 장기간의 저금리 정책 등도 유로화와 엔화의 가치 하락 요인으로 작용함

- 최근 프랑스와 네덜란드의 EU 헌법안 부결, 독일의 EU 통합 반대 여론 확산 등 정치적 불확실성이 증대됨. 이는 유로 지역의 통합 시너지 효과 감소 및 잠재 성장률 하락 요인으로 인식됨
- 일본 무역수지 흑자는 2003년 4.5%, 2004년 16.6%의 증가율을 기록하면서 경기회복에 기여하였으나, 2005년 1~4월 중에는 전년동기대비 16.7% 급감
- 한편, 일본 중앙은행의 제로금리 정책과 1.3% 내외에 불과한 시중금리도 엔화에 대한 신뢰도를 저하시키는 요인으로 작용 (낮은 금리로 엔화를 차입해서 달러화 등 다른 통화에 투자할 경제적 유인 존재)

② 미국의 성장 지속력 강화 : 현재 미국은 기업의 실적 개선 및 고용 흡수력 확대로 성장의 지속성이 강화되고 있는 것으로 평가됨

- 최근 미국은 기업들의 실적 증가세가 현저하며, 이의 영향으로 고용 회복이 빠르게 이루어지고 있어 성장의 지속력이 매우 강한 것으로 평가됨
 - 미국 기업들의 순이익 증가율은 1990년대 평균 7~8%였으나, 2002년 이후 두 자리수 이상의 높은 순이익 증가율을 시현하고 있음
 - 또한, 5월 고용지표는 부진했으나, 분기별 기준으로 보면 미국의 신규 고용은 기업 실적 개선에 힘입어 추세적인 증가세를 보이고 있음

< 미국 기업의 수익성 및 고용 추이 >



자료 : 미 상무성, 노동부

주 : 2005년 2/4분기 고용 자료는 4월 및 5월 자료를 분기로 환산한 것임

- 미국의 실업률은 2005년 5월 현재 5.1%로서 일본의 실업률(총무성 통계국 발표 기준)인 4.6%(계절조정치는 4.4%)보다는 다소 높으나, EU 지역의 8.9%보다는 크게 낮은 상태임

③ 충분한 금리인상 여력 : 연준의 지속적이고 급격한 금리인상으로 미국과 유로, 일본간 금리 격차가 확대되고 있음. 더욱이, 미국은 금리인상에 대한 내성이 매우 강해 추가적인 금리인상 여력도 충분함

- 유로 기준금리는 2003년 6월부터 사상 최저수준인 2.0%가 유지되고 있고, 일본은 1999년 이래 0(zero)에 가까운 정책금리가 유지되는 데 반해, 미국은 2004년 6월의 1.0%에서 최근 1년간 2.25%p 정책금리를 인상함

- 금리인상에 기인한 인플레이 압력 완화 및 시중금리 상승으로 실질금리가 더욱 상승할 것으로 기대 (이미 미국의 장기 국채수익률은 유로 지역보다 0.8%p, 일본보다 2.7%p 정도 높은 상태임)

- 현재 미 기업들은 유동성 사정이 양호하며, 가계 부문의 부채 부담은 더 이상 늘어나지 않고 있음. 더욱이, 고정금리인 모기지론의 특성상 금리가 더 상승해도 가계의 부채 상환 부담에는 큰 변화가 발생하지 않을 전망

- 미국 기업들은 CP 등 단기차입금의 비중을 줄이고 단기 유동성 비중을 늘려 금융 경색에 따른 유동성 위기 가능성을 크게 낮추었음. 예컨대, 단기채무 비중은 최근 4년간 12%p 이상 감소하고 유동비율은 13%p 이상 증가함

< 미국 기업들의 유동지표 추이 >

(단위 : %)

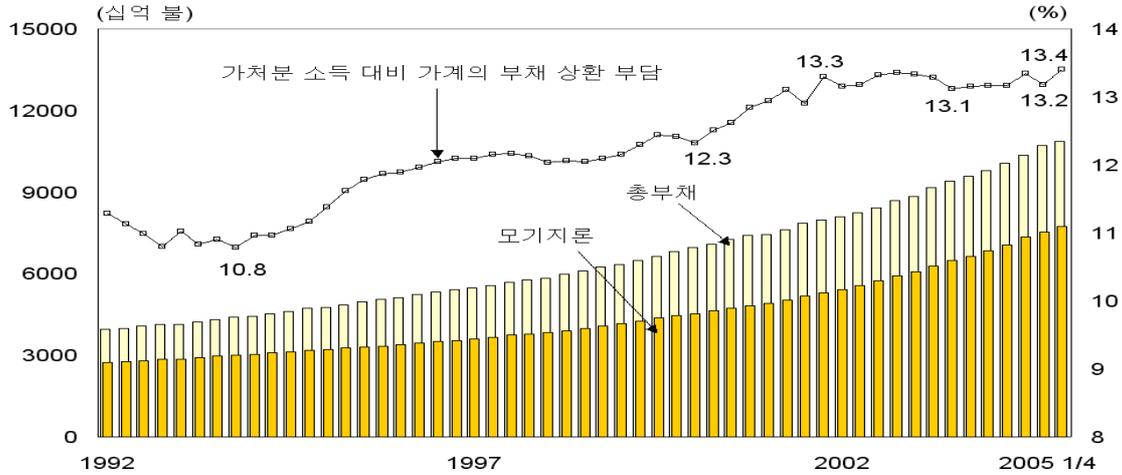
	1990년대 (평균)	2000	2001	2002	2003	2004	2005.1/4
단기채무*/금융채무	40.8	39.3	33.5	30.0	27.3	27.1	27.7
유동자산/단기부채	26.9	29.0	32.7	34.7	41.2	42.7	41.3

자료 : FRB

주* : 단기채무는 CP 등의 단기증권, 무역신용, 세금 등 1년 이내에 갚아야 하는 채무임

- 미국의 가계는 가계 부채 증가에도 불구하고, 더 낮은 금리를 제시하는 모기지론으로 전환하면서 부채 상환 부담을 오히려 줄여왔음. 또한, 모기지론은 대부분 고정금리이므로 금리 상승의 부작용은 크지 않을 것임

< 미국 가계의 부채 상환 부담 추이 >



자료 : FRB.

주 : 미국 가계의 부채 상환 부담은 모기지론 및 소비자신용 관련 금리를 이용하여 FRB에서 매분기 작성 발표함

④ 또한, 경상수지 적자에 대한 시장의 관심 감소와 유가 상승에 따른 결제 수요 증가 등도 최근 달러화 강세의 원인으로 작용하는 것으로 판단됨

- 미국 경제의 건실한 성장으로 인해 미국으로의 자본 유입이 증가하여 경상수지 적자 문제가 완화될 것이라는 기대가 발생함
- 국제 원유 거래는 대부분 달러화로 결제되는 것으로 추정. 유가 상승은 단기적으로 달러화에 대한 수요를 증가시키는 요인으로 작용함

3. 전망 : 약 달러 복귀 가능성

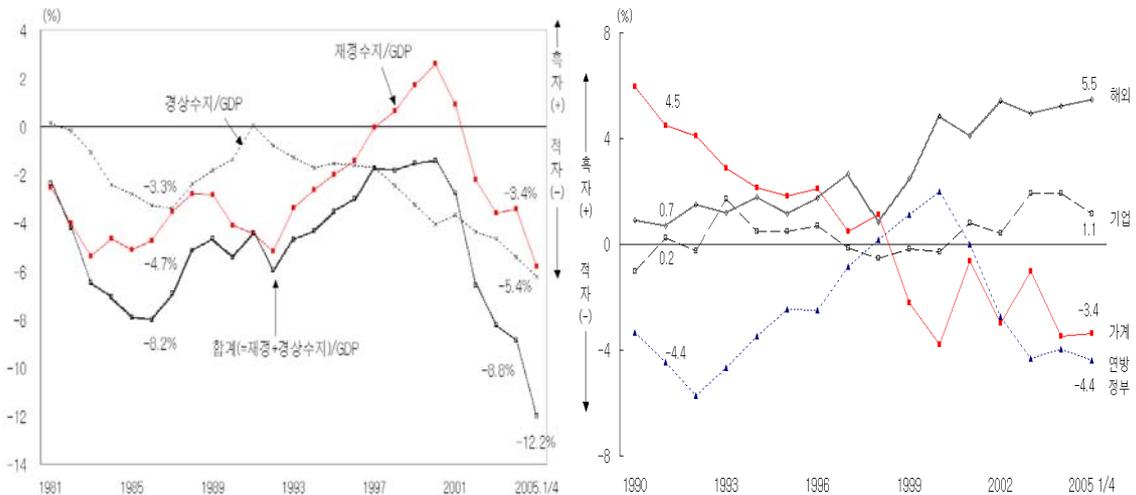
○ 그러나 이상과 같은 요인에도 불구하고 달러화는 쌍둥이 적자 문제 재부각, 유가 상승에 따른 미국 기업의 채산성 악화, 고용 흡수력 감소 등과 같은 요인으로 인해 다시 약세를 보일 가능성이 큼

① 쌍둥이 적자 문제의 재부각 : 쌍둥이 적자 추세가 둔화되지 않는 한, 이들 적자를 메우기 위한 對미 자금 유입은 한계에 직면할 수밖에 없음

- 현재 미국의 쌍둥이 적자는 미국 내 기업 부문과 해외 부문에 의한 순저축(금융투자)에 의해 유지되고 있는 상황임

- 2004년 중 미국의 경상수지 및 재정수지 적자는 GDP 대비 5.4% 및 3.4%로서 양자를 합친 쌍둥이 적자는 GDP 대비 8.8%로서 사상 최대 수준임
- 2005년 1/4분기 현재 GDP 대비 미국 내 금융순저축은 가계 -3.4%, 연방정부 -4.4%, 기업 1.1%, 해외 부문 5.5%이며, 2000년대 들어 미국 가계와 정부는 적자경제 주체, 기업과 해외 부문은 흑자경제 주체가 됨
- 즉, 현재 미국은 주로 가계 소비와 정부 지출에 의해 유발되는 적자를 기업저축과 해외저축으로 메우고 있는 상황임

< GDP 대비 미국의 쌍둥이 적자 추이 > < GDP 대비 순금융저축 추이 >



자료 : 미 상무성, FRB 등.

주 : 2005년 1/4분기 미국 재정수지는 계절적 요인을 감안하지 않았으므로 과대(또는, 과소)계상 될 가능성이 있음.

- 그러나 미국으로의 금융 자금 유입 속도는 경상수지 적자 추세를 따라잡지 못하고 있어, 조만간 경상수지 적자 등 쌍둥이 적자 문제는 다시 달러화 약세 요인으로 부각될 가능성이 높음

- 해외 금융순저축은 계속 늘고 있으나, 미국의 경상수지 적자는 더 빠른 속도로 증가하여 2004년에 이어 2005년 1/4분기의 해외 금융순저축과 경상적자 사이의 괴리는 크게 확대됨 (2005년 1/4분기 924억 달러, 연기준 환산)
- 월별 자료를 보더라도, 미국 무역수지 적자 추세에는 거의 변화가 없는 반면, 일부 비관론에 기인하는 미국의 주가 정체와 시중금리의 하락 등으로 인해 미국으로의 증권자금 유입은 3월 이후 유입세가 둔화되는 양상
 - ※ 다우존스 주가 : 10,454(2003말) → 10,783(2004말) → 10,467.5(2005.5말) → 10,275(6말)
 - ※ 미 국채 10년물(%) : 4.25(2003말) → 4.22(2004말) → 3.98(2005.5말) → 3.91(6말)

< 미국의 대외 수지 및 자금 유입 추이 >

(단위 : 십억 달러)

		2001	2002	2003	2004	2005			
						1월	2월	3월	4월
월별 자료	무역수지(A)	-	-	-	-	-58.1	-60.1	-53.6	-57.0
	증권자금 유입(B)	-	-	-	-	92.3	84.1	40.6	47.4
	A+B	-	-	-	-	34.2	24.0	-13.0	-9.6
분기 자료	경상수지(C)	-370.4	-457.7	-510.9	-636.1	-758.1 (연율 환산)			-
	해외금융순저축(D)	415.0	569.0	542.7	614.0	665.7 (연율 환산)			-
	C+D	44.6	111.3	31.8	-22.1	-92.4 (연율 환산)			-

자료 : 미 상무성, 통계국.

주 : 무역수지 및 對미국 증권자금 추이는 속보성(월별) 자료로서 경상수지 및 해외금융순저축 추이와 거의 일치하므로, 2004년 이전 자료는 제외함.

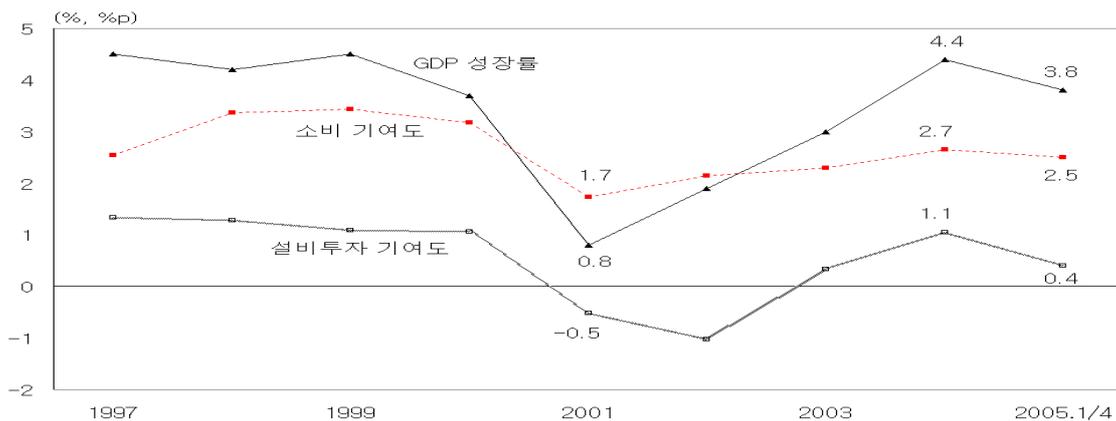
② 유가 상승은 일단 달러 강세 요인이지만, 유가 상승이 장기화할 경우 미국 기업의 투자 불확실성이 높아지고 고용 흡수력이 저하될 것임. 이는 미국 잠재 성장률 하락에 대한 우려를 높여 달러 약세 압력으로 작용

- 현재 미국 경제의 지속적 성장 여부는 기업의 투자 확대와 고용 흡수력 증가 여부에 달려 있음

· 최근 미국은 설비투자 증가에 기인한 경기회복세가 진행된다, 2005년 들어 설비투자 둔화 영향으로 성장률이 일시 정체되는 소프트패치 현상에 직면

※ 소프트패치 : 경기 상승 국면에서 전분기 4.4%보다 하락한 3.8%의 성장률을 시현

< 미국의 성장률과 설비투자 기여도 추이 >



자료 : 미 상무성

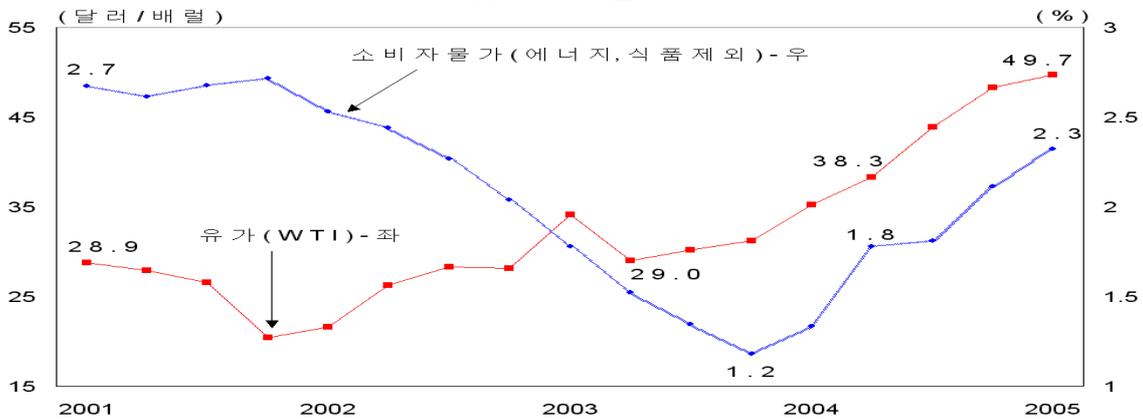
- 그러나, 향후 유가 상승으로 미국 기업의 채산성이 악화되고 고용 흡수력이 줄어들므로써 미국의 잠재 성장률 저하에 대한 우려, 또는 미국의 성장 지속력에 대한 회의가 다시 높아질 것으로 예상됨

- 유가 상승은 미국 기업의 채산성 악화시킴으로써 신규 투자 감소 및 고용 흡수력 약화를 유발하여 미국 잠재 성장률 저하에 대한 우려를 높일 것임
- 국제유가(WTI)는 연평균 기준으로 2003년 22%, 2004년 34% 상승한 데 이어 2005년 1~6월 중에도 40%를 상회하는 상승세를 보이고 있음. 이는 점차적으로 기업 채산성 및 고용 여력을 악화시키는 요인으로 작용할 것임
- 더욱이, 향후에도 유가는 투기 수요 이외에도, 이라크 정정 불안, 미-이란 핵 갈등, 구조적 석유수급 불일치 등으로 인해 계속 상승할 가능성이 높음

③ 가계 구매력 및 실질금리 하락 : 유가 상승은 물가 상승을 통해 미국 가계의 구매력과 실질금리를 하락시킬 것임. 이는 미국의 소비와 성장을 둔화시키고 자산의 실질 수익률을 낮춰 해외저축 감소 요인으로 작용

- 현재 미국 소비자 물가는 유가 상승에 민감한 반응을 보이며 상승세 유지
- 물가 상승은 가계 구매력을 약화시켜 소비 감소 요인으로 작용하며, 자산의 실질 수익률을 낮춰 해외저축을 감소시키는 요인으로도 작용함. 이는 결국 달러화에 대한 수요 감소 및 약 달러 압력으로 작용할 것임

< 유가 및 소비자물가 추이 >



자료 : 미 상무성, 금융예측국 등

주 : 분기별 평균치이며, 물가는 전년동기대비 증가율임(변동성이 큰 에너지, 식품 제외)

4. 시사점 및 대응 방향

- (시사점) 최근의 미 달러화 강세는 쌍둥이 적자 심화와 유가 상승 추세를 고려하면 지속력이 낮은 것으로 평가되나, 대체 통화의 부재를 감안하면 일정 기간 상승 후 급락, 또는 제3국의 통화 강세를 야기할 가능성이 높음

- 미국으로의 자본 유입 속도에 비해 경상수지 적자 속도가 더 빨라지는 등 쌍둥이 적자 문제는 오히려 악화되고 있어 달러화 강세의 지속력은 낮음
- 따라서 향후 달러화는, 유로 및 엔화 등에 대해 당분간 강세를 보이다가 3분기 이후 약세로 반전되거나, 이미 대체 통화로서의 위신이 상당히 추락한 유로나 엔화 이외의 제3국 통화에 대해 큰 폭의 약세로 돌아설 가능성이 높음
 - 예컨대, 위안화와 동반 절상 압력을 받는 아시아 통화나 유가 상승으로 이득을 보는 산유국의 통화가 부각될 가능성이 있음
- 6월 중 해외 주요 투자은행들의 전망치를 종합해 보면 3개월 후의 엔/달러 환율의 전망치는 104 내외, 달러/유로는 1.2350 내외임¹⁾
 - 해외 주요 투자은행 : ABN암로, 바클레이즈 캐피탈, CSFB, JP모건, BNP파리바, UBS위버그, 골드만삭스, 모건스탠리, 메릴린치, 씨티은행, 도이치뱅크, HSBC, Bearstearns 등
 - 달러화가 약세 반전되면, 원/달러 환율도 엔/달러 전망치의 약 1/9~1/10 수준인 달러 당 1,000원대 초반을 향해 빠르게 하락할 전망
- (대응 방향) 환율 불확실성 증가에 대응한 자산-부채의 매칭 확대, 아시아 통화 자산에 대한 투자 비중 확대 등을 고려할 필요가 있음
 - 기업들은 적절한 환 헤지로 불확실성을 제거하는 데 초점을 맞춰야 함
 - 원/달러 환율의 하락에 대한 과도한 기대나 급등에 대한 지나친 우려보다는 적절한 환 관리가 중요함. 예컨대, 수출기업의 경우 예상 매출액의 시간적 흐름을 고려하여, 달러 부채 상환 시기를 조절하는 방안을 모색
 - 다만, 내부 자금 잉여가 많은 기업들의 경우 중기적 차원에서 유로화나 엔화 이외의 제3국 자산에 대한 투자 비중을 확대하는 방안도 모색할 필요
 - 정책 당국은 외환시장에 대한 직접적 개입보다는 기업의 환 위험 관리에 대한 세계 유인책 등으로 기업의 환 리스크 노력을 간접적으로 지원
 - 예컨대, 일정 정도의 외환 선물 및 옵션 시장 거래, 장외 통화파생상품 거래는 과세 표준에서 제외하는 방안도 검토

노진호 연구위원 (3669-4031, jhno@hri.co.kr)

1) 국제금융센터