

□ 환율 하락, 일시적 현상인가?

최근 환율 급락의 원인과 향후 전망

**현황**

- ❖ 환율, 2005년 1-11월 중 보합, 12월 이후 급락, 2006년 1월 12일 98개월 최저치
- ❖ 당국은 일시적인 급락으로 평가, 연평균 1,000원대 회복 기대
- ❖ 국책은행 달러 매입, 환 투기 감시 등으로 환율 급락 방어

**원인**

- ❖ 구조적 급변동 요인 - 외환시장 규모가 작아 상시적 급변동 위험에 노출
- ❖ 원화 요인 - 달러 공급 우위, 심리적 효과(연초 효과)
- ❖ 달러 요인 - 미국 금리인상 종결 가능성, 고용지표 부진 등

**전망**

- ❖ [하락 지속 요인] 달러 공급 우위와 글로벌 달러 약세 요인
  - ① 국내 외환시장에서의 달러 공급 우위 구조
  - ② 미국 경상수지 적자 재무각 (2006년 GDP 대비 7.1% 예상)
  - ③ 위안화 평가절상, 또는 중국의 외환보유액 다변화
  - ④ 미국 중간선거(11월 7일)를 전후한 약 달러 정책, 통상 및 외환정책 간섭 심화
  - ⑤ 미국 부동산 경기 급랭 등 글로벌 달러 약세를 초래하는 리스크 존재
- ❖ [반등 요인] 달러 강세 요인이라기보다는 지나친 약세에 대한 반작용의 성격
  - ① 달러 요인 - 미국의 펀더멘털이 가장 양호, 미-유럽-일본간 금리격차 유지
  - ② 원화 요인 - 과도한 원화 강세(원/엔의 지나친 하락 등)에 따른 반작용
    - 국내 경기회복 지연 가능성 (교역조건 악화 지속, 가계부채 등)
- ❖ [전망] 달러화 공급 우위 + 글로벌 달러 약세 기초 = 연평균 980원대

대응 과제

<b>정부</b>	❖ 지나친 개입 자제	❖ 리스크 관리 (파생상품 활용)	<b>기업</b>
	❖ 외환거래 자율성 확대	❖ 결제 통화의 다변화	
	❖ 외환시장 규모 확대 유도	❖ 제품 경쟁력 강화 등	

1. 현황 : 원/달러 환율의 단기 급락으로 시장 불확실성 증대

○ 2005년 중 강보합세를 보이던 원/달러 환율이 2005년 12월 이후 급락세

- 원/달러 환율은 2005년 1~11월까지 2004년 말의 환율(달러 당 1,035원) 수준에서 박스권의 등락세를 보였음
- 그러나 2005년 12월 들어 달러 당 23원 급락한데 이어, 1월에 들어서서는 6~7영업일 만에 30원 가량 급락했다 최근에 소폭 반등

< 주요 환율 추이 >

	2004년	2005년						2006.1.19
		1/4	2/4	3/4	10	11	12	
원/달러	1,035	1,016	1,025	1,041	1,040	1,034	1,011	985
엔/달러	103.1	107.5	110.5	113.3	115.8	119.8	117.8	115.4
달러/유로	1.363	1.292	1.208	1.202	1.205	1.177	1.185	1.210

○ 이러한 환율 급락에 대해 정책 당국자들이 일시적인 현상이라고 강하게 주장하고 있어 외환시장의 불안이 오히려 고조될 우려

- 재경부와 한국은행 등 정책 당국자들은 대체로 현재의 환율 하락이 과도하다는 시각을 유지
  - 2005년 중 원화가 다른 통화에 대해 과도하게 절상되었기 때문에 2006년에는 이의 해소 과정에서 환율이 안정화될 것으로 예상
- 그런데 정책 당국은 환율에 영향을 미치는 강력한 정책적 권한이 있기 때문에 정부의 예측이 틀릴 경우 외환시장의 불안이 가중될 우려도 존재
  - 국책은행의 직접적 달러 매입이나 환율 변화를 염두에 둔 중앙은행의 금리 정책 등은 환율 변화에도 지대한 영향을 미치는 시장개입에 해당
  - 따라서 잘못된 진단이나 예측에 의한 시장 개입은 환율의 오버슈팅과 같은 부작용을 야기할 수 있기 때문에 주의가 필요

2. 환율 급락 원인 : 심리적 효과와 글로벌 약 달러 요인의 중첩

○ 우리나라는 외환시장 규모가 작아 환율의 급변동 위험이 높은 나라임. 여기에 달러의 공급 우위 기조와 심리적 1월 효과, 글로벌 달러 약세 요인이 중첩되면서 최근 환율이 급락한 것으로 판단됨

① (구조적 급변동 요인) 국내 외환시장 규모가 매우 작기 때문에 국내 요인 뿐 아니라 해외 요인에 의한 환율 급변동 가능성이 큼

- (국내 외환시장 규모) 국내 외환시장의 규모가 매우 작기 때문에 달러 수급 불안과 심리적 요인에 의한 환율 급변동 가능성이 매우 큼

· 우리나라의 일평균 외환 거래액은 2004년 중 200억 달러로서 세계 일평균 외환 거래액(2조 4,060억 달러)의 0.8%에 불과

· 또한, 우리나라 일평균 외환 거래액은 통상적인 외환거래액(경상거래 기준) 대비 5.3%로서 미국의 19.5%, 영국 89.5%, 홍콩 21.5%, 싱가포르 42.3% 등에 비해 낮은 수준임

< 주요국 외환거래 규모 (일평균) >

(단위 : 십억 달러, %)

	1992		1998		2004		
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	수출입(상품+서비스) 대비
한국	-	-	4	0.2	20	0.8	5.3
영국	219	27	637	32.5	753	31.3	89.5
미국	167	15.5	351	17.9	461	19.2	19.5
일본	120	11.2	136	6.9	199	8.3	32.0
홍콩	60	5.6	79	4	102	4.2	12.5
싱가포르	74	6.9	139	7.1	125	5.2	42.3
대만	-	-	5	0.3	8	0.3	2.8
중국	-	-	0	0	1	0	0.1
독일	55	5.1	94	4.8	118	4.9	8.6
스웨덴	21	2	15	0.8	31	1.3	15.9
세계 전체	1,076	100	1,958	100	2,406	100	-

자료 : BIS, World Bank

주 : 비중은 시장 점유율(share)을 의미함

- (글로벌 달러 시장 규모) 세계 외환거래의 90%가 달러화와 관계있는 거래이므로 달러화의 수급 변화는 다른 나라의 통화 가치에도 지대한 영향
  - 글로벌 달러화의 수급 변화는 역외 원/달러 선물환 시장에도 지대한 영향을 미쳐 원화 환율의 변동을 심화시키는 요인으로 작용
  - ※ 역외선물환 시장의 거래(가격)지표는 원/달러 환율이나, 거래(량) 단위는 달러임

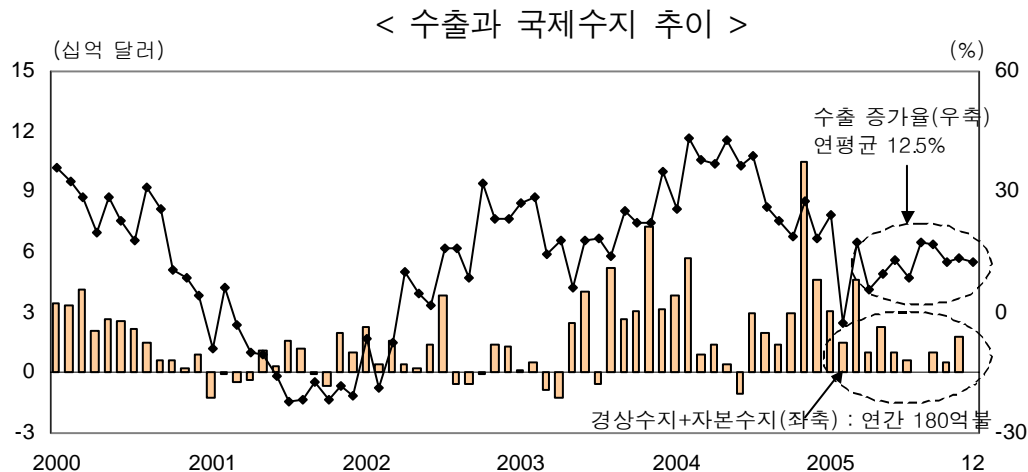
< 주요 통화간 거래 규모 (일평균) > (단위 : 십억 달러, %)

	2001		2004	
	금액	비중(%)	금액	비중(%)
달러/유로	354	30	501	28
달러/엔	231	20	296	17
달러/파운드	125	11	245	14
달러/기타	349	30	531	29
소계	1,059	91	1,573	88
유로/엔	30	3	51	3
유로/기타(달러 제외)	57	5	108	5
소계	87	8	159	8

자료 : BIS  
 주 : 비중은 시장 점유율(share)을 의미함

② (국내적인 원화 강세 요인) 최근 달러 공급 우위와 심리적 '1월 효과' 등에 의해 원화 환율의 하락 압력이 강화됨

- (수급 요인) 수출이 두 자릿수의 성장세를 지속하고 있는 데다 국제수지(경상수지+자본수지)의 흑자기조가 유지되면서 달러공급 우위 상태가 지속
  - 이 같은 달러의 공급 초과 기조는 2005년 중 글로벌 달러의 강세에도 불구하고 원화가 보합 수준을 유지하게 된 요인으로 작용



- (심리적 1월 효과) 연구기관들의 새해 경기와 주가에 대한 긍정적인 전망, 정부의 정책 발표와 각종 청사진 제시, 연내 위안화 평가절상에 대한 기대 등이 연초(특히, 1월)에 원화 가치 등에 대한 기대 수준을 과도하게 높이는 경향
  - 본래 '1월 효과'는 주가에 나타나는 현상이지만, 최근에는 주가와 원화 간의 상관관계가 높아지면서 환율에도 1월 효과가 발생하는 것으로 파악됨
  - ※ 외환위기 이전에는 주가와 환율간의 상관관계가 0에 가까웠으나 외환위기 이후 특히, 글로벌 달러 약세가 본격화된 2003년 이후 주가와 환율 사이에 음(-)의 상관성이 높아짐. 주가 상승 기대치가 높아질수록 환율 하락 예상치도 높아질 것임

< 주가와 환율간의 상관계수 >

전체 (1990.1~2005.12)	외환위기 이전 (1990.1~1997.7)	외환위기 이후 (1998.1~2005.12)	글로벌 약 달러 본격화 이후 (2003.1~2005.12)
-0.33	0.10	-0.71	-0.83

자료 : 한국은행, 증권거래소

주 : 월평균 주가와 환율 기준임

③ (대외적인 글로벌 달러 약세 요인) 미 금리인상 종결 가능성, 유로와 일본 등의 금리 상승 가능성 등으로 글로벌 달러화가 약세로 반전

- (미 금리인상 마무리) 12월 FOMC가 "경기 부양적(accommodative)"이라는 표현을 삭제한데 이어, 1월 초 공개된 의사록에서 "추가 금리인상 횟수가 많지 않을 것"임이 알려지면서 금리인상의 종결 가능성이 높아짐
  - FOMC(연방공개시장위원회)의 의사록 공개와 비슷한 시기에 미국의 고용 지표가 부진(예상치 20만 명, 실제치 11만 명)한 것으로 발표된 것도 금리인상 종결론에 영향을 미쳐 글로벌 달러화의 급격한 약세 요인으로 작용
- (금리 격차 완화 기대) 유럽과 일본의 경기 회복으로 금리인상 압력이 높아지면서 미국과 유럽 및 일본 사이의 금리 격차가 완화될 것으로 기대

3. 향후 전망 : 구조적·추세적·정치적 달러 약세 요인이 순환적·조정적 환율 상승 요인을 능가할 것이며, 완만한 달러 약세와 과도한 원화 강세의 완화를 가정하면 연평균 원/달러 환율은 970-80원에서 형성될 전망

- (하락 요인) 미 경상적자 문제, 위안화 평가절상 가능성, 중간 선거를 전후한 약 달러 정책 등 구조적·추세적 요인은 하락 압력으로 작용

- (미국 경상수지 적자 문제의 재 부각) GDP 대비 미 경상수지 적자가 2006년에 7%로 확대되면서 경상수지 적자 문제에 대한 심각성이 재 부각될 전망
  - GDP 대비 미국 경상수지 적자는 2001년의 3.8%에서, 2002년 4.5%, 2003년 4.7%, 2004년 5.7%, 2005년 6.4%(추정)로 계속 확대됐으나 2004~5년 중 연준의 공격적 금리인상(1%→4.25%)으로 인해 경상적자 문제가 희석
  - 그러나 과도한 경상적자는 세계적인 달러 과잉을 초래하므로 금리인상 기조가 마무리되면 글로벌 환율 불안 요인으로 재 부각될 것임
  
- (미 중간선거) 2006년 11월 7일 미국 중간선거를 앞두고 미 의회가 농업 관세자와 제조업자의 불만을 무마하기 위해 약 달러 정책을 강화할 가능성
  
- (중국의 위안화 평가절상, 외환보유액 다변화) 중국 정부가 선진국의 불만을 무마하고 투자 과열 억제를 위해 위안화 평가절상을 단행하거나, 적어도 달러 중심의 외환보유액을 다변화할 가능성이 있음
  - 위안화 평가절상 시 한국의 수출과 무역수지 흑자가 더욱 증가하여 원화 강세 압력으로 작용
    - ※ 한국은 중국의 두 번째 무역수지 적자 대상국이며, 2005년 중에는 한국의 대 중국 무역수지 흑자가 한국의 전체 무역수지 흑자의 100%를 차지했음
  - 중국이 외환 보유액 다변화에 나설 경우 글로벌 달러 약세가 초래되면서 원/달러 환율도 하락 압력을 받게 될 것임
  
- (기타 리스크 요인) 미국의 부동산 버블이 붕괴되면서 미국 경기가 예상보다 빠르게 위축되거나 유럽, 일본 등의 경기가 예상보다 빠르게 회복될 경우 등
  - 미국 주택 경기의 선행지표인 주택 구입능력지수가 14년 최저치를 경신하는 등 주택 경기 하락 가능성이 높아지고 있음
    - ※ 주택 구입능력지수 = 중위 가계소득 / 조정 모기지 상환액
  - 문제는 주택 가격의 하락폭인데, 20% 이상 주택가격이 급락할 경우 소비와 고용 위축 등으로 미국 경제의 경착륙은 불가피한 것으로 평가
    - ※ 다만, 미국 경제가 급격히 위축될 경우 미국의 경상수지 적자 폭이 줄면서 달러의 급락을 방지할 수는 있을 것임

< 미국 주택 가격 하락의 경제적 영향 >

		주택 가격 하락률 (충격 변수)		
		7%↓	20%↓	30%↓
경제변수 (반응 변수)	GDP	0.5%↓	1.5%↓	2.2%↓
	가계소비	0.7%↓	2.0%↓	3.0%↓

주 : 일본경제총합연구소

○ (하락 제한 요인) 미국과 유로간의 금리 격차 유지, 상대적으로 과도한 원화 절상에 따른 반작용, 우리나라 정부의 개입 등 여러 반등 요인이 상존

- 환율 하락 요인은 대부분 구조적·추세적 요인인데 반해, 환율 상승 요인은 과도한 환율 하락을 제한하는 순환적 요인의 성격이 강함
  - 특히, 글로벌 달러화의 강세는 미국의 경상수지 적자나 중국의 과도한 외환 보유액 및 위안화 평가절상 문제를 고려하지 않을 경우에 비로소 성립

- (글로벌 달러의 지지 요인) 금리 격차는 완화될 것이나, 미국 성장률이 가장 양호하며 미 금리도 유로 및 일본에 비해 여전히 높은 수준을 유지할 전망
  - 미국 부동산 버블의 급격한 붕괴는 없을 것으로 가정

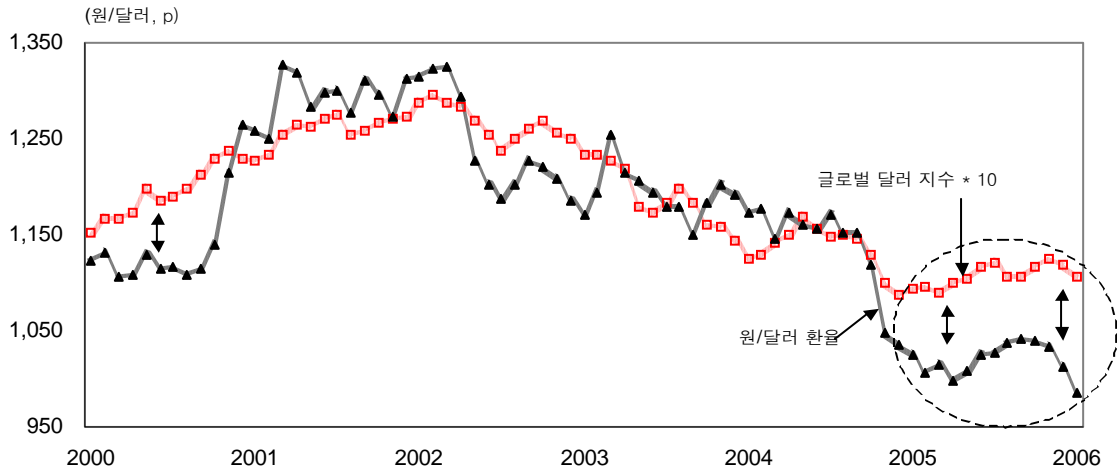
< 미국, 일본, 유로권의 성장률 및 정책금리 전망치 >

	성장률(%)			정책 금리(%)		
	미국	일본	유로권	미국	일본	유로권
2005년	3.6	2% 초반	1.4	4.25	0.1	2.25
2006년	3.5	2% 중반	1.8	4.5~4.75	0.2~0.5	2.5~2.75

자료 : 미 금융예측국, 주요 투자은행, 일본총합연구소 등의 예측치

- (원화 약세 요인) 2005년 중 달러 대비 원화 절상 폭이 상대적으로 과도했고 경기 회복 지연에 따른 심리적 '1월 효과'의 반작용 여지도 있는 데다, 환율 급락을 막기 위한 정부의 다양한 개입도 예상
  - 2005년 중 국내 경기의 부진 등에도 불구하고 원화가 글로벌 달러지수에 비해 지나치게 과대평가되어 향후 이에 대한 일정한 반작용이 예상
  - ※ 2004년 말 1:10 수준이던 원/엔 환율이 2005년 말에는 1:8.6 수준으로 급락

< 원/달러 환율 및 글로벌 달러지수의 비교 >



자료 : 한국은행, FRB

주 : 원/달러 환율과의 비교를 위해 FRB 발표 글로벌 달러지수에 10을 곱했음

- 교역조건 악화와 가계 부채부담의 증가 등으로 경기 회복이 저해되는 양상이 나타나면 '1월 효과'에 대한 반작용이 나타나 환율이 급등할 여지

※ 경기 회복세가 지속될 경우 환율 하락 우려로 금리인상이 지연될 가능성도 상존

- 결론적으로, 과도한 환율 하락에 따른 반등 가능성에도 불구하고 글로벌 달러의 약세 요인이 강하다는 점을 감안하면, 2006년 원/달러 환율은 2005년의 1,025원보다 4~50원 낮은 평균 980원 수준이 될 것으로 예상

- (글로벌 달러화의 방향) 2006년에는 미국 경기 둔화 및 중간 선거를 전후로 한 정책 요인 등으로 달러화 약세 압력이 강해질 전망

< 2006년에 글로벌 달러에 영향을 주는 요인들 >

	달러 약세 요인	달러 지지 요인
1분기	미국의 금리인상 중단 가능성 고조	부동산 경기 및 고용 호조세가 지속되면 금리 인상 추세 및 달러화 강세 지속
2분기	유로, 일본의 경기 가시화와 금리인상 논의	유로 등의 경기 회복이 예상에 미치지 못할 경우 달러화 강세
3분기	미국 중간선거(11.7)를 전후한 위안화 절상압력 강화	위안화 절상 폭이 5%에 미달하거나 中외환보유액 내 달러 비중이 유지될 경우 달러화 가치 반등
4분기		미 성장률 둔화 신호가 강화되면서 상반된 압력 발생 (성장 둔화 우려는 약 달러 요인이고, 성장 둔화에 따른 경상수지 적자폭 둔화는 강 달러 요인)



- (원화 환율 수준) 해외 기관들의 평균 예측치가 시현되고, '나홀로 원화 강세'가 완화되면서 원/엔 환율이 1:9 정도로 복귀할 경우 환율은 900원대 후반이 유력. 달러 약세가 예상보다 빠를 경우 환율은 900원 중반대도 가능
  - 해외 기관들의 예측대로 엔/달러 환율이 109~120 사이에서 上高下低로 움직이고, 1:8.5까지 하락했던 원/엔 환율도 1:9 수준으로 상승(과도한 원화 강세가 시정)하면 원/달러 환율은 연평균 980원 정도가 유력
  - 그러나, 원/엔 환율이 1:9 수준으로 복귀해도 엔화 강세 속도가 예상보다 빨라질 경우 환율은 900원대 중반까지 하락 가능
- ※ 2006년 1월 중순 현재 엔/달러 환율은 달러 당 115엔으로서 당초의 예상보다도 빠른 속도로 하락(6개월 이후의 엔/달러 환율 수준으로 하락)

< 주요 해외 투자기관의 2006년 환율 전망 >

		현재 수준 (1.19)	2006년		
			3월말	6월말	12월말
엔/달러		115.4	118.1	116.4	107.5
원/ 달러	경우1 (원/엔=8.0)	985.0 (원/엔=8.5)	944.8	931.2	860
	경우2 (원/엔=8.5)		1,003.9	989.4	913.8
	경우3 (원/엔=9.0)		1,062.9	1,047.6	967.5
	경우4 (원/엔=10.0)		1,181	1,164	1,075

- 주 1) : 모건 스탠리, 골드만삭스 등 20여 해외 투자 및 리서치 기관의 예상 환율(기말 기준)을 평균한 값이며, 전망일은 2005년 12월말~1월초임 (연합 인포맥스 참조)
- 2) : ■ 는 가장 확률이 높은 시나리오(완만한 엔화 강세+원/엔 환율 반등)임

4. 대응 과제 : 외환 거래 확대를 통한 구조적 급변동 요인의 해소

- 정부는 무조건적으로 투기를 막는 것보다는 금융기관의 자유로운 외환 거래를 허용하여 구조적 환율 급변동 요인을 해소하도록 하는 것이 중요함
  - 정부가 무작정 투기를 막고 시장에 자주 개입하는 것은 오히려 환율 불안 및 쏠림 현상의 원인이 됨 (금융기관이 외환 시장에 적극적으로 참여하지 못하도록 하고 기업 외환 관리의 능동성도 약화시키기 때문)
  - 시장에 다양한 성격의 투자자가 존재하도록 허용하는 것이 오히려 중장기적으로는 외환 시장 규모를 늘려 환율이 안정되는데 기여
  - 따라서 국내 금융기관들이 건전성 요건을 충족하는 범위 내에서 적극적으로 외환을 운용할 수 있도록 규제를 완화할 필요가 있음
- 기업은 적극적 환 헷지와 결제 통화의 다변화 등으로 글로벌 달러화의 급변동에 대응하며, 금융기관들도 다양하고 효율적인 파생금융상품을 개발

노진호 연구위원 (3669-4031, jhno@hri.co.kr)