

I. 원貨 換率의 推移

長期 趨勢

원화 환율
89 2/4: 667 최고치
93 말: 808
절하율: 21%

임금상승률
87-92: 153% 증가
17%/년

원貨 價値는 89년 2/4분기에 667 원/달러로 最高値를 기록한 이후 93년 말 808 수준까지 지속적으로 切下하였다. 원貨 換率이 切下基調를 유지한 이유는 89년까지 원貨 換率의 切上幅이 경제 여건에 비해서 너무 컸다는 데에 있다. 원화의 가치는 85년 3/4분기에 892로 最低를 기록했는데 이후 89년까지 4년동안 25%나 切上하였다. 원화의 절상과 동시에 80년대 중반이후 賃金上昇率이 너무 높아서 한국의 國際競爭力이 급격히 弱화된 것도 원화 절하의 한 요인이 되었다. 87년부터 92년의 6년동안 賃金은 153%나 增加하였고, 이를 年率로 계산하면 年 平均 약 17%에 가까운 수치이다.

94년부터 약한 절상세 반전
원인: 무역수지 개선
자본시장 개방

원화환율은 94년에 들면서 미약한 切上勢로 반전하였다. 원화환율이 절상 기조로 들어선 이유로는 원화환율이 均衡水準에 가깝게 도달하였다는 점과 資本市場 開放에 따른 海外 投資資金의 대폭적 流入을 들 수가 있다.

<원화 환율, 임금상승률과 무역수지의 장기 추이>

	79	80	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93
원화 환율, 원/달러	484	660	701	749	796	827	892 3/4분기	861	792	684	667 2/4분기	716	761	788	808
원화절상률, %	0	-36	-6	-7	-6	-4	-8	3	8	14	2	-7	-6	-4	-3
임금상승률, %	26	19	20	15	9	10	9	7	19	10	23	18	18	13	4
무역수지, 억달러	-53	-48	-51	-26	-20	-14	-9	31	63	89	9	-48	-97	-52	-16

한국의 貿易收支는 91년의 97억 달러 赤字를 최저로 반전되어 93년에는 17억 달러의 赤字를 기록하였는데 이는 93년초부터 시작된 신3저의 효과에 힘입은 바가 적지않다. 外國人 株式投資資金은 93년부터 본격적으로 流入되기 시작하여 94년 7월현재까지 純流入 累計가 약 100억 달러에 달한다.

最近 推移

7월 19일: 807.30

7월 26일: 802.60

절상폭: 4.7 원/달러

절상률: 0.6%

8월 9일: 803.70

10일: 804.80

원화 환율은 94년 들어서 대체로 806-808 수준에서 등락을 거듭하다가 지난 7월 19일 이후 급속도로 切上하였다. 7월 19일에 807.30에서 7월 26일에는 802.60까지 달러당 4.7원이나 절상하였는데 切上率로는 0.6%에 가깝다. 이후 원화 환율은 802원대에서 보합세를 유지하다가 8월 9일에 803.70, 10일에 804.80원을 기록하여 다시 弱勢로 反轉하였다.

원화가치 급등원인:

1. 한은의 통화 긴축에 따른 자금시장 경색
2. 하반기 달러 공급 증가 기대

우선 원화 환율이 802 수준까지 급등하였던 이유는 韓銀의 支準管理와 通貨緊縮에 따라 資金市場이 梗塞된데다가 下半期에 外國人 株式投資 限度가 擴大되어 달러의 供給이 충분할 것이라는 기대감에 기인한 것으로 풀이된다. 현재의 외국인 주식투자 한도는 10%인데 정부는 연내에 2-3%의 추가 확대를 실시할 계획을 가지고 있는 것으로 알려졌다.

원화 환율의 절상이 802 수준에서 멈춘 이유는 7월에 貿易收支가 6억 7,700만 달러의 赤字를 기록하고 外國人 株式投資 限度가 거의 소진되어 株式買入用 海外資金의

流入이 減少하였기 때문이다. 94년 1-7월 기간중 외국인 주식투자자금의 純流入 規模는 약 13억 달러에 달하는데 6월이후에는 현저하게 줄어서 7월에는 약 1억 3천만 달러의 순유입을 기록하였고 8월 들어서는 1-3일 동안에 700만 달러가 純流出된 것으로 집계되었다.

원화환율 절하원인: 지난 9일 이후 원화 환율이 切下勢로 반전한 것은 정부가 8월중 總通貨增加率 目標值를 당초 15%에서 15.5%로 늘리면서 通貨緊縮을 다소 緩和할 것이라고 발표한 데 따른 것이다.

II. 원貨 換率의 向後 展望

換率 切上 要因

海外資本 流入

외국인 주식투자한도 확대: 20-30억 달러 순유입 전망

하반기에는 外國人 株式投資限度 擴大와 SOC 施設材에 대한 商業借款 許容에 따른 해외자본 유입이 전망된다. 외국인 주식투자한도는 현행 10%에서 12-13%로 확대할 것이 확실시 되고있다. 주식투자한도의 확대에 따른 해외자금의 追加的 純流入 規模는 약 20-30억 달러에 이를 것으로 예상된다. 한편 SOC 시설재에 대한 상업차관의 허용도 대규모의 달러 자금 유입을 초래할 것으로 전망된다. 다만 정부가 원화 절상에 따른 무역수지 악화를 고려하여 상업차관에 대해서는 현물 반입을 원칙으로 할 수 있기 때문에 이 부문의 달러 유입이 발생하지 않을 가능성도 있다.

貿易收支 黑字 反轉

하반기 무역 수지는 계절적 요인에 의해 10억 달러 미만의 흑자 전망

한국의 貿易收支는 季節的 要因에 의해 상반기에 비해 하반기에 좋아진다. 94년 下半期의 貿易收支는 이런 계절적 요인에 힘입어서 黑字로 반전될 예상이고 그規模는 10억 달러 미만일 것으로 전망된다.

通貨緊縮 基調 維持

하반기 통총화증가를 14%에 가깝게 유지 8월 15.5% 이내

정부의 下半期 通貨 政策은 緊縮基調이다. 정부는 하반기 總通貨增加率을 14-17% 범위내에서 14%에 보다 가깝게 유지할 것이고, 8월에는 15.5%이내 관리할 것이라고 밝혔다. 정부의 이런 통화긴축은 景氣過熱에 대한 우려와 급격한 物價上昇에 따른 것이다.

下半期 元貨 換率 展望**外患 需給 構造**

달러화 공급증가: 해외자본 유입과 무역수지 흑자
달러화 수요위축: 통화긴축에 의한 자금경색

달러화의 供給은 海外資本의 流入과 貿易收支 黑字에 따라 대폭 增加할 전망인데 반하여 달러화에 대한 需要는 정부의 通貨緊縮에 의한 元貨 資金梗塞에 의해서 萎縮될 것으로 전망되어 하반기에는 전반적으로 元貨의 切上이 예상된다.

短期 元貨 換率

단기 전망: 802-805

元貨 換率은 단기적으로는 802-805 수준에서 등락을 거듭할 것으로 보인다. 그 이유는 정부가 通貨緊縮基調를 다소나마 緩和하였기 때문에 市中 資金梗塞이 조금 緩和되었기 때문이다.

연말 환율: 790-795 **年末 換率**
 年末 원貨 換率은 790-795 수준일 것으로 전망된다. 그 이유는 이미 앞에서 설명한 바와 같이 달러화의 供給이 대폭 增加할 전망인데 반하여 需要 側面은 다소 萎縮될 것이라고 전망되기 때문이다.

700원대 진입 시기: **700원帶 進入 時期**
 원화 환율이 800원을 무너뜨리고 700원대에 進入하는 時期는 外國人 株式投資限度가 擴大된 이후일 것으로 전망된다. 追加적으로 純流入될 株式投資資金의 規模가 올해 貿易收支 赤字 展望值인 20-30억 달러 정도일 것으로 추정되기 때문이다.

III. 政策的 分析

政府 換率政策의 問題點

경기와 물가 안정을 위한 원화 절상 목인 하반기에는 원화 환율의 절상이 예상되고 있으나 정부는 아직까지 이렇다할 정책을 제시하지 않고 있다. 景氣 安定 政策에 보다 많은 比重을 두어 원화 환율의 유지를 포기한 것으로 보인다. 오히려 환율의 절상이 물가안정에 도움이 된다는 점을 들어 원화의 절상을 반기는 듯한 인상이다.

경기과열 우려는 아직 성급 정부가 이렇게 景氣 安定 政策에 중점을 두고 있는 것은 景氣過熱에 대한 우려와 7월 가뭄피해에 의한 物價 上昇 때문이다. 실제로 한국 경제의 94년 上半期 成長率은 8.0%를 웃돌 것으로 추정(KDI 보고)되고 있고 下半

期에도 7-8%대의 高成長을 기록할 전망이다. 그러나, 현재의 경기가 과열 상태이라고 판단하기에는 아직 이른 것으로 보여진다. 한국 경기가 회복국면에 진입한지 이제 1년도 채 지나지 않았는데 벌써 경기가 과열되고 있다고는 믿기 어렵다. 따라서 성급하게 安定 政策에 比重을 두어 換率의 切上에 적절히 대처하지 못하면 한국 기업의 國際競爭力은 크게 低下될 것이다.

원화 절상이 소비자 물가에 미치는 효과 미약

한편 원화 절상이 消費者物價에 미치는 효과는 생각보다 크지 않다. 우리나라의 輸入을 用途別로 분류하면 原資材가 약 52-53%로 가장 많고 資本財가 36-37%를 차지하며, 消費財의 비중은 단지 10% 내외 정도이다. 따라서 원화 절상이 소비재 수입을 통하여 소비자물가에 직접적으로 미치는 영향은 미약하다고 할 수 있다. 한편 수입의 대부분을 차지하는 原資材와 資本財의 가격이 원화 절상을 통하여 引下되는 경우에 生産者物價는 그 영향을 받아서 下落할 것이다. 그러나 우리나라의 消費者物價는 生産者物價와의 관련이 아주 작다. (消費者物價의 上昇은 대부분 流通過程에서 발생한다.) 따라서 원화 환율의 절상이 원자재와 자본재의 가격은 하락시키지만 소비자물가는 크게 영향을 받지 않는다.

원화의 切上에 따른 否定的 效果

원화 환율이 8-9월 중
에 790-795로 절상시
94년: 무역수지 1-2
억 달러 악화

원화 환율의 절상은 貿易收支의 惡化 要因으로 작용한다. 원화 환율이 8월중에 790-795 수준으로 切上(808원 기준 2%)하게 되면 올해의 貿易收支는 예상보다 약 1-2억 달러 정도 악화될 것으로 예상된다. 790-795의 환율

95년: 무역수지 6-7 이 유지될 경우 95년에는 약 6-7억 달러 정도의 貿易收
 의 달러 악화 支赤字效果가 발생할 것으로 추정된다.

(참고: 貿易協會, 원화 10% 절상시 輸出企業의 採算性
 6.7% 惡化, 貿易收支 年間 44억 달러 赤字 效果)

원貨 換率의 適定 水準

원화의 실질실효환율: 원貨의 實質實效換率¹⁾은 79년 이후 87년까지 꾸준히 切
 (90=100 기준) 下하여 87년 貿易收支의 黑字 反轉에 큰 도움이 되었다.
 79: 80 그러나, 87-89년의 2년동안 원화의 實質實效換率은 약
 87: 130 (63% 절하) 24% 切上하여 82년 수준으로 되돌아 갔다. 89년 이후에
 89: 99 (24% 절상) 는 93년까지 4년동안 원화의 실질실효환율이 약 12% 切
 93: 111 (12% 절하) 下하였으나 아직 貿易收支의 均衡을 달성하지 못하고 있
 다. 物價指數 대신 賃金指數를 사용한 實質實效換率은 85
 임금지수 실질실효환율 年부터 89년까지 약 50% 切上하였고 89년 이후에도 꾸
 율은 89년 이후에도 절 準히 절상하고 있다. 이는 이 기간 중 한국의 賃金上昇率
 상, 85: 205, 89: 100, 이 交易相對國들의 賃金上昇率에다가 원화의 切下率을
 93: 82 (90=100 기준) 더한 것보다 더 높았다는 것을 보여준다. (9p 표 참조)

한편 80년대 중반이후 우리 나라를 추격하고 있는 東南
 亞國家들과의 實質換率 (購買力評價 基準)은 85년부터 89

1) 원화의 실질환율이란 미국 달러와 대비한 원화의 실제 구매력을 나타내는 것으로 이를 계산하는 데는 양국의 물가차이를 감안한다. 예를 들어 93년에 한국에서 자동차 한대의 생산원가가 800원이고 미국에서는 1달러라고 가정하면 원화의 대미 달러 환율은 800:1이 되어야 한다. 그런데 94년에 한국의 물가가 상승해서 자동차 생산 가격이 880원으로 10% 오르고 미국은 변화가 없다고 가정해보자. 이때 원화 환율이 800:1로 변화가 없으면 원화 환율을 93년 물가 수준으로 환산하면 800에서 10%를 제한 720:1이 된다. 즉 채산성이 전혀 맞지 않는 것이다. 따라서 원화 환율의 변동이 없더라도 실질환율이 절하하면 가격경쟁력이 좋아지는 것이고 절상하면 가격경쟁력이 나빠지는 것이다.

실질실효환율은 주요교역국들과의 실질환율들을(예: 대미달러 실질환율, 대마르크화 실질환율, 대엔화 실질환율) 각 국가별 교역량을 사용해서 가중평균하는 것으로 이는 주요교역국들과의 평균실질환율이 된다. 임금지수를 사용한 실질실효환율은 물가차이대신 임금지수를 고려하는 것으로 이는 곧 바로 기업의 국제 가격경쟁력을 나타낸다.

대동남아국가 실질환율은 85-89 기간 중 34% 절상 후 변동없음
 년까지 34%나 절상한 후 현재까지 변동이 없다. 이는 한국기업들의 대동남아국가 경쟁력이 89년 이후 원화의 꾸준한 평가절하에도 전혀 개선되지 않고 있음을 보여준다.

적정환율수준: 810-815 추정
 실질실효환율을 측면에서 볼때 適定한 원貨換率水準은 810-815인 것으로 추정된다. 무역수지측면에서 볼때에도 802-810 수준의 원화 환율에서 무역수지의 균형이 이루어지지 않고 있어서 810-815 수준이 적정 환율이라는 것을 뒷받침한다.

企業競爭力提高를 위한 政策提言

외국인 주식투자한도 확대의 95년 연기
 소폭 점진적인 확대
 해외 저리자금 조달 기회 확대
 해외자금 조달과 상업차관 도입을 현물반입에 우선적으로 허용하여 달러유입 억제

기업의 경쟁력을 제고하기 위한 정책은 다음과 같다. 첫째 外國人株式投資限度擴大를 95년 이후로 延期하고, 95년 이후에도 대폭적인 확대를 단행하는 것보다 小幅漸進的으로 擴大하는 것이 換率安定을 위해 바람직하다. 둘째, 勞使間의 和合에 各별한 정책적 배려가 필요하며, 경쟁력을 유지하기 위해서 物價와 賃金의 급격한 上昇을 막아야할 것이다. 셋째, 物價安定을 위해서 金利를 13%이하로 낮추는 것이 곤란할 경우 企業의 設備投資用 海外 低利資金 調達機會를 대폭 늘려주어야 할 것이다. 넷째, 社會間接資本에 대한 政府의 投資를 擴大하여 企業의 物流費用을 낮추는 것이다. SOC 投資에 民資를 유치하고 이를 위한 施設材 導入에 商業借款을 허용하는 것은 매우 좋은 政策이다. 한편 설비투자용 海外資金 調達이나 시설재도입을 위한 商業借款을 現物搬入에 우선 許容하여 달러 流入에 의한 原貨 切上을 막아야 할 것이다.

<원貨의 實質實效換率 推移>

	79	80	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93
원화 환율, 기말	484	660	701	749	796	827	892 3/4분기	861	792	684	667 2/4분기	716	761	788	808
임금상승률, %	26	19	20	15	9	10	9	7	19	10	23	18	18	13	4
무역수지, 억달러	-53	-48	-51	-26	-20	-14	-9	31	63	89	9	-48	-97	-52	-16
실질실효환율, 기말 ¹⁾	80	96	92	98	103	103	121	129	130	106	99	104	108	108	111
임금지수사용, 기말 ²⁾	171	216	206	201	204	201	205	188	149	121	100	93	86	81	82
실질환율, 기말	83	98	102	110	119	126	136	132	119	100	99	101	102	104	103
동남아실질환율, 기말 ³⁾	127	147	144	144	143	140	153	137	128	104	100	101	99	105	100

1) 미국, 일본 영국, 독일, 프랑스, 홍콩, 호주의 7개 국가 포함

2) 홍콩은 물가지수 사용

3) 인도, 인도네시아, 싱가포르, 말레이시아, 필리핀, 태국, 파키스탄의 7개국가 포함

주: 각 실효환율은 1990 평균=100 기준