

주요 내용

■ 원/달러 환율 결정 요인의 변화와 전망 ■

최근 외환시장 동향

- (엔/달러 환율에 연동) 원/달러 환율은 원/100엔 환율을 1,000원대로 유지시키려는 정부의 외환시장 간접 개입에 의해 엔/달러 환율에 연동하는 모습을 보임
- (환율 변동폭의 축소) IMF 체제 이후 급격한 등락(98년 1/4분기 중 일일 평균 30원)을 보이던 원/달러 환율의 일일 변동폭이 외환 거래 규모의 감소, 정부의 환율 안정화 노력 등으로 최근에는 6~7원 이하까지 축소됨

외환 위기 이전 환율 결정 요인

- 경상수지와 정부의 외환시장 개입이 원/달러 환율의 주요 결정 요인이었음
- 이는 경상수지 적자 누적으로 원화의 절하 압력이 지속되었고, 정부가 원화의 급격한 절하를 막기 위해 달러화를 공급한 것으로 나타났기 때문임

외환 위기 이후 환율 결정 요인

- 자본시장 개방으로 외국인의 직·간접 투자가 증가하면서 자본수지가 환율의 주요 결정 요인으로 부각됨
- 이는 완전 자유변동환율제, 자본시장 개방, 외환거래 자유화 등의 조치가 실시되면서 외환 시장이 확대될 수 있는 환경이 조성되었기 때문임

99년 원/달러 환율의 결정 요인과 전망

- (향후 결정 요인) 자본수지 흑자 규모, 경상수지 흑자 규모, 외환거래 자유화, 정부의 외환시장 간접 개입 여부 등
- (99년 전망) 2/4분기에는 엔화 약세가 추가 진행되면서 적정 환율을 유지하려는 정부의 간접적인 시장 개입이 지속될 것으로 보여 원/달러 환율도 동반 상승할 것으로 예상됨. 하반기 이후부터는 엔화가 다시 소폭 강세로 전환되고 달러화 공급 우위가 확대되면서 원/달러 환율의 완만한 하락이 전망됨

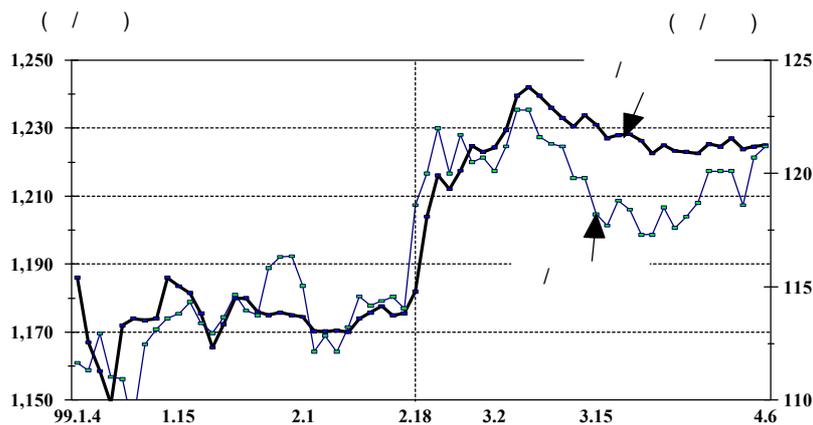
원/달러 환율 결정 요인의 변화와 전망

정 희 식 hsjoung@hri.co.kr ☎ 724-4042

【최근 외환시장 동향】

- 엔/달러 환율에 연동하는 원/달러 환율
 - 원/달러 환율은 2월 중순까지 하향 안정화 추세를 보이다가, 엔화 환율이 급등함에 따라 1,200원대로 급상승함
 - 115엔대에서 안정화 추세를 보이던 엔/달러 환율이 일본의 통화 확대 정책과 미국 경기의 예상외 호전 등으로 120엔대까지 상승한 것이 주원인임
 - 그리고 정부가 엔화 가치 하락에 따른 국내 기업의 수출 경쟁력 저하를 우려하여 공공 기관 및 국책 은행을 통해 달러를 적극적으로 매수하고 있기 때문임
 - 이에 따라 원/달러 환율이 엔/달러 환율에 연동하여 움직이게 됨

<그림 1> 최근 원/달러 및 엔/달러 환율 추이



- 원/달러 환율의 변동폭 축소

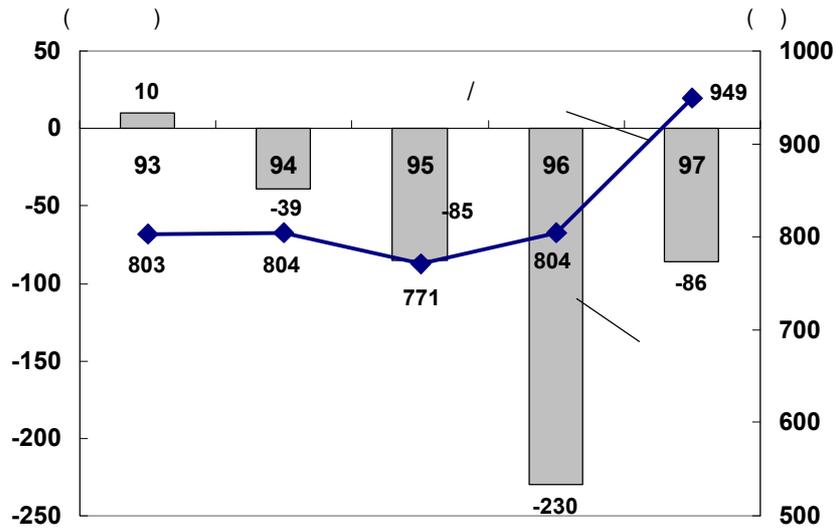
- IMF 체제 이후 급격한 변동성(volatility)을 보이던 원/달러 환율은 최근 안정화된 모습을 보이고 있음
 - 98년 1/4분기의 일일 평균 환율 변동폭은 1.9%(약 30원) 정도였지만, 98년 4/4분기 이후 평균 0.5%(6~7원) 이하로 축소됨
 - 97년 말 이후 완전 자유변동환율제가 시행된 점을 감안하면 이와 같은 일일 환율 변동폭은 매우 낮은 수치임
 - 이는 외환위기에 따른 환율의 오버슈팅(과잉 상승) 현상이 진정되고 있다는 것을 나타냄
- 환율 변동폭이 축소된 원인으로는 외환 거래 규모의 감소, 정부의 환율 안정화 노력 등을 들 수 있음
 - 일일 평균 외환시장 거래 규모가 97년 중 19.3억 달러에서 98년에는 11억 달러로, 그리고 99년 초에는 10억 달러 이하까지 축소된 상태임
 - 정부는 외국인의 급격한 환율 변동에 대한 불안감을 해소시키고, 외환 공급 우위에 의한 급격한 원화 절상 압력을 완화시키기 위해 외환시장에 간접 개입함

【원/달러 환율 결정 요인의 변화】

● 외환위기 이전

- (경상수지) 93년 이후의 경상수지 및 환율 추이를 보면, 경상수지가 환율 변동의 방향성을 결정하는 데 큰 영향을 미쳤음
 - 93년에 경상수지가 거의 균형을 이룸으로써 94년의 평균 원/달러 환율은 거의 변동이 없었던 것으로 나타남
 - 95년에는 경상수지가 적자를 기록했음에도 불구하고 환율이 소폭 하락했는데, 이는 270억 달러 이상의 자본수지 흑자에 기인한 것으로 판단됨
 - 95년부터는 경상수지 적자가 누적되기 시작하면서 원/달러 환율도 상승하기 시작했는데, 특히 96년과 97년의 누적 경상수지 적자가 300억 달러를 넘어섬으로써 환율은 900원대로 상승됨

<그림 2> 외환위기 이전 경상수지 및 평균 원/달러 환율 추이



- (자본수지) 90년 이후 97년까지 자본수지는 계속해서 흑자를 기록했음에도 불구하고, 환율을 하락시키는 요인으로 작용하지 못함
- 원/달러 환율은 96년의 대규모 경상수지 적자로 오히려 상승 추세를 나타냄
- 이는 자본수지가 환율에 미치는 영향이 경상수지보다 크지 않았다는 것을 의미함

<표 1> 외환위기 이전 자본수지 추이

(단위: 억 달러)

	1993	1994	1995	1996	1997
자본수지	27	103	168	233	13

자료: 한국은행, 「경제통계」, 각 연도.

- (정부의 외환시장 개입) 정부는 원화 가치의 과도한 절상 및 절하 압력에 대응, 외환시장 개입을 통해 환율을 안정화시키고자 함
- 1994~95년에 자본 유입 증대로 원화 절상 압력이 발생했을 때, 정부는 외환시장에서 달러를 적극 매수함(이때 외환보유고는 94년 말 257억 달러에서 96년 말 332억 달러로 대폭 증가)
- 96년에는 교역 조건 악화에 의한 경상수지 적자 확대로 원화 절하 압력이 발생했을 때, 정부는 달러 공급을 통해 이를 해소하고자 함(이때 외환보유고는 96년 말

의 332억 달러에서 97년 말 204억 달러로 급격히 감소)

● 외환시장 관련 제도 변화

- 외환위기 이후 완전 자유변동환율제, 자본 시장 개방, 외환거래 자유화 등이 이루어져 외환시장이 확대될 수 있는 환경이 조성됨
- 97년 12월부터 전일 대비 $\pm 10\%$ 의 환율 변동폭 제한을 폐지함으로써 완전 자유변동환율제를 실시했음
- 외자 유입 확대를 위해 97년 12월에 장단기 국공채의 외국인 투자 한도를 폐지하였고, 98년 5월부터는 외국인의 주식 투자 한도마저 철폐함으로써 주식 및 채권 시장의 개방을 확대하였음
- 그밖에 외국인 투자 촉진법 제정, 외국인 토지취득 전면 자유화, 외국인 M&A 허용, 외국인 투자 제한 업종의 개방 확대 등을 실시하였음
- 99년 4월 1일부터는 기업 및 금융기관 관련 외환 규제가 철폐되는 1단계 외환거래 자유화 조치가 발표됨

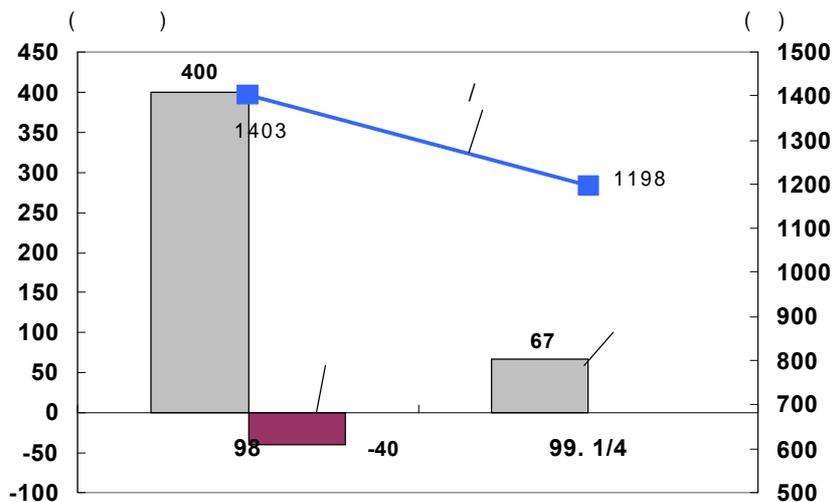
<표 2> 외환위기 이후 외환시장 관련 제도 변화

시행 일자	제도 변화 내용
97. 12	<ul style="list-style-type: none"> - 완전 자유변동환율제 실시 - 민간 기업의 장기(3년 이상) 차입 제한 철폐 - 장단기 국공채 및 회사채에 대한 외국인의 투자 한도 폐지
98. 5	<ul style="list-style-type: none"> - 외국인의 주식 투자 한도 철폐 - 외국인의 적대적 M&A 허용 - 외국인 투자 제한 업종의 개방 확대 <ul style="list-style-type: none"> · 외국인 투자 제한 업종이 42개 업종에서 31개 업종으로 축소
98. 7	<ul style="list-style-type: none"> - 외국인 토지 취득의 전면 자유화 - 외국인 투자 촉진법 제정
99. 4	<ul style="list-style-type: none"> - 1단계 외환 자유화 조치 실시 <ul style="list-style-type: none"> · 기업 및 금융 기관의 경상거래 및 자본 거래 규제 철폐 · 외환 선물 거래의 실수요 원칙 폐지

● 외환위기 이후

- (경상수지) 97년 말 외환위기로 원/달러 환율이 급등한 이후, 수출 확대 정책에 따른 대규모 경상수지 흑자로 환율이 하락함
 - 97년 말 한때 2,000원 근처까지 상승했던 원/달러 환율은 경상수지 흑자가 지속됨에 따라 98년 연말에는 1,200원대까지 하락함
 - 또 98년 경상수지 흑자가 무려 400억 달러에 달했고, 99년 들어서도 경상수지 흑자가 지속되면서 99년 1/4분기 평균 원/달러 환율은 1,198원까지 하락한 상태임
- (자본수지) 외환위기로 환율이 급등하였지만, 99년에는 자본수지가 흑자로 돌아서면서 환율을 하락시키는 요인으로 등장함
 - 99년 1/4분기 중 외국인 직접 투자는 20.5억 달러가 유입되었고, 외국인의 주식투자 순유입액도 20억 달러 이상으로 추정되고 있음

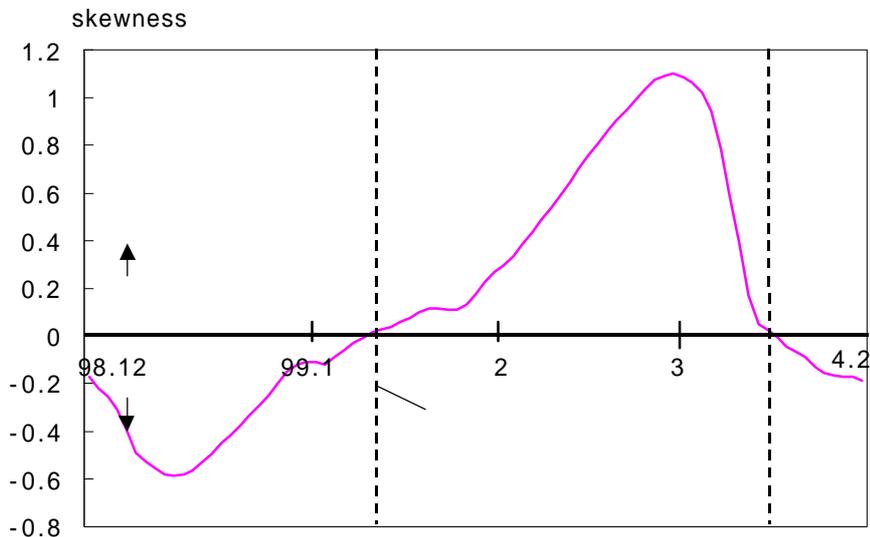
<그림 3> 외환위기 이후 경상수지, 자본수지 및 평균 원/달러 환율 추이



- (정부의 외환시장 개입) 99년 1월부터 원화가 과도한 절상 압력을 받게 되자 정부가 외환시장의 간접 개입을 통해 이를 해소하기 위해 노력함
 - 경상수지 흑자 지속, 외국인 직·간접 투자의 증가 등으로 원/달러 환율이 1,150원까지 하락했는데, 정부는 수출입은행 등을 통해 초과 공급된 달러를 매수함
 - <그림 4>는 99년 1월 중순 이후 지속된 정부의 외환시장 간접 개입이 원/달러

환율의 하락세를 상승세로 전환시켰음을 나타냄

<그림 4> 원/달러 환율의 상승 및 하락 압력의 흐름 분석



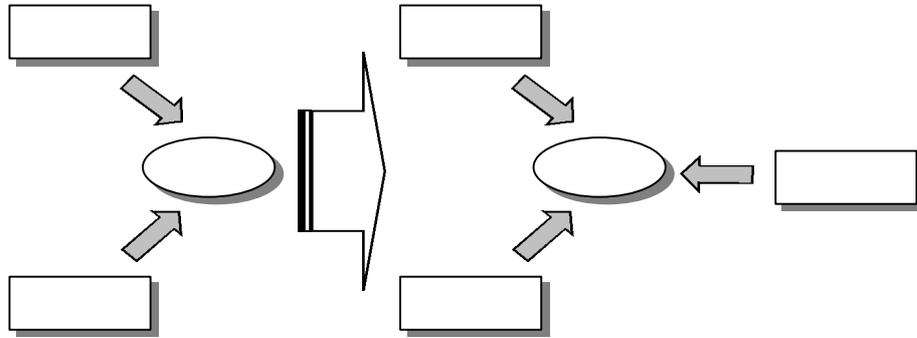
주: 1) skewness(왜도)=(평균-median)/표준편차(3개월치 자료 기준)

2) 평균이 median(최고 빈도수)보다 클 경우(skewness>0)는 원/달러 환율이 현재 증가 추세라는 것을 의미하며, 작을 경우(skewness<0)는 하락 추세라는 것을 의미함

● 소결

- 외환위기 이전에는 원/달러 환율 결정의 주 요인이 경상수지와 정부의 외환시장 개입이었던 것으로 판단됨
 - 경상수지 적자의 확대는 환율 상승의 지속적 압박 요인으로 작용하였고, 정부는 과도한 달러 수요를 해소하기 위해 외환시장에 달러를 공급함
 - 이는 원/달러 환율의 급격한 상승을 막는 데는 도움을 주었지만, 외환보유고를 크게 감소시키는 결과를 낳음
- 외환위기 직후에는 경상수지가 환율 결정의 주 요인으로 작용하였고, 최근에는 경상수지와 더불어 자본수지와 정부의 외환시장 간접 개입이 주 요인으로 부각됨
 - 경상수지 및 자본수지 흑자는 원/달러 환율을 하락시키고 있고, 정부는 외환시장의 간접 개입을 통해 원/달러 환율의 급속한 하락을 방어함

<그림 5> 원/달러 환율 결정 요인의 변화



【99년 원/달러 환율의 결정 요인과 전망】

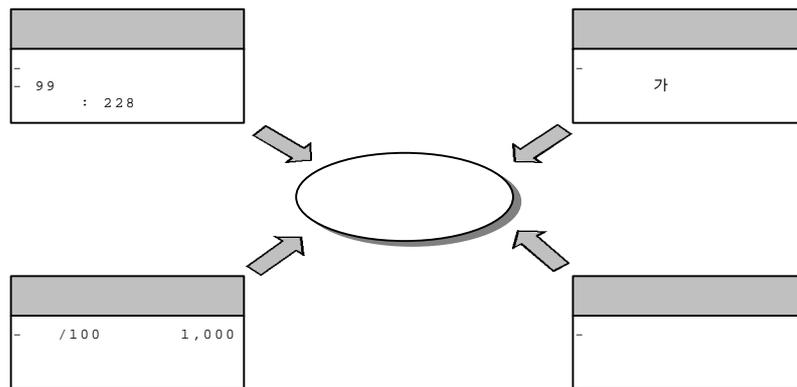
● 99년 원/달러 환율의 결정 요인

- 99년의 원/달러 환율 결정 요인으로는 기존의 경상수지, 자본수지, 정부의 외환시장 개입 뿐만 아니라 외환거래 자유화도 중요한 변수가 될 것임
- (경상수지) 99년에는 98년에 비해 경상수지 흑자 규모가 축소될 것이기 때문에 경상수지가 환율에 미치는 영향이 약간 감소할 것을 것으로 예상됨
 - 그러나 99년에도 200억 달러 이상의 흑자가 예상되기 때문에 원/달러 환율의 지속적 하락 요인으로 작용할 것임
- (자본수지) 외국인의 직·간접 투자가 더욱 증가할 것으로 예상됨에 따라 자본수지가 환율에 미치는 영향은 매우 커질 것임
 - 외국인 직접 투자 약 60억 달러, 외국인의 주식 및 채권 투자 약 70억 달러 등 외국인 직·간접 투자는 총 130억 달러에 이를 전망이다(현대경제연구원 전망치)
 - 이러한 자본 유입 증가에 의한 달러 초과 공급은 원/달러 환율을 하락시키는 요인으로 작용하게 될 것임
- (정부의 외환시장 개입) 원/100엔 환율을 암묵적으로 1,000원대에서 유지시키기 위한 정부의 외환시장 간접 개입은 당분간 지속될 것으로 보임
 - 그러나 외환시장 개입으로 인한 외환 보유고 증가가 비용¹⁾을 발생시키게 되고,

1) 이때의 비용은 주로 기회비용을 의미하는데, 달러 자산을 운용함으로써 발생될 수익을

- 외환거래 규모가 커지면 정부의 간접 개입 효과가 줄어들기 때문에 일정 시기에 가면 이를 중단할 수밖에 없을 것임
- 정부 개입의 중단 시기는 엔화가 현재의 약세 기초에서 강세 기초로 반전되는 시점이 될 것으로 판단됨
 - (외환거래 자유화) 외환거래 자유화 실시로 외환거래가 빈번해지게 되면 단기적으로 환율 변동폭이 확대될 것으로 예상됨
 - 또 금융기관이나 기업이 환위험을 회피하기 위해 외환 선물시장을 적극 활용한다면 주식시장에서와 마찬가지로 선물시장에서의 대규모 거래가 현물시장의 환율 변동폭을 확대시킬 수 있음

<그림 6> 99년 원/달러 환율의 결정 요인

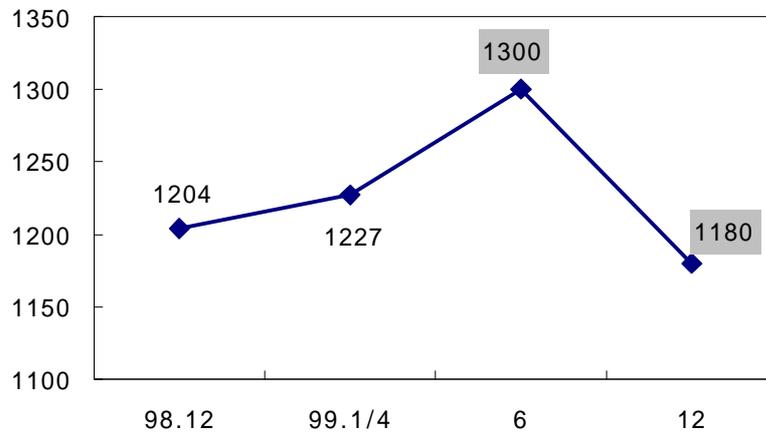


● 99년 원/달러 환율 전망

- 원/달러 환율은 상반기중 상승세, 하반기 이후부터 완만한 하락 예상
- 2/4분기 중 원/달러 환율은 120엔대 후반까지의 엔화 약세 진행, 정부의 원/100엔 환율 1,000원대 유지를 위한 외환시장 간접 개입 등으로 1,300원 근처까지 상승할 전망
- 엔화 약세의 이유는 일본의 통화 확대 정책이 계속될 것으로 보이고, 미국 경제의 성장세 지속으로 달러 강세가 예상되기 때문임
- 하반기 이후부터는 일본 경기 회복에 따른 엔화의 상승세 반전, 외국인 직·간접 기하는 데서 오는 손실을 나타냄

- 투자의 본격적인 증가, 외환시장의 거래 규모 확대에 따른 정부의 환율 방어 능력 제약 등으로 하락세가 지속되며 1,180원대까지 하락할 전망
- 일본의 경기 회복이 가시화되는 시점이 언제냐에 따라 달라지겠지만, 원/달러 환율은 달러 공급 우위가 확대되면서 점차 하락할 것으로 예상됨

<그림 7> 99년 원/달러 환율 전망



○ 경제 상식

외환 자유화

- 99년 4월부터 기업에 대해서는 경상 거래, 외화 채권 및 증권 매매, 1년 미만의 단기 차입 등이 자유화되고, 금융 기관에 대해서는 외환 업무에 대한 규제가 폐지됨
- 그러나 투기적 외환 거래에 대한 보완책으로, 신용등급 불량 기업의 1년 미만 단기 차입 제한, 외국인의 원화 차입 제한(1억 원) 등이 마련됨

외환 선물시장

- 외환 선물시장에서는 미래의 일정 시점에서 달러를 직접 사고 파는 원/달러 선물과 권리만을 사고 파는 원/달러 옵션이 거래됨
- 외환 자유화 조치로 외환 선물 거래의 실수요 원칙이 폐지되면서 외환 선물시장이 활성화될 것으로 예상됨