

환율과 경상수지의 구조적 변화와 정책방향

한민수 대외경제정책연구원 국제거시금융실
국제거시팀장
mshan@kiep.go.kr

안성배 대외경제정책연구원 국제거시금융실장
sungbae@kiep.go.kr

김효상 대외경제정책연구원 국제거시금융실
국제금융팀 부연구위원
hyosangkim@kiep.go.kr

김수빈 대외경제정책연구원 국제거시금융실
국제거시팀 전문연구원
sbkim@kiep.go.kr

이진희 대외경제정책연구원 국제거시금융실
국제거시팀 전문연구원
jinhee@kiep.go.kr

김소영 서울대학교 경제학부 교수
soyoungkim@snu.ac.kr

편주현 고려대학교 국제경영학과 교수
jhyun@korea.ac.kr



차 례

1. 연구의 배경 및 목적
2. 조사 및 분석 결과
3. 정책 제언

주요 내용

- ▶ 본 연구는 원화 약세 시 평가절상 압박에 대한 실증적 근거와 대응논리를 제공하는 한편, 원화 강세 시 우리나라 기업의 수출경쟁력에 미치는 영향을 분석해 정책방향을 제시하고자 함.
- ▶ 경상수지 및 환율의 결정요인과 외환시장 개입 정책이 환율에 미치는 영향을 분석한 결과는 다음과 같음.
 - 국내금융시장이 발전하거나 국제금융시장에 대한 접근성이 강화되면 경상수지 불균형(흑자)은 장기적, 구조적 관점에서 점차 완화될 수 있음.
 - 외환시장 개입 정책의 환율 변화에 대한 영향은 단기적이었으며, 이는 외환시장 개입이 환율의 장기적 추세를 변화시킬 수 없음을 시사
 - 개별 환율에 대한 달러화의 영향력은 여전히 크며 그 차이는 개별 국가의 자본유출입과 글로벌 금융사이클 간의 유사성과 상당히 연관되어 있음.
 - 또한 위안화 요인의 원화 변동성 설명력이 높게 나타났으며, 이는 원화-위안화 동조화가 구조적으로 불가피함을 시사
- ▶ 환율 변화가 수출기업에 미치는 영향은 기업 규모별로 상이하게 나타나며, 특히 원화 강세는 상대적으로 규모가 작은 중소기업의 수출, 수익성, 투자, 부가가치 등에 미치는 부정적인 영향이 크므로 이에 대한 지원이 필요
 - 수출중소기업에 대한 지원책으로 시장정보 제공 지원 강화, 무역조정 지원제도의 개선 등을 논의할 필요

1. 연구의 배경 및 목적

- 국제통화기금(IMF)과 미국 재무부는 일국의 경상수지 불균형을 인위적인 정책 개입을 통한 시장 왜곡의 결과로 해석하기도 하며, 환율조작국 지정을 통해 시정조치, 상계관세 납부 등을 요구
 - IMF는 주요 30여 개국의 대외부문을 평가하며, 실질실효환율 수준에 대한 평가 결과는 미국 재무부가 환율조작국 판단 시 활용하기도 함.
 - IMF는 2012년부터 주요 30여 개 국가의 경상수지, 실질실효환율, 대외자산 및 부채, 자본이동 등에 대한 현황 및 평가, 관련 정책, 당시 주요 현안 등을 다루는 다자적 관점의 분석보고서인 「대외부문보고서(External Sector Report)」를 발간
 - 미국 재무부는 종합무역법(1988)과 교역촉진법(2015)에 근거해 국제무역에서 경쟁우위를 확보하기 위한 외환시장 개입 행태를 감시해 오고 있음.
 - 미국 재무부는 1989년 4월부터 「미국 주요 교역 상대국의 환율 정책보고서(Foreign Exchange Policies of Major Trading Partners of the United States)」에 관찰대상국 및 심층분석대상국(환율조작국)을 발표
 - 미국 상무부의 '상계관세 규정에 대한 개정안'(2020년 2월)에 따라 상계관세라는 실효성 있는 무역 조치를 활용해 환율조작국에 실질적인 압박을 가할 수 있게 됨.
- 최근 세계경제 상황을 고려할 때 우리나라에 대한 환율 압박은 과거에 비해 줄어들 것으로 예상되나, 원화 가치의 하락과 관련된 분석은 여전히 중요
 - 미국 조 바이든 신행정부는 세계무역기구를 통한 다자주의 체제 안에서 통상 이슈에 접근할 가능성이 크며, 2021년 세계경제는 기저효과, 적극적인 경기부양책 시행 등의 효과로 회복할 전망
 - 다만 미국이 자국 중심의 공급망 재편전략을 펼치는 과정에서 환율 등 대외부문 요건을 협상의 지렛대로 활용할 가능성을 완전히 배제할 수 없음.
- 한편 원화 강세가 지속될 경우 환율 압박은 완화되겠지만 우리 기업의 수출경쟁력 등에는 부정적인 영향을 미칠 수 있으므로 원화 가치의 상승에 대해서도 주목할 필요 있음.
- 위와 같은 배경하, 본 연구를 통해 원화 약세 시 환율 압박에 대한 실증적 근거와 대응논리를 제공하는 한편, 원화 강세 시 우리 기업의 수출경쟁력 등에 대한 영향을 실증적으로 분석해 정책방향을 제안해 보고자 함.

2. 조사 및 분석 결과

1) 경상수지 및 환율의 결정요인

① 경상수지의 결정요인: 국제금융시장 접근성 고려

- 경상수지는 국가간 국제금융 및 통상 분야를 논의할 때 참여한 대립을 가져올 수 있는 경제지표로 적정수준에 대한 평가 및 판단의 근거가 필요

● 대표 선행연구인 Chinn and Parasad(2003), IMF의 대외균형평가(EBA: External Balance Assessment) 체계 등에 따르면 일국의 정책, 다양한 경기순환적 및 구조적 요인이 경상수지를 결정

- 경상수지는 국민경제에서 저축과 투자의 차이인 순저축(net savings)이므로 저축과 투자에 영향을 주는 장단기 요인이 경상수지를 결정한다고 볼 수 있음.
- 한편 IMF는 2012년 EBA 체계 도입 후 2015년과 2018년, 두 번의 개선작업을 수행
 - EBA 체계는 공공부문 정책의 영향과 잠재적인 왜곡을 고려해 바람직한 정책을 식별하는 성격의 것으로 규범적(normative) 성격을 지님.
- 이는 EBA에서 인구구조, 제도적 수준, 거시경제 정책 등 개별 국가의 구조적 특성을 잘 반영하여서 글로벌 차원의 불균형 해소를 위한 정책공조를 효과적으로 이끌어내기 위한 것으로 판단됨.

● 그러나 경상수지 결정요인에 대한 기존 연구에서 국가간 구조적인 측면에 대한 고려는 부족한 실정이며, 기존 모형에서 예측하는 균형 경상수지 추정치와 실제 경상수지는 차이(gap)를 보여왔음.

- 이는 기존 이론만으로는 경상수지를 설명하는 데 한계가 있음을 시사
- 또한 그동안 미국, 유럽 등 기축통화를 보유하는 국가나 IMF 등 국제기구를 중심으로 연구가 진행되어왔던 사실도 주목할 필요

● 이에 따라 본 연구에서는 국가간 구조적인 요인 중 국제금융시장 접근성을 고려

- 현재의 국제금융체계가 국제금융시장에서 상대적인 열위에 있는 국가는 경상수지를 축적하여(경상수지 흑자를 유지하여) 대외자산을 축적하려는 동기(precautionary savings)가 있음.
- 반대로 금융 부문이 발전했거나 결제통화를 보유한 국가는 상대적으로 위험 회피도가 낮으며, 위험 공유(international risk sharing)의 대가로 더 높은 금융소득을 얻음으로써 경상수지 적자가 발생할 수 있음.

- [자료 및 분석방법] Chinn and Parasad(2003) 모형에 기반해 국제금융시장 접근성 변수를 더해 경상수지 결정요인을 식별하는 한편, 모형이 추정하는 우리나라 경상수지 적합값(fitted value)과 실제 경상수지 간 차이(gap)를 살펴봄.

- 48개 국가¹⁾를 대상으로 5년 비중첩 평균 패널을 구성, 패널 고정효과 모형을 통해 1986~2016년까지의 균형 경상수지 규모를 추정
 - $CA_{i,t}$ 는 GDP 대비 경상수지, $X_{i,t}$ 는 경상수지 결정요인 변수, α_i 는 국가 고정효과, μ_i 는 시간 고정효과를 나타냄.

$$CA_{i,t} = X_{i,t}\beta + \alpha_i + \mu_t + \varepsilon_{i,t} \quad \text{식 (1)}$$

- 경상수지 결정요인에 Chinn and Parasad(2003) 등에서 제안한 재정수지, 순대외자산, 상대소득, 인구통계변수, 경제성장률, 경제 개방도, 원유순수출 등과 국제금융 접근성의 대리변수인 해외채권 신규 발행액, 기축통화 지위 보유 여부, 민간 신용을 포함

표 1. 경상수지 결정요인별 정보

결정요인	이론적 부호	설명	변환	출처	
재정수지	+	정부수입 - 정부지출	GDP 대비 비율	IMF WEO	
순대외자산	+/-	순대외자산	GDP 대비 비율	IMF EBA	
1인당 상대소득	+	1인당 GDP	미국 대비 비율	WDI	
경제성장률	-	실질 GDP 성장률	-	WDI	
인구 통계	유년부양비	-	15세 이하 인구 비중	모든 국가의 표본가중 평균에 대한 비율	WDI
	노년부양비	+/-	65세 이상 인구 비중	"	WDI
	기대수명		출생 시 평균 생존년수	-	WDI
개방도	무역	+/-	무역액(수출+수입)	GDP 대비 비율	WDI
	자본	-	Chinn and Ito 지수	-	Chinn and Ito(2007)
원유순수출	+	원유수출액 - 원유수입액	GDP 대비 비율	IMF EBA	
국제 금융시장 접근성	금융시장 발전	-	민간 신용	GDP 대비 비율	WDI
	해외채권 신규발행액	-	해외채권 신규발행액	GDP 대비 비율	BIS
	기축통화 지위	-	전 세계 외환보유액에서 자국 통화 비율	IMF EBA	

자료: 저자 작성.

1) 과테말라, 그리스, 남아프리카공화국, 네덜란드, 노르웨이, 뉴질랜드, 덴마크, 독일, 러시아, 말레이시아, 멕시코, 모로코, 미국, 벨기에, 브라질, 스리랑카, 스웨덴, 스위스, 스페인, 아르헨티나, 아일랜드, 영국, 오스트리아, 이스라엘, 이집트, 이탈리아, 인도, 인도네시아, 일본, 중국, 체코, 칠레, 캐나다, 코스타리카, 콜롬비아, 태국, 터키, 튀니지, 파키스탄, 페루, 포르투갈, 폴란드, 프랑스, 핀란드, 필리핀, 한국, 헝가리, 호주.

● [주요 분석결과] 금융시장 발전 및 해외채권 발행비율이 통계적으로 유의하게 경상수지를 감소시키는 요인으로 작용했고, 국제금융시장 접근성을 고려하지 않을 경우 한국과 신흥국의 균형 경상수지를 과소 측정해 경상수지 갭이 과대 측정

- 국제금융 접근성이 높을수록 균형 경상수지가 감소하는 경향이 나타났으며, 이는 국제금융시장에서 국가의 상대적인 위상이 구조적 경상수지 수준을 결정하는 요인으로 작용할 수 있음을 시사
- 국제금융시장 접근성을 고려하지 않은 기본 모형은 1986~2016년까지 한국의 경상수지를 과소 측정해 경상수지 갭을 약 1.0~2.1%p 과대 추정(표 2의 (1) 및 (4) 모형 기준)

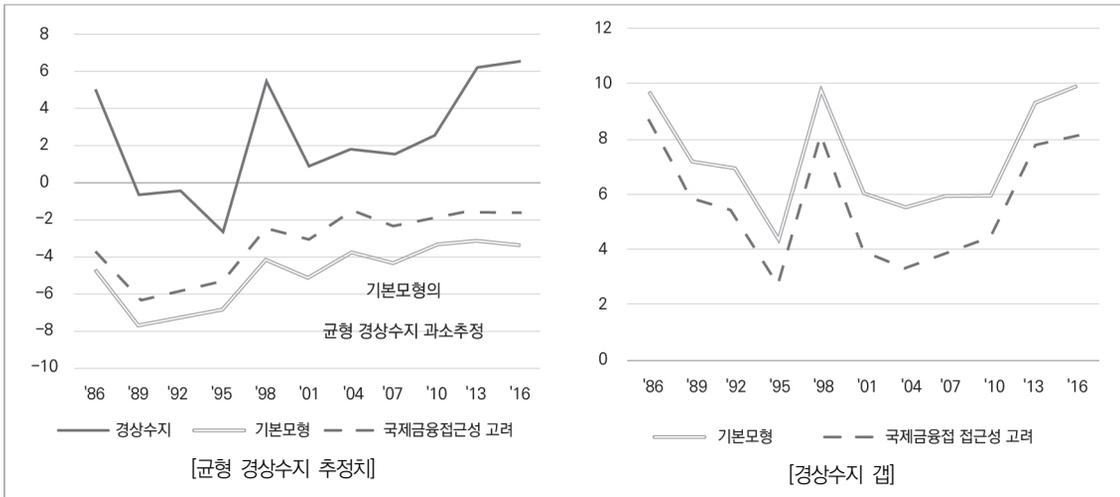
표 2. 경상수지 결정요인 모형 추정결과

결정요인	(1) 기본	국제금융시장 접근성 고려		
		(2) 해외채권 발행액	(3) 기축통화 지위	(4) 해외채권 발행액 및 기축통화 지위
재정수지	0.312***	0.281***	0.298***	0.273***
순대외자산	0.003	0.010	0.002	0.009
1인당 상대 소득	-0.070	-0.027	-0.067	-0.026
경제성장률	-0.254**	-0.272**	-0.252**	-0.270**
유년부양비	0.141*	0.141*	0.135*	0.137*
노년 부양비	0.384***	0.322**	0.366***	0.312**
기대수명	0.176	0.165	0.177	0.166
무역 개방도	0.081***	0.072***	0.078***	0.071***
자본 개방도	-0.351	-0.298	-0.342	-0.293
원유 순수출	0.464**	0.489***	0.457**	0.483**
금융시장 발전	-0.049***	-0.042***	-0.046***	-0.041***
해외채권 신규발행액	-	-0.136**	-	-0.131**
기축통화 지위	-	-	-0.136	-0.093

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.
 자료: 저자 작성.

그림 1. 한국의 균형 경상수지와 경상수지 갭

(단위: GDP 대비 %)



자료: 저자 작성.

② 환율의 결정요인: 무역 및 금융변수 활용

● 미국 달러화의 개별 국가의 환율에 대한 영향력이 국가별로 차이가 있는지와 만약 차이가 있다면 그 원인은 무엇인지를 살펴봄.

● [자료 및 분석방법] 개별 국가 명목환율의 달러화 요인에 노출된 정도인 요인부하(factor loading)를 회귀분석해 추정하며, 일국의 무역 및 금융 여건이 요인부하의 국가별 차이를 설명할 수 있는지 검정
 - 30개 국가²⁾ 대상, 2006년 1월부터 2020년 7월까지 월별 자료를 활용해 요인부하를 추정
 ○ 요인부하는 β_i , $TRIANGLE_{i,t+1}$ 및 $TRIANGLE^{*}_{i,t+1}$ 은 각각 i 국 명목환율 변화율 및 분석대상국의 달러 대비 명목환율 변화율의 단순평균³⁾

$$\Delta e_{i,t+1} = \alpha_i + \beta_i \Delta e_{t+1}^* + \epsilon_{i,t+1} \quad \text{식 (2)}$$

- GDP 대비 경상수지(2006~19년 평균), 무역 개방도, 개별 국가의 자본유출입 변화율(월평균 및 표준편차), 자본유출입과 글로벌 펀드의 자본이동 간 상관관계 등 일국의 무역 및 금융 여건의 요인부하에 대한 설명력을 검정

○ $\hat{\beta}_i$ 는 i 국의 기울기 계수, G_i 는 i 국의 기울기 계수에 영향을 미칠 수 있는 무역 및 금융 요인

$$\hat{\beta}_i = \gamma + \delta' G_i + \nu_i \quad \text{식 (3)}$$

2) 미국을 제외한 선진국 11개, 신흥국 19개.

3) 개별 국가 충격의 영향을 소거한 달러화 요인(dollar factor)으로 시스템 리스크 요인으로 해석할 수 있음.

● [주요 분석결과] 대부분의 선진국과 신흥국에서 요인부하가 1% 신뢰수준에서 통계적으로 유의하게 추정되었으며, 금융 요인 중 자본유출입과 글로벌 펀드의 자본이동 간 상관관계가 요인부하와 관련성이 높은 것으로 나타났음.

- 일본을 제외한 모든 선진국과 이집트를 제외한 모든 신흥국에서 요인부하가 1% 신뢰수준에서 통계적으로 유의하게 추정되었으며, 결정계수(R^2) 평균은 선진국과 신흥국 각각 0.53, 0.47로 달러화 요인의 변동이 개별 국가 환율에 상당히 반영되는 것으로 나타났음(표 3과 표 4 참고).

표 3. 달러화 요인 추정치(선진국)

국가	α	β	R^2	$Adj R^2$
호주	-0.20* (0.12)	1.10*** (0.07)	0.70	0.70
캐나다	-0.09 (0.13)	0.96*** (0.10)	0.55	0.55
덴마크	-0.20* (0.11)	1.09*** (0.07)	0.70	0.70
유로지역	-0.20* (0.11)	1.10*** (0.08)	0.70	0.70
아이슬란드	0.30 (0.28)	1.07*** (0.20)	0.27	0.27
일본	-0.07 (0.20)	0.21* (0.12)	0.03	0.02
뉴질랜드	-0.23 (0.20)	1.50*** (0.10)	0.64	0.63
노르웨이	0.07 (0.13)	1.37*** (0.08)	0.72	0.71
스웨덴	-0.17 (0.15)	1.27*** (0.07)	0.70	0.69
스위스	-0.37** (0.15)	0.94*** (0.11)	0.47	0.47
영국	0.02 (0.18)	0.76*** (0.02)	0.38	0.37
선진국 평균	-0.12	1.03	0.53	0.53

주: 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

2) () 안의 숫자는 Newey-West Autocorrelation이 조정된 표준오차를 나타냄.

자료: 저자 계산.

표 4. 달러화 요인 추정치(신흥국)

국가	α	β	R^2	$Adj R^2$
브라질	0.22 (0.22)	1.63*** (0.15)	0.56	0.56
칠레	0.04 (0.21)	1.16*** (0.17)	0.47	0.46
중국	-0.11** (0.06)	0.16*** (0.03)	0.14	0.14
콜롬비아	0.05 (0.22)	1.45*** (0.12)	0.55	0.55
체코슬로바키아	-0.29** (0.12)	1.36*** (0.09)	0.69	0.68
이집트	0.62 (0.44)	0.76 (0.70)	0.04	0.04
헝가리	-0.10 (0.17)	1.69*** (0.13)	0.70	0.70
인도	0.16 (0.15)	0.74*** (0.06)	0.44	0.44
인도네시아	0.08 (0.16)	0.85*** (0.12)	0.39	0.38
한국	-0.10 (0.17)	1.13*** (0.12)	0.54	0.54
말레이시아	-0.07 (0.19)	0.75*** (0.07)	0.55	0.55
멕시코	0.21 (0.19)	1.27*** (0.11)	0.57	0.57
페루	-0.06 (0.10)	0.40*** (0.06)	0.28	0.28
필리핀	-0.13 (0.11)	0.45*** (0.05)	0.35	0.35
폴란드	-0.21 (0.15)	1.69*** (0.09)	0.78	0.78
러시아	0.35 (0.31)	1.41*** (0.17)	0.41	0.41
남아프리카공화국	0.32 (0.23)	1.65*** (0.09)	0.56	0.56
태국	-0.25** (0.11)	0.50*** (0.05)	0.51	0.51
터키	0.77** (0.26)	1.31*** (0.15)	0.38	0.38
평균	0.08	1.07	0.47	0.46

주: 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

2) () 안의 숫자는 Newey-West Autocorrelation이 조정된 표준오차를 나타냄.

자료: 저자 계산.

- 관측치가 30개로 충분치 않아 강건한 결과로 해석하기 어려우나, 자본유출입과 글로벌 펀드의 자본이 동 간 상관관계가 요인부하와 관련성이 높은 것으로 나타났던 반면, 자본유출입 평균 및 표준편차는 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못했으며, 무역요인은 모형에 따라 영향력이 다르게 나타났음(표 5 참고).

- 자본유출입 상관관계 단일변수 모형 (1)에서 결정계수(R^2)는 0.19로 자본유출입 상관관계가 요인부하의 차이를 19% 설명함을 의미

표 5. 달러화 요인 추정치(신흥국)

종속변수 $\hat{\beta}$	모형 (1)	모형 (2)	모형 (3)	모형 (4)
상수항	-0.50 (0.61)	-0.55 (0.64)	0.85*** (0.19)	-0.55 (0.77)
자본유출입 상관관계	2.18*** (0.85)	2.60*** (1.00)		2.24** (1.06)
자본유출입 평균		-0.35 (0.62)		
자본유출입 표준편차		-0.17 (0.21)		
GDP 대비 경상수지			-0.03* (0.020)	0.002 (0.02)
GDP 대비 무역 개방도			0.003 (0.0024)	
R^2	0.19	0.24	0.11	0.20

주: 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

2) () 안의 숫자는 표준오차를 나타냄.

자료: 저자 계산.

- [추가 분석4] 위안화 요인이 개별 통화에 미치는 영향을 분석한 결과, 위안화 요인부하는 선진국 중 영국, 신흥국 중 한국, 말레이시아, 러시아에서 통계적으로 유의한 것으로 추정

③ 달러 및 위안화 요인의 동태적 영향

- 롤링윈도우(rolling window) 기법을 식 (2)와 [각주 4]의 식에 반복적으로 적용해 시간 흐름에 따른 결정계수 (R^2) 변화를 살펴봄.

- 국가별 차이는 있지만 달러화 요인이 평균적으로 환율 변동의 50%를 설명하는 것으로 나타났음.

4) 다음의 두 요인 모형(two factor model)을 추정:

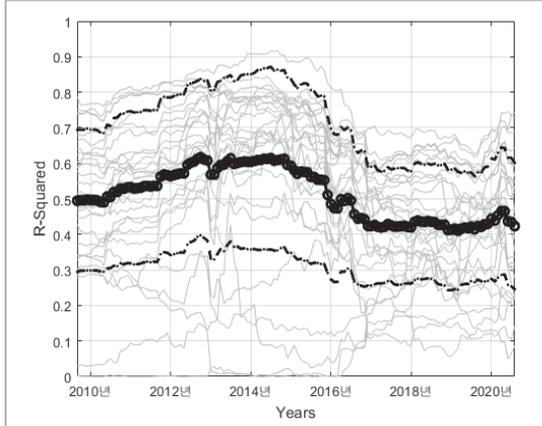
$$\Delta e_{i,t+1} = \alpha_i + \beta_i \Delta e_{t+1}^* + \theta_i \Delta e_{t+1}^{CNY} + \epsilon_{i,t+1}$$

Δe_{t+1}^{CNY} 는 모든 국가들의 중국 위안화 대비 명목환율 변화율의 평균값을 나타내며, 달러 요인 변화율과 달러 대비 중국 위안화 변화율의 차이($\Delta e_{t+1}^{CNY} \equiv \Delta e_{t+1}^* - \Delta e_{CNY,t+1}$)로 산출.

- 위안화의 변동은 평균적으로 환율 변동의 2%를 설명하지 못하는 것으로 추정되어 위안화의 영향은 제한적인 것으로 나타났으나, 한국의 경우 최근 위안화 요인의 영향력이 빠르게 증가해 5%를 상회

그림 2. 달러화 요인 모형의 동태적 결정계수

(단위: 2015년 1월=0, %)

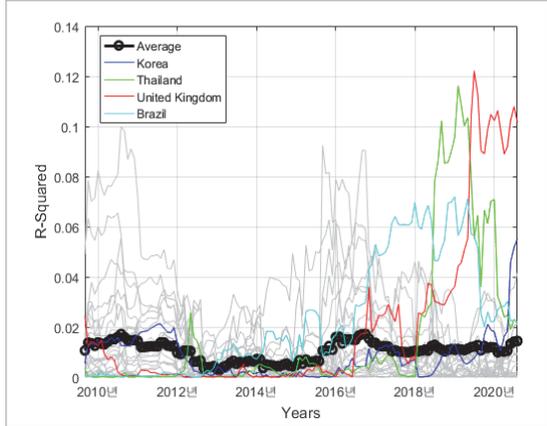


주: 회색선은 30개 개별환율에 대한 결정계수를 나타내고, 원을 포함한 검은 선은 30개 개별환율에 대한 결정계수의 평균, 검은 점선은 1표준편차 신뢰구간을 나타냄.

자료: 저자 계산.

그림 3. 위안화의 동태적 설명력

(단위: 2015년 1월=0, %)



주: 회색선은 29개 개별환율에 대한 결정계수 차이를 나타내고, 빨간 선은 한국 원화에 대한 결정계수 차이, 원을 포함한 검은 선은 30개 개별환율에 대한 결정계수의 평균을 나타냄.

자료: 저자 계산.

④ 정책적 시사점

● 국내 금융시장이 발전하거나 국제금융시장에 대한 접근성이 강화되면 경상수지 불균형은 장기적·구조적 관점에서 점차 완화될 수 있음.

- 국제금융시장 여건을 고려하지 않은 기존의 균형 경상수지 추정치는 한국 및 신흥국의 구조적 경상수지를 과소 측정하였을 가능성이 있음.
- 현 국제통화제도하에서 글로벌 불균형은 일정 부분 구조적으로 발생할 수밖에 없는 현상으로 해석할 수 있음.

● 원화 약세 현상이 발생했을 경우 위안화 약세의 영향을 살펴볼 필요

- 위안화와 동조화 현상은 일부 국가에서 제한적으로 나타나고 있어 세계적인 추세로 보기 어려우나 우리나라의 경우 위안화 약세가 심화될 경우 원화 약세가 구조적으로 불가피할 수 있음.

2) 외환시장 개입 정책이 환율에 미치는 영향

● 통화정책과 외환시장 개입 정책이 환율에 미치는 영향을 살펴보려면 두 정책과 환율 간 상호 연관성을 고려해 함께 분석하는 것이 바람직

- 외환시장 개입 정책은 통화정책, 환율과 상호 연관 관계가 있으므로 정책 효과를 보다 명확히 분석하기 위해 두 정책 모두 명시적으로 모형화해야 함을 의미
- 즉 통화정책 충격과 환율 충격을 제거한 후 외환시장 개입 정책 충격을 식별하고 그 충격이 환율에 미치는 영향을 분석해야 함.

① 실증분석

- [분석방법] 충격반응함수에 [표 6]의 부호제약을 가해 통화정책 충격, 통화정책과 직교하는 외환시장 개입 충격과 환율 충격, 환율 충격에 직교하는 외환시장 개입 정책 충격의 순서로 식별
 - Kim and Kim(2019)에서 제안한 충격반응함수에 부호제약을 부가하는 구조 벡터자기회귀(Structural VAR) 모형을 사용
 - 1999년 1월부터 2020년 3월까지의 월별 자료를 이용했으며, 6개 시차를 가정, 충격 후 6개월간의 충격 반응함수에 [표 6]의 부호 제약들을 부가

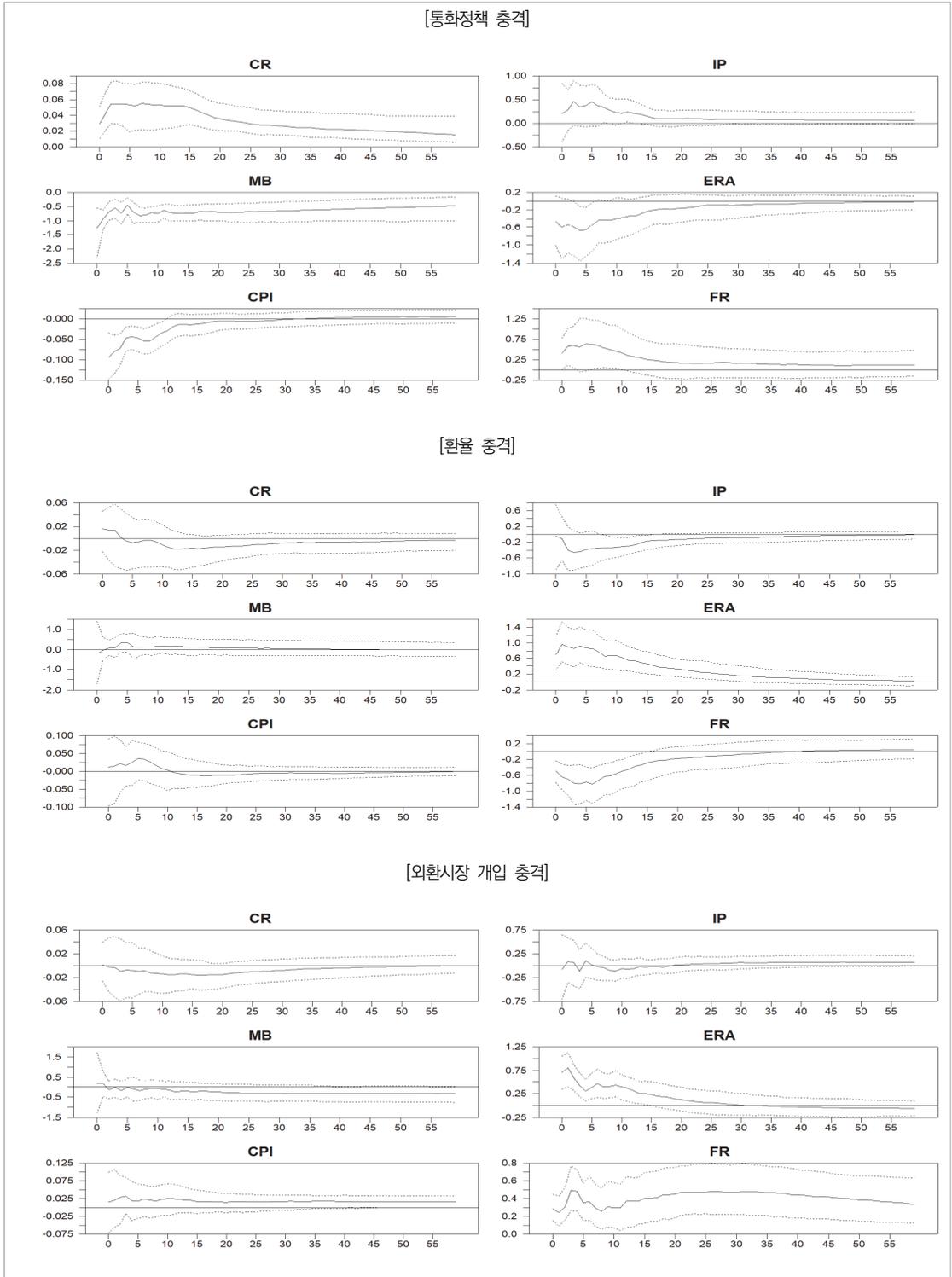
표 6. 충격반응함수에 대한 부호제약

충격	콜금리 (CR)	본원통화 (MB)	소비자물가지수 (CPI)	산업생산 지수(IP)	대미환율 (ERA)	외환보유액 (FR)
통화 정책 충격	+	-	-			
환율 충격					+	-
외환시장 개입 정책 충격					+	+

자료: 저자 정리.

- [분석결과] 외환시장 개입이 환율에 유의한 영향을 미치고 있으나 그 영향은 단기적으로 나타났으며, 이는 외환시장 개입 정책의 불태화에 어느 정도 기인
 - 영구적인 외환시장 개입 정책의 환율에 대한 효과가 1~2년 내에 사라진다는 결과는 외환시장 개입으로 환율의 추세를 바꾸기는 어렵고 단기적인 안정화에만 기여할 수 있다는 것을 의미
 - 대미 환율은 외환시장 개입 충격 후 첫 월에 0.7%p 정도 증가하고 다음 달에 약간 더 증가한 후 점차 감소하기 시작하여 약 2년 후에 원래 수준으로 돌아오며, 이러한 반응은 정책충격 후 약 1년 반 정도까지 84% 확률로 0과 다른 것으로 나타남.
 - 한편 본원통화의 유의한 증가는 나타나고 있지 않기 때문에 외환시장 개입 정책이 불태화되어 통화량 변화를 유인하지 못하는 것과 관련이 있음.
 - 강건성 체크를 위해 부호제약을 부가하는 기간을 변경하는 등 추가 분석을 수행해도 외환시장 개입 정책의 효과는 위와 유사하게 나타났음.

그림 4. 충격반응함수



자료: 저자 작성.

② 정책적 시사점

- 외환시장 개입 정책이 환율에 유의한 영향을 미친다고 보기 어려우며, 이는 결국 외환시장 개입이 환율의 일시적 안정화 효과밖에 없음을 의미
 - 또한 외환시장 개입이 환율 수준을 영구적으로 변화시켜 결국 무역수지를 구조적으로 변화시킨다는 논리는 설득력이 없음.
- 이는 지속적인 한국의 (대미) 무역수지 흑자가 외환시장 개입 정책에 따른 환율 절하 때문에 발생했다는 주장과, 지속적인 무역수지 불균형을 해소하기 위해 외환시장 개입 정책을 수행하지 말아야 한다는 주장에 대한 대응논리로 활용할 수 있음.

4) 환율 변화가 우리나라 수출기업에 미치는 영향: 기업 규모별 분석

- 본 연구는 총자본액과 매출액의 규모에 따라 수출기업을 세분화하고, 기업 규모별로 환율 변화가 수출기업의 경영활동과 관련된 다양한 변수에 미치는 영향을 살펴봄.

① 실증분석

- [자료 및 분석방법] 우리나라 수출기업에 대해 총자본액과 매출액을 기준으로 5분위로 나누고, 다변수 고정효과 회귀모형을 사용해 산업별 실질실효환율이 기업별 수출, 수익성, 요소소득부가가치 등에 미치는 영향을 살펴봄.
 - 분석기간은 2007~18년이며, 환율은 일본 경제무역산업연구원(REITI)의 산업별 실질실효환율 자료를 사용해 '기업활동조사'의 기업들을 REITI의 산업 분류 기준과 같은 기준으로 분류
 - 환율 변화가 가져오는 외생적인 충격 식별을 위해 기업의 의사결정에 영향을 줄 수 있는 생산성, 노동자 수, 노동자 1인당 자본 등의 변수를 통제변수로 포함
- [주요 분석결과] 규모가 작은 수출기업에서 환율의 평가절상과 수출 간 음(-)의 관계가 보다 뚜렷했으며, 환율의 평가절상이 경영여건 악화와 미래를 위한 투자 감소를 초래하는 결과가 나타났음(표 7, 8 참고).
 - 환율이 1%p 평가절상됨에 따라 1분위와 2분위에 속하는 수출기업들은 1%p 이상의 수출 감소를 보여주고 있는 반면, 그것보다 큰 규모의 수출기업들의 수출 감소는 1%p보다 작으며, 통계적으로도 유의하지 않은 것으로 나타났음.

5) 국내에서 산업활동을 수행하고 있는 회사법인 중 상용근로자가 50인 이상이고 자본금이 3억 원 이상인 기업을 조사.

표 7. 5분위 기업별 환율의 수출에 대한 영향

기업 분류	환율	관측치수	R ²	다른 통제변수 및 산업·연도 더미	
[실질수출에 대한 영향]					
총자본액 기준	1분위	-2.44***	4,355	0.088	0
	2분위	-1.69**	4,309	0.107	0
	3분위	0.63	4,299	0.13	0
	4분위	0.69	4,309	0.152	0
	5분위	-0.67	4,240	0.483	0
매출액 기준	1분위	-2.16***	4,356	0.068	0
	2분위	-1.84***	4,308	0.088	0
	3분위	-0.57	4,299	0.098	0
	4분위	0.27	4,309	0.123	0
	5분위	-0.35	4,240	0.451	0
[명목수출에 대한 영향]					
총자본액 기준	1분위	-2.02***	4,355	0.096	0
	2분위	-1.15*	4,309	0.117	0
	3분위	1.09*	4,299	0.139	0
	4분위	1.03	4,309	0.164	0
	5분위	-0.36	4,240	0.493	0
매출액 기준	1분위	-1.70***	4,356	0.076	0
	2분위	-1.35**	4,308	0.095	0
	3분위	-0.12	4,299	0.105	0
	4분위	0.65	4,309	0.133	0
	5분위	-0.03	4,240	0.46	0

주: 1) Robust standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.
 2) 상수항은 포함했으나 보고하지 않음.
 3) 다른 통제변수는 생산성, 노동자 수, 노동자 1인당 자본, 매출원가 대비 수입비중을 포함.
 자료: 저자 작성.

- 환율의 평가절상의 경영여건 지표에 대한 하방압력은 주로 작은 규모의 수출기업에서 뚜렷하게 나타났던 반면 큰 규모의 수출기업에 대해서는 부정적 영향이 작거나 때로는 오히려 수익성을 개선시키는 모습도 나타났음.
- 환율의 평가절상에 따라 1분위 수출기업들의 마크업은 유의하지는 않지만 하락하는 경향이 있는 반면 5분위 수출기업들의 상승은 뚜렷하게 나타났음.
 - o 규모가 큰 수출기업들은 환율변화에 적극적으로 대응하지 않는 반면에 규모가 작은 수출기업들은 적극적으로 대응하기 때문에 환율의 평가절상이 규모가 작은 기업의 가격으로 전가되는 효과가 상쇄되기 때문으로 해석할 수 있음.
- 현재 기업경영실적의 악화와 시장점유율의 축소는 수출기업의 향후 전망을 어둡게 하여 투자를 위축시킬 수 있는데, 이러한 경향은 1분위 기업에서 뚜렷하게 드러났음.

표 8. 총자본액 기준 5분위 기업별 환율의 경영여건, 시장집중도 및 투자에 대한 영향

종속변수	기업 규모	환율	관측치수	R ²	다른 통제변수 및 산업·연도 더미
총자본 순이익률	1분위	-0.71**	4,355	0.085	0
	2분위	-0.06	4,309	0.072	0
	3분위	0.59*	4,299	0.086	0
	4분위	-0.01	4,309	0.083	0
	5분위	0.47	4,240	0.077	0
당기 순이익	1분위	-1.28***	4,355	0.119	0
	2분위	-0.36	4,309	0.135	0
	3분위	0.18	4,299	0.144	0
	4분위	-0.19	4,309	0.183	0
	5분위	0.68*	4,240	0.484	0
총자본 영업 이익률	1분위	-0.75**	4,355	0.108	0
	2분위	0.04	4,309	0.104	0
	3분위	0.62*	4,299	0.1	0
	4분위	0.36	4,309	0.081	0
	5분위	0.55*	4,240	0.08	0
매출액 영업 이익률	1분위	-1.07***	4,355	0.057	0
	2분위	-0.35	4,309	0.088	0
	3분위	0.07	4,299	0.107	0
	4분위	0.05	4,309	0.115	0
	5분위	0.23	4,240	0.114	0
영업이익	1분위	-1.32***	4,355	0.199	0
	2분위	-0.26	4,309	0.185	0
	3분위	0.21	4,299	0.171	0
	4분위	0.18	4,309	0.221	0
	5분위	0.77**	4,240	0.572	0
시장 집중도	1분위	-0.15	4,355	0.505	0
	2분위	0.35**	4,309	0.454	0
	3분위	0.12	4,299	0.454	0
	4분위	0.02	4,309	0.417	0
	5분위	0.74***	4,240	0.508	0
투자	1분위	-1.26***	4,273	0.334	0
	2분위	-0.32	4,276	0.356	0
	3분위	-0.07	4,293	0.358	0
	4분위	0.25	4,288	0.438	0
	5분위	-0.44	4,230	0.7	0

주: 1) Robust standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

2) 상수항은 포함했으나 보고하지 않음.

3) 다른 통제변수는 생산성, 노동자 수, 노동자 1인당 자본, 매출원가 대비 수입비중을 포함.

자료: 저자 작성.

- 한편 환율이 평가절상될 경우 규모가 작은 수출기업의 요소소득 부가가치는 감소하는 반면에 규모가 큰 수출기업의 부가가치는 증가하는 경향이 나타났음.
- 기업 규모와 관련 없이 노동소득은 유의한 큰 변화가 없으므로, 이러한 요소소득 부가가치의 변화는 대부분 자본소득의 변화를 통해서 흡수된다고 볼 수 있음.
- 이러한 관점에서 규모가 작은 수출기업으로부터 자본소득을 얻는 집단이 환율의 영향을 가장 크게 받는 집단이라고 해석할 수 있음.

표 9. 총자본액 기준 5분위 기업별 환율의 노동 및 자본 분배에 대한 영향

종속변수	기업 규모	환율	관측치수	R ²	다른 통제변수 및 산업·연도 더미
요소소득 부가가치	1분위	-0.25**	4,355	0.595	0
	2분위	-0.22*	4,309	0.592	0
	3분위	0.02	4,299	0.584	0
	4분위	-0.01	4,309	0.599	0
	5분위	0.29*	4,240	0.854	0
노동 분배율	1분위	0.26***	4,355	0.126	0
	2분위	0.1	4,309	0.16	0
	3분위	-0.09	4,299	0.159	0
	4분위	-0.02	4,309	0.232	0
	5분위	-0.35***	4,240	0.205	0
노동소득	1분위	0.02	4,355	0.666	0
	2분위	-0.12	4,309	0.72	0
	3분위	-0.07	4,299	0.75	0
	4분위	-0.03	4,309	0.779	0
	5분위	-0.06	4,240	0.94	0
자본 분배율	1분위	-0.93***	4,355	0.231	0
	2분위	0.01	4,309	0.221	0
	3분위	0.19	4,299	0.201	0
	4분위	0.12	4,309	0.252	0
	5분위	0.40**	4,240	0.609	0
자본소득	1분위	-1.17***	4,355	0.231	0
	2분위	-0.21	4,309	0.221	0
	3분위	0.21	4,299	0.201	0
	4분위	0.11	4,309	0.252	0
	5분위	0.69**	4,240	0.609	0

주: 1) Robust standard errors in parentheses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1.

2) 상수항은 포함했으나 보고하지 않음.

3) 다른 통제변수는 생산성, 노동자 수, 노동자 1인당 자본, 매출원가 대비 수입비중을 포함.

자료: 저자 작성.

② 정책적 시사점

- 우리나라 수출중소기업이 환율 변화 등 대외부문 충격이 발생하더라도 강건하게 수출을 지속할 수 있는 구조적인 환경 조성이 필요
- 또한 환율변화에 따라 피해를 입을 가능성이 높은 집단은 규모가 작은 수출기업의 자본가 집단이므로 이들에 대한 보호장치가 필요

3. 정책 제언

1) 환율 평가절상 압박에 대한 대응

- 향후 재발할 수 있는 환율 평가절상 압박에 대한 대응논리로 다음의 실증분석 결과를 제시할 수 있음.
 - 외환시장 개입 정책은 환율의 일시적인 안정화 역할밖에 수행할 수 없으며 환율 수준을 영구적으로 변화시킬 수는 없음.
 - 오히려 기축통화 보유 여부, 국내금융시장 발전정도, 국제금융시장 접근성 등이 경상수지 불균형(흑자)의 주요 결정요인으로 작용할 수 있음.
 - 원화와 위안화 간 동조성이 뚜렷하게 나타나므로 위안화 약세의 상황에서 원화의 동반 약세는 구조적으로 불가피할 수 있음.

2) 중소기업 수출지원 강화

- 원화 절상압력이 발생하더라도 중소기업의 수출 타격을 막기 위해서는 수출에 수반되는 높은 고정비용을 낮출 수 있는 지원이 필요하며, 정책금융과 무역보험의 역할을 시장환경 변화에 맞게 재정립할 필요가 있음.
 - 수출중소기업의 해외시장 진출에 대한 문턱을 낮추기 위한 노력의 일환으로 대·중소기업 간 정보 격차를 줄이고 중소기업에 대한 해외시장 정보 지원을 강화하는 것이 필요
 - 보호무역주의의 확산과 고령화 심화 및 코로나19 대응 재정지출 확대로 재정건전성 악화에 대한 우려가 커진 상황에서 정부자금 위주의 양적 지원 방식에서 민간금융사와의 협력 확대를 통한 시장친화적 방식의 지원을 도모할 필요
 - 수출, 해외직접투자 등을 포함한 보다 포괄적인 관점에서, 2017년 G20 정상회담에서도 다자개발은행의 민간투자재원 유입확대 원칙을 발표하는 등 제한된 정책금융 재원을 효과적으로 활용하기 위한 투융자 복합 지원, 민간금융사와의 협력 등이 강조되어 왔음.

- 우리나라의 경우 1국 2ECA(공적수출신용기관) 체제를 유지하고 있는데 수출입은행과 무역보험공사 각각이 변화하는 시장환경에 맞게 본연의 기능(보험·보증과 직접대출)에 집중하되, 업무 중복 문제를 개선해나가면서 중소기업의 수출증대에 기여할 수 있도록 해야 할 것

3) 무역조정 지원제도의 개선

- 기존 ‘자유무역협정 체결에 따른 무역조정 지원에 관한 법률(FTA 조정법)’의 적용 범위를 확대하는 것을 고려할 필요
 - 기존 FTA 조정법은 FTA에 의해 피해를 입는 기업과 노동자만을 지원하는 정책이고, 세계화 등 포괄적인 대외부문의 충격에 따른 피해에 대응한 조정 지원정책은 아님.
 - EU의 세계화조정기금(EGF: European Globalization Adjustment Fund) 사례를 참고해 포괄적인 대외부문에 대한 충격과 관련된 조정기금 설립을 고려할 수 있음.
 - EGF는 단순히 FTA에 따른 충격을 넘어 무역의 구조적 변화, 글로벌 금융위기, 브렉시트 등 좀 더 포괄적인 대외부문의 충격으로 인해 실직한 노동자와 자영업자에게 적극적인 구직활동 및 자기계발을 위한 자금을 제공하고 있으며, 지원대상의 범위도 계약직, 임시직 노동자, 자영업자, 중소기업 운영자 등으로 확대하기 위한 논의를 진행하고 있음. **KISP**