



원화 환율 어디까지 떨어질 것인가?

양 두 용 국제거시금융실 연구위원 (yangdy@kiep.go.kr, Tel; 3460-1227)
오 용 협 국제거시금융실 부연구위원 (yho@kiep.go.kr, Tel; 3460-1022)
이 인 구 세계지역연구센터 중국팀 부연구위원 (iklee@kiep.go.kr, Tel; 3460-1153)
김 권 식 국제거시금융실 전문연구원 (kskim@kiep.go.kr, Tel; 3460-1228)

주요 내용

- ▣ 최근 원화 절상문제는 원화의 절상속도가 다른 주요국 통화에 비해 빠르다는 데 있음.
- ▣ 최근 원화 환율이 균형 환율에 근접하고 있음에도 불구하고 글로벌 불균형 조정에 따른 지속적인 글로벌 달러화 약세 전망과 위안화 추가 절상 기대가 상존함. 이에 시장에서는 추가적인 원화 절상 기대가 형성되고 있음.
- ▣ 2006년 말 위안화 환율은 달러당 7.75~7.81 위안 수준으로 예측되고 향후 환율 운영에 필요한 buffer를 남겨둘 경우 7.89로 전망되고 있어 절상 정도가 크지 않을 것으로 판단됨. 위안화 환율의 절상 규모 및 속도를 기준으로 볼 때, 일반적인 시장의 기대와 달리 위안화 절상 기대가 원화 절상에 미치는 영향은 제한적일 것임.
 - 따라서 2006년 하반기 이후 원화 환율은 글로벌 불균형 조정과 이에 대한 시장의 기대에 따라 움직일 것으로 판단됨.
- ▣ 적정 원화 환율에 대한 평가는 현시점에서 매우 중요함. 적정 원화 환율을 평가하기 위해 글로벌 불균형 해소 측면과 균형실질실효환율 차원에서 접근해서 분석함.
 - 글로벌 불균형 및 이의 조정이 지속적으로 진행될 것이지만, 우리나라 입장에서 볼 때 글로벌 재조정을 위한 원화 절상 정도는 이미 충분히 반영된 것으로 평가됨.
 - KIEP의 균형실질실효환율 모형을 이용하여 추계한 2006년과 2007년의 원화 명목환율은 각각 949.81원과 925.62원으로 추산됨. 최근 원화 환율은 적정균형 환율에 근접한 것으로 평가됨.

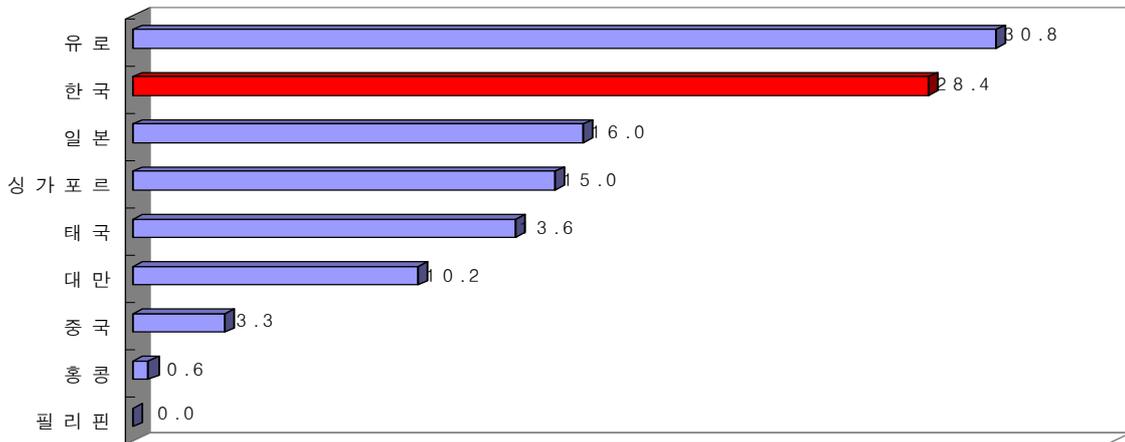
1. 최근 원/달러 환율 평가

가. 원화 절상 폭, 큰 수준인가?

- 원화 절상 폭은 주요 선진국 및 아시아 국가에 비해서 큼.
- 일반적으로 글로벌 달러화 약세의 시작기간은 2002년 초로 여김. 2002년 초 이후 최근까지 주요 선진국 및 동아시아 국가의 통화 절상률을 비교해보면, 유로환율을 제외하고 원화 절상 폭이 제일 큼.

그림 1. 주요 선진국 및 동아시아 국가의 절상률 비교

(단위: %)



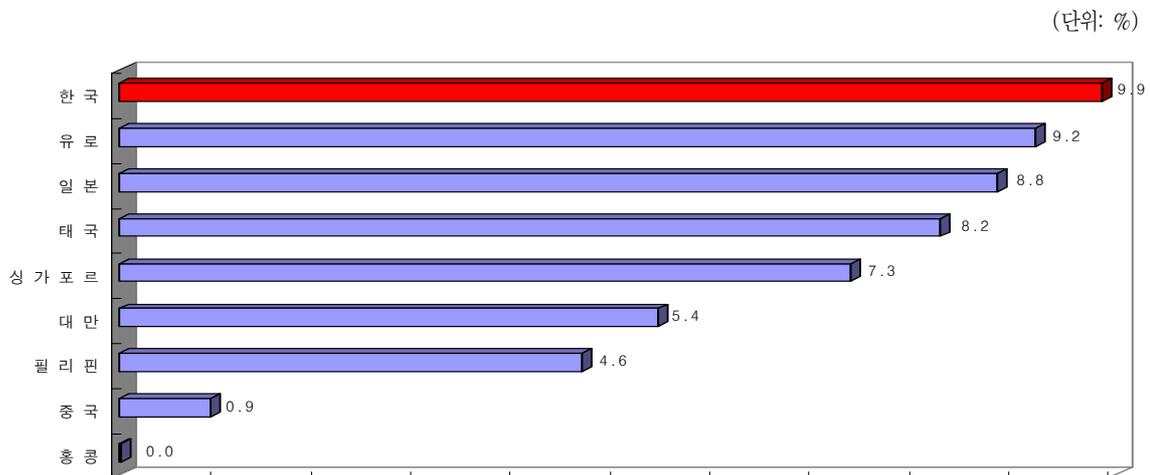
주: 데이터는 2002년 1월 4일부터 2006년 5월 12일까지임.
 자료: 블룸버그

나. 왜 원화의 절상 폭이 큰가?

- 2005년 12월 말 또는 2006년 초부터 원화의 절상 폭은 더욱 더 커짐(그림 2 참고).
- 주요 선진국 및 동아시아 국가의 절상률을 비교할 때, 원화 절상 폭이 상대적으로 심화되는 현상은 국내 외환 및 자본시장의 구조적인 요인에 기인함.
- 원화 강세는 주로 국내외환시장의 단기적인 실수요 수급과 낮은 국내자본의 해외유출에서 그 원인을 찾을 수 있음.

- 국내외환시장이 협소한 시장규모를 갖고 있기 때문에 단기적인 시장수급에 큰 영향을 받음. 특히 2006년 4월 중 조선업체 등 수출업체를 중심으로 수출로 들어오는 달러는 선물환으로 빨리 매도하고 수입을 위해 지급할 달러는 늦게 매입하는 형태가 외환거래의 실수요 시장을 주도하면서 달러가치를 하락시킴.
- 최근 우리나라의 경상수지는 2개월 연속 적자로 반전된 반면 자본수지는 여전히 흑자를 기록하고 있어 달러화 공급이 풍부한 상황임. 일본의 경우 외국인 주식투자가 증가하고 있음에도 불구하고 일본내 금융기관을 중심으로 한 금융자산의 해외유출이 오히려 더 많아 자본수지 적자를 기록하고 있음. 국내자본의 해외 유출 활성화가 엔화 움직임을 보다 안정적으로 유지시키는 하나의 배경임. 그러나 국내자본의 해외 유출은 아직 초보적인 수준임.

그림 2. 주요 선진국 및 동아시아 국가의 절상률 비교



주: 데이터는 2005년 12월 1일부터 2006년 5월 12일까지임.
 자료: 블룸버그

2. 위안화 환율 전망

가. 추가절상 가능성의 배경

- 중국은 환율제도 변경 이후에도 막대한 규모의 무역흑자를 시현하고 있어 미국의 중국에 대한 무역적자와 이와 관련된 글로벌 무역불균형문제가 위안화의 추가절상 가능성을 증대시키는 중요한 요인으로 작용하고 있음.

- 미 달러대비 위안화의 명목환율은 2005년 7월 환율제도 변경조치의 일환으로 전격 2% 절상

된 이래 2006년 4월 15일까지 1.35%가 추가절상되는 등 완만한 하락세를 유지하고 있으나, 환율제도 변경 이후 8개월(2005년 8월~2006년 3월) 동안의 무역수지 흑자규모가 변경 이전 8개월(2004년 11월~2005년 6월) 동안에 비해 21.7% 증가하는 등 무역흑자규모는 오히려 증가하는 추세임.

- 특히 미국의 對中 무역수지 적자규모는 2004년 1,619억 달러에서 2005년 2,016억 달러로 증가하는 등 지속적으로 확대되어가는 추세이며 이에 따라 미국의 전체 무역수지 적자에서 對中 무역수지 적자가 차지하는 비중도 2000년 19.2%에서 2005년 26.3%로 증가하였음.

■ 또한 중국은 △무역흑자의 급속한 증가 △외국인직접투자의 지속적인 유입 △투기성 자금의 유입 증대 등에 따른 외환보유액 급증이 경제 불균형 해소를 위한 환율조정의 필요성과 환율조정에 따른 환차손 사이의 괴리를 확대시킴으로써 효율적인 통화 및 외환 정책 수립에 부정적인 영향을 가져오고 있는 것으로 평가됨.

- 중국은 2006년 1~2월에만 348억 달러의 외환보유액 증가를 기록, 일본을 제치고 세계 최대의 외환보유국으로 부상한 데 이어 3월에도 178억 달러의 외환보유액 증가를 기록하였음.

■ 결국 중국의 대규모 외화 유입은 미국을 비롯한 선진국들의 중국에 대한 막대한 무역수지 적자와 이와 관련된 글로벌 불균형문제를 부각시키는 한편 국내 거시경제 불균형문제를 심화시킴으로써 위안화의 추가절상 및 환율 유연성 제고가 요구되는 상황이 전개되고 있음.

나. 위안화 환율 예측

■ 위안화의 추가절상 전망에 대한 관심이 고조됨에 따라 본고에서는 거래비용모형과 통화접근모형 등 두 가지 환율결정이론을 통해 위안화의 환율을 예측하였음.¹⁾

■ 추정결과 위안화의 대미 달러 환율은 2006년 말까지 거래비용모형의 경우 2.4%, 통화접근모형의 경우 3.1% 추가절상될 것으로 나타남.

- 이 경우 2006년 말 위안화 환율은 달러당 7.75~7.81 위안수준에서 결정될 것으로 보임.

1) 거래비용모형은 Sercu *et al.*(1995, JF), "The Exchange Rate in the Presence of Transaction Costs: Implications for Test of PPP", 통화접근모형은 Mark, N.(1995, AER), "Exchange Rates and Fundamentals: Evidence on Long-Horizon Predictability" 참고.

표 1. 위안화의 대미 달러 환율 예측 결과(2006년 말)

	대미달러 환율	절상률(2006년 5월 15일 대비)
거래비용모형	7.81	2.4%
통화접근모형	7.75	3.1%

- 한편 국제적인 절상압력이 2006년 이후에도 지속될 것에 대비하여 중국이 향후 환율 운영에 필요한 buffer를 남겨둘 가능성을 배제할 수 없음. 이 경우 위안화는 미국과 중국간의 금리 차이를 벗어나지 않는 범위에서 절상될 가능성이 높음.
- 유위험이자율평가에 따르면 중국과 미국간의 금리차이가 불변할 것으로 가정할 경우 위안화의 대미 달러 환율은 7.89 수준에서 결정될 것으로 나타남.
 - 현물 환율의 예측치로 사용되는 역외선물환(NDF) 환율의 경우 최근 6개월 선물가격이 달러당 7.83위안을 기록함으로써 시장에서는 위안화가 6개월 후 현재(2006년 5월 15일)보다 2.1% 정도 절상될 것으로 기대함.

3. 향후의 원화 환율결정요인

가. 글로벌 불균형과 아시아 동반 절상

- 글로벌 불균형을 해소하기 위해서 아시아 국가의 통화가 동반 절상되어야 한다는 주장이 있으나 이의 실현 가능성은 희박함.
- IIE(Institute for International Economics)의 Cline(2005)²⁾는 중국, 일본, 싱가포르, 대만, 홍콩, 인도네시아 등이 미 달러화 대비 40% 이상 평가절상이 필요하며, 한국, 인도 등은 15~40% 절상을 주장함. 무역가중치 기준으로 재산정한 원화, 위안화, 엔화, 싱가포르화, 대만달러화의 절상 폭은 각각 6.4%, 8.1%, 16.7%, 46.2%, 7.1%라고 주장함.
- 글로벌 불균형의 재조정 불확실성이 해소될 경우 원화의 추가절상압력이 사라질 것이나, 글로벌 불균형 해소가 점진적으로 이루어질 가능성이 높기 때문에 원화 환율 절상압력은 지속적으로 상존함.

2) Cline, William R.(2005), "The Case for a New Plaza Agreement," Institute for International Economics.

나. 자본수지의 향방과 원화 절상

- 글로벌 불균형 이외에 원화 절상에 영향을 미치는 요소는 해외자본의 국내 유입임. 국내자본 유입은 주로 주식시장의 수익률과 원화 절상 채널에 의존함.
- 최근의 원화 절상이 수출기업의 경쟁력 약화를 초래시키고, 이는 주식시장에 부정적인 영향을 미쳐 주시가격 하락 및 수익률 하락으로 이어질 가능성이 존재함. 이러한 시나리오가 전개될 경우 추가적인 자본 유입은 제한적일 수 있음.
- 원화 절상 채널에서 볼 때 원화의 추가절상 정도가 최근의 빠른 절상 폭 이상으로 발생할 가능성은 희박함. 따라서 원화 절상에 따른 자본 유입도 제한적일 것으로 예상됨.

다. 향후 원화 환율, 시장 기대에 의존

- 2006년 하반기 이후의 원화 환율은 자본수지 채널보다는 글로벌 불균형과 이에 대한 시장 기대에 의존할 것으로 판단됨.
- 글로벌 불균형 해소 노력이 점진적으로 이루어질 것이며 적어도 2006년 하반기와 2007년까지는 글로벌 불균형 재조정 채널이 원화의 움직임에 영향을 주는 주요 요소가 될 것으로 판단됨.

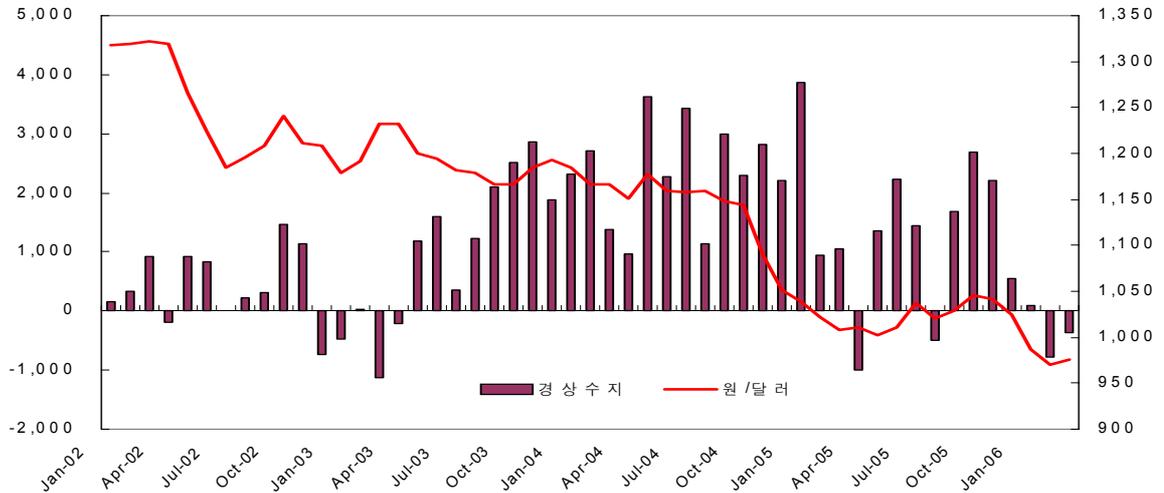
4. 원화의 적정 환율 추정

가. 글로벌 불균형 재조정, 원화 환율에 충분히 반영된 듯

- 원화 환율에 영향을 미치는 대외적인 주요 요인은 글로벌 불균형과 이의 조정 기대임. 글로벌 불균형 및 이의 재조정은 지속적으로 진행될 것이지만, 우리나라 입장에서 볼 때, 글로벌 재조정을 위한 원화 절상 정도는 이미 충분히 반영된 것으로 평가됨.
- 원화 절상률을 기준으로 볼 때, 어느 선진국 및 신흥시장에 비해서도 절상률이 큼.
- 경상수지를 기준으로 볼 때, 이미 2006년 2~3월 연속해서 적자를 기록하고 있음.

그림 3. 경상수지와 원/달러 환율(REER)

(단위: 백만 달러(좌), 환율(우))



자료: 한국은행

나. 원화, 적정 균형환율에 접근했는가?

- KIEP의 균형실질실효환율 모형을 이용하여 추계한 최근의 고평가율은 -0.79%로 추산됨. 최근의 원화 절상 추세는 이러한 고평가율을 조정해가는 올바른 과정으로 인식됨.
- KIEP 모형에 의한 2006년과 2007년 원화 명목환율은 각각 949.81원과 925.62원으로 추산됨. 따라서 최근 원화 환율은 적정균형 환율에 근접한 것으로 평가됨.
- 원화 명목환율은 균형실질실효환율과 실질실효환율의 괴리가 향후 2년 동안 조정된다는 전제하에서 추산되었는데, 최근 원화 환율의 조정과정을 볼 때, 과도한 조정과정을 거치는 것으로 판단됨.

다. 시장의 추가절상 기대

- 원화 환율이 균형환율에 근접하고 있음에도 불구하고 글로벌 불균형 조정에 따른 지속적인 글로벌 달러화 약세 전망과 위안화의 추가절상 기대가 여전히 지배적임.
- 향후 원화 환율을 결정하는 데 있어 이러한 요인이 중요하게 부각될 것으로 판단됨.

- 위안화 절상 가능성에 따른 원화 절상 기대가 원화 환율의 향방을 예상하는데 중요 요소가 될 것이라는 견해가 지배적이나 위안화 절상 규모 및 속도를 판단할 때 원화 절상에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단됨.

그림 4. 균형실질실효환율과 실질실효환율(2000년=100) 추이

