KIEP
오늘의 世界經濟
World Economy Update
제 01-41호 / 2001년 10월 4일 발간

미테러사태 전개의 시나리오 별 원화환율 전망

작성자 : 국제거시금융실 강삼모 부연구위원
【sammokang@kiep.go.kr, ☎ 3460-1128】

主要內容

▣ 한국의 실질환율은 2000년부터 다시 고평가 상태에 진입하였으며, 2001년 6월 현재 2.8% 고평가되어 있는 것으로 분석됨.

- 이는 미테러사태 이후 원화환율이 엔화와 유로화 환율과 달리 약세를 보이는 근본적인 원인으로 볼 수 있음.

- 2001년 들어서 외국인 주식투자자금의 유입이 급감하였고, 교역조건이 지속적으로 악화되어 균형실질환율이 상승한 것이 고평가의 원인으로 볼 수 있음.

- 외환위기 직전보다는 고평가 정도가 상대적으로 작지만, 장기적으로 대미환율의 상승압력이 발생할 가능성이 높음.

▣ 최근 미국 테러사태에 대응한 시나리오 별로 적정 원화환율을 도출해보았음.

- 첫째, 미 테러사건의 여파가 조기 수습되는 경우, 적정 대미환율은 1,285원으로 분석되었음.

- 둘째, 전쟁상황으로 확산되었으나, 전세가 일방적으로 미국에 유리하게 전개되어 일정기간이 지난 후 수습되는 경우, 적정 대미환율은 1,335원까지 상승할 것으로 보임.

- 셋째, 전쟁이 장기간 지속되는 최악의 경우, 적정 대미환율은 가능성은 낮지만 외환위기 이후 최대치인 1,400원까지 상승할 수 있음.

對外經濟政策硏究院

※ 세계경제에 대한 보다 심도있는 분석과 연구결과를 제공하기 위하여 종전의 「KIEP동향분석속보」를 2001년 9월 28일부터 「KIEP 오늘의 세계경제」로 변경해 발간합니다.

1. 테러사건 이후 국제금융시장의 급변

□ 9월 11일 미국에서 발생한 테러사건으로 인하여 국제금융시장이 혼란스러움.

- 일본의 Nikkei 지수는 미 테러사건 직후 6.63%가 하락하였으며, 동남아 및 남미의 주식시장도 동반 추락하였음.

- 한국의 Kospi 지수는 12.01%가 하락하였으며, 그로 인하여 Circuit Break(일시매매중단조치)가 발동되어 20분 동안 거래가 중지되었는데, 이러한 하락율은 한국의 주식시장이 개설된 이후 1일 최대치이며, 전세계 주식시장 중 가장 큰 하락율로 기록되었음.

□ 환율의 경우를 살펴보면, 미국 달러화의 안전자산으로의 선호도가 떨어짐에 따라 주요 통화에 따른 달러화 가치가 하락하였음.

- 유로화 가치는 1999년 1월 출범한 이후 7번째로 큰 수치인, 1.86% 상승하여 유로당 0.91 달러를 기록하였고, Flight to Safety(안전자산으로의 이동)현상으로 유럽상품시장이 폭등하였음.

- 엔달러 환율은 11일 런던 외환시장에서 일본의 신용등급 하향전망소식으로 인하여 달러당 122엔까지 상승하였지만, 테러사태 소식이 전해지면서 12일 달러당 119.24엔으로 하락하였음.

- 한편 원화환율의 경우 사건의 여파로 하락하여 12일 달러당 1295원에서 1286원으로 하락하였으나, 심리적 불안감이 커지면서, 18일 1296원으로 다시 상승하였음.

□ 한국의 주식시장과 환율은 다른 나라의 경우보다 미테러사건에 의해서 더 큰 영향을 받은 것으로 나타났는데, 가장 큰 원인으로는 한국의 높은 무역의존도를 들 수 있음.

- 한국이 흔히 비교의 대상으로 삼고 있는 일본의 경우 1980년 이후 무역의존도가 점차 감소해서 현재는 미국과 비슷하게 평균 18%에 불과함. 그러나 한국의

경우 외환위기 이전 54% 수준이었던 것이 2000년의 경우 80년 이후 최대인 73%에 이르고 있음.

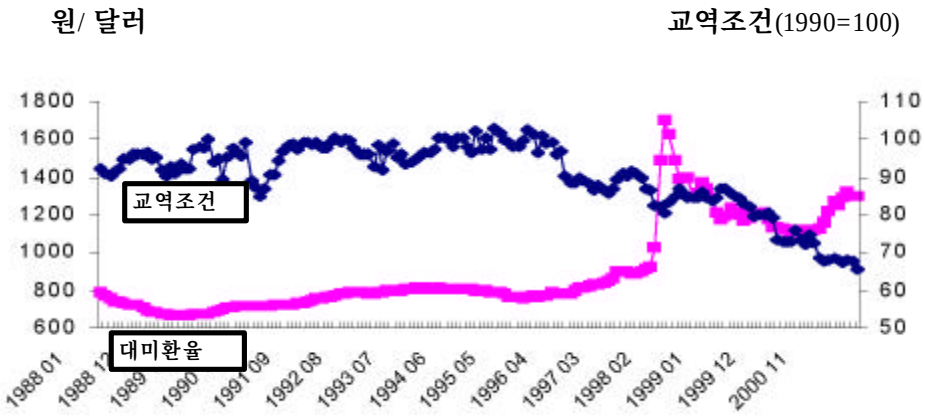
- 무역의존도가 커짐에 따라 대외적인 충격이 있을 경우 무역의존도가 작은 나라에 비해서 국내에 미치는 충격이 클 수밖에 없고, 이 점이 최근 한국 경제의 문제점 중 하나로 부각되고 있음.

- 따라서, 향후 미 테러사건의 수습여하에 따라서는 환율, 금리, 수출 등 국내 경제에 미치는 파급효과가 적지 않을 것으로 예상됨.

2. 향후 원화환율 전망에 있어 주요 변수[1)]

□ 균형실질환율에 영향을 미치는 주요변수 중 가장 중요한 것이 교역조건(Terms of Trade)과 순자본 유출입(Net Capital Flow)임.

<그림 1> 교역조건변화와 대미환율추이



ㅇ 교역조건의 향상은 균형실질환율을 절상시키며, 반대의 경우 균형실질환율을 절하시킴.

---

1) Sebastian Edwards(미 UCLA대 교수)는 균형실질환율(Equilibrium Real Exchange Rate)이라는 개념을 정립하면서, 대외부문(교역재 시장)과 대내부문(비교역재 시장)을 균형을 이루게 하는 환율이라고 정의함. 그는 이러한 개념을 토대로 1990년대 이후 널리 활용되고 있는 실질환율의 고평가 분석법을 제시하였음.

- 2001년 상반기에만도 교역조건은 4%나 악화되었으며, 미 테러사건의 여파로 인하여 세계경기 침체가 지속된다면 악화추세는 계속될 것으로 보임.

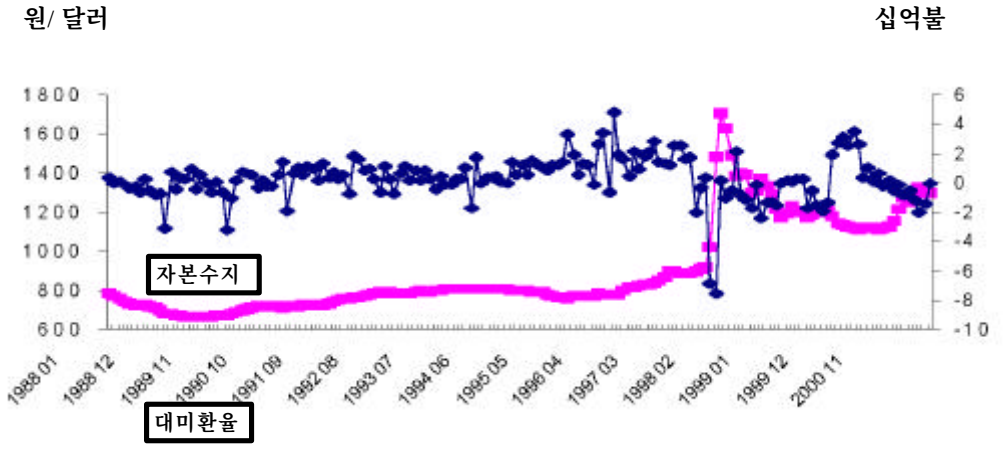
- <그림 1>을 살펴보면 2000년 이후부터 교역조건의 악화가 급속히 진행되었으며, 대미환율도 상승한 것을 볼 때, 교역조건의 악화는 대미환율의 상승을 매개로 하여 실질환율을 상승시킴을 짐작하게 함.

□ 자본이 해외로부터 유입되는 경우, 균형실질환율을 절상시키고 반대의 경우 균형실질환율을 절하시킴.

- 자본유입은 외국인의 국내직접투자와 주식투자자금 등으로 이루어지는데, IMF 사태 직후 저평가된 한국주식시장으로 외국인 투자자금이 밀려왔고 국내직접투자도 상승하여, 2000년의 경우 월평균 9.8억불의 유입을 기록하였으나, 2001년 들어서는 오히려 적자로 반전되었음.

- <그림 2>에서 살펴본 바와 같이 외환위기를 겪었던 1997년 말에는 대규모의 자본유출과 대미환율 상승이 발생하였으며, 2000년의 경우 자본유입이 증가하자 대미환율도 하락한 것을 볼 때, 자본유출이 대미환율의 상승을 매개로 하여 실질환율을 상승시킨 것으로 볼 수 있음.

<그림 2> 자본수지와 대미환율추이



ì ò 이상과 같은 분석을 통하여, 실질환율은 항상 균형실질환율과 일치하지는 않지만, 장기적으로 볼 때 실질환율은 균형실질환율을 따라가는 경향을 알 수 있음.

- 실질환율이 균형실질환율보다 높으면 저평가(undervaluation) 상태 하에 있는 것이며, 실질환율이 균형실질환율보다 낮으면 고평가(overvaluation) 상태 하에 있다고 할 수 있는데, 이러한 실질환율의 고평가 상태가 일정기간 지속되면 통화위기의 가능성이 매우 커진다고 볼 수 있음.

3. 한국의 실질환율은 지금 고평가 상태인가?

□ 한국의 실질환율이 고평가 상태인지 파악하기 위해서는, 먼저 균형실질환율을 도출한 다음 실질환율과 비교해야 하는데, 1988년부터 2001년 6월까지의 월별 자료를 분석대상으로, 공적분 검정(cointegration test)을 이용하여 도출하였음.

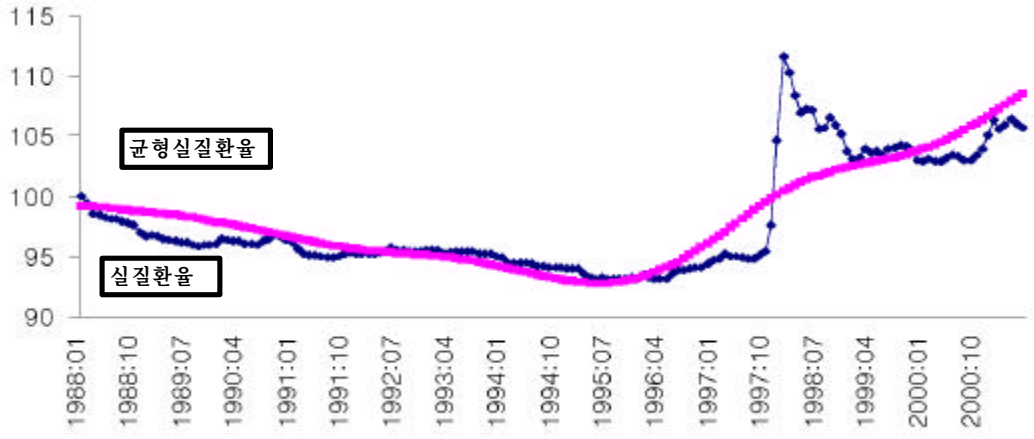
- <그림 3>를 보면 외환위기 직전인 1997년 10월 경에는 4%정도 고평가되었으며, 외환위기를 겪으면서 과도한 대미환율 상승(overshooting)현상으로 1998년 2월 경에는 10%정도 저평가 상태로 전환되었음.

- 대미환율이 안정되면서 1999년 말에 한국의 실질환율은 균형에 근접하였으나, 2000년부터 다시 고평가 상태에 진입하였으며, 2001년 6월에는 2.8%의 고평가 상태가 존재하는 것으로 분석되었음.

- 2001년 들어서 외국인 주식투자자금의 유입이 급감하였고, 교역조건이 지속적으로 악화하여 균형실질환율이 상승한 것이 고평가의 원인으로 볼 수 있음.

<그림 3> 한국의 실질환율의 고평가

(1988=100)



주: 1. 실제실질환율:원 달러환율* 미국의 생산자 물가 / 한국의 소비자물가

2. 자료:한국은행

3. 계산 방법 : Edwards, S., Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment *The MIT Press* (1989) 참조.

□ 외환위기 직전보다는 고평가 상태가 상대적으로 작지만, 장기적으로 대미환율의 상승압력이 발생할 가능성이 큰 상태임.

- 미테러사태 이후 원화환율이 엔화와 유로화 환율과 달리 약세를 보이는 근본적인 원인으로 볼 수 있음.

4. 전쟁 시나리오별 적정 원화환율

□ 향후 원화환율은 미국의 테러에 대한 대응과 그로 인한 전쟁상황에 따라 크게 영향을 받을 것임.

- 실제 원화환율은 이와 같은 외부 충격이외에도 시장에 참가하는 사람들의 심리 등에도 영향을 받으므로 정확하게 예측한다는 것은 거의 불가능한 일임.

- 그러나 전쟁 시나리오 별로 전개되는 대외여건 하에서 적정 원화환율을 도출할 수 있다면 실제 원화환율을 예상하는 있어서 기준점의 역할을 할 수 있을

것임.

□ 각 전쟁시나리오별로 예상되는 교역조건과 자본수지를 이용하여 균형실질환율을 계산하고, 실질환율이 균형에 도달할 수 있게 하는 원화환율을 적정 원화환율이라고 정의하였음.

- 교역조건의 경우, 2000년 12월부터 2001년 6월까지 약 3.8%가 악화되고 있으며, 미테러사건의 여파로 인해서 그 추세는 지속될 것으로 보임.

- 자본수지의 경우, 2000년에는 월 평균 10억불 정도가 유입되었으나 2001년 초에는 유입액이 급속도로 감소하고 있음.

- 원화환율은 시차, 미시적인 수급상황, 정부정책 등의 이유로 인하여 각각의 경우에 즉각 균형조건을 반영하지 않는 것이 현실이므로, 실제 원화환율은 이와 다를 수 있음.

- 그러나 그로 인해서 실질환율의 고평가 상태가 지속된다면, 더욱 급격한 원화환율상승이 현실화될 위험성이 커짐.

□ 첫째, 미국이 초기에 라덴을 검거하는데 성공하고 더 이상의 테러가 발생하지 않는 상황을 예상해 봄.

- 이러한 상황에서는 불안했던 국제금융시장은 조기에 안정을 되찾을 것으로 보이며, 세계경기침체도 어느 정도 완화될 것으로 볼 수 있음.

- 교역조건의 경우 2000년 말에 비해서 5% 정도 악화하는데 그치고, 자본수지는 2000년 평균인 월 10억 불 유입보다 약간 적게 유입이 되는 경우, 2001년 말 한국의 적정 원화환율은 1,285원으로 분석되었음.

- 9월 24일 대미환율인 1,307원 보다 다소 하락한 것으로, 대미환율이 하향 안정화한다고 볼 수 있음.

□ 둘째, 미국이 초기에 라덴을 검거하지 못하여 전쟁상황으로 돌입하지만, 전세가 일방적으로 미국에 유리하게 전개되어 일정기간이 지난 후 수습되는 상황을 예상해 봄.

- 전쟁 초기 국제금융시장은 매우 불안한 양상을 보일 것이며, 어느 정도 세계경기 회복에도 악영향을 미칠 수밖에 없을 것임.

- 세계경기 침체가 심화되면 한국의 수출품의 가격인 수출단가도 하락하고, 석유수급의 불안으로 인하여 유가는 상승할 것으로 보여 교역조건은 2000년 말에 비해서 6% 정도 악화할 것으로 예상됨.

- 자본수지도 외국인 주식투자 자금의 감소와 직접투자액의 감소로 인하여 첫 번째 시나리오보다 상당폭 감소하는 경우, 2001년 말 적정 원화환율은 1,335원까지 상승할 것으로 보임.

□ 셋째, 미국이 기선을 제압하지 못하고 전쟁이 장기간 지속되는 최악의 상황을 가정해 봄.

- 사실 이러한 상황으로 돌아간다면, 교역조건, 자본수지와 환율을 예상한다는 것이 불가능하고 무의미한 것으로 보임.

- 끝이 보이지 않는 세계경기침체로 인하여 수요가 감소하여 한국의 주요 수출품인 공산품의 가격이 폭락하고, 석유, 금, 식량 등의 실물자원의 값이 폭등하여, 교역조건은 2000년 말에 비해서 7% 이상 악화될 것으로 보임.

- 국제금융시장에서도 불안감으로 인하여 자본의 이동 자체가 크게 감소하여 자본수지도 첫 번째 시나리오보다 대폭 감소할 것임.

- 이 경우 가능성은 희박하지만 이론상으로는, 2001년 말 적정 원화환율이 외환위기 이후 최대치인 1,400원까지 상승할 수 있음.

- 적정 원화환율이 이와 같이 폭등하는 상황에서는 시장에 참가하는 사람들의

심리적인 공황으로 인하여 overshooting되는 것도 예상되므로 실제 원화환율은 일시적으로 더 큰 상승폭을 보일 수 있음.

- 그러나 외환위기 당시와는 달리, 1,000억 달러가 넘는 충분한 외환보유고를 비축하여, 정부의 정책여력이 충분하므로 1997년과 같은 혼란은 없을 것으로 보임.

<표 1> 시나리오 별 2001년 말 적정 원화환율

	교역조건	자본수지	적정 원화환율
초기 진압	2000년 12월 대비 5% 악화	2000년 월평균 유입액에 비해 소폭 감소	1,285원
일정기간 후 수습	2000년 12월 대비 6% 악화	2000년 월평균 유입액에 비해 상당폭 감소	1,335원
전쟁이 장기간 지속	2000년 12월 대비 7% 이상 악화	2000년 월평균 유입액에 비해 대폭감소	1,400원

□ 지금까지 살펴본 바와 같이 한국의 적정 원화환율은 자본수지와 교역조건악화에 매우 민감함.

- 만약 한국경제에 대한 외국의 시각이 비관적으로 변해 자본을 유출시키거나 교역환경이 더욱 악화된다면, 대미환율의 상승이 급작스럽게 발생할 가능성이 항상 존재한다는 점이 우리경제의 구조적인 문제점이라 할 수 있음.

- 그러므로 대미환율의 안정을 위해서는 기술개발을 통한 수출단가의 상승, 다양한 수입선 변화를 통한 대외 충격의 완충장치를 만들어야 하며, 원활한 구조조정, 기업경영의 투명성을 높여서 시장의 신뢰를 얻는 것이 중요한 것으로 보임.