



2007년 원화 환율 전망

양두용 국제거시금융실 국제금융팀장 (yangdy@kiep.go.kr, Tel: 3460-1227)
신중협 국제거시금융실 국제금융팀 부연구위원(jhshin@kiep.go.kr, Tel: 3460-1209)
이인구 세계지역연구센터 중국팀 부연구위원 (iklee@kiep.go.kr, Tel: 3460-1153)
김권식 국제거시금융실 국제거시팀 전문연구원(kskim@kiep.go.kr, Tel: 3460-1228)

주요 내용

- ▣ 글로벌 불균형으로 인한 동아시아 환율 절상 기대가 해소되지 않은 가운데 최근 국내 경상수지 적자 반전 및 자본수지 흑자 축소 등으로 원화 환율의 방향성에 대한 예측이 혼선을 빚고 있음.
- ▣ 2007년 원화 환율은 전반적으로 절상기조로 부터의 전환이 예상되는 가운데 엔화와 위안화는 글로벌 불균형의 조정압력으로 절상이 예상됨.
 - 미국의 경상수지 적자는 해소될 기미가 보이지 않은 가운데 위안화와 엔화의 절상이 2007년에는 어느 정도 가시화될 전망이다. 따라서 원화 환율 역시 동반 절상할 것이라는 기대도 상존함.
 - 이와 같은 상황에서 북핵 사태와 같은 지역적 위험이 2007년에도 악화된다면 원화 환율은 과거 어느 때보다 변동성이 높을 것으로 판단됨.
- ▣ 최근 원화 환율의 추이를 관찰할 때 글로벌 재조정을 위한 원화 절상 정도는 이미 시장에 충분히 반영된 것으로 평가되고 있음. KIEP 모형을 바탕으로 추산한 2007년 6월말 원/달러 환율은 954.54~959.67로 예상됨.
 - 한편 2007년 6월말 엔/달러 환율은 108.05~109.69로 예상되고, 위안/달러 환율은 상하 변동폭의 확대 가능성과 절상 기대 형성으로 7.63~7.69로 예측됨.
 - 이와 같은 동아시아 주요국 환율의 절상과정에서 원화 환율의 변동성은 높아질 것으로 판단되며, 장기 추세보다는 단기 변동성의 영향으로 단기 자본 유출입의 변동성이 높아질 것으로 판단됨.

- 글로벌 불균형으로 인한 동아시아 환율 절상 기대가 해소되지 않은 가운데 최근 분기별 국내 경상수지 적자 반전 및 자본수지 흑자 축소 등으로 원화 환율의 방향성에 대한 예측이 혼선을 빚고 있음.
- 2006년 동아시아 주요국에 비해 상대적으로 높은 절상폭을 보였던 원화 환율은 국내 경상수지의 적자 전환과 자본수지의 흑자 축소 등 평가절하 요인을 안고 있음.
- 한편 미국의 경상수지 적자는 해소될 기미가 보이지 않는 가운데 위안화와 엔화의 절상이 2007년에는 어느 정도 가시화될 전망이다. 따라서 원화 환율 역시 동반 절상할 것이라는 기대도 상존함.
- 이와 같은 상황에서 북핵 사태와 같은 지역적 위협이 2007년에도 악화된다면 원화 환율은 과거 어느 때보다 변동성이 높을 것으로 판단됨.
- 따라서 본고에서는 2007년 원화 환율을 전망하고, 국내 원화 환율에 영향을 줄 수 있는 엔화와 위안화의 전망을 통해 원화 환율의 변화를 분석해보고자 함.

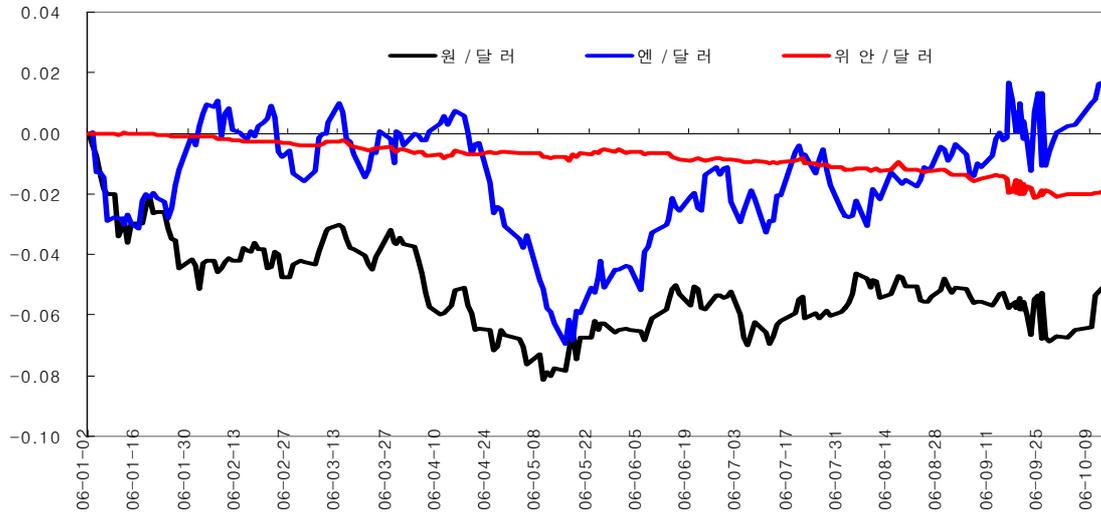
1. 최근 원화 환율 평가

가. 경쟁국에 비해 높은 원화의 절상 정도

- 2006년 들어 원화는 엔화, 위안화 등 아시아 주변국 통화에 비해 미국 달러화대비 절상률이 상대적으로 높게 나타나고 있음.
- 2006년 초를 기준으로 하여 환율 변동률을 살펴보면 10월 25일 현재 원/달러 환율은 5% 정도 절상된 것으로 나타난 반면, 위안/달러와 엔/달러 환율은 각각 2%의 절상과 2%의 절하를 기록하여 원화가 주변국 통화에 비하여 상대적으로 고평가되어 있음을 알 수 있음(그림 1 참고).
- 달러화가 본격적으로 약세를 보이기 시작한 2002년 초를 기준으로 하였을 경우 원화의 절상 폭은 더욱 커져 대미 달러화에 대해 27.0% 절상된 것으로 나타나는데 이는 동기간 엔화와 위안화가 각각 9.4%와 4.5% 절상되었음을 감안할 때 원화의 절상속도가 3~6배 정도 빠

른 것으로 나타남.

그림 1. 아시아 주요국의 환율 변화 추이



주: 2006년 1월 2일부터 2006년 10월 25일까지의 데이터가 사용되었으며 각 국가별로 2006년 1월 2일 환율을 기준으로 하여 증감률을 표시한 것임.

자료: 한국은행

나. 과도한 원화 절상의 원인

- 외환위기 이후 지속되어온 경상수지 흑자기조로 달러화의 유입이 촉진된 가운데 자본수지 또한 같은 기간 흑자를 기록하고 있어 원화 강세의 요인으로 작용함.
 - 경상수지는 1998년 이후 지속적인 흑자기조를 유지하면서 2006년에도 15억~40억 달러 정도의 흑자를 기록할 것으로 전망되며 자본수지 역시 2000년대 들어 단 한 차례(2001년)의 예외를 제외하고는 흑자를 달성하고 있음.
- 미국이 2006년 8월 이후 경제성장 둔화 조짐에 영향을 받아 석 달 연속 정책금리를 동결하고 있는데 이는 달러화의 약세를 불러 원화를 상대적으로 절상시키는 역할을 함.
 - 최근 미국내에서 인플레이션 조짐이 나타나기 시작하고 있어 일각에서 연방준비제도이사회(FRB)가 2006년 말 또는 2007년 초에 추가적 금리인상을 단행할 가능성을 제기하기도 하나 미국경제의 상황을 종합적으로 볼 때, 당분간 현 금리 수준을 유지할 가능성이 높음.

- FRB가 2004년 6월부터 2006년 8월 초까지 17차례에 걸쳐 금리인상을 단행하였음에도 불구하고 아시아국가들의 통화가 오히려 절상된 데에는 이 국가들의 대미 무역흑자가 큰 역할을 한 것으로 보임.
- 일본 엔화가 상대적으로 절상폭이 낮은 이유는 일본의 저금리로 인해 일본 은행을 중심으로 한 해외자본투자가 증가하였기 때문으로 판단됨.
- 더욱이 최근 일본은 아베 총리 내각이 경제성장이라는 목표를 달성하기 위하여 엔화 약세를 선호하는 경향을 보이고 있는데 이 역시 원/엔 환율의 절상을 부추기는 요인이 되고 있음.
- 일본은 2006년 7월 제로금리 포기를 선언하고 정책금리를 0.25%로 상향조정하였으나 이후 경제상황이 예상만큼 호전되지 못하고 9월 중 소비자물가지수 또한 예상치를 밑돌고 있어 당분간 추가적인 금리인상은 쉽지 않을 것으로 보임.
- 북한 핵실험이 국내 외환시장에 미친 영향 역시 미미하여 핵실험 이후 대미 원/달러 환율은 하루의 조정기를 거친 다음 바로 안정을 찾아가는 모습을 보임.
- 핵실험 직후 대미 원/달러 환율은 14.8원이 오르는 등 외환시장이 긴장된 모습을 보였으나 이틀째부터는 원/달러 환율이 하락세로 돌아서며 최근 940~960원대에서 등락을 거듭하고 있음.
- 그러나 북핵문제가 장기적인 과제로 남으면서 환율에 하방경직성을 부여하고 있어 환율의 추가절상을 제한하는 역할을 하고 있음.

2. 2007년 원화 환율 전망

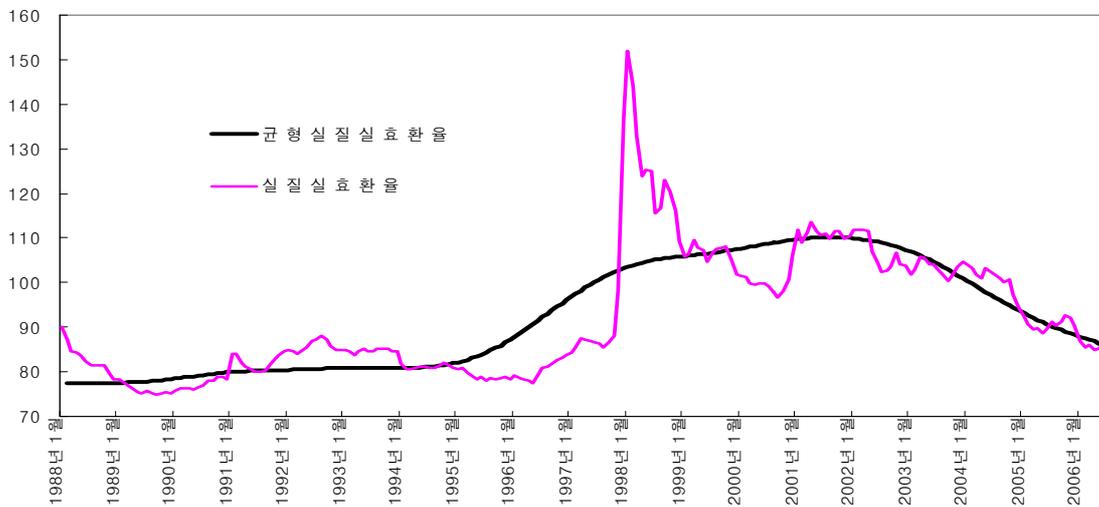
가. 원화 환율 예측

- KIEP의 균형실질실효환율 모형에 따르면 원화 환율은 적정균형환율에 근접하고 있는 것으로 평가됨. 균형실질실효환율 모형을 이용하여 추계한 최근의 고평가율은 -0.17%로 추산됨.
- 이는 2006년 5월에 추계한 고평가율 -0.79%보다 낮은 값으로 고평가율이 점진적으로 해소

되고 있는 것으로 판단됨.

- KIEP 모형에 의한 2007년 6월 말 원화 명목환율은 954.54~959.67로 추산됨.
- 원화 명목환율은 균형실질실효환율과 실질실효환율의 괴리가 향후 2년 동안 조정된다는 전제하에 추산되었음.

그림 2. 원화의 균형실질실효환율과 실질실효환율(2000년=100) 추이



- 최근 원화 환율의 추이를 관찰할 때 글로벌 재조정을 위한 원화 절상 정도는 이미 충분히 반영된 것으로 평가되지만, 위안화 및 엔화의 경우는 아직도 진행 중인 것으로 판단됨.
- 위안화 및 엔화의 추가 절상 가능성과 이에 대한 기대는 원화의 추가적인 절상압력으로 작용할 가능성 높음. 이에 다음 절에서 2007년 위안화 및 엔화 환율의 절상 가능성을 살펴봄.

나. 엔화 환율 예측

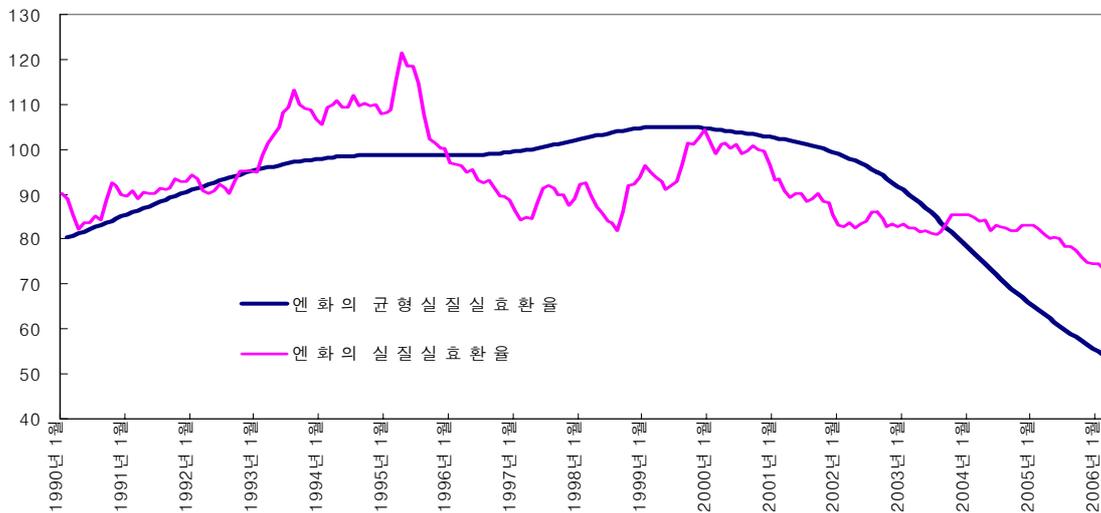
- KIEP의 원화 환율 예측 모형과 동일한 방법으로 최근 엔화 환율의 적정균형환율과의 고평가율과 예측을 살펴봄. 균형실질실효환율 모형을 이용하여 추계한 최근 엔화의 고평가율은 -26.23%로 추산됨.

- 원화의 균형실질실효환율 모형을 엔화에 그대로 적용할 때 환율결정요인 및 외환시장의 미시적 요인 등의 차이로 똑같이 해석하기 어려운 한계점이 존재함.

■ KIEP 모형에 의한 2007년 6월 말 엔/달러 명목환율은 108.05~109.69로 추산됨.

- 균형실질실효환율과 실질실효환율의 괴리는 평균적으로 4~5년 동안 조정되는 경향을 보이는데 엔화 명목환율은 이러한 조정시차를 반영하여 추산되었음.

그림 3. 엔화의 균형실질실효환율과 실질실효환율(2000년=100) 추이



다. 위안화 환율 예측

1) 절상 가능성의 배경

■ 중국정부는 2006년에 대출기준금리와 지급준비율을 각각 두 차례에 걸쳐 인상하고 과잉생산 부문에 대한 투자억제책을 실시하고 있으나 중국경제의 과잉유동성 및 경기과열에 대한 우려가 꾸준히 제기되고 있는 상황임.

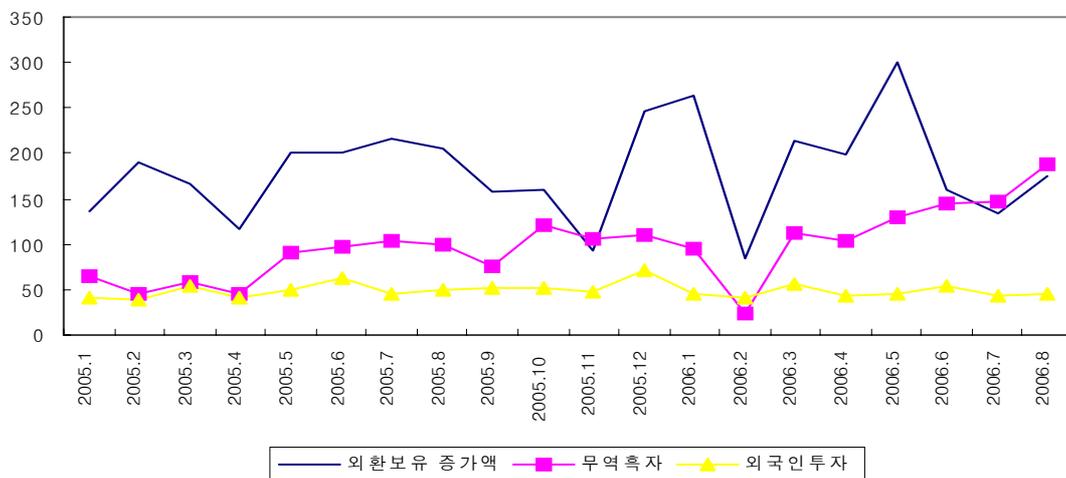
- 중국의 경제성장률은 1/4분기에 예상을 웃도는 10.3%를 기록한 데 이어 2/4분기에 11.3%, 3/4분기에 10.7%에 달하는 등 최근 들어 가장 높은 수준을 기록하고 있음.

- 특히 중국은 무역흑자의 급속한 증가, 외국인직접투자의 지속적인 유입, 투기성 자금의 유입 증대에 따른 외환보유액 급증이 경제불균형 해소를 위한 환율조정의 필요성과 환율조정에 따른 환차손 사이의 괴리를 확대시킴으로써 효율적인 통화 및 외환 정책 수립에 부정적인 영향을 가져오고 있는 것으로 평가됨.

- 중국은 2006년 1~9월에만 1,098억 달러의 무역수지 흑자와 425억 달러의 외국인투자 유입을 기록한 가운데 조만간 외환보유액이 1조 달러를 넘어설 것으로 전망됨.

그림 4. 중국의 외환보유 증가 추이

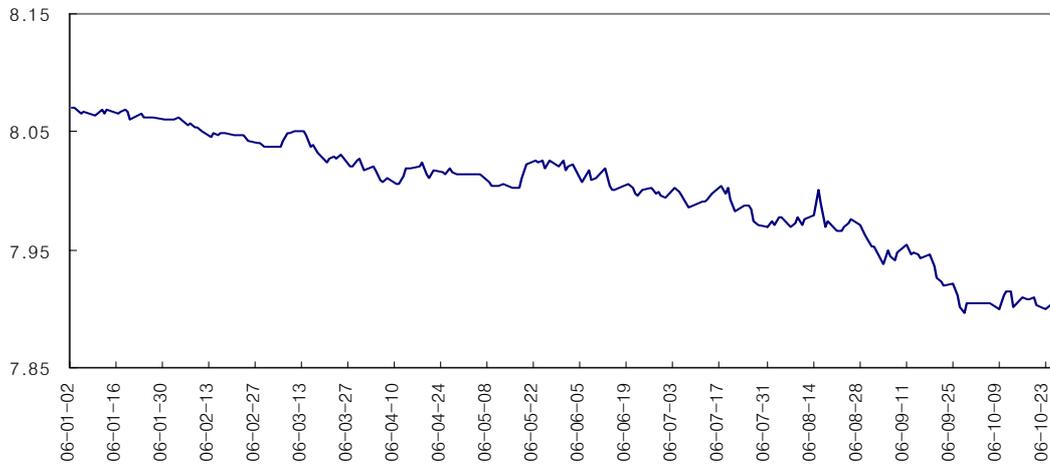
(단위: 억 달러)



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

- 미 달러대비 위안화의 명목환율은 2005년 7월 환율제도 변경조치의 일환으로 2% 전격 절상된 이래 2006년 10월 25일까지 2.6%가 추가 절상되는 등 완만한 하락세를 유지하고 있으나, 환율제도 변경 이후 1년 동안의 무역수지 흑자규모가 변경 이전 1년 동안에 비해 59.3% 증가하는 등 무역수지 흑자규모는 오히려 증가하는 추세임.

그림 5. 위안화/달러 환율의 추이



- 특히 미국의 對中 무역수지 적자규모는 2004년 1,619억 달러에서 2005년 2,016억 달러로 증가한데 이어 2006년 1~8월에만 1,433억 달러에 달하는 등 지속적으로 확대되어가는 추세임.
- 이에 따라 미국의 전체 무역수지 적자에서 對中 무역수지 적자가 차지하는 비중도 2000년 19.2%에서 2006년 1~8월 동안에는 26.0%로 증가하였음.
- 이와 같이 중국의 대규모 외화 유입은 미국을 비롯한 선진국들의 중국에 대한 막대한 무역수지 적자와 이와 관련된 글로벌 불균형문제를 부각시키는 한편 국내 거시경제 불균형문제를 심화시킴으로써 위안화의 절상 가능성을 높이는 상황으로 전개되고 있음.

2) 위안화 환율 예측

- 위안화의 추가 절상 전망에 대한 관심이 고조됨에 따라 본고에서는 거래비용모형과 통화접근모형 등 두 가지 환율결정이론을 통해 위안화의 환율을 예측하였음.
- 추정결과 위안화의 대미 달러 환율은 2007년 상반기에 거래비용모형의 경우 3.4%, 통화접근모형의 경우 2.6% 추가 절상될 것으로 나타남.
- 이 경우 2007년 6월 말 위안화 환율은 7.63~7.69 수준에서 결정될 것으로 보임.

표 1. 위안화의 대미 달러 환율 예측 결과(2007년 6월말)

	환율수준	절상률(2006년 10월 25일 대비)
거래비용모형	7.63	3.4%
통화접근모형	7.69	2.6%

- 단 국제적인 절상압력이 지속될 것에 대비하여 중국이 향후 환율 운영에 필요한 buffer를 남겨둘 가능성을 배제할 수 없음. 이 경우 위안화는 미국과 중국간의 금리차이를 벗어나지 않는 범위에서 절상될 가능성이 있음.
- 유위험이자율평가에 따르면 중국과 미국간의 금리차이가 불변할 것으로 가정할 경우 위안화의 대미 달러 환율은 7.78 수준에서 결정될 것으로 나타남.
- 한편 위안화의 추가 절상에 대한 국내외적 압력이 가중되고 있는 가운데 중국내에서도 환율 유연성 확대를 감내할 수 있다는 분위기가 조성됨에 따라 조만간 위안화 환율의 변동폭 확대조치가 단행될 가능성이 있음.
- 중국은 위안화 변동폭의 점진적인 확대를 통해 환율유연성을 제고시킴으로써 국내외 위안화 절상요인들을 해소하는 한편 자본계정 자유화를 추진해나갈 것으로 기대됨.
- 이 경우 위안화의 대미 달러 변동폭은 $\pm 1.5\%$ 를 넘지 않는 수준으로 확대될 것으로 보이며, 장기적으로는 $\pm 3.0\%$ 수준까지 확대될 가능성을 배제할 수 없음.

4. 결론 및 시사점

가. 원화의 절상기조 축소

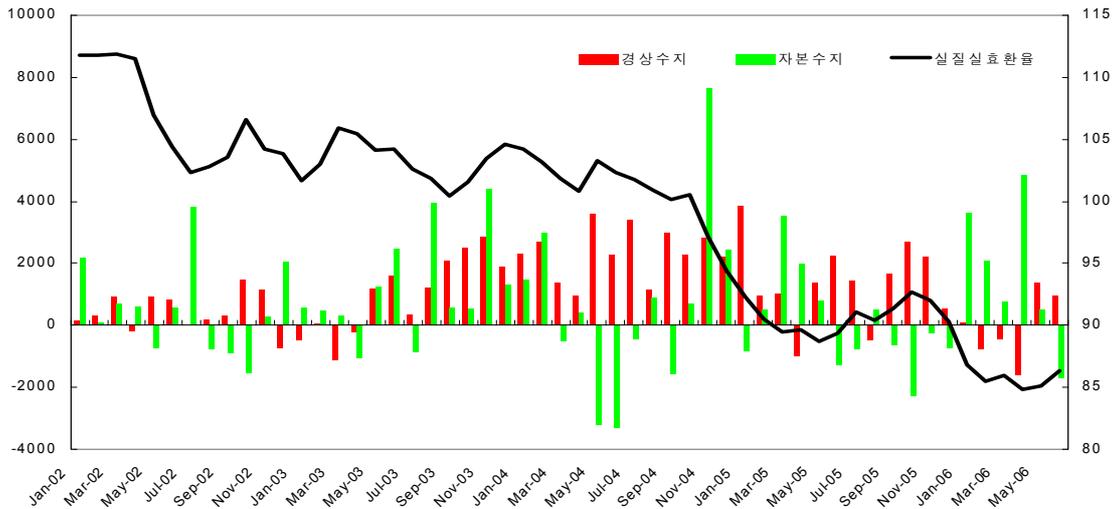
- 최근 원화 환율의 추이를 관찰할 때 글로벌 재조정을 위한 원화 절상 정도는 이미 충분히 반영된 것으로 평가되고 있음. 이에 2007년 6월말 원/달러 환율은 954.54~959.67로 추산됨.
- 국내 경상수지 및 자본수지가 흑자기조에서 적자기조로 전환되어 환율 절상압력이 어느 정

도 해소되었다고 판단됨.

- 더욱이 북핵 사태가 장기화될 경우 국내 지정학적 위험이 국내 자본 유입은 축소시키면서 동시에 자본 유출은 확대할 가능성이 높아 원화 절하를 유도할 수 있음.

그림 6. 국제수지와 원화의 실질실효환율

(단위: 백만 달러(좌), 환율(우))



자료: 한국은행

- 그럼에도 불구하고 원화 환율과 달리 위안화와 엔화 환율은 글로벌 재조정 가능성 존재하며 2007년에도 진행될 것으로 판단됨. 이에 따라 위안화와 엔화 환율은 추가 절상 가능성이 존재함.
- 2007년 6월말 엔/달러 환율은 108.05~109.69로 추산되고 위안/달러 환율은 상하 변동폭의 확대 가능성과 절상 기대 형성으로 7.63~7.69로 추산됨.
- 글로벌 재조정과정이 원화 환율에 충분히 반영되었음에도 불구하고 위안화와 엔화 환율의 추가 절상 가능성과 그 기대는 원화 환율의 추가 절상 기대를 고조시킬 수 있음.
- 이러한 과정에서 2007년 원화 환율의 변동성은 높아질 것으로 판단되며, 이에 따라 장기 추세보다는 단기 변동성의 영향으로 단기 자본 유출입의 변동성이 높아질 것으로 판단됨.