ISSN 1976-0515 Vol. 7 No. 51

KIEP 오늘의 세계경제 World Economy Update

대외경제정책연구원 www.kiep.go.kr 137-747 서울시 서초구 염곡동 300-4 2007년 12월 21일

제07-51호

[상세 내용]

# 국제금융시장 동향 및 2008년 전망

**신 종 협** KIEP 국제거시금융실 국제금융팀 부연구위원 (jhshin@kiep.go.kr, Tel: 3460-1209)
**오 승 환** KIEP 국제거시금융실 국제거시팀 연구원 (ohsh@kiep.go.kr, Tel: 3460-1228)

## 주 요 내 용

▣ 미국 서브프라임 부실 사태의 영향으로 2007년 8월 중 원/달러 환율이 일시적인 절하 움직임을 보이기는 하였으나, 전세계적인 달러화 약세 현상이 지속되고 있어 원/달러 환율은 중장기적으로 절상 기조를 이어나갈 것으로 보임.

- 한국은 동아시아 주요국에 비해 2007년도 대미 달러 환율의 절상 정도가 낮은 것으로 나타났는데, 이는 그동안 한국의 절상률이 다른 국가들에 비해 상대적으로 높아서 이미 달러화 약세가 환율에 충분히 반영되었기 때문인 것으로 판단됨.

▣ 원/달러 환율의 강세 원인으로는 미국의 정책금리 인하, 한국의 경상수지 및 자본수지 흑자 지속 등의 요인 외에도 수출기업들의 달러 선물환 매도, 해외 증권투자 시 환헤지를 위한 달러 선물환 매도, 금리 재정거래를 노린 달러 유입 등을 들 수 있음.

▣ 원화절상은 무역수지를 악화시키고 환공격 가능성을 높이는 등의 부작용이 있으나, 수입물가 인플레이션을 억제하고 외채상환 부담을 낮추는 긍정적인 효과도 있음.

▣ 향후 미국 달러화에 대한 전망은 크게 두 가지 견해로 나누어져 있음.

- 달러 약세론: 미국 서브프라임 부실 사태의 영향이 장기화될 경우 2008년도 미국경제는 건축경기 부진과 소비 둔화에 따른 성장 위축 등을 경험할 것이며, 이 과정에서 자본순유입 감소에 따른 달러화의 추가적 약세 현상이 나타날 것임.

- 달러 가치 유지론: 서브프라임 사태를 수습하는 과정에서 단행한 미국 연방금리 인하가 경기부양의 효과를 발휘하여 2008년에도 달러화는 국제 기축통화로서 위치를 계속 유지해 나갈 것임.

▣ 원화절상에 대해 현시점에서 정부가 취할 수 있는 대응방안은 제한적일 수밖에 없으므로, 민간부문 스스로 기술 개발, 생산성 향상 등을 통해 원화절상에 따른 손실을 줄여 나갈 필요가 있음.

대외경제정책연구원

# 1. 환율 동향

■ 2007년 초 미국 달러화 대비 930.00원을 기록하였던 원/달러 환율은 이후 등락을 거듭하면서 점진적인 절상세를 보이다가, 2007년 8월 중 서브프라임 사태의 여파로 한때 946.90까지 상승하였음.

– 이후 다시 하락세로 돌아선 원/달러 환율은 10월 말 902.10을 기록함으로써 900.00선이 무너지는 것이 아니냐는 우려를 자아냈으나, 최근에는 다시 절하 기조를 보이면서 12월 6일 현재 922.85를 기록하였음.

**그림 1. 원/달러 및 엔/달러 환율 변동 추이**

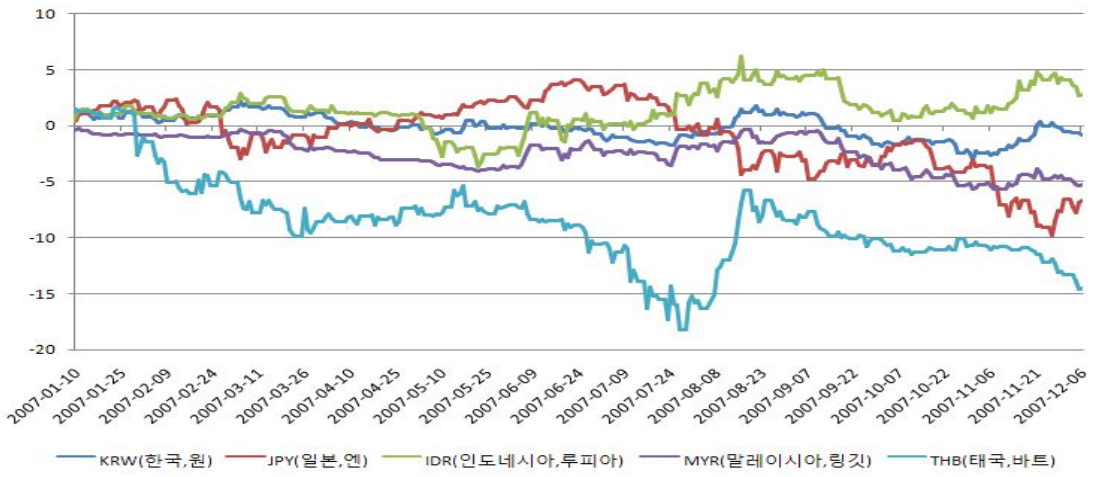
자료: Bloomberg.

■ 엔/달러 환율 역시 2007년 초 119.05를 기록한 후 등락을 거듭하다가 12월 6일 현재 110.97를 기록하여 다소 절상된 모습을 보이고 있음.

**그림 2. 동아시아 주요국의 2002년 이후 환율 변동 추이**

주: 2002년 1월 1일자 환율을 기준으로 하여 이후 환율의 증감률을 표시한 것임.
자료: Bloomberg.

그림 3. 동아시아 주요국의 2007년도 환율 변동 추이




주: 2007년 1월 1일자 환율을 기준으로 하여 이후 환율의 증감률을 표시한 것임.
자료: Bloomberg.

■ 미국 달러화가 전세계적으로 약세를 보이기 시작한 2002년 이후 동아시아 주요국의 대미 달러 환율 변동을 살펴보면, 동아시아 대부분 국가들이 절상을 경험하였으며 그 중 특히 한국과 태국의 절상률이 상대적으로 높은 것으로 나타남.

■ 동아시아 주요국의 2007년도 대미 달러 환율을 통화별로 비교해 보면, 인도네시아의 경우만 소폭 절하된 것으로 나타나고 나머지 대부분의 국가들은 절상된 것을 알 수 있음.

– 하지만 한국의 2007년도 절상률은 다른 국가들에 비해 상대적으로 낮은 것으로 나타났는데, 이는 그동안 한국의 절상률이 여타 국가들에 비해 상대적으로 높아서 이미 달러화 약세가 환율에 충분히 반영되었기 때문인 것으로 판단됨.

표 1. 동아시아 국가들의 대미 달러 환율 증감률 비교

(단위: %)

| 기준일 | 한국 | 태국 | 일본 | 말레이시아 | 인도네시아 | 중국 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2002년 초 | -29.75 | -31.49 | -15.57 | -12.06 | -11.14 | -10.61 |
| 2007년 초 | -0.78 | -14.50 | -6.64 | -5.27 | 2.75 | -5.25 |

주: 2002년 초 및 2007년 초 대비 2007년 12월 5일 환율의 증감률(각국의 대미 달러 환율을 사용하여 필자 작성).

■ 그러나 전세계적인 달러화 약세가 당분간 지속될 것으로 전망되고 있으므로 원/달러 환율의 추가적인 절상은 언제나 가능한 상태임.

## 2. 원/달러 환율의 강세 원인

■ 미국은 2007년 9월 중 정책금리(federal fund rate)를 0.5% 인하한 데 이어 10월 말 추가적으로 0.25%의 금리인하를 단행하였음. 이러한 조치는 서브프라임 부실 문제로 불거진 신용경색 우려를 완화하고, 불안한 움직임을 보이던 글로벌 증시의 안정을 회복시키는 차원에서 취해졌는데, 세계적인 달러화 약세를 더욱 부추기는 역할을 하였음.

■ 글로벌 달러 약세 기조 속에서 수년 동안 지속되어 온 경상수지 및 자본수지 흑자가 원화 강세에 결정적인 역할을 하였음.

- 한국은 9년 연속 경상수지 흑자를 기록하였으며 자본수지도 5년 연속 흑자를 기록하여 미국 달러화 과다 공급에 따른 원화 강세가 불가피한 실정임.

**표 2. 한국의 국제수지 변화 추이**

(단위: 십억 달러)

| | 2002년 | 2003년 | 2004년 | 2005년 | 2006년 | 2007년[1)] |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 경상수지 | 5.4 | 11.9 | 28.2 | 15.0 | 6.1 | 2.9 |
| 자본수지 | 6.2 | 13.9 | 7.6 | 4.8 | 18.6 | 8.4 |

주: 1) 2007년 3분기까지의 실적치.
자료: 한국은행.

■ 외채의 증가는 대개 3가지 경로를 통해서 발생하며 이들 모두가 달러화의 국내유입을 증가시켜 원화절상을 유발하고 있으나, 외환당국은 환율 안정을 위해서는 특히 금리 재정거래(arbitrage)를 집중 단속할 필요가 있다고 생각하고 있음.

- 기업들이 선물환으로 달러를 팔면 은행들은 선물환을 매입해 주어야 하는데 이렇게 되면 환포지션이 과매수로 노출돼 환포지션을 중립으로 맞춰야 함. 이를 위해 은행들은 현물환을 팔아야 하는데 이 과정에서 해외에서 달러를 차입함으로써 외채 증가가 이루어짐. 선물환 매도는 전체 외채 증가의 40% 정도를 차지함.

- 해외 증권투자를 위해 원화를 달러로 바꿀 때 향후 환율 변동 위험을 헤지하기 위해 미리 선물환시장을 통해 달러를 매도해 놓아야 하는데 이 부분이 외채 증가분의 35% 정도임.

- 금리 재정거래로 인한 외채 증가분이 총 외채 증가분의 15~20% 정도임.

○ 환율 하락을 예상한 수출업체들이 미래에 들어올 달러를 선물환율에 맞추어 팔게 되면 현물환율에 비해 선물환율이 더 내려가게 됨. 이론적으로는 내외 금리 차이만큼 현물환율과 선물환율이 차이가 나야 하지만 공격적인 선물환 매도로 선물환율이 과도하게 내려가게 된 것임.

○ 이럴 경우 해외에서 달러를 빌려와 낮은 선물환율로 원화를 사서 국내 채권에 투자를 하게 되면, 환율 차이로 인해 결국 미국 채권 투자 시보다 수익이 더 많이 발생하게 됨. 팔았던 달러를 다시 사들여 투자자금을 회수할 때까지 채권을 보유하고 있기만 하면 되므로 무위험 차익거래로 불림.

○ 2007년 6월 말 현재 단기 외채는 1,379억 달러로 그 중 200억~280억 달러가 금리 재정거래로 인한 외채 증가임.

## 3. 원화절상의 영향

■ 원화절상은 수출을 저해하고 수입을 촉진하여 무역수지를 악화시키는 역할을 하며 더 나아가 경제성장을 둔화시키는 요인으로 작용함.

- 또한 원화는 2002년 이후 일본 등 경쟁국 통화에 비해 큰 폭으로 절상됨으로써, 제3국에 유사한 제품을 수출하는 경쟁국에 비해 우리나라의 가격경쟁력을 떨어뜨리고 향후 해외시장에서의 입지를 위축시킬 우려가 있음.

- 고금리, 원자재 가격 상승 등으로 어려움을 겪고 있는 국내 수출기업들은 원화절상으로 수출 채산성이 더욱 악화될 것으로 보임.

■ 환율의 과다한 절상은 국제 헤지펀드에 환차익을 노릴 수 있는 기회를 제공함으로써 원화가 환공격의 대상이 될 수도 있음.

- 2007년 6월 말 현재 한국의 단기외채는 1,379억 달러를 기록함으로써 총외채의 44.3%를 차지하는 등, 대외채무구조가 악화되고 있는 것은 사실임.

- 하지만 한국은 2007년 10월 말 현재 외환보유고가 2,597억 달러에 이르고 있으며, 전반적인 경제 펀더멘털도 견고한 상태이므로 국제 헤지펀드의 환공격에 의한 외환위기 발생가능성은 상대적으로 낮은 것으로 평가됨.

■ 한편 최근의 경제동향을 보면 그동안의 원화절상은 당초 우려와는 달리 수출에 미치는 부정적 영향이 그다지 두드러지지 않은 가운데, 국제 원자재 가격 급등에 따르는 수입물가 상승 압력을 완화시키고 실질구매력 증대를 통해 소비수요를 회복시키는 등의 긍정적인 효과도 가져온 것으로 나타남.

■ 또한 엔캐리 자금 등 해외에서 차입한 자금에 대한 국내 기업들의 실질적인 원리금 부담이 줄어들 것임.

- 원화절상은 실질적인 해외차입 비용을 감소시켜 국내 기업들의 해외 자금조달을 보다 수월하게 하는 요인이 될 것임.

## 4. 향후 환율 전망

■ 10월 말 한때 장중 900선이 붕괴되기도 하였던 원/달러 환율은 이후 서브프라임 사태에 따른 위험기피 및 안전자산 선호 현상(달러 수요 증가)으로 12월 초 920원대에서 등락을 거듭하고 있으나, 향후 미국경제 및 달러화의 움직임에 따라 언제든지 800원대로 진입할 가능성을 안고 있음.

- 달러 약세론: 미국 서브프라임 부실 사태의 영향이 장기화될 경우 2008년도 미국경제는 건축경기 부진과 소비 둔화에 따른 성장 위축 등을 경험할 것이며, 이 과정에서 자본순유입의 감소에 따른 달러화의 추가적 약세 현상이 나타날 것으로 예상되는데, 이 경우 원/달러 환율은 800원대로 떨어질 수도 있음.

- 달러 가치 유지론: 반면 지난 9월과 10월에 단행한 미국 연방금리 인하가 경기부양의 효과를 발휘할 경우에는, 2008년 초 한때 원/달러 환율이 800원대로 떨어진다 하더라도 곧바로 900원대로 복귀할 가능성이 있음.

■ 원/달러 환율 900원은 외환당국에 있어 일종의 마지노선 역할을 할 수도 있으므로 외환당국이 환율의 800원대 진입을 방관만 하고 있지는 않을 것으로 보임.

- 그러나 현재 외환당국이 환율방어를 위해 사용할 수 있는 재원이 제한되어 있다는 점을 고려할 때, 외환당국의 환율방어 의지가 시장의 힘에 밀릴 가능성을 배제할 수 없음.

■ 장기적인 관점에서 볼 때 전세계적인 미국 달러화 약세의 영향으로 원/달러 환율도 추가적인 절상을 보일 가능성이 높음.

**표 3. 주요 투자은행의 원/달러 환율 전망**

| 전망기관 | 기준일 | 2008년 1분기 | 2008년 2분기 | 2008년 3분기 | 2008년 4분기 |
|---|---|---|---|---|---|
| Bank of America | 2007-11-29 | 890 | 910 | 890 | 880 |
| Citigroup | 2007-11-30 | 900 | 890 | 890 | 880 |
| Credit Suisse | 2007-12-04 | 945 | 938 | 932 | 925 |
| Dresdner | 2007-11-30 | 899 | 888 | 879 | |
| JP Morgan | 2007-11-29 | 930 | 950 | 970 | |
| Lloyds | 2007-12-04 | 907 | 907 | 906 | 906 |
| Merrill Lynch | 2007-11-29 | 890 | 870 | 860 | 850 |
| RBS | 2007-11-30 | 895 | 875 | 865 | 1155 |
| Scotia Capital | 2007-11-29 | 904 | 897 | 891 | 885 |
| Silicon Valley | 2007-11-29 | 913 | 903 | 904 | 900 |
| UBS AG | 2007-12-05 | 905 | | | 950 |
| Wells Fargo | 2007-11-29 | 915 | 910 | 905 | 900 |

자료: Bloomberg.

## 5. 환율 대책

■ 최근 외환당국이 금리 재정거래를 집중 타깃으로 삼아 그 원인에 대한 적절한 치유를 통해 외채 및 환율의 안정화를 추진하겠다고 발표함.

- 하지만 외국계 은행의 국내 지점에 대한 손실비용 인정한도를 축소하는 등, 이미 외화 차입 규제라는 카드를 꺼내놓은 상태여서 금리 재정거래로 인한 외채 증가에 대한 추가 조치가 가능할지는 의문임.

- 결국 스왑시장을 통해 선물환율을 끌어올리거나 금감원과 한은을 통해 기업들에 대한 우회적인 규제를 시도함으로써, 향후 외환시장에서 금리 재정거래가 일어나지 않게끔 여건을 조성해 나가는 방법을 사용할 것으로 보임.

■ 현시점에서 정부가 취할 수 있는 대응방안은 극히 제한적일 수밖에 없으므로, 민간부문 스스로 원화절상에 따른 손실을 줄이려는 노력을 기울일 필요가 있음.

- 외화 차입 시 환헤지를 함으로써 환차익에서 발생하는 손실을 최소화하는 한편 기술 개발, 생산성 향상 등을 통한 수출 증대에 힘써야 할 것임.