



원/달러 환율의 적정수준 및 전망

이 인 구 국제거시금융실 부연구위원 (iklee@kiep.go.kr, Tel: 3460-1153)

허 인 국제거시금융실 부연구위원 (ihuh@kiep.go.kr, Tel: 3460-1183)

오 승 환 국제거시금융실 연구원 (ohsh@kiep.go.kr, Tel: 3460-1228)

- I. 최근 원/달러 환율 추이
- II. 원/달러 환율의 적정수준 및 전망
- III. 시사점

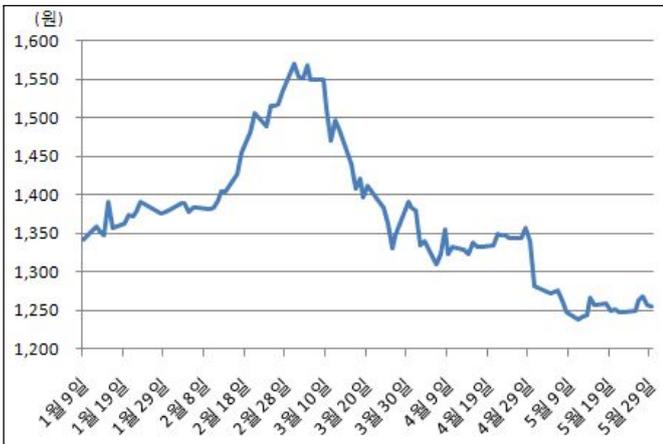
주요 내용

- ▶ 우리나라의 경제 펀더멘털을 고려할 때 원/달러 환율의 적정수준은 1,170원대인 것으로 추정됨.
- 적정 환율은 원화의 적정 가치를 판단하고 향후 방향을 탐색하는 데 유용한 정보를 제공함.
- KIEP 모형에 따르면 최근의 원/달러 환율은 적정수준에 비해 7~10%가량 저평가된 것으로 판단되는데, 이는 원화 환율의 하락(평가절상) 압력이 존재함을 의미함.
- ▶ 그러나 국제금융시장의 불확실성이 해소되기 전까지는 시장 환율과 적정 환율 간의 괴리가 단시일 내에 해소되기 어려울 것으로 보임.
- 외환수급은 달러수요 초과에서 균형수준으로 안정될 것으로 예상됨.
- 다만 국제신용경색, 대외부채 상환능력, 경상흑자 지속여부 등의 리스크 요인이 상존함에 따라, 원/달러 환율은 3/4분기 이후에나 추세적으로 저평가가 해소될 것으로 전망됨.
- 이에 2009년 말 원/달러 환율은 1,100대 후반~1,200대 초반을 기록할 것으로 예상됨.
- ▶ 원화 강세가 예상됨에 따라 수출 유지를 위한 대책 마련이 시급함.
- 환율 하락 시 그동안 수출기업들이 누려왔던 이익이 사라져 무역수지가 급감할 가능성이 존재함.
- 원화의 평가절상이 예상되는 상황에서 건전한 환헤지 활동을 장려함으로써 환율 하락 시 수출 위축을 최소화하는 노력이 필요함.
- 금융위기 이후 신용제공이 원활히 이루어지지 않아 수출 기업의 환헤지 활동이 크게 위축되어 있는 상황임.

1. 최근 원/달러 환율 추이

- 2009년 들어 원/달러 환율은 3월 2일 1,570원까지 급등하였으나, 이후 하향 안정세를 보이며 5월 29일 현재 1,255원을 기록함.
- 외국인 자금이탈 가능성, 외채 상환 부담, 동유럽 국가 부도 가능성으로 인한 신흥국에 대한 위험도 증가로 3월 국내 외환시장에 대한 불안심리가 증가함.
- 하지만 FRB의 국채매입발표(2009.3.18), 미국 정부의 부실 자산 처리계획(3.23), G20 실물 및 금융시장 공조 강화(4.2) 등 대외요인과 경상수지 흑자, 외국인 주식 순매수, 정부 및 민간의 외화자금 조달 등 대내요인에 힘입어 3월 이후 국내 외환시장은 안정세를 나타냄.
- 월평균 환율: 1,354(1월) → 1,440(2월) → 1,453(3월) → 1,336(4월) → 1,255(5월)

그림 1-1. 2009년 원/달러 환율 추이

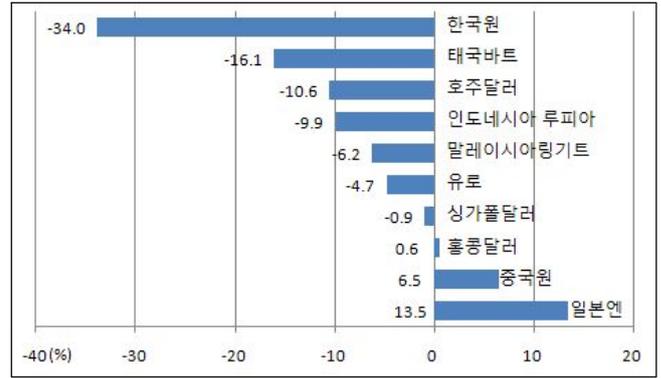


자료: 한국은행.

- 다만 국내 외환시장은 주요 선진국 및 동아시아 국가들에 비해 여전히 불안정한 모습을 보이고 있음.
- 2008년 1월 이후 일본과 중국을 제외한 대부분의 경쟁국 통화가 달러 대비 10% 이하의 절하율을 보인 데 반해 원화의 경우 30% 이상 절하됨으로써 원화의 상대적 저평가에 대한 우려가 지속됨.

■ 글로벌 금융위기로 촉발된 환율 상승은 외채부담 증가, 외국인 자금이탈, 외환파생상품에 가입한 기업들의 환차손 증가 등을 유발하며 국내 금융시장에 부정적인 영향을 초래함.

그림 1-2. 주요국 달러 대비 절상률



주: 2008년 1월 2일 대비 2009년 5월 29일 절상률.
자료: 한국은행.

- 반면 원화의 상대적 저평가는 수출기업들의 가격경쟁력을 제고하여 수출을 증대시키는 요인으로 작용함.
- 특히 일본 엔화의 강세로 인해 일본 기업들과 경쟁관계에 있는 전자 및 자동차 부문의 수출이 세계적 경기침체 속에서도 비교적 양호한 수준을 기록하였음.
- 경상수지가 2월 35.6억 달러, 3월 66.5억 달러, 4월 42.8억 달러 흑자를 기록한 데에는 '환율효과'가 작용한 것으로 판단됨.

그림 1-3. 경상수지와 원/달러 환율 추이



자료: 한국은행.

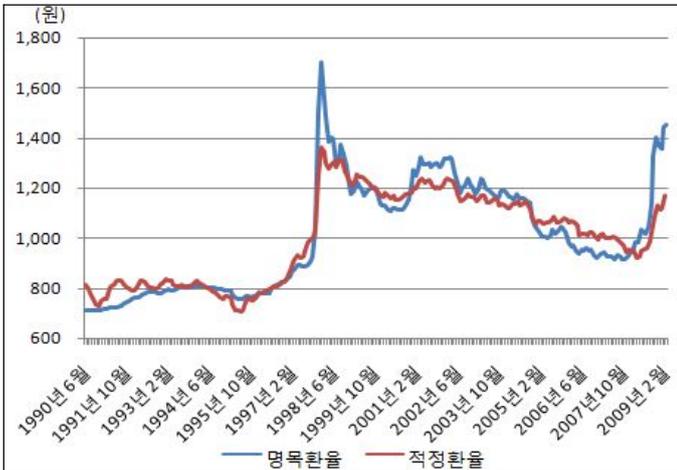
2. 원/달러 환율의 적정수준 및 전망

가. 적정 환율 추정

- KIEP 모형에 의한 원화의 적정 환율은 달러당 1,170원대인 것으로 추산됨.
- 적정 환율이란 국내의 경제상황에 적합한 환율수준으로서 통상적으로 국제수지의 균형을 가져오는 환율수준을 일컫음.

- KIEP 모형은 실질실효환율, 외환수급, 수출입, 물가 등 변수들을 사용하여 회귀분석을 시도함으로써 원화 환율의 적정수준을 추정함.
- 분석 결과에 따르면 최근의 원/달러 환율은 적정수준에 비해 7~10% 정도 저평가된 것으로 나타남.
- 원/달러 환율은 2008년 3월을 기점으로 고평가에서 저평가로 전환된 것으로 판단됨.
- 이는 우리나라의 경제상황을 고려해볼 때 국제금융시장의 불확실성에도 불구하고 원/달러 환율의 하락(평가절상) 압력이 존재함을 의미함.

그림 2-1. 명목환율 및 적정환율 추이



■ 이와 같은 하락압력에도 불구하고 원/달러 환율과 적정 환율 간의 괴리가 단시일 내에 해소될 것으로 기대하기는 어려움.

- 글로벌 금융위기 이후 경제 펀더멘털보다 심리·투기적 요소에 의해 환율 변동성이 확대됨.
- 따라서 국제금융시장의 불확실성이 해소되기 전까지는 원/달러 환율이 적정수준 이상으로 유지되거나 경우에 따라 괴리가 더욱 확대될 가능성도 배제할 수 없음.

■ 그러나 3월 이후 원화 저평가 흐름이 해소되는 상황으로 원화의 저평가가 다시 확대될 가능성은 높지 않음.

- 원/달러 환율의 하락압력이 존재한다는 사실은 환율 예측에 대한 시장의 지나친 쏠림 현상을 약화시킬 수 있다는 측면에서 환율 안정에 긍정적인 요소로 작용할 것임.

- 글로벌 금융위기의 진행 양상에 따라 단기적으로 원/달러 환율의 오버슈팅이 재현될 가능성을 배제할 수 없으나, 정부의 정책 기조만 확고히 유지된다면 상대적으로 저평가된 원화 환율도 적정수준을 찾아갈 수 있을 것으로 기대됨.

나. 환율 전망

■ 국내기관들과 달리 해외기관들은 원/달러 환율이 상당기간 높은 수준을 유지할 것으로 전망함.

- 대다수 국내기관들은 연평균 환율을 1,200원대로 전망해 현재 수준이거나 소폭 하락할 것으로 예상함.
- 그러나 대부분의 외국계기관들은 3/4분기까지는 1,300원대를 보인 후 4/4분기부터 1,200원 내외를 기록할 것으로 전망함.

표 2-1. 해외기관 원/달러 환율 전망치

| 전망기관(전망시점) | 2009년 3/4분기 | 2009년 4/4분기 | 2010년 1/4분기 |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Bank of America(5,27) | 1350 | 1200 | 1200 |
| Credit Suisse(5,11) | 1314 | 1251 | 1213 |
| Deutsche Bank(5,28) | 1280 | 1200 | 1200 |
| Goldman Sachs(5,13) | 1300 | 1250 | - |
| HSBC(5,15) | 1400 | 1200 | 1200 |
| Morgan Stanley(5,29) | 1329 | 1250 | 1150 |
| BNP Paribas(5,21) | 1225 | 1150 | 1120 |
| Standard Chartered(4,30) | 1180 | 1150 | 1180 |

자료: Bloomberg.

■ 원/달러 외환 수급에 가장 큰 영향을 주었던 원유도입액과 조선업 수출의 경우 달러수요 초과에서 균형수준으로 안정될 것으로 전망함.

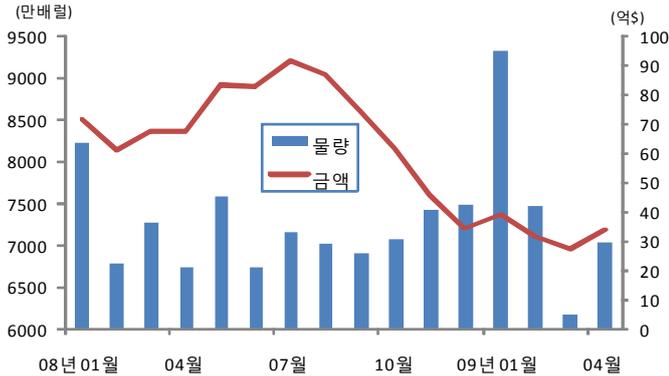
- 2008년 월평균 원유도입액은 원유가격 상승으로 인해 69억 달러에 달한 반면, 조선업계의 월간 달러 공급액은 수주호조에도 불구하고 39억 달러에 그친 것으로 추정됨.

- 2009년 들어서는 조선업의 수주가 크게 부진할 것으로 전망되나, 원유도입액이 더 크게 감소해 균형수준을 보일 것으로 전망함.

■ 세계경기불황으로 인한 원자재 가격 하락으로 원유도입액은 크게 감소함.

- 2008년 무역수지 적자의 주요인이었던 원유도입액이 7월 91.5억 달러를 기점으로 하락해 2009년 4월 현재 33.9억 달러를 기록함.
- 월별 원유도입물량은 작년 평균 7,200만 배럴이나, 생산활동 둔화로 인해 올해는 도입물량도 줄어들 것으로 보이며, 현재 월평균 도입금액이 40억 달러대 미만을 유지하고 있음.

그림 2-2. 2008년 이후 원유 도입량 및 도입액 추이



자료: 한국석유공사(www.petronet.co.kr).

- 신규수주 감소로 인해 조선업계에서 외환시장으로 유입될 달러도 감소할 것으로 예상됨.
- 선박 수출은 여전히 호조를 보이고 있으나, 이는 그동안 조선업의 수주호황에 따른 계약 이행 물량에 의한 것임.
- 현재 신규수주 상황은 글로벌 경기침체로 크게 위축되고 있어, 수주가 전년의 절반 수준으로 감소할 것으로 예상됨.

표 2-2. 조선산업의 수주 및 수출 추이와 전망

| 구분 | 2004년 | 2005년 | 2006년 | 2007년 | 2008년 | 2009년(E) |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------------|
| 수주 ¹⁾ | 16,307 | 11,965 | 19,585 | 23,644 | 14,022 | 8,413 ³⁾ |
| 건조 ¹⁾ | 8,878 | 10,209 | 11,105 | 10,294 | 12,466 | 14,700 |
| 수주진량 ¹⁾ | 33,692 | 35,640 | 45,256 | 51,152 | 54,384 | - |
| 조선수출 ²⁾ | 156.6 | 177.3 | 221.2 | 277.8 | 431.6 | 530.0 |

주: 1) CGT 2) 억 달러. 자료: 조선업협회, 3) KIEP 추정치

- 조선업계의 그동안의 환헤지 활동을 감안할 때 수주물량의 약 70%를 선물환으로 결제하여 수출금액의 약 30% 정도가 외환시장에 영향을 줄 것으로 추측됨.
- 따라서 조선업계에서 올해 추측되는 달러 공급량은 월간 31억 달러 수준으로 2008년 월평균 39억 달러에 비해 약 20% 감소할 것으로 보임.

■ 신용경색은 세계적으로 완화 추세이나, 금융위기 이전 수준까지 완화되는 데는 시간이 다소 걸릴 것으로 보임.

- 리먼 브라더스 파산 이후 글로벌 신용경색으로 우리나라 CDS 프리미엄이 7.0% 근처까지 상승하는 등 최고조에 이름.
- 2009년 들어 동유럽 위기설 및 3월 위기설이 대두되면서 다시 상승하기도 했으나, 경기회복의 희망이 살아나면서 5월 29일 현재 1.66%를 기록함.

- 한편 크라이슬러와 GM의 파산보호신청으로 미 자동차업계 도산에 따른 협력사의 연쇄도산 우려가 여전히 대두되고 있어 신용위험이 다시 부각될 가능성도 존재함.

■ 기업의 환헤지 활동으로 인해 원/달러 환율은 4/4분기이나 적정수준으로 회귀할 것으로 예상됨.

- 무역수지 흑자는 지속될 전망이다, 외환시장에 큰 효과를 미치지 않을 것으로 예상됨.
- 그동안의 환헤지 활동(GM대우, 조선업계 등)으로 인해 수출 금액의 상당부분이 외환시장에 유입되지 못할 것으로 예상됨.
 - GM대우 선물환 만기도래 현황(억 달러): 5.1(2/4분기) → 24.0(3/4분기) → 10.5(4/4분기)
 - 5, 6월 만기도래분 8.9억 달러에 대해 3개월 연장에 합의함에 따라 3/4분기에 만기도래액 집중
- 신용경색의 완화 기조가 유지되면, 선물환, 키코 등 외환 파생상품의 결제규모가 줄어드는 3/4분기 이후에 원/달러 환율이 본격적으로 적정수준으로 회귀할 수 있을 것으로 전망됨.
 - 외국 금융기관들도 3/4분기까지 국내기관보다는 높은 환율을 제시하지만, 4/4분기 들어서는 국내 전망기관들의 전망치와 비슷한 수준으로 하락할 것으로 보고 있음.

3. 시사점

■ 우리나라의 실질실효환율, 외환수급, 수출입, 물가 등을 고려할 때 원/달러 환율의 적정수준은 1,170대인 것으로 추정되는 바, 최근의 원/달러 환율은 적정수준에 비해 7~10%가량 저평 가된 것으로 판단됨.

- 다만 국제신용경색, 대외부채 상환능력, 경상흑자 지속 여부 등의 리스크 요인이 상존함에 따라 원/달러 환율은 4/4분기부터 적정수준으로 회귀할 것으로 전망됨.
- 환율 상승 시 기존 헤지거래 진량으로 인한 금융기관 및 기업의 손실이 커질 수 있으며 외국인투자도 위축될 수 있음.
- 기존 헤지거래에 따른 결제가 여전히 남아 있어 신용경색 재현에 의한 환율 급등 시 관련 금융기관과 기업의 부담이 커질 수 있음.
- 하나은행의 1/4분기 3,000억 원대의 손실 중 환율 상승에 따른 손실(태산LCD의 PIVOT 등)규모가 2/3를 차지하고 있음.
- 최근 주식 및 채권 시장에 유입되고 있는 외국인의 매수세는 금융시장 회복과 원화 강세 예상에 배팅하고 있으므로, 원화 약세 전환 시 외국인이 매도세로 전환하여 금융시장의 혼란이 가중될 가능성이 존재함.
- 한편 환율 급락 시 그동안 수출기업이 누려왔던 이익이 사라져 무역수지가 급감할 위험이 상존함.
- 환율변동에 따른 수출민감도가 아시아 통화위기 이후 크게 하락했는데, 이는 환율 하향 안정화 기간 동안 수출기업의 환헤지 활동이 높았던 것에 기인한 것으로 보임.
- 그러나 금융위기로 인한 외환 부족 및 환율 급등에 따른 헤지 관련 손실로 신용제공이 원활하지 않아 2008년 3/4분기 이후 수출기업의 환헤지 활동은 크게 위축됨.
- 따라서 환율 급락 시 수출기업의 수익성은 하락할 수 있으며, 이로 인한 무역흑자 급감이 우려됨.
- 향후 원/달러 환율은 4/4분기부터 본격적으로 적정수준으로 회귀할 전망이므로 수출 유지를 위한 대책 마련이 시급함.
- 원화 강세가 예상되는 상황임에도 불구하고 금융위기로 인해 수출업체 및 금융기관의 건전한 환헤지 활동마저 위축됨.
- 특히 통화스왑시장에서의 달러금리와 원화금리 역전 현상 지속으로 인해 6개월 선물환포인트가 6월 2일 현재 -8.2원에 이르러 기업의 환헤지 활동을 저해하고 있음.
- 환율은 절대적 수준뿐만 아니라 변동속도가 매우 중요하므로, 외환 변동성을 줄이는 노력의 일환으로 정부가 건전한 환헤지 활동을 장려할 필요가 있음.
- 금융상황이 위축되어 있으나, 현재 높은 원화 저평가 상황에서 저평가 해소 시 예상되는 수출 위축을 최소화하는 노력이 필요함. **KIEP**