

22-15(통권 937호) 2022.10.07

경제주평

- 최근 외환시장 불안정성 점검과 시사점
- 경제심리 악화 및 위안화 약세도 환율 급등의 주요 요인

목 차

■ 최근 외환시장 불안정성 점검과 시사점

- 경제심리 악화 및 위안화 약세도 환율 급등의 주요 요인

Executive Summary	i
1. 개요	1
2. 원/달러 환율 급등요인 점검과 외환시장 불안정성 평가	2
3. 원/달러 환율의 변동요인 분석	7
4. 시사점	9

비상업 목적으로 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재할 경우 내용의 출처를 명시하면 자유롭게 인용할 수 있으며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

주 저 자 : 이 형 석 연 구 위 원 (2072-6247, walden0230@hri.co.kr)

경 제 연 구 실 : 이 부 형 이 사 대 우 (2072-6306, leebuh@hri.co.kr)

Executive Summary

□ 최근 외환시장 불안정성 점검과 시사점

- 경제심리 악화 및 위안화 약세도 환율 급등의 주요 요인

■ 개 요

최근 원/달러 환율이 1,400원대를 돌파하면서, 시장에서는 현 외환시장 불안정성 정도를 과거 환율 변동성이 극심했던 1997년 IMF 외환위기와 2008년 금융위기 수준으로 평가하고 있다. 우크라이나-러시아 전쟁, 주요국의 급진적인 기준금리 인상으로 원/달러 환율은 최근 1,400원대를 돌파하면서 환율 변동성이 심화되고 있는 상황이다. 2022년 9월 28일 원/달러 환율은 1,439.9원을 기록하여 2001년 닷컴버블 시기(기간 중 최고치, 1,368.0원)를 상회하면서, 시장에서는 1997년 IMF 및 2008년 금융위기에 비견되는 시기라고 평가하고 있다. 이에 본 보고서는 최근 외환시장 불안정성 정도를 점검해 과거 위기 수준과 비교하고, 원/달러 환율 급등에 영향을 미치는 요인을 분석하여 시사점을 도출하고자 한다.

< 위기 시기별 원/달러 환율 >

(원/달러, %)

구분	최고치(원/달러)	평균환율(원/달러)	평균일간변동률(%)
'97년 IMF 외환위기	1,962.5	1,179.5	1.22
'01년 닷컴버블	1,368.0	1,230.2	0.39
'08년 금융위기	1,570.7	1,178.2	0.96
'22년 7~9월	1,439.9	1,223.4	0.38

자료 : 한국은행.

주 : 평균일간변동율은 절대값 기준.

■ 원/달러 환율 급등 요인 점검과 외환시장 불안정성 평가

① 원/달러 환율 급등요인 점검

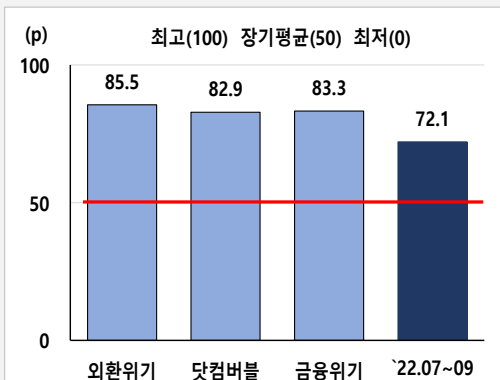
최근 원/달러 환율 급등의 배경에는 경제심리 악화, 통화정책 요인과 위안화 동조성, 국제수지 요인 등이 존재하는 것으로 파악된다. (경제심리 악화) 시장참가자들의 경제심리 악화는 원/달러 환율 급등의 압력으로 작용하고 있는 것으로 평가된다. 2005년 1월부터 2020년 12월까지 원/달러 환율과 뉴스심리지수의 상관관계는 -0.27이었으나, 2021년 1월부터 2022년 8월까지 두 변수 간 상관관계는 -0.62를 기록하면서, 역(-)의 상관관계가 강화되었다. 이는 최근 들어 경제심리 악화가 원/달러 환율 상승에 미치는 영향이 증폭되었음을 의미한다. 특히, 9월 중순 뉴스심리지수가 90p 수준으로 하락하면서, 기준치(100p)를 상당 폭 하회하고 있는 가운데 원/달러 환율도 1,400원을 돌파하였다. (통화정책 요인과 원화·위안화 동조성) 한·미간 기준금리 격차 확대와 위안화 절하는 원화 약세 요인으로 작용하고 있는 것으로 보인다. 통상, 한·미 간 기준금리 격차가 확대되면 해외 자금 이탈로 인해 원/달러 환율이 상승하는 현상이 나타난다. 미국 연준(Fed)이 급격하게 기준금리를

우리자 2022년 9월 29일 기준 한·미 간 기준금리 격차는 0.75%p까지 확대되면서 원/달러 환율도 1,400원대를 상회하게 되었다. 또한, 최근 들어 강화된 원화·위안화의 동조화 현상으로 위안화의 절하 압력이 원화 절하로 이어지는 것으로 보인다. 2022년 이후 원/달러 환율과 위안/달러 간 상관계수는 1.0에 가까운 0.96를 기록하면서, 매우 높은 수준을 나타내고 있다. 이처럼 심화되고 있는 원화와 위안화 동조화 현상으로 최근 위안화의 절하 압력이 원/달러 환율의 상승을 유발하는 요인으로 작용하고 있는 것으로 판단된다. **(국제수지 요인) 경상수지 흑자 규모 축소는 원/달러 환율의 상승 압력으로 작용하고 있는 것으로 평가된다.** 대외거래 수지가 악화될 경우 국내 외환시장의 달러 공급이 감소하면서, 원/달러 환율이 상승하게 된다. 최근에는 글로벌 경기둔화에 기인한 수출 회복세 둔화와 유가 급등으로 인한 수입액 확대로 한국의 무역수지는 2022년 4월 이후 6개월 연속 적자를 기록하고 있다. 경상수지도 작년 대비 대폭으로 축소되어 원/달러 상승 압력으로 작용하는 것으로 평가된다.

② 외환시장 불안정성 평가

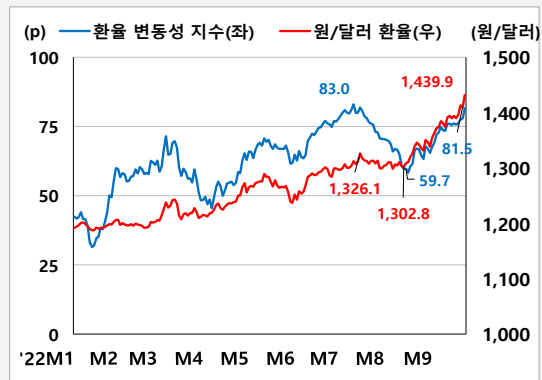
외환시장 불안정성을 점검하기 위해 환율 변동성 지수와 외환시장압력지수(Exchange Market Pressure Index)를 산출하여 과거 위기 수준과 비교하였다. (환율 변동성 지수를 이용한 평가) 2022년 7~9월 환율 변동성 수준은 장기평균 수준(50)을 큰 폭으로 상회하고 있으나, 과거 3차례 위기 시기에 비해서는 낮은 것으로 평가된다. 환율 변동성을 나타내는 변수인 1-CMIN(1에서 기준일 환율 대비 1년간 표본 최저치를 뺀 값), GK(Garman-Klass)변동성, 옵션 내재변동성(implied volatility)을 이용해서 환율 변동성 지수 산출하였다. 또한, 선정한 변수를 일간 데이터 기준으로 표준화한 이후 지수별 변동성이 가장 높은 시점의 값이 '100', 가장 낮은 시점의 값이 '0'이 되도록 지수를 재구성하였으며, 장기평균은 '50'으로 설정하였다. 분석결과, 2022년 7~9월 환율 변동성 지수(72.1p)는 장기평균 수준을 큰 폭으로 상회하고 있으나, 1997년 IMF 위기 시기(85.5p), 2001년 닷컴버블 시기(82.9p), 2008년 금융위기 시기(83.3p)에 비해서는 낮은 것으로 나타났다. 그러나, 9월 들어 원/달러 환율이 1,400원을 상회하기 시작하면서, 원/달러 환율 변동성 역시 또한 급격하게 확대되고 있는 상황이기 때문에 향후 환율 변동성 수준이 과거 위기 시기에 근접할 가능성도 존재한다.

< 기간별 평균 환율 변동성 지수 >



자료 : 현대경제연구원.
주 : 지수는 표준화를 통해 계산.

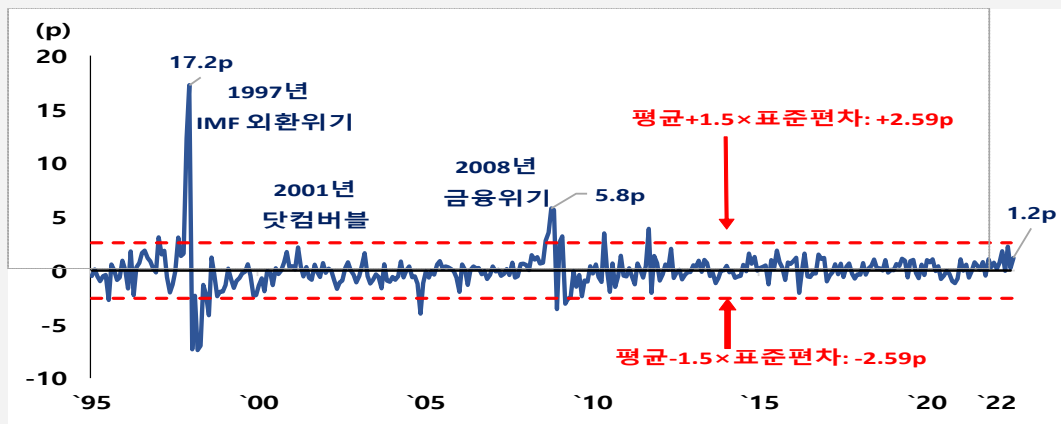
< 환율 변동성 지수, 원/달러 환율 추이 >



자료 : 현대경제연구원, Bloomberg.
주 : 지수는 표준화를 통해 계산.

(외환시장압력지수를 이용한 평가) 외환시장압력지수를 통해 살펴본 2022년 6월~8월 국내 외환시장의 불안정성 수준은 과거 위기 수준 대비 낮은 것으로 평가된다. 외환시장압력지수는 원/달러 환율과 외환보유액의 변동으로 형성된 외환시장 불균형 정도를 평가하는 지표를 의미한다. 외환시장압력지수가 양(+)의 값을 갖는 경우 외환 수요 압력이 크고, 음(-)의 값을 갖는 경우 외환 공급 압력이 높은 것으로 평가된다. 2022년 6월, 7월, 8월 외환시장압력지수는 각각 2.2p, 0.2p, 1.2p를 기록하면서, 외환시장의 수요측 압력이 높은 것으로 판단된다. 그러나, 6~8월 외환시장압력지수는 외환시장 불안정성이 높은 것으로 판단하는 기준인 평균+1.5×표준편차(2.59p)에 비해서는 낮은 것으로 나타났다. 특히, 외환위기 시기인 1997년 12월의 외환시장압력지수(17.2p)와 금융위기 시기인 2008년 10월(5.8p)에 비해서는 현저히 낮은 수준이다.

< 외환시장압력지수 추이 >



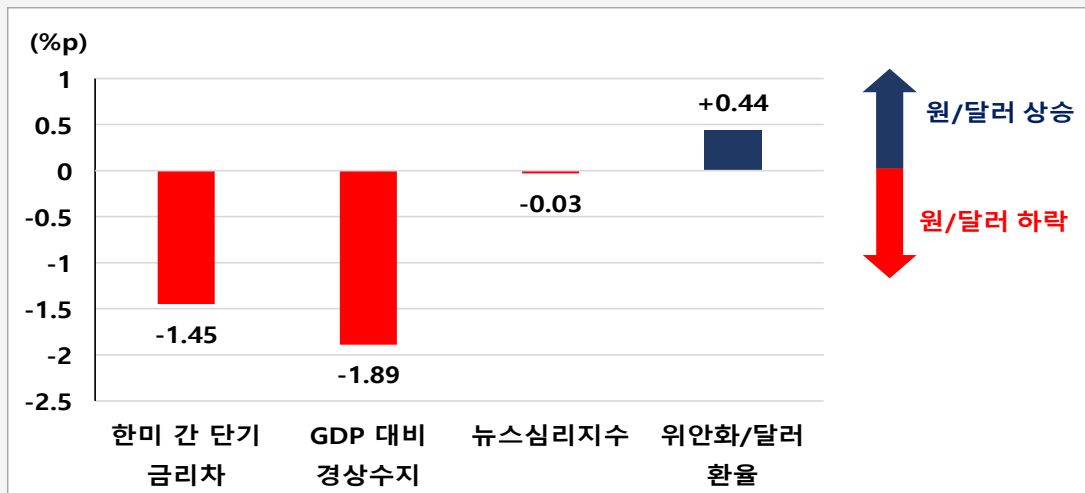
자료 : 현대경제연구원.

주 : 통상 외환시장압력지수가 “평균±1.5×표준편차”를 상회 또는 하회하는 경우 외환시장 불안정성이 높은 것으로 평가.

■ 원/달러 환율의 변동요인 분석

2005년 1월~2022년 6월 기간 중 환율 변동에 영향을 미치는 요인을 분석한 결과, 한·미 간 단기금리 차, 경상수지, 위안화/달러 환율, 뉴스심리지수가 원/달러 환율 변화율에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 먼저, 한·미 간 단기금리 차와 GDP 대비 경상수지 비중이 각각 1%p 상승하면, 원/달러 환율은 각각 1.45%p, 1.89%p 하락하는 것으로 나타났다. 이는 최근 심화되고 있는 경상수지 흑자 규모 축소, 한·미 간 기준금리 격차 확대가 원/달러 환율 상승 압력으로 작용하고 있음을 시사한다. 또한, 뉴스경제심리지수가 1% 상승 시 원/달러 환율은 0.03%p 유의하게 하락하는 것으로 나타났는데 이는 경제주체의 심리 악화가 원화 절하 압력으로 작용함을 의미한다. 마지막으로, 위안화/달러 환율 1%p 상승 시 원/달러 환율 역시 0.44%p 상승하는 것으로 나타나 원화·위안화 동조성도 원화 환율 변동의 주요 요인인 것으로 판단된다. **종합하면, 최근 원/달러 환율의 급등은 경제 펀더멘탈 뿐만 아니라 경제주체의 심리 악화와 위안화의 급격한 절하에도 영향을 받는 것으로 평가된다.**

< 주요 변수들의 원/달러 환율 변화율에 대한 영향 >



자료 : 현대경제연구원.

주 : 뉴스심리지수는 1%, 나머지 변수는 1%p 증가 시 원/달러 환율 변화율을 나타냄.

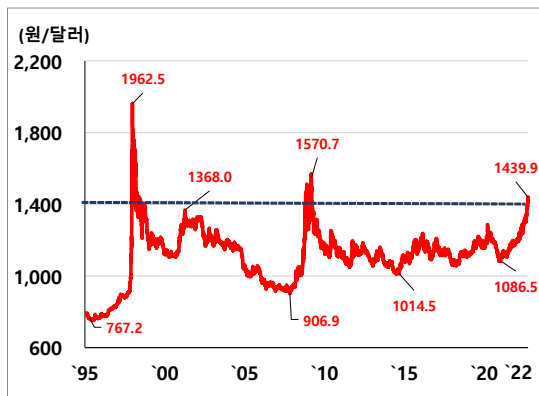
■ 시사점

최근 원화 환율 변동성 확대는 한·미 간 금리 격차, 위안화 약세, 경제주체들의 심리, 무역수지 및 경상수지와 같은 대외거래 수지 악화 등에 의한 것으로 평가됨에 따라 외환시장 안정화는 물론 대외 경쟁력 제고, 국내 경제 펀더멘탈 유지 등과 같은 다양하고 적극적인 정책 대응이 필요하다. 첫째, 외환시장의 급격한 변동성을 일으킬 수 있는 요인들에 대한 철저한 모니터링과 대응이 필요하다. 둘째, 정책당국과 시장과의 소통 강화를 통해 경제주체들의 경제심리 악화가 원화 약세로 이어지지 않도록 예방해야 한다. 셋째, 국내외 금리 차이를 적정한 수준으로 관리해 외국인 자금의 급격한 유출을 방지하는 한편 급작스러운 경기 둔화 가능성에 대한 시장의 우려를 불식시켜야 한다. 넷째, 무역수지 및 경상수지 등 최근 부진세가 이어지고 있는 대외거래 수지 개선 노력 역시 필요하다. 다섯째, 수출 등 외수 환경이 어려운 만큼 소비와 투자 등 내수 경기 활성화를 통해 거시경제 안정성을 유지하는 것도 필요하다.

1. 개요

- 최근 원/달러 환율이 1,400원대를 돌파하면서 시장에서는 1997년 IMF 외환위기와 2008년 글로벌 금융위기와 같은 현상이 재현될 수 있다는 우려가 확산
 - 우크라이나-러시아 전쟁, 주요국의 급진적인 기준금리 인상으로 원/달러 환율은 최근 1,400원대를 돌파하면서 환율 변동성이 심화되고 있는 상황
 - 원/달러 환율은 우크라이나-러시아 전쟁과 미국을 포함한 주요국의 공격적인 인상 등으로 올해 상반기부터 상승세 지속
 - 특히, 미 연준(Fed)의 3연속 자이언트 스텝(Giant Step, +0.75%p) 단행 이후 원/달러 환율이 급등하면서 2022년 9월 28일 기준 1,439.9원까지 상승
 - 최근 원/달러 환율 수준은 2001년 닷컴버블 시기를 상회하면서 시장에서는 1997년 IMF 및 2008년 금융위기에 비견되는 위기의 시기라고 평가
 - 원/달러 환율이 1,300원을 상회한 것은 1997년 IMF 외환위기, 2001년 닷컴버블, 2008년 글로벌 금융위기 등 역사적으로 3차례밖에 존재하지 않음¹⁾
 - 최근 원/달러 환율 수준이 2001년 닷컴버블 시기(기간 중 최고치, 1,368.0원)를 상회하자 시장에서는 1997년 IMF 및 2008년 금융위기에 비견되는 위기로 평가
- 이에 본 보고서는 최근 외환시장 불안정성 정도를 점검하고, 원/달러 환율 급등에 영향을 미치는 요인을 분석하여 시사점을 도출하고자 함

< 원/달러 환율 추이 >



자료 : 한국은행.

< 위기 시기별 원/달러 환율 >

구분	(원/달러, %)		
	최고치 (원/달러)	평균환율 (원/달러)	평균일간 변동률(%)
'97년 IMF 외환위기	1,962.5	1,179.5	1.22
'01년 닷컴버블	1,368.0	1,230.2	0.39
'08년 금융위기	1,570.7	1,178.4	0.96
2022년 7~9월	1,439.9	1,223.4	0.38

자료 : 한국은행.

주 : 평균일간변동률은 절대값 기준.

1) 본고에서는 통계청의 기준순환일과 주요기관 보고서를 참고해서 IMF 시기는 1997년 3월부터 1998년 8월, 닷컴버블 시기는 2000년 8월~2001년 7월, 금융위기는 2008년 1월에서 2009년 5월까지로 설정.

2. 원/달러 환율 급등 요인 점검과 최근 외환시장 불안정성 평가

① 원/달러 환율 급등 요인 점검

○ (경제심리 악화) 시장참가자들의 경제심리 악화가 원화 가치 절하 배경으로 작용할 가능성 상존

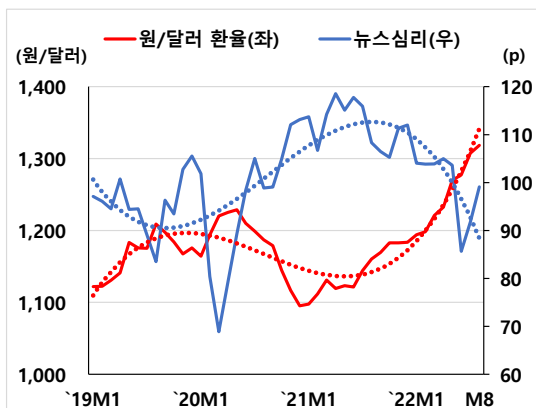
- 경제주체의 심리 변화가 환율 변동에도 영향을 미치는 것으로 평가

- Meese and Rogoff (1983)의 연구 이후 환율은 경제 기초여건(fundamentals)에 의해 설명하기 어려운 것으로 평가²⁾
- 이로 인해 거시변수들을 이용해 환율변동을 설명하는 것 이외에도 시장참여자들의 심리(sentiment)를 이용해 환율 변화를 설명하려는 노력이 강화³⁾

- 최근 원/달러 환율의 급등은 경제주체들의 심리 악화에 기인할 가능성 존재

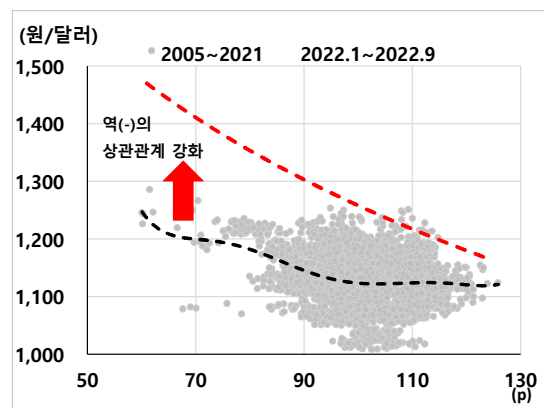
- 2005~2020년 기간 중 원/달러 환율과 뉴스심리지수의 상관관계는 -0.27이었으나, 2021년 1월~2022년 8월 기간 중 두 변수의 상관관계는 -0.62를 기록⁴⁾
- 이는 경제심리 악화가 원/달러 환율 상승에 미치는 영향이 커졌다는 의미
- 특히, 9월 중순 뉴스심리지수가 90p 수준으로 하락하면서 기준치(100p)를 상당 폭 하회한 가운데 원/달러 환율도 9월 22일 1,400원을 돌파

< 원/달러 환율과 뉴스심리지수 추이 >



자료 : 한국은행.
주 : 점선은 추세선을 의미.

< 원/달러 환율과 뉴스심리지수 관계 >



자료 : 한국은행.
주 : 점선은 추세선을 의미.

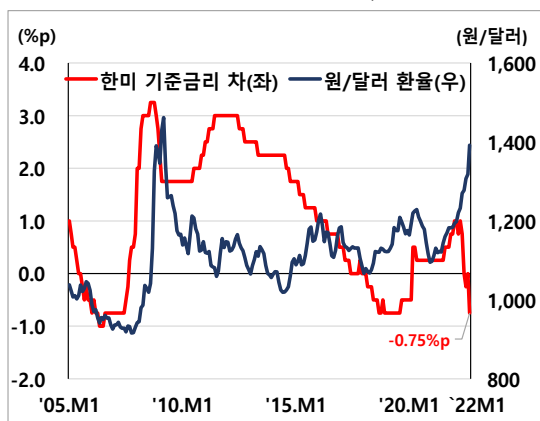
2) Meese, Richard, and Kenneth Rogoff (1983), "Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of Sample?," *Journal of International Economics* 14: 3-24.
3) D. D. Evans and Richard K. Lyons (2002), "Order Flow and Exchange Rate Dynamics Martin," *Journal of Political Economy* 110: 170-180; Craig Burnside, Martin Eichenbaum, and Sergio Rebelo (2011), "Carry Trade and Momentum in Currency Markets," *Annual Review of Financial Economics* 3:511-535; 김효상, 강은정, 김유리, 문성만, 장희수 (2021) 「환율과 기초여건 간 괴리에 대한 연구: 시장심리를 중심으로」, 연구보고서, 대외정책연구원.
4) 뉴스심리지수는 경제분야 뉴스기사에 나타난 경제심리를 지수화한 자료를 의미.

○ (통화정책 요인과 원화·위안화 동조성) 한·미 간 기준금리 격차 확대와 위안화 절하는 원/달러 환율 상승 압력으로 작용하는 것으로 평가

- 한·미 간 기준금리 격차의 확대가 원/달러 상승 압력으로 작용
 - 통상, 한·미 간 기준금리 격차가 확대되면 한국에서 해외로의 자금 유출이 확대되면서 원/달러 환율이 상승
 - 미 연준은 2022년 3월 기준금리를 0.25%p 인상, 5월 빅스텝(0.50%p)을 단행하고, 6월과 7월 및 9월에는 3차례 연속 자이언트 스텝(0.75%p) 단행
 - 이로 인해 2022년 9월 29일 기준 한·미 간 기준금리 격차는 0.75%p까지 확대되면서, 원/달러 환율도 1,400원대를 상회하고 있는 상황

- 최근 원화·위안화의 동조화 현상이 강화되면서 위안화 평가 절하가 원화 평가 절하 압력으로 작용하는 것으로 판단
 - 한국과 중국 간 경제가 상호 긴밀하게 얽혀 있어 원화와 위안화 간 동조화 현상이 갈수록 심화⁵⁾
 - 2022년 이후 원/달러 환율과 위안/달러 간 상관계수는 1.0에 가까운 0.96까지 상승, 이는 매우 높은 수준⁶⁾
 - 이로 인해 위안화 평가 절하 압력이 원/달러 환율 상승으로 이어지고 있는 것으로 판단⁷⁾

< 한미 기준금리 격차와 원/달러 환율 >



자료 : FRED, 한국은행.
 주 : 한국 기준금리-미국 기준금리 차이.

< 원/달러 환율과 위안/달러 추이 >



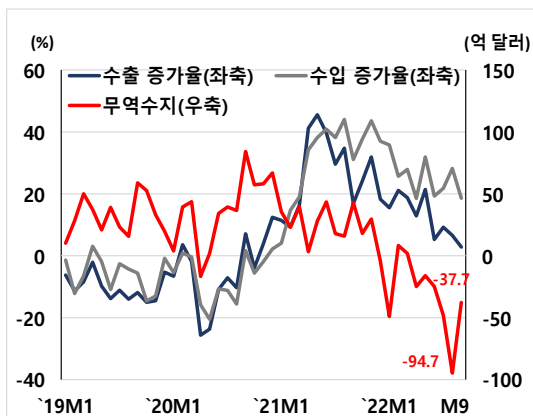
자료 : Bloomberg.

5) 2021년 기준 한국의 대(對) 중국 수출 비중(총액기준)은 25.3%를 기록.
 6) 2019년부터 2021년까지의 원/달러 환율과 위안화/달러 환율의 상관계수는 0.65를 기록.
 7) 2022년 9월 28일 위안/달러는 7.23을 기록하면서, 14년 만에 7.2 위안/달러를 상회.

○ (국제수지 요인) 최근 지속되고 있는 무역수지 및 경상수지 악화 역시 원/달러 환율의 상승 압력으로 작용

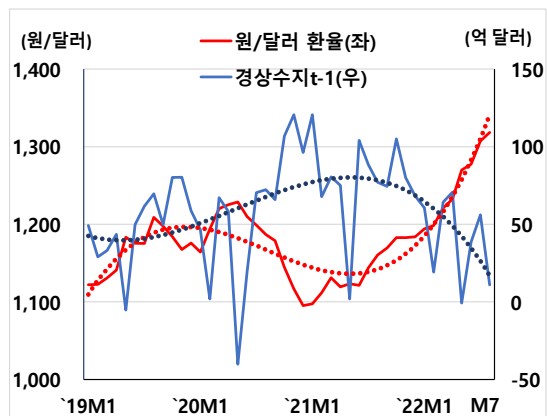
- 무역수지는 글로벌 경기둔화 우려로 인한 수출 회복세 둔화와 유가 등 상품 가격 급등으로 인한 수입 확대로 6개월 연속 적자를 기록
 - 글로벌 경기둔화 우려로 수출 회복세가 둔화되고 있는 가운데, 국제 유가 등 글로벌 상품가격 급등으로 인한 수입물가 상승으로 수입이 대폭 확대
 - 그 결과 무역수지는 2022년 4월 이후 6개월 연속 적자를 기록하면서, 현재 대외거래 수지 개선이 지연되고 있는 상황
 - 이로 인한 국내 외환시장에서의 달러 공급 감소가 원/달러 환율을 상승시키는 원인으로 작용
- 최근 축소되고 있는 경상수지 흑자 규모 역시 원/달러 환율 상승 압력으로 작용하는 것으로 판단
 - 2020년 이후 경상수지(t-1, 전월)와 원/달러 환율(t)의 상관계수는 -0.56으로 최근 들어 두 변수 간의 음(-) 상관관계가 확대⁸⁾
 - 이는 올해 들어 축소되고 있는 경상수지 흑자 규모가 원/달러 환율의 상승 압력으로 작용하는 것으로 평가⁹⁾

< 무역수지 및 수출·수입 증가율 추이 >



자료 : 한국은행, 무역협회.

< 원/달러 환율과 경상수지 추이 >



자료 : 한국은행, 현대경제연구원.

- 주 1) 경상수지는 해당시점의 전월(t-1)자료.
- 2) 점선은 추세선을 의미.

8) Schwarz의 정보기준에 따르면 전월(t-1)의 경상수지가 원/달러 환율을 설명하는 것으로 나타남.
 9) 2022년 1~7월 월평균 경상수지는 40억 달러로 2021년 월평균 경상수지 79억 달러의 절반 수준에 불과할 정도로 최근 경상수지 흑자 폭 축소 정도가 심화.

② 외환시장 불안정성 평가

○ 2022년 7~9월 평균 환율 변동성 지수는 장기평균을 큰 폭으로 상회하고 있으나, 과거 3차례 위기에 비해서는 낮은 것으로 평가

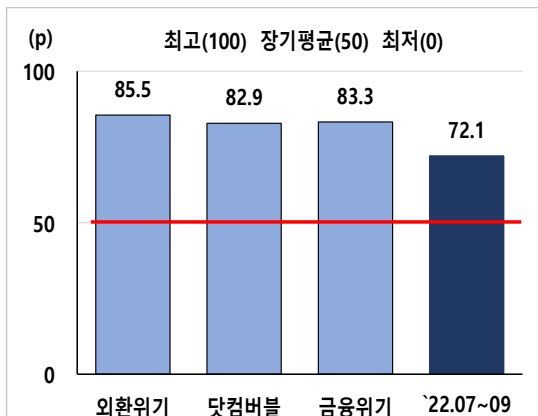
- 환율 변동성을 나타내는 변수를 이용해 환율 변동성 지수를 산출

- 원/달러 환율 변동성 수준을 나타내는 1-CMIN, GK(Garman-Klass)변동성, 옵션 내재변동성(implied volatility)을 이용해서 환율 변동성 지수 산출¹⁰⁾
- 선정된 변수를 일간 데이터 기준으로 표준화한 이후 변동성이 가장 높은 시점의 값을 '100', 가장 낮은 시점의 값이 '0'이 되도록 지수를 재구성하였으며, 장기평균은 '50'

- 2022년 7~9월 환율 변동성 지수는 장기평균 수준을 큰 폭으로 상회하나, 과거 위기 시기에는 미치지 못한 상황

- 분석결과, 2022년 7월~9월 기간 평균 환율 변동성 지수는 72.1p를 기록하면서, 장기평균(50p)을 큰 폭으로 상회하고 있으나, 과거 3차례의 위기 시기에 비해서는 낮은 것으로 나타남
- 그러나, 9월 들어 원/달러 환율이 1,400원을 상회하기 시작하면서, 원/달러 환율 변동성 역시 또한 급격하게 확대되고 있는 상황

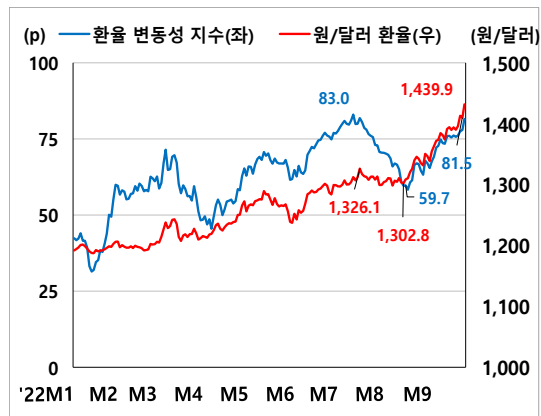
< 기간별 평균 환율 변동성 지수 >



자료 : 현대경제연구원.

주 : 지수는 표준화를 통해 계산.

< 환율 변동성 지수, 원/달러 환율 추이 >



자료 : 현대경제연구원, Bloomberg.

주 : 지수는 표준화를 통해 계산.

10) 1-CMIN은 기준 1에서 당일 환율 대비 1년간 표본 최저치 비율을 뺀 것으로 값이 클수록 변동성이 큰 것을 의미, 환율 GK 변동성은 일간 환율의 증가와 시가의 차이의 제곱과 일간 환율의 고가와 저가의 제곱의 합. 원/달러옵션 내재변동성은 옵션 시장에서 결정되는 실제 옵션 프리미엄 가격을 이용해서 변동성을 역으로 계산.

- 외환시장압력지수를 통해 살펴본 2022년 6~8월 국내 외환시장의 불안정성 수준은 과거 위기에 비해 낮은 것으로 판단
 - 외환시장압력지수(Exchange Market Pressure Index)를 이용해 최근 국내 외환시장의 불안정성을 평가
 - 외환시장 불안정성을 측정하기 위해서 외환시장압력지수(EMP)를 산출¹¹⁾
 - 외환시장압력지수가 양(+)의 값을 갖는 경우 외환 수요 압력이 크고, 음(-)의 값을 갖는 경우 외환 공급 압력이 높은 것으로 평가
 - 통상 외환시장압력지수가 평균치에 비해 표준편차×1.5배보다 높거나 낮은 경우 외환시장 불안정성이 확대되는 것으로 평가
 - 2022년 6월~8월 외환시장압력지수는 양(+)의 값을 기록하면서 외환수요측 압력이 높은 것으로 판단되나, 불안정성 수준은 과거 위기에 비해 낮은 편
 - 2022년 6월, 7월, 8월 외환시장압력지수는 각각 2.2p, 0.2p, 1.2p를 기록하면서, 외환시장의 수요측 압력이 높은 것으로 판단
 - 그러나, 6~8월 외환시장압력지수는 외환시장 불안정성이 높은 것으로 판단하는 기준인 평균+1.5×표준편차(2.59p)에 비해서는 낮음
 - 특히, 외환위기 시기인 1997년 12월의 외환시장압력지수(17.2p), 금융위기 시기인 2008년 10월(5.8p)에 비해서는 현저히 낮은 수준

< 외환시장압력지수 추이 >



자료 : 현대경제연구원.

주 : 통상 외환시장압력지수가 “평균±1.5×표준편차”를 상회 또는 하회하는 경우 외환시장 불안정성이 높은 것으로 평가.

11) 외환시장압력지수(EMP)는 다음과 같은 식을 통해서 계산. $EMP = w_1 \Delta S - w_2 \Delta Res$, ΔS 는 원/달러 환율 절하율, ΔRes 는 외환보유고 증가율, w_1, w_2 는 각 변수 분산치(variance)를 의미.

3. 원/달러 환율 변동 요인분석

○ (분석모형) 원/달러 환율에 영향을 미치는 요인을 파악하기 위해 김명현 (2013), 박용정 (2017) 모형을 활용하여 분석을 시도¹²⁾

- (사용 자료) 김명현 (2013), 박용정 (2017) 모형을 바탕으로 원/달러 환율에 영향을 미치는 자료를 수집하고 실증 분석모형을 구축¹³⁾

- 종속변수로는 원/달러 환율(월평균)을 사용
- 설명변수로는 경제주체의 경제심리를 나타내는 뉴스심리지수를 사용하고, 원화·위안화 동조성을 고려하여 위안화/달러 환율 자료를 포함
- 한·미 단기금리 차이를 나타내는 변수로 한국의 CD금리(91일)와 미국의 LIBOR(3개월) 금리 자료를 사용
- 또한, 한·미 협의통화량(M1)과 소득의 대리변수로 한국과 미국의 산업생산 지수를 이용하였으며, 대외부문은 GDP 대비 경상수지 비율을 사용

- (자료 범위) 자료 가용 범위를 고려하여 2005년 1월~2022년 6월 기간 자료를 사용하였으며, 비정상성(Non-Stationary) 시계열 변수는 단위근 검정(Unit Root Test) 후 로그차분(log difference)으로 전환¹⁴⁾

< 분석에 활용된 변수 >

시계열 범위	설명	출처
2005년 1월~ 2022년 6월 월간자료	원/달러 환율 : 증가 평균 (원)	한국은행
	한국, 미국 통화량 : 협의통화량 M1 (지수)	OECD
	한국, 미국 산업생산 : 산업생산 (지수)	OECD
	단기금리 차 : 韓91일물 CD금리 - 美달러 3개월 LIBOR 금리 (%p)	한국은행 Bloomberg
	뉴스심리지수	한국은행
	위안화/환율 : 증가 평균 (원)	Bloomberg
	경상수지 : 명목 GDP 대비 경상수지 (%)	한국은행

자료 : 현대경제연구원.

12) 김명현 (2013), 「원/달러 환율의 변동요인 분석 및 향후 여건 점검」, 국제경제분석, 한국은행; 박용정 (2017), 「환율변동의 결정요인과 시사점」, 경제주평, 현대경제연구원.

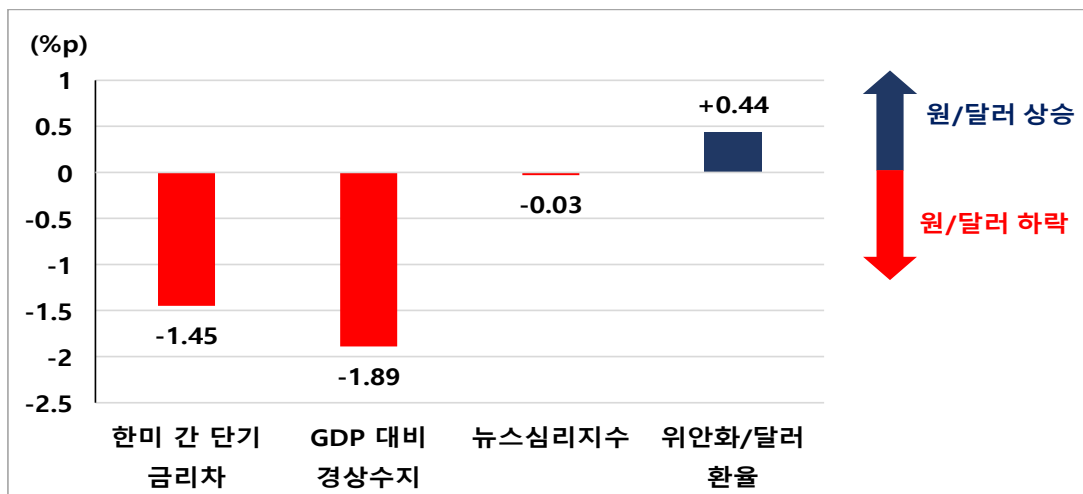
13)
$$\Delta \ln(\text{원/달러 환율})_t = C + \beta_1 \Delta \ln(\text{원/달러 환율})_{t-2} + \beta_2 \Delta \ln(\text{한국 M1})_{t-3} + \beta_3 \Delta \ln(\text{미국 M1})_{t-1} + \beta_4 \Delta (\ln(\text{한국/미국 산업생산}))_{t-2} + \beta_5 \Delta \ln(\text{위안화/달러 환율})_{t-1} + \beta_6 \Delta (\text{한미 단기금리차})_{t-1} + \beta_7 \Delta (\ln(\text{뉴스심리지수}))_{t-2} + \beta_8 \Delta (\text{경상수지/GDP})_{t-2} + \epsilon_t$$

Schwarz의 정보기준을 이용해서 종속변수와 설명변수 간의 시차를 설정.

14) 원/달러 환율, 한미 M1통화량, 한·미 단기금리 차이, 위안화/달러 환율의 경우에는 단위근이 존재하여 해당 변수는 로그차분으로 전환.

- (분석결과) 원/달러 환율에 유의한(significant) 영향을 미치는 결정요인은 한·미 단기금리 차이, 경상수지, 위안화/달러 환율, 뉴스심리지수로 나타남¹⁵⁾
 - 분석결과, 한·미 간 단기금리 차이 확대와 GDP 대비 경상수지 비중의 증가는 원/달러 환율의 하락압력으로 작용
 - 한·미 간 단기금리 차와 GDP 대비 경상수지 비중이 각각 1%p 확대되면, 원/달러 환율은 각각 1.45%p, 1.89%p 하락하는 것으로 나타남
 - 이는 최근 심화되고 있는 경상수지 흑자 규모 축소, 한·미 간 기준금리 격차가 원/달러 환율 상승 압력으로 작용하고 있음을 시사
 - 경제주체의 심리 악화와 위안화 절하 역시 원/달러 환율 상승 압력으로 작용
 - 뉴스심리지수가 1% 상승하면 원/달러 환율은 0.03%p 유의하게 하락하는 것으로 나타내며, 경제주체의 심리 악화가 원화 절하 압력으로 작용함을 시사
 - 위안화/달러 환율 1%p 상승 시 원/달러 환율은 0.44%p 상승하는 것으로 나타나, 원화·위안화 동조성 역시 원화 환율 변동의 주요 요인으로 판단
 - 종합하면, 최근 원/달러 환율의 급등은 한·미 기준금리 격차 확대와 경제 펀더멘탈 악화(경상수지 흑자 폭 축소)에 의한 것뿐 아니라, 경제주체의 심리 악화와 위안화의 급격한 절하에도 영향받는 것으로 나타남

< 주요 변수들의 원/달러 환율 변화율에 미치는 영향 >



자료 : 현대경제연구원.

주 : 뉴스심리지수는 1%, 나머지 변수는 1%p 증가 시 원/달러 환율 변화율을 나타냄.

15) 본고는 실증분석결과 10% 수준 내에서 유의한 결과를 위주로 결과를 해석. 또한, 다양한 강건성 검정(Robustness Test) 결과, 추정된 계수(coefficient) 값의 차이는 다소 존재하지만, 계수의 부호와 유의성 정도는 유사한 것으로 나타남.

4. 시사점

- 최근 원화 환율 변동성 확대는 한·미 간 금리 격차, 위안화 약세, 경제주체들의 심리와 경상수지와 같은 대외거래 수지의 악화 등에 의한 것으로 평가됨에 따라 외환시장 안정화는 물론 대외 경쟁력 제고, 국내 경제 펀더멘탈 유지 등과 같은 다양하고 적극적인 정책 대응이 필요함

첫째, 외환시장의 급격한 변동성을 일으킬 수 있는 요인들에 대한 철저한 모니터링이 필요하다.

- 본고의 분석결과에 의하면 경제주체의 경제 심리 악화, 위안화의 급격한 절하, 한·미 단기금리 차 확대, 경상수지 흑자 규모 축소는 원/달러 환율 상승의 주요인으로 판단
- 특히, 해당 요인들은 단기간 내 해소되지 않는 것으로 전망되어 국내 외환시장의 환율 변동성이 지속적으로 확대될 가능성이 높음
- 이에 따라 정책당국은 향후 원/달러 환율에 급격한 변동을 일으킬 수 있는 요인들에 대해서 철저한 모니터링이 필요

둘째, 정책당국은 시장과의 소통(Announcement) 강화를 통해 경제주체들의 심리 악화가 원화 약세로 이어지지 않도록 해야 한다.

- 분석결과, 경제주체들의 심리가 악화될 경우 원/달러 환율이 상승하는 것으로 나타남
- 즉, 최근의 원/달러 환율 급등은 경제 펀더멘탈 요인뿐만 아니라 경제주체들의 심리에도 영향을 받는 것을 의미
- 정부 및 공공부문은 정책의 신뢰성 유지를 위한 시장과의 소통 능력을 강화해 경제주체들의 심리 악화를 유발하지 않도록 노력해야 함

- 또한, 글로벌 금융시장 변동성 확대로 경제주체들의 불안감이 고조되는 상황으로 국제 공조를 통한 안전핀 강화 노력도 병행되어야 함

셋째, 통화당국은 국내외 금리 차이를 적정한 수준으로 관리해 외국인 자금의 급격한 유출을 방지해야 한다.

- 향후 주요국을 중심으로 금리인상 기조가 지속될 것으로 전망됨에 따라, 통화당국은 국내외 금리 차이를 적정 수준으로 관리해서 급격한 외국인투자 자금의 유출입을 방지해야 함
- 이외에도 한·미 통화스왑, 아시아 역내 통화협력 강화 등을 통해서 외환시장의 안정화를 도모해야 함

넷째, 무역수지 및 경상수지 등 최근 부진세가 이어지고 있는 대외거래 수지 개선 노력이 필요하다.

- 글로벌 경기 둔화, 높은 원자재 가격 등으로 인해 발생하고 있는 국내 무역수지 적자와 경상수지 축소 등과 같은 대외거래 수지 악화는 원/달러 환율 불안 요인으로 작용
- 외환시장 참가자들의 경우 한국 경제 펀더멘탈을 평가할 때 대외부문 지표를 중요한 기준으로 삼기 때문에 대외거래 수지 악화 현상이 지속된다면 국내 외환시장 참가자들의 이탈을 가속화할 우려도 상존
- 글로벌 경기 동시 침체 가능성이 높아지면서 국내 수출 감소 우려가 커지고 있는 만큼 대외 수출 환경 변화에 기민하게 대응할 수 있도록 정부 및 공공 부문과 민간과의 적극적인 소통과 협력이 필요함

다섯째, 수출 등 외수 환경이 어려운 만큼 소비와 투자 등 내수 경기 활성화를 통해 거시경제 안정성을 유지하는 것 역시 중요함

- 국내 경제는 이미 고물가, 고금리, 고환율 등의 3고(高) 현상과 더불어 우크라이나-러시아 전쟁의 장기화, 미·중 갈등, 글로벌 주요국 경기 둔화 등과 같은 다수의 경기 하방 리스크에 직면해 있음
- 더군다나 이와 같은 동시다발적인 위기로 가계 및 기업 등 민간 경제 주체들의 체력이 크게 약화된 상황으로 이에 적절히 대응할 수 있는 정부의 위기 관리 능력 발휘가 시급한 상황
- 따라서 경제정책의 최우선 과제를 '물가 안정'에서 '경기 안정'으로 전환하는 것이 중요함
- 동시에 지금까지 추진되어왔던 취약계층에 대한 안전망 확보 정책, 소비와 투자 진작 대책 등을 재점검하고 보완하는 것이 시급함 **HRI**

이 형 석 연 구 위 원 (2072-6247, walden0230@hri.co.kr)
이 부 형 이 사 대 우 (2072-6306, leebuh@hri.co.kr)