

## 최근 환율 변동의 특성과 전망

韓相完\*

### 환율 변동의 새로운 요인

'90년대 들어서 원화 환율 변동의 추이 중 가장 관심을 끌고 있는 부분은 자본 시장 개방이 환율에 미친 영향과 「시장평균환율제」 실시 이후에 나타난 환율 변동성의 증대라고 할 수 있다.

자본 시장의 개방은 해외 주식 투자 자금의 유입을 초래하여 국내 자본 시장의 유동성을 증가시키는 긍정적인 효과를 가지는 반면 원화 환율을 균형점으로부터 이탈시키고 단기 투기성 자금의 유출입에 의해서 환율의 변동성을 증가시킨다고 논의된다.

한편 「시장평균환율제도」의 시행은 환율이 시장 기능에 의해 자율적으로 결정되어 자원 배분의 왜곡을 줄인다는 의미를 가지고 있는 「자유변동환율제도」 도입의 기초를 다진다. 또, 동 제도의 시행으로 환율 조작국의 오명을 벗을 수 있게되어 무역 압력을 다소간 해소할 수 있게 되었다. 반면에 「시장평균환율제도」는 환율의 변동폭을 증대시키는 역기능도 가지고 있다.

### 자본 자유화와 환율

자본 시장 개방에 의한 해외 자금 유입은 달러 대비 원화 가치의 강세를 유도하여 원화가 무역 수지 적자를 만회하는 수준까지 충분히 평가 절하 하는데 걸림돌로 작용할 것이다. 기업의 입장에서 보면 경쟁력 회복이 절실한 시기에 자본 시장을 개방하는 것은 부담이 되는 것이다. 그러나, 자본 시장의 개방이 원화의 강세를 초래하는 것만은 아니다. 장기적으로는 자본의 유출이 유입보다 많을 경우도 있고 이때에는 원화가 약세를 보일 것이기 때문이다. 더구나, 자본 시장의 개방에 의한 해외 자본의 유입은 시중의 자금 유동성을 증가시켜 기업에게 유리한 면도 있다.

자본 시장이 개방되어도 장기적으로는 환율이 비교적 균형 상태를 유지할 것이다. 그 이유는 투자자들이 합리적이라는 가정에 바탕을 두고 있다. 투자자들은 기업의 미래 수익률에<sup>1)</sup> 따라서 투자 여부를 결정한다. 환율이 고평가되어 수출이 줄어들면 한국 기업들의 기대 수익률은 낮아지고 투자자들은 한국보다 더 높은 기대 수익률을 보장하는 나라

\* 책임연구원, 뉴욕시립대학교, 경제학박사, 금융경제·계량경제 전공

1) 한국 경제의 기대 수익률은 한국 경제 성장률의 전망치이다.

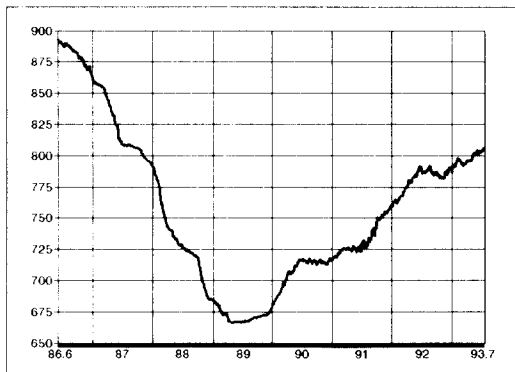
에 투자를 할 것이다. 이 경우 자본의 유출이 발생하여 고평가된 원화 환율은 균형점을 향하여 절하할 것이다. 환율이 저평가된 경우에는 수출이 늘고 투자 자금이 유입되어 환율이 절상되는 결과를 가져올 것이다.

자본 자유화가 원화 환율의 변동성을 증대시킨다는 점은 부인할 수 없다. 주식 시장이나 채권 시장에 투자되는 대부분의 자금은 단기 투기성 자금이다. 이 자금은 단기간에 국가와 국가사이를 왕래한다. 또한 이들의 유출입은 예측하기도 매우 어렵다. 따라서 투기성 자본의 유출입은 외환 시장을 교란시키고 환율의 변동성을 증가시킨다.

### 환율에는 아직 영향이 없었음

'92년 1년 동안 주식 자금의 순유입은 약 21억 달러로서 이는 '92년 무역 수지 적자의 (51.5억 달러, 통관 기준) 약 40%에 이른다. 한편 '93년 상반기의 무역 수지 적자는 22억

<그림 1> 원화 환율의 일별 추이  
(원/달러)



달러로서 (통관 기준) 동 기간 중의 주식 자금 순유입 27억 달러에 미치지 못한다. 한편, 원화 환율의 상승세는 '92년부터 비교적 둔화되었다. 따라서, 주식 시장의 개방이 환율에 영향을 미칠 것이라는 주장은 사뭇 신빙성이 있는 것으로 보인다. 이 주장이 사실일 경우에는 원화 환율이 충분히 평가 절하되지 못하므로 무역 수지 개선에 역효과를 발생하게 된다. 그러나, 환율과 무역 수지, 금리, 물가, 주식 자금 유출입 등의 관계를 '86년 1월부터 '93년 4월까지 월별 자료를 사용하여 분석한 결과에 의하면 해외 주식 자금은 원화 환율에 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다.

실제로 가장 많은 영향을 받은 것은 역시 무역 수지이고 그 다음이 엔화 환율이었다. 이론적으로 많은 영향을 미칠 것이라는 물가와 금리는 영향이 없었던 것으로 나타났는데 그 이유는 한국 자본 시장의 개방 정도가 아직 미약하기 때문인 것으로 보인다. 해외 자본의 유출입은 개별적으로나 차액으로나 (순유입 또는 순유출) 영향이 없는 것으로 나타났다.

해외 주식 자금이 환율에 영향을 미치지 못한 이유는 해외 주식 자금이 외환 시장에서 차지하는 비중이 작기 때문이라고 보여진다. 증시 개방에 따라서 도입된 해외 자금은 '93년 6월까지 1년 6개월간 63억 5,100만 달러가 유입되고 15억 8,400만 달러가 송금되어 순유입액의 합계는 47억 6,700만 달러이다. '92년 1년 동안 순유입된 해외 주식 자금은 외환 시장 장내 거래액의 2.4%, 장내외 총

거래액의 0.8%에 불과하다. 그러나 '93년 2/4 분기의 순유입액은 외환 시장 장내 거래액의 4.1%, 장내외 총 거래액의 1.7%를 차지한다.

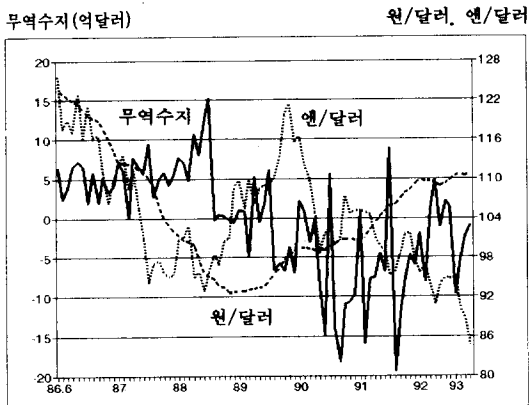
<표 1> 해외 주식 자금 유출입 현황

(단위 : 100만 달러)

	유 입	유 출	순유입	누 계
92. I	757	76	681	681
92. II	290	130	160	841
92. III	283	165	118	959
92. IV	1,405	291	1,114	2,073
93. I	1,437	434	1,003	3,076
93. II	2,181	490	1,691	4,767

따라서, 해외 주식 자금이 총 거래액에서 차지하는 비중이 매우 작은 '92년에는 해외 주식 자금이 환율에 영향을 미치지 못했을 것이다. '93년 1/4 분기와 2/4 분기는<sup>2)</sup> '92년

<그림 2> 원화와 무역 수지, 엔화의 관계



주: 명목 원/달러 91. 01=100  
명목 엔/달러 91. 01=100

2) '93년 2/4분기의 경우에는 전체 외환 시장의 규모가 확인되지 않았으나, 해외 주식 자금 순유입이 16억 9,100만 달러로 1/4분기에 비해서 70%나 증가하였기 때문에 외환 시장 장내외 거래액 대비 비율이 증가하였을 것으로 추측된다.

에 비해서 비중이 증가 하였으나, 분석의 결과는 아직 외환 시장에 영향을 미치지않은 것으로 나타났다.

'92년 이후 환율의 증가세가 둔화된 것은 무역 수지 적자폭의 감소와 엔화의 평가 절상 때문으로 보인다. 이 두가지는 1980년대부터 지금까지 원화 환율에 가장 많은 영향을 미친 변수들이다. 물론 원화 환율은 이 두가지 이외에도 금리의 변화에 대해서 반응하는 것으로 알려졌다.<sup>3)</sup>

### 환율의 변동성

환율 변동성의 증대는 <그림 3>에서 볼 수 있듯이 '90년대에 들어와서 두드러지게 나타나는 현상이다. 일별 환율의 변동 추이를 보면, '86년 6월부터 90년 2월까지 45개월 동안 환율의 일별 변동폭은 평균 0.045%이나 90년 3월부터 93년 6월까지 40개월 동안에는 0.065%로서, '90년대의 환율 변동폭이 '80년대 후반과 비교하여 46% 증가했다.<sup>4)</sup>

특기할 사항은 주식 시장의 개방이 예상과는 달리 환율의 변동성을 증가시키는 효과를 가지지 못했다는 것이다. <그림 3>에서 보는 것처럼 자본 시장이 개방된 '92년 1월 이후

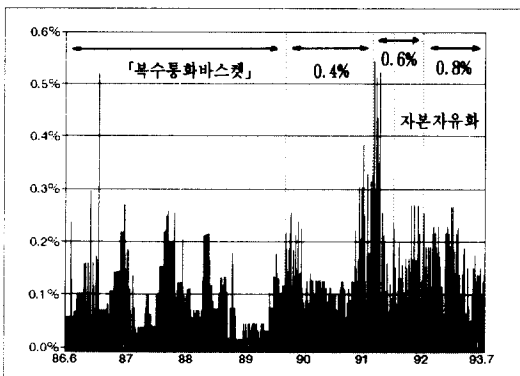
3) 우리 나라의 경우에는 상대국과의 금리 차이보다는 국내 금리에 더 많은 영향을 받는 것으로 알려졌다. 그 이유는 자본 시장이 개방되지 않은 상태에서는 상대국과의 연결 관계가 오직 무역 수지에만 달려있기 때문이다. 원화 환율이 국내 금리에 영향을 받는 것은 국내 기업들이 금리의 변화에 따라서 그들의 원화와 달러의 포트폴리오 구성을 바꾸기 때문이다.

4) 이 변동폭은 환율의 일별 증감율을 절대치로 바꾸어 계산한 것임.

의 환율 변동성을 그 이전과 비교하여 보면 변동성이 눈에 띄게 줄었다는 것을 알 수 있다. 「시장평균환율제도」의 도입 시점인 '90년 3월 이후와 이전을 비교하여 보면 「시장평균환율제도」 도입 이후에 환율의 변동성이 급격히 증가 하였다.

특기해야 할 사항은 「시장평균환율제도」 하에서 1일 최대 변동폭의 확대가 꼭 환율 변동성을 증가시키는 것은 아니라는 것이다. <그림 3>에서 보면 변동폭이 '92년 7월을 기준으로  $\pm 0.6\%$ 에서  $\pm 0.8\%$ 로 확대되었으나, 환율의 변동성은 1일 허용 변동폭이  $\pm 0.6\%$ 였던 '91년 9월부터 '92년 6월까지의 기간에 비해 오히려 줄었다. 따라서, 1일 허용 변동폭의 확대는 환율의 변동성을 증가시키는 경제적인 충격이 가해졌을 때에만 의미가 있고, 충격이 없을 시에는 별다른 의미를 갖지 못한다고 볼 수 있다.

<그림 3> 환율의 일별 변동성 추이



그러면, 환율 변동성의 증가를 유발 내지는 초래하는 원인은 무엇인가. 이를 알아보기 위해서 환율 변동성과 무역 수지의 규모, 환율

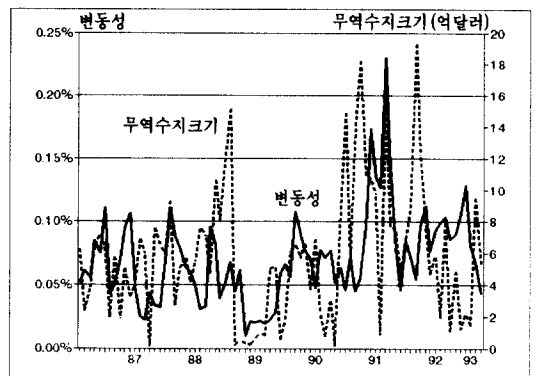
제도 및 허용 변동폭, 그리고 주식 시장 개방의 관계를 분석하여 본 결과 환율의 변동성이 가장 민감한 반응을 보인 것은 역시 무역 수지의 규모와 「시장평균환율제도」였다. 허용 변동폭은 환율의 변동성과 밀접한 관계를 보였으나 허용 변동폭의 확대가 변동성의 확대를 의미하는 것으로 나타나지는 않았다.

마지막으로 주식 시장의 개방은 최소한 환율의 변동성을 증가 시키지는 않았던 것으로 나타났다.<sup>5)</sup> 이의 원인은 아직 자본 자유화의 정도가 미약하고 유출입되는 자금이 외환 시장의 규모에 비해서 작다는 데에서 찾아야 할 것이다.

### 93 O, 94 ?, 95 X, 96 XX

원화의 대 달러 환율은 '93년 중에는 안정적인 것으로 보인다. 그러나, 제2 단계 자본

<그림 4> 환율 변동성과 무역 수지 크기



5) 위의 분석에서 주식시장 개방은 환율의 변동성을 줄인 것으로 나타났다. 그러나, 그 계수의 유의성(신뢰도)이 90%가 되지 못하여 계수가 0이라는 가설을 기각하지 못했다.

및 외환 자유화가 시작되는 '94년부터는 환율의 변동성이 증가하기 시작하여 '95 - '96년에는 상당히 커질 것이다. 환율이 균형점으로부터 단기적으로 이탈하는 현상도 빈번할 것으로 보여진다. 환율의 불안정성 증가를 초래하는 변수는 역시 자본 및 외환 거래 자유화가 될 것이다.

#### 무역 수지의 영향력 감소

우선 원화 환율에 가장 큰 영향을 미치는 무역 수지 적자폭이 줄고 있는 것이 외환 시장에 가장 고무적인 소식일 것이다. 무역 수지 적자는 통관 기준으로 볼때 지난 10여년 내 최고치였던 '91년 96.6억 달러에서 '92년에는 51.5억 달러로 줄어 들었고, '93년에는 상반기에 22억 달러 적자를 기록하였으나 하반기에는 거의 균형 수지를 이루게 될 것으로 전망된다.

무역 수지가 균형에 가까울 것이라는 전망은 엔화 가치의 급격한 하락이 없다는 가정하에 나오는 것이다. 엔화는 지난 상반기에 미국의 정치적인 영향력에 의해서 초강세를 유지하였다. 이런 강세가 장기간 계속 유지하기는 힘들 것으로 보이지만, 반면에 우리나라의 수출에 심각한 타격을 주는 수준으로 절하할 것으로 보이지는 않는다. 엔화 가치의 최대 하락폭은 117 엔/달러 수준이 될 것으로 보이고 대체로 115엔/달러 수준에서 균형을 이룰 것으로 보인다.

6) 이 수준의 엔화 환율은 일본과 선진국사이의 무역 마찰이 해소된다는 가정에서 나오는 것이다. 무역 마찰이 해소되지 않는다면 엔화 강세

최근 원화 환율 상승세의 둔화는 이런 여건 변화를 반영하는 것으로 풀이된다. 무역 수지의 균형을 이루는 원화 환율은 약 815-817 원/달러 선에서 결정될 것으로 보이고 이는 '94년 상반기에 이루어질 것으로 전망된다.<sup>7)</sup> '94년 이후에는 무역 수지가 균형 기조가 유지되거나 흑자 기조로 반전된다고 가정할 때 원화 환율은 하락세를 보일 것이나, 그 폭은 아주 소폭적일 것으로 전망된다. 따라서 적어도 '95년까지는 무역 수지의 심각한 불균형에<sup>8)</sup> 따른 원화 환율의 대폭적인 상승이나 하락은 없을 것이다.

#### 자본 및 외환 거래 자유화가 중요 변수로

제1 단계 자본 거래 자유화가 실시된 현 시점에서 환율은 매우 안정적이었다고 할 수 있다. 그 주된 이유는 위에서도 언급한 바와 같이 자유화의 정도가 아직 미약하여 해외 주식 자금의 규모가 작고 또 외국의 경제 사정 변화가 환율에 반영되지 못하기 때문이다. 실제로 중요한 환율의 결정 요인인 금리 차이나 물가 차이가 원/달러 환율에는 영향을 미치지 못하는 것이 바로 자본 거래 자유화가 되어 있지 않다는 것을 반증한다고 볼 수 있다. 주식 자금은 현재 외국인 주식 보유 한도가 상당히 소진되었고, 유망 간판주의 경우에는 보유 한도가 거의 차있기 때문에 주식 매입 한도가 확대되는 제2 단계 자유화 시기

는 계속 유지될 것이다.

7) 한상완, '엔고 효과의 환상과 실상' 「기업 경제」, 현대경제사회연구원, 1993년 6월호 참조.

8) 여기에서의 불균형은 적자의 경우뿐만아니라 흑자의 경우도 포함된다.

까지는 더 이상 유입이 될 여지가 없다.

지난 5월 29일에 발표된 정부의 금융 개혁안을 보면 제2 단계 자본 및 외환 거래 자유화가 실시되어도 환율에 큰 영향이 있을 것으로 보이지는 않는다. 모든 것이 정부의 계획대로 잘 진척된다면 환율은 자본 및 외환 거래 자유화가 마무리되는 제3 단계 자유화 시기에 이르러서야 많은 영향을 받을 것으로 보인다.

그러나, 제2 단계 자본 및 외환 거래 자유화가 실시되면, 자본 및 외환 시장은 정부가 통제할 수 없을 정도의 빠른 속도로 변화할 가능성이 높다. 이럴 경우 정부는 자본 및 외환 거래 자유화를 조기 실시하는 외에 다른 선택의 여지가 없을 것으로 보인다. 이것은 외환 시장을 교란시키는 심각한 요인으로 부각될 것이다. 환율의 변동성 증가는 물론이고, 무역 수지 균형 환율로 부터의 이탈 현상도 빈번히 발생할 것이다.

#### 환율 허용 변동폭의 확대

오는 10월부터는 1일 환율 변동 허용폭이 1%까지 확대될 것이다. 제2단계 외환 거래 자유화가 실시되는 '94년 - '95년에는 그 폭이 더 확대 될 것이다. 그러나, 환율 변동 허용폭의 확대는 그 자체만으로는 무의미하다. 앞에서 기술한 바와 마찬가지로 환율에 영향을 미치는 경제적인 충격이 있을 경우에만 환율의 변동폭이 커진다.

현재의 상태에서 원화 환율에 영향을 미치는 가장 큰 요인은 무역 수지이다. 엔화의 대달러 환율이 영향을 미치지만 이 역시 수출

입의 증가를 통해서 이루어진다. 따라서 무역 수지가 균형 수지를 중심으로 안정적인 전망에서 원화 환율에 충격을 줄 요인이 없으므로, 허용 환율 변동폭의 확대는 환율의 변동성에 큰 영향을 미치지 않을 것이다.

<표 2> 환율의 1일 허용 변동폭

	변동폭
'90년 3월	±0.4%
'91년 9월	±0.6%
'92년 7월	±0.8%
'93년 10월	±1.0%

'94년부터는 자본 및 외환 거래 자유화라는 변수가 발생한다. 앞에서 언급한 바와 같이 자유화는 외환 시장에 상당히 큰 충격 변수로 작용할 가능성이 크다. 따라서, 1일 환율 변동 허용폭의 확대는 곧바로 환율의 불안정성으로 연결될 것이다. 한편, 변동 허용폭은 '94년 이후에 더욱 확대될 것이므로 환율의 불안정성이 증가할 확률은 높아진다.

#### 자본 및 외환 자유화 대응책 시급

자본 및 외환 거래 자유화의 실시에는 득과 실이 동시에 수반된다. 자유화의 가장 큰 득은 물론 환율을 시장 경제 기능에 맡김으로써 자원 배분의 왜곡을 줄인다는 것이다. 또 국내 기업들의 자금 조달이 쉬워진다는 이점도 있다. 반면에 외환 시장의 교란 요인이 되어 우리 경제에 막대한 손실을 가져올

수도 있다. 실제로, 남미의 몇몇 국가들에서는 「자유변동환율제도」를 채택한 후에 환율의 변동성이 너무 증가하여 국가적인 손해를 본 사례도 있다.

자본 및 외환 거래 자유화가 우리에게 이득이 되도록 하기 위해서는 한국의 경제 여건을 개선할 필요가 있다고 보여진다. 그중 가장 시급한 것은 국내 금리를 경쟁국 수준으로 낮추는 것이다. 현재 국내 금리는 회사채를 기준으로 볼 때 약 13% 수준이고 이는 외국의 금리에 비해서 아직도 너무 높은 수준이다. 이때에 제2 단계 자본 자유화의 실시는 금리 차이를 노리고 유입되는 막대한 해외 자본이 원화의 강세를 유도하여 국내 기업의 수출에 타격을 줄 수 있다.

한편 신경제 5개년 계획의 성패가 물가 안정에 달려있다고 해도 과언이 아닌 경제 상황에서 막대한 막대한 금액의 해외 자본이 유입되면 물가 상승 압력이 커지게 된다. 수출 증가와 원화 환율 절하가 큰 물가 상승 압력으로 작용하고 있는 현 시점에서 자본 거래 자유화에 의한 자금 유입까지 겹치게 된다면 이는 견딜 수 없는 수준이 될 것이다. 따라서, 정부는 이에 대한 대비책을 마련해야 할 것이다.

물론 기업들도 대응책을 세워야 할 것이다. 선진국의 무역 압력 때문에 자본 및 외환 거래 자유화가 연기될 수 없다는 것은 잘 알고 있는 사실이다. 자유화에 대한 경험이 없는 한국 기업들이 선진국 기업들에 비해서 불리할 것은 명약관화한 일이다. 외환 시장의 변동성 증가에 대한 대비책으로서 최상책은 역

시 선물환이나 환 옵션 거래를 사용하는 것이다. 환율의 변동성은 선물환이나 환 옵션 거래를 통하여 쉽게 극복할 수 있다. 선물환 전문가를 양성하거나 채용하는 것이 시급한 과제이다.♣

<표 3> 환율 분기별 전망

분 기	한국	홍콩	필리핀
93. III	804	7.80	26.37
93. IV	807	7.80	26.84
94. I	809	7.80	27.28
94. II	810	7.80	27.71
94. III	810	7.80	28.13
94. IV	809	7.80	28.56

분 기	인도네시아	말레이시아	싱가폴
93. III	2120	2.660	1.591
93. IV	2146	2.690	1.595
94. I	2168	2.677	1.597
94. II	2200	2.633	1.593
94. III	2235	2.587	1.587
94. IV	2262	2.533	1.583

분 기	대 만	태 국
93. III	25.68	25.42
93. IV	25.55	25.45
94. I	25.40	25.40
94. II	25.27	25.25
94. III	25.14	25.14
94. IV	25.01	25.00

자료 : Foreign Exchange Rate Outlook,  
The WEFA Group, 93년 6월호  
주 : 기말 기준, 화폐/달러