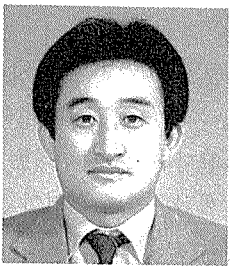
원貨 換率의 最近 動向과 展望



吳 在 權
韓國銀行 調査第一部 國際收支課 調査役

시장참가자들의
기대효과에 의해
환율수준이 크게 좌우될
것으로 생각된다. 시장참가자들이
동일한 시장정보 및 예상에 기초하여
일시에 같은 방향으로 외환매매를
시도할 경우 이른바 밴드왜곤
효과에 의하여 단기적으로
환율은 크게 변동할
것으로 예상된다.

1. '89년 4월 이후 원화환율 절하되기 시작

최근 3～4년 동안 원화환율의 동향은 무역업에 종사하는 이는 물론 모든 경제주체에게 최대의 관심사이었던 것으로 생각된다.

원화의 대미 달러환율이 '87년말 792.30원을 기록하여 800원대가 무너졌고 '88년말에는 684.10원을 기록하여 연중 15.8%의 높은 절상률을 시현함으로써 기업들은 '89년 중 과연 환율이 얼마까지 절상되겠는가를 나름대로 예측하기에 분주하였고, 신문·잡지들도 연일 사계 전문가들의 전망을 소개하며 600원대도 무너지고 580원대까지 절상되지 않겠는가 또는 620－630원 대에 머물지 않겠는가 등 설이 무성하였다. 이와 아울러 640원대 이하로 내려가면 도저히 수출채산성을 맞추지 못하느니 등 업종별 손익분기 점환율에 관한 논의가 뜨거운 쟁점으로 부각되었다.

'88년 중 무려 15.8%나 절상하였던 원화환율은 미국의 제3차 환율조작국 지정을 앞둔 시기인 4월 15일 직후까지 절상추세를 지속하였다. 그러나 그 이후부터는 현저히 부진한 양상을 보이는 수출 및 이에 따른 경상수지 흑자규모의 급격한 축소 등의 실물경제의 어려움을 반영, 대체로 670원대에서 안정적인 절하 움직임을 보였다.

이에 따라 '89년 중 원화의 대미 달러 환율은 0.7% 절상에 그쳤지만 '88년이후 달러화가 국제 외환시장에서 강세를 보임에 따라 우리의 주경쟁대상국 통화인 일본 엔화와 서독 마르크화에 대한 동반절상현상은 여전히 우리경제의 걸림돌로 남아 있었다.

즉 '89년 중 원화는 미달러화에 대해 안정적인

시장평균 환율제도하에서는 환율결정요인이 다양해질 것이다.

모습을 보였지만 일본의 정국불안과 중국의 천안문 사태 등 주로 비경제적인 요인에 의해 국제 외환시장에서 달러화가 강세를 보임에 따라 엔화, 마르크화는 1달러당 한때 146엔, 2.03 마르크를 각각 기록하는 등 크게 절하되어 원화가 상대적으로 이들 통화에 대하여 절상되었다.

이에 따라 우리나라의 수출주시장인 미국, EC, 일본시장에서 우리나라 수출주종상품의 가격경쟁력은 심각한 타격을 입게 되었다.

우리나라 수출제품의 판매가격이 '87, '88년에 비해 비교적 안정되었으나 일본, 서독의 자동차, 전자제품 등은 자국의 환율절하에 힘입어 가격인하 여력이 커짐에 따라 우리나라 수출제품의 가격경쟁력이 상대적으로 급속히 약화되었다. 이런 점에 비추어 작년 11월 이후 동구의 민주화 등의 여파로 서독 마르크화가 초강세를 시현함에 따라 최근 원화의 대 마르크화 환율은 소폭이나마 절하로 반전된 사실은 수출부진으로 인한 어려움을 겪고있는 우리 경제로서는 매우 반가운 일이라 생각된다.

한편 '89년 12월들어 원화환율은 그동안의 안정적인 움직임에서 벗어나 뚜렷한 절하 추세를 나타내고 있는데 이와 같은 추세는 금년에도 계속 이어져 2월9일 현재 전년말대비 1.4% 절

〈표 1〉 최근의 환율동향

	'87末	'88末	'89. 4. 22	'89末	'90. 2. 9	
₩/U$	792.30 (8.7)	684.10 (15.8)	665.90 (2.7)	679.60 (0.7)	689.10 (-1.4)	〈 -3.4〉
₩/100¥	642.32 (-16.2)	547.72 (17.3)	506.59 (8.1)	472.06 (16.0)	475.03 (-0.6)	〈 6.6〉
₩/DM	496.90 (-11.0)	386.72 (28.5)	360.14 (7.4)	401.66 (-3.7)	413.30 (-2.8)	〈-12.9〉
¥/U$	121.00 (30.6)	124.95 (-3.2)	131.48 (-5.0)	143.85 (-13.1)	144.73 (-0.6)	〈-9.2〉
DM/U$	1.5700 (22.3)	1.7700 (-11.3)	1.8485 (-4.2)	1.6897 (4.8)	1.6680 (1.3)	〈10.8〉

註 : ( )內는 前年末對比, 〈 〉內는 '89. 4. 22對比 切上, 切下(-)率(%)

하된 689.10원/US$를 기록하고 있다.

2. 환율수준에 대한 논의 활발

'89년 중 그간 수출을 주도해 온 중화학공업제품의 수출까지 부진함에 따라 수출부진은 눈에 띠게 나타났는데 그간의 극심한 노사분규 등 사회·정치 불안정과 함께 기업의 설비투자도 저조함으로써 경제상황에 대한 엇갈린 평가가 지속적으로 제기되었다. 즉 기업측에서는 수출부진과 제조업설비투자 저조 등으로 경기가 둔화되는 모습을 보이는 것은 우리 경제의 구조적인 문제점이 표출된 매우 심각한 현상으로서 정부가 이를 타개하기 위해 환율절하, 금리인하 등을 포함한 강력한 대책을 마련 빠른 시일내 시행에 옮길 것을 촉구하였다.

반면 정부는 '89년은 지난 3년간의 고도성장에 따른 조정기로서 성장잠재력을 초과하는 과열경기의 지속으로 인해 부작용이 나타나고 있는데다 대외적인 통상마찰의 심화, 노사관계 악화 등 경제여건이 크게 달라진 데 기인한 것이라는 입장에서 노사분규가 진정되고 임금상승률이 생산성 향상범위내로 억제되면 아울러 기업의 신제품 개발노력을 게을리하지 않고 우리 경제의 구조조정 등이 효과적으로 추진되면 수출이 다시 회복되고 우리 경제는 재도약할 수 있다고 생각하였다.

이와 같은 우리 경제의 흐름과 이에 대한 대책마련에서 나타난 현저한 시각차이는 환율 수준에 대한 평가에도 그대로 나타났다. 작년중 기업들은 기회가 있을 때마다 부설경제연구소를 통해 자체적으로 조사한 결과를 토대로 원화가 상당수준 고평가되어 있는 것으로 주장하였다. 하지만 적정환율 수준을 계측하는 것은 기본적으로 매우 어려운 문제로서 이론적으로도 다양한 평가방법이 제시되고 있는 실정이며 특히 가장 많이 이용되고 있는 실질실효환율지수도 기준시점 및 물가지수의 선택, 교역대상국의 선정 등의 문제점을 내포하고 있어 우리나라의 적정환율 수준도 대체로 1980년을 기준년도로 삼느냐 아니면 1985년을 삼느냐, 몇개국을 교역대상국으로 선정하고 물가지수를 WPI를 사용하느냐 CPI를 사용하느냐 등에 따라 그 결과가 매우 다르게 나온다.

이에따라 많은 연구결과가 대체로 고평가되어 있는 것으로 발표되었으나 그 정도는 현저히 차이가 있었다.

한편 미국의 국제경제연구소(IIE) 버그스텐 소장과 윌리엄슨 박사도 원화의 실질실효 환율이 대만, 홍콩보다 더 크게 절상되어 있다고 주장하였으며 동 연구소의 클라인 박사는 '89년 5월 당시의 적정수준을 680원이라고까지 언급하기도 하였다.

IMF는 '89년 7월의 연례협의에서 실질 실효환율(REER : Real Effective Exchange Rate)이 아닌 실효환율(EER : Effective Exchange Rate) 기준으로 '89년 2/4분기가 적정한 수준으로 보았을때 이에 따라 동년 9월에 제출된 한국경제에 대한 연례평가서에서 한국경제를 과거 몇년간의 원화절상에 따른 구조조정 겪고 있으며 수출둔화 및 대외경쟁력을 감안할때 더이상의 원화절상은 필요치 않다는 의견을 표명하였다. 하지만 국제적으로 유수의 상업은행인 모간개런티은행은 1980~82년을 기준년으로 하여 '89년 10월 현재 약 8%정도 저평가되어 있는 것으로 추정하고 있기도 하다.

이와 같은 환율수준에 대한 상이한 평가는 우리나라와 미국과의 통상협상에서도 그대로 나타났다. 즉 우리 정부는 적정수준이라고 주장하였지만 미국측은 원화환율이 그동안 줄곧 저평가되어 있기 때문에 환율의 추가절상이 필요하다고 주장하여 왔는데 시기에 따라 그 변모된 주장내용을 살펴보면 매우 흥미롭다. '88년 8월 제정된 종합무역법에 의거 미재무성은 각국의 환율정책에 대한 정례평가보고서를 4월 1 10월 6개월에 한번씩 의회에 제출토록 되어 있는데 우리나라와 대만을 인위적인 환율 조작국으로 처음으로 지정한 '88년 10월 제1차 보고

서(일명 브래디 보고서)에서는 원화환율의 추가절상은 '분명히 필요하다'(is clearly required)라는표현을 사용하였으며 '89년 4월의 제2차 보고서에서는 '필요하다'(is required)라는 표현을 사용하여 원화환율 수준에 대한 미국측의 시각이 다소 바뀐 것으로 나타났다. 또한 대만은 제외되고 우리나라만 유일하게 환율 조작국으로 지정된 '89년 10월의 제3차 보고서에서는 원화환율의 추가절상 요구는 나타나 있지 않고 단지 절하는 불가하다는 입장을 보여 '89년 9월에 발표된 IMF의 시각에 동조하고 있는 것으로 생각한다.

한편 제3차 보고서에서는 우리나라를 환율조작국으로 재삼 지정한 이유로 ① '89년 4월 이후 6개월 동안 절하되었다는 점과 ② 복수통화바스켓제도에 의한 환율결정방식이 시장요소가 결여되어 있다는 점 ③ 자본이동, 금리에 대한 정부의 광범위한 통제가 가해지고 있어 정부의 환율관리가 가능하다 등을 들어 한국정부의 경상수지 흑자 감축노력을 상당히 긍정적 고무적인 현상으로 평가하면서도 '인위적인 환율조작국'으로 지정하였다.

3. 금년 3월중 시장평균환율제도 도입 예정

미국측이 우리나라를 3차에 걸쳐 환율조작국으로 지정하고 환율 결정방식에 대해 불만을 제기함에 따라 근본적으로 환율제도를 개선하지 않으면 환율문제에 대한 미국과의 마찰을 피할 수 없을 것이라는 인식이 넓게 형성되었다. 이러한 직접적인 계기 이외에 적정한 환율수준을 안정적으로 운용할 수 있는 장점을 지니고 있는 현행 복수통화바스켓제도는 최근 대외거래 규모가 급속히 확대되고 국제수지 흑자도 지속되고 있는 상황하에서 환율결정이 국제외환시장에서 형성되는 주요국 통화의 시세변동에 주로 의존함으로써 우리 경제의 기초적 여건(fundamentals)이나 환외의 수급상황 등을 제대로 반영하지 못하고 또한 환율이 외환시장에서 그 가격기능을 발휘하는 데에도 한계를 드러냈다. 나아가 범세계적으로 진전되어 가는 국제금융시장의 통합화 추세와 우리 경제의 개방화 및 국제화에 효율적으로 대처하기 위해서는 환율결정에 있어서도 시장원리의 도입 필요성이 더욱 커지게 됨에 따라 정부는 지난해 9월 국내의 금융시장여건 등을 감안한 자유변동 환율제도로의 단계별 이행계획(환율제도의 단계별 개편방안)을 제시하였는데 그 주요내용은 다음과 같다.

이미 시행중인 1단계 조치는 현행 복수통화바스켓제도를 유지하면서 환율의 가격기능을 제고시키기 위해 우선 외국환은행의 대고객 매매율을 일정범위내에서 자율화 시키는 내용 이었으며 금년중 실시 예정된 2단계는 환율결정방식을 대폭 개선하여 당일 외환거래의 기준이 되는 환율을 전일의 은행간 매매율을 기준으로 산출함으로써 환율결정에 있어 시장원리가 보다 충실히 반영될 수 있는 시장평균환율제도(가칭)을 도입키로 하였다. 그리고 최종단계로서 1992년 이후 국내금융 및 외환시장의 여건이 성숙되면 자유변동환율제도로 이행할 계획으로 되어 있다.

이상과 같은 단계적인 개편계획하에 금년 3월부터 시행될 시장평균 환율제도는 지난 '82년 9월부터 '89년 4월 1일까지 대만이 시행하였던 중심환율제도와 거의 유사한데 주요 특징은 자유변동환율제도로의 이행에 앞서 과도기적 관리변동환율제도로서 환율결정이 부분적이나마 시장원리에 의해 이뤄진다는 점이다. 환율결정과정을 간단히 살펴보면 먼저 대고객거래의 기준이 되는 환율을 중앙은행이 일정산식에 의거 계산 고시하지 않고 대신 외환거래센터가 전일자 은행간 거래환율을 거래량으로 가중 평균하여 산출하고 미달러화 이외의 기타통화에 대한 원화환율은 현행과 같이 대미달러 환율에 국제외환시장에서의 당해 통화의 대미달러 환율을 재정하여 산출하도록 되어 있다. 또한 은행간

환율 및 외국환은행의 대고객 매매율은 시장평균 환율의 일정범위내에서 자율적으로 결정하고 환율변동이 심하거나 실세에서 크게 벗어났다고 판단되는 경우에는 외국환 평형기금, 또는 한국은행이 개입하는 것으로 되어 있다.

4. 시장평균 환율제도하에서는 환율 결정요인 다양해져

시장평균 환율제도가 도입되면 원화환율은 어떻게 움직일 것인가. 절상될 것인가 아니면 절하될 것인가 하는 문제는 기업을 비롯한 모든 경제주체에게 매우 궁금한 사항이 아닐 수 없다.

대만의 중심환율제 운용과정에서 나타났듯이 시장평균 환율제도하에서는 현행 복수통화 바스켓제도보다는 환율결정에 영향을 미치는 요인이 상당히 다양해 질 것으로 예상된다. 즉 복수통화 바스켓제도는 국제외환시장에서의 주요국 통화간의 시세변동이 일차적으로 큰 영향을 미치고 실세반영장치인 정책변수 α를 통하여 내외금리차, 내외물가상승률차, 외환시장전망 등이 반영되도록 되어 있어 환율결정요인이 비교적 단순하였다.

그러나 시장평균 환율제도는 종전까지 실세반영장치를 통해 간접적인 영향을 미치던 요인들이 보다 직접적으로 시장에서의 환율결정 지정에 영향을 미쳐 주요 환율결정요인은 외환시장의 외환수급사정, 국내 원화자금사정, 정부의 환율정책, 내외금리차, 내외물가상승률차, 기대효과(expectation) 등으로 매우 다양해질 것으로 전망된다.

이하에서 각 요인별 환율결정과정에 미치는 영향력의 크기 및 방향을 살펴보면 다음과 같다.

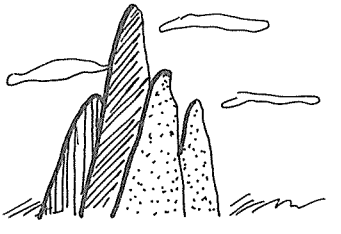
먼저 외환시장에서의 외환수급사정은 무역수지 및 경상수지가 흑자를 나타내고 해외투자 등 자본수출이 이에 상응하는 만큼 이뤄지지 않을 경우 국제수지 흑자는 외환시장에서 곧바로 외환의 초과공급으로 이어져 달러화에 대한 원화시세의 상승을 초래할 것이다. 특히 해외 직·간접 현지투자 등 자본수출의 국민경제적 필요성은 증대되겠지만 내외금리차의 상존, 부동산 투자등을 비롯한 국내에의 투자가 수익률이 높을 뿐만 아니라 해외투자는 리스크도 크면서도 수익가능성이 불확실하기 때문에 자본수출이 그리 크지 않을 것으로 보여 금년의 경상수지 흑자규모가 지난해보다는 크게 줄어들 전망이기는 하지만 흑자가 지속되는 한 원화환율을 절상시키는 주 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

둘째 복수통화 바스켓제도하에서는 환율 수준에 직접적으로 영향을 미치지 않았던 국내 원화자금사정은 시장평균 환율제도하에서는 은행간 시장에 참여하는 외국환은행의 원화자금 사정이 동 은행의 외환보유능력을 결정하게 될 것이라는 점에 비추어 매우 중요한 환율결정 요인으로 부상하게 될 것으로 보인다. 하지만 그 영향력의 방향이나 크기를 시중의 전반적인 자금사정과 연관시켜 정확하게 전망하는 것은 매우 어려운 일이지만 최근 정부가 수출부진과 기업의 설비투자 저조, 침체된 경기를 부추기기 위하여 만기가 도래된 통화안정증권의 현금상환 등을 통해 통화관리를 다소 완화하는 듯한 느낌도 없지 않아 절하요인으로 작용할 것으로 생각되나 무엇보다도 인플레를 억제하려는 정부의 정책의지 여하에 따라 달라질 것으로 예상된다.

셋째 외환당국의 환율정책의 경우를 살펴보면 현행 제도하에서는 실세반영장치의 운용을 통해 정부의 정책의지를 반영시켰기 때문에 그 크기나 방향이 대외적으로 명확하게 드러남으로써 미국으로부터 "환율수준을 인위적으로 조작한다"는 비난을 받아 왔다. 그러나 시장평균 환율제 하에서는 외국환 평형기금 또는 중앙은행인 한국은행의 시장개입을 통하여 정부의 환율정책이 반영될 것이기 때문에 대외적으로 직접 노출되지는 않을 것으로 생각한다. 다만 외환당국은 정책의지를 시장참가자들에게 고지하고자 하는 경우(announcement effect)에는 공개적으로 시장에 개입할 수도 있을 것이다. 이와 같은 외환당국의 시장개입은 수출 및 설비투자

동향 등 전반적인 경제상황과 일시적인 시장교란 등을 보아가며 이루어질 것이고 또한 여타 경제정책과의 조화 특히 통화정책과의 결합운용 차원에서 실시될 것이기 때문에 환율결정에 미치는 그 영향력의 방향 및 크기를 전망하기에는 지극히 곤란하다.

한편 복수통화바스켓제도에서 직접적으로 환율결정에 영향을 미쳐 왔던 주요국 통화의 시세변동은 원화의 교환성이 결여되어 있는 점, 내외금리차 및 내외 물가상승률차 등의 요인은 자본이동이 그다지 자유롭지 못한 점에 비추어 다소 제한적, 간접적으로 영향력을 미칠 것으로 예상된다.

이밖에 시장참가자들의 기대효과(expectation)에 의해 환율수준이 크게 좌우될 것으로 생각된다. 시장 참가자들이 동일한 시장정보 및 예상에 기초하여 일시에 같은 방향으로 외환매매를 시도할 경우 이른바 밴드왜곤 효과(bandwagon effect)에 의하여 단기적으로 환율은 크게 변동할 것으로 예상되며 환율의 변동폭을 확대시키는 불안정성 환투기(destabilizing exchange speculation)가 성행할 경우에는 환율변동이 매우 불안정한 가운데 환율수준도 실세를 반영한 수준 이상으로 크게 벗어나는 경우도 있을 것으로 생각된다.

위와 같은 논의를 종합해 볼 때 시장평균 환율제도를 도입하면 다양해진 환율결정 요인에 의해 또한 그 영향력의 방향 및 크기에 있어서의 복합성 등으로 원화환율이 어느 방향으로 움직일 것인가는 예측하기가 지극히 어려워진다. 다만 시장평균환율이 결정될 은행간 현물환시장의 전반적인 상황을 감안할 때 환율변동폭은 확대될 것이며 종전에 비해 해외요인보다는 국내요인에 의해 환율결정이 이뤄질 것이며 또한 앞으로 대외적인 자유화가 진전되면 수출입거래에 의한 무역수지 및 경상수지 흑자보다는 내외금리차에 따른 자본이동의 영향력이 보다 커지게 될 것으로 전망된다.