

환율 및 세계경제 전망

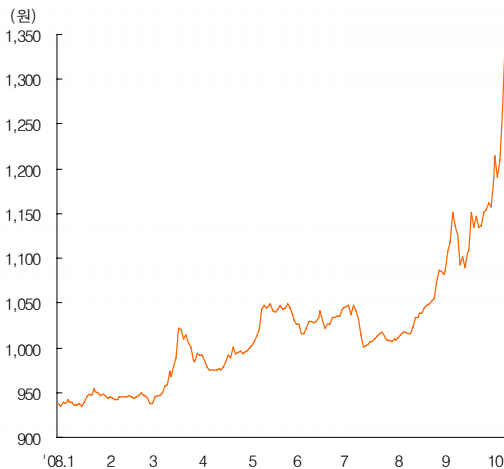


박해식
한국금융연구원
연구위원/박사

작년까지만 하더라도 900~950원 내에서 안정적인 모습을 보였던 원/달러 환율이 올해 3월부터 급등세를 보이고 있다. 작년 12월 말 원/달러 환율은 전년 말 대비 약 0.7% 상승에 그쳤으나 올해 들어 상승폭이 크게 확대되어 10월 7일 현재 전년 말 대비 약 42%의 상승률을 기록하였다. 특히 원/달러 환율은 미국 4대 투자은행 중 하나인 리먼

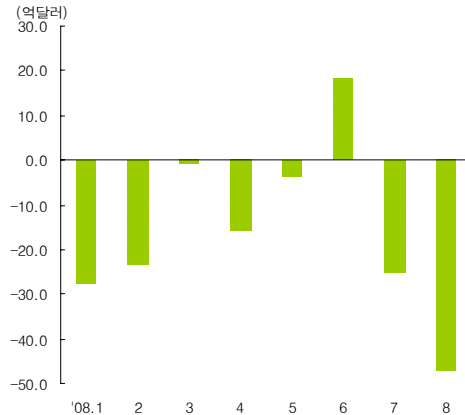
브라더스가 파산을 신청하고 세계 굴지의 보험회사인 AIG가 구제금융을 요청한 9월 16일부터 160원 이상 폭등하여 외환시장을 패닉상태로 몰아넣고 있다. 10월 초에 진통 끝에 최대 7,000억 달러에 달하는 부실자산구제프로그램이 미 의회를 통과하였음에도 불구하고 원/달러 환율의 급등세는 좀처럼 진정될 기미를 보이지 않고 있어 외환시장의

원/달러 환율 추이



자료: 한국은행

경상수지 적자 추이



자료: 한국은행

불안감이 계속 확산되고 있다.

그러면 올해 들어 이처럼 원화가 큰 폭의 약세를 거듭하게 된 이유는 무엇일까. 먼저 경상수지 적자를 들 수 있다. 1998년부터 작년까지 우리나라는 한 번도 경상수지 적자를 경험한 적이 없었다. 그러나 올해 들어 8월까지 벌써 약 126억 달러의 적자를 기록하고 있다. 원유 및 원자재 가격 급등으로 수입액이 급증해 경상수지가 10년 만에 적자로 돌아서는 원인을 제공했다. 우리나라의 에너지 수입비중이 다른 나라에 비해 높다는 점이 이를 잘 설명한다. 일례로 우리나라의 원유 의존도(GDP 대비 원유 수입액)는 6.4%로 중국(2.3%), 말레이시아(5.1%) 등 아시아 주요국에 비해 높은 수준이다.

외국인 주식매도세의 지속도 환율급등을 초래한 주원인이 되었다. 작년에 우리나라에서 외국인들은 30조 6천억 원의 주식을 순매도하였다. 이 같은 추세는 올해도 계속되고 있는데 8월 말까지 외국인 주식순매도 규모는 38조 8천억 원으로 이미 작년 수준을 8조 원 이상 넘어섰다. 그런데 외국인 주식매도세는 우리나라에만 국한되는 것이 아니라 신흥시장국가에서 전반적으로 나타나는 공통적인 현상이다. 즉, 글로벌 금융불안이 지속되고 세계경제 둔화에 대한 우려가 확산되면서 투자자들의 위험회피 성향이 강화됨에 따라 우리나라를 포함한 대부분의 신흥시장국가 주식시장에서 외국인 매도세가 확대되고 있는 것이다.

그럼에도 외국인 주식매도세가 환율에 미치는 영향은 다른 나라보다 우리나라에서 더욱 큰 것으로 확인되고 있다. 이는 우리나라 주식시장의 시가총액 및 외국인 보유비중이 상대적으로 높아 절대액 기준으로 우리나라의 외국인 주식매도 규모가 다른 나라에 비해 훨씬 크게 나타나기 때문으로 풀이된다. 또한 우리나라 외환시장의 거래규모가 외국인 주식보유규모에 비해서 크지 않다는 점도 원화가 외국인 주식매도로 인해 큰 폭의 약세를 보이게 한 요인으로 작용한 것으로 판단된다. 우리나라 외환시장이 주식시장에 비해 상대적으로 미발달함에 따라 대규모 외국인 주식매도시 이를 흡수할 수 있는 외환거래량이 충분치 않아 큰 폭의 환율조정이 이루어질 수밖에 없다는 것이다.

한편 대외채무 증가도 환율의 상승압력으로 작용하였다. 우리나라 총외채는 올해 6월 말에 약 4,200억 달러로 1년 6개월 만에 2배 정도 증가하였다. 이에 따라 순대외채권(대외채권-대외채무)은 같은 기간에 무려 1,038억 달러나 줄어든 28억 달러로 축소되었다. 이와 같이 우리나라의 외채상환능력이 악화되고 있는 상황에서 대외채무의 단기화가 빠르게 이루어짐에 따라 조만간 우리나라가 채무불이행을 겪을 수도 있다는 우려마저 등장하고 있다. 유동외채비율을 보면 우리나라가 향후 1년 이내에 갚아야 할 외채규모는 총외채의 약 86%에 달한다.

최근에는 우리나라의 외화유동성 여건이

악화되고 있는 것이 환율급등의 요인으로 크게 부각되고 있다. 글로벌 신용경색으로 우리나라 금융기관 및 기업들의 외화조달에 어려움이 가중되고 있다. 이는 외화차입비용 상승에서 확인할 수 있는데, 예를 들어 은행권의 신용부도스왑(CDS) 프리미엄은 전년 말 대비 평균 110bps 이상 상승하였다. 이처럼 어려운 상황에서도 지난 9월 말에 산업은행(5.2억 달러)과 수출입은행(0.64억 달러)이 신규 외화차입에 성공하였으나, 모두 만기 1년 이하의 단기차입으로 외화차입의 단기화가 가속화되고 있다.

특히 리먼사태 이후 글로벌 신용경색이 심화되면서 우리나라의 외화유동성 사정은 더욱 악화되었다. 글로벌 금융시장의 단기유동성 사정을 반영하는 3개월 만기 TED 금리의 경우 LIBOR 금리가 급등하고 미 국채금리가

급락함에 따라 150bps 이상 폭등하였다. 글로벌 금융시장의 단기자금 사정이 여의치 않자 CRS(통화스왑) 시장에서 외화를 확보하려는 수요가 큰 폭으로 증가하면서 CRS 금리가 급락하였다. 정부는 이와 같은 외화유동성 부족의 심각성을 인지하고 이를 부분적으로 해소하기 위해 100억 달러 규모에 해당하는 외화자금을 외평기금을 통해 공급해주시기로 하였다.

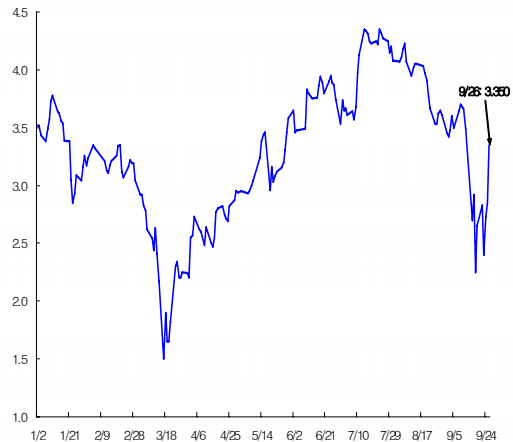
일부에서는 미국의 부실자산구제프로그램에 힘입어 글로벌 금융시장이 어느 정도 안정을 되찾게 될 경우 우리나라의 외화유동성 사정도 개선될 수 있을 것으로 기대하고 있다. 그러나 금번 구제프로그램이 글로벌 신용경색 완화를 통해 금융시장을 정상화시키기에는 한계가 있다는 지적이 우세하다. 이의 배경으로는 7,000억 달러의 자금규모가

TED 금리 추이



자료: FnGuide

CRS 금리 추이



자료: FnGuide

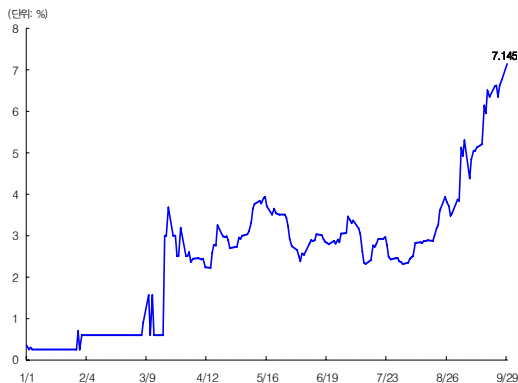
글로벌 금융불안을 완전히 해소하기에 미흡하다는 주장이 있다. 7,000억 달러의 구제금융은 이미 부실화된 모기지 관련 채권의 처리를 대상으로 하고 있기 때문에 향후 주택 가격 하락 및 신용카드 연체율 상승 등으로 추가적인 부실채권이 발생할 경우 이를 해결하기에 크게 부족할 것이라는 것이다. 또한 구제금융이 본격적으로 작동하기까지는 최소한 수주일이 걸릴 것으로 예상되기 때문에 단시일 내에 글로벌 금융시장에 영향을 주기 어려울 것이라는 전망도 있다.

이러한 점을 고려할 때 당분간 우리나라의 외화유동성 사정이 개선될 가능성은 높지 않아 보인다. 이와 더불어 내수부진, 고용둔화 등으로 국내경기가 위축되고 있고 부동산경기 침체 및 금리상승 등으로 부동산 프로젝트파이낸싱(PF) 대출, 가계대출 등의 부실화

가능성이 높아지면서 우리나라의 전체적인 신용위험이 높아지고 있다. 이에 따라 앞으로 환율상승세는 지속될 가능성이 높아 보인다. 통화옵션에 내재되어 있는 시장의 환율기대치를 보더라도 환율상승 기대심리가 커지고 있음을 알 수 있다. 3개월 만기 위험역전(risk reversal) 가격의 경우 최근 상승폭이 매우 가팔라지고 있는데, 이는 환율상승 기대심리가 강화되고 있음을 반영하는 것이다.

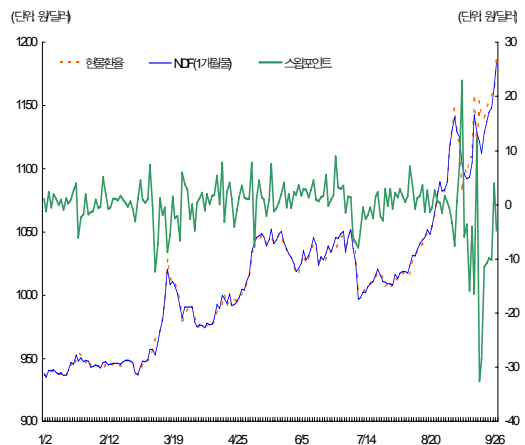
그런데 지금과 같은 환율상승세가 지속될 경우 우리나라 거시경제 및 금융시장에 부작용이 나타날 수 있다. 환율상승이 우리나라 수출에 도움이 될 것이라는 주장이 있지만 수출진작효과는 미미할 것으로 여겨진다. 세계경제 둔화가 예상되기 때문에 우리나라 수출제품에 대한 해외수요가 크게 늘어날 것 같지 않기 때문이다. 오히려 환율상승은 물

위험역전가격 추이



자료: Bloomberg

NDF 환율 추이



자료: Bloomberg

가상승압력의 증대를 통해 내수를 더욱 위축시킬 수 있다. 환율상승은 외국인 주식투자자금의 이탈을 더욱 가속화시킬 우려도 있다. 그동안 유동성 부족을 해결하기 위해 주식자금을 회수하던 외국인 투자자들이 환율상승 지속으로 환차손이 발생함에 따라 추가적인 손실을 막기 위해 투자자금을 회수하는 악순환이 나타날 수 있다는 것이다.

이러한 부작용을 예방하기 위해서는 환율의 과도한 상승을 촉발하는 투기적 외환매매를 차단하고 시장의 불안심리를 완화할 수 있는 방안을 마련할 필요가 있다. 펀더멘털 측면에서 보면 올해 환율이 상승하는 것은 맞지만 최근 지나치게 상승한 측면도 분명히 있다. 한차례 해프닝으로 끝났던 9월 위기설은 이를 방증한다. 9월 위기설은 외국인들이 금리차익 획득을 목적으로 보유채권을 9월에 집중 매도할 것이라는 우려에서 비롯되었다. 그러나 전체 외국인 보유채권 중에서 10% 정도만이 9월에 만기 도래하고 금리차익거래 유인으로 작용하는 스왑스프레드도

당시 상승세를 지속하였던 점을 고려할 때 9월 위기설은 전혀 근거가 없는 루머에 불과하였다. 그럼에도 우리나라 외환시장은 9월 들어 3일 만에 원/달러 환율이 35원 이상 폭등하는 등 크게 요동친 바 있다.

또한 시장의 불안심리가 완전히 사라지지 않는 한 환율상승세가 지속되는 과정에서 환율이 단기간에 급변하는 경우도 많이 나타날 것으로 보인다. 하지만 시장의 불안심리에 따른 환율의 급변동 요인은 시간이 경과하면서 불확실성 제거와 동시에 서서히 해소될 가능성이 높다. 따라서 환율의 일시적인 급변동에 일희일비하여 외환을 매매하는 거래행태는 바람직하지 않다. 정부도 정책의 일관성을 유지하는 것이 중요하다. 지금과 같이 시장이 불안하고 불확실할 때 일관성 없는 정부 정책의 시행은 시장의 혼란만 가중시켜 환율변동 폭을 더욱 확대시킬 수 있기 때문이다. ❏