

# 미국 달러화 환율의 동향 및 전망과 우리 경제에 미치는 효과

박 해 식 (금융연구원 부연구위원)

## 1. 미 달러화 환율 동향

'99년 상반기중 미달러화는 일본 및 유로화지역(이하 유로지역)의 경제회복이 불투명한 가운데 미국 경제가 견실한 성장세를 지속함에 따라 엔화 및 유로화에 대해 강세를 시현하였다. 그러나 하반기에 들어서면서 미달러화는 엔화에 대해 약세로 반전되었으며 유로화에 대해서도 약세로의 반전기미를 보였다. 이는 주로 일본 및 유로지역에 대한 각종 주요 경제지표들의 예상의 호조발표를 계기로 경기회복에 대한 기대가 확산됨에 따라 국제 금융시장의 자본이동이 재편되기 시작하였기 때문으로 분석된다. 즉 그동안 미국경제의 주도아래 불균형적인 성장을 지속하였던 세계경제가 일본 및 유로지역의 경기회복 가시화를 계기로 균형적인 성장기미를 보임에 따라 미국 금융시장에 투자되었던 국제자금이 일본으로 대거 유입되었고 유로지역으로도 서서히 이동하고 있는 것으로 보인다. 이에 따라 미달러화는 당분간 엔화 및 유로화에 대해 약세를 지속할 것으로 보인다.

'99년중 엔/달러 환율은 변동성이 크게 확대되는 등 불안한 모습을 보였다. 상반기중 엔/달러 환율은 3월말 일본의 「'98회계연도 결산」을 앞두고 일본 금융기관들의 해외투자자금 본국회수로 인해 일시적으로

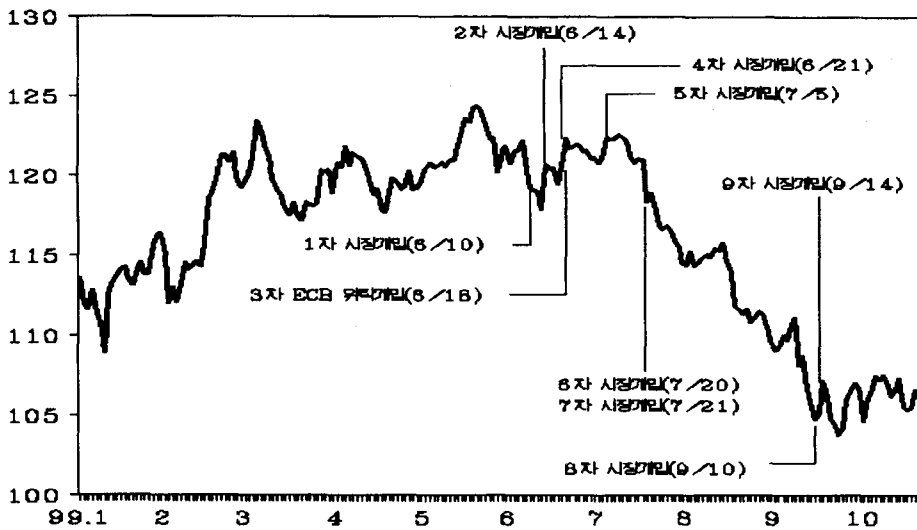
로 하락하기도 하였으나 전반적으로 상승세를 유지하였다. 이러한 엔화가치의 전반적인 약세에는 다음과 같은 요인이 작용한 것으로 분석된다.

첫째, 연초 장기금리의 급상승에 따른 경기회복의 지연을 우려하여 일본은행(BOJ)이 초저금리정책을 실시한 반면 미 연방준비위원회(FRB)는 기대 이상의 경기확장세에 따른 물가불안을 우려하여 통화정책 기조를 긴축으로 선회함에 따라 미·일간 금리차가 확대되었다.

둘째, 일본의 '98년 4/4분기중 GDP성장률이 마이너스를 기록한 것으로 발표되는 등 일본의 경기회복에 대한 비관적인 전망이 확산되는 가운데 미국경제는 약 4%대의 견실한 성장세를 지속한 것으로 나타나 미·일간 경제력 격차가 확대되었다.

셋째, 수출부진을 우려한 일본정부와 달러화 강세 정책을 표방해온 미국정부가 공동으로 엔화 약세를 용인하였다. 특히 1/4분기중 일본정부는 대규모 국제발행에 따른 장기금리의 급상승으로 인해 발생할 수 있는 부작용을 최소화하기 위한 국채의 화폐화(monetization)를 심각하게 고려하기도 하였다.

'99년 하반기중 강세로 반전된 엔화는 BOJ에 의해 단행된 총 10차례에 걸친 약 300억달러 규모의 외환시장 개입에도 불구하고 100엔대의 강세기조를 유지하고 있다. 특히 11월중에는 한때 엔/달러 환율



〈그림-1〉 엔/달러 환율의 추이

이 지난 '96년 1월 이후 약 47개월만에 최저치인 101.87엔을 기록하는 등 급락세를 보이기도 하였다. 이러한 엔화가치의 급반전에는 1/4분기에 이어 2/4분기에도 GDP성장률이 당초 마이너스를 기록할 것이라는 예상과는 달리 플러스를 기록한 것으로 나타나는 등 각종 주요 경제지표들이 예상외로 호조세를 보임에 따라 일본의 경기회복에 대한 기대가 확산되었기 때문으로 분석된다. (〈그림-1〉)

특히 이러한 기대를 배경으로 일본 주식시장이 호황세를 보임에 따라 이에 편승하려는 외국인 투자자금이 일본으로 계속 유입되면서 엔화강세가 지속된 것으로 보인다. 이와 함께 지난 6, 8, 11월에 단행된 FRB의 금리인상 조치도 미국 주가의 하락을 우려

한 국제 기관투자자들의 일본주식 매입을 부추긴 것으로 분석된다. 한편 그동안 해외에 많은 투자를 해 온 일본 기관투자자들이 엔화강세 지속에 따른 환차손을 우려하여 외화표시 자산매도·엔화표시 자산매입을 확대하고 있으며, 엔화환율의 변동성 증대 등으로 인해 엔화차입·고수익 해외투자(yen-carry trade)의 위험이 증가함에 따라 이를 청산하기 위해 미국 헤지펀드들이 엔화매입을 확대하고 있는 것으로 알려지고 있다. (〈표-1〉)

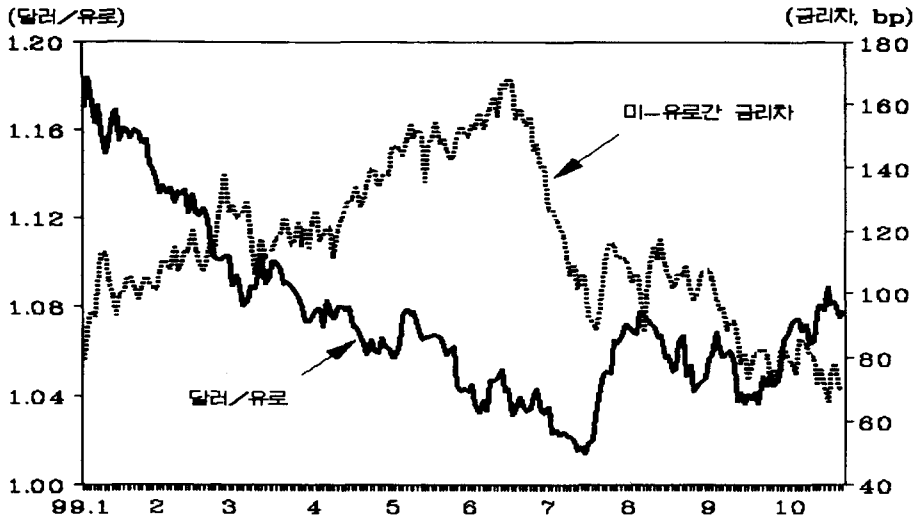
'99년중 유로화는 상반기에는 약세를 지속하다가 하반기부터 소폭 상승하는 모습을 보였다. (〈그림-2〉) 유로화는 도입초기 미 달러화에 버금가는 기축 통화로서 강세를 보일 것이라는 전망과는 달리 7월

〈표-1〉 외국인의 엔화표시 자산 순매수 추이

(단위 : 십억엔)

	1999년							
	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	1~7월
주식	-9.3	676.7	1,935.2	993.7	538.9	1,061.8	1,136.5	6,333.5
국공채	186.0	657.9	-7.0	-1,999.6	-903.9	-2,027.1	145.7	-3,948.0

※ 자료 : 블룸버그(Bloomberg).



〈그림-2〉 달러/유로 환율과 미·유로간 금리차 추이

중 한때 1.0달러/유로가 붕괴될 것이라는 우려를 낳을만큼 예상외의 약세를 지속하였다. 이러한 유로화 약세는 근본적으로 미국 경제의 견실한 성장세에 비해 유로지역이 '98년의 경기후퇴에서 벗어나는데에는 다소 시일이 걸릴 것이라는 유로경제에 대한 비관적인 전망이 팽배하였기 때문으로 풀이된다.

또한 유로지역 결제시스템인 TARGET (Trans-European Automated Real Time Gross Settlement Transfer) 시스템에 대한 불안감, 유로화 자본시장의 미발달 등 유로지역 금융시장의 구조적 문제도 유로화의 약세요인으로 작용하였던 것으로 보인다. 특히 유럽중앙은행(ECB)은 상반기중 유로화의 약세지속에 결정적인 역할을 담당한 것으로 분석된다. 지난 4월 이후 ECB는 유로지역의 수출경쟁력 제고를 위해 외환시장 개입을 자제하는 한편 저금리기조를 유지하는 등 유로화 약세 용인정책을 고수해왔다. 이와 동시에 5월부터 FRB가 통화정책 기조를 긴축으로 수정함에 따라 미·유로지역간 금리차가 더욱 확대되면서 달러/유로 환율이 계속 하락하는 가운데 7월초에는 프랑스의 EMU 재정적자

수렴조건 파기 가능성이 제기되면서 한때 1.01달러/유로를 기록하기도 하였다.

7월 중순 이후 유로화는 약세 분위기가 진정되면서 소폭 상승하는 양상을 보였다. 비록 유로화가 여전히 출범 초기의 1.17~1.18달러/유로 수준을 크게 하회하는 수준에서 움직이고 있으나 향후 유로화의 강세반전 가능성은 높은 것으로 판단된다.

첫째, 유로지역의 핵심국인 독일과 프랑스를 중심으로 경제지표들이 개선되고 있는 것으로 발표되면서 경기회복에 대한 기대가 확산되고 있는 가운데 노이어 ECB 부총재가 2000년중 유로지역의 경제성장률이 당초 예상치인 2.0%를 상회할 것으로 전망하면서 유로화의 강세반전 기대가 높아졌다.

둘째, 유로지역의 경기회복 지속에 따른 물가불안을 사전에 예방하기 위해 ECB가 저금리기조를 포기하고 통화정책을 긴축적으로 운용함에 따라 미·유로지역간 금리차가 축소되고 있다.

한편 최근들어 다시 나타나기 시작한 유로화의 약세기미는 기초 경제여건을 반영한다고 보기 어렵기 때문에 일시적인 현상에 그칠 가능성이 높은 것으로

보인다. 즉 최근의 유로화 약세는 EMU 붕괴에 대한 우려감, 독일정부의 경제개혁에 대한 불확실성 등 구조적 요인에 기인하는 것으로 보이며 이러한 문제는 앞으로도 계속 대두할 것으로 예상되기 때문에 유로/달러 환율은 등락을 거듭할 것으로 보인다.

## 2. 미 달러화 환율 전망

2000년중 미 달러화는 1999년 하반기의 약세기조를 이어갈 것으로 전망된다. 세계경제의 균형적인 성장세 지속을 배경으로 달러화표시 자산에 대한 매력 이 과거에 비해 상대적으로 낮아짐에 따라 미국으로부터의 자금이탈이 증대될 것으로 예상되기 때문이다. 또한 이러한 상황에서 GDP의 약 4%에 달하는 미국의 경상수지 적자가 지속되기 힘들 것으로 예상되는 점도 향후 달러화의 약세 전망을 가능하게 한다. '99년 2/4분기 현재 미국의 경상수지 적자는 약 801억 달러로 GDP의 약 3.6%를 차지하고 있다. 또한, 최근의 달러화 약세에도 불구하고 미국의 실질실효 환율이 여전히 과거에 비해 평가절상되어 있고, 금리상승으로 인해 세계 최대 채무국인 미국의 이자 지불 비용이 늘어날 것으로 예상됨에 따라 경상수지 적자는 더욱 확대될 전망이다. 이를 해소하기 위해서는 성장세 둔화와 환율절하 등을 동반하는 조정국면이 불가피할 것으로 보인다. 과거 선진국의 경험을 살펴보면 경상수지 적자가 GDP의 4% 내외의 시점에서 조정국면이 일어난 점을 고려할 때, 미국은 내년중에 경상수지 적자를 해소하기 위한 조정국면에 진입할 가능성이 높은 것으로 분석된다. (<표-2>) 다만 달러화가 올해 하반기 때와 같이 급격하게 하락할 가능성은 크지 않은 것으로 보인다.

미국 경제가 성장세 둔화예상에도 불구하고 둔화폭이 크지 않은 경기 연착륙(soft landing)에 성공할 수 있을 것으로 보기 때문이다. 또한 미국 경제

<표-2> 경상수지 적자해소를 위한 선진국의 조정국면 사례 (단위 : %)

	경상수지적자	내수증가율	환율평가절하율
캐나다(1981)	-4.2	-1.2	-2.8
덴마크(1986)	-5.3	-2.5	2.4
미 국(1987)	-3.5	-2.9	-31.1
영 국(1989)	-4.6	-4.7	-4.3
캐나다(1993)	-3.9	2.4	-6.8

※ 주 : 1) 경상수지 적자는 대 GDP 비중임.

2) 내수증가율은 경상수지 적자 고점을 중심으로 이후 3년간 평균증가율과 이전 3년간 평균증가율간 차이를 나타냄.

3) 환율의 평가절하율은 실질실효 환율을 기준으로 하였으며 負(-)의 값은 평가절하를 나타냄.

※ 자료 : J. P. Morgan.

의 성장세 둔화에 따른 수입수요 감소, 세계경제 회복에 따른 수출증대 등으로 인해 미국의 경상수지 적자가 큰폭의 환율변동을 수반하지 않고서도 축소될 수 있을 것으로 보이는 점도 향후 달러화의 완만한 약세 전망을 지지하는 근거로 제시할 수 있다.

이러한 배경아래 2000년중 엔/달러 환율은 등락을 거듭하는 가운데 완만한 하락세를 나타낼 것으로 전망된다. 엔/달러 환율이 앞으로 등락을 거듭할 것으로 예상되는 이유는 일본 경제가 본격적인 경기회복 국면에 진입할 수 있을지의 여부가 불투명하기 때문이다. 올해와 마찬가지로 내년에도 정부지출은 일본의 경제성장에 주도적인 역할을 담당할 것으로 예상된다. 그러나 정부의 재정지출 확대가 내수진작으로 이어지지 않을 경우 최근 일본 정부가 마련한 약 18조엔 규모의 추가적 경기부양책도 올해와 마찬가지로 한시적인 경기부양 효과만을 나타낼 가능성이 높다.

한편 일본의 본격적인 경기회복에 대한 불투명성이 상존하는 가운데 BOJ의 통화량 공급확대에 대한 의환시장의 기대가 계속 등장할 것으로 보이는 점도 엔/달러 환율이 앞으로 등락을 거듭할 것이라는 예

상을 뒷받침한다. 그러나 다음의 요인을 고려할 때 BOJ의 통화량 공급확대정책 실시 가능성은 크지 않은 것으로 보인다. 첫째, 그동안의 금융완화 기조로 인해 이미 자금시장의 유동성이 크게 확대되었다. 둘째, 지난 6월 이후 총 10차례에 걸친 BOJ의 외환시장 개입중 단 한번도 통화증발을 유발하는 대화 개입(non-sterilized intervention)이 없었다.

한편 엔고저지를 위한 미·일간 외환시장 협조개입 가능성이 크지 않은 점도 엔/달러 환율의 완만한 하락세 전망을 가능하게 한다. 그동안 미국정부는 엔화강세가 일본의 문제라는 입장을 견지해 왔다.

이러한 점으로 미루어볼 때 미국은 일본의 통화량 확대가 수반되지 않는 한 일본과 공동으로 외환시장에 개입할 의사가 없는 것으로 분석된다. 또한 미국은 엔고가 지속될 경우 만성적인 대일 무역수지 적자를 어느 정도 해소할 수 있기 때문에 일본과 공동으로 외환시장에 개입할 유인이 크지 않다. 지난 '85년 플라자 협약(Plaza Accord) 이후 외환시장 공동개입은 환율이 미국 경제를 위협할 경우에만 일어났다는 점은 시사하는 바가 크다고 할 수 있다.

이와 같이 엔/달러 환율의 완만한 하락세 가능성이 높음에도 불구하고 엔/달러 환율이 앞으로 가파르게 하락할 가능성도 전혀 배제할 수는 없다. 올해와 마찬가지로 일본 정부는 추가적 경기부양책에 필요한 자금의 상당부분을 국채발행을 통해 조달할 것으로 예상되는데, 이 경우 국제시장의 수급 불균형을 악화시켜 장기금리가 상승할 가능성이 있다.

특히 2000년 중에 일본의 물가상승률이 0% 수준에서 크게 벗어나지 않을 것으로 예상되고 있기 때문에 국채발행을 통한 장기금리의 상승은 실질금리의 상승을 반영하는 것으로 볼 수 있다. 일본은 이미 이와 비슷한 현상을 올해 초에 경험한 바 있는데, 당시 장기금리 급상승으로 인해 엔화가치가 가파르게 상승한 적이 있다. 한편 일본 국채의 최대 수요자 중 하나인

대장성 산하 신탁자금국(Trust Fund Bureau)의 국제 공급물량 소화여부에 따라 이러한 현상이 내년에 재발할 가능성이 상존하고 있다. 신탁자금국은 국제 매입을 위한 재원을 우편저축, 연기금 등을 통해 조달해 왔는데 2000년 중에 이중 상당부분이 만기도래하는 것으로 알려지고 있다. (<표-3>)

2000년중 유로화는 엔화에 비해 가파른 상승세를 나타낼 것으로 전망된다. 일본에 비해 유로지역의 경기회복세가 보다 빠르게 진행될 것이 확실시 되기 때문이다. 이에 따라 내년에 미국에서 이탈한 국제 자금이 일본보다는 유로지역으로 유입될 가능성이 높은 것으로 분석된다. 최근 메릴린치(Merrill Lynch)와 갤럽(Gallup)의 펀드매니저를 대상으로한 공동조사에 의하면 유로지역의 주가가 미국과 일본의 주가에 비해 과소평가 되어 있어 2000년 중에 현재보다 약 10% 정도 상승할 것으로 나타났다. 이에 따라 미국 펀드매니저의 약 64%는 세계 주요통화 중 유로화가 가장 강세를 보일 것으로 전망하였다.

한편 향후 엔화가치가 올해와 같은 가파른 상승세를 또다시 경험할 가능성이 크지 않은 점도 유로화의 강세요인으로 작용할 것으로 보인다. 그동안 유로화표시 자산에 많은 투자를 해왔던 일본의 기관투자자들은 올 하반기에 엔화가치가 급등함에 따라 환차손을 예방하기 위해 유로화표시 자산을 매도하고

<표-3> 대장성 산하 신탁자금국의 자금조달원

(단위: 조엔)

자 금 조 달 원	금 액
우 편 저 축	139
우 편 생 명 보 험	99
연 기 금	134
기 타	45
합 계	417

※ 주: 1998년 3월 31일 기준.

※ 자료: J. P. Morgan.

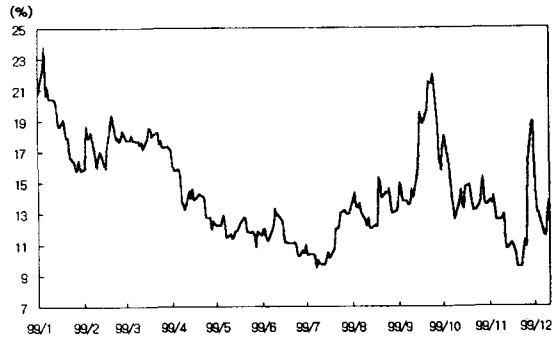
엔화표시 자산을 대량으로 매입한 바 있다. 따라서 앞으로 엔화가 큰폭의 변동없이 안정적으로 움직일 경우 일본 기관투자자들의 유로화표시 자산에 대한 투자가 재개될 가능성이 높은 것으로 분석된다.

### 3. 국내 경제에 미치는 파급효과

2000년중 미 달러화가 약세기조를 유지할 것으로 예상됨에 따라 원/달러 환율은 하락세를 보일 것으로 전망된다. 우리 나라의 국제수지 흑자기조가 내년에도 계속될 것으로 예상되는 점도 원/달러 환율의 하락에 일조할 것으로 보인다. 그러나 원화 가치가 상승하는 가운데 엔화 가치도 동반상승할 것으로 보이기 때문에 원화 가치의 상승으로 인해 우리 나라의 수출경쟁력이 크게 약화될 가능성은 크지 않은 것으로 분석된다. 왜냐하면 원/달러 환율과 엔/달러 환율이 동시에 하락할 경우 우리 나라의 실질실효환율이 크게 변동할 가능성이 적기 때문이다. 다만 원화 가치의 상승속도가 엔화 가치의 상승속도보다 빠를 경우 우리 나라의 실질실효 환율은 큰폭으로 평가절상될 가능성이 있다. 그러나 원/달러 환율이 엔/달러 환율의 움직임에 민감하게 반응하고 있고 엔/달러 환율의 변동성도 최근 들어 축소되고 있는 점으로 미루어볼 때 원/달러 환율이 가파르게 하락하지는 않을 것으로 보인다. (<그림-3>)

또한 우리 나라의 실질실효 환율이 평가절상된다고 하더라도 세계 경제의 회복에 따른 수출물량 확대는 가격경쟁력 약화에 따른 수출부진을 어는 정도 상쇄할 수 있을 것으로 보여 무역수지가 크게 악화되지는 않을 것으로 생각된다.

한편 원화 가치의 상승은 물가상승 압력을 해소하는데에도 도움이 될 수 있을 것으로 기대된다. 정부에서는 내년도 물가상승률을 3% 내외로 예상하고 있다. 그럼에도 불구하고 일부에서는 물가불안에 대



<그림-3> 엔/달러 환율의 내재변동성 추이

한 우려의 목소리를 꾸준히 제기하고 있다. 특히 이들은 물가 불안요인으로 다음과 같은 점을 지적하고 있다. 첫째, 경기회복 지속 및 금융불안 해소를 위해 통화당국이 현재의 저금리 기조를 내년에도 계속 유지해 나갈 것으로 예상된다. 둘째, 국제 원유가격이 예상외로 큰폭의 상승세를 유지하고 있다.

그러나 원화 가치의 상승은 국제 원유가격의 상승 등과 같이 대외적으로 발생하는 물가 불안요인을 상쇄시키는데에 도움이 될 수 있다. 원화 가치가 상승할 경우 수입물가는 하락하기 때문이다. 원화 가치의 상승은 물가상승 압력의 해소 이외에 우리 나라의 대외채무 상환부담을 줄이는 데에도 기여할 수 있다.

대외채무의 약 70% 정도가 달러화로 표시되어 있는 우리 나라는 외환위기 이후 나타나기 시작한 환율의 급상승으로 인해 상당한 대외채무 상환부담을 경험하였다. 그러나 앞으로 원화 가치가 상승할 것으로 예상됨에 따라 이러한 대외채무 부담은 크게 완화될 수 있을 것으로 기대된다.

한편 우리 나라의 대외채무 중 엔화표시 채무의 비중은 약 10% 수준을 유지하고 있어 엔화 가치 상승에 따른 부담은 엔화표시 채무 비중이 높은 동남아 국가들에 비해 크지 않을 것으로 예상된다. ▲