

## 최근 원달러 환율의 상승 요인과 시사점\*

연구위원 장근혁

2018년 초부터 1,050원에서 1,090원 사이의 박스권에서 안정적인 모습을 보이던 원달러 환율은 최근에 1,130원선까지 급등하였다. 달러 강세를 비롯하여 미중간의 무역분쟁 악화로 인한 글로벌 금융시장의 위험회피 분위기, 그리고 무역분쟁에 따른 향후 수출 둔화 등 국내 성장을 저하에 대한 우려가 주된 요인이다.

과거 10여년간 원달러 환율의 변동 형태를 분석해 보면, 상당 부분이 달러화지수와 위험선호도의 영향을 받는 것으로 나타나며, 이러한 금융시장 요인을 제외한 환율 변동분은 우리나라의 경제 성장률과 밀접한 관계가 있음을 확인할 수 있다. 대외 의존도가 높은 우리나라의 특성을 감안할 때 환율의 외부 충격을 최소화 하기 위해서 대외 부문의 안정성 유지와 더불어 금융시장에 대한 면밀한 분석과 대응이 필요하다.

2017년 하반기부터 하락한 원달러 환율은 2018년 상반기 미국의 2회 금리 인상과 연 4회 금리인상 기대에도 불구하고 5월까지 1,050원에서 1,090원 사이의 박스권에서 안정적인 모습을 보였다. 그러나 6월 이후 미국과 중국간의 무역분쟁이 현실화 되면서 금융시장은 불안한 모습을 보이게 되었는데, 원달러 환율도 박스권을 뚫고 1,130원대까지 상승하였다. 과거에도 불안정한 글로벌 금융시장 환경에서 이와 같은 현상을 보여왔는데, 본고에서는 원달러 환율 변동에 대한 금융시장 요인 영향도를 실증 분석해 보고자 한다.<sup>1)</sup> 그 외에 추가로 우리나라와 선진국간의 성장률 차이도 환율 변동과 관계됨을 확인해 보고 시사점을 제시하고자 한다.

### 원달러 환율 변동의 금융시장 요인<sup>2)</sup>

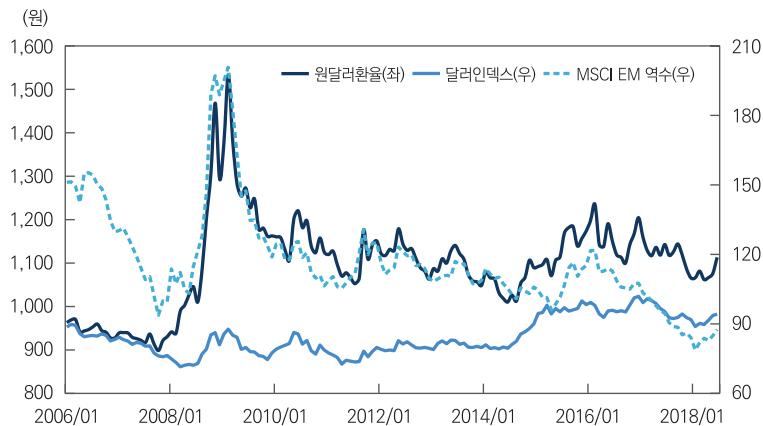
〈그림 1〉에서 볼 수 있듯이 원달러 환율은 달러화지수 및 MSCI EM<sup>3)</sup> 지수의 흐름과 연관성이 크

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

- 1) 환율은 해당국가의 경상수지나 성장률 등 대내 요인을 비롯하여 국외 요인까지 여러 가지 복합적으로 영향을 받으며 금융 변수들 중에서 가장 예측하기 어려운 항목중 하나이다. 본고에서는 간단히 달러화지수와 위험선호도 2가지 글로벌 금융시장 변수들의 영향도를 분석하고자 한다
- 2) 실증 분석으로 2001년 1/4분기에서 2018년 2/4분기까지(총 70개 분기) 원달러 환율 및 달러화지수와 MSCI EM 지수의 월평균 가격을 사용하였으며 분기 변화율(3개월 변화율)을 산출하여 사용하였다.
- 3) 이머징 국가들 주식 지수이며 위험선호도를 측정하는 지표로 사용하였다. 환율에 대한 분석을 위해 환율 효과를 제외한 지수를 사용하였다.

다. 달러화지수는 다른 통화<sup>4)</sup> 대비 달러의 가치를 나타내므로 그 변화에 따라 원달러 환율도 영향을 받게 된다. 또한 원화 가치는 다른 신흥국 통화처럼 글로벌 위험선호도에 영향을 받는데, 대체로 위험 선호 시기에 환율이 하락(원화 강세)하고, 반대로 위험회피도가 증가하면 환율이 상승(원화 약세)한다.

〈그림 1〉 원달러 환율과 대외 금융시장 요인 추이



주 : 'MSCI EM 역수'는 지수의 역수에 상수를 곱하여 사용  
자료: Bloomberg

먼저 달러화지수 등락에 따른 원달러 환율의 방향성을 비교해 보았다. 〈표 1〉에서 달러화지수는 31개 분기에서 상승하였고, 이 중에서 20개 분기는 원달러 환율도 동반 상승하였다.<sup>5)</sup> 나머지 11개 분기에서는 원달러 환율이 달러화지수 움직임과 반대로 하락하였는데, 그 중 10개 분기에서는 MSCI EM 지수가 상승하여 이 시기에는 위험선호가 원달러 환율 하락에 영향을 주었다고 볼 수 있다. 또한 달러화지수가 하락한 분기는 39개이고 그 중에서 28개 분기에서 원달러 환율도 같이 하락하였다.<sup>6)</sup> 그 외 11개 분기에서는 달러화지수 하락에도 불구하고 원달러 환율이 상승하였는데, 그 중에 6개 분기는 MSCI EM 지수가 하락하여 위험회피 경향으로부터 기인하였다고 추측할 수 있다. 이와 같이 달러화지수와 위험선호도 관련한 MSCI EM 지수를 같이 조합하면 원달러 환율의 등락에 대하여 상당 부분을 설명할 수 있다.

또한 원달러 환율 변화율을 종속변수로 하여 회귀분석<sup>7)</sup>을 실행해 본 결과 두 요인의 영향도 모두 상당히 유의하게 산출 되었으며 조정 R<sup>2</sup>는 0.55 정도로 설명력이 높은 편이다.<sup>8)</sup> 〈표 2〉에서 볼 수 있듯이 달러화지수의 계수는 + 부호이고 MSCI EM 의 계수는 - 부호이다. 이는 달러화지수 상승(하락)

4) 유로, 엔, 파운드, 캐나다 달러, 스웨덴 크로네, 스위스 프랑 등 6개국 통화.

5) 달러화지수가 상승(달러 강세)할 때 원달러 환율도 상승(원화 약세)할 확률은 20/31=0.645

6) 달러화지수가 하락(달러 약세)할 때 원달러 환율도 하락(원화 강세)할 확률은 28/39=0.718

7) 회귀분석 모형: (원달러환율 변화율) = a + bX(달러화지수변화율) + cX(MSCI EM 변화율) + 오차항

8) 0~1 사이의 값이며 1에 가까울수록 설명력이 높다고 해석한다.

이 원달러 환율의 상승(하락)에 영향을 주고 MSCI EM지수 상승(하락)은 원달러 환율 하락(상승) 요인을 의미한다.

〈표 1〉 달러화지수와 원달러 환율 간의 방향성 비교

(단위: 분기 개수)

	원달러 환율 하락 (원화 강세)	원달러 환율 상승 (원화 약세)	합계
달러화지수 상승	11 (10개 분기는 MSCI EM ↑ : 위험선호)	20 (달러화지수 및 원달러 환율 동반 상승)	31
달러화지수 하락	28 (달러화지수 및 원달러 환율 동반 하락)	11 (6개 분기는 MSCI EM ↓ : 위험회피)	39
합계	39	31	70

자료: Bloomberg

〈표 2〉 원달러 환율 변화율 회귀분석 결과

독립변수	계수
상수, a	0.0047
달러화지수, b	0.4319***
MSCI EM, c	-0.2666***
조정 R <sup>2</sup>	0.5494

주: 2001.1Q ~ 2018.2Q 70개 분기 변화율자료 사용.

계수에서 \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1%의 신뢰수준 유의성을 나타냄. 상수는 유의하지 않게 산출됨

### 원달러 환율 변동과 경제 성장률

〈그림 2〉는 회귀분석으로 산출된 계수를 사용하여 계산한 모형 추정 환율<sup>9)</sup>과 실제 원달러 환율을 나타내는데 금융위기 직전부터 괴리가 커지고 이후 2011년부터 그 괴리가 감소한다. 이와 같이 금융위기 전후 시기는 환율이 과다하게 상승한 면이 있는데 이 시기는 우리나라 성장률이 급격하게 떨어졌던 시기임을 감안하여 선진국과의 성장률 차이와 비교해 보았다.

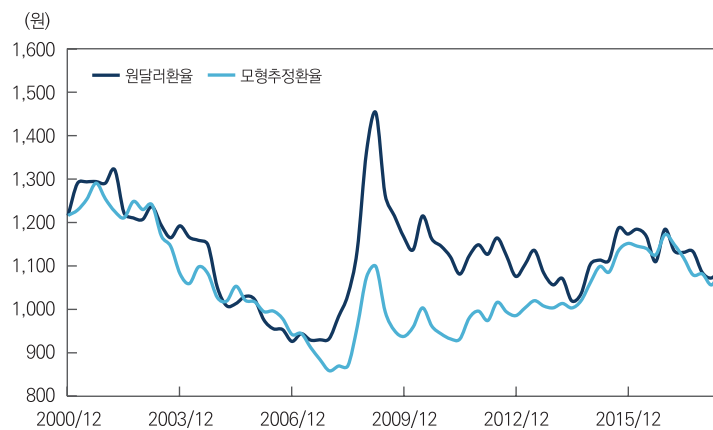
〈그림 2〉에서 나타나는 괴리를 분석하기 위하여 회귀분석 모형에서 대외 금융시장 요인으로 설명하고 남은 잔차항<sup>10)</sup>들을 구분하였는데 이는 국내 요인으로 이해할 수 있다. 〈그림 3〉은 국내 요인과 함

9) 〈표 2〉 결과의 계수들을 사용하여 원달러 환율의 분기 변화율을  $0.0047 + 0.4319x(\text{달러화지수 변화율}) - 0.2666x(\text{MSCI EM 변화율})$  식으로 계산하여 추정환율을 계산함

10) 실제 변화율과 모형에서 계산한 변화율의 차이이며, 원달러 환율 변화율에서 대외 금융시장 요인으로 추정된 변화율을 제외한 부분이다.

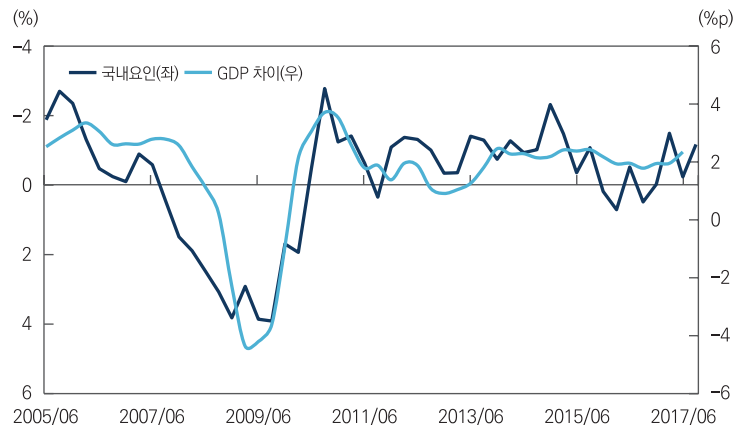
께 선진국과의 성장률 차이를 같이 나타낸 그래프이다. 국내 요인으로 4분기 이동평균을 2분기 선행<sup>11)</sup> 하여 비교해 보면, 두 지표의 추이가 비슷하게 나타난다. <그림 3>에서 국내 요인은 금융위기 전후에 크게(+ 부호) 산출되는데 이는 원달러 환율이 모형 추정보다 더 많이 상승했음을 의미하며 이 시기에 우리나라 성장률은 선진국에 비하여 크게 떨어졌다.

<그림 2> 실제 원달러 환율과 모형 추정 환율



자료: Bloomberg

<그림 3> 원달러 환율 변화 중 국내요인과 성장률 차이



주 : GDP(연간) 차이 = 우리나라GDP - 선진국GDP, 선진국은 호주, 캐나다, 유로지역, 일본, 스웨덴, 영국, 미국

국내요인 = 4분기 이동 평균. 2분기 선행. 눈금은 역의 방향 (아래방향이 + 부호이고 원화 약세를 의미)

자료: Bloomberg

11) 주식이 경기 선행지표로 잘 알려진 것처럼 금융시장 변수들은 보통 실물 경제 여건보다 선행한다.

### 맺음말

최근 무역분쟁으로 인하여 글로벌 금융시장의 불안감이 증가되었다. 무역분쟁이 교역량 감소나 실물 경제에 미치는 영향은 당장 크지 않을 것으로 예상되고 있지만 향후의 불확실성과 그에 따른 투자 감소로 인한 미래의 성장 둔화 효과가 금융시장에 충격을 주었다고 볼 수 있다.<sup>12)</sup> 이러한 상황에서 원달러 환율은 큰 폭 상승하였는데 그 원인을 분해하여 보면 대외 금융시장 요인으로 달러 강세와 함께 금융시장 충격으로 인한 위험회피 성향을 들 수 있다. 추가로 대외 의존도가 큰 우리나라의 성장률에 대한 미래의 불확실성과 둔화 우려감이 다른 국가 대비 상대적으로 더 많이 반영된 효과로 환율 상승 폭이 좀 더 컸다고 볼 수 있다.<sup>13)</sup>

살펴본 바와 같이 원달러 환율 변동은 금융시장 요인인 달러화지수 및 MSCI EM지수의 움직임과 함께 성장률에 대해 1~2분기 정도 선행하는 국내 요인 영향이 있을 수 있다는 점을 유의해야 한다. 수출 등 대외 의존도가 높기 때문에 피해 갈 수는 없겠지만, 원달러 환율의 외부 충격을 최소화 하기 위해서 기본적으로는 대외 부문의 안정성 유지 노력이 필요하다. 추가로 금년 6월의 경우처럼 미래의 우리나라 실물 경제에 대한 불확실성 등이 금융시장에서 선반영으로 나타날 수 있는 점을 감안하여 금융시장의 변화도 면밀히 관찰하면서 대응할 필요가 있다.

12) 강현주, 2018, 내외금리차 역전에 따른 자본유출 우려 진단, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2018-14호.

13) 6월 4일~7월 2일까지 환율 변화율: 원달러 환율 상승률은 4.38%로 달러화지수 상승률은 0.88%나 이머징 통화지수 하락률 3.36% (이머징 통화 약세) 대비하여 더 큰 폭 상승했다. 또한, <표 2>의 모형 적용 환율 상승율은 2.32%로 실제 환율 상승율이 2.06% 더 컸다.