

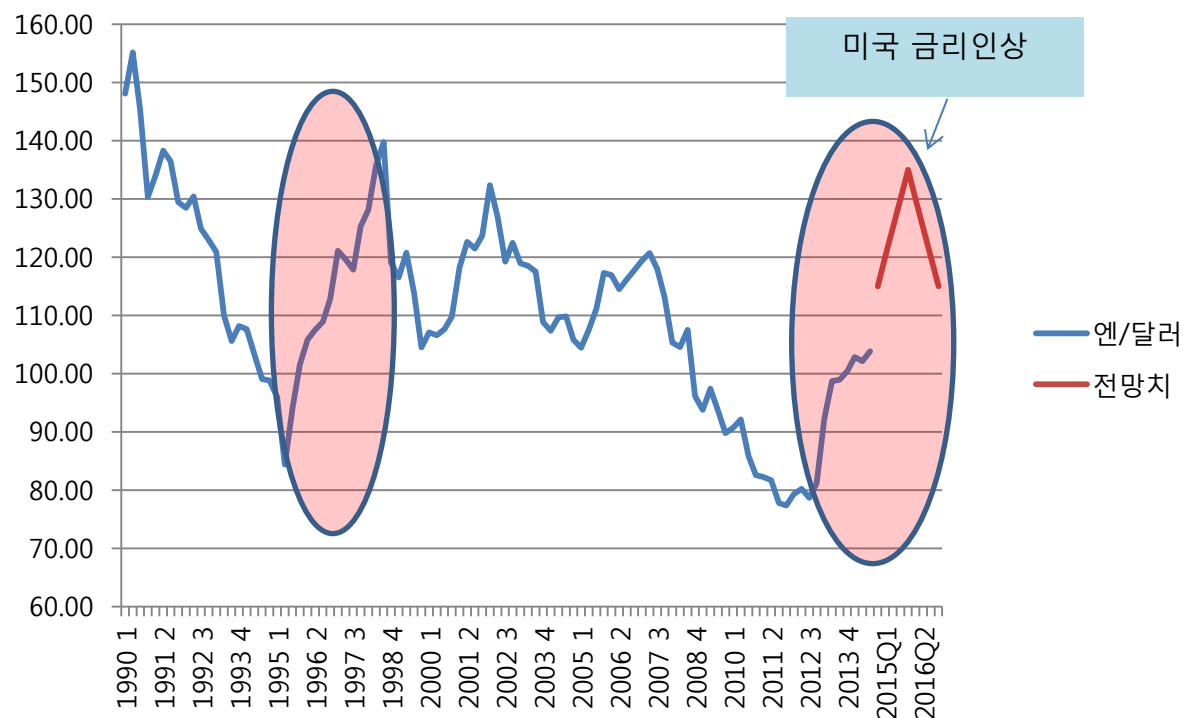
# 불고엔저시대 원·엔 환율 하락의 영향과 정책대응

2014 10 15

오정근

(건국대 특임교수, 한국경제연구원 초빙연구위원)

# 슈퍼 달러 (초엔저) 시대 재도래



미국 양적완화축소 종료  
및 금리인상

일본 양적 질적 완화 정책  
지속

유로존 완화 통화정책  
지속, 양적 완화 정책 필요성  
대두

지정학적 리스크 증대

일본 성장률 물가상승률	1992~2013	2014	2015	2016	2017	2018
경제성장률(%)	0.84	0.89	0.83	0.84	0.91	0.92
소비자물가상승률(%)	0.11	2.66 1.06)	2.04	2.59	1.79	2.02

( )내는 소비세 인상 물가상승분 제외

# 엔화 약세의 영향: 과거 위기 경험



원화의 엔화에 대한 절상

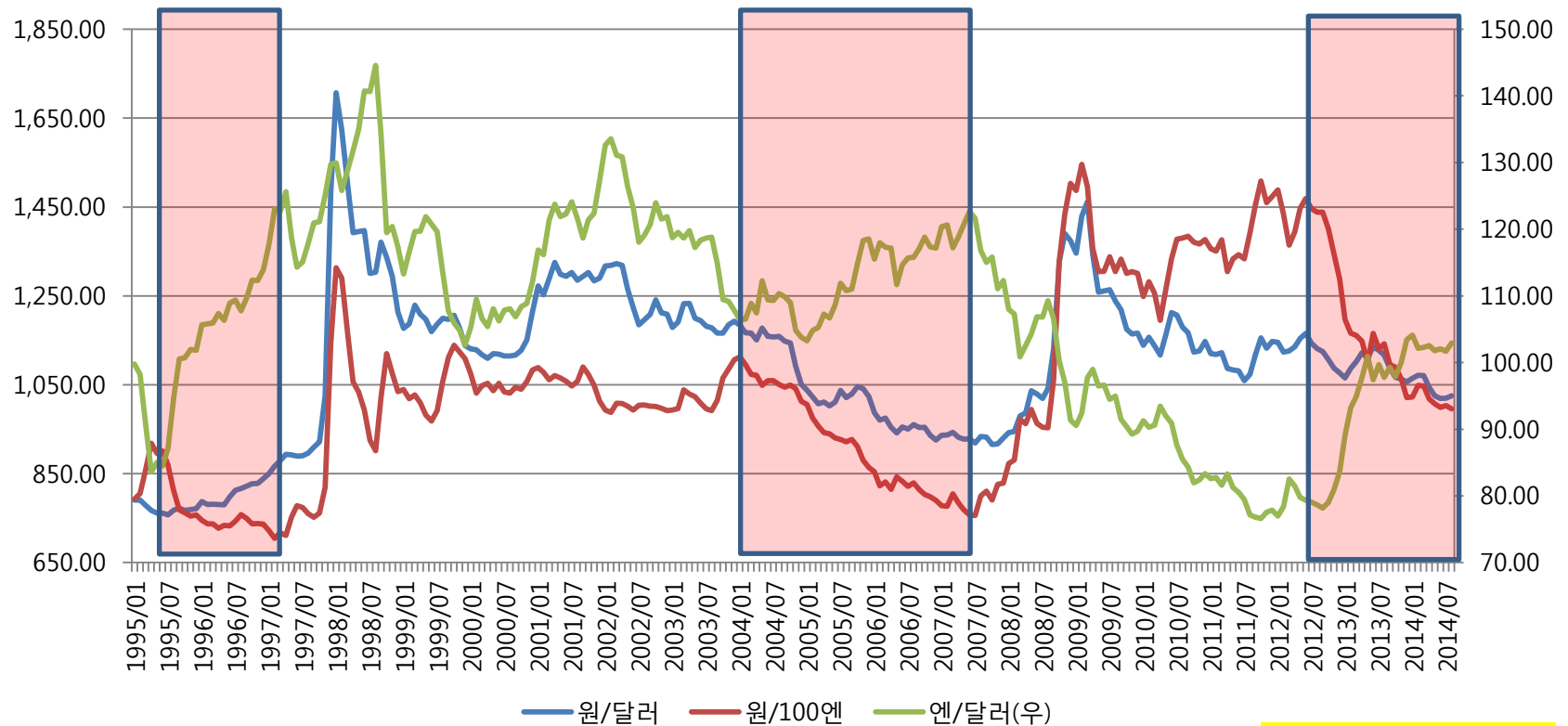
**1995. 4~1997.2: 30% 절상, 2004.1~2007.7: 47% 절상**

**그 결과 경상수지가 악화되면서 위기 초래**

**1995: 80억 달러 적자=>1996: 230억 달러 적자**

**2004: 323억 달러 흑자 => 2008. Q1~Q3: 33억 달러 적자**

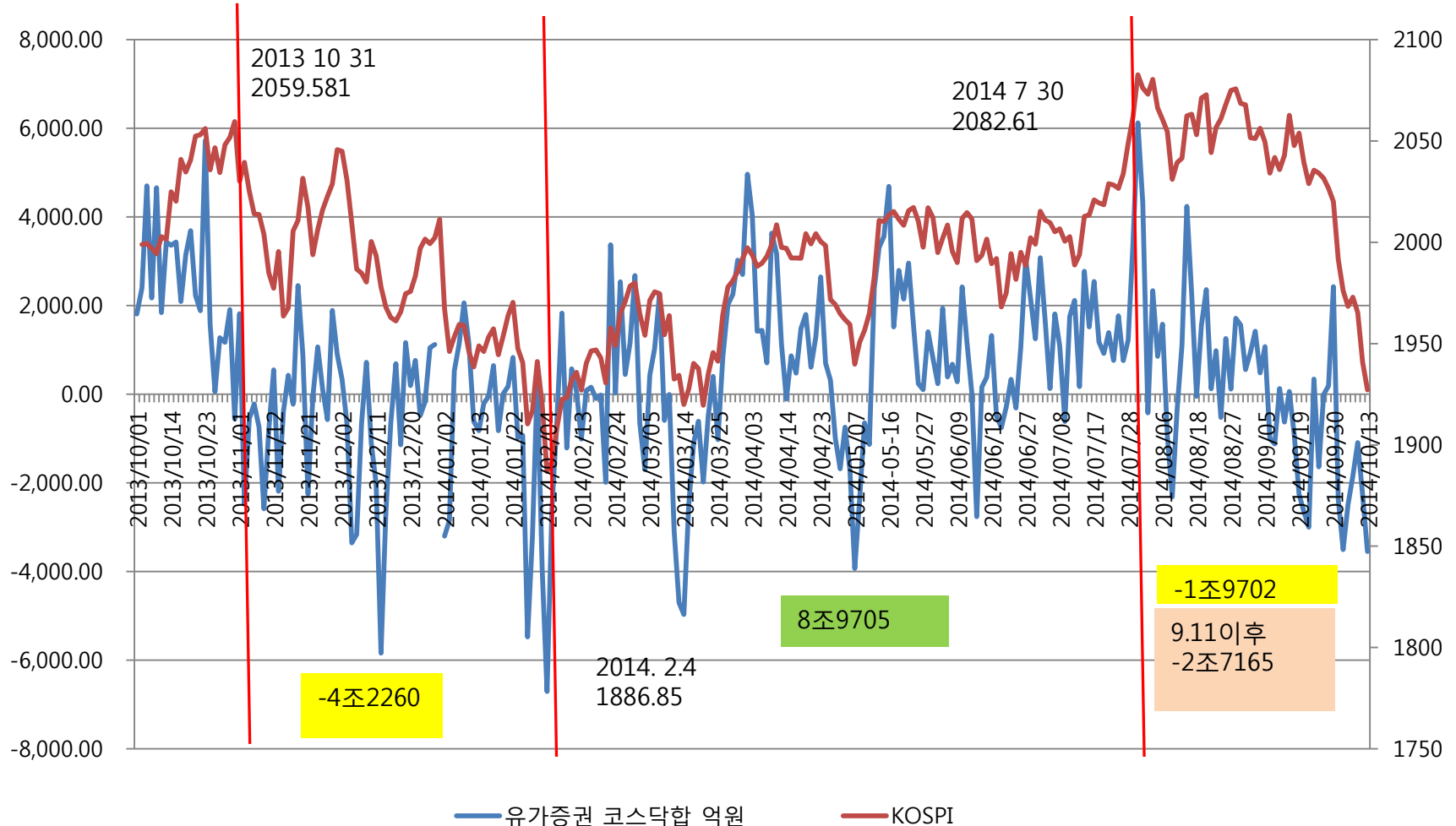
# 원·엔 환율 동향



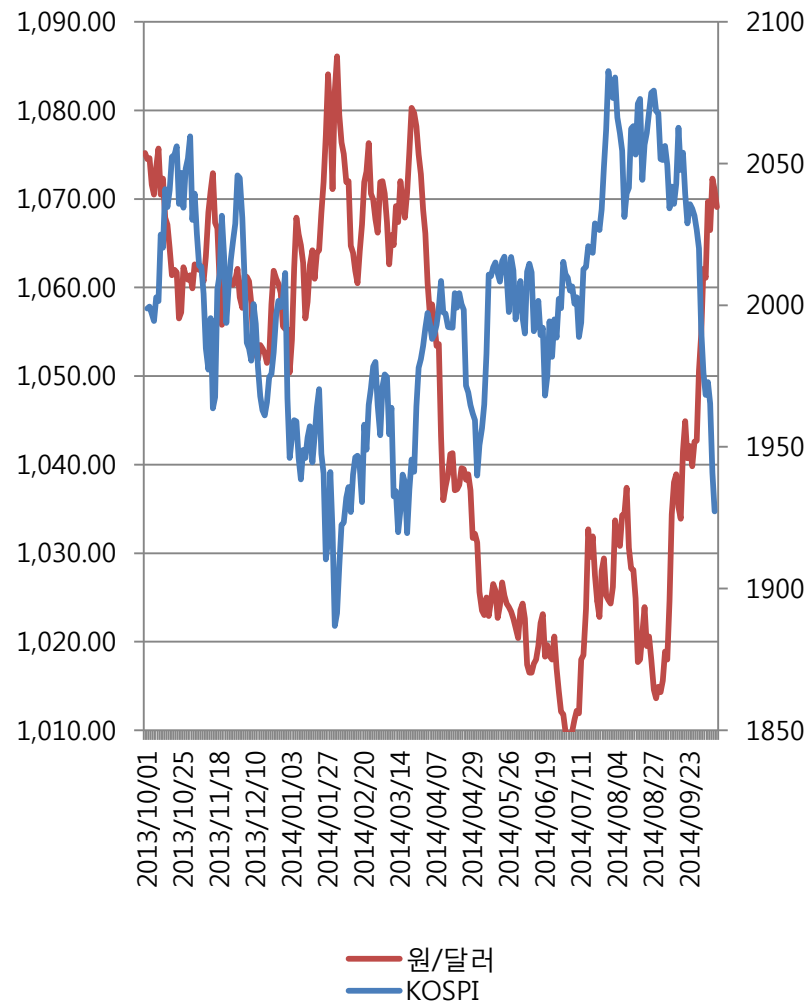
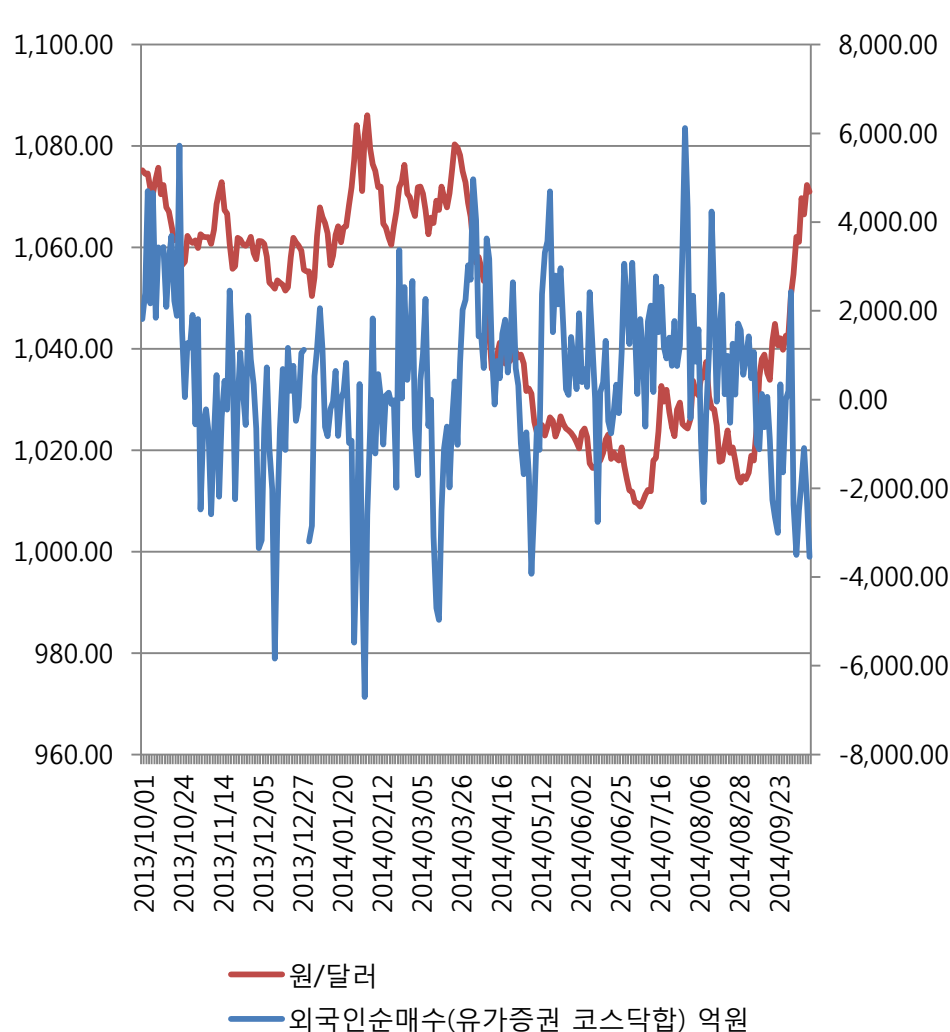
2012.6 이후 원화 엔화 대비 56% 절상

2015년 최대  
정책과제는  
원/엔 환율  
안정적 관리

# 외국인주식 순매수와 주가

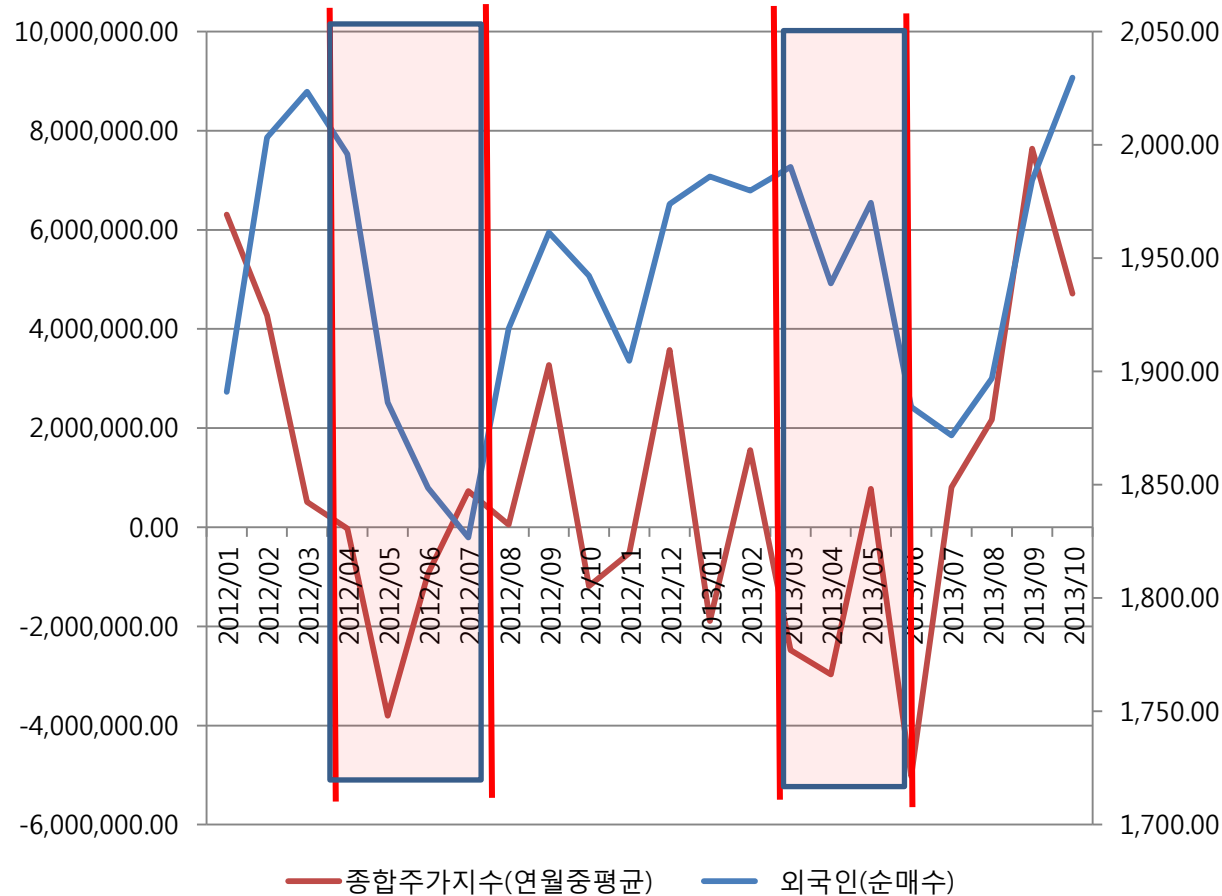


# 외국인주식순매수 주가 환율



# 2012~13 경험

## 기간별 외국인순매수와 주가



	외국인순매수액	
	(10억원)	(백만달러)
2012 7~201 3 2	<b>5,598</b>	<b>5,030</b>
2013 3~201 3 5	<b>9,689</b>	<b>8,617</b>
2013 6~201 3 10	<b>15,323</b>	<b>14,097</b>

# 전망의 전제와 환율 시나리오

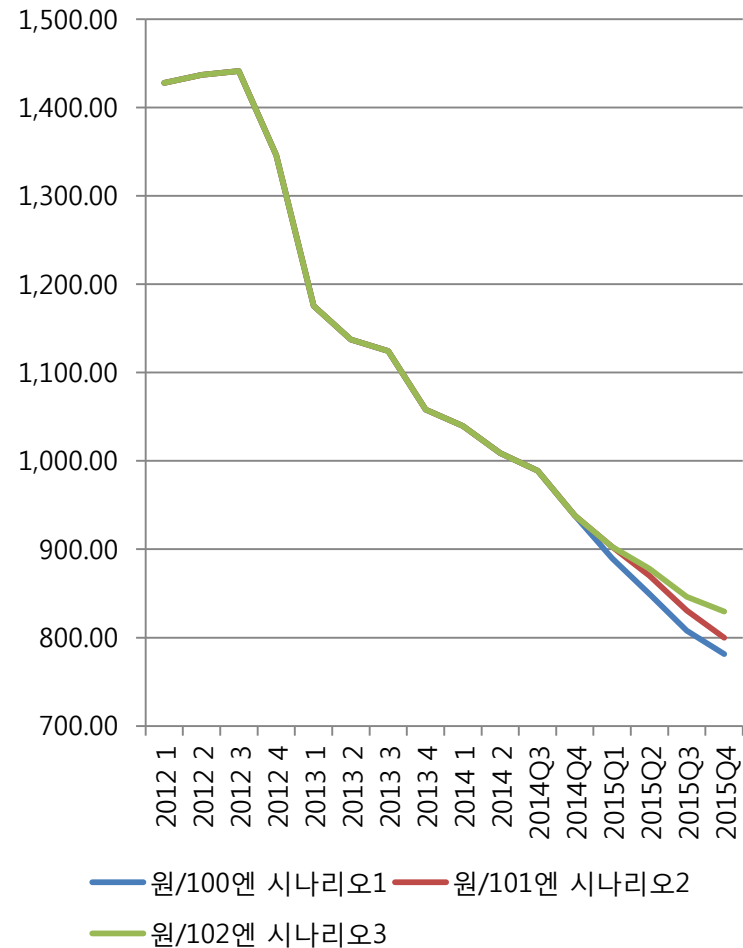
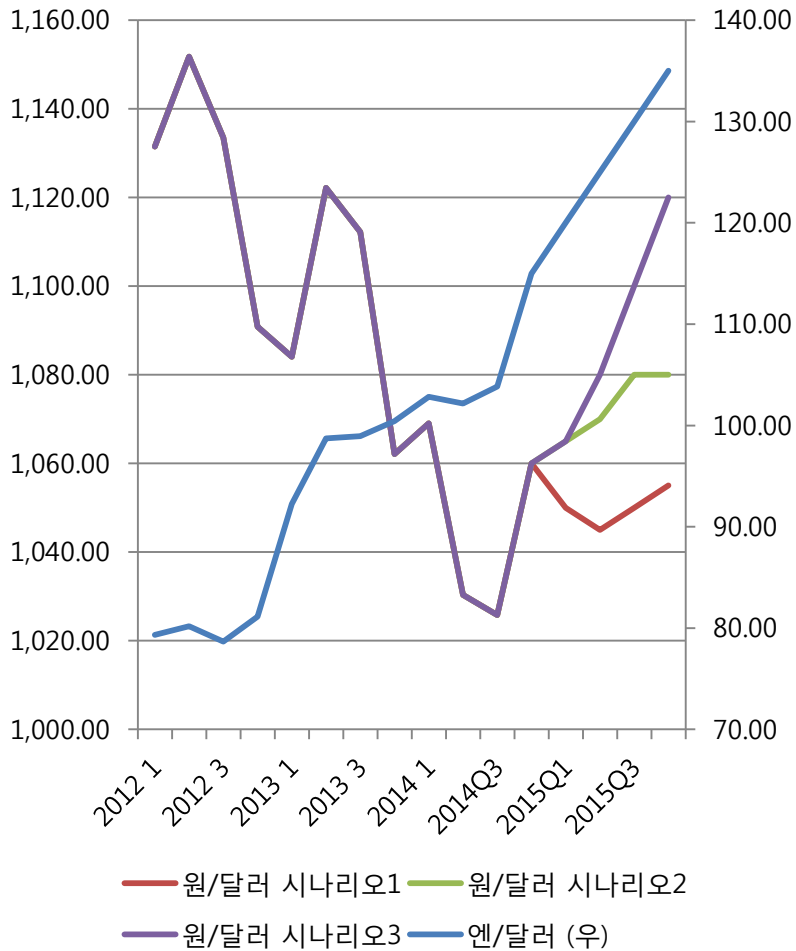
	2014	2015
미국경제성장률(%)	2.2	3.1
중국경제성장률(%)	7.4	7.1
수입물가지수(2010=100)	107.6	106.5
원유가격지수(2010=100)	133.8	132.0

	엔/달러	원/달러	원/100엔
2014	105.5	1,046.3	993.8
2015 시나리오1	126.5	1,050.0	832.1
2015 시나리오2	126.5	1,073.8	850.8
2015 시나리오3	126.5	1,091.3	864.1

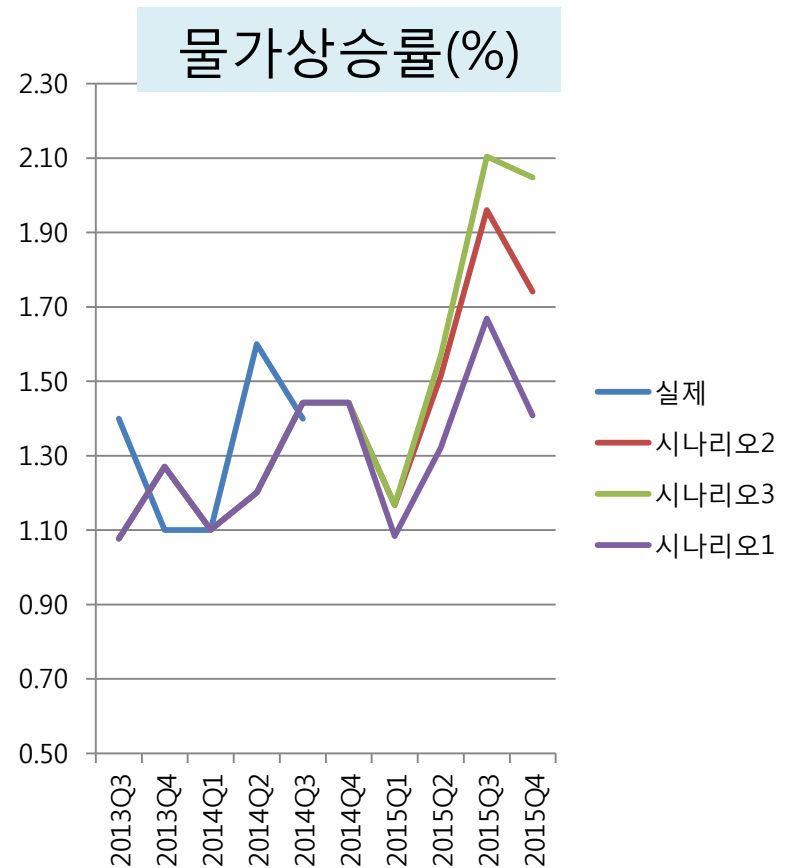
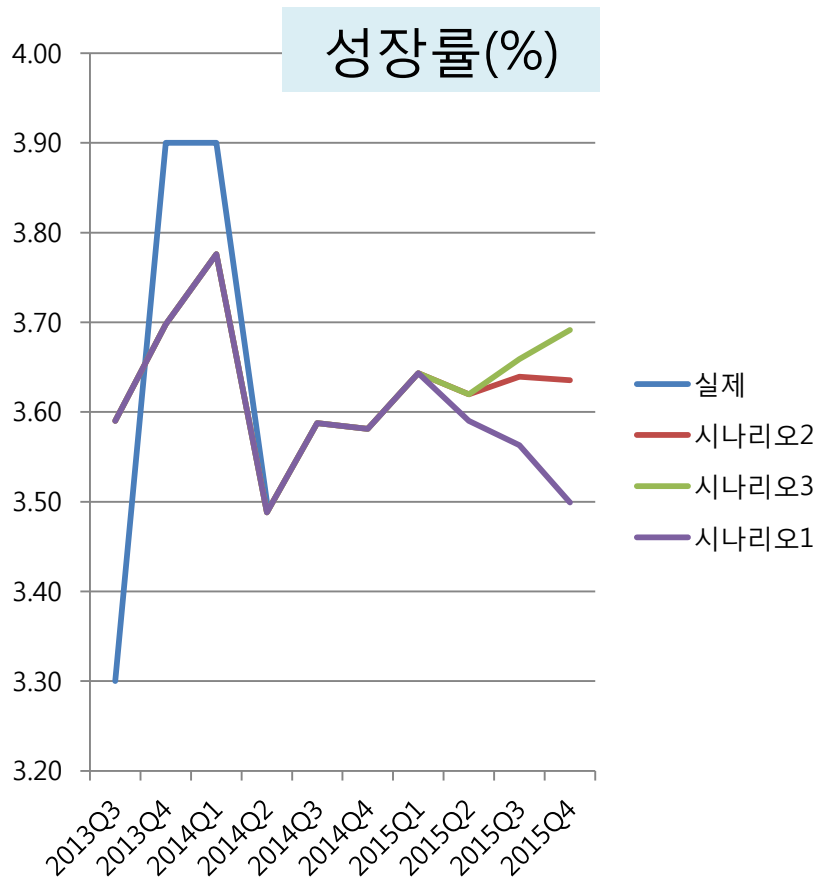
국제금융시장에서 엔/달러 환율이 주어지므로  
서울외환시장에서 결정되는 원/달러 환율에 따라 원/엔 환율이 결정



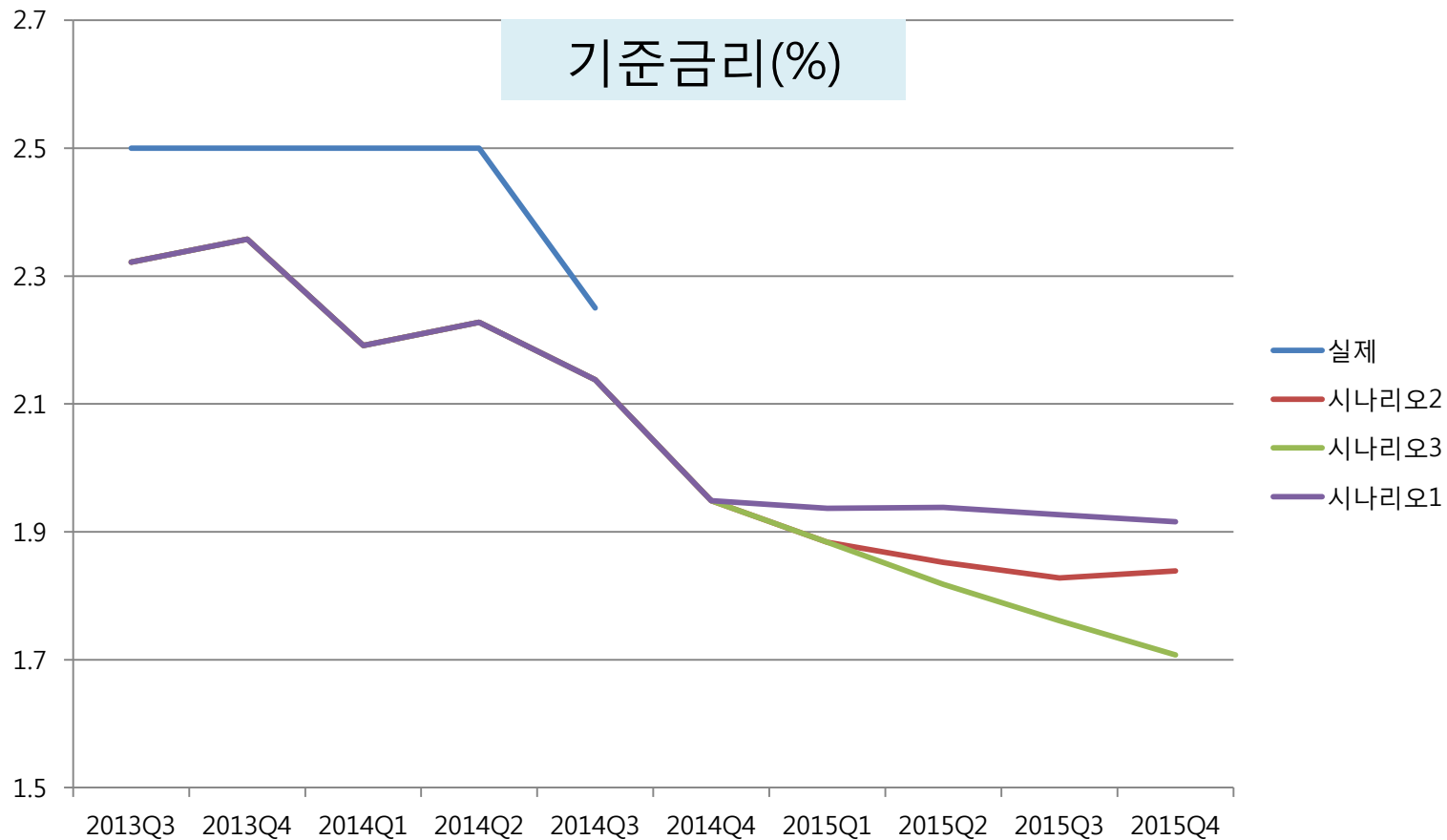
# 환율 시나리오



# 시나리오별 시뮬레이션 결과: 성장률 물가상승률

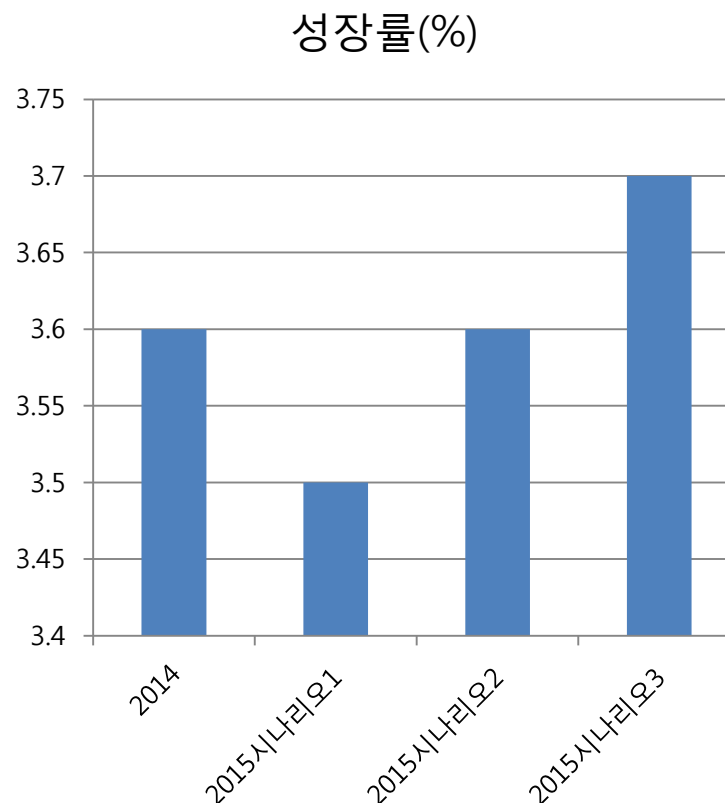


# 시나리오별 시뮬레이션 결과: 기준금리



# 시나리오별 시뮬레이션 결과

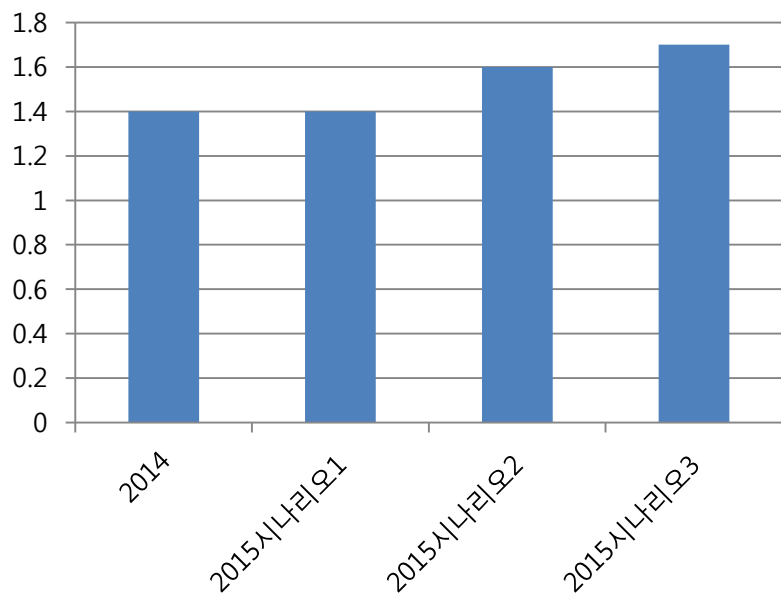
	성장률 (%)	물가상 승률(%)	기준금 리(%)
2014	3.6	1.4	2.3
2015 시나리오1	3.5	1.4	1.93
2015 시나리오2	3.6	1.6	1.85
2015 시나리오3	3.7	1.7	1.79



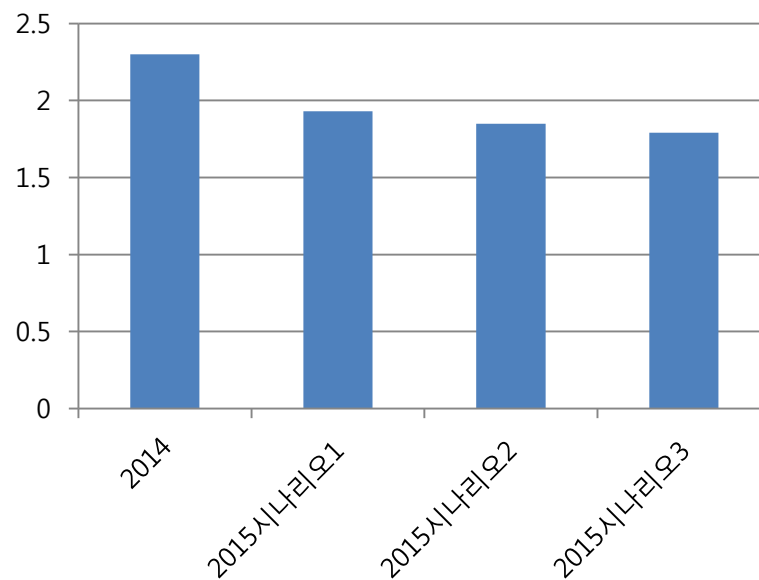
2015년 원/달러 환율: 시나리오1: **1050원**, 시나리오2: **1074원**, 시나리오3: **1091원**  
 원/100엔 환율: 시나리오1: **832원**, 시나리오2: **851원** 시나리오3: **864원**

# 시나리오별 시뮬레이션 결과

물가상승률(%)



기준금리(%)



2015년 원/달러 환율: 시나리오1: **1050원**, 시나리오2: **1074원**, 시나리오3: **1091원**  
원/100엔 환율: 시나리오1: **832원**, 시나리오2: **851원** 시나리오3: **864원**

2015년 **엔저** 속에서 **성장률 3.7% 달성** 위해서는  
연평균 **원/달러 환율 1090원**, **원/100엔 환율 860원대** 유지되어야 하고  
이를 위해 **연평균 기준금리를 1.8%** 로 낮게 유지해야 함 (**미국금리 인상 전**)

# 2015년 자본이동관리 어려움 증대

- 유출입 요인 동시 존재: 환율변동성 증대
- 유출요인
  - 미국 금리인상, 달러캐리트레이드 반전
  - 국제금융시장 달러 강세(NDF 시장 환율)
  - 환차손 우려 외국인투자자 이탈
- 유입요인
  - 일본은행 양적 질적 완화(QQE) 지속
  - 유럽중앙은행 완화적 통화정책 지속, 양적 완화 가능성
- **교환성 통화 기축통화국의 통화정책은 그 자체가 환율정책**
  - 불황형 경상수지 흑자 지속
- 미국 금리인상 전후 신흥시장국 위기 가능성
  - 급격한 자본 유출 가능성

# 한국 환율정책 어려움 증대

- 간과할 수 없는 대내(물가안정) 대외(환율안정) 두 목표 대두
  - 통화정책의 투명성, 신뢰성 문제 (두 명목 지표)
  - 대외목표 설정 방법 (환율 안정적 수준?)
  - 원/달러 원/엔 원/위안 어느 환율 중심? (바스켓 환율제도?)
  - 두 목표 간 상충될 수도 있는 소지
  - 개방경제 물가안정목표제
- 두 목표일 경우 최소 두 수단 필요(틴버건 법칙)
  - 금리정책
  - 질서 있는 외환시장 개입
  - 거시건전성 차원의 자본이동 규제
- 정책의 유효성

# 자본이동과 환율안정에 대한 최근의 국제적 컨센서스

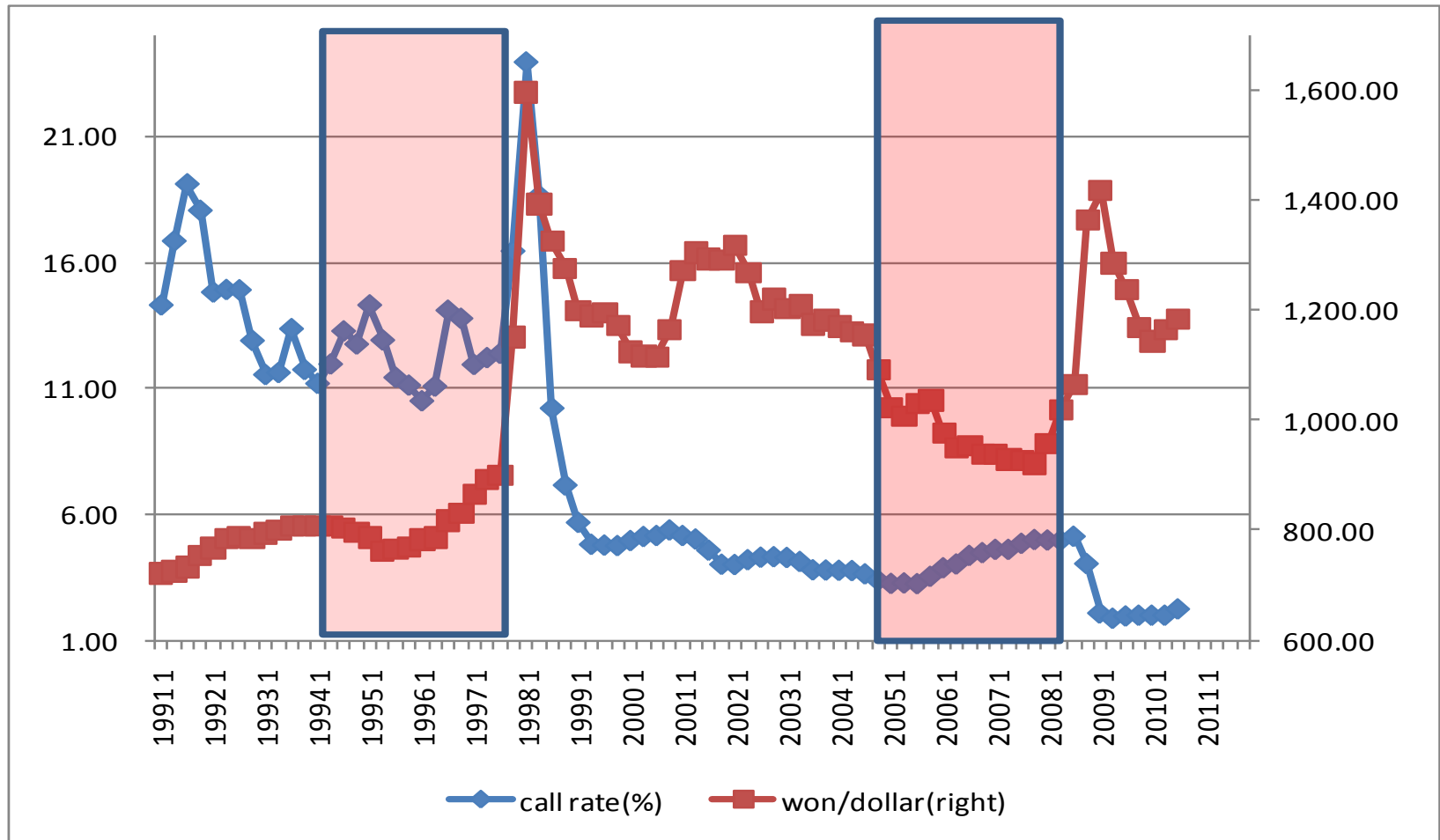
- **자본이동관리원칙** 합의: G20 재무장관 중앙은행총재 회의 공동성명(2011.11)
  - 불안정한 자본이동에 대응한 거시건정성 규제의 자율성 인정
  - 거주자와 비거주자 차별하는 자본통제는 한시적으로 운영해야 함
- 급격한 자본유출입 관리 수단 인정 (IMF의 공식입장; The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View: 2012. 12)
  - **중앙은행 정책금리 조절**
  - **외환시장 개입 (IMF 인정)**
  - 펀드멘탈을 훼손하지 않는 범위 내의 환율절상



# 금리 환율 정책조합의 중요성

- 2012년 중반 이후 원화가치 절상에 따른 수출증가율 둔화 영향이 나타나고
  - 수출증가율: 2002~2011: 평균 15%, 2012이후: 2%대
- 신 글로벌 통화전쟁 가능성도 높아지고 있는데다
  - 미국 금리인상 달러강세, 그러나 경상수지 적자
  - 경상수지흑자국, 특히 중국 한국에 대한 절상압력 가능성
- 경기회복기조가 강건하지 못함 점을 고려해 볼 때
- 적정 수준의 금리 환율 정책조합이 매우 중요한 시기

# 금융위기 전 금리 환율 정책조합 경험



금융위기 이전 적절한 금리 환율조합 시행되었나?

# 한국의 정책대응 방향 1

- **단기대책: 적정 환율 수준 유지**

1차적으로 엔화대비 원화의 추가 절상 방지.

2차적으로 적정 수준으로 복귀 추진

- G20회의에서 합의하고 국제통화기금도 인정한 「**자본이동관리원칙**」을 토대로

△외환시장 교란(단기 불안정, 중장기 과도한 균형수준 이탈)에 대한 질서 있는 외환시장 개입

△핫머니를 포함한 무분별한 자본유입에 대한 거시건전성 차원의 규제,

- △전향적인 금리 환율 정책조합 운용,

- △불황형 흑자 교정을 위한 내수 진작,

# 한국의 정책대응 방향 2

- **충분한 외화유동성 확보**

- 내년 미국 금리인상에 따라 예상되는 신흥시장국 금융 불안에 따른 외화유출 대비

- **중장기대책:**

- △ 적합한 환율제도 모색

- △ 자본이동관리원칙 토대로 한국적 자본이동관리제도 도입

- △선물환 한도 규제 △거시건전성부담금 △외국인 채권 과세 부활 등의 3종 세트로는 미흡

- △ 국제금융외교 강화

## 전망모형

## 개방경제 신케인지언 모형

## &lt;중앙은행 정책반응함수&gt;

$$\text{int} = 0.1588 + 0.0974 * (\text{inf}(2) - \text{inf}t) + 0.1037 * \text{gdpgapr}(1) - 1.4781 \text{dlex} + 0.9393 * \text{int}(-1)$$

(0.895)      (2.049)                      (3.370)                      (-1.473)              (19.655)

R<sup>2</sup> 0.9210    D.W. 1.5301

## &lt;필립스곡선&gt;

$$\text{lcp}i = 0.0354 + 0.0007 * \text{gdpgapr} + 0.0197 * \text{lex} + 0.0123 * \text{limpoil} + 0.9687 * \text{lcp}i(-1)$$

(0.389)      (1.131)                      (1.638)                      (1.977)              (18.899)

R<sup>2</sup> 0.9983    D.W. 2.0806

## &lt;IS곡선&gt;

$$\begin{aligned} \text{lgdp} = & -0.7365 + 0.7719 * \text{lgdp}(-1) - 0.0057 * \text{int}(-1) + 0.0487 * \text{lex}(-1) + 0.0055 * \text{lfe}(-1) + 0.0135 * \text{lexport} \\ & (-0.7076) \quad (9.971) \quad (-2.429) \quad (1.414) \quad (0.807) \quad (0.795) \\ & + 0.3130 * \text{lgdpus}(-1) + 0.0086 * \text{lgdpcn}(-1) - 0.0199 * \text{gdpdummy} \\ & (2.100) \quad (0.897) \end{aligned}$$

R<sup>2</sup> 0.9963    D.W. 1.5766

## &lt;수출&gt;

$$\text{lexport} = -33.3434 + 0.2748 * \text{lwonyen} + 4.2822 * \text{lgdpus} + 0.2638 * \text{lgdpcn}$$

(-5.197)      (2.790)                      (6.071)                      (3.000)              (

R<sup>2</sup> 0.9639    D.W. 0.6613

( )는 t 값

### <항등식>

$\text{gdpgrowth} = (\text{lgdp} - \text{lgdp}(-4)) * 100$

$\text{gdpgapr} = (\text{lgdp} - \text{lgdp\_hp}) * 100$

$\text{inf} = (\text{lcpi} - \text{lcpi}(-4)) * 100$

### <부호설명>

Int: 콜금리 (%)                      cpi: 소비자물가지수

Inf: 소비자물가상승률(%)    inf: 한국은행 물가안정목표(%)

gdpgapr: GDP갭률(%)    gdpgrowth: 성장률(%)

ex: 원/달러 환율    wonyen: 원/엔 환율

Impoil: 수입원유가격지수(달러기준)

fe: 재정지출(10억 원)    export: 수출(백만 달러)

gdp: 한국 GDP(10억 원)    gdpus: 미국 GDP(10억 달러)

gdpcn: 중국 GDP (10억 위안)

l: 자연대수    d: 차분 (단위근 검정 후 단위근이 존재하는 경우 차분)