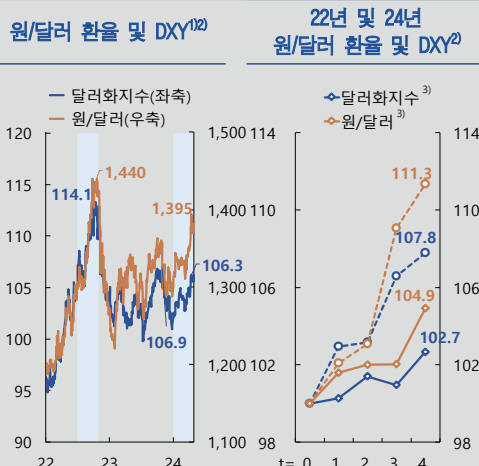


참고 5.

2022년 하반기와 최근 환율 상승 기의 대내외 여건 비교¹⁾

금년 4월중 원/달러 환율이 빠르게 오르면서 4.16일 장중 1,400원까지 상승하여 22.10.21일(1,440원, 종가 기준) 이후 가장 높은 수준에 도달함에 따라 22년 하반기의 환율 상승세 재현 가능성에 대한 우려가 제기되었다. 미 달러화(DXY지수 기준)도 24.4월 들어 다시 106대(23.11.1일 106.9 이후 가장 높은 수준)로 상승하였다. 다만 두 기간 간에는 차이점도 있다. 24.1~4월중 원/달러 환율(월평균 기준)과 DXY 상승률은 각각 4.9%, 2.7%로 22.7~10월중의 원/달러 환율 및 DXY 상승률(각각 11.3% 및 7.8%)보다는 크게 낮은 수준이며, 격차도 2.3%포인트로 22년 당시(3.6%포인트)를 하회하였다. 특히 22년 상승기에는 1,400원을 상회하는 등 고회율이 상당기간 지속된 반면 금년에는 그렇지 않았다(참고 5-1).

참고 5-1. 원/달러 환율 및 DXY 추이



주: 1) 일별자료(종가기준)

2) ↑는 원화의 미달러화 대비 절하를 의미(단, DXY는 절상)

3) 월평균 환율 기준(점선 22.6월=100, 실선 23.12월=100)

자료: 한국은행, Bloomberg

본고는 22.7~10월과 24.1~4월 원/달러 환율 상승에 영향을 미친 주요 대내외 여건들을 살펴보고 향후 환율 향방에 대한 시사점을 도출하고자 한다. 주요 대외여건으로는 ① 주요국 통화정책 차별화, ② 위험자산 투자심리, ③ 지정학적 리스크, ④ 엔화 및 위안화 약세를, 대내여건으로는 ① 경제성장 및 경상수지, ② 국내 금융시장 불안, ③ 거주자 해외투자의 7가지 요인으로 구분하여 비교·분석하였다(참고 5-2).

참고 5-2. 22년 및 24년 환율 상승기 중 주요 대내외 여건의 유사점 및 차이점¹⁾

| | | 유사점 및 차이점 |
|------|----------------|--|
| 대외여건 | ① 주요국 통화정책 차별화 | 유사점: 미국과 여타 선진국 간 통화정책 차별화(↑) |
| | ② 위험자산 투자심리 | 차이점: (22.7~10월) 투자심리 약화(↑), (24.1~4월) 투자심리 유지(↔) |
| | ③ 지정학적 리스크 | 차이점: (22.7~10월) 크게 부각(↑), (24.1~4월) 크지 않음(↕) |
| | ④ 엔화 및 위안화 약세 | 유사점: 엔화의 급격한 약세(↑) 차이점: (22.7~10월) 위안화 약세(↑), (24.1~4월) 위안화 안정(↕) |
| 대내여건 | ① 경제성장 및 경상수지 | 차이점: (22.7~10월) 성장/경상수지악화(↑), (24.1~4월) 성장/경상수지개선(↕) |
| | ② 국내 금융시장 불안 | 차이점: (22.7~10월) PF관련 채권시장 불안(↑) (24.1~4월) 부동산PF관련 리스크 영향 제한적(↕) |
| | ③ 거주자 해외투자 | 차이점: (22.7~10월) 순투자 축소(↕), (24.1~4월) 순투자 확대(↕) |

주: 1) 위쪽 화살표는 미 달러 강세(또는 원화 약세)에 미친 영향을 표시하며, ↑가 ↕보다 영향이 컸음을 의미

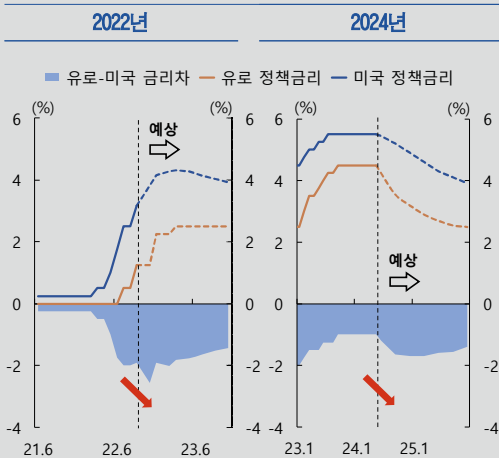
1) 본고는 권용오·조유정·이승희·서수경(국제총괄팀)이 작성, 신재혁(국제기획부장)·남선우(국제총괄팀장)가 검토하였다.

원/달러 환율에 영향을 미친 대내외 여건 비교

대외여건 ① : 주요국 통화정책 차별화

22년과 24년중 환율 상승기 모두 미국과 여타 선진국 간의 통화정책 차별화로 미 달러화가 주요 통화 대비 강세를 보였으며, 이는 원/달러 환율 상승의 주요 요인으로 작용했다. 22년에는 미 연준의 급격한 금리인상으로, 24년에는 미 연준의 금리인하 기대 지연으로 미국과 여타 선진국 간 금리차가 확대되면서 미 달러화가 강세를 보였다(참고 5-3).

참고 5-3. 미 연준 및 ECB의 정책금리 예상 경로¹⁾



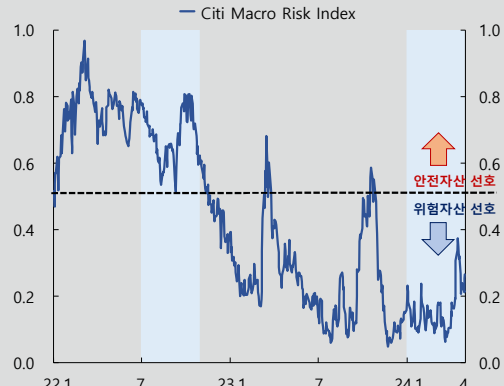
주: 1) 점선은 22.9월 및 24.4월말 주요 투자은행(IB) 전망의 중간값
자료: Bloomberg

대외여건 ② : 위험자산 투자심리

미국과 주요국 간 금리차가 확대되는 시기에 글로벌 위험회피(risk-off) 기조는 안전자산인 미 달러화의 추가 강세 요인으로 작용하지만, 글로벌 위험 선호(risk-on) 기조는 미국 이외의 국가에서 자본유출 우려를 약화시켜 미 달러화 강세를 완화시키는 요인으로 작용할 수 있다. 이러한 현상은 각각 22년 하반기와 24년초 확연히 드러났다. 22년에 인플레이

션이 급등함에 따라 미 연준이 금리를 빠르게 인상하면서 경기둔화 우려가 커지는 가운데 글로벌 금융여건 및 투자심리도 크게 악화되었다. 반면 금년에는 미 연준의 금리인하 지연으로 고금리 지속이 예상되지만, 이러한 금리인하 지연이 미국의 견조한 성장 전망에 기인함에 따라 양호한 글로벌 금융여건과 위험자산 선호심리가 유지되었다²⁾(참고 5-4).

참고 5-4. Citi Macro Risk Index¹⁾



주: 1) 위험선호에 민감한 금리, 주식, 환율, 신흥국 국제 스프레드, 회사채 CDS 등의 자산 가격 움직임을 통해 산출한 위험자산 선호 지수 (0-1)
자료: Bloomberg

대외여건 ③ : 지정학적 리스크

22년 러우 전쟁은 원유, 원자재 가격 급등에 따른 경기부진 우려, 지정학적 리스크로 인한 위험회피(risk-off) 심리 확대 등을 통해 미 달러화 강세에 기여하였다. 러우 전쟁이 전면전으로 확대되면서 글로벌 투자심리를 크게 악화시킨 가운데 러시아산 원유천연가스 의존도³⁾가 높은 유로지역의 경제둔화 우려로 유로화가 큰 폭 약세를 보이면서 미 달러화 강세 요인으로 작용하였다. 반면 최근 중동분쟁은 크게 확산되지 않으면서 에너지 가격과 투자심리 등에 미친 영향이 22년에 비해 상당히 작았다.

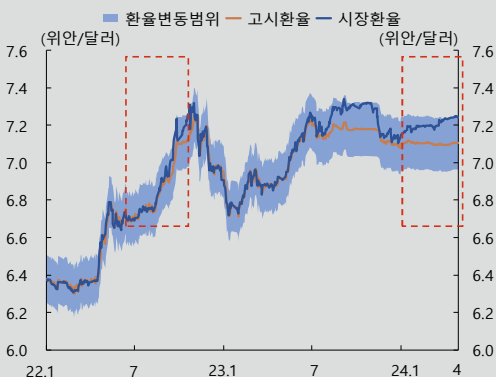
2) 최근 Fed의 보고서는 위험회피심리 확대가 22년중 달러화 강세에 큰 역할을 했으나 최근에는 소폭이나마 환율을 안정화시키는 요인으로 작용했다고 분석했다(Fednotes, 2024.5월).

3) 유로지역의 對러시아 원유 수입비중은 24.8%, 천연가스 수입비중은 39.3%(2021년 기준)이다.

대외여건 ④ : 엔화 및 위안화 약세

최근 수년간 원화와 엔화·위안화 간의 동조화 움직임⁴⁾이 두드러지는 가운데 22년과 24년중 원/달러 환율 상승기에도 이들 통화의 약세가 상당한 영향을 미친 것으로 평가된다. 다만 22년에는 엔화, 위안화가 모두 큰 폭 약세를 보인 반면 24년에는 엔화만 크게 절하되었다. 22년에는 일본은행(BOJ)이 마이너스 금리 정책을 고수할 것으로 전망되면서 22.7~10월중 엔/달러 환율은 큰 폭 상승(9.7%)하였다. 동 기간중 위안/달러 환율도 큰 폭 상승(7.9%)하면서 7.3위안/달러에 근접하였는데, 이는 중국 경기가 부진한 모습을 보이는 데 주로 기인하였다. 24년 상승기에도 미 연준과 BOJ의 통화정책 격차가 지속될 것이라는 예상이 엔화 가치의 큰 폭 절하 및 원/달러 환율 상승에 영향을 미치고 있는 것으로 평가된다. 반면 위안화의 경우 중국 부동산시장 부진 장기화, 외국인 자본유출 등 약세 요인에도 불구하고 당국이 위안화 고시환율을 7.1위안/달러 수준에서 유지함에 따라 22년에 비해 안정적인 모습을 보이고 있다(참고 5-5).

참고 5-5. 위안화 고시환율, 시장환율



자료: Bloomberg

대내여건 ① : 경제성장 및 경상수지

22년에는 경제성장률과 경상수지 약화가 원화 약세 요인으로 작용하였다. 반도체 경기 부진 등으로 하반기 성장률이 둔화(22.3/4분기 3.2% → 4/4분기 1.4%)되는 가운데 경상수지는 적자를 기록하기도 하였다. 반면 금년에는 글로벌 반도체 경기 회복에 힘입어 수출 증가세가 이어지면서 24~25년중 경제성장률은 2%대를 회복하고 경상수지 흑자폭도 확대될 것으로 전망됨에 따라 국내 경기 여건은 원화 강세 요인으로 작용하였다.

대내여건 ② : 국내 금융시장 불안

22년에는 국내 금융시장 불안이 해외 투자자들의 우려를 자극하며 원/달러 환율 상승 요인으로 작용하였으나, 24년에는 동 영향이 상대적으로 제한적이었다. 22년에는 PF관련 채권시장 불안 등으로 신용경계감이 고조되고 한전채·은행채 등의 대규모 발행으로 채권시장 수급불균형도 악화되면서 원화가 약세를 보이고 KP 스프레드와 CDS 프리미엄이 상승하는 등 외화자금 조달여건도 악화되었다.

참고 5-6. KP 스프레드¹⁾ 및 CDS 프리미엄



주: 1) 미 국제 대비 회사채 및 준정부채 간 스프레드

자료: Bloomberg

- 4) 원/달러 환율은 우리나라의 높은 대중 교역 의존도(24.6%, 20년 기준), 위안화 투자에 대한 프록시 헤지(proxy hedge) 역할 등으로 인해 위안화 환율과 높은 상관관계를 보이며, 엔화 환율과도 글로벌 시장에서의 수출 경쟁 관계 등으로 높은 상관관계를 보이고 있다. 도이치 뱅크는 원화가 아시아 통화중 위안화와 엔화 약세의 영향을 가장 크게 받는다고 분석하였다(2024.4월).
- 5) 한국은행은 경상수지 흑자 규모가 23년 355억달러에서 24년 600억달러, 25년 610억달러로 확대될 것으로 전망하였다(2024.5월).

반면 금년에는 부동산PF 관련 리스크가 상존하고 있으나 KP 스프레드와 CDS 프리미엄 등의 지표가 양호한 수준을 유지하고 있다. 22년의 경험을 바탕으로 한 외환당국의 적극적인 선제 대응으로 금융시장 불안이 나타나지 않은 것으로 보인다(참고 5-6).

대내여건 ③ : 거주자 해외투자

22년에는 거주자의 해외증권 순투자 규모가 축소된 반면, 24년에는 국민연금과 개인투자자를 중심으로 큰 규모의 순투자 기조가 이어지고 있다. 22년에는 글로벌 주가 하락 등으로 거주자의 해외 투자자금 증가폭이 빠르게 줄어드는 가운데, 10월에는 회수되는 모습을 보였다. 반면 24년에는 미 경기 연착륙 기대 등으로 증시가 호조를 보임에 따라 개인투자자의 해외증권투자가 크게 증가⁶⁾하여 원화 약세 압력으로 작용하였다. 다만 2022년 9월말 국민연금과 외환당국이 외환스왑거래 계약을 체결함에 따라, 금년중 국민연금의 미 달러화 현물 수요의 일부가 외환스왑거래로 대체되면서 원달러 환율 상승 압력이 완화된 것으로 보인다.

평가 및 전망

최근의 원/달러 환율 상승기를 22년과 비교해보면, 선진국 간 통화정책 차별화, 급격한 엔화 약세 등 요인은 유사하였으나 위험자산 투자심리, 지정학적 리스크 및 국내 여건 등은 차이를 보였다. 22년에는 통화정책 차별화, 글로벌 투자심리 악화, 지정학적 리스크에 따른 에너지 가격 상승 등으로 미 달러화

가 큰 폭 강세를 보인 가운데, 국내 여건도 악화되면서 원화는 미 달러화 강세폭을 넘어서는 큰 폭의 약세를 보였다. 반면 최근에는 통화정책 차별화에 대한 기대가 22년 대비 상대적으로 작고⁷⁾ 지정학적 리스크도 덜 부각되는 가운데 글로벌 투자심리도 양호하게 유지되고 있으며, 국내 여건도 22년보다 개선되었다. 이에 따라 미 달러화(DXY) 및 원/달러 환율은 22년 하반기에 비해서 완만하게 상승하였다.

다만, 최근 대내외 여건 개선에도 불구하고 원/달러 환율 상승폭은 미 달러화지수 상승폭을 상회하였는데, 이러한 현상은 대부분 아시아 통화에서 공통적으로 나타났다.⁸⁾ 이는 중국 경제의 불확실성이 지속되고, 중동분쟁에 따른 지정학적 리스크 및 에너지 가격 상승 우려가 불식되지 않은 가운데 이들 아시아 국가들의 중동지역에 대한 에너지 의존도⁹⁾가 높은 점, 일본의 통화정책 정상화 속도가 시장의 기대에 미치지 못한 점 등에 기인하는 것으로 평가된다.¹⁰⁾

원/달러 환율은 4월중 일시적으로 1,400원에 근접했다가 하락하여 현재는 다소 진정되었다. 주요 투자은행들은 대내외 여건이 상대적으로 개선된 점을 고려하여 원/달러 환율이 연말까지 하향¹¹⁾ 안정화될 것으로 전망하고 있다. 다만 미 연준의 금리인하 기대가 계속 지연되거나 중동지역 분쟁이 재점화되어 투자심리가 위축되고 엔화 및 위안화가 추가 약세를 보이는 등 원화 약세 요인이 다시 강화될 가능성을 완전히 배제하기는 어렵다.

6) 개인투자자의 해외증권투자잔액은 22년말 576억달러(민간부문 해외증권투자 잔액에서 개인이 차지하는 비중 16.7%)에서 24년 3월말 883억달러(21.9%)로 크게 높아졌다.

7) 22년에는 급격한 금리인상 기조하에서 미 연준과 ECB간 정책금리 전망 격차가 2.6%포인트까지 확대되었으나, 24년에는 금리인하 기대 하에서 동 격차가 1.7%포인트 정도로 축소되었다.

8) 24.1-4월중 일본(7.1%), 태국(5.1%), 인도네시아(3.6%), 대만(3.5%) 등 아시아 통화 절하폭은 미 달러화 강세폭(2.7%)을 상회하였다.

9) 우리나라가 수입하는 원유의 70% 이상, LNG의 20% 이상이 호르무즈 해협을 통해 공급되고 있다.

10) 국내 요인으로는 부동산PF 부실 우려가 지속되고 있다는 점을 원화가 여타 통화에 비해 약세를 보이는 이유 중 하나로 보는 견해도 있다.

11) 주요 투자은행들의 원/달러 환율 전망(분기말 기준, 5.13일 전망, Bloomberg): 24.1/4 1,347 → 2/4 1,370^o → 3/4 1,349^o → 4/4 1,331^o