

強 달러의 원인과 전망

유재원 (건국대학교 경제학과 교수)

■ 요약 ■

미국의 정책금리 인상이 주도하는 달러 강세는 국제금융시장의 혼란을 가중시키고 있다. 강달러의 원인으로는 미국과의 금리차 외에도 달러 강세 지속에 대한 예상, 그리고 세계경기침체에 따른 위험 증가 등을 들 수 있다. 원화는 주요통화에 비하여 지나치리만큼 민감한 반응을 보이고 있지만, 외환위기의 전조라고 보기 힘들다. 정작 문제는 금리 인상에 따른 금융시장 불안을 어떻게 잠재울 것인가이다.

달러화, 얼마나 강해졌나

연일 달러 강세가 화제이다. 달러와 대칭점에서 있는 유로화와 파운드화, 엔화는 물론이고 원화 환율이 급등세를 이어가고 있다. 세계경제가 위기에 처할 때마다 달러화 가치가 오르는 것은 안전자산 선호의 결과라고 하지만, 경기침체가 눈앞에 닥친 상황에서 미국 달러만 강세를 보이는 것이 타당한가? 이 질문에 답하기 위하여 우선 달러화 가치가 최근 얼마나 올랐는지부터 살펴보도록 하자.

<그림 1>은 주요통화의 무역가중치를 이용하여 도출한 달러의 명목실효환율지수(the Nominal Broad-Dollar Index) 추세를 보여준다. 실효환율 상승(하락)은 다른 통화에 비하여 달러화의 가치가 상승(하락)함을 의미한다. 2006년 1월을 기준으로 할 때 달러 가치가 상승세를 보인 기간은 글로벌 금융위기 직후인 2008년 11월~2009년 4월, 그리고 미국경제 회복세가 상대적으로 견고해진 2014년 12월 ~ 2015년 12월 기간이다.

<그림 1> 달러의 명목실효환율지수 추이 (2006.1.2.~2022.9.30)



자료: Board of Governors of the Federal Reserve System (US), retrieved from FRED; <https://fred.stlouisfed.org/series/DTWEXBGS>, 2022.10.4.

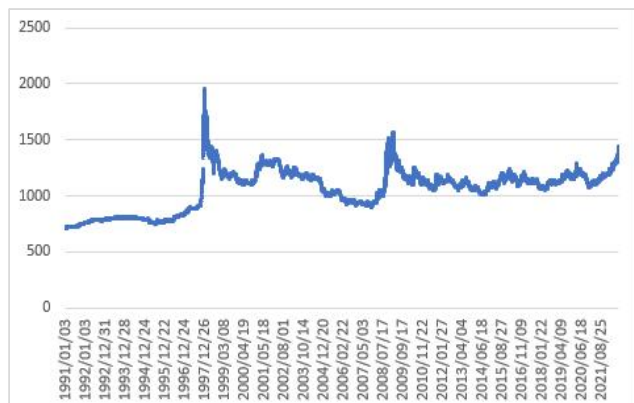
2016년에서 2019년 기간 중 안정적인 모습을 보이던 달러는 2020년 코로나 감염증이 본격적으로 퍼지면서 반짝 상승세를 보였다. 이후 횡보하던 달러는 2022년 3월 이후 서서히 상승하기 시작하였고, 최근 급등세를 타고 있다. 이러한 달러 강세의 배경에는 미국 연방준비제도의 공격적 금리인상이 자리잡고 있다.

달러 강세가 대세라면 원화환율의 상승 또한 별로 이상할 것이 없다. <그림 2>는 1992.1.3.~2022.10.4. 기간 중 원화의 대미 달러 환율추이를 보여준다. 원화환율은 1997년 외환위기가 발생한 직후인 1997년 12월 23일 1,962원으로 최고치를 기록하였다. 그러나 12월 24일에 극적으로 한국과 IMF의 추가 합의와 함께 조기자금지원이 발표되면서 원-달러 환율은 큰 폭으로 하락하였다. 선진국 채권은행들의 외채 만기연장과 단기외채 일부의 중기채 전환이 이어지면서 원화는 안정되기 시작하였다.

2008년 글로벌 금융위기의 여파로 원-달러 환율은 또 한번 급등하였다. 9월 1일 1,110원을 넘어섰고 이듬해 3월 2일에는 1,570원에 달하였다. 2008년 10월 30일 미국과의 300억 달러규모의 통화스왑, 그리고 2008년 12월 13일 300억 달러 규모의 통화스왑을 일본 및 중국과 각각 체결하면서 원-달러 환율은 안정세로 돌아섰다.

원-달러 환율은 9월 29일 현재 1,439를 기록하여 연초 1,192와 비교하면 20%정도 상승하였다. 1997년 외환위기나 2008년 글로벌 금융위기때에는 못 미치지만, 상당히 가파른 상승세를 보이고 있다. 달러의 명목실효환율지수가 연초보다 10.4% 증가한 것과 비교하면 약 2배에 달한다. 같은 기간 유로 및 파운드 가치가 각각 13.7%와 17.7% 하락한 것과 대비된다. 하지만 같은 기간 엔화는 무려 25.5%나 하락하였다.

<그림 2> 원화의 대미달러화 환율 추이 (1991.1.3~2022.9.29)



자료: 한국은행 경제통계시스템 (<https://ecos.bok.or.kr>), 2022.9.30.

달러 강세의 원인

<미국 금리의 빠른 상승>

전 세계 금융시장이 하나로 통합되어 있다고 가정할 때, 국내외 투자는 대상금융자산의 수익률, 유동성 그리고 위험도에 달려 있다. 채권투자를 예로 들면 유동성이나 위험도가 같다면 금리가 높은 쪽이 유리하기 때문에 자본이 몰리는 것은 당연하다.¹⁾

<그림 3>은 2020년 1월 ~ 2022년 8월 중 미국을 비롯한 독일, 일본, 그리고 한국의 중앙은행 기준금리와 국채 금리 추세를 비교한 것이다. 우선 중앙은행 기준금리를 보면 올 8월만 해도 한국이 2.5%로 미국의 2.25~2.5%보다 높았고, 영국이 1.75%를 기록하였다. 그러나 미국 연준은 9월 21일 기준금리를 3.0~3.25%로 인상하면서 주요국 중앙은행들의 기준금리보다 높아지는 현상이 나타났다

어느 나라이든 기준금리 인상은 시중금리에 즉각적 영향을 미치게 된다. 한국의 국고채의 경우 3년만기물 금리가 2022년 1월 2.2%에서 2022년 9월 4.2%로 증가하였다. 미국의 10년만기물 장기채 금리는 같은 기간 1.78%에서 3.83%로 가파른 상승세를 보였다. 한국은 미국과 국채금리가 비슷한 가운데, 정책금리 인상이 느린 독일이나 일본과는 현저한 차이를 보이고 있다. 특히 일본의 국채금리는 0%대를 벗어나지 못하고 있다.

<그림 3> 주요국의 중앙은행 정책금리와 정부채 금리 추세 (2020.1~2022.9)



주: T/Note는 미 재무부 발행 장기채 지칭.
 자료: 한국은행 경제통계시스템
 (https://ecos.bok.or.kr), 2022.10.5.

1) 국내채권이 신용위험, 환위험 및 정치적 위험에 있어서 해외채권보다 열등하다면, 위험회피적 해외투자자는 위험에 대한 보상을 요구할 것이다. 이때 금리평가조건은 다음과 같다

(i: 국내이자율, i*: 해외이자율, S^e: 외화 가격의 예상변화율, ρ: 위험프리미엄).

$$i = i^* + S^e + \rho$$

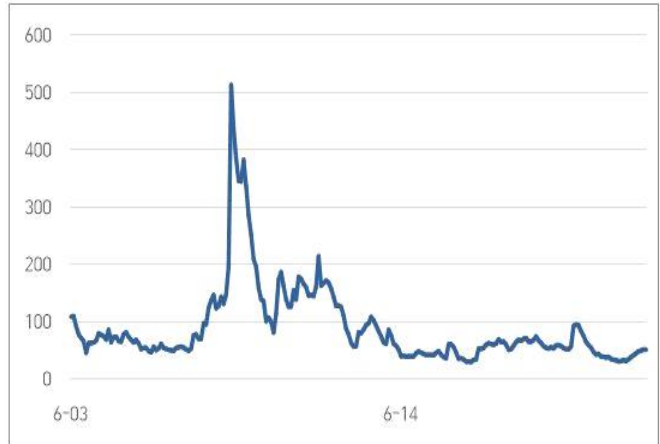
<위험도의 증가>

국내외 금리 차에 더하여 국제투자에 영향을 주는 변수는 투자상품의 위험도이다. 국제금융 시장의 불안감이 커질수록 그 위력을 발휘하게 된다. 국가별 투자위험도를 나타내는 대표적인 지표는 신용부도스와프(Credit default swap: CDS) 프리미엄이다. CDS는 채권이 부도날 경우 상대방으로부터 원금을 받을 수 있는 파생상품이다. 따라서 부도우려가 높을수록 보험료 성격인 CDS 프리미엄은 올라가게 된다.

<그림 4>는 외평채 5년물 CDS 프리미엄 추이를 보여준다. 9월 21일 미연준이 기준금리를 올린 후 CDS 프리미엄은 완만한 상승세를 보이고 있는데, 9월 29일에는 59.08bp를 기록하였다. 코로나 사태로 상승하였던 프리미엄이 1년전 9월 23일, 32.42까지 떨어진 것과 대비된다. 하지만 현 상황이 위기라고 보기는 어렵다. 글로벌 금융위기 와중이었던 2008년 10월 24일, 프리미엄이 667.26까지 치솟은 적이 있다.

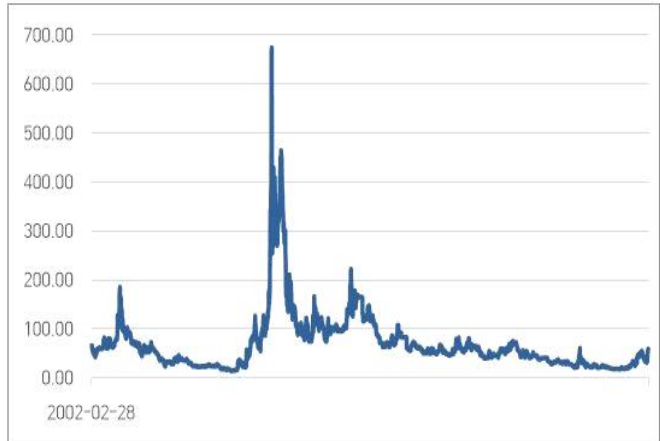
한편 외평채 스프레드는 우리 정부가 발행한 외평채가 거래될 때 미국 재무부 채권 금리에 덧붙여 지불하는 금리를 뜻한다. 외환보유고 확충을 위해 정부가 발행한 외국환평형기금채권은 달러화 기준으로 발행된 유일한 국채다. 이에 따라 외평채 스프레드는 사실상 우리 국가신인도를 나타내는 지표역할을 한다. <그림 5>에서 볼 수 있는 바와 같이 5년 만기 외평채 가산금리는 올초 32bp에서 지속적으로 올라 8월 31일 43bp까지 증가하였다. 9월 가산금리는 비슷한 수준에서 거래되고 있다. 이러한 수치도 2008년 글로벌 금융위기 당시 CDS 프리미엄이 650bp까지 급등하였던 것과 비교하면 상당한 차이가 있다.

<그림 4> 외평채 5년물 CDS 프리미엄 추이 (2002.2.28~2022.10.4)



자료: 국제금융센터
(<http://www.kcif.or.kr/front/data/interInterest4.do>), 2022.10.4.

<그림 5> 외평채 스프레드 추이 (2003.1~2022.8)



주: 외평채 스프레드는 외평채 잔여만기에 상응하는 미국채 금리와의 차이(평균치)
자료: 기획재정부 (국제채권시장자료). e-나라지표에서 재인용

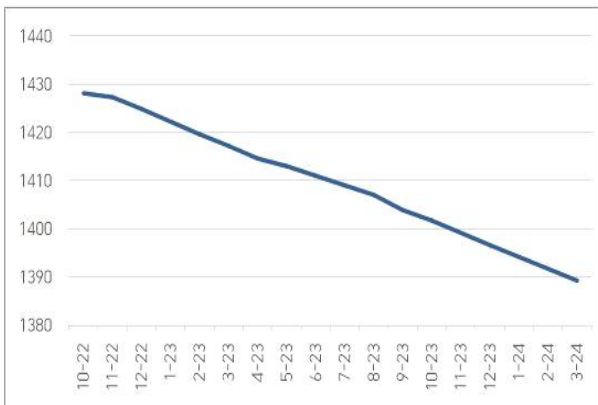
원-달러 환율에 대한 예상

미래 환율이 어떻게 변할 것인가에 대한 예상은 현재 환율에도 즉각적인 영향을 미친다. 미래 달러가치가 더 올라갈 것이라는 예상은 현재 원/달러 환율을 끌어올릴 것이고, 반대로 미래 달러가치가 안정될 것이라고 예상하면 원/달러 환율을 낮추는 효과가 있을 것이다.

사람들의 환율 예상을 보여주는 지표로 활용할 수 있는 것은 현재 시장에서 체결된 선물환율의 움직임이다. 시카고 상품거래소(Chicago Merchantile Exchange)에서 거래되는 선물환율은 2022년 10월 만기물이 1,428.2을 기록하였고, 이후 줄곧 하향세를 보이고 있다. 만약에 이러한 추세가 맞다면 최근 원/달러 환율의 급등은 국제금리 상승충격에 따른 오버슈팅이라고도 볼 수 있을 것이다.

물론 선물환율이 미래 현물환율과 같다는 보장은 없다. 계약 당시 반영되지 않은 새로운 정보 때문에 미래 현물환율은 선물환율과는 차이가 날 수 밖에 없다. 그렇다고 미래 현물환율이 현재 현물환율보다 높다고 가정하는 것도 근거가 없다. 새로운 정보가 외환시장에 어떻게 반영할지 현재로서는 예측하기 어렵기 때문이다.

<그림 6> 원달러 선물환율 추세 (2022.10~2024.3)



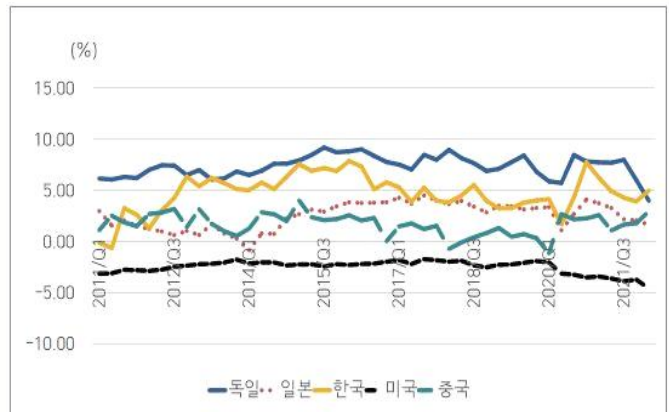
주: 2023.11월과 2024.1-2월은 체결된 거래가 없어서 추세치 사용.

자료: Chicago Merchantile Exchange, "Korean Won Futures," <https://www.cmegroup.com/markets/fx/emerging-market/korean-won.html> 2022.10.1.

미국은 기준금리를 연말까지 4%대로 올린다고 예고한 상황에서 중앙은행이 경기침체를 우려하여 금리인상에 미온적인 경우 금리차는 더 벌어지고, 이는 강달러 추세를 부추기는 결과를 가져올 것이다. 일각에서는 미래 원/달러 환율이 더 올라갈 것이라고 예측하고 그 근거로 한국의 경상수지가 큰 폭으로 떨어지고 있다는 것을 지적한다. 환율상승에도 불구하고 수출이 크게 늘지 않는 것은 외환위기나 글로벌 위기 때와 확연히 다르고 한국경제의 외환위기 우려를 증폭시키는 한 원인으로 보인다. 이러한 현상은 국제무역환경이 악화된다가 경기침체 우려가 만연하기 때문일 것이다.

하지만 경상수지가 중장기적으로 환율에 영향을 준다고 하더라도 단기 환율변동과 밀접한 연관성을 찾기 어렵다. 더구나 미국의 경상수지 적자폭이 확대되고 있는 상황에서 이를 강달러와 연결지우기는 어렵다. 2022년 2/4분기 현재 한국과 미국의 GDP대비 경상수지는 각각 2.98%의 흑자와 3.98%의 적자를 기록하였다.²⁾

<그림 7> 주요국의 GDP 대비 경상수지 비율 추이 (2011Q1~2022Q1)



자료: OECD.stat, "Current account balance as a % of GDP." (<https://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=67094>). 2022.10.3

2) 한국은행통계에 따르면 한국의 경상수지는 7월과 8월에 각각 20억달러와 30억달러 적자를 기록하였다(계정조정). 그러나, 올 1~6월 경상수지 합계는 340억 달러 정도의 흑자를 기록하여 연간기준으로 흑자를 기록할 것으로 전망된다.

한국의 정책이슈

<금리인상>

미국의 금리인상이 강달러의 주요 원인이라고 할 때, 한국은 얼마나 금리를 인상하여야 하는가? 이론상 자본이동이 자유롭다고 가정할 때 금리는 중앙은행이 자율적으로 결정할 수가 있다. 물론 이때 환율은 시장에 맡겨야 한다. 현재와 같은 상황에서 미국과의 금리차가 벌어지면 환율은 훨씬 더 급등할 여지가 크다. 물론 한국이 금리를 올린다고 해서 원/달러 환율이 안정될 것이라고 말하기는 어렵다. 국제금융시장의 불안이 지속되는 한 위험 프리미엄이 높아질 것으로 예상되기 때문이다.

한국은행 총재는 환율관리가 통화정책의 목표가 아니라고 강조한 바 있다. 한국은행이 물가안정을 달성하려면 금리를 올리지 않을 수 없다. 다만 환율안정을 우선시할 때보다 금리인상의 폭이 적을 것이다. 한국은행이 물가안정에 방점을 두고 있는 이유는 금리인상으로 인한 부작용을 염두에 두고 있기 때문일 것이다. 금리인상은 경기를 위축시킬뿐 아니라, 더욱 중요한 점은 가계와 기업의 부채상환부담을 크게 늘려 은행위기의 단초가 될 수 있기 때문이다. 당분간 미국과의 금리차가 좀 더 벌어진다면 환율상승압력은 가중될 것이다. 따라서 달러투기 현상이 나타날 공산이 크다. 금리만으로 이러한 문제를 해결할 수 없다면 외환시장 안정을 위한 또다른 수단을 강구하여야 한다.

<외화유동성 확보>

환율안정수단으로 한미통화스왑 체결을 주장하는 목소리가 커지고 있다. 2008년 글로벌 외환위기 충격으로 환율이 급등하고 한국의 외환위기 재발가능성이 고개를 들 때 이러한 불안감을 잠재우는데 한미통화스왑이 한 몫을 하였기 때문일 것이다. 하지만, 현재로서는 그 가능성이 불확실하다. 한국은행도 겉으로는 유동성이 충분하기 때문에 필요하지 않

다는 입장이다.

그러나, 유동성이 충분하다는 주장이 맞는지 불분명하다. 우리나라 외환보유액은 국제통화기금(IMF)이 권고하는 적정 수준에 미달하는 상황이다. 한국은행의 외환보유고는 2021년 10월 4,692억 달러로 최고치에 달한 후 점차 감소하여 9월말에는 4,168억달러를 기록하였다.³⁾ 자본이동이 자유로운 상황에서 환율 안정시키기 위해 외환시장에 개입하는 것이 쉽지 않다는 것을 시사한다.

일각에서는 통화스왑을 체결하더라도 외환시장에 직접적인 영향을 주지 못하기 때문에 효과가 제한적이라는 주장도 제기되고 있다. 즉, 차입된 달러화가 외환시장에서 매도되는 것이 아니라 은행들에게 경쟁입찰방식으로 다시 빌려줄 뿐인 것이므로 환율에 직접적인 영향을 주지 못한다는 것이다. 하지만, 일부 국내 은행의 경우 외국계 은행으로부터 할당받은 달러거래 한도가 소진되면서 추가 외화 조달에 애로를 겪고 있다.⁴⁾ 이런 상황에서 수입업체, 자금운용사, 증권사, 보험사 등 외화실수요자들에게 외화유동성이 공급되면 자연스럽게 외환시장의 초과수요를 해소하는데 도움을 줄 것이다. 더 중요한 점은 미 연준이 한국은행의 외환확보의 마지노선이 된다는 상징성일 것이다. 2008년과 달리 일본이나 중국과 또 다른 통화스왑을 체결할 가능성이 거의 없다는 것도 한미통화스왑 체결을 적극 추진할 이유 중의 하나이다.

<외환건전성 강화>

한국은행의 외환보유액이 줄면서 외환건전

3) 현대경제연구원(2022.8)에 따르면 2022년 2분기 현재 외환보유상황은 대체로 양호하나, 엄격한 BIS 방식을 적용한 적정수준(7,839.1억 달러)에는 크게 미달하는 것으로 나타났다.

4) 금융기관(예금취급기관)의 대외채무는 2016년 1,722억 달러에서 2021년 2,517억달러로 증가하였다. 단기채무비중도 같은 기간 45.5%에서 49.1%로 증가하였다. 다만, 외환보유고나 GDP대비 비율로 보면 1997년 외환위기나 2008년 글로벌 금융위기때에 미치지 못한다.

성을 강화하여야 한다는 주장이 제기되고 있다. 외환건전성 규제는 외환부문의 건전성을 제고하여 금융시스템의 안정성을 높이려는 목적으로 시행된다. 한국은 글로벌 금융위기 이후 외환건전성 부담금, 선물환포지션 규제, 외국인 채권투자 과세 등 소위 ‘거시건전성 3종 세트’를 활용한 바 있다. OECD는 2015년 외환건전성 부담금과 선물환포지션 규제가 OECD 자본자유화 규약에 어긋난다고 폐지를 권고한 바 있다. 이에 따라 정부는 2016년 거시건전성의 목표를 외화자금 차입억제에서 자금유출 억제로 전환하였다.

한편 정부는 2017년에는 개별 은행의 외화 유동성 커버리지 비율 (Liquidity Coverage Ratio: LCR) 규제를 도입하였다. LCR는 금융 시스템 위기시 30일간 순외화유출을 감내할 수 있는 고유동성 외화자산의 비율을 의미하는데, 6월말 정부는 LCR 규제 비율을 80%에서 70%까지 내리는 규제 유연화 조치를 종료한 바 있다. 그러나, 외화 LCR만으로 외화유동성 위험에 충분히 대응할 수 있을지 의문시된다.

자본유입보다 자본유출이 확대되는 상황에서 과거 해외차입 억제에 초점을 맞춘 거시건전성 규제를 정비하여야 한다. 즉, 금융기관들의 외화유출을 방지하고 외화차입을 확대할 수 있도록 새로운 수단을 마련하여야 할 것이다.

맺는 말

미국의 통화정책 정상화로 야기된 강달러는 전세계 금융시장의 혼란을 야기하고 있다. 정부는 외환시장에서 과도한 원화 약세가 나타나지 않도록 불안심리를 안정시켜야 한다. “자라보고 놀란 가슴 솥뚜껑보고 놀란다”고 하지 않는가? 자본유출을 안정시키고 자본유입을 확대할 수 있는 구체적 조치가 필요하다. 막연히 한국경제의 기초여건은 건전하다거나, 유동성에 문제가 없다는 주장은 도움이 되지 않는다.

원/달러 환율의 급등은 장기적으로 지속되

기 보다 일시적인 조정에 그칠 수 있다. 그런데 환율은 금융시장의 주요지표중 하나일 뿐이다. 금융시장의 스트레스를 보여주는 금융 불안지수는 2021년 6월이후 꾸준히 상승하여 2022년 8월에는 위기단계에 바짝 다가섰다. 이는 금융시장과 외환시장의 변동성이 확대되고 있음을 의미한다. 특히 과다한 가계와 기업부채는 금융시스템의 회복력을 저하시키는 위험요소가 되고 있다.⁵⁾ 국제금리 충격으로 인하여 국내금리상승이 불가피한 상황에서 금융시장을 어떻게 안정시킬 것인지 실효성 있는 대응책이 마련되어야 할 것이다. **SIES**

| 약력 | 서울대학교 경제학과를 졸업하고 미국 Yale 대학교에서 경제학 박사학위를 받았다. 건국대학교 경제학과에서 근무중이며, 한국경제발전학회장을 역임하였다.

5) 한국은행, “금융안정상황” 2022.9.