



환율의 이해와 예측

이 승 호
sgholee@kcmi.re.kr
02-3771-0838



목 차

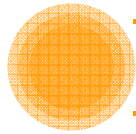
I. 외환시장

1. 서울외환시장의 구조
2. 외환거래 종류

II. 환율

1. 환율의 개념, 종류 및 영향
2. 환율변동 이론과 실제

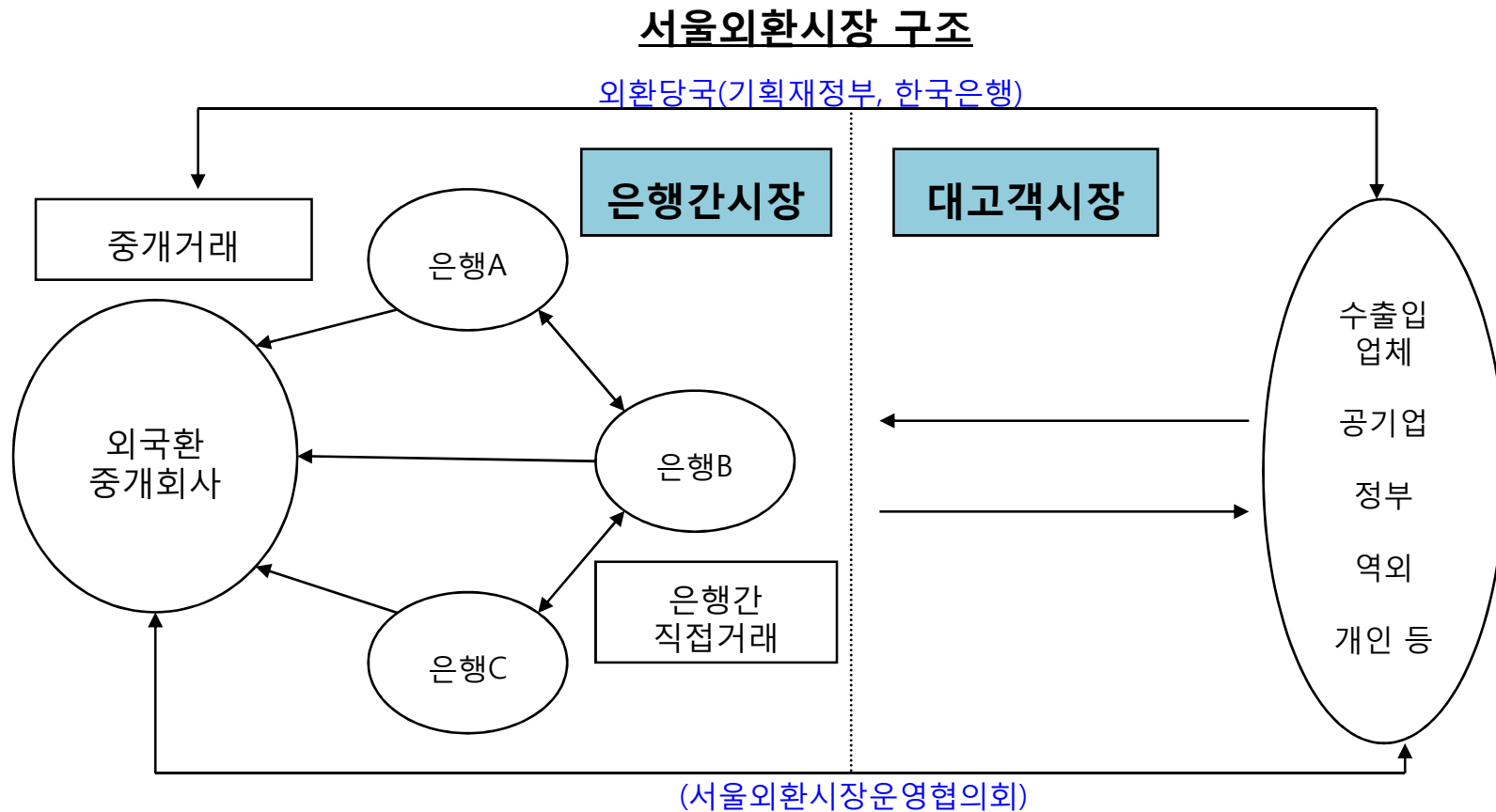
III. 환율 예측

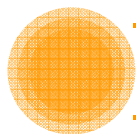


1. 서울외환시장의 구조



- **외환시장** : 환율을 매개로 이중통화가 교환되는 시장 (외화자금시장과 구별)
 - 은행간시장/대고객시장, 직접거래시장/중개거래시장, 장내거래 / 장외거래



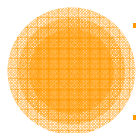


1. 서울외환시장의 구조



➤ 은행간시장 참여자

- 외국환은행 : 2011년말 현재 총 57개(중개사 등록 기준)
 - 국내은행 18개(시중은행 7개, 특수은행 5개, 지방은행 6개)
 - 외국은행 국내지점 : 33개
- 종금사 : 2개(메리츠종금, 금호종금)
- 증권사 : 6개(대우증권, 우리투자증권, 동양증권, 노무라증권 등)
- 중개회사 : 8개
 - 서울외국환중개(주), 한국자금중개(주)
 - ICAP, Tullett-Prebon, GFI, Nittan, Tradition, BGC



1. 서울외환시장의 구조



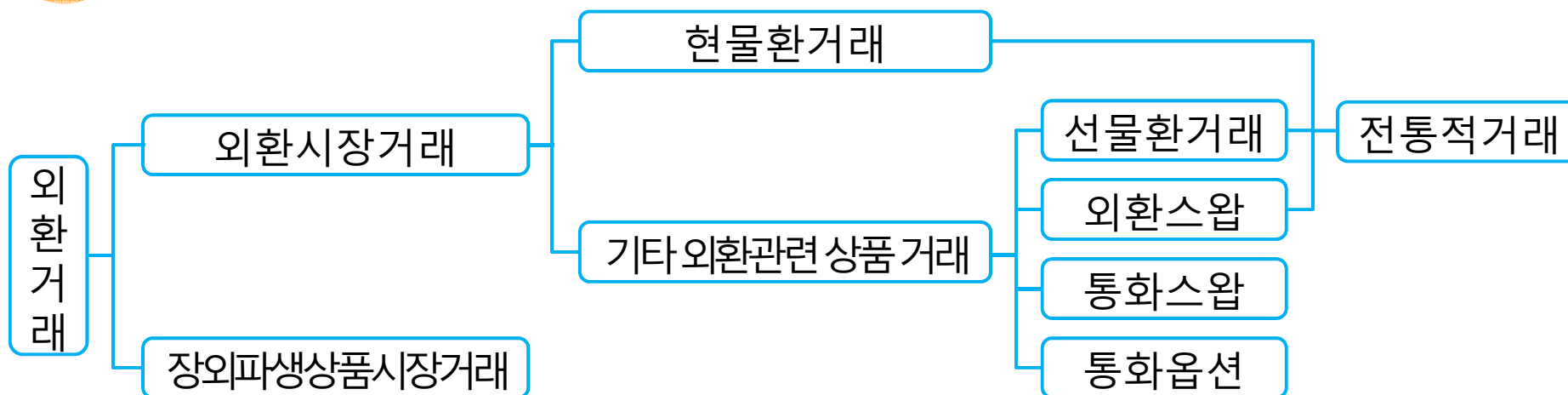
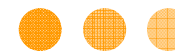
- **서울외환시장운영협의회**에서 은행간 시장의 거래 형태를 결정
- 외환시장운영협의회는 은행간시장 참여자의 자율협의기구

은행간 현물환거래 형태

구분	주 요 내 용
거래시간	9:00~15:00(6 시간)
거래단위	100만달러 이상, 50만달러 단위
호가방법	10전 단위 (예: 매입호가 1,138.0, 매도호가 1,138.5)
거래체결	EBS, 전화 주문방식으로 매매주문, 전산으로 자동 체결
참가기관	57개 금융기관(대부분 은행)

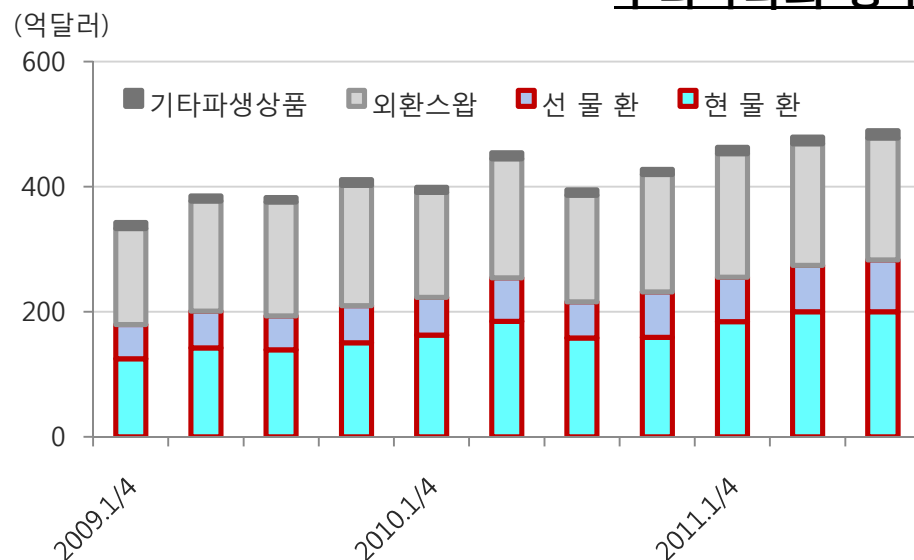


2. 외환거래의 종류



우리나라의 형태별 외환거래¹⁾ 규모

(일평균, 억달러)

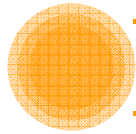


	2009	2010	2011		
			1/4	2/4	3/4
현물환	139.1	165.8	184.0	200.0	200.0
선물환	56.8	65.2	71.2	74.3	82.6
외환스왑	176.2	179.2	197.3	194.4	195.4
기타 ²⁾	8.7	8.7	10.5	10.5	11.4
계	380.8	418.9	463.1	479.3	489.4

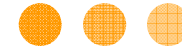
주 : 1) 은행간 및 대고객거래 포함

2) 통화스왑 및 통화옵션 등

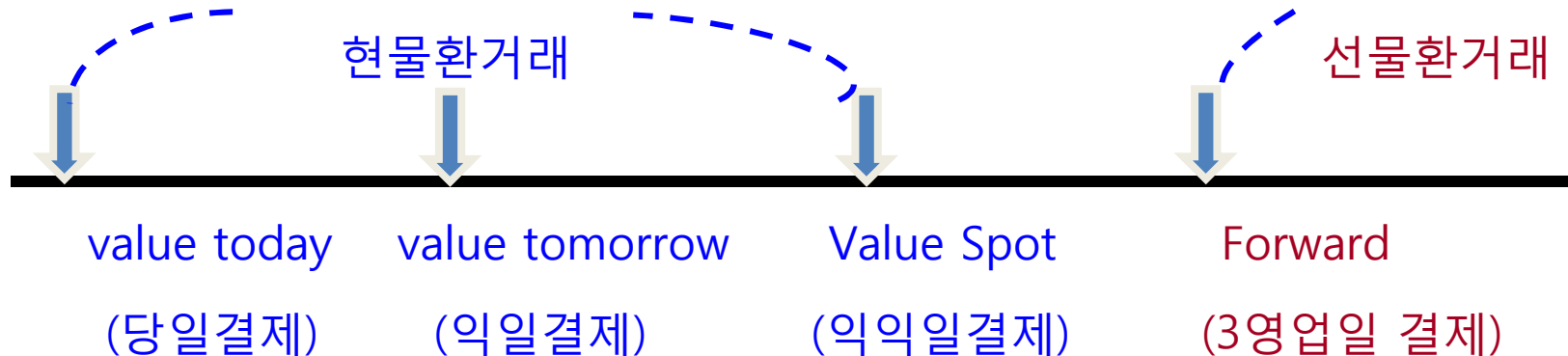
자료: 한국은행



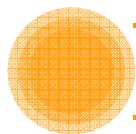
2. 외환거래의 종류



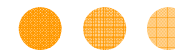
➤ 현물환(spot)과 선물환(forward)



- 선물환율(F)은 절대수준으로 표시하거나 현물환율(S)과의 차이인 스왑 레이트((F-S)/S) 또는 스왑포인트(F-S)로 표시
- 자본이동이 자유로운 경제에서 선물환율은 현물환율을 기준으로 두 통화간의 금리차이에 의해 결정 (Interest Rate Parity Theory)
 - $F = S + S \times (i - i^*)$ 또는 $(F - S) / S = (i - i^*)$

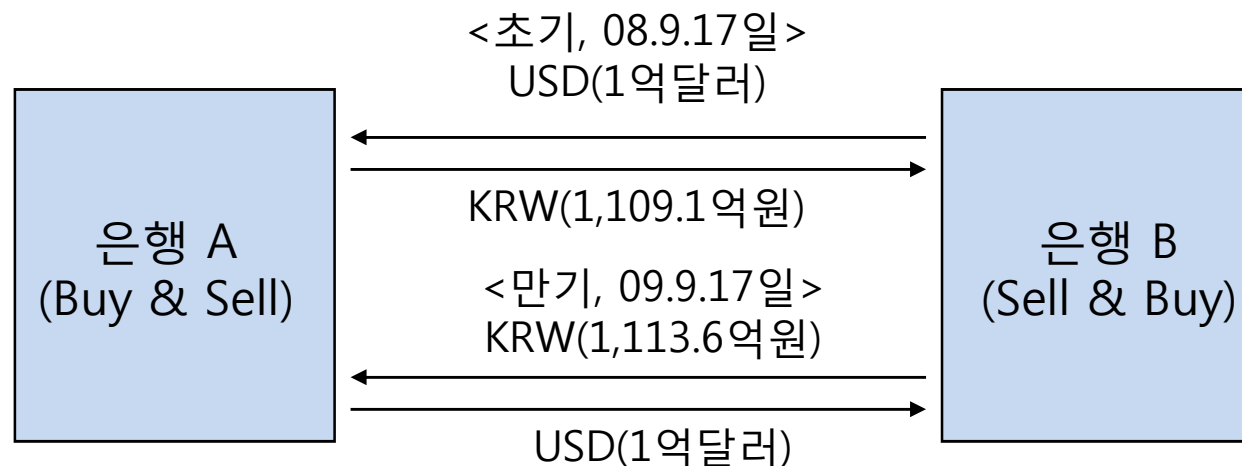


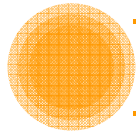
2. 외환거래의 종류



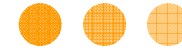
➤ 외환스왑(FX swap)

- 거래의 양 당사자가 현재 현물환율로 서로 다른 통화를 교환하고 일정 기간후 당초 계약시점에서 정한 선물환율에 따라 원금을 재교환
- (예시) 은행A(Buy&Sell)와 은행B(Sell&Buy)가 1년물 FX Swap 거래 체결
9.12일(금) 현물환율 1,109.1원, 선물환율(1년) 1,113.6원



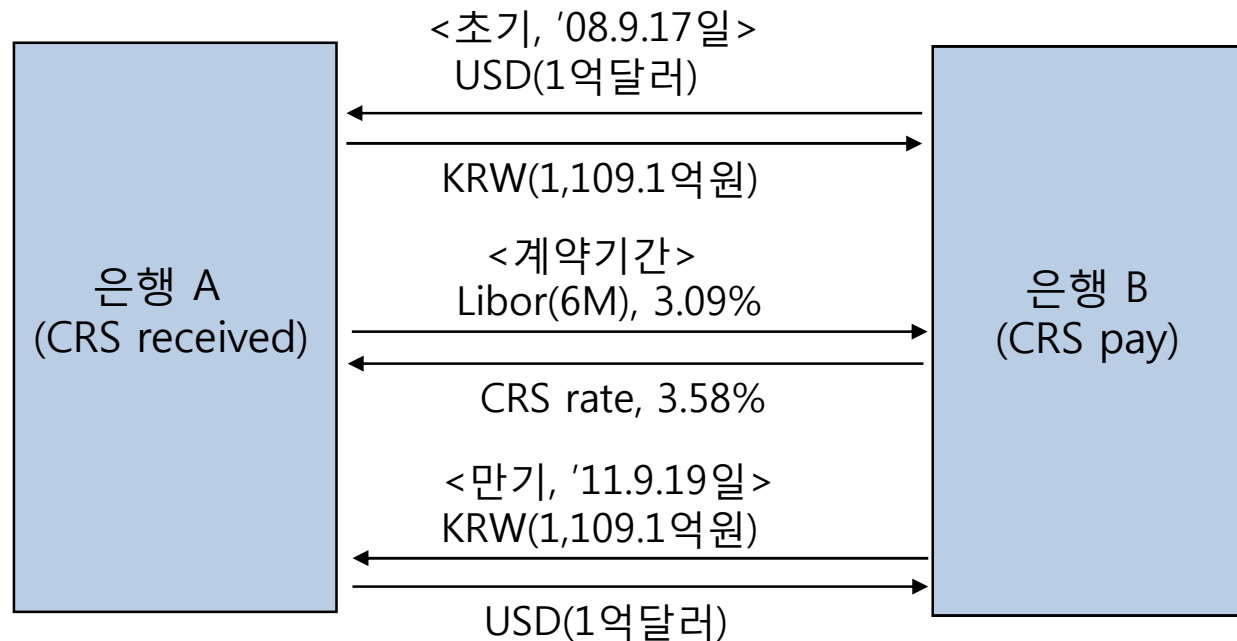


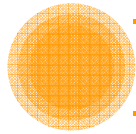
2. 외환거래의 종류



➤ 통화스왑(CRS: currency swap)

- 거래의 양 당사자가 현재 현물환율로 서로 다른 통화를 교환하고 일정 기간후 원금을 재교환하는 거래 (중간 이자 교환 有)
- (예시) 은행A(CRS receive)와 은행B(CRS pay)가 3년물 CRS거래 체결
9.12일 현물환율 1,109.1원, CRS rate 3.58%, 6M Libor 3.09%



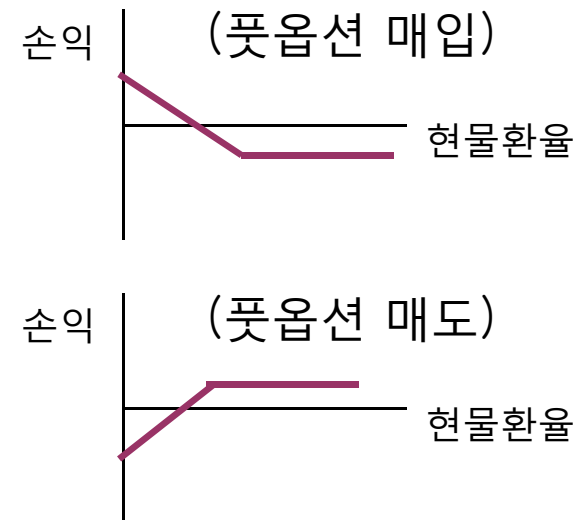
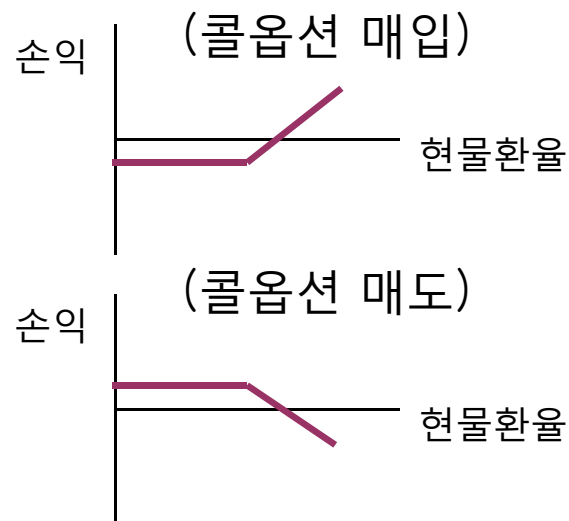


2. 외환거래의 종류



➤ 통화옵션(Currency Option)

- 미래의 일정 기한내에 특정 통화를 정해진 가격에 사거나 팔 수 있는 권리를 매매하는 거래
- Implied Volatility / Risk Reversal



목 차

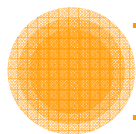
I. 외환시장

1. 서울외환시장의 구조
2. 외환거래 종류

II. 환율

1. 환율의 개념, 종류 및 영향
2. 환율변동 이론과 실제

III. 환율 예측



1. 환율의 개념, 종류 및 영향

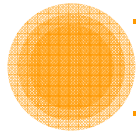


➤ 개념

- 한 나라 통화가 갖는 상대적 구매력의 척도(구매력평가)
- 외환시장에서 외환의 수요와 공급에 따라 결정(국제수지 접근법)
- 통화는 하나의 금융자산으로서 환율은 통화의 상대적 가치에 따라 결정
(통화론적 접근)

➤ 표시 방법

- 유럽식(European Terms) : 엔/달러, 원/달러 등
(예) 1달러=107엔, 1달러=1,100원
- 미국식(American Terms) : 달러/유로, 달러/파운드, 달러/호주달러
(예) 1유로 = 1.4050달러



1. 환율의 개념, 종류 및 영향



➤ 종류

- 현물환율(Spot) vs 선물환율(Forward)
- 매입환율(Bid) vs 매도환율(Offer)
- 대고객환율 vs 은행간환율 : 환율은 은행간시장에서 결정

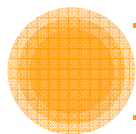


전신환매매율, 여행자수표매매율, 현찰매매율

- 명목환율 vs 실질환율 vs 실효환율
- 시장환율 vs 재정환율 vs 균형환율(또는 적정환율)

➤ 환율변동에 관한 용어

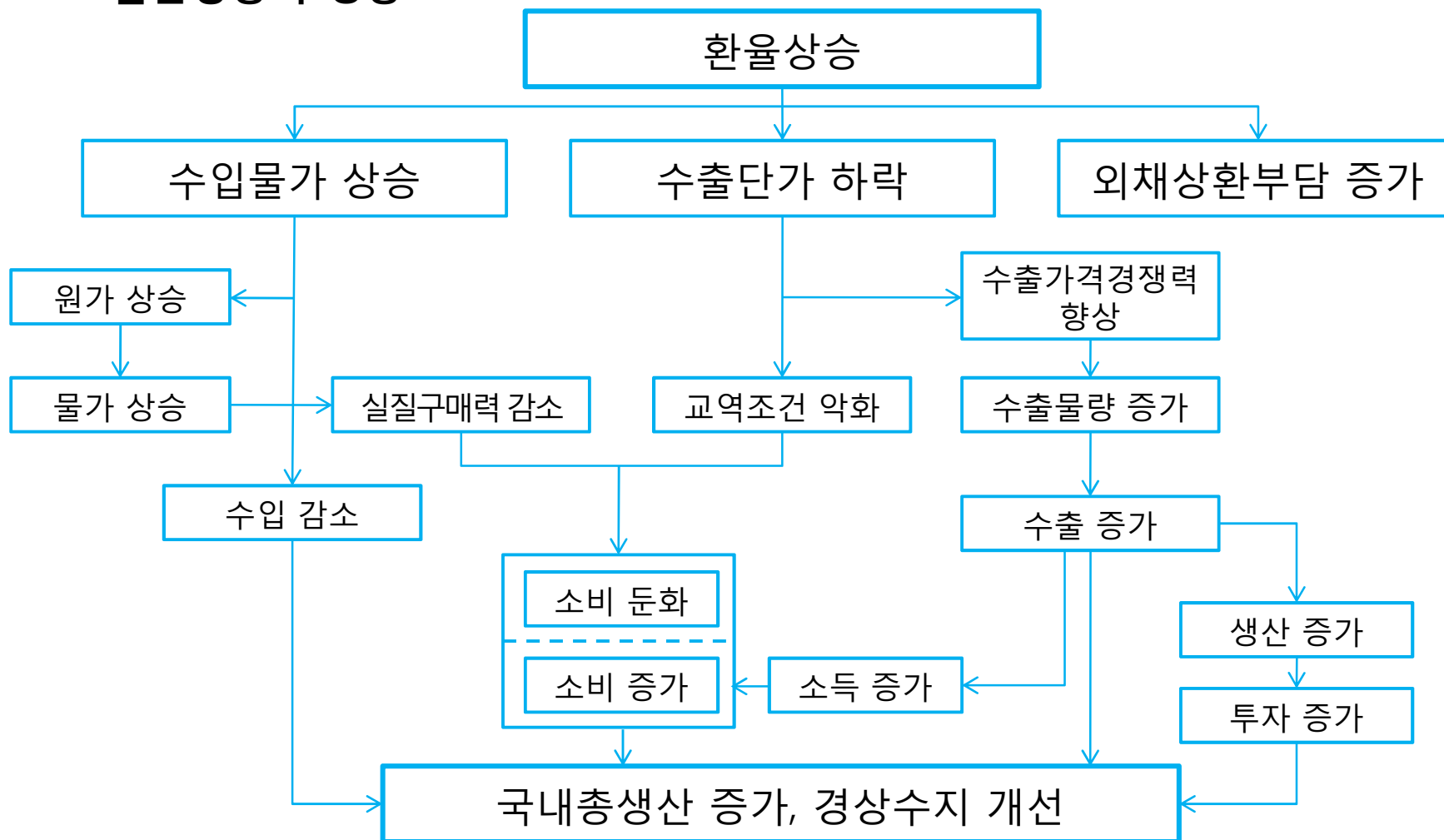
- Appreciation vs Depreciation
- Devaluation vs Revaluation

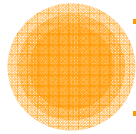


1. 환율의 개념, 종류 및 영향



➤ 환율상승시 영향





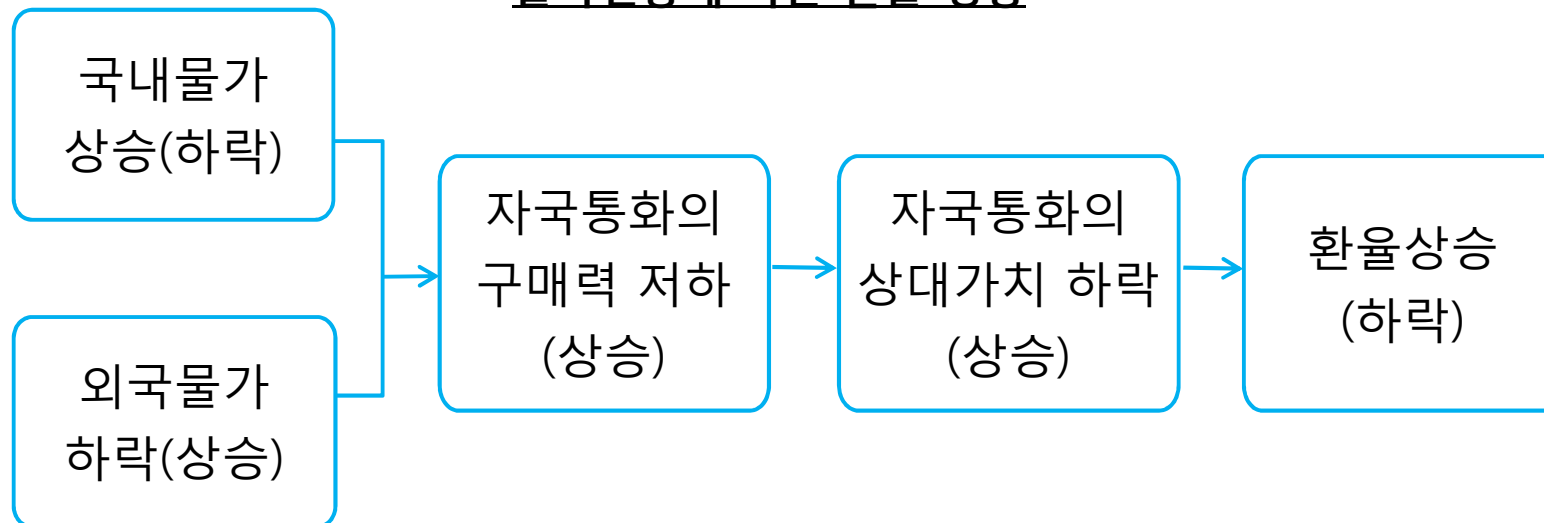
2. 환율변동 이론과 실제

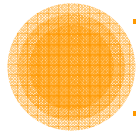


① 구매력 평가(PPP: 환율은 통화가 갖는 상대적 구매력의 척도)

- 일물일가의 법칙 : $P = P^* \cdot S$ 또는 $S = P / P^*$ (BicMac지수 / Starbucks지수)
- 절대구매력평가 / 상대구매력평가

물가변동에 따른 환율 영향





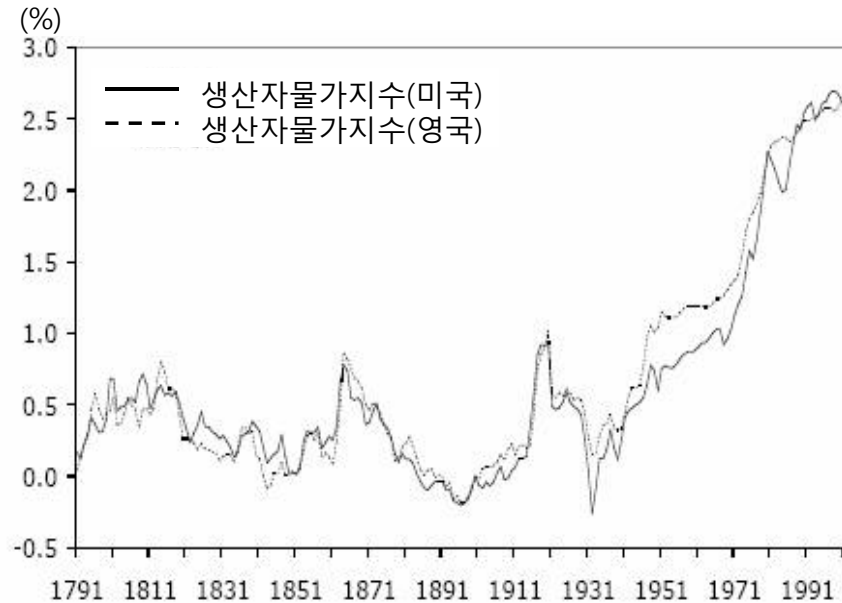
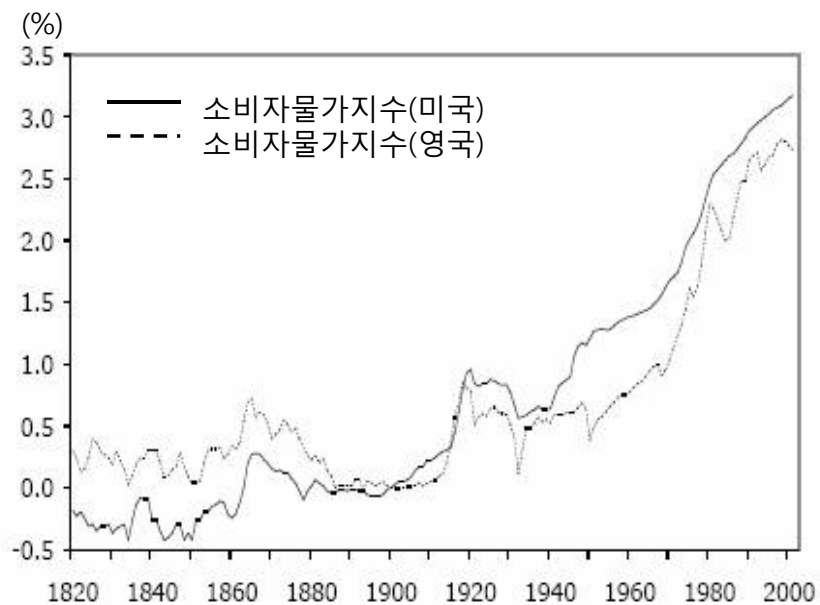
2. 환율변동 이론과 실제

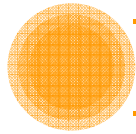


① 구매력 평가(계속)

- 구매력 평가는 단기보다 장기에서 보다 잘 성립
- 물가와 환율의 관계가 장기조정과정을 거치기 때문

미달러화와 파운드화의 장기구매력평가





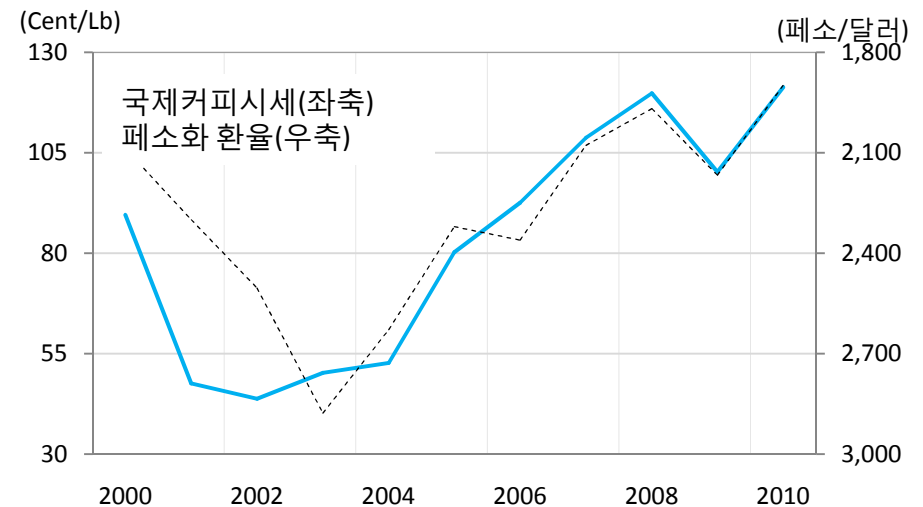
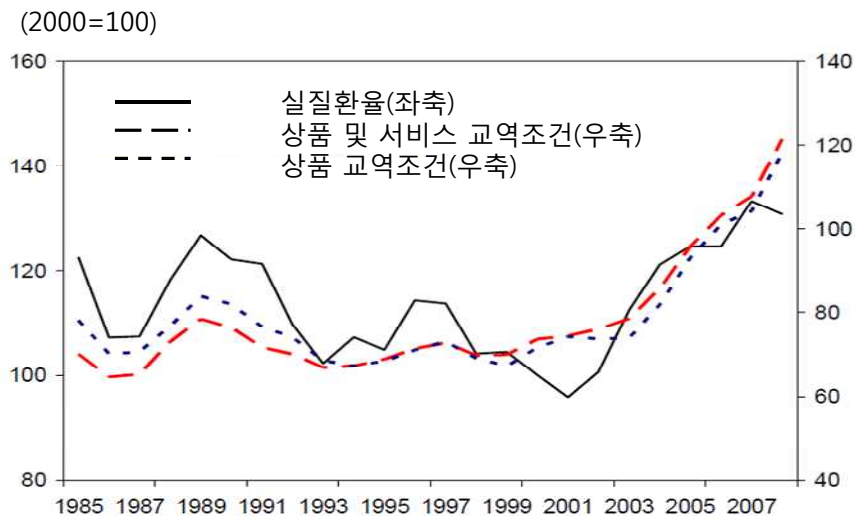
2. 환율변동 이론과 실제

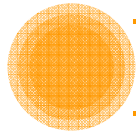


① 구매력 평가(계속)

- 특히 단기적으로는 교역조건 등 실물부문 변화를 고려하지 못함
- 호주 등의 경우 물가보다는 교역조건에 따라 환율이 더 큰 영향

호주 및 콜롬비아의 교역조건과 환율



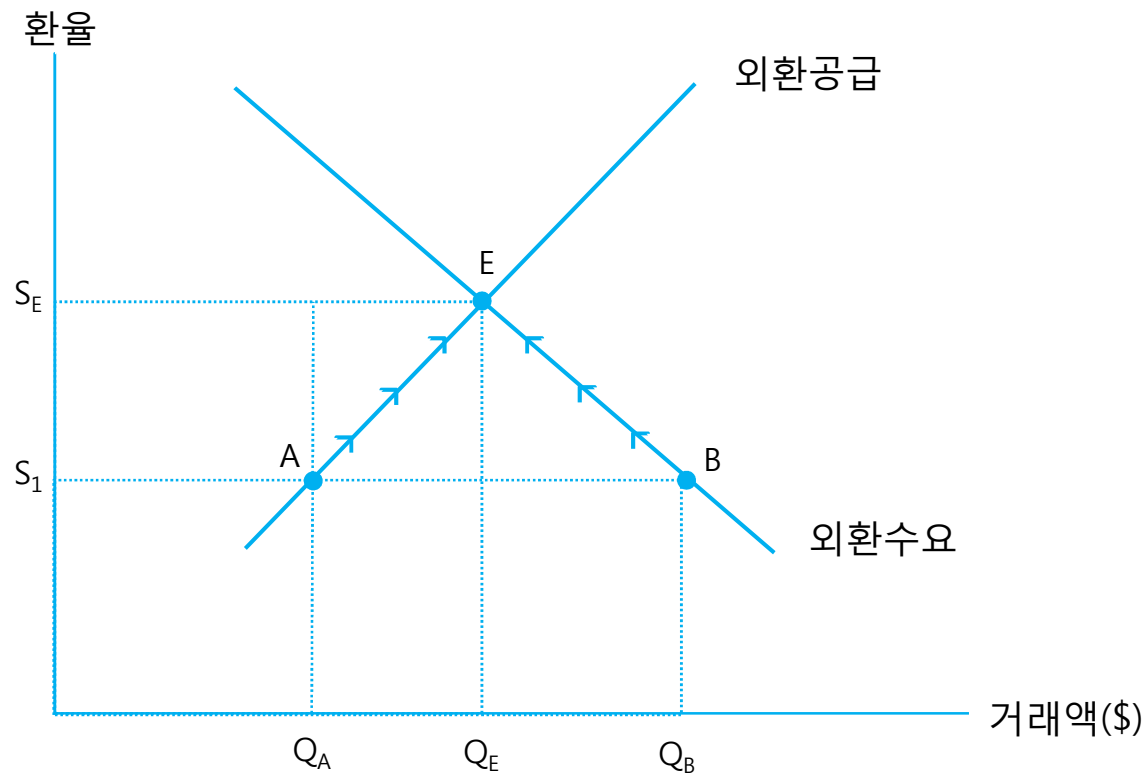


2. 환율변동 이론과 실제



② 국제수지 접근법(flow 접근법)

- 환율은 외환시장에서 외환의 수요와 공급의 상대적 크기에 따라 결정



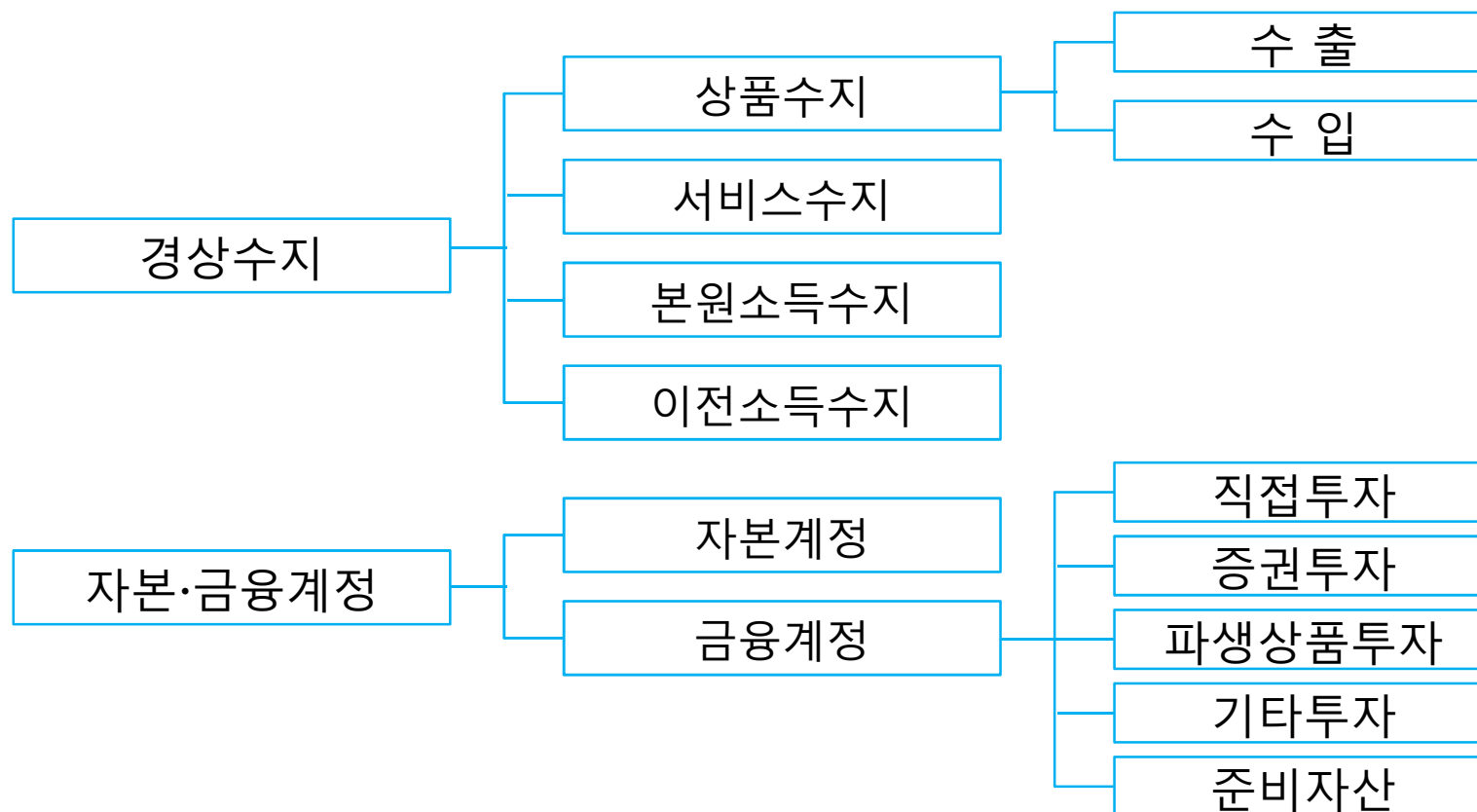


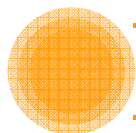
2. 환율변동 이론과 실제



② 국제수지 접근법(flow 접근법)

- 외환의 수급 상황은 국제수지를 통해 파악 가능



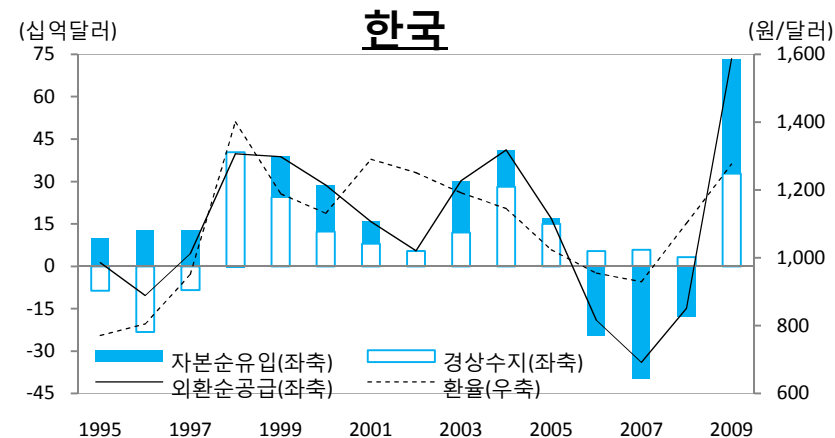
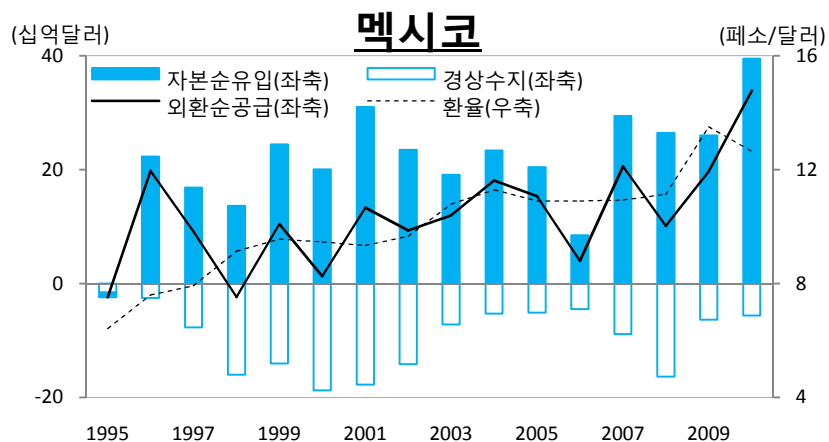
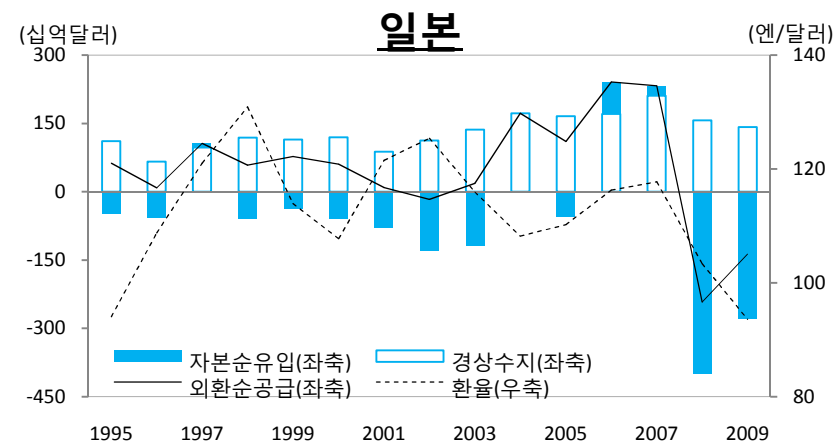
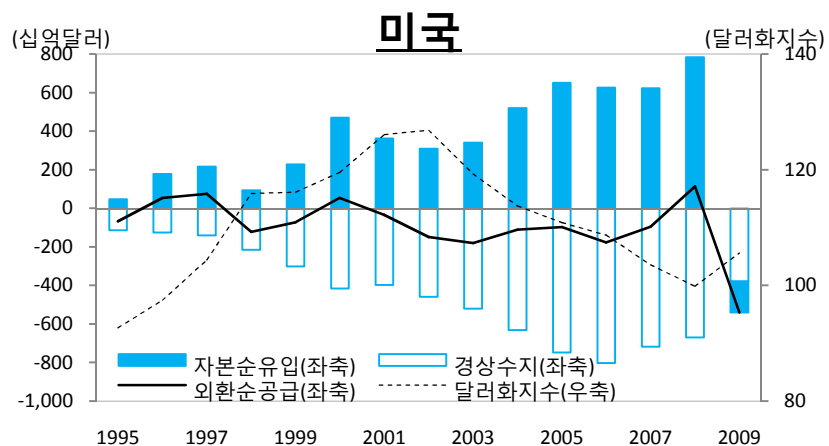


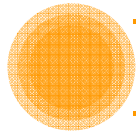
2. 환율변동 이론과 실제



② 국제수지 접근법(flow 접근법)

➤ 경험적으로 환율과 국제수지간의 관계는 일관되지 못함



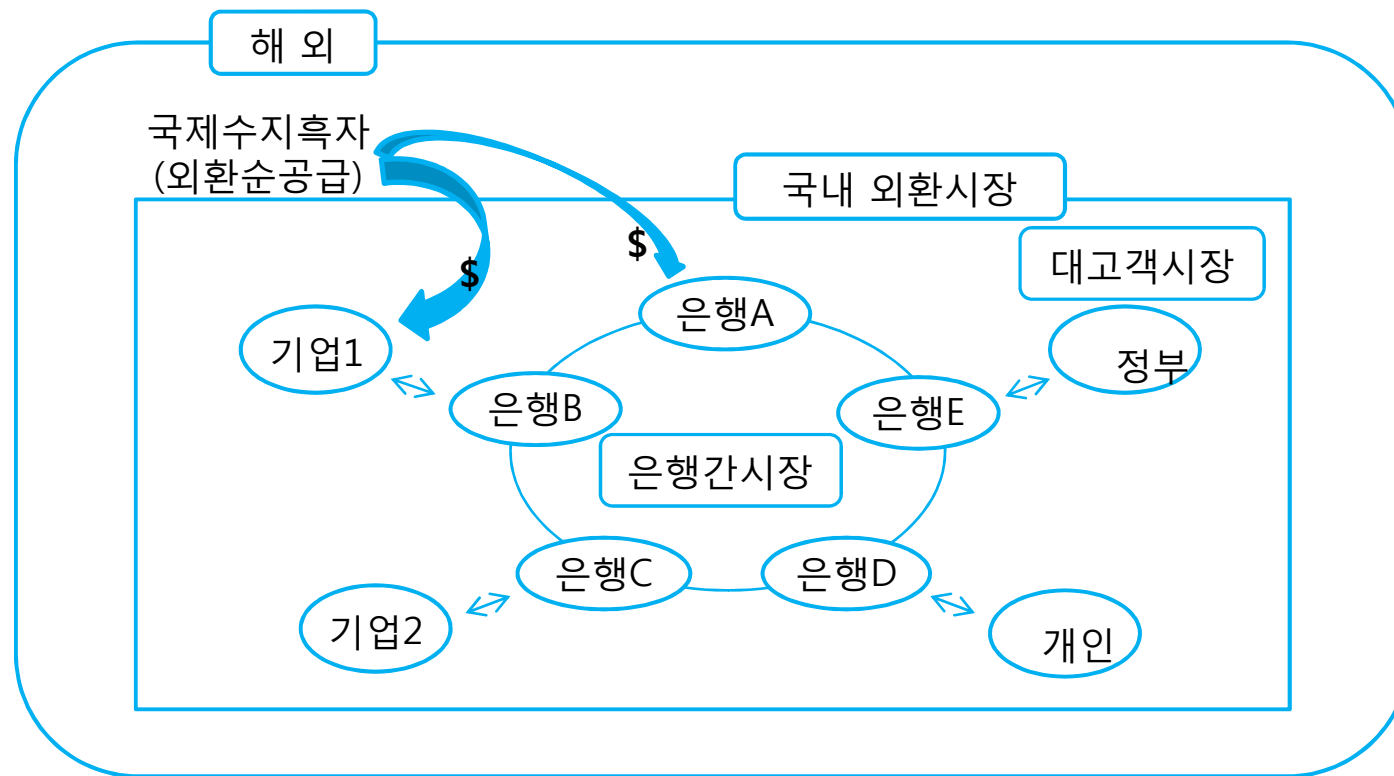


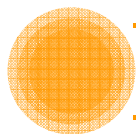
2. 환율변동 이론과 실제



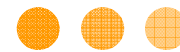
② 국제수지 접근법(flow 접근법)

- 그 주된 이유로는 첫째, 외환순공급이 은행간시장에 파급되는 않은 경우가 발생하기 때문 (예: 거주자외화예금, 외환보유액 운영수익 등)





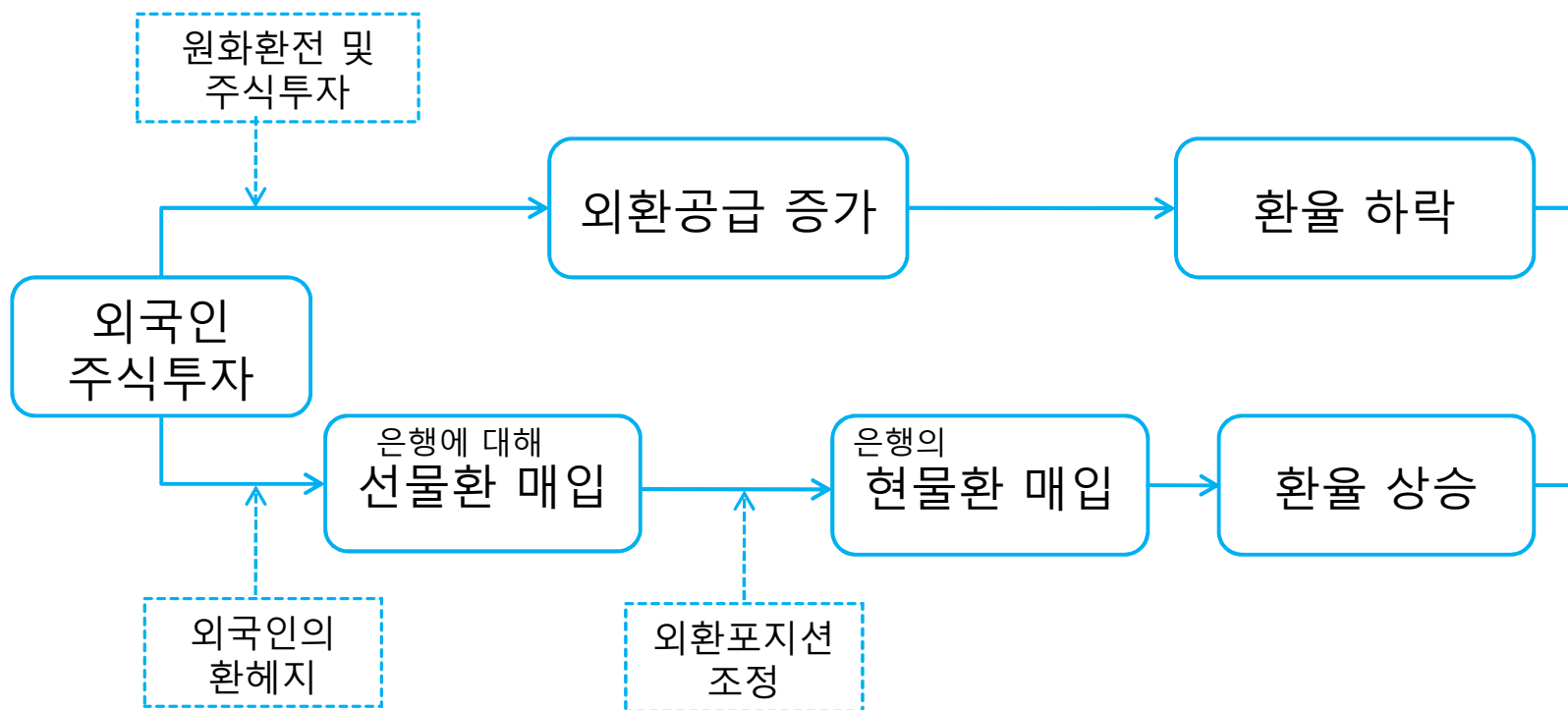
2. 환율변동 이론과 실제

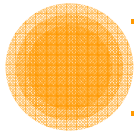


② 국제수지 접근법(flow 접근법)

- 둘째, 국제수지가 은행의 외환포지션을 변동시키지 않는 경우 (예 : 환헤지)

외국인 주식투자에 따른 환율영향

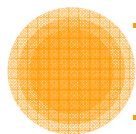




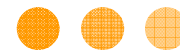
참고 : 우리나라의 외환포지션 제도



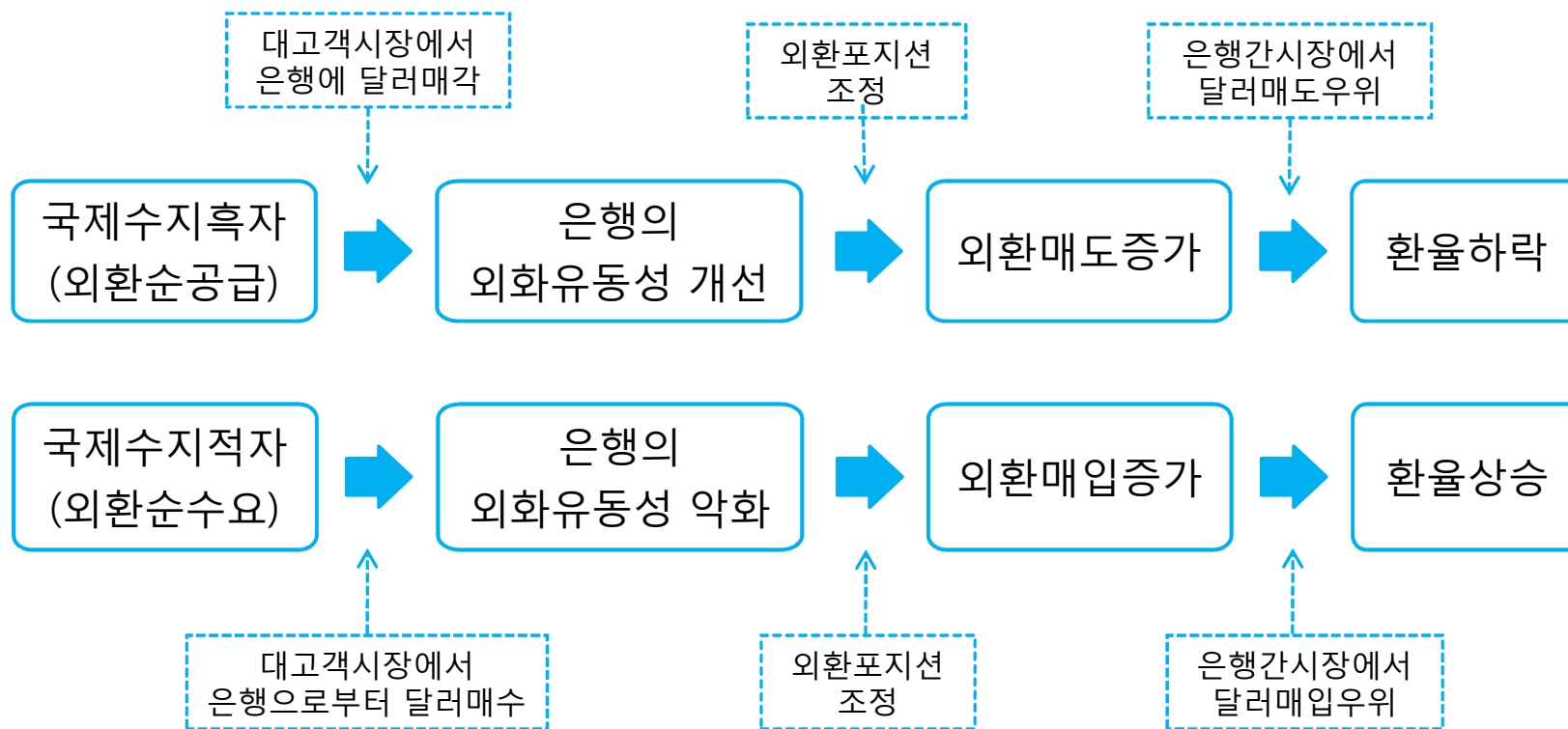
- 목적 : 은행 및 금융시스템의 건전성 유지
- 외환포지션의 정의: 은행의 현물환 및 선물환 거래를 포괄한 일정시점에서의
[외화자산 - 외화부채]를 의미
 - 매입초과포지션(over-bought 또는 long position): 외화자산 > 외화부채
 - 매도초과포지션(over-sold 또는 short position): 외화자산 < 외화부채
 - 스퀘어포지션(square position): 외화자산 = 외화부채
- 외국환거래규정
 - 종합포지션 : 일별 종합포지션 전월말 자기자본의 50% 이내
 - 선물환포지션 : 국내은행 전월말 자기자본의 40% 이내
외은지점 전월말 자기자본의 200% 이내

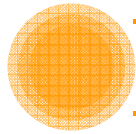


2. 환율변동 이론과 실제



국제수지에 따른 환율 영향





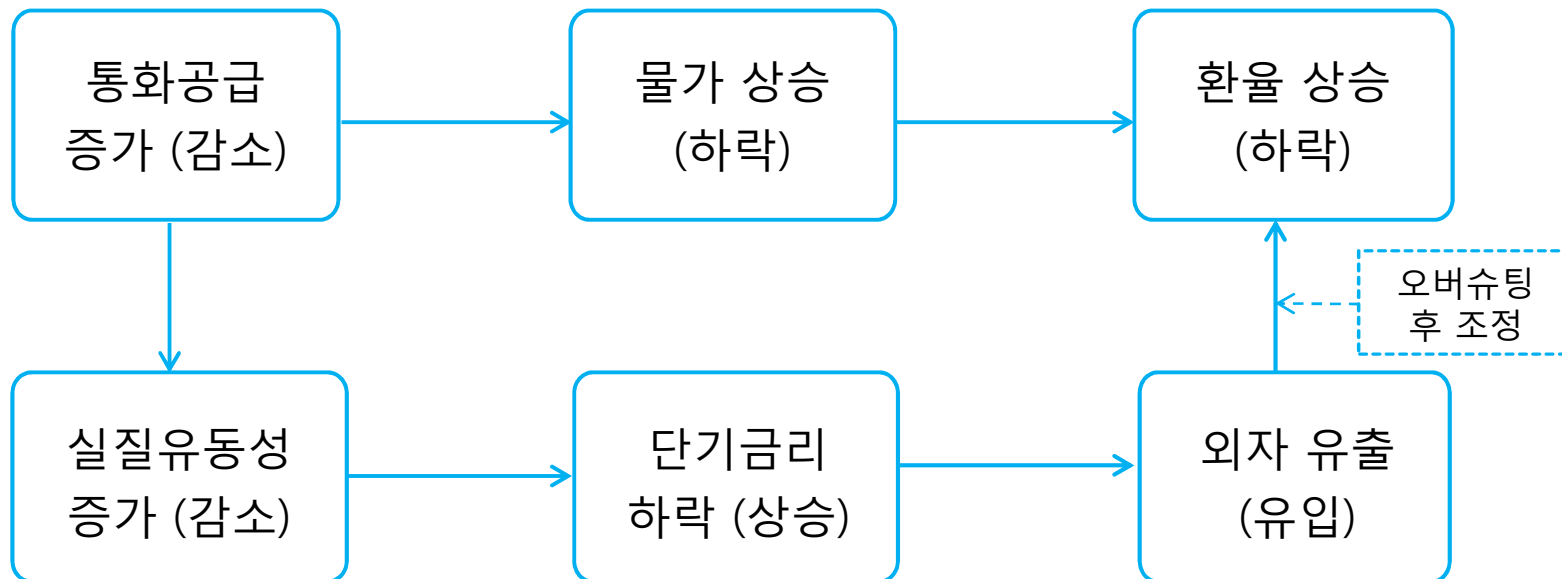
2. 환율변동 이론과 실제

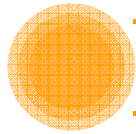


③ 통화적 접근법(한 나라 통화는 하나의 금융자산)

- 통화정책 변화 → 금리 (또는 기대물가) 변화 → 통화수요 변화 →
외자유출입 → 환율변동

통화공급 증가에 따른 환율 영향

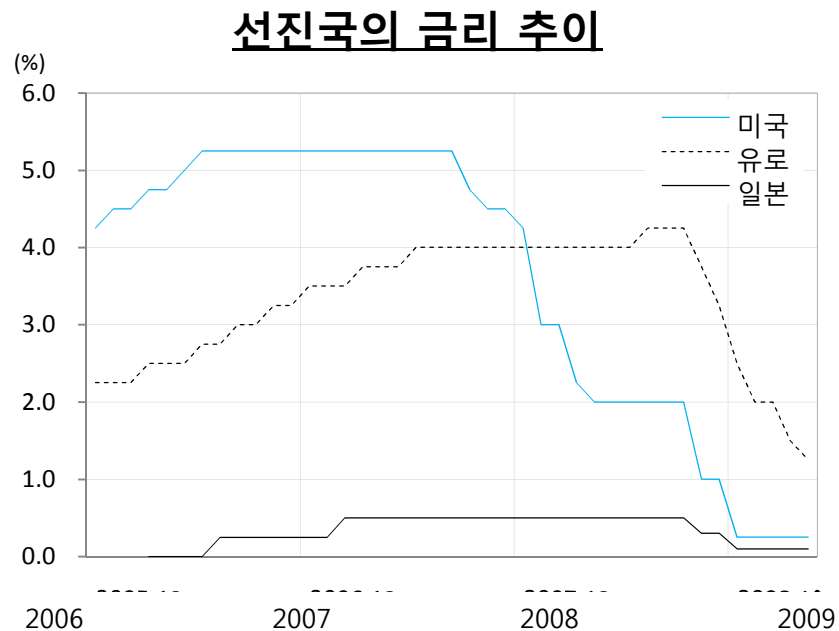


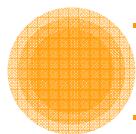


2. 환율변동 이론과 실제



- 선진국 통화정책 변화는 캐리트레이드(carry trade)를 통해 환율에 영향
 - 캐리트레이드란 저금리통화를 차입하여 고금리통화에 투자하는 거래



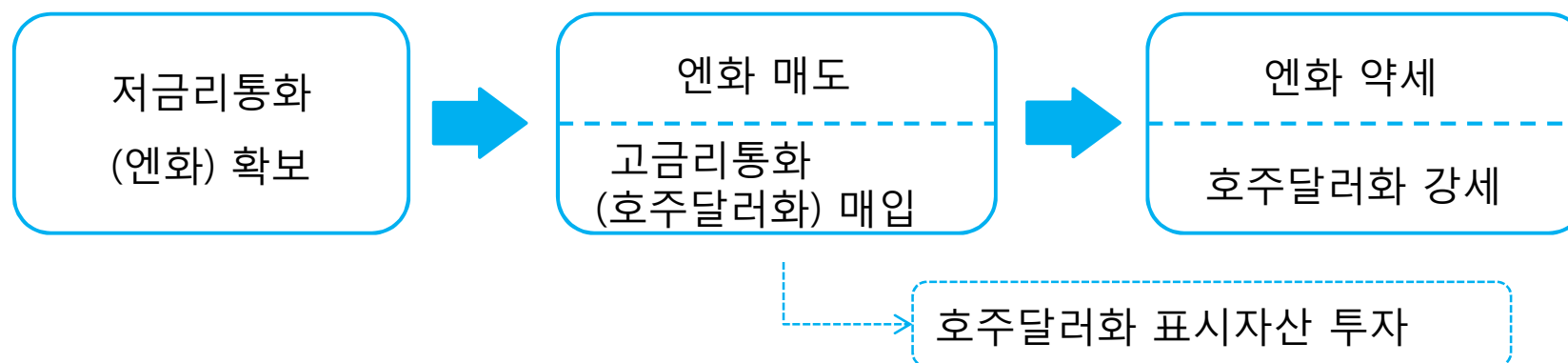


2. 환율변동 이론과 실제

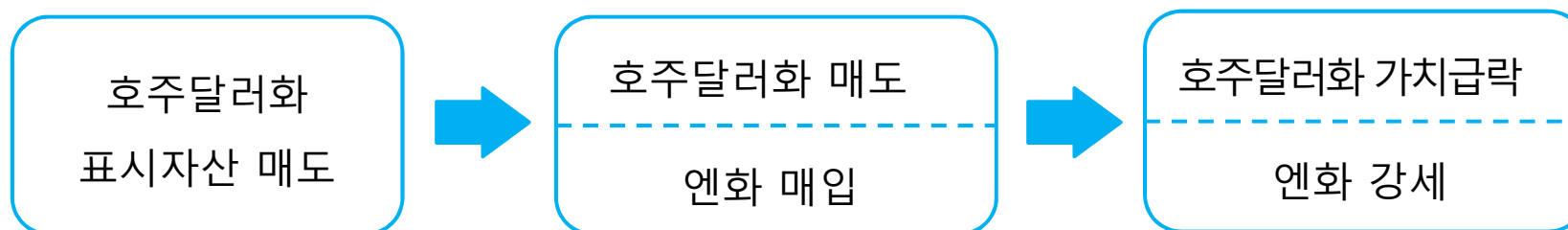


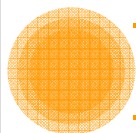
엔 캐리트레이드에 따른 환율 영향

최초 투자시



투자자금 회수시



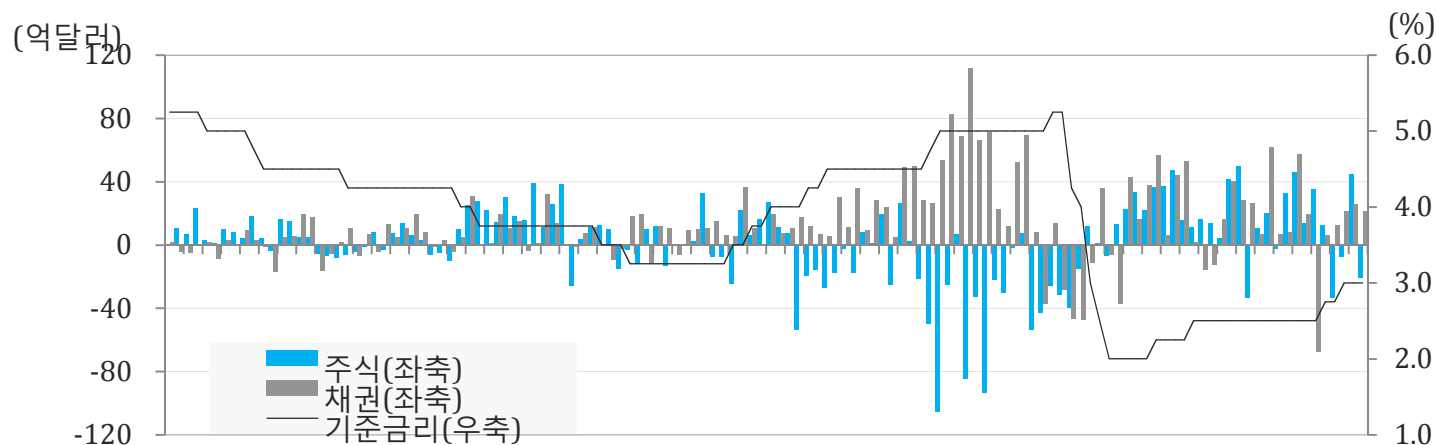


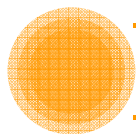
<참고> 우리나라의 정책금리 변화와 증권자금 유출입



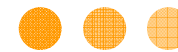
- 금리상승 → 채권자금 유입 (주식자금 유출) → 환율 ?
- 선진국과 달리 외국인의 주식투자 잔액이 채권투자 잔액의 2배 수준

	금리하락기 (2001.1~2005.9)	금리상승기 (2005.10~2008.9)	금리하락기 (2008.10~2009.6)	금리상승기 (2009.7~2011.5)
정책금리	5.25 → 3.00	3.00 → 5.25	5.25 → 2.00	2.00 → 3.00
주식	374.4	-660.6	41.2	390.1
채권	302.3	939.3	86.5	366.8
합계	676.7	278.7	127.8	756.9



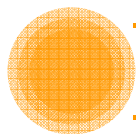


2. 환율변동 이론과 실제



④ 환포지션 변동

- 국제수지에 따른 실제 외환순공급 변화가 없어도 은행의 외환포지션이 변동하는 경우 단기적인 환율변동요인
- 다양한 형태의 파생상품거래는 은행의 외환포지션 변동을 초래
 - 예: 수출업체의 선물환거래, 역외비거주자와의 NDF거래 등
- 단, 외환스왑과 통화스왑의 경우에는 은행의 포지션변동이 발생하지 않으므로 환율에 미치는 영향이 중립적
 - 이 경우 스왑레이트 또는 CRS금리가 외화자금시장의 유동성 사정을 나타내는 가격지표

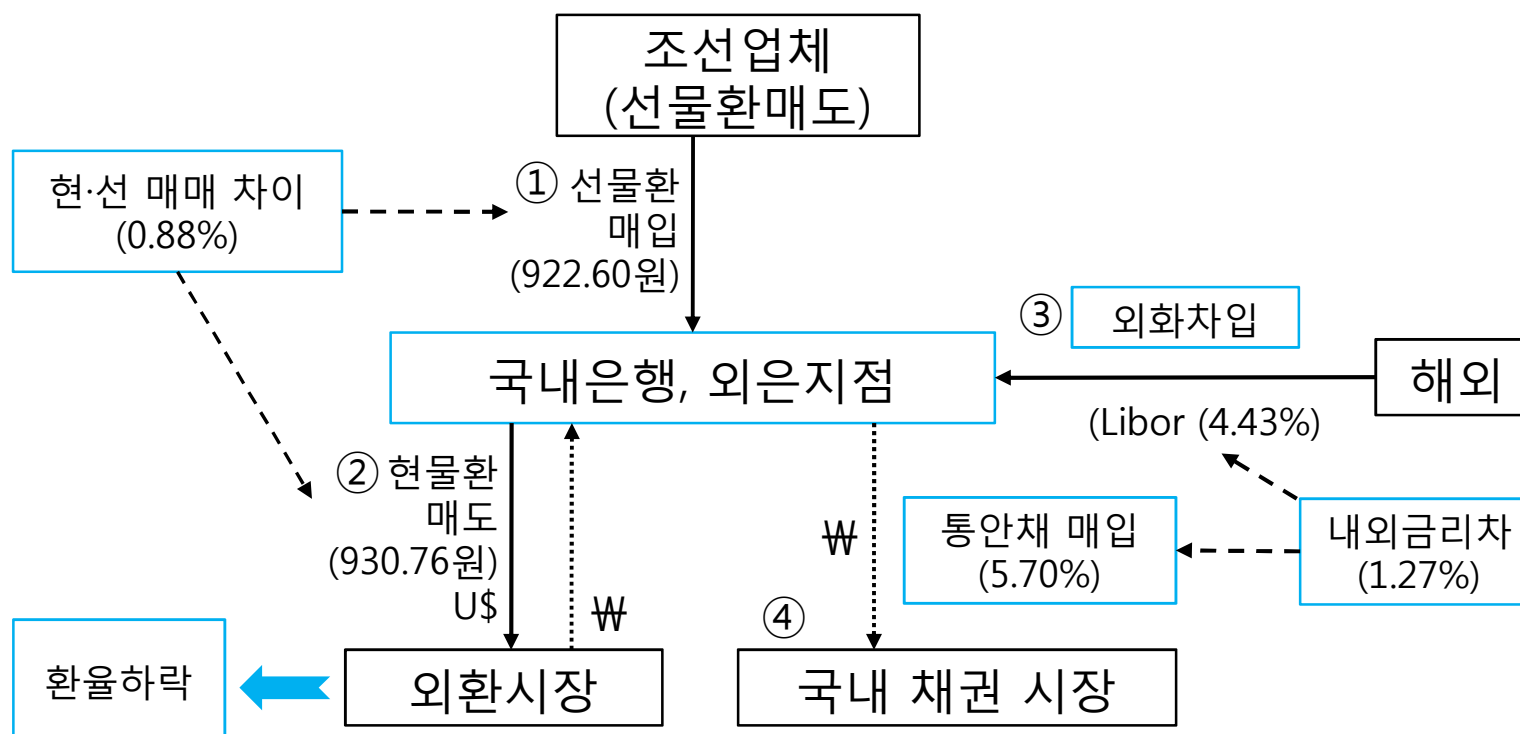


2. 환율변동 이론과 실제

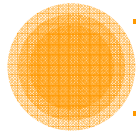


④ 환포지션 변동

(사례 1) 국내 조선업체의 선물환매도에 따른 환율 영향



· 국내은행 및 외은지점 : 재정거래 차익(2.15%) 획득

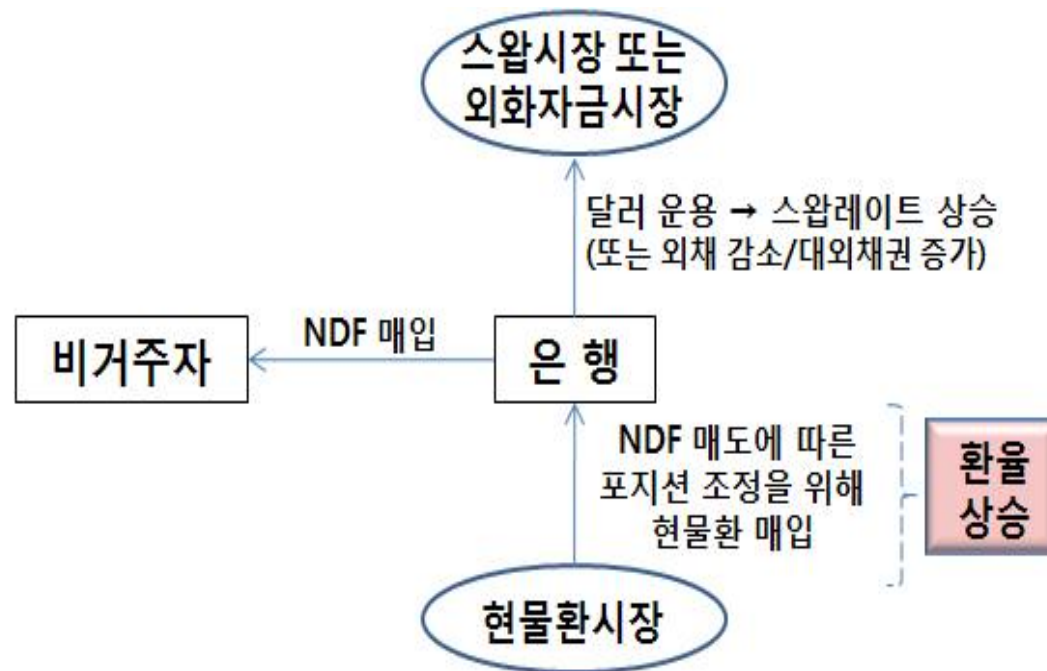


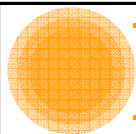
2. 환율변동 이론과 실제



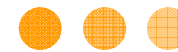
④ 환포지션 변동

(사례 2) 비거주자와의 NDF거래에 따른 환율 영향





참고: NDF 거래

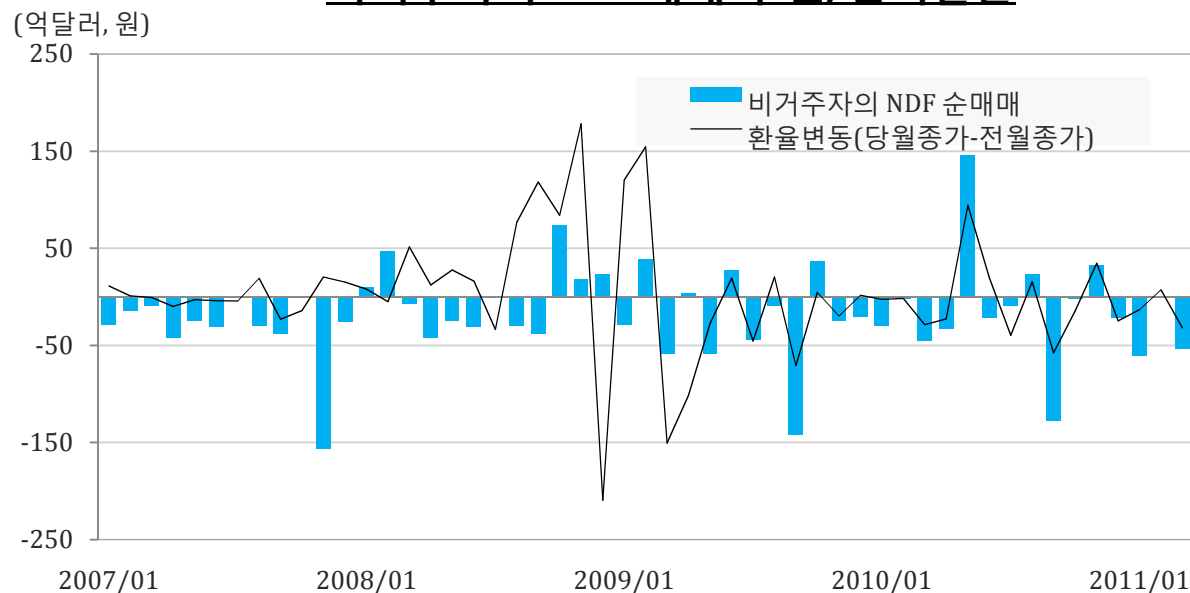


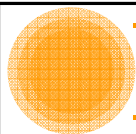
- NDF(Non-Deliverable Forward): 만기시 차액*을 통상 미달러화로 정산하는 선물환거래의 특수한 형태

*선물환 계약금액 × [(계약시 선물환율 - 만기시 현물환율) / 만기시 현물환율]

- 주로 비거주자들이 국제화되지 않은 통화를 대상으로 환위험을 헤지하거나, 환차익을 획득할 목적으로 이용 (뉴욕, 싱가포르 등 역외시장 형성)

비거주자의 NDF매매와 원/달러환율

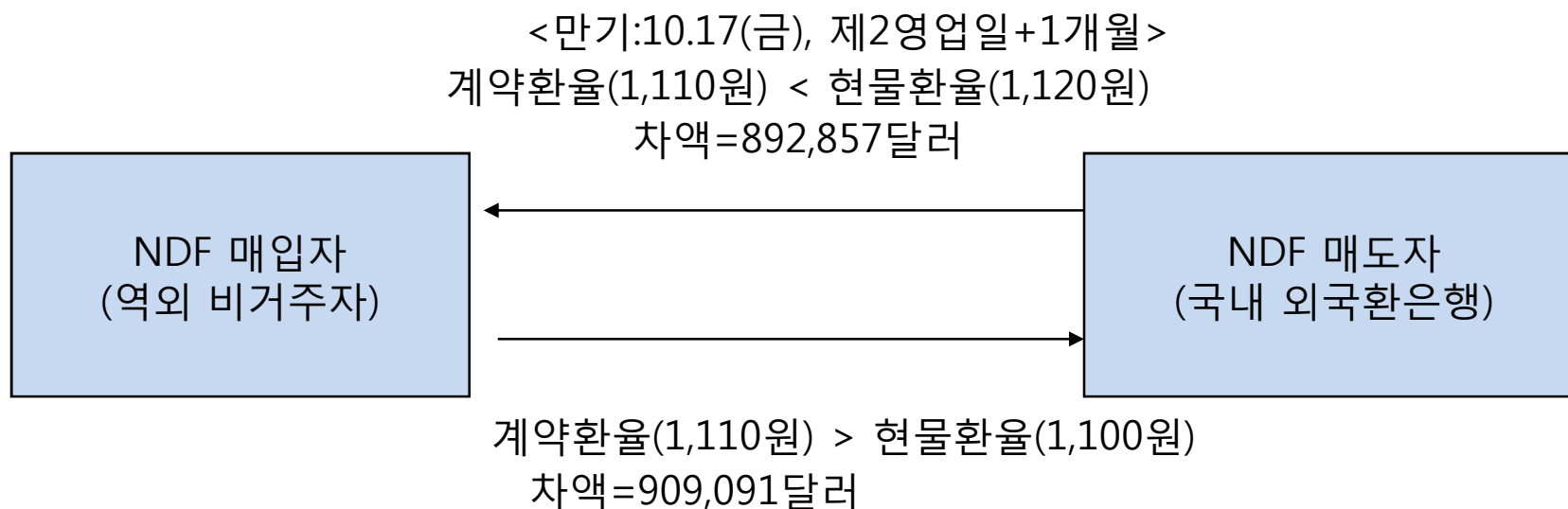


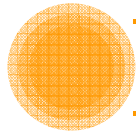


참고: NDF 거래 예시

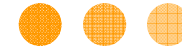


- 2008.9.12(금) : 국내 주식에 투자한 외국인이 환헤지를 위해 싱가포르 소재 Citi은행과 선물환매입 계약을 체결 (싱가포르 소재 Citi은행의 선물환 매도)
- 싱가포르 Citi은행이 국내 외국환은행과 NDF매입 계약 체결
 - 계약가격:1,110원, 만기:1개월, 금액: 1억달러
- 1개월 후 환율: 1,120 vs. 1,100



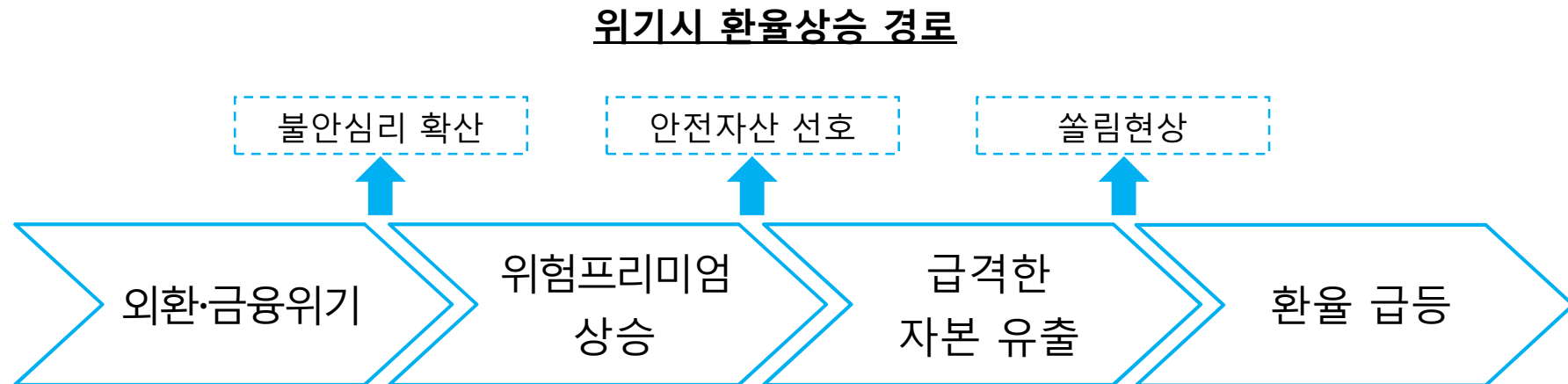


2. 환율변동 이론과 실제



⑤ 외환 및 금융위기시 환율

- 위기시 환율은 경제펀더멘털에 의해 움직이기 보다는 비정상적으로 급등
 - 안전자산 선호 및 쏠림현상(herd behavior) 확대
 - 환율기대나 뉴스(news) 등에 과민반응





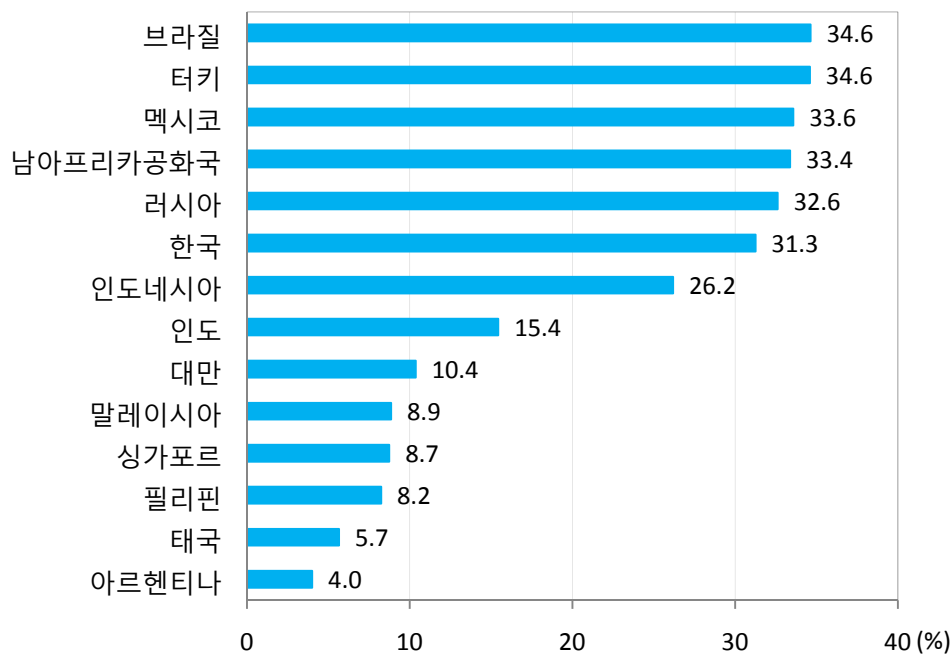
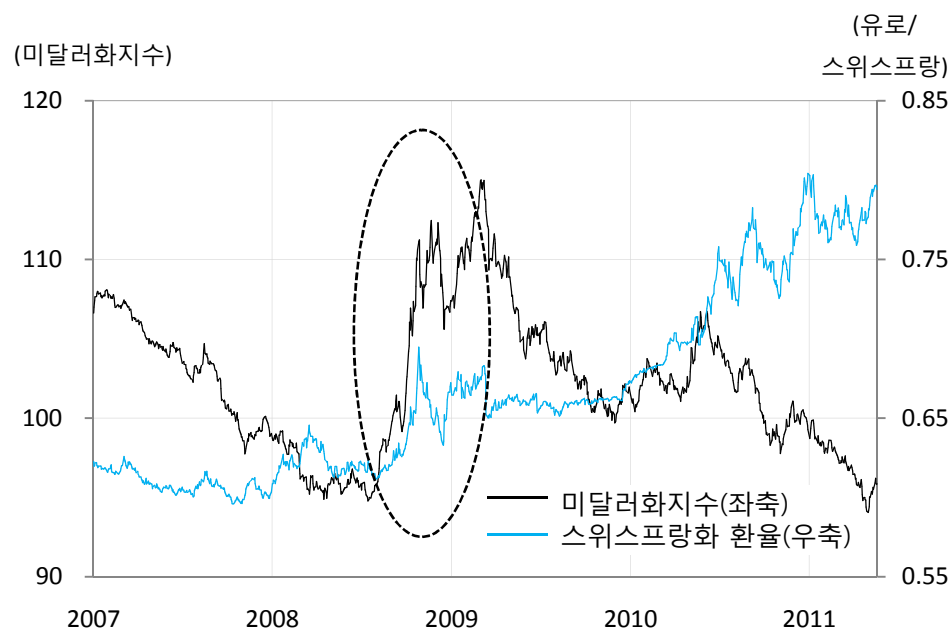
2. 환율변동 이론과 실제

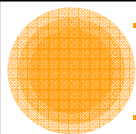


⑤ 외환 및 금융위기시 환율 (계속)

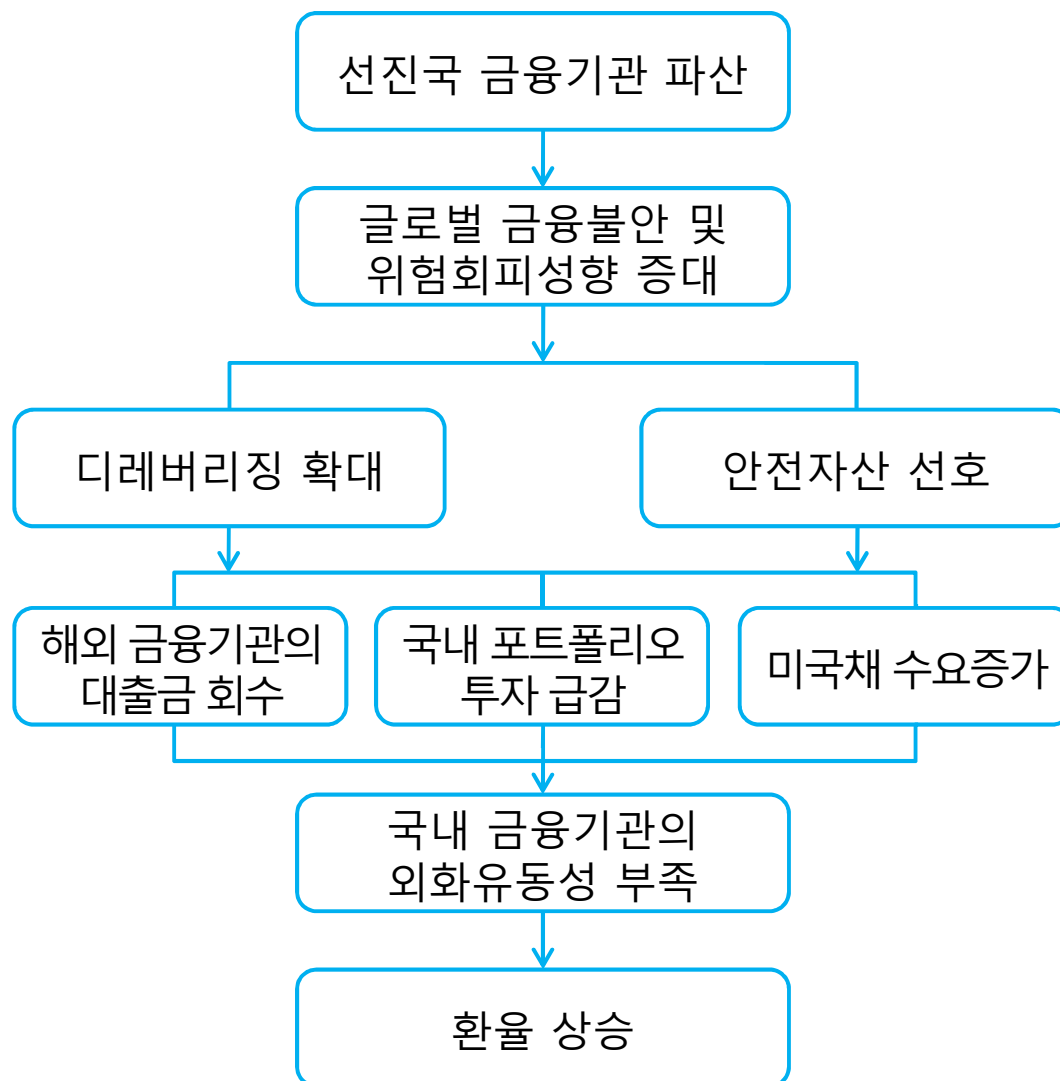
- 글로벌 금융위기 진원지인 미국은 미달러화가 6개월간 강세
- 신흥국 통화 들은 대부분 큰 폭의 약세 시현

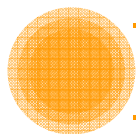
글로벌 금융위기 이후 주요국 환율변동



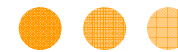


참고: 글로벌 금융위기시 환율상승 과정





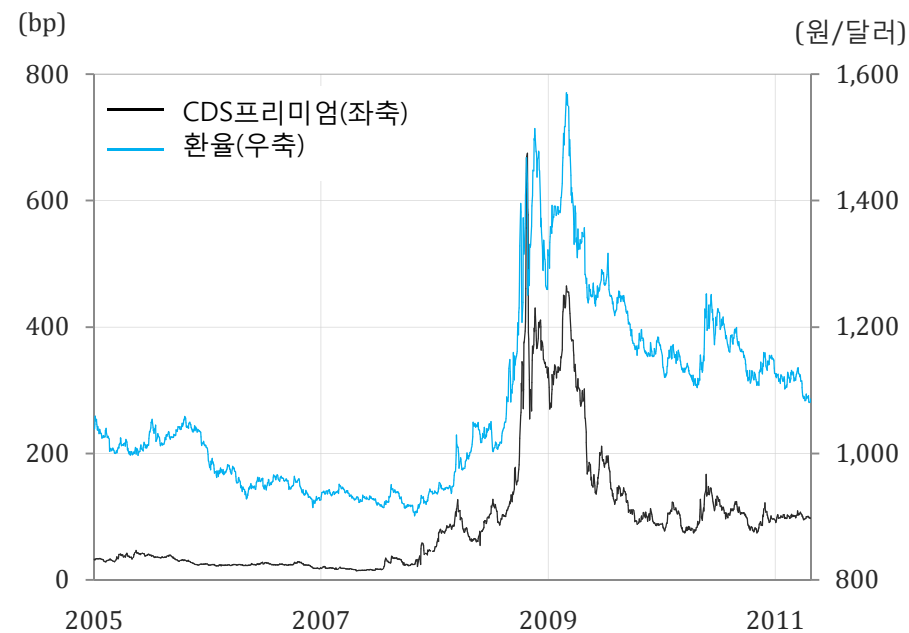
2. 환율변동 이론과 실제

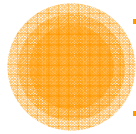


⑤ 외환 및 금융위기시 환율 (계속)

- 위기시에는 위험지표 등 다양한 시장지표들이 환율과 동반하여 변동
 - 예: CDS프리미엄, 차입가산금리, 국채금리, VIX 등

외평채가산금리, CDS프리미엄 및 원/달러환율

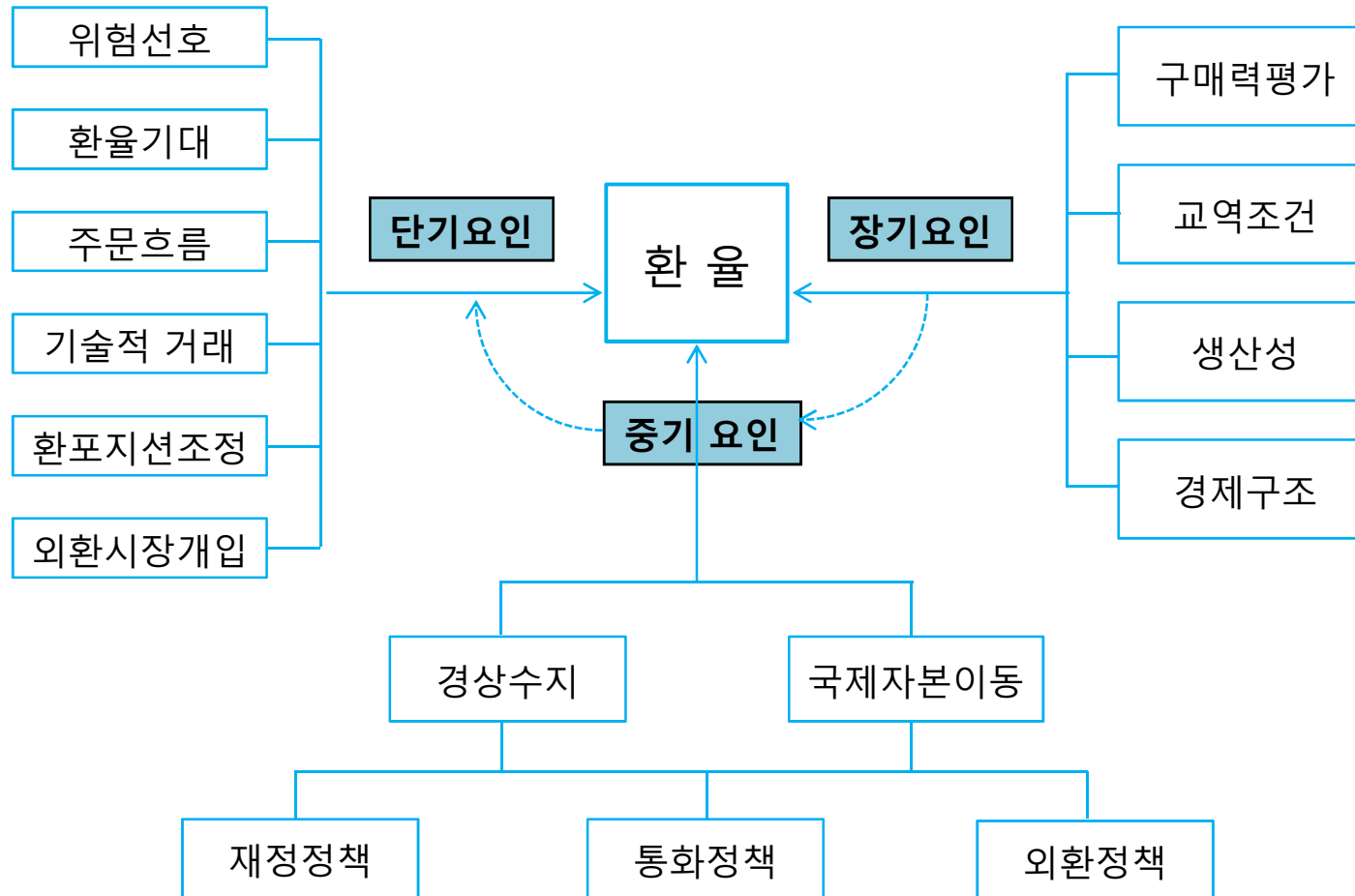




2. 환율변동 이론과 실제



- 환율변동 요인은 **장기, 중기 및 단기**로 대별



목 차

I. 외환시장

1. 서울외환시장의 구조
2. 외환거래 종류

II. 환율

1. 환율의 개념, 종류 및 영향
2. 환율변동 이론과 실제

III. 환율 예측

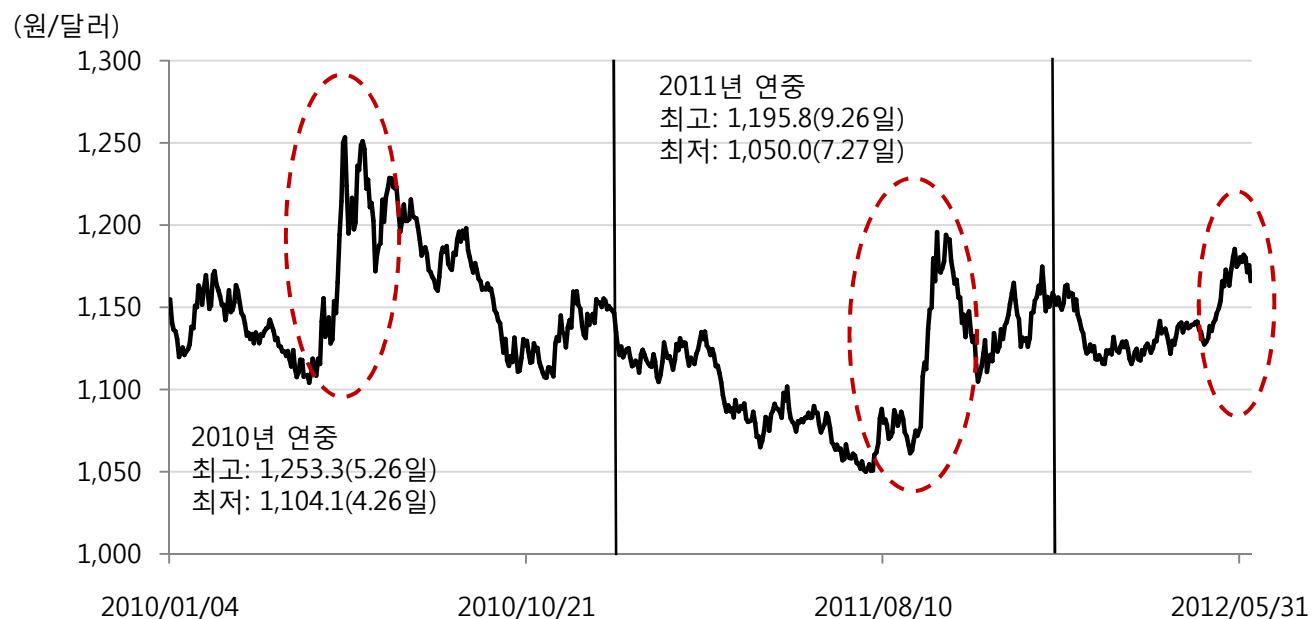


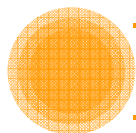
III . 환율 예측



- 글로벌 금융위기 이후 원/달러환율은 우리나라의 상대적으로 양호한 경제 펀더멘털과 외환공급 우위 지속으로 대체로 하향 안정세
 - 단, 유럽재정위기의 진전상황에 따라 단기 변동성이 확대되는 모습

원/달러환율 추이





III . 환율 예측



- 2012년중에도 원/달러환율은 대체로 하락압력이 우세할 것으로 전망
 - 다만 유럽재정위기 확산 및 지정학적 리스크 부각 등으로 단기적 원화 약세 및 환율변동성 확대 가능성이 있음에 유의

주요 요인별 전망 및 환율 영향

주요 요인	전 망	환율 영향
외환순공급	- 경상수지 흑자 및 채권투자자금유입 지속 예상 (경상수지 전망: 2012년 130억달러)	원화 강세
국내 물가	- 3%대 초반 예상(CPI 전망: 2012년 3.3%)	원화 강세
유럽재정위기	- 국채만기 도래 이후 점차 안정 예상 - 국제금융시장의 위험선호 증가	약세 후 강세 전환
선진국 경기	- 유럽재정위기 영향 등으로 회복세가 약화 (저금리기조 유지예상)	원화 강세
지정학적 리스크	- 북한 이슈 - 미국의 이란제재 등	원화 약세 변동성 확대 요인

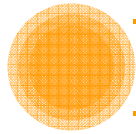


III . 환율 예측



주요 투자은행의 2012년 원/달러환율 전망

	전망일 (당시환율)	'12.3월말 (3개월후)	6월말 (6개월후)	9월말 (9개월후)	12월말 (12개월후)	비 고
Morgan Stanley	2011.12.15 (1,163)	1,170	1,190	1,145	1,100	약세 후 강세
J.P Morgan	12.16 (1,159)	1,120	1,080	1,060	1,040	강세 지속
Citigroup	12.16 (1,159)	1,140	1,145	1,120	1,100	강세 → 약세 → 강세
Goldman Sachs	12.16 (1,159)	1,180	1,080	..	1,040	약세 후 강세
Deutsche Bank	12.16 (1,159)	1,130	1,100	1,100	1,080	강세 지속



III . 환율 예측



Having endeavored to forecast exchange rates for more than half a century, I have understandably developed significant humility about my ability in this area

-Alan Greenspan 2001

There seem to be substantial and often persistent movements in exchange rates which are largely unexplained by macroeconomic fundamentals.

- Frankel and Rose, 1995

Market participants disregarded fundamental economic conditions in emerging economies and instead acted as a herd.

-Eduardo Borensztein and R. Gaston Gelos, 2001

외환시장에는 환율의 상승요인과 하락요인이 항상 혼재되어 있고 장기적인 요인과 단기적인 요인도 서로 복잡하게 얽혀 있다. 또한 나라마다 특정 요인이 환율에 미치는 영향이 다르고 한 나라에 있어서도 시기별로 그 영향이 차이를 보이기도 한다.

- 이승호, 2012

강사 소개

이 승 호

[학력]

1989년 연세대학교 경영학과(84학번) 졸업
1996년 美 American Univ. 경제학 박사

[주요 경력]

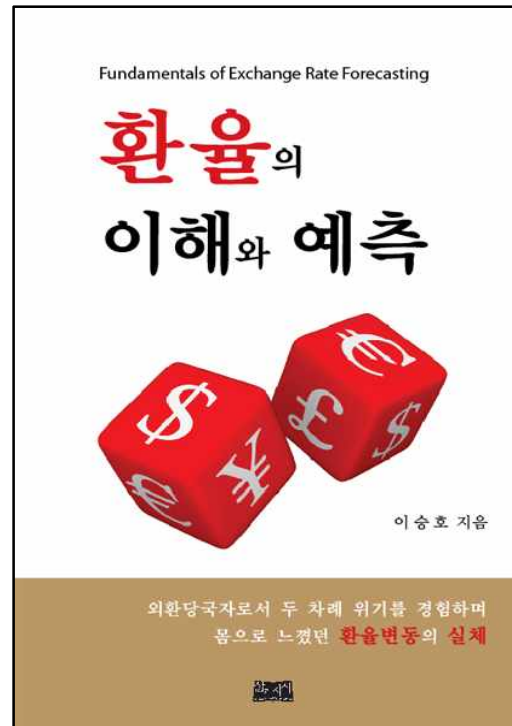
➤ **한국은행, 1989.1~2010.12**

조사제2부 금융통계과 (1989~1992)
금융경제연구소 국제금융팀 (1995~1998)
조사부 국제경제실 (1998~1999)
국제국 외환연구팀 (1999~2002)
국제국 외환시장팀 (2002~2005)
국제국 국제기획팀 (2009~2010)

➤ **IMF, 2006.1~2009.1**

Asia & Pacific Dept., Senior Economist

➤ **자본시장연구원, 연구위원, 2011.1~현재**



제1장 총 설

제2장 물가와 환율

제3장 국제수지와 환율

제4장 통화와 환율

제5장 재정정책과 환율


제6장 균형환율

제7장 외환시장개입

제8장 외환파생상품거래와 환율

제9장 외환 금융 위기와 환율

제10장 기대, 미시적정보 및 기술적분석



Q & A

