

제7부 현물환율결정이론

2007

환율결정이론

- 환율이 어떤 요인에 의해서 어떻게 결정되는가를 체계적으로 규명하기 위한 이론
- 전통적 이론
 - 국제대차설
 - 구매력 평가이론
 - 환심리설
- 경상수지접근모형
 - 탄력성접근모형
 - 총지출접근모형
- 자산시장접근모형
 - 통화론적 접근모형
 - 포트폴리오 균형모형
 - 통화자산모형
 - 뉴스모형

국제대차설(외환수급설)

- 외환이라는 상품의 가격인 환율은 외환의 수요와 공급에 의해 결정되며 이 수요와 공급은 국제대차관계에 의해 결정
- 국제수지설 이라고도 함
- 1755년 칸띠용(Cantillon)이 처음 주장, 고센(Goschen)에 의해 체계화 됨
- 외환시세 - 외환시장에서 외환의 수급에 의해 결정
- 외환수급의 변화 - 국제간의 대차관계를 결제하고자 하기 때문에 발생

구매력평가이론(PPPT:Purchasing Power Parity Theory)

- 교환하려는 양국간 통화의 환율은 양국화폐의 국내구매력의 비율, 즉 자국화폐의 국내구매력과 이국화폐가 자국에서 가지는 구매력과 의 비율에 의하여 결정된다는 이론
- 환율은 양국통화의 구매력비율변화에 의하여 변동. 즉, 인플레이션의 차이와 동일
- 이 이론은 일물일가의 법칙(the law of one price)에서 출발하여 절대구매력평가이론과 상대구매력평가이론으로 발전

절대구매력평가설

- 균형환율을 외국의 물가수준에 대한 자국의 물가수준의 비율을 나타내는 것을 절대구매력평가설이라함
- ¥/Q:Q 상품의 한국내 가격(예:15만원)
U\$/Q:Q의 미국내 가격(예:\$100)
균형환율¥/U\$=1,500
- Q를 전상품과 서비스로 확대하면 물가수준
환율=한국의 물가수준/미국의 물가수준
즉, 절대구매력평가설에 입각한 균형환율은 외국물가수준
에 대한 자국 물가수준의 비율로 나타낼 수 있음

빅맥지수 Big Mc Index

- 이코노미스트지는 1986년 이래로 각국의 빅맥가격을 조사하여 구매력평가설에 입각한 균형가격 산출
- 미국의 빅맥가격이 한 개 당 2달러, 한국의 빅맥가격 3,000이라면 빅맥지수는 1,500
- 즉, 미달러당 1,500원이 빅맥가격으로 본 균형환율

카페라떼지수

- 빅맥이 세계적으로 판매량이 위축되고 가격 할인에 나서면서 더 이상기준재화로 적당하지 못하다는 지적이 일면서, 스타벅스 커피 가운데 가장 많이 팔리는 카페라떼를 새로운 기준으로 한 경제지표



상대구매력평가설

- 상대구매력평가설은 양국의 물가변동 비율이 환율변동율을 결정한다는 이론. 즉, 초기의 균형환율을 기준으로 인플레이션의 효과를 적용하여 비교 시점의 균형환율을 계산
- T시점의 균형환율=0시점의 균형환율x한국의물가지수/미국의 물가지수
- 또는 t시점의 균형환율=0시점의 균형환율x(1+자국물가변동율/1+상대물가변동율)

구매력평가설 적용 예

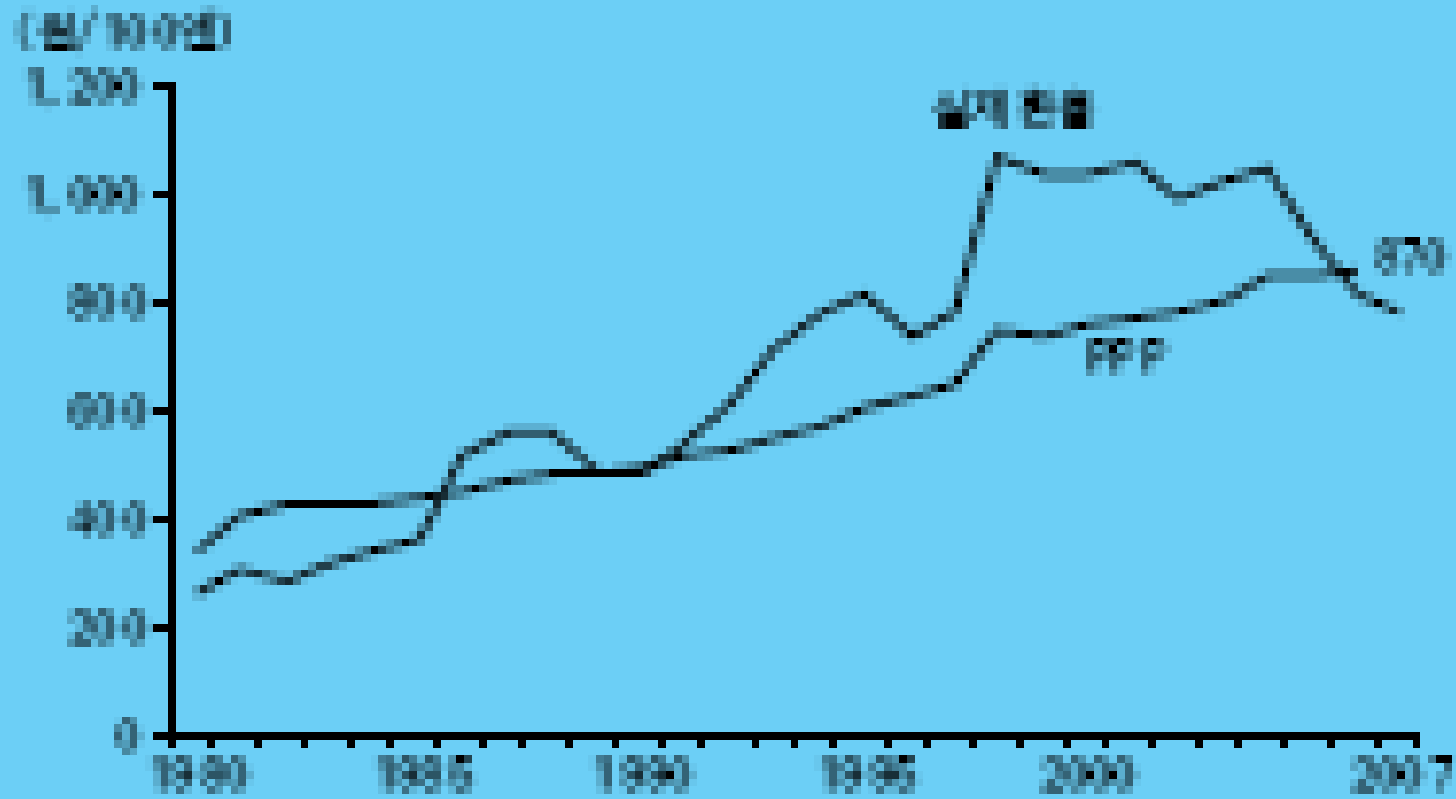
- 어느 상품 비스킷의 가격이 아래와 같다
- 1995:한국8만원, 미국100달러, 환율 1:800
- 1996년:한국물가 7%상승, 미국물가 4%상승
- 1995년 환율이 균형환율이라면 1996년의 균형환율은?

- 1980년 미달러의 원화가격의 균형환율이 580이고, 1980년 기준으로 1990년의 한국 물가지수가 210, 미국의 물가지수가 140일 때 1990년의 균형환율은

-

- 1995년말 미달러에 대한 원화가격의 균형환율이 800이라고 가정하자. 한국의 물가지수는 1990년 기준으로 1995년 말에 137, 1996년말에 146이다. 미국의 물가지수는 1982년 기준으로 1995년에 153, 1996년말에 160이다. 이 때 1996년 말의 구매력평가설에 입각한 균형환율은 얼마인가

그림 6) 원/엔 구매력평가 환율(FPP)과 실제환율 추이



주 : FPP는 한일양국 무역수지가 균형을 이룰 때의 환율(100달러를 기준으로 할 때)을 기준으로 한 구매력평가 환율임.

구매력평가설의 문제점

- 가정의 비현실성, 국가간의 완전한 자유무역
- 물가지수 산정을 위한 대상 상품의 결정도 변수
- 상대구매력평가설에서 기준연도 설정에 문제
- 기준국가 선택에도 문제

환 심리설

- 환율은 외환의 수급에 의하여 결정되지만 외환의 수급은 각 경제주체가 지니는 외국통화에 대한 심리적 평가에 의하여 결정
- 아프탈리웅 주장

탄력성 접근모형

- 환율은 국제수지 변동에 의하여 결정
- J-CURVE 효과: 환율이 평가절하 되는 경우 일시적으로 국제수지가 악화되었다가 시간이 지남에 따라 개선되는 효과
- 마샬-러너 조건: 평가절하를 실시할 때 국제수지가 개선되기 위해서는 양국의 수입수요의 가격탄력성의 합이 1보다 커야 한다

총지출 접근모형

- 총지출이 경상수지와 환율을 결정. 국민총생산 중 국내 총지출에 의해서 흡수 되지 않는 부분이 흑자가 되고, 국민총생산을 초과하는 국내총지출이 경상수지 적자로 나타남
- 국제수지 중 경상수지만 대상으로 함
- 주창자: 알렉산더

통화적 접근방법

- 자산시장 접근방법의 관점에서 보면 환율은 양국 통화의 상대가격. 국제적 자산의 공급과 수요를 균형상태로 이끌도록 환율이 조정
- 통화적 접근방법은 장기환율의 결정이론으로 환율은 외환시장 뿐만 아니라 금융시장을 포함한 모든 시장이 균형을 이루는 일반균형에 의해 결정, 특히 화폐공급과 실질화폐수요에 의해 결정

포트폴리오 균형모형

- 구매력 평가이론, 자본의 완전이동성 등을 가정
- 채권의 불완전 대체성 가정
- 국내통화량, 국내채권, 해외채권이 부의 구성요소로 보고 이 세 구성요소간의 균형과정에서 환율이 결정
- 즉 환율은 국내외 증권의 상대적 공급으로 결정

통합자산 모형

- 환율의 결정에 대한 통화론적 접근모형과 포트폴리오 균형모형을 통합하고 조정한 절충모형

뉴스모형

- 외환의 가격인 환율도 일종의 금융자산이라고 볼 수 있기 때문에 미래가치에 대한 기대를 반영하여 결정
- 정책예상효과모형, 물가예상효과모형

기대이론(Expectation Theory)

- 특정 통화에 대한 강세 또는 약세에 대한 예상에 의해 해당 통화의 수급에 영향을 주며 이것이 환율 결정에 영향을 줌
- 현재의 선물환율은 장래 선물환 계약 만료시점의 현물환율 예측치와 동일하게 된다는 이론
- 즉, 현물환율과 선물환율의 차이=양국의 예상물가변동률 차이=예상현물환율의 차이의 관계가 있다는 것

환율의 예측

- 기본적 분석

환율변동결정에 영향을 주는 여러 요인들을 바탕으로 적정환율을 도출하고 이를 현재의 시장환율과 비교분석하는 것. 장기적인 전망에 대한 예측에 비교적 유리

- 기술적 분석

적정환율의 결정에 관한 분석이 아니라 과거나 현재의 환율변동을 분석하여 어떤 특징을 찾아내고 미래의 환율변화를 예측하고자 하는 것. 단기적인 변화를 예측하는데 유용

기본적 환율예측방법

- 환율변동의 기본적 요인들을 토대로 다양한 방법을 사용해서 환율변동을 예측하는 것
 - (1) 환율결정이론에 의한 예측
 - (2) 시계열분석에 의한 예측
 - (3) 주관적 판단에 의한 예측

환율예측/기술적분석

- 기술적 분석이란 환율이 모든 복합요소를 반영한 결과라는 가정에서 출발하여 환율 그 자체를 분석함으로써 미래의 환율변동을 예측하려는 분석을 말한다.
- 기술적 분석의 장점은 환율이 본질가치 즉 내재가치에 의해 결정된다는 기본적 분석의 가정과는 달리 심리적 요인 등 근본적 분석에서 수치화하기 힘든 요인을 복합적으로 파악할 수 있다는데 있다.
- 그러나 기술적 분석은 과거의 추세, 패턴이 미래에도 반복한다는 비현실적인 가정과 분석가의 주관에 따라 상이한 분석이 나올 수 있는 비객관성, 시장변화의 원인에 대한 분석의 어려움이 존재한다.

기술적 분석의 기본원리

시장의 움직임에는 모든 정보가 반영되어 있다.
(Market action discounts everything)

가격은 추세를 가지고 움직인다.
(Prices move in trends)

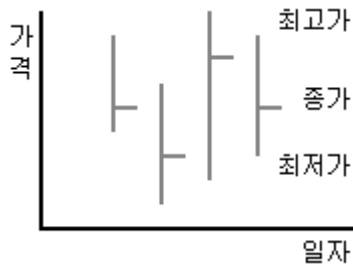
역사는 반복된다.
(History repeats itself)

선 차트



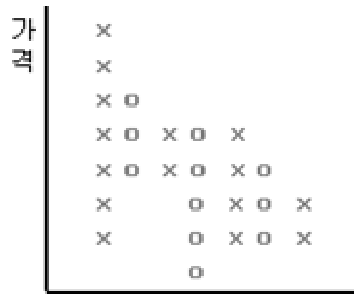
- 하루중의 시장가격 움직임은 무시하고 매일의 종가만을 나타내어 꺾은선 그래프처럼 그린 차트로 단순히 시장가격의 동향만을 알 수 있어 간단명료하다는 점 이외에는 구체적인 정보를 제공하지 못한다

봉차트



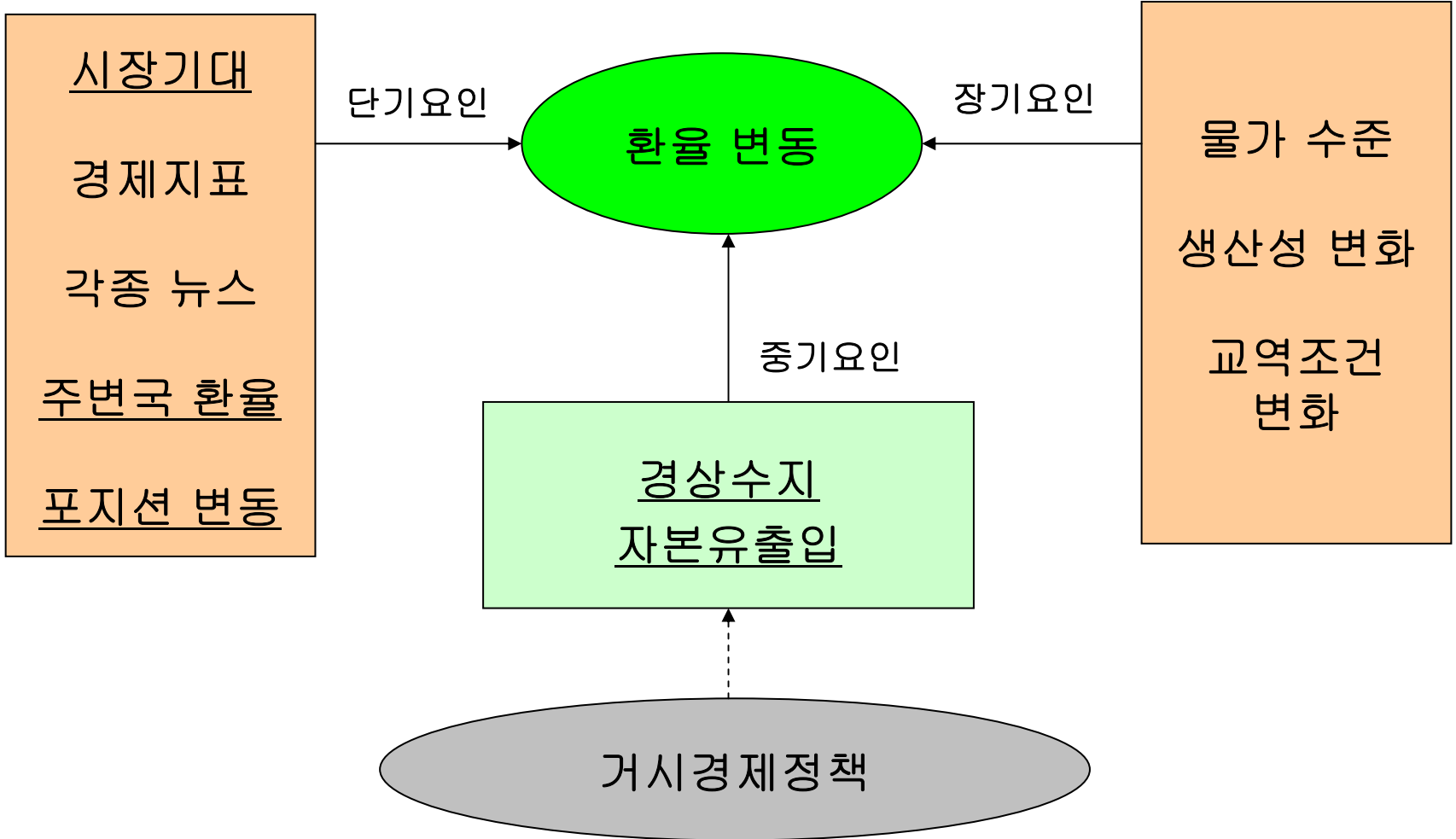
- 가장 보편적인 차트로 옆그림처럼 하루중의 최고가와 최저가를 한 줄에 표시하여 상하로 잇고 그날의 종가(closing price)를 오른쪽의 짧은 가로막대로 표시한다.
종가차트와 바차트의 중요한 차이점은 갭 (gap)이 바차트에는 나타나기 때문에 갭분석에 유용하다는 것이다

점도차트



- 시간의 흐름은 전혀 무시하고 오로지 시장가격의 움직임이 상승인지 하락인지에만 중점을 두는 차트이다. 시장가격이 상승하면 X표로 표시하고 하락하면 O표로 나타낸다. 만약 시장가격이 상승이나 하락을 계속하면 X축 좌표를 오른쪽으로 옮기지 않고 오직 그 줄에서만 O표나 X표를 계속 해서 기입한다. 따라서 극단적으로 한달동안 계속 상승했다면 한달동안 단지 X표 한 줄만 표시될 것이다. 이 차트는 장기적 추세 흐름을 분석하기보다는 단기적인 시세차익을 위한 거래 분석에 적합하다

환율 변동 요인



환율의 변동요인

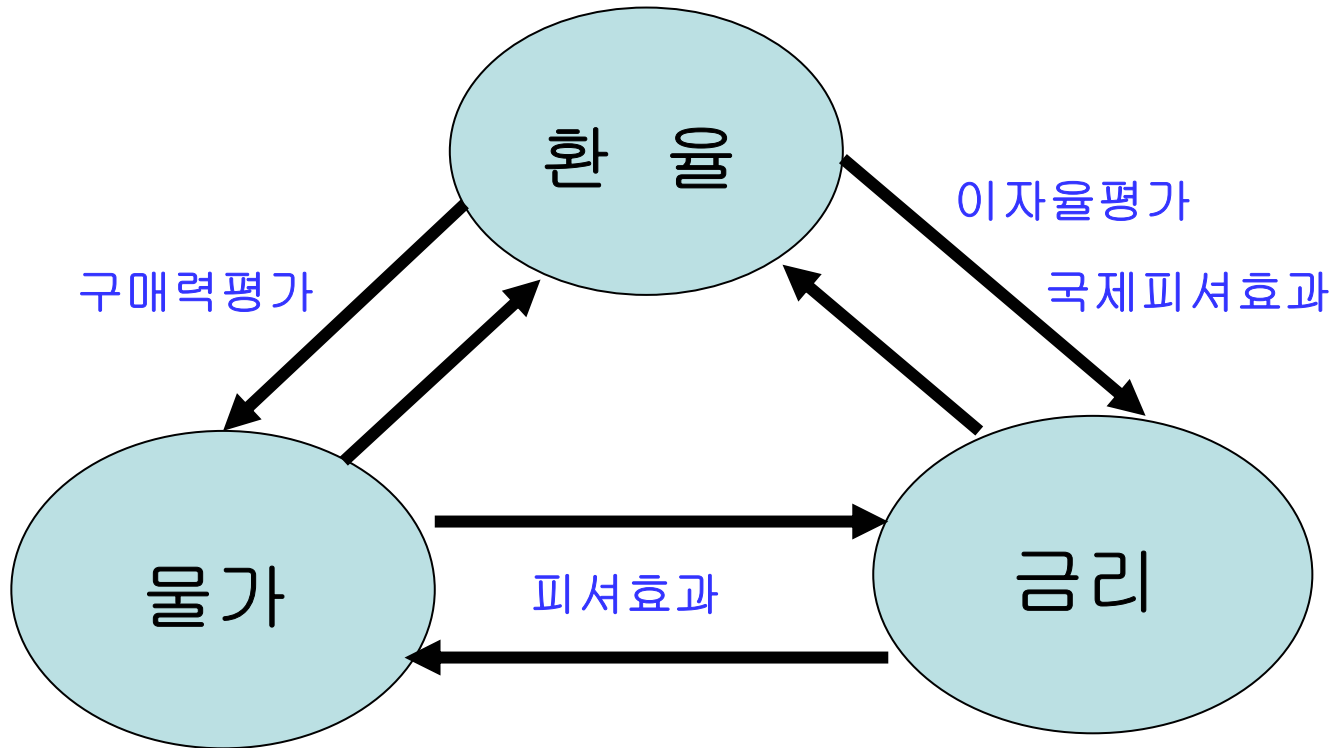
거시변수	변동	환율	시황
물가	상승	상승	물가가 상승하면 원화가치 하락으로 환율이 상승
	하락	하락	반대로 물가가 하락하면 환율이 하락
경제성장율	상승	하락	성장율이 상승하면 경쟁력 상승으로 원화가치 상승
	하락	상승	경제성장율 하락은 원화가치 하락으로 환율상승
금리	인상	하락	원화에 대한 수요증가로 원화가치 상승
	인하	상승	원화가치 하락으로 환율은 상승
통화량	증가	상승	원화의 공급증가로 원화가치 하락, 환율은 상승
	감소	하락	원화의 공급감소는 바로 원화가치상승, 환율은 하락
무역수지	증가	하락	무역수지증가는 달러공급이 증가, 원화는 강세
	감소	상승	무역수지 감소로 달러공급 감소, 이는 원화 약세
외국인 투자 자금	유입	하락	자금유입으로 원화수요가 증대, 이는 원화 강세
	유출	상승	자금의 유출로 원화가치 하락, 환율이 상승

원화강세=원화가치상승=원화평가절상=환율하락(달러 대비 교환비율이 낮아짐)

환율의 변동요인

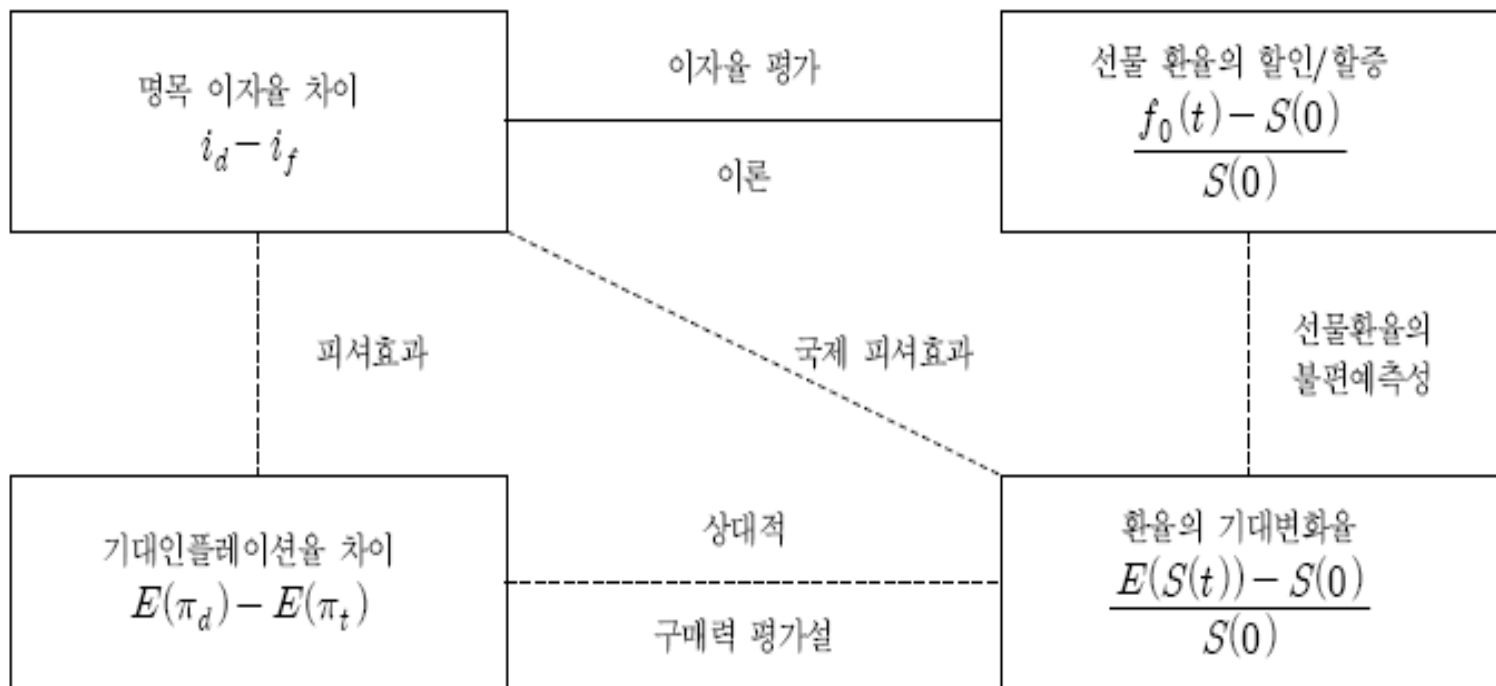
- 경제적 요인
- INFLATION: 구매력 평가설에 의하면 상대적으로 높은 인플레이션은 그 나라 통화를 약세화 시키는 요인이 됨
- 국제수지: 국제수지 흑자가 커지면 나라 통화는 강세를 보임
- 경제성장률: 경제성장률이 높아지면 그 나라 통화는 강세를 보임
- 석유가: 산유국의 통화는 강세인 반면 비산유국의 통화는 약세를 보임
- 금리 : 금리가 높은 통화가 금리가 낮은 통화에 비하여 통화가치가 상승. 그 이유는 높은 금리를 받기 위하여 고금리 통화에 대한 수요가 증가하여 가격이 상승
- 통화량 : 통화량이 증가하면 해당 통화 약세요인
- 실업률 : 실업률이 높으면 경기부양을 위하여 통화량을 증가시키거나 금리를 인하시킬 가능성이 높아지므로 통화가치가 하락함
-
-
- 정치적 요인
- 정치적, 경제적 정세가 불안한 때는 해당국의 통화를 기피하여 다른 안정된 통화로 투자대상을 바꾸려는 투자자들 때문에 해당통화의 약세요인이 됨
- 굽직한 정치적 사건이 있게 되면 통상 안정된 통화(SAFE HAVEN이라 함)를 선호하여 미국달러는 강세를 나타낸다
-
-
- 기술적 요인
- 환율은 환율의 움직임 자체의 작용에 따라 어떤 추세를 형성하면서 변화
- 경제적, 정치적 요인과는 무관 함
-
-
- 중앙은행의 정책
- 환율의 급등한 변동으로부터 자국화를 보호하기 위함
- 중앙은행이 시장에 직접 개입하거나 금융통제 수단으로 기준율, 할인율 등의 정책을 사용
- 은행의 시장 개입시 단기적으로 강력한 힘 발휘
-
-
- 시장 참가자들의 예측과 기대
- 시장참가 자들은 환율에 영향을 미치는 각종 경제지표등을 미리 예측하여 거래를 하게 됨
- 권위있는 Economist들의 예측은 환율 변동에 중대한 영향.
- 자본의 흐름: 금리차와 밀접한 관계가 있으며 단기적으로 환율에 영향을 미침
-

환율, 물가, 금리간의 평가관계



두 나라간 금리차이 = 두 나라간 환율변동기대치

<그림 4-1> 환율, 물가 및 금리간의 평가관계



π

만기시점 까지 물가 상승율

피셔효과

- 시중금리와 인플레이션 기대심리와의 관계를 말해주는 이론으로, 시중의 명목금리는 실질금리와 예상 인플레이션율의 합계와 같다는 것을 말한다.

예를 들어 시중의 명목금리가 14%라고 할 때 예상되는 인플레이션율이 연 7%라고 하면 실질금리는 7%에 해당한다고 말할 수 있다.

즉 시중의 명목금리가 상승한다고 할 때 그 원인은 실질금리의 상승 때문일 수도 있고 앞으로 인플레이션율이 높아질 것이라는 예상 때문에 그렇게 될 수도 있다.

따라서 인플레이션 기대심리를 자극하지 않는 범위내에서 통화를 신축적으로 운용하면 실질금리의 하락을 통한 시중 명목금리의 하락을 가져올 수 있다

피셔효과(Fisher Effect)

- (전제조건)

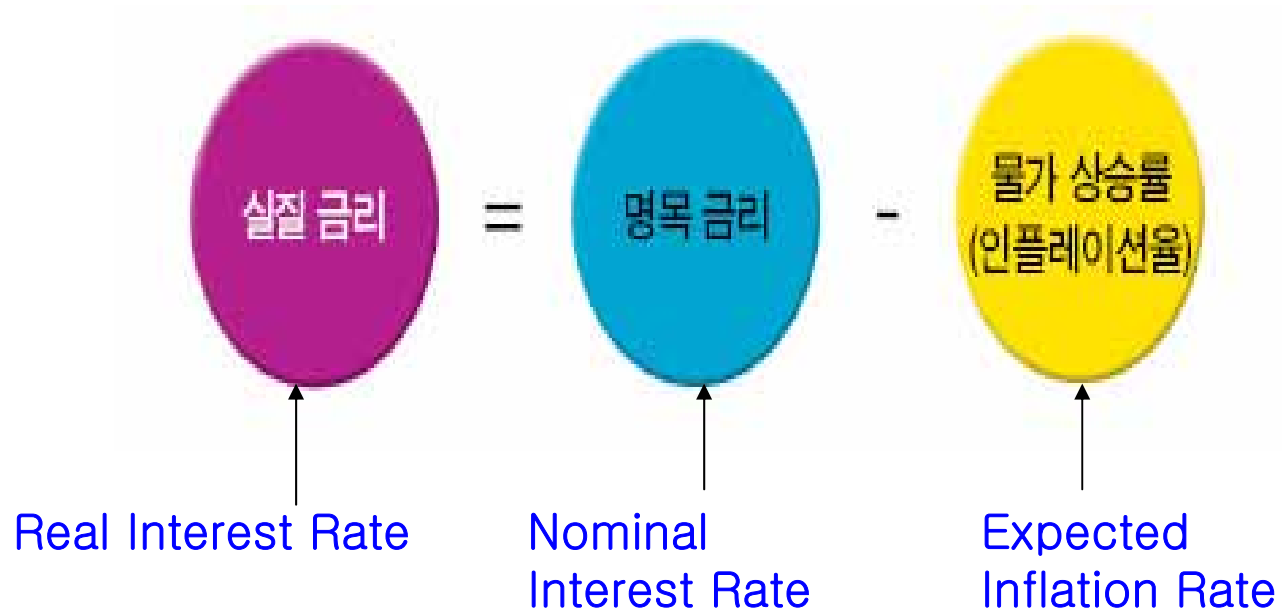
명목이자율이 실질이자율과 예상물가 상승율을 반영하고 있다→

투자자는 명목이자율이 물가 상승율(인플레이)의 예상 상승율을 보상할 수 있을 만큼 충분히 높을 때 금융자산에 투자하게 된다

피셔효과 (1)

어떤 주어진 시점의 명목이자율은 실질이자율과 만기시점까지의 물가 상승율을 감안한 기대의 합과 같을 때 균형을 이룬다

실질금리 vs 명목금리



구매력평가이론(PPPT:Purchasing Power Parity Theory)

- 교환하려는 양국간 통화의 환율은 양국화폐의 국내구매력의 비율, 즉 자국화폐의 국내구매력과 이국화폐가 자국에서 가지는 구매력과 의 비율에 의하여 결정된다는 이론
- 환율은 양국통화의 구매력비율변화에 의하여 변동. 즉, 인플레이션의 차이와 동일
- 이 이론은 일물일가의 법칙(the law of one price)에서 출발하여 절대구매력평가이론과 상대구매력평가이론으로 발전

국제피셔효과(international fisher effect)

- 양국간의 금리격차와 환율의 기대변동율과의 관계를 설명.
- 두 나라의 금리차이는 두 나라 통화간의 예측되는 환율 변동과 같다는 것을 나타낸다. 이 효과에 의해 투자자들은 예상되는 환율변동을 충분히 상쇄할 만한 높은 이자율이 보상되지 않는 한 평가절하된 통화에 투자하지 않는다는 것.
- 국제피셔효과란 어느 두 국가간의 현물환율은 두 나라간의 명목이자율의 차이와 똑같은 양만큼 변하지만 서로 다른 방향으로 변화한다는 이론.

국제피셔효과의 예

- 예를 들어, 일정 시점에서 한국 금리가 미국 금리보다 5% 높아진다면,-----→
- 원화는 미국 달러화에 대해 5% 절하되며, 현재 환율이 달러당 1,200원이라면 향후 1,260원으로 원화가 5% 떨어지게 된다.
- 원화 증권에 투자한 미국 투자자들은 만기시에 원화증권의 원리금을 달러로 전환할 때 예상되는 절하폭을 그만큼 높은 금리로 상쇄하고자 할 것이기 때문이다.
- 즉, 금리 면에서 원화가 달러화에 비해 유리한 경우
환율 면에서 원화가 달러화에 비해 같은 크기로 불리할 것으로 예상
돼야 시장이 균형을 이룰 수 있다는 것이다. 대부분 환율예측모델에
는 상대국의 금리변수가 포함돼 있다.