

Economist 유신익

02) 3787-2186

sinik@hmcib.com

Jr. Analyst 최진호

02) 3787-2514

jh.choi@hmcib.com

FX saddle point: 원高/엔低 현상에 대한 미시구조적 요인과 단기 환율 전망

- 통상적으로 원화와 엔화가 상호 결합 포지션(long and short)의 대상이 되는 통화
- 2012년에 일본계 은행에서 미국계 및 유럽계 은행으로 방출된 엔화 베이스(based) 대출 금액과 추가 캐리 트레이드 자금이 이어지면서(유럽계/미국계 은행의 총대출 금액: 20조 달러) 캐리 트레이드 증대 및 위험 통화의 강세 현상이 강화
- 현재 '인수위의 환율 방어 발언' 및 토빈세 도입을 통한 외화자금 유출입 제한 등의 경계감이 존재하지만, 신흥국 통화가치의 추세 전환은 당분간 이어질 가능성이 큼. 단기적인(1~3개월)으로, 원/달러 환율은 1,035~1,065원 내외, 엔/달러 환율은 86~95엔 전망

원高/엔低 현상의 구조적 원인과 단기 환율 전망

최근 원화 강세/엔화 약세의 흐름이 지속되면서, 시장의 우려가 확대되고 있다. (1월 14일 종가 기준 1056.10원/달러, 89.62엔/달러) 원화 강세의 흐름이 촉발된 것에 대한 거시적 이유를 살펴보면 다음과 같다.

한국 경상수지 대규모 흑자세는 2008년 이후 최근까지도 지속되었다. (2008년 1월~2012년 12월 평균: 22억 달러, 2012년 12월말 기준: 68억 달러) 특히 2012년에는 한국 채권의 신용등급 상향(2012년 9월 14일 S&P: A 등급 → A+ 등급)으로 외평채 가산금리도 꾸준히 하향되었다. (2013년 1월 14일, 외평채 5년 기준: 104bp)

상기의 거시적 원화 강세 요인이 지속되었음에도 불구하고, 2012년 동안에는 안전자산 선호 현상 강화 및 국내 외환 당국의 개입경계감 등으로 원/달러 환율은 연평균 1126.75원/달러를 기록하였다. 즉, 거시적 요인의 원화 강세 요인은 2012년과 2013년 모두 동일한 상황이지만, 2013년에 들어서면서 미시적 요인(더욱 정확히 미시 구조적 요인)이 변모하면서 원/달러 환율 하락세가 가팔라지는 것이다.

특히 최근의 일본 아베 신정권의 강한 경기 부양 의지가 천명되면서(2013년 1월 12일 기준 경제 부양규모: 20조엔), 엔/달러 환율 상승이 원화 강세를 더욱 부추기고 있다. 통상적으로 글로벌 달러들의 입장에서, 원화와 엔화가 상호 결합 포지션(long and short)의 대상이 되는 통화이다. 즉 2012년과는 달리, 2013년 들어 엔/달러 환율의 상승세가 가속화되면서 엔화 가치의 방향성이 뚜렷해지자, 원화 역시 반대의 방향성(원화 long/엔화 short)이 확고해진 것이다.

한편, 2012년에 일본계 은행에서 미국계 및 유럽계 은행으로 방출된 엔화 베이스(based) 대출 금액은 1조 9,734억(2012년 6월말 기준)달러로 추산된다. 동 금액이 엔 캐리 트레이드의 근간이 되는 것이라고 전제한다면, 동 금액을 통한 추가 캐리 트레이드 자금은 20조 6,084억 달러로 추산된다.(유럽계 은행의 대출 금액: 17조 3,980억 달러, 미국계 은행의 대출 금액: 3조 2,104억 달러) 즉, 이미 2012년에 엔화가 대규모로 글로벌 은행에 방출되었음에도 불구하고, '유럽의 재정 위기 지속' 및 '신흥국 경제 지표의 악화' 등으로 캐리 트레이드 증대 및 위험 통화의 강세 현상이 미진했던 것이다.

하지만 2013년에는 ‘유럽의 재정 위기 지속’ 및 ‘신흥국 경제 지표의 악화’의 현상이 반대로 전환되면서, 엔화 약세를 부추기고 있다. 또한 최근 미국채 수익률의 상승세가 지속(1월 14일 기준 1.87%)되고, 엔 리보(3개월물) 금리(1월 14일 기준 0.1721%)는 꾸준히 하향 안정화되면서, 엔화를 중심으로 한 캐리 트레이드의 증대 및 미국채 자산에 대한 선호 감소 현상 등이 동시에 표출되고 있다.

마지막으로, 최근 주요 통화의 실질실효환율을 살펴보면 다음과 같다. 주요 위험 통화의 경우 이미 오버슈팅 국간으로 진입하였고(2012년 11월 원화: 102.78pt, 호주 달러: 109.76pt), 엔화의 경우에는 고평가 국면에서 저평가 국면으로 전환되고 있다. (엔화 2012년 9월 101.4pt→10월 99.71pt→11월 96.75pt) 즉, 엔화에 대한 일본 정부의 정책방침이 바뀌지 않는 한, 신흥국 통화와 위험 통화 가치가 동반하여 오버 슈팅되는 현상은 당분간 지속될 것으로 판단된다.

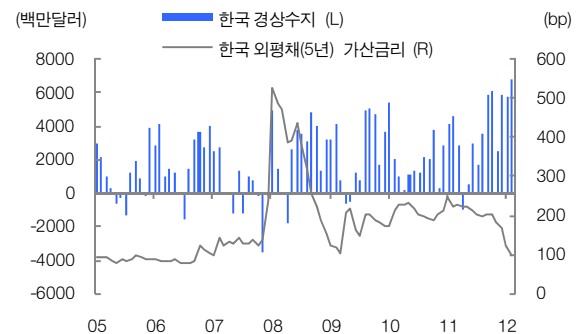
결론적으로, 현재 ‘인수위의 환율 방어 발언’ 및 토빈세 도입을 통한 외화자금 유출입 제한 등의 경계감이 존재하지만, 현재 일고 있는 위험 신흥국 통화가치의 추세 전환은 당분간 이어질 가능성이 크다. 동 관점에서 단기적인(1~3개월) 통화 전망을 해보면, 원/달러 환율은 1,035~1,065원/달러 내외를 기록할 것으로 예상되며, 엔/달러 환율은 86~95엔/달러 내외를 기록할 가능성이 클 것으로 전망된다.

〈그림1〉 유로화와 원화 대미 환율



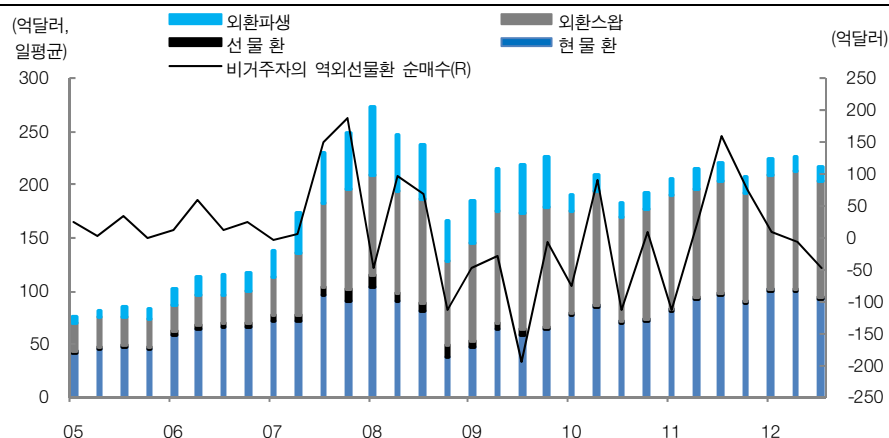
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림2〉 한국 경상수지와 외평채 가산금리



자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림3〉 한국 외환거래규모와 역외선물환(NDF) 순매입 규모



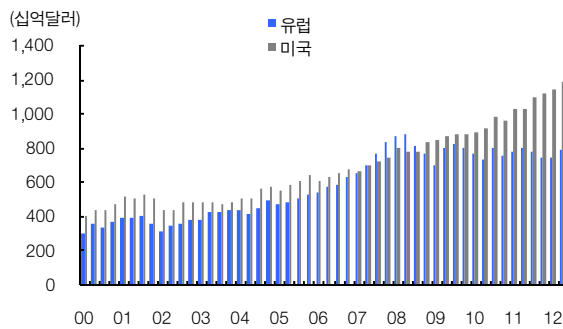
자료: 한국은행, HMC투자증권

〈그림4〉 엔화(3개월) 리보금리와 미국 10년물 국채 금리



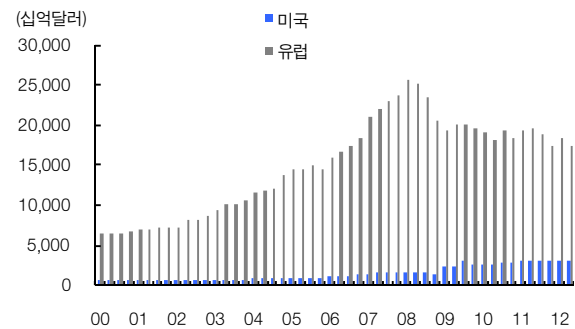
자료: Bloomberg, HMC투자증권

〈그림5〉 일본계 은행에서 미국/유럽계로 대출된 금액



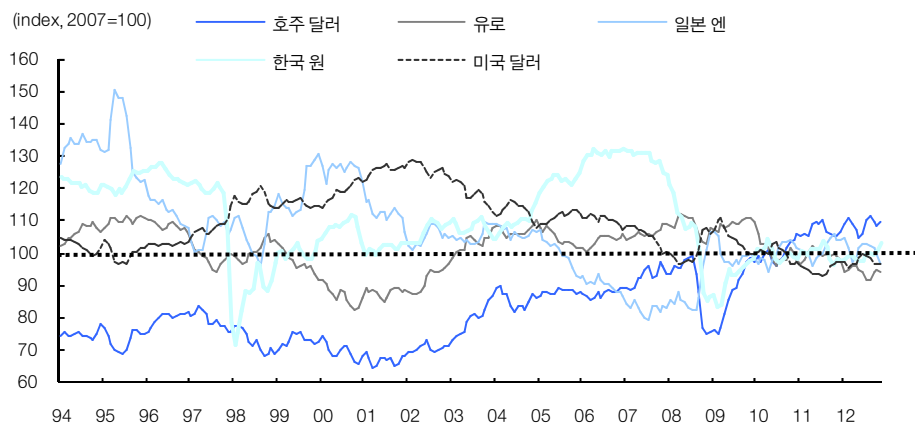
자료: BIS, HMC투자증권

〈그림6〉 미국/유럽계 은행에서 역외로 대출된 금액



자료: BIS, HMC투자증권

〈그림7〉 국제 주요 통화의 실질실효환율 추이



자료: BIS, HMC투자증권

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.