

2015년 글로벌 외환시장 전망

일방적인 달러화 강세는 아닐 듯

2015년 5월

키움증권

키움증권 리서치센터 투자전략팀
Strategist/Economist 마주욱
02) 3787-5025



Summary

2015년 글로벌 경제 전망

- 2008~2009년 글로벌 경기침체 및 금융위기에서 벗어나겠지만, 불안정한 경기개선 예상
- 유로 및 일본, 원자재 관련 신흥국의 경기불안 상존

주요국 금융 및 재정 정책

- Fed, 3/4분기 중 금리인상 VS. ECB, BOJ 금융완화
- 중국, 인도 등 신흥국의 경기부양책 강화

달러화 및 국제유가는?

- 달러화 강세(엔/달러 128엔, 달러/유로 1.05달러 저점 예상)
- 국제유가 낮은 수준 유지(WTI 기준 배럴당 50달러 전망)

2015년 국내 경제 전망

- 경제성장률 3.2%, 소비자물가 상승률 0.9%
- 원/달러 환율, 평균 1,100원

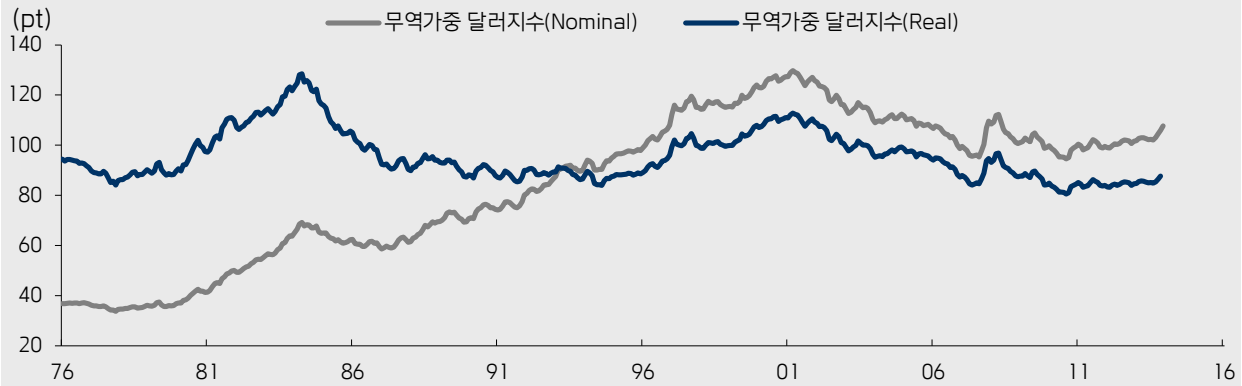
글로벌 외환시장은?

- 연준 기준금리 인상 이후 달러화 강세는 제한
- 달러-원 환율은 4분기 중 강세로 전환될 듯

1. 달러화, 장기적인 흐름에서 보면

- ◎ 2002년의 기점으로 달러화의 추세적인 약세가 시작됨
- ◎ 2008~2009년 나타난 달러화 강세는 글로벌 금융위기 및 경기침체에 따른 안전통화 선호현상 때문
- ◎ 최근 달러화 강세는 연준의 금리인상 및 미국의 경기개선 등에 기인하고 있어

무역가중 달러지수 추이

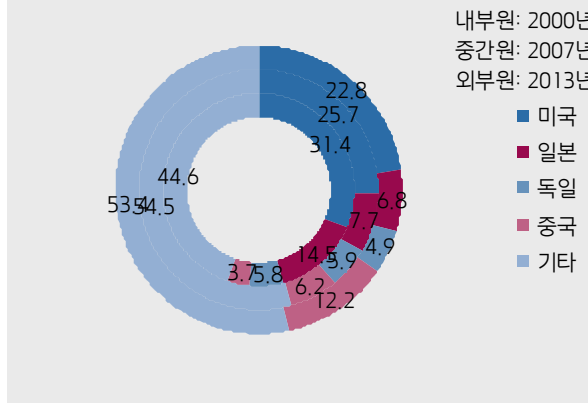


자료: World Bank, 키움증권

2. 글로벌 교역에서 미국의 비중 축소

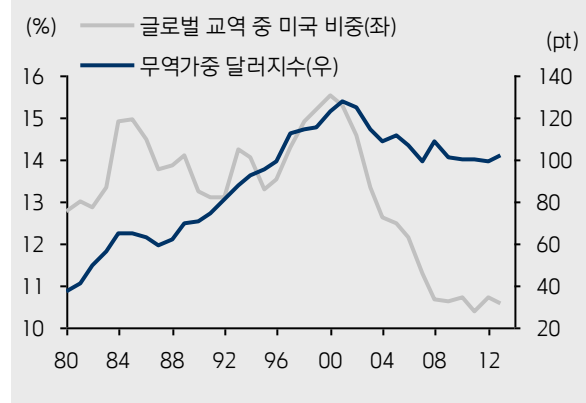
- 달러화는 여전히 기축통화 역할을 담당
- 하지만 글로벌 교역에서 미국의 비중은 장기적으로 축소. 달러화의 쓰임은 다소 위축
- 여전히 상품시장의 결제통화가 달러화이지만, 몇몇 국가들은 결제통화를 다변화하고 있어
- 달러화의 장기적인 약세는 2000년 이후 글로벌 경제에서 미국 비중 축소를 반영하고 있어
- 즉 글로벌 경제의 다변화는 장기적인 달러화 약세 요인으로 작용할 것
- 장기적인 달러화 강세는 과연 미국경제가 글로벌 경제에서 차지하는 비중이 증가할까? 가 관건

글로벌 GDP 중 주요국 비중 변화



자료: IMF

글로벌 교역 중 미국 비중 추이

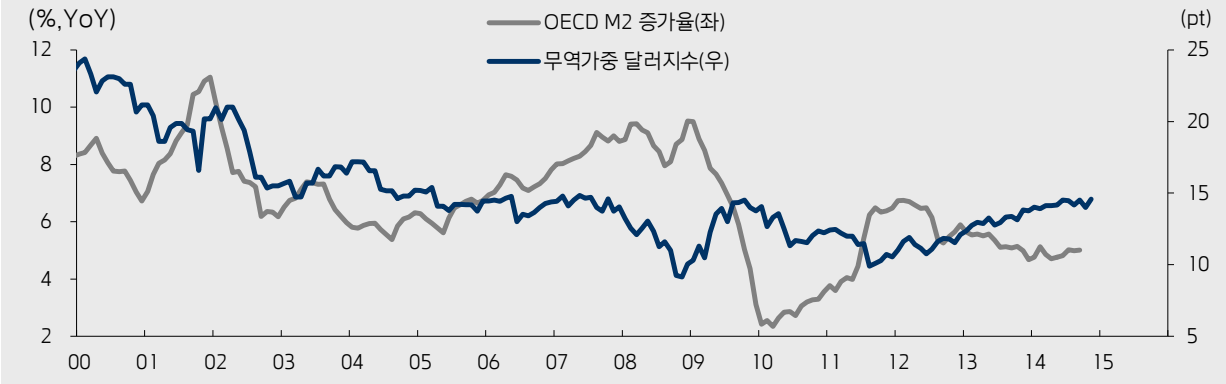


자료: IMF

3. 글로벌 유동성 팽창 모멘텀은?

- ◎ 글로벌 경기 회복에 따른 유동성 팽창은 달러화 약세 모멘텀
- ◎ FRB의 QE가 종료되었지만 ECB와 BOJ의 금융완화정책 강화가 이를 상쇄
- ◎ ECB는 상당기간 동안 QE를 실시
- ◎ 글로벌 유동성의 팽창은 미국의 민간신용 창출이 재개되면서 나타날 듯

무역가중 달러지수 추이

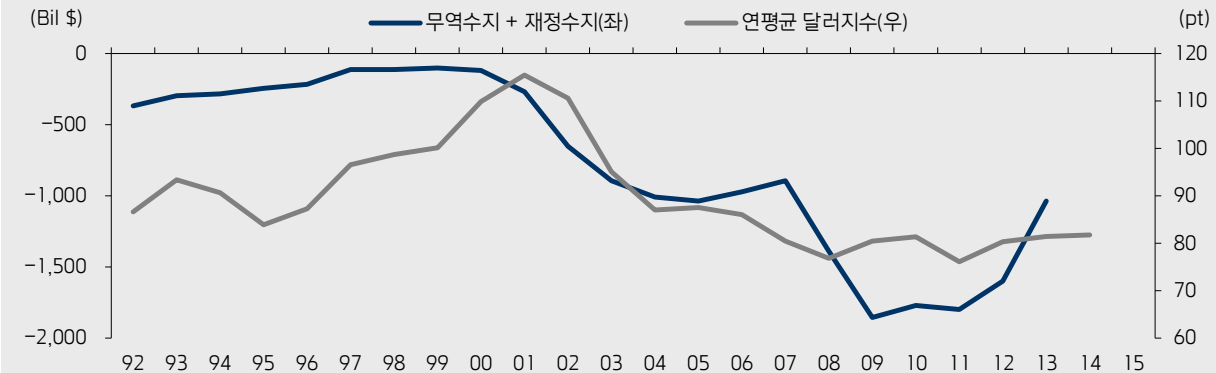


자료: World Bank, 키움증권

4. 쌍둥이 적자, 줄어들까?

- 미국의 쌍둥이 적자 규모 축소는 달러화의 장기적인 추세형성의 요인 중 하나
- 2012년부터 나타난 에너지 가격의 안정은 무역수지 개선에 기여
- 재정수지 역시 정부지출의 감축으로 적자 폭이 완만히 축소될 전망
- 재정수지의 급격한 개선이 단기간에 어렵다는 점을 감안하면 쌍둥이 적자 규모는 현재 수준에서 개선 속도가 완만해질 가능성이 높음

미국 무역수지 + 재정수지 추이

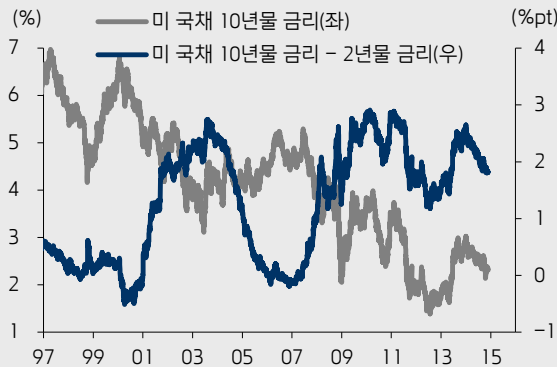


자료: World Bank, 키움증권

5. 미 국채 금리 상승 압력은?

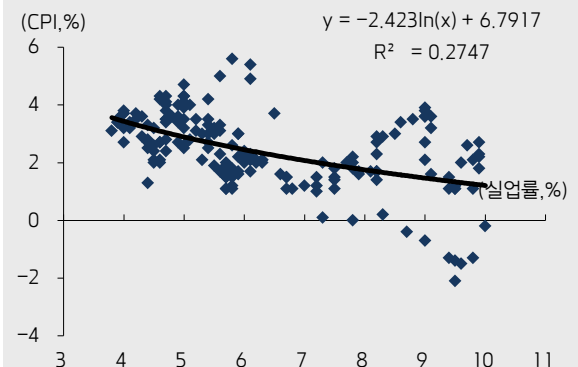
- 미 국채 금리 상승에 따른 달러화 강세 압력 또한 제한적일 듯
- 현재 미 국채 10년물 수준은 완만한 테이퍼링을 반영한 수준
- 장단기 금리 사이클을 감안할 경우에도, 달러화에 영향을 주는 10년물 금리 상승압력은 FED Target Rate이 인상되기 전까지는 크지 않음(단기물 금리는 기준금리 움직임에 민감하기 때문)
- 미국 고용시장의 더딘 회복과 낮은 인플레이션 및 인플레이션 기대심리는 금리 상승압력이 제한되어 있음을 시사
- 글로벌 경기의 완만한 회복 속에 채권시장에서 주식시장으로의 자금이동은 완만히 나타날 전망

미국 장단기 금리차 추이



자료: Datastream

미국 필립스 곡선

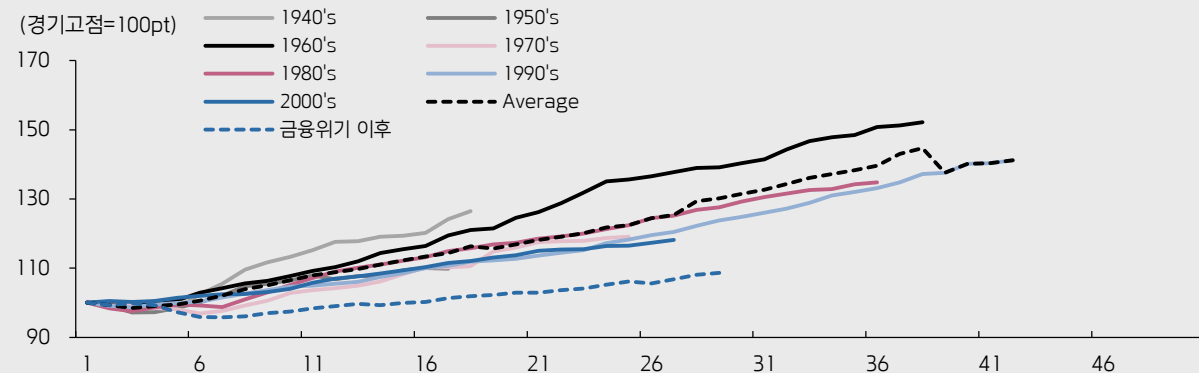


자료: Datastream

6. 금리 인상의 속도 - 1분기 간격 가능성 높아

- 미국 경기회복 속도는 역사적 그 어떤 경기 회복 사이클보다 느림
- 이로 인해 경기선행지표와 경기동행지표, 경기후행지표간의 간극이 확대
- 즉 일반적인 경기 사이클에서는 경기회복, 고용창출, 임금 상승률 점화, 인플레이션 발생이 이어지고 이에 따른 긴축시행이 매끄럽지만, 금융위기 이후에는 각각의 단계로 전환이 더디게 진행 중
- 이는 금융위기 이후 통화정책에 대한 회의, 유동성 함정, 고용없는 성장에 대한 우려가 제기된 배경
- 즉 침체, 둔화, 회복, 확장 국면으로의 전환 및 안착을 확인하기 까지 성급한 긴축은 리스크가 큼

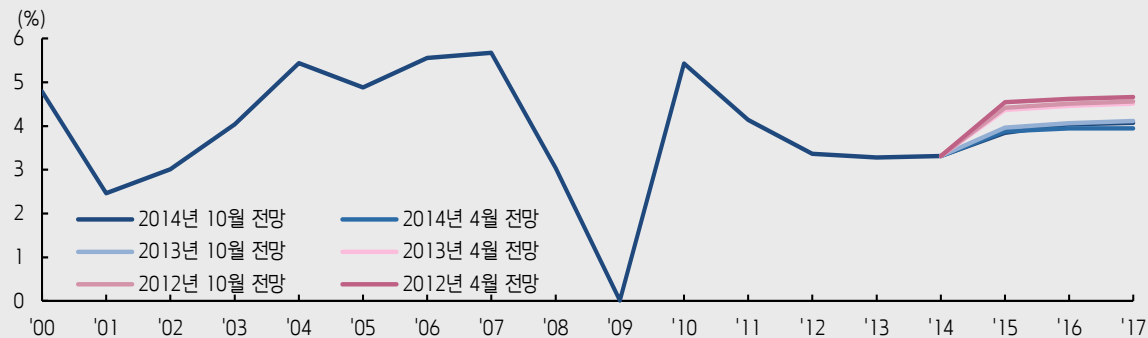
미국 경기 침체 이후 회복속도 추이



자료: CEIC, NBER

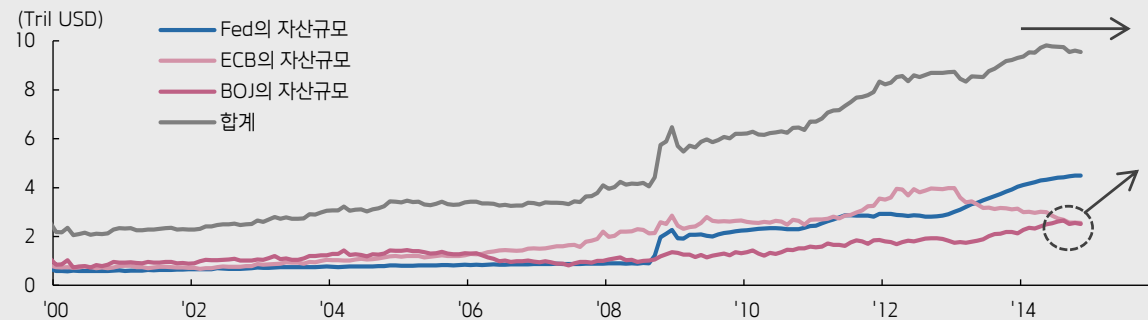
7. 선진국의 양적 완화로 지지되는 글로벌 경기

예상보다 더디게 회복되는 글로벌 경제



자료: IMF 주) 전세계 GDP성장률 활용

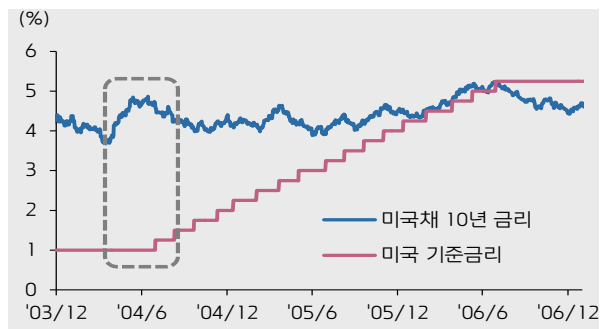
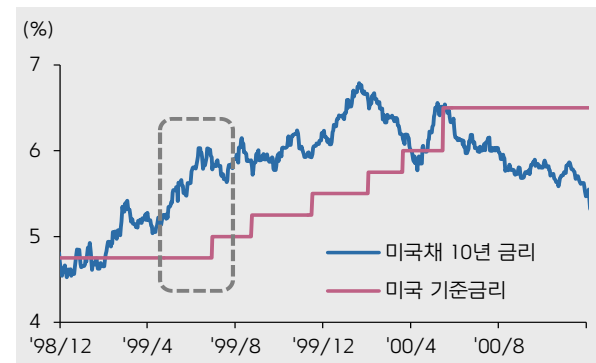
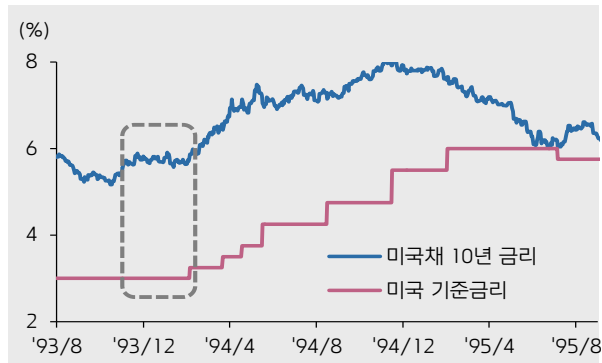
주요 선진국 중앙은행의 자산규모 변화



자료: 키움증권

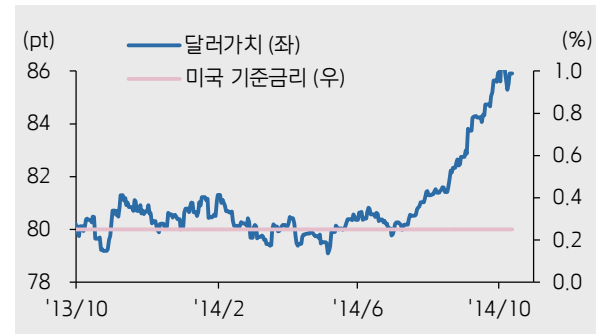
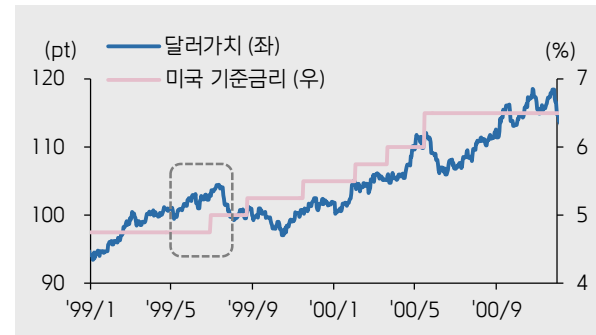
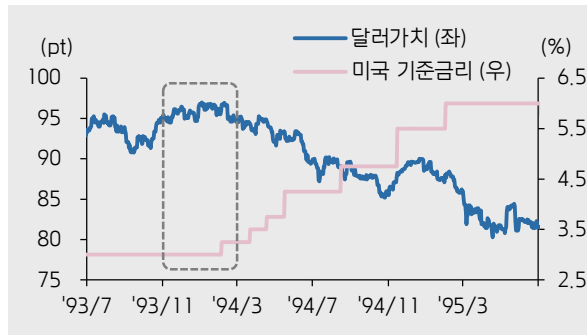
8. Fed Target Rate 인상에 따른 역사적 경험 (미국)

- ◎ 94년 99년 긴축 사이클에서 채권금리는 동반 상승, 사이클 종료후 재하락
- ◎ 04년 긴축에서 미국채 금리는 오르지 못함: 아시아의 대규모 순매수 때문, 그린스펀의 수수께끼
- ◎ 미국의 QE종료에도 유로존, 일본, 중국의 유동성 공급으로 미 국채 수급 양호할 전망



9. 연준 기준금리 인상 전후 달러화: 제한적 강세

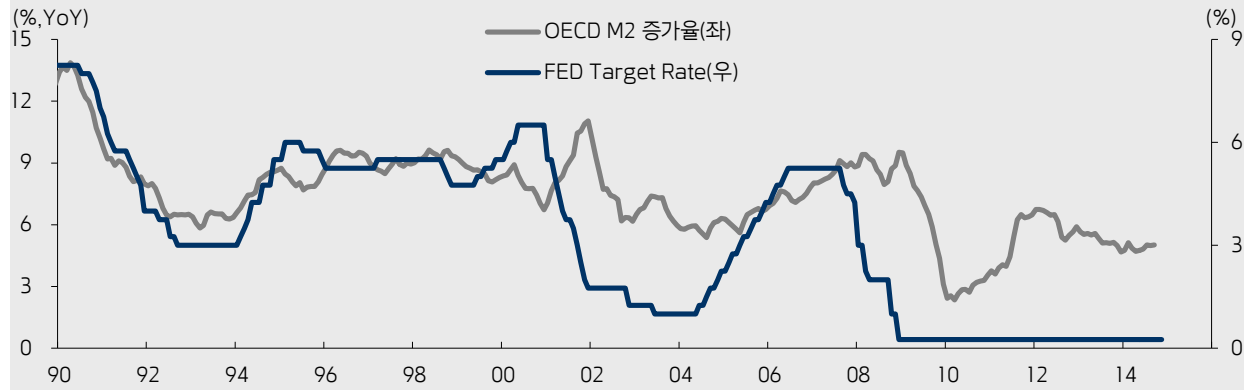
- ◎ 일반적으로 긴축국가의 통화는 강세(고금리 통화수요증가)
- ◎ 1999년과 2004년 긴축에서 달러 강세 관찰
- ◎ 1994년 긴축으로 중남미에서 핫머니 유출, 중남미 금융위기로 이어져, 달러화 약세(미국 손실 증가)



10. FED의 기준금리 인상 영향은?

- 달러화는 양적완화 종료 및 기준금리 인상 기대 모멘텀을 선 반영
- FED Target Rate의 인상은 2015년 3/4분기에 가능
- 하지만 2015년 하반기 실제 인상 사이클이 진행된 이후에는 오히려 약세 압력을 받을 것으로 예상
- 경기 확장국면 진입에 따른 민간신용 창출 효과가 긴축에 따른 유동성 축소효과를 상회하기 때문
- 역사적으로 기준금리와 유동성 증가율의 궤적이 정(+)의 상관관계를 가진다는 사실은 이를 시사

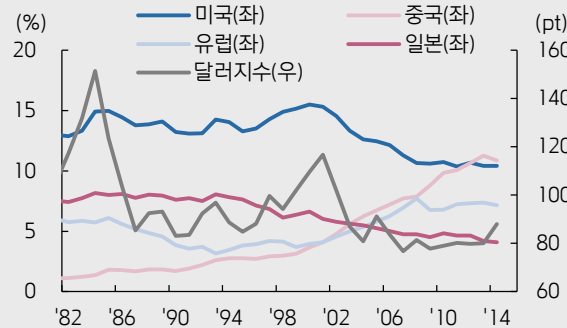
FED Target Rate vs OECD M2 증가율 추이



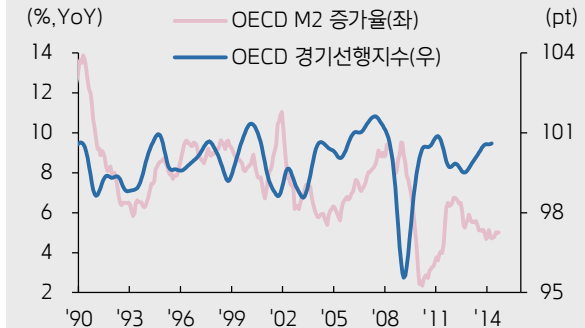
자료: OECD

11. 2015년 중 달러화, 제한된 강세 예상

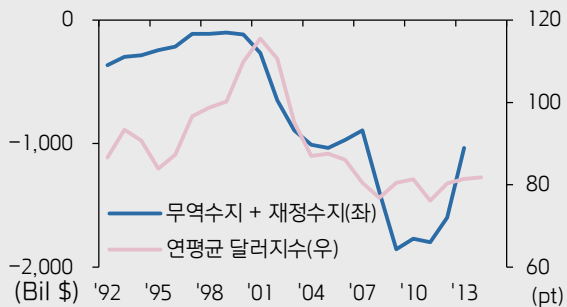
글로벌 교역 중 주요국 비중 vs 달러지수



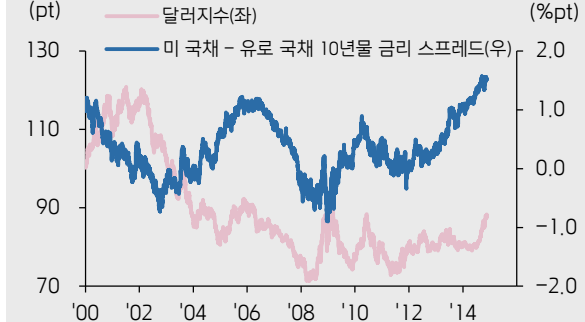
OECD 경기선행지수 vs 유동성



미국의 쌍둥이 적자 감소, 달러화 강세 요인



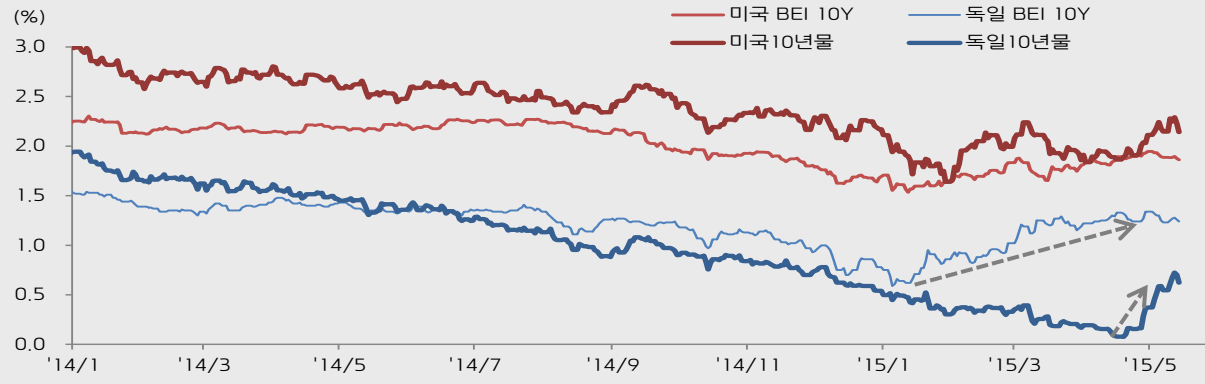
미국 - 유럽 금리 스프레드 이미 상단에 도달



12. 최근 글로벌 금리 상승 원인 - 독일 국채 금리 상승

- ◎ 최근의 한국 및 글로벌 금리 상승세, 독일 기대 인플레이션 상승을 반영한 독일 금리 상승세에 기인
 - 독일 기대 인플레이션은 ECB가 QE시행을 선언한 올 1월부터 상승 (현재까지 약 70bp)
- ◎ 최근 유로존의 물가와 성장률 등 주요 경제지표 완만하게 반등 중
 - 디플레이션 우려가 완화되는 모습. 이에 따라 최악의 상황은 지났다는 인식으로 독일 국채 금리가 장기물 중심으로 4월 말부터 상승 중 (현재까지 약 60bp)
- ◎ 유로존 실물 경제가 빨리 회복되지는 않을 전망이므로 이러한 급격한 금리 상승세는 진정될 것이나, 추세적으로는 완만한 상승세가 이어질 전망

독일과 미국의 기대 인플레이션율 및 국채 10년물 금리 추이

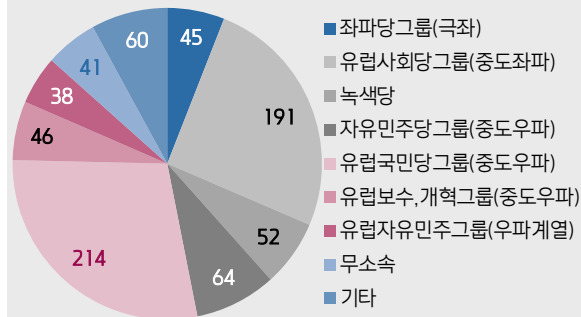


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

13. 유로 통합에 중점

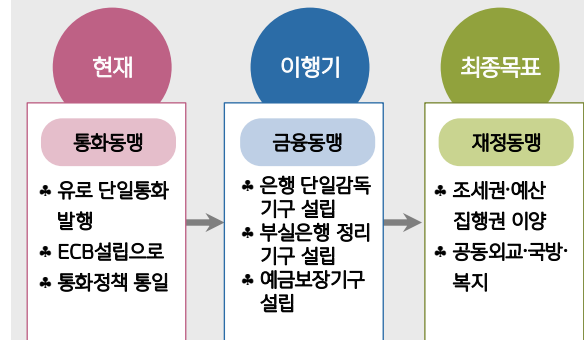
- ◎ 그렉시트 가능성 희박. 이에 따라 그리스와 유로 간의 부채협상은 쉽게 해결되지 않아.
- ◎ 2014년 유럽의회 선거 결과, 극좌·극우정당의 약진이 두드러졌음.
- ◎ EU 역내에서도 反통합의 목소리가 커지고 있음. 이처럼 역내의 상반된 목소리는 EU의 재정 및 금융정책 추진에 걸림돌로 작용.
- ◎ 긴축프로그램 및 금융완화, 경기부양 등보다 유로 통합에 초점이 있을 수도 있어

2014년 유럽의회 선거 결과



자료: European Parliament

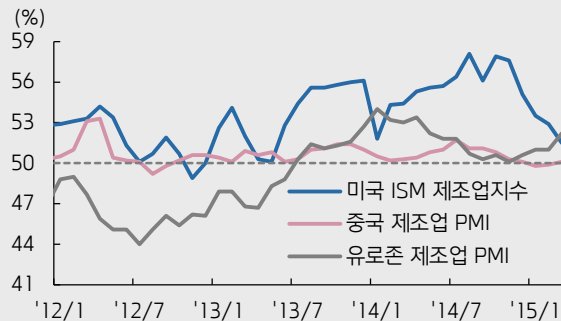
유럽연합의 향후 통합계획



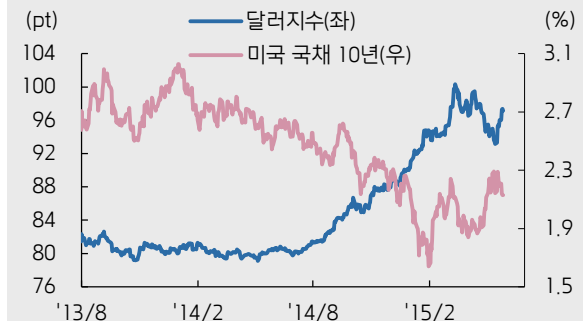
자료: 키움증권

14. 유로 경기회복 기대 확산될 듯

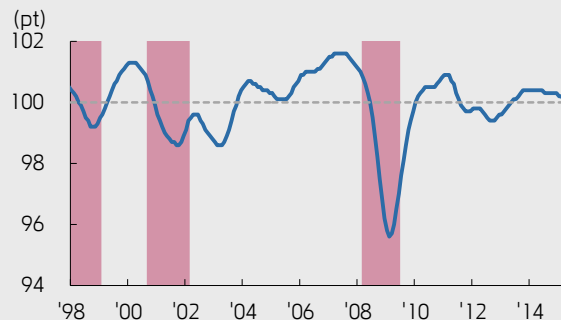
글로벌 제조업 경기 모멘텀 약화(PMI)



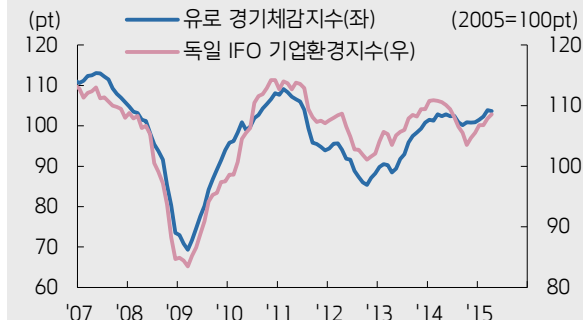
Fed의 금리인상 가능성에 따른 달러화 강세



OECD 경기선행지수 추이



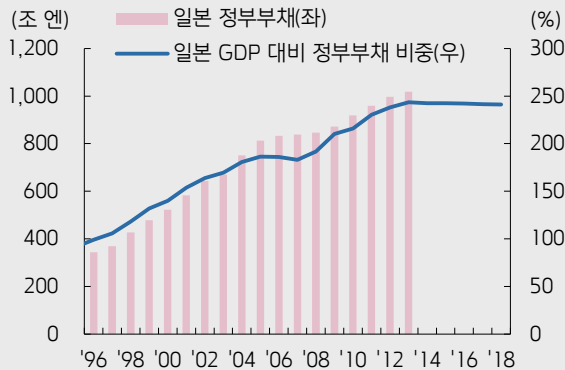
유로 경기체감지수 및 IFO 기업환경지수 추이



15. BOJ의 유동성 공급 또한 신중할 전망

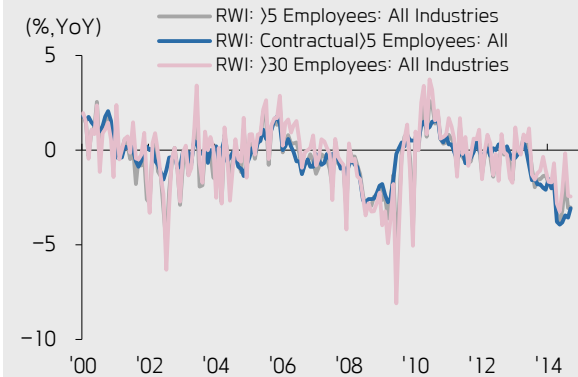
- 공격적인 양적완화 정책은 2013년 5월 말에 일어났던 국채금리 상황이 재현될 가능성이 높음
- 국채 발행 급증과 GDP 대비 정부부채 상승에 따른 신용등급 하향조정 우려가 높아질 수 있음
- 국채 금리의 급등은 양적완화를 실시한 BOJ에 매우 부담스러운 현상
- 이는 BOJ의 유동성 공급이 지속되기에는 부작용이 클 것이라는 시장의 회의를 시사
- 우선 경기 부양을 위한 금융완화정책이 '장기 국채 금리 상승에 따른 재정악화'와 '수입가격 상승에 따른 비용 인플레이션'으로 전락할 가능성이 있기 때문
- 특히 원전의 중단으로 LNG 등 에너지 수입규모가 확대되고 있음

일본 GDP 대비 정부부채 비중 추이



자료: IMF

일본 실질임금지수 추이

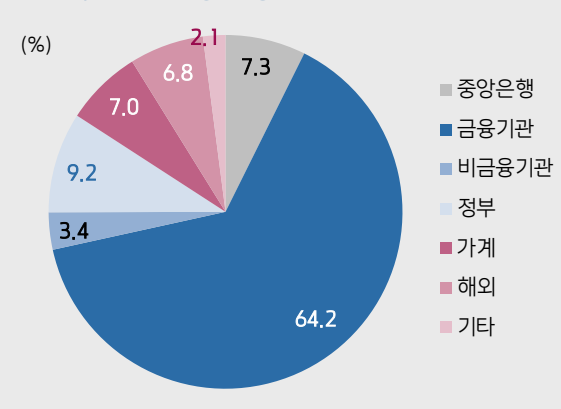


자료: CEIC

16. 국채 금리 급등세 지속은 일본 금융기관의 재앙

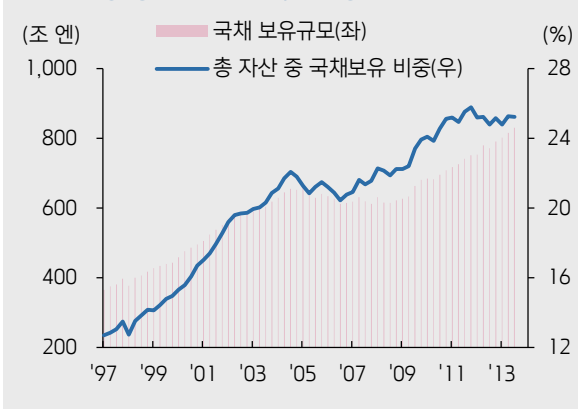
- ◎ BOJ의 급격한 양적완화로 장기 금리의 급등세가 지속되면 이는 일본 은행 및 금융기관들에게 막대한 타격이 될 것
- ◎ 이 경우 금융기관들의 디 레버리징이 강화되면서 엔화 강세 요인으로 작용할 가능성이 존재
- ◎ 일본 은행들의 국채 보유비중은 총 자산 중 25%이며, 이는 선진국 평균보다 5배 많은 수준
- ◎ 이러한 구조는 재정위기가 발생할 경우, 은행위기로 전이되기 쉬운 구조
- ◎ IMF 역시 일본 은행들의 대규모 국채 보유에 대해서 여러 번 경고

일본 국채 보유비중 현황



자료: BOJ

일본 은행 총자산 대비 국채비중 추이



자료: BOJ

17. 현재 엔화는 수준은?

- ◎ OECD PPP 예상 기준 엔화는 달러 대비 고평가 상황이 해소
- ◎ 또한 교역 상대국과의 교역량과 물가변동을 반영해 산출하는 실질실효환율 기준으로 저평가 영역
- ◎ 외환시장이 펀더멘탈을 정확하게 반영하지는 않지만, 괴리는 커지고 있음
- ◎ 이는 엔화의 추가적인 약세가 제한될 것임을 시사

OECD PPP 기준 엔화 평가 추이



자료: OECD

엔화 실질실효환율 추이

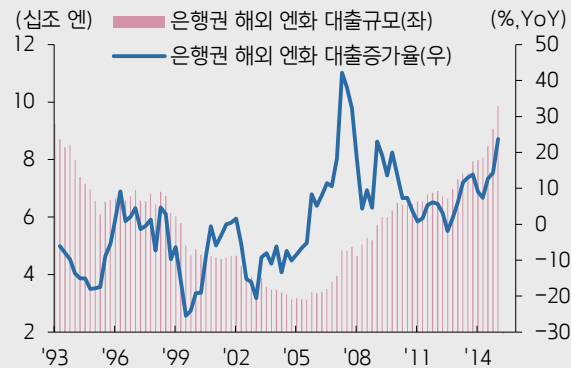


자료: BIS

18. 2015년 엔/달러 환율 예상 수준은?

- ◎ 2015년 중 엔/달러 환율은 128엔 선에 도달할 전망
- ◎ 글로벌 경기 회복에 따른 안전자산 선호심리 완화와 더불어 엔 캐리 트레이드가 엔화 약세를 견인할 전망
- ◎ 일본인의 해외 증권 누적 순투자자는 급격히 증가하고 있음
- ◎ 주로 해외채권 투자가 증가하고 있음
- ◎ 이는 미국을 중심으로 엔 캐리 트레이드 자금이 선별적으로 유입되고 있음을 시사

일본 은행 해외 엔화 대출 추이



자료: BOJ

일본 은행 대외자산 추이

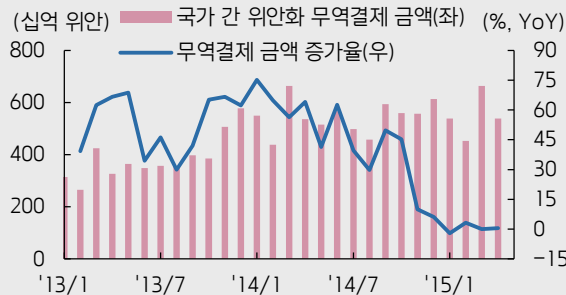


자료: BOJ

19. 위안화 국제화 초기 단계 진입 – 무역결제통화

- ◎ 위안화 결제가 90% 무역 결제에 집중되어 있으며(2014년 10월 기준 88.6%), 상품 수입 결제 비중을 높여, 역외 위안화 공급의 확대 추진
- ◎ 다만, 홍콩, 대만, 싱가포르 등 중화권 비중이 70%를 차지, 지역의 확장이 필요
 - 영국, 싱가포르, 대만, 미국, 프랑스 순으로 위안화 지급결제 수요 많음
- ◎ SWIFT, 위안화를 중국 Mainland와 홍콩을 상대로 국제 결제수단에서 10% 이상 비중으로 사용하는 국가 수가 2013년 4월 35개국에서 2014년 10월 기준 50개 국으로 증가
- ◎ 또한 중국 Mainland와 홍콩을 상대로 국제결제에서 차지하는 비중은 2013년 4월 6.2%에서 10월 11.2%로 확대
- ◎ 글로벌 결제 통화 비중, 2014년 10월 기준 미국 달러(43.50%), 유로(29.38%), 영국 파운드(8.42%), **위안화 1.59%**로 캐나다 달러(1.76%)에 이어 **7위** 기록 (위안화 8월 1.64%, 9월 1.72%)

Cross-Border 위안화 무역 결제 대금 추이



자료: 인민은행

대외 투자 결제수단의 위안화

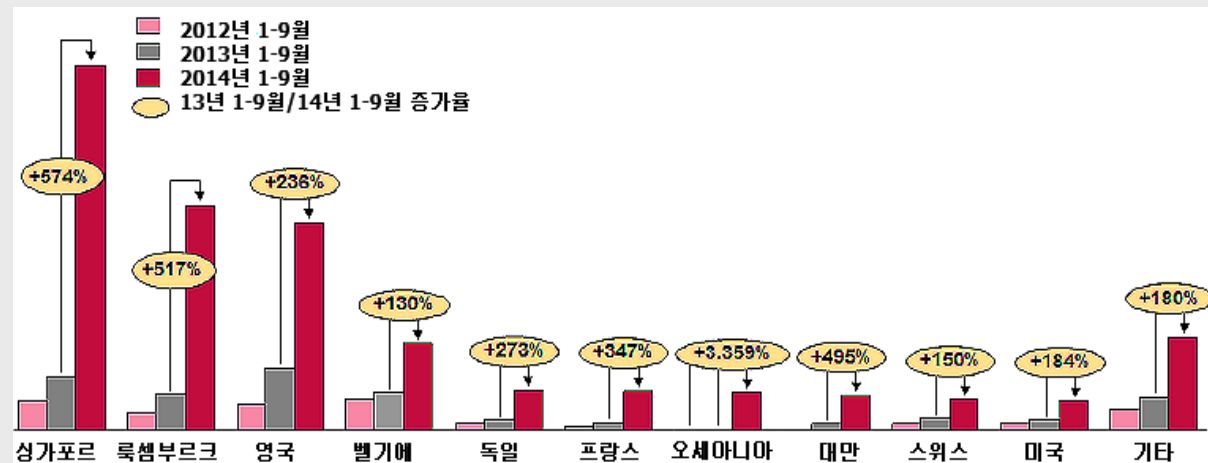


자료: 상무부

20. 정부의 위안화 국제화 노력

- 중국 정부의 통화 스와프 협약 확대로 위안화 무역 장려
- QFII, RQFII, 후강통 등 금융개방 및 제도로 투자 방안 출시
- 미국달러, 호주달러, 뉴질랜드달러, 영국파운드, 일본엔 직거래 허용
- 2014년 9월 30일 유로 • 위안, 10월 27일 싱가포르달러 • 위안직 거래허용, 12월 1일 원 • 위안 직거래개설
- 각 국의 위안화 사용량 급증 현상 나타나, 특히 북미지역 위안화 사용 증가 추세는 고무적

상위 10개 지역 위안화 거래규모

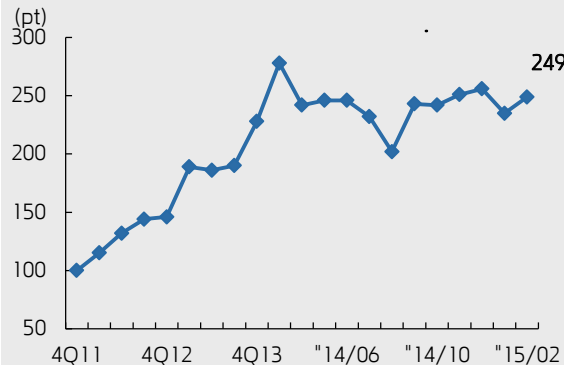


자료: SWIFT, 키움증권

21. 위안화의 글로벌 위상 제고

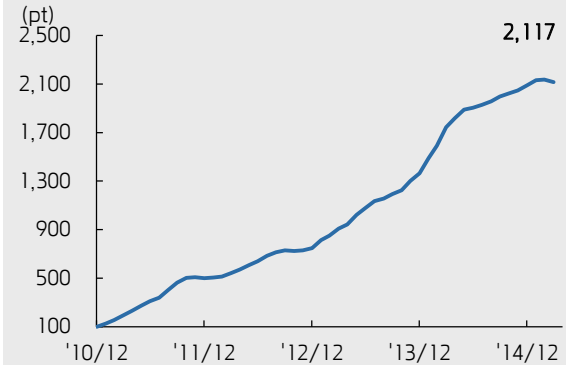
- ◎ 중국은행의 국가 간, 역외 위안화 지수(Cross-Border RMB Index) 9월 반등
- ◎ 상승요인: 위안화 직접투자 증가 영향
- ◎ 스탠다드차타드 그룹 '스탠다드차타드 위안화 글로벌 지수(Standard Chartered RenMinBi Globalisation Index) 9월치가 전월대비 2.1%, 전년동월대비 66.7% 상승
 - 2012년 11월 처음 발표된 지수, 2010년 12월 31일을 기준시점(기준지수 100)
 - 홍콩, 런던, 싱가포르, 대만, 뉴욕, 서울, 파리 등 세계 7대 역외 위안화 시장 대상으로 집계
 - 수신액(자산 추적지표), deposit(담보본드 및 CD(자본조달 수단), 무역결제 및 기타 국제결제(국제 상업거래의 단위), 외환거래(환거래의 단위) 등 4개 핵심부문의 성장세 측정해 매 달 비교지수 산출
- ◎ 상승요인: 국가 간 위안화 결제의 증가 영향
- ◎ 홍콩과 대만의 위안화 예금은 9월 소폭 증가, 역외 위안화(CHN)의 저금리 현상 지속으로 완만한 성장 기대

Cross-Border 위안화 Index (2011=100pt)



자료: 중국은행

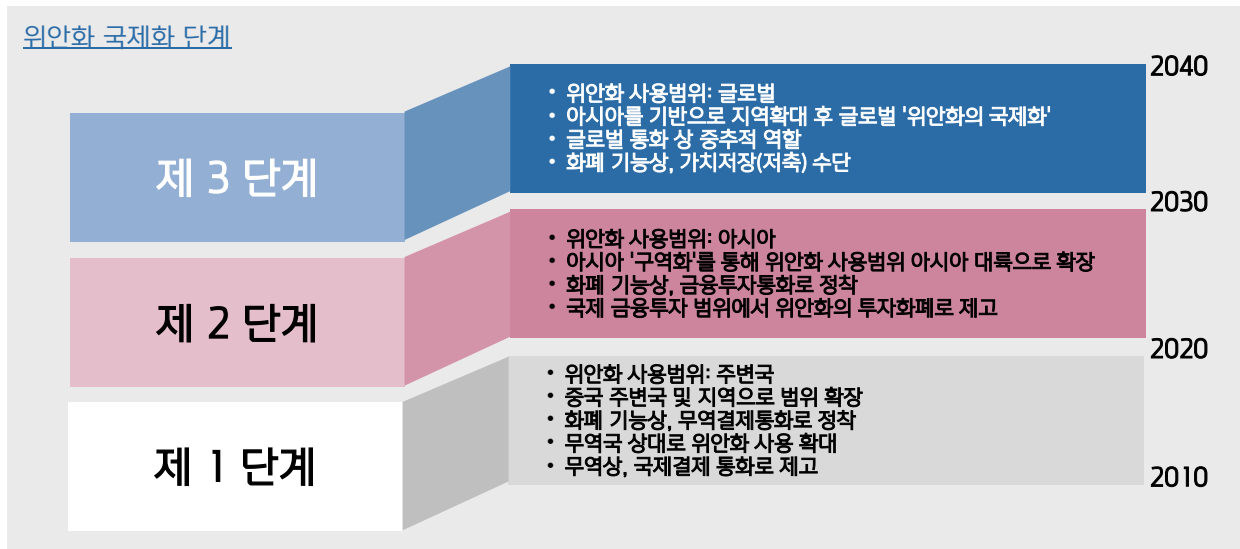
스탠다드차타드 '위안화 글로벌 지수(2010=100pt)



자료: Standard Chartered

22. 위안화 국제화 단계 - 1단계 진행 중

- ◎ 증권시장 개방 + 통화 스와프 체결 확대 + 아시아인프라투자은행 등 금융기관 설립 등 정부 주도
- ◎ 글로벌 제조업 무역 강대국 위상 제고, 환율 변동폭 등 국제화 환경 조성

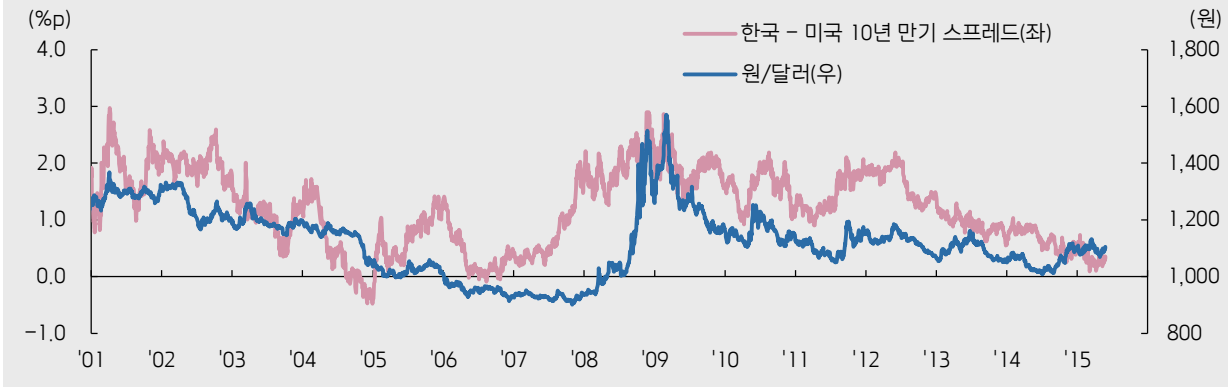


자료: 국제통화연구소, 키움증권

23. 원/달러 환율, 달러 강세 및 정부정책에 따른 약세

- ◎ 최근 원/달러 환율은 달러 강세 및 정부의 시장 개입에 따른 반등세가 나타나
- ◎ 외환당국은 원화와 엔화간의 동조화를 추구하고 있다며 시장 개입을 시사
- ◎ 하지만 글로벌 경기 및 유동성 여건을 감안하면, 달러 강세에 따른 원화 약세 압력은 완화될 전망
- ◎ 위험선호도의 상승이 나타나면서, 원화 강세 압력으로 작용할 전망

한국 - 미국 10년물 금리 스프레드 vs 원/달러 환율 추이

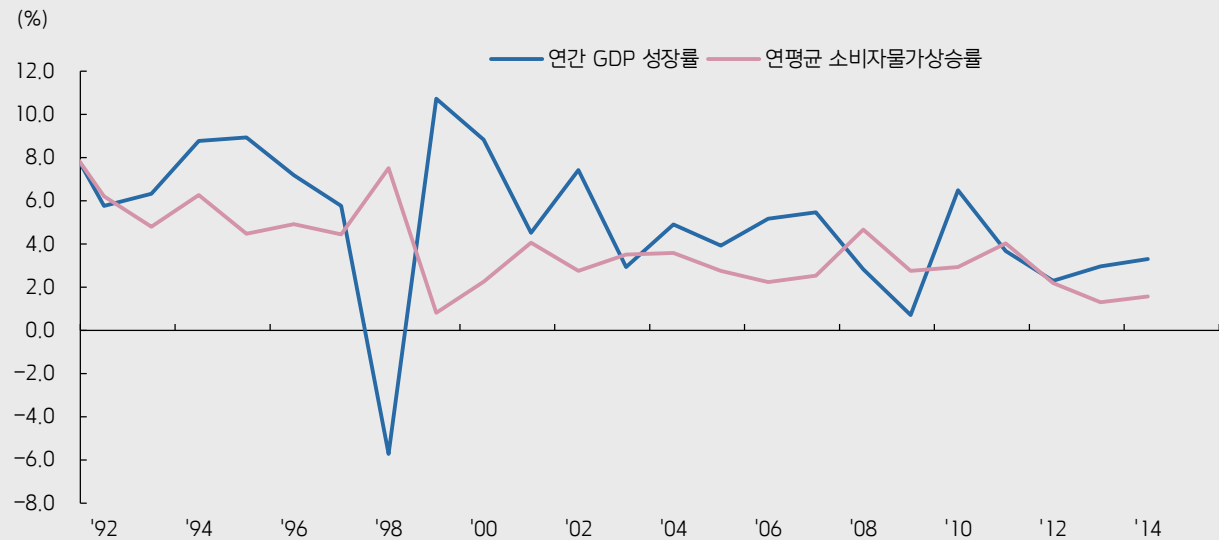


자료: BOK

24. 국내경제, 저성장 저물가 국면

- 경제성장률은 90년대 6.7%, 2000년대 4.7%, 2010년대 3.7% 로 하락
- 소비자물가 상승률은 90년대 5.7%, 2000년대 3.1%, 2010년대 2.4% 로 하락
- 현재 한국의 잠재성장률은 3.5% 내외로 추정. 정부의 경기부양책 강화

연간 경제성장률 및 소비자물가 상승률

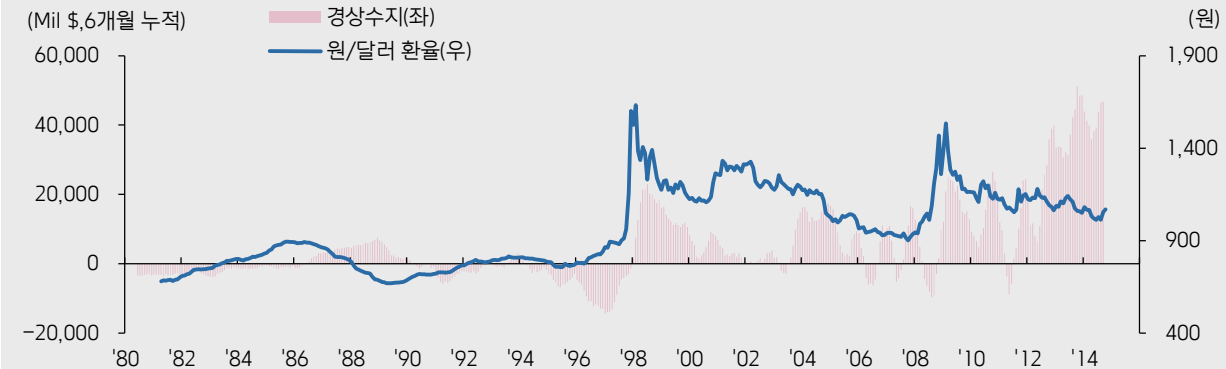


자료: 통계청

25. 2015년 중 경상수지 흑자에 따른 강세 압력 지속

- 원화 약세가 급격히 나타나기는 힘들 듯(장기적인 원화 강세 기조가 유지될 수 있어)
- 선진국 환율간에는 금리 차가 중요하지만, 신흥국 통화는 달러 수급상황이 가장 중요한 변동 요인
- 국내 경상수지가 사상최대치를 기록한 배경은 수출 증가율의 더딘 회복에도 불구하고, 국제 원자재 가격의 하향 안정화 때문
- 글로벌 경기의 완만한 회복 속 국내 수출 증가율 회복과 공급 우위로 전환된 국제 원자재 시장 여건을 감안하면, 경상수지 흑자 기조가 지속될 전망

국내 경상수지 vs 원/달러 환율

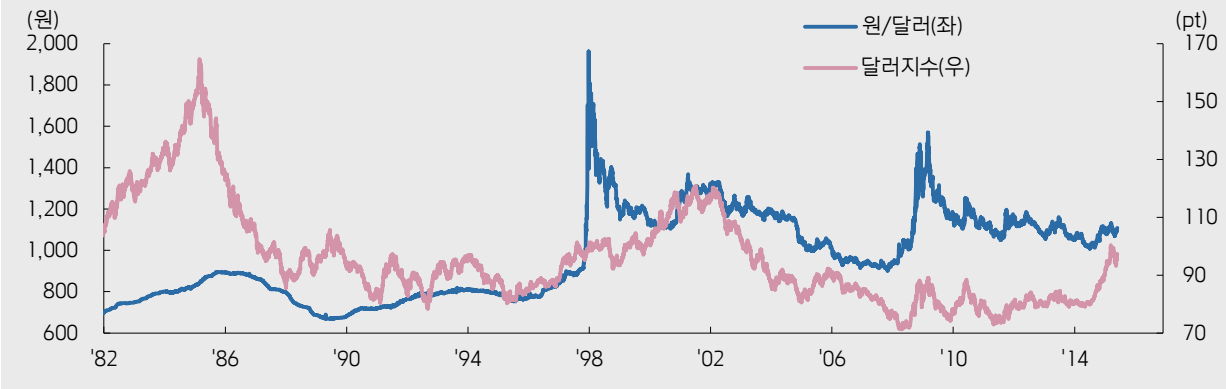


자료: BOK

26. 2015년 4분기 중 원화 강세 흐름 예상

- ◎ 2015년 중 원/달러 환율은 연평균 1,100원 부근을 기록할 전망
- ◎ 원/달러 환율은 완만한 강세흐름을 나타내며 연말 1,060원 선에 도달할 전망
- ◎ 원/달러 환율에 가장 큰 영향을 미치는 달러화의 약세가 매우 더디게 나타날 것이기 때문
- ◎ 특히 상반기 중에는 FED Target Rate 인상에 대한 기대가 선 반영되면서 달러화 강세가 나타날 듯

원/달러 환율 vs 달러지수

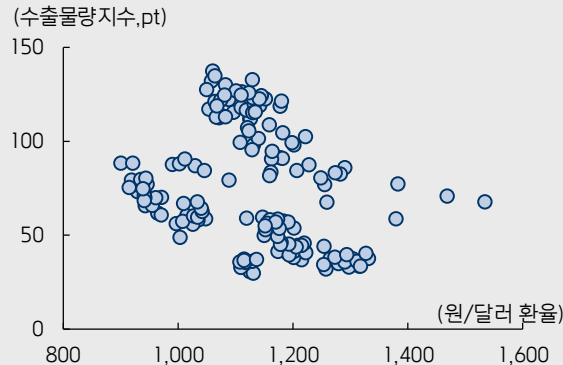


자료: Datastream

27. 원/달러 환율과 수출

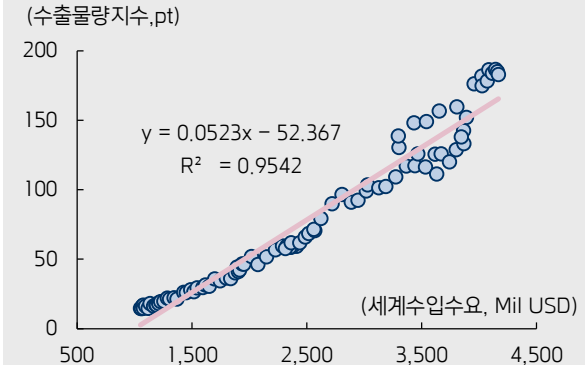
- 원/달러 환율의 강세는 수출단가지수를 상승시키는 것은 분명한 사실
- 소규모 개방경제국의 통화는 위험자산으로 글로벌 수요가 회복될 경우 혹은 회복될 것이라는 기대를 바탕으로 강세를 나타내기 때문
- 글로벌 수요의 회복구간에서 원화 강세가 국내 수출회복세를 훼손시킨 적이 없었다는 점
- 원/달러 환율과 수출물량지수 간에는 유의미한 관계가 관찰되지 않지만 글로벌 수요와 국내 수출물량지수 간에는 이러한 관계가 뚜렷하게 나타나고 있음
- 최근 주식시장에서 제기되는 우려는 선진국 경기회복의 낙수효과가 낮기 때문
- 즉 하반기 선진국 경기의 확장국면 진입과 낙수효과 강화 시 원화의 상대적인 강세에 대한 우려가 감소할 듯

원/달러 환율 vs 수출물량지수



자료: BOK

세계 수입수요 vs 수출물량지수



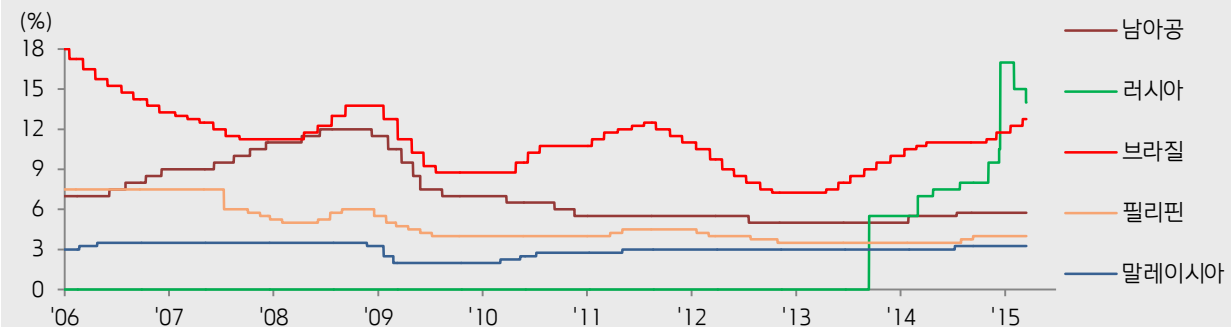
자료: OECD, BOK

28. 미국 긴축에 따른 금융위기 발생 가능 국가

◎ 미국 긴축에 따라 금융위기 발생 가능

- 미국 긴축에 따른 소버린 리스크 점증 가능성: 남미 외환위기(데킬라 위기, 1994년 12월), 아시아 외환위기(1996~1997년), 러시아 모라토리엄(1998년) 발생
- 긴축 속도가 너무 느려도 주식, 부동산 등의 자산 버블 형성, 경기 사이클 고점에서 금융위기 발생 가능(미국 서브프라임 사태)
- 2013년 6월의 기억, Taper Tantrum
→ 당시 버냉키 전 연준의장, 미국 긴축을 시사하는 Tapering 발언에 펀더멘탈이 취약한 신흥국의 통화 가치가 급락, 금융시장 혼란을 겪음
- 유가 급락, 지정학적 리스크 및 경제성장률 하락에 시달려온 러시아, 브라질, 남아공, 터키, 폴란드 등은 취약한 환율시장 안정성을 나타냄
- 자국 통화 가치 약세를 방어하기 위해 유동성 위축 우려에도 기준금리 인상을 단행해 온 상황
- 향후 미국의 긴축 속도가 빨라질 경우 위 국가에 대한 지속적인 모니터링이 필요

미국 긴축에 따른 자본 유출로 자국 통화가 약세를 보이는 국가 → 기준금리 인상 단행



자료: CEIC, 키움증권 리서치