

투자포커스

고독한 달러, 신흥국을 위협하다.

Economist 박형중 769-3091 econ4u@daishin.com

신흥국 통화가치 하락은 향후 더 심화될 것

이 보고서는 같은 날 발간 된 “고독한 달러”의 요약본입니다. 자세한 내용을 보시려면 보고서 원문을 참고하시기 바랍니다

신흥국은 자국의 통화 가치를 유지하기가 점점 어려워지고 있다. 신흥국 중에서 높은 대외채무와 과다한 경상적자 등으로 자본유출에 취약한 신흥국으로 분류되었던 국가들과 원자재를 수출하는 신흥국가들은 통화가치 하락이 더 심화될 수 있다.

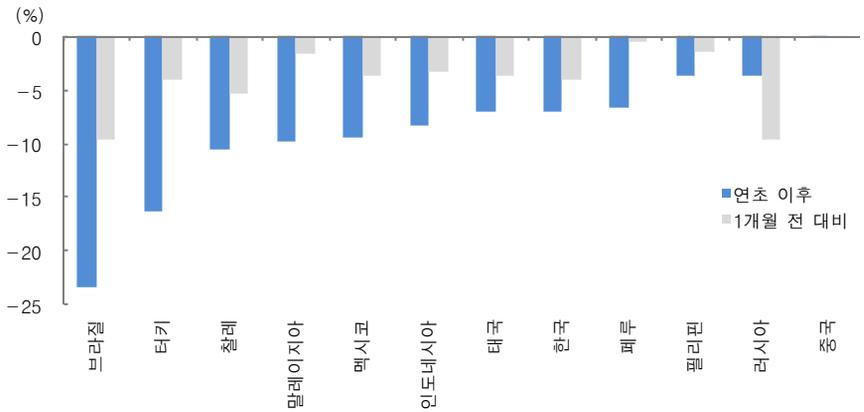
신흥국 통화가치가 하락하고 있는 이유는 미 연준이 ‘통화정책 정상화’를 명분으로 연내 기준금리를 인상할 가능성이 높아지며 신흥국에 투자되었던 자본이 이탈하고 있기 때문이다. 미 연준이 금리인상을 단행한 이후부터는 기준금리 인상을 완만하게 가져갈 것으로 예상하므로 기준금리가 인상된 이후 다음 번 인상 전까지 한동안은 신흥국 통화가치가 안정화될 것으로 볼 여지가 없지는 않다. 하지만, 미 금리 인상이 느리게 진행된다고 하더라도 신흥국 통화가 안정을 되찾기란 쉽지 않을 수 있다.

전반적인 경기여건이 신흥국 통화가치 안정을 지탱해주기 어렵고, 연준의 유동성 흡수(만기채권의 재투자 중단)로 자본유출 위험이 확대될 수 있기 때문이다. 중국경기 불안 역시 신흥국 전반의 경계감을 높이며 신흥국 통화표시 자산의 매력을 떨어뜨리는 원인이 될 가능성이 있다.

신흥국의 외환보유액이 감소하고 있는 것도 가볍게 넘길 일이 아니다. 신흥국 외환보유액은 지난 2014년 2/4분기 이후 지금까지 1년여 동안 5.5천억 달러(신흥국 전체 외환보유액의 7.4%)가 감소했다. 2008년 금융위기 당시 감소했던 금액(2.3천억 달러)의 두 배가 넘는 규모다. 신흥국 외환보유액이 이처럼 빠르게 감소한 가장 큰 이유로는 통화 방어를 위해 외환보유액을 사용했기 때문인 것으로 보이는데 통화 방어를 위해 외환시장에 개입했음에도 신흥국 통화가치는 오히려 더 하락했다는 것은 통화가치 안정을 위해 사용할 수 있는 신흥국의 정책여력이 축소되고 있음을 뜻한다. 이는 향후 통화 가치 하락이 더욱 심화되거나 변동성이 확대되는 빌미로 작용할 수 있다.

아직은 신흥국이 보유하고 있는 외환보유액이 절대적으로 많기 때문에 외환보유액 감소에 너무 큰 의미를 부여하는 것은 무리일 수도 있다. 하지만, 외환보유액 규모가 많다는 것은 ‘외환유동성 위기’를 겪지 않을 가능성이 낮음을 말해주는 것이지 결코 신흥국 통화가 안정될 것임을 시사하는 것은 아니다. 앞으로도 신흥국의 통화 가치는 안정되기 어렵다.

그림 1. 원자재 수출국 및 자본유출 취약국 중심으로 달러대비 통화가치 큰 폭으로 하락



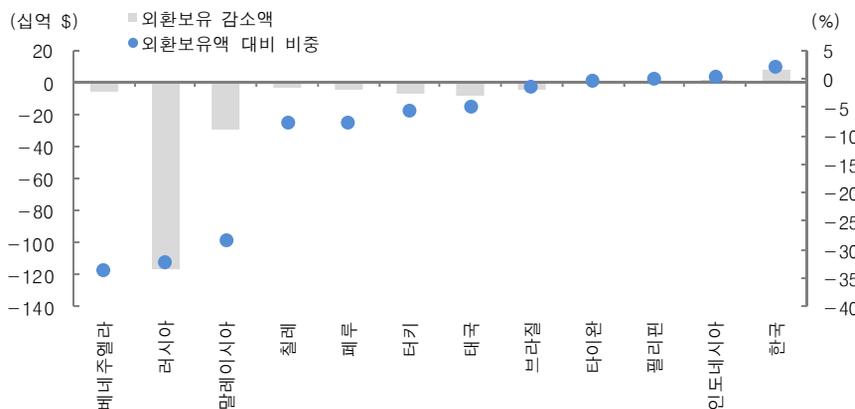
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 2. 신흥국 외환보유액, 지난 1년 동안 5.5천억 달러 감소



자료: IMF, 대신증권 리서치센터

그림 3. 외환보유액 감소폭이 큰 신흥국은 향후 통화가치 추가 하락 위험 높아



자료: IMF, Thomson Reuters, 대신증권 리서치센터

한국 원화가치 하락 지속 전망. 수출 및 경기부양 효과는 한계 있어

한국 정책당국은 앞으로 원화가치를 안정시키려 하기보다는 오히려 원화가치를 떨어뜨려 수출 및 경기를 회복시키는 데 도움이 되도록 정책을 운용할 가능성이 있다.

익히 아는 것과 같이 한국경제는 2010년 이후부터 잠재성장률을 밀도는 성장이 이어지며 저성장 고착화에 대한 우려가 높아졌다. 동시에 한국 원화는 다른 통화들에 비해 상대적으로 고평가된 국면이 지속되었는데, 이는 박근혜 정부가 들어선 이후 수출보다는 소비확대 정책을 우선시한 탓에 가계 구매력 확대에 도움이 되는 '원화강세' 정책이 선호되었기 때문이다.

그러나, 기대했던 내수는 살아나지 않은 반면 수출은 경제성장을 저해하는 수준까지 악화되었다. 한국으로서는 원화가치 하락을 방어해야 할 필요보다는 원화가치를 떨어뜨려야 할 필요가 높다고 할 수 있다. 따라서, 향후 한국의 정책방향은 '원화가치 안정'보다는 '경기부양'을 우선할 가능성이 있으며 필요하다면 기준금리 추가 인하 뿐만 아니라 한은이 보유한 해외자산을 줄이고 국내자산의 비중을 늘리는 방식으로 통화정책이 활용될 수 있다.

원화 약세는 수출기업 채산성 개선에 기여할 수 있는 요인임은 분명하다. 그러나 원화 약세가 실물경기를 부양하는 효과는 기대에 미치지 못할 수 있음은 염두에 두어야 한다. 한국의 주력 경쟁국인 일본 엔화와 한국 원화를 비교해 보면서 살펴보자.

일본이 양적완화를 시행하기 전 원/100엔 환율은 1,400원대를 오르내렸다. 이후 일본은행이 양적완화를 시작하면서 원/100엔 환율은 900원을 하회하기도 해 원화강세-엔화약세에 대한 우려가 증폭된 바 있다. 다행히 최근 원화가치가 하락하면서 원/100엔 환율은 900엔대 중반으로 상승했으나 지금까지 진행되었던 엔화 약세 폭과 비교할 때 지금의 원화약세는 강세흐름이 다소 완화된 것일 뿐 엔화 약세를 뛰어넘는 정도는 결코 아님을 알 수 있다.

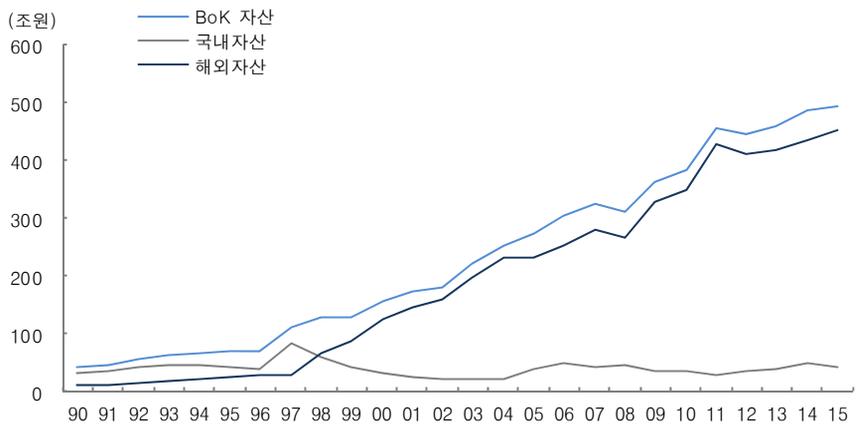
결국, 엔화약세가 훼손되지 않고, 수출물량이 크게 늘어나지 않는 지금의 여건에서는 원화 가치하락(원화약세)으로 인한 수출 및 경기부양 효과가 있다손 치더라도 클 것으로 예상하기는 어렵다. 이보다는 원화약세는 해외투자자의 한국 원화표시 자산의 보유 매력을 떨어뜨리는 효과가 더욱 클 수도 있다.

그림 4. 최근 원화약세 진행, 그러나 일본 양적완화 이후 엔화약세와 비교시 미미



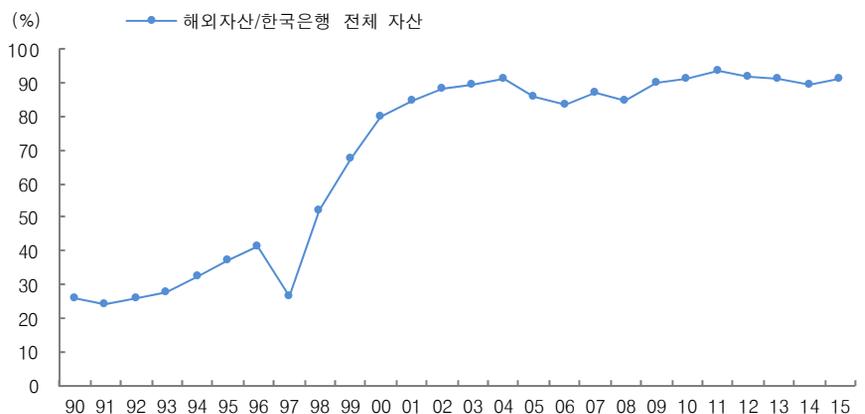
자료: 한국은행, 대신증권 리서치센터

그림 5. 한국은행 보유 자산 중 90% 이상이 해외자산



자료: 한국은행, 대신증권 리서치센터

그림 6. 한국은행 전체 자산 중 해외자산 비중 추이



자료: 한국은행, 대신증권 리서치센터

달러화가 독보적인 안전자산으로 부상할 전망

미 기준금리 인상 가능성, 신흥국 경기 및 통화 불안 등으로 위험자산보다는 안전자산을 보유하려는 투자자들의 욕구는 하반기로 갈수록 높아질 수 있다. 경험적으로, 국제 금융여건이 불안해질 때에는 1) 금 등 실물 귀금속 자산, 2) 달러화, 엔화와 같은 선진국 통화, 그리고 2) 국채 등이 안전자산으로 부상했다. 과거 안전자산으로 평가받았던 이들 자산 중 금, 엔화 등은 과거 누렸던 안전자산으로서의 지위를 잃을 가능성이 높을 것으로 판단된다. 결과적으로 달러를 비롯한 극히 일부의 자산만이 안전자산으로서의 명맥을 유지할 것으로 전망한다.

다음 페이지 그래프에서 보는 것처럼 금가격이 상승했던 시기는 대체적으로 인플레이션이 가속화하며, 인플레이션 헷지 목적으로 금 수요가 증가했던 시기였음을 확인할 수 있다. 원유 등 국제원자재 가격 하락, 그리고 글로벌 수요 부진으로 앞으로 인플레이션이 확대되기 어려운 환경이다. 글로벌 물가 여건이 바뀌지 않는다면 안전자산으로서의 금의 매력은 저하될 것이다.

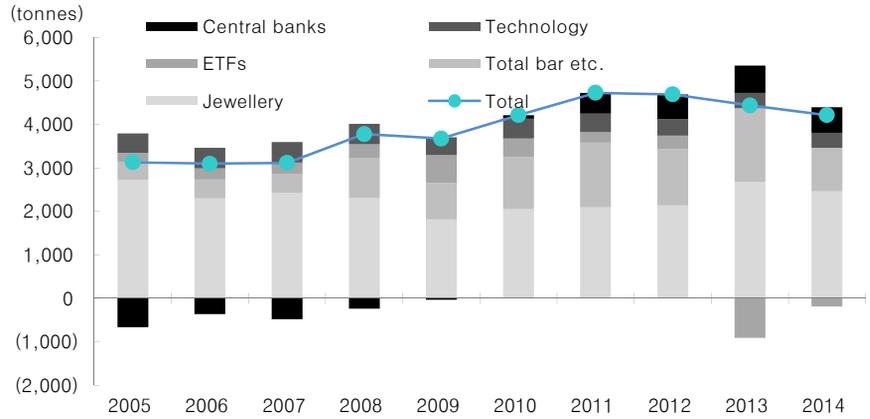
한편, 오랜기간 동안 안전자산으로 군림했던 엔화 역시 그 기능을 잃을 것으로 판단한다. 금융위기가 발발하고부터 2013년 상반기까지만 하더라도 엔화는 달러화에 비해서도 강세를 보였던 초안전자산이었다. 하지만, 금번 금융시장 환경하에서는 엔화가 안전자산으로 복귀할 가능성은 매우 낮은 것으로 판단한다. 일본이 양적완화를 시작한 이후 일본의 경제상황이 개선되었음은 부인할 수 없다. 하지만, 달성하고자 했던 목표들을 확실히 이룬 것은 없다. 만일 앞으로 엔화가 다시 강세로 전환해 지금까지의 노력을 무산시킬 수 있는 상황이 전개된다면 일본은행은 다시 양적완화 정책을 재개할 수 있다. 미국 기준금리 인상 이후 미국과 일본간 금리차 확대로 엔화약세 압력을 높일 수 있다는 점도 고려하면, 일본 엔화가 강세로 선회할 가능성은 매우 낮다.

과거 안전통화의 역할을 했던 금과 엔화 등 자산들이 안전자산의 역할을 하기 어렵다면 앞으로 달러화는 독보적인 안전통화로 기능하며 달러화 자산에 대한 수요는 증가하리라 기대할 수 있다.

향후 미국 연준이 기준금리 인상을 더디게 가져갈 전망이어서 달러화 강세가 급격히 진행되지는 않을 수 있다. 하지만, 미 연준이 기준금리를 완만히 올린다는 것은 미 경기 회복력이 그만큼 약하다는 방증이다. 그나마 미국 말고 경제회복세가 뚜렷한 국가도 드문데, 미국마저 금리인상에 이렇듯 신중하다는 것은 미국과 세계 경제의 수요성장에 대한 신뢰가 그만큼 약하다는 것을 뜻한다. 이처럼 글로벌 성장에 대한 신뢰가 약화된 여건에서 유동성 총량의 축소를 야기할 수 있는 미 금리인상은 그것이 비록 더디게 진행되고 그로 인해 달러화 강세 속도가 완만히 진행된다고 하더라도 신흥국에 대한 경제심을 낮출 요인은 아닐 것이다.

달러화 강세가 가파르기보다는 점진적으로 진행된다는 것은 신흥국이 한꺼번에 위기 상황에 놓일 가능성이 낮음을 시사하지만 동시에 가장 취약한 신흥국부터 점진적으로, 그리고 순차적으로 위험한 상황에 놓일 수 있음을 뜻할 수 있다.

그림 7. 항목별 금 수요 추이 - 중앙은행 및 투자목적 금수요 감소 중



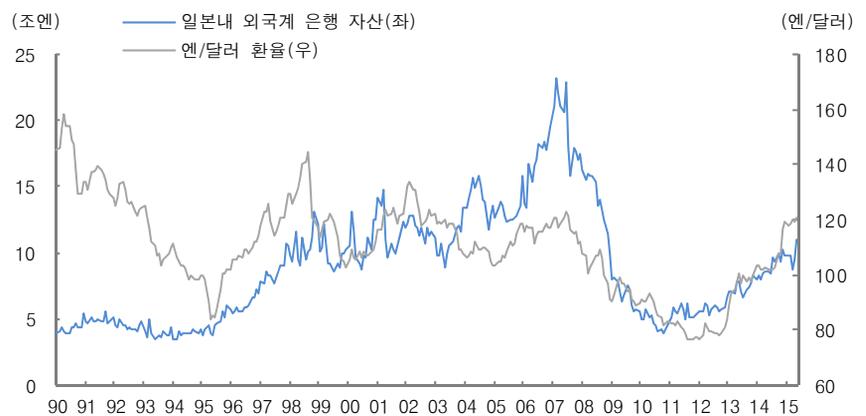
자료: World Gold Council, 대신증권 리서치센터

그림 8. 인플레이션 우려가 크지 않아 금 투자 매력은 향후에도 저하 예상



자료: IMF, Thomson Reuters, 대신증권 리서치센터

그림 9. 차입통화로서의 엔화를 활용할 매력 높아 엔화약세 기조는 유지될 전망



자료: BoJ, 대신증권 리서치센터

그림 10. 달러화 자산에 수요는 앞으로 더 증가하리라 예상



자료: IMF, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.