

## 투자포커스

### 원/달러 환율, 상승으로 열려있다

Economist 김승현 economist1@daishin.com

#### 10월 강세의 원화

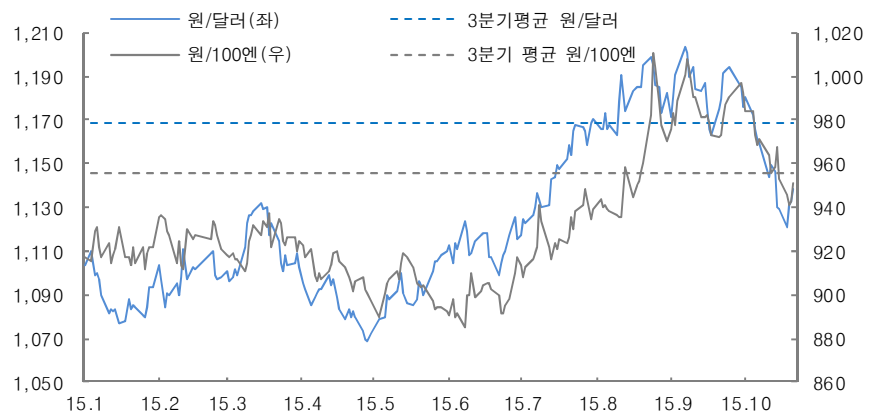
하반기 상승이 이어졌던 원/달러 환율은 9월에 달러당 1,200원을 넘어선 것을 고점으로 비교적 빠른 속도로 다시 하락해 왔다. 10월 중 이처럼 원화 강세가 이어진 것은 미국 통화정책 후퇴 기대에 따른 안도감이 가장 큰 요소로 작용했다.

8~9월중 원 약세를 자극했던 중국의 위안화 약세 유도 정책도 잠잠해졌고, 불안했던 신흥국 통화 역시 회복하면서 전반적인 신흥국 통화강세 움직임도 있었다. 아시아 통화중 가장 불안한 행보를 보였던 말레이시아와 인도네시아 통화도 원화보다 더 빠른 속도로 회복되면서 안도랠리를 이끌었다.

지난 9월까지 이어졌던 원화 약세는 분기평균 환율을 끌어 올리면서 오랜 기간 소외되었던 수출주에 대한 기대를 개선시키는 요소였다. 하지만 10월중 원/달러 환율이 다시 비교적 빠르게 하락하면서 지난 3분기 평균 값을 하회하기 시작했다. 그래서 원화약세에 대한 수혜 기대도 후퇴했다. 여전히 원화는 중국 위안화를 제외하고는 수출경합 관계에 있는 많은 국가대비 상당히 고평가 상태에 있다. 이 정도 수준에서 원 약세가 제한된다면 환율효과를 기대하기는 어렵기 때문이다.

미국 통화정책에 대한 안도감은 여전히 이어지고 있다. 그럼에도 불구하고 이런 심리적 안정감이 원/달러 환율 하락을 더 이끌어내기는 어려울 것으로 보인다. 원화 가격의 반등은 단지 심리적인 이유 뿐만 아니라 같은 시점에 일시적 개선폭이 컸던 국제수지 요소가 같이 작용했다. 국제수지 측면에서 달러 공급우위는 지속성이 약할 것으로 예상된다. 원/달러 환율은 4분기에도 3분기 평균값을 상회할 가능성이 여전히 더 높다.

그림 1. 10월중 원화 가격 상승 추이



자료: CIBC, 대신증권

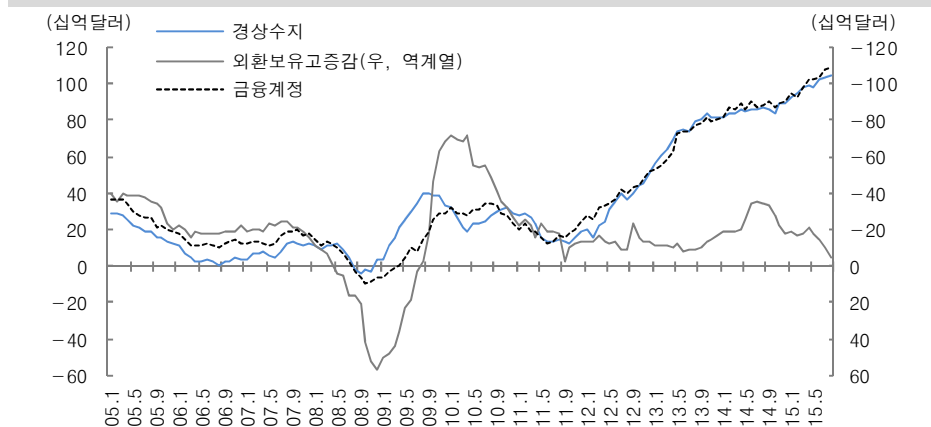
### 국제수지 측면에서 원/달러 환율 상승 확률이 더 높아 보임

원화 강세를 설명하는데 가장 많이 제시되는 근거가 사상 최고수준의 경상수지 흑자이다. 연간으로 1천억 달러를 넘어서는 사상 초유의 경상흑자가 이어지고 있기 때문이다. 하지만 경상수지 흑자만으로 원화강세를 설명할 수는 없다. 원화 약세가 빠르게 진행되었던 8월 전후로도 이런 경상수지 흑자는 엄연히 존재하고 있었다.

지난 7~8월 2개월 연속 외환보유고는 줄어들었다. 경상수지 흑자로 들어온 돈보다 금융계정을 통해서 빠져나간 돈이 더 많았다는 것을 의미한다. 외국인들의 국내자산에 대한 매도 뿐만 아니라 추세적으로 내국인의 해외투자 역시 늘어나고 있기 때문이다. 이렇게 일시적으로 악화된 국제수지는 중국 위안화 평가절하라는 이벤트와 맞물리면서 원약세를 자극했다.

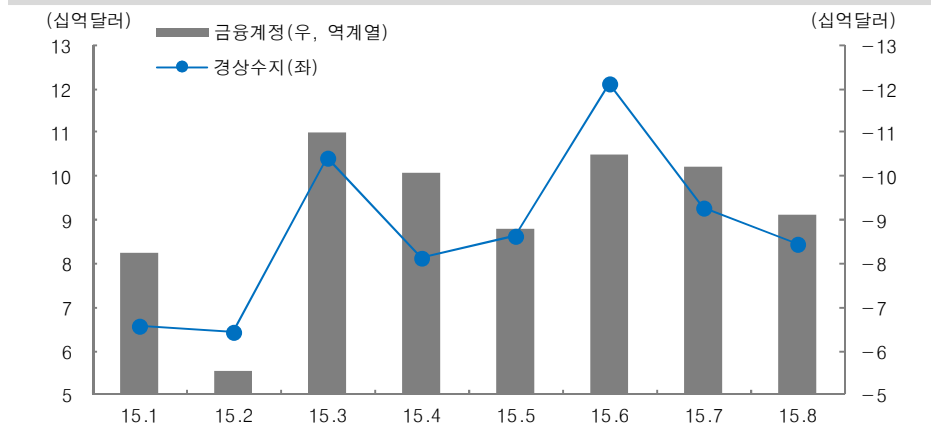
국제수지 흐름도 9월 이후로는 호전되었다. 교역흑자폭이 확대되었고, 주식시장 외국인 순매도가 순매수로 전환되기 시작했다. 심리적 안도와 국제수지 호전이 동시에 가세하면서 원화 가치 반등을 자극하는 요소로 작용했다. 하반기 악화되었던 달러공급이 풍부해지는 효과가 일시적인 원화 가치 상승 속도를 높인 것으로 볼 수 있다.

그림 2. 경상수지로 벌어들이고, 금융계정으로 나가는 달러



자료: CEB, 대신증권 리서치센터

그림 3. 2015년, 경상 흑자 이상으로 자본유출이 발생하는 빈도가 높아지고 있다



자료: CEB, 대신증권 리서치센터

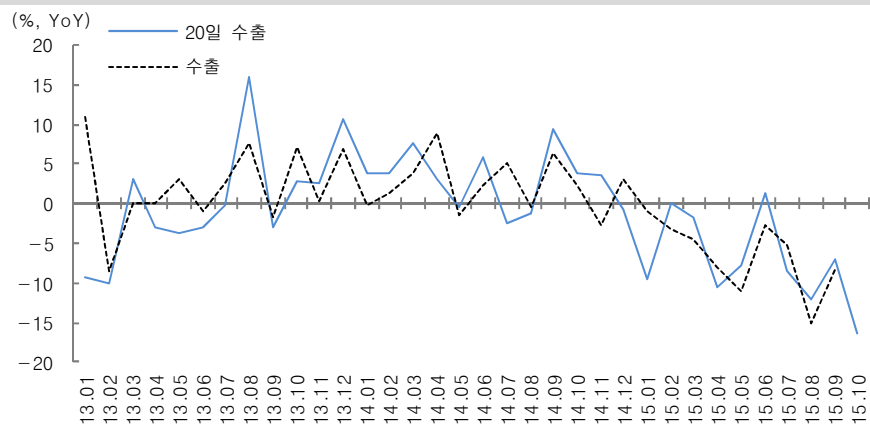
10월 20일까지 수출은 전년대비 16.2%가 감소하면서 2010년 이래 가장 큰 폭으로 줄었다. 20일까지의 교역수지도 2.7억 달러 흑자로 연간 추세에 비하면 약하고 9월의 89억 달러 흑자를 넘어서기는 어려운 수치다. 경상수지 흑자폭은 전월보다 확장을 기대하기는 어렵다.

좀 더 긴 관점에서 본다면 달러 수급은 달러 공급보다는 달러 수요 우위 가능성이 더 크다. 경상수지 흑자는 수출호조보다는 수입감소에 따른 요인이 더 큰데, 주로 원자재 가격 하락이 기여했다. 이미 큰 폭으로 하락해 있는 원자재 가격은 국제 유가흐름이 반영하고 있는 것처럼 현 수준에서 추가하락이 제한되고 있다. 더 큰 폭으로 원자재 가격이 하락하면서 수입감소를 확대시키기는 어렵다.

수출이 늘어날 때는 높은 원자재의 해외의존도 때문에 수입이 따라 올라가는 특성이 있어 경상수지 흑자가 크게 늘어나지 않는다. 과거 수출 호조기에도 경상수지 흑자는 4~5백억 달러 수준에 머물렀다.

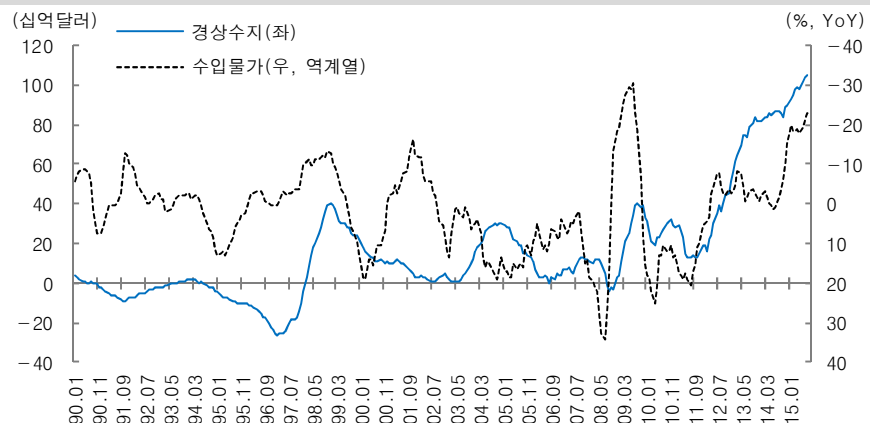
반면 자본유출 확대 가능성은 열려있다. 굳이 외국인 자금의 이탈을 가정하지 않아도 늘어나기 시작한 해외투자는 추세적으로 그 규모가 커져가고 있다. 여기에 대외 불확실성이 가세할 경우 외국인 투자와 내국인투자 유출이 동시에 확대되면서 달러 수요 우위를 만들어낼 여지는 크다. 경상수지 흑자폭은 상단이 제약된 반면, 투자활동으로 해외로 나갈 수 있는 달러의 양은 상단이 제약되어 있지 않다.

그림 4. 10월 20일까지 수출은 최악으로 하락



자료: CEB, 대신증권 리서치센터

그림 5. 경상수지 흑자는 수입물가 하락에 크게 의존



자료: CEB, 대신증권 리서치센터

## 고평가된 원화와 정책변수

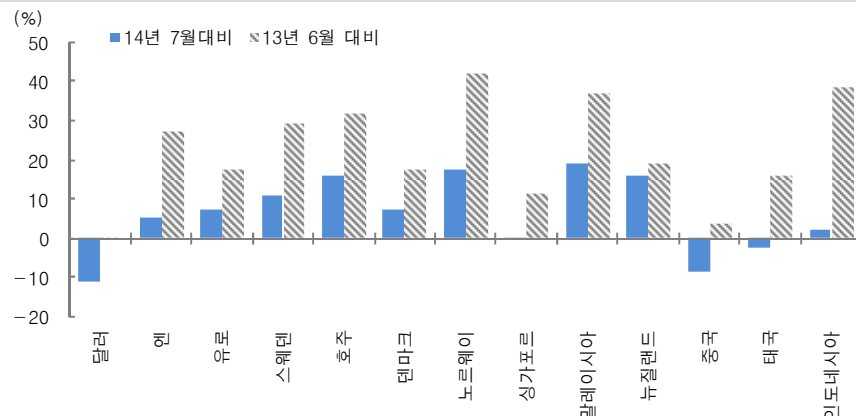
원/달러 환율로만 본다면 원화의 고평가 정도를 체감하기 어렵지만, 달러를 제외한 다른 통화대비 원화 가격은 상당히 높아져 있다. 미국 달러와 중국 위안화를 제외하면 최근 2년간 원화보다 강했던 통화를 찾아보기 쉽지 않다.

원화 고평가가 심화된 이유는 우선 원자재 가격 하락으로 다른 신흥국 수출에 타격이 컸던 것과는 대조적으로 수입감소로 경상흑자가 늘어난 측면이 있었고, 다른 국가들의 확장적인 통화정책과도 대조적으로 한국은행은 확장적 정책에 매우 소극적이었다. 10월 금통위에서도 한동안 완화적인 통화정책은 없을 것임이 실질적으로 확인되었다.

한국은행이 움직이지 않는다면 남은 통화정책 변수는 미국과의 내외금리차이다. 그래서 미국 통화정책 완화에 대한 기대가 높으면 원화가격은 상승강도가 높으며 여타 확장적 정책을 고수하는 국가대비 원화 고평가 정도는 더 커진다. 미국 통화정책 정상화가 시작되면 고평가에 따른 부담이 해소되는 속도가 빨라질 수 있을 것이다.

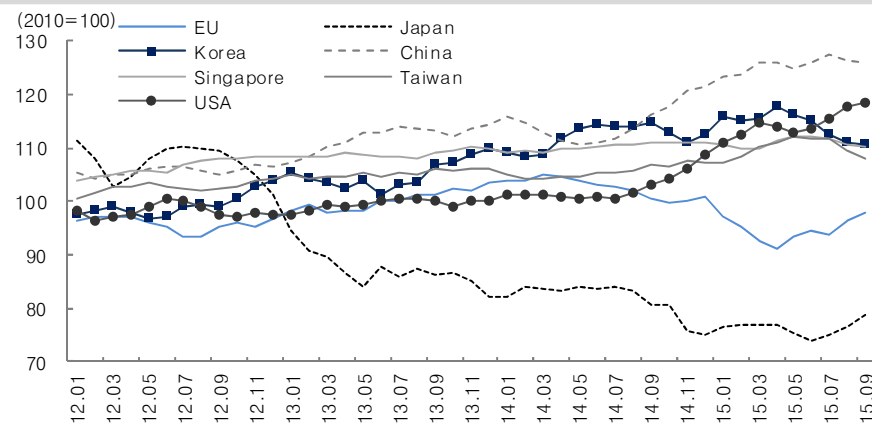
또 다른 변수는 정부정책이다. 한국은행의 통화정책 변경 가능성은 낮은 반면 내년부터 시행될 해외투자활성화 방안에 따른 세제혜택 등의 제도 도입은 단기적으로 자본 유출 속도를 높일 수 있는 변수가 될 것이다. 특히 원화가 약세로 전환될수록 정책효과가 더 커질 수 밖에 없어서 원 약세를 심화시킬 수 있는 변수로 주목해서 보아야 한다.

그림 6. 주요 통화대비 원화 절상, 절하 정도 비교



자료: CEB, 대신증권 리서치센터

그림 7. BIS 실질실효환율지수 국가간 비교



자료: CEB, 대신증권 리서치센터

## 다시 1,200원대를 향해서

다시 원/달러 환율을 끌어올릴 수 있는 변수들은 다음과 같다.

- 1) 10월이후 둔화가 예상되는 경상수지 흐름에 의한 경상수지와 금융계정간 역전으로 달러 수요우위 지속
- 2) 중국이 초래하는 변동성. 중국 성장둔화에 대한 우려, 혹은 중국의 인위적인 위안화 절하 유도 정책 재현 가능성
- 3) 미국 통화정책 변경을 앞두고 글로벌 불확실성 요소 재부각과 신흥국 변동성 확대에 따른 위험자산 선호도 약화

최근 시장은 중국 및 미국 변수의 부각 가능성을 낮게 보는 시각이 우위였다. 그리고 이들 변수는 언제 부각될지에 대한 불확실성이 여전히 남아있다. 당장 중국은 추가적인 정책을 내놓을 가능성이 높아 보이지 않는다. 그리고 시장은 미국 통화정책에 대해서도 12월 회의 금리인상 가능성을 1/3 수준으로 인식하고 있다.

그래서 한동안 환율의 변수는 달러 수급이다. 경상수지 흑자폭 축소, 혹은 외국인 순매수 약화, 원자재 가격 추가하락과 이에 따른 신흥시장 불안 및 위험 선호 후퇴, 해외투자 확대와 같은 변수에 의존도가 더 높다.

연말까지 남은 기간 동안에도 달러 공급보다는 수요 우위가능성이 높은 만큼 원/달러 환율은 저점을 높여가는 상승흐름이 이어질 것으로 예상된다. 4분기 원/달러 환율 평균은 3분기(1,169원) 보다 낮아지기 보다는 소폭 이를 상회할 가능성이 높다.

신흥국 성장은 제한되고 미국과 유럽의 안정성이 높은 대외환경이 여전히 이어질 것임을 감안한다면 이들 선진국에 대한 수출비중이 높은 전기전자와 같은 산업이 다시 환율이 상승할 때 주목받을 것으로 예상된다. 매출 불확실성은 상대적으로 작고, 원화 고평가 해소에 따른 수혜를 기대할 수 있기 때문이다.

### ▶ 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.