FX Strategy

2021.9.27

환율 상승세, 높아지는 상단

박희찬 hcpark@miraeasset.com 손하연 hayeon_son@miraeasset.com

연준 출구전략과 달러 강세

연준 금리인상 예상 시점이 점점 앞당겨지고 있음

- 연준 테이퍼링 스케줄은 비교적 선명해졌음: 올해 11월 시작, 내년 6월말 종료 예상.
- 금리인상 예상 시점은 점도표가 나올 때마다 앞당겨지고 있으며, 미국 인플레 예상치 상향과 연계되고 있음.
- 기대 인플레 상승세의 확산과 공급망 정상화 지연으로 인플레 전망치 추가 상승 예상. 이는 연준 금리인상 예상 시점을 더 앞당기면서 달러 강세 압력으로 작용할 것.

원화 상대 약세 지속

채권자금 유입세 약화와 연관됐을 듯함, 신흥국 통화 전반의 불안정성은 크지 않음

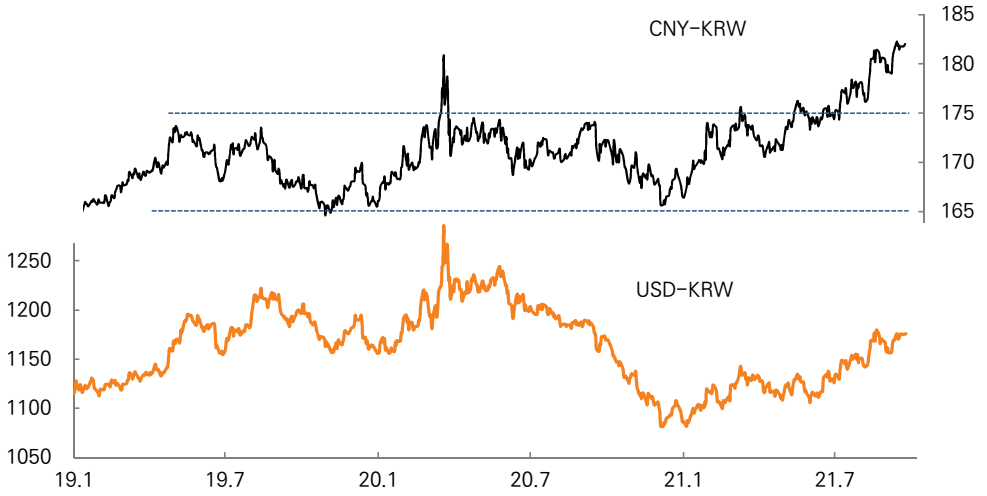
- 최근 3개월간 원화 상대 약세 국면. 8월 이후 외국인 채권자금 유입세 둔화가 일조했을 것으로 판단됨.
- 외국인 채권순투자 잔고가 8월 이후 정체 상황. 한은의 매파적 스탠스에 따른 원화채권 자본이득 기회 축소와 FX 변동성 확대 등으로 채권자금 유입세는 당분간 제한될 전망.
- 다만, 헝다그룹 파산 우려에도 위안화 가치 안정 등, 신흥국 신용위험은 크게 자극되지 않고 있음. 원화 가치 급락 리스크는 제한적이라 판단됨.

USD-KRW 전망

현 수준 1,175~1,180원 중심으로 추가 상승, 1,200원에 좀더 근접해 갈 전망

- 미국 인플레 하향 안정화 지연, 연준 금리인상 경계감 상승 등으로 미국달러 환율 추가 상승 가능성에 무게를 둠.
- 다만, 원화 상대 약세 지속 가능성은 제한적이라 판단됨: 한국 외환보유액 증가세 유지 등 외환 수급이 크게 불안하지 않은 점, 위안화 가치가 안정적인 점 등 감안.

[그림] 원화 약세 국면: 위안화의 원화 환율은 180원대, 기존 박스권 상단과 괴리 확대



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터.

달러 인덱스 상승세, 연준 출구전략 부담 반영

9월 FOMC: 테이퍼링 가이드라인 제시, 2022년 하반기 금리인상 가능성 시사

11월 FOMC에서 테이퍼링 플랜이 발표될 전망. 파월 의장은 '그런대로 괜찮은(decent)' 고용지표가 전제조건이라 언급, 테이퍼링 발표의 허들이 그리 높지 않음을 시사. 9월 고용지표가 예상보다 크게 저조했던 8월 일자리 증가 속도(월간 +23만 건)보다 더 나쁘지 않으면 11월부터 양적완화 축소에 들어갈 수 있을 듯함.

파월 의장 발언을 종합해 보면, 테이퍼링은 11월 FOMC 발표와 동시에 시행되어 내년 6월 말까지 마무리하는 스케줄이 될 전망. 즉, 현재 월 1,200억 달러에 달하는 자산매입 정책은 매월 150억 달러씩 축소되어 내년 6월 말에 마무리될 것으로 예상됨.

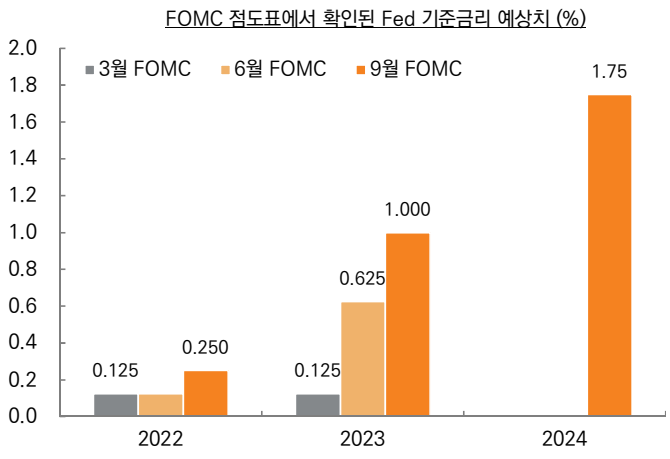
2014년 테이퍼링이 월 85억 달러 속도로 진행됐던 것과 비교해 보면, 이번 테이퍼링은 2배에 가까운 속도인 것. 이미 잘 알려진 이슈임에도 불구하고 긴장감을 유지할 수밖에 없는 이유 중 하나로 이러한 속도 차이를 거론할 수 있음.

아울러, FRB의 첫번째 금리인상 예상 시점이 앞당겨지고 있다는 점도 달러 강세를 압박. 점도표 변화를 보면, 3월 FOMC까지는 첫번째 금리인상이 2024년으로 예상되었지만, 6월 FOMC에서는 2023년 두 차례 금리인상으로 중위값이 변경되었고, 9월 FOMC에서는 2022년 금리 인상과 동결 의견이 정확히 9:9로 갈렸음.

인플레 전망 변화가 기준금리 인상 시점 앞당기는 상황

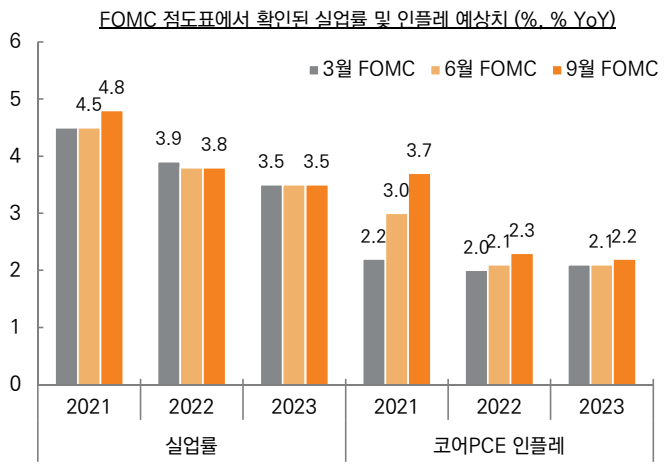
주지하듯이, 연준에게는 완전고용과 안정적 인플레 관리라는 dual mandate가 있음. 그런데, 지난 세 차례 점도표를 보면 실업률 전망에는 큰 변화가 없는 반면, 인플레 전망치는 계속해서 상향 조정 되어 왔음. 아래 그림에 정리된 바와 같이, 올해 인플레 전망치가 크게 올랐고, 2022~23년 인플레 전망치도 동반 상승. 결국 인플레에 대한 인식 및 전망 변화가 기준금리 인상 시점에 영향을 주고 있다고 판단 가능.

그림 1. Fed 기준금리 전망치 상향, 첫번째 인상 시기 앞당겨지고 있음



자료: Federal Reserve, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 연준의 미국 실업률 전망 하향은 없는 반면, 인플레 전망은 상향



자료: Federal Reserve, 미래에셋증권 리서치센터

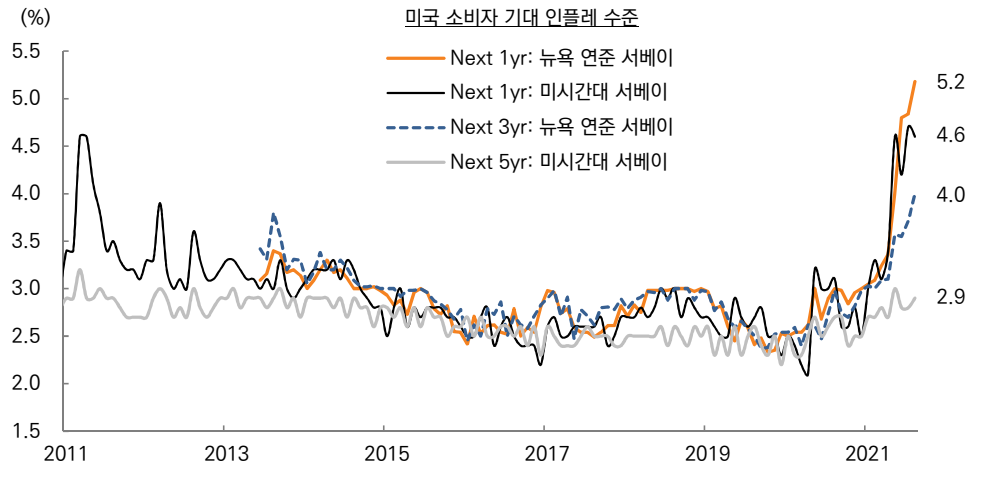
인플레 전망 추가 상승 가능성과 기대 인플레 상승세

잘 알려진대로 연준은 최근 인플레 급등세에 대해 일시적 현상이라는 입장을 고수하고 있지만, 위 그림에서 보는 바와 같이 인플레 전망치의 상향도 동반되고 있음. 지난 7월말 FOMC 의사록을 보면, 공급망 병목 현상에 주로 기인하는 인플레 상승 압력이 기존 판단 대비 느리게 해소될 가능성을 인정하고 있음이 확인됨(... recent data pointed to a greater risk that the upward pressure on inflation that had resulted from supply-related issues would unwind more slowly than the staff's baseline projection assumed).

여기에 더해, 무엇보다 중요한 소비자 기대 인플레는 계속해서 상승세. 특히, 단기 영역에서 중기 영역으로 높아진 인플레 기대심리가 확산되고 있는 점에 주목해야 함. 이는, 보다 광범위한 분야에서 인플레 상승세가 발생할 위험이 커지고 있음을 시사.

이 같은 인플레 전망의 추가 상승 요인들을 고려할 때, 향후 기준금리 인상 전망의 동반 상승 또는 첫번째 인상 시점이 더 앞당겨질 가능성을 높게 평가할 수 있겠음.

그림 3. 미국 소비자 인플레 기대심리 상승세, 3년 중기 영역 기대 인플레도 빠르게 상승



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

연준 베이지북에 반영된 인플레 상승 압력 정황들

9월 8일 발표된 연준 베이지북을 통해서도 미국 인플레가 단기간 내 안정되기 어려운 여건임을 잘 확인할 수 있음. 다음은 베이지북에서 발췌한 인플레 관련해서 정리된 주요 코멘트들임.

✓ 인플레는 높은 수준에서 유지(Inflation was reported to be steady at an elevated pace).

✓ 자원 공급 부족에 따른 비용 상승 압력은 일부 지역/산업에 국한되지 않은 광범위한 현상(With pervasive resource shortages, input price pressures continued to be widespread)

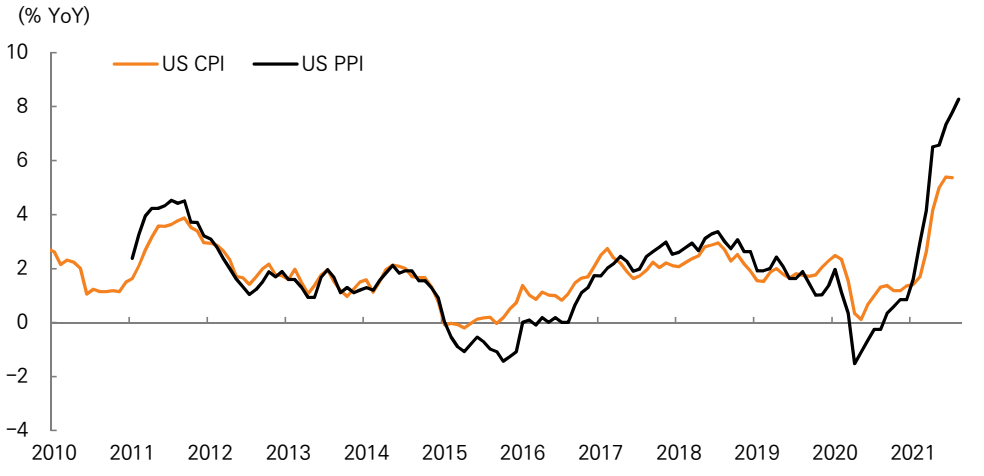
✓ 가격 급등에도 여전히 많은 기업들은 핵심 자원 확보에 애로(Even at greatly increased prices, many businesses reported having trouble sourcing key inputs).

✓ 높아진 비용 부담을 제품가격으로 전가하는 것이 용이해지고 있음(Some Districts reported that businesses are finding it easier to pass along more cost increases through higher prices).

정리하자면, 현 상황은 하반기 인플레 안정을 기대했던 일부 낙관론적 의견에 부합하지 않으며, 자원가격 급등이 제품가격 상승으로 전가되는 등의 이유로 향후 인플레가 더 높아질 위험도 고려해야 하는 것으로 요약됨.

지난 8월 미국 생산자물가 상승률은 오름세를 이어가면서 전년비 8.3%에 이름. 베이지북에서 확인된 대로, 이러한 생산자물가 급등은 소비자물가 인상으로 전이되는 양상이라면 소비자물가 상승률도 재차 오름세를 띨 가능성을 높게 볼 수 있음. 실제로, 중고차나 여행 관련 소비 물가(항공료, 숙박료 등) 외에 다른 분야로 확산되고 있음이 조금씩 확인되는 상황. 물론, 아직까지 인플레 상승세가 확산되지 않은 영역도 다수 존재.

그림 4. 미국 생산자물가 상승률 가파른 오름세, 소비자물가 상승률 하락 전환을 어렵게 할 것



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

인플레 전망 및 Fed 기준금리 전망 변화가 향후 외환시장 핵심변수

대부분의 미국 인플레 전망은 올해 하반기 이후 인플레 하향 안정화를 가정하고 있기 때문에, 하반기 인플레 하락세가 잘 진행되지 않으면 전망치의 상향은 불가피해짐. 현재 일자리 부족, 재고 부족, 공급망 회복 지연, 높아진 기대 인플레 수준 지속, 원자재와 중간재 가격 및 운임 상승세 등의 상황은 인플레 전망의 상방 리스크가 여전히 높음을 의미. 이에 따라, 12월 FOMC에서는 인플레 예상치가 추가로 상향될 가능성, 그리고 2022년 기준금리 인상 의견이 동결 의견보다 우세해질 가능성을 높게 볼 수 있음.

테이퍼링 기간 동안에는 금리인상을 하지 않는다는 기본 원칙이 무너질 만큼 인플레 상황이 급박하게 돌아갈 것이라 생각하기는 어려우므로, FRB 금리인상 예상 시점이 좀더 앞당겨진다고 해서 금융시장에 큰 혼란을 야기하지는 않을 전망. 다만, 대부분 신흥 시장의 낮은 외환시장 자유도를 고려할 때 신흥국에서 자금을 환수하는 작업은 선제적으로 진행될 가능성이 크다고 볼 수 있음. 결국, 완만한 속도의 신흥국 통화 약세와 미국달러 강세 흐름은 향후에도 지속될 가능성이 높음.

원화 상대 약세 국면, 향후 전망

최근 글로벌 외환시장 요약

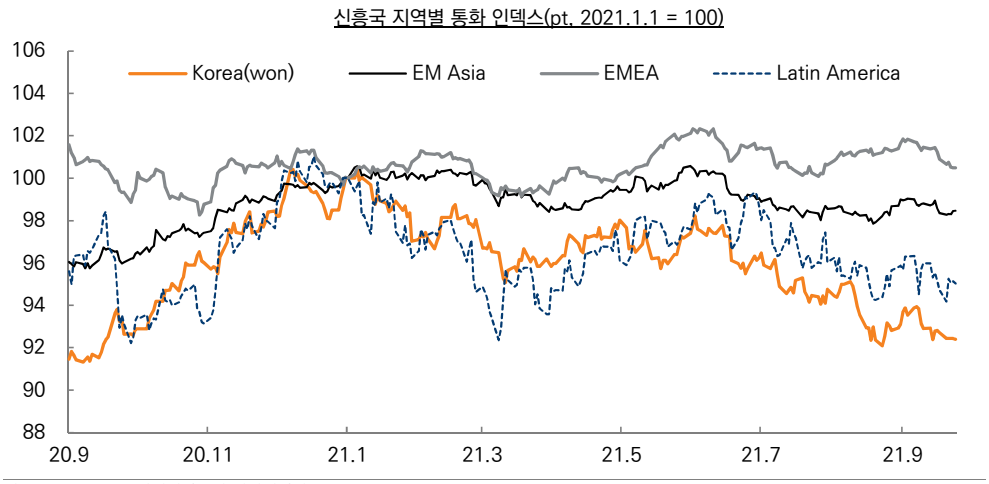
미국달러의 완만한 절상 기조가 이어지면서 최근 1~6개월 구간에서 달러 대비 절하 통화가 다수. 원화는 상대 약세, 최근 3, 6개월 구간에서 아래 정리된 주요 통화 중 하위 20%에 위치.

표 1. 미국달러 대비 각 통화 절상률(%, 최근 3개월 절상률로 정렬)

전체 국가(단위: USD)	1개월	3개월	6개월	12개월
Israeli Shekel	0.93	1.53	4.15	8.81
Indonesian Rupiah	1.12	1.17	1.12	4.31
Indian Rupee	-0.01	0.69	-1.61	-0.11
Taiwanese Dollar	0.72	0.57	3.15	5.36
Japanese Yen	-0.85	-0.03	-1.03	-4.69
Chinese Yuan	0.09	-0.15	1.16	5.53
Russian Ruble	1.10	-0.72	4.03	7.48
Malaysian Ringgit	0.08	-0.74	-0.97	-0.41
Swiss Franc	-1.45	-0.80	1.56	0.39
Singaporean Dollar	-0.57	-0.84	-0.60	1.77
Norwegian Krone	1.54	-0.98	-0.11	11.57
Mexican Peso	0.74	-1.14	2.64	11.38
Turkish Lira	-5.81	-1.15	-8.56	-13.57
British Pound	-0.69	-1.51	-0.87	7.24
Euro	-0.64	-1.80	-0.63	0.77
Swedish Krona	-0.12	-1.85	-0.15	5.51
Canadian Dollar	-0.25	-2.85	-0.59	5.80
Polish Zloty	-1.30	-3.78	0.12	-0.56
South Korean Won	-0.65	-4.16	-4.02	-0.36
Australian Dollar	-0.68	-4.32	-4.91	3.29
Thai Baht	-1.86	-4.43	-6.56	-4.98
South African Rand	-1.46	-5.32	0.29	14.66
Chilean Peso	-1.28	-7.46	-7.99	-0.76
Brazilian Real	-2.45	-7.50	7.92	4.28

주: 데이터는 9월 24일 (주말) 종가 기준.
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 지난 3개월간 원화 약세는 중남미 통화 약세보다 더 빠르게 진행됨



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

원화 상대 약세 지속 배경

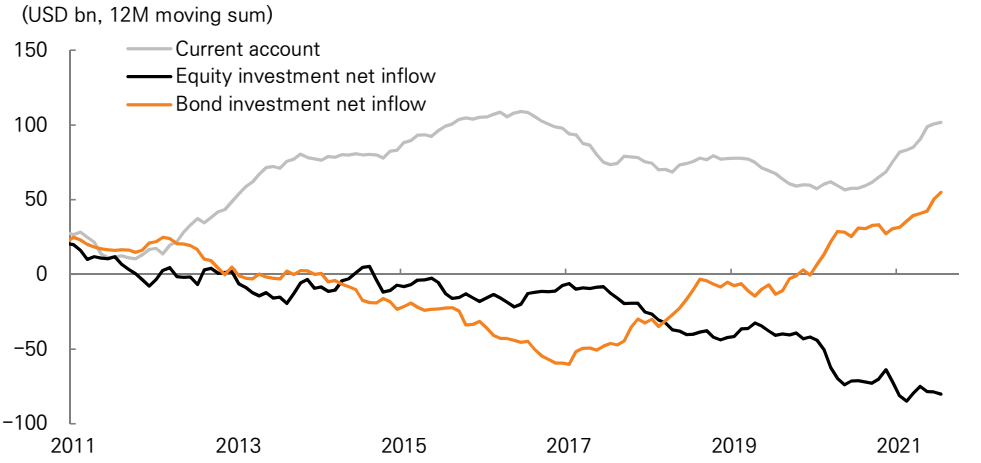
원화 약세 관련해서 중국 헝다그룹 파산 리스크도 고려할 수 있지만, 위안화가 안정적이고 아시아 통화들도 크게 흔들리지 않고 있어 외환시장 파장은 제한적이라 할 수 있음. 그보다는 외국인의 원화 채권 매수세 약화에 주목할 필요.

2017년 이후 국제수지표상 중요 특징 중 하나는, 주식자금 순유출이 확대되어 왔지만 채권자금 순유입 규모가 확대되면서 그것을 상당 부분 상쇄해 냈다는 것임. 가장 최근 발표된 7월 국제수지표까지도 이런 상황은 잘 확인됨. 그런데, 8월 이후 두 달 가까이는 외국인들의 원화채권 순투자 잔고는 거의 늘어나지 않고 있음. 즉, 채권자금 유입세가 약해져 주식 자금 유출을 상쇄해내지 못하면서 원화 상대 약세가 야기됐을 수 있는 것.

외국인들의 채권 순매수 약화와 관련해서는, 첫째, 한국은행 금리 인상 기조로의 선회로 인해 원화 채권 자본이득 기회가 줄었다고 판단했을 가능성, 둘째, 8월 이후 환율 불안정성 증가가 채권 자금 유입세에 부정적 영향을 미쳤을 가능성 등을 고려할 수 있겠음.

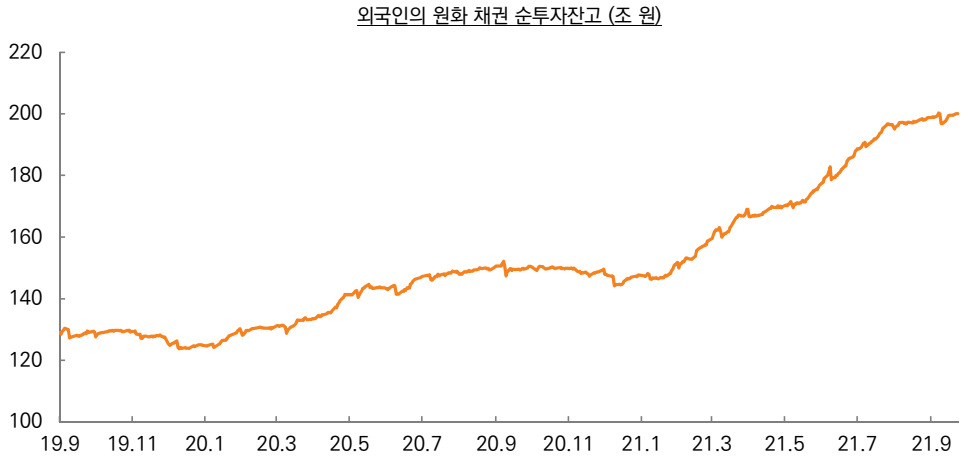
다만, 채권자금 유입세가 조금 약화된 상태로 당분간 유지되더라도 올해 경상수지 흑자 규모가 다시 확대된 상황인 점을 고려하면, 외환 수급 여건이 가파른 원화 약세 위험을 시사하고 있지는 않다고 판단됨.

그림 6. 국제수지표 분해: 주식투자금 순유출 규모 확대 vs. 채권투자금 순유입 규모 확대



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

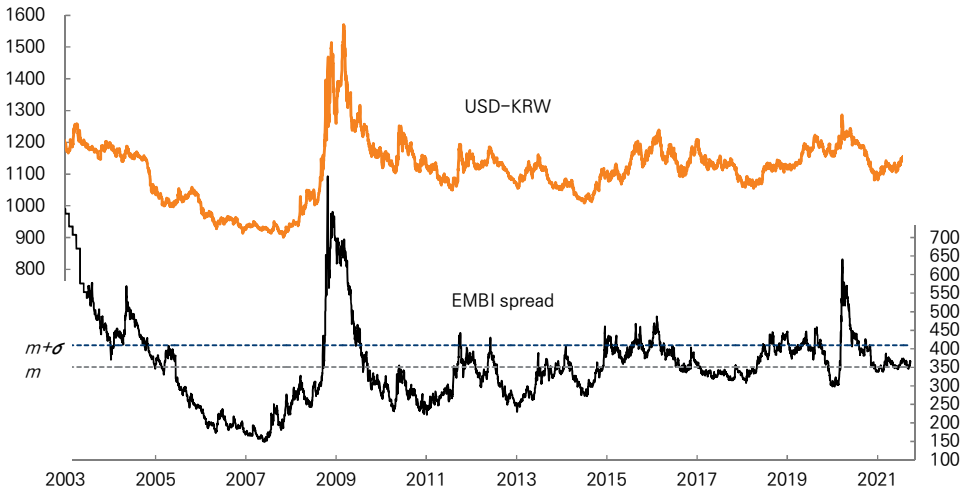
그림 7. 외국인의 원화 채권 순투자잔고 증가세는 8월 이후 크게 둔화됨



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

끝으로, 원화 가치 급락 위험을 점검하는데 유용한 EMBI 스프레드는 여전히 안정적. 비록 FRB 금리인상 예상 시점이 앞당겨지고 있으나, 양적완화 종료 후 금리인상이라는 통화정책 정상화 방침이 명확하기 때문에 급작스러운 유동성 회수가 자극될 만큼 시간적 여유가 없지는 않은 점, 브라질, 러시아 등에서 선제적 금리인상으로 대응하면서 유동성 리스크 관리에 나서고 있는 점 등이 EMBI 스프레드 안정에 기여하고 있을 것으로 판단됨.

그림 8. EMBI 스프레드는 계속해서 안정적으로 유지되고 있음



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

향후 환율 전망

미국 인플레 안정화가 지연되는 가운데 FRB 금리인상 예상 시점이 좀더 앞당겨질 가능성이 높은 점은 달러 추가 강세 압력을 의미. 이에, 연말까지 달러 환율은 현 수준 1,175~1,180원을 중심으로 완만한 상승세를 보이면서 1,200원을 지향하는 모습이 예상됨.

다만, 지난 3개월간 계속된 원화 상대 약세는, 한국 외환 수급 여건이 크게 불안하지 않고 외환보유액 증가 추세가 계속되고 있는 점, 위안화 가치가 안정적인 점 등을 고려할 때, 지속 가능성이 그리 높다고 판단되지는 않음.

원화의 가파른 약세 지속되기 위한 조건

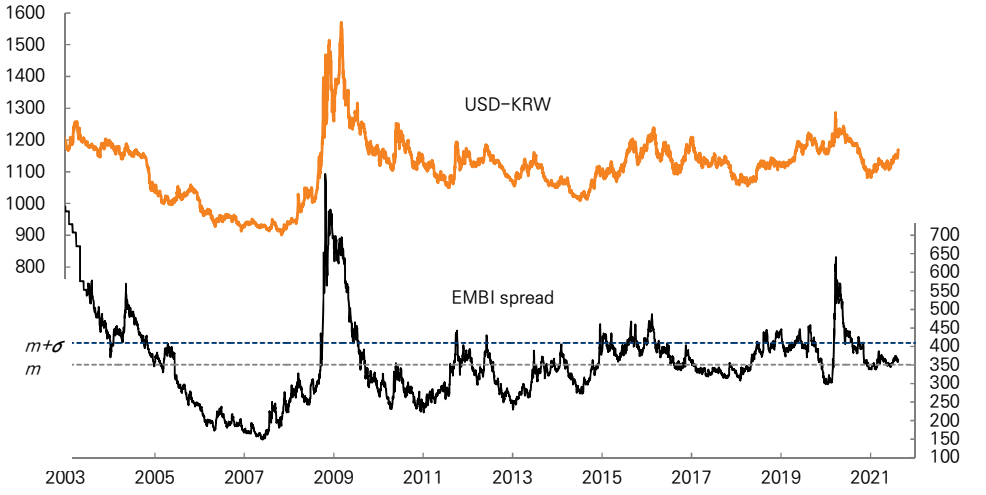
크게 두 가지 요인에 주목. 하나는 연준 출구전략 이슈, 다른 하나는 신흥국 금융 불안 가능성.

첫째, 연준 출구전략에 대해서는 테이퍼링 개시 시점이 빠르면 10~11월일 가능성까지 제기되고 있음. 아직은 컨센서스 뷰가 아니지만, 이것이 현실화 될 가능성이 높아지고 테이퍼링 속도 또한 빠를 것이라는 우려가 제기되면 상황이 달라질 수 있음. 즉, 연준 출구전략 속도 불안감이 빠르게 커진다면 원화의 가파른 약세가 지속될 수 있음.

둘째, 신흥국 신용위험을 보여주는 EMBI 스프레드가 장기평균 대비 1표준편차를 상회하는 방향으로 빠르게 움직일 때 원화의 가파른 약세가 이어질 수 있음.

하반기 중 두 조건이 성립하는 상황이 도래할 수도 있겠으나, 현재로서는 두 가지 조건 모두 성립하지 않고 있음. 따라서, 원화 가치 급락세가 이어질 여건은 아닌 것으로 판단됨.

그림 9. 달러의 원화 환율은 기존 박스권 상단에 근접, 위안화의 원화 환율도 연초 이후 꾸준한 오름세



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.