

IBKS Economy Monitor

Focus on Week: 원/달러 환율, 2분기말 1,200원을 예상하는 이유

원화 약세가 지속되고 있지만 4월 이후 가파른 강세를 보일 것으로 예상된다. 최근 상대적인 원화 약세는 계절적인 요인이 만들어낸 디커플링이며 원화 환율의 주된 흐름을 결정하는 것은 미 통화정책에 대한 기대이다. 향후 미국 기준금리에 대한 기대치가 추가로 하락하면 원/달러 환율도 빠르게 되돌려질 가능성이 높다. 2분기 원화 강세의 다른 요인은 중국 경제지표의 회복 가능성이다. 3월 이후 리오프닝 효과가 본격화되면서 중국 경제 성장률이 반등함에 따라 원화는 강세 전환할 것으로 예상된다.

원화만 약세, 무슨 문제가 있는 것은 아닐까? ▶ 정상 전환이 지체되고 있을 뿐 4월말 이후 가파른 강세 전환 기대 ▶ 이번 분기말 1,200원 또는 그 이하로 하락할 가능성

1,300원 이상의 환율은 늘 투자자들이나 정책담당자들의 경계심을 자극한다. 과거 몇번의 금융위기 때 경험이 녹아 든 경계심이겠지만 기본적으로 대외노출도가 큰 경제구조를 가지고 있기 때문에 환율에 민감할 수 밖에 없다.

최근에는 그 동안 다른 통화를 압도한 미 달러의 강세가 수그러들고 있음에도 불구하고 우리나라 원화만 상대적으로 약세를 지속함에 이에 대한 여러가지 논란도 큰 상황이다. 수출 구조 변화에 따른 부정적인 영향이라거나 제조업 중심의 경제구조에 따른 결과처럼 구조적인 내용이 언급되기도 하고 혹시 우리가 놓치고 있는 어떤 문제가 있는 것이 아닐까? 하는 우려가 나오기도 한다. 이번 주에 한국은행과 국민연금이 350억 달러 규모의 신규외환스와프 계약을 체결하며 환율 수준이 조금 낮아지기는 했지만 이러한 조치 자체가 현재 환율 수준에 대한 정부의 경계감을 반증하는 것으로 비춰질 수도 있다.

향후 환율 수준에 대한 시장의 기대는 지금 수준의 원화 약세가 당분간 이어질 수 밖에 없고 이후 완만한 환율 하락이 이어질 것이라는 전망이 주를 이루고 있다. 하지만 우리는 이번 분기 원/달러 환율이 시장 기대처럼 현수준을 유지하거나 완만하게 움직일 가능성은 낮을 것으로 보고 있다. 4월 중에는 1달러 당 1,300원 전후에서 움직일 것으로 보고 있지만 4월말 또는 4월 하순 이후에는 환율이 가파르게 하락하며 이번 분기말에는 1달러 당 1,200원 또는 그 이하로 하락할 가능성이 높다고 생각한다.

이렇게 판단하는 근거는 최근 상대적인 원화 약세는 계절적인 요인이 만들어낸 디커플링이라고 보고 있으며 우리 내적인 펀더멘털 요인보다는 여전히 미국 통화정책의 방향이 주된 흐름을 형성하고 있고 2분기부터 중국 경제지표 반등 가시화를 주목하고 있으며 이런 흐름이 본격화될 경우 여러측면에서 추세를 크게 벗어나 있는 원화 환율은 빠르게 추세선 쪽으로 회귀할 수 있다고 보기 때문이다.

▶ Economist

정용택

02) 6915-5701

ytjeong0815@ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

펀더멘탈에 대한 우려보다는 계절 요인이 만들어내 디커플링, 여전히 원화 환율의 추세적 흐름을 결정하는 것은 미 통화정책 강도 → 추가적인 원화 기대 증가 전망

우선, 최근 한달 동안 원화는 엔화 등 주요국 통화 대비 부진한(?) 모습을 보여주고 있다. 미국 실리콘밸리은행의 파산을 시작으로 미국 금융시장의 위기감이 커지고 향후 경기침체에 대한 경계심이 높아지는 과정에서 대부분의 통화는 미 달러 대비 강세를 보였으나 원화는 1,300원 이상에서 절상되지 못하고 절하 흐름을 이어오고 있기 때문이다. 이를 두고 중국발 수출 및 무역수지 부진을 거론하기도 하고 다른 나라들과 달리 올해 경제성장률 전망치가 계속 낮아지고 있는 부진한 경기를 이유로 드는 등 여러가지 이야기가 나오지만 정확한 분석은 아닌 것으로 보인다. 당장 미 달러의 독주는 지난해 11월 미 연준의 긴축 속도가 조절되기 시작하며 본격화 되었는데 그 시점부터 금년 2월 초까지의 시기를 보면, 원화는 지금과 반대로 주요 통화 대비 미 달러에 대해 훨씬 더 가파른 절상률을 보여준다. 최근 5개월 동안 일어난 상황임을 감안하면 그 시기와 지금 사이에 수출이나 무역수지 구조가 크게 바뀌었을리도 없다. 규모의 변화는 조금 있겠지만 수출은 부진했고 무역수지도 적자를 지속하는 흐름이다.

환율을 단기적으로 끊어서 서로 변동 폭을 비교할 때는 펀더멘탈의 구조와 같은 추세적인 요인이 반영되기 보다는 단기적인 수급 요인이나 금융시장 가격지표의 변동과 같은 단기적인 변수들이 더 강하게 영향을 미친다고 볼 수 있다. 이 기간 동안 두 국면에 나타난 서로 다른 원화의 모습 역시 계절적인 수급이 만들어낸 영향이 크다는 판단이다. 기업들의 결산월이 비교적 고르게 분포되어 있는 미국 등 서구 국가들이나 3월과 6월에 몰려 있는 일본 등과는 달리 우리나라는 대부분의 기업들이 12월에 결산을 한다. 따라서 우리나라는 계절적으로 4/4분기에 밀어내는 수출의 양이 많고 결산을 위해 환전되는 원화의 수요도 상대적으로 많아 4분기는 국제수지도 다른 분기보다 양호하고 환율도 원화가 상대적으로 강세를 보이는 구간이다. 반면 12월 결산 법인이 많다 보니 대부분 3월과 4월초 주춤하게 되고 4월과 5월초 외국인 투자자들에게 지급된 배당금이 빠져 나가게 됨에 따라 이시기 국제수지는 약해지고 환율 역시 다른 달에 비해 원화가 약세를 보이는 경향을 띤다. 이번 역시 이 경우에서 크게 변하지 않은 것으로 볼 수 있다.

그림 1. 미 달러 독주 마무리된 후에도 원화만 약세 흐름 → 무슨 문제가 있는 것은 아닐까?

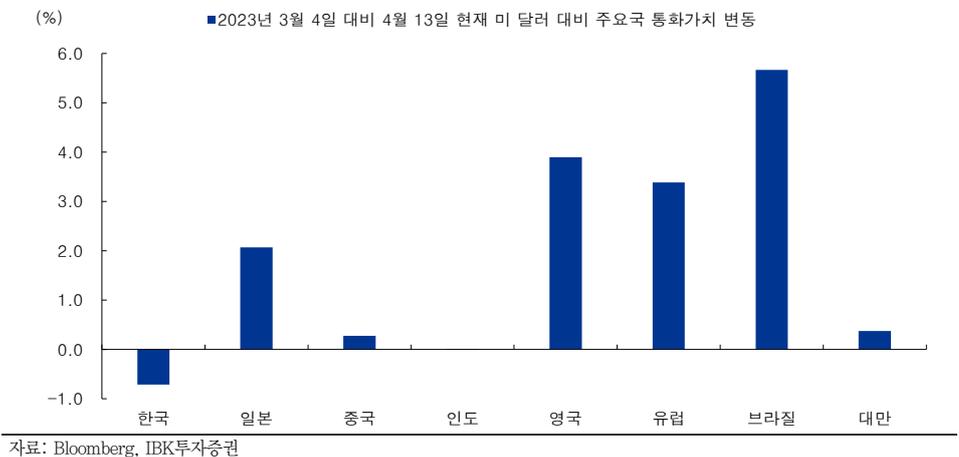
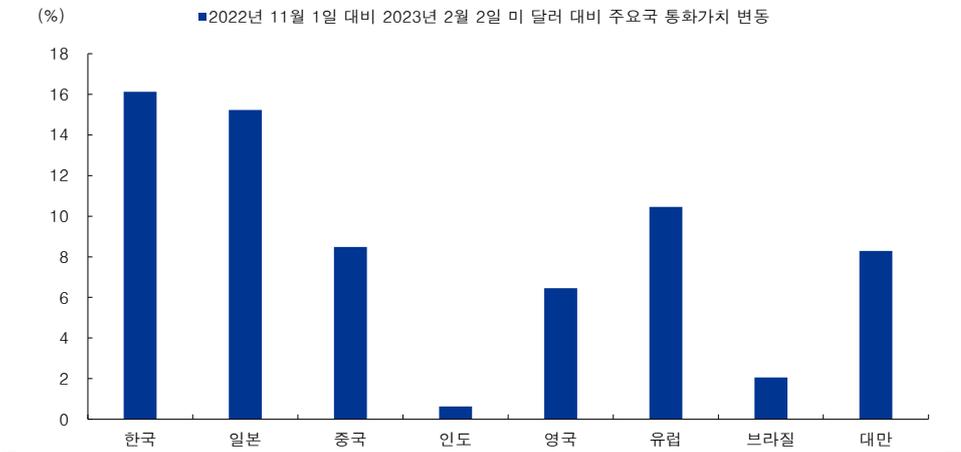
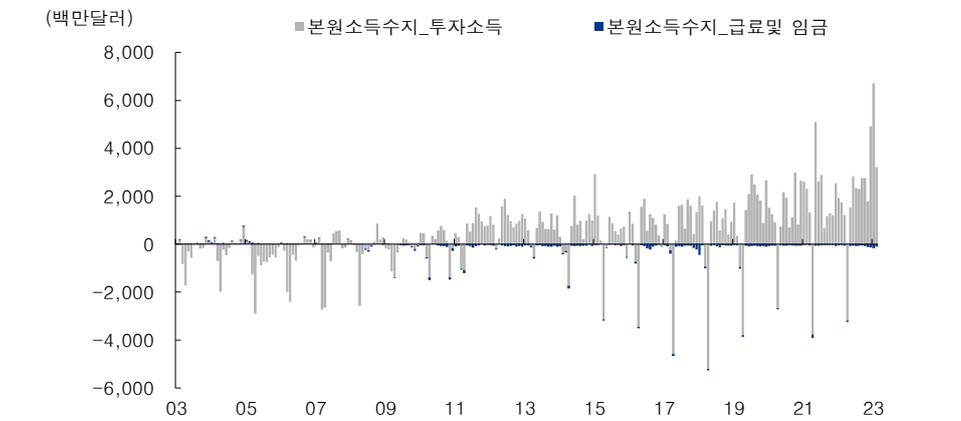


그림 2. 지난해 11월 이후 금년 2월 초까지 원화는 가장 절상 폭이 큰 통화, 그때와 지금 무슨 변화가 있었을까?



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 3. 12월 결산 법인이 대부분을 차지하고 외국인 투자비중이 높은 상황을 보여주는 우리나라 국채수지의 계절성 → 최근 상대적인 원화 약세의 상당 부분을 설명



자료: 한국은행, IBK투자증권

계절성을 제외하고 보면, 여전히 원화 환율의 기본적인 흐름을 결정하는 것은 미국 통화 정책에 대한 기대다. 미국 파생시장에 반영된 미국 통화정책에 대한 기대와 원/달러 환율의 흐름을 보면 이를 쉽게 확인할 수 있는데 이번 팬데믹 국면에서는 매우 높은 상관 관계를 보여준다. 지난 해 11월에서 금년 2월 초까지 가파르게 하락한 향후 미국 기준금리에 대한 기대치가 그대로 원화 강세로 연결되었다면 2월 2일 이후에는 과도한 기대를 되돌리려는 연준의 정책결과와 코멘트로 인해 기준금리 기대치가 다시 상승하고 원화도 다시 절하되는 흐름을 보인다. 절상 국면에서 절상 폭이 상대적으로 컷 던 만큼 되돌림 국면에서 절하 폭 역시 상대적으로 클 수 밖에 없었다고 판단한다. 3월 중순 미국 실리콘밸리은행 파산 이후 미국 통화정책에 대한 기대치는 다시 완화되며 대부분의 통화는 절상 흐름으로 전환되었지만 우리나라는 배당금 지급 등 계절적인 수급 요인으로 이 반전

이 지체되고 있을 뿐 이라고 우리는 판단하고 있다. 5월 초에는 미 연준 통화정책 결정이 예정되어 있고 현재 시장センチメント는 5월 금리 인상을 마지막으로 연준의 이번 금리인상 사이클은 마무리될 것이라고 기대하고 있는데 이는 향후 미국 기준금리에 대한 시장 기대치 하락이 더 가속될 수 있음을 의미한다. 5월 배당금 지출 요인이 소멸하고 미국 기준금리에 대한 기대치가 추가로 하락하면 원/달러 환율도 빠르게 되돌려질 가능성이 높다는 게 우리의 판단이다.

그림 4. 여전히 원화 환율의 기본적인 흐름을 결정하는 것은 미국 통화정책에 대한 기대 ▶ 5월 배당금 지출 요인이 소멸하고 미국 기준금리에 대한 기대치가 추가로 하락하면 원/달러 환율도 빠르게 되돌려질 가능성



자료: Bloomberg, IBK투자증권

2분기 원화 강세의 또 다른 요인은 중국 경제지표의 본격적인 회복 가능성

2분기 원화 강세의 또 다른 요인은 중국 경제지표의 본격적인 회복 가능성이다. 아직 중국경제 지표에 대해서는 시장 참여자들의 기대와 실망이 반복되는 모습이다. 하지만 우리는 중국 ‘리오프닝’등에 대한 성급하고 과도한 기대에 기인하기 때문일 뿐 4월 이후 발표되는 중국경제지표의 모습은 3월 이전 발표된 지표들과 전혀 다른 흐름을 보일 가능성이 높다고 보고 있다. 이유는 3월 이후가 시기적으로 ‘리오프닝’ 효과가 본격화되는 시점과 맞물릴 가능성이 높을 뿐만 아니라 중국 정부의 ‘Re-boost’가 본격화되는 시기로 보기 때문이다.

리오프닝 효과는 코로나 봉쇄가 해제된다고 바로 나타나는 것은 아니며 3~4개월 정도 확진자와 사망자 발생이 안정되는 기간이 필요하며 이 기간 후 경제적인 효과는 가속화되기 시작하는데 중국은 지난해 11월말 위드코로나로 정책을 전환했다는 것을 감안하면 효과가 가시적으로 나타나는 것은 3월 이후로 볼 수 있다.

올해 중국 경제의 반등 요인으로 대부분 코로나 방역정책 완화 효과를 거론하지만 사실 우리가 더 주목하는 것은 중국 정부의 적극적인 경기부양 정책의 시행 가능성 때문이다. 이 부분의 영향이 더 크고 길게 나타나게 되는 데 이 효과 역시 본격화되는 것은 3월 양화 이후로 보고 있다. 3월 ‘양화’는 한 해 중국 정부의 경제·정치 운영 방침이 정해지는

최대의 정치행사인 만큼 이번 3월 이후 중국정부의 부양 노력은 실질적으로 집행을 시작할 가능성이 높다. 그리고 이 흐름은 4월 이후 경제지표에 반영되기 시작할 것이다.

중국의 전망치 변화에 기대를 걸고 있는 것은 이전에 비해 비중이 줄었다고는 하나 여전히 미국에 비해 크게 높은 기여도를 갖고 있기 때문이다. 올해 미국경제가 지난해에 비해 1.5%pt 정도 성장률이 낮아진다고 해도 중국 경제성장률이 1%pt 이상 반등하면 수출과 경제성장률 모두 방향을 전환하게 된다. 지난해 3% 성장한 중국경제가 올해 5% 정도 성장하면 우리나라 경제성장률은 0.2%pt 가깝게 늘어난다. 올해 연간 중국경제성장률 컨센서스는 5.3% 수준으로 올라왔고 2분기 경제성장률 기대치는 (기저효과의 영향이 반영되어 있겠지만) 7%를 넘어서고 있다. 이 수치들이 본격적으로 거론되기 시작하면 미 달러 약세는 더 심화될 가능성이 크고 상대적으로 원화는 강세를 보일 것으로 생각한다.

그림 5. 2023년 1분기 이후 중국 분기별 경제성장률 전망치 컨센서스 흐름 및 변화 ▶ 2분기 이후 경기흐름 변화를 체감할 수 있을 것으로 보임

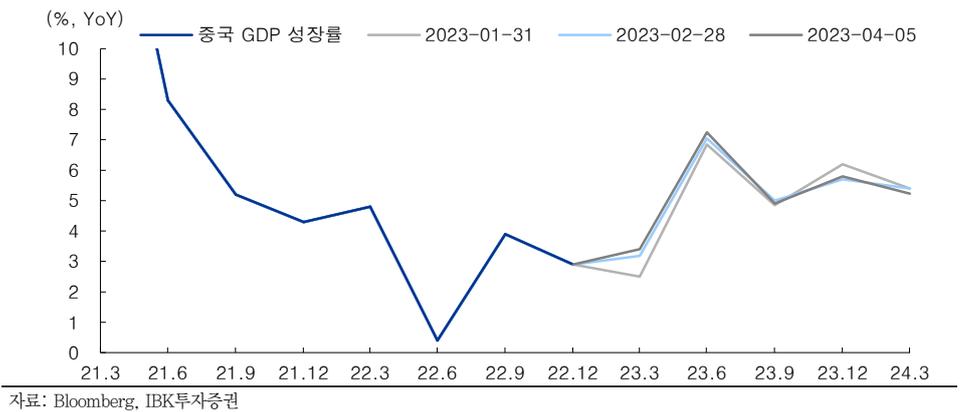


그림 6. 우리나라 경제성장률 흐름은 중국과 미국의 경제성장률 흐름과 거의 같이 움직임. 이 두나라와의 연관성 높기 때문 ▶ 두나라 분기 성장률 컨센서스 흐름을 보면 우리나라 성장률 흐름은 1분기를 저점으로 반등 기대 (굵은 선은 중국과 미국 경제성장률 2023년 분기별 Bloomberg 컨센서스 합)



주요 통화 및 대외 신인도와도 괴리가 큰 원화 ▶ 지나친 저평가는 어떤 계기가 마련되면 빠르게 평균으로 회귀

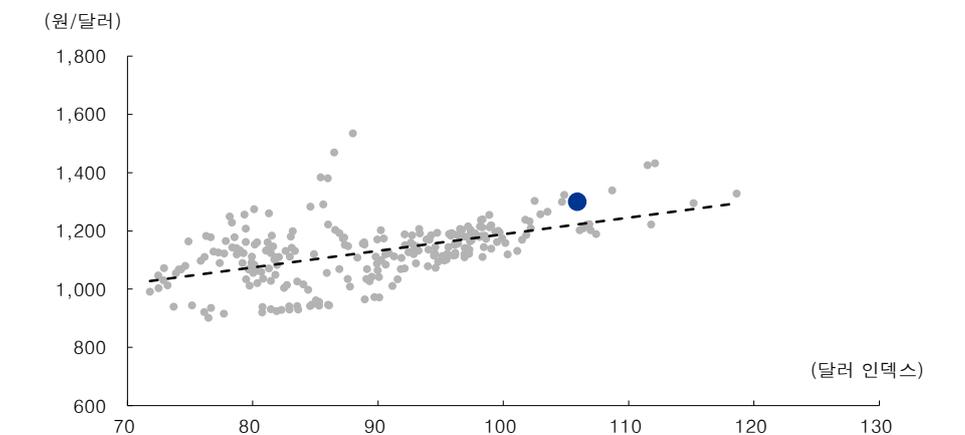
마지막으로 상대적인 환율 수준을 감안하면 시장에서 일반적으로 기대하는 것보다 강세 폭은 클 수 있을 것으로 보인다. 상대적인 저평가 폭이 크기 때문이다.

주요 통화 대비 미 달러의 가치를 보여주는 달러인덱스와 원/달러 환율의 수준을 비교해 보면, 현재 원/달러 환율은 두 환율이 만들어낸 추세선에서 위로 벗어나 있다. 미 달러의 상대적인 수준 대비 원화는 저평가 영역에 있음을 의미한다. 직접적인 모수가 되는 달러 이외에 우리나라 통화가치 변화에 큰 영향을 미치는 중국 위안화 환율과 일본 엔화 환율과의 상대적인 위치를 비교해 보면, 미 달러와 비교해 볼 때 보다 훨씬 더 저평가 정도가 큰 것으로 나타난다.

그리고 또 하나 우리나라 신용위험을 감안한 환율도 여전히 높은 수준에 있다. 최근 글로벌 금융시장은 미국 은행권 불안 등의 요인으로 높은 변동성을 보여주고 미국 은행들의 부도위험을 보여주는 CDS spread는 이전보다 상승한 흐름을 보여주고 있지만 우리나라 CDS spread는 매우 낮은 수준에서 안정적으로 유지되고 있다. 과거 원/달러 환율이 1,300원 이상에서 형성되었을 때 우리나라 CDS spread가 300~400bp 이상에서 움직였다는 점을 상기해 보면, 현재 우리나라 대외신인도와 환율 사이의 괴리가 얼마나 크게 벌어져 있는지 알 수 있다.

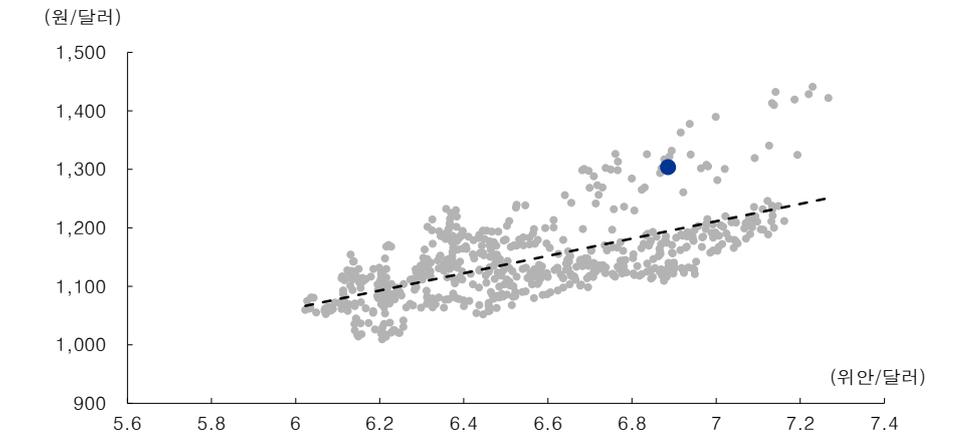
지나친 저평가는 어떤 계기가 마련되면 빠르게 평균으로 회귀하게 되는데 현 시점에서 환율 1,200원 선에 대한 시자 참여자들의 심리적 저항이 크지만 우리는 생각보다 가까운 시일 내에 원/달러 환율이 1달러 당 1,200원 선 아래로 내려갈 가능성이 크다고 판단하는 이유다.

그림 7. 현재 미 달러 인덱스 수준 감안하면 원화 적정 수준은 1,100원 대



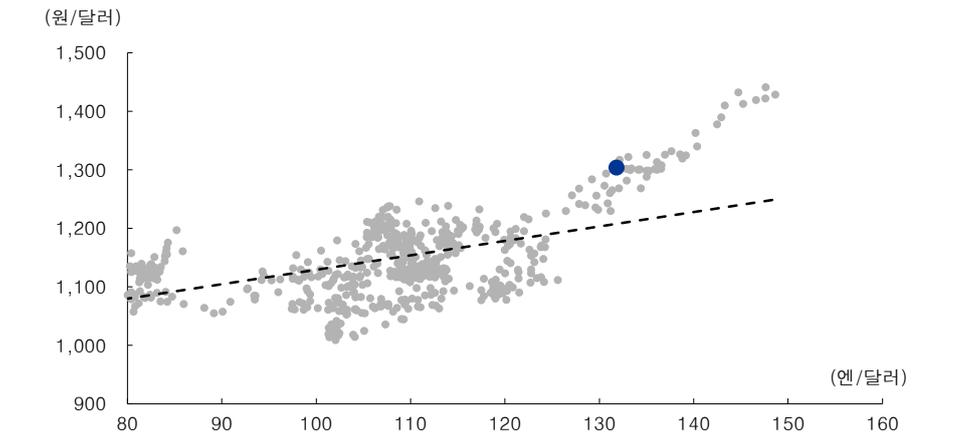
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 8. 2011년 이후 중국 위안화 환율과의 상관관계를 감안해 볼 때도 원화는 저평가 국면



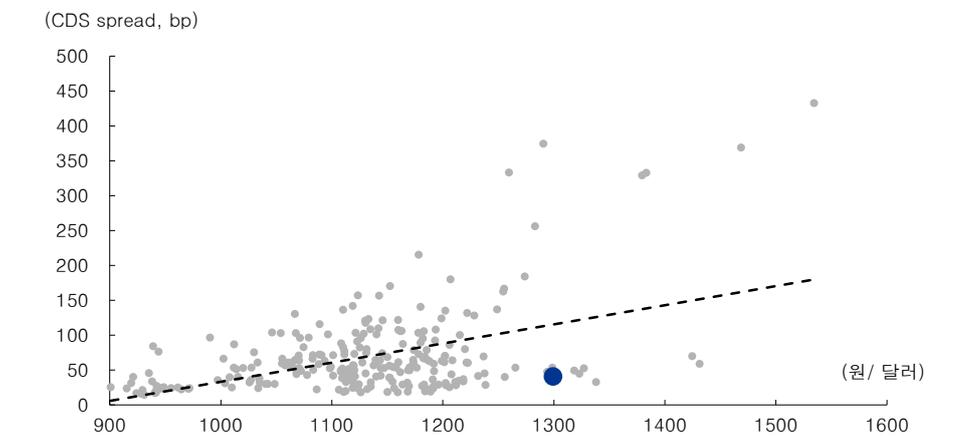
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 9. 통화정책 변경 기대가 반영된 일본 엔화 대비 원화 저평가



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 9. 우리나라 신용도 대비 지나친 저평가는 해소되는 과정을 밟을 것으로 판단



자료: Bloomberg, IBK투자증권

