

이슈 분석 | 2023. 8. 17

박희찬 hcpark@miraeasset.com

조윤경 yoonkyung.joh@miraeasset.com

Market Issues

거시경제/투자전략

연중 최고 수준 달러 환율, 배경과 전망



Summary

중국발 리스크와 연준 최고 수준 달러 환율

- 최근 달러 환율 상승에 가장 큰 영향을 미친 것은 중국 부동산발 리스크로 보임.
- 비구이위안(碧桂園, 컨트리가든) 디폴트 리스크에 주가 급락하면서 중국 부동산 전반에 대한 우려 확산.
- 엔화 약세도 원화 약세에 영향. BOJ YCC 조정했지만 여전히 극단에 가까운 완화적 통화정책 유지, 엔화 약세 지속.
- 연준 금리인상도 고려. 미국 채권시장 기대 인플레이가 다시 오른 것을 감안하면 9월 금리인상 가능성도 여전히 높음.
- 연준이 금리인상을 멈추더라도 달러가 약세로 갈지 의문. 2000년 이후 세 차례 금리인상 종료 중 두 차례는 달러 강세.
- 금리인상 종료되더라도, 경기 불안감이 클 때, 특히 유럽 경기 침체 우려가 크다면 달러는 강세.
- 물론, 한국 수출 침체 지속도 강달러 요인. 2024년 글로벌 경기 전망 후퇴하고 있어 하반기 수출 본격 회복은 어려움.

하반기 달러 환율은 대략 1,300~1,350원 레인지 + 하방보다는 상방 리스크가 좀더 우세

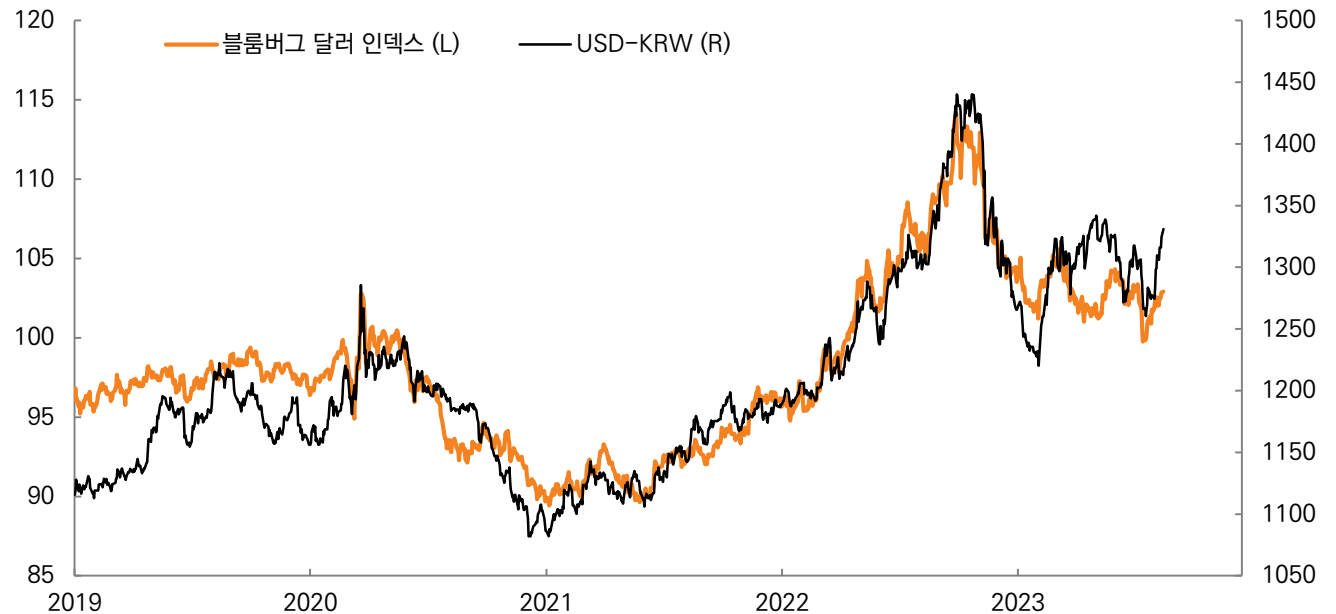
- 현재 달러-원 환율이 비정상적 레벨로 보이지만, 원화 실질실효 가치는 정상 레벨에서 크게 이탈하지 않았음.
- 즉, 펀더멘털 개선 없다면 1,300원대 중반의 달러 환율도 지속 가능한 레벨로 평가 가능.
- 하반기 글로벌 경기 둔화, 특히 유럽 침체와 중국 디플레 리스크가 지속되는 상황에서 원화 절상 반전 지연 예상.
- 중국 부동산 상황(+정책 대응), 연준 추가 금리인상 등 외에 EMBI 스프레드, 국내 부동산 PF 부실, Nvidia 실적 주목.
- EMBI 스프레드는 중국 부동산발 리스크가 신흥시장 전반적으로 전이되는지 모니터링 할 수 있는 지표.
- 국내 부동산 PF 부실 우려가 다시 커진다면, 위안화처럼 원화도 전저점 수준까지 절하 가능.
- 끝으로, 8월 23일 엔비디아 실적 실망 시, 주가 조정 심화되면서 외국인 주식 자금 이탈, 원화 추가 약세 압박할 것.

달러의 원 환율은 연중 최고수준 근접

달러가치 반등 + 원화 상대 약세

- 달러 인덱스가 7월 중순 저점 이후로 상승세, 저점 이후 약 3% 상승.
- 유럽 및 중국에 대한 경기인식 악화, 최근 주가 조정 등으로 위험선호심리 자극
→ 초안전자산 달러 강세를 유발.
- 달러-원 환율은 달러 인덱스보다 더 상승. 즉, 원화 상대 약세까지 겹친 상황.

달러 가치는 지난해 큰 변동을 보인 후 올해는 비교적 좁은 레인지 횡보(소폭 약세), 달러-원 환율은 올해 상승



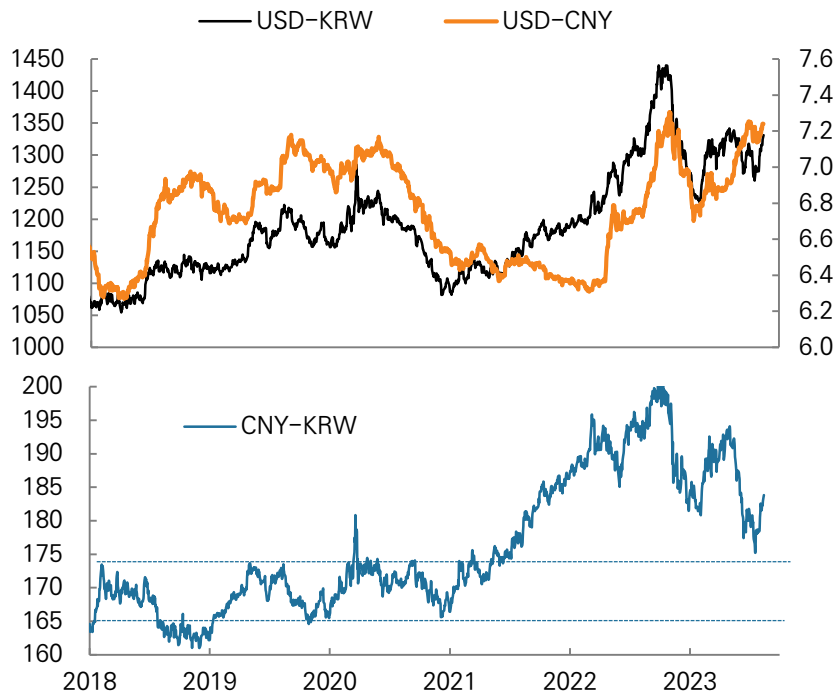
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

위안화 및 엔화 약세가 원화 약세에 기여

달러-위안, 달러-엔 환율은 모두 지난해 고점 수준에 근접

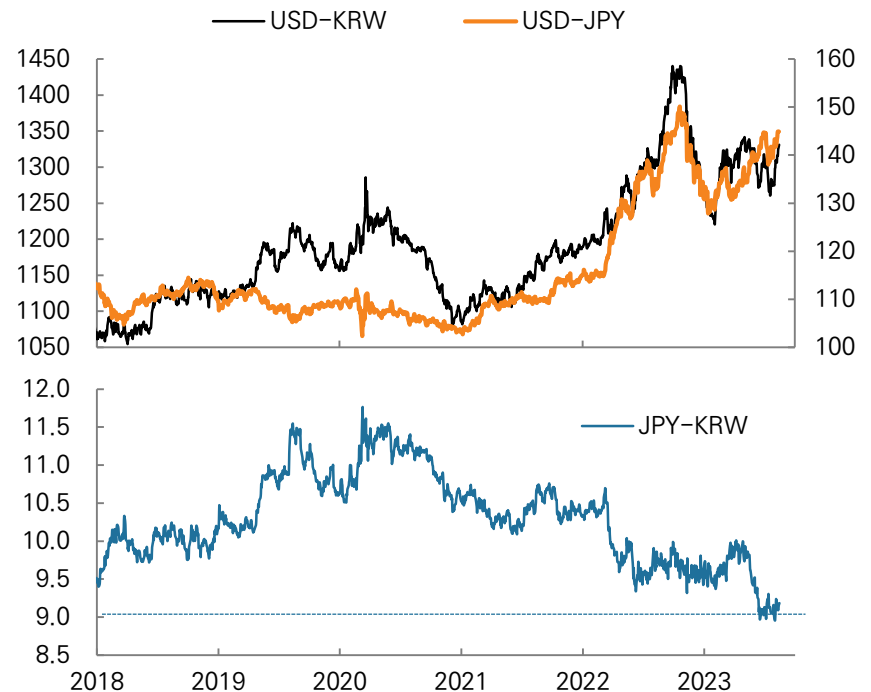
- 부동산 리스크 커진 중국의 위안화 약세 → 달러 환율 7.3위안, 거의 지난해 최고점 수준.
- 일본 완화적 통화정책 지속에 엔화 약세 → 달러 환율 146엔대, 지난해 고점(150)에 근접.
- 위안화 및 엔화는 전세계 통화들 중 상대 약세군에 해당. 결국, 원화도 이들에 떠밀려서 상대 약세를 보이는 양상.
- 지난해 달러-위안, 달러-엔 고점 당시 달러-원 환율은 1,430원, 지금은 1,340원 전후. 추가 상승 여지 잔존.

위안화 약세에 원화 동반 약세



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

엔화 약세에 원화 동반 약세



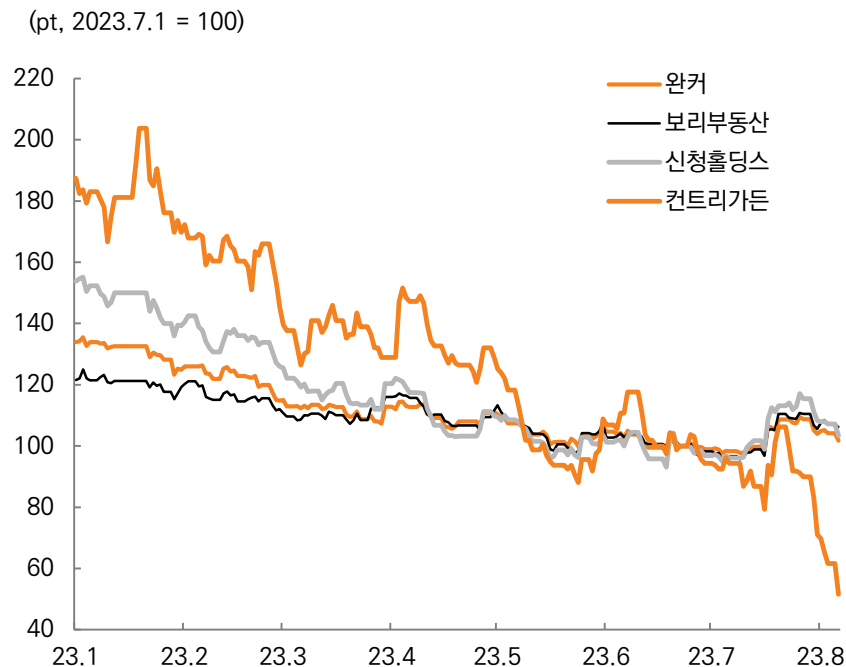
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

위안화 약세: 중국 경기 부진, 디플레 리스크 반영

부동산 버블 붕괴 우려 심화, 경기 부양 기대 상존하나 의구심 큰 상황 → 위안화 약세 추세

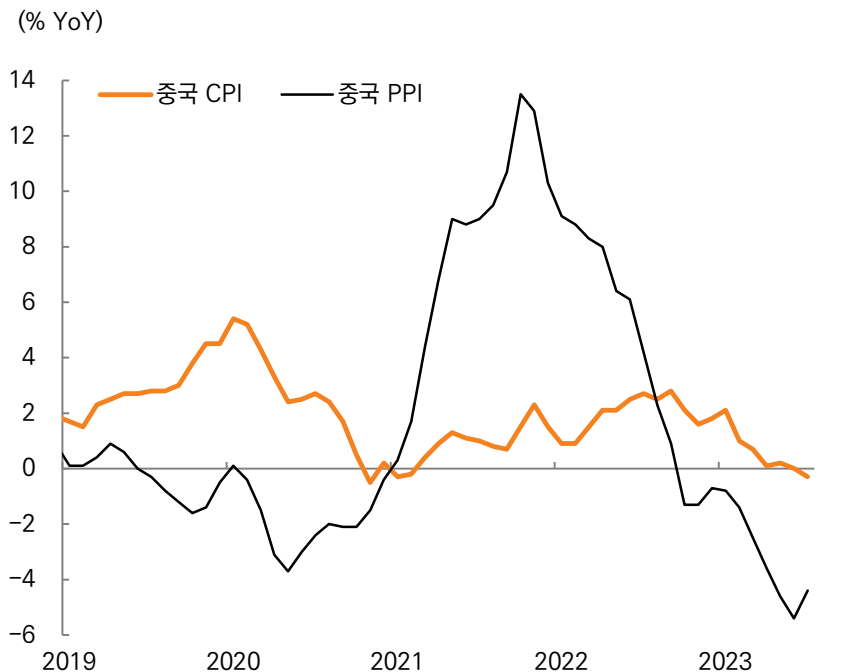
- 3~4월 정점 이후 중국 경기 하락세, 리오프닝 효과 일단락. 7월 소비자물가 전년비 -0.3%로 떨어지면서 디플레 우려 심화.
- 부동산 버블 붕괴 우려도 지속. 특히, 컨트리가든(비구이위안) 부도 리스크로 주가가 급락하면서 부동산 위기 부채질.
- 하지만, 장기적인 부채 리스크로 인해 대규모 부양책은 기대하기 어려움. 공급 구조조정에 집중할 것.
- 통제 불능 사태로 갈 것으로 판단되진 않으나, 중국은 장기적인 경기 하방 리스크에 직면했다고 판단되며 디플레 우려도 지속될 전망.

중국 부동산 기업들 주가 약세, 특히 컨트리가든(비구이위안) 주가 급락



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

중국 소비자물가 전년비 0% 아래로 하락, 생산자물가 -5% 내외 하락세



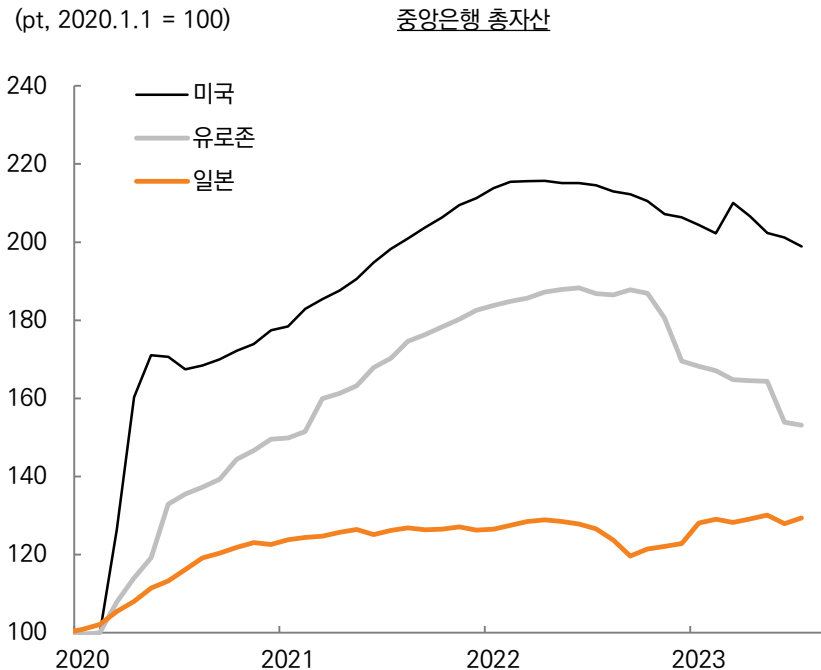
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

엔화, YCC 조정에도 약세 지속 여건

미국 금리 상승세 완화되면서 엔화 추가 약세도 완만해질 전망

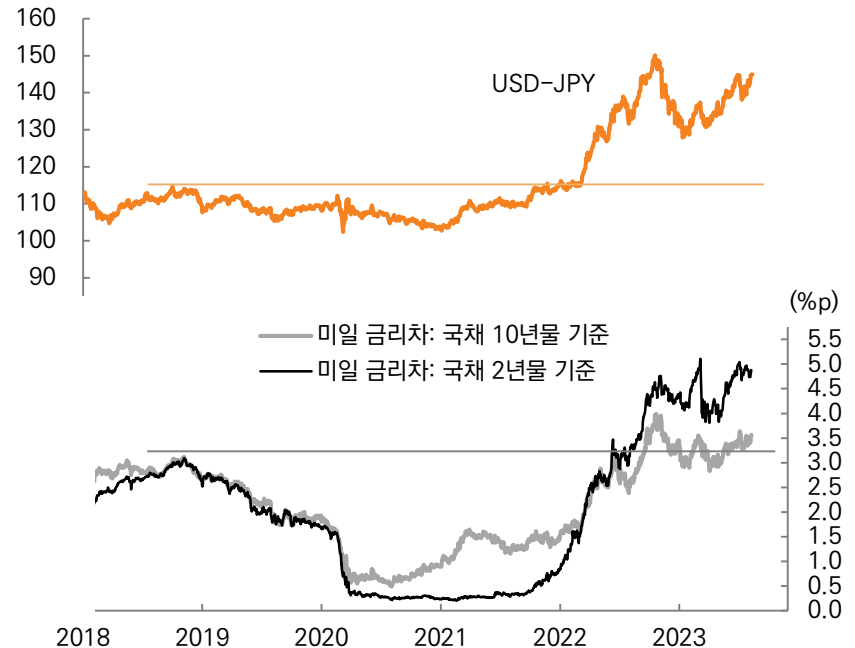
- 일본 중앙은행 BOJ는 2차 YCC 조정 단행. YCC 조정은 국채 매수 개입을 덜한다는 것으로, 양적완화 속도를 줄이는 테이퍼링에 해당.
- 즉, 속도는 줄지만 일본은 여전히 양적완화 상황. 미국, 유로존 양적 긴축 진행 중인 것과 대조적.
- 미-일 금리차 아직 확대 국면. FRB와 BOJ 정책 방향 고려할 때 양국 금리차 축소와 엔화 강세 반전 가능성은 당분간 낮은 수준.
- 단, 일본 정책당국자들의 구두 개입 증가와 연준 금리인상 종료가 가까워지는 점 등은 엔화 추가 약세 여지가 크지 않음을 시사.

미국, 유로존 유동성 회수 중인 반면, 일본 중앙은행은 유동성 확장 유지



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

미-일 금리차 확대와 달러-엔 환율 상승



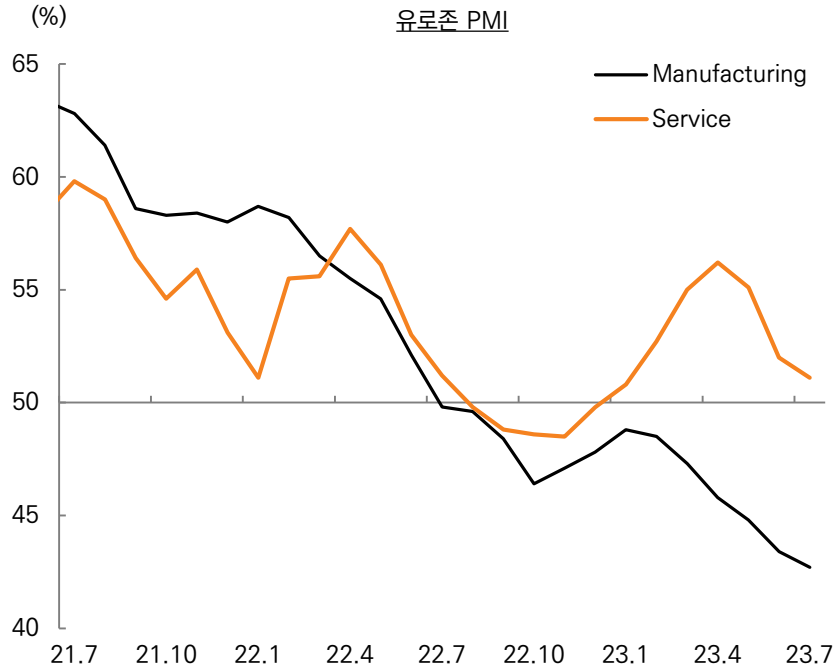
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

유로화 약세 압력 → 하반기 달러 인덱스 상승세 유지 예상

유로존 경기 둔화로 전환, 미국-유로존 금리차 재확대

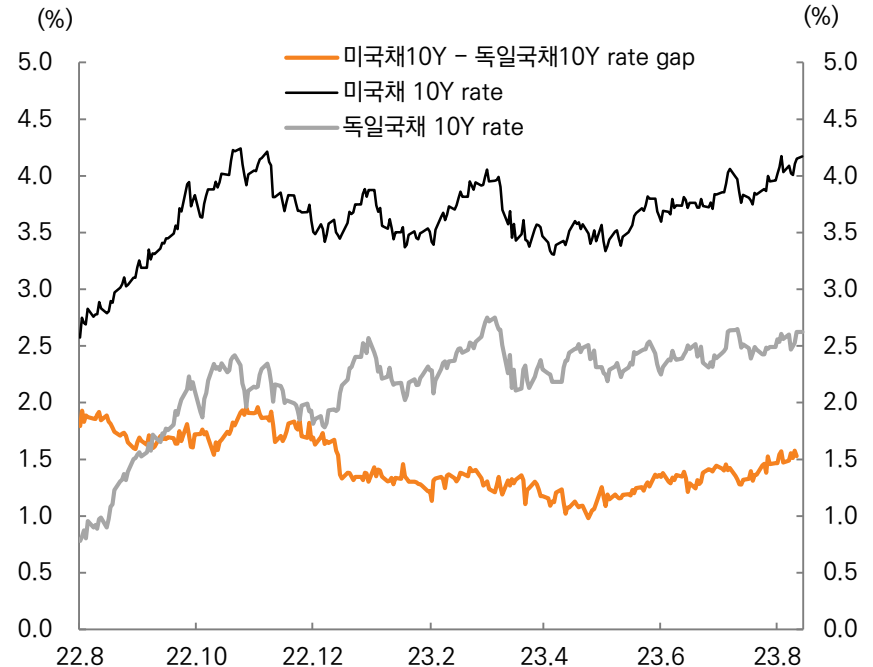
- 지난해 겨울부터 올해 초까지 유로존 경제가 일시 반등했지만 4월 지나면서 피크아웃 양상.
- 미국 대비 금리인상을 늦게 시작해서 늦게 가속한 케이스 → 금리인상 부담도 늦게 인식하는 상황.
- 전쟁 장기화로 미국 대비 식품 조달에 애로가 커서 인플레이 여건도 상대적으로 불리.
- 유로존 경기 전망 악화에 미국-유로존 금리차 재확대 중 → 하반기 유로화 약세 이어지면서 달러 인덱스 상승을 압박할 전망.

유로존 PMI 하락 전환



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

4월 하순 이후 미국-유로존 금리차 재확대 중



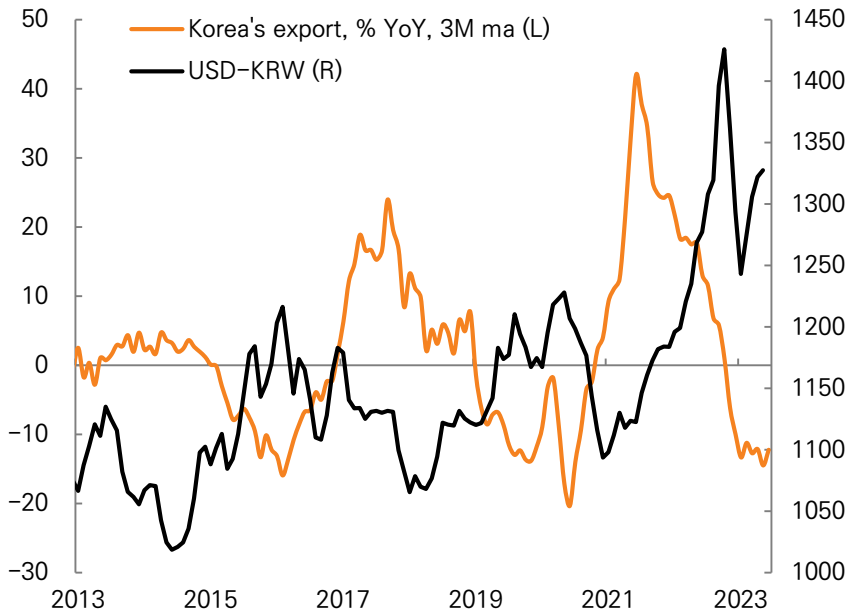
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

한국 수출 침체로 인한 원화 약세 압력도 상존

수출 회복 지연에 원화 약세 압력도 지속

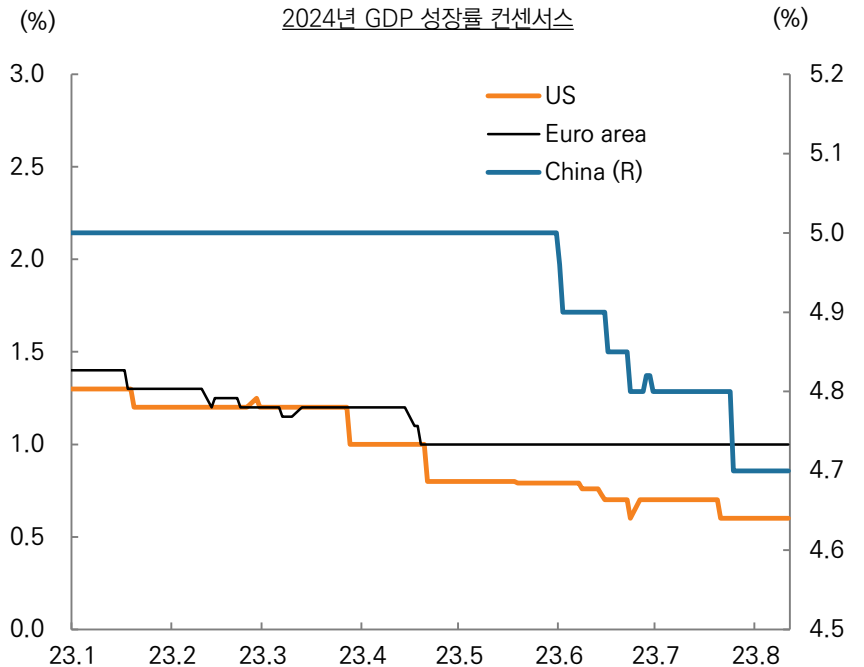
- 한국 수출은 6월에 조금 개선됐지만 7~8월에는 다시 그 전 수준(전년비 -15% 내외)으로 위축.
- 긴축 부담 지속과 중국 리오프닝 효과 일단락으로 선진국과 중국 경기 회복 쉽지 않은 여건 → 2024년 경제 성장률 전망 하락세.
- 글로벌 경기 회복 지연과 미국의 대중국 견제 지속 여파로, 수출 감소세는 내년 상반기까지도 지속될 가능성 높음.
- 4사분기는 기저효과에 수출 감소율이 조금 덜해질 수 있지만, 실질적 회복은 아니므로 환율 반전에 큰 의미를 가지지 못할 듯함.

한국 수출 침체 지속에 달러-원 환율 높은 수준 지속



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

2024년 경제 성장률 예상치 하향 조정 추세



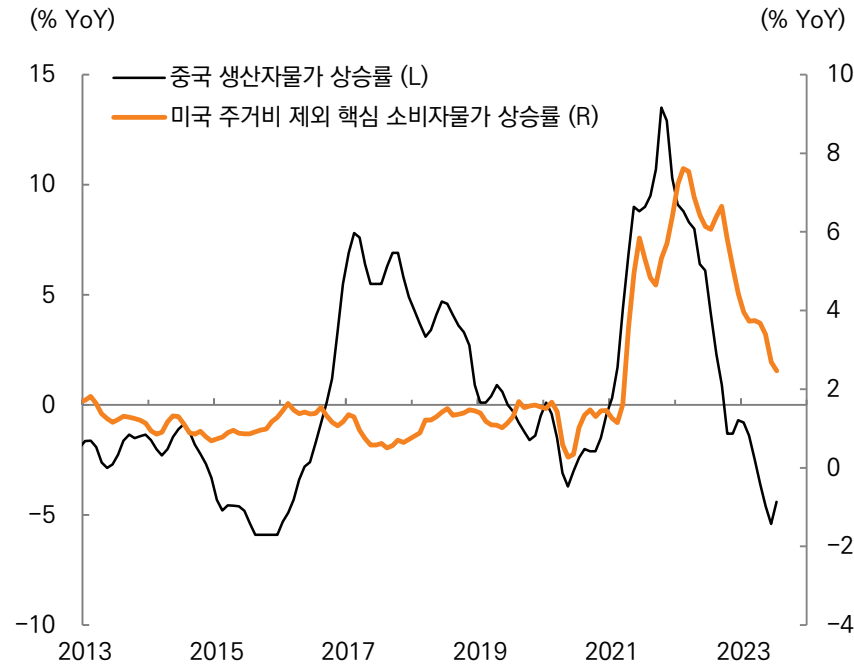
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

연준 금리인상 여지 잔존하는 점도 고려 사항

연착륙 기대 자극되면서 기대 인플레 다시 상승

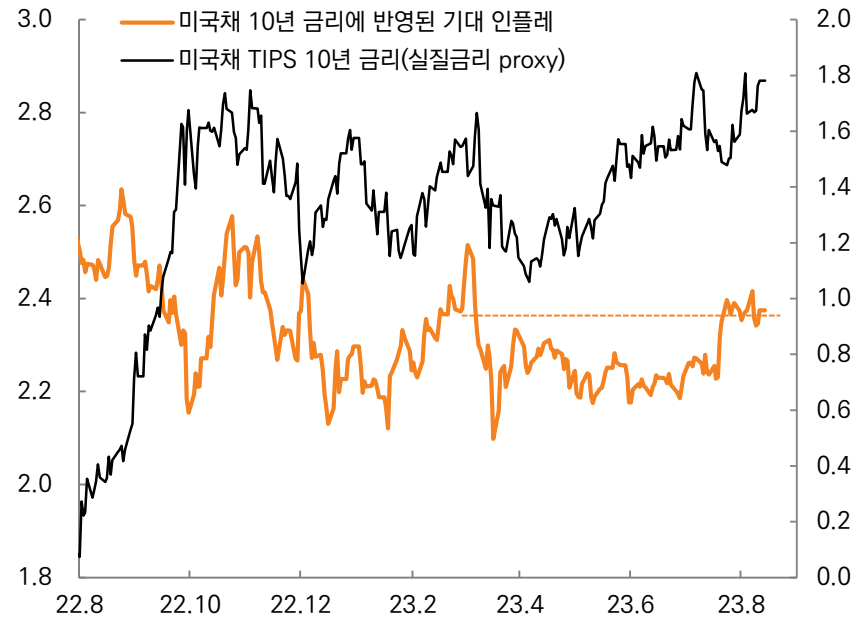
- 인플레가 충분히 하락하지 않은 상황에서 경제가 안정화된다면 지금의 높은 인플레가 상당 기간 지속성을 가질 수 있음을 의미.
- 이런 맥락에서 최근 미국 채권시장 기대 인플레가 다시 높아진 점에 주목.
- 실질금리가 계속 높아졌음에도 기대 인플레가 다시 상승한다는 것은 연준 입장에서 불편한 변화일 수밖에 없음.
- 연준 추가 대응 예상됨. 11월까지 기다리기보다 9월 FOMC 금리인상 가능성이 높아 보임.

중국 디플레는 미국 디스인플레에 긍정적



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

연말 연준 기준금리 예상 레벨 상승(피벗 기대 약화)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

연준 금리인상 종료가 반드시 약달러를 의미하지도 않음

경기 여건에 달린 문제: 경기 침체 우려 커지면 안전 선호 강화, 달러 강세

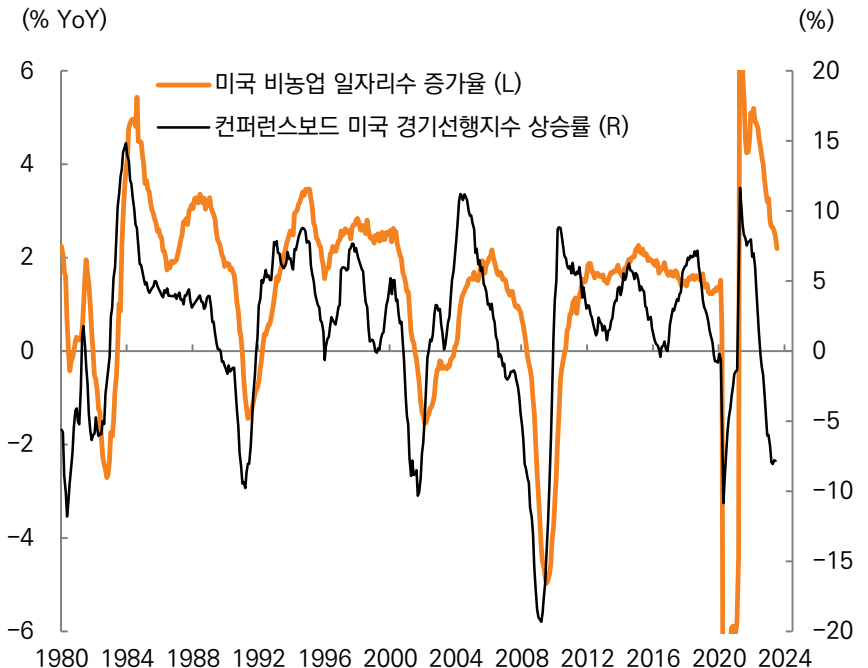
- 2000년 이후 세 차례 금리인상 국면을 보면, 금리인상 종료가 반드시 달러 약세 전환을 의미하지 않음.
- 2000년, 2019년 금리인상 종료 당시는 글로벌 경기에 대한 우려가 커지던 시기. 특히, 유럽 침체 우려가 컸음.
- 지금도 유럽 경제 상황이 좋지 못한 편. 여기에, 미국 경기 둔화가 좀더 심해지면 유럽 침체 우려가 증폭되고 안전 선호가 강화될 수 있음.

2000년 이후 세 차례 금리인상 종료 중 강달러 유지된 사례 두 차례



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 경기선행지수 큰 폭 마이너스, 일자리 증가세 둔화



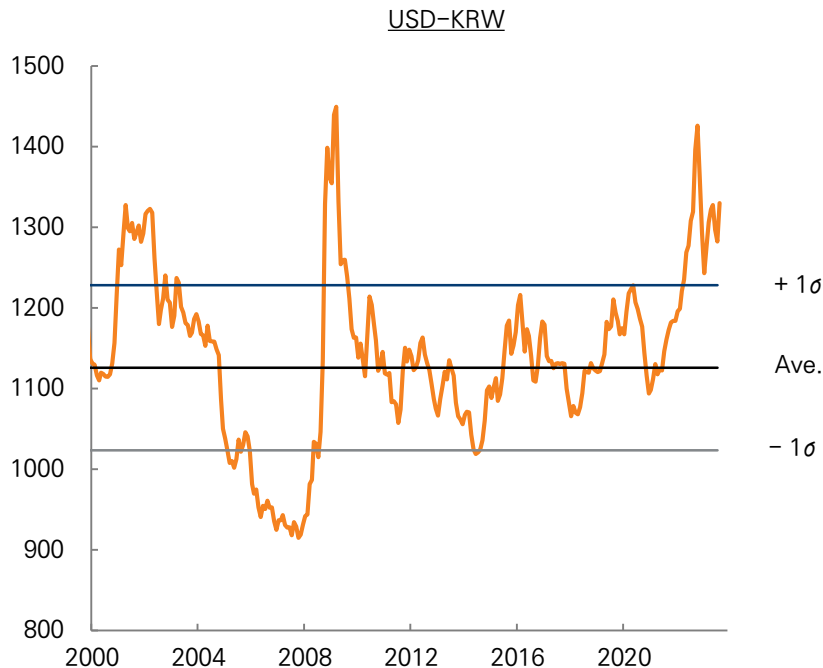
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

원화: 과거 대비 저평가, 하지만 극단적인 수준은 아님

펀더멘털 변화 감안하면 환율이 비정상적으로 높은 것은 아니라는 의미

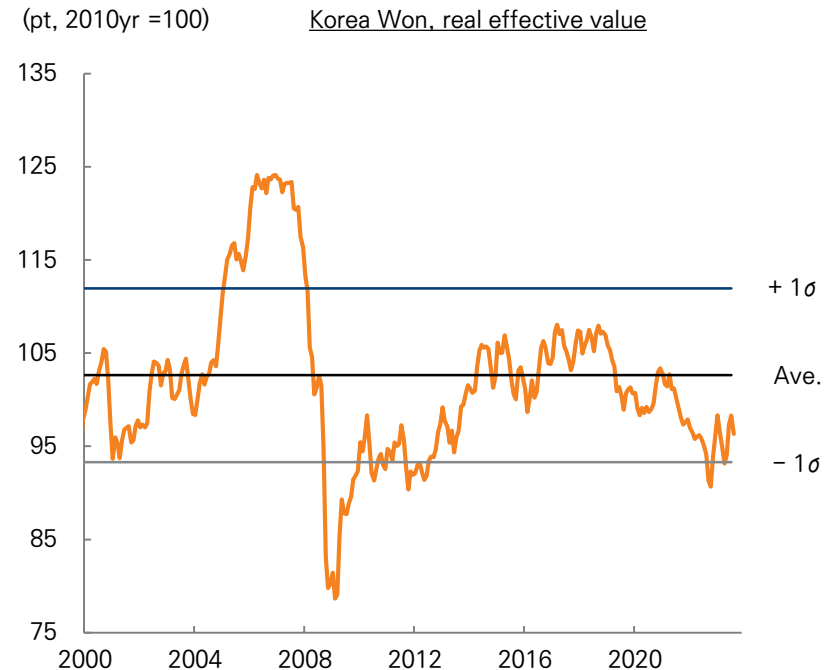
- 달러 환율 1,340원 전후는 과거 평균 대비 2표준편차 가까이 높아, 경험상 예외적인 수준.
- 하지만, 원화 실질실효 가치는 과거 평균 대비 -1 표준편차 이내에 위치. 정상 범위를 크게 이탈하지 않은 것.
- 수출 부진, 무역수지 감소 등 펀더멘털 변화를 감안하면 원화가 크게 저평가되지 않았음을 의미.
- 펀더멘털 개선이 동반되어야만 원화 절상도 크게 기대할 수 있을 것. 내년은 몰라도 올해 하반기는 쉽지 않을 전망.

달러의 원화 환율은 '장기 평균 + 2표준편차'에 근접



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

원화 실질실효가치는 장기평균 대비 조금 낮은 수준



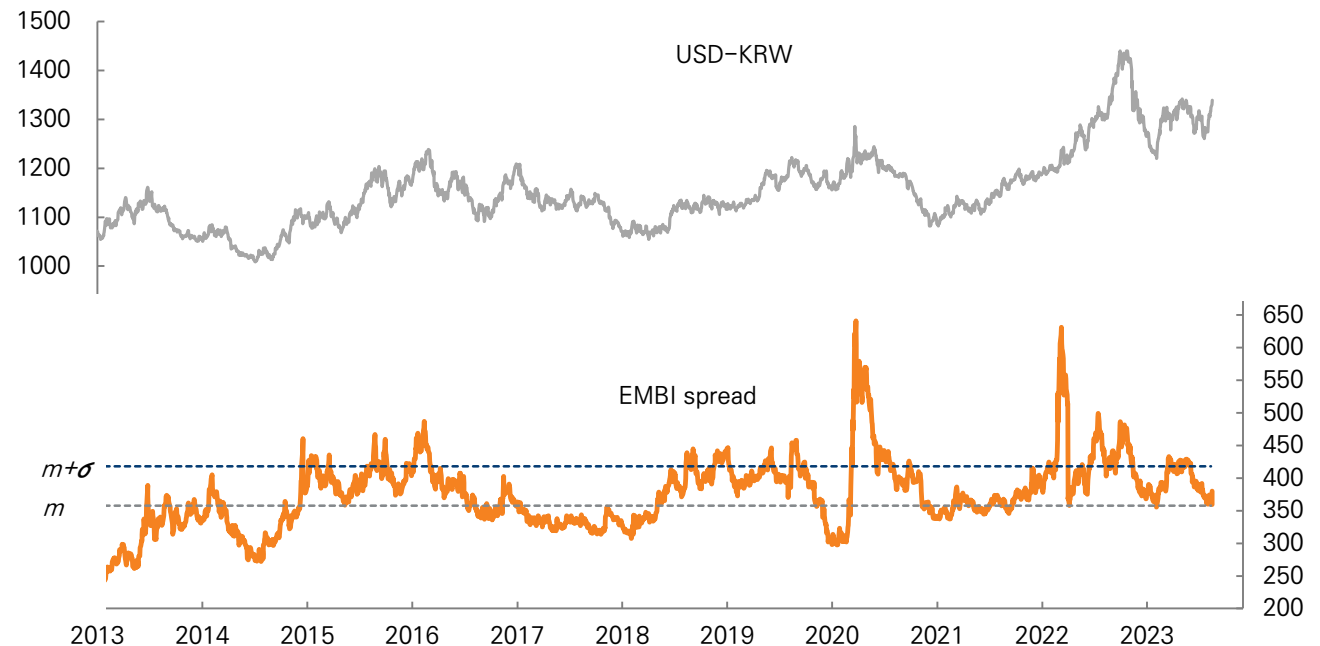
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

추가 세 가지 중요 변수 (1): EMBI 스프레드

중국발 리스크가 신흥 시장으로 전이?

- 중국 부동산발 리스크가 신흥국 금융시장 전반으로 확산된다면 EMBI 스프레드가 크게 움직이게 될 것.
- 최근 EMBI 스프레드 반등했지만, 눈에 띄게 큰 변화는 아직 아님.
- 이것이 크게 상승한다면 신흥국 통화 가치에 부정적, 원화 가치 추가 절하 압력으로 작용할 것.
- 만약 EMBI 스프레드가 불안한 모습을 보인다면, 연준 금리인상을 멈추는데 기여할 소지는 있음.

EMBI 스프레드가 위쪽으로 크게 움직일 때 달러 환율 상승 자극, 아직까지 EMBI 스프레드는 장기 평균 수준



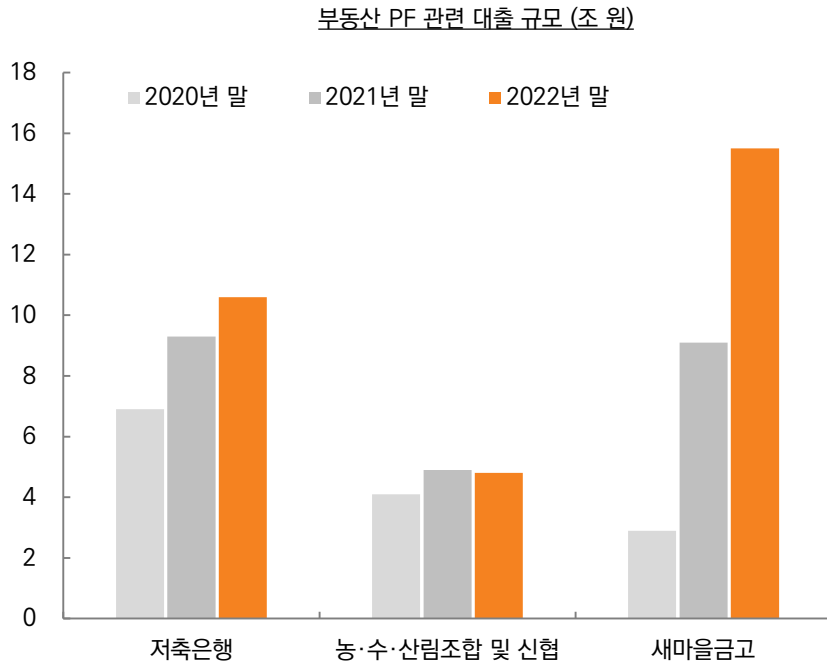
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

추가 세 가지 중요 변수 (2): 국내 부동산 PF

중국 부동산 리스크가 한국 부동산 리스크를 자극?

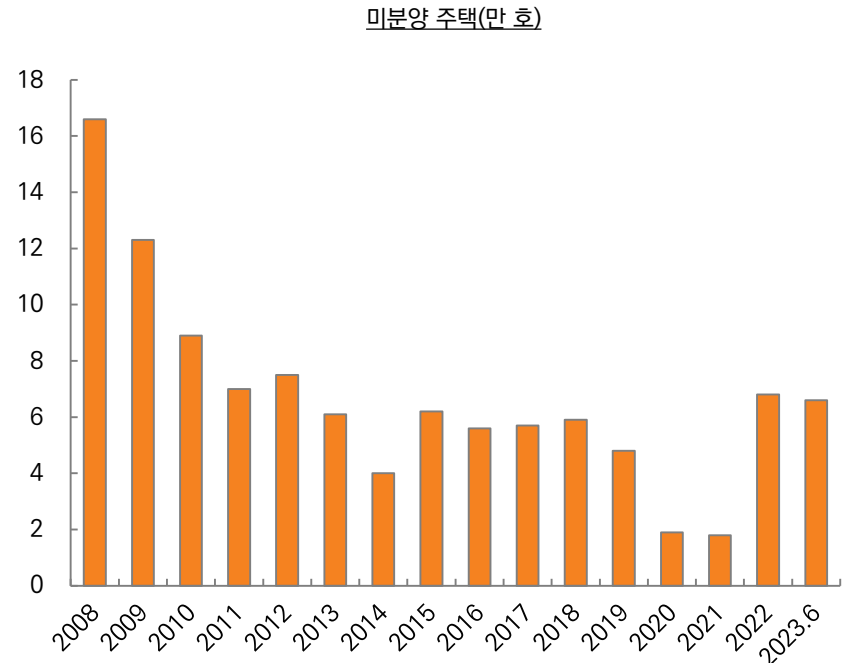
- 중국 경제에 대한 전반적 우려 증가가 위안화 약세를 야기하는 상황. 달러 환율 7.3위안까지 올라, 지난해 고점과 거의 유사.
- 달러-원 환율은 현재 1,340원 수준으로, 지난해 고점 1,430원과 큰 차이.
- 하지만, 만약 중국처럼 한국에서도 부동산 관련 대출 부실 이슈가 제기된다면 상황이 달라질 수 있음.
- 국내 부동산 경착륙 및 부동산 PF 대출 부실 우려가 커진다면, 지난해 3사분기처럼 원화 상대 약세가 심하게 전개될 수 있음.

부동산 PF 관련 대출액은 새마을금고와 저축은행 중심으로 늘어난 상황



자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

국내 미분양주택 규모: 최근 들어 추가적인 증가는 제한



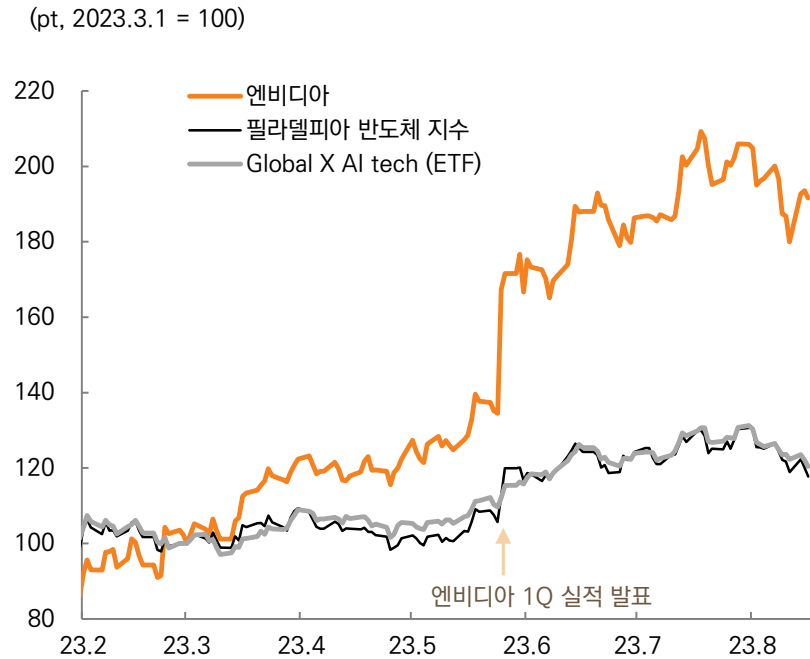
자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

추가 세 가지 중요 변수 (3): NVidia 실적 발표와 외국인 주식 매수

NVidia 실적이 실망스럽다면 주가 조정 분위기 이어지면서 원화 약세 압박할 것

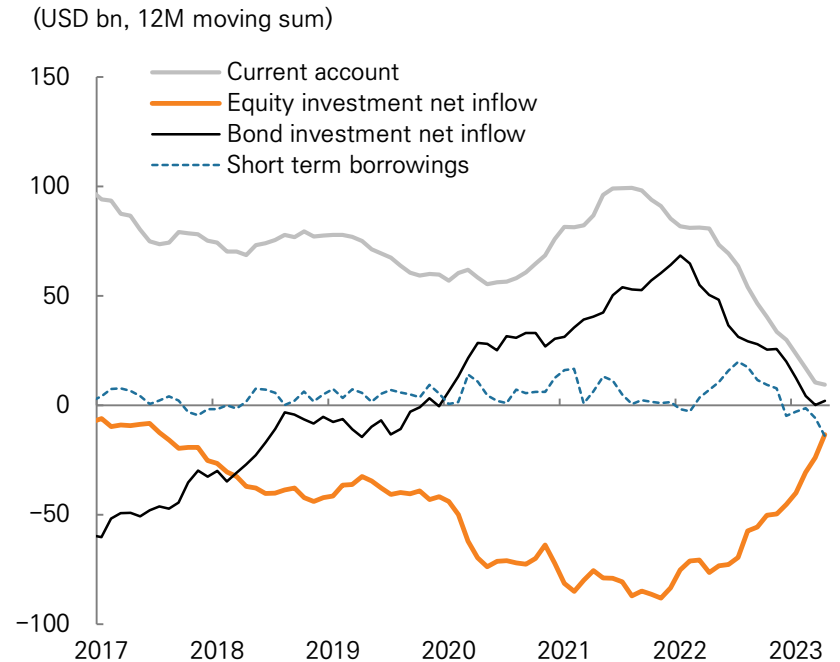
- 8월 들어 글로벌 증시 조정, 빅테크도 마찬가지. 이번 어닝시즌에도 서프라이즈 비율이 높았지만, 실질적 눈높이는 그 이상이었던 듯.
- 8월 23일 NVidia 실적 발표는 중요한 의미를 가짐. 동사의 1Q 실적 서프라이즈 이후 AI 테마가 시장을 주도해 왔기 때문.
- 높아진 눈높이를 충족시키지 못한다면, AI 테마 위축과 함께 글로벌 증시 전반의 조정이 심화될 수 있음 → 안전선호 강화, 강달러 요인.
- NVidia 실적 미스는 외국인의 국내 주식(주로 반도체 쪽) 순매수를 약화시키면서 원화 약세에 직접적인 영향을 미칠 수 있음.

엔비디아 실적 발표(5월 24일) 이후 관련 주가 급등, 최근 조정 양상



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

2022년 하반기 이후 한국에서는 주식 자금 순유출이 빠르게 완화됨



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 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 책임 하에 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.