문홍철의 Concise

채권/FX

25. 12. 01

통화절하가 가져올 한국의 미래, 대만

- 통화약세가 저성장을 초래하는 방향으로 진행, 대만은 우리의 미래
- 약한 통화는 내수침체, 산업공동화, 해외투자증가, 초저금리를 초래한다
- 단기적으로는 달러 자금 경색이 쉽게 풀리지 않아. 변동성에 주의

통화약세가 저성장을 초래하는 방향으로 진행, 대만은 우리의 미래: 기준금리는 중앙은행이 아닌 펀더멘털이 결정한다. 단기적인 수급 우려는 이러한 본질로부터 우리의 눈을 가릴 수 있다. 현재의 환율 급등은 우리나라의 기초 체력에 부정적인 영향을 미친다. 통화 절하는 가계의 부를 빼앗아 수출 기업에게 보조금을 주는 것과 효과가 동일하다. 한국은 수십년간 외환보유고를 쌓으면서 원화 약세를 유도했고 수출 중심 경제를 만들었다. 이는 수출품 생산을 위한 국내 투자를 촉진했고 그 과정에서 가계의 부가 동반 증가했다. 대부분의 제조업 국가들은 이와 유사한 성장 모델을 따른다. 여기서 중요한 전제는 기업들이 수출로 벌어들인 돈을 자국내에 투자할 때에만 국민경제의 성장이 이루어진다는 점이다. 반면 지금은 바뀌었다. 한미 협상 때문이던 국내 투자 여건의 악화 때문이던 원인은 제각각 이지만 기업들은 수년전부터 국내 투자를 줄이고 미국으로 이동해갔으며 지금은 트럼프가 명분까지 만들어줘서 앞으로는 산업 공동화가 더욱 심해질 것이다. 이는 국내 소비를 침식하고 경상흑자(=저축-투자)와 저축을 동시에 늘린다. 쌓인 저축은 자국에 투자되지 않는데다가 반드시 자본적자로 수출되어야 하므로 해외투자가 불가피하게 증가한다. 즉, 한국인의 해외투자 증가는 환율 상승의 원인이 아닌, 저성장의 결과다. 이를 오래전부터 겪은 나라가 대만이다. 대만 경제는 겉보기에는 나쁘지 않아 보이지만 기형적인 구조를 가지고 있다. 대부분의 제조업이 중국 본토로 빠져나가면서 산업이 공동화되었고 반도체에 과집중된 수출 구조다. 인당 GDP는 커보이지만 TSMC에 의한 착시이며 대졸 초임은 1,100달러에 불과하다[도표1]. 숨겨진 외환개입까지 고려하면 GDP의 100%에 육박하는 외환보유고를 통해 과도한 통화 약세를 추구해 왔다. 그만큼 수출에 모든 것을 걸면서 자국민의 부를 수탈했다. 그 결과는 극도로 부진한 내수와 초저금리[도표2], 희망을 잃은 청년, 한국과 경쟁할 정도의 낮은 출산율(0.87), GDP의 2배를 초과하는 대외자산, 소득 대비 아득히 높은 타이베이 부동산 가격이다. 무서운 점은 이것은 결정된 미래이며 우리가 추세를 바꿀 힘과 의지가 부족하다는 것이다.

단기적으로 달러 자금 경색이 쉽게 풀리지 않아. 변동성에 주의: 연준과 한국은행 모두 매파적이지만 펀더멘털에 더 집중하여 내년도 운용계획을 확립하자. 단기적으로는 변동성에 주의하자. 셧다운 종료에도 불구하고 TGA자금 방출이 더디다[도표3]. 결과적으로 달러 경색이 쉽게 풀리지 않고 있어 SOFR가 1차례 금리인상을 반영할 정도이고 SRF활용도 커졌다. 달러원 환율도 이 영향권에 있다. 금융시장이 안정을 찾기 위해서는 연준의 비둘기적 태도나 자산매입 개시로 인한 약달러가 필요하다. 연준 내부는 매와 비둘기가 분열되어 극심한 대립을 겪고 있다. 결과는 해피엔딩일 것이지만 단기 리스크가 있다. 12월은 리스크 관리에 집중하고 연준의 태도를 살피자.

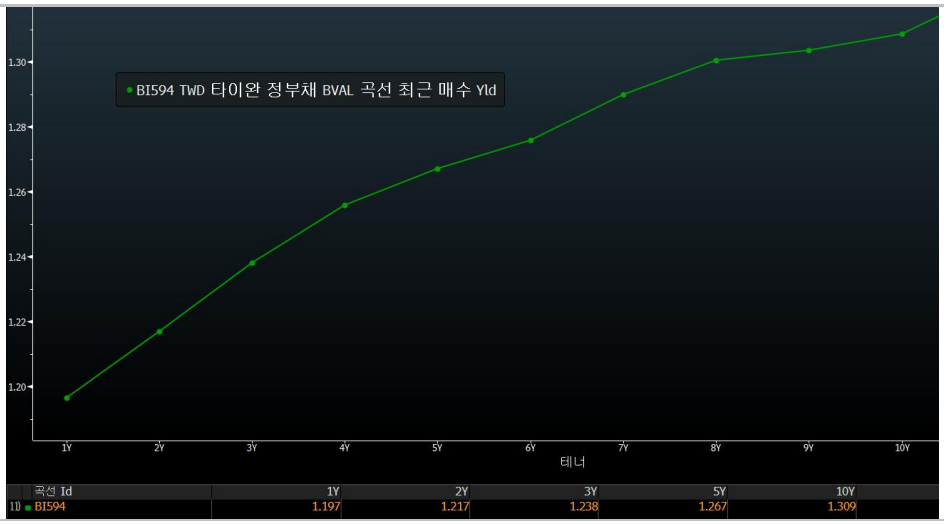
Analyst 문홍철 02 369 3436 m304050@dbsec.co.kr

도표 1. 대만과 한국의 대졸 초임 배교

구분	대만 (평균)	한국 (전체 평균)	한국 (300인 이상 사업체)
월 급여 (한화 환산)	149만원	306만원	417만원
연봉 (한화 환산)	1,780만원	3,675만원	5,001만원
자료 기준 시점	2025년	2025년	2025년

자료:DB증권

도표 2. 대만의 수익률 곡선, 다른 세계와는 분리된 세상 같은 금리



자료: DB증권, Bloomberg

도표 3. TGA의 자금 방출이 느리다. 셧다운이 종료되었는데도 이는 이상한 현상. 결과적으로 달러 경색이 쉽게 해소되지 못하고 있다.

자료: DB증권, Bloomberg

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.