문홍철의 Concise

채권/FX

25. 12. 22

외환시장 개입의 새 패러다임, Outsourcing

- 중국,일본,대만 등은 QE와 은밀한 외환 개입을 통한 자국 통화 약세 추구
- 수출 경쟁국가 대비 원화가 고평가되었다가 최근 제자리를 찾아간 것으로 평가
- 장기적으로는 원화 약세, 그러나 단기적, 순환적 달러원 환율 하락을 기대해볼 수 있다

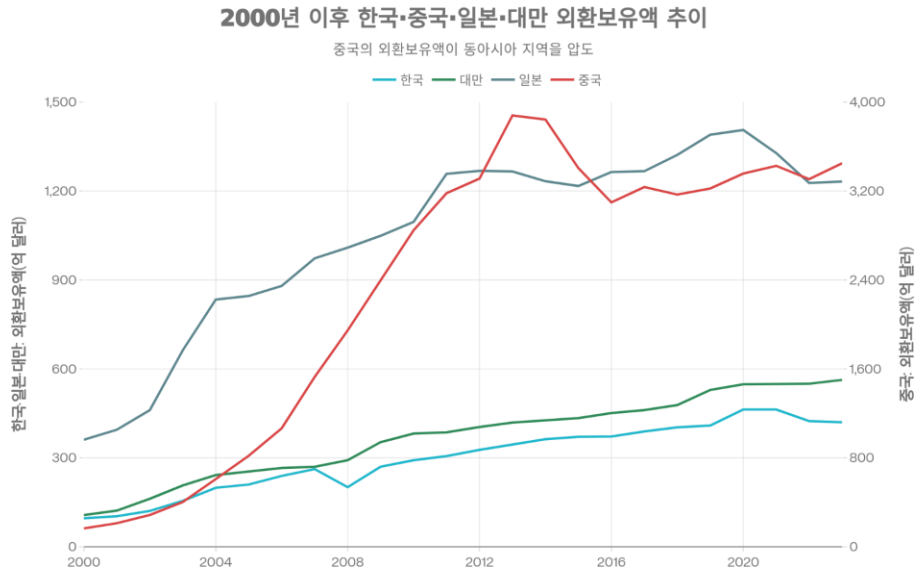
중국,일본,대만 등은 QE와 은밀한 외환 개입을 통한 자국 통화 약세 추구: 이번에 다뤄볼 내용은 패러다임 변화 시리즈 2번째이자 이전 미국채 수급 보고서와 연관된 내용이다. 한,중,일,대만 등 수출 중심 국가는 외환당국의 달러 매수 개입으로 자국 통화를 절하시키고 수출을 부양하여 번 돈을 자국에 투자함으로써 선순환을 일으키는 성장모델을 사용해왔다. 매수개입한 달러는 외환보유고로 축장되고 미국채 매수 자금으로 사용된다[도표1]. 공식 외환보유고만 보면 중국과 일본의 달러 매입이 2012년을 기점으로 거의 사라졌다. 한국과 대만도 해당년도를 기점으로 증가세는 꺾인다. 이것을 수출 국가들의 통화 약세 의도가 꺾인 것으로 생각하면 오해다. 일본은 자국 채권 매입을 통해 훨씬 큰 엔 약세를 유도했다. 중국은 국책은행을 통해 여전히 대량의 미국채를 매수해왔으며 유럽금융허브, 조세회피처의 헤지펀드에 숨겨놓고 있다[도표2]. 대만은 표면적인 외환보유고보다 훨씬 더 큰 외환 개입을 해왔다. 방식은 중앙은행과 금융사간의 통화스왑, 그리고 민간 보험사의 막대한 언헤지 해외채권 투자다[도표3]. 이들 3개 국가는 모두 이유와 방식은 다르지만 통화가치 절하에 외환 당국이 직접 나서 진심으로 주도해왔다.

그런 와중에 한국은 국민연금의 해외투자를 제외하면 공식적으로 외환당국이 나서서 통화가치를 절하하려는 노력은 두드러지지 않았다. 외환보유고는 2012년 이후 성장세가 둔화되다가 코로나 이후 오히려 감소했다. 균형 환율 차원에서 JPY, CNY, TWD에 비해 KRW의 가치가 그동안 고평가되어 왔을 것이다. 그런 면에서 올해 중반 이후 한미 투자협정에 따른 기업의 달러 매도 중단, 서학개미의 달러 매수는 경쟁 수출국 통화와 원화와의 어긋났던 키높이를 맞추는 차원에서 언젠가는 불가피했던 통화 절하의 과정이 때맞춰 찾아온 것이라고 볼 수도 있다. 외환시장에 대한 미국의 압력을 고려하면 외환당국보다는 수출기업이나 서학개미를 통한 원화 약세가 정치적 부담이 덜하다. 당사의 균형 환율 모델(성장률 격차, 실질금리 격차)상 원화는 펀더멘털 대비 약하지만 peer 통화 대비 그렇지 않다면 일정수준의 모델 괴리는 용인되어야 한다.

장기적으로는 원화 약세, 그러나 단기적, 순환적 달러원 환율 하락을 기대해볼 수 있다: 한미 성장 격차와 주요 수출 경쟁국의 통화절하 의도를 고려하면 수년간의 환율 상승이 예상된다. 그러나 단기적으로 원화 약세는 한미 무역협상 이후 한바탕 지나간 것으로 추정된다. 미국의 고용과 물가 지표가 논란의 와중에도 제자리를 찾아 빠르게 둔화세를 보이고 있어 약달러 흐름은 2026년 중에 차근차근 진행될 것이다. 연준의 비둘기적 금리인하로의 전환도 기대해볼 수 있을 것으로 생각된다. 미국 경기둔화에 따른 약달러는 금리 수준도 같이 내릴 것이며 새해 채권형 자금 집행과 절대금리 매력도를 생각하면 채권의 매력도도 동반해서 높아질 것으로 생각된다.

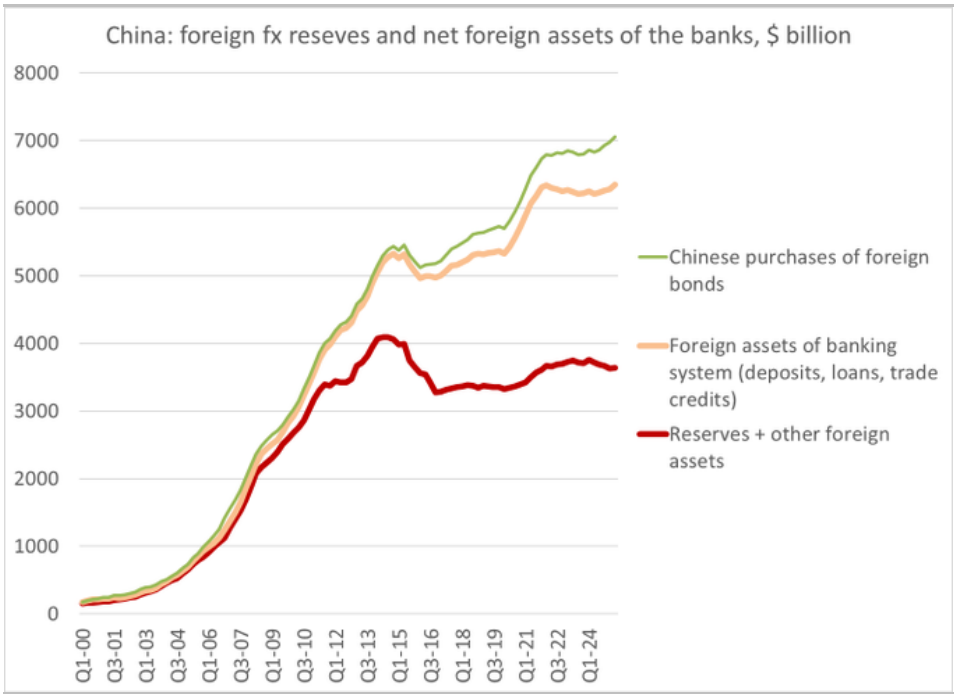
Analyst 문홍철 02 369 3436 m304050@dbsec.co.kr

도표 1. 수출 중심 성장국가의 외환보유고는 2012년을 기점으로 성장세가 둔화되거나 정체되는 양상을 보인다. 이는 통화가치 절하를 포기한 것이 아니다. 이들은 일본과 같은 기축통화국일 경우 QE의 방식으로, 중국과 대만의 경우 은밀한 형태로 통화를 절하해왔다. 그런 면에서 상대적으로 한국은 외환당국 주도의 정책적인 통화가치 절하에 소극적인 편이었다.



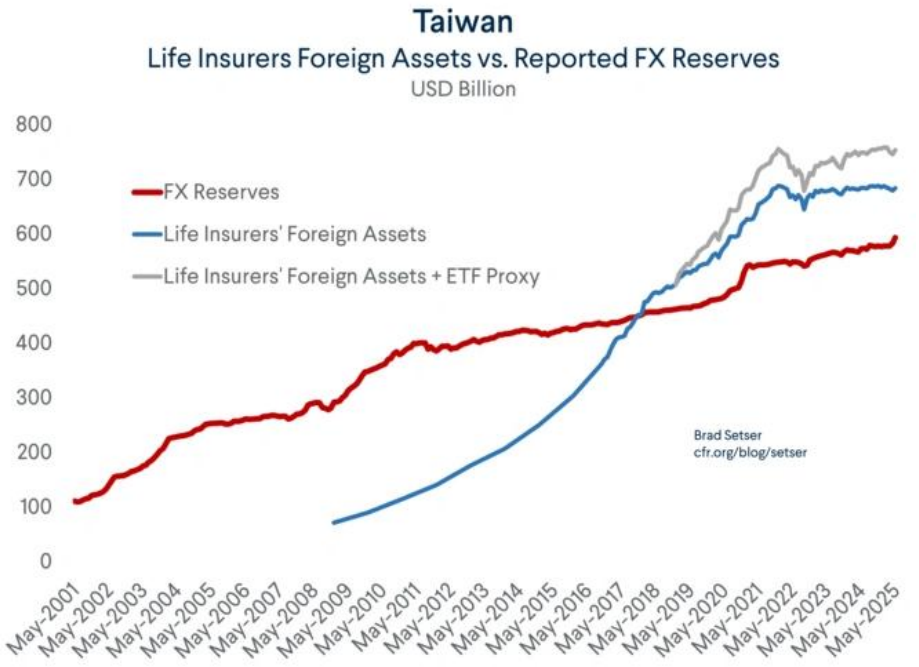
자료:DB증권

도표 2. 은밀한 외환시장 개입에 적극적으로 행동한 중국은 주로 국책은행을 활용했다. 공식 외환보유고는 감소한 것처럼 보이지만 이는 FAKE이고 실제로는 국책은행을 통해 증가시켰다. 미국 외교위원회는 중국 위안화의 달러 대비 가치가 최소 20% 이상 저평가 된 것으로 추정하고 있다.



자료: 미국 외교위원회

도표 3. 대만은 공식 외환보유고 외에도 민간 보험사에 대한 규제 조정을 통해 대규모의 외환 시장 개입을 실시하고 있다. 여기에 민간 금융기관과의 FX스왑까지 고려한다면 대만의 실제 외환보유고는 공식 수치보다 60% 이상 많은 것으로 추정된다.



자료: 미국 외교위원회 연구원 Brad Setser

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.