

IBKS Economy Monitor

Focus on Week: 왜 원/달러 환율은 안 떨어질까?

우리 경제의 취약점을 건드리는 중동사태와 외국인 대규모 주식매도라는 수급 우려가 금리차 등 기존의 환율 설명 변수들을 제치고 최근 원/달러 환율 변동을 설명

원/달러 환율의 이례적인 움직임이 투자자들의 불안한 시선을 모으고 있다. 사상 최고치를 연일 경신하고 있는 주식시장이나 큰 폭의 경상수지 흑자와 경제성장률 전망치 상향 조정 그리고 크게 좁혀진 미국과의 금리 차 등에도 불구하고 원/달러 환율은 여전히 1,500원 이상에서 내려오지 않고 있다. 과도한 수출에 대한 통화당국의 경고가 무색하게 오히려 상방 리스크가 조금 더 크게 반영되며 고점을 높여가는 모양새다. 왜 원/달러 환율은 쉽게 안 떨어지고 있을까?

단기적인 시점에서 보면, 중동 리스크와 외국인 투자자들의 대규모 주식매도가 가장 설득력 있는 이유로 보인다. 올해 2월 하순 1달러 당 1,420원대까지 하락했던 환율이 큰 폭으로 상승한 직접적인 동기는 2월 말 발생한 미국과 이란의 전쟁과 이로 인한 국제 유가 폭등이었다. 에너지에 대한 수입 의존도가 높고 특히 중동산 원유와 가스에 대한 의존도가 높은 우리 경제의 취약점이 부각되며 다른 통화들에 비해 원화의 절하 폭이 크게 나타났고 이후 중동 사태의 흐름에 따라 환율도 상대적으로 민감하게 반응하고 있다. 최근 환율 상승도 미국과 이란의 군사적 충돌이 격화되며 종전 과정이 쉽지 않을 것이라는 우려가 높아진 부분을 반영하고 있다.

또 다른 요인은 외국인 주식매도 흐름이다. 외국인 주식 매도와 매수 흐름은 우리 금융시장에서 차지하는 외국인의 비중만큼 중요한 환율 변동요인으로 작용해 왔는데 5월 중순 이후에는 일평균 3조원 수준으로 매도 규모가 급격하게 커지며 한국은행 총재가 환율 급등의 주된 요인으로 지목할 만큼 영향력이 커졌다. 이 요인들은 당장에 소멸할 것 같지는 않다. 중동 요인은 장기화되지는 않을 것으로 보지만 최근 행보에서 보듯 합의가 명문화되기까지 불안한 상황이 지속될 가능성이 높다. 외국인 주식 매도세 역시 당분간 지속될 가능성이 높다. 외국인 주식 매도가 반도체나 우리 사장의 전망을 안 좋게 보고 시장을 떠나는 것이 아니라 한국주식시장에 대한 과매수 상태를 해소하기 위한 포트폴리오 재조정때문으로 판단되는데 2월 이후 외국인 투자자들의 대규모 순매도가 지속되고 있음에도 불구하고 보유 주식 증가 상승이 더 가파르게 일어나며 외국인 주식 보유 비중이 계속 높아지고 있는 상황이다. 포트폴리오 재조정이 지속될 수 밖에 없음을 보여준다. 다만 이 요인들이 당분간 원화 약세요인으로 더 지속된다고 해도 하반기 내내 지속될 가능성은 낮다. 그러면 이 두 요인이 소멸되면 원/달러 환율은 큰 폭으로 하락할 수 있을까?

Economist

정용택

02) 6915-5701

yjeong0815@ibks.com

김예슬

02)6915-5526

chchu93@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 주가 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.

최근 단기 요인이 마무리된다고 해도 환율은 대미 투자 약정 등 다른 요인들로 인해 쉽게 하락하기 어려움 ▶ 장기적으로는 바뀐 패러다임에 의한 적정 수준을 아직 찾아가는 과정에 있음

우리는 쉽지 않을 것으로 보고 있다. 수치로 드러나지는 않지만 원화 수급을 압박하는 또 다른 요인이 있다고 보기 때문이다. 미국에 대한 대규모 투자 약정이다. 아직 본격적으로 투자가 집행되기 전이지만 기업과 같은 경제주체나 외환시장 참여자들에게 은연중에 심리적인 압박을 주고 있다고 본다. 미국에 투자를 약정한 기업들은 대부분 미국에 대규모로 수출을 하는 기업들인데 현지 통화인 달러로 대규모 투자를 앞두고 있는 만큼 최근 수출 수입이 크게 늘었다고 한들 원화로 환전해서 국내로 자금을 가지고 들어올 유인이 없는 것이다. 그리고 투자가 시작되면 대규모 달러 수요가 발생한다는 점도 염두에 두고 있다. 은연 중에 이 압박이 작용하고 있다는 것은 우리나라를 비롯해 일본이나 대만처럼 미국에 대한 수출 의존도가 높고 트럼프 정부와 대규모 미국 투자에 합의한 공통점을 가지고 있는 국가들의 통화가 지난해 이후 가장 큰 폭으로 미 달러 대비 절하되고 있다는 점에서 확인해 볼 수 있다. 우리나라처럼 일본이나 대만도 수출 호황으로 경상수지 흑자가 폭증했고 성장률 전망치가 상향조정되고 있으며 미국과의 금리차도 지난해 이후 크게 줄어들고 있어 환율을 설명하는 전통적인 펀더멘탈 변수들과 통화 가치가 다르게 움직이고 있다. 이들 아시아 공업국들은 중동산 에너지 의존도가 높다는 공통점도 있는 만큼 최근 약세는 이 요인으로 설명할 수도 있지만 중동전쟁 이전에도 큰 폭의 약세 흐름이 연동되고 있다는 점을 고려할 필요가 있다. 또 다른 아시아 주요 공업국인 중국의 위안화 환율이 미국과의 투자 협정 구간을 지나며 한국이나 일본과는 다른 방향으로 가고 있다는 것은 주의 깊게 볼 필요가 있는 부분이다.

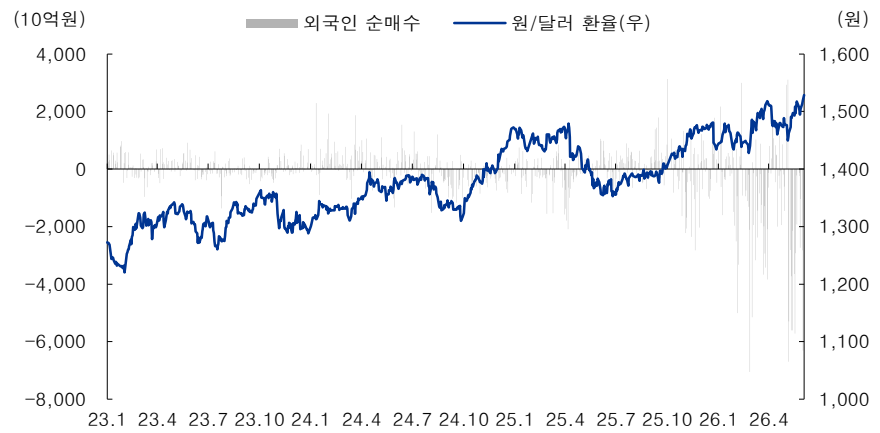
기술적으로 보면, 원/달러 환율의 단기 추세대 상단이 1,530원 선에 있는 만큼 환율은 단기에 급등하기 보다는 종전 이슈 등을 통해 잠시 반락하는 흐름을 보일 가능성이 높아 보인다. 하지만 추세대 자체는 저점을 계속 높여가며 여전히 견고한 상황 추세대가 유지되고 있다. 앞서 언급한 대미 투자 이슈처럼 중장기적으로 작용할 변동 요인이 여전히 남아 있는 것이다. 환율 하락에 대한 선부른 예단보다는 코로나 팬데믹 이후 변화된 (또는 진행중인) 패러다임에 의해 원화가 적정수준을 찾아가는 과정에 있음을 인식할 필요가 있다. 원/달러 환율이 1,500원대에 안착할 수도 있다는 의미다. 또한 단기간에 환율이 급변하며 경제주체들이 그 변화를 따라가지 못해 발생하는 여러가지 부작용이 문제이지 1,500원대나 특정 환율 수준에 대한 지나친 의미 부여나 불안은 자제할 필요가 있다. 과거 우리가 겪었던 외환위기 때와는 상황이 다르고 우리나라 신용도에 문제가 없다면 단순한 환율 수준 자체는 큰 문제가 되지 않기 때문이다. 특히 실질실효환율 장기 추세가 일본이나 중국 그리고 유럽 등 우리와 경쟁하고 있는 국가들도 하락 추세에 있다는 점을 감안하면 원화의 절하가 꼭 부정적인 것만은 아니다.

그림 1. 미국과의 금리차가 크게 좁혀졌음에도 불구하고 환율 가파르게 상승 → 중동 사태에 따른 유가 급등 등 다른 요인들이 상승 요인으로 등장



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 2. 대규모 외국인 주식 매도도 중요한 환율 상승 요인



자료: Bloomberg, 한국거래소, IBK투자증권

그림 3. 대규모 대미 투자 약정 등도 은연중에 환율을 압박하는 요인 ▶ 우리나라나 일본, 대만 등의 공통점은 양호한 펀더멘탈에도 불구하고 대미수출의존도가 크고 미국과 대규모 투자 약정은 맺었다는 점. 그리고 달러 대미 절하 폭이 큰 나라들임



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 4. 반면, 우리 원화와 연동성이 높았던 중국 위안화는 미국의 투자 압박이 거셌던 지난해 하반기 이후 원화나 일본 엔화와는 다른 방향으로 움직임



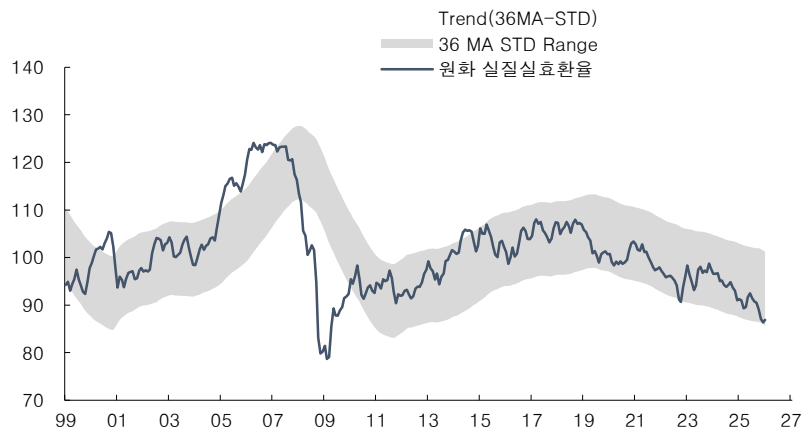
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 5. 단기적으로 원/달러 환율은 추세대 상단에 도달 ▶ 추가 급등보다는 반락 가능성 더 있어 보임. 하지만 추세대 자체는 저점을 계속 높여가며 여전히 견고한 상황 추세대가 유지되고 있음



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 6. 교역통화들간의 무역 비중과 물가 차이 등 펀더멘탈 상황을 고려한 실질적인 가치를 보여주는 원화 실질실효환율은 이미 지난 12월에 추세대 하단에 도달 ▶ 저평가 국면에 접어들었고 단기적으로 반등 가능성이 높음을 의미 ▶ 다만 주의할 것은 추세대는 우하향하고 있다는 점. 이는 코로나 팬데믹 이후 변화된 (또는 진행중인) 패러다임에 의해 원화가 적정수준을 찾아가는 과정에 있음을 시사



자료: Bloomberg, IBK투자증권