

문홍철의 Concise

채권/FX

26. 06. 08

모델이 환율을 설명할 수 없다

- ▶ 기존 환율 설명 모델의 붕괴, 진정한 뉴노멀?
- ▶ 원인은 전후 체제의 변화 속에서 기반 없는 신흥 통화가치의 재평가 요구?
- ▶ 모델 설명이 안될 때는 최대한 기존 추세대로 보수적으로 대응하는 방법 뿐

기존 환율 설명 모델의 붕괴, 진정한 뉴노멀?: 외환시장도 다른 금융시장과 마찬가지로 기존의 설명 모델이 붕괴하고 있다. 수출이나 경상수지 상의 달러 수급과 환율은 서로 관련없이 가고 있다[도표1], 중장기적으로 달러원의 방향성을 잘 보여줘왔던 한미간 성장률 격차도 이전 환율을 전혀 설명하지 못하고 있다[도표2]. 우리가 일관되게 무시하고 있는 한미 금리차 모델[도표3]은 늘 그렇듯이 교과서와 반대되는 모습을 보이므로 고려의 가치가 없다. 환율과 설명 모델 간의 괴리는 1년 이상 지속된 것이지만 그동안에는 계엄, 무역분쟁, 서학개미 등과 같은 변명이 일부 통했다. 지금도 이란전쟁 변수를 넣으면 면피가 불가능한 것은 아니다. 실제로 아시아 전역의 석유 수입국들의 달러 대비 통화가치는 한국과 비슷하게 큰 폭의 약세를 기록 중이어서 미국채를 매도하며 외환시장에 개입하고 있다[도표4]. 그러나 그럼에도 불구하고 역대급 반도체 수출과 KOSPI 급등, 서학개미들의 회귀 등을 고려하면 환율은 여전히 설명이 불가능하다. 우리는 2024년까지는 높아지는 환율이 뉴노멀이 아니며 한국의 저성장 진입에 따른 자연스러운 현상임을 역설해왔지만 성장격차 모델에서 보듯이 지금은 오히려 한국이 미국보다 고성장이нде도 불구하고 환율이 오르고 있다는 점이 다르다. 이것은 뉴노멀이라고 할 만하다. 당장은 자산가격 분석이 어려우므로 안전을 위해 추세를 추종하고 보수적으로 대응하는 것만이 스스로를 지킬 방법이다.

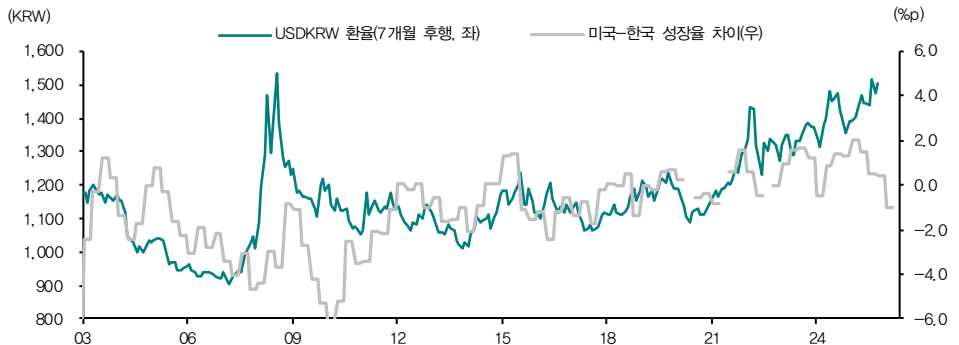
원인은 전후 체제의 변화 속에서 기반 없는 신흥 통화가치의 재평가 요구?: 모델 괴리는 왜 일어나는 것인가? 엔화를 제외한 기타 기축통화, 가령 EUR, GBP, CHF등에서는 모델 붕괴가 일어나지 않았다. 왜 한국, 보다 넓혀 본다면 아시아 신흥국에서만 통화 약세가 두드러지게 나타나는가 이번 사태를 이해하는 핵심이다. 어쩌면 지금부터는 정량적인 분석이 아닌 정성적인 변수를 도입해야 할 수 있다. 최근 통화 약세를 경험하는 국가들의 공통점을 꼽아보자면 '외환 규제가 강하고 외환보유고를 통해 정부가 환율을 조작하는 통화' 라는 공통점이 있다. 소위 취약통화다. CNY와 JPY도 이러한 특성을 일부 공유하지만 자체 생태계가 광범위하므로 예외로 둘 수 있다. 이들이 그동안 의지했던 방어책은 대량으로 쌓아둔 외환보유고(=미국채 신뢰) 및 미국으로부터의 암묵적 보호 의지다. 그러나 2차 대전 후 최초로 미국이 세계주의에서 이탈해 모두에게 각자 도생을 요구하는 국면에서는 기반이 불안정한 취약 통화에 대한 재평가가 필요할 수 있다. 이란 전쟁은 그 계기로 작용했다. 아직 전쟁 종이라 이러한 분석의 정합성 검증이 필요하지만 만약 이것이 사실이라면 양차 대전 사이(inter-war) 시기나 1차 대전 이전의 세계를 공부해볼 필요가 있다. 당시는 금본위제여서 외환시장이 존재하지 않았지만 금 보유 자체가 국부로 여겨졌으며 중상주의 사상이 힘을 받던 시기였다.

도표 1. 원화를 가장 잘 설명하던 환율(yoy)과 수출 실적(yoy)은 최근 완전히 갈라섰다.



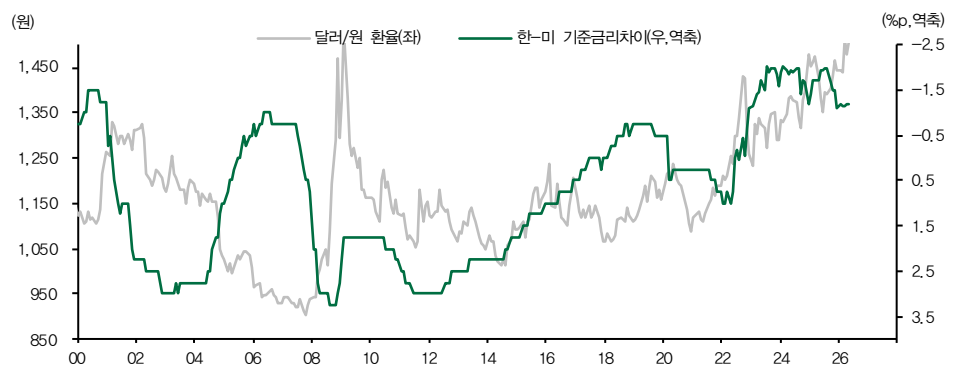
자료: DB증권

도표 2. 달러원 환율을 장기적으로 방향성까지 잘 설명하고 동시에 단순함의 미학에도 부합하는 한미간 성장격차와 환율. 그러나 최근에는 괴리가 너무 커졌다.



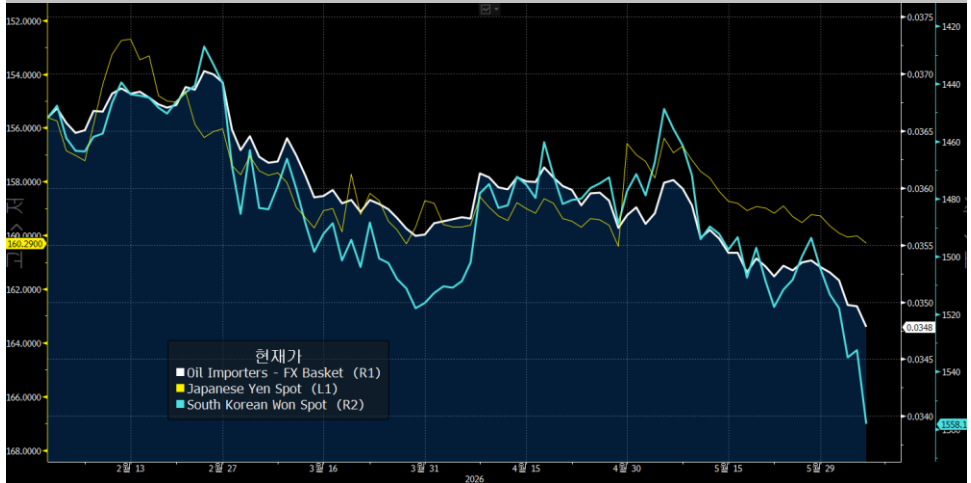
자료: DB증권

도표 3. 우리는 한미 금리차와 달러원 환율 관계를 부인하며 고려하지 않는다. 달러원 환율은 교과서의 금리차 모델과는 맞지 않고 심지어 교과서와 반대로 결과가 도출되는 경우도 많다



자료: DB증권

도표 4. 아시아 주요 석유 수입국들의 통화가치는 전쟁 이후 달러 대비 대폭 절하되고 있다. 이들은 외환시장 안정을 위해 불가피하게 안전자산인 미국채를 매도하는 압력에 시달린다(하리할수록 약세)



자료: DB증권, Bloomberg
 주: 석유 수입국 통화는 KRW, INR, IDR, TWD, THB, PHP 를 포함
 주: 아래쪽으로 가면 해당 통화의 약세를 의미하도록 모든 그래프를 조정

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 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 기관투자자 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 것이거나, 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.