채권전략 한눈에보는상상인자산전략

꼬인 외환 플로우를 금리 인상으로 풀 수 있나?

Analyst 신얼 | 투자전략
02-3779-3184
e.shin@sangsanginib.com

QR코드로 간편하게
상상인증권
투자전략팀 채널

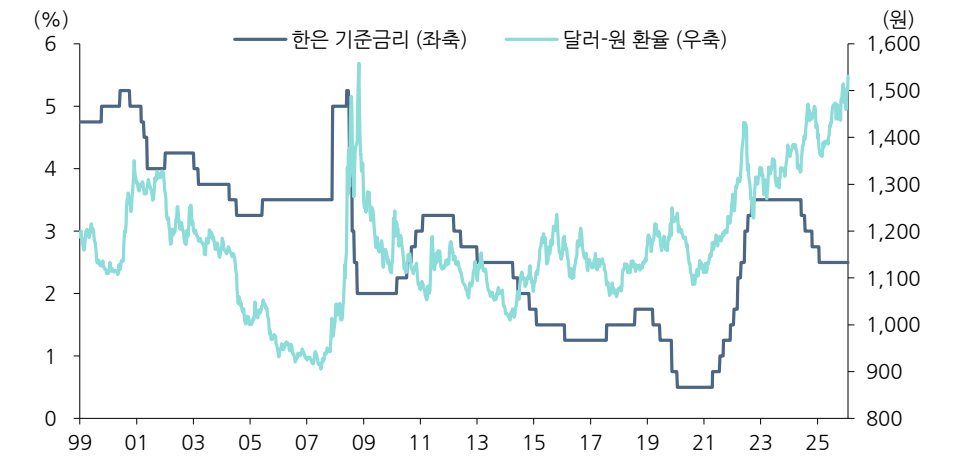
환율 방어를 위한 기준금리 인상 속도 가속화 이슈 불거지는 중

5월 금통위는 신현송 총재의 매파적 데뷔전이었다. 8회 연속 금리 동결과 함께 금리 인상 소수의견 2인(유상대 부총재·장용성 위원)이 전격 확인했다. 점도표상 6개월 내 3.00% 인상 시그널이 뚜렷해졌고 일부는 3.25% 상방을 가리켰다. 중동발 유가 급등에 의한 물가 상방과 1,500원 대를 돌파한 원화 절하가 금리 인상의 명분을 동시에 자극하는 국면이다. 6월 들어서는 물가 대응 차원의 금리 인상을 넘어서 원달러 환율 안정화를 위한 금리 인상 가속화 논란도 불거졌다. 그렇다면 한국은행의 기준금리 인상으로 원화 약세 흐름을 제어할 수 있는가에 대한 질문에 대한 해답이 필요하다. 결론적으로는 금리 인상이라는 정책 카드로 원화 원달러 환율 상승 추세를 제어하는 것은 현실적으로 어려울 것이다.

원화 방향성을 좌우하지 못 할 한국은행 기준금리

한은의 기준금리는 원화 중심의 외환시장에서 독립적 주도 변수가 아니다. 되려 달러 사이클과 경제 펀더멘털에 후행하는 보조 변수 역할을 한다. 더욱이 현재 원화 약세의 본질은 외화 유동성 부족보다는 달러의 원화 환전 수요 감소 및 지속적인 외국인 주식 순매도세 등 수급적 요인이 크다. 과거 금리 인상기 중 원화 강세가 나타난 사례('99~'00, '10~'11, '17~'18)도 금리 자체 효과로 단정하기 어렵다. 즉, 기준금리를 통한 통화정책이 원달러 환율의 방향성을 좌우하는 독립적인 주도 변수가 아니기에 금리 인상의 가속화 필요성을 지지하지 않는다.

그림 1. 한국은행 기준금리와 달러-원 환율



자료: 한국은행, 인포맥스, 상상인증권 리서치센터

통화정책의 제약 변수로 부상한 원화 약세 리스크

2022년 이후 원화 가치절하 문제는 통화정책의 주요 변수로 부상

한국은행 통화정책에서 환율이 명시적 고려 변수로 전면에 부상한 시점은 2022년이다. 1998년 물가안정목표제 도입 이후 환율은 수입물가와 기대인플레이션을 매개하는 간접 경로로 작동했을 뿐, 그 자체가 정책 목표이지는 않았다. 전환점은 2022년 하반기였다. 연준의 3연속 자이언트스텝 직후 원달러 환율은 9/22일 1,400원을 돌파해 28일 1,442.2원까지 치솟자, 이창용 전 총재는 한은 역사상 두 번째 빅스텝(0.50%p 인상)을 했고 10월 통화정책의 주요인으로 치솟는 환율을 직접 지목했다. 다만 한은은 특정 환율 레벨 자체를 목표로 삼지는 않는다는 입장이었고, 총재 역시 환율 방향 자체를 바꾸지는 못하더라도 상승 속도를 늦추는 것은 반드시 필요했다고 대응 성격을 규정한 바 있다.

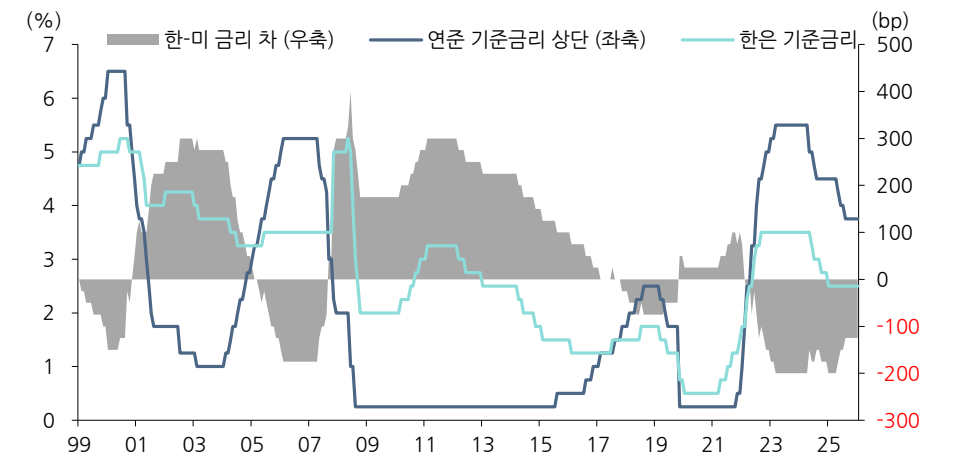
과거 인상기에도 원화 방향은 대외 달러 사이클이 좌우

무엇보다도 금리 인상으로 원화 가치를 방어할 수 있다는 기대는 역사적 근거가 약하다. 1999년 이후 한은 기준금리와 달러-원의 상관계수는 사실상 0에 가깝고, 인상기에도 원화 강세가 일관되게 관찰되지 않았다. 금리 인상기에 원화가 강세였던 사례는 모두 금리 자체보다 IMF 이후 펀더멘털 복원('99~'00), QE2발 달러 약세와 신흥국 자금유입('10~'11), 반도체 중심 수출 호조와 글로벌 달러 약세('17~'18)가 핵심 동인이었다. 특히, '10~'11년 달러 인덱스와 달러-원의 상관계수는 0.96에 달해, 원화 강세가 한국 금리보다 글로벌 달러 흐름에 강하게 연동됐음을 보여준다.

역대급 인상에도 막지 못한 약세 - 2021~2023의 교훈

반대 사례는 더 분명하다. 2021년 8월~2023년 1월 한은은 기준금리를 0.50%에서 3.50%로 총 3.00%p 인상했지만, 달러-원은 1,146원에서 1,231원으로 7.5% 상승했고 2022년 9월 말에는 1,433원까지 급등했다. 한국의 공격적 인상에도 연준의 더 공격적 긴축과 달러 강세, 글로벌 위험 회피 성향이 환율 방향성을 정했다. 이는 국내 금리만으로 원화 약세를 막기 어렵다는 점을 가장 선명하게 보여주는 사례다. 결론적으로 기준금리는 환율의 원인이 아니라, 대외 환경 변화에 후행·보조하는 변수로 보는 것이 타당하다.

그림 2. 한-미 금리 차 및 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 한국은행, 상상인증권 리서치센터

진짜 문제는 수급 - 외화금융시장은 풍년, 환전 플로우가 꼬였다

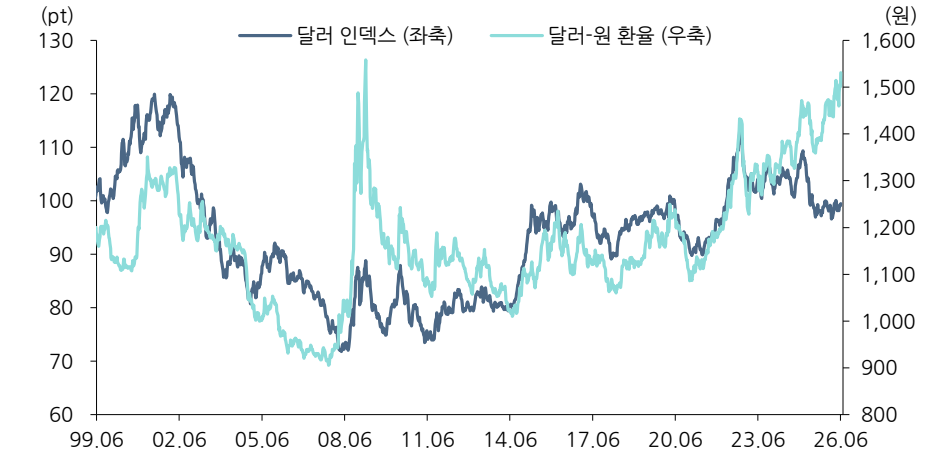
달러 조달은 원활하나 원화로의 환전 수급이 막혀 있다

현재의 원화 절하 현상은 IMF 외환 위기 및 글로벌 금융위기 이후 Fragile 5 등 신흥국 통화 약세 현상의 프레임으로 해석하는 것과는 거리가 멀다. 외화 금융시장은 오히려 양호하다. FX스왑포인트, CRS-IRS 베이시스, 외화 LCR 등 조달 측 지표는 달러 부족 신호를 보내지 않고 있다. 은행권의 달러 현물 확보 자체는 원활하다. 문제는 조달이 아니라 현물 환전 플로우다. 풍부한 달러가 실제 원화로 환전되어 원화 강세로 연결되는 경로가 막혀 있다. 수출업체의 네고(달러 매도) 물량이 지연·이연되는 가운데, 해외투자 확대(개인 서학·기관투자 해외배분)와 외국인 주식 순매도가 구조적 달러 수요·유출을 키우고 있다.

금리만으로 해결 불가능한 상황

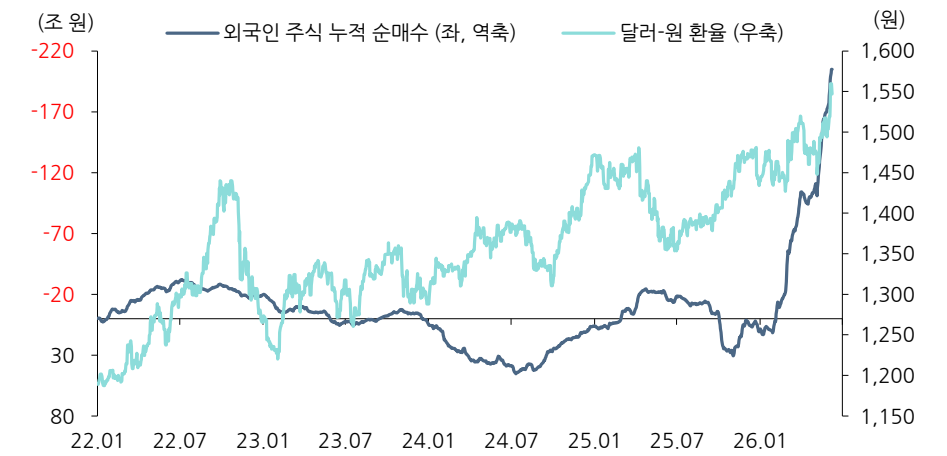
즉, 조달 시장은 풍년이지만 실수요의 환전 수급은 달러 수요 쪽으로 기울어 있다. 금리 인상은 캐리·조달 비용에 영향을 주지만, 무역대금 결제 행태와 자본 유출이라는 실물 플로우의 비대칭을 되돌리지는 못한다. 조달이 부족하지 않은 시장에 금리로 자금을 끌어들이는 처방은 효과가 제한적이다. 환전 수급의 쏠림은 유가 안정과 수출업체 매도 재개, 외국인 자금 흐름의 반전이 동반되어야 풀리며, 이는 금리 경로와 직접 연동되지 않는다. 환율 안정의 열쇠는 금리가 아니라 대외 환경 및 실수요의 수급 정상화에 있다.

그림 3. 달러 인덱스, 달러-원 환율 비교



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 4. 외국인 국내증시 누적 순매수 금액과 달러-원 환율 비교



자료: Bloomberg, Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

사례분석 1. 2017.09~2018.04 - 금리 인상보다 선행된 펀더멘털달러 약세

원화 강세는 금리 인상 이전에 이미 상당 부분 진행

2017년 9월~2018년 4월은 대표적으로 한국은행 금리 인상과 원화 강세가 함께 나타난 구간이다. 한국은행은 2017년 11월 30일 기준금리를 1.25%에서 1.50%로 0.25%p 인상했고, 달러-원 환율은 2017년 9월 초 1,124원에서 2018년 4월 말 1,077원으로 약 4.2% 하락했다. 그러나 같은 기간 달러인덱스도 92.6에서 91.2로 약 1.5% 하락하며 원화 강세는 글로벌 달러 약세 흐름과 강하게 동조된 움직임이었다.

한은의 인상 명분은 환율보다 성장금융 불균형

또한 원화 강세는 금리 인상 전에 이미 상당 부분 진행됐다. 2017년 9월 말~11월 말 사이 기준금리는 1.25%로 유지됐지만, 달러-원 환율은 1,141원에서 1,091원으로 약 4.3% 하락했다. 이후 2018년 4월 초 환율은 1,060원 수준까지 추가 하락했으나, 이는 금리 인상 효과만으로 설명하기 어렵다. 당시 한국은행도 금리 인상의 배경을 환율 방어가 아니라 수출 호조, 견실한 성장 흐름, 금융불균형 누적에 둔 것으로 설명했다.

금리 인상과 원화 강세는 모두 펀더멘털 회복의 결과

따라서 이 구간은 금리 인상이 원화절상에 기여한 것보다 글로벌 달러 약세와 반도체·수출 중심의 국내 경기 회복이 동시에 작동한 사례로 보는 것이 적절하다. 2017년 하반기 한국 경제는 반도체 수출 호황과 경기 회복 기대가 강했고, 이는 원화 리스크 프리미엄 축소와 한국은행의 완화 정도 축소 명분을 동시에 제공했다. 결국 원화 강세와 금리 인상은 인과관계가 아닌 같은 펀더멘털 회복 국면에서 함께 나타난 결과였으며, 달러인덱스와 달러-원 환율의 동반 하락은 당시 원화 강세가 글로벌 달러 약세와 맞물린 흐름이었음을 보여준다.

사례분석 2. 2010.07~2011.06 -원화 강세처럼 보이나 실제로는 QE2·달러 약세 효과

QE2발 달러 약세가 원화 강세의 핵심 동인

2010년 7월~2011년 6월은 수치상으로 금리 인상과 원화 강세가 함께 나타난 대표적 사례로 볼 수 있다. 한국은행 기준금리는 2.00%에서 3.25%로 1.25%p 인상됐고, 달러-원 환율은 2010년 7월 초 1,220원에서 2011년 6월 말 1,079원으로 약 11.5% 하락했다. 그러나 같은 기간 달러인덱스도 85.4에서 75.1로 약 12.0% 하락했다. 이 구간의 달러인덱스와 달러-원 환율 상관계수는 +0.96으로 매우 높아, 원화 강세가 한국 금리 인상만의 결과라기보다 글로벌 달러 약세 흐름에 강하게 연동됐음을 보여준다.

신흥국 자금유입과 위험선호 회복이 금리 인상을 보조

특히 2010년 11월 Fed는 2011년 2분기까지 장기국채 6,000억 달러를 추가 매입하는 QE2를 발표했다. 이는 달러 약세와 신흥국 자금유입 기대를 키웠고, 한국도 예외가 아니었다. 2010년 7월~2011년 6월 외국인은 국내 주식을 약 13.7조 원 순매수했고, 채권은 2010년 중 16.9조원 순투자했고, 2011년 상반기에도 순투자 기조가 이어졌다. 따라서 이 구간은 원화 강세는 QE2 기대를 전후한 글로벌 달러 약세, 신흥국 자금유입, 위험자산 선호 회복이 주된 요인이었다. 금리 인상은 이러한 흐름과 같은 방향으로 동반됐을 뿐, 원화 강세의 독립적 원인으로 보기 어렵다.

사례분석 3. 2021.08~2023.01 - 역대 최대 인상에도 원화 약세, Fed 긴축달러 강세

역대급 인상에도 Fed 긴축과 달러 강세가 환율 방향을 결정

2021년 8월~2023년 1월은 한국은행이 기준금리를 0.50%에서 3.50%로 총 3.00%p 인상한 구간이지만, 달러-원 환율은 2021년 8월 초 1,146원에서 2023년 1월 말 1,231원으로 약 7.5% 상승했다. 특히 2022년 9월 말에는 환율이 1,433원까지 급등했고, 같은 시기 달러인덱스도 약 10.4% 상승했다. 한국의 공격적 금리 인상에도 Fed의 더 빠른 긴축, 달러 강세, 글로벌 위험회피가 환율 방향을 압도했다. 따라서 이 구간은 금리 인상만으로 원화 약세를 막기 어렵다는 점을 가장 분명하게 보여주는 사례이며, 국내 금리보다 미국 통화정책과 글로벌 달러 사이클이 환율 방향을 좌우했다.

사례분석 4. 1999.10~2000.09 - IMF 이후 회복 국면의 원화 강세

IMF 이후 대외 신뢰 회복이 원화 리스크 프리미엄을 축소

1999년 10월~2000년 9월 원화 강세는 표면적으로는 한국은행 금리 인상과 같은 방향으로 움직인 사례처럼 보인다. 달러-원 환율은 1999년 10월 초 1,216원에서 2000년 9월 말 1,118원으로 약 8% 하락했다. 같은 기간 달러인덱스가 약 16% 상승했다는 점을 감안하면, 원화 강세는 글로벌 달러 약세가 아니라 한국 고유의 회복 요인이 작용했다. 따라서 이 구간은 금리 인상 효과보다 경상수지 흑자, 성장률 반등, 외환보유액 확충, 신용등급 회복이 원화 리스크 프리미엄을 낮춘 사례로 보는 것이 적절하다.

경상흑자성장률외환보유액 회복이 금리 효과를 압도

당시 원화 강세의 핵심 배경은 IMF 이후 펀더멘털 복원이었다. 경상수지는 1997년 약 108억 달러 적자에서 흑자 전환했고, 실질 GDP 성장률도 1998년 -5.1%에서 1999년 11.5%, 2000년 9.1%로 급반등했다. 외환보유액 역시 1997년 89억 달러에서 2000년 962억 달러로 빠르게 회복됐다. 여기에 1999년 중 한국 국가신용등급이 투자등급으로 복귀·상향하면서 외화 유동성 리스크 프리미엄도 축소됐다. 특히 2000년 10월 기준금리가 5.25%로 추가 인상됐음에도 환율이 다시 상승하기 시작했다는 점은, 금리보다 펀더멘털과 대외환경이 환율 방향을 좌우했음을 보여준다.

사례분석 5. 2005.10~2008.08 - 금리 인상에도 원화 약세, 신용경색이 크게 작용

기준금리 인상에도 글로벌 신용경색이 원화 약세를 주도

2005년 10월~2008년 8월은 한국은행이 기준금리를 3.25%에서 5.25%로 총 2.00%p 인상한 구간이지만, 달러-원 환율은 2005년 10월 초 1,040원에서 2008년 8월 말 1,085원으로 약 4.3% 상승했다. 같은 기간 달러인덱스가 약 14% 하락했다는 점을 감안하면, 글로벌 달러 약세에도 원화는 오히려 약세를 보인 셈이다. 이는 2007년 하반기 이후 서브프라임 부실, 글로벌 신용경색, 외국인 자금 이탈, 은행권 달러 유동성 부담이 환율 방향을 좌우했음을 보여준다.

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 신얼)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.