



Macro Comment

원/달러 환율: 1,400원 중심의 완만한 하락

▶ Economist 최규호 choi.gh@hanwha.com 3772-7720

수급 이벤트 이후 더해진 환율 하락 재료

당분간 원/달러 환율은 1,400원을 중심으로 상방 압력이 제한될 전망이다. 지난달 원화 강세를 이끌었던 수출기업 달러 매도세와 정책 공조의 영향은 다소 약해졌지만, 최근 미국 고용·소비·물가 지표가 연준의 추가 금리 인상 우려를 낮추는 방향으로 발표되며 환율의 추세 하락을 지지하고 있다. 여기에 미국 재무부의 국제 바이백 규모 확대가 미 국제 금리와 기간 프리미엄 상승을 일부 제한할 수 있다는 기대, 일본은행의 조기 금리 인상 가능성에 따른 엔화 약세 진정도 환율 상단을 낮추는 요인이다. 다만 1,400원 아래에서는 수입업체와 해외 투자자들의 환전, 결제 수요가 더해질 수 있다. 이에 단기적으로는 환율이 일방적으로 하락하기보다 1,370~1,430원 범위에서 등락하며 낮아질 가능성이 높다.

7월 원화 강세를 주도했던 수급장의 영향은 8월 들어 다소 약해졌다. 공조 개입 이후 원화는 강세 흐름을 이어갔지만, 단기 스왑레이트 급등이 다시 되돌려지며 달러 매도 압력이 정점을 통과했다는 징후가 나타나고 있다. 수출기업 네고와 외화자금 환전, 추가 개입 경계가 동시에 환율을 끌어내렸던 지난달과 비교하면 달러 공급 강도는 약해졌다고 판단한다. 외국인의 코스피 순매도 폭이 축소되고 미국 상장 한국 및 메모리 반도체 ETF를 통한 자금 유입이 이어진 점은 원화에 우호적이지만, 8월 거래 및 변동 규모가 줄어든 만큼 주식 수급의 환율 하락 기여도 역시 낮아졌다고 본다.

1) 다만 국내 수급 효과가 약해졌다고 해서 환율이 크게 반등할 가능성은 높지 않다. 월초 환율 반등을 전망한 이유는 수급 영향이 약해지는 가운데, 대외 환경 개선 속도는 더딜 것이라 예상했기 때문이다. 그러나 최근 환율의 중심 동력이 국내 달러 공급에서 연준 통화정책 기대와 글로벌 달러 흐름으로 빠르게 이동했다. 미국 고용과 물가가 둔화된 데 이어 소비지표도 예상보다 약하게 나오면서 연준의 추가 금리 인상 필요성이 낮아졌다. 이에 미국 금리 상승과 달러 강세를 전제로 형성됐던 포지션이 일부 되돌려졌고, 원/달러 환율의 기초적인 방향도 아래쪽으로 기울었다. 향후 미국 지표들이 뚜렷하게 개선되지 않는다면 환율이 추세적으로 상승하기는 어려워졌다고 판단한다.

2) 최근 부각된 미국 국제 바이백 규모 확대 또한 환율 상단을 막는 요인이다. 이는 유동성 공급을 목적으로 하는 양적 완화(QE)와는 구분해야 한다. 그러나 비유동 국채를 재무부가 매입하면 특정 만기 구간의 순공급과 유동성 프리미엄 부담이 완화될 수 있다. 경제지표 둔화와 재무부 바이백으로 미국 장기금리 상승 압력이 완화되면, 달러 자산의 상대적인 금리 매력도 낮아져 달러 강세 압력도 약해질 수 있다. 물론 최근 장기금리 상승이 경기 호조보다 기간 프리미엄 확대 때문인 만큼, 금리와 달러의 관계를 기계적으로 해석하기 어렵다는 점은 유의해야 한다.

3) 아시아 통화 여건도 이전보다 원화에 우호적이다. 지난 공조 개입 이후 원화는 강세가 지속된 반면, 엔화는 상당 부분 되돌려졌다. 다만 최근에는 일본은행의 조기 추가 인상 기대가 엔화의 추가 약세를 제한하고 있다. 일본의 성장 부진은 빠른 인상을 어렵게 만들지만, 인플레이션 압력과 일본은행 내부의 패착적인 논의가 대두되고 있기 때문에 엔화가 다시 약세 폭을 더욱 키울 가능성은 다소 낮아졌다. 엔화가 안정되면 원화 가치가 아시아 통화 약세에 연동돼 절하될 위험이 낮아지고, 원/달러 환율의 상방 압력도 완화될 수 있다.

환율 변동성은 여전히 이어질 전망

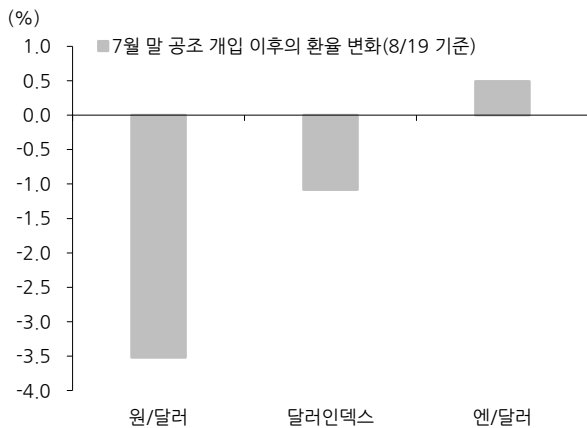
단기적으로는 삼성전자 배당금 역송금, 잭슨홀 심포지엄, 미국 고용보고서의 연례 벤치마크 예비 수정이 변동성을 키울 수 있다. 1) 외국인이 원화 배당금을 달러로 환전해 해외로 송금하면 원/달러에 일시적인 상승 압력이 발생할 수 있다. 다만 외국인 귀속 배당금 전액이 지급 당일 환전되는 것은 아니다. 재투자자와 내부 상계, 사전 헤지에 따른 지급일 전후의 분산 환전을 고려하면 실제 현물환 수요는 배당 총액보다 작을 가능성이 높다.

2) 잭슨홀 심포지엄에서 위시 연준 의장이 물가의 상방 위험과 추가 긴축 가능성을 강조한다면 약해진 금리 인상 베팅이 일부 복원되면서 달러와 환율이 반등할 수 있다. 반대로 고용 둔화와 금융여건을 중시하는 발언이 나온다면 환율이 지속적으로 1,400원을 밑돌 가능성이 있다.

3) 미국 고용의 연례 벤치마크 수정 역시 중요한 변수다. 기존 취업자 증가 폭이 큰 폭으로 하향 조정되면 미국 노동시장이 알려진 것보다 약했다는 평가가 강해지고, 미 국채 금리와 달러인덱스에 추가 하락 압력을 줄 수 있다. 반면 하향 수정 폭이 시장 예상보다 작거나 고용이 상향 조정된다면 연준 금리 인상 우려가 재차 부각될 수 있다.

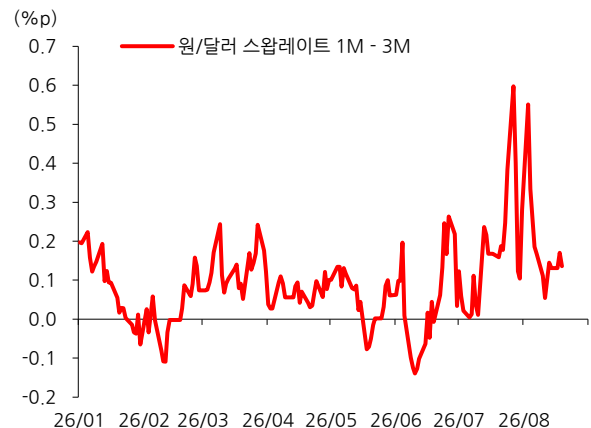
결론적으로 7월과 같은 강한 달러 공급 우위는 약해졌지만, 미국 지표 둔화와 연준 인상 베팅 후퇴, 국채 금리 상승 제한, 엔화 약세 진정 등이 그 공백을 메우고 있다. 이에 따라 원/달러 환율은 1,400원을 중심으로 등락하되 상승할수록 달러 매도 압력이 강해지는 흐름이 이어질 전망이다. 동시에 1,400원 아래에서는 네고 지연과 저가 달러 매수 수요가 하단을 지지할 가능성이 높다. 따라서 단기 이슈에 따라 변동성은 확대될 수 있지만, 당분간 환율의 중심은 1,300원대 후반에서 1,400원 초반 수준에 머물 것으로 예상된다.

[그림1] 공조 개입 이후 원화 강세 지속 vs. 엔화 되돌림



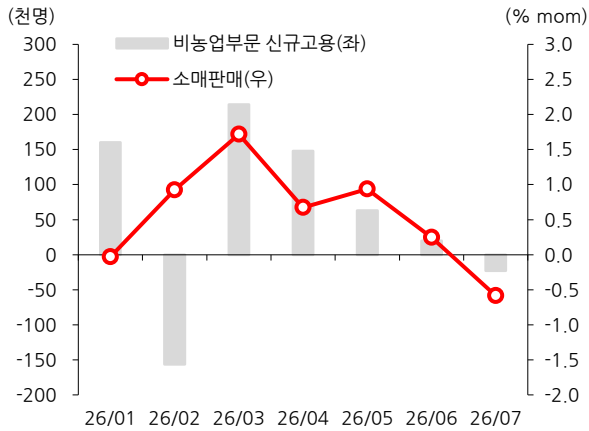
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 단기 달러 매도는 다소 진정



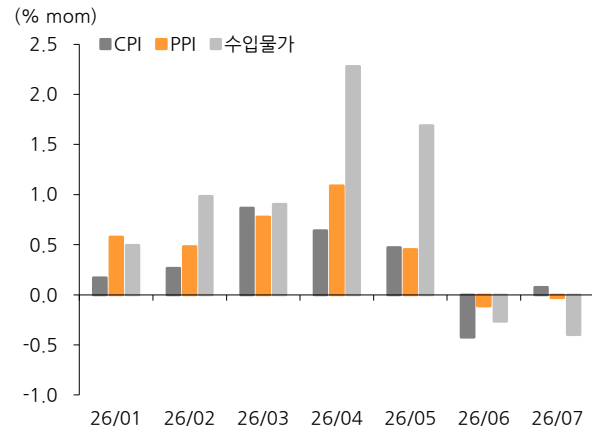
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 미국 고용과 소비, 그리고



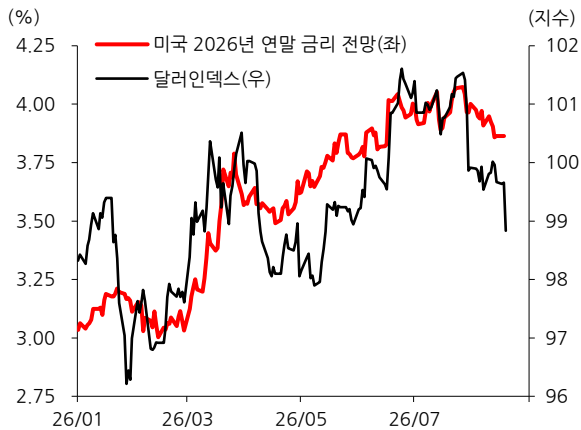
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, U.S. Census Bureau, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 물가지표들이 약하게 나오면서



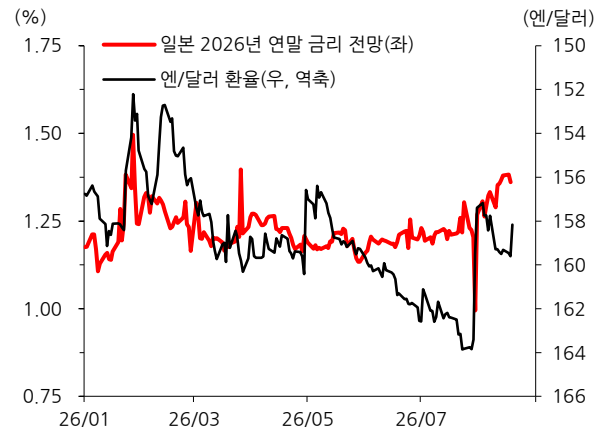
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 연준 금리 인상 베팅과 달러 가치 약화



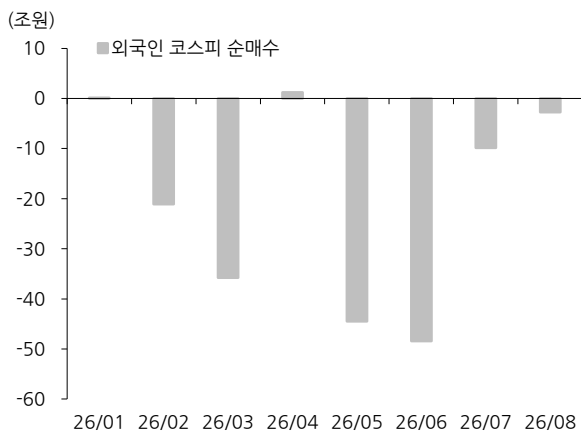
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 일본은행 조기 금리 인상 기대에 엔화 약세도 제한



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

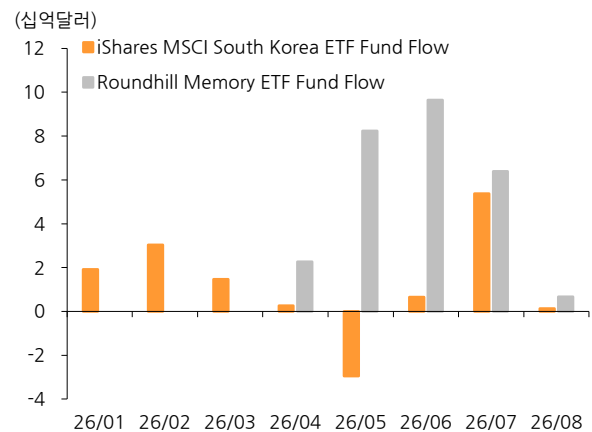
[그림7] 외국인 코스피 순매도 폭 축소



주: 8월 지표는 8월 1~19일 합산

자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 한국 주식과 메모리 반도체 ETF 월간 순자금 흐름



주: 8월 지표는 8월 1~19일 합산

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, redisseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].
