KB증권

FX/원자재 Analyst 오재영
02-6114-1668 jaeyoung.oh@kbfg.com
연구원 이상범
02-6114-2954 sb.lee@kbfg.com

FX 전략

2024년 4월 17일

더 많은 리포트 보기

KB FX 전략

달러/원 1,400원 터치로 국내 펀더멘털 점검, 유가 및 무역수지가 중요

1,400원까지 터치한 달러/원, 연준의 금리 인하 기대 후퇴와 지정학적 리스크가 원화 약세로

달러가 106.3pt까지 상승하면서, 달러/원도 1,400원을 일시적으로 터치했다. 1,400~1,410원은 강한 저항 구간이며, 빠르게 1,390원까지 상승한 만큼 한동안은 동 레벨대에서 횡보할 가능성이 높다. 다만, 이스라엘 측으로 공이 넘어간 상태에서 지정학적 리스크의 전개에 따라 유가 및 달러의 추가 강세가 가능하며 전개에 따라 1,400~1,440원까지도 가능하다. KB증권은 이란의 전면전 참여가 아니라면 국제유가가 100달러 이상으로 상승보다는 93~95달러 내외를 상단으로 제시하며, 이 경우에는 1,400원대 초반에서 상승이 마무리될 가능성이 높다. 달러가 지난 고점인 107pt까지 상승한다고 하면 달러/원도 여기에서 1,400원대까지 추가 상승이 예상되며, 달러가 1pt 상승 시 달러/원은 15원 내외 상승 압력이다. 본 자료에서 환율 경로 및 레벨을 수정했다 (표1 참고). 시장의 연준의 기준금리 인하 시점 예상이 6~7월에서 9월 내외로 지연된 상태가 유지 시, 달러의 약세 전환 시점도 2분기에서 3분기로 지연되며 연말까지 달러/원이 1,300원대에 머무를 수 있다는 판단이다.

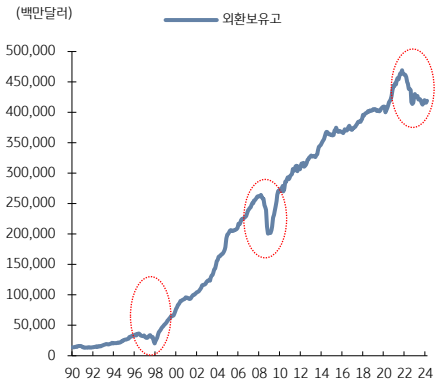
외환보유고, 대외부채, 대외지급능력에는 위험도 커 보이지 않으나, 유가 상승에 취약한 구조

최근 달러/원의 환율 상승세가 달러보다 가파르기 때문에 국내 펀더멘털 및 대외 건전성 등을 다시 점검해볼 필요가 있다. 과거 달러/원 환율 급등 시기였던 1997년, 2008~2009년, 2022년과는 글로벌 경기 충격과 국내 수출 감소 및 무역수지 적자 지속, 외환보유고 감소 등이 공통된다. 현재는 2023년 초를 저점으로 경기 개선, 국내 수출 개선, 외환보유고 2022년 저점 이후 유지 상태로 펀더멘털로 보면 달러/원 하락요인이기 때문에, 본 요소들이 바뀌지 않는다면 달러/원은 1,440원 이상으로 상승하기보다는 높은 수준 유지 후 하락 전환을 예상한다.
한국의 외환보유고는 2024년 3월 기준 4,192억 달러로 전월대비 35억 달러 증가하며 2021년 고점보다 낮으나, 무역수지 개선과 함께 2023년 9월 (4,141억 달러) 이후 소폭 개선 중이다. 환율 급등 시기 외환보유고 감소폭은 1997년에는 -39% (336억 달러-> 204억 달러), 2008~2009년에는 -24% (2,642억 ->2,005억 달러), 2021~2022년 -11.8% (4,692억-> 4,140억 달러)를 기록했다. 한편, 순 대외금융자산은 2023년 7,790억 달러로 2022년 (7,713억 달러)보다 소폭 증가했다. 2014년 이후로 내국인의 해외투자가 외국인의 국내투자를 추월하면서 순 대외금융자산이 증가세를 이어나가고 있다. 대외부채의 증가속도는 빠르나, 실질적인 지급 능력을 판단하는 대외부채 내에서 단기 대외부채 비중과 대외단기부채/외환보유액 비율이 낮아지고 있어, 전반적으로 종합해보면 펀더멘털 지표로 보는 위험도는 아직 높지 않아 보인다.

유가 95달러 이상 상승 시, 무역수지 적자 전환 및 외환보유고 감소가 원화 약세로 연결될 소지

대외 건전성에서는 큰 리스크가 발견되지 않으나, 유가가 큰 폭으로 상승한다면 2023년 하반기 이후 소폭 개선되기 시작한 무역수지와 외환보유고 등이 재차 감소 전환하며 원화 약세로 이어질 가능성을 시사한다. 국내 무역수지는 2022~2023년 2년 연속 큰 폭 적자를 기록하며, 달러/원이 1,440원까지 상승했다. 과거 수입과 WTI 간의 상관성을 살펴보면 국제유가 10달러 상승 시, 수입은 43억 달러 증가를 보였다. 이는 곧 현재 기준으로 국제유가가 95달러 이상으로 상승할 경우 수출 개선세가 더 빠르지 않다면 무역수지가 적자로 전환될 수 있음을 시사한다. 이에 대한 우려가 최근 수출 개선에도 불구하고 달러/원의 상승폭 확대를 견인하고 있다는 판단이다. 2022년 이후, 환율 변동성에 있어서는 달러 강세에도 불구하고 원자재 수출국가들의 환율은 강한 흐름을 이어나간 반면, 한국뿐만 아니라 주요 원자재 수입 아시아 국가들은 환율 약세를 보였다. 이는 최근의 환율은 원자재 변동성이 주요 팩터로 작용하고 있음을 나타낸다.

외환보유고 추이



자료: CEIC, KB증권

주요 통화 수정 전망치 제시

	2024년				
	1Q	2Q	3Q	4Q	평균
달러지수	103.5	105.0	103.5	102.0	103.5
달러/원	1,329	1,355	1,340	1,290	1,328
달러/엔	148.1	149.0	145.0	140.0	145.4
유로/달러	1.083	1.075	1.080	1.090	1.082
달러/위안	7.19	7.22	7.16	7.13	7.17

자료: KB증권 전망

최근 달러/원 급등과 전망, 국내 펀더멘털 점검 및 향후 변수 제시

지정학적 리스크 부각과 미 연준의 금리 인하 기대 후퇴로, 달러/원 상승세 지속

달러가 106pt까지 상승하며 달러/원도 1,400원을 일시적으로 터치

달러가 106.3pt까지 상승하면서, 달러/원도 1,400원을 일시적으로 터치했다. 지난 자료(4/12)에서, 달러/원 1,400원대까지 상승 가능성을 제시했으며, 16일 현재 1,400원 직전까지 도달했다. 달러/원이 단기간에 1,400원까지 상승하면서 1,400원 내외 저항구간에서 머무를 것으로 보이나, 중동 지역 내 지정학적 리스크 심화 여부에 따라 1,400 ~1,440원까지의 상승도 가능해 보인다. 현재 달러화지수는 106pt로, 지난 고점인 107pt까지 상승 여력이 존재하며, 이 경우 달러/원의 추가 상승 가능성도 높다. 달러화지수 1pt 상승은 일반적으로 달러/원 15원 내외 상승 압력으로 작용한다.

미국의 견조한 물가에 더해 유가 상승 우려로 연준의 금리 인하 기대도 3분기 또는 그 이후로 후퇴 분위기

최근 달러 및 달러/원의 상승 요인은 미국의 금리 인하 기대 후퇴, 국내 총선 이후 부동산 PF 위기 우려, 국내 밸류업 프로그램 기대 약화 등에 이어, 지난 주말부터 불거지고 있는 이란-이스라엘 충돌도 영향을 미치고 있다. 특히, 지정학적 리스크는 유가 상승 우려를 동반하고 있어 더더욱 글로벌 자산시장에 미치는 파급효과가 크다. 우려 요인도 많으나, 아직까지 올해 내 연준의 기준금리 인하 기대감이 남아 있으며 글로벌 및 국내 지표도 2023년 저점 이후 개선 중임을 감안하면 상단은 2022년 고점인 1,400~1,440원 내외로 판단한다.

이에 따라 환율 경로 및 레벨 수정 금리 인하 이후 달러 약세 전환 전망이나, 3분기 또는 이후로 지연 시 상당기간 달러/원도 1,300원대 유지

향후 글로벌 자산시장에는 이란-이스라엘 간 충돌의 전개 양상, 그리고 국제유가 추이가 중요하다. KB증권은 이란-이스라엘 분쟁이 전면전으로 전개되지 않는다면 국제유가가 100달러 이상보다는 상단 93~95달러 내외로 예상하고 있다. 다만, 지정학적 리스크가 2분기 평균 유가 레벨을 상승시키는 효과를 가져와 2분기 예상되었던 미국의 금리 인하 기대를 3분기로 후퇴시킬 요인이다. 적어도, 전쟁 리스크의 해소, 그리고 유가 및 물가의 안정화를 어느 정도 확인한 이후 인하 기대감이 다시 확대될 것으로 보이며, 그 전까지는 외환시장 변동성도 확대될 것으로 예상한다.

1,400원 저항국면 진입, 향후 지정학적 리스크 전개에 따라 변동성 예상

따라서, 환율 경로 및 레벨도 다소 수정했다. 지난 연간전망에서는 연준의 금리 인하 개시 시점을 6~7월로 전망하며 2분기까지는 높은 외환시장 변동성, 그리고 금리 인하와 함께 점차 달러 및 달러/원이 하락하는 경로를 제시했다. 만약 유가 및 금리 추가 상승과 함께 금리 인하 시점이 지연된다면, 달러가 추세적인 약세로 전환되는 시점도 2분기에서 3분기로 지연될 가능성이 높아지며, 이 경우는 상당기간 또는 연말까지 달러/원이 1,300원 대에 머무를 수 있다는 판단이다.

표 1. KB증권 주요 환율 전망 및 과거 전망치

		2024년				
		1Q	2Q	3Q	4Q	평균
달러지수	4월 수정치	103.5	105.0	103.5	102.0	103.5
	3월	103.5	103.0	101.5	101.0	102.2
달러/원	4월 수정치	1,329	1,355	1,340	1,290	1,328
	3월	1,326	1,303	1,280	1,250	1,290
달러/엔	4월 수정치	148.1	149.0	145.0	140.0	145.4
	3월	148.0	146.0	142.0	139.0	143.7
유로/달러	4월 수정치	1.083	1.075	1.080	1.090	1.082
	3월	1.083	1.085	1.095	1.105	1.092
달러/위안	4월 수정치	7.19	7.22	7.16	7.13	7.17
	3월	7.19	7.15	7.10	7.00	7.11

자료: KB증권 전망

주: 하단 수치는 지난 3월 기준 전망치

펀더멘털 점검: 과거 환율 급등 시기와는 달리 무역수지 개선 중이나, 유가 추가 상승 시 적자 전환 여부가 중요

최근 달러/원의 환율 상승세가 달러보다 가파르기 때문에 국내 펀더멘털 및 대외 건전성 등을 다시 점검해볼 필요가 높아졌다. 대외 건전성에서는 큰 리스크가 발견되지 않으나, 유가 충격에 따라 2023년 하반기 이후 소폭 개선되기 시작한 무역수지와 외환보유고 등이 다시 감소로 전환할지 여부가 중요할 것이다.

과거 달러/원 환율이 크게 급등했었던, 1997년 (890원-> 1,800원), 2008~2009년 (900원~1,600원), 2022년 (1,090원-> 1,444원) 시기에는 강한 경기 충격과 함께 1) 외환보유고 감소, 2) 수출 둔화로 인한 무역수지 적자 지속 등이 공통된 점이다. 현재는 국내 수출과 무역수지가 개선되면서 펀더멘털 측면으로는 달러/원 하락을 가리키나, 유가 상승과 지정학적 리스크로 인한 경기 충격 발생 시 동 추세가 반전될 가능성에 주목하고 있다. 최근 국내 수출 증가세를 감안하면 국제유가 95~100달러 이상으로 상승 시, 적자 전환 우려 레벨로 예상된다.

외환보유고: 2021년 고점 이후 -11.8% 감소, 이후 2022년 10월 저점 후 유지 중

외환보유고 감소가 재개될지가 관심, 통상적이라면 무역수지 개선 중으로 외환보유고도 증가예상되나, 유가 상승으로 무역수지 적자 우려도 있어

한국의 외환보유고는 2024년 3월 기준 4,192억 달러로 전월대비 35억 달러 증가하며 2021년 고점보다 낮으나, 무역수지 개선과 함께 2023년 9월 (4,141억 달러) 이후 소폭 개선 중이다. 과거 외환보유고 감소 시기는 환율 급등 시기 (1997년, 2008~2009년, 2022년)와 맞물리는데, 1997년에는 336억 달러에서 204억 달러로 -39%, 2008~2009년에는 2,642억 달러에서 2,005억 달러로 -24%, 그리고 2021~2022년에는 4,692억 달러에서 4,140억 달러로 -11.8% 감소를 보였다.

현재 외환보유고는 2022년 10월 이후 길게 보면 횡보 또는 유지 국면이다. 무역수지 개선과 함께 외환보유고도 증가할 것으로 기대되나, 환율 불안 확대, 그리고 유가 상승으로 인한 적자 전환 시에는 보유고 감소 전환 우려가 있으며, 이러한 점이 다시 환율 급등으로 이어지고 있는 것으로 보인다. GDP 대비로는 2021년 25%에서 22% 내외로 감소, 2008년 환율 1,500원 대였던 19%까지 하락하려면 외환보유고가 여기에서 추가로 600~700억 달러 이상 감소해야 한다. 이는 현재 경제 펀더멘털을 고려할 때 가능성이 낮다고 판단한다.

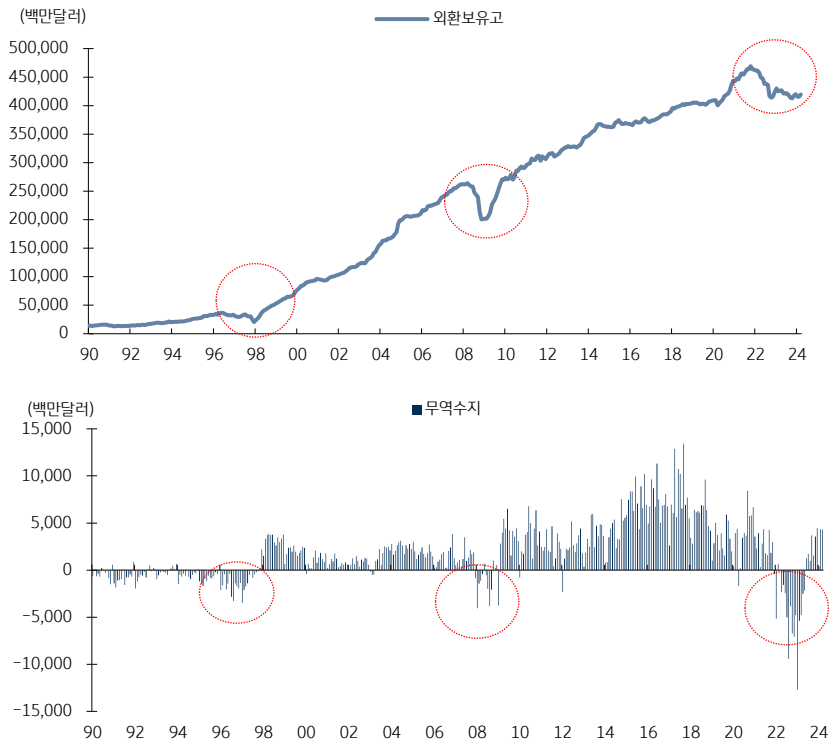
표 2. 1997~1998년, 2008~2009년, 2021~2022년 외환보유고 및 환율 변화

		외환보유고 (백만달러)	변동률	외환보유고/GDP	환율	환율 상승폭
외환보유고 고점	1997-07	33,672.6		5.91	892.0	
외환보유고 저점	1997-12	20,405.5	-39.4	3.58	1415.2	58.7
환율 고점	1998-02	26,715.2	-20.7	4.69	1640.1	83.9
외환보유고 고점	2008-03	264,245.7		25.23	991.7	
외환보유고 저점	2008-11	200,505.9	-24.1	19.14	1482.7	49.5
환율 고점	2009-02	201,534.6	-23.7	19.24	1516.4	52.9
외환보유고 고점	2021-10	469,207.7		25.80	1171.7	
외환보유고 저점	2022-10	414,005.7	-11.8	22.77	1419.3	21.1
현재	2024-03	419,251.3	-10.6	23.06	1399.0	19.4

자료: CEIC, KB증권

외환보유고, 1997~1998년과 2008~2009년, 그리고 2021년 이후 감소
현재는 2022년 저점이후 유지 중이나, 무역수지 및 글로벌 경기 개선과 함께 외환보유고 증가로 전환 또는 유가 충격으로 감소 재개 여부가 중요

그림 1. 외환보유고 추이



자료: Bloomberg, KB증권

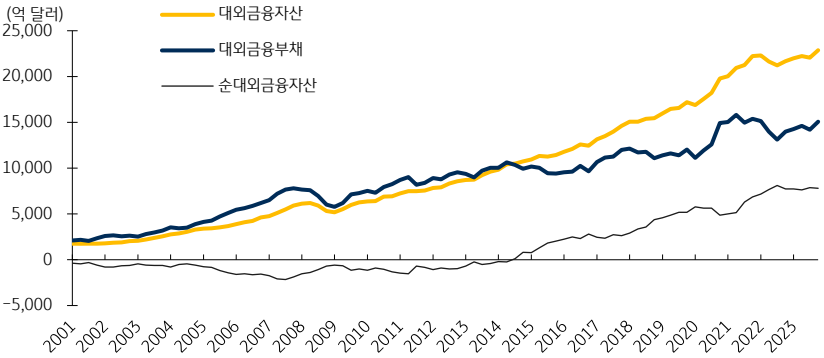
대외지급능력: 단기외채/외환보유액 비율은 하락, 순 대외금융자산은 증가

순 대외금융자산은 증가 중, 대외단기부채/외환보유액 비율은 하락

순 대외금융자산은 2023년 7,790억 달러로 2022년 (7,713억 달러)보다 소폭 증가했다. 2014년 이후로 내국인의 해외투자가 외국인의 국내투자를 추월하면서 순 대외금융자산이 증가세를 이어나가고 있다. 내국인의 해외투자가 늘고 있는 것은 원화 약세 요인이나, 그만큼 대외지급 능력이 강화되고 있음을 나타낸다. 한편, 대외부채의 증가세는 외환보유고보다 빠르지만, 실질적인 지급 능력을 판단하는 대외부채 내에서 단기 대외부채 비중과 대외단기부채/외환보유액 비율이 낮아지고 있어, 전반적으로 종합해보면 펀더멘털 지표로 보는 위험도는 아직 높아 보이지는 않는다.

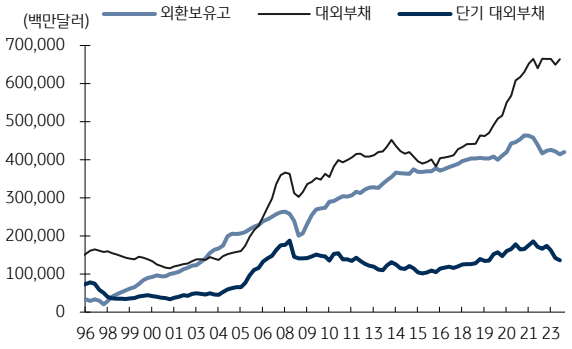
2014년부터는 순대외금융자산 증가

그림 2. 내국인 해외투자, 외국인 국내 투자 추이



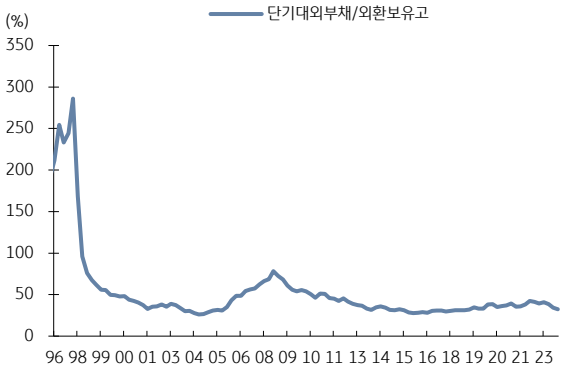
자료: 통계청, KB증권

그림 3. 외환보유고 및 단기 대외부채 추이



자료:CEIC, KB증권

그림 4. 단기대외부채/외환보유고 추이



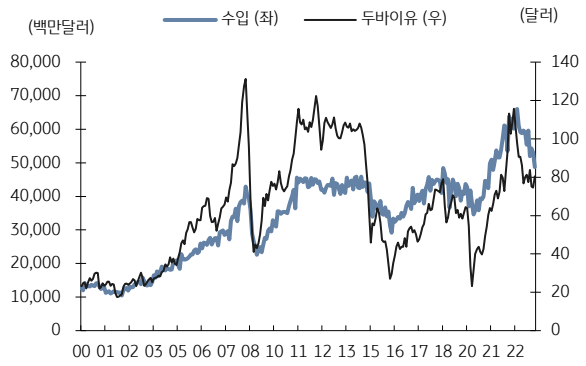
자료:CEIC, KB증권

무역수지 및 경상수지: 흑자 전환했으나, 향후 유가 급등 시 불안요인 상존

수출개선과 무역수지 개선은 전통적으로 달러/원 하락, 즉 원화 강세 요인이다. 이는 외화자금 Flow 측면으로도 그렇지만, 국내 경제가 수출을 통해서 주로 견인되기 때문이다. 한국 경제는 지난 2022년 4분기 전기비 -0.3%를 기록한 이후, 2023년 이후 플러스 성장을 지속하며 2~4분기에는 평균 전기비 0.6%라는 과거 평균 수준의 견조한 성장을 기록 중이다. 민간 소비가 둔화되고 있으나 국내 수출은 지난 2023년 10월 이후 전년비 증가세를 이어나가며 점차 확대되며 무역수지 및 경상수지 흑자로 이어지고 있다. 또한, 수출개선과 함께 무역수지는 2023년 6월부터 흑자 전환, 최근 5개월 평균 월 30억 달러대의 흑자를 지속 중이다.

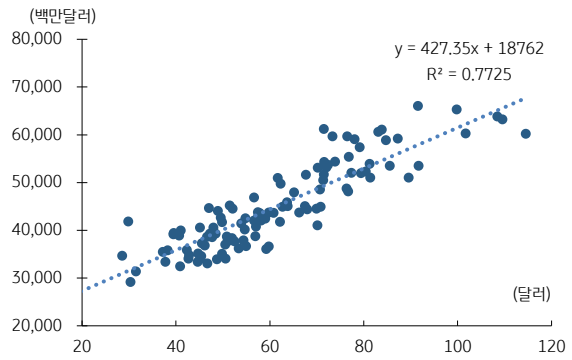
2022년 이후, 환율 변동성에 있어서는 달러 강세에도 불구하고 원자재 수출국가들의 환율은 강한 흐름을 이어나간 반면, 한국뿐만 아니라 주요 원자재 수입 아시아 국가들은 환율 약세를 보였다. 이는 최근의 환율은 원자재 변동성이 주요 팩터로 작용하고 있음을 나타낸다. 현재 국내 무역수지가 흑자를 보이고 있으나, 이는 최근 국제유가 WTI기준 70~80달러대 안정을 기반으로 한 것이며, 유가가 상승한다면 무역수지 흑자폭은 축소 또는 적자 전환될 우려가 있다. 과거 수입과 WTI 간의 상관성을 살펴보면 국제유가 10달러 상승 시, 수입은 43억 달러 증가를 보인다. 이는 곧 현재 기준으로 국제유가가 95달러 이상으로 상승 시 수출 개선세가 더 빠르지 않는다면 무역수지가 적자로 전환될 가능성이 있음을 시사한다. 이에 대한 우려가 최근 수출 개선에도 불구하고 달러/원의 상승폭 확대를 견인하고 있다는 판단이다.

그림 5. 국내 수입과 두바이유 추이



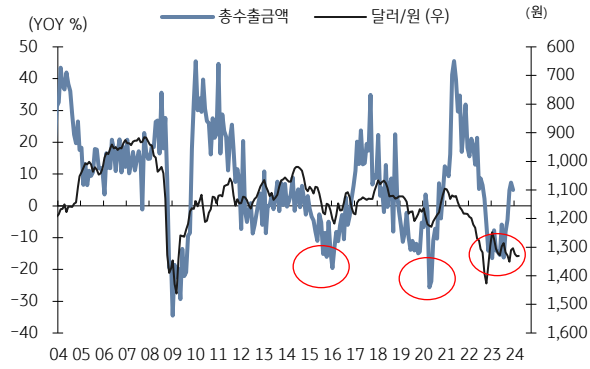
자료: Bloomberg, KB증권

그림 6. 수입과 국제유가 상관관계



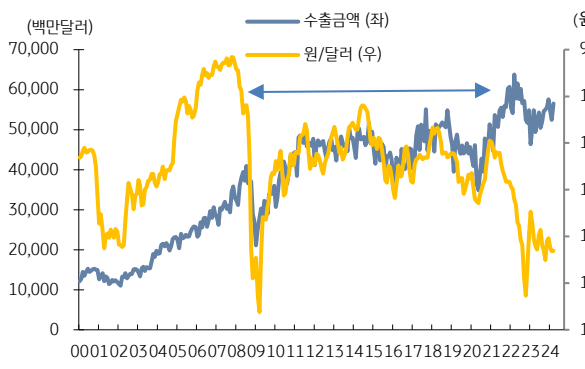
자료: Bloomberg, KB증권

그림 7. 수출 증가율과 달러/원 추이



자료: Bloomberg, KB증권

그림 8. 수출과 환율 간의 관계가 2022년 이후 변화



자료: Bloomberg, KB증권

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.