2024-04-18

지니콘 weekly

Economist. 류진이
3773-9226 / jinleecon@sks.co.kr

SK 증권

1,300 원대 달러-원 환율의 뉴노멀 시대

Summary

달러-원 환율, 상승 요인 점검

최근 달러-원 상승에는 ①미국 금리 인하 기대 후퇴에 따른 달러 강세에 더해 ②이란-이스라엘 확전 우려, ③중국 인민은행의 환율 절하 고시, 마지막으로 ④외국인 배당금 지급 이슈 등이 함께 작용. 2022 년 달러-원 환율 급등은 글로벌 신용 리스크 부각에 기인한 것으로 현재 시장에 나와있는 재료들로 1,400 원이라는 레벨은 오버슈팅이라고 판단

단기적으로 4 월중 ④외국인 배당금 지급 이슈가 4 월 달러-원 환율 하단을 지지하는 요인으로 작용하겠으나, ②이란-이스라엘 확전 우려와 ③중국 인민은행의 환율 절하 고시에 기인한 달러-원 추가 상승 압력은 점차 소멸될 것

달러-원 환율, 단기 변곡점은?

단기적으로 달러-원 환율의 추가 하락 여부를 결정할 이벤트는 4/26 미국 3 월 PCE 물가지표와 5 월 FOMC. 실제 하반기 인하 단행 여부와 관계없이 미 연준이 5 월 회의에서 인하에 대한 확신을 내비칠 가능성은 낮음. 다만 금주 파월 의장이 연설에서 3 월 근원 PCE 에 대한 연준 내부 전망은 크게 달라진 점이 없다고 언급한 점과 최근 시장금리 급등세를 고려하면, 매파적 경계감을 추가로 높일 가능성도 낮음. 이미 미국 금리 연내 인하 횟수에 대한 전망도 1.5 회까지 축소된 상황에서 기대감 더 후퇴하기는 어렵다고 보며, 이후 PCE 물가가 클리블랜드 연준의 Inflation now 추정치대로 발표된다면 디스인플레이션에 대한 의구심을 완화시켜줄 수 있을 것

따라서 달러-원 환율은 점도표와 수정경제전망이 함께 발표될 6 월 FOMC 까지 1,300 원 후반대에서 등락하는 가운데 앞서 언급한 배당금 지급, 위안화 절하 고시 등의 상승 압력이 소멸하며 하단을 점차 낮춰갈 것으로 보임. 2 분기 달러-원 하단은 금리 인하 기대감이 본격 후퇴하게 된 3 월 CPI 발표 직전 수준이 1,354 원이었음을 고려해 1,350 원으로 예상, 6 월 FOMC 에서 점도표 및 물가, 성장률 전망치 상향 조정 가능성을 감안해 2 분기말 단기적으로 재차 상승 압력을 받을 것으로 전망

연말까지 달러-원 흐름? 1,300 원이 New-normal

중장기적으로 눈 여겨 봐야할 점은 달러-원 환율이 2008 년 글로벌 금융위기 이후 대체로 1,000~1,200 원 사이에서 변동하는 흐름을 보여왔음에도, 2022 년 1,200 원을 돌파한 이후에는 쉽사리 레벨을 낮추지 못하고 있다는 것. 이는 시장에서 우려하는 미국과의 금리 차 확대보다는 한국의 미국 대비 성장 강도 약화와 대중 무역수지 적자 지속이 주요 원인. 대중 무역수지 적자는 중국 경기가 워낙 부진했기도 하지만, 중국 정부 주도의 제조업 첨단화 및 내재화라는 경제 체질 개선이 대중 무역수지 적자 전환에 주요 원인으로 작용

기술패권을 바탕으로 한 미국의 강한 성장세와 한국의 구조적인 대중 수출 동력 둔화 속에서 다른 변수가 없다면, 중장기적으로도 달러-원 환율은 과거의 1,000~1,200 원대 레인지보다 높아진 1,100~1,400 원 사이에서 등락하는 흐름을 보일 것으로 예상. 또한 올해 글로벌 경기 반등 기대감 속에서 ①대중 무역수지 적자를 중국 외 국가들에서 얼마나 상쇄할 수 있을지, 혹은 ②대중 무역수지가 흑자 전환할 수 있을지 여부가 달러-원 환율의 1,300 원 하향 돌파에 주요 변수가 될 것

1. 달러-원 환율, 상승 요인 점검

(1) 엎친 데 덮친 격으로 장중 1,400 원 터치

달러-원 환율은 16 일 장중 1,400 원을 터치한 후 외환당국의 구두개입이 이어지면서 17 일 종가 1386.8 원으로 하락 마감했다.

지금의 달러-원 환율 레벨대는 과거 3 차례 나타난 바 있는데, 2022 년, 2008 년, 1997 년이다. 글로벌 금융위기와 외환위기 사례를 제외하고, 2022 년 달러-원 환율이 1,450 원까지 상승한 바 있지만 당시에는 대내적으로는 강원중도개발공사 회생신청 사태(=레고랜드 사태), 대외적으로는 미국의 금리 인상 국면 진입과 영국 감세정책에 따른 국가적 신용 리스크 부각이라는 대내외 신용 리스크가 동시에 발생한 상황이었다.

최근 달러-원 상승에는 ①미국 금리 인하 기대 후퇴에 따른 달러 강세에 더해 ②이란-이스라엘 확전 우려, ③중국 인민은행의 환율 절하 고시, 마지막으로 ④4 월 외국인 배당금 지급 이슈 등이 함께 작용했다. 2022 년 달러-원 환율 급등 당시 각종 신용 리스크가 동시다발적으로 발생했고, 파운드화 급락에 따라 달러화지수가 113 선을 돌파했다는 점과 비교하면 현재 시장에 나와있는 재료들로는 1,400 원이라는 레벨은 오버슈팅이라고 판단한다. 기존 달러-원 상승 요인으로 꾸준히 언급되어온 미국 금리 인하 기대 관련 불확실성을 제외하고 새롭게 등장한 ②, ③, ④번 요소들이 달러-원의 추세적 상승 재료로 작용할 수 있을지 이번 자료를 통해 점검해보고, 달러-원 환율을 둘러싼 구조적 변화 또한 추가로 다루어 보기로 한다.

(2) 대규모 배당금 지급, 수급에는 비우호적이나 단기적 이벤트

이번주 여러 악재가 겹치며 가파른 원화 약세가 나타난 가운데 수급적으로도 부담스러운 재료가 있다. 삼성전자를 중심으로 국내 기업들의 대규모 현금배당이 예정되어 있다는 점이다. 올해 3 월 한달간 이루어진 외국인배당금 금액은 총 293 억원이었으나, 4 월 1~12 일 사이엔 2 조 3,278 억원이 지급되었으며, 19 일 예정된 삼성전자 배당금 지급으로 이번주에만 추가로 5 조 2,969 억원의 외국인 배당금이 지급된다.

물론 지난해 11 월 20 일에 있었던 삼성전자 배당금 지급일에 약 1 조 4 천억원 규모가 외국인에게 배당금으로 지급되었음에도 당시 외환시장에의 영향력은 크지 않았던 바 있다. 여타 다른 과거 사례들도 살펴보면 외국인 배당금 지급과 달러-원 환율 상승 간의 관계는 명확하지 않다. 따라서 달러-원의 방향성 자체를 바꿀 재료로는 보이지 않는다. 다만 지난해 11 월 대비 그 규모가 크고, 이미 달러-원 상승에 대한 경계감이 높아진 가운데 이번 배당금 지급이 수급상의 또 다른 부담으로 작용할 수 있어 4 월중 달러-원 환율의 하단을 지지할 것으로 보인다.

4 월 배당금 지급 일정

현금배당지급일	배당금총액 (백만원)	외국인배당금 (백만원)
04/01	42,187	907
04/02	189,487	15,415
04/03	91,371	6,646
04/04	81,295	9,774
04/05	1,857,283	494,240
04/08	174,437	47,659
04/09	2,258,042	841,358
04/11	800,683	496,901
04/12	1,994,238	414,871
04/15	2,614,499	957,803
04/16	545,097	75,881
04/17	488,227	113,413
04/18	978,217	161,084
04/19 (삼성전자 배당 지급일)	**9,848,149**	**3,988,728**
04/22	386,729	33,668
04/23	757,386	201,741
04/24	777,639	302,185
04/25	1,861,604	364,555
04/26	2,934,065	712,283
04/29	11,960	626
04/30	2,085	50

자료: 인포맥스, SK 증권

(3) 인민은행 고시환율은 이미 고점에 근접해 추가 상승 제한적일 전망

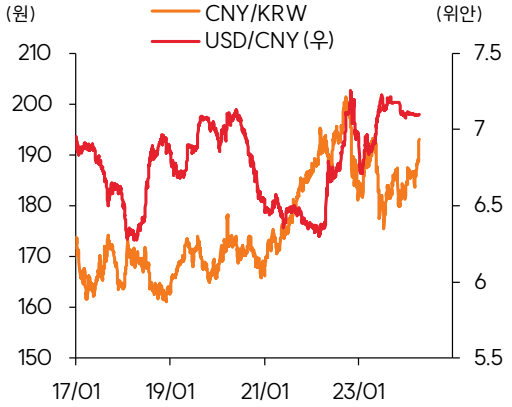
더불어 4 월 들어 눈에 띄는 현상은 중국 인민은행이 위안화 환율 고시를 하는 오전 10 시 15 분 한국 외환시장에서 달러-원 환율의 당일 방향성이 대체로 결정되었다는 점이다(중국에서는 현지 시간 9 시 15 분에 진행). 인민은행은 달러-위안, 위안-원 환율을 각각 고시하며, 이를 바탕으로 중국 외환시장에서의 달러-원 환율을 계산해 볼 수 있다. 위안화가 달러 대비 절하될 경우 두 환율 값을 곱해 계산한 달러-원 환율은 추가 상승하고, 이러한 매커니즘을 바탕으로 한국 외환시장 달러-원 환율에 영향을 끼친다. 전일에도 마찬가지로 1,390 원선에서 보합세를 보이던 환율은 오전 10 시 15 분에 인민은행이 달러-위안 환율을 전일대비 0.4% 절상해 고시한 이후 7 원 급락해 1,383 원까지 레벨을 낮추는 모습을 보였다.

현재 인민은행 고시환율 기준 각 환율 수준은 2022 년 이후 최고치에 근접한 상황이다. 인민은행이 달러 대비 위안화 약세를 용인하고는 있지만, 2022 년의 고점을 상회하는 수준의 환율에는 명분이 부족하다. 16 일 글로벌 달러 강세 흐름에도 불구하고 이후 위안화 절상 고시가 나온 것 또한 앞으로 추가 절하 폭은 제한될 것임을 의미하는 것으로 추측한다. 따라서 인민은행 환율 고시에 따른 달러-원 환율 추가 상승 압력은 제한될 것으로 판단한다.

전일 장중 달러-원 환율 흐름

자료: Bloomberg, CEIC, SK 증권

인민은행의 달러-위안, 위안-원 고시환율



자료: Bloomberg, CEIC, SK 증권

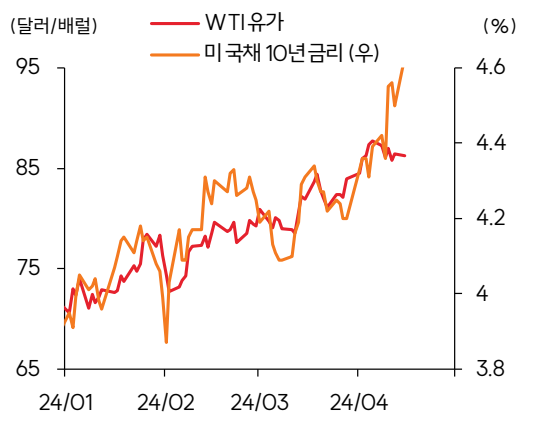
(4) 지정학적 리스크로 인한 원화 약세도 한숨 돌릴 수 있을 듯

하지만 달러-원 환율이 1,400 원대를 터치할 수 있었던 주 원인은 중동의 지정학적 불안 확대였다. 이번 중동 사태의 파급효과가 더 컸던 이유는 안전자산 선호 심리를 자극함과 동시에 미국의 금리 인하 기대까지 미룰 수 있는 재료였기 때문이다. 최근 유가를 중심으로 원자재 가격들이 들썩이는 가운데 미국 디스인플레이션과 기준금리 인하 관련 불확실성이 커졌으며, 이에 따른 제조업 경기 반등에 대한 우려가 달러-원 환율 상승에 직격탄으로 작용했다.

다만 최근 바이든 대통령의 태도 변화를 보면, 전쟁이 확전될 가능성은 다소 낮아졌다. CBS news 는 작년 10 월과 올해 4 월 민주당 지지자들을 대상으로 이스라엘과 팔레스타인 두 국가 중 어디에 더욱 동정심을 느끼는지에 대한 설문을 실시했다. 작년 10 월만 하더라도 이스라엘 44%, 팔레스타인 39%의 답변율을 기록했는데, 올해 4 월 기준으로는 이 수치가 각각 32%, 46%로 반전되었다. 이미 중동 관련 외교전술에 대한 평가가 좋지 않은 바이든 대통령으로서는 이스라엘을 적극 지지하기 어려운 환경이며, 이로 인해 이스라엘-이란 전쟁 확전 가능성도 낮아졌다.

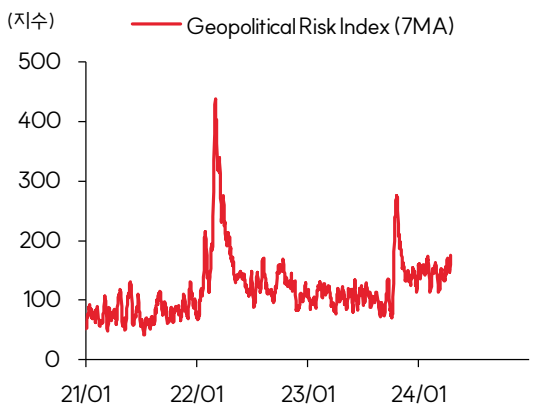
이를 반영하듯 WTI 기준 유가는 이란의 이스라엘 보복 공격, 그리고 이스라엘의 추가 보복 언급 속 시장이 출렁이는 상황 속에서도 배럴당 85 달러선에서 더 상승하지 못하는 모습을 보였다. 지정학적 불안은 예측불허하다는 점을 감안하면 당분간 긴장감은 유지될 수밖에 없겠으나 최소한 지정학적 이슈 발생에도 유가 상승세가 크지 않다면 '지정학적 불안 확대 → 유가 상승 → 인플레이션 → 금리 인하 기대 추가 후퇴에 따른 달러 강세'의 원화 약세 압력은 완화될 것으로 보인다.

유가



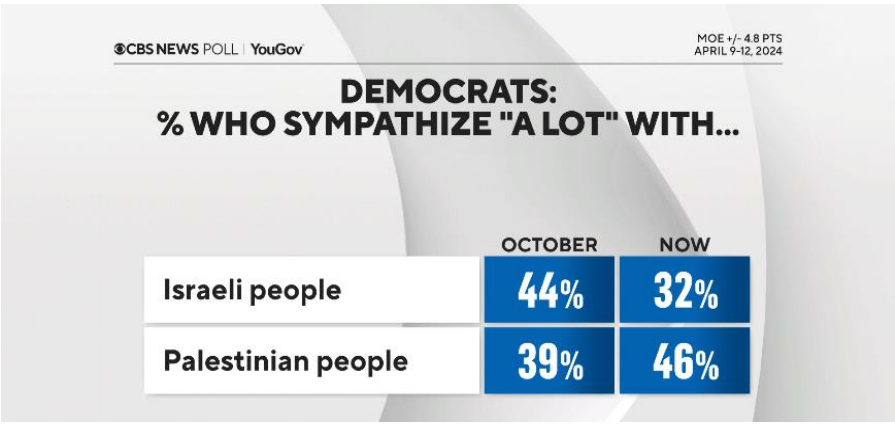
자료: Bloomberg, CEIC, SK 증권

지정학 리스크 지수



자료: Bloomberg, CEIC, SK 증권

CBS news 설문조사 내용



자료: CBS news, SK 증권

2. 달러-원 환율, 단기 변곡점은?

16일 오후부터 17일까지 외환당국의 구두 개입이 연이어 이어지면서 달러 강세에도 불구하고 달러-원 환율은 하락 전환에 성공했다.

단기적으로 달러-원 환율의 추가 하락 여부를 결정할 가장 가까운 이벤트로는 4/26 미국 3월 PCE 물가지표 발표와 5/2에 있을 FOMC가 되겠다. 두 이벤트에서 미 연준의 금리 인하 기대감이 재차 회복된다면 달러-원 상승세도 하락 폭을 가파르게 키울 수 있겠지만 전일 파월 의장의 연설에서도 나타났듯 실제 하반기 인하 단행 여부와 관계없이 미 연준이 5 월 회의에서 인하에 대한 확신을 내비칠 가능성은 낮다. 다만 금주 파월 의장이 연설에서 3 월 근원 PCE 에 대한 연준 내부 전망은 크게 달라진 점이 없다고 언급한 점과 최근 시장금리 급등세를 고려하면, 연이어 이어졌던 연준 위원들의 매파적 발언에서 매파적 경계감을 추가로 높일 가능성도 낮다.

이미 미국 기준금리 연내 인하 횟수에 대한 전망도 1.5 회까지 축소된 상황에서 기대감이 더 후퇴하기는 어렵다고 본다. 클리블랜드 연준에서 추정하는 Inflation now 지표는 3 월과 4 월 PCE 물가 전년동월대비 상승률을 각각 2.65%, 2.62%로, core PCE 기준으로는 2.74%, 2.66%로 예상하고 있다. 현재 추정치로만 실제 발표된다면 2월 수치(PCE 2.5%, core PCE 2.8%)에서 core PCE 중심으로 완만하게 둔화되며 디스인플레이션에 대한 의구심을 완화시켜줄 수 있을 것으로 보인다.

따라서 달러-원 환율은 점도표와 수정경제전망이 함께 발표될 6 월 FOMC 까지 1,300 원 후반대에서 등락하는 가운데 앞서 언급한 배당금 지급, 위안화 절하 고시 등의 상승 압력이 소멸하며 하단을 점차 낮춰갈 것으로 보인다. 2분기 달러-원 하단은 금리 인하 기대감이 본격 후퇴하게 된 3 월 CPI 발표 직전 수준이 1,354 원이었음을 고려해 1,350 원으로 예상하는 가운데, 6월 FOMC에서 점도표 및 물가, 성장률 전망치 상향 조정 가능성을 감안해 2 분기말에는 단기적으로 재차 상승 압력을 받을 것으로 전망한다.

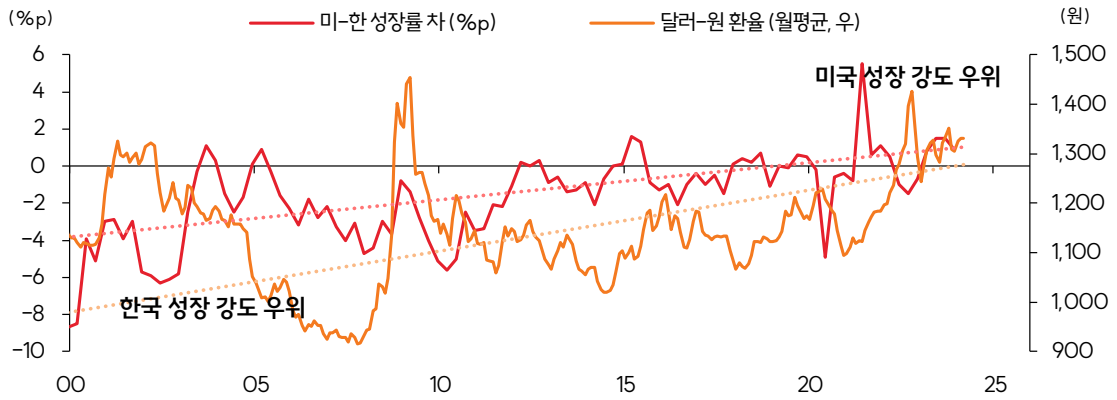
3. 연말까지 달러-원 흐름? 1,300 원이 New-normal

(1) 1,400 원도 아니지만 1,200 원도 어렵다

중장기적으로 눈 여겨 봐야할 점은 달러-원 환율이 2008 년 글로벌 금융위기 이후 대체로 1,000~1,200 원 사이에서 변동하는 흐름을 보여왔음에도, 2022 년 1,200 원을 돌파한 이후에는 쉽사리 레벨을 낮추지 못하고 있다는 것이다. 이러한 흐름은 중기적 시계에서도 유효하다고 판단이 되며, 올해 달러-원 환율이 하반기로 갈수록 하락할 것으로 전망하나 월평균 1,200 원대로의 복귀는 쉽지 않을 것으로 본다.

조윤제 금통위원도 전일 기자회견에서 언급했듯 환율을 두고는 어느 이론으로도 설명하기 어려운 부분이 많다. 다만 장기적인 추세에서 그나마 유효하게 보이는 것은 국가간 성장률 차이이다. 2000 년 이후로 미국과 한국 성장률 격차는 점점 축소되다 2022 년 하반기를 기점으로 미국의 성장률이 한국을 역전했다. 즉, 미국의 성장 강도가 우위에 있다는 의미다. 환율은 성장이 약한 쪽에서 강한 쪽으로 이동하기 마련이므로 2022 년 이후 나타났던 달러-원 환율의 추세적 상승을 설명해주는 가장 대표적인 요인이 될 수 있다.

미국과의 성장률 격차 및 달러-원 환율 장기 추세



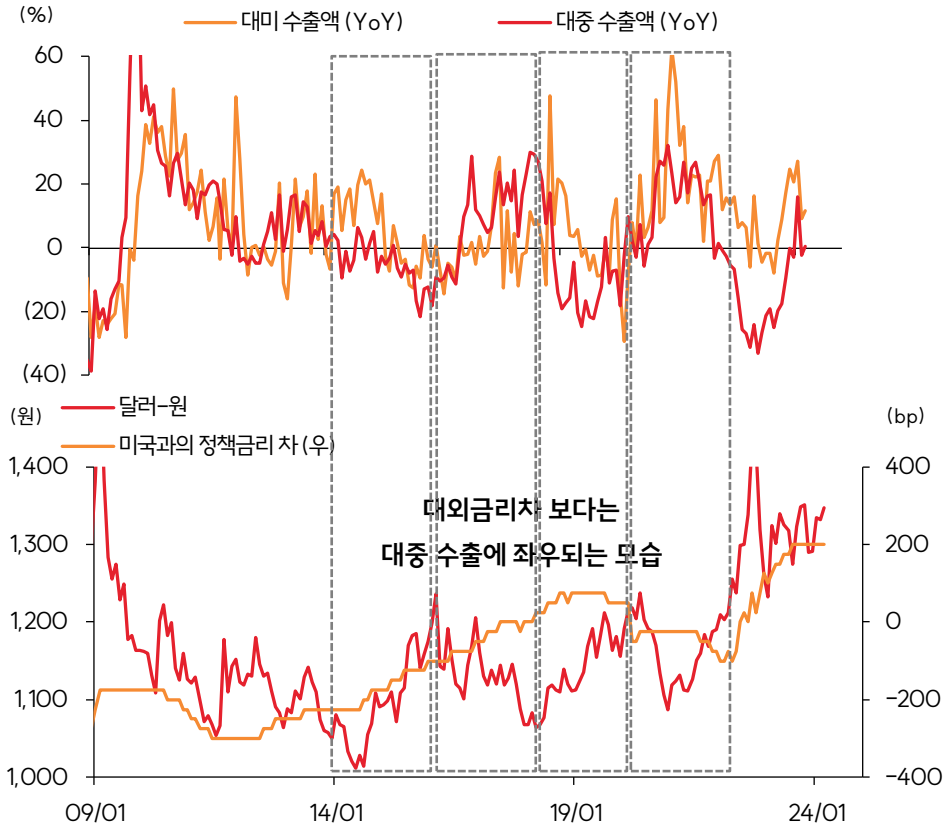
자료: Bloomberg, CEIC, SK 증권

(2) 1,300 원은 중국 경제 구조 전환과 한국 경제에 대한 우려를 반영

그 외 최근 한국은행의 기준금리 인하를 바라보면서 달러-원 환율에 추가 상승 압력으로 작용할 가능성에 대해 우려하는 시각도 있다. 하지만 과거 사례를 볼 때, 대외금리차가 실제 환율에 미치는 영향은 뚜렷하지 않다. 2015~2019 년 사례를 보더라도, 당시 미국과의 대외금리차가 꾸준히 확대되었음에도 불구하고 달러-원 환율은 그보다는 한국의 대중 수출 증가율에 더욱 연동되는 모습을 보였다.

즉, 미국과의 정책금리 차가 벌어질 때에도 대중 수출이 유지된다면 달러-원 환율은 추세적 하락세를 이어갔다. 이는 역사적으로 한국 경제 성장이 중국 경기에 크게 의존해왔다는 점을 감안하면 "미국과의 성장률 격차 및 달러-원 환율 장기 추세" 차트와 일맥 상통한다고 볼 수 있다.

한국 대미 및 대중 수출 증가율과 환율 흐름

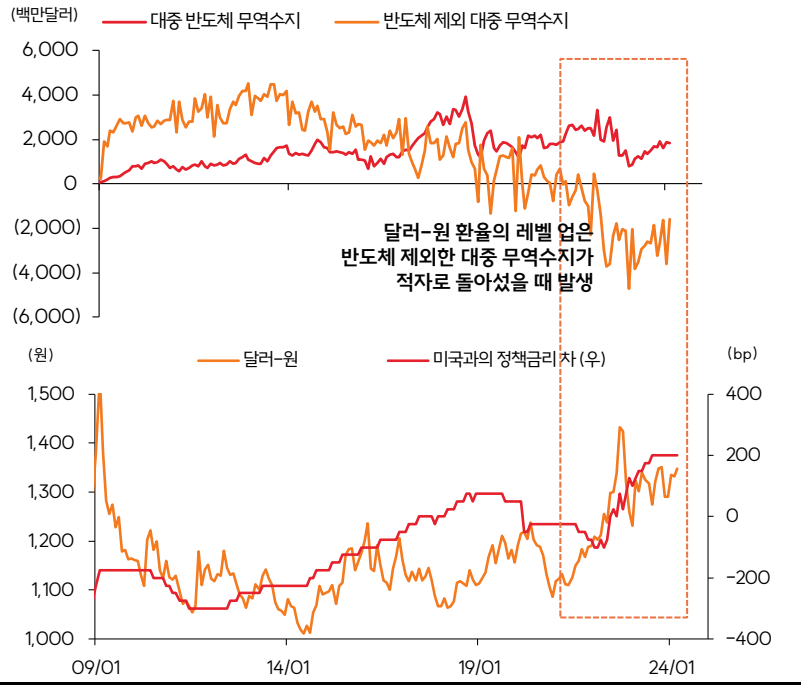


자료: Bloomberg, CEIC, SK 증권

더 나아가 대중 수출 증가율이 2023 년 하반기 이후 점차 개선되고 있음에도 불구하고 1,200 원대로의 복귀가 어려운 것은 2022 년 3 월 이후 반도체 제외 대중 무역수지가 적자 전환한 후 아직까지 지속되고 있기 때문이다. 중국 경기가 워낙 부진했기도 하지만, 중국 정부 주도의 제조업 첨단화 및 내재화라는 경제 체질 개선도 대중 무역수지 적자 전환에 주요 원인으로 작용했다. 중국은 과거 한국으로부터 중간재 수입 후 완제품을 수출하는 가공무역을 중심의 무역 형태를 보였으나, 제조업 첨단화 및 내재화를 통해 대한국 중간재 수입 의존도를 낮춰가는 모습이다. 실제로 대중 수출이 호조를 보였던 2014~2015 년 중국은 전체 수입의 10.8%를 한국으로부터 수입했지만, 2023~2024 년 기준 그 비중은 6.3~6.5%까지 하락했다.

최근 수출 증가율 양호하긴 하지만 반도체, 선박에 치중되어 있다는 점을 감안할 때 향후 수출 경기에 대한 전망이 불투명한 것도 사실이다. 기술패권을 바탕으로 한 미국의 강한 성장세와 한국의 구조적인 대중 수출 동력 둔화 속에서 다른 변수가 없다면, 중장기적으로도 달러-원 환율은 과거의 1,000~1,200 원대 레인지보다 높아진 1,100~1,400 원 사이에서 등락하는 흐름을 보일 것으로 예상한다. 또한 올해 글로벌 경기 반등 기대감 속에서 ①대중 무역수지 적자를 중국 외 국가들에서 얼마나 상쇄할 수 있을지, 혹은 ②대중 무역수지가 흑자 전환할 수 있을지 여부가 달러-원 환율의 1,300 원 하향 돌파에 키 변수가 될 것으로 전망한다.

대중 무역수지 흐름이 달러-원 환율에 결정적



자료: Bloomberg, CEIC, SK 증권

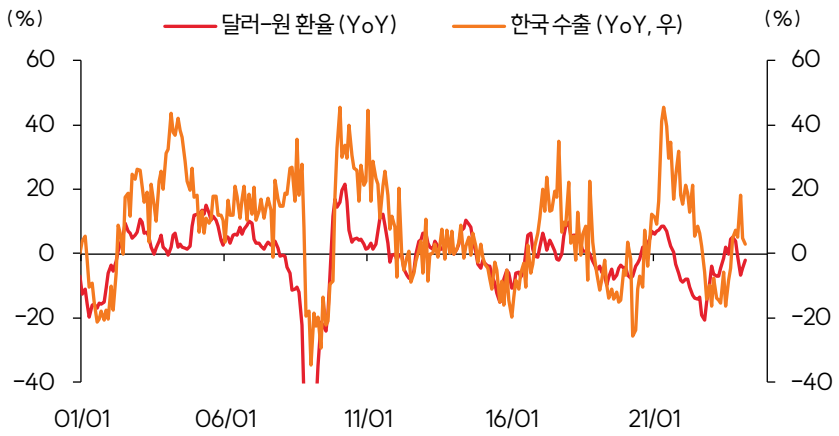
(3) 다만 지금 수준의 원화 약세, 부정적으로만 볼 필요는 없다

주요국 통화들이 대체로 모두 약세를 보인 가운데 원화는 4월 들어 그 약세 폭이 가장 가팔랐다. 올해 들어 달러-엔 환율이 9.1% 상승하며 엔화가 가장 가파른 약세를 기록했다. 하지만 4 월 들어서는 달러-원 환율이 2.7%, 달러-엔 환율이 1.6% 상승하며 원화가 엔화보다도 더 가파른 약세 폭을 기록했다. 과거 2022년이나 2008년에도 나타나듯 원화는 글로벌 비달러 통화 약세 국면에서 대체로 여타 통화 대비 절하 폭이 가장 크다. 이는 글로벌 경기에 민감할 수밖에 없는 한국 경제의 특성을 반영한다고 볼 수 있다.

다만 달러 강세에 따른 원화 약세를 부정적으로만 볼 필요는 없는데, 달러 강세의 원인이 부정적 이벤트 발생에 따른 안전자산 선호 심리가 아닌 미국 경기의 견조함 때문이라면 수출 기반의 한국 경제에는 우호적으로 작용할 수 있기 때문이다. 실제로 달러-원 환율 상승률은 수출 증가율 흐름을 선행하는 경향을 보인다. 더불어 앞서 언급했듯 대중 수출이 우려되는 상황 속에서 위안화 대비 원화의 약세가 심화되었다는 점은 중국 시장에서의 수출 경쟁력 제고에도 도움이 될 수 있다.

따라서 ①중장기적 관점에서 달러-원 환율이 과거 대비 레벨 자체가 높아졌다는 점, ②달러 강세가 미국의 강한 경기에 기인한다는 점을 고려할 때, 현재 수준의 환율 상승에 과도하게 우려할 필요는 없다.

달러-원 환율은 한국 수출 증가율을 선행



자료: Bloomberg, CEIC, SK 증권

Compliance Notice

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도