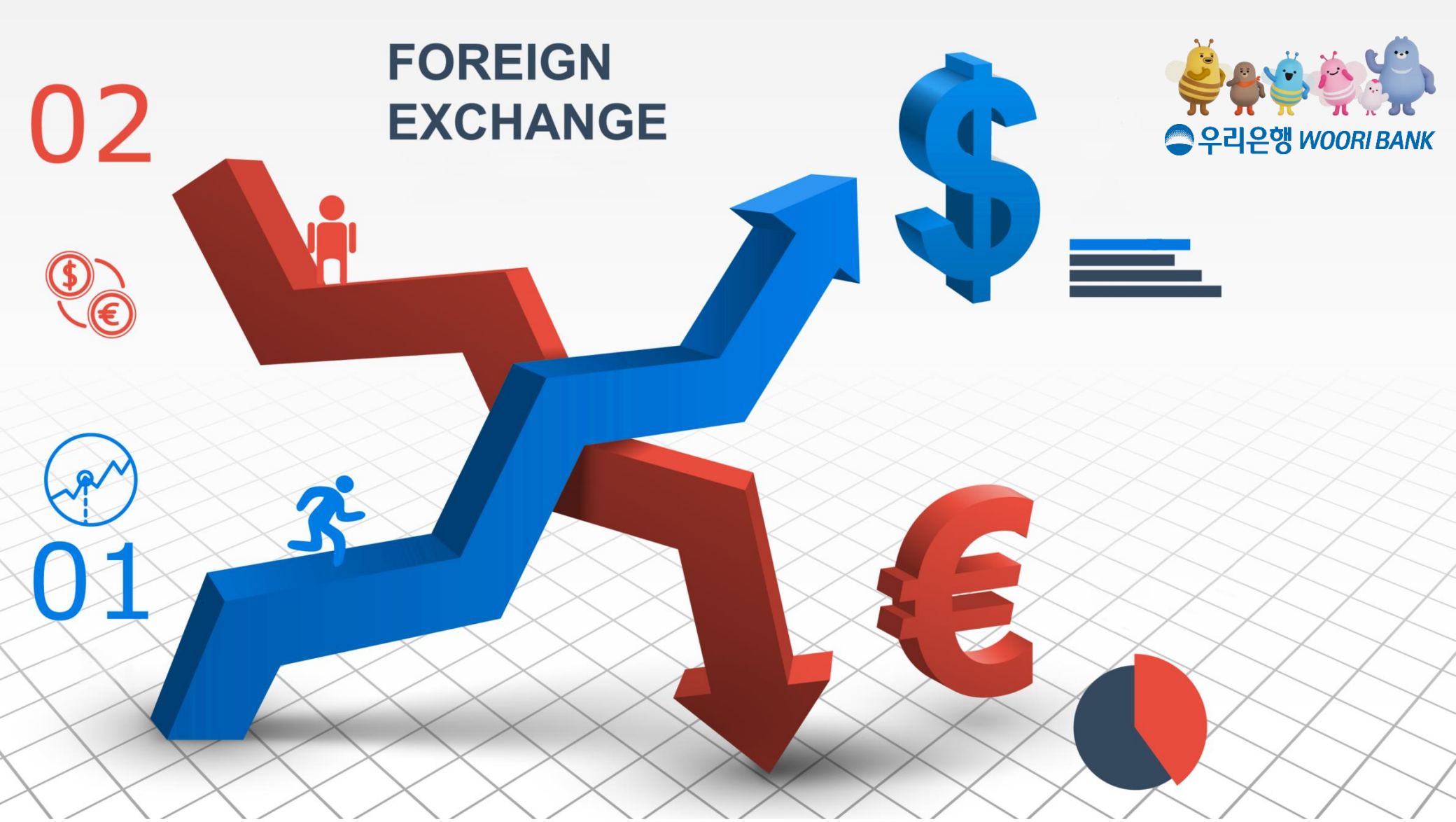


우리은행 WOORI BANK

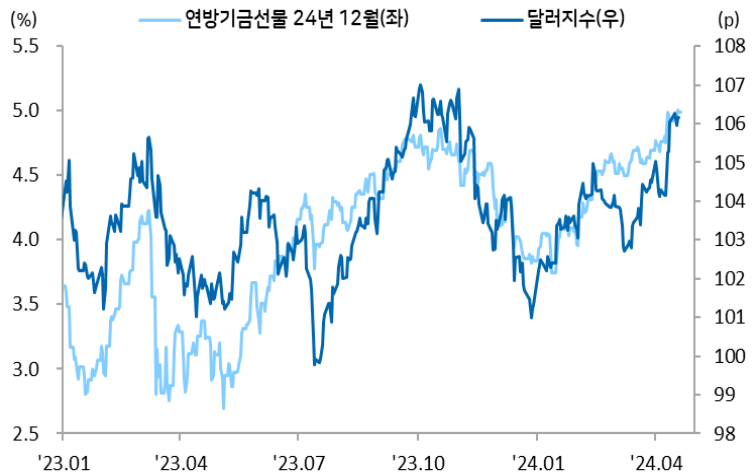
Monthly FX Wide View_05

- No Crisis vs Yes Risk, 달러/원 상방 변동성 확대 경보 유지

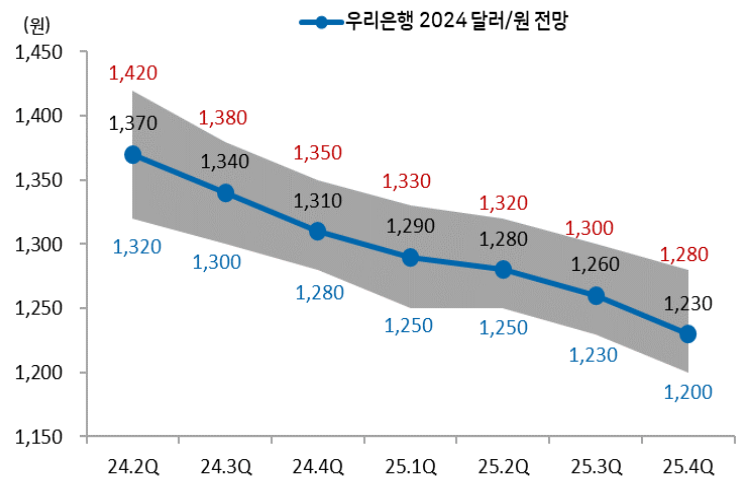
FX/Economist 민경원
eco_min1230@wooribank.com

Summary

차후 FOMC가 매파적으로 해석되며 여름까지는 강달러 유지 예상



2024년 달러/원 전망 분기 평균 소폭 상향, 2Q 평균 1,370원 전망



Global FX: 달러화는 미국 성장 우위 & 주요국 선제적 금리인하에 상승 모멘텀 지지

- 달러화는 4월 기술주 차익실현에 자산성과 우위가 약해졌지만 성장 낙관론, 연준 금리인하 지연 우려를 반영한 국채금리 상승이 강달러 모멘텀을 보강
- 5, 6월 FOMC에서 파월 매파 발언, 점도표 상향 조정을 통해 'Later This Year'로 연준 내 중론이 모일 경우 국채금리와 달러를 한차례 더 레벨업 시킬 수 있기 때문에 주의가 필요
- 반면 유로화는 ECB 6월 인하 시작, 올해 최소 3회 인하 가능성을 감안하고 남유럽 재정위기 이후 최장기간 유지되고 있는 제조업 경기 불황을 고려하면 평균 1.05 달러 선까지 하락
- 위안화는 재정부양 약화에 따른 통화정책 의존도 확대가 필연적이기 때문에 PBOC 통화정책 완화와 성장 모멘텀 둔화 조합을 반영해 꾸준히 약세폭 확대를 시도할 것으로 진단

달러/원 전망: 2분기 고점 1,420원 유지 vs 평균 전망치는 1,370원으로 상향 조정

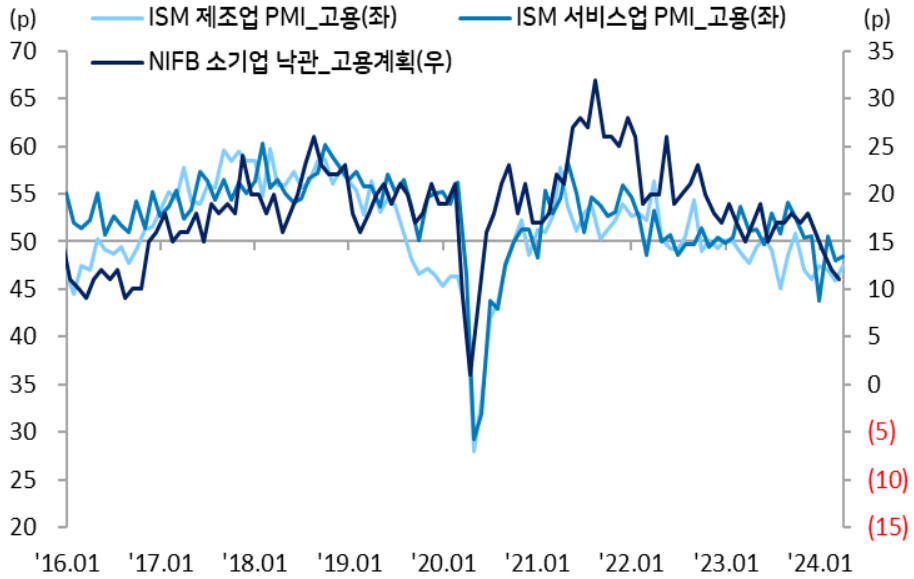
- 달러/원은 5월 FOMC에서 파월 의장 매파 발언이 강달러 충격을 유발할 경우 1,400원 저항 테스트 가능성이 열려 있다는 생각, 당분간 고점을 더 열어둘 필요
- 원화는 성장, 자산성과 모두 달러에 열세를 보이고 있기 때문에 유의미한 상승 재료가 눈에 띄지 않으며 반도체 수출 회복도 중국발 기저효과가 약해지면서 둔화될 확률이 높아
- 물론 최근 환율 상승은 달러 공급 부족에서 발생한 것은 아니며, 수출업체 환헤지 전략 변경, 해외직접투자 확대에 따른 달러 실수요가 새롭게 수급에 추가되며 발생한 레벨 조정
- 외환보유고가 단기 대외채무 대비 3배 수준을 유지하면서 외환위기를 걱정할 수준도 아냐
- 당분간은 1,380원을 중심으로 박스권 등락을 예상하며, FOMC 관련 상방 변동성 확대 주의 및 유로, 엔화 등 주요국 통화 약세 위험 전이 여부에 주목

Ⅰ. Big difference in temperature, 미국과 주요국 성장 간극 확대

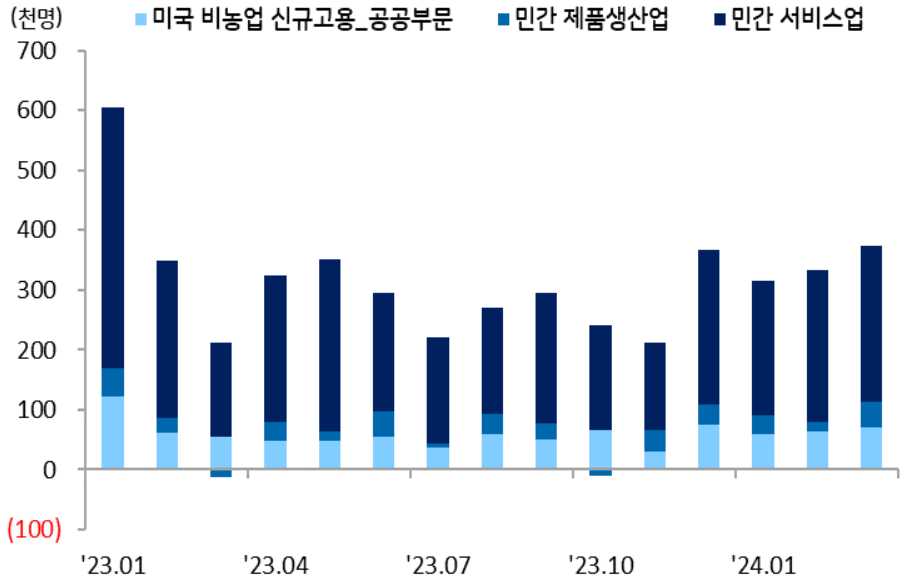
1분기 미국 고용은 신규 채용이 어렵다는 기업 응답과 반대로 회복이 두드러져

- ✓ 고용 안정성은 가계 지출 의사결정에 중요한 영향을 미치는 요소, 1Q 미국 비농업 신규 고용은 작년 평균(25.1만명)을 3개월 연속 상회
- ✓ 연초 제조업, 서비스업 PMI와 NFIB 소기업 서베이에서 구인 관련 응답이 기준선을 하회하고 급락하면서 고용 둔화 우려를 부추겼지만
- ✓ 3월 미국 비농업 신규 고용은 30만명을 상회했고 민간 고용도 작년 5월 이후 가장 높은 수준을 기록하며 견고한 구인수요를 재확인

연초 구인 관련 미국 기업의 부정적 응답 때문에 고용 둔화 우려가 자극을 받아



3월 비농업 고용은 30.3만명 증가해 기업 서베이와 반대되는 결과를 나타내



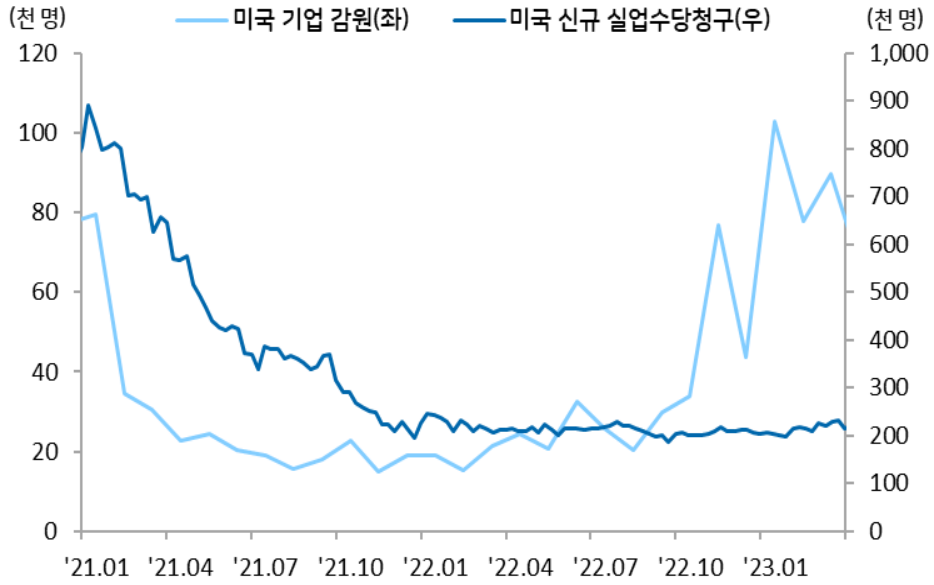
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅰ. Big difference in temperature, 미국과 주요국 성장 간극 확대

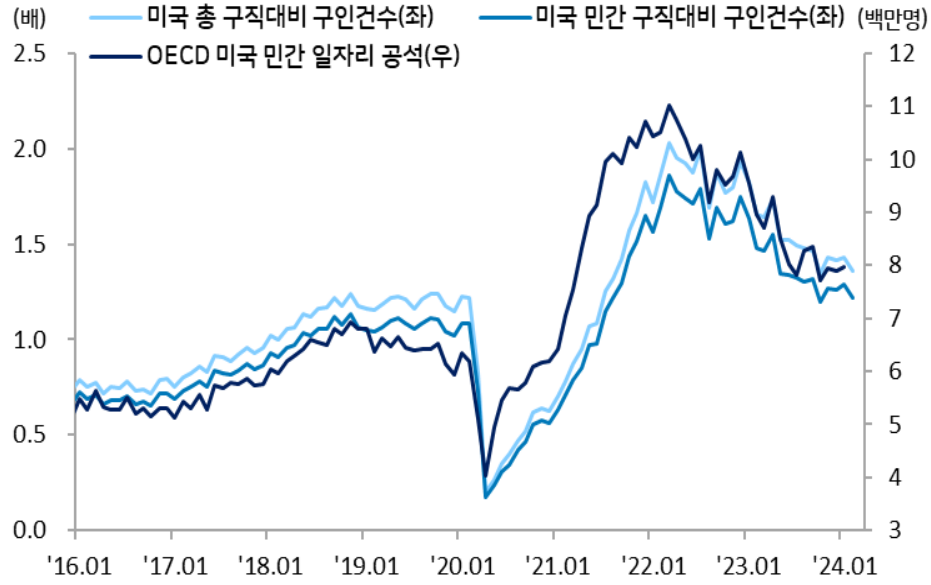
고용시장 수급 불일치는 꾸준히 개선되고 있으나 아직 구직자 협상력이 더 강해

- ✓ 미국 비농업 고용은 2분기 이후에도 비어 있는 일자리를 채우기 위한 기업 노동력 확보 노력 덕에 월 평균 20만명 전후 증가 예상
- ✓ 테크, 금융업, 공공부문 감원 계획이 1분기에 늘어났지만 신규 실업수당 청구건수는 큰 변동 없이 약 20만명 레벨을 유지하는 중
- ✓ 미국 일자리 공석은 팬더믹 전보다 약 200만개 많은 수준이며 고용시장 수급 바로미터인 구직대비 구인건수도 2월 기준 1.36배로 높아

기술, 금융, 공공부문에서 감원계획이 늘어났지만 실업수당 청구건수는 안정적



팬더믹 이전과 비교해 높은 일자리 공실, 아직 미국 고용시장은 구직자가 유리



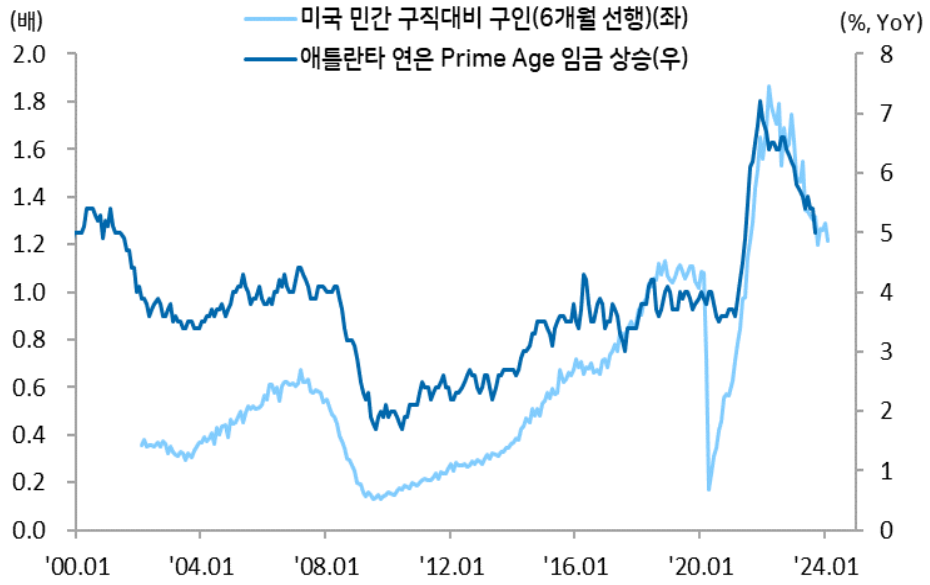
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅰ. Big difference in temperature, 미국과 주요국 성장 간극 확대

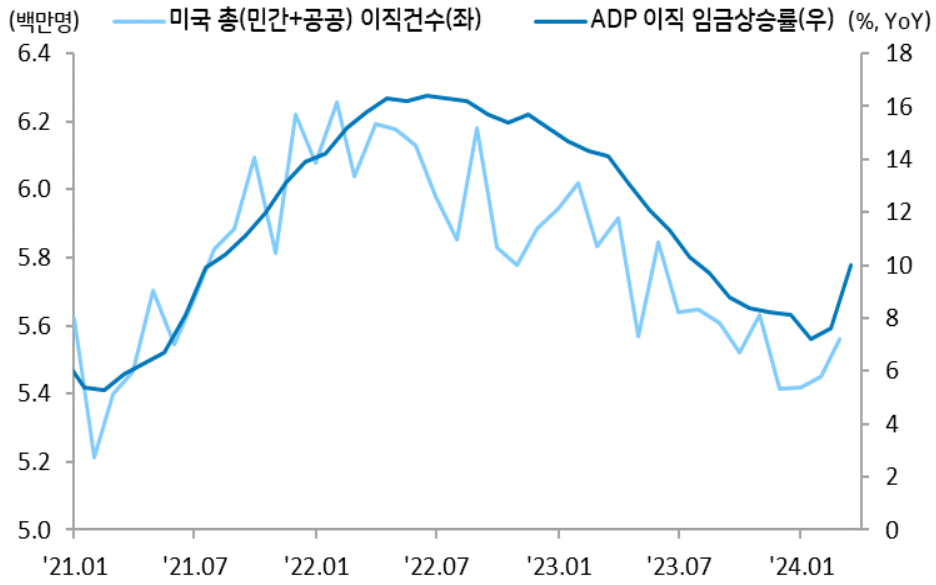
비대칭적인 노동력 수급과 이직 증가로 Prime Age 5%대 임금 상승률 유지 예상

- ✓ 노동력 공급 부족이 해소되지 않았고 이직이 다시 늘어나면서 미국 피고용인 임금 상승은 크게 둔화하기 보다는 5%대 유지 가능성 高
- ✓ 구직대비 구인건수는 주경제활동연령대(Prime Age) 급여에 6개월 선행하는 지표, 올 9월까지 임금 상승세가 꺾이기 쉽지 않음을 시사
- ✓ 작년 겨울 바닥을 찍은 민간, 공공부문 이직이 3개월 연속 상승했고, ADP 기준 이직 급여 상승폭이 다시 높아지며 고용의 질적 개선 확인

고용시장 노동력 수요 우위를 고려했을 때 3분기까지 5% 임금상승률 유지



이직이 다시 늘어나면서 작년 7월 이후 급여 인상률 최고치, 임금 상방압력 확대



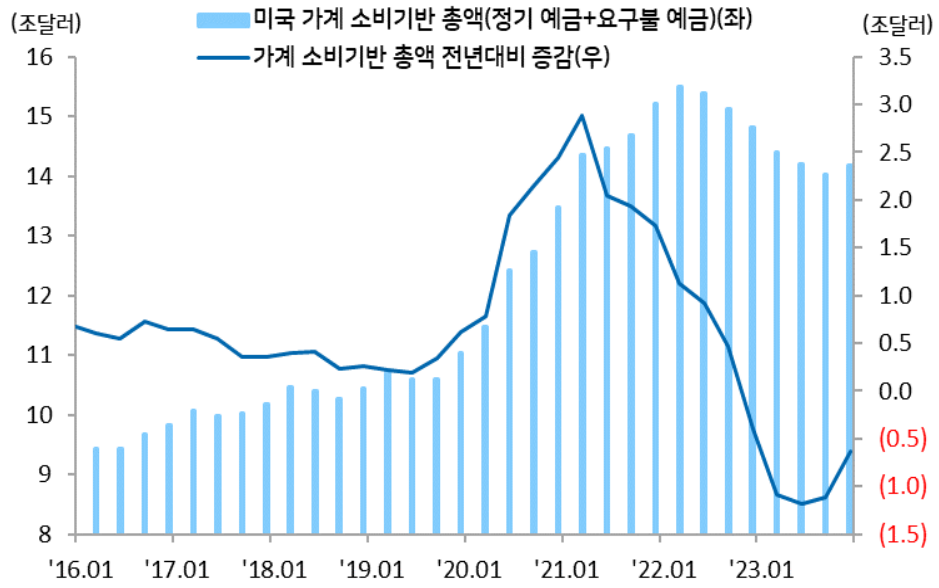
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅰ. Big difference in temperature, 미국과 주요국 성장 간극 확대

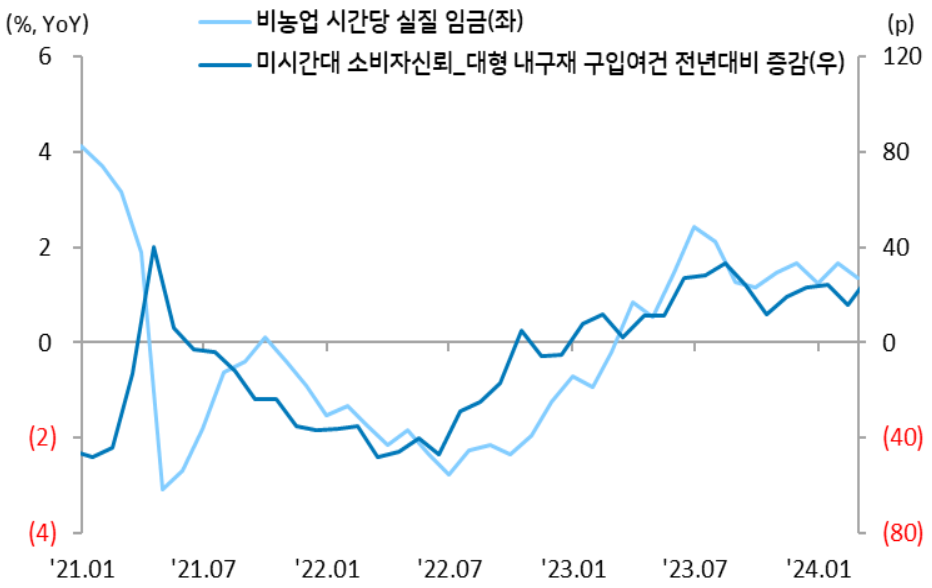
연방정부 이전지출 빈자리를 메운 급여 인상 덕분에 가계 재정기반은 양호한 상황

- ✓ 2020년 연방정부가 직접적인 현금 지급 등 이전지출로 가계 소비기반을 끌어 올렸고, 그 뒤에는 높은 임금이 정부 기여도를 대체
- ✓ 2019년 이전 가계 저축 증가 추세를 대입했을 때 소비에 사용되는 정기, 요구불 예금은 당초 경로보다 약 1조 달러 이상 잉여로 판단
- ✓ 물가와 임금이 역전되면서 실질 급여가 올라 소비자 구매의사도 회복, 소비가 미국 성장 회복을 견인할 것이란 믿음에 변화는 없어

정부 이전지출로 늘어난 가계 소비기반은 급여보상 확대로 크게 줄지 않아



물가보다 높은 임금 상승 -> 실질 급여 인상 효과로 가계 구매의사 회복 견인



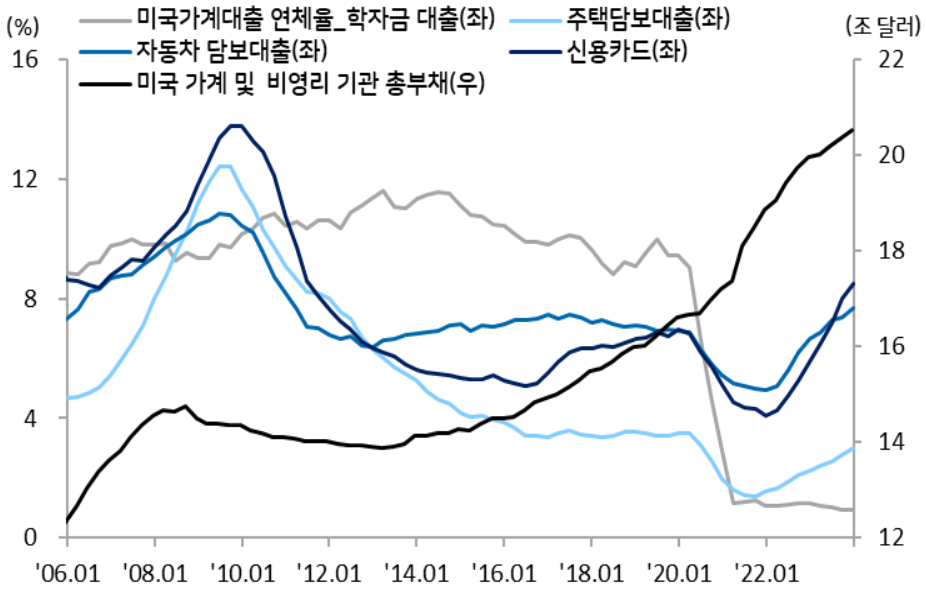
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅰ. Big difference in temperature, 미국과 주요국 성장 간극 확대

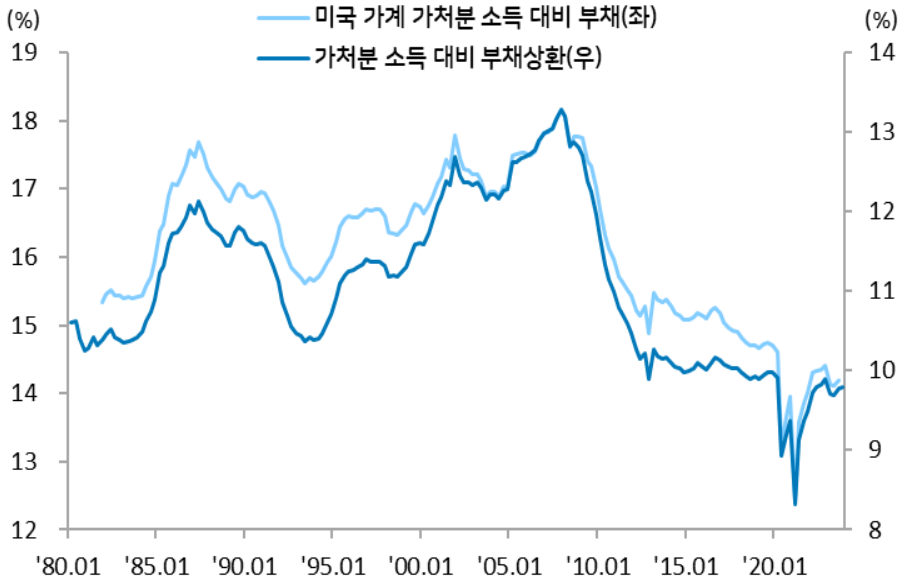
일부 신용대출 항목 연체율 상승에도 전반적인 가계 신용 건전성 지표는 이상 無

- ✓ 팬더믹 이후 가계 부채 규모가 약 5조 달러 이상 증가하면서 정부 지원을 받는 학자금 대출을 제외한 대부분 항목에서 연체가 늘어
- ✓ 다만 상환여력을 측정하는 가처분 소득 대비 부채상환 비율은 과거 경기 침체기보다 낮은 수준으로 신용 위험도는 그다지 높지 않아
- ✓ 고용안정성 확보, 높은 임금상승, 안정적인 재정여건을 고려했을 때 가계 재정 건전성이 단기간에 악화될 확률은 제한적으로 판단

가계 부채가 팬더믹 이후 확대됐고 오토론, 신용카드 등 일부항목은 연체 증가



건전성을 측정하는 가계 소득 대비 부채상환(DSR) 비율은 역사적으로 낮아



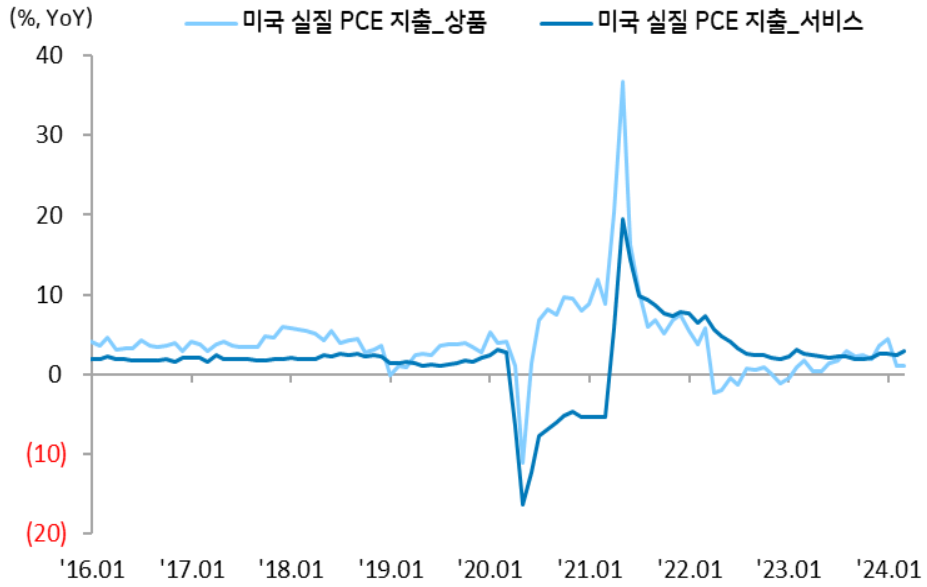
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅰ. Big difference in temperature, 미국과 주요국 성장 간극 확대

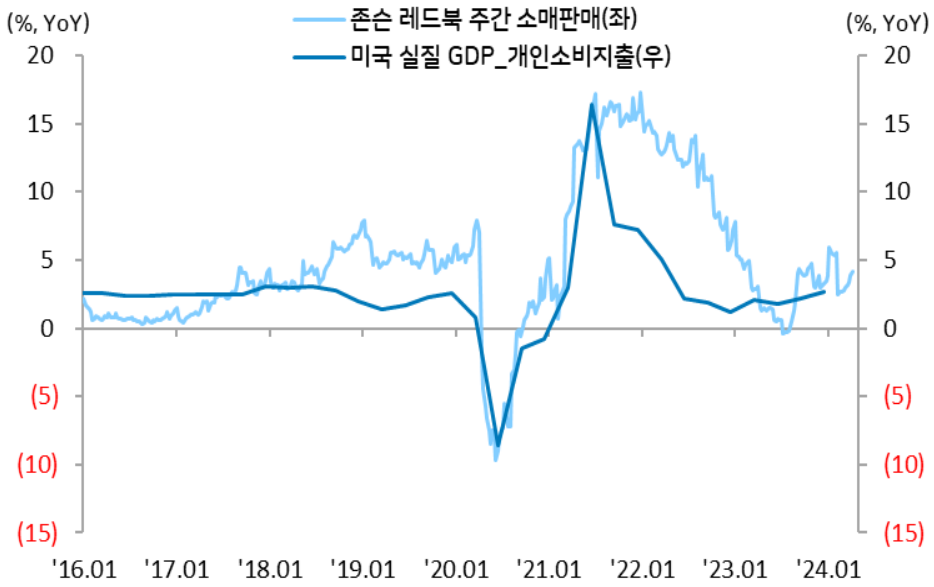
개인소비지출 확대는 올해 상반기에도 견조한 미국 경제 회복을 견인할 핵심 동력

- ✓ 안정적 재정 기반과 건전성을 확보한 미국 소비자는 상품, 서비스 지출을 늘려 미국 성장을 주도적으로 견인하는 역할을 담당할 것
- ✓ 물량 기준 상품 구매는 연말 소비시즌 이후 주춤해진 반면 서비스 지출은 완만한 증가세를 보이며 낙관적인 미국 경제 전망을 지지
- ✓ 고빈도 데이터인 주간 소매판매 추세를 고려하면 1분기 개인소비지출은 2% 중반 성장을 기대, 실질 GDP에 약 2% 전후 기여 추정

미국 물량 기준 소매판매는 1분기 상품이 주춤했지만 서비스 지출은 증가세



주간 소매판매 기준 개인소비지출은 1분기에도 회복세를 이어갈 공산이 커



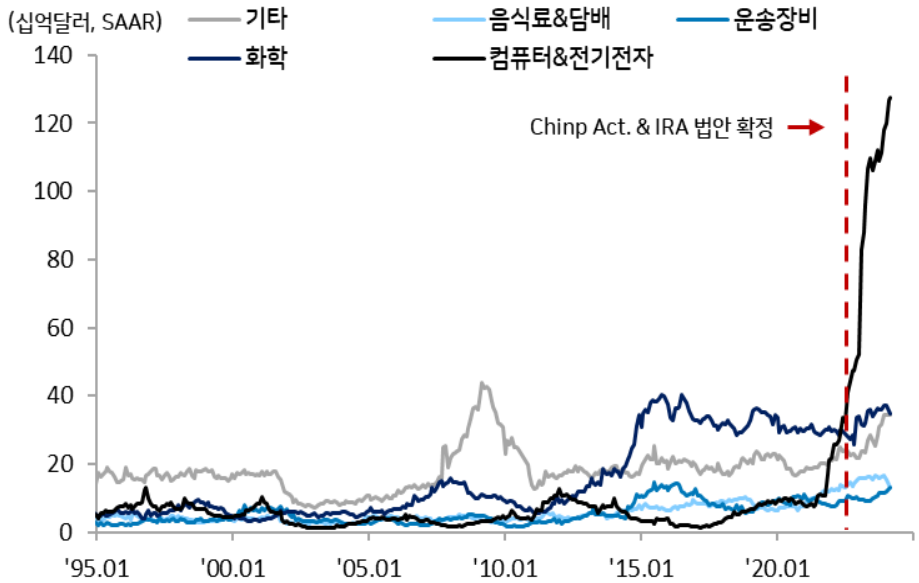
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅰ. Big difference in temperature, 미국과 주요국 성장 간극 확대

미국 내 첨단 제조업 투자 확대에 따른 남부지역 건설투자 붐도 성장에 플러스 요인

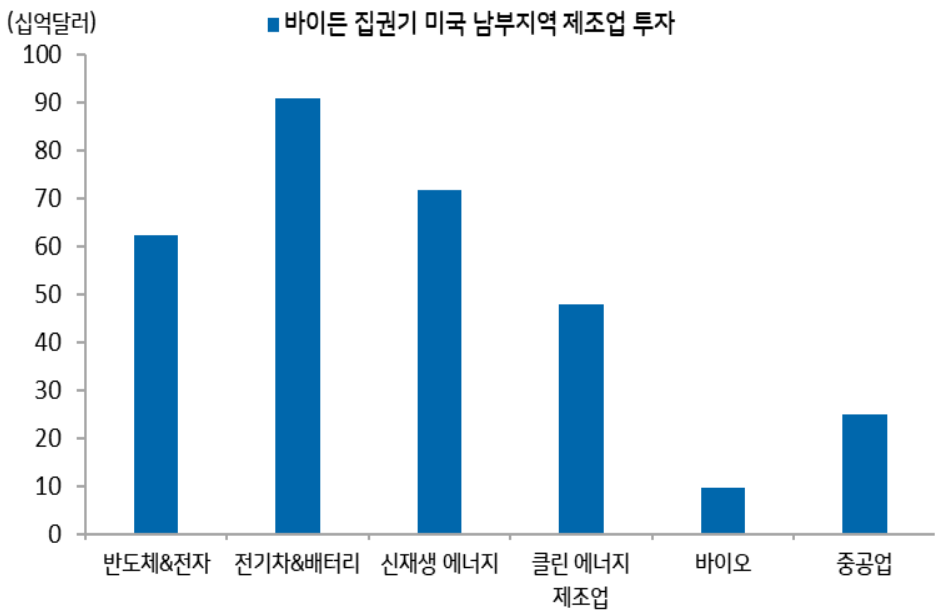
- ✓ 가계 소비 외에도 탈세계화, G2 경제 블록화로 인한 제조업 투자 확대는 미국 경제에 추가 성장 동력으로 확실히 자리 매김하고 있어
- ✓ 바이든 행정부 정책 인센티브 도입 이후 신규 첨단제품 제조업 건설지출이 크게 증가했고, 올해에도 연초 약 340억 달러 규모 투자
- ✓ 글로벌 반도체, 2차 전지 기업이 미국 남부 선벨트 지역에 생산기지를 건설하면서 과거 골드러시 같은 국토개발 효과도 기대해 봄직 해

미국 민간 건설지출 제조업, 컴퓨터&전기전자를 중심으로 연초에도 투자 지속



출처: 미국 백악관, Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

바이든 행정부 리쇼어링으로 남부지역 반도체, 2차 전지 등 제조업 투자 증가

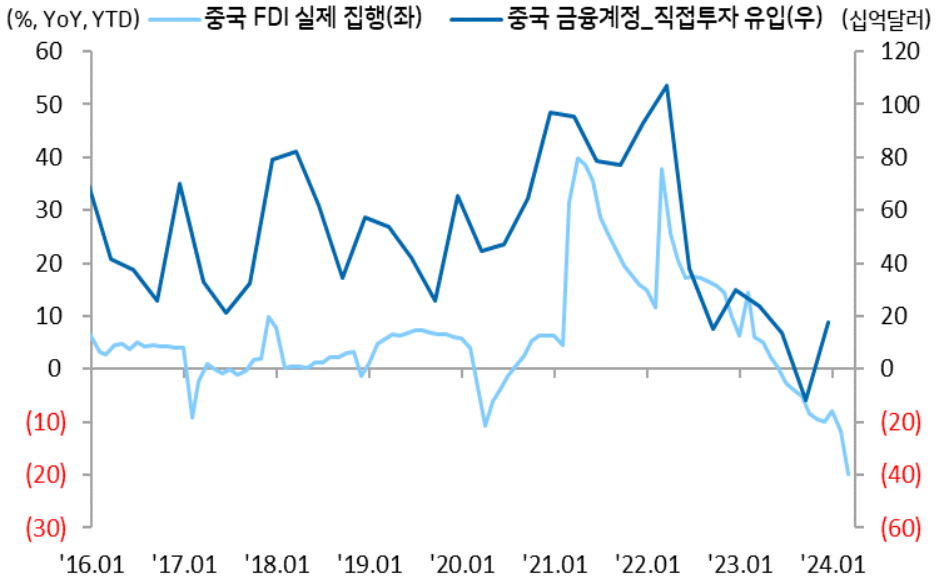


Ⅰ. Big difference in temperature, 미국과 주요국 성장 간극 확대

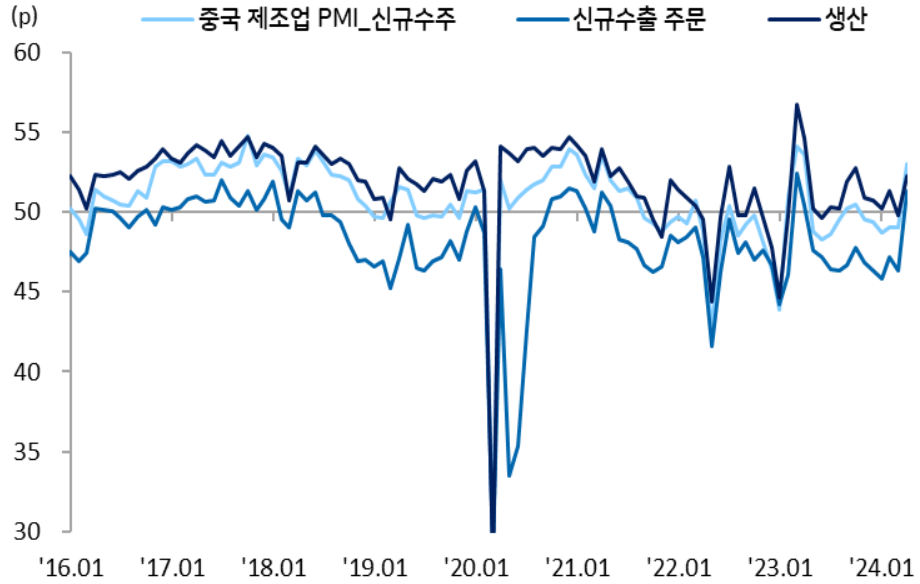
중국은 제조업 생산기지로서 이점을 상실하며 성장 회복을 낙관하기 어려운 상황

- ✓ 반대로 중국은 과거 고성장을 가능케했던 외국인 해외투자가 감소하면서 만성화 단계로 접어든 제조업 불황에서 탈피하기 쉽지 않아
- ✓ 작년 3분기 외국인 직접투자가 2000년 이후 처음 감소한 뒤 반등에 성공했으나 실제 투자집행 금액은 연초 두 자리 수 감소세를 보여
- ✓ 제조업 생산과 선행지표인 신규주문이 3월 기준선을 상회했지만 2023년에도 연초 반짝 회복을 보여줬던 만큼 경기 회복은 미지수

중국 외국인 FDI는 4분기 반등했지만 실제 투자규모는 연초 두 자리 수 감소



제조업 활동과 선행지표가 개선됐지만 작년 사례를 보면 지속여부 확인 필요



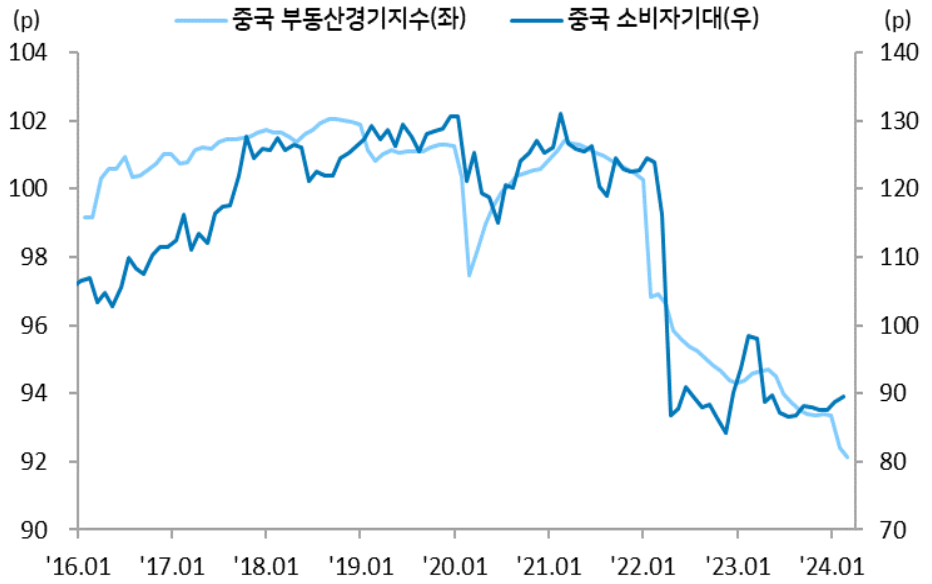
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅰ. Big difference in temperature, 미국과 주요국 성장 간극 확대

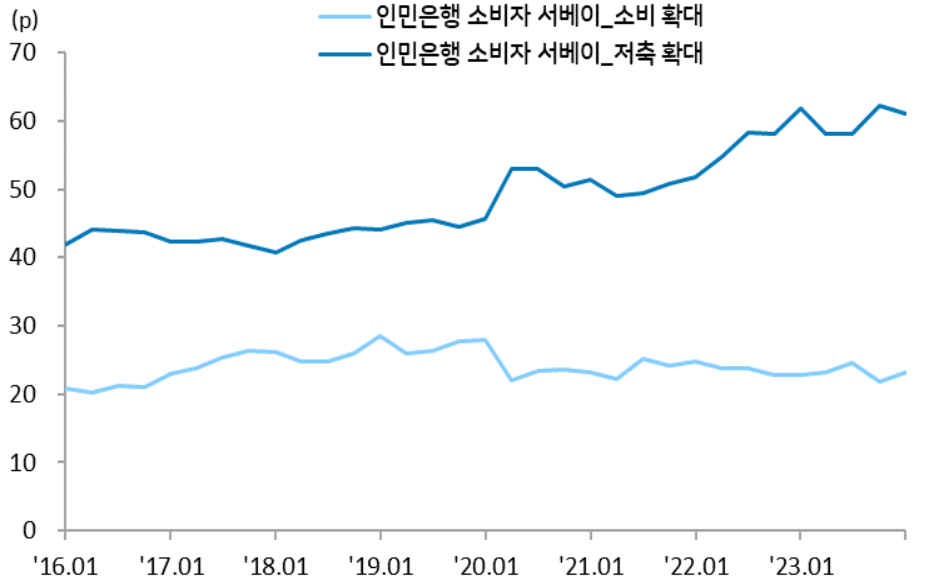
부동산 경기 침체가 길어지면서 내수 회복도 기대하기 어려워, 쌍순환 전략의 실패

- ✓ 중국은 트럼프와 무역갈등 확대 이후 내수를 장려해 높은 대외수요 의존도를 낮추는 쌍순환 전략을 새로운 성장 청사진으로 제시해
- ✓ 내수 회복은 고용안정성, 소비기반 확보, 재정 건전성이 뒷받침 되어야 하는데 중국 가계는 부동산 침체에 재정적으로 타격을 받아
- ✓ 소비자 서베이 결과 소비보다 저축을 늘리겠다는 응답이 압도적으로 높다는 점을 고려하면 가계 지출 확대를 기대하기 어려운 양상

부동산 경기 침체가 2년을 넘어서면서 소비자 심리도 팬더믹 전후 대비 악화



중국 가계는 경기 불확실성이 커지자 지출을 최소화하고 저축 비중을 늘리는 중



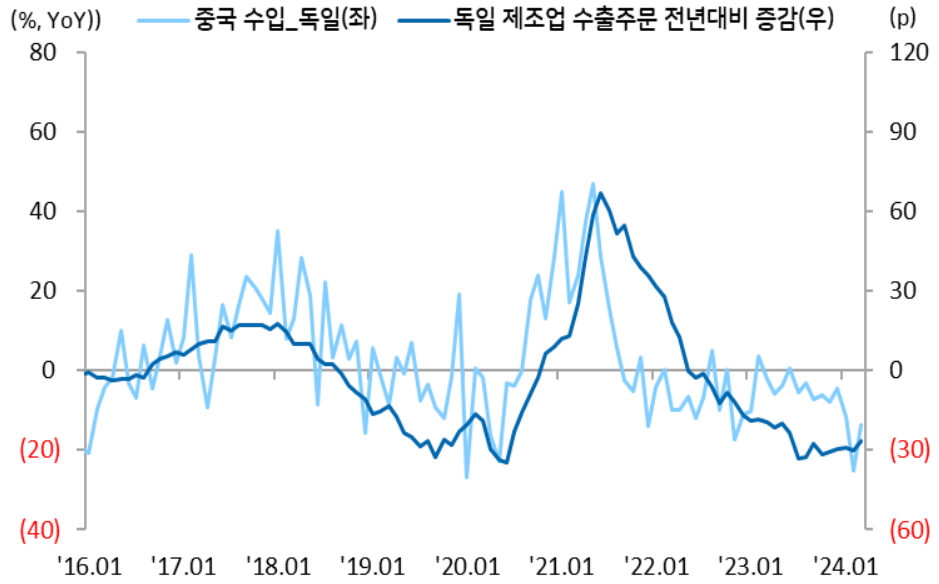
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅰ. Big difference in temperature, 미국과 주요국 성장 간극 확대

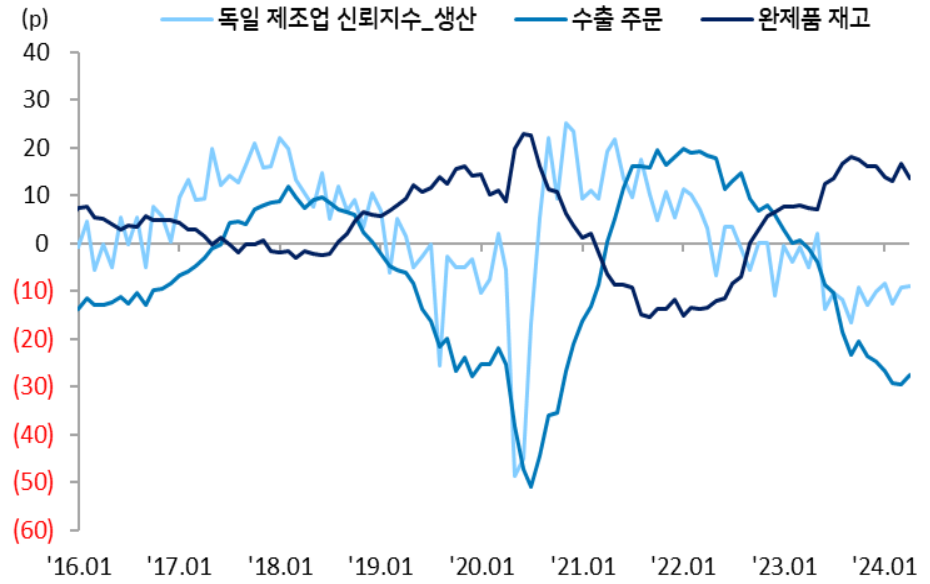
독일 제조업 경기 불황은 중국발 수요 위축에 남유럽 재정위기보다 심각한 수준

- ✓ 독일 제조업 경기는 중국 소비, 투자 위축 여파로 팬더믹 이후 가장 낮은 수준을 기록했고 체감상 남유럽 재정위기보다 심각한 불황
- ✓ 중국 수요 의존도가 높았던 독일은 주간단위 경제활동지수가 3월 이후 전년대비 마이너스를 기록하면서 1분기 마이너스 성장 예상
- ✓ 3월 재고가 소폭 줄고 수출주문도 반등하면서 독일 경기 바닥론이 다시 언급되기 시작했지만 중국과 마찬가지로 추세 확인이 필요

성장 둔화를 반영한 중국 수입 감소로 독일 제조업 대외수요 부진 장기화



독일 수출주문 반등, 완제품 재고 감소 vs 팬더믹 이후 최악의 제조업 부진 지속



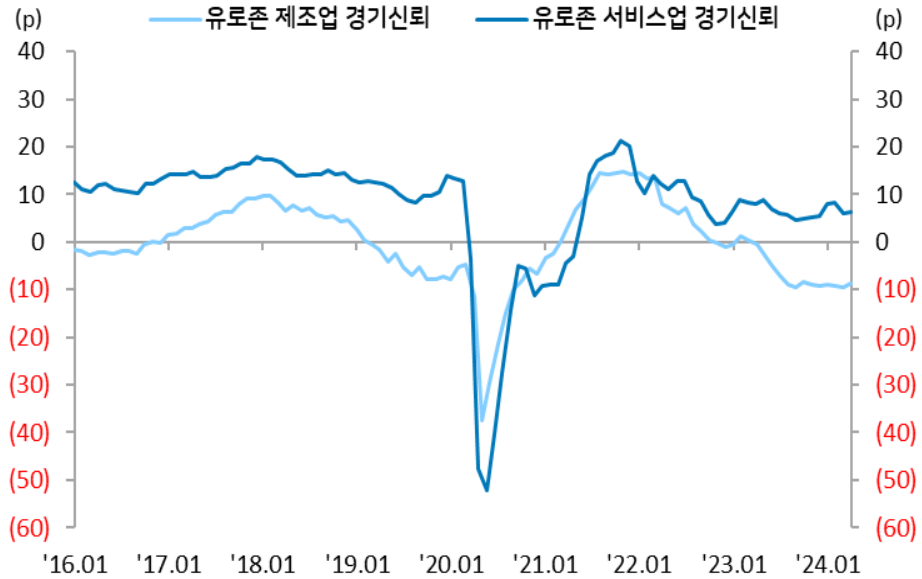
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅰ. Big difference in temperature, 미국과 주요국 성장 간극 확대

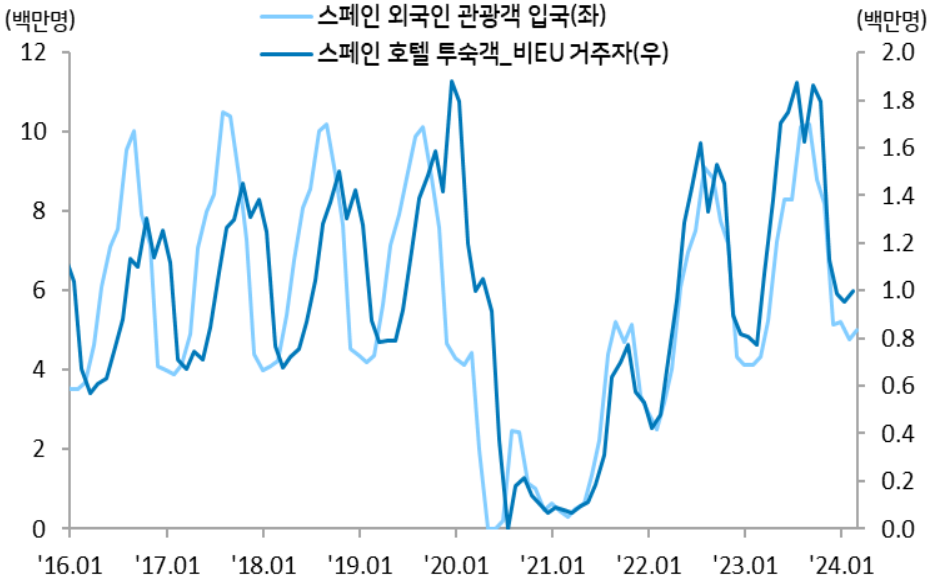
유로존은 제조업 'L자형 불황'과 관광업 회복 둔화에 2분기 성장도 하방 위험 高

- ✓ 유로존 경제는 남유럽 재정위기 이후 최장기간을 기록 중인 제조업 침체, 서비스업 회복세 둔화로 1, 2분기 모두 0% 초반 성장 유력
- ✓ 제조업 경기 전망은 작년 하반기 침체 영역으로 진입한 뒤 올해 3월까지 횡보, 서비스업이 선방 중이나 팬더믹 이전보다 낮은 수준
- ✓ 작년 남유럽 성장 회복을 이끌었던 관광산업 정상화는 외형적 성장이 한계에 도달함에 따라 작년과 같은 회복세가 계속되긴 어려워

유럽 제조업 'L자형 불황', 그나마 서비스업이 선방하며 성장 하방 위험 상쇄



작년 정점을 찍었던 유로존 관광산업은 올해 회복세가 둔화될 확률이 높아



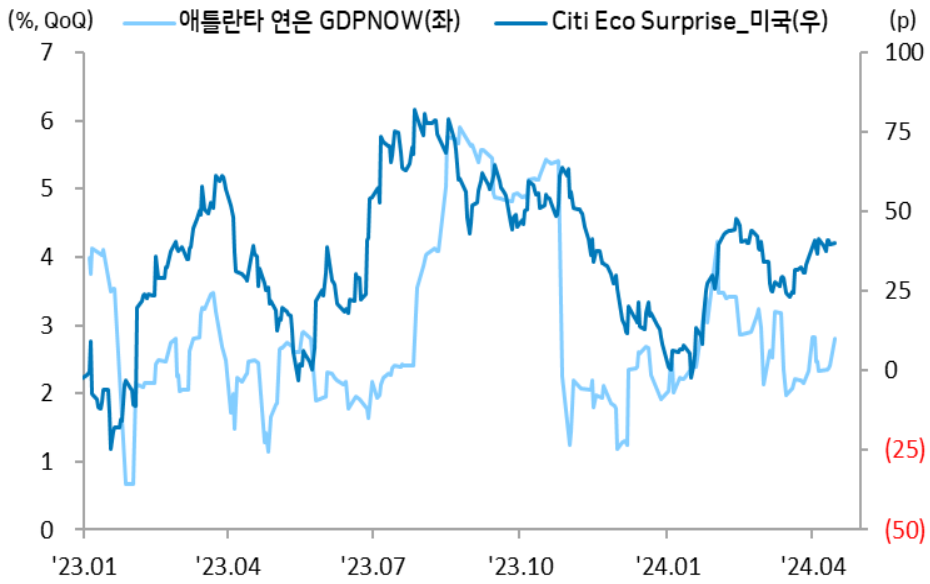
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅰ. Big difference in temperature, 미국과 주요국 성장 간극 확대

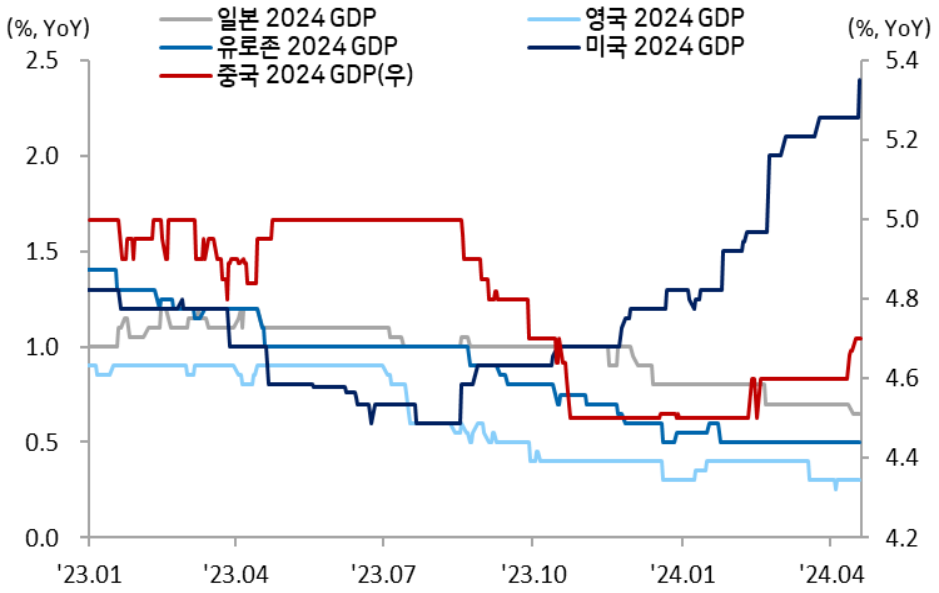
성장 모멘텀 우상향 덕에 미국과 주요국 성장 격차는 더 벌어질 공산이 커

- ✓ 애당초 작년 10월 이후 미국과 유럽, 영국, 중국간 성장 전망에 간극이 발생했으며 올해 들어 미국만 GDP 전망이 줄곧 우상향 하는 중
- ✓ 3월 고용, CPI, 소매판매 등 최근 경제지표가 예상을 한참 웃돌면서 미국 GDP 전망은 4월 중순 2.4%, 향후 추가 상향 조정을 기대
- ✓ 당행은 미국 경제가 탈세계화, G2 경제블록화라는 글로벌 거시 환경 속에서 압도적인 성장 우위를 계속 유지할 것이란 의견을 고수

미국 지표 서프라이즈에 애틀란타 연은 GDPNOW 1분기 2.8% 성장 추정



2024년 GDP 전망, 미국과 주요국 성장 전망 격차는 2분기 들어 추가로 확대



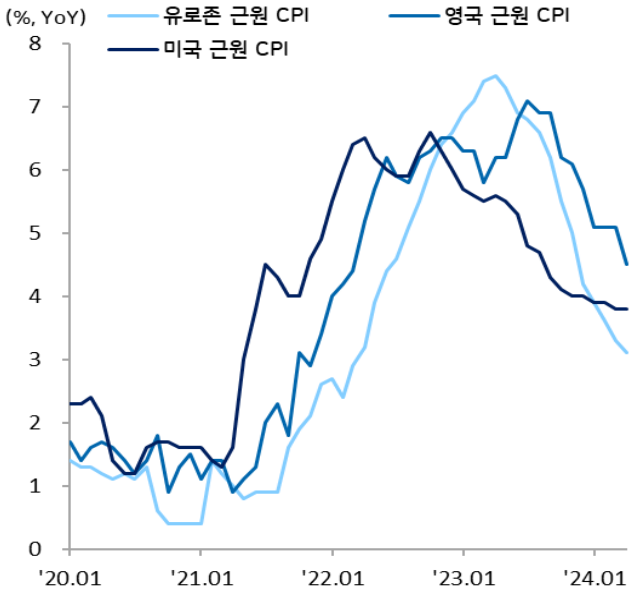
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

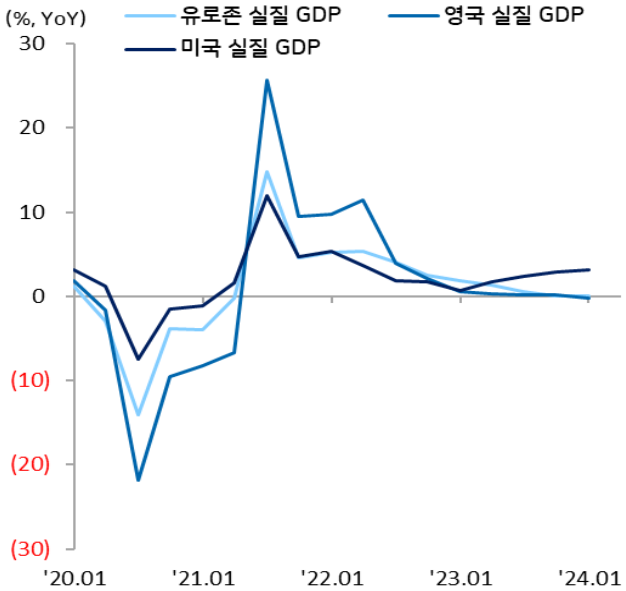
Ⅱ. 'Absence or Presence' of Justification, 주요국 통화정책 각자도생

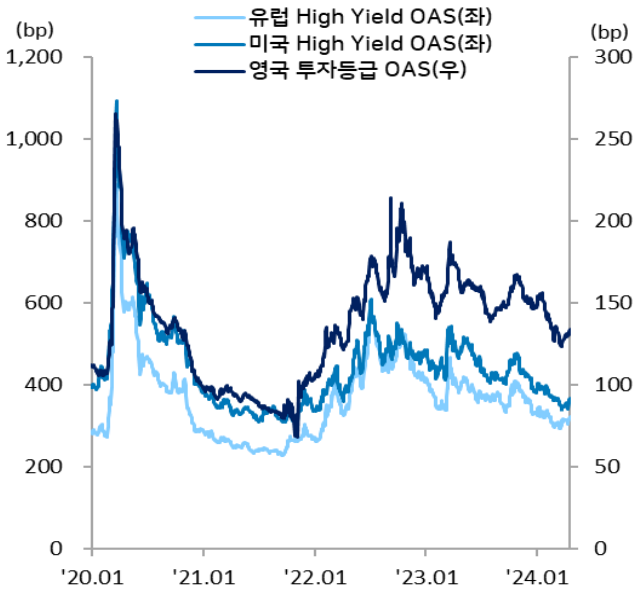
주요국 통화정책 피벗에 필요한 '명분', 유로존과 영국은 확보 vs 미국은 X

- ✓ 우리는 중앙은행 금리인하 조건으로 1) 디스 인플레, 2) 성장 부진, 3) 신용경색을 제시, 최소 2가지 조건 충족 시 정책 피벗 명분 확보
- ✓ 디스 인플레이션은 미국이 주춤한 반면 영국과 유럽은 상대적으로 빠르게 진행되고 있으며 경기 모멘텀은 미국만 견고한 회복 유지
- ✓ 신용경색은 OAS 스프레드가 본격적인 금리인상 시작 시점인 2022년 1분기와 비슷한 수준으로 하락하며 주요국 모두 해당사항 없음

1) 디스 인플레이션, 2) 성장 부진, 3) 신용경색을 고려했을 때 주요국 금리인하는 BOE => ECB > 연준 순서로 진행될 확률이 가장 높아 보여







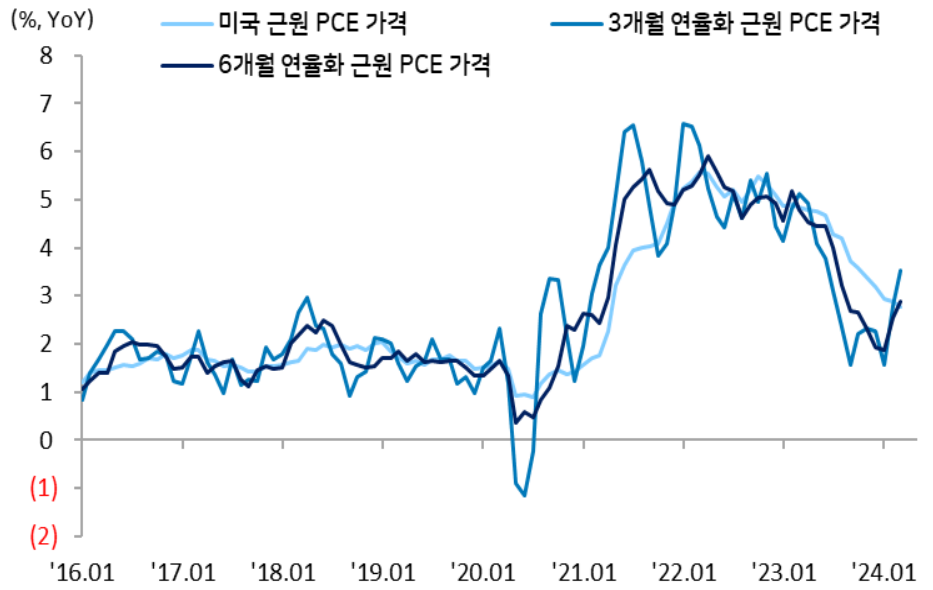
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부 / 주석: 영국은 Bloomberg High Yield OAS 중단으로 투자등급 OAS로 대체

Ⅱ. 'Absence or Presence' of Justification, 주요국 통화정책 각자도생

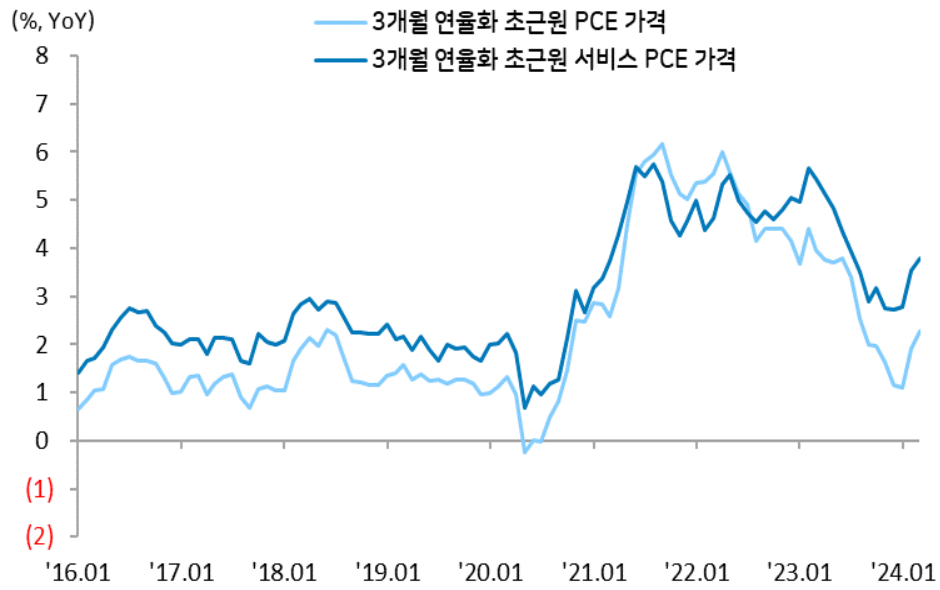
미국은 물가 트렌드가 다시 우상향하면서 매파 성향 인사들 발언권이 강해져

- ✓ 미국은 CPI 뿐만 아니라 PCE도 인플레이션 압력 재확대 징후가 관찰, 'Later This Year'을 주장하는 연준 내 매파 발언에 힘이 실려
- ✓ 근원 PCE 가격은 전년대비 2% 중반까지 상승폭을 줄였지만 몇몇 연준 위원이 선호하는 3, 6개월 연율화 기준으로는 3% 중반 기록
- ✓ 하방 경직성이 강한 주거비를 제외한 초근원, 초근원 서비스 PCE 가격도 반등하면서 물가 트렌드가 위쪽으로 돌아섰다는 주장을 지지

미국 근원 PCE 전년대비 2% 중반까지 내려왔지만 최근 인플레 압력 재확대



주거비를 제외한 초근원, 초근원 서비스 물가 3개월 연율화 기준 상승폭 확대



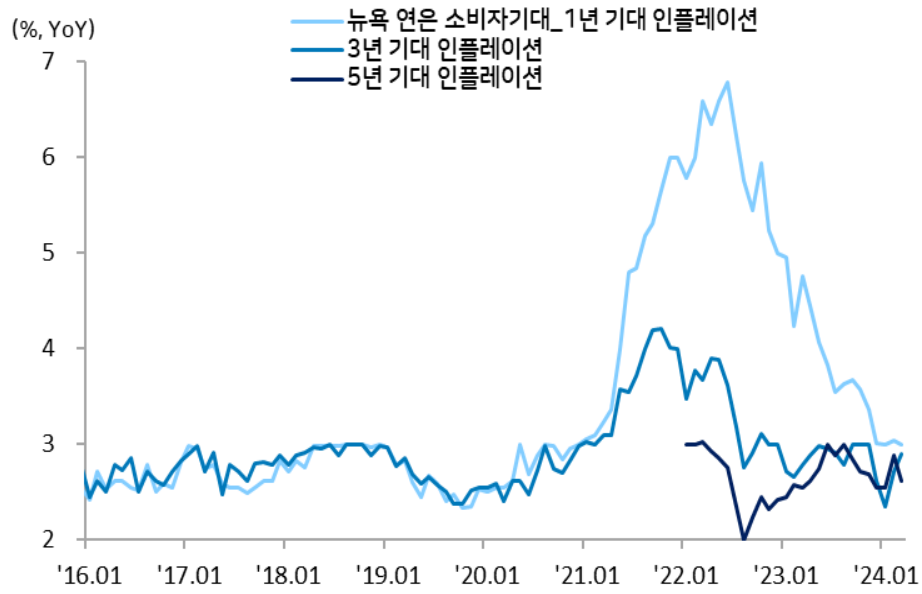
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅱ. 'Absence or Presence' of Justification, 주요국 통화정책 각자도생

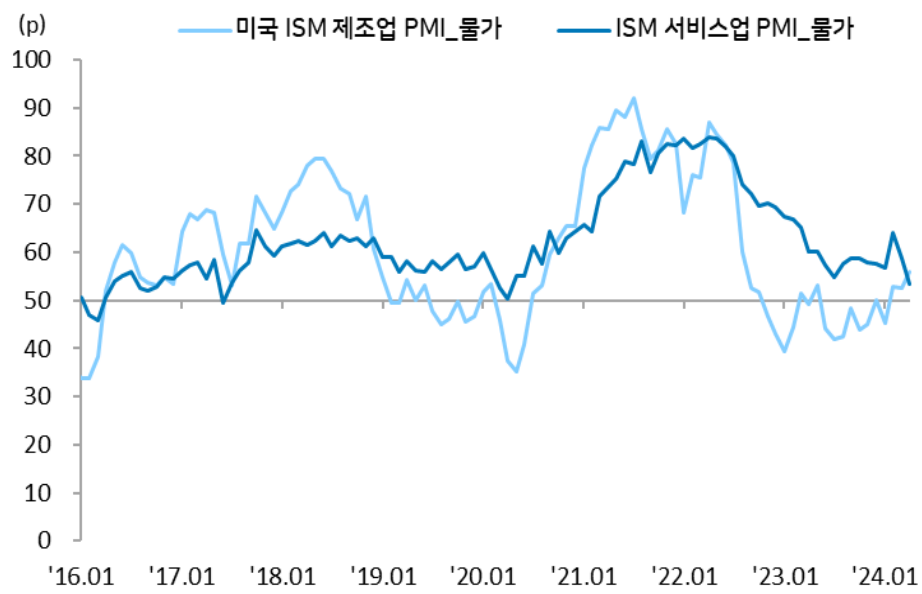
소비자 기대 인플레 하락에도 공급측 비용 증가로 물가 안정을 낙관하긴 일러

- ✓ 소비자 기대 인플레이션이 팬더믹 이전과 동일한 수준까지 떨어진 것은 물가 안정을 확실할 증거를 찾는 연준에게는 희소식이지만
- ✓ 제조업 쪽에서 비용 상승관련 응답이 늘어나면서 추후 공급측 요인이 가격인상으로 이어질 수 있기 때문에 결론을 내리기 어려운 상황
- ✓ 지정학 리스크 확대로 인한 국제유가 상승, 높은 해상 운임 고려 시 팬더믹 시절과 유사한 제조업 병목 현상 재발 가능성을 주시할 필요

물가 예측력이 높은 소비자 기대 인플레이션은 코로나19 사태 이전으로 복귀



제조업 물가 전망이 상승해 향후 공급측 비용이 가격 인상을 유발할 수 있어



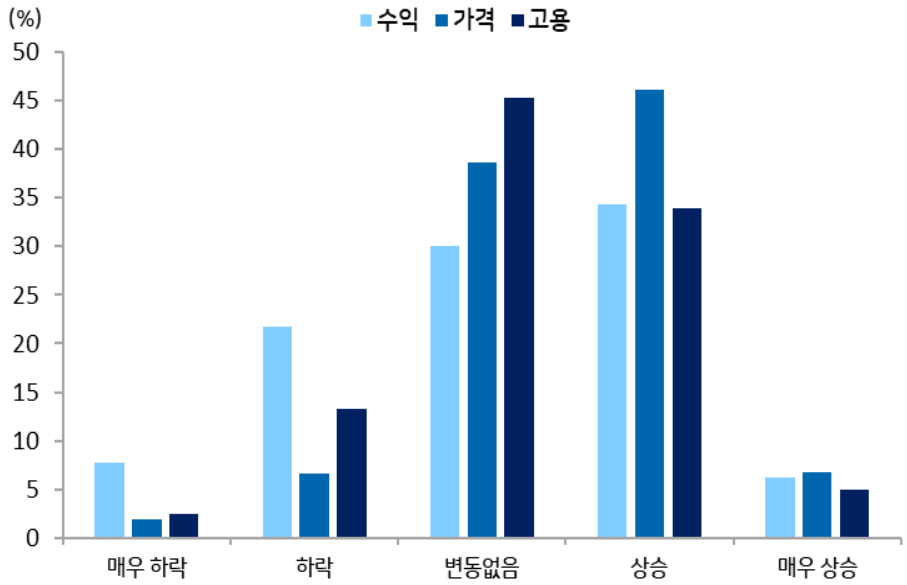
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅱ. 'Absence or Presence' of Justification, 주요국 통화정책 각자도생

미국 기업은 인플레 경계 태세를 유지하며 소비자의 낙관론과 대비를 이뤄

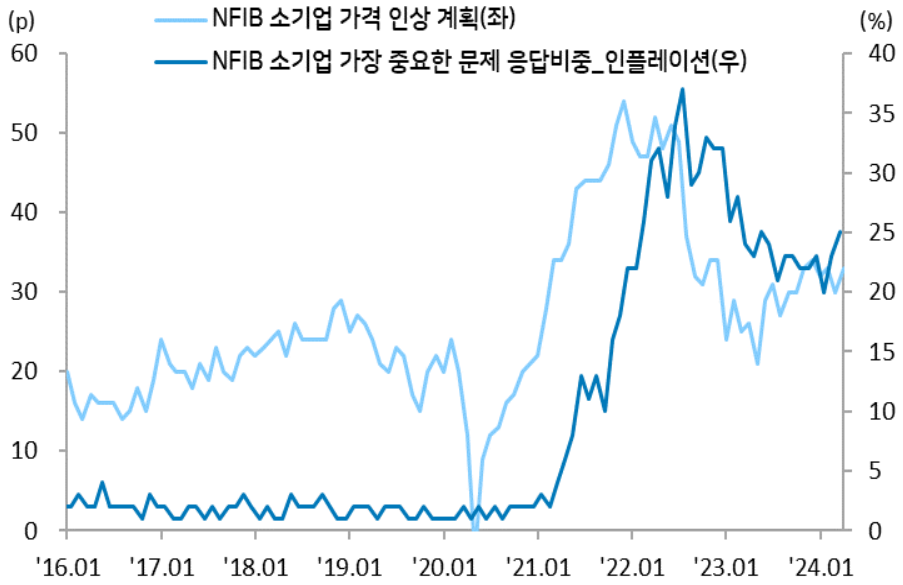
- ✓ 실제로 미국 기업이 체감하는 인플레이션 부담이 작년 연말부터 다시 상승했기 때문에 판매가격 인상이라는 확률을 배제해선 안돼
- ✓ 미국 CFO 대상 서베이에서 Covid-19 이전 정상적인 상황과 비교했을 때 올해 가격이 올라갈 것이란 응답 비중은 절반 이상을 차지
- ✓ 미국 소기업은 여전히 기업활동에 가장 중요한 문제 중 첫번째로 인플레이션을 지목, 제품 가격 인상을 적극적으로 고려할 수 있어

미국 CFO의 절반 이상은 2020년 이전과 비교해 올해 가격 상승을 예상해



출처: Duke Fuqua business school, Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

비용 상승 우려가 다시 커지면서 가격 인상을 검토, 계획하는 기업 증가 예상

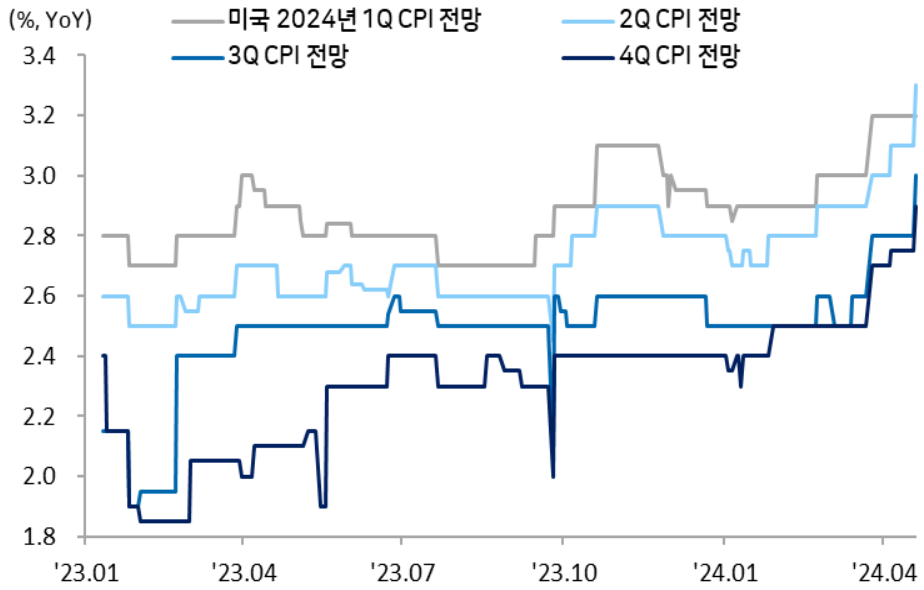


Ⅱ. 'Absence or Presence' of Justification, 주요국 통화정책 각자도생

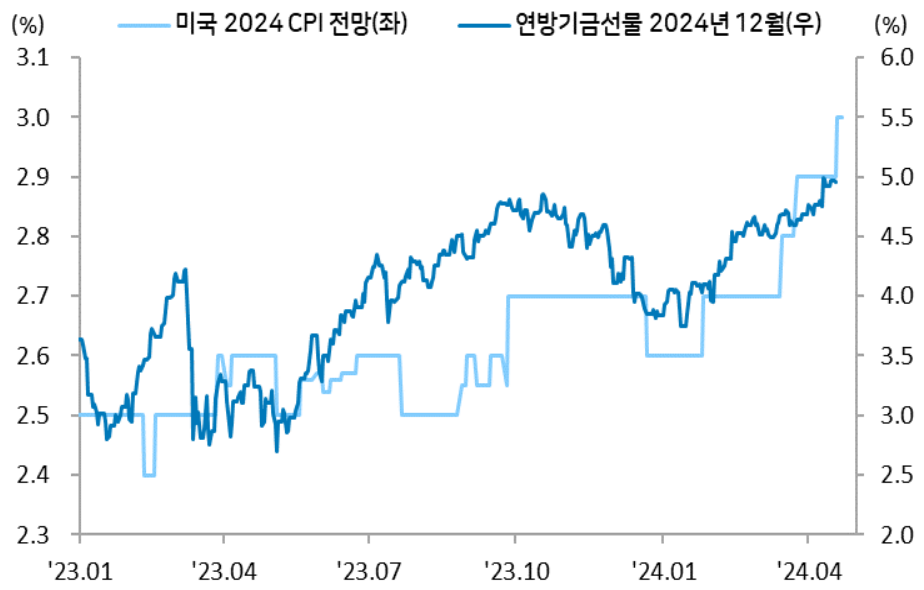
디스 인플레이션 낙관론이 시험대에 오르면서 연내 2회 인하도 확신할 수 없어

- ✓ 미국 분기별 물가 전망은 디스 인플레이션을 맹신하던 시장이 물가 안정이 예상보다 더디게 진행될 수 있음을 인정하면서 상향 조정
- ✓ 연방기금선물은 연말까지 총 2회 금리인하를 가격에 반영하면서 3회 인하 + @를 반영했던 연초와 비교해 분위기가 극명하게 엇갈려
- ✓ 최근 미국 경제 No 랜딩이 회자되면서 일각에서 리스크 시나리오로 추가 금리인상을 제시하기도 해, 현재로서 연내 2회 인하도 회의적

미국 분기별 CPI 전망은 3월 말 일제히 위쪽으로 조정되며 물가 우려 재점화



만약 디스 인플레이션 확신이 더 옅어 진다면 연내 2회 인하 프라이싱도 위험



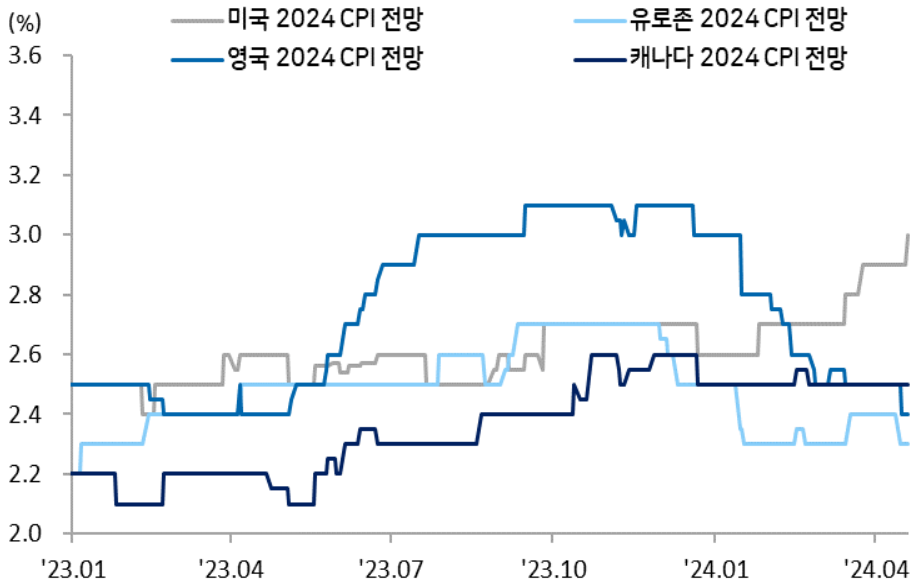
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅱ. 'Absence or Presence' of Justification, 주요국 통화정책 각자도생

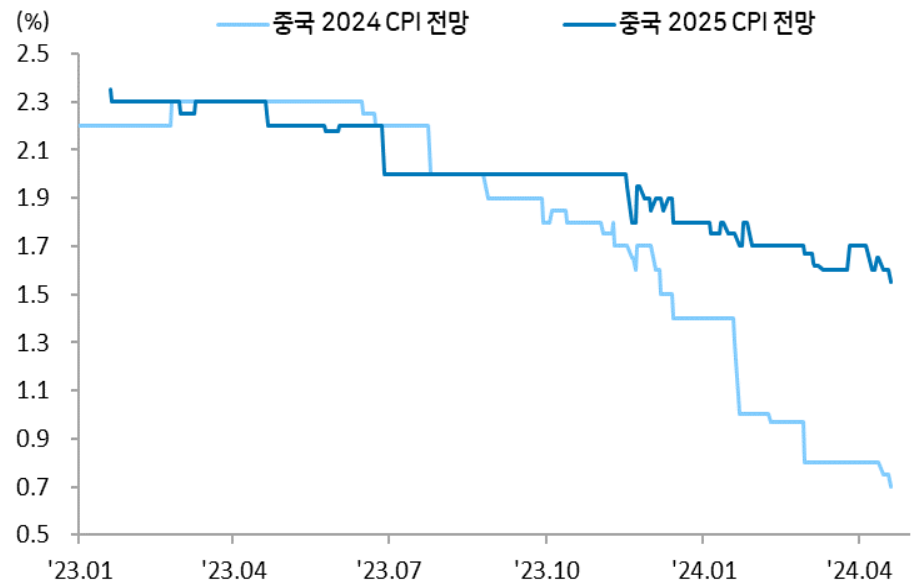
미국 外 주요국은 올해 CPI 2% 중반 안착이 중론, 중국은 '디플레이션' 우려

- ✓ 유로존, 영국, 캐나다 CPI 전망은 미국과 반대로 올해 2% 중반 안착이 베이스 시나리오 vs 중국은 디플레이션 우려가 현재진행형
- ✓ 시장은 유로존, 영국 디스 인플레이션에 공감대를 형성했으며 베일리 BOE 총재는 향후 두 달간 물가 상승이 크게 둔화될 것이라고 자신
- ✓ 중국 인민은행 공식 물가 목표는 3%지만 올해 0%대 인플레이션, 내년 1% 중반 물가 상승을 전망이 우세, 디플레이션 우려를 반영

미국을 제외한 유럽, 영국, 캐나다 등 주요국 CPI는 올해 2% 중반 안착이 컨센



중국은 올해, 내년 물가 전망이 인민은행 3% 물가 목표와 괴리가 크게 벌어져



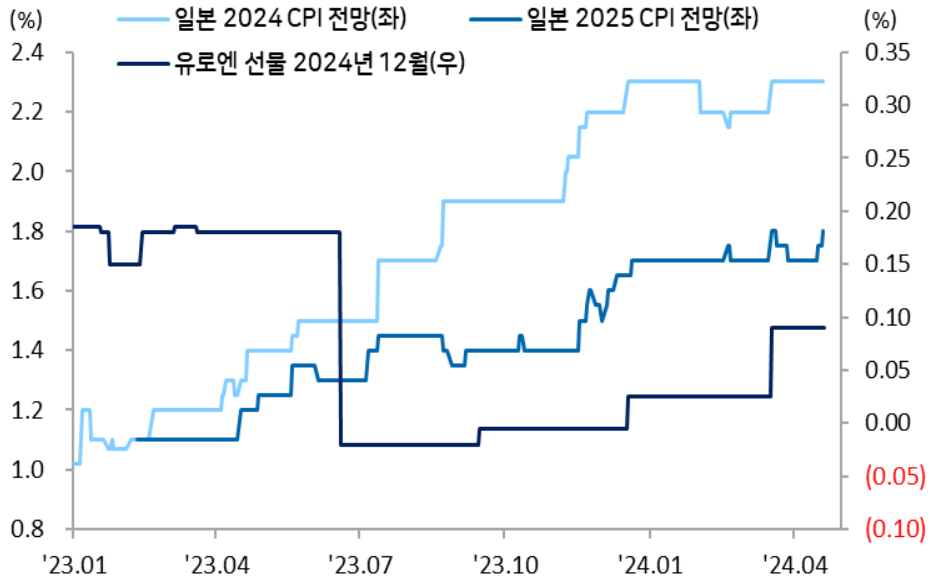
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅱ. 'Absence or Presence' of Justification, 주요국 통화정책 각자도생

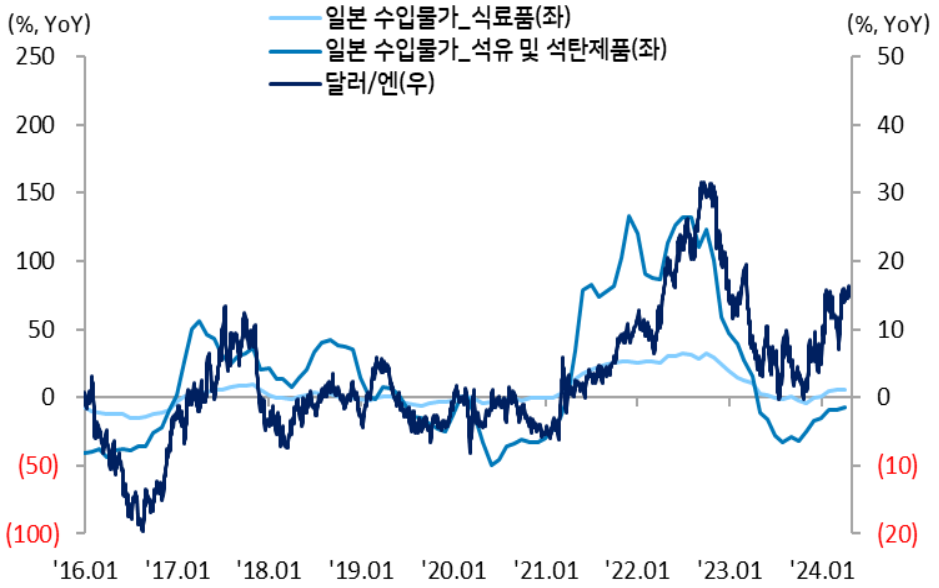
일본은 인플레이션 추이에 따라 금리인상을 결정, 수입물가가 정책 결정 Key

- ✓ 일본은 유로존, 영국 통화정책 완화와 달리 추가 긴축이 유력한 거의 단독 후보, 추가 인상 여부는 엔화 약세가 아닌 수입물가가 결정
- ✓ 일본 소비자물가 전망은 올해 2.3%, 내년 1% 중후반에서 컨센서스 형성, 인플레 압력 확대 시 BOJ는 추가 인상을 고려하겠다는 입장
- ✓ 당행 전망은 BOJ 정책 동결이며 엔화 약세 부담이 2022년과 달리 식료품, 에너지 수입물가에 미치는 영향이 제한적이라는 데 주목

BOJ는 CPI 전망이 2% 중반 위로 올라갈 경우 추가 금리인상을 고민해야 해



엔화 가치 급락에도 2022년과 달리 에너지, 식료품 수입물가 상승은 제한적



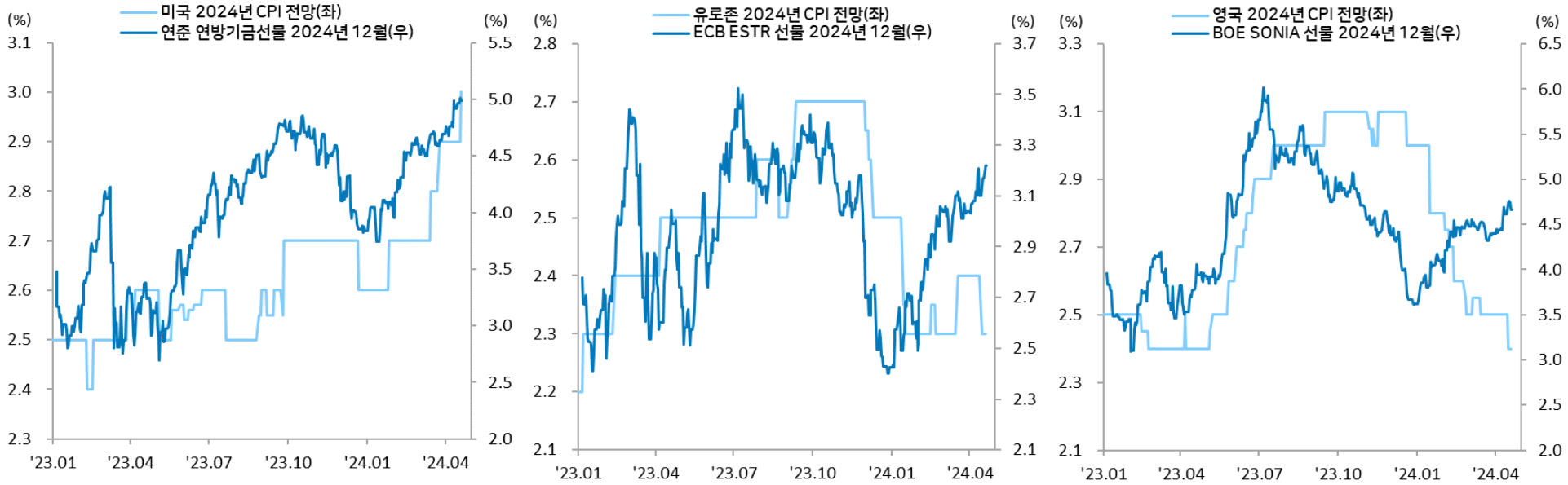
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅱ. ‘Absence or Presence’ of Justification, 주요국 통화정책 각자도생

새로운 인하 사이클에서 글로벌 통화정책 테마는 ‘각자도생’, 파급효과 주의

- ✓ 소결하자면 미국 금리인하 시점을 9월로 보고 있지만 물가 트렌드가 계속 우상향 한다면 연간전망에서 제시한 12월로 변경할 예정
- ✓ 반대로 유로존과 영국은 디스 인플레이션 유지, 성장 모멘텀 약화 등을 이유로 상반기부터 금리인하를 시작, 최소 3회 인하를 예상
- ✓ 연준 정책 피벗이 늦어지면서 글로벌 통화정책 차별화, 5월 ECB & BOE 선제적 인하 및 인하폭 확대가 가격에 추가로 반영될 전망

올해 인플레이션 기대값을 고려하면 ECB와 BOE는 연내 금리인하 기대가 추가로 확대될 수 있기 때문에 글로벌 채권, 외환시장에 변동성 확대 재료로 주시



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅱ. 'Absence or Presence' of Justification, 주요국 통화정책 각자도생

중앙은행 정책 차별화는 기축통화 내에서 달러화 방향성을 결정하는 변수

- ✓ 기축통화는 조달 비용에 영향을 주는 기준금리가 중요한 변수, 정책 전환기에는 금리가 더 높은 통화의 가치가 올라가는 것이 일반적
- ✓ 금리인하에 필요한 명분을 확보한 ECB, BOE는 독자노선을 걷겠다는 입장으로 통화정책 차별화 발생 시 유로, 파운드 하방 위험 확대
- ✓ 엔화도 BOJ의 명시적인 추가 인상 시그널이 없다면 약세 트렌드를 꺾기 쉽지 않아, 당행은 기존 달러/엔 2Q 상단을 160엔으로 조정

ECB, BOE 선제적 금리인하에 따른 미국과의 통화정책 차별화를 반영하면 유로화, 파운드화 하방 변동성 주의 & 엔화는 155엔에서 160엔으로 2분기 상단 조정

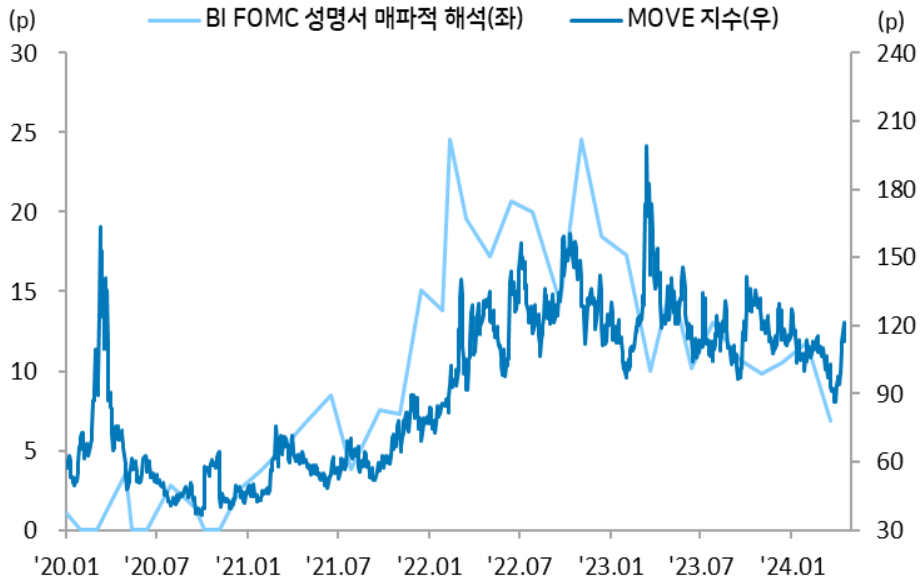
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅱ. ‘Absence or Presence’ of Justification, 주요국 통화정책 각자도생

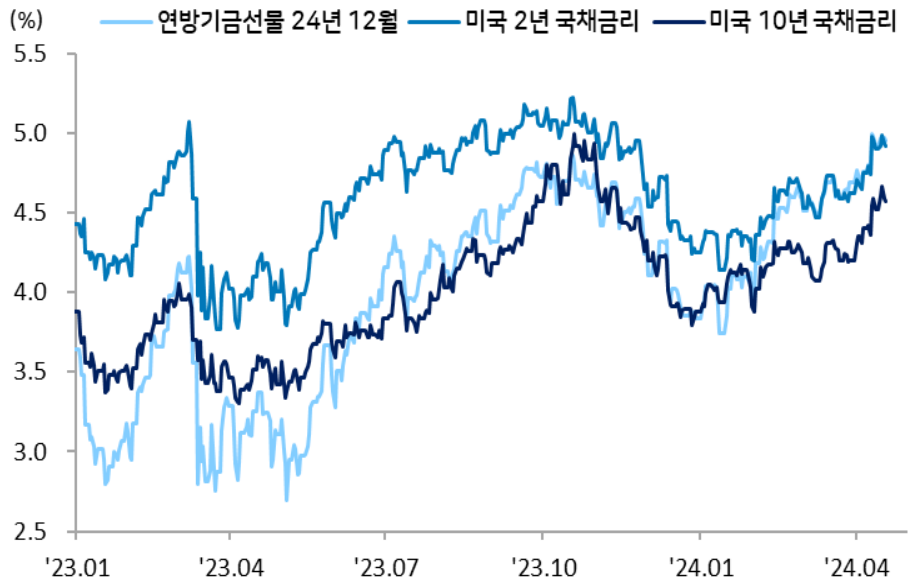
채권시장은 5, 6월 매파적 FOMC 결과에 미리 대비, 국채금리 상승 압박

- ✓ 존 윌리엄스 뉴욕 연은 총재를 필두로 몇몇 연준 인사가 ‘만약’이라는 가정을 깔고 금리인상을 언급하면서 차후 FOMC 경계가 고조
- ✓ 채권시장 변동성 지수는 연준 관계자 매파 발언이 계속되자 6월 FOMC 성명서가 다시 매파적으로 돌아설 경우의 수를 프라이싱
- ✓ 5월 FOMC 기자회견에서 파월이 ‘Later this year’에 동조하는 발언을 할 경우 미국 국채금리는 작년 고점 수준으로 복귀할 수 있어

채권시장 변동성 확대는 연준 매파 발언 후폭풍 + 차후 FOMC 우려를 반영



5월 FOMC 파월 발언이 매로 해석될 경우 미국 국채금리는 작년 고점 회복 시도



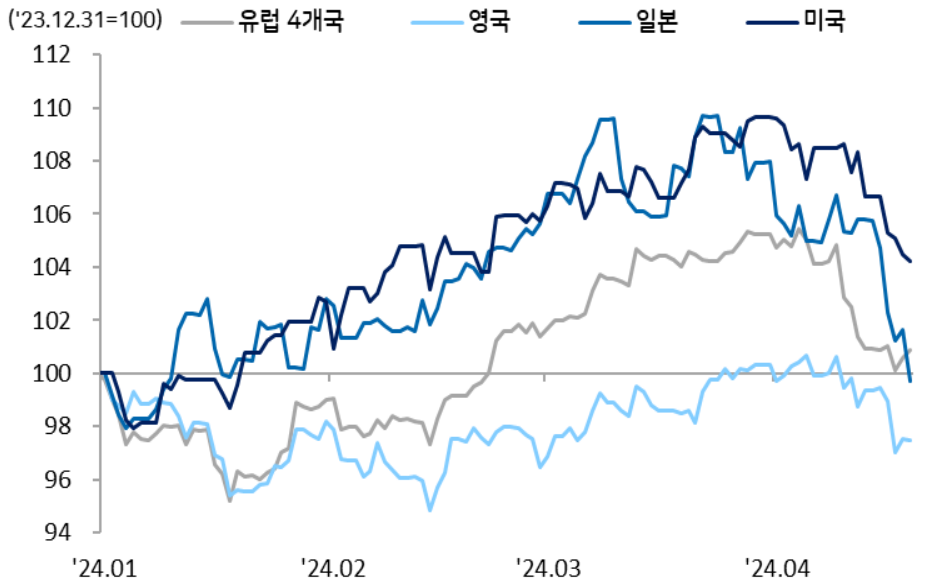
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅲ. For longer King Dollar, 연준 Re-프라이싱 vs 주요국 선제적 인하

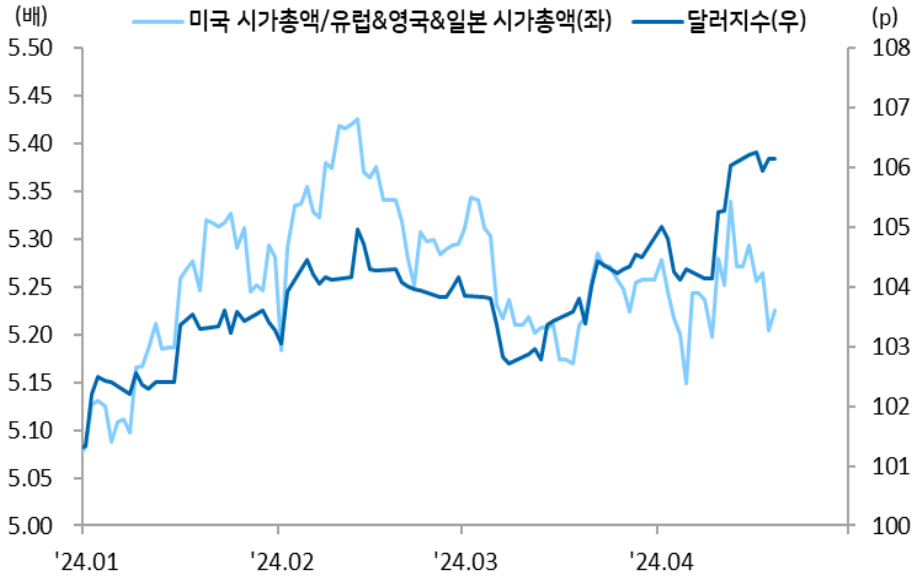
달러화는 기술주 차익실현에 상대적 자산성과 우위를 일시적으로 상실

- ✓ 새해 벽두에 글로벌 강달러를 유발한 요인 중 하나인 달러화 자산 수요 확대는 연준 통화정책 불확실성이 극에 달하자 4월 중순 위축
- ✓ 작년 연말을 100으로 놓고 측정한 성적표는 미국이 가장 양호하지만 상대적 관점에서 본 자산성과는 최근 외환시장 움직임과 괴리
- ✓ 연준 통화정책 불확실성이 고조되면서 '금리 상승 -> 밸류에이션 부담 확대 -> 미국 증시 포지션 축소'로 이어진 영향이 크다고 진단

주요국 시가총액은 작년 연말을 기준으로 봤을 때 미국 성적이 가장 양호하나



최근 통화정책 불확실성 확대에 따른 차익실현에 달러화 자산성과 우위 소멸



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅲ. For longer King Dollar, 연준 Re-프라이싱 vs 주요국 선제적 인하

성장과 통화정책 콜라보 -> 미국 국채금리 상승 -> 달러 상승 모멘텀 지지

- ✓ 달러화는 자산성과가 주춤한 대신에 성장 낙관론, 연준 금리인하 지연 우려가 국채금리 상승을 유도해 상승 모멘텀을 유지하는 중
- ✓ 미국 국채금리가 상승하자 기관투자자 달러 투기적 순매수 포지션은 작년 가을 수준까지 증가하면서 위쪽으로 방향성 배팅 증가
- ✓ 5, 6월 FOMC에서 점도표가 기존 3회에서 2회 인하로 수정되며 정책 피벗 실망감이 금리와 달러를 한차례 더 레벨업 시킬 수 있어

미국 국채금리 상승을 재료로 강달러에 배팅하는 기관투자자 포지션 확대

연방기금선물에 반영된 연준 금리인하 기대가 약화될 경우 달러화 상승 기대

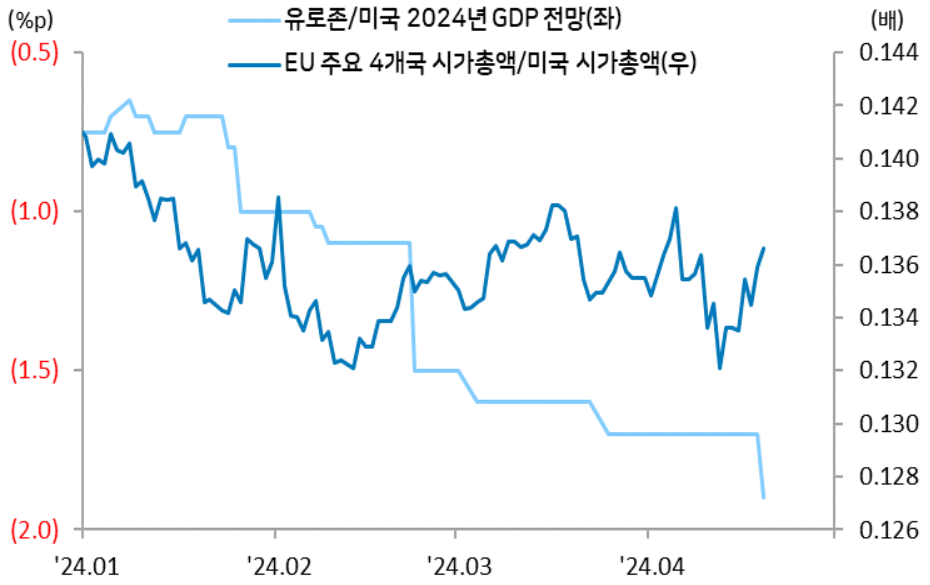
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅲ. For longer King Dollar, 연준 Re-프라이싱 vs 주요국 선제적 인하

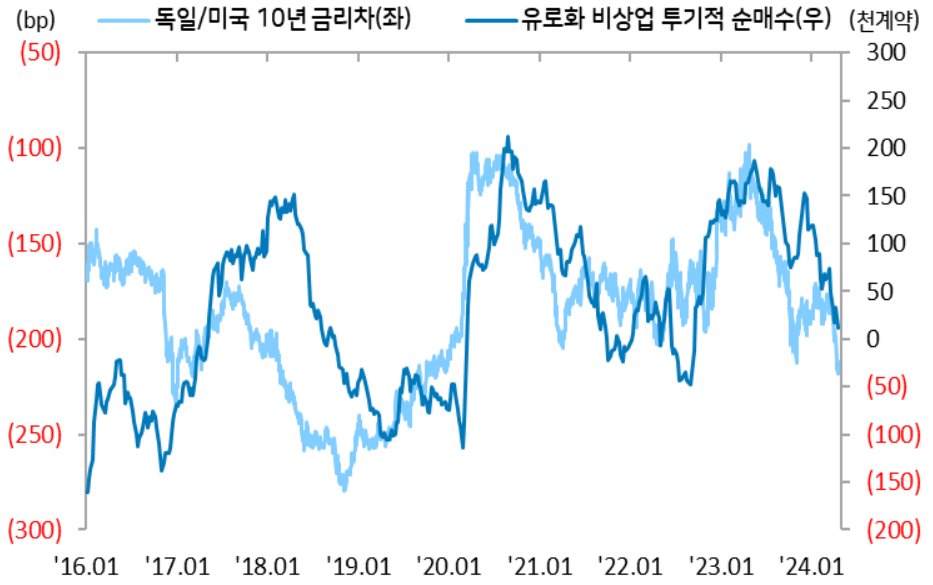
유로화는 미국과 비교한 성장 예상치가 더 뒤쳐지면서 2분기 약세 전망 고수

- ✓ 우리는 지난 보고서에서 유로/달러 2분기 전망을 평균 1.05달러로 제시, 유럽과 미국 성장 전망 격차, 통화정책 차별화를 고려한 결과
- ✓ 유로존 자산성과는 4월 들어 선방하고 있지만 주식시장이 국가별 성장 기대치를 반영한다는 관점에서 본다면 지속 가능성에 의문
- ✓ 오히려 기축통화 비교 시 주요 변수인 독일, 미국 국채금리 스프레드가 확대되면서 유로화 약세 배팅이 늘어났다는 점에 주목할 필요

유로존, 미국 성장 전망 격차를 감안하면 달러화 자산성과 부진은 일시적 현상



독일과 미국 국채금리 스프레드가 벌어지면서 유로화 약세 배팅이 늘어나



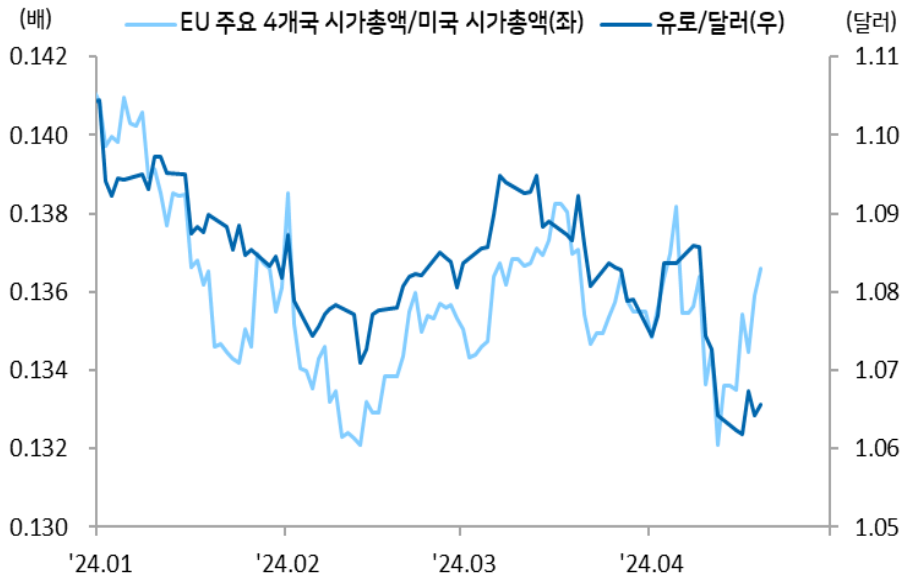
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅲ. For longer King Dollar, 연준 Re-프라이싱 vs 주요국 선제적 인하

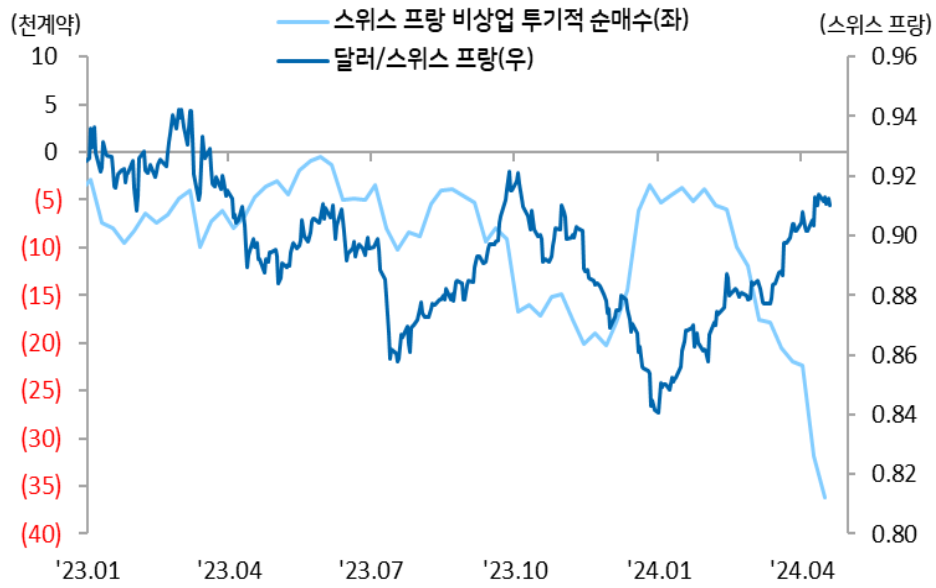
유로화 단기 트렌드는 상대적 자산성과보다 선제적 금리인하 배팅이 더 중요

- ✓ 통화가치 함수에서 자산성과 항목을 연초 이후 약 4개월 정도로 잘라 본다면 유로화는 달러에 저평가되어 있다는 해석이 충분히 가능
- ✓ 그럼에도 유로 약세 뷰를 유지하는 이유는 실제 자산 수요 증가로 발생한 결과가 아니고, 당분간은 통화정책이 핵심 가격 변수이기 때문
- ✓ 스위스 프랑은 선제적 금리인하 이후 순매도가 증가하며 낙폭 확대, 6월 ECB 인하와 유로/달러 향방에 하나의 벤치마크가 될 수 있어

최근 4개월 단기 트렌드만 본다면 자산성과 대비 유로화는 저평가로 비춰져



3월 말 스위스 중앙은행 선제적 금리인하 이후 스위스 프랑 약세 배팅 급증



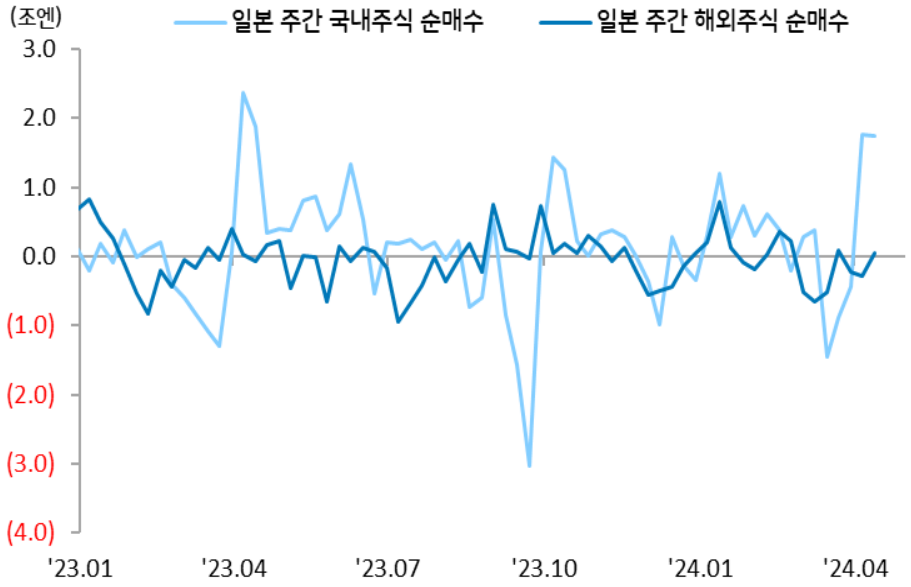
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅲ. For longer King Dollar, 연준 Re-프라이싱 vs 주요국 선제적 인하

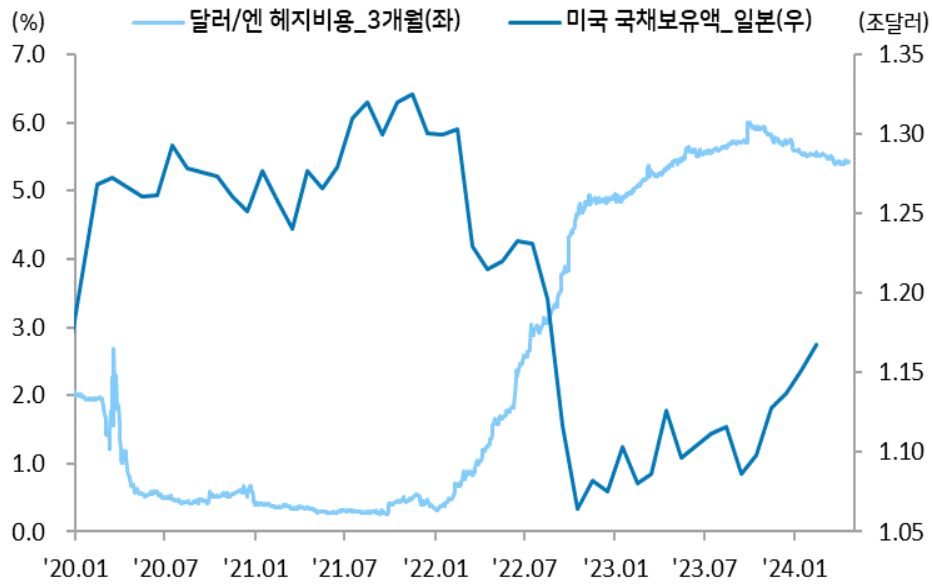
BOJ 금리인상에도 엔 캐리 청산 징후 부재, 엔화 약세 전망을 뒤집을 변수는 없어

- ✓ BOJ가 기준금리를 0.00-0.10%로 설정한 뒤 엔 캐리 자금이 해외투자 포지션을 정리하고 본국으로 복귀할 수 있다는 우려가 부상
- ✓ 주식투자의 경우 4월 일본 투자자가 해외주식보다 니케이를 더 많이 매수했지만 해외주식을 대거 정리 중이라는 징후는 보이지 않아
- ✓ 2022년 환헤지 비용이 급등하자 사이즈를 줄였던 일본 미국 국채보유액도 최근 비용 부담이 소폭 줄어들자 다시 비중을 늘리기 시작

BOJ 금리인상 이후 4월 일본 투자자는 국내주식 포지션을 대거 늘렸지만



채권은 헤지비용이 줄어들면서 역설적으로 일본 미국 국채보유액이 크게 증가



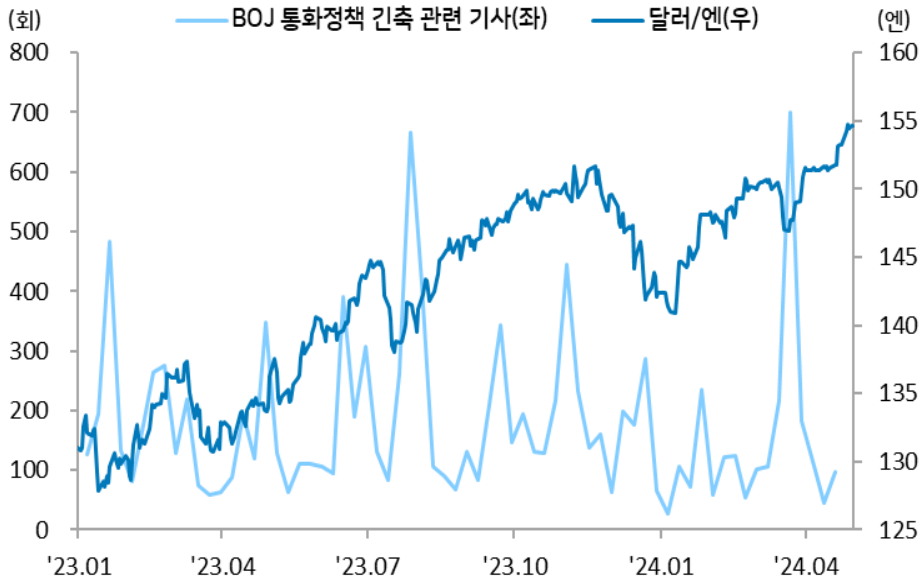
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅲ. For longer King Dollar, 연준 Re-프라이싱 vs 주요국 선제적 인하

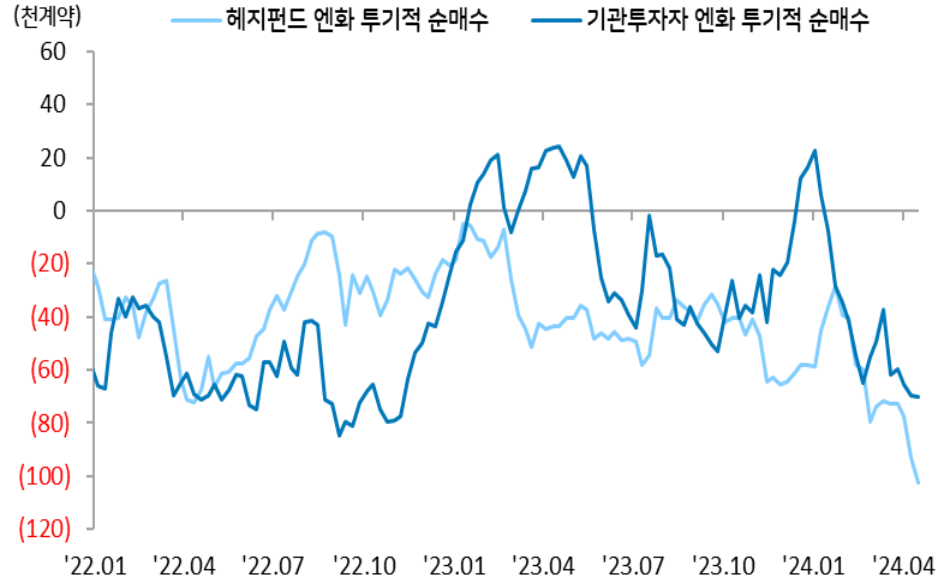
결국 엔화는 BOJ 통화정책 긴축이 다시 화제로 부상하기 전까지 강달러 흐름에 종속

- ✓ BOJ는 '금융완화 수정'이라는 표현을 통해 지난 금리인상이 통화정책 기조가 긴축적으로 돌아섰다는 시장 인식을 피하기 위해 노력
- ✓ 일본 추가 금리인상과 관련된 언론 보도가 다시 이슈가 되기 전까지 엔화는 달러화 움직임에 종속된 흐름을 이어갈 확률이 높아 보여
- ✓ 2분기 엔화 상단은 추가 약세에 배팅하는 헤지펀드와 BOJ의 싸움, 당행은 150엔 후반까지 상승 가능성을 열어두고 대응하자는 입장

BOJ 통화정책 긴축 언급 빈도가 급감하며 엔화 약세를 막아줄 재료가 부족



단기 방향성에 배팅하는 헤지펀드 뿐만 아니라 기관투자자도 달러/엔 순매수



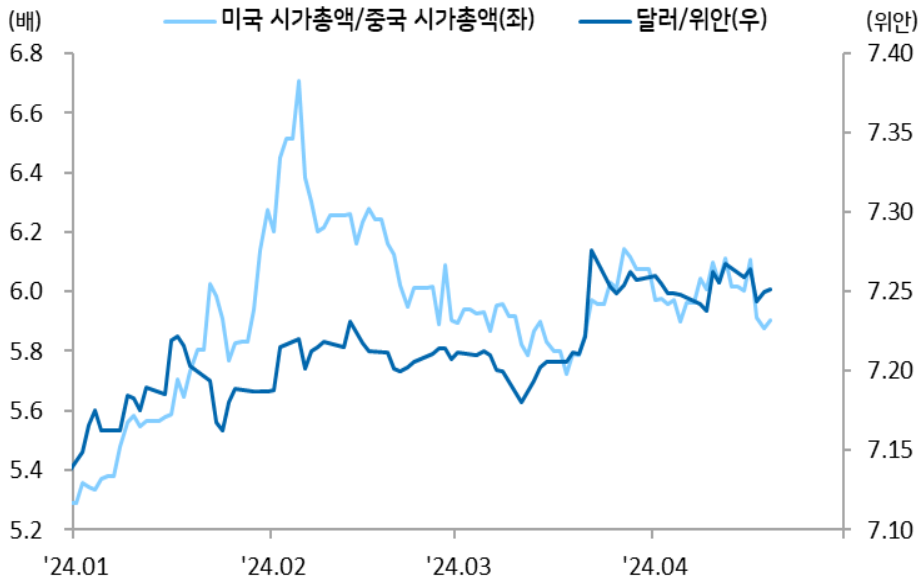
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅲ. For longer King Dollar, 연준 Re-프라이싱 vs 주요국 선제적 인하

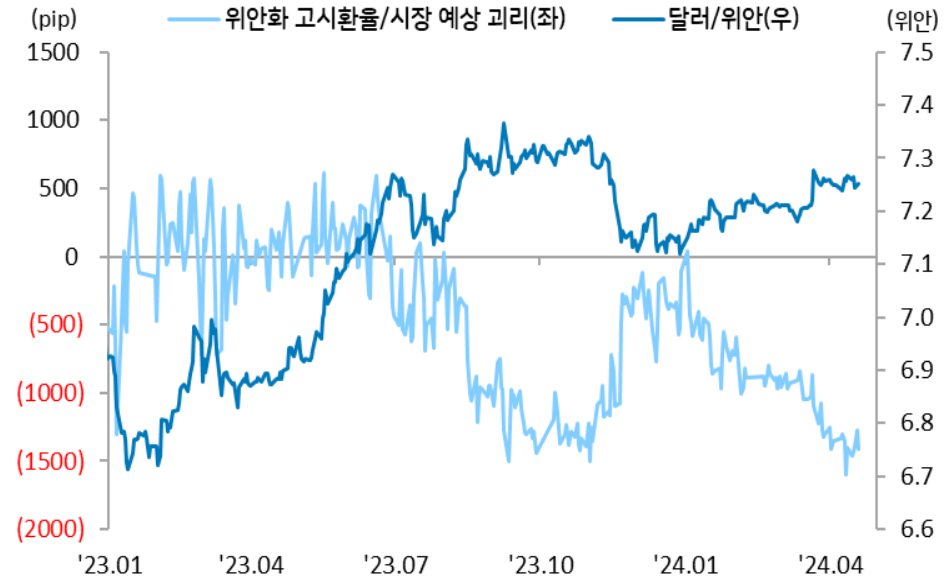
PBOC가 설정한 마지노선 7.3위안 방어 여부가 2분기 관전 포인트 될 위안화

- ✓ 위안화는 인민은행이 방어한 7.3위안 돌파 or 방어 여부가 올해 달러/위안 고점을 결정지을 분수령, 5월 초 FOMC가 중요한 고비
- ✓ 연초 위안화 가치 방어선이었던 7.2레벨이 붕괴된 후 중국 상대적 자산성과 열세가 진정되면서 7.25선을 중심으로 박스권 등락
- ✓ 4월 초부터 인민은행이 고시환율을 예상대비 1,500핍 이상 낮추면서 7.3위안 재진입 가능성을 조기에 진화하기 위해 노력하는 중

7.2위안에서 위안화 방어에 성공한 뒤 달러/위안은 상대적 자산성과를 추종



PBOC가 기준환율을 예상보다 1000핍 이상 낮게 고시하며 위안화 약세 방어



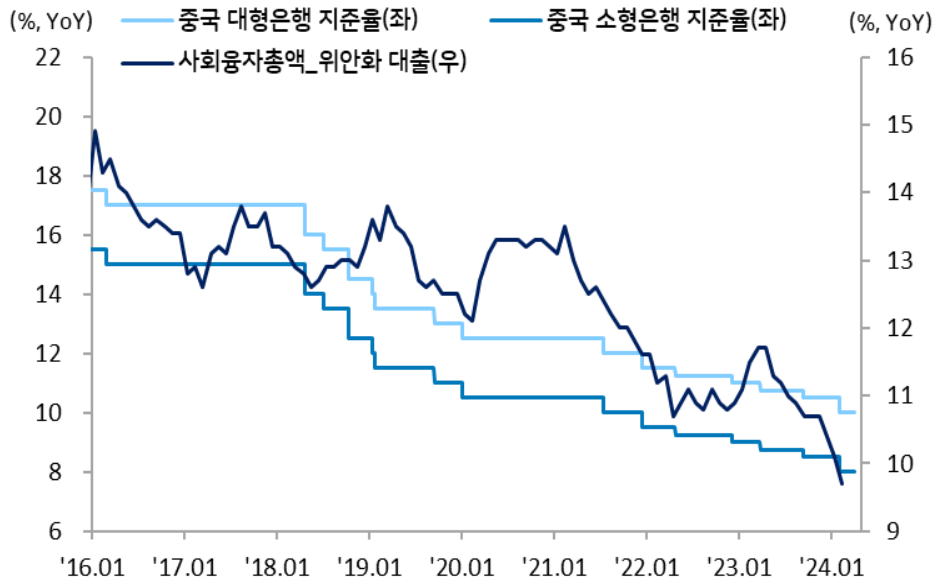
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅲ. For longer King Dollar, 연준 Re-프라이싱 vs 주요국 선제적 인하

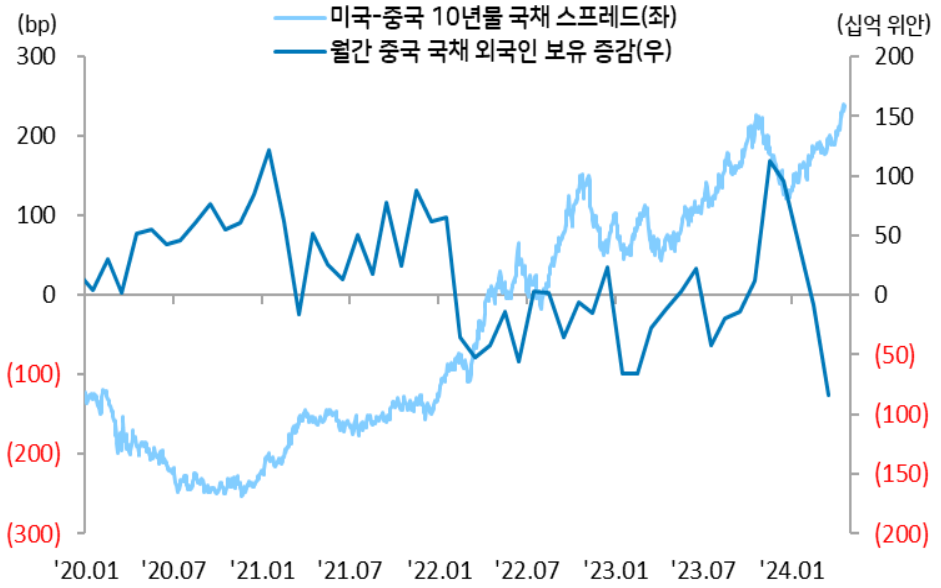
통화정책 의존도 확대 + 위안화 자산 수요 감소는 달러/위안에 상방 리스크

- ✓ 다만 중국 재정부양 여력 축소로 통화정책 의존도가 역설적으로 높아지고, 외국인 국채 보유가 감소하면서 위안화 약세압력 확대 예상
- ✓ 대내외 수요 부진으로 투자활동이 위축되어 지준율 인하에도 대출수요 증가세가 둔화되고 있지만 경기부양에 다른 선택지는 없어
- ✓ 중국 성장 둔화 우려, 인민은행 통화정책 완화를 감안하면 미중 국채금리 스프레드 확대가 외국인 채권자금 유출로 이어질 수 있어

지준율 인하에도 대출수요가 둔화되면서 2분기 추가 지준율 인하 가능성 高



미국과 중국 성장 및 통화정책 차별화는 외국인 국채 보유 감소, 자금유출 유인



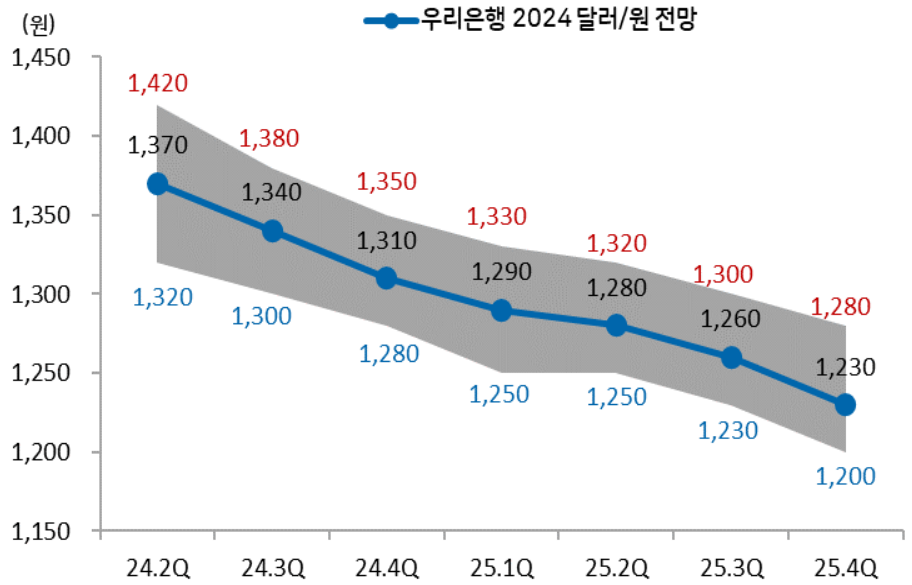
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅳ. No Crisis vs Yes Risk, 달러/원 상방 변동성 확대 경보 유지

당행 달러/원 고점 1,420원 유지, 분기 평균은 3Q 1,370원, 4Q 1,340원으로 상향

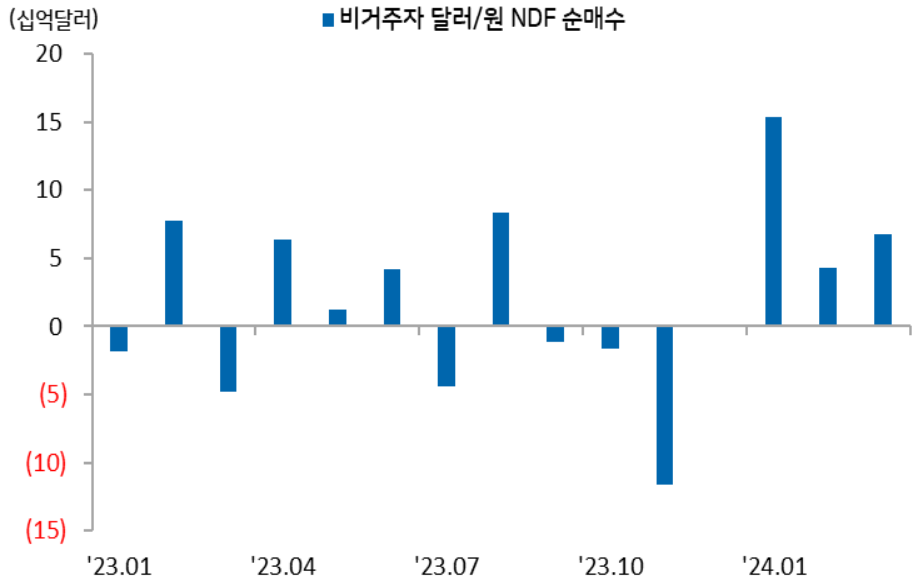
- ✓ 우리는 연간전망에서 2분기 고점으로 제시했던 1,420원은 유지하되 평균값은 1,360원에서 1,370원으로 소폭 상향 조정하기로 결정
- ✓ 연초 역외 롱 바이어스가 예상보다 강했고 시장 약달러 배팅 재료였던 연준 조기 금리인하 기대가 잦아들면서 여름까지 강달러가 대세
- ✓ 외환시장 달러 공급망 자체는 문제가 없지만 환헤지 전략 변경, 새로운 실수요 재료 부상 등으로 당분간 1,380원 중심 박스권 예상

2024년 달러/원 전망 분기 평균값 소폭 상향, 2분기 평균 1,370원 전망



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

1분기 환율 상승을 이끈 비거주자 NDF(역외) 롱 바이어스는 지속될 확률 高

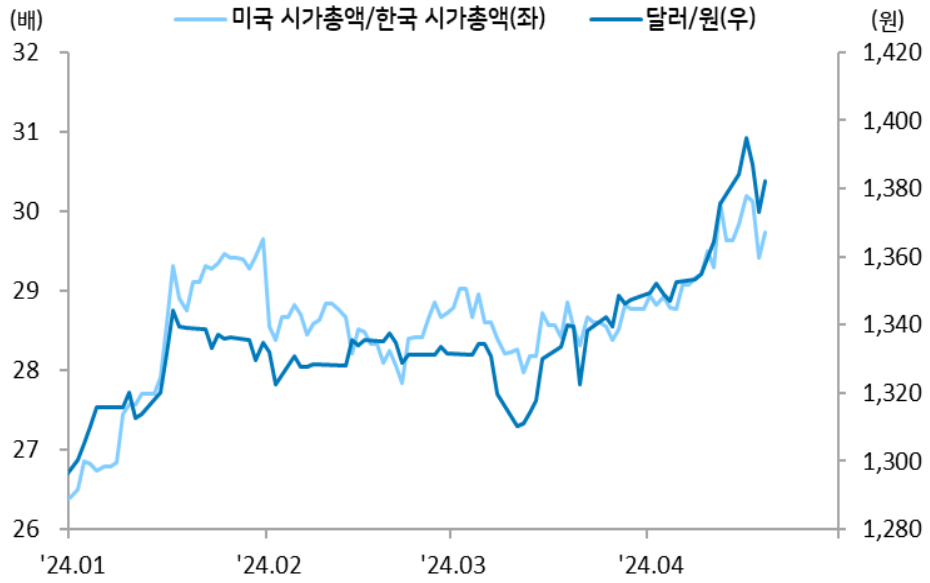


Ⅳ. No Crisis vs Yes Risk, 달러/원 상방 변동성 확대 경보 유지

달러/원은 상대적 자산성과 열세로 인한 상방압력 확대를 감안, 고점을 열어 둬야

- ✓ 한국 시가총액은 다른 국가와 달리 4월 이후 미국 기술주 차익실현에 연동되어 감소폭이 더 크게 반영되어 원화 약세 재료로 소화
- ✓ IMF 기준으로 미국과 한국 2024년 GDP 성장률 차이는 0.4%p로 원화는 상대적 자산성과에서 달러에 열세를 보일 수 밖에 없는 상황
- ✓ 미국은 소비와 투자 확대 덕에 성장이 꺾이기 쉽지 않은 반면 한국은 중국발 수요 회복이 관건, 당분간 달러/원 상방 변동성 확대 주시

원화는 단기로 봐도 상대적 자산성과에서 달러에 열세를 기록하고 있으며



미국과 한국 올해 GDP 전망 격차가 더 벌어지면서 원화 약세 압력 확대 예상

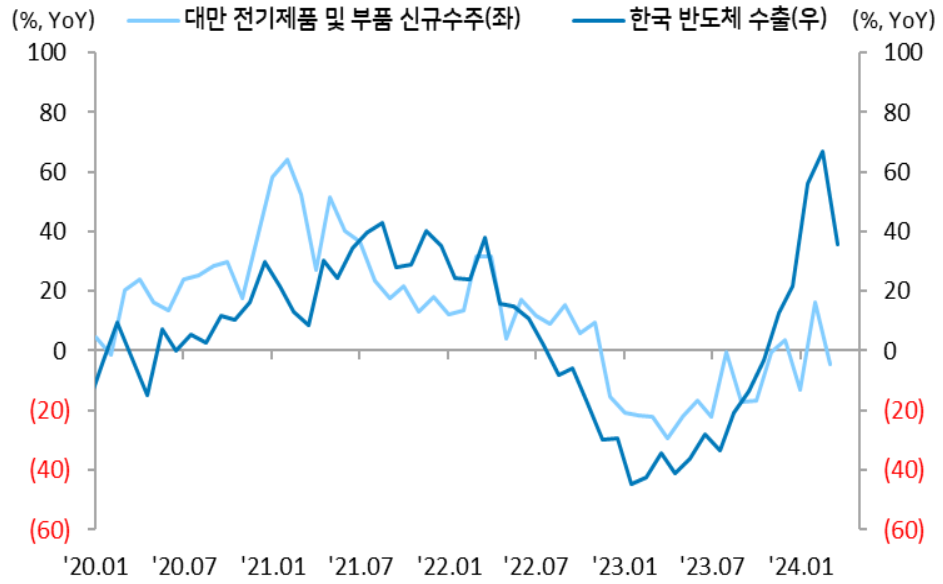
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅳ. No Crisis vs Yes Risk, 달러/원 상방 변동성 확대 경보 유지

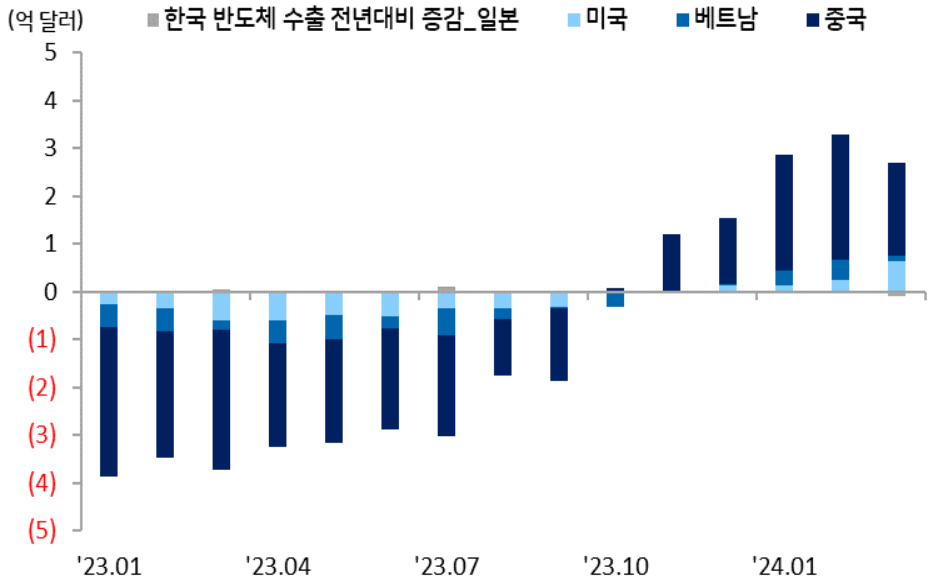
대중국 반도체 수출 기저효과 둔화되면서 국내 펀더멘탈에 대한 보수적 접근 유지

- ✓ 우리는 연초 예상보다 반도체 수출 회복이 빠르지만 중국발 기저효과 비중이 높아 지표 확인이 더 필요하다는 진단을 내린 바 있어
- ✓ 동일한 산업 펀더멘탈을 공유하고 있는 대만 신규수주를 보면 현재 반도체 사이클은 팬더믹 시절보다 회복세가 미약한 수준이며,
- ✓ 대중국 반도체 수출 기저효과가 예상보다 이른 시점에 둔화되기 시작하면서 대외수요 회복 여부가 중요한 한국 경제 낙관은 시기상조

반도체 수주는 2020년 사이클 대비 회복이 더뎌, 한국 반도체 수출도 둔화



1, 2월 급증한 대중국 반도체 수출은 3월 들어 기저효과가 반감되기 시작



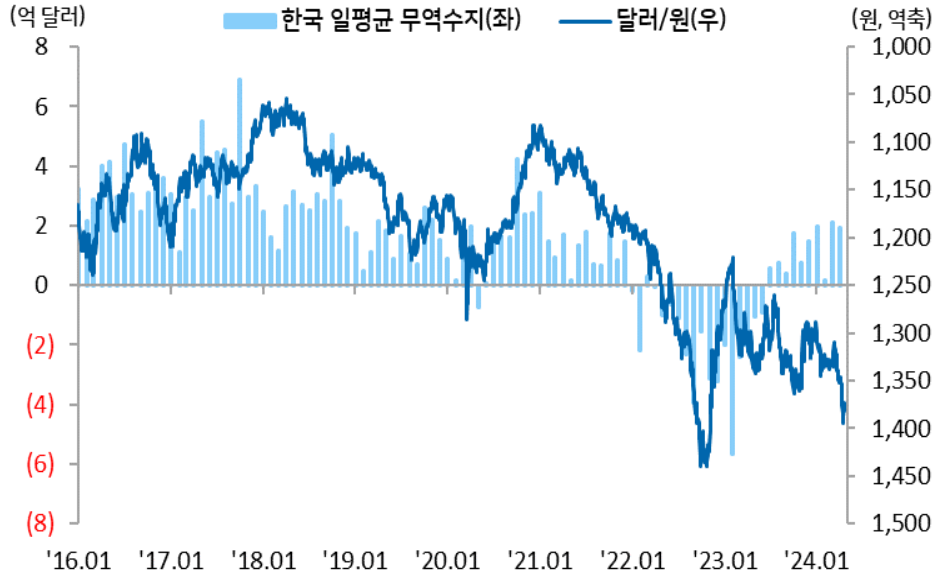
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅳ. No Crisis vs Yes Risk, 달러/원 상방 변동성 확대 경보 유지

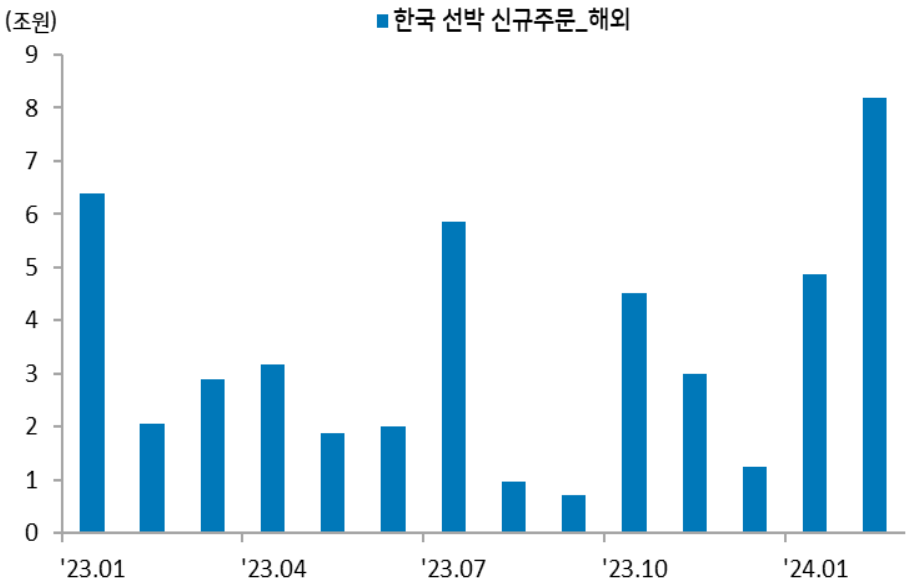
수급면에서 수출을 통한 외환시장 달러 공급 양호, 중공업 선박 수주도 제 2의 전성기

- ✓ 경기 현황, 전망과 별개로 외환 수급만 놓고 보자면 최근 환율 상승은 IMF, 금융위기, 팬더믹 처럼 달러가 부족해서 발생한 것은 아냐
- ✓ 무역수지는 작년 6월 이후 10개월 연속 흑자를 기록하고 있으며 중공업 선박 수주도 기대 이상의 실적을 기록해 달러 공급량은 증가
- ✓ 작년부터 시작된 달러/원, 무역수지 디커플링은 변동성 확대에 대응하기 위한 수출업체 환헤지 전략 변화, 새로운 수급 변수 등장 때문

무역흑자와 달러/원 상관관계는 2023년 이후 붕괴되어 디커플링 진행 중



중공업체 수주는 연초 이후 전년동기대비 54% 급증하며 수급변수로 주목



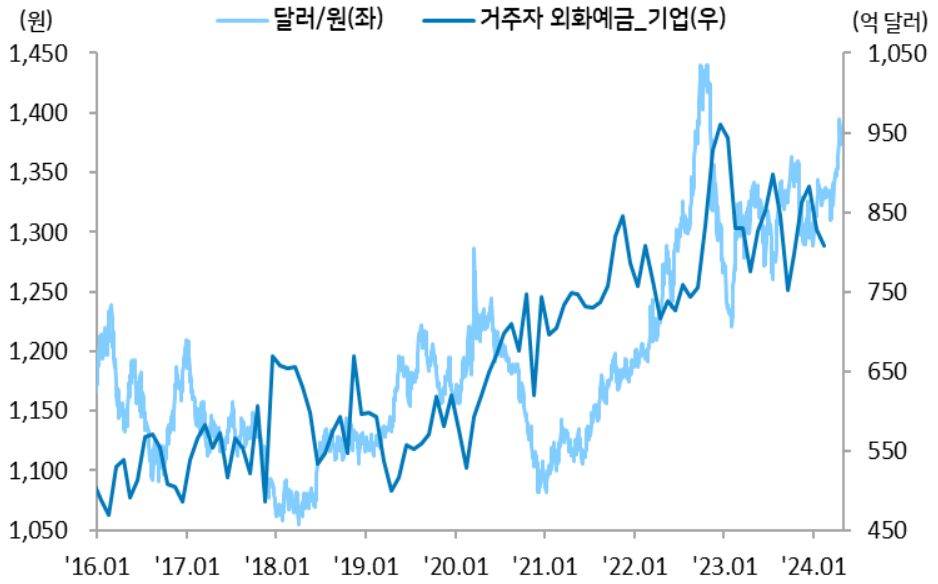
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅳ. No Crisis vs Yes Risk, 달러/원 상방 변동성 확대 경보 유지

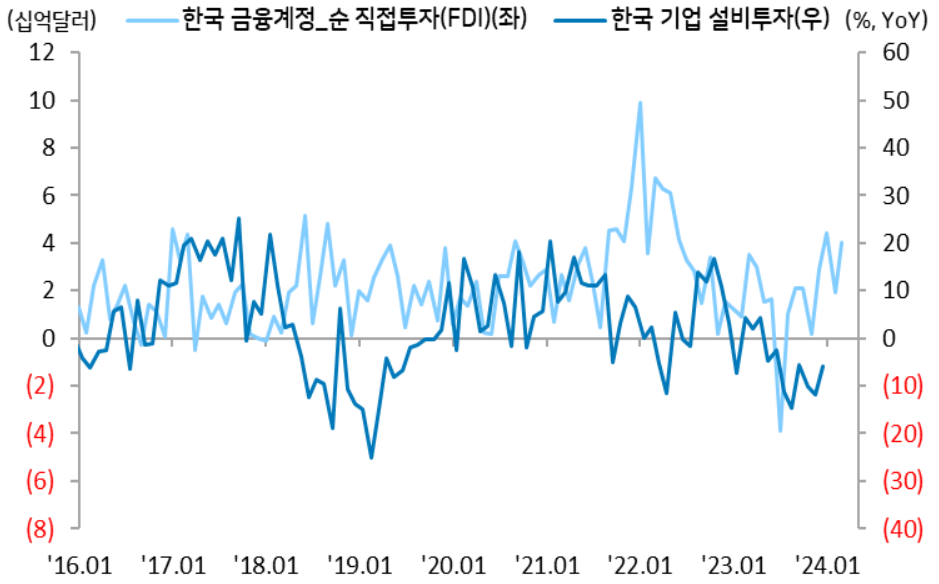
변동성 확대 이후 소극적인 수출업체 매도 대응 & FDI 환전 수요가 하방을 경직

- ✓ 수출업체 환헤지 전략 변경, 해외직접투자 확대는 1,300원을 새로운 달러/원 스탠다드로 만드는 데 직접적인 영향력을 행사하고 있어
- ✓ 2022년 환율 상방 변동성 확대로 파생한도 이슈를 경험한 중공업체는 고점확인 후 매도라는 소극적인 대응으로 환헤지 전략 변경
- ✓ 국내 반도체, 2차 전지 기업이 미국 현지에 생산기지 투자를 크게 늘리면서 원화 자금을 달러로 환전하는 실수요도 팬더믹 이후 급증

1,340원 초반 저항선 돌파 후 국내 기업은 환헤지를 유보, 외화예금으로 예치



반도체, 2차 전지 등 국내기업 미국 생산기지 건설 증가 -> 달러 실수요 확대



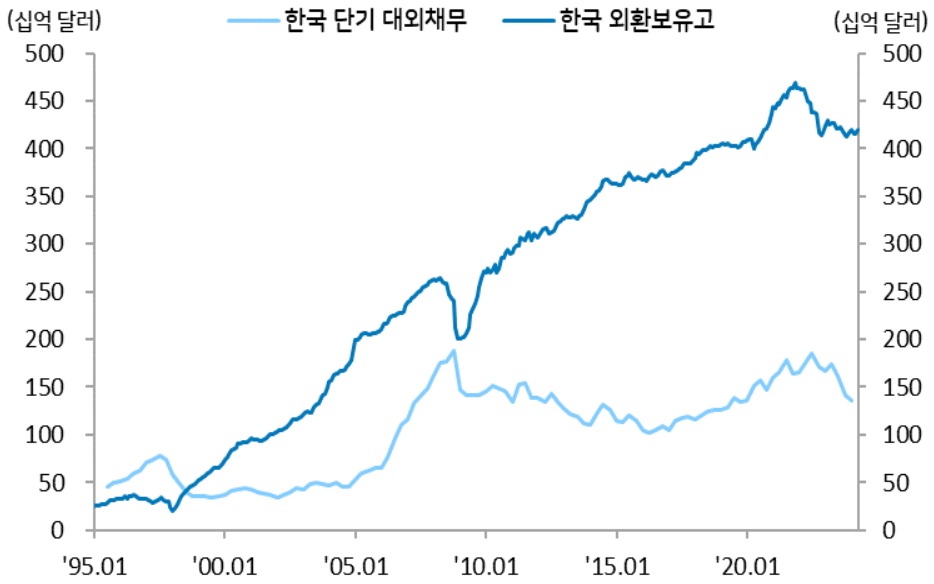
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅳ. No Crisis vs Yes Risk, 달러/원 상방 변동성 확대 경보 유지

달러/원 1,300원 후반 도달과 한국 외환위기 재발 가능성은 상관관계가 전무

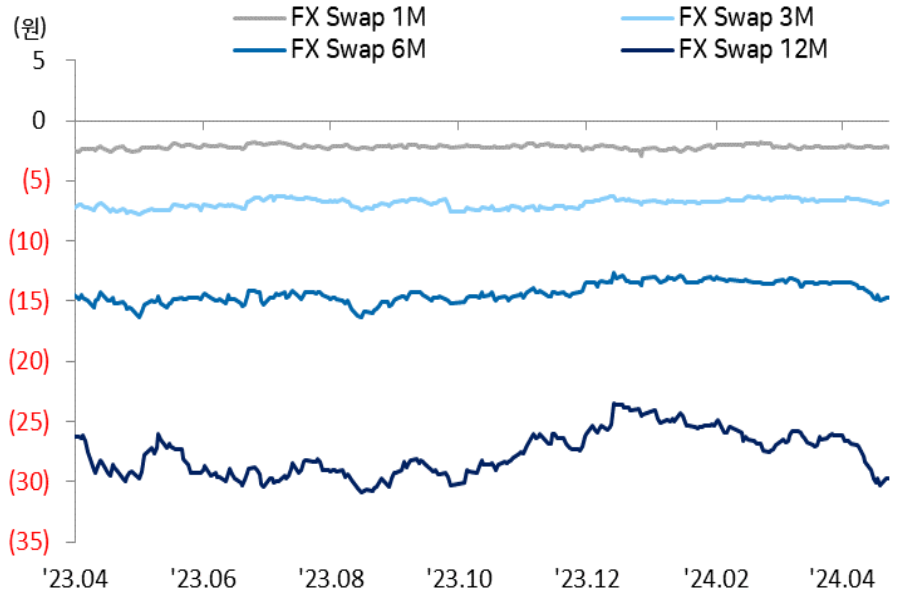
- ✓ 4월 환율 연고점이 1,400원에 도달한 이후 외환위기 및 외환보유고 적정 여부에 대한 우려가 다시금 화두로 떠오르기 시작했지만
- ✓ 한국이 보유한 단기 대외채무 대비 외환보유고 커버리지 비율은 약 3배를 기록, IMF와 금융위기 등 과거 위기 상황보다 훨씬 양호
- ✓ 달러 조달을 담당하는 FX스왑도 단기 구간은 안정적인 흐름 유지, 1년물 급락은 통화정책 전망 변경에 따른 손절성 롱스탑 영향이 커

단기 대외채무 대비 외환보유고 커버리지 비율은 3배, 달러 곳간은 충분해



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

달러/원 FX스왑은 단기구간은 안정적, 장기물은 손절성 롱스탑에 낙폭 확대



Appendix: 2024년 환율전망

주요국 환율전망 Table

Range	5월	2024년			2025년			
		2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
USD	105.0~108.0	102.0~108.0	101.0~108.0	100.0~106.0	102.0	100.0	97.0	95.0
	106.5	106.0	105.0	103.0				
KRW	1,350~1,420	1,330~1,420	1,300~1,380	1,280~1,350	1,290	1,280	1,260	1,230
	1,370	1,360	1,340	1,310				
EUR	1.03~1.08	1.020~1.080	1.040~1.100	1.050~1.110	1.09	1.12	1.13	1.15
	1.050	1.050	1.070	1.080				
JPY	153~158	151.0~160.0	142.0~152.0	134.0~143.0	132.0	128.0	125.0	120.0
	154.0	154.0	146.0	138.0				
CNH	7.22~7.40	7.20~7.50	7.10~7.40	7.05~7.35	7.10	6.90	6.80	6.60
	7.3	7.35	7.25	7.15				
USD/KRW FX Swap	(30.0)	(30.0)	(26.0)	(24.0)	FX Swap Point 1Y 기준, 분기 평균			

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 민경원).

본 자료는 고객의 투자를 돕기 위한 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당행이 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당행이 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고 자료로만 활용하시기 바라며 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종 결정을 하시길 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없으며 직간접적 손실이 발생해도 당행은 책임을 지지 않습니다.

본 자료는 자본시장법 상 조사분석자료가 아니며 조사분석의 독립성을 확보하기 위한 법적 제한을 받지 않습니다. 또한 법령 상 허용되는 범위 내에서 당행이 본 자료에 언급된 통화 및 관련 금융상품 등을 거래하거나 관련 금융서비스를 제공할 수 있으며 이와 관련해 당행이 이해관계를 가질 수 있습니다.

본 자료에 기재된 의견은 예측에 불과하며 별도 통지 없이 변경될 수 있고 일정한 주기로 업데이트 되지 않을 수 있습니다.

본 자료는 어떠한 경우에도 당행의 사전동의 없이 복사, 인용, 배포, 전송, 대여 및 변경될 수 없습니다