
2019년 외환시장 전망

주요 이슈 점검 및 환율 전망

2018년 11월 30일

Chief Economist 장보형



대내외 불확실성 뚫고 하향안정 재개 기대

- 연준發 충격 완화, 美中 무역분쟁의 재조정(환율조정에 초점) 등에 힘입어 달러 강세 완화 전망
- 이런 가운데 국내 양호한 외환 펀더멘털을 기반으로 2019년 원/달러 환율의 점진적 하락 재개 예상
- 다만, 여전히 대내외 불확실성이 큰 가운데 高변동성은 불가피(2010년 이후 연간 100원 이상 변동)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
저점	1102.6	1048.9	1070.1	1050.6	1008.4	1066.6	1089.7	1070.5	1054	1,040~ 1,140원 예상
고점	1277	1208.2	1185.6	1163.5	1121.7	1208.8	1245.3	1211.8	1144.7	
변동폭	174.4	159.3	115.5	112.9	113.3	142.2	155.6	141.3	90.7	

원/달러 환율, 연중 높은 변동성 시현

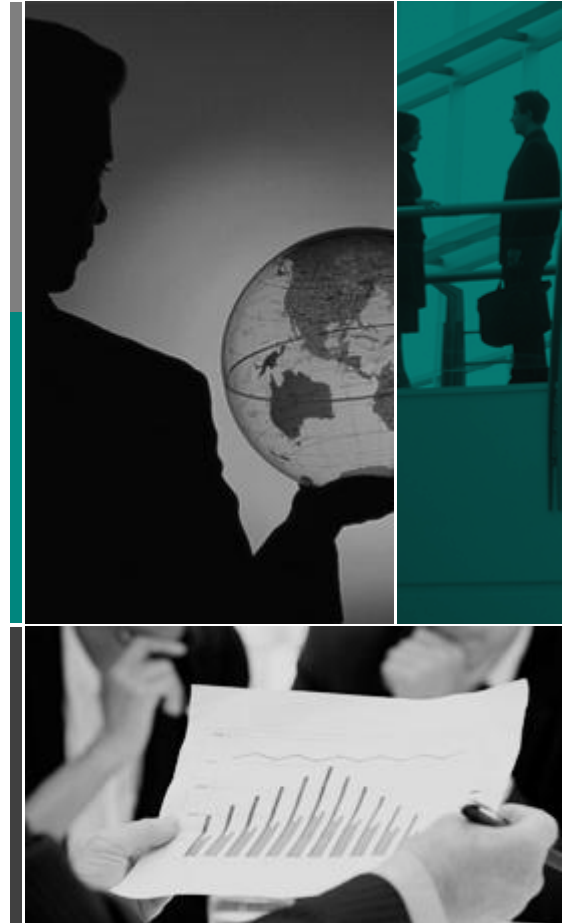


- 자료 : 하나금융경영연구소, 연합인포맥스

Contents

1. 격동치는 환율	4
2. 글로벌 달러 강세 재개?	7
3. 원화는 약체 통화 아니다!	13
4. 2019년 주요 환율 전망	19

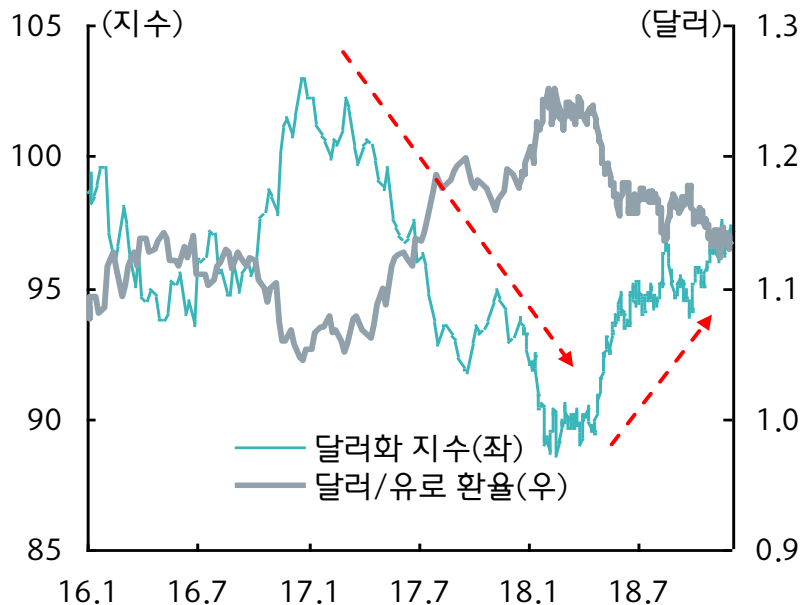
1. 격동치는 환율



글로벌 불확실성 증첩 속 달러화 반등

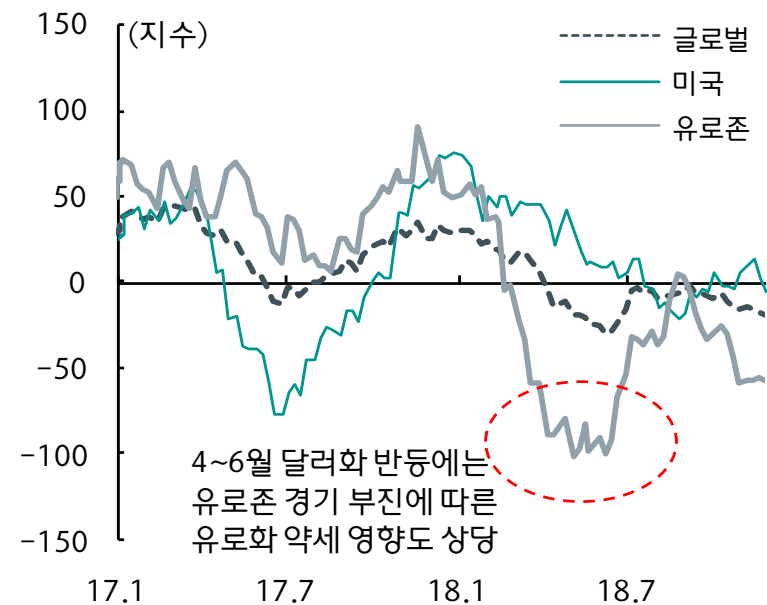
- 2017년 초부터 하락세로 전환된 달러화가 지난 4월 이후 다시 반등세 시현(저점 대비 10% 상승)
- 美 경제 호조에 힘입은 연준의 공세적 금리인상 기대와 美中 무역분쟁 및 신흥시장 불안 등이 배경
- 한편, 유럽 성장모멘텀 약화와 브렉시트 논란, 伊 정치리스크 등은 유로화 약세 유도 → 달러 강세 일조

달러화 지수와 달러/유로 환율 추이



- 자료 : Bloomberg

Citi Economic Surprise Index 추이

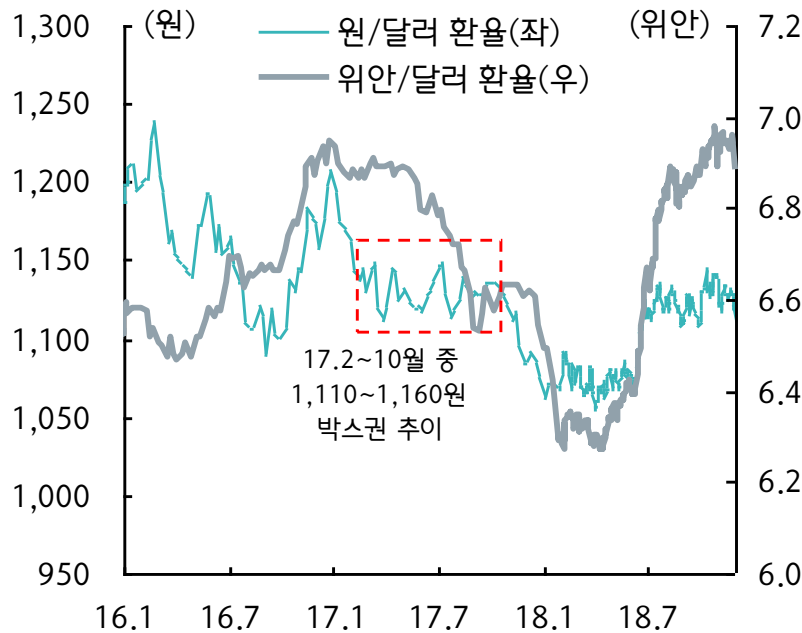


- 자료 : Bloomberg

중국의 위안화 급락 속 원화도 약세

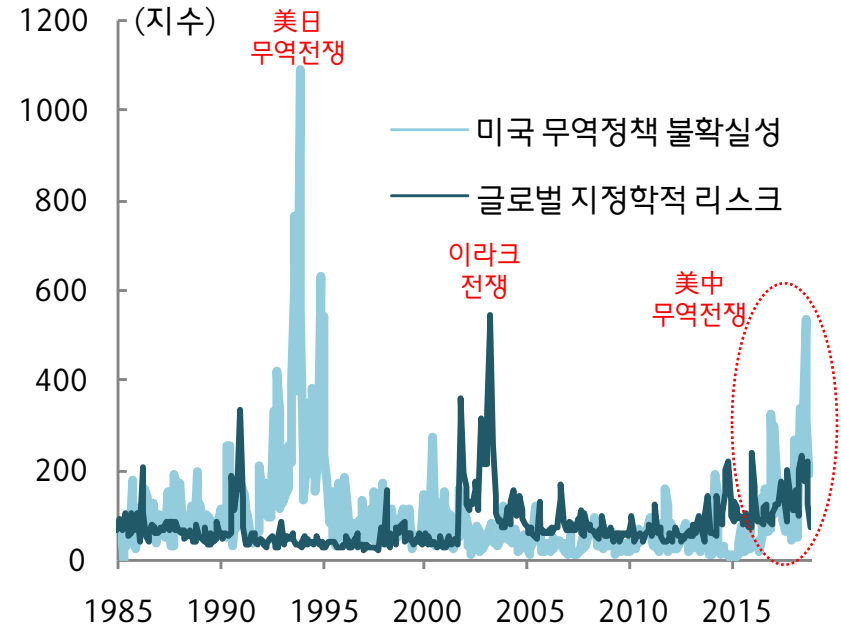
- 美中 무역분쟁 심화와 中 경기 우려 속 위안/달러 환율 급등(7위안 위협하며 '08.5월래 최고치 경신)
- 美 관세공격에 맞선 중국의 인위적 평가절하는 美환율조작 경고나 자본유출 우려 감안시 현실성 미미
- 위안화 약세와 맞물려 원/달러 환율도 1,140원대까지 급등했으나, '17.2~10월의 박스권 복귀에 불과

위안/달러 환율과 원/달러 환율 추이



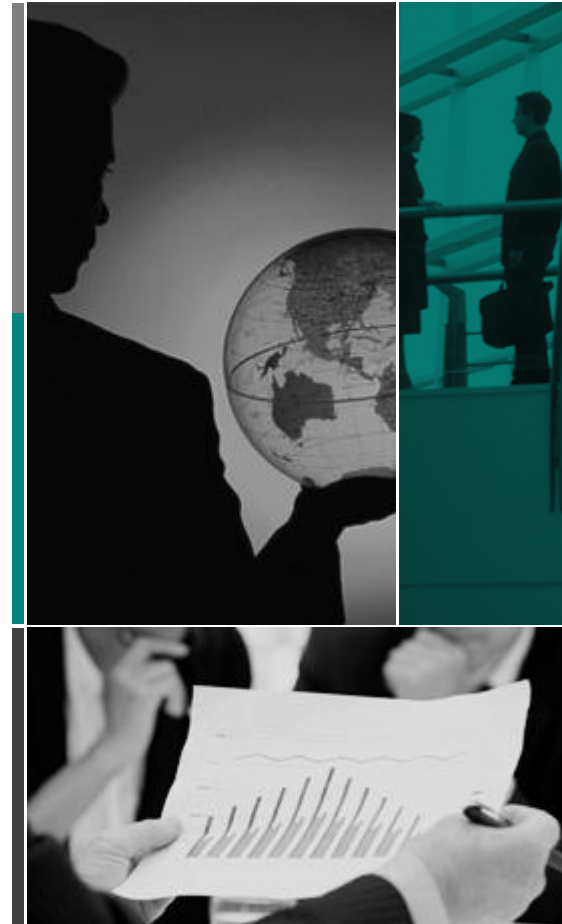
- 자료 : Bloomberg

美 무역정책 불확실성과 글로벌 지정학적 리스크



- 자료 : Bloomberg

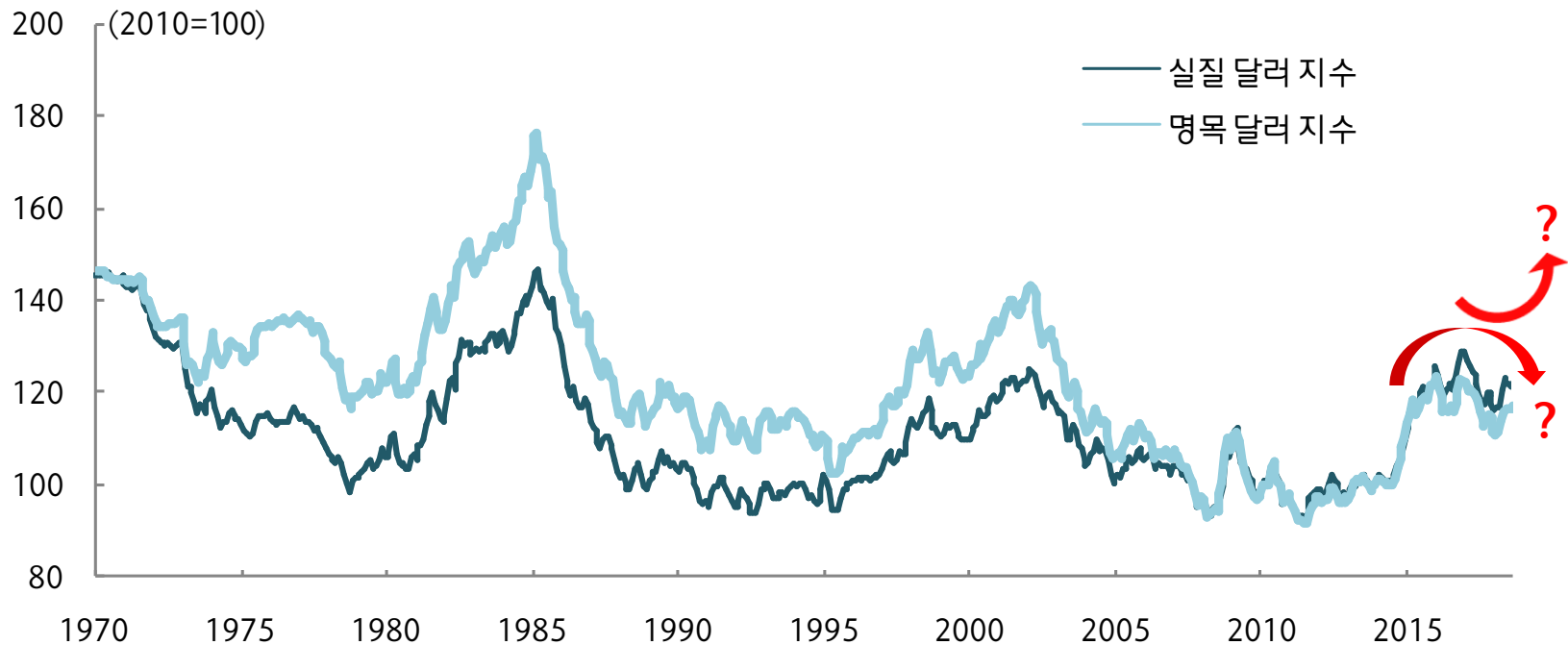
2. 글로벌 달러 강세 재개?



달러, 강세 재개인가? 일시적 조정인가?

- 실효환율 기준으로, 브레튼우즈 체제 붕괴 이후 달러는 10년 내외 약세장, 6년 내외 강세장 시현
- 직전 달러 약세장은 '02.2월~'11.8월 중 9년6개월 지속, 이후 '16.12월까지 강세장 5년4개월 지속
- 2017년부터는 달러 약세장 재개 조짐 → but 올 들어 다시 달러화가 반등하면서 그 향방 논란 가중

달러화 실효환율 장기 추이

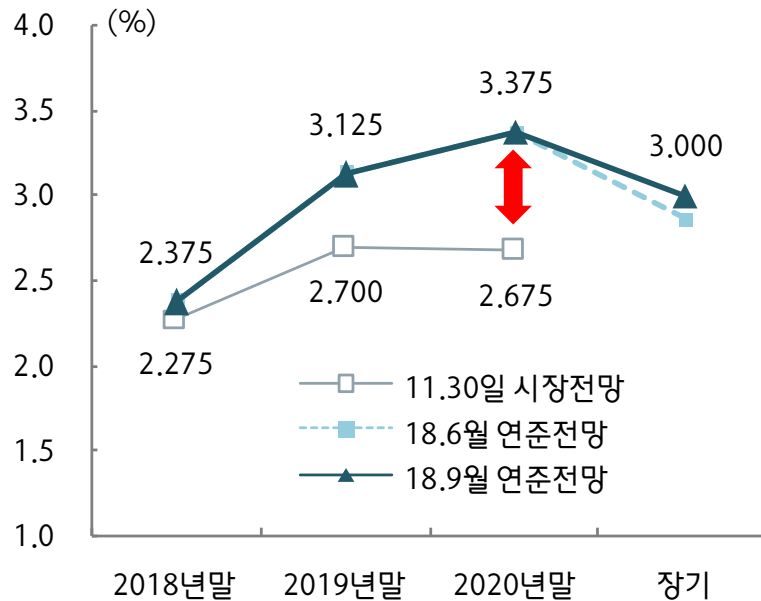


- 자료 : BIS(협의의 실효환율 기준)

연준發 달러 강세 압력은 제한적

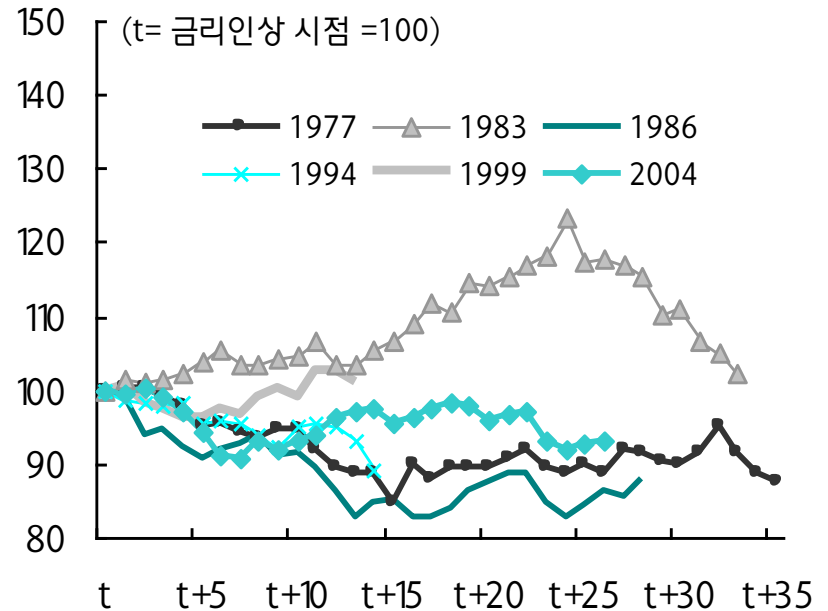
- 트럼프 감세 효과 퇴조 속 올 하반기 미국 경제의 고점 통과 → 연준의 공세적 금리인상 억제
- 연준은 2020년까지 총 5번 금리인상을 예고, but 시장에서는 내년까지 3번 이하 예상 → 달러 강세 억제
- 한편 과거 경험상 인플레이나 자산과열 우려가 아니라 경제성장에 기반한 금리인상은 달러 약세 요인

미국 기준금리 전망: 연준 對 시장



- 자료 : Fed, Bloomberg(연방기금금리 선물 기준)

연준 긴축기 중 달러 실질실효환율 추이

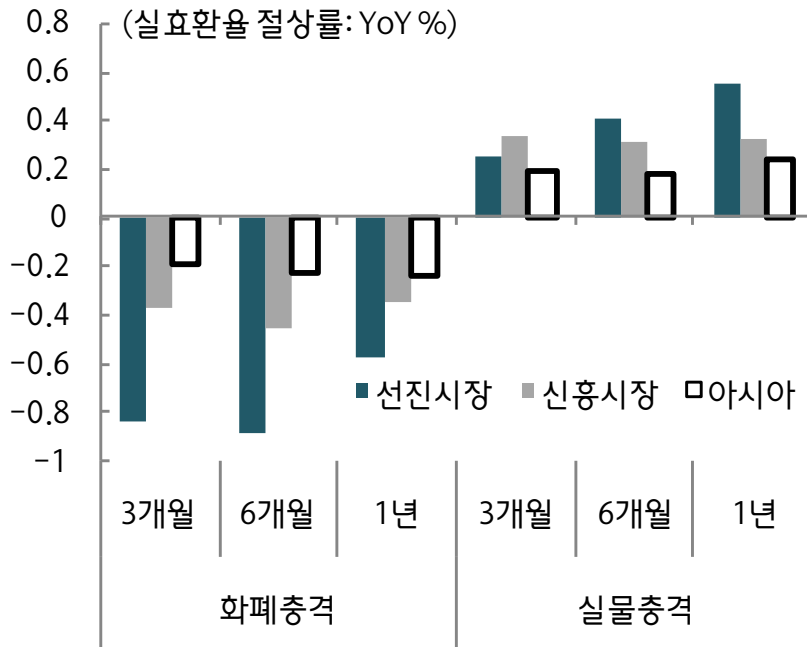


- 자료 : Thomson Reuters Datastream(월 기준)

[참고1] 연준 통화 긴축의 양면적 성격에 유의

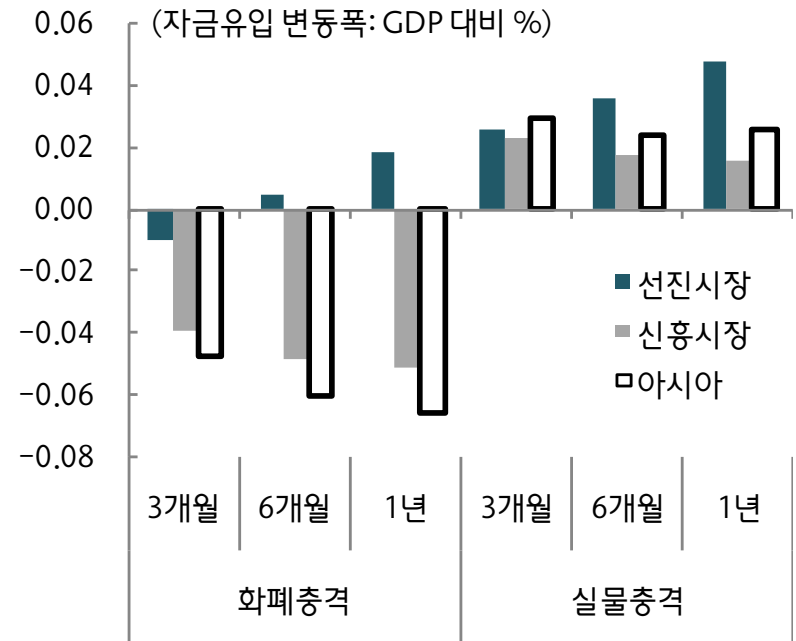
- 연준의 통화 긴축은 그 성격에 따라 대내외 경제나 금융시장에 양면적인 영향을 초래
- 통상적으로 경기회복을 반영한 자연스런 금리인상은 대체로 긍정적 영향을 발휘(“실물충격”)
 - 이 경우에는 시장금리 상승에도 주가가 상승하고, 경기는 양호한 흐름을 이어가는 한편 달러는 약세를 시현
- 반면, 자산거품이나 인플레이에 맞선 공세적 금리인상은 대체로 부정적인 효과 초래(“화폐충격”)
 - 시장금리는 초반 상승한 이후 경기둔화와 맞물려 다시 하락하고, 주가 하락 및 달러 강세, 신흥시장 자본유출 등 초래

통화긴축의 성격에 따른 환율 영향



자료 : IMF

통화긴축의 성격에 따른 자금흐름 영향

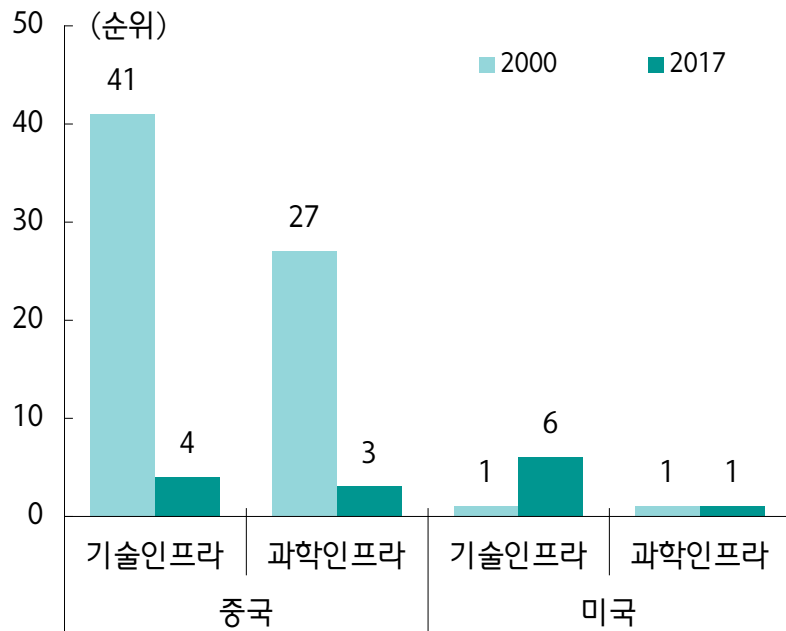


자료 : Fed

美中 무역분쟁의 성격변화 가능성

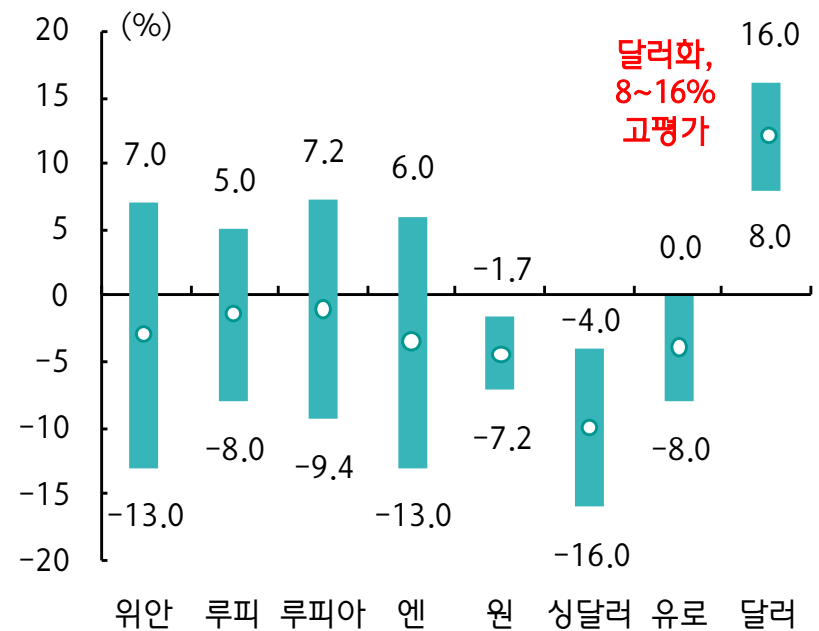
- 美中 무역분쟁은 본질적으로 신구 열강의 패권전쟁에 따른 ‘투키디데스의 함정’ → 장기화 불가피
- 하지만 그 초점이나 쟁점은 변화 가능: 사실 최근 쟁점은 단순한 무역 문제 아니라 지재권/기술 분쟁
- 또한 무역분쟁의 부정적 효과로 인해 점차 환율조정이 대안으로 부상(중국&트럼프&美민주당 선호)

美中 과학/기술 인프라 순위 비교



- 자료 : IMD

IMF의 적정환율 진단

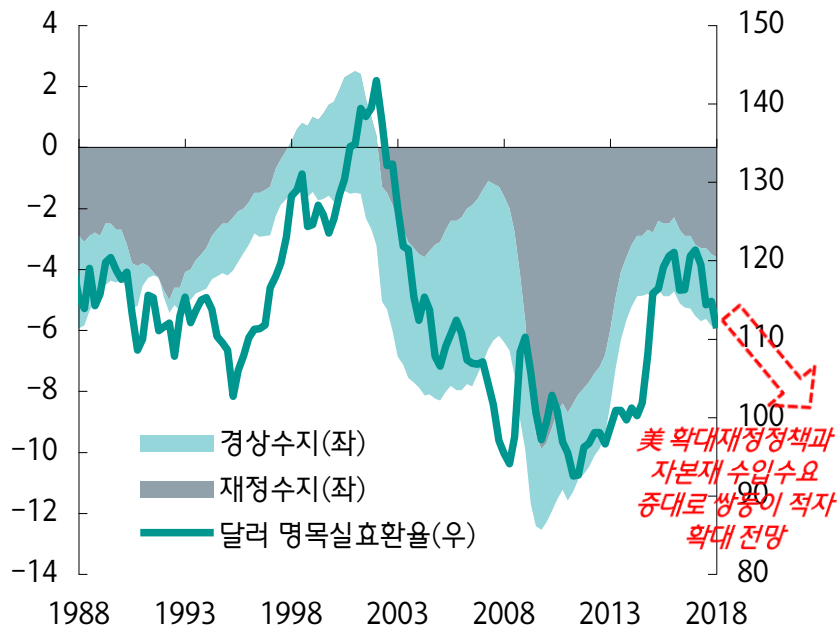


- 자료 : IMF(2017년 실질실효환율 기준, +는 고평가, -는 저평가 의미)

미국의 쌍둥이 적자에 따른 하중

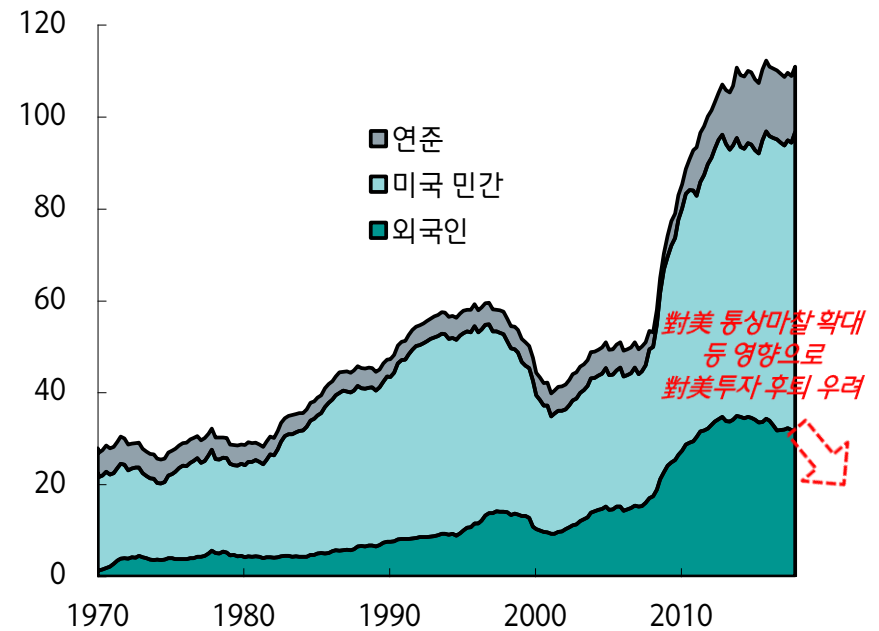
- 트럼프의 2조달러 감세와 1.5조달러 인프라 투자 계획으로 美 재정적자 확대 불가피
- 단기적으로 美 성장 강화는 달러 강세 요인이나, 美 경상적자와 결부된 쌍둥이 적자는 달러 약세 요인
- 순조로운 외자 유입으로 적자 보전시 달러 강세(1980년대 초반) 가능하나, 여전히 불확실성 팽배

美 쌍둥이 적자와 달러 실효환율 추이



- 자료 : Bloomberg

미국 국채의 주체별 보유 비중

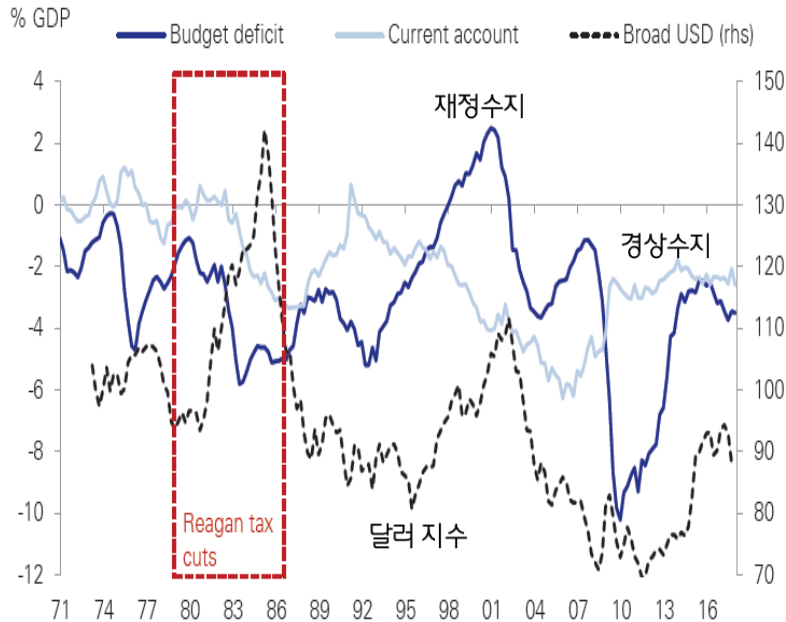


- 자료 : Bloomberg

[참고2] 적자 보전용 자금조달 곤란으로 달러 약세 선호

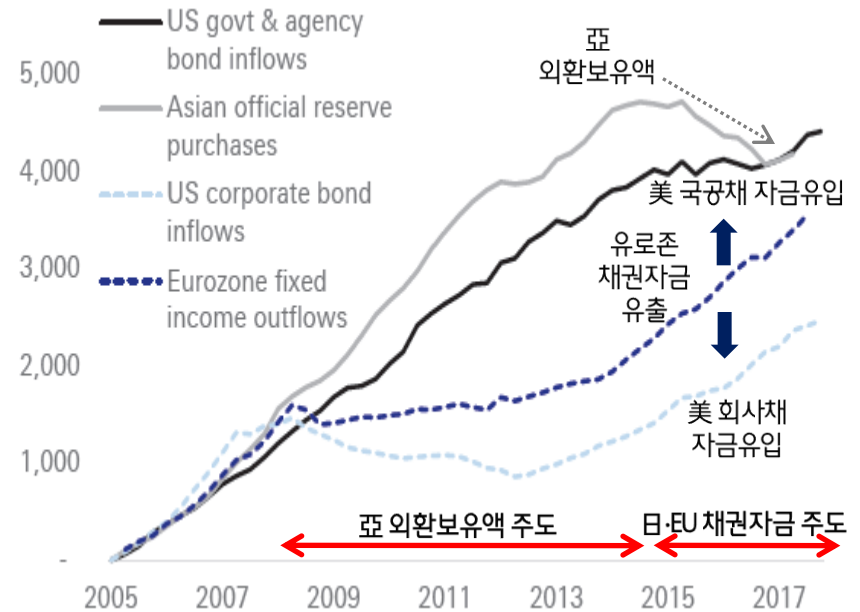
- 사실 쌍둥이 적자만으로 달러 약세 불가피한 것은 아니다! ex. 1980년대 초반 달러화 강세
- 다만, 지금은 적자를 보전할 수 있는 자본확보가 여의치 못해 → 특히 亞 중앙은행 및 日·EU 민간 신중
- 亞 외환보유액 축적 둔화(성장모델 전환, 시장개입 비판 등), BOJ-ECB의 출구전략 모색(對美 과잉투자 부담 상존)
- 따라서 금리인상이 필요하나, 생산성 개선 없는 금리상승 지속 불가 → 달러 약세 통한 수지개선 선호

쌍둥이 적자와 달러 강세의 병존



- 자료 : Deutsche Bank

美 적자 보전 주체의 변화

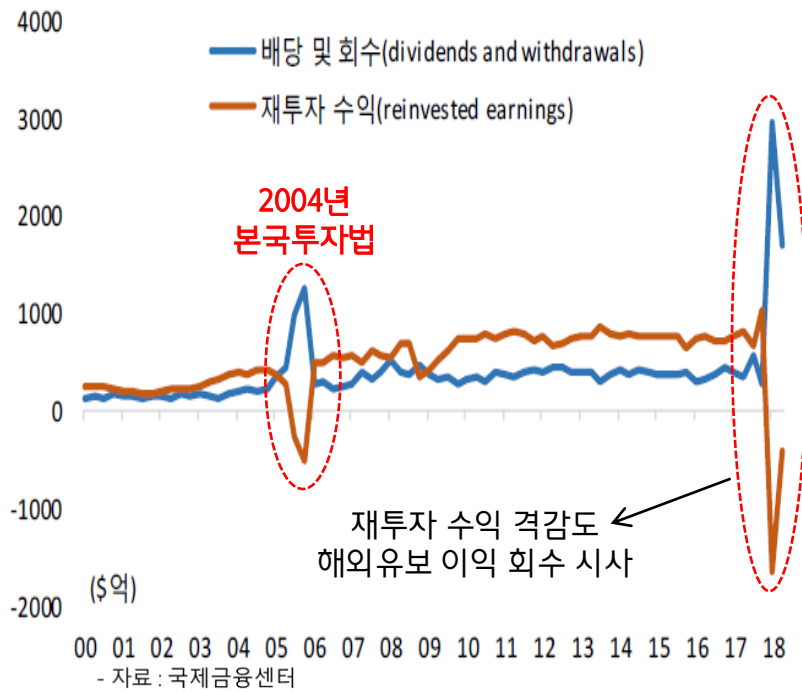


- 자료 : Deutsche Bank

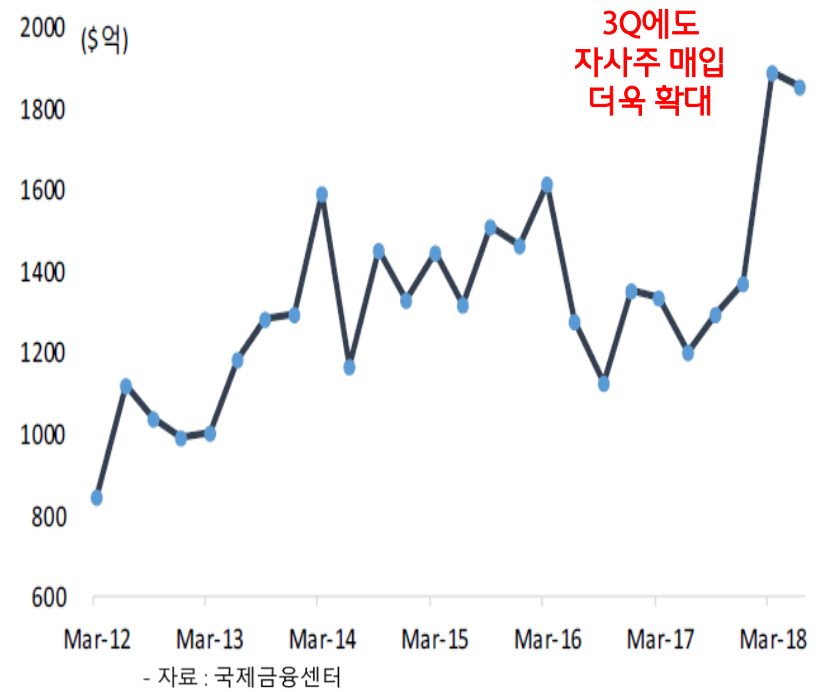
美 기업 해외수익 환수에 따른 달러 영향은?

- 美 적자 보전, 즉 자본유입과 관련해 올해 美 기업 해외수익(총 3조\$) 환수가 중요 지지대로 작용
- 특히 회수 가능성이 큰 유동성 자산은 1조\$로 추정되는데, 올 상반기에만 5천억\$(50%) 가량 회수
- 그 결과 美 단기금리 급등(>기준금리), 주가 상승(자사주 매입) 속 달러 강세 → but 추가 여력 미미

美 국제수지표 중 직접투자소득

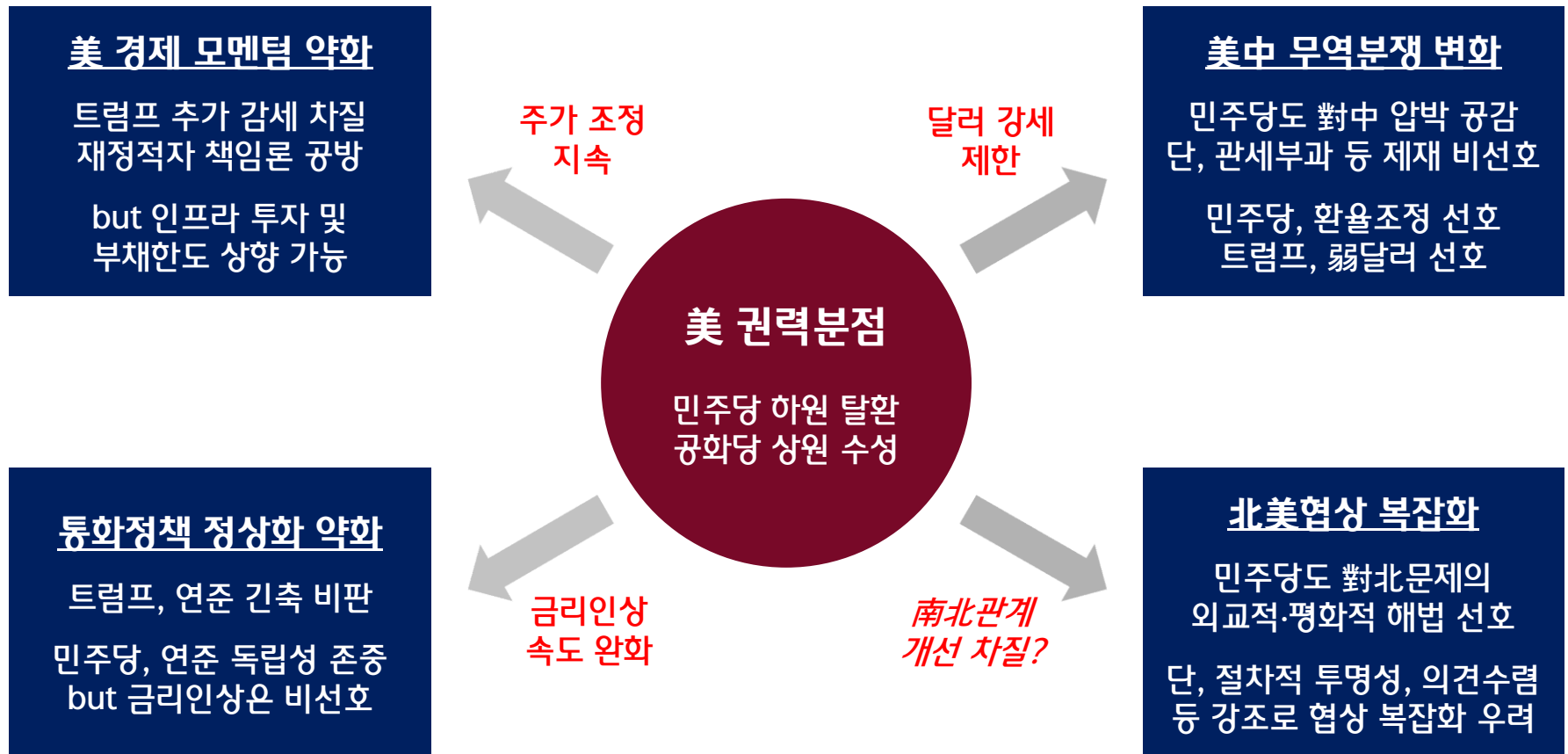


S&P 500 기업들의 자사주 매입 규모



[참고3] 美 중간선거 결과와 시사점

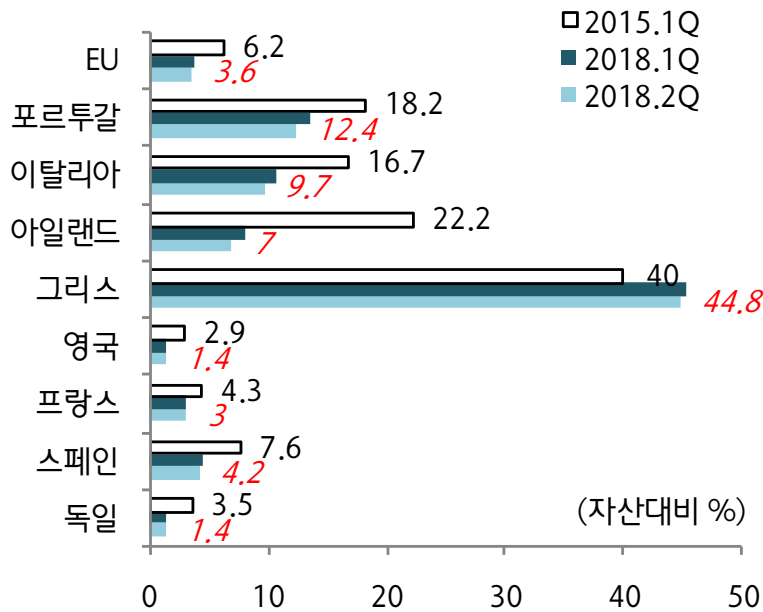
- 11.6일 중간선거 결과 민주당이 하원 탈환에 성공하면서 美 정치적 교착구도(gridlock) 초래
- 물론 시장에서는 권력분점에 따른 일방적 정책운영의 제약 등에 주목하면서 대체로 안도하는 모습
- 다만, 2020년 대선을 향한 트럼프와 민주당의 정치적 대립 격화로 인한 정치적 불확실성 증대에 유의



[참고4] 유럽 통합시스템의 붕괴 위험 억제

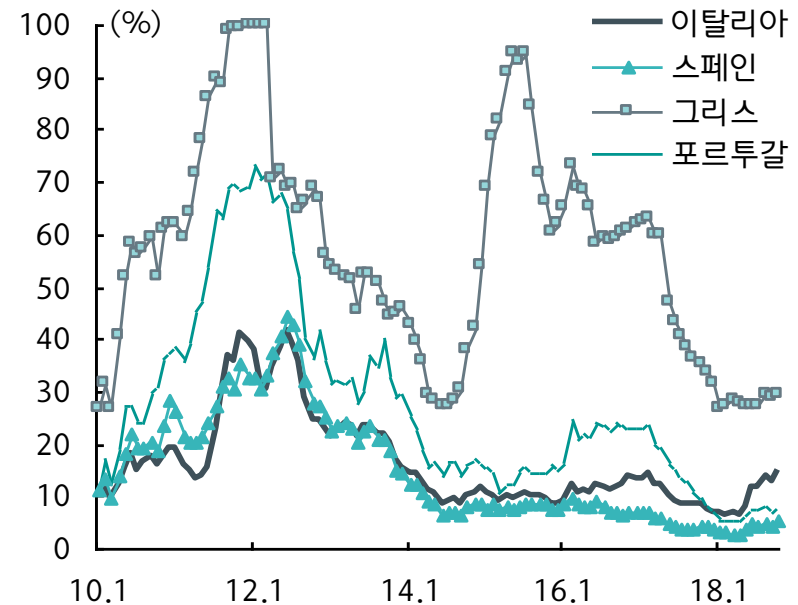
- 유로존 경기회복 모멘텀이 꺾이면서 역내 통합시스템의 취약성에 대해 시장 관심 재고조
 - 가령, 유로존 은행권의 對터키 익스포저 문제나 브렉시트 관련 불안 및 이탈리아 정쟁안 등 악재 속출 → 유로 급락
- 하지만 역내 은행시스템의 안전성이 개선되고 있고, 취약국의 부도 가능성도 크지 않다는 점에 주목
- 오히려 향후 역내 경기회복세가 완만하게 재개되고 ECB 통화정책 정상화가 본격화 될시 유로 강세 가능

유로존 은행의 NPL 비율



- 자료 : EBA

유로존 취약국 시장내재 부도확률

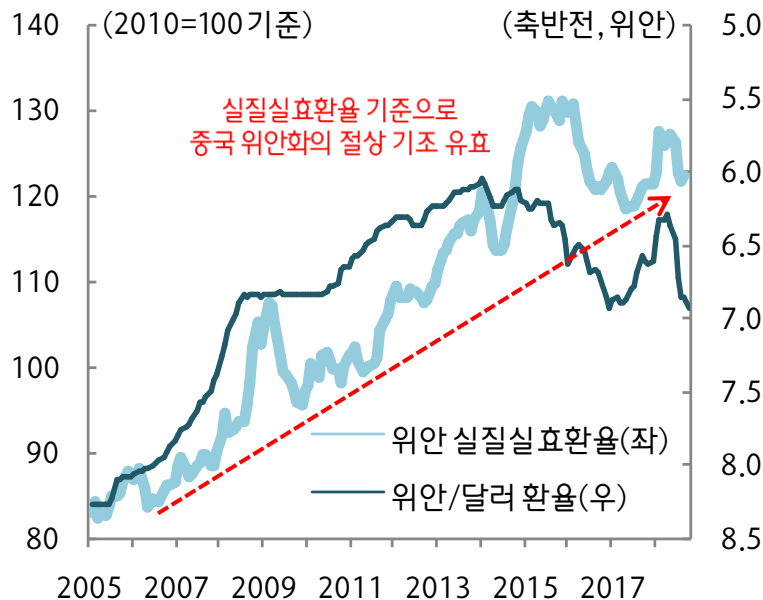


- 자료 : Thomson Reuters Datastream

[참고5] 위안화 약세, 지속 여력은 제한적

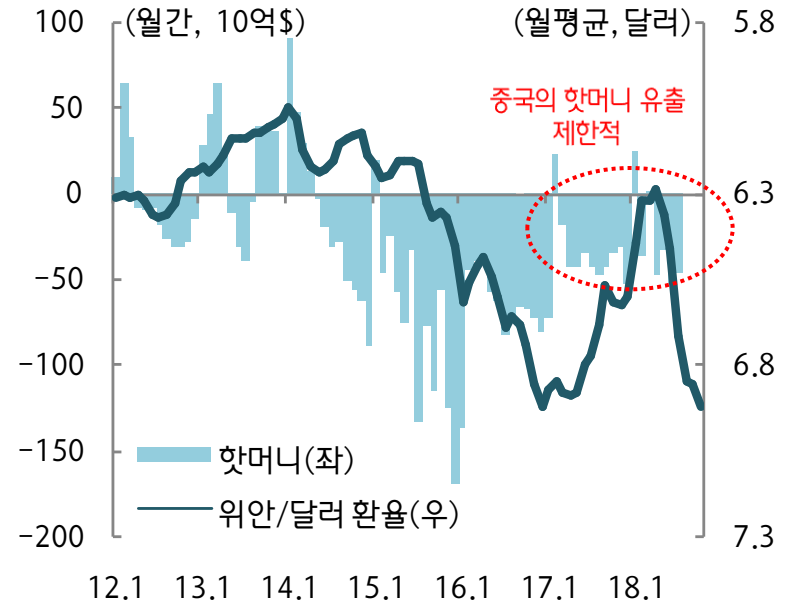
- 실질실효환율의 과도한 절상 부담을 위안/달러 환율 상승으로 상쇄 → 中 통화바스켓 기반 환율제도
- 중기적 견지에서 위안화 국제화, 투자 개방 등에 따라 실질실효환율 절상기조 유효(+ 글로벌 달러 약세)
- 다만, 美中 통상분쟁 심화 여파로 위안/달러 환율 상승(中 기준환율 산정시 “경기대응 조정요인” 추가)
- 하지만 자본유출이 거세지 않은 가운데 추가적인 환율상승 여력은 제한적이며, 인위적 평가절하도 부담

위안 실질실효환율과 위안/달러 환율



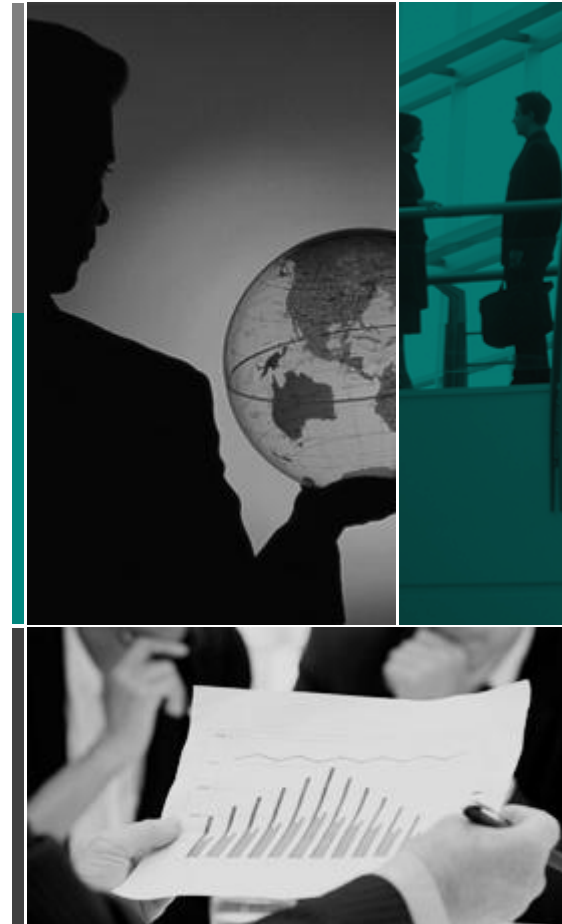
- 자료 : 한국은행, BIS

中 핫머니 유출입과 위안/달러 환율



- 주 : 핫머니=외환보유액 증감+외화예금변동-무역수지-직접투자수지
- 자료 : 한국은행, Bloomberg

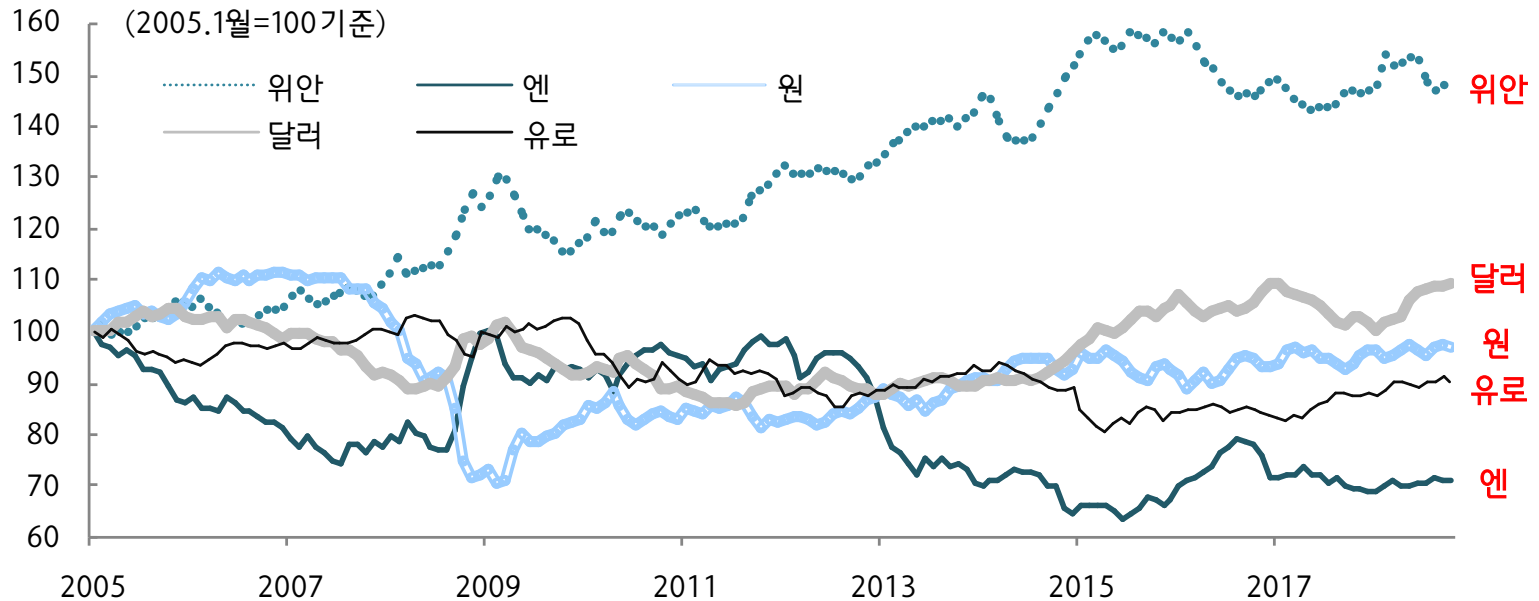
3. 원화는 약체통화 아니다!



원화 실질실효환율은 안정적

- 실질실효환율로 보면, 달러화의 경우 2011년 이후의 상승세가 최근 조정을 거치는 모습
- 유로화와 엔화는 2015년 이후 소폭 반등세를 보이고 있고, 위안화는 2015년 이후 절상세가 꺾인 추세
- 원화는 글로벌 금융위기 저점 이후 완만한 상승세가 지속되고 있는데, 2015년 이후 상당히 안정적

주요 통화의 실질실효환율 추이

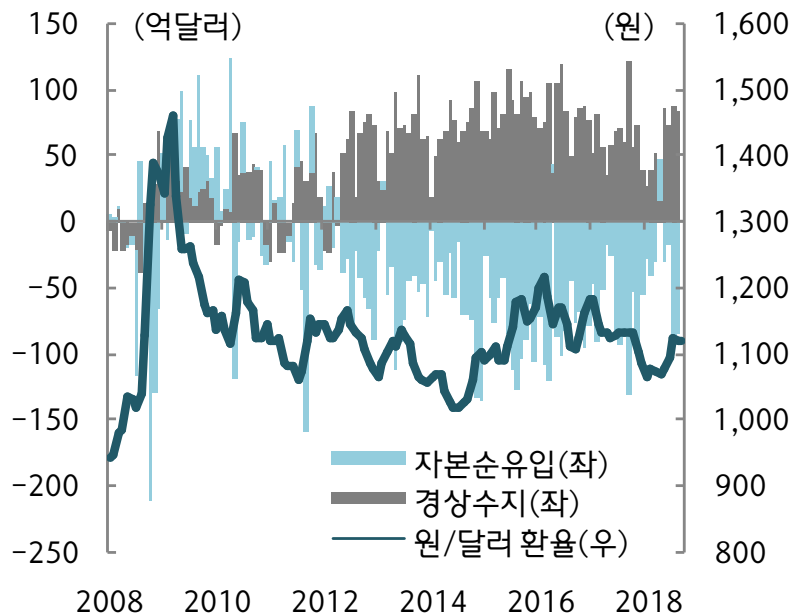


- 자료 : BIS(광의의 실질실효환율 기준)

경상수지 이상으로 자금흐름이 중요

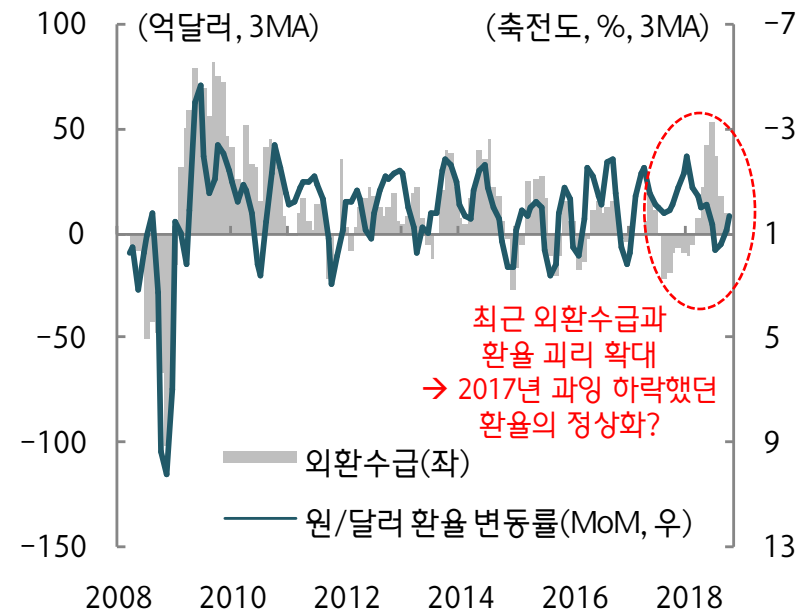
- 2015년 이후 경상수지 흑자 축소에도 불구하고 자본 순유출 축소에 힘입어 원/달러 환율 하락
- 최근 들어 경상수지 흑자가 다시 늘고 있으나 오히려 자본 순유출 확대로 인해 환율 상승 초래
- 경상수지와 자본순유입을 종합한 ‘외환수급’의 원/달러 환율 영향력 증대: 2008년 이후 상관성 -0.66

원/달러 환율과 경상수지 및 자본 순유입



- 자료 : 한국은행(자본순유입=자본수지-금융계정+준비자산)

국내 외환수급과 원/달러 환율 변동률



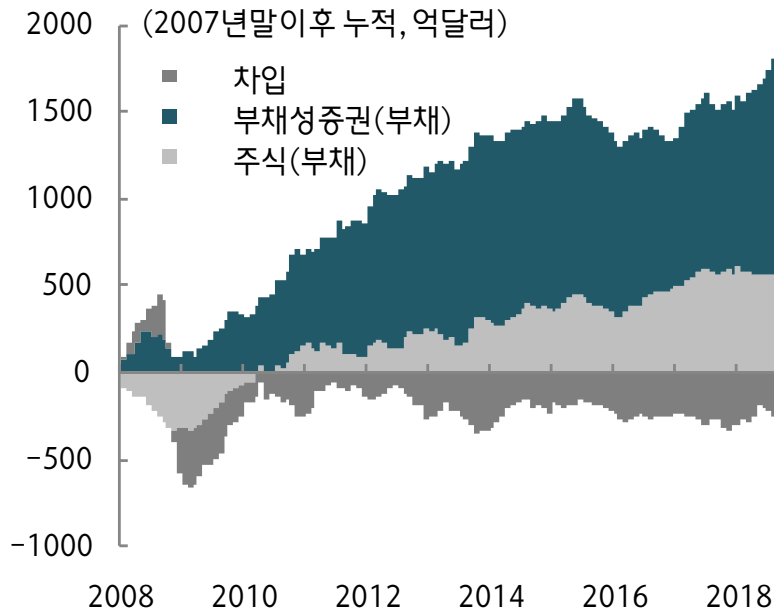
최근 외환수급과
 환율 괴리 확대
 → 2017년 과잉 하락했던
 환율의 정상화?

- 자료 : 한국은행(외환수급=경상수지+순자본유입)

외국인 자금유입 못지 않게 국내 해외투자 주목

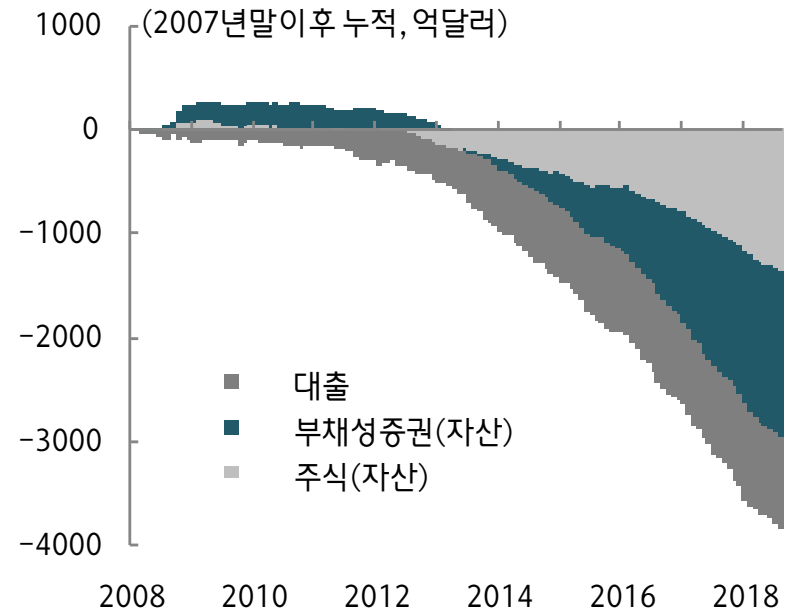
- 국내 외국인 자금유입의 구성 변화: 시스템 리스크 큰 차입 억제, 반면 포트폴리오 투자 급증
- 2015년 이후 외국인 자금유입이 다소 정체된 반면, 2013년 이후 국내 거주자의 해외투자 급증세
- 해외투자 증가는 환율 하락압력 상쇄 & 대외發 충격시 투자 환수로 환율 상승압력 억제(“準안전자산”)

국내 외국인 자금유입 누적



- 자료 : 한국은행(국제수지 기준)

국내 거주자의 해외투자 누적

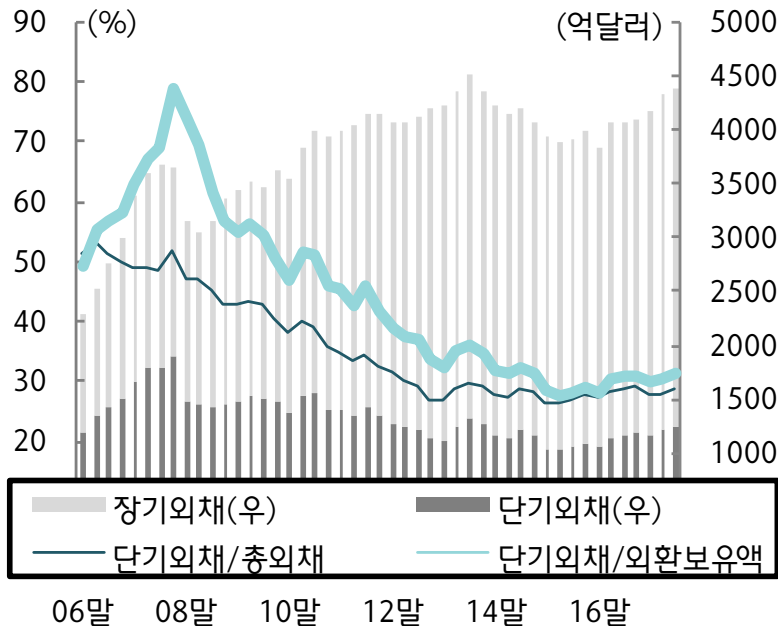


- 자료 : 한국은행(국제수지 기준)

[참고6] 신흥시장의 '원죄' 의식에서 벗어난 한국

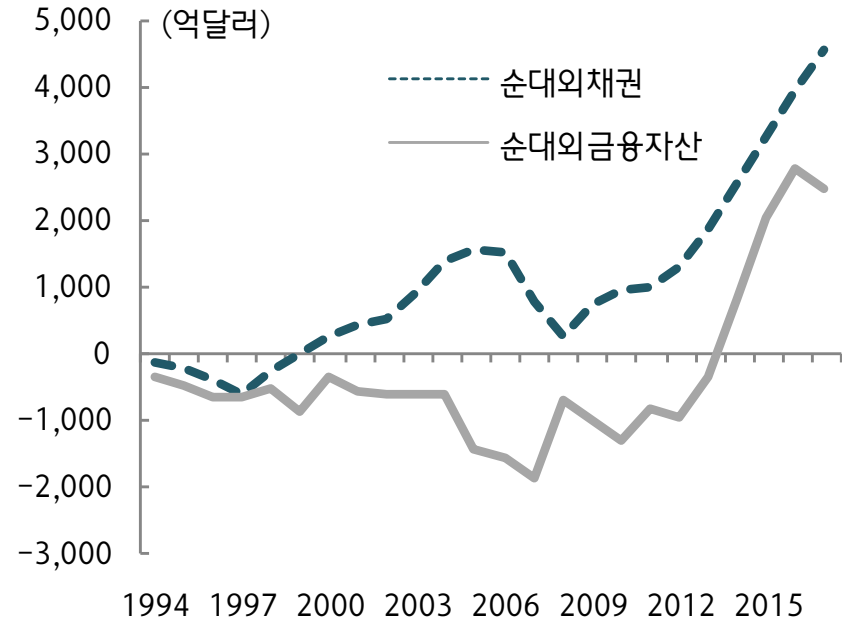
- 글로벌 금융위기 이후 우리 정부(韓銀) 등의 거시건전성, 특히 외환건전성 개선 노력이 주요
 - 금융위기 적전 50% 넘던 단기외채(/총외채) 비율은 최근 27%대로 추락. 또 2000년 순채권 & 2014년 순자산국 전환
- 대규모 경상흑자, 양호한 재정건전성, 외채구조 개선에 힘입어 신흥국 '원죄' 극복 → 이제 선진국?
 - 2013년 Taper Tantrum 당시 한국도 초기에 크게 흔들리기도 했으나, 이후 신흥시장 위기국과 빠르게 차별화

한국의 외환건전성 개선



- 자료 : 한국은행

순채권/순투자국으로 돌아선 한국

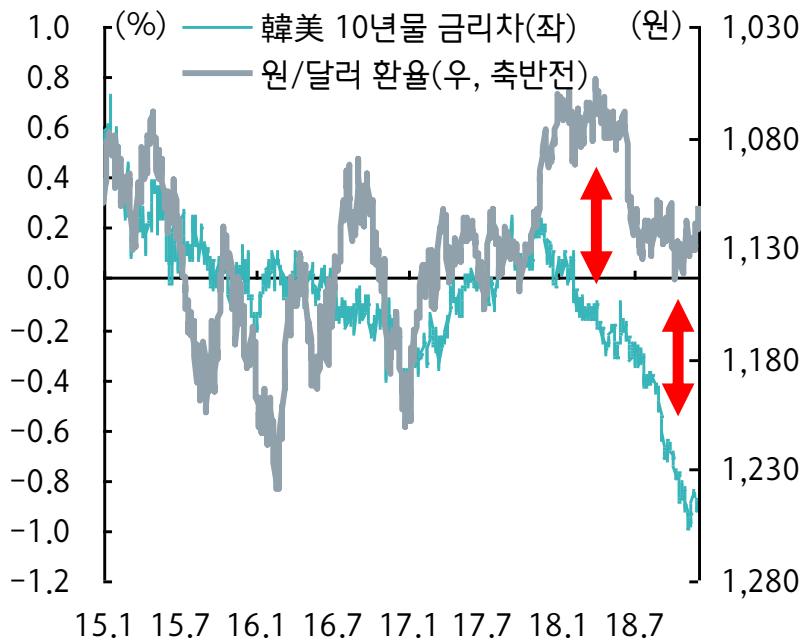


- 자료 : 한국은행

대내 금리차에 따른 환율 영향은 제한적

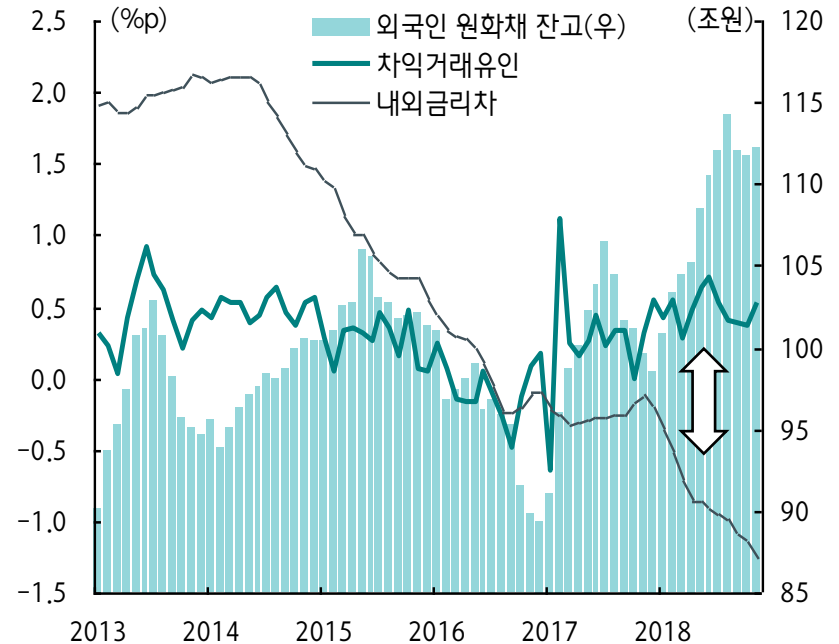
- 최근 연준의 통화정책 정상화 과정에서 韓美 정책금리 역전 및 시중금리 역전 현상 초래
- 이로 인해 원/달러 환율의 상승압력이 부각되나, 실제 자금유출입이나 환율에 미치는 영향은 모호
- 사실 국내 대외신인도 향상과 차익거래유인 확대 등에 힘입어 금리차 역전에도 자금이탈은 억제

韓美 금리차와 원/달러 환율



- 자료 : Bloomberg

차익거래유인과 외국인 원화채 잔고

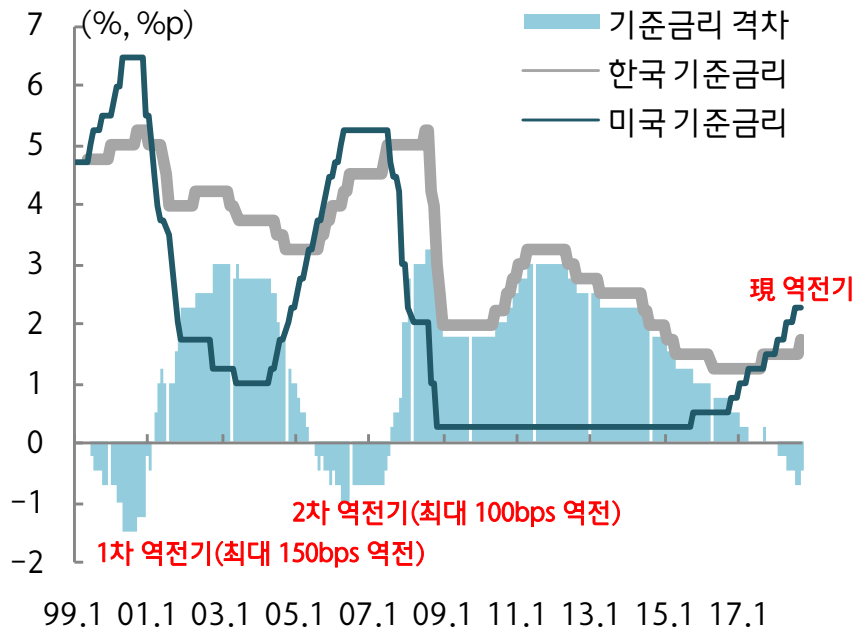


- 자료 : 연합인포맥스(차익거래유인=내외금리차-스왑레이트)

[참고기] 韓美 기준금리 역전에 따른 영향

- 3월 이후 韓美 기준금리 역전 본격화(11월말 현재 기준금리: 韓 1.75% < 美 2.00~2.25%)
 - 연준의 연내 1회 추가 및 내년 2회 이상 금리인상이 예상되는 반면, 韓銀은 추가 인상 힘들어 금리차 더욱 확대 전망
- 연준 금리인상기 중 韓美 기준금리 역전은 일반적인 일이며, 또 국내 영향도 대체로 완만한 모습
 - 과거 美 금리인상기에도 韓銀은 국내 경기상황 등을 근거로 2분기 이상 韓美 기준금리 역전을 허용하며 금리 동결
 - 1차 금리 역전기에는 차입 회수와 외국인 채권 매도로 자본유출이 이어지면서 주가 급락 및 환율 상승(금리는 급락)
 - 반면, 2차 금리 역전기에는 외국인 주식 매도에도 자금유입이 견조한 가운데, 주가 급등 및 환율 하락(금리는 상승)

韓美 기준금리 추이



자료 : Fed, Bloomberg

韓美 기준금리 역전기 국내 영향

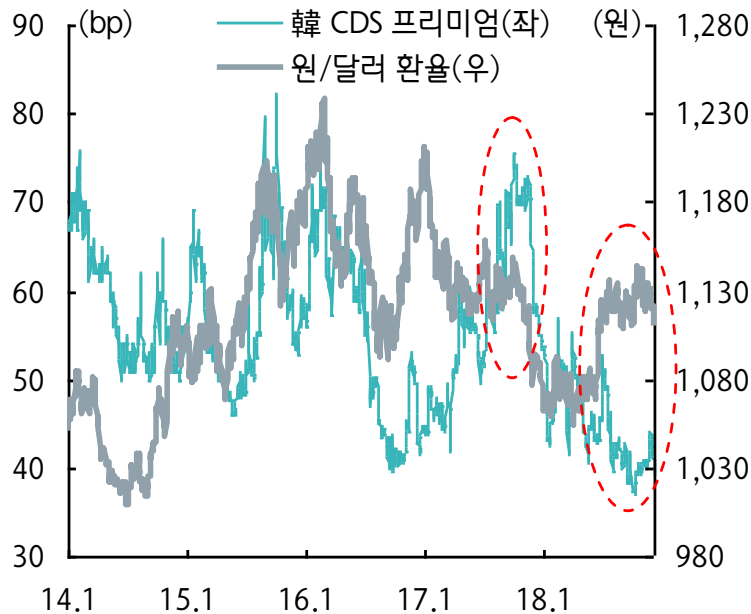
구분	1차 기준금리 역전기	2차 기준금리 역전기
시작일	1999.06.30일	2005.08.09일
종료일	2001.03.20일	2007.09.18일
외국인 주식 순매수	+14.1조원	-33.3조원
외국인 채권 순투자	(-31.4억\$)	+15.9조원
대외 차입	-173.3억\$	+698.3억\$
KOSPI 변동률	-40.8%	+69.2%
원/달러 환율 변동률	+12.0%	-8.4%
국고채 3년 금리 변동폭	-157bp	+96bp

주 : 금융시장 가격변수는 시작일 전일 종가 대비 종료일 종가 기준, 자금흐름은 1차 기준금리 역전기 99.7월~01.3월 기준, 2차 역전기는 05.8월~07.9월 기준
 자료 :: Bondweb, 한국은행

북핵 리스크 딛고 이제는 평화 배당금?

- 한국의 국가신인도에는 한반도 긴장이 선반영되어, 남북관계 개선은 우리 신인도에 긍정적
- 실제 북핵 위험 속 달러 약세에도 환율하락 억제, 반면 남북관계 개선으로 달러 강세에도 환율상승 억제
- 특히 최근 CDS프리미엄 하향 안정 → 원화에 대한 신뢰도 증가 → 향후 환율 하향안정에 무게

원/달러 환율과 CDS 프리미엄 추이



- 자료 : Bloomberg

모건스탠리의 시나리오별 전망

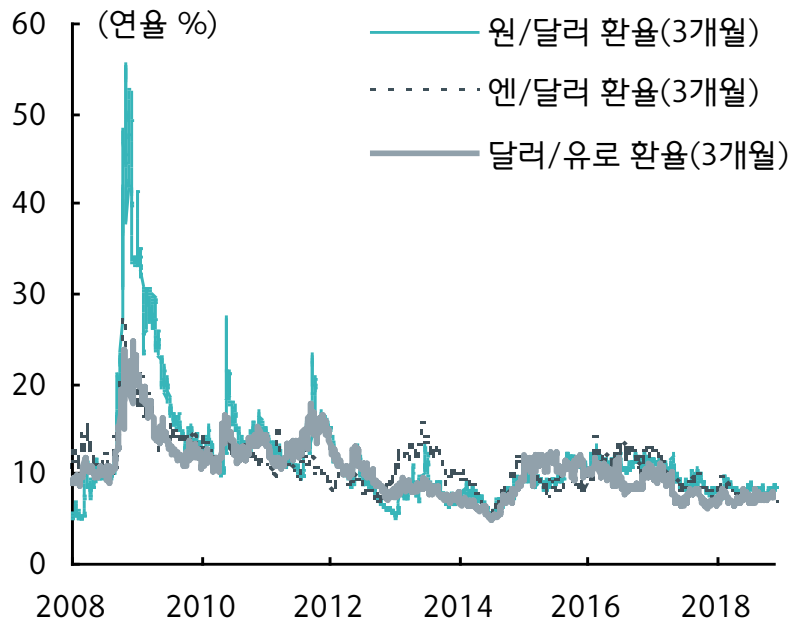
시나리오	실물경제	주가	환율
Breaking the ice (경제적 관계 재확립 및 관계개선)	- 개성공단 재개, - 금강산 관광지역 재개발, - 라진-카산 프로젝트(Rajin-Khasan logistics project) 재개, - 남북간 철도 연결, - 북한지원 재개 및 공동경제영역 개발	- 지정학적 리스크 완화로 코스피 6~8%(2,700~2,750) 상승 여력 - 저평가대형주, 인프라, 브로커리지, 여행업 수혜	- 원/달러 환율이 여타 요인과 더불어 1,060 이하로 하락 가능
Becoming more Engaged (재화, 용역, 자본 이동 자유화 등 북한경제개방)	- GDP의 20~30% 수준의 투자 증가 - 북한 5~7.5% 수준의 성장 전망, - 연간 90억달러 수준의 인프라 및 FDI투자기회 발생 - 낮은 정책비용으로 완만한 성장	- 외국인투자자본 유입 확대 - 코스피 시장 10~15% 강세로 Korea discount 해소 - 의료, 수송, 건설, 금융, 소비재 및 레저 산업 수혜	- 한국의 성장잠재력 증가로 1,020 하향 돌파 가능
Uneasy equilibrium Remains (대화 단절)	- 미국, 중국, 한국간의 지정학적 위험 및 긴장 확대	- 코스피 시장 약세 및 북한관련주 취약성 확대	- 리스크 프리미엄 증가로 완만한 원화약세

- 자료 : Morgan Stanley(자본시장 연구원에서 재인용)

원/달러 환율에 대한 불안심리 완화에 주목

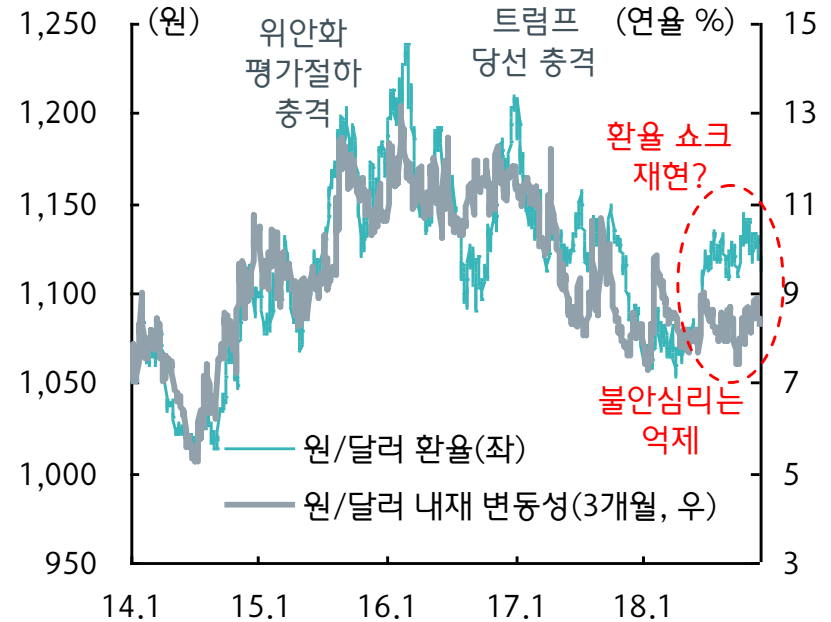
- 소규모 개방경제국 속성상 대외 불확실성의 부침에 따른 원/달러 환율의 변동성 위험은 상당히 커
- 하지만 글로벌 금융위기 이후 원/달러 환율의 내재변동성은 상당히 낮은 수준에 억제(주요 통화와 유사)
- 실제로 최근 환율 쇼크 재현 우려에도 불구하고 정작 내재변동성은 하향 안정세 → 환율 쇼크 억제

주요 환율의 내재변동성 추이



- 자료 : Bloomberg(3개월물 통화옵션의 내재변동성)

원/달러 환율과 환율 불안심리

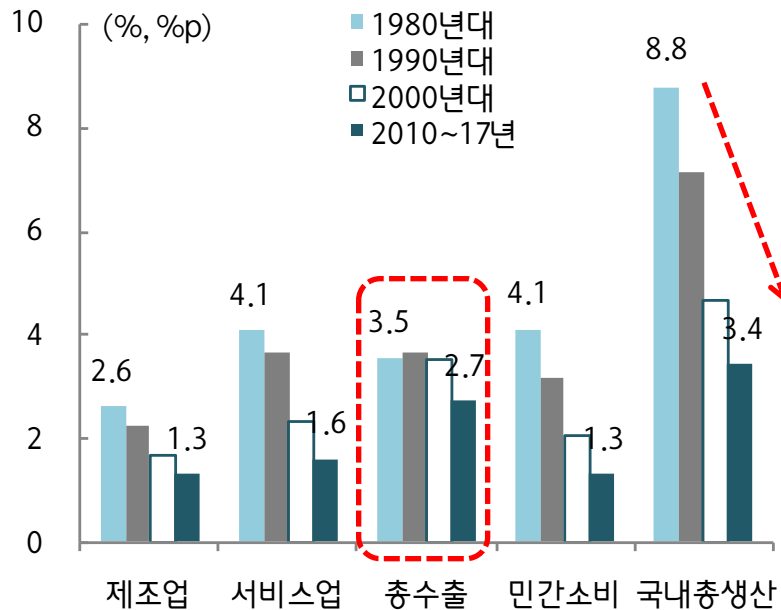


- 자료 : Bloomberg(환율 불안심리는 3개월물 통화옵션의 내재변동성 기준)

[참고8] 韓美 정책 당국의 원화 절상 공조 가능성

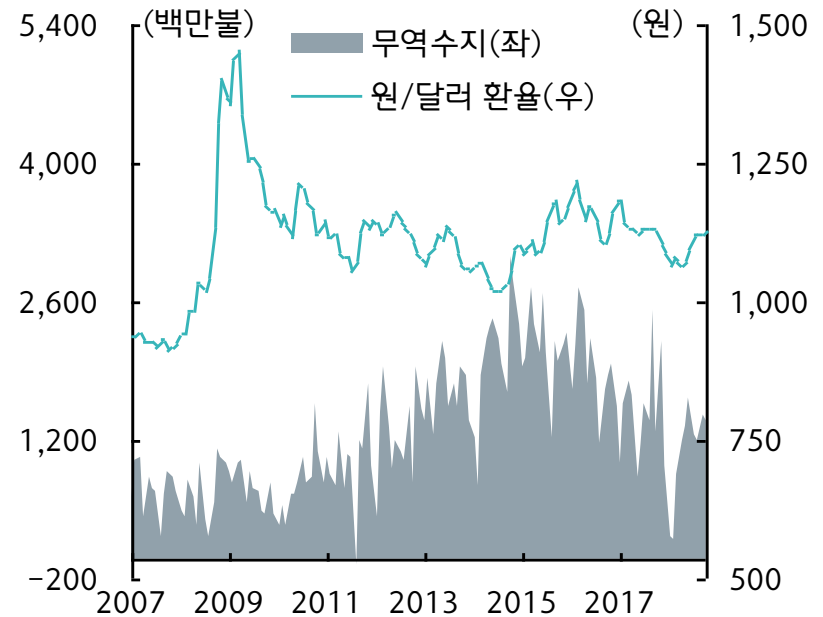
- 신정부 소득주도 성장 정책은 수출·투자(기업)에 편중된 성장력을 소비(가계) 위주로 재편
→ 이를 위한 해법 중 하나가 원화 절상을 통한 실질구매력 증대: 원화 절상에 대한 “소극적 방임”?
- 트럼프 정부의 주요 정책목표도 美 무역적자 억제: 韓美 FTA 폐기 대신에 환율 재조정으로 대응?
→ 韓美 정책당국의 원화절상 공조가 본격화 될 경우 중기적으로 원/달러 환율 1,000원 이하도 가능

한국 경제의 불균형 심화



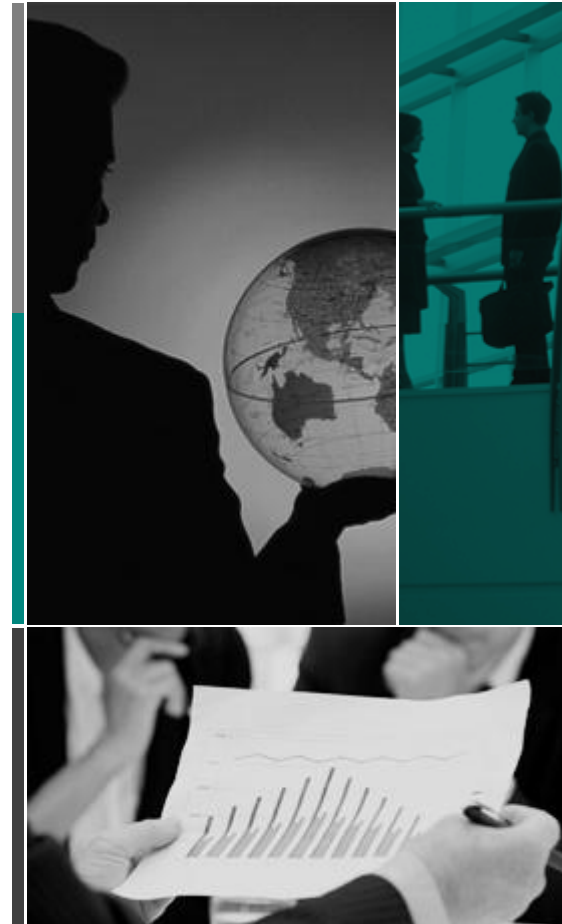
- 자료 : 한국은행(성장기여도 기준)

원/달러 환율과 對美 무역수지



- 주: 원/달러 환율은 월평균 기준
- 자료 : Bloomberg, 무역협회

4. 2019년 주요 환율 전망



원/달러 환율, 高변동성에도 점진적 하향안정 기대

- 대내외 불확실성이 산적한 가운데 환율 불안 소지 상존(2010년 이후에도 연간 100원 이상 변동)
- 하지만 달러 강세 완화와 국내 양호한 외환 펀더멘털에 힘입어 원/달러 환율의 점진적 하락 기대
- 블룸버그 서베이 등 시장에서는 아직 신중한 입장이나, 대체로 완만한 달러 약세(특히 2020년)에는 동의

2019년 주요 환율 전망 비교

구분	하나금융경영연구소						Bloomberg 컨센서스(11/30 기준)					
	2018. 4Q	2019. 1Q	2019. 2Q	2019. 3Q	2019. 4Q	2020	2018. 4Q	2019. 1Q	2019. 2Q	2019. 3Q	2019. 4Q	2020
엔/달러 환율	112	111	110	108	108	106	113	112	111	110	109	105
달러/유로 환율	1.15	1.17	1.19	1.21	1.22	1.23	1.15	1.16	1.18	1.20	1.20	1.25
위안/달러 환율	6.90	6.80	6.60	6.45	6.50	6.40	6.95	6.98	6.95	6.92	6.85	6.71
원/달러 환율	1,125	1,110	1,100	1,080	1,090	1,070	1,140	1,131	1,127	1,128	1,123	1,088

- 자료 : 하나금융경영연구소, Bloomberg

[참고9] 위기 시나리오 Approach에 관심 필요

- 대외 불확실성 억제 속 2%대 중반의 저성장 지속(시중금리 안정, 환율 점진적 하락)이 유력시되나,
- 가계부채 누증, 제조업 약화 등 대내 취약성이 큰 가운데 대외불안 심화로 위기가 초래될 가능성도 주의

2019~21년 국내 경제 환경



감사합니다~