

Strategy Idea



▲ **경제분석**
Analyst **이승훈**
02. 6454-4891
seunghoon.lee@meritz.co.kr

최근 경제전망 현안에 대한 생각

- ✓ 미국 경기침체, 2차 Wave에 따른 락다운 재현만 아니라면 4월에 끝났을 가능성
- ✓ 2차 Wave는 국지적 현상. 기존 봉쇄완화가 더더지는 대신 정책대응으로 make-up 할 것
- ✓ 디플레 환경은 아님. 경기회복에 후행하여 21년 이후 인플레이션 압력 높아질 가능성
- ✓ 약달러 전망 유효. 다만 원화는 지정학적 위험 부각으로 향후 수 개월간 강세 제약될 것

최근 경제현안의 주요 내용

우리는 지난 5월 18일 하반기 주식전략 "Take Off the Bear Mask"를 발간하였다. 불과 한 달여 동안 금융시장과 경제에는 많은 변화가 있었다. KOSPI는 한 때 2,200포인트를 돌파하였고, 미국 고용을 필두로 경제지표들이 예상을 웃돌면서 리세션 조기종료 기대 역시 부각되었다. 반면 다른 한편에서는 2차 Wave 현실화에 대한 걱정과, 물가지표가 예상을 하회하면서 디플레이션에 대한 우려가 일부에서 제기되었다. 원화의 변동성 확대도 우려 요인으로 작용하였다. 오늘 전략공감 2.0에서는 한 달 사이 불거진 각종 기대와 우려에 대한 필자의 생각을 담는다.

1. 미국 Recession은 끝났는가?

미국 5월 경기지표 호조

5월 들어 지역별로 봉쇄가 부분 해제되면서 경제활동이 재개되었고, 6월에 발표되고 있는 미국 5월 경기지표들은 이러한 경제활동 재개를 반영하고 있다. 5월 ISM 제조업/비제조업 지수는 그간 지수의 왜곡을 가져온 공급자 운송시간 항목을 제외할 경우 36.9와 38.2로 추산되며, 4월(32.9, 29.6) 대비 비교적 크게 개선되었다.

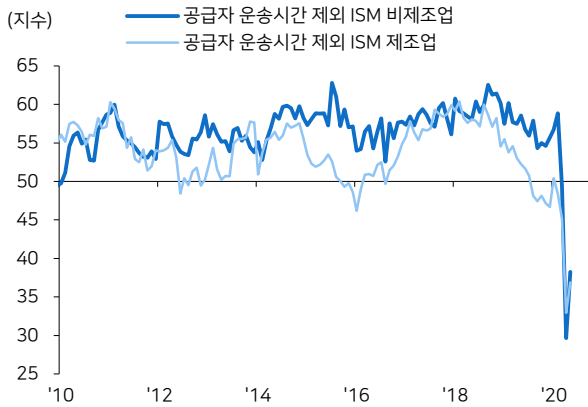
미국 비농업 취업자수는 모두의 예상을 뒤엎고 전월대비 251만 명 증가했으며, 실업률 역시 13.3%로 4월(14.7%)대비 하락하였다. 고용통계의 사각지대에 있는 WJNW(With a Job, Not at Work: 취업자이나 출근하지 않는 사람들)을 실업자로 간주하여 재산출한 실업률도 4월 19.5%에서 5월 16.4%로 내려 왔다. 실업수당을 신규로 신청하는 사람들과는 별개로, 일시적으로 해고되었던 사람들이 일터로 복귀했기 때문이다.

소매판매는 5월 중 전월대비 무려 17.7%나 증가했다. 절대 금액은 4,855억 달러로 4월 뿐 아니라 3월(4,839억) 규모를 상회하였다. 4~5월 지급되었던 재난소득의 결과물이라 할지라도 복원 속도는 기대 이상이다. 6월 엠파이어 제조업 지수는 -0.2로 CoVID-19 이전으로 되돌아 갔다.

미국 리세션, 4월에 종료했을 가능성

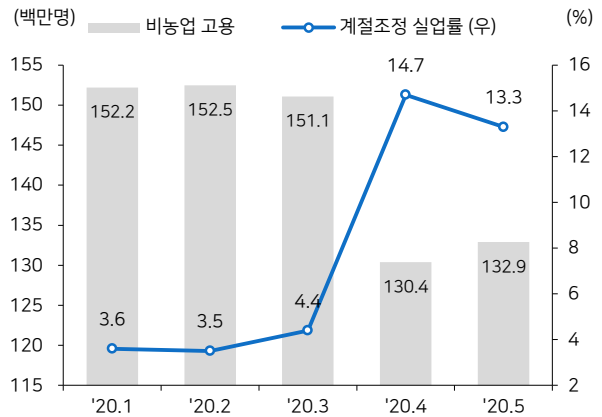
상기한 지표들의 흐름은 미국의 경기침체가 역사상 가장 짧고 굵을 것이라는 우리의 견해를 뒷받침한다. NBER이 리세션 종료 시점을 가늠하는 기준이 1) 경기하강이 멈추거나 2) 실업률의 상승이 진정되는 경우임을 고려해 본다면, 2월부터 시작된 경기침체는 사실상 4월에 이미 종료했을 가능성이 높다는 판단이다. CoVID-19의 2차 Wave 출현에 따른 2차 락다운만 아니라면 말이다.

그림1 미국 ISM 지수 (공급자 운송시간 제외)



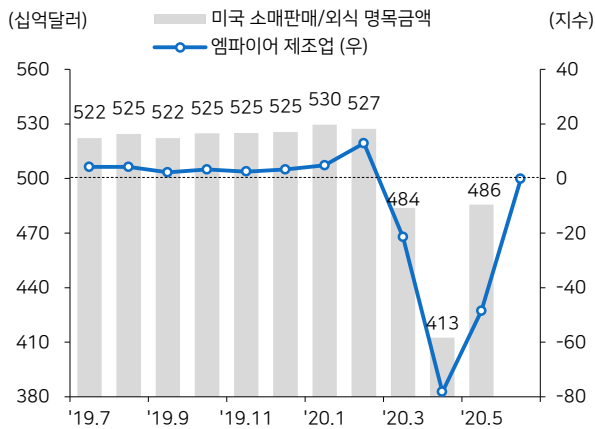
자료: US ISM, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 비농업 고용과 계절조정 실업률



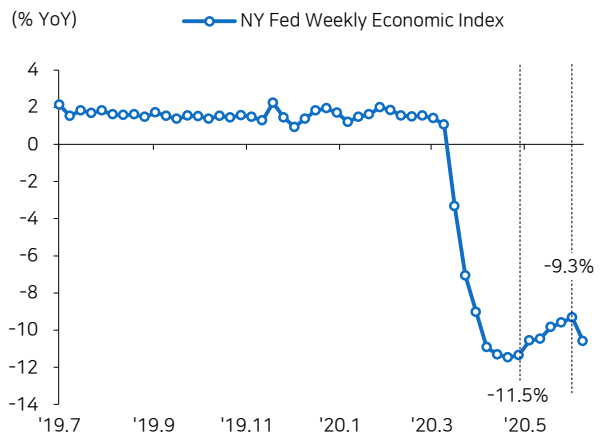
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 소매판매액과 엠파이어 제조업 지수



자료: US Census Bureau, New York Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림4 NY Fed Weekly Economic Index



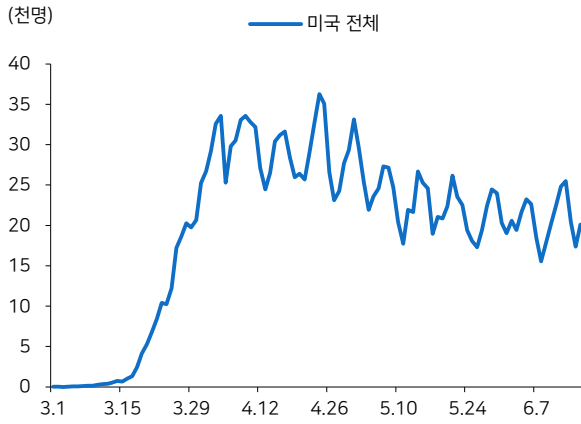
자료: New York Fed, 메리츠증권 리서치센터

2. 2nd wave인가?

전국 단위 2nd wave 가능성은 낮으나...

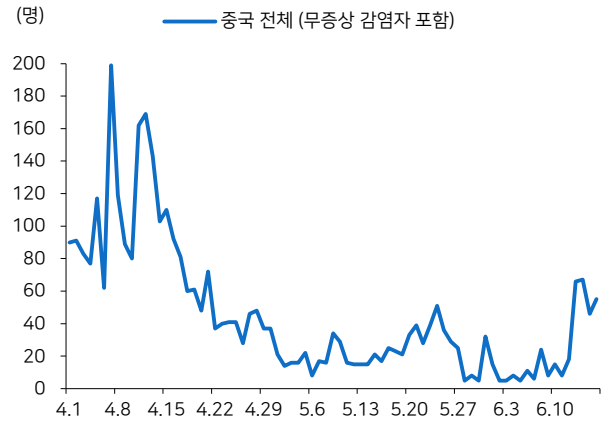
그렇다면 지금이 CoVID-19의 2차 Wave인가? 일부 의료진은 이미 우리가 2차 Wave를 경험 중이라 주장하는 반면, 세계보건기구 등은 이를 부인하고 있다. 단순히 미국과 중국의 신규확진자수 추이를 본다면 2차 Wave라 단정짓기 어렵다. 4월 중순 한 때 4만 명에 육박했던 미국의 일간 신규확진자수는 최근일 기준 2만 명 수준으로 일단 내려왔다. 중국의 경우 베이징을 중심으로 신규확진자수 증가세가 가속화되고 있으나, 80명(무증상 감염 포함) 내외 수준으로 4월 중 기록했던 150~200명에 비해서는 낮은 수준이다.

그림5 미국 전체 CoVID-19 신규확진자수



자료: US Center of Disease Control (CDC), 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 전체 CoVID-19 신규확진자수

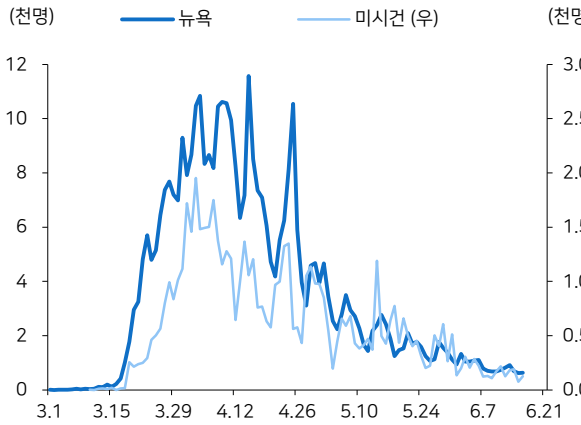


자료: China National Health Commission, 메리츠증권 리서치센터

국지적인 현상일 가능성은 있음

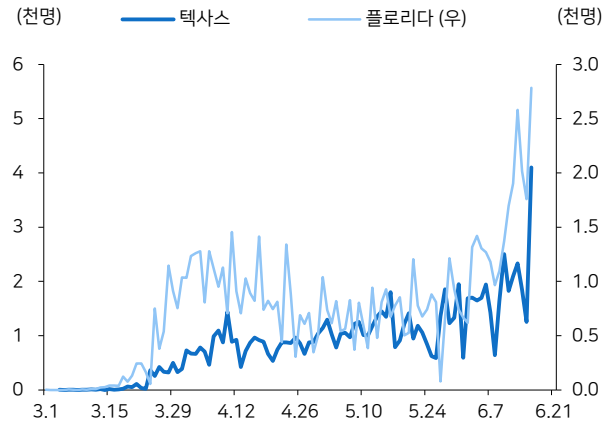
그러나 지역별로 본다면 상황은 매우 다르다. 뉴욕과 미시건은 미국 내 모범생에 해당하는 지역들이다. 한 때 일간 1만 명을 상회했던 뉴욕주의 신규확진자수는 600명 수준으로 내려 왔고, 미시건도 3월 정점(1,953명)에 비해서는 현저히 낮은 수준(최근일 125명)을 기록 중이다. 그러나 텍사스, 플로리다, 캘리포니아는 3~4월에 비해서도 신규확진자수의 증가세가 가속화되는 흐름이다.

그림7 미국 주별 신규확진자수 (1)



자료: US Center of Disease Control (CDC), 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국 주별 신규확진자수 (2)



자료: US Center of Disease Control (CDC), 메리츠증권 리서치센터

지역봉쇄의 재현인가?

전국 단위 락다운 재현 가능성은 낮은 대신...

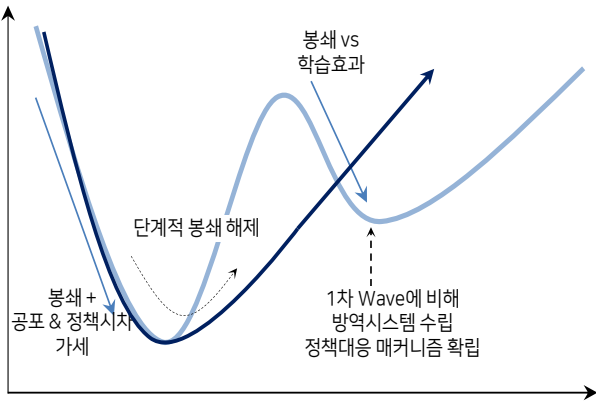
이러한 흐름이 두 번째 락다운을 유발할 지가 향후 경제전망의 핵심변수일 것이다. 문제가 되는 일부 지역의 바이러스 확산이 진정되지 않는다면 주정부(중국의 경우 성 정부) 단위로 락다운을 다시 걸 수는 있으나, 3~4월 전국 단위로 확대된 "Stay-at-home" 프로그램이 재현될 가능성은 낮아 보인다. 대신, 지역봉쇄의 완화 속도가 예상보다 더딜 가능성이 높다.

기존 봉쇄완화 속도가 더디지고, 정책으로 이를 상쇄할 가능성

이로 인하여 유발되는 더딘 경기회복은 정책대응으로 상쇄하려 할 가능성이 높다. 6월 15일 연준은 유통시장 개별 회사채 매입 개시와 함께 매입대상 회사채의 범위를 확대하였다. 1) 회사채 ETF의 경우 투자등급을 우선 매입하되 남은 규모에 한해 투기등급을 대상으로 하는 ETF를 편입할 수 있도록 했고, 2) 개별 회사채 편입에 있어서도 다양한 미국 회사채 지수를 구성하는 것들로 대상을 정하였다. 취약한 부분에 대한 지원 가능성을 확대한 것으로 보인다.

행정부도 비교적 빠르게 움직이는 모습이다. 트럼프 행정부는 전통적인 토목 프로젝트 및 5G 유관 인프라 프로젝트를 묶어 1조 달러 규모의 투자를 진행할 가능성을 내비쳤다. 그간 추가 부양책이 불필요하다는 입장에서 선회한 것이다. 일각에서는 민주당이 주장해 온 3조 달러 패키지의 마중물 역할을 할 수 있다는 견해도 제기된다. 과거 경기침체와 달리 지금은 잘못된 경제주체가 없고, 도덕적 해이 논란에서도 자유롭다는 점에서 추가적인 정책대응의 가능성은 열려 있다.

그림9 경기회복의 여러 가지 경로 추산



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 트럼프 행정부, 1조 달러 규모 인프라 투자 추진

ELECTION 2020

Trump Team Weighs \$1 Trillion for Infrastructure to Spur Economy

The Trump administration is preparing a nearly \$1 trillion infrastructure proposal as part of its push to spur the world's largest economy back to life, according to people familiar with the plan.

A preliminary version being prepared by the Department of Transportation would reserve most of the money for traditional infrastructure work, like roads and bridges, but would also set aside funds for 5G wireless infrastructure and rural broadband, the people said.

President Donald Trump is scheduled to discuss rural broadband access at a White House event on Thursday.

An existing U.S. infrastructure funding law is up for renewal by Sept. 30, and the administration sees that as a possible vehicle to push through a broader package, the people said. They asked not to be identified because the Trump proposal isn't final and hasn't been announced.

자료: Bloomberg (2020. 6. 16), 메리츠증권 리서치센터

3. 디플레이션인가?

Deleveraging = Deflation

단순한 물가지표의 변동으로 디플레이션을 논하기 보다 “어떤 환경” 에서 디플레이션이 오는지를 판단하는 것이 더욱 합리적인 접근이다. 디플레이션 환경이 조성 되려면 경기침체 이후 민간부문의 디레버리징 활동이 수반되어야 하며, 이는 경기 침체 이전의 과열을 유발한 경제주체에 집중된다.

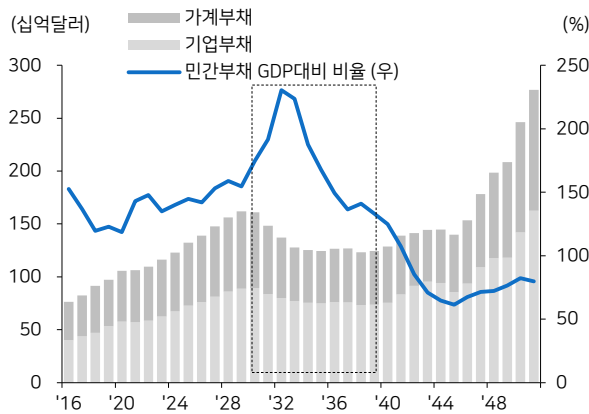
특정 경제주체가 100에 해당하는 부채를 절반으로 줄여야 하는데, 현금이 없다면 어떻게 해야 하는가? 가계는 소비를 줄이고, 기업은 투자를 줄이면서 장기간에 걸친 부채상환에 나서야 한다. 이는 소비재와 자본재 수요위축 요인인 동시에 가격 하락 요인이다.

디플레이션을 더욱 크게 촉발시키는 요인은 부채가 부실화되면서 금융시스템의 문제가 생길 경우이다. 이 때는 중앙은행이 본원통화 공급을 확대하여도 신용창조 경로가 막히므로 광의통화량 역시 감소한다(그림 13). 최근의 사례에서는 글로벌 금융위기가 여기에 가깝다. 연준의 자산확대로 말미암은 본원통화의 증가에도 불구하고 상업은행 대출이 위축되고 금융기관이 부실화되면서 광의통화 증가율이 오히려 크게 둔화되었던 시기가 이 때였다.

현재는 대공황, 금융위기 등 디레버리징 환경과는 차이가 있음

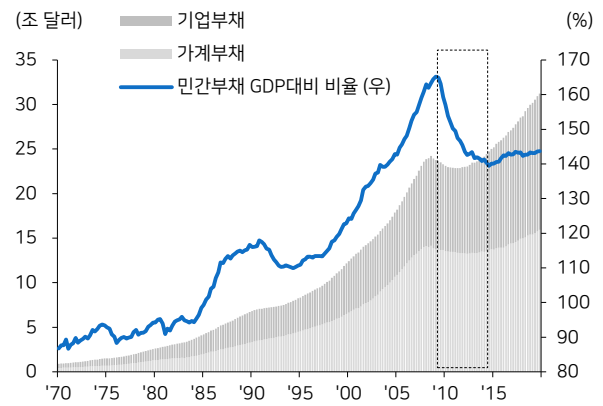
그러나 지금은 대공황이나 금융위기와 정반대의 상황이 전개되고 있다. 경기침체를 유발한 주체가 없기에 디레버리징 압력이 존재하지 않고, 은행시스템에 문제가 없어 중앙은행의 본원통화 확대가 광의통화 및 대출 급증으로 연결되고 있기 때문이다. 미국 5월 M2 증가율이 1940년대 이후 가장 높은 수준인 23.1%까지 올라간 것이 대표적인 사례이다.

그림11 미국 민간 순부채 및 GDP대비 비율 (1916~51)



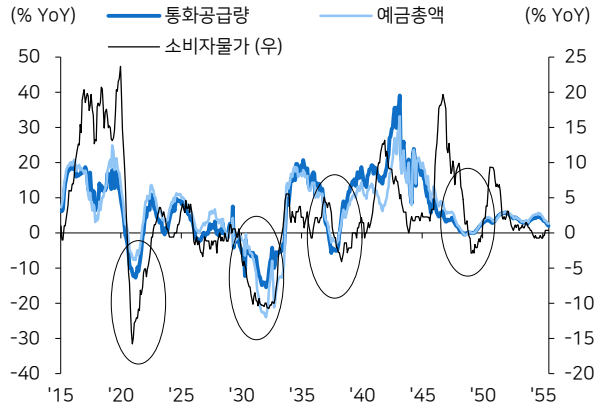
주: 순부채 = 계열사간 기업부채 제외. 가계부채는 총부채로 시산
 자료: US Census Bureau, 메리츠증권 리서치센터

그림12 미국 민간부채 및 GDP대비 비율 (1970~)



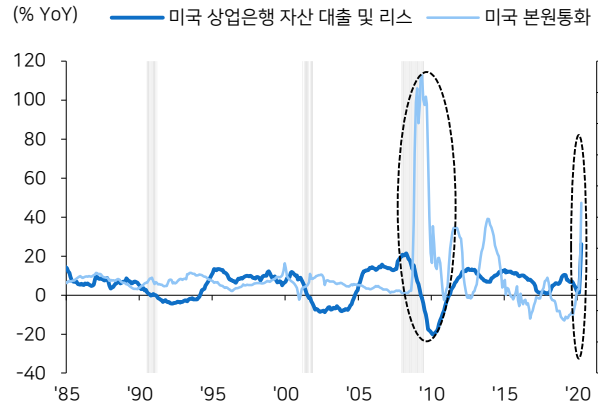
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림13 1960년 이전 통화공급량과 소비자물가



자료: NBER Macrohistory Database, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림14 미국 본원통화 증감률과 상업은행 대출 증감률



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

최근 물가상승률 둔화는 CoVID-19의 충격을 강하게 겪는 일부 부문의 영향이 드러난 결과

최근 물가상승률의 둔화는 CoVID-19와 지역봉쇄의 충격을 강하게 받고 있는 부문에서 비롯되었다고 보는 것이 합리적이다. 미국의 경우, Core CPI를 5월 1.2%까지 끌어내린 요인은 운송서비스와 의류였으며, 이 두 가지 항목만 제외해도 Core CPI는 전년대비 2.35% 상승하여 4월 2.27%보다 높은 수준에 있다. 변동성이 높은 상/하위 8%를 제외하여 집계하는 기초적 물가압력(underlying inflation)의 잣대인 Trimmed mean CPI 역시 같은 궤적을 보이고 있다.

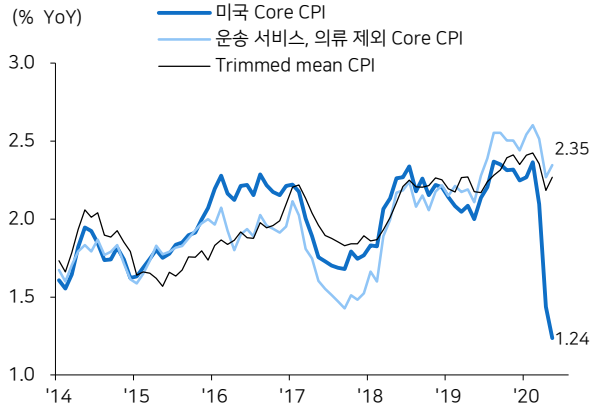
다음으로, 중국의 생산자물가 하락 및 여기에 연동되는 식료품 제외 CPI 상승률 둔화는 낮은 유가 수준에 주로 기인한다. PPI의 궤적을 좌우하는 석유제품/가스 PPI는 유가에 1개월 후행하여 반영되기에 5월 PPI가 필연적으로 낮아질 수 밖에 없었다. 역으로 생각해 보면, 5월을 바닥으로 반등할 개연성이 높다.

경기에 후행한 disinflation 가능성 있으나, 2021년 이후 추세가 바뀔 개연성에 무게

한편, 기초적 물가압력이 경기에 후행한다는 특징을 들어 향후 수 개월간 물가상승률이 낮아질 가능성을 제기한다. 그간의 흐름만을 본다면 가능성을 배제할 수는 없으며, 당분간 물가가 크게 못 오르는 요인으로 작용할 개연성은 있다. 그러나 2021년 이후로는 인플레이션 압력이 높아질 가능성이 크다. 이는 1) 경기선행지수가 반등하고, 2) 실물지표/자산가격의 흐름까지 반영한 NY Fed의 Underlying inflation gauge가 상승세로 전환될 가능성 때문이다.

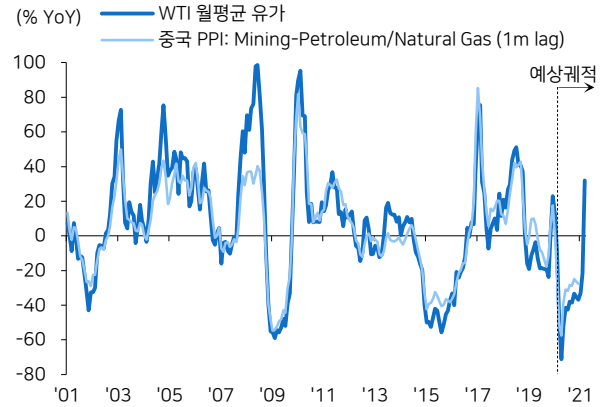
후자의 경우 최근 들어 지표가 우하향하는 것은 자산가격 복원과 별개로 실물지표(ISM 등)가 위기 이전 수준으로 회복하지 못했기 때문으로 판단한다. 그러나 2021년 실물/자산가격 부문의 인플레이션 압력이 부각된다면 기초적 물가 역시 올라갈 개연성이 있다.

그림15 미국 Core CPI와 Trimmed mean CPI



자료: US BLS, Cleveland Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림16 WTI와 중국 석유제품/가스 PPI



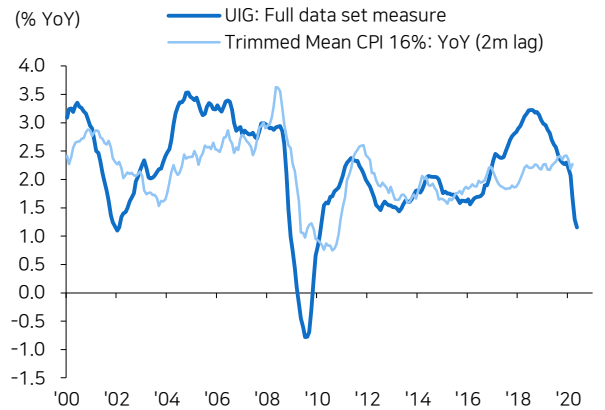
자료: Refinitiv, 중국 국가 통계국, 메리츠증권 리서치센터

그림17 미국 경기선행지수와 Trimmed mean CPI



자료: US Conference Board, Cleveland Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림18 NY Fed UIG와 Trimmed mean CPI



자료: New York Fed, Cleveland Fed, 메리츠증권 리서치센터

4. 약달러 전망은 유효한가?

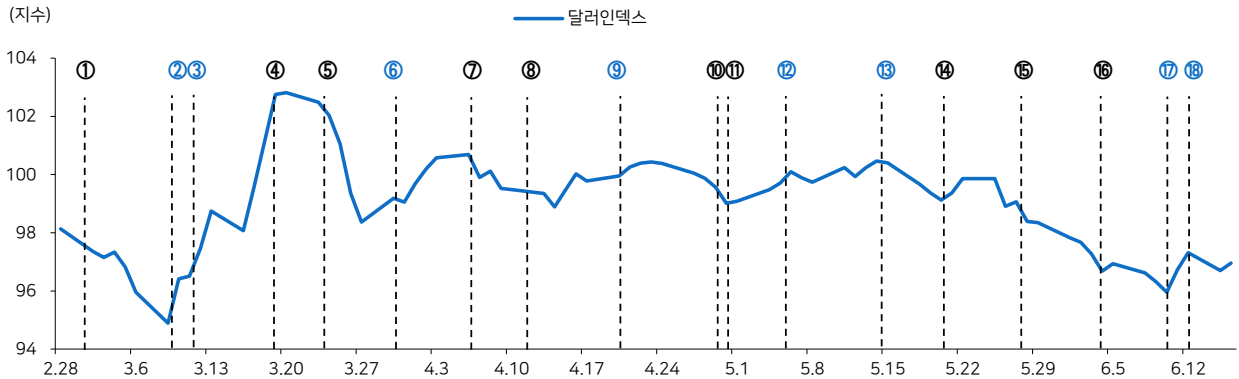
달러화의 성격 = Counter cyclical + Safe asset

경기회복이 진행될수록 달러화의 점진적 약세 연장될 가능성

3월 19일 Fed가 주요국과의 스왑라인을 재개설하고, 23일 무제한 QE를 가동한 직후부터 달러화는 완만한 약세 추세에 있다. 그러나 3월 하순 이후 현재에 이르는 기간에도 달러화는 간헐적으로 강세를 시현했다. 간헐적 강세가 유발되었을 때는 1) 지역봉쇄의 장기화 우려, 2) 국제유가 마이너스 기록, 3) 독일 현재의 PSPP 부분위헌 판결, 4) CoVID-19 재확산 우려 등 경기회복이나 정책대응 동력을 저해할 만한 이슈들이 부각되었다.

이는 달러화가 경기에 역행하는(counter-cyclical) 통화라는 본질적인 성격에 더해 안전자산의 성격을 띠고 있음을 의미한다. 다른 한편에서는 향후 CoVID-19 확산이 진정되고 봉쇄가 완화되면서 완만한 경기회복이 진행될수록 달러화의 약세가 연장될 개연성이 있다는 것으로도 해석 가능하다.

그림19 3월 이후 달러인덱스 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표1 3월 이후 달러인덱스의 변곡점을 형성했던 주요 이벤트

순번	날짜	내용
1	3월 2일	FOMC: 연방기금금리 50bp 전격 인하
2	3월 9일	OPEC 감산합의 실패
3	3월 11일	WHO COVID19 판데믹 선언, 사우디 원유 증산 계획 발표
4	3월 19일	미국 연준, 9개국과 통화스왑 체결
5	3월 23일	FOMC: 무제한 QE, 회사채 매입
6	4월 1일	백악관 미국 코로나 사망자 수에 대한 부정적 전망, 섀도우 장기화 우려
7	4월 6일	미국 코로나 신규 확진자 수 둔화 기대(4일 3.3만 명 → 5일 2.8만 명)
8	4월 12일	OPEC+ 감산 합의
9	4월 20일	국제유가 사상최초 (-) 유가 기록
10	4월 28~29일	4월 FOMC, 정책금리 동결, 제로하한 수준 정책금리 장기화 시사
11	4월 30일	FDA 코로나 치료제 렘데시비르 승인 검토
12	5월 5일	독일현재 ECB 양적완화 제동
13	5월 15일	영국-EU 미래관계협상 진전 미미
14	5월 19일	독-프 코로나 구제기금 조성 제안
15	5월 27일	EU집행위 코로나 회복기금 제안
16	6월 4일	ECB 통화정책회의, 기대 상회하는 완화정책 발표
17	6월 9~10일	6월 FOMC: 완화적 정책 장기화 시사 vs 보수적 경제전망
18	6월 12일	코로나 재확산 우려 심화

자료: 메리츠증권 리서치센터 정리

달러화 희소성 반감 요인도 유효

Fed의 공격적 자산확대가 달러화 희소성을 반감시킬 것이라는 견해도 유효함

우리가 하반기 전망에서 제시하였던 달러화의 "희소성 반감" 요인도 유효하다. CoVID-19가 선진국 전역으로 확산되었던 2월 말 이후 현재까지 연준의 자산은 2.99조 달러 증가한 반면, ECB 자산은 1.30조 달러 증가하는 데 그치며, 신용경색이 해소된 국면에서 연준의 공격적 본원통화 팽창이 달러화 약세를 견인하고 있음을 보여주고 있다.

일부에서는 ECB가 PEPP(판데믹 긴급 자산매입 프로그램) 규모를 기존 7,500억 유로에서 1.35조 유로로 증액한 것을 들어, ECB의 자산증가 속도가 가파를 가능성을 제기한다. 물론 ECB의 경우만 보면 그럴 수 있으나, 향후 Fed의 자산매입 지속 가능성을 감안한다면 여전히 Fed가 공급하는 누적 본원통화량이 더욱 클 가능성이 크다는 판단이다.

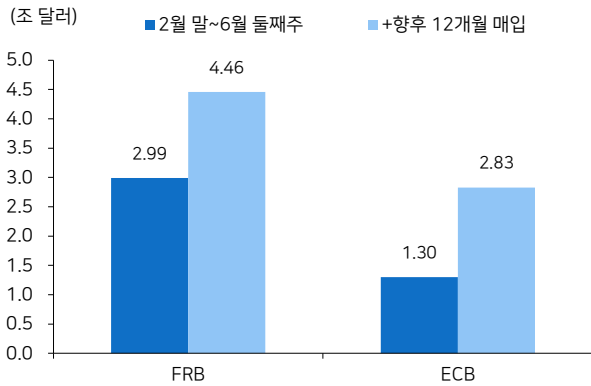
ECB의 자산매입 확대에도 Fed가 공급하는 본원통화량이 더 클 것

간단한 계산을 해보자. 연준은 6월 FOMC에서 추가적으로 자산매입 규모를 축소하지 않을 것임을 명시하면서, 국채와 MBS, CMBS를 합쳐 월간 1,220억 달러 매입할 것을 공언했다. 향후 12개월간 이러한 추세가 유지된다고 가정할 경우 채권 매입을 통해 추가적으로 늘어나는 연준 자산규모는 1.46조 달러이다.

ECB의 경우 내년 6월까지 PEPP 1.35조 유로 한도에서 6월 둘째주까지의 사용분인 2,873억 유로를 차감해야 한다. 여기에, 월간 200억 유로 APP, 그리고 연말까지 사용할 예정인 1,200억 유로 중 현재까지 사용한 것으로 추정된 723억 유로를 뺀 477억 유로를 가산한다. 여기에 현재 달러/유로 1.13을 곱하면 1.52조 달러가 늘어난다. 2월 말 이후 누적 본원통화량 증감 기준으로는 Fed와의 격차를 줄이지 못한다. 결과는 그림 20과 같다.

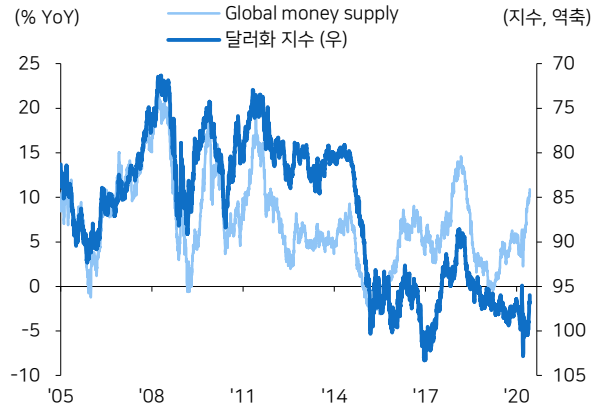
방금의 계산에서 대출 프로그램은 제외되어 있다. 그러나 Fed와 ECB가 각종 대출 프로그램을 통해서 "잠재적으로 늘릴 수 있는 중앙은행 자산 규모"를 파악해 본다면 Fed의 규모가 ECB 보다 크다. ECB는 TLTRO, LTRO, PELTRO를 통해 최대 3조 유로(x 1.13달러/유로 = 3.39조 달러) 규모의 유동성 공급이 이루어질 것이라 추산하였다. Fed의 경우 현재 신용시장 지원규모 한도를 다 합칠 경우 4.1조 달러에 달한다.

그림20 2월 말 이후 FRB/ECB 자산증감 및 향후 규모 추정



자료: FRB, ECB, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림21 글로벌 M2증가율과 달러화 지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

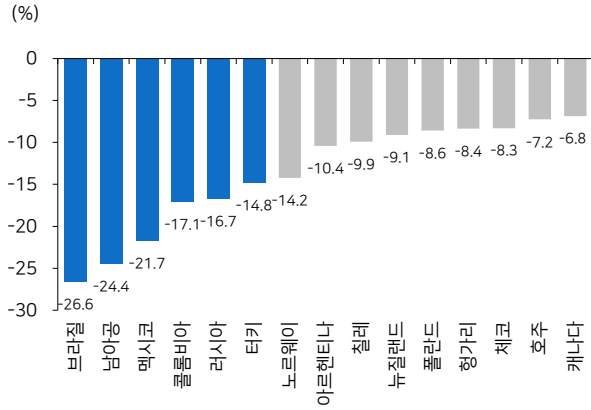
신흥국 문제는 경감

글로벌 달러약세 + 원자재 가격 상승으로 EM 리스크 경감

다음으로, 달러 약세의 제약 요인으로 거론되었던 신흥국 문제는 5월 이후 크게 경감되었다. 연초 이후 4월까지 15% 이상 절하되며 취약성이 부각되었던 브라질, 남아공, 멕시코 등 신흥국 통화는 5월 들어 절상률 기준 상위권에 포진되어 있다. 고질적인 외채 문제가 존재하는 터키는 여기에서 제외된다.

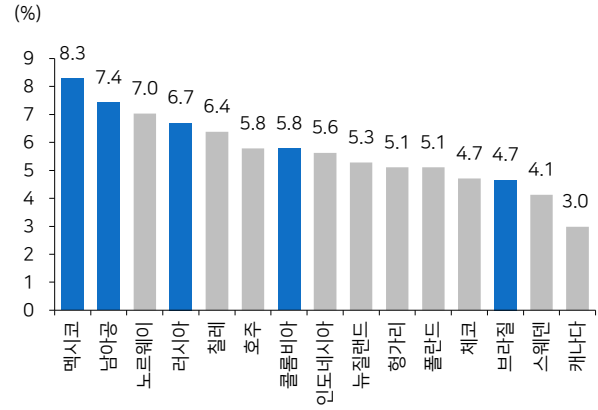
여기에는 글로벌 달러화 약세 압력의 강화 요인도 있었지만, 5월 이후 지역붕쇄 완화 및 경제활동 재개 기대감으로 유가를 비롯한 제반 원자재 가격이 반등한 몫이 컸다. 4월까지 절하폭이 컸던 선진국 통화 중 노르웨이, 호주, 캐나다 등이 포함된 것은 이들 역시 자원가격 급락에서 자유롭지 못했기 때문이다. 결과적으로 취약신흥국의 CDS 프리미엄도 5월 들어 급격히 하락하였다.

그림22 주요국 통화가치 변화 (1.1~4.30)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 주요국 통화가치 변화 (5.1~6.16)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

달러화 방향에 영향을 줄 수 있는 유일한 중국 제외 신흥국 통화인 멕시코 페소화의 강세는 그간 약세를 유발했던 우려 요인 완화에 주로 기인한다.

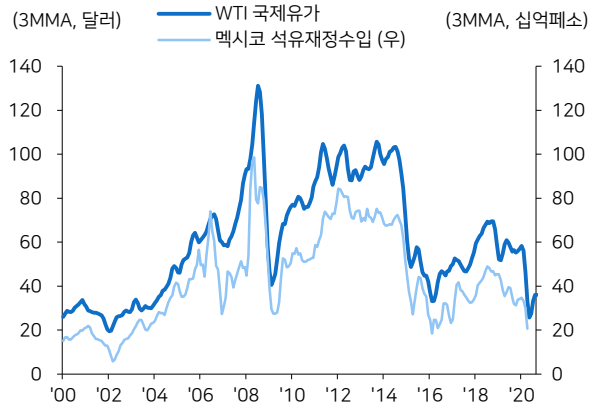
멕시코는 USMCA 블록에 속해 있어 미국 경제와 연동하여 움직인다. 4월까지 미국 경제는 계속 악화일로에 있었고, 멕시코도 여기에서 자유롭지 못하다는 우려가 있었다. 그러나 5월 이후 회복하며 관련 우려가 완화되었다. 다른 한편에서 유가 급락에 따른 석유재정 수입 고갈 이슈도 제기되었다. 그러나 이 역시 유가의 반등으로 수면 아래로 내려 갔다. 따라서 신흥국 이슈가 달러 약세를 제약할 가능성은 크게 낮아졌다고 볼 수 있다.

그림24 주요 취약신흥국의 CDS 프리미엄 (USD, 5년)



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림25 WTI와 멕시코 석유재정수입



자료: Mexico Secretariat of Treasury & Public Credit, 메리츠증권 리서치센터

미-중 갈등 고조가 무역분쟁 재발 및 위안화 약세로 귀결될 가능성 낮아

미-중 갈등 고조 ≠ 무역분쟁 재발: 이로 인한 위안화 약세 우려는 기우에 가까움
미-중 갈등 고조가 중국 위안화의 약세를 견인할 수 있다는 우려도 반감되었다. 위안화 약세론자들의 주장은 1) 중국의 불성실한 무역합의 이행 및 2) CoVID-19 책임론, 3) 홍콩 국가보안법 통과에 따른 제재 가능성 등이 가세하여 미-중 무역합의가 파기되고 관세가 부활할 수 있다는 것이었다.

그러나 무역분쟁의 재발 가능성은 낮다. 이는 첫째, 경기호황 당시에도 소비재 관세 부과를 주저했던 미국이 지금 와서 그러한 카드를 다시 꺼내들 가능성이 제한적이기 때문이다. 둘째, 중국은 1/4분기까지 대미 수입확대에 소극적이었으나 5월 들어 중국 수입 내 대미 수입비중을 6.4%까지 빠르게 확대하면서 이행 의지를 보여 주었다. 셋째, 홍콩 국가보안법 통과에 따른 제재 내용도 무역분쟁 재발과는 거리가 있다. 트럼프 대통령은 무역합의 파기를 언급하지 않는 대신, 민-군 협력과 관련된 석/박사 학위취득자 비자제한을 명령했다. 이는 기술패권의 영역이지, 무역분쟁 재발과는 거리가 있는 이슈이다. 따라서 미-중 갈등이 위안화의 약세를 견인할 가능성은 제한적이다.

원화는 지정학적 위험에 노출

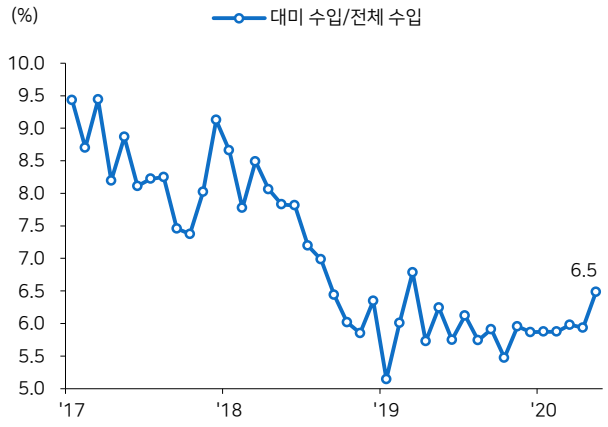
원화는 지정학적 위험으로 향후 수 개월간 강세 제약될 가능성

통상 위안화가 강세/중립인 환경에서 글로벌 금융시장의 risk-on이 부각될 경우 원화는 강세를 띠는 것이 일반적이다. 그러나 최근 들어 원화의 강세를 제약할 요인이 발생하였다. 바로 한반도 지정학적 위험이다.

2017년 들어 글로벌 달러화 약세와 risk-on 확대에 따라 원화와 동행하는 JPMorgan EMBI global spread(미국과 신흥국 국채금리차)가 축소되었음에도 불구하고, 3/4분기까지 원화 절상이 막혔던 이유가 바로 트럼프의 "화염과 분노(fire and fury)" 발언으로 대변되는 북핵 긴장 때문이었다.

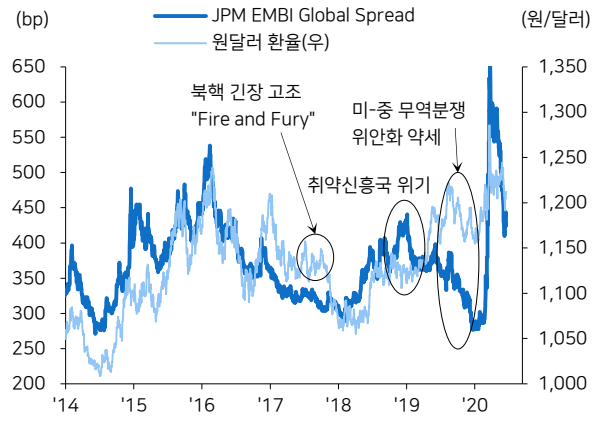
현재는 북미간 직접적 대립구도는 아니지만, 남북간 긴장이 고조되고 있는 국면임에는 분명하다. 아쉽게도, 다자간 외교적 노력을 통해 관련 긴장이 완화되기 전까지 글로벌 달러화 약세 환경에도 불구하고 향후 몇 개월간 원화의 강세가 제약될 가능성에 무게를 뒤편 할 것으로 보인다.

그림26 중국 수입 중 대미 수입 비중



자료: 중국 해관, 메리츠증권 리서치센터

그림27 JPM EMBI global spread와 원/달러 환율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.