

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 8. 19 (목)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

두 가지 고민: 연준과 원화

오늘의 차트

아프가니스탄을 장악한 탈레반: 결국은 미-중 갈등 심화 요인

칼럼의 재해석

유럽 주요국 금리 하락과 경기 회복 둔화 우려

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.

Strategy Idea



▲ 경제분석

Analyst 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

두 가지 고민: 연준과 원화

- ✓ 연준 테이퍼링 개시 시점 전망은 내년 1월에서 올해 12월로 변경
- ✓ 올해 연말 원/달러 환율 전망은 기존 1,080원에서 1,115원으로 상향
- ✓ 원화 전망의 리스크는 강세보다 약세 위험이 우위에 있음

두 가지 고민: 연준 통화정책과 원/달러 환율

연준 조기 테이퍼링 주장 늘고 있음

매크로 이슈와 관련된 근래의 두 가지 고민은 연준과 원/달러 환율이다. 조기 테이퍼링을 주장하는 인사들의 수가 늘고 있으며, Eric Rosengren 보스턴 연은 총재는 11월 테이퍼링 개시 가능성을 주장하고 나섰다. 그간 중립적이거나 비둘기적 색채로 일관해 왔던 Randal Quarles 부의장, Christopher Waller 연준 이사도 테이퍼링을 비교적 조기에 실시해야 한다는 배에 올라탔다. 미국 고용여건이 좋아지고 있다는 점을 고려한다면, 이상한 행보는 아니다.

생각 이상으로 심화된 원화 약세

원화 약세가 생각 이상으로 심화되고 있다. 국내 코로나19 확산 속에 외국인 국내 주식 순매도가 가세하며 원/달러 환율이 1,170원대에 진입했다. 여기에 미국과 중국의 통화정책 차별화(미국 정상화 vs 중국 지준율 인하)로부터 유발될 수 있는 위안화의 추가 약세 가능성까지 제기되고 있다. 지금이라도 달러화를 사야되는지, 1,200원을 향해 원화가 추가 절하될 지에 대한 문의가 잇따르고 있다.

오늘 다룰 세부주제들

오늘 전략공감2.0은 이 두 가지 이슈를 다룬다. 연준에 대해서는 1) 지금의 미국 고용과 인플레이션 여건은 어떠한지, 2) 테이퍼링의 시점을 앞당겨 보는 것이 바람직한지, 3) 금리인상 행보가 빨라질 것인지를 검토한다. 원/달러 환율에 대해서는 1) 선진국간 통화가치에 의해 결정되는 글로벌 달러화의 방향, 2) 위안화를 둘러싼 여러 가지 변수, 그리고 3) 국내 고유의 요인을 다룬다. 아래는 각론이다.

1. 연준 통화정책 향방에 대한 고민

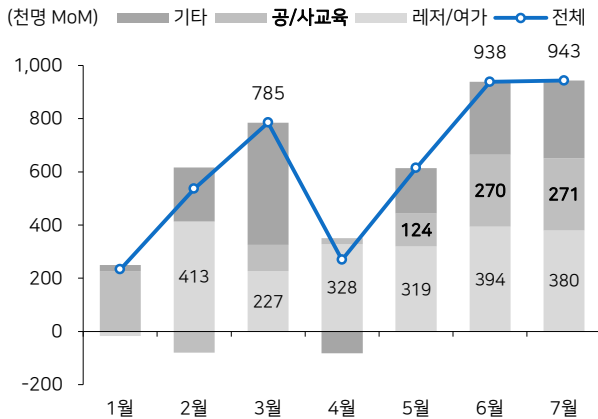
고용여건 점검

7월 고용 발표 이후의 노동시장
여건은 추가 호전을 시사

연준의 반응함수를 살펴보기 위해 고용과 물가 여건을 점검해 본다. 우선, 고용은 좋아지고 있다. 7월 비농업 취업자수는 94.3만 명 증가했으며, 5~6월 상향 조정분을 포함하면 106.2만 명에 달한다. 이후에도 고용은 계속 좋아지는 흐름이다. 7월 넷째주 기준 미국 3대 실업급여 프로그램(Regular UI, PUA, PEUC)의 계속 청구 건수는 1,160만 건으로 전주대비 무려 107만 건이나 줄어들었다. 이들 프로그램이 커버하고 있는 실업자를 주별 경제활동인구(추정)로 나누면 "Covered 실업률"은 한 주 사이에 0.7%포인트나 낮아진 8.5%로 계산된다. 다음 달 U-6 실업률의 대폭 하락이 예상된다.

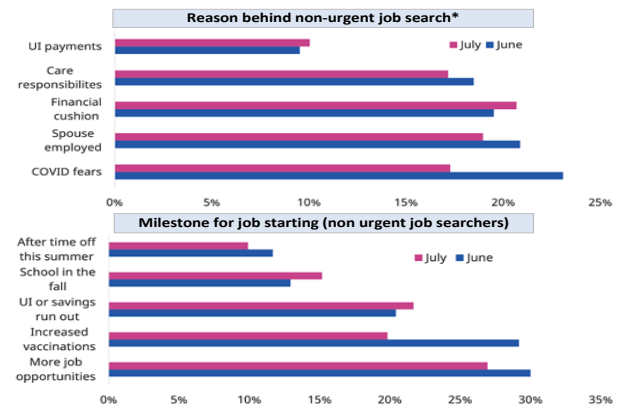
7월까지 시급히 구직활동을 하지 않은 이유도 대체로 실업급여로 인한 재무적인 여유 때문이다. 반대로 실업급여나 저축이 고갈되거나 학교가 9월에 개교하여 돌봄 서비스가 재개된다면 노동시장에 복귀할 것이란 응답이 주를 이루고 있다.

그림1 연초 이후 비농업 취업자수 증감



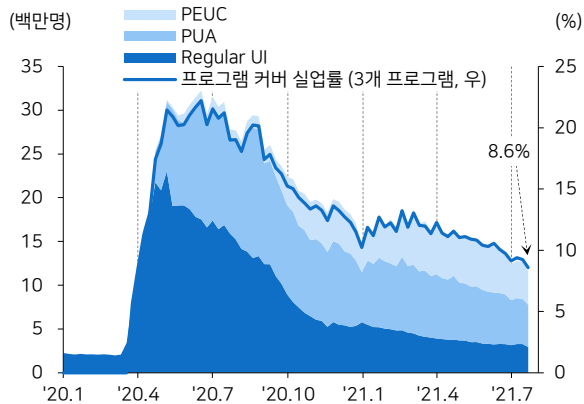
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림2 시급히 구직활동 안하는 이유 vs 향후 구직의 조건



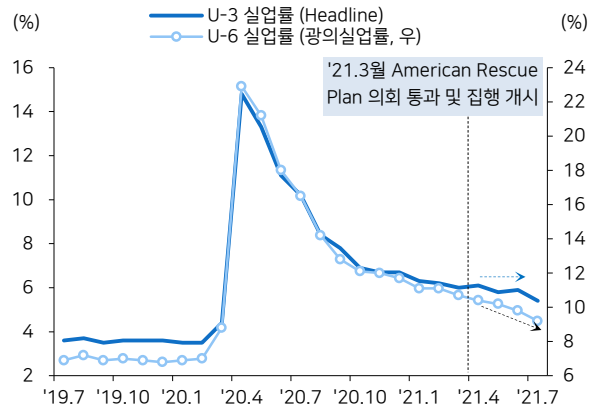
주: * 여기에서의 비율은 시급히 구직활동을 안하는 사람 대상 (복수응답 가능)
자료: Indeed Hiring Lab, "Indeed Job Search Survey July 2021"

그림3 미국 3대 실업급여 프로그램과 Covered 실업률 추정



자료: US Department of Labor, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 U-3 실업률과 U-6 실업률



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

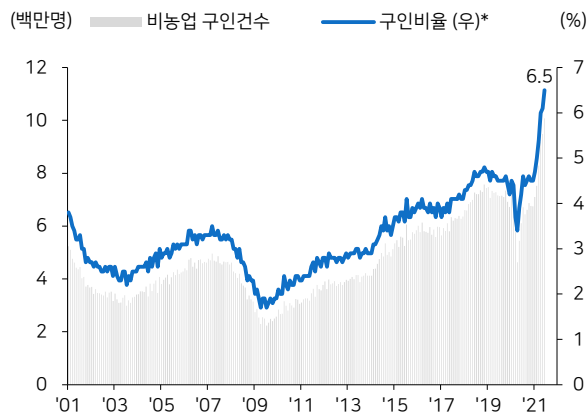
취업기회는 풍부하며, 최근
구인광고 건수의 하락은 구직
성공을 시사하고 있을 가능성

취업기회는 널려 있다. 비농업 구인건수는 사상 최고치를 경신해 가고 있고, 급기야 6월에는 1,007만 건에 달했다. 구인건수를 취업자와 구인건수의 합으로 나눈 구인비율(Job opening rate 또는 Job vacancy rate)은 6.5%로 역시 사상 최고치이다. 컨퍼런스보드 소비자동향 내에서 일자리가 풍부하다는 응답비율은 7월 54.9%에 달하여 2000년 7월의 55.8% 다음으로 높은 수준을 기록하였다.

8~9월에 걸쳐 실업률 크게 하락할
가능성

흥미로운 사실은 High frequency data를 이용한 구인건수의 추정치이다. 그림 7은 Opportunity Insights의 Economic Tracker에서 집계하는 구인광고 건수를 나타낸 것이다. 기준월은 2020년 1월이다. 6월까지 급증하던 구인광고 건수가 7~8월에 걸쳐 계속 감소하고 있는 것은, 비로소 빈 일자리가 채워지는 과정으로 이해된다. 자발적 실업유인이 추가적으로 줄어들면서 8~9월에 걸쳐 실업률이 크게 하락할 소지가 있다.

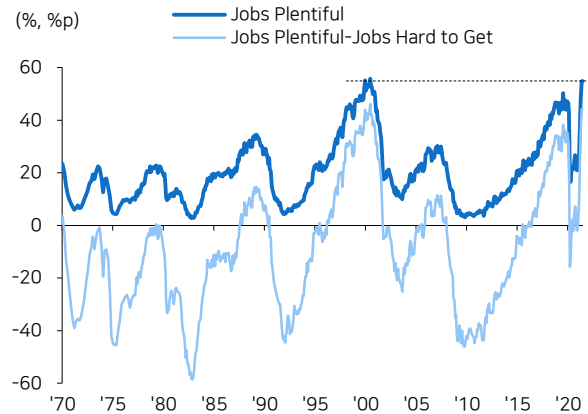
그림5 비농업 구인건수와 구인비율



주: * 구인건수 / (취업자+구인건수) * 100

자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림6 컨퍼런스보드 소비자동향: '일자리 풍부하다' 는 응답비율

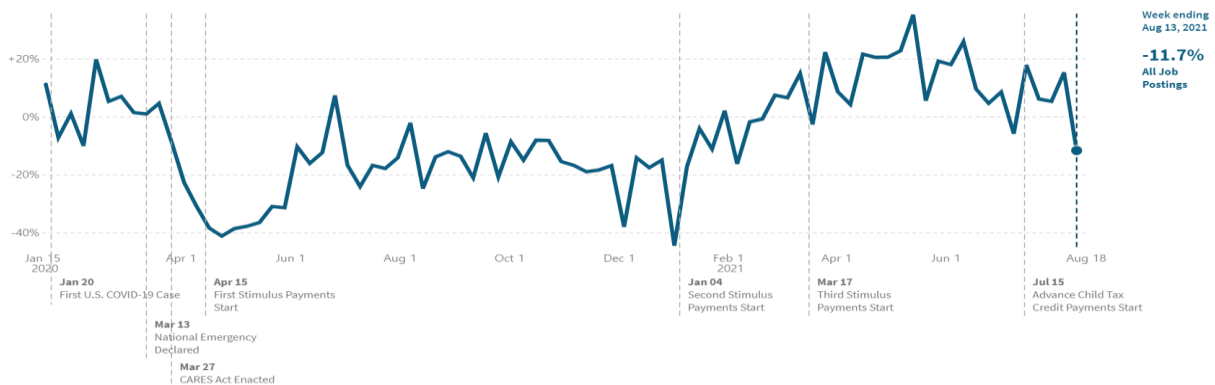


자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2020년 1월 대비 구인광고 증감

Percent Change in Job Postings*

In the United States, as of August 13, 2021, total job postings decreased by 11.7% compared to January 2020.



자료: Burning Glass Technologies, Opportunity Insights (Economic Tracker), 메리츠증권 리서치센터

연준은 올해 4분기 실업률의 빠른 하락을 예견했음. 문제는 이보다 실업률이 더욱 하락할 가능성임

연준은 자발적 실업 유인의 해소와 함께 실업률이 크게 낮아질 것임을 이미 예견하고 있었다. 6월 FOMC 경제전망에서 제시된 올해 4분기 실업률 전망은 4.5%이다. 문제는 4.5%를 달성하는 시점이 예상보다 빨라질 가능성도 있다는 것이다. 전술한 광의실업률의 하락 가능성을 고려한다면 더욱 그러하다. 색채를 감추고 있었던 Quarles 부의장이나 비교적 비둘기적 성향을 지녔던 Waller 이사가 조기 테이퍼링을 주장하는 것도 같은 맥락으로 이해된다. 글로벌 IB들을 중심으로 이르면 11월부터 테이퍼링이 개시될 수 있다는 주장도 제기된다.

연내 고용여건 호전 고려시, 12월부터 테이퍼링 개시 가능성 높아

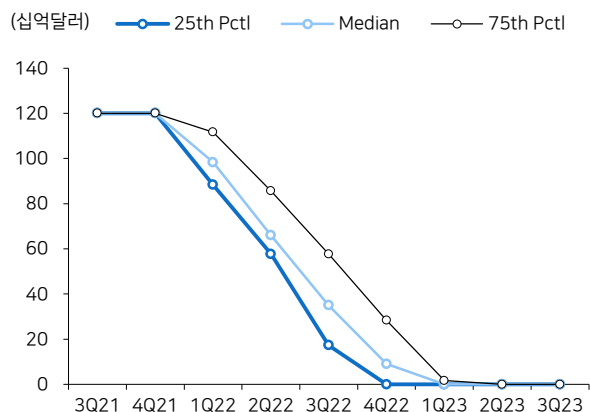
아래 그림 8~9는 지난 6월 FOMC당시 프라이머리 딜러들과 시장 참여자들을 대상으로 한 서베이의 내용이다. 당시만 하더라도 대부분 서베이 참여자들이 2022년 초부터 테이퍼링이 시작되어 연말에 종료될 가능성을 높게 보고 있었고, 일부 시장참여자가 올해 4분기 개시를 예상하고 있었다. 그런데 고용여건이 빠르게 개선되고 있다는 징후가 여러 곳에서 관찰되면서 실업률 전망의 하향조정이 발생할 가능성이 높은 만큼, 연준 내부와 시장의 기대도 같이 변할 수 밖에 없을 것으로 본다. 우리는 연준이 9월에 테이퍼링의 윤곽을 제시하고, 11월 FOMC에서 "12월부터 테이퍼링을 개시" 한다는 선언을 할 것으로 전망을 변경한다. 테이퍼링의 기간도 9개월 내외로 단축될 수 있다(기존: 10~12개월). 시장과 연준의 기대값이 같이 움직이고 있다는 점에서 탠트럼 재현 가능성은 여전히 낮다.

표1 6월 FOMC: Summary of Economic Projections (SEP)

(4Q/4Q, %)	Median				Central tendency			
	2021	2022	2023	장기	2021	2022	2023	장기
실질 GDP	7.0	3.3	2.4	1.8	6.8-7.3	2.8-3.8	2.0-2.5	1.8-2.0
3월 예측치	6.5	3.3	2.2	1.8	5.8-6.6	3.0-3.8	2.0-2.5	1.8-2.0
실업률	4.5	3.8	3.5	4.0	4.4-4.8	3.5-4.0	3.2-3.8	3.8-4.3
3월 예측치	4.5	3.9	3.5	4.0	4.2-4.7	3.6-4.0	3.2-3.8	3.8-4.3
PCE	3.4	2.1	2.2	2.0	3.1-3.5	1.9-2.3	2.0-2.2	2.0
3월 예측치	2.4	2.0	2.1	2.0	2.2-2.4	1.8-2.1	2.0-2.2	2.0
Core PCE	3.0	2.1	2.1	-	2.9-3.1	1.9-2.3	2.0-2.2	-
3월 예측치	2.2	2.0	2.1	-	2.0-2.3	1.9-2.1	2.0-2.2	-
연방기금금리(%)	0.1	0.1	0.6	2.5	0.1	0.1-0.4	0.1-1.1	2.3-2.5
3월 예측치	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1-0.4	0.1-0.9	2.3-2.5

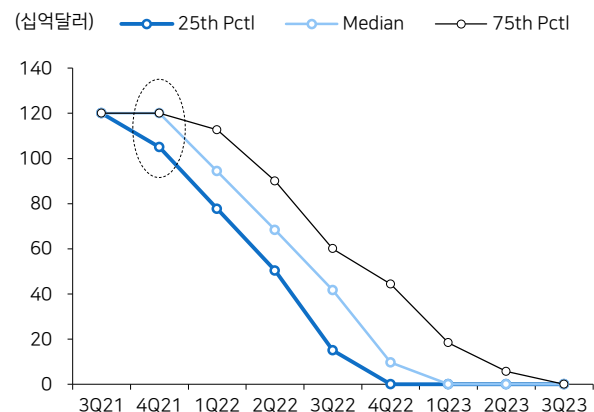
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림8 6월 프라이머리 딜러 서베이: 자산매입 속도 전망



자료: New York Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림9 6월 시장참여자 서베이: 자산매입 속도 전망



자료: New York Fed, 메리츠증권 리서치센터

금리인상까지 가기 위한 여정

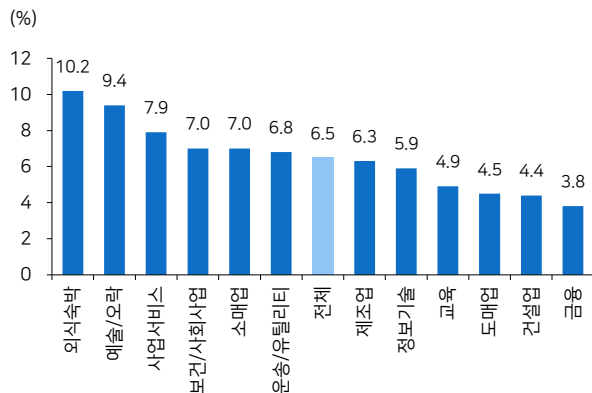
테이퍼링은 빨라지지만, 금리인상까지 가려면 여러 개의 산을 넘어야 한다.

마찰적 실업의 해소 필요성

구인비율이 올해 6월 사상최고치인 6.5%를 기록한 가운데, 외식/숙박(10.2%), 예술/오락(9.4%), 사업서비스(7.9%), 임시직 고용, 직업소개소 등도 포함, 보건/사회사업, 소매업(각 7.0%) 업종의 구인비율이 유달리 높다. 이러한 현상이 발생하는 이유는 이들 업종에서 많은 수의 노동자가 이탈하고 있기 때문이다. 직장을 가지고 있었지만 자발적으로 사직을 하는 것이다. 이유는 시간당 임금이 낮은 직종에 있기 보다는 처우가 나은 업종으로 전직을 도모하는 것이다. 이러한 실업을 마찰적 실업이라고 한다.

기존에 직장이 없는 사람들이 돌아오게 됨으로써 실업률이 단기간 내 크게 낮아질 수 있다는 것과는 별개로 앞으로는 마찰적 실업의 산을 넘어야 완전고용으로 갈 수 있다. 실업률이 4%대에 도달한 이후 연준이 생각하는 완전고용 수준인 실업률 3%대로 가기까지는 장기간이 소요될 가능성이 크다는 것이다.

그림10 업종별 구인비율 (6월)



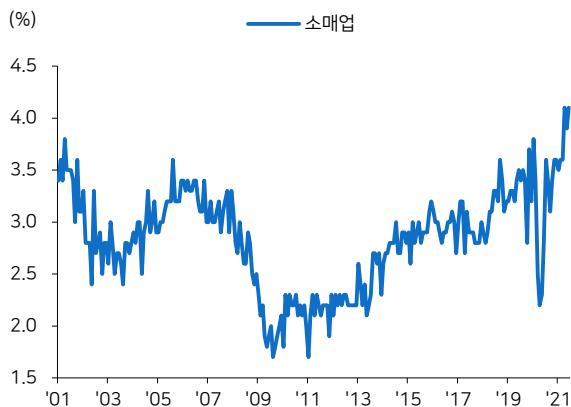
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림11 자발적 사직비율(1): 외식숙박업



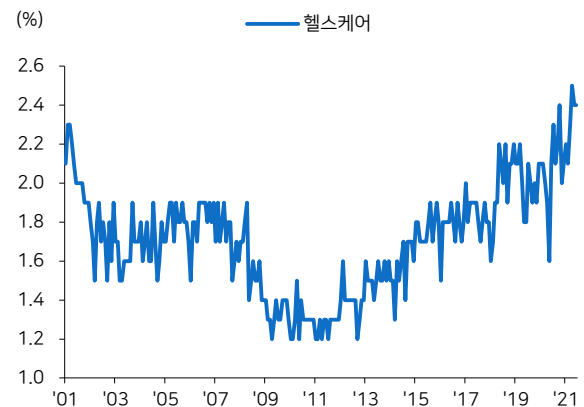
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림12 자발적 사직비율(2): 소매업



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림13 자발적 사직비율(3): 헬스케어



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

구조적 실업과 노동시장 불균형 완화 필요성

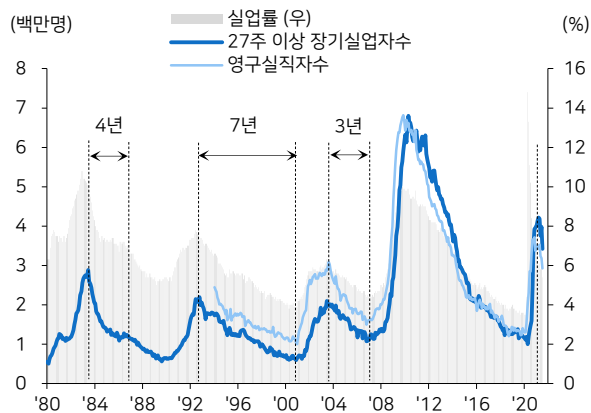
노동시장과 관련한 또 다른 산은 구조적 실업이다. 일반적으로 경기충격이 발생한 이후 장기실업자나 영구실직자가 다수 양산된다. 이들은 노동시장에서 장기간 이탈되어 있었기 때문에, 지니고 있는 스킬이 녹슬고 일부는 구직을 상당 기간 포기해 버린다. 이러한 현상은 이력효과(hysteresis effect)로 설명이 된다. 쉽게 말하면 마찰적 실업자 이상으로 노동시장 복귀에 더욱 오랜 시간이 걸린다는 것이다.

금융위기를 제외하고, 1980년 이후 3차례의 리세션 이후 장기실업자와 영구실직자가 리세션 이전 수준으로 돌아오는 데 걸리는 시간은 짧게는 3년, 길게는 7년에 달했다. 이번 리세션을 제외하고 역사상 가장 짧았던 2001년 리세션 후폭풍이 3년을 간 것이다. 이번은 역사상 가장 짧고 굵은 2개월짜리 침체였다. 다행히 영구실직자와 장기실업자수가 빠르게 줄고 있지만, 이들이 다시 희망을 가지고 취업전선에 나설 때까지 걸리는 시간은 최소 1년 이상일 것으로 봐야 한다.

코로나19로 빚어진 노동시장의 불균형도 완전고용으로 가는 과정에서 해결해야 할 문제이다. 앞서 언급한 Economic Tracker에 따르면, 올해 7월 고소득 직종의 고용은 2020년 1월 대비 9.9% 증가한 반면, 연간 2.7만 달러 이하 임금을 받는 저소득 직종 고용은 22.2%나 감소해 있는 상황이다. 물론, 1) 후자에 해당하는 인원 대부분이 소매업이나 외식/숙박, 여가/레저와 같은 대면서비스업에 종사하고 있었을 가능성이 크고, 2) American Rescue Plan에 기반한 가계보조금이나 실업급여 증액이 이들의 노동시장 복귀를 “지연” 시켰을 것이다.

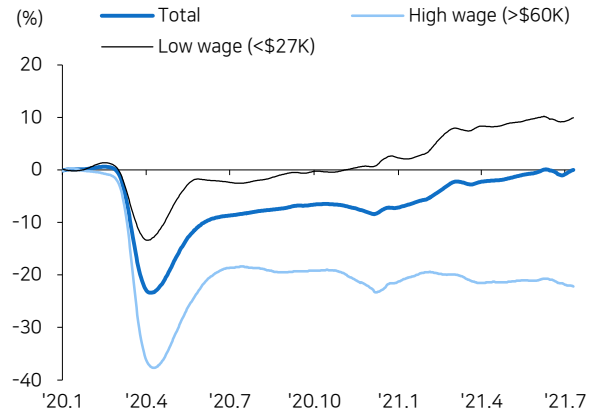
그러나 이러한 사람들일수록 구조적 실업에 해당하고 있을 가능성도 있다는 점에서 코로나19 이전의 완전고용으로 돌아가는 데에는 상당 기간이 소요된다고 보는 것이 합리적이라는 생각이다.

그림14 장기실업자수, 영구실직자수, 그리고 계절조정 실업률



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림15 2020년 1월 이후 고소득/저소득 직종 고용변화



자료: Earnin, Intuit et al, Opportunity Insights Economic Tracker

인플레이션 여건 점검

인플레이션은 peak-out 예상

다음으로, 인플레이션 여건을 점검한다. 미국 7월 소비자물가는 전년대비 5.4% 상승하여 6월과 동일한 상승률을 기록한 반면, 식료품/에너지를 제외한 핵심물가는 4.3% 상승하며 6월(4.5%) 대비 상승률이 낮아졌다. 우리는 앞으로 인플레이션율이 계속 높아지기 보다는 하향 안정화될 가능성이 매우 높다고 보고 있다.

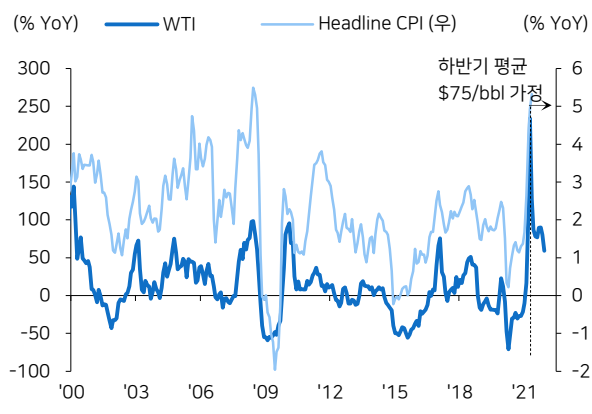
기본적으로 1) 유가 기저효과가 소멸되고 있고, 2) 2분기 중 중고차 가격이 비교적 빠르게 하락하고 있기 때문이다. 중고차 CPI에 2개월 선행하는 Manheim.com의 중고차 가격지수는 6월부터 8월 상반기까지 4.6% 하락하였고, 이것이 중고차 물가에도 반영되기 시작했다.

Core 물가는 3Q가 peak

일시적이고 국지적 인플레이 성격

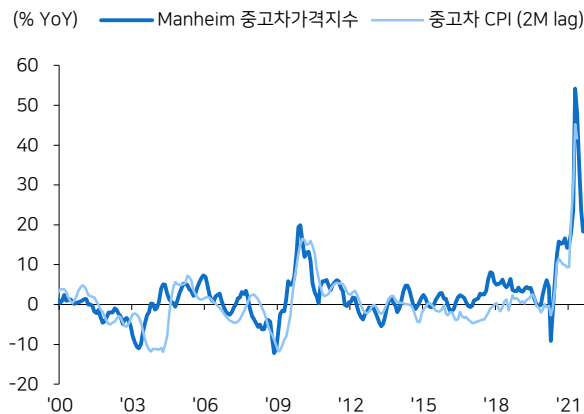
그간 중고차 가격이 지나치게 빠른 상승을 했기 때문에 현재 중고차 가격지수의 흐름처럼 전월대비 2% 내외의 하락세가 지속된다고 가정해도 3분기 핵심물가 상승폭이 2분기 수준을 넘어갈 가능성이 크다. 그러나 우리는 전술한 이유로 핵심물가 상승률이 올해 3분기 4.2%를 정점으로 하향 안정화될 것이라 예상한다. 결국 최근의 물가상승세가 일시적이고 국지적이어서 적극적인 대응 영역이 아니라는 연준의 주장에 힘이 실리는 모습이다.

그림16 WTI 국제유가와 미국 Headline CPI



자료: Refinitiv, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림17 Manheim 중고차 가격지수와 중고차 물가



자료: Manheim.com, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

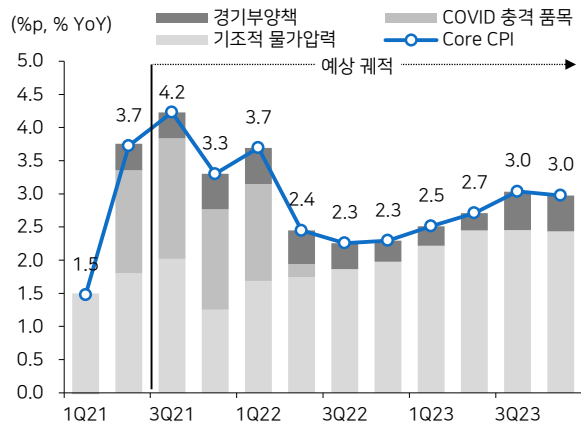
물가의 경우도 금리인상까지 갈 길은 멀어

물가의 경우에도, 금리인상까지 가는 길은 아직 멀다. 전술한 완전고용의 조건이 충족된 상태에서, PCE(특히 핵심 PCE)물가가 2%를 찍고, 이를 넘어가는 그림이 확인되어야 금리인상에 나설 것이라는 포워드 가이드를 감안하면 더욱 그러하다. 아래 그림 18~19는 지난 4월 황수옥 수석이 발간한 "미국 인플레이션 전망과 연준 정책 시사점" 보고서의 방법론을 이용하여 최근 숫자를 업데이트하고 향후 재정승수가 높아질 수 있다는 가정을 채용한 것이다.

연준 포워드 가이드스 충족하는
시점은 2023년 2분기로 추정

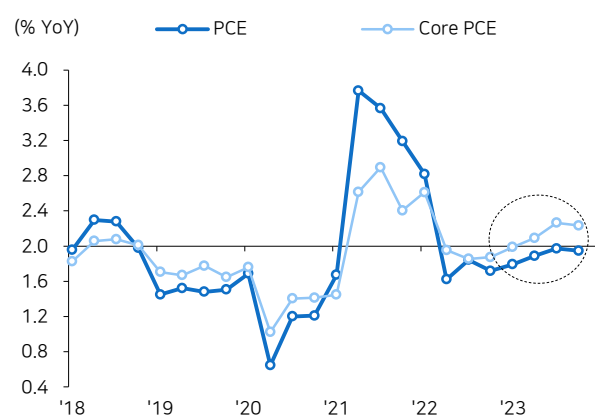
이 기준으로라면, 기조적 물가압력(수요견인형)에 의해 핵심 소비자물가 2.5%, 핵심 PCE물가 2.0%를 상회하는 시점은 2023년 2분기로 추정된다. 현재 6월 FOMC 점도표에서 제시하고 있는 인상 시점이자, 우리의 전망과 일치한다. 현재로서 테이퍼링 일정이 조금씩 빨라진다고 하여 금리인상까지 빨라질 가능성을 걱정할 필요는 크지 않아 보인다.

그림18 미국 분기별 핵심소비자물가 상승률 추정



주: 당사 "미국 인플레이션 전망과 연준 정책 시사점 (21년 4월)" 보고서 내용을 업데이트
자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림19 미국 분기별 PCE, Core PCE 물가 추정



주: 당사 "미국 인플레이션 전망과 연준 정책 시사점 (21년 4월)" 보고서 내용을 업데이트
자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터 추정

2. 원/달러 환율에 대한 고민

원화를 둘러싼 다양한 변수의
점점 필요

원/달러 환율은 1) 선진국간 통화가치로 보는 글로벌 달러화의 향방, 2) 위안화의 방향, 그리고 3) 국내 고유 요인의 3가지 힘이 복합적으로 반영되는 결과물이다. 이 3가지에 대해 살펴보고, 향후 전망을 제시한다.

글로벌 달러화 향방

6월 이후 달러강세 유발 요인

- 1) Fed/ECB정책 차별화
- 2) 델타변이

올 5월까지 약세를 보이던 달러화의 방향을 바꾼 것은 크게 두 가지이다. 첫째는 연준과 유럽중앙은행 간 통화정책 차별화 기대이다. 연준은 6월 FOMC 점도표를 통해 2023년 2회 인상을 시사한 반면, ECB는 6월 회의에서 3분기까지 PEPP 매입규모를 늘려 진행하는 방안을 그대로 유지했다. 통화정책 정상화라는 관점에서 연준이 ECB를 앞서 나가는 행보로 해석되면서 추후 달러화가 희소해질 것이라는 기대로 연결되었다.

둘째는 델타변이 바이러스의 출현이다. 전염성이 강하고 돌파감염을 일으킬 수 있는 변이 바이러스가 주요국에 빠르게 확산되면서 경기회복에 찬물을 끼얹을 수 있다는 우려로 경기역행적 통화인 달러화가 강세를 띠게 되었다.

이러한 두 가지 요인을 고려할 때, 달러화의 강세가 연장될 가능성은 제한적이라고 생각한다. 만약 우리나라처럼 선진국이 사회적 거리두기 강화/봉쇄를 통한 바이러스 억제를 선택했다면 다른 이야기가 되겠지만, 백신확보에 여유가 있는 미국과 유로존은 오히려 백신접종의 급격한 진전을 통해 변이 바이러스에 대응하였다.

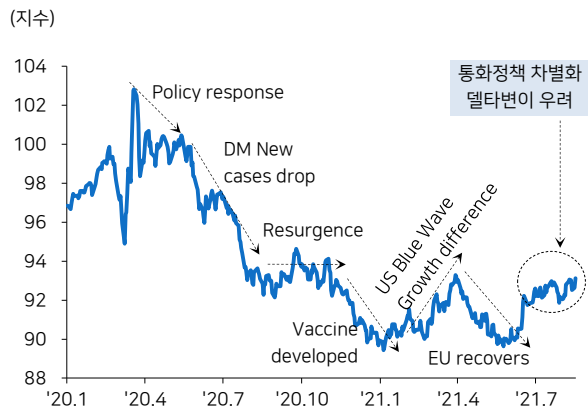
정부 주도의 거리두기 부재하여
이동활동 제약 크게 없음

정부 주도의 인위적 거리두기가 부재하였기에, 과거 바이러스 유행기처럼 이동활동의 위축은 거의 관찰되지 않았다. 이동활동을 대면 서비스 업황의 대응치로 본다면, 이들 서비스업 회복 모멘텀은 최근 주춤한 것으로 보이지만, 다시 하강하는 그림은 아니다. 7월 델타변이 출현 당시에 비해 개선된 수준이거나(유로존), 유사한 수준(미국)으로 보는 것이 합리적이다.

유로존 경기는 회복 중
9월 ECB PEPP 속도조절 결정
전망 유지

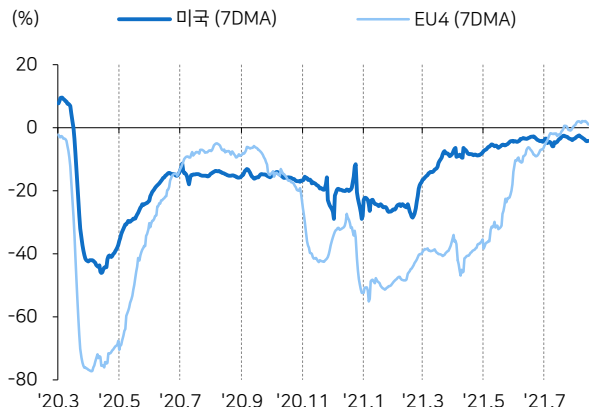
특히 유로존의 회복세가 이어지고 있다는 점을 보면, 9월 ECB회의에서 PEPP 매입 속도를 조절할 가능성은 여전히 높다는 생각이다. 결국 방식은 다르지만 연준과 함께 ECB도 통화정책 정상화에 동참하게 되면서 통화정책 방향의 차별화 기대로 인한 달러 강세 압력도 점차 누그러질 것으로 예상된다. 이러한 견해에는 변함이 없다.

그림20 2020년 이후 달러화 지수 추이



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림21 구글 모빌리티: Retail and Recreation



자료: Google Mobility Trend, 메리츠증권 리서치센터

위안화를 둘러싼 여러 변수들

위안화는 중-미 금리차에 상당
기간 연동되어 왔음

위안화에 대한 고민은 1) 주요 신흥국 중에서 유일하게 미국과의 금리차에 위안화가 장기간 연동되어 왔고, 2) 미국이 통화정책 정상화에 나서는 가운데 중국이 자국 경기진작을 목적으로 지급준비율을 인하하는 등 상이한 행보에 나서고 있다는 점이다. 만약 이러한 흐름대로라면, 위안화 약세가 더욱 심화될 수 있다고 주장해야 맞다.

중-미 금리차는 기준율의
함수이기도 했음.
그러나 최근 들어 디커플링

흥미롭게도 중-미 5년물 국채금리차와 위안/달러는 중국의 지급준비율과 장기간 연동되어 움직여 왔다. 인민은행이 기준율을 인하하던 구간에서는 국채금리가 하락했고, 이에 따라 양국간 금리차는 축소되었다. 위안화도 2009년의 peg, 2012년 사례를 제외하면 대체로 약세였다. 그런데 이러한 흐름은 2018년부터 다른 모습을 띠기 시작한다. 기준율이 인하되어도 국채금리차가 확대되고, 위안화 약세가 진행되다가 다시 강세로 전환되는 모습이 관찰된다는 것이다.

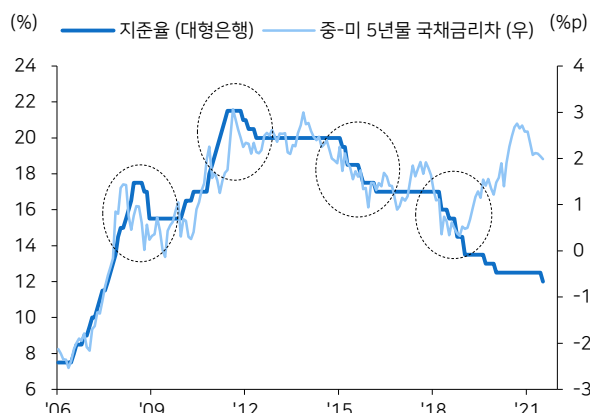
유력한 이유 중 하나는 자본시장 개방과 외국인 채권보유 확대

여러 가지 이유가 있을 것이나, 이를 설명할 수 있는 변수 중 하나는 외국인의 중국 채권보유 확대이며, 외국인 보유비중도 2018년 2%를 기점으로 올해 7월 4.2%까지 급격히 상승한다. 자본시장 개방이라는 제도적 변화의 산물일 수 있다는 것이다. 이를 고려한다면 기준을 인하에 따른 위안화 약세 압력이 존재할 수 있겠으나, 위안화 표시 자산에 대한 수요확대가 이를 상쇄해줄 가능성을 생각해 봐야 한다.

국채금리 방향 측면에서는 경기 모멘텀도 고려해야

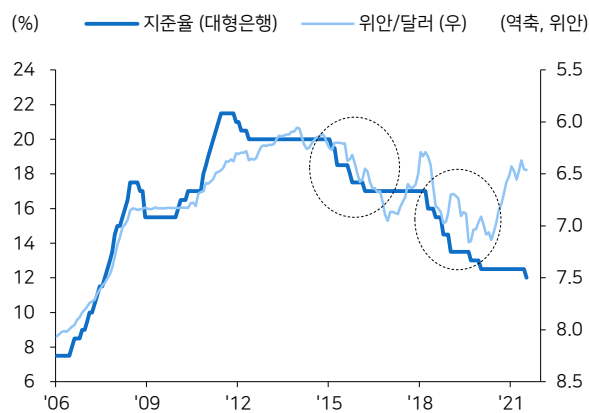
또 다른 관점은 경기모멘텀이다. 장기 시계에서는 중국의 경기모멘텀과 채권금리는 다른 움직임을 보여 왔다. 그런데 2015년부터 제조업 PMI와 5년물 국채금리 간 시차상관계수(3개월)가 0.55로 상승하면서 통계적 유의성을 가지기 시작했다. 현재 중국의 제조업은 1) 기초원자재 가격의 상승, 2) 집중호우와 홍수, 3) 항만 폐쇄에 따른 원자재 조달/수출 차질 등의 복합 충격을 경험하는 이례적 구간에 진입해 있다. 상황이 계속 악화되기 보다는 미시적 정책과 통화정책 대응에 힘입어 향후 모멘텀이 개선될 가능성을 주시해야 한다. 이는 연말 경 국채금리의 상승 요인이자 위안화 약세의 되돌림 요인으로도 작용할 수 있다.

그림22 중국 대형은행 기준율과 중-미 금리차



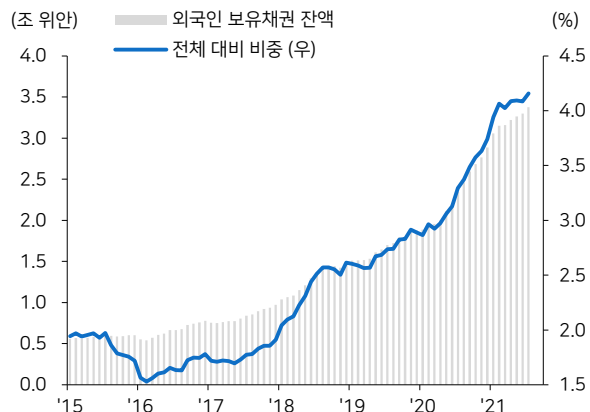
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 중국 대형은행 기준율과 위안/달러



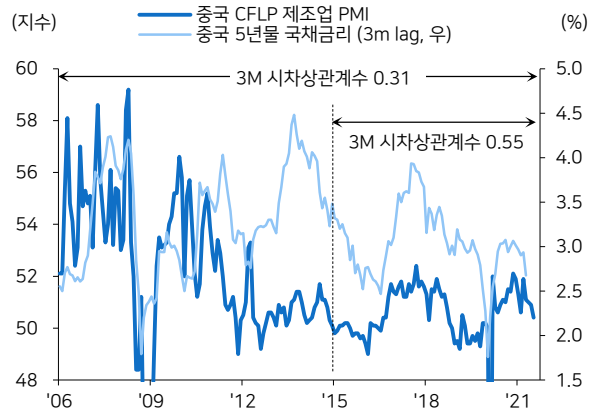
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 중국 외국인 채권보유 잔액 및 비중



자료: 중국 중앙청산소, 메리츠증권 리서치센터

그림25 중국 제조업 PMI와 5년물 국채금리



자료: 중국 물류구매연합회, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

국내 고유 요인

원화는 사실상 나홀로 약세

원화는 상당 기간 Global risk-on의 잣대 역할을 하면서 미 국채와 신흥국 국채 간 스프레드와 연동되어 움직여 왔다. 이로부터 이탈을 하는 경우는 한반도 지정학적 리스크가 불거졌거나 기타 국내 요인에 의한 원화 약세가 이루어지는 것이 대부분의 사례였다. 신흥국에서 델타변이를 통제하기 위해 봉쇄가 재현되는 등 선진국과 다른 행보를 보이고는 있으나, 정작 EMBI global spread는 크게 확대되지 않고 있다. 따라서 현재의 원화 약세는 국내 고유요인에 의한 것으로 보는 것이 바람직하다.

국내 고유 요인

- 1) 국내 코로나19 확산
- 2) 외국인 매도

그리고, 그 중심에 국내 코로나19의 급격한 확산이 자리하고 있다. 국내 델타변이의 확산으로 6월 하순부터 신규확진자수가 늘기 시작하여 7월 7일 이후 43일째 1,000명 이상의 확진자가 매일 발생하고 있다. 이러한 연유로 위안화 대비 원화 약세가 두드러졌다. 8월 9일 이후 7거래일 동안은 반도체 업황 우려에 기반한 외국인의 국내주식 순매도까지 가세하면서 원화가치의 하락폭을 더욱 키웠다. 8월 18일 원/달러 환율 증가는 1,176원으로 14개월 내 가장 높은 수준이었다.

기본 "가정"

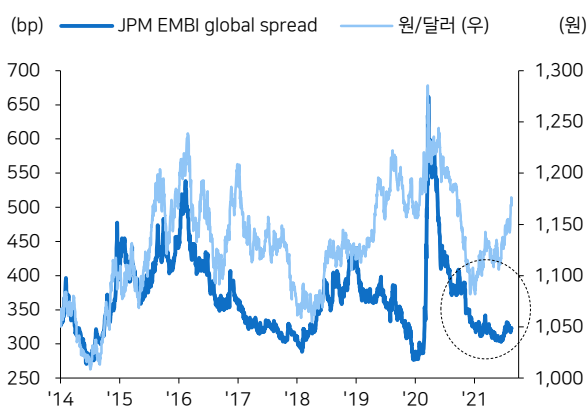
- 1) 국내 코로나19 이르면 한 달 내에 안정화
- 2) 외국인 대량매도 장기화 가능성 낮음

원화 약세 유발 요인이 이러하다면, 이들이 앞으로 어떻게 변할 지가 당연히 방향성 예측에 있어 중요한 변수일 것이다. 기본 가정은 다음과 같다. 첫째, 국내 코로나19 상황은 과거 사례 중 신규확진건수 증가 구간이 가장 길었던 3차 Wave 당시(68일)를 Base로 삼는다. 현재는 57일이 경과했으며, 사회적 거리두기의 추가 연장 및 백신보급 확대 등을 고려한다면, 이르면 한 달 내에 안정화될 수 있을 것이라 "가정" 해 볼 수 있다. 둘째, 외국인 순매도 역시 불확실한 영역이지만 "가정"은 일간 2~3조원의 대규모 매도가 장기간 이어지지 않을 가능성에 무게를 둔다.

연말 원/위안 전망은 코로나19 급격한 확산 이전 수준인 174원

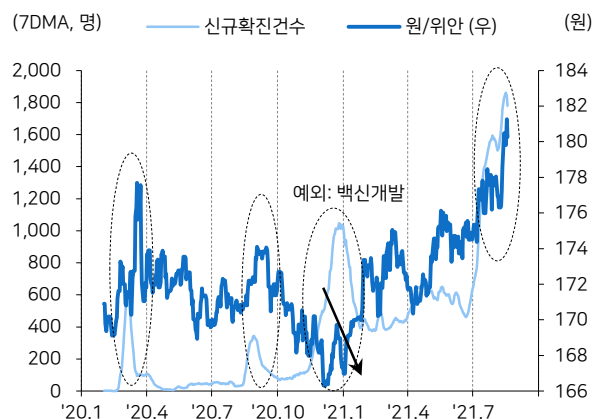
이러한 가정들을 전제로 올해 4분기에 국내 고유요인에 의한 원화 약세 압력이 누그러질 가능성을 높게 보고 있다. 연말에는 국내 코로나19가 급격히 확산되기 이전 수준의 원/위안 환율인 174원으로 복귀할 것을 전제로 한다.

그림26 JPMorgan EMBI spread와 원/달러



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 국내 COVID-19 신규확진건수와 원/위안



자료: 질병관리본부, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원/달러 환율 전망

연말 위안/달러 6.4 전제로,
연말 원/달러 1,115원 전망

올해 연말 원/달러 환율 전망은 기존 1,080원에서 1,115원으로 상향 조정하고, 내년 전망을 1,080원으로 변경한다. 이는 원/위안 환율이 174원으로 수렴하는 가운데, 위안/달러 환율도 연말 6.40에 수렴한다는 것이 전제되어 있다.

연말 위안/달러 6.4를 제시하는
이유

이는 1) 중국이 경기진작 차원에서 지준율 인하를 하는 것이기에 9~10월 중 연쇄적 인하 가능성이 있고, 연말에는 위안화가 상대적으로 통화완화 압력에서 자유로울 가능성, 2) 외국인 채권보유 확대가 통화완화에 따른 위안화 약세 압력을 일정 부분 상쇄시켜 줄 가능성, 그리고 3) 글로벌 통화정책 차별화 기대로 위안화에 까지 파급된 달러 강세 압력이 완화될 가능성 등을 반영한 것이다. 중국 정책당국이 올 들어 6.40을 하회하는 위안/달러 환율에 대한 대응에 나선 만큼, 이 수준 이하로 연내 위안화 강세가 이루어질 가능성은 낮다는 생각이다.

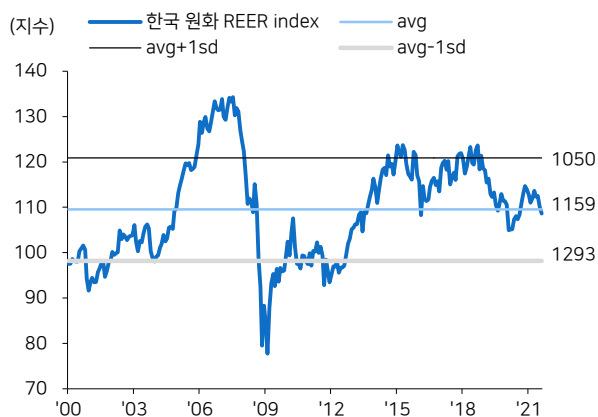
원화 저평가 장기화 가능성 낮음

현재 원화 가치를 실질실효환율로 환산해 보면, 8월 18일 종가(1,168원) 기준으로 2000년 이후 역사적 평균대비 0.8% 저평가되어 있는 것으로 추정된다. 글로벌 동반 제조업 침체(2016년)나 경기침체(2020년) 등의 tail risk가 아니라면 이 같은 저평가 상태가 장기화될 가능성이 제한적임에 무게를 둔다. 한편, 단순히 보완 지표로 피보나치 되돌림을 보면, 18일 원화가 저항선인 1,175원 아래로 다시 내려옴으로써, 추가 약세(다음 저항선 1,204원)로 향하기 보다 하향 안정화될 가능성을 높였다. 우리의 전망 1,115원은 기술적 관점에서도 현 수준의 2차 지지선에 해당하는 값이다.

상기 전망의 위험 요인들
원화 강세보다 약세 위험 우위임

전망의 리스크는 지금까지 전제된 사항들이 변화될 경우이며, 원화 강세보다는 약세 위험이 더욱 큰 상태이다. 이는 1) ECB가 연준과 달리 통화정책 정상화를 지연시킬 가능성, 2) 지준율 연쇄 인하라는 통화완화 요인이 위안화 약세를 가중시키거나 강세를 방어하기 위한 정부개입 강화 가능성, 3) 국내 코로나19의 장기화 등이다. 관련한 리스크 요인들을 면밀히 주시하며 전망을 조정해 나갈 생각이다.

그림28 한국 원화의 실질실효환율



자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림29 최근 5년간 원/달러와 기술적 지지/저항선(피보나치)

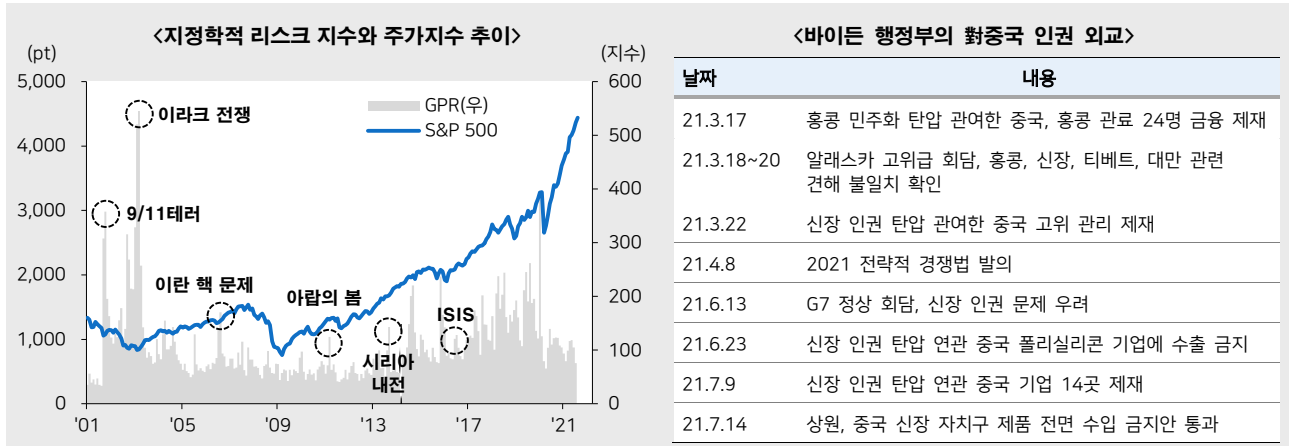


자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

이승훈 연구위원

아프가니스탄을 장악한 탈레반: 결국은 미-중 갈등 심화 요인



주: GPR Index는 11개 국제신문(WSJ, FT, NYT 등)에 나온 분쟁 관련 단어 비중을 '00~09년 평균을 100으로 두고 정규화하여 산출

자료: Economic Policy Uncertainty, Bloomberg, China-Briefing, 메리츠증권 리서치센터

8월 15일, 탈레반이 아프가니스탄 대통령궁을 장악

지난 15일, 무장 이슬람 정치단체인 탈레반이 아프가니스탄 대통령궁을 장악하며 내전에서 승리했다. 4월 14일 미국 정부가 아프가니스탄에서의 미군 철수를 공식 발표한지 4개월만이다. 하지만 지정학적 리스크가 발생했음에도 불구하고 금융시장에의 부정적 영향은 크지 않았다. 다음날인 8월 16일에 뉴욕증시는 장 초반 약세를 보이는 듯했으나, 상승 반전하여 S&P500과 NASDAQ 각각 종가기준 최고치인 4,479.71pt, 14,793.76pt로 마감했다.

지정학적 리스크가 증시에 미치는 영향력은 제한적

과거 지정학적 리스크, 특히 중동 문제가 주요국 증시에 직접적으로 미치는 영향력은 제한적이었다. 지정학적 리스크 지수(Geopolitical Risk Index, GPR Index)와 S&P 500 지수의 추이를 보면, 분쟁으로 지정학적 리스크 지수가 급격히 상승했을 때, S&P 500 지수의 낙폭은 크지 않았으며, 오히려 상승세를 유지한 경우도 많다는 것을 알 수 있다. 주가가 비교적 장기간 하락한 9/11 테러 당시에도 경기 침체가 이미 진행중이었다는 사실을 감안한다면 주가 하락이 분쟁의 결과만은 아니라고 해석할 수 있다.

하지만 탈레반에 대한 미-중 입장 차이로 인해 미-중 갈등이 악화될 가능성

하지만 탈레반의 아프가니스탄 장악은 향후 미-중 갈등 악화 요인으로 작용할 수 있다는 점에서 주목할 필요가 있다. 중국은 외교부 브리핑을 통해 아프가니스탄 국민들의 선택을 존중한다 언급하며, 탈레반과의 대립을 최소화하려는 스탠스를 취했다. 아프가니스탄이 중국과 신장 위구르 지역(이슬람교도가 다수)을 두고 국경을 접하고 있을 뿐만 아니라, 중동아시아의 중앙에 위치해서 일대일로 전략 추진 시 탈레반의 협조가 절실하기 때문이라는 판단이다. 반면, 미국은 아프가니스탄 인권 보호를 명분으로 미국 은행에 예치된 아프가니스탄 정부 자금을 동결조치하는 등 탈레반과 대립하는 행보를 택했다. 이미 바이든 행정부가 인권 외교를 표방하며 신장 위구르 지역, 홍콩 이슈를 두고 중국과 갈등이 지속된 바, 두 국가간 입장 차이는 양국간 관계를 악화시킬 요인으로 작용할 수 있다.

칼럼의 재해석

임제혁 연구원

유럽 주요국 금리 하락과 경기 회복 둔화 우려 (Financial Times)

미국채 금리 급락 이후에 유럽 주요국 장기금리 또한 하락세가 지속되며 시장에서는 경기회복 둔화 우려가 부각되었다. 하지만 현재 국면에서의 급격한 금리의 하락을 경기 부진에 대한 우려만으로 해석하기에는 과도한 측면이 있어 보인다.

영국은 8월 들어서도 일일 신규확진자수가 2만명대를 유지하고 있으나 소매/여가 관련 구글 모빌리티는 6,7월 하락 이후 완만하게 상승하고 있는 추이다. 이는 백신 보급을 바탕으로 줄어드는 중환자 비율 등을 고려해 정부가 전면적인 사회적 거리두기 시행을 하지 않은 영향이다. 6월 이후 델타 바이러스 확산이 본격화되며 체크/신용카드 소비액이 줄어들었으나, 영국 정부가 코로나 전면 해제 조치를 유지하는 가운데 신규 확진자는 줄어들며 소비액 감소세도 주춤하고 있다.

독일은 공급 병목 현상에도 신규 주문이 큰 폭으로 증가하며 7월 제조업 PMI는 65.9를 기록, 확장국면을 이어갔다. 이와 더불어 공급 부족의 부정적 영향 또한 점차 완화될 것으로 기대된다. 이는, 공급자 배송시간이 증가했으나 지난 5개월 대비 증가폭이 축소되었기 때문이다. 내수 관련 소비자 심리 위축 또한 점차 해소되는 것으로 보인다. 주요국 중앙은행들은 코로나로 인한 단기적인 경기 리스크는 인식하나, 백신 접종이 지속되며 중장기적인 경기회복에 대한 자신감은 유지하고 있다. 9월에 있을 ECB 회의 전까지 코로나19가 효과적으로 통제된다면 ECB 또한 통화정책 정상화에 대한 의지를 보일 가능성이 높다. 통화정책 정상화 기대와 줄어드는 코로나19의 부정적인 영향을 고려할 때, 유럽 주요국 금리의 추가적인 하락폭은 크지 않을 것으로 전망된다.

하락하는 글로벌 금리, 경기 회복 둔화 우려로 이어져

장단기 금리차의 과도한 축소는 경기 부진을 판단하는 중요한 지표로 활용된다. 상승세를 이어나갈 것으로 예상되었던 미국채 금리가 급락하자 코로나19의 확산과 함께 경기정점 우려가 부각되었다. 현재 미국뿐만 아니라 글로벌 금리는 전반적으로 하락하고 있으며 마이너스 금리 채권 규모는 올해 초 수준으로 늘어났다.

유로존 및 영국채 금리 하락하며
경기 회복둔화 우려 부각되었으나
과도한 측면 있어

독일을 비롯한 유로존 채권과 영국채 금리 또한 7월 들어 하락하고 있다. 주요 지역에서 봉쇄 조치가 해제되며 경기 회복 기대감이 확대되었으나 최근 영국, 독일 등 주요국에서의 델타 변이 확산이 경기 회복의 걸림돌로 작용하고 있기 때문이다. 그러나 유럽 주요국 금리의 하락에 반영된 경기 둔화 우려는 과도한 측면이 있는 것으로 보인다.

그림1 미국채 금리 중심으로 글로벌 금리 하락세



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 유럽 주요국 채권 금리 또한 하락폭 깊어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

델타 바이러스의 부정적인 영향, 점차 줄어듦 것으로 기대

영국, 소비위축 이후 회복되는 경향 보이고 있어

영국은 6월 이후 델타 바이러스 확산이 다른 유럽국가에 비해 빠르게 확대되며 경기 회복 둔화에 대한 우려가 컸었다. 7월 일일 신규 확진자수가 4만명을 돌파하기도 했으며, 8월 들어서는 확진자수가 하락세를 보이고는 있으나 여전히 2만명대를 유지하고 있다.

사회적 거리두기 시행되지 않으며 소매/여가 모빌리티 지수 반등

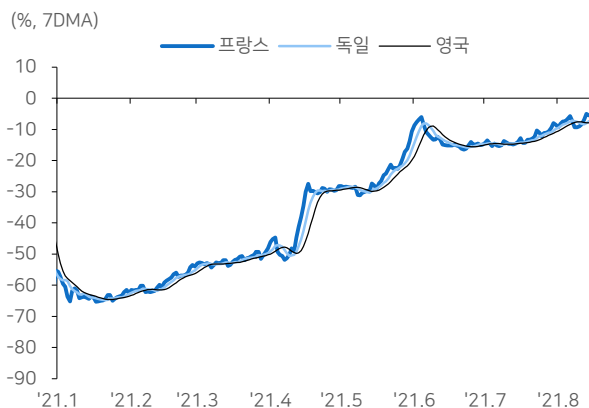
다만, 일일 확진자수의 증가에도 소매/여가 관련 구글 모빌리티 지수는 6,7월 하락 이후 하락폭을 되돌리고 있다. 이는 확진자 중 중환자의 비율이 감소하고 있고, 신규 감염자의 대부분은 백신 미접종자라는 점에서 정부 차원에서의 사회적 거리두기가 시행되지 않은 영향으로 보인다. 영국은 현재 성인의 90%가 1회 이상 접종을 완료했고 75% 이상이 백신 2회 접종을 완료했다.

이로 인해 영국의 소비 위축이 점차 회복될 것으로 기대된다. 델타 바이러스 확산이 본격화되기 전인 6월, 소매판매는 +0.5% MoM, +9.5% YoY를 기록했다. 축구경기장 개방으로 인한 음식료 소비와 여행 증가로 인한 휘발유 소비 등 거리두기 해제로 인한 영향이 컸다.

코로나 확산 본격화되며 소비심리 위축 불가피했으나, 최근 체크/신 용카드 소비액 감소 주춤

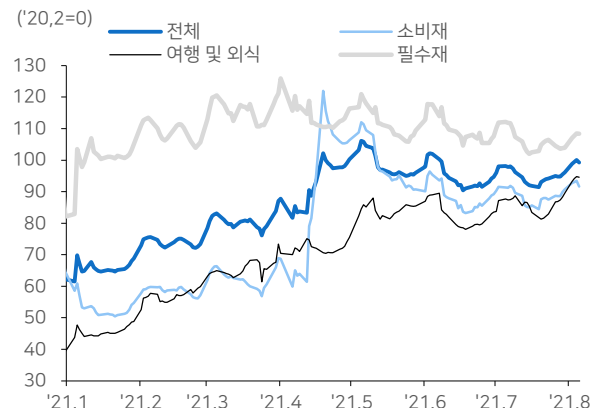
6월 이후에는 델타 바이러스 확산이 본격화되며 소비심리 위축이 불가피해 주간 발표되는 체크/신용카드 소비액이 소비재를 중심으로 줄어든 것을 확인할 수 있다. 다만 주목해야 할 점은, 델타 바이러스 확산에도 영국 정부가 코로나 규제 전면 해제 조치를 철회하지 않는 가운데, 원활한 백신 접종을 바탕으로 신규 확진자가 줄어들기 시작하며 신용카드 소비액 감소세도 주춤하고 있다는 점이다.

그림3 소매/판매 구글 모빌리티 지수 회복하는 추이



자료: Google, 메리츠증권 리서치센터

그림4 영국 체크/신용카드 소비액 7월 이후 감소세 주춤



자료: Office for National Statistics 메리츠증권 리서치센터

독일, 공급 병목 현상에도 수요는 확대되며 제조업 경기 확장 지속

공급 부족 지속에도 신규주문/
고용부문 중심으로 제조업 경기
확장 지속

독일은 5월 일일 신규 확진자수가 2만명대에서 6월 1천명 대까지 하락하며 코로나의 영향력은 제한적이었지만, 제조업 공급 병목 현상으로 인한 제조업 업황 회복 둔화 우려가 부각되는 상황이다.

공급 부족 지속에도 7월 제조업 PMI 지표는 6월 65.1 → 7월 65.9로 상승했는데, 이는 신규주문과 고용부문이 견조한 상승세를 보였기 때문이었다. 독일의 실업률은 올해 초 6.0% → 7월 5.7%로 하락하며 고용개선이 지속되고 있다. 신규 주문은 5월 주춤한 이후 상승세를 이어갔으며, 7월 신규부문 지수는 역대 3번째로 전월대비 상승폭이 컸다.

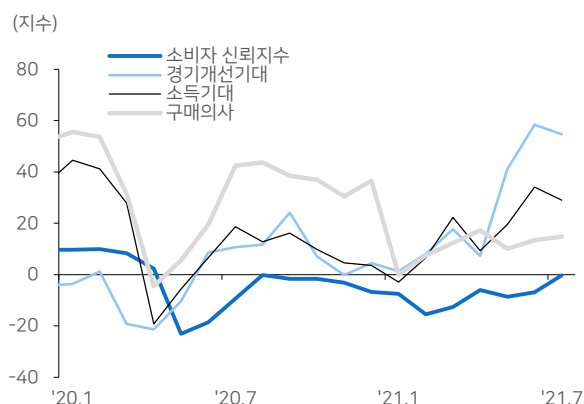
공급 부족의 부정적 영향 또한
점차 줄어든 것으로 전망

이와 더불어, 공급 부족의 부정적 영향도 점차 완화될 것으로 기대된다. 제조업 생산은 4월 전년동기대비 +34%를 기록한 이후 5월에는 늘어난 수요에도 불구하고 공급부족 문제로 인해 +20%로 하락했다. 다만, 7월 제조업 지수를 살펴보면, 공급자 배송시간이 증가했으나 지난 5개월간 대비 증가폭이 축소되며 공급 부족 문제가 점차 완화될 가능성이 있는 것으로 보인다.

최근 미국 제조업 공급 부족이 3분기에 정점을 지나며 점차 해소될 것을 감안하면, 독일 또한 공급 쇼트지 해소에 따른 생산 회복과 재고의 restocking 으로 인한 제조업 업황 회복 여력이 남아있는 것으로 전망된다. 내수 측면에서도 GfK 소비자 신뢰지수가 낙관적 전망의 기준선인 0에 근접하며 점차 회복하고 있는 점을 확인할 수 있었다. 하위 항목인 경기 개선 및 소득 기대는 7월 하락했으나 높은 수준을 유지했고, 구매의사는 소폭 상승했다.

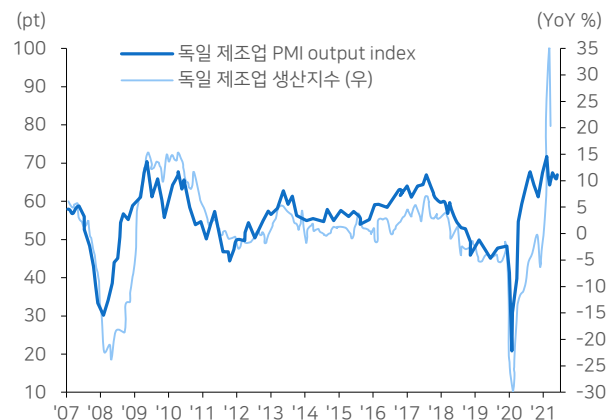
독일 또한 백신 접종이 둔화되며 8월 들어 신규확진자가 3천명으로 증가하는 등 코로나 확산에 대한 우려가 확산되고 있으나 정부가 10월 11일부터 백신 접종을 유료로 진행하겠다고 밝혀 백신 접종 속도가 다시 가속화 것으로 기대된다.

그림5 경기개선 기대감 바탕으로 독일 소비자 신뢰지수 개선



자료: GfK, 메리츠증권 리서치센터

그림6 공급차질에도 제조업 확장국면은 지속 중



자료: Markit, Federal statistical office, 메리츠증권 리서치센터

각국 중앙은행, 코로나 리스크는 인식하나 중장기적 경기전망은 유지

주요국 중앙은행들은 코로나 확산세로 인한 경기회복 둔화의 리스크는 인식하고 있으나 중장기적인 경기에 대한 낙관적인 입장을 유지했다. 통화정책 정상화 또한 시장의 기대를 반영하며 점진적으로 진행하고 있다. 영란은행은 지난 5일 통화정책 회의에서 코로나 확산으로 인한 경기회복의 어려움은 인지하고 있으나 지난 2021년 경제성장률에 대한 전망을 유지한다고 밝히며, 완만한 수준(modest)의 경기 정상화가 필요하다고 밝혔다.

부분적인 제한조치만 시행하며
경제활동 위축은 피해

지난 3일, 호주 중앙은행 또한 코로나 확산세로 인해 실업률이 증가하는 등 경기가 부진할 가능성이 높다고 평가했다. 다만, 지역봉쇄 해제 이후 경기 회복이 가속화 것으로 전망한다고 밝히며 기존의 테이퍼링 계획을 이행했다. 백신 접종이 원활하게 진행되어 코로나가 효과적으로 통제되고 나면, 추가적인 경기 지원책을 바탕으로 빠른 경기회복을 기대한다는 입장이었다. 델타 변이 바이러스가 우세종으로 자리 잡으며 확진자가 늘어나고 있는 상황이지만, 각국 정부와 중앙은행들의 대처 방식 지난해와 다른 부분이 있다. 늘어나는 백신 접종을 바탕으로 부분적인 제한조치만 시행하며 경제활동 위축을 최대한 피하고 있다.

점차 줄어든 코로나19 영향력과
통화정책 정상화 기대 반영
유럽 국채 금리 추가적인 하락폭
크지 않을 것

ECB는 지난 7월 통화정책 회의에서 PEPP(Pandemic Emergency Purchase Program)를 최소 내년 3월까지 지속할 것이라고 밝히며 완화적인 스탠스를 유지했다. PEPP 매입 속도 변경은 9월에 있을 통화정책 회의에서 경제전망을 기반으로 위원회의 판단에 따라 결정할 것이라고 밝혔다. 회의 전까지 변이 바이러스 확산 속도가 중요한 변수로 작용하고 있는 상황에서, 백신의 원활한 보급으로 효과적인 통제가 실현된다면 ECB 또한 통화정책 정상화를 시작하려는 의지를 보일 가능성이 높다. 점차 줄어든 코로나19의 부정적인 영향력과 통화정책 정상화 기대를 고려한다면 독일, 영국 등 유럽의 주요국 금리의 추가적인 하락 폭은 크지 않을 것으로 전망된다.

원문: *European Bonds Rally on Bets on Weak Growth(WSJ)*