



주요 환율전망의 Key

1. 한국 : 대외채무와 경상수지

- 현 시점 이후의 경제환경은 소비와 투자의 확장보다는 정체 내지 위축이 예상되기 때문에 원화 약세 전망이 우세.
- 외화자금시장에서의 외화 수급에 따른 환율 방향성을 확인할 수 있음. 지난해 3분기 이후 원화 강세는 순해외자산 감소, 대외차입 증가, 경상수지 흑자에 기인.
- 금년 1분기 이후 외화자금시장에서의 원화 강세 요인이 소멸된 상황. 외화 공급은 줄어들면서 외화 수요가 증가한다면 원화 약세 가능성 점증

2. 미국 : 고용시장에 대한 해석

- 금번 고용지표에서 주목해야 할 항목은 시간당임금상승률인 것으로 생각됨. 동 지표의 컨센서스는 전년비 +3.9% 수준이었으나 실제치는 +4.3%를 기록하면서 7월 4.1%에서 추가적 상승이 진행
- 이러한 상황은 결과적으로 비용견인 인플레이션에서 노동에 대한 기업의 비용 측면에서의 부담이 확대되는 상황으로 진행될 수 있음. 향후 인플레이션 지속기간 고려시 달러 강세 기조가 이어질 가능성

3. 유로존 : 지연된 기저효과

- 유로존의 지난해 2분기 당시 성장률 쇼크는 미국보다 강하게 발생. 그러나 충격의 지속기간이 길었던 만큼 기저효과가 지연된 상황. 이에 따라 유로존의 성장률은 여전히 1분기까지 역성장을 지속.
- 물가상승률이 높은 수준을 상당기간 이어갈 것으로 예상. 결국 일시적으로 PEPP의 부각으로 인한 유로화 강세가 진행. 향후 성장기조가 확인될 때마다 이와 같은 변동성 지속 가능성 존재.

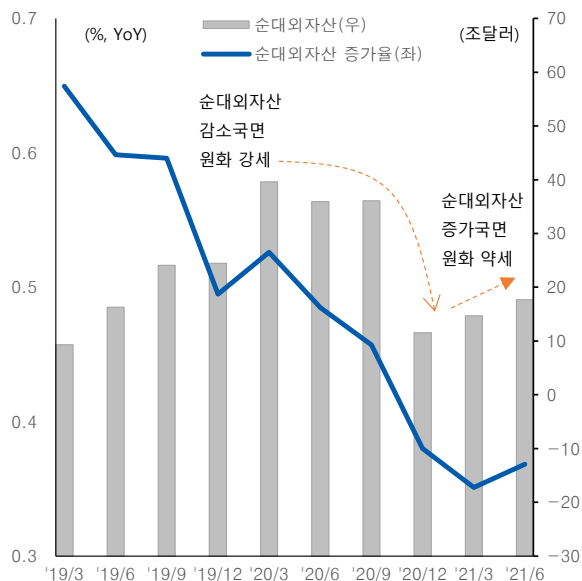
1. 한국 : 대외채무와 경상수지

원화 환율은 경제환경적인 요인에서 상당히 큰 영향력이 존재한다. 즉, 경기모멘텀에 의하여 긍정적 환경에서는 원화 강세가 발생되고, 부정적 환경에서는 원화 약세가 진행된다. 그런데 현 시점 이후의 경제환경은 소비와 투자의 확장보다는 정체 내지 위축이 예상되기 때문에 원화 약세 전망이 우세한 것으로 생각된다.

한편 외화자금시장에서의 외화 수급에 따른 환율 방향성을 확인할 수 있다. 외화자금시장에서의 대표적인 외화수요 결정요인은 해외금융자산이다. 해외자산을 취득하기 위해서는 외화가 필요하게 되며, 이에 따라 달러수요가 증가하게 된다. 외화공급 결정요인은 대외차입의 규모와 경상수지 규모이다. 해외차입이 증가하게 되면 국내로 유입되는 달러가 증가하게 되고, 경상수지 흑자의 증가 역시 달러의 공급이 늘어나는 효과를 가진다.

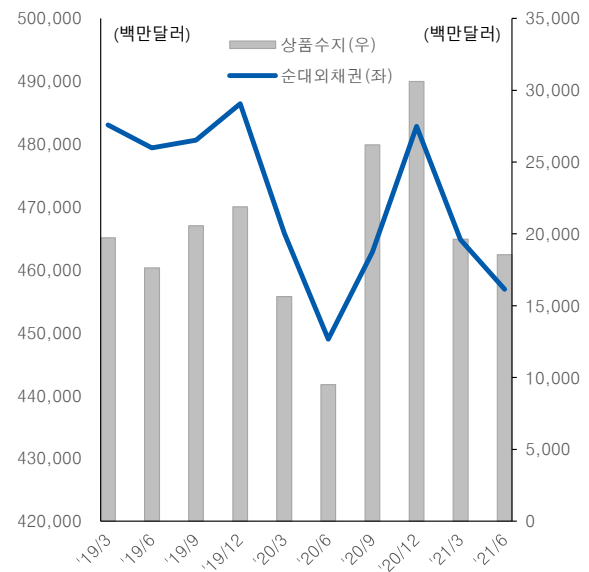
지난해 3분기 이후 원화 강세는 순해외자산 감소, 대외차입 증가, 경상수지 흑자에 기인하였는데, 금년 1분기 이후 모든 환경이 전환된 것으로 확인된다. 미국을 필두로 경제회복이 진행되었고 이에 따른 경제정상화 과정에서 코로나19 이전 국면의 해외투자가 진행된다면 외화 수요가 증가하면서 원화가치는 약세를 보일 가능성이 높은 것으로 생각된다.

[차트1] 순대외자산이 감소하는 국면인 지난해에는 달러수요 감소로 원화 강세였으나 금년 1분기 이후 방향성 전환.



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

[차트2] 달러 공급 측면에서의 대외차입과 경상수지는 지난해 달러공급 증가를 유도하였으나 연초 이후 전환.



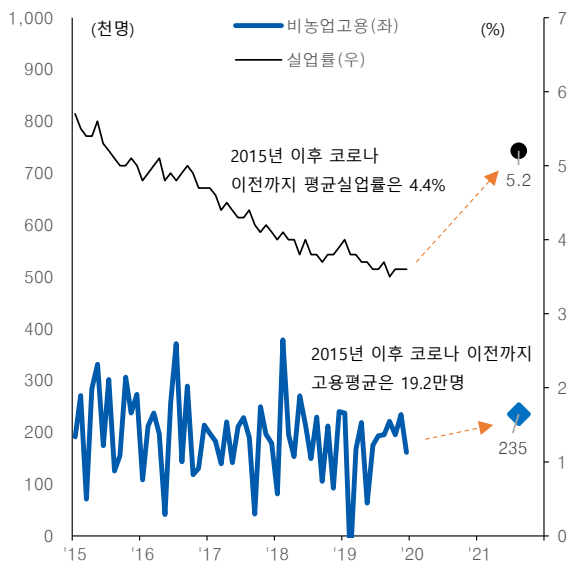
자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

2. 미국 : 고용시장에 대한 해석

지난주 미국 고용지표 발표는 금융시장에의 충격을 가져오는 요소로 작용하였다. 비농업 부문고용변화가 시장에서 예상한 수준보다 더욱 크게 감소하였다. 그러나 인플레이션과 고용시장의 동시 정상화가 통화긴축의 필요조건인 것을 감안한다면 테이퍼링 지연을 언급할 수 있겠지만, 코로나19 발생 이전 10여년간 평균 고용변화가 약 20만명인 것을 감안한다면 23.5만명의 고용증가로 실업률 하락에 기여한 부분도 고려할 필요가 있다. 실제로 경제활동참가율은 전월과 동일하며, 실업률은 5.4%에서 5.2%로 하락하였다.

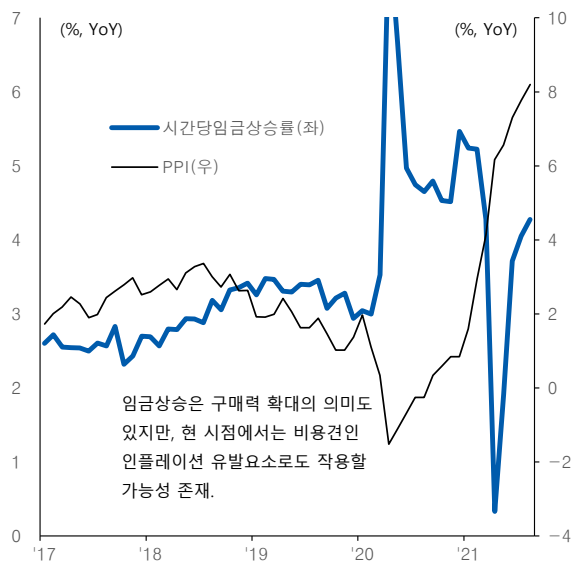
사실 금번 고용시장지표에서 조금 더 주목해야 할 항목은 시간당임금상승률이다. 동 지표의 컨센서스는 전년비 +3.9% 수준이었으나 실제치는 +4.3%를 기록하면서 7월 4.1%에서 추가적 상승이 진행되었다. 이는 결과적으로 비용견인 인플레이션에서 노동에 대한 기업의 비용 측면에서의 부담이 확대되는 상황으로 진행될 수 있다. 또한 인플레이션의 지속 기간 측면에서도 임금상승률 및 최근 급등하고 있는 주거물가 등을 감안할 때 최근 단기간의 달러 약세는 유로존의 물가상승률에 따른 ECB의 스탠스 변화 등과 결합된 일시적 현상으로 생각된다. 고용지표보다 인플레이션이 통화정책에 미치는 영향이 큰 시국인 만큼 향후 달러가치의 강세 전환이 우세한 상황으로 판단된다.

[차트3] 현재 실업률은 2015~2019년 평균보다 높은 상황이며, 고용자수 증가속도는 변동폭이 확대.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트4] 임금상승률이 지속적으로 상승하는 것은 물가상승률이 높은 수준에 머무를 수 있을 것이라는 전망의 근거.



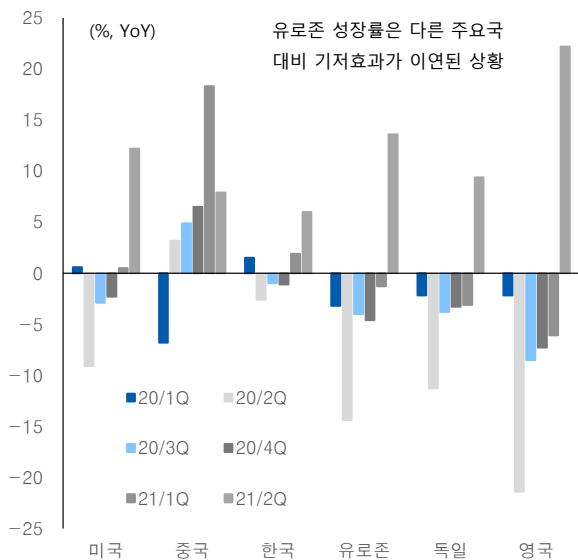
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

3. 유로존 : 지연된 기저효과

유로존의 경제상황은 충격의 파급과 회복 시기에 있어서 미국과는 다른 모습을 보인다. 동일한 시기에 충격이 발생했음에도 불구하고 지난해 2분기 당시 성장률 쇼크는 미국보다 강하게 발생하였는데, 미국은 당시 전년비 -9.1%의 역성장을 기록하였으나 유로존 성장률은 -14.4%, 영국은 -21.4%의 역성장을 기록한 만큼 그 충격이 더 큰 것으로 볼 수 있다. 또한 성장률 둔화의 지속기간도 상대적으로 미국 대비 길게 형성되었는데, 미국은 금년 1분기 기준으로 전년비 (+) 성장으로 전환되었지만 유로존의 성장률은 여전히 1분기 까지 역성장을 지속하는 모습이었다. 따라서 유로존의 성장률 기저효과는 상대적으로 긴 기간동안 지속될 가능성이 높은 것으로 생각된다.

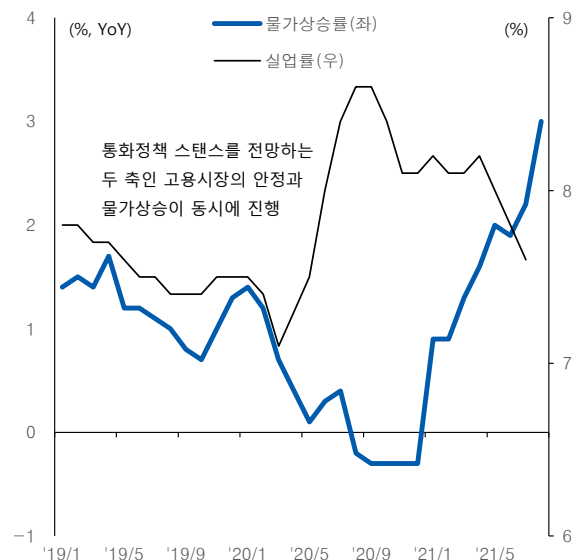
성장률뿐만 아니라 물가상승률도 역사적으로 볼 때 높은 수준을 상당기간 이어갈 것으로 예상된다. 이미 미국 등 다른 주요 국가에서 경험하고 있다시피 높은 수준의 물가상승은 유동성 흡수의 명분으로 이어지며, 이에 따라 일시적으로 PEPP의 부각으로 인한 유로화 강세가 진행되었었던 것으로 판단된다. 결국 성장률과 물가상승률은 기저효과의 이연에 의하여 3분기 이후 좀 더 높아지는 경로로 진행될 것으로 생각되며, 성장기조가 확인될 때마다 유로화와 달러화의 변동성은 높아질 것으로 보인다.

[차트5] 유로존의 성장률은 다른 주요국보다 기저효과의 발현시점이 늦어진 상황.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

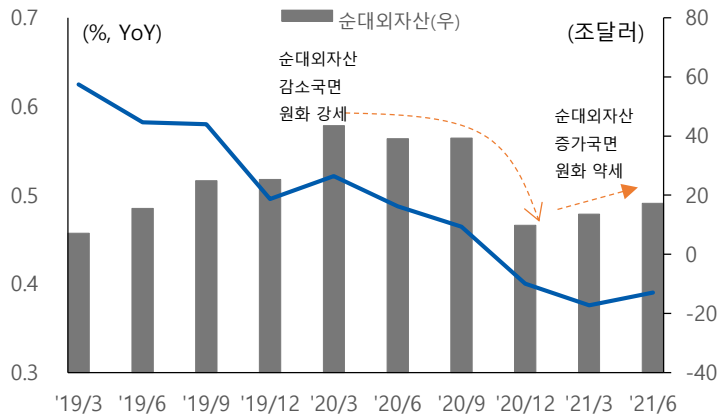
[차트6] 통화정책 방향성의 기준이 되는 물가상승률은 높은 수준을 유지할 전망이다 가운데 실업률도 빠르게 하락.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

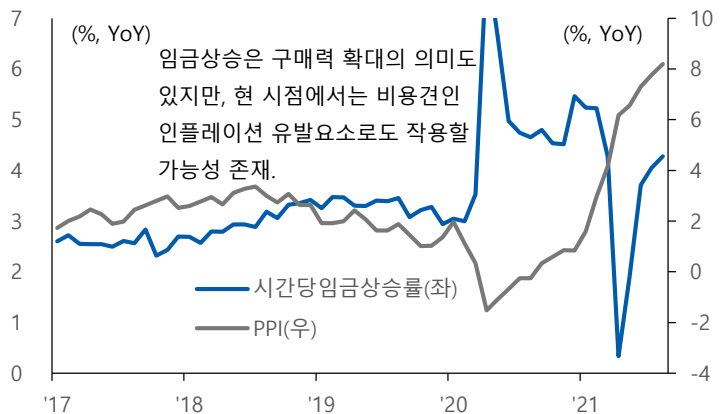
Key Chart

순대외자산이 감소하는 국면인 지난해에는 달러수요 감소로 원화 강세였으나 금년 1분기 이후 방향성 전환.



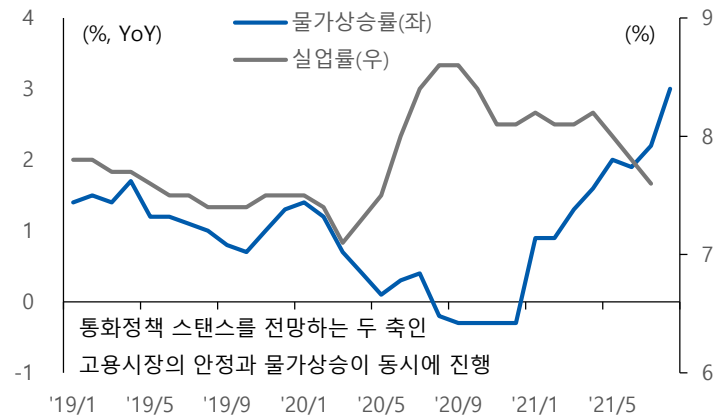
자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

임금상승률이 지속적으로 상승하는 것은 물가상승률이 높은 수준에 머무를 수 있을 것이라는 전망의 근거.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

통화정책 방향성의 기준이 되는 물가상승률은 높은 수준을 유지할 전망이다 가운데 실업률도 빠르게 하락.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터