

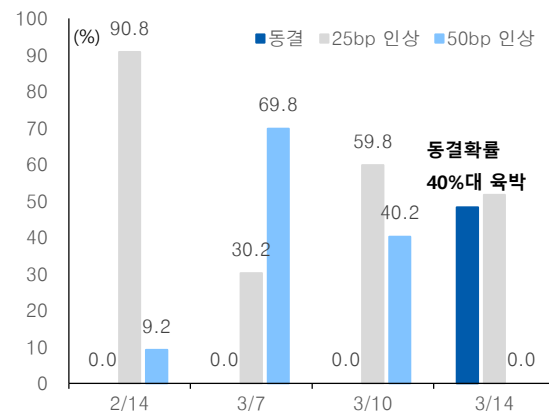


결국 여기까지 왔다

1. 신용리스크 우려 점화

- 실물지표에서 이미 경기침체 신호를 보내고 있었음에도 불구하고 연준의 강경한 통화정책에 대한 태도로 신용리스크 야기.
- 무리한 의지가 반영되어 경제 전반에 대한 위험이 높아지는 중. 3월 FOMC에서의 빅스텝 가능성은 소멸.
- 물가상승에 대한 기대 하락과 실물경제의 수요위축으로 통화정책 피벗 기대감은 점증하는 중.

시장에서 전망하는 3월 FOMC 결과는 분위기가 급격하게 바뀌면서 동결 가능성을 언급하는 중

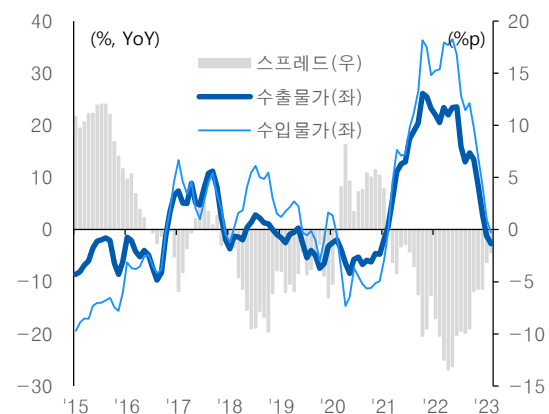


자료: CME, 유안타증권 리서치센터

2. 결국 안정권으로 진입할 원화가치

- 원화가치에 있어서 미국의 통화정책이라는 외부적 환경도 중요하지만 내부적으로 교역조건 개선이 동시에 진행.
- 2월 수출입물가 수준과 두 지표의 스프레드 역시 원화강세를 지지하는 결과를 보여줌.
- 특히 수출입물가 모두 전년대비 (-)로 진입한 것은 글로벌 물가수준이 본격적으로 낮아질 수 있는 환경이 조성된 것으로 해석.

수출입과 관련된 전반적 물가수준은 전년대비 역성장국면으로 진입. 스프레드가 빠르게 축소.



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

1. 신용리스크 우려 점화

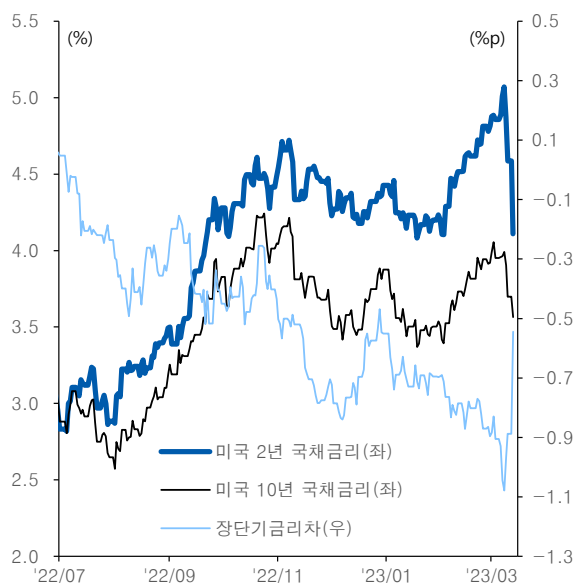
시장에서의 기대보다 강경한 위축은 부작용을 야기시키는 것이 수순이다. 시장지표 및 실물지표에서 이미 경기침체와 위험신호를 보내고 있었음에도 불구하고 연준의 강경한 통화정책에 대한 태도로 인하여 SVB의 파산이라는 큰 이벤트가 발생하고, 이에 대한 여파가 지속되고 있다.

코로나19 이후 연준의 정책은 항상 사후적으로 진행되었다. 즉 시장지표와 경제지표의 해석에 있어서 오판이 지속되었던 것으로 판단된다. 대표적으로 물가의 방향성 예측 실패로 급격한 인상기조를 보였던 것이 대표적인 실책으로 생각된다.

이러한 기조는 지금도 이어지고 있다. 기저효과 및 각종 물가를 설명하는 지표에서 물가의 빠른 하락 신호가 발생하고 있음에도 불구하고 파월의 발언은 긴축 의지로 일관하는 중이다. 무리한 의지가 반영되어 경제 전반에 대한 위험이 높아지고 있다.

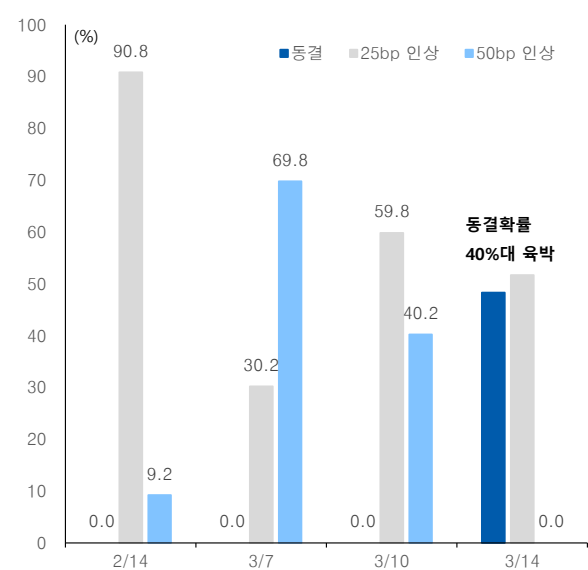
신용위기 발생 가능성이 언급되면서 시장에서는 더이상 금리인상 가능성을 고려하지 않고 있다. 불과 지난주까지만 하더라도 3월 FOMC에서의 빅스텝 가능성이 높을 것이라 언급되었지만 지금은 동결에 대한 전망까지 대두되고 있다.

[차트1] 1월 대비 고용시장지표 강세의 진정과 더불어 신용위기 부각으로 시장금리의 급격한 하락.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트2] 시장에서 전망하는 3월 FOMC 결과는 분위기가 급격하게 바뀌면서 동결 가능성을 언급하는 중.



자료: CME, 유안타증권 리서치센터

2. 한번 경험하지 두번 경험할까

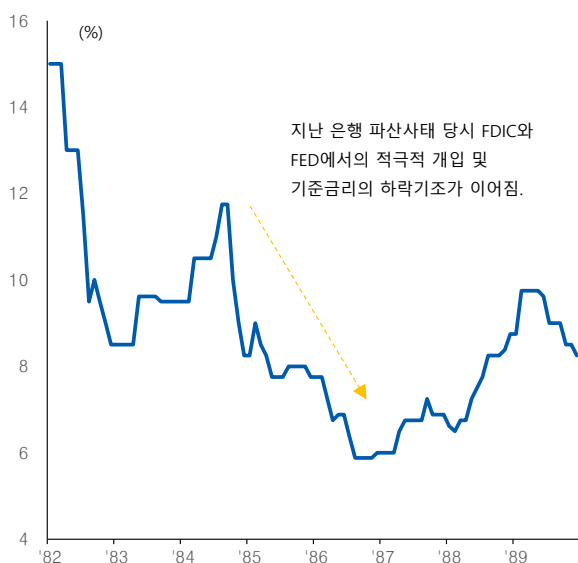
지금으로부터 약 15년 전, 글로벌 경제에서는 이미 지금과 같은 위기를 경험하였다. 주요 금융기관의 파산이 연쇄적으로 경제에 영향을 미치면서 글로벌 금융위기가 도래하였고 이러한 위기를 넘기기 위하여 상당한 시간이 소요되었던 경험이 있다.

이미 겪어본 유사한 경험과 함께, 현재 수치로 나타나지 않았지만 금융기관의 파산이라는 현상을 목격한 연준의 입장에서도 스탠스의 변화는 크게 발생할 것으로 생각된다. 코로나19 이후 통화정책의 신뢰성이 낮아진 것을 감안한다면 정책방향성의 급진적 전환까지도 고려할 수 있는 상황으로 생각된다.

1984년 당시 콘티넨탈 일리노이 파산 사례와 같이 신용위기가 경제 전반으로 확산되는 것을 막기 위한 조치가 강력하게 진행될 것으로 생각된다. 바이든까지 은행시스템의 안전을 언급하는 등 적극적 조치가 진행될 것으로 시장에서는 기대하고 있다.

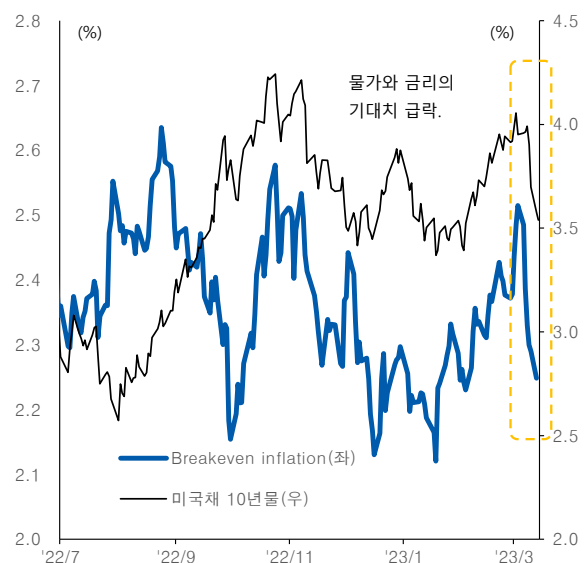
시장에서 예상하는 물가상승에 대한 기대 역시 최근 상황을 반영하여 빠르게 낮아지고 있다. 결국 긴축적 통화정책 기조에 의한 실물경제의 수요위축은 이미 시작되었고, 신용리스크까지 발생하는 상황을 감안한다면 피벗에 대한 기대감도 높아지는 중이다.

[차트3] 과거 사례에서도 FDIC와 FED의 적극적 대응으로 은행 파산에 따른 파급효과를 줄이는데 노력.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트4] 시장에서 기대하는 물가상승의 기조가 진정되면서 통화정책 기조 변화를 예상.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

3. 결국 안정권으로 진입할 원화가치

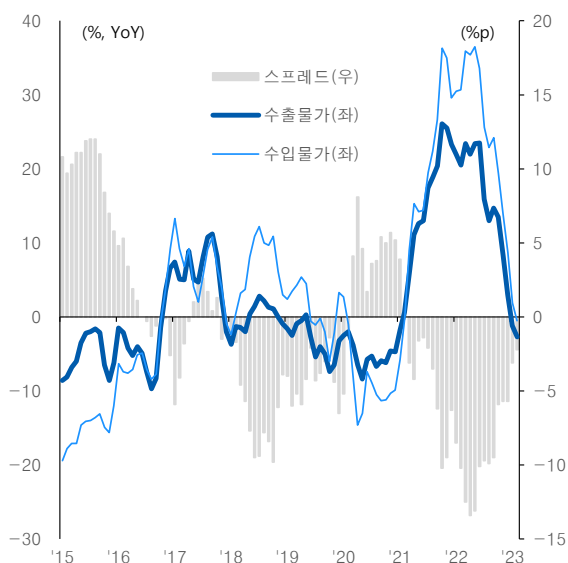
파월의 발언과 고용지표 호조 등 전반적 환경에 의하여 원달러환율은 다시금 1300원을 상회하는 수준으로 복귀하였다. 그러나 앞서 언급하였던 리스크요인이 불거지는 등 완화적 스탠스로의 통화정책 전환 기대감까지 반영된다면 다시금 1200원대로 안착하는 원달러환율 수준을 기대할 수 있다.

미국의 통화정책이라는 외부적 환경도 중요하지만 내부적으로 강조되는 교역조건도 지속적으로 개선되는 과정이다. 금번 발표된 2월 수출입물가 수준과 두 지표의 스프레드 역시 전반적으로 강건성이 유지되는 중이다.

특히 중요한 기점으로 판단할 수 있는 것은 수출입물가 모두 전년비 (-) 증가율의 영역으로 진입하였다는 점이다. 이는 전반적인 글로벌 물가수준이 기저효과 등에 의하여 본격적으로 낮아질 수 있는 환경이 조성되었다는 점에서 의의를 둘 수 있다.

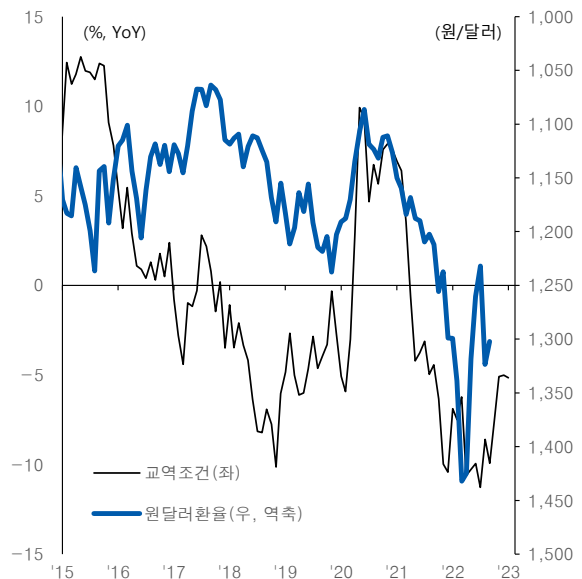
여전히 반도체와 관련된 수출물가수준이 하락하고 있지만 중국의 리오프닝 및 메모리 반도체 수요 개선 등이 예정되어 있으므로 교역조건의 개선은 지속적으로 이어질 것으로 생각된다. 이에 따라 원화가치 역시 강세 방향성을 예상할 수 있다.

[차트5] 수출입과 관련된 전반적 물가수준은 전년비 역성장 국면으로 진입. 스프레드가 빠르게 축소.



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

[차트6] 수출입물가 스프레드의 축소는 교역조건 개선의 신호. 내외적 환율결정요인이 모두 원화 강세를 지지.



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터