

Strategy Idea



▲ 채권/자산 전략

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

금리와 함께 할 약(弱)달러

- ✓ 2022년 4분기 통화정책 긴축 압력 정점과 함께 시장금리와 달러화 강세기조 꺾여. 금리안정 대비 달러화 약세로 인해 글로벌 금융시장 투자심리 개선에 일조
- ✓ 미국 경기둔화에도 남아있는 통화정책 기대 소화 과정, 추가적인 달러약세 기대 제약 중. 펀더멘탈은 추가 약세를 지지, 연준 정책의지 변화가 향후 추가 달러약세를 견인할 핵심 변수
- ✓ 소프트한 미국경제 착륙이라면 달러화와 금리 무난한 안정경로 이어갈 것으로 전망

금리와 연동된 달러 방향성, 단기 숨 고르기 영역

달러 강세, 긴축부담을 가중시키는
요인으로 작용

2022년 금융시장 가격지표들의 처참한 결과는 각국 중앙은행의 무리한 긴축에 따른 유동성 축소 과정이 원인이었다. 여기에 그 긴축 부담을 가중시킨 또 하나의 가격변수가 '킹달러', 달러 강세였다.

물가상승이 일시적이라 오만한 중앙은행들이 통화긴축 기조로 급격하게 선회하자 미국을 중심으로 글로벌 채권시장의 스트레스는 높은 변동성으로 연결되었다. 이는 다시 금융불확실성으로 달러강세를 촉진하는 재료가 되었다<그림 1>.

최근 달러가 약세 전환하면서
금융불안도 통제

올해에도 1월까지 안정되던 금리변동성이 2월 들어와 미국경제의 'no landing' 기대와 연결되면서 금리가 다시 오르고 변동성도 높아졌다. 그나마 미래 정책기대를 반영, 달러가 강세가 아닌 약세로 전환되면서 금융불안이 통제되었다.

그림1 미국 채권시장 금리스트레스 확산 & 해소 과정에서 달러화 연동



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

팬데믹 이후 연준의 통화정책이 금융시장에 미치는 민감도가 높아지면서 금리와 달러의 상관관계가 높아진 상황이다<그림 2>. 일반적으로 현재 금리수준도 통화 가치 결정에 중요한 변수이나 중기적으로는 2년 내외 통화정책 기대까지 반영하여 외환시장에 투자를 하는 것이 일반적이다<그림 3>.

연준을 비롯한 주요국 중앙은행은 아직 남은 고물가 부담과 사투 속에서 연내 통화정책 완화기대를 반영하는 것은 과도하다고 목소리를 모으고 있다. 그럼에도 철(?)없는 시장은 향후 통화정책 완화기대를 반영하고 있지만, 그 정도는 2024년까지 미국 연방금리가 3% 내외까지 안정될 수 있을지 정도이다. 그 정도 기대를 녹이면 달러인덱스 기준 100pt를 깨느냐 하는 정도로 판단된다.

금융불안 완화와 금리 인상기대로 달러 소폭 강세 흐름 보여

금리가 환율을 결정하는데 중요한 변수이나 장기적 관점에서 달러는 금리만으로 설명되지 않는다는 것은 잘 알려진 사실이나<그림 4>, 현재 통화정책의 영향력을 감안한 움직임은 당분간 주목할 수 밖에 없는 변수이다. 단기적으로 금융불안이 수그러들고 추가 인상기대가 살아나면서 달러도 소폭 강세를 나타내고 있다.

그림2 2021년 미국 긴축 부담 확산 시점부터 금리와 달러 연동화 심화



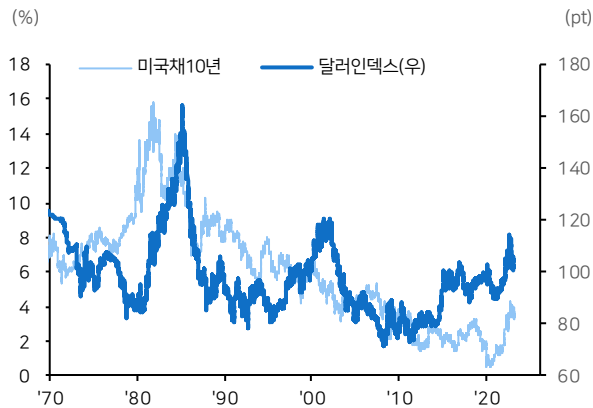
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 중기적인 통화정책 기대를 반영한 달러화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 장기적으로 금리 이외 달러 영향 미치는 변수 많아



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 펀더멘탈은 달러화 완만한 약세 방향 시사

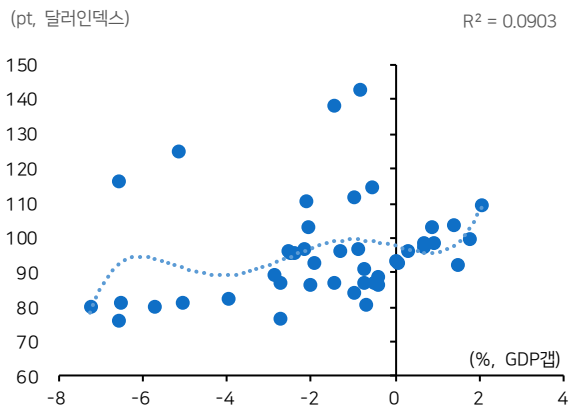
펀더멘탈상 경기 및 물가, 경상/재정 수지는 환율 결정에 중요

금리와 달러의 높은 상관관계 이외에 경제 교과서에 등장하는 환율에 영향을 미치는 핵심변수들을 정리해 보았다. 많은 연구를 통해 환율은 개별 국가 내의 변수만으로 결정되는 것은 아닌 것으로 알려졌다. 그럼에도 경기와 물가, 경상&재정 수지 정도는 펀더멘탈상 환율 결정에 살펴볼 만한 재료들이다.

분석을 단순화하기 위해 연간 정도의 미국지표들과 달러인덱스의 다항식을 통한 추세의 상관관계를 점검해 보았다. 1980년 이후 각 지표 별 달러화에 대한 유의성이 아주 높게 관찰되지 않았으나, 경기와 물가보다는 경상&재정 수지와 같은 지표들의 환율 설명력이 높게 나오는 편이었다<그림 5~8>.

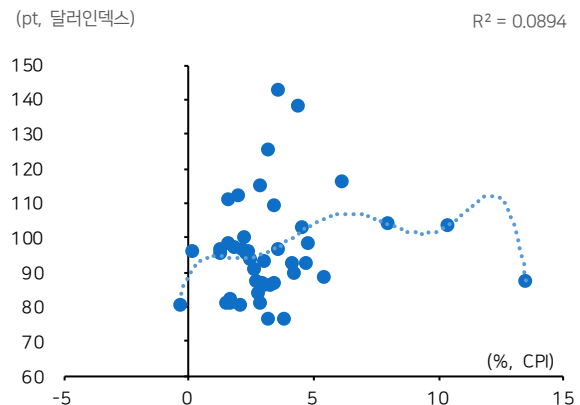
여기서 각 지표들의 미국 GDP와 비율을 통해 경기+물가+쌍둥이 수지를 더해서 보다 종합적으로 달러방향성을 설명할 수 있는 proxy 데이터로 집계해 보았다. 이는 각 개별지표보다 달러화 방향성에 대한 설명력이 높아지기도 했고, 특히 2000년 이후에는 상관계수가 0.5나 될 정도로 유의성이 높아졌다.

그림5 미국 GDP갭과 달러화 상관관계



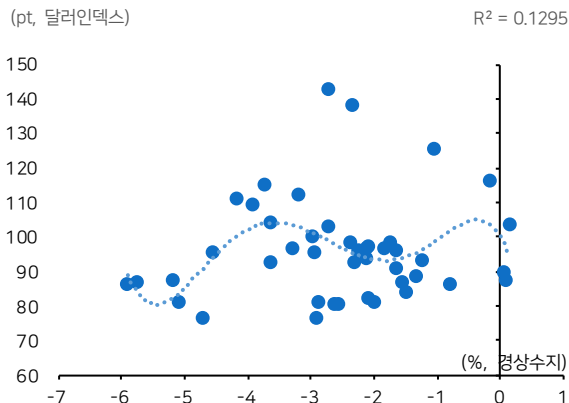
자료: IMF, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 CPI와 달러화 상관관계



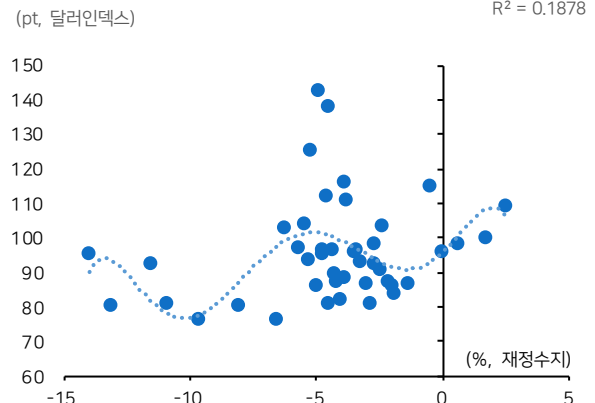
자료: IMF, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 경상수지와 달러화 상관관계



자료: IMF, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국 재정수지와 달러화 상관관계



자료: IMF, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

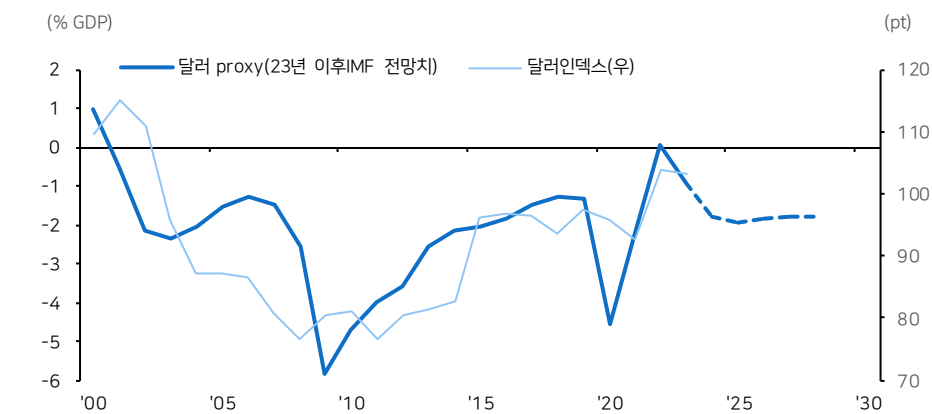
<그림 9>에서 보듯 팬데믹으로 일시적 과도한 달러공급 국면을 거치고 나서 올해까지 급격하게 달러유동성을 흡수하는 과정이 소화되고 나면, IMF 전망치 준거 펀더멘탈에 따른 달러방향성은 완만하게 약세를 나타낸 이후 회복 가능성이 높다.

여기에는 심각한 경기침체 가능성은 낮으며, 물가 또한 2025년 정도에나 물가안정 범위에 복귀하는 과정을 담은 아주 무난한 경기판단이다<그림 10>. 경상수지는 현재 과도한 적자가 더 확대되지 않고, 재정수지는 긴축 부담을 점진적으로 줄여나가는 과정에서 미국 달러화는 현 수준보다는 완만하게나마 낮은 수준으로 회귀할 것이라는 방향성 정도는 예상해볼 수 있다.

달러, 펀더멘탈 대비 고평가 영역으로 평가

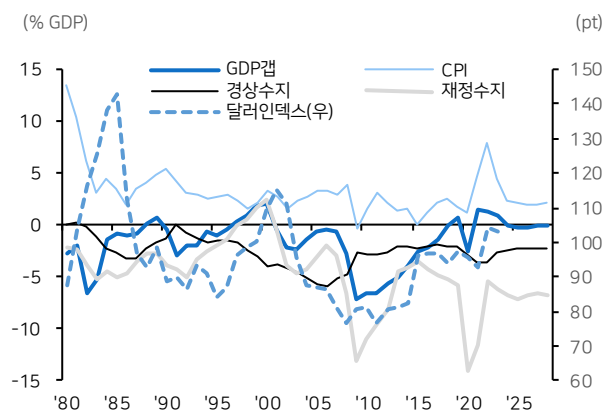
우리가 메인변수로 여기고 있는 금리에 대한 부분을 제외하고도, 현재 주어진 펀더멘탈에 대한 '이성적 판단'은 달러가 아직은 고평가 영역이라는 인식이다. 통화정책에 대한 기대의 불확실성(=베타)이 높아 따로 점검이 필요한 변수이나 큰 틀의 달러방향성은 안정될 룬이 있다는 판단이다.

그림9 미국 펀더멘탈 종합한 달러 영향은 완만한 약세 지지하는 방향



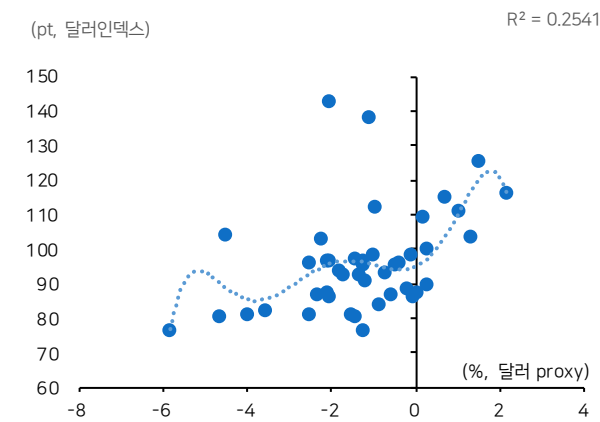
자료: IMF, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 경기, 물가, 경상, 재정을 종합한 달러 방향성 예측



자료: IMF, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 경기여건 종합판단 달러화에 대한 설명력 높여



자료: IMF, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

유럽의 사정, 달러강세를 받아줄 여유 생겨

환율은 자국 사정이 가장 중요하나 상대적으로 주요국 여건이 반영되는 가격지표이다. 블룸버그 달러인덱스 기준 설명력이 50%가 넘는 유럽의 경우 지난해까지 에너지 문제를 중심으로 경기여건이 어려워 유로화 약세요인이 우세했다. 미국이 양호한 경기와 통화정책 부담을 인정해도 유럽이 위낙 안좋았다.

유럽의 경기모멘텀 개선과 긴축
기대가 약달러에 기여하고 있어

그러나 지난해 4분기부터 예상보다 따뜻한 겨울을 기반으로 유럽의 에너지난이 크게 해소되는 모습을 보이자 유럽 경기모멘텀이 살아나기 시작했다. 이를 감안하여 물가안정을 위한 ECB의 통화긴축이 후행적이지만 미국 못지 않은 속도를 내면서, 단기금리와 정책기대가 유로화 강세를 이끌었다<그림 12, 13>.

빠르게 위축되는 유럽 금융환경은
점검이 필요한 상황

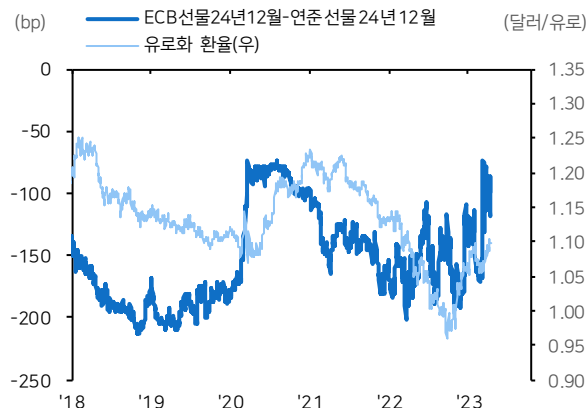
올해 들어 미국 경기는 후행적으로 둔화기조를 보이면서 모멘텀이 유럽보다 낮아지면서 달러강세를 유로화가 받아줄 수 있는 여지가 있다<그림 14>. 다만, 남아있는 금리인상 강도가 유럽이 미국보다 높아 금융환경 자체는 더 위축적이어서, 향후 유로화 강세에 부담일 위험은 점검이 필요하다<그림 15>.

그림12 유럽과 미국 단기금리차 유로화 반등에 기여



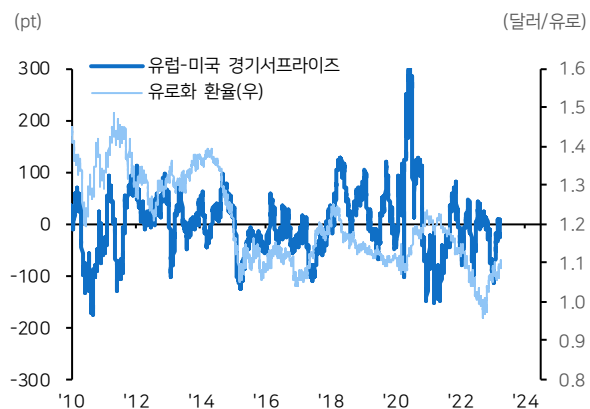
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 유럽의 추가 긴축압력이 미국보다 높은 상황



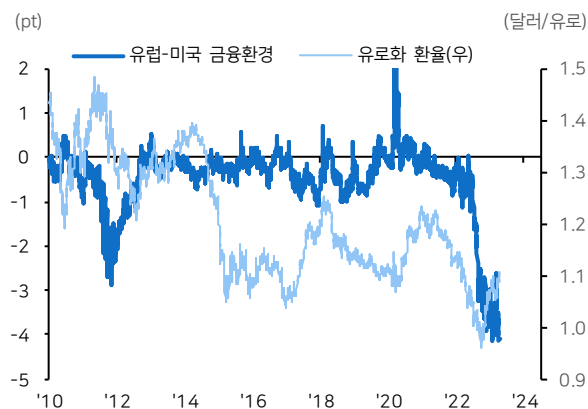
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 유럽과 미국 경기모멘텀 또한 유럽이 다소 양호한 편



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 유럽 금융환경 위축에 따른 정책기조 변화 점검 필요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

‘달러의 스마일 커브’, 금융불안 의한 강세 부담 덜고 있어

무난한 미국 경기 둔화와 긴축 부담 완화, 달러 약세의 핵심

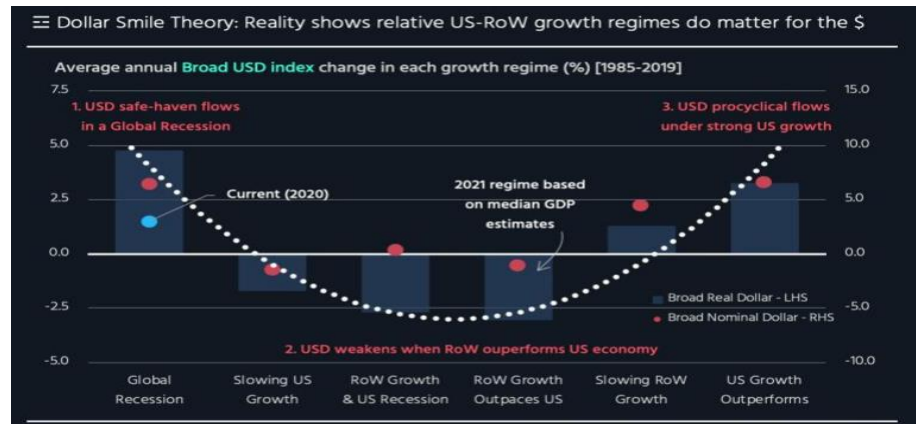
앞서 정리한 펀더멘탈과 유럽 관점에서 달러강세 설명은 본 부분을 설명하기 위해 깔아놓은 재료이다. 향후 달러안정 전망의 핵심은 미국경제가 무난한 둔화 기조 속에 통화긴축 부담이 완만하게 풀려나가는 것을 전제한다.

<그림 16>에서 보듯 달러는 미국경제가 좋아도 강세, 나빠도 강세를 나타내는 ‘스마일 커브’를 그린다. 정확하게는 미국만 나쁜 것이 아닌 글로벌 경제가 다 위축되는 국면에서 안전자산으로 역할이 부각되면서 강해지는 것이다. 달러가 약한 국면은 미국경제가 주변국(RoW)보다 상대적으로 약하거나, 완만한 둔화 경로를 거치는 경우 유지되는 것으로 분석된다.

통화정책 완화기대가 강달러 부담 덜어냈으나, 불안요인들 상존

글로벌 경제가 침체에 빠질 정도의 환경은 금융불안을 수반한다. 지난 3월 중 미국 SVB파산 및 크레딧 스위스 인수와 같은 금융불안 국면에서 달러는 강세가 심해질 것으로 예상했으나, 연준의 통화정책 기대가 완화적으로 전환되면서 부담을 덜어낼 수 있었다. 그럼에도 아직 잠재적 불안요인들은 남아있다.

그림16 달러는 미국경제가 좋아도 나빠도 강세, 상대적 가치를 잘 판단해야 함



자료: Bloomberg 재인용, FRB, 메리츠증권 리서치센터

그림17 금융조달 긴장감 아직 높아 달러약세 부담



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 미국 은행 예금금리 부담 앞서 움직인 달러화



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

단기유동성 지표로 활용되는 FRA-OIS 스프레드는 레벨이 다소 낮아졌다고 하나 절대 수준이 아직 높다<그림 17>. 이번 주 확인된 미국의 중소형 은행들의 실적이 나쁘지 않아 해당 지표의 추가 개선이 기대되는 만큼 금융불안이 확산될 가능성은 적다. 이는 미국 중형은행들의 예금금리 안정에 선행적으로 달러가 약세를 보인 부분도 긍정적으로 볼 부분이 있다<그림 18>.

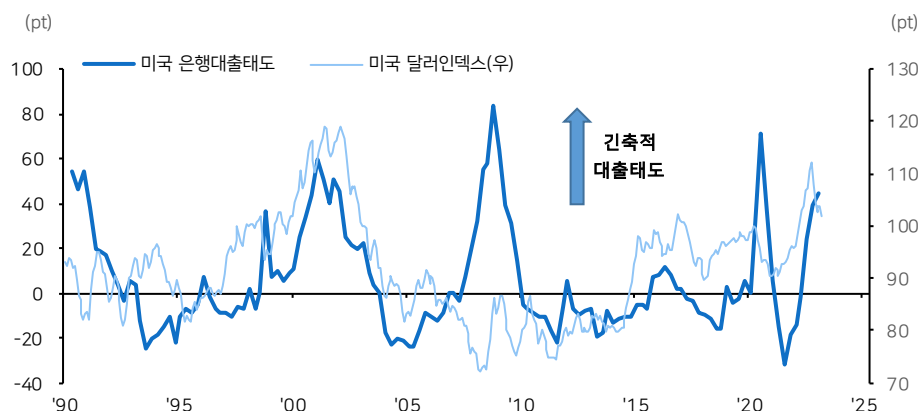
추가적인 은행 대출태도 긴축은 강달러 유발 요인

단기적으로 변동성이 큰 해당지표들보다 필자가 주목하는 지표는 미국 은행들의 대출 태도가 매우 긴축적인 상황이라는 점이다. 이는 연준의 통화긴축에 대한 결과이자 달러강세를 유발할 수 있는 여건이다<그림 19>. 최근 미국 은행들의 불안 심리가 진정되자 연준의 추가인상 압력이 다시 높아지고 있다.

5.25%를 넘어선 연방금리 인상이 가능할지 검토 필요

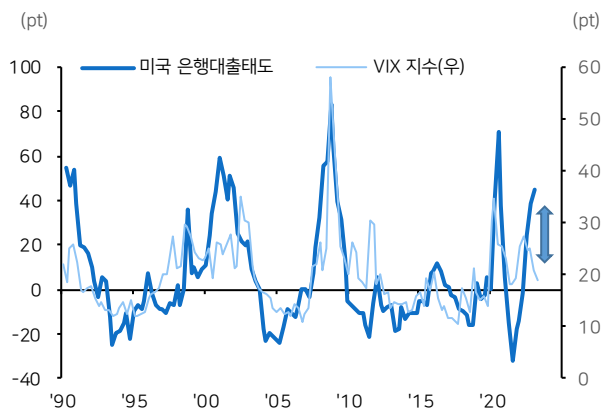
그러나 금리 스트레스를 확인한 이상 연준이 5월 5.25%까지 인상한 이후 추가로 5.5%까지 갈 수 있을지는 확인이 필요하다. QT를 멈추지 않았음에도 BTFF와 같은 유동성 공급장치를 통해 연준은 은행들 유동성 사정을 지원했다. 때문에 대출 태도를 쫓아 위축되었어야 하는 VIX는 생각보다 안정적이다<그림 20>.

그림19 은행 대출태도 긴축 심화 국면 달러강세 연동, 향후 금융환경 변화 중요



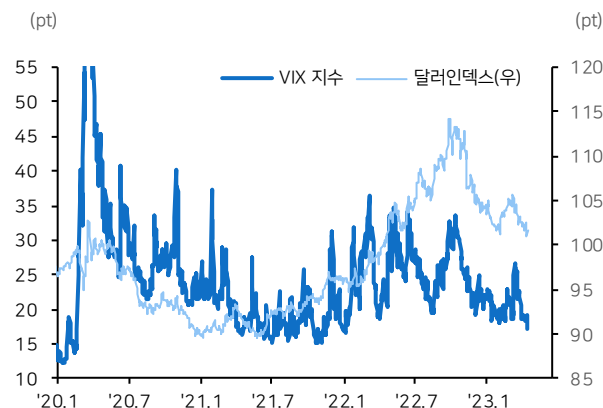
자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 긴축적 대출태도 금융불안 연결, 현재 국면은 엇갈려



자료: FRB, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림21 낮아진 VIX가 다시 긴장을 높일 만한 이슈 찾기



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

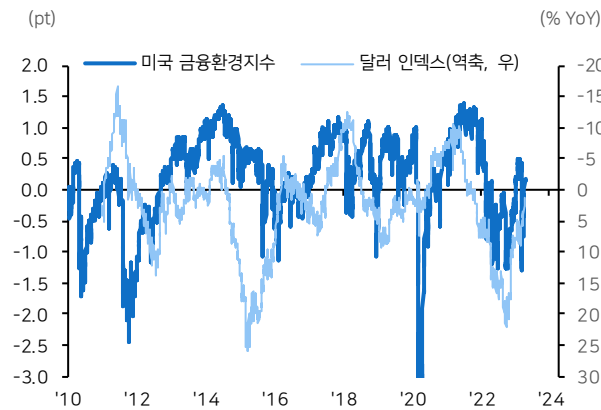
달러약세는 금융환경 완화에 기여

변동성(VIX) 지표는 이내 불안심리에 민감도를 높일 수 있으나 절대 수준을 놓고 보면 은행들의 불안이나 추가적인 대출태도의 위축부담이 더 높아질 정도는 아닐 수 있다<그림 21>. 어디까지나 소프트 랜딩을 전제하는 필자의 생각에 기반한 논리이나 현재 움직인 달러약세 정도만 해도 금융환경 완화에 상당폭 일조했다.

전년대비 달러강세 부담완화로 연준의 긴축에도 블룸버그 미국 금융환경지수는 완화적 수준을 유지하고 있고<그림 22>, 달러변동성도 2010년 이후 평균수준으로 회귀하고 있다<그림 23>.

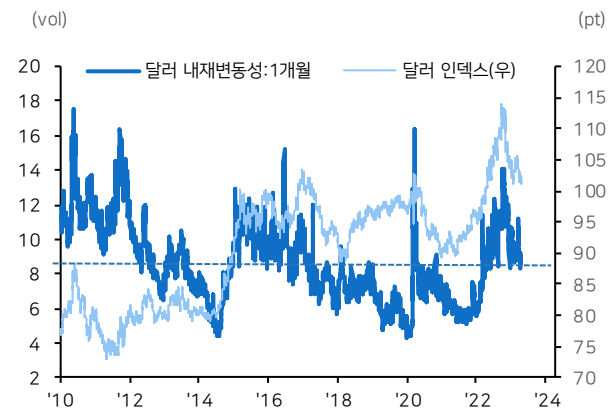
수급적으로 재미있는 부분이 CFTC에서 집계하는 투기적 포지션이다. 달러약세를 쫓아 투기적 세력들의 달러강세 베팅은 많이 줄었음에도 상대적으로 유로화가 강할 것이라는 베팅대비 소심한 편이다<그림 24>. 연준의 추가 긴축에 대한 경계감으로 해석된다. 그럼에도 달러방향성에 선행적으로 움직이는 운용기관들의 포지션은 여전히 달러약세를 향하고 있다는 점은 의미가 있겠다<그림 25>.

그림22 달러강세 부담 덜어진 만큼 금융환경 완화적



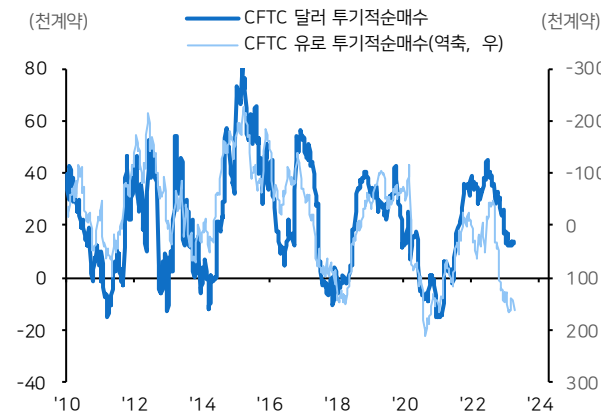
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 높았던 달러변동성, 2010년 이후 평균수준 회귀



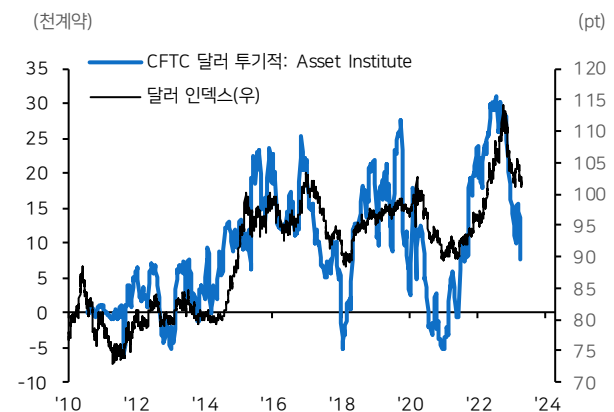
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 유로강세 보다 확신이 적지만 달러약세 베팅 늘어



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 선행하는 운용기관 포지션, 달러약세 유지 중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

완만한 금리안정 기반, 달러약세 기조 유지할 전망

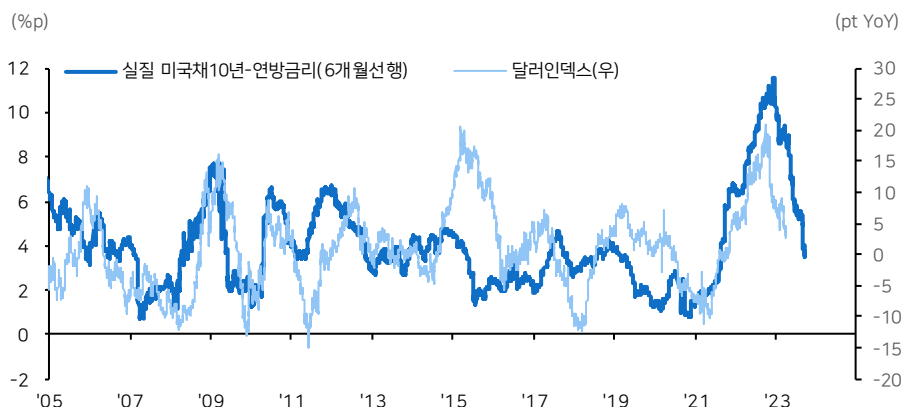
블과 2주도 안된 4월 6일 미국채10년 3.30%에서 바닥을 기록한 이후 이번 주 들어와 3.6%까지 30bp나 급등했다. 금융불안이 완화되고 고물가 부담은 남는데다 미국 경기둔화 우려가 과도했다는 인식이 작동했다. 당장 5월 금리인상은 거의 확실시 되고 일각에서는 다시 5.50%까지 연방금리를 높일 수 있다고 한다.

우리는 3월 이후 발간한 자료를 통해 시장의 기대가 변할 수 있는 점을 감안, 미국채10년 3.5% 중심라인에 $\pm 30bp$ 내외에서 움직일 것으로 전망해왔다. 금융불안이 완화되자 연준정책 기대가 유입되면서 달러도 강세를 나타내고 있으나 금리 상승폭보다는 제한적인 강세를 나타내고 있다.

미국 금리 전고점 넘기는 어려워,
금리도 달러안정 기대 지지

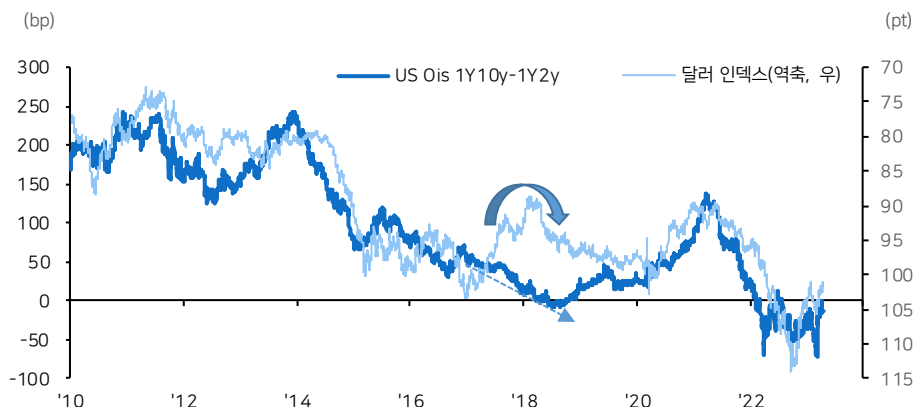
현재 물가수준을 감안하여 연방금리대비 미국채10년 금리가 안정된 정도를 감안한 달러모멘텀을 점검하면 향후 추가로 달러가 더 안정될 여지가 있는 것으로 판단된다<그림 26>. 우리는 3월 초 미국 터미널 레이트 5.75% 이상을 감안했을 당시 미국채10년 4.0%를 이번에 넘어서기 어려울 것으로 보고 있다.

그림26 통화정책 긴장감대비 중장기금리 물가감안해도 달러안정 기대 지지하는 방향



자료: Bloomberg, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림27 미래 장단기금리차, 유동성 확대 기대 반영 시 달러 추가 약세 견인할 것



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이러한 금리사정이라면 연준긴축 부담을 감안한 달러는 금리상승폭보다 제한적일 것으로 본다. 여기에 향후 중요한 변수는 연내 연준의 인하기대는 과도할 수 있으나 향후 1년 이내 연준의 통화정책 기대가 완화기조가 확실해지면 1년 뒤 장단기 금리차 확대를 통해 유동성 확장 경로가 확보될 수 있다는 점이다.

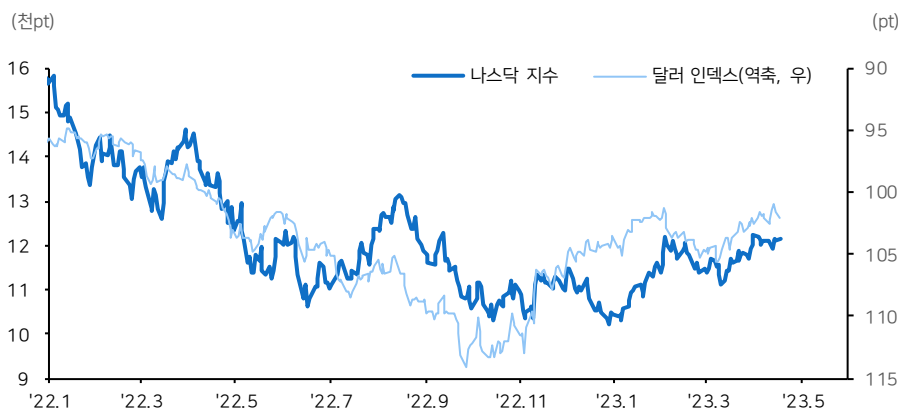
미래 기대가 반영된 장단기금리차, 달러 약세의 증거가 될 것

이를 감안하여 1년 뒤 선도금리(OIS)에 반영된 10년과 2년 금리차가 달러의 추가 약세를 견인할 증거가 될 것으로 보고 있다<그림 27>. 중간에 미래 장단기금리차와 달러인덱스가 어긋나는 구간에서도 큰 틀의 유동성 기대인 OIS 1Y10Y-1Y2Y가 가는 방향성을 쫓았던 경험도 있다.

금리가 달러를 다 설명할 수는 없지만 현재는 가장 핵심 변수로 역할을 하는 것에 대해 의심할 수 없다. 선도금리를 통한 정책기대와 금리방향성은 향후 달러가 위보다는 좀 더 하향 안정화될 가능성을 보여주고 있다는 생각이다. 미국채10년 3.0% 정도를 바닥으로 완만한 금리하락 및 긴축완화에 대한 기대라면 달러인덱스 또한 97~100pt 사이 정도에서 안정 기대 정도를 가져갈 수 있겠다.

금리에 민감도가 높은 나스닥이 올해 들어와 성과가 나쁘지 않은 배경에는 달러가 안정될 수 있다는 기대가 일조하고 있다. 이는 향후 위험자산 투자에 참고할 배경이라는 생각이다<그림 28>.

그림28 금리안정에 대한 달러약세 유지되어야 성장주 상승 기반 마련될 것



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.