

## Issue Comment

2023. 6. 14

# 최근 원화 강세 배경과 전망

## 조용한 매크로, 활발한 수급



FX/원자재

Analyst 박수연

02. 6454-4897

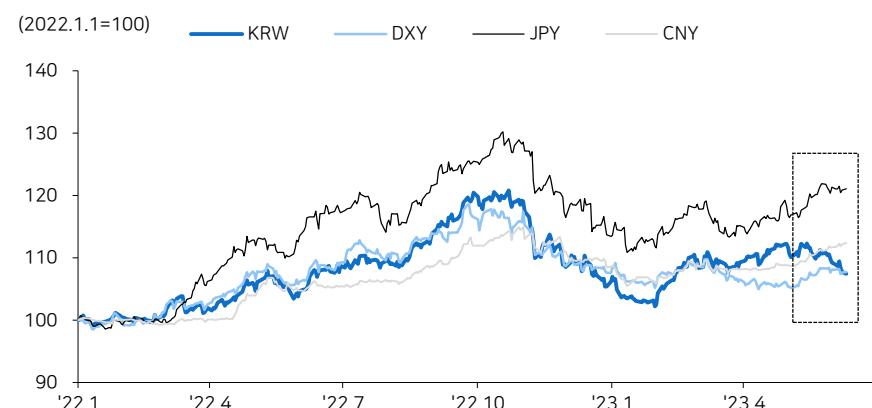
soo-yeon.park@meritz.co.kr

### 나흘로 절상 중인 원화: 6월 13일 종가 1,271.40원

5월 중순 이후 원화 급격한 강세 시현. 달러인덱스가 5월 5일 저점 101.2에서 6월 12일 103.7까지 2.4% 상승했으나, 원화는 절하되는 것이 아닌, 같은 기간 1,316.31원에서 1,284.84원까지 2.4% 절상(5월 16일 1,343.02원까지 상승). 외환시장 전반적으로 달러에 동조화되지 않는 divergence 현상은 상반기부터 지속된 일. 하지만 원화는 주요 통화 중 특히나 비동조화 현상이 심하며 절상도 나흘로 나타나고 있다는 점에 주목할 필요성

또 하나 특징적인 점은 이러한 외환시장 변동성 확대가 6월 FOMC를 앞두고 나타났다는 것. 대체로 FOMC 전후로는 회의 경계감 때문에 시장 변동성 축소. 이번 회의를 앞두고도 달러인덱스를 비롯한 여타 통화는 무거운 움직임 보였음. 반면 원화는 1,300원 빅피겨를 통과한 데 이어 절상폭을 추가 확대하는 모습

그림1 연초 이후 주요국 환율 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 절상 배경: 조용한 매크로, 활발한 수급

#### 매크로 환경은 크게 변하지 않았음

원화 절상에 매크로 환경이 자리하는 것으로 보이지는 않음. 지난 5월 이후 대내외 매크로 환경의 변화는 크지 않았기 때문. 물론 6월 들어 일평균 수출 감소폭이 축소되고 5월까지 에너지 수입액 감소에 힘입어 무역적자도 줄어들고 있음. 그러나 글로벌 제조업 모멘텀 반등을 동반하지 않았다는 점에서 본격적인 경기회복기로의 전환이라 해석하기는 어렵다는 판단

#### 문제는 수급:

- 1) 한국 외국인 증권투자자금 순유입액 최고치 경신

결국은 수급. 크게 두 가지 요인이 있었음. **첫째, 한국 5월 외국인 증권투자자금 순유입액 최고치 경신.** 5월 외국인 증권투자자금 순유입액은 114.3억 달러로, 5월 중순 이후 반도체주 중심 외국인 주식 순매입과 차익거래 유인에 힘입은 채권자금 순유입 발생. 글로벌 외환시장을 보더라도 대체적으로 강달러로 인해 달러대비 통화가치가 절하되는 모습을 보인 가운데, 우리나라와 유사하게 반도체 기업의 시가총액 비중이 큰 대만달러의 통화가치가 방어되는 모습 보였음

- 2) 대기업 중심으로 해외 자회사 배당금 역내 송금 활발해짐

**둘째, 대기업 중심으로 해외 자회사 배당금 역내 송금 활발해짐.** 2023년 1월 1일부터 시행된 배당금 이중과세 관련법 개정 때문. 이전에는 해외 자회사가 현지에서 법인세를 먼저 내고, 남은 이익의 일부를 국내 모회사로 배당해 들어올 때 이 배당금에 대해 배당소득세를 또 과세했음. 하지만 올해 1월 1일부터 외환전선성을 위해 정부는 수입배당금액의 95%를 비과세(의금불산입)하기 시작. 주요 언론에 따르면 현대차그룹은 올해 59억 달러를 역내 송금할 계획이며, 최근 들어 유입이 활발해짐

이번주 예정된 매크로 이벤트를 앞두고 원화 추가 절상 전망이 대두되었기 때문으로 판단

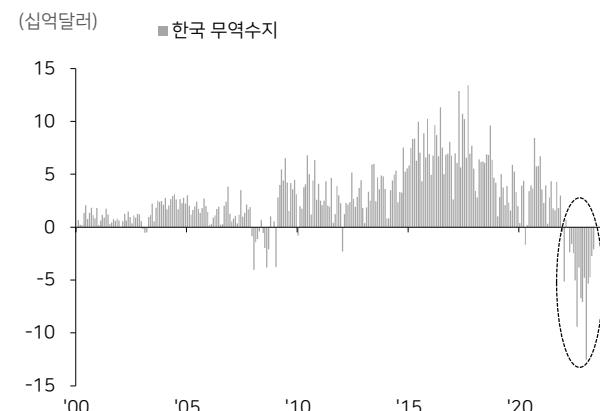
법 개정이 올해 초였으나, 최근에 본격화된 이유는 원화가 추가 절상될 것이라는 전망이 대두되었기 때문이라 판단. 1) 6월 13일 발표될 미국 5월 CPI와 13~14일 동안 진행될 6월 FOMC 이후 달러가 약세를 보일 것으로 전망되는 점, 2) 저평가 상태에 있는 원화가 중장기적으로 절상될 것이라는 전망이 3) 1,300원 박괴겨를 하향 돌파하며 강화되어 수급 쏠림을 야기

그림2 한국 일평균 수출 증가율



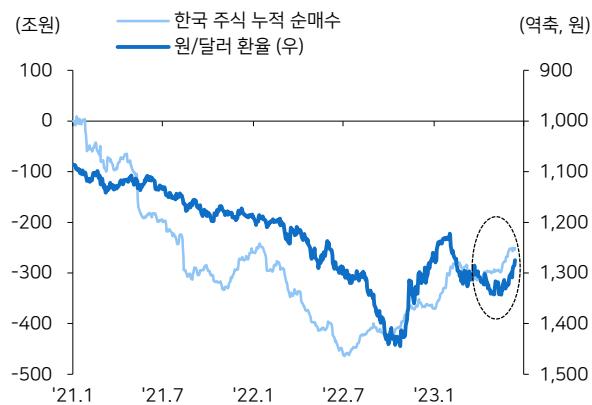
주: 2023년 6월은 1~10일 수출 기준  
자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국 무역수지 추이



자료: 관세청, 메리츠증권 리서치센터

그림4 원/달러 환율 및 한국 증시 자금 누적 순매수



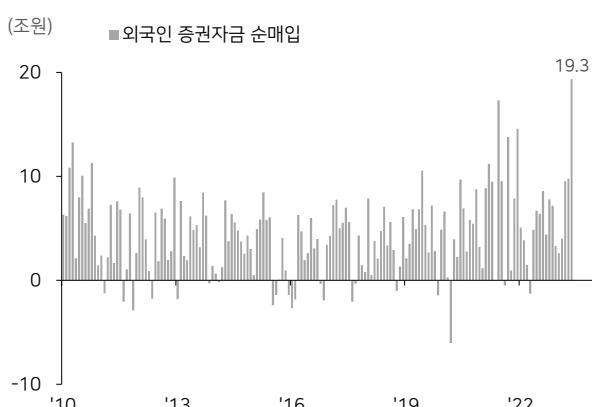
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 대만달러/달러 환율 및 대만 증시 자금 순유입



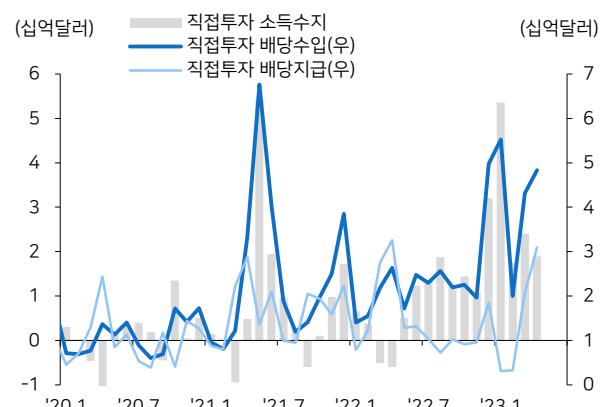
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한국 외국인 증권자금 순매입 규모 추이



자료: 금융감독원, 메리츠증권 리서치센터

그림7 한국 직접투자 소득수지



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

### 6월 FOMC 이후 전망: 추가 절상 가능성 제한적

그러나 수급장세 속 절상이었기에  
원화 추가 절상을 기대하기는  
어렵다는 생각

원/달러 환율이 이미 연중 고점(5월 15일 1,343.02원) 대비 70원 이상 하락한 현재 상황에서 추가 강세를 기대하기는 어렵다는 생각. 물론 이번 주 예정된 FOMC에서 예상 밖의 dovish한 기자회견이 진행될 경우 추가 원화 절상 요인일 수 있음. 그러나 지금까지의 절상을 수급이 이끌었다는 점에서 대규모 달러 네고 물량이 추가로 출회되지 않는 한 1,200원 초중반까지의 추세적인 절상을 기대할 요인이 크지 않다고 생각

1) Fed-ECB 간 정책 스탠스  
차이는 달러인덱스 낙폭이  
확대되기 어려운 환경

첫째, 6월 FOMC 이후 달러인덱스 낙폭이 크지 않을 것으로 보임. 이미 시장이 예상하는 대로 연준은 금리를 동결한 후 기자회견에서 매파적 스탠스를 내비칠 가능성이 가장 큼. 같은 날 오후 ECB 통화정책회의에서도 시장 기대에 부합하는 25bp 인상과 기자회견에서의 추가 인상 스탠스를 보일 것으로 전망. 두 주요국 중앙은행 간의 정책 스탠스 차이는 달러인덱스 낙폭 축소를 야기할 요인

2) 엔화, 위안화에 비해 원화  
절상폭이 과도

둘째, 상반기 이후 엔화, 위안화와 비동조화 현상이 두드러진 것은 사실. 그러나 보다 단기 시계에서 과도한 측면이 있다는 생각. 엔화 대비 원화 환율은 2018년 이후 최저 수준인 9.11원까지 절상되었으며, 위안화 대비로도 5월 초 이후 한 달 반 동안 7.5% 절상

3) 선물시장에서는 여전히  
안전자산으로써 달려 수요 지속

셋째, 선물시장에서는 여전히 안전자산으로써 달려 수요가 지속되고 있음. 내외금리 차 영향이 보다 큰 스왑베이시스는 연준 인하 시그널을 반영하며 5월 초 반등하기도 했음. 그러나 이내 남아있는 연준 정책 경계감과 안전자산 수요 때문에 5월 말 스왑포인트와 함께 재차 하락. 현물환율이 하향안정화되는 것과 차별화 이어나감

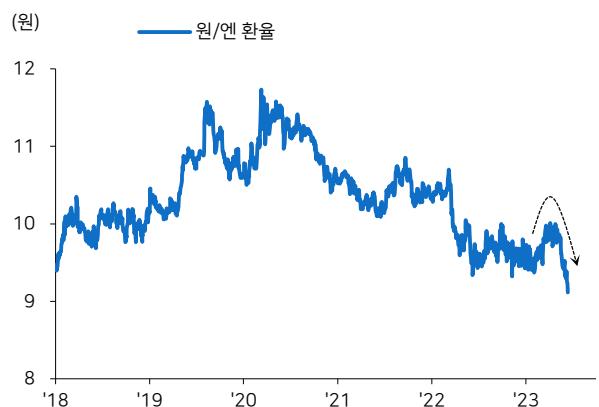
원/달러 환율 전망 하향조정:  
3Q 1,280 원, 4Q 1,250 원(기말)

이상을 고려했을 때, 기존 하반기 경제전망에서 견지하였던 환율 횡보 후 연말 연준 인하 시그널과 함께 절상 추세로 복귀한다는 방향성에 대한 기존 견해는 유효함. 외국인 주식 순매수 확대 및 해외 자회사 배당 유입이라는 새로운 "국내 외환수급 충격 요인"을 반영하여, 3Q23과 4Q23 말 전망을 각각 1,280원과 1,250원으로 하향조정(기존 1,310원과 1,280원)

한편, 2023년 말 위안/달러 전망의 경우, 기존 6.80에서 7.00으로 상향조정(현 수준: 7.15). 우리는 부동산 거래부진 대응 차원에서 5년 LPR 금리인하 가능성을 고려하였으나, 최근 대응은 이를 넘어선 광범위한 인하의 모습임. 6월 13일 7일물 역레포 금리 10bp 인하를 필두로 수 일 내 MLF와 LPR 금리가 동반 인하될 것으로 예상하며, 하반기 중 필요시 추가 지준율/금리인하 등의 완화적 통화정책 조합이 채택될 가능성이 커진 것으로 판단. 정책당국도 내수회복 모멘텀이 더딘 상태에서 위안화 약세-위안화 표시 수출 개선 조합을 선택할 유인이 커진 것으로 생각. 수정 원/달러 전망을 고려한 연말 원/위안 수준은 178.5원. 이는 코로나19 이전의 원/위안 중심선으로 복귀하는 것이기에 과도한 언더슈팅으로 보기 어려움

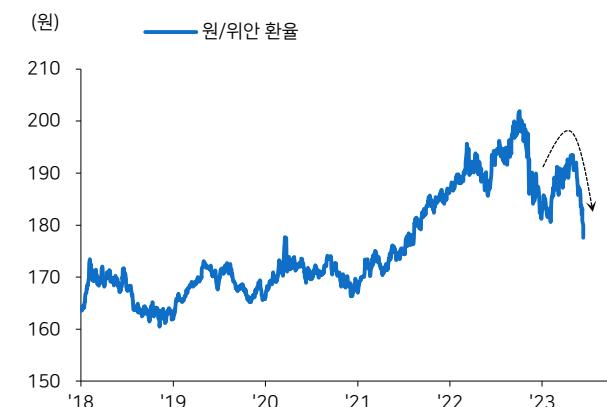
상기한 전망의 위험 요인은 연준 정책. 연준이 6월 FOMC에서 전격 인상을 결정하거나, 시장 예상과 달리 7월 이후에도 추가 인상을 고려(종착점: 5.75% 이상)할 경우 달러 강세 압력이 더욱 커질 수 있음

그림8 원/엔 환율 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 원/위안 환율 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림10 원화 스왑베이시스 추이



자료: CHECK, 메리츠증권 리서치센터

그림11 원화 스왑포인트 추이



자료: CHECK, 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 주체 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 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.