



2023.6.21

## 환율 결정의 상대적 평가

### 1. 조금씩, 더 정상화

- 연준에서는 물가상승에 대한 경계심이 높은 것으로 평가되고 있지만 실제 경제지표들은 정상화 과정 진입.
- 1년 기대인플레이션은 5월 당시 4.2%에서 금번에는 3.3%로 -0.9%p의 낙폭을 보여주고 있음.
- 소비자심리지수 및 주요 지역의 생산관련 심리지표 개선은 자생적인 스태그플레이션 탈출과 정상적인 경기변동 과정 유입으로 해석.

미국 기대인플레이션은 일시적 상승 이후 빠른 하락세를 보이면서 향후 3%대의 물가에 대한 기대감 확대

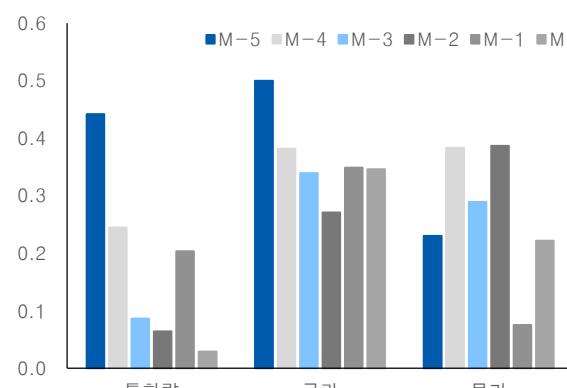


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

### 2. 환율결정요인의 상대적 격차

- 양국의 물가/통화량/금리지표를 정규화하여 비교해보면, 동 격차의 수준 자체는 달러대비 원화의 상대 약세가 지지.
- 통화가치 결정과정에서의 방향성은 최근 6개월간 전반적으로 약세 압력이 낮아지는 것으로 볼 수 있음.
- 본격적으로 한국의 물가상승률 둔화가 예정되어 있고, 통화정책 신뢰성 저하로 미국의 기준금리는 향후 인상 가능성성이 낮은 부분을 감안할 필요.

원달러환율결정에 영향을 미치는 변수의 양국간 상대적 차이는 점차 좁혀지는 중



자료: 유안타증권 리서치센터

## 1. 조금씩, 더 정상화

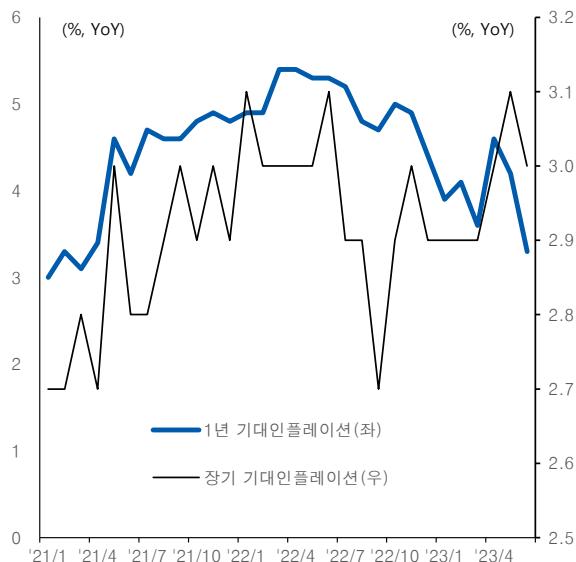
금년 상반기 마지막인 6월 FOMC를 거치면서 시장에서의 통화정책 및 경제상황에 대한 평가의 방향성을 알 수 있었다. 결과적으로 물가상승이 본격적으로 시작하던 당시의 중앙은행 신뢰성 상실이 다시금 실감되는 국면으로 생각된다.

여전히 연준에서는 물가상승에 대한 경계심이 높은 것으로 평가되고 있지만 실제로 움직이고 있는 시장의 심리 및 실제 경제지표들은 정상화 과정에 본격적으로 진입하고 있는 것으로 보인다. 지난주에 확인된 1년 기대인플레이션은 전기값 4.2%에서 금번에는 3.3%로 0.9%p의 낙폭을 보여주고 있다.

상반기 중 물가의 기저효과가 상당히 존재하는 과정에서 시장에서의 기대 역시 빠른 물가 진정을 예상하면서 연준의 전망에 대한 신뢰성은 더욱 낮아지게 되었다. 이는 통화정책의 의도와 다른 시장의 반응 및 경제 방향성을 나타낼 수 있다.

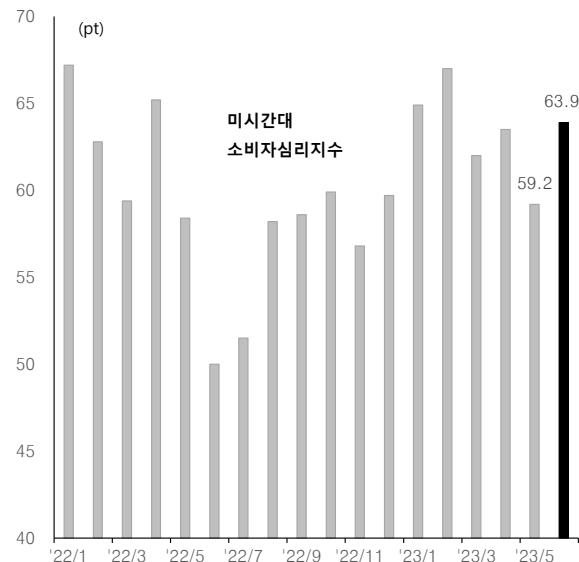
미시간대 소비자심리지수는 지난 5월의 59.2pt 대비 상승한 63.9pt를 기록하였다. 또한 주요 지역의 심리지표 개선 과정은 자생적으로 스태그플레이션에서의 탈출과 정상적인 경기변동 과정으로 유입되는 중인 것으로 판단된다.

[차트1] 미국 기대인플레이션은 일시적 상승 이후 빠른 하락세를 보이면서 향후 3%대의 물가에 대한 기대감 확대.



자료: Bloomberg, 유인티증권 리서치센터

[차트2] 각종 생산 관련 심리지표들이 개선될 조짐을 보이는 가운데 소비심리 역시 저점을 지난 것으로 판단.



자료: Bloomberg, 유인티증권 리서치센터

## 2. 지난해보다 나은 교역환경

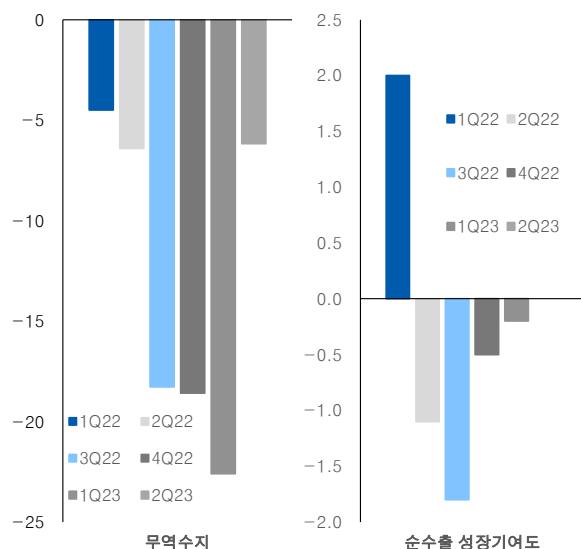
글로벌 주요 국가들의 경기변동 정상화 과정은 한국경제 입장에서는 긍정적 요소이다. 대외교역이 중요한 영향을 주는 만큼 해외의 수입수요 개선이 중요하고, 앞서 언급하였듯이 미국을 중심으로 경기변동의 정상화는 수출경기 정상화로 진행된다.

사실 무역수지 측면에서의 부진이 성장률을 둔화시킨 부분도 존재하지만 통화가치 측면에서는 외화유입이 제한적으로 진행되면서 원화가치를 약세로 진행시킨 것이 큰 부분이다. 이와 같은 측면에서 무역수지의 개선 조짐이 존재하고, 수요의 회복이 진행된다는 것은 과도한 원화약세의 되돌림 조건 중의 하나이다.

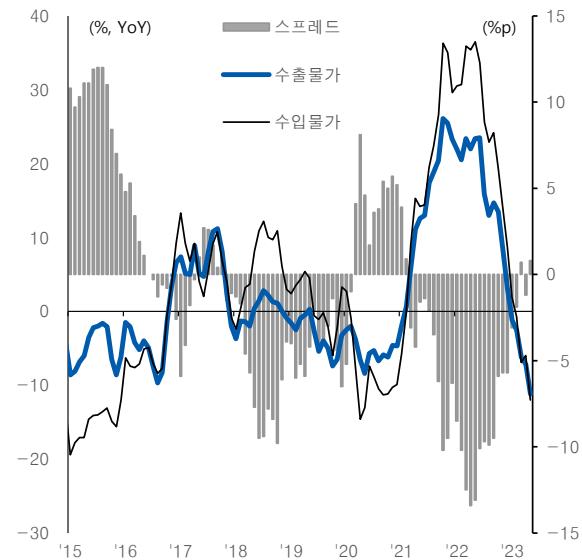
수요의 회복뿐만 아니라 상대적인 가격 측면에서의 환경적인 부분도 환율결정에 중요한 요인이다. 물가가 하락하는 가운데 수출품의 가격보다 수입품의 가격이 조금 더 빠르게 낮아지는 것은 교역조건을 개선시키는 요인이고, 이는 원화 강세 조건이다.

또한 환율을 결정하는 성장기조에서는 선행지수를 확인할 필요가 있다. 통계청 선행지수 구성요소 중 대부분의 요소는 선행지수 반등을 지지하는데, 다만 헤드라인 지표가 반등하지 않은 것은 건설과 관련된 일시적 이벤트에 따른 부진으로 해석할 수 있다.

[차트3] 지난해부터 지속된 무역수지 적자로 성장기여가 낮았으나 무역수지 개선 예정으로 성장세 강건성 회복 기대.



[차트4] 수출물가보다 수입물가가 빠르게 진정되면서 마진 측면에서의 대외교역 부문의 기대 및 원화 강세 전망.



자료: 한국은행, 유인티증권 리서치센터

자료: 한국은행, 유인티증권 리서치센터

### 3. 환율결정요인의 상대적 격차

원론적인 환율결정모형은 두 국가간 물가/통화량/금리의 차이에 의하여 결정된다고 알려져 있다. 이러한 배경을 통하여 미국과 한국의 상대적인 경제지표의 수준을 살펴 보면 현재의 원달러환율에 대한 가치평가와 방향성 전망이 가능하다.

양국의 물가/통화량/금리지표를 정규화한 이후 격차를 산출하여 비교해보면 동 격차의 수준 자체는 달리대비 원화의 상대 약세가 지지되고 있다. 미국의 빠른 물가 진정과, 연준의 통화정책 스템스에 의하여 시장금리가 예상보다 높게 형성되어 있는 부분이 큰 작용을 한 것으로 생각된다.

따라서 원달러환율이 코로나19 이전 대비 높아진 상황은 인정되는 상황이지만 현재의 방향성을 보면 약세의 진정 신호도 발생하는 중이다. 최근 6개월간 추이는 전반적으로 약세 압력이 낮아지는 것으로 해석할 수 있다.

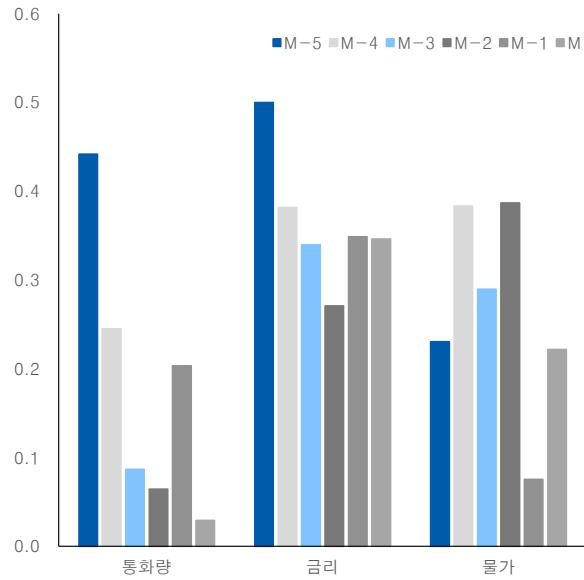
본격적으로 한국의 물가상승률 둔화가 예정되어 있고, 통화정책 신뢰성 저하로 미국의 기준금리는 향후 인상 가능성성이 낮은 것으로 생각된다. 이는 원화가치의 약세 압력을 옥 진정시키는 방향으로 작용할 것으로 전망된다.

[차트5] 원달러환율은 지난해 이후 과도한 약세 기조. 최근 빠르게 진정되었으나 여전히 추가 진정 기대.



자료: Bloomberg, 유인티증권 리서치센터

[차트6] 원달러환율결정에 영향을 미치는 변수의 양국간 상대적 차이는 점차 좁혀지는 중.



자료: 유인티증권 리서치센터