

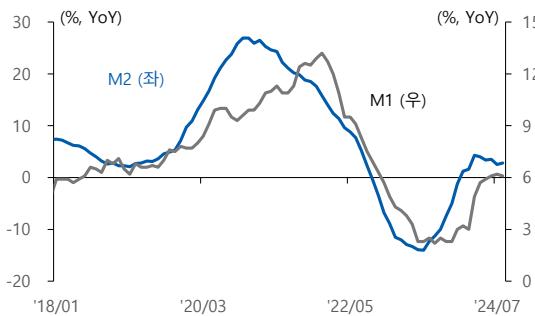


순환적 연결의 지연, 다시 높아진 변동성

1. 유동성에 대한 기대는 아직 제한적

- 8월 M2(평잔)는 YoY 6.1%, L(말잔)은 YoY 5.3% 증가. M2의 증가는 가계 및 금융 기관의 유동성 수요가 반영된 결과.
- 유동성 증가 흐름에도 금융시장으로 유입은 약한 상황. MMF는 -4.6조원, 금융채는 -2.5조원 7월 대비 감소.
- 재투자 금액 제외, 펀드의 설정액 증감 추이를 살펴보면, 유동성에 대한 기대가 다소 위축된 부분이 확인. 주식펀드의 경우 자금 유입 강도는 약한 수준. 채권펀드의 경우는 지난 7월 11.9조원이 유입된 이후 지난달에는 순유출을 기록.

한국의 8월 M1은 YoY 2.8%, M2은 YoY 6.1% 증가. 다만 유동성 증가에도 금융시장에서의 유동성 이동은 제한적



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

2. 다시 변동성이 높아진 원달러환율

- 최근 원달러환율의 급등은 미국의 대선과 지정학적 리스크 수위 급등 등 단기적 이벤트 요인이 반영된 결과.
- 달러화의 차입을 반영하는 프록시 변수들의 움직임은 과거 오버슈팅 구간 보다는 안정적인 흐름. 역외 달러화 차입 변수인 CDS가 10월 들어 상승하고 있지만 33bp로 주요국 대비 높지 않은 수준.
- 현재 원달러 환율은 단기 이벤트로 인해 오버슈팅된 것으로 판단, 리스크 수위가 낮아짐에 따라 탄력적으로 다시 안정을 찾을 것으로 예상.

달러화의 차입을 반영하는 프록시 변수들의 움직임. 역외 차입 변수인 CDS 10월 들어 빠르게 상승.



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

1. 유동성에 대한 기대는 아직 제한적

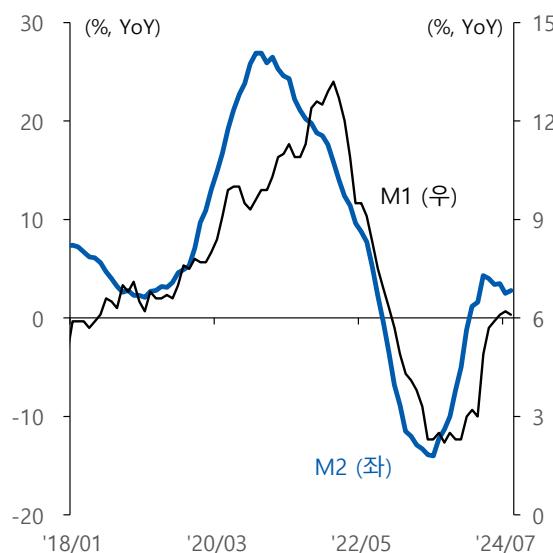
한국의 유동성 지표는 증가 흐름이 지속되고 있다. 8월 M2(평잔)는 전년대비 6.1%, L(말잔)은 전년대비 5.3% 증가했다. M2의 증가는 가계 및 금융 기관의 유동성 수요가 반영된 결과인데, 상품별로 살펴보면 정기예적금이 전월대비 11.5조원 증가했다.

헤드라인상 유동성이 증가하는 흐름이지만 시장으로의 유동성 유입은 아직은 약한 상황으로 보인다. 동기간 M2 구성변수인 MMF는 전월대비 -4.6조원, 금융채는 -2.5조원 감소한 부분은 금융시장내 자금 유입을 제약한 것으로 판단된다.

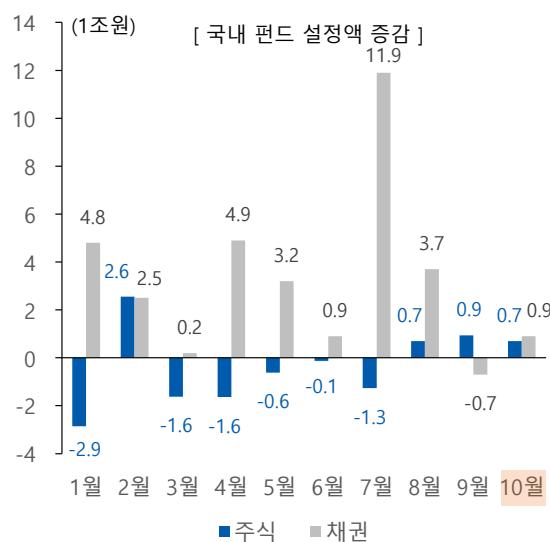
국내 시장에서 재투자 금액을 제외한 펀드의 설정액 증감 추이를 살펴보면, 유동성에 대한 기대가 다소 위축된 부분이 확인된다. 주식펀드의 경우 8월부터 자금이 유입되고 있지만 강도는 약한 수준이다. 채권펀드의 경우는 지난 7월 11.9조원이 유입된 이후 지난달에는 순유출 되었다.

유동성 지표의 팽창 흐름과 기준금리 인하에도 아직까지 유동성의 순환은 제한적인 상황이다. 금융환경 변화에도 수출 및 내수 지표 등 동행지표의 둔화 흐름에서 유동성의 적극적인 순환은 아직 어려운 모습이다.

[차트1] 한국의 M1, M2 모두 팽창 흐름이 지속. 8월 기준 M1은 YoY 2.8%, M2은 YoY 6.1% 증가.



[차트2] 주식펀드에는 8월부터 약한 수준의 자금이 유입. 채권펀드에는 7월 11.9조원 유입 이후 지난달에는 순유출.



2. 눌려 있던 내수의 회복 여부가 중요

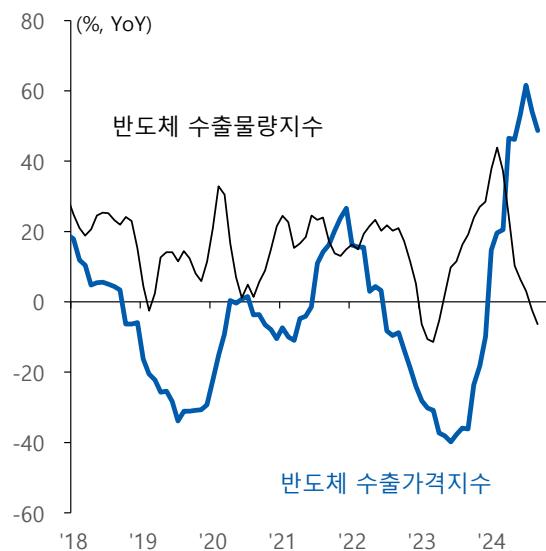
유동성 효과가 발생하기 위해서는 경기 여건이 중요하다고 생각된다. 지난 3분기까지 수출 호조가 경기를 견인했으나, 앞으로의 경기를 수출이 이끌어 가기에는 모멘텀이 둔화되고 있는 상황이다. 수출 모멘텀의 하락을 내수가 뒷받침해줘야 하는 상황이다.

일단 수출은 헤드라인상 모멘텀이 둔화되고 있다. 수출 가격과 물량 측면에서도 수출 가격은 9월까지 아직 벼텨주는 모습을 보이고 있지만, 수출 물량의 경우는 빠르게 감소하고 있다. 특히 반도체에서 이러한 현상이 직관적으로 나타나고 있다.

내수의 경우 민간소비가 가장 큰 비중을 차지하고 있으나 투자 역시 중요한 지표이다. 최근 내수 부진은 민간소비 뿐만 아니라 설비 및 재고 투자 부진이 영향을 미치고 있다. 지난 2분기까지 재고투자는 3개 분기, 설비투자는 2개 분기 연속 역성장 중이다.

4분기 들어 대출금리가 상승하는 흐름을 보이고 있지만, 기준금리는 인하되었다. 향후 기업의 시설자금 대출 부담을 완화할 수 있는 변화이다. 또한 내년에는 SOC, R&D 예산증액 등이 예정되어 있다. 2025년은 2024년 보다 성장률은 다소 낮아질 수 있겠지만 내수에서의 회복이 경기를 방어해 줄 것으로 생각된다.

[차트3] 수출가격의 모멘텀이 낮아지고 있지만, 아직은 높은 수준에 위치, 수출물량이 빠르게 감소한 부분은 부담.



[차트4] 수요에 대한 고려도 중요하지만, 금리인하는 시설자금의 대출과 기업의 차입 여건 개선에 도움이 될 변화.



3. 다시 변동성이 높아진 원달러환율

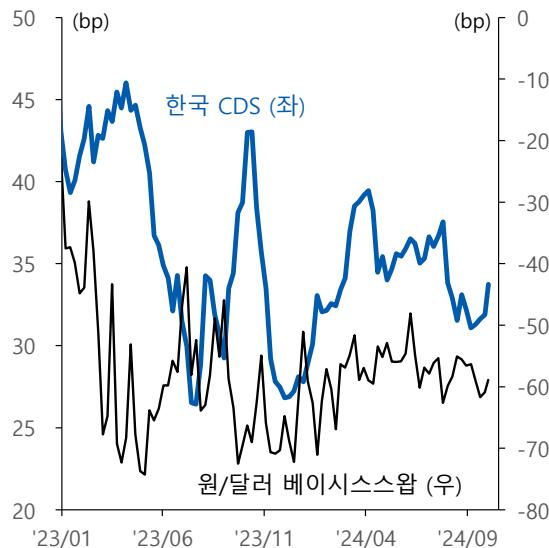
유동성 효과와 경기 모멘텀이 약해진 가운데, 4분기 들어 원달러환율이 다시 급등하고 있다. 최근 원달러환율의 급등은 미국의 대선과 지정학적 리스크 수위 급등 등 단기적 이벤트 요인이 반영된 결과이다. 즉 현재의 레벨은 오버슈팅된 것으로 판단된다.

원화는 지정학적 리스크와 유가 변동성을 충실히 반영하는 통화이다. 지정학적 리스크 수위가 높아졌음에도 불구하고 유가는 다시 하락세로 전환된 만큼, 미국의 대선이 마무리되고, 지정학적 리스크 수위가 안정된다면 본래의 수준을 회복할 수 있을 것이다.

달러화의 차입을 반영하는 프록시 변수들의 움직임은 과거 오버슈팅 구간 보다는 상대적으로 안정적인 흐름이다. 역외 달러화 차입 변수인 CDS가 10월들어 상승하고 있지만 이는 한국만의 상황이 아니다. 한국의 CDS는 33bp로 높지 않은 수준이다.

외화의 차입 의존도에 있어서 중요한 경상수지도 흑자를 지속하고 있다. 결국 수급 비용 변수나 편더멘털 지표는 안정적인 상황이다. 현재 원달러 환율은 단기적인 이벤트로 인해 오버슈팅된 것으로 판단하며, 리스크 수위가 낮아짐에 따라 탄력적으로 안정을 찾을 것으로 예상한다.

[차트5] 달러화의 차입을 반영하는 프록시 변수들의 움직임. 역외 차입 변수인 CDS 10월들어 빠르게 상승.



[차트6] 외화 차입 의존도에 있어서 중요한 경상수지는 4개월 연속 흑자. 연말까지 상품수지흑자가 지속될 가능성.

