

美 잭슨홀 회의 이후 외환시장 진단 및 원/달러 전망

유지호 수석연구원, 동향분석센터 (kitanjiho@posri.re.kr)

목차

1. 최근 글로벌 통화정책 흐름
2. 국내 원화자산 평가와 원화 변동성
3. 4대 대내외 원화가치 결정 요인 평가
4. 향후 원/달러 흐름 전망 및 시사점

Executive Summary

- 美 잭슨홀 회의 이후 글로벌 통화정책 정상화의 지연 가능성이 높아짐
 - 지난 8월 말에 열린 잭슨홀 회의에서 향후 통화정책 방향에 대한 언급을 기대하였으나, 주요국 중앙은행장들의 언급 회피로 시장 內 의구심 증대
- 주요국 통화정책 불확실성이 점증하는 가운데 국내 원화자산은 과거대비 대외 건전성은 개선되었으나 원화 변동성 수준은 비교적 높은 편임
 - 한국은 2014년 이후 순투자국 지위 유지와 국가 신용등급의 개선에도 불구하고 국가 신용도 대비 원화 변동성은 높은 수준임
- 내년 원/달러 환율 전망을 위해 향후 국내 외환시장에 크게 영향을 미칠 4대 대내외 요인들을 선정하여 진단한 결과는 아래와 같음

구분	영향시점	달러가치	원화가치	원/달러 흐름
① 글로벌 통화정책 지연 ⇒글로벌 유동성 축소	17년 下 '18년	일시적 약세 중립적	일시적 강세 약세	↘ ↑
② 미국發 정책불확실성 점증	17년下~내년 초	약세	약세	↗
③ 신흥국 리스크 잠재	'17년下~'18년내	강세	약세 (신흥통화 대비 강세)	↑
④ 대북리스크 확산	'17년下~'18년내	강세	약세	↑

- 향후 원/달러 환율은 장기 균형환율(1,110원~1,130원)보다 대내외 불확실성 요인 상존으로 약 10원~40원 가량 높을 전망
 - '17년 하반기, 미국發 정책 불확실성의 점증과 대북 리스크 확산으로 안전자산 수요심리가 유지되면서 원/달러 환율은 상승압력을 받을 전망이다 ⇒ '17년下 1,120~1,160원
 - '18년 글로벌 유동성 축소 및 신흥국 금융불안 확산 가능성 등으로 원화의 변동성은 더욱 확대될 우려가 상존함 ⇒ '18년 1,110~1,170원 예상
- 내년도 경영계획을 준비하기 위해 국내 기업들은 사채 발행 비용 증가 등 금융비용 상승 가능성에 대비하고, 원칙에 입각한 보수적 환위험관리 및 외화 유동성 관리를 통해 대외환경 변화에 선제적으로 대응할 필요

1. 최근 글로벌 통화정책 흐름

□ 미국 잭슨홀 회의* 이후 주요국 통화정책 정상화 기대감이 약화

* 1978년 이후 미국 지역연준 주최로 매년 8월에 열리는 경제정책 토론회

○ 글로벌 통화정책 대전환기를 앞두고 잭슨홀 회의 결과에 관심 집중

- 8월에는 미·일·유로존 통화정책회의 일정이 없어, 주요국 중앙은행장들은 양적완화 등 향후 통화정책 계획 및 방향을 잭슨홀 회의에서 발표
- 최근 글로벌 경기회복세, 디플레 우려 완화 등으로 글로벌 통화긴축 기대감이 높아지면서 잭슨홀 회의(8.24.~8.26.)에서 나오는 발언들에 주목
 - 지난 6월 이후 美 연준은 연내 보유자산 축소 계획을 발표, 유럽 ECB는 자산매입 축소 시사, 영국 중앙은행도 금리인상을 시사

○ 주요 중앙은행장들의 관련 발언 함구로 향후 통화정책 지연 가능성 상승

- 옐런 美 연준의장과 드라기 유럽 중앙은행 총재는 통화정책 관련 발언은 회피한 채 금융규제의 중요성 및 보호무역주의 확산에 대한 우려만 표명
- 당초 예상보다 통화정책 정상화 지연 가능성이 높아짐에 따라 글로벌 금융시장에서는 주식·채권가격 상승과 변동성 축소가 나타남

〈 美 잭슨홀 회의 전후, 글로벌 금융시장 반응 〉

구분		2013	2014	2015	2016	2017
주식	세계주가	↑	↑	↑	↓	↑
	주가변동성	↓	↓	↓	↓	↓
채권	美 국채금리(10yr)	↓	↓	↑	↓	↓
	채권시장 변동성	↓	↓	↓	↑	↓
외환	달러지수	↑	↑	↑	↑	↓
	신흥국환율지수	↓	↑	↑	↓	↑
	환율변동성	↓	↓	↑	↑	↓

주: 화살표 ↑ (지표상승, 변동성확대), ↓ (지표하락, 변동성축소) 자료: bloomberg

□ 국내 외환시장은 지정학적 불안과 주요국 통화정책 불확실성 확대로 향후 원/달러 환율흐름 예측이 어려워짐

☞ '17.下~'18년까지 대내외 외환이슈 진단을 통해 환율흐름 전망

2. 국내 원화자산 평가와 원화 변동성

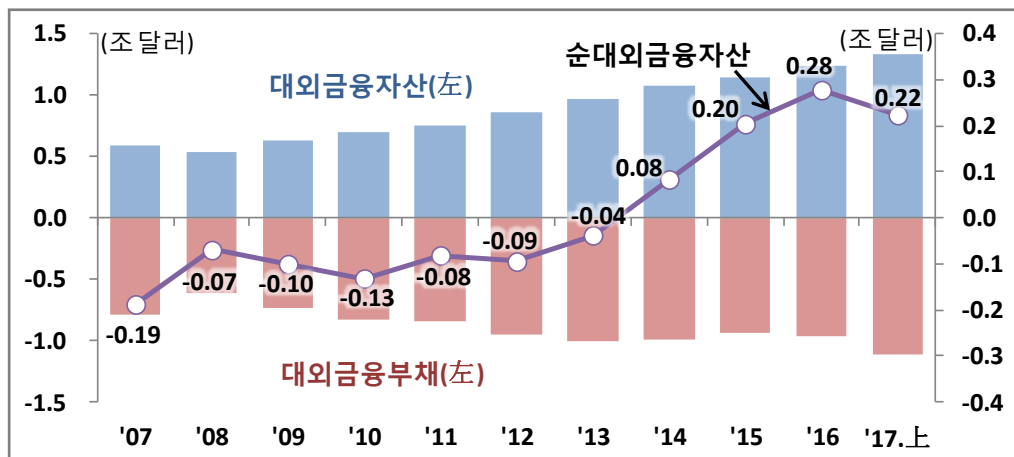
□ 금융위기 이후, 원화자산의 지위 개선과 대외 안정성 강화

○ 2014년 이후 한국은 순대외금융자산국* (=순투자국) 지위로 변화

* 대외금융자산이란 대외채권 이외 해외주식 및 직접투자까지 포함된 개념

- 한국은 2014년 3분기 이후 대외금융자산이 대외금융부채를 상회하는 순대외금융자산국을 3년째 유지하고 있음
 - 2017년 2분기 기준 순대외금융자산 규모는 U\$2,240억으로 同기간 대외금융자산 규모는 U\$13,394억, 금융부채는 U\$11,152억임
- 대외금융자산이 빠르게 증가한 이유는 저금리 지속에 따른 수익성 악화로 국민연금, 연기금, 보험사들이 외화증권투자로 눈을 돌렸기 때문임
 - '17년 2분기 기준 외화증권투자 잔액은 총 U\$2,101억으로 외화채권이 U\$1,094억, 외화주식 U\$581억, Korean paper U\$426억임
 - * Korean paper: 거주자가 해외에서 발행한 외화표시증권

〈 대외금융자산·부채 및 순대외금융자산 추이 〉



자료: 한국은행 국제투자대조표

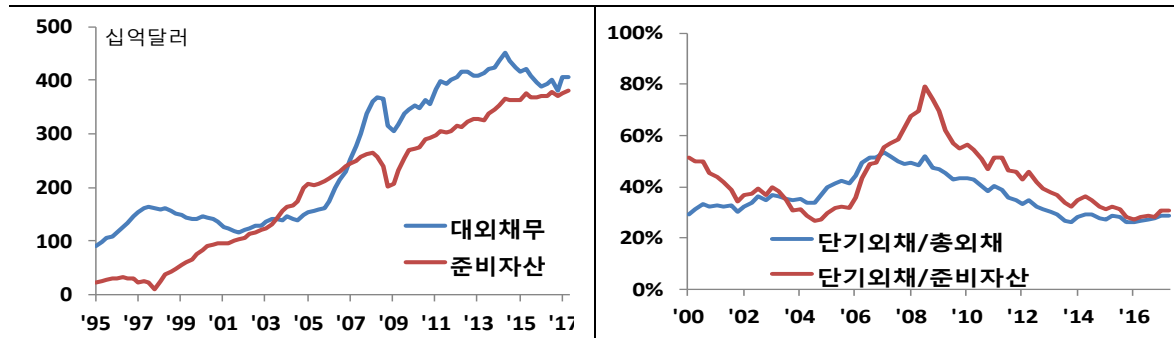
○ 대외지급능력 개선과 국가신용등급 상향 조정으로 대외 건전성도 양호

- 대외 금융불안 지속에도 불구하고 대외준비자산(외환보유액) 규모는 역대 최고 수준을 기록, 단기외채/총외채 및 단기외채/준비자산 비중 등 대외 건전성 지표들도 역사적 평균 수준을 크게 하회
 - '17.2Q 기준, 외환보유액 규모는 U\$3,805억으로 통계작성 이래 최고치

- 同기간 단기외채/총외채 비중은 29%로 역사적 평균 37%를 크게 하회, 단기외채/준비자산 비중도 역사적 평균 72%를 하회하는 31%에 불과
- * 역사적 평균 산출기간: '95.1Q~'17.2Q
- 한편 국가신용등급은 3대 국제신용평가사(S&P, Moody's, Fitch)로부터 각각 AA, Aa2, AA- 상위등급을 적용 받음. 일본보다 높은 수준임

< 대외채무 및 준비자산 추이 >

< 대외 건전성 지표들의 추이 >

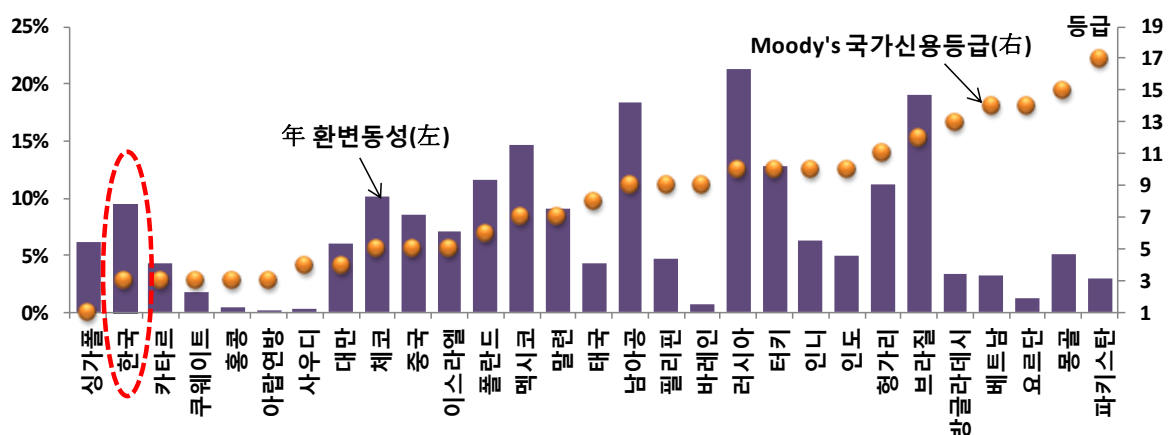


자료:한국은행 국제투자대조표

□ 다만 구조적으로 他신흥국 대비 높은 환율 변동성 수준이 지속

- 한국은 자본시장 개방도가 높아 외국인의 자본유출입이 쉽고, NDF 등 역외거래 활성화 및 지정학적 불안으로 환율 변동성이 비교적 높은 편임
- 한국의 국가신용등급 대비 환율 변동성은 체코, 폴란드 수준과 유사함

< 국가별 환변동성과 국가신용등급 >



주: 국가신용등급이 높을수록 低신용, 환율 변동성은 3개년('15~'17년) 표준편차
자료: 한국은행 국제투자대조표

3. 4대 대내외 원화가치 결정 요인 평가

□ 향후 원/달러 환율에 영향을 미칠 4대 대내외 외환이슈를 선정

- ☞ ① 통화정책 정상화 지연, ② 미국發 정책 불확실성 점증,
③ 신흥국 리스크 잠재, ④ 대북 리스크 확산

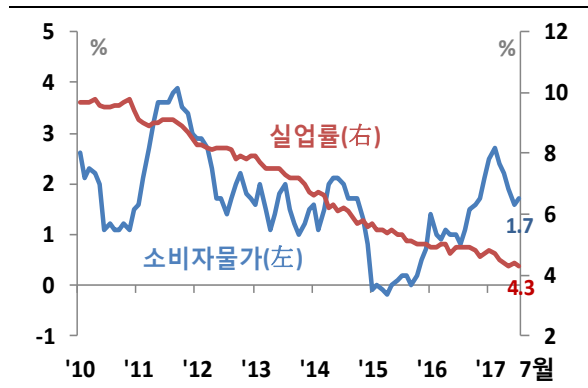
- 2017년 하반기~ 2018년까지의 4대 주요 외환이슈는 IB리포트, 한국은행 등 정부기관 보고서, 경제관련 뉴스 등의 자료를 통해 선정

요인① 인플레이 압력 둔화로 주요국 통화정책 정상화는 당초 대비 지연

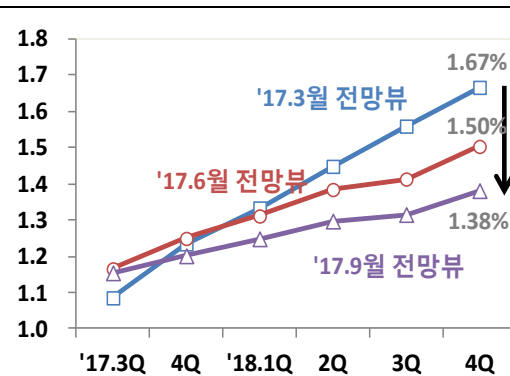
○ 미 연준의 금리인상 속도는 다소 지연, B/S축소는 예정대로 연내 추진

- 미국 실업률은 이미 4%대 초반대의 완전고용 상태이나, 물가상승 압력은 목표 물가수준(2%)을 하회하는 등 당초 예상보다 저물가 국면이 지속됨에 따라 금리인상 속도를 조절할 것으로 예상됨
 - 미국 실업률은 자연실업률(4.5%~5.5%, 자료:FOMC)수준을 하회하고 있으나, 소비자물가 상승률은 '17.5월 이후 2%대에서 오히려 1% 후반대로 하락
 - Goldman Sachs는 저물가 지속의 원인을 글로벌화 진전과 전자상거래 확산에 따른 구조적 원인으로 분석하였으나, 미 연준은 저물가의 원인을 구조적 원인보다 일시적 요인으로 판단 (자료: 한국은행, '17.7)
- 지난 6월 FOMC회의에서 구체적인 실행방안까지 나온 연준의 자산축소 계획은 예정된 수순대로 연내 진행될 것으로 판단(빠르면 9월)
 - 연준의 현재 자산규모는 U\$4.5조로 2022년까지 만기도래 채권 및 MBS에 대한 재투자를 축소하는 방식으로 총 U\$2.2조 규모의 자산을 축소

< 미 실업률 및 소비자물가 추이 >



< 미 기준금리 인상 기대(선물시장) >



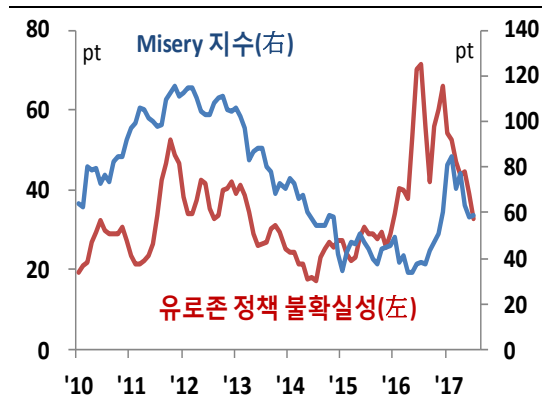
자료: 국제금융센터, Bloomberg

- 유로존의 통화긴축은 경기회복세 둔화 및 물가불안 우려로 연내 실행 가능성은 제한적, 점진적인 자산매입 축소 방식으로 진행할 가능성
 - 유로존은 경기회복 가시화, 미국-유로존 간 회복강도 차이로 유로 강세가 빠르게 진행되면서 물가상승 압력이 둔화되고 일부 경제지표들이 부진
 - 유로/달러는 (1월) 1.06에서 (8월) 1.18로 연초 대비 11.3% 급등
 - ECB는 지난 4월 자산매입 규모를 600억 유로로 축소한 이후 금년 말 종료 예정이던 자산매입을 2018년까지 단계적 축소방식으로 전환할 전망

요인② 유럽의 정책 불확실성은 완화된 반면 美 정책 불안은 점증

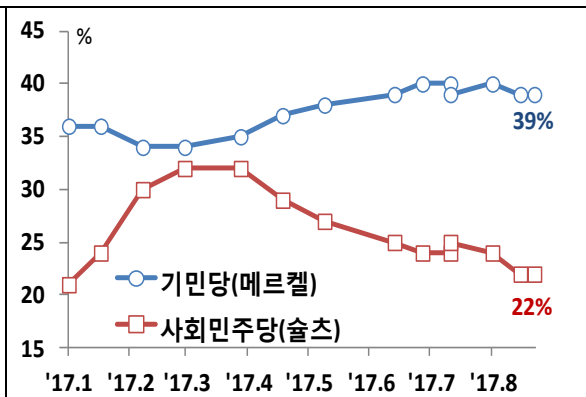
- 브렉시트 협상 등 일부 리스크 요인에도 불구하고, 유로화 약세를 이끌었던 상당부분의 불확실성 요인은 프랑스 총선 이후 완화
 - 올해 네덜란드 총선과 프랑스 대선·총선에서 유로존 체제 존속을 반대하는 우파 포퓰리즘 정당들이 완패하면서 유로존 정책 불확실성이 크게 완화
 - 저물가·고용 개선으로 정책 불확실성 지수는 2010년 이후 최저치 기록
 - 올해 9월 말에 있을 독일 총선에서 메르켈 총리의 4선 연임이 무난할 것으로 예상되며, 브렉시트 협상은 정산비용, EU 시민권, 유럽사법재판소 관할권 등 주요 쟁점 사안들로 인해 2018년까지 장기화될 전망
 - 독일 정당별 지지율(9/11): 기민/기사당(CDU) 39%, 사회민주당(SPD) 22%

< 정책 불확실성-Misery지수 추이 >



주: Misery지수는 실업률+물가상승률

< 독일 정당별 지지율 추이 >

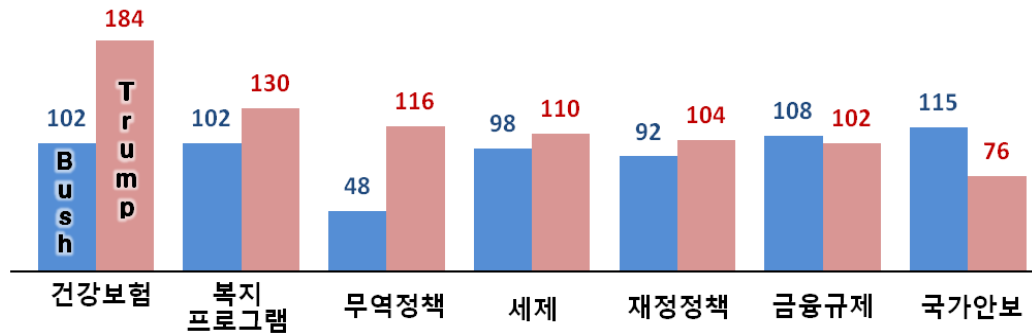


자료: IMF, Bloomberg

○ 미국은 금년 부채협상 및 세제개편안의 의회통과 여부가 불투명한 가운데 트럼프 리더십 약화로 정책 불확실성이 확대

- 정부부채 한도 초과로 부채한도 상향 조정이 필요한 가운데 트럼프 정책 공약이었던 법인세 인하 등 세제개편안을 둘러싼 여야 간 갈등 심화 예상
 - 지난 9월에 부채 한도적용 유예기간을 3개월 연장하였으나 2018년 예산안과 세제개혁안을 둘러싼 갈등으로 연방정부 폐쇄 가능성은 여전
 - '18년 예산안은 공화당내 반발로 단독처리가 어렵고, 법인세 인하 및 소득세 감면 등 세제개혁안은 부자감세라는 이유로 회의적 입장을 견지하는 민주당의 반대에 직면
- 러시아 스캔들과 버지니아 사태에서 보여준 트럼프의 정치적 리더십 문제로 한때 트럼프 지지율은 한때 역대 최저치 38%(8/2) 수준까지 하락
 - 트럼프 지지율: 51%(1월末) → 44%(3월末) → 44%(6월末) → 44%(9/11)
- 2000년 이후 공화당 출신 조지 부시와 트럼프 대통령의 경제정책을 비교 시 무역정책 등 트럼프의 경제정책 불확실성 수준이 전반적으로 높음

< 공화당 출신 대통령 정책별 불확실성 수준 비교 (조지 부시 Vs. 트럼프) >



주: S. Baker, N. Bloom, S. Davis의 지수를 단순평균

자료: Bloomberg

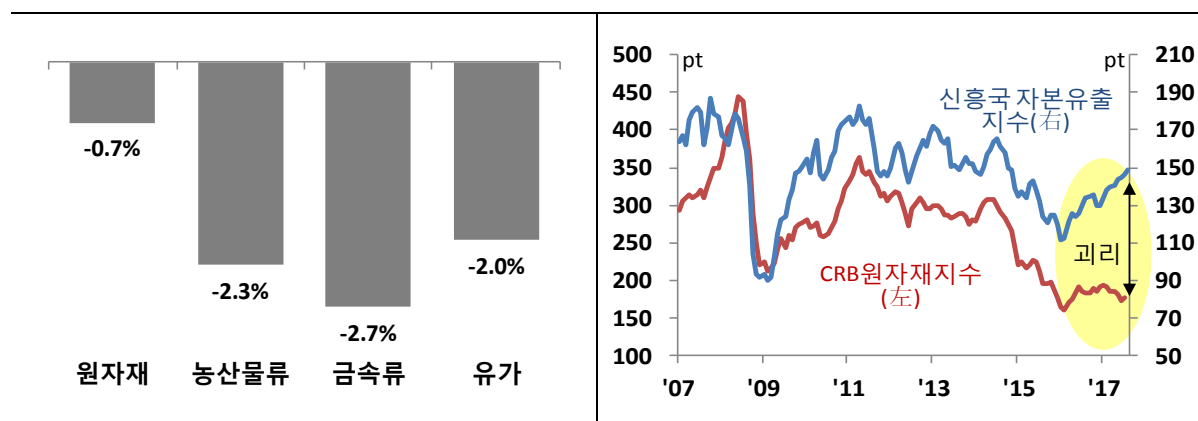
요인③ 신흥국, 기업 과잉부채 및 원자재價 불안 등 취약요인 잠재

○ 과도한 기업부채, 원자재價 하락 등 신흥국 금융시장 불안이 되풀이

- 2016년 말 신흥국 기업부채 규모는 사상 처음으로 GDP 대비 100%를 상회
 - GDP 대비 기업 부채비중(BIS): 88.7%('14)→99.9%('15)→102.1%('16)
- 신흥국 금융시장은 글로벌 유동성 여건 및 원자재 가격변동에 민감해 주요국 통화정책 변화 시 캐리 트레이드 자금들이 대규모로 회수될 우려
 - IMF가 2018년 원자재價 둔화를 예상하는 가운데 원자재價-신흥국 자본유출 지수 간 괴리폭 확대로 향후 급격한 자본유출 가능성이 상존

< '18년 IMF 원자재價 전망치(전년비) >

< 원자재價-신흥국 자본유출 추이 >



주: 신흥국 자본유출지수는 낮을수록 유출 확대

자료: IMF, Bloomberg

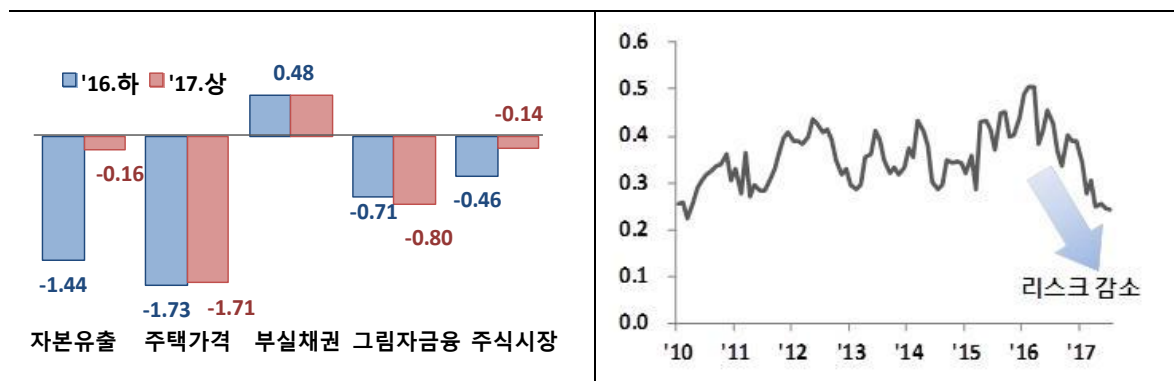
○ 중국 불안요인은 정부의 규제 강화로 연내 안정세를 유지하겠으나 내년 시진핑 2기 체제 출범 이후에는 경제정책 관련 불확실성이 점증할 우려

- 中 정책당국은 부실대출 등 금융불안 요인에 대한 모니터링 강화, 금융시장 안정화를 위한 정부의 강력한 개입의지로 불안 요인들이 금년 들어 진정됨

- 금년 7월 발간된 금융안정보고서에서는 설비과잉 산업의 기업부채 관리, 부동산 거품 형성 방지, 부외자산 관리 능력의 제고 필요성을 강조
- 한편 Bloomberg의 중국 금융안정성 평가에 따르면, 그림자금융을 제외한 자본유출, 주택가격, 부실채권, 주식시장 불안은 금년 들어 완화
- 다만 제19차 당대회('17.10)에서 시진핑 1인 체제 강화 및 2기 지도부 출범 이후에는 향후 경제정책 방향성을 둘러싼 불확실성 확대가 우려됨
- 시진핑은 1인 지도체제를 더욱 강화를 위해 工農兵(공농병) 권력을 강화하고 부의 재분배 및 부패청산에 적극 매진하는 등 기존 기업 중심의 경제정책 기조와 다른 정책 기조로 접근할 가능성이 높음

< 중국 부문별 금융 리스크(표준화) >

< Citi 중국 조기경보(EWS) 지수 추이 >



주: (+) 低리스크, (-) 高리스크

자료: Bloomberg

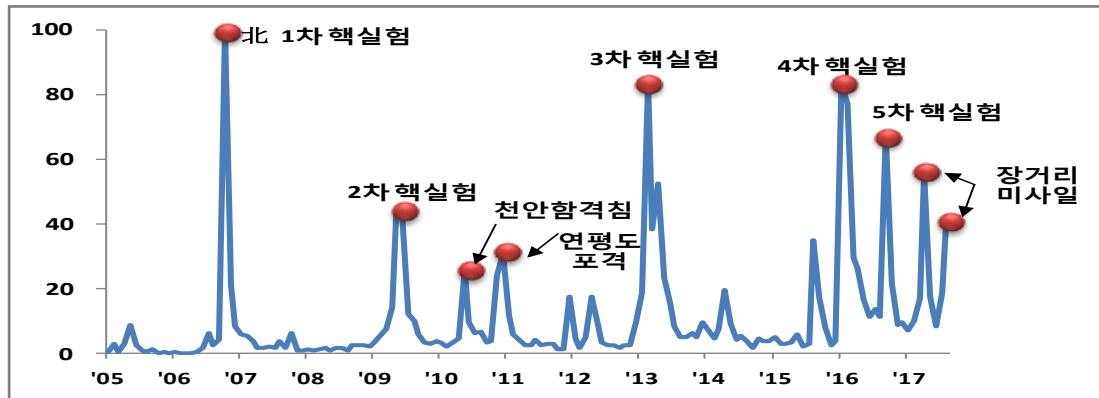
주: 12개 지표로 측정, 낮을수록 低리스크

자료: Bloomberg Citifx

요인④ 대북 리스크 지속, 원화자산 저평가 및 금융 안정성 저하 우려

- 역대 최대 강도의 북핵실험으로 한반도 긴장감이 재고조된 가운데 북핵문제 해결을 둘러싼 미·중 간 갈등도 확산되는 움직임
- '06년 첫 북핵실험 이후 지속적인 도발수위 상승으로 지정학적 불안이 확대
 - 북한은 핵실험 및 ICBM 발사를 통해서 핵보유국 인정, 체제 존속 보장, 미국과 직접대화 추구 등 이른바 파키스탄식 프로세스를 진행 중임

〈 국내 언론사들을 통해 본 대북 리스크 빈도 추이 〉



주: 중앙지, 경제지, 방송매체에 나타난 대북 리스크("북한", "핵실험", "한반도 긴장", "리스크") 빈도를 표준화(0~100)한 수치 자료: 빅카인즈, POSRI 분석

- 유엔의 대북제재와 미국의 군사옵션 경고에도 불구하고 북한이 6차 추가 핵실험을 단행함으로써 美·中의 외교적인 문제 해결은 더욱더 어려워짐
 - 중국은 북한을 미국·일본 등 해양세력을 막기 위한 1차 교두보로 인식하고 있어 북핵문제 해결에 미온적인 태도를 견지함
 - 6차 북핵 실험 이후 미국은 북한과 거래하는 중국 은행 및 기업에 대해 제재하는 '세컨더리 보이콧'을 대북 압박 카드로 활용할 가능성이 증가
- 한반도 긴장 상태의 지속은 자본유출입 변동성 확대 및 국내 원화자산의 가치 하락, 경제정책의 실효성 약화로 연결
 - 지정학적 불안으로 원화자산 리스크 확대 시 해외자본의 국내 유입이 제한되고 비거주자 및 거주자의 자본유출 확대로 금융시장 변동성이 확대
 - 과거 10년 간 북핵 등 대북리스크 발생 시 국내 금융시장은 주가 및 원화가치의 하락, 국채금리 상승, CDS 프리미엄 증가 등으로 나타남
 - 최근 외국인 증권투자('17.7) 규모는 약 606조원(시가총액 대비 33%) 중 상당액이 금융환경 변화에 민감한 ETF 자금으로 추정됨.
 - 또한 민간소비 및 투자심리 악화는 실물경기 둔화로 이어질 수 있으며, 통화정책 유효성을 하락시키고 정책 정상화를 지연시키는 요인으로 작용

< 핵심험 등 대북 리스크 확대 시 국내 금융시장의 반응 >

사건	일자	환율	주가	외국인순매수	국고채(3년)	CDS프리미엄
		전월대비	전월대비	억원	%p	bp
1차 핵실험	('06.10)	0.1%	-0.5%	-24,092	-0.07	2.8
2차 핵실험	('09.5)	-6.0%	1.9%	-9,354	0.07	-115.5
천안함 사건	('10.3)	-1.8%	6.2%	97,526	-0.25	-28.6
연평도 포격	('10.11)	0.5%	1.2%	63,167	0.16	6.3
김정일사망	('11.12)	1.2%	-1.2%	12,856	-0.03	-6.1
3차 핵실험	('13.2)	1.8%	3.3%	85,564	-0.05	0.6
4차 핵실험	('16.1)	2.6%	-2.5%	-32,837	-0.09	10.2
5차 핵실험	('16.9)	-0.4%	0.4%	17,016	0.07	-3.9
광공격 발언	('17.8)	0.0%	-1.4%	-15,999	0.04	4.4

자료: 한국은행, 연합뉴스

4. 향후 원/달러 흐름 전망 및 시사점

□ 금년 하반기부터 내년까지 원/달러 환율은 글로벌 유동성의 점진적 축소 등 대내외 불안요인 상존으로 균형환율 수준을 상회할 전망

- 중기 원/달러 균형환율 수준은 약 1,110원~1,130원으로 추정됨.
- 대내외 경기여건 개선 등 경상수지 흑자 기조는 유지되겠으나, 국내 기관투자자들의 해외투자 강화로 달러수급은 대체로 균형상태를 유지
- 기초수지는 경상수지 흑자폭 감소와 금융계정 순유출로 균형 상태를 유지 → 달러대비 원화의 실질실효환율(BIS)도 장기 균형수준에 근접

< 원/달러 환율 및 기초수지 추이 >

< 원/달러 실질실효환율 추이 >



주: 기초수지=경상수지-금융계정(직접+증권+기타투자) 주: 원화, 달러화 실질실효환율로 산출

자료: 한국은행

자료: BIS, POSRI 작성

- 금년 말에서 내년까지 원/달러 환율은 글로벌 유동성 축소 등 대내외 불안요인 점증으로 중기 균형환율 수준을 약 10~40원 가량 상회할 전망

< 4대 대내외 요인별 원/달러 흐름 전망 >

구분	영향시점	달러가치	원화가치	원/달러 흐름
① 글로벌 통화정책 지연 ⇒글로벌 유동성 축소	17년 下 '18년	일시적 약세 중립적	일시적 강세 약세	↘ ↑
② 미국發 정책불확실성 점증	17년下~내년 초	약세	약세	↗
③ 신흥국 리스크 잠재	'17년下~'18년내	강세	약세 (신흥통화 대비 강세)	↑
④ 대북리스크 확산	'17년下~'18년내	강세	약세	↑

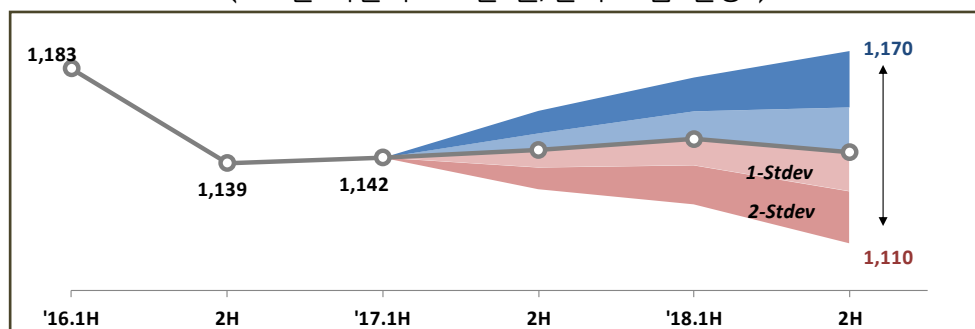
- '17년 하반기, 미국發 정책 불확실성의 점증 및 대북 리스크 확산에 따라 안전자산 수요심리로 인해 원/달러 환율은 상승압력을 받을 전망

☞ '17년 하반기 1,120~1,160원

- '18년 주요국 통화정책 정상화 등 글로벌 유동성 축소 및 신흥국 금융불안 확산 가능성으로 원화의 변동성은 더욱 확대될 우려

☞ '18년 1,110~1,170원 예상

< '17년 하반기~'18년 원/달러 흐름 전망 >



□ 국내 외환시장은 외부 불안 요인에 취약하므로 국내 기업들은 향후 발생 가능한 위험요인들을 고려해 내년도 경영계획을 준비할 필요

- 향후 글로벌 유동성 축소 시 기간 프리미엄 급등에 따른 사채 발행 비용 증가 및 차환비용 증가 가능성에 대비
- 주요 진출(수출)시장에 대한 시장 모니터링 체계 구축과 점검으로 기업들의 위기 대응능력을 제고하고 경영진의 의사결정 시간을 단축
- 원칙에 입각한 보수적인 환위험 관리와 안정적인 외화 유동성 관리를 통해 대외환경 변화에 선제적으로 대응

이 자료에 나타난 내용은 포스코경영연구원의 공식 견해와는 다를 수 있습니다.

[참고자료]

[보고서/논문]

김용준·황용준, “주요국 통화정책 정상화의 캐리트레이드 영향”, 국제금융센터, 2017.7

박정우·정희성, “하반기 자본유출 규모와 외환시장 영향”, 한국투자증권, 2017.8

삼성선물, “중앙은행들의 속도 조절”, 9월 전망보고서, NO.163, 2017.8

서영경·성광진·김동우, “원/달러 환율변동성이 큰 배경과 시사점”, BOK경제브리프, 2011

이상원·김용준, “글로벌 교역량 변화의 신흥국 통화 영향”, 국제금융센터, 2017.7

이윤석, “미 연준의 자산축소 전망과 영향”, 한국금융연구원 금융브리프, 26권 15호, 2017.7

이창선, “내국인의 해외투자자금 대외충격 완화에 주요 변수로”, LG경제연구원, LG Business Insight Weekly 포커스, 2016.6.15

한국은행, “주요국 중앙은행 B/S축소 사례 및 시사점”, 뉴욕사무소 현지정보, 2017.7

한국은행, “최근 미국 물가상승률의 구조적 하락 여부에 대한 평가”, 뉴욕사무소 현지정보, 2017.8

KB금융지주경영연구소, “한국의 대외채무 현황과 대외건전성 점검”, KB 지식비타민 15-74호, 2015.9.23

[홈페이지]

한국은행(<http://www.bok.or.kr>)

국제금융센터(<https://www.kcif.or.kr>)

한국언론진흥재단 빅카인즈(BIGKinds)(<https://www.kinds.or.kr/>)

IMF(<http://www.imf.org>)

Bloomberg(<https://www.bloomberg.com>)

트럼프지지율(<http://www.rasmussenreports.com>)

독일정당별지지율(<http://www.wahlrecht.de/umfragen/politbarometer.htm>)