

# 글로벌 경제 및 환율 전망

## 원달러 1,300원대 시대, 한국 경제는 어디로 ?



CONTENTS

<b>01/</b>	부채 사이클의 균열, 국면 전환 시작	03
<b>02/</b>	구조적으로 불리한 한국 경제와 원화	09
<b>03/</b>	통화정책 디커플링과 강달러	21
<b>04/</b>	향후 전망과 위험 요인	31

---

# 01

## 부채 싸이클의 균열, 국면 전환 시작

미국 민간부채 축소/중앙은행 유동성, 중국 부채, 코로나19 싸이클이 동반 반전

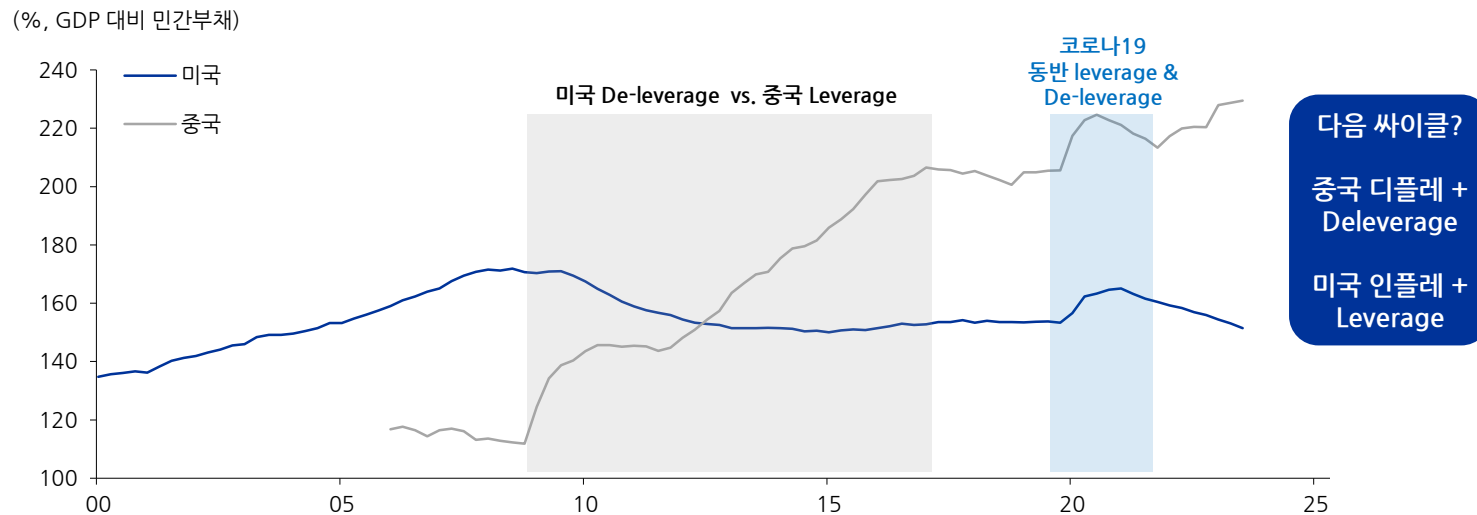
미/중 간 물가 차이, 금리 차이, 환율 차이 고착화될 가능성

# 판이 바뀌고 있다

## 2008년 이후 미국 De-Leverage, 중국 Leverage 사이클 진행 → 이후 반전

- 2008년 미국 서브프라임 위기, 즉 글로벌 금융위기 이후 미국 민간 부채 비율(GDP 대비)은 코로나19 직전까지 하락함.
- 미국의 민간부채 축소(De-Leverage) 국면은 자금 수요 감소 및 저성장/저금리의 배경이었음.
- 대신 미국 연준 등 중앙은행의 유동성에 힘입어 미국 주택가격과 주식시장 Valuation, 즉 자산 사이클 상승 요인으로 작용함.
- 특히, 미국 부채 축소 국면을 상쇄해준 것은 중국 부채 사이클 (Leverage) 또는 신용 사이클(Credit Cycle)이었음.
- 코로나19를 계기로, 다시 늘어난 중국 부채 사이클은 한계에 봉착함. 2020년대 미국과 중국 부채 사이클은 서로 반대로 움직일 가능성

### 2008년 글로벌 금융위기 이후 처음으로 미국과 중국이 동시에 De-Leverage 국면



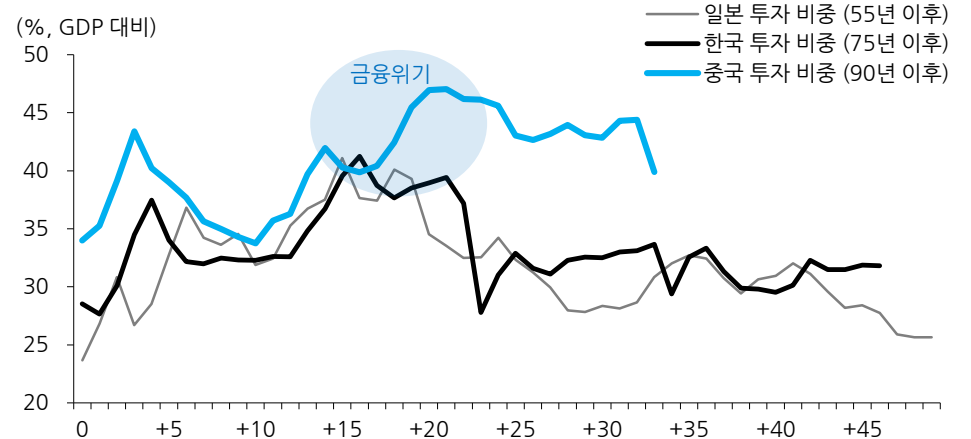
자료: BIS, Refinitiv, 유진투자증권

# 중국의 부양 의지가 약할 수밖에 없는 이유

## 경기 부양을 안 하는 것이 아니라, 못하는 것일 수도

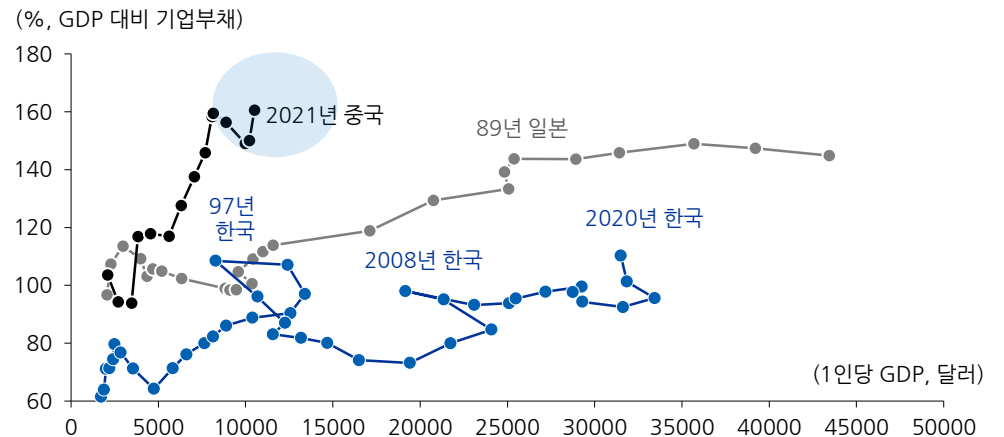
- 내수의 고통스러운 부진에도, 중국 부양 규모가 미미한 이유는 더 이상 부채중심 성장을 하기 어렵기 때문임.
- 유사한 성장 단계를 거쳤던 한국/일본에 비해 투자 비중이 여전히 매우 높음. 경제 수준에 비해 기업부채 규모도 너무 높음.
- 부동산에 의존한 성장은 한계에 도달함. 중국 경제의 저성장과 이를 반영한 위안화 약세가 장기화될 가능성이 높음.

## 유사한 성장단계를 거쳤던 한국/일본에 비해 중국 투자 비중은 여전히 매우 높아



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 중국 기업부채 비율(GDP 대비)은 소득 수준에 비해서도 매우 높아



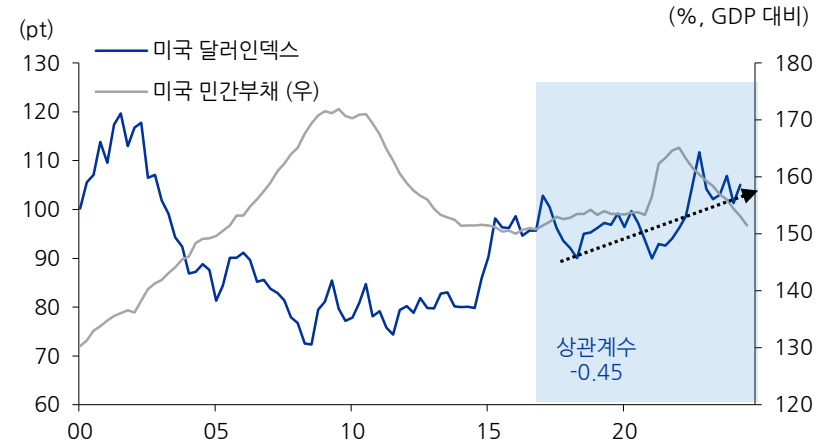
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 미/중 부채 사이클과 통화가치

## 위안화 약세 장기화, 이제는 미국 민간부채 사이클이 관건

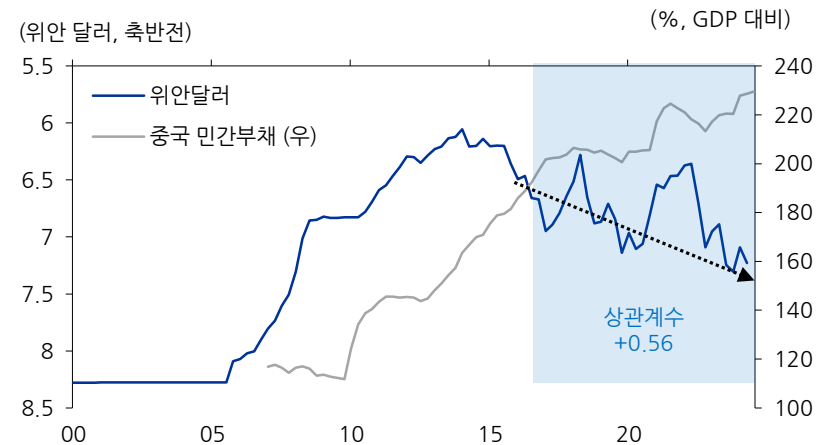
- 미국 민간부채와 미국 달러 간에는 역의 관계가 강함.
- 미국 연준의 금리 인상 기조가 이어지는 동안 미국 민간부채 사이클이 강하게 늘어나기는 어려움. **당분간 미국 달러는 강세 국면을 이어갈 전망.**
- 2015년 이전 중국 부채가 늘어나는 국면에서 중국 위안화 가치가 상승함. 반면 이후 관계가 반전됨. 최근 위안화 약세는 중국 부채 사이클이 한계에 도달했음을 시사함.

## 미국 민간부채가 아직 축소, 미국 달러 강세 가능성



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 과거 중국 부채 증가 국면에서 위안화 강세, 2015~16년 이후 반전



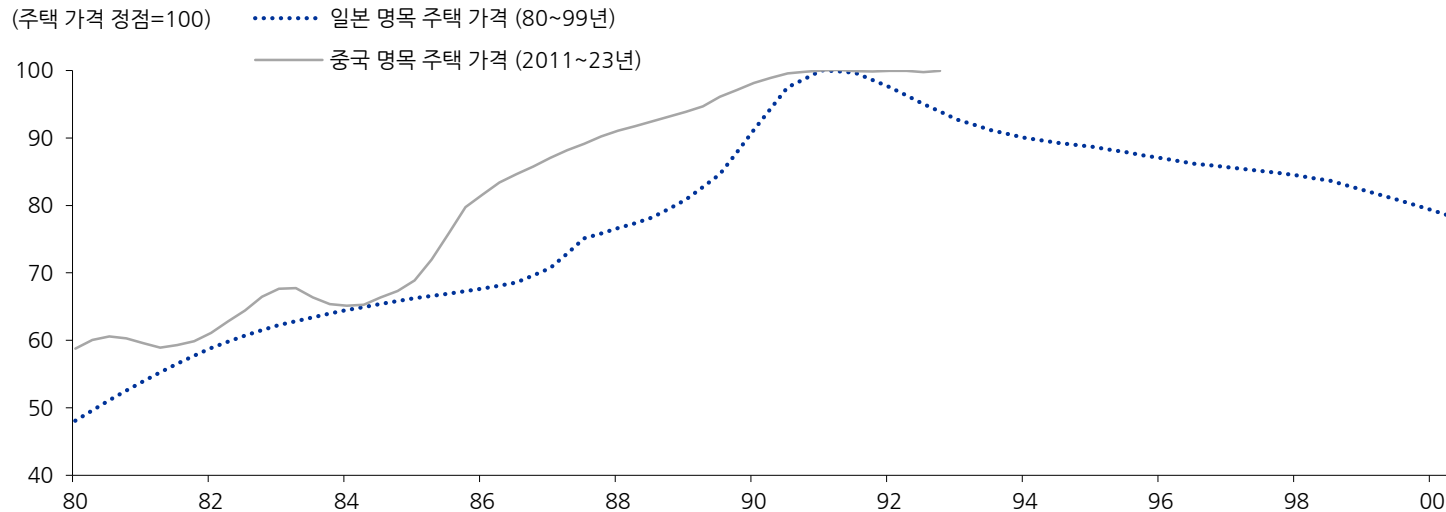
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 일본의 '잃어버린 10년'을 따라가는 중국 주택 가격

## 과거 일본보다 가팔랐던 부동산 가격 하락, 장기 불황의 초입일 가능성

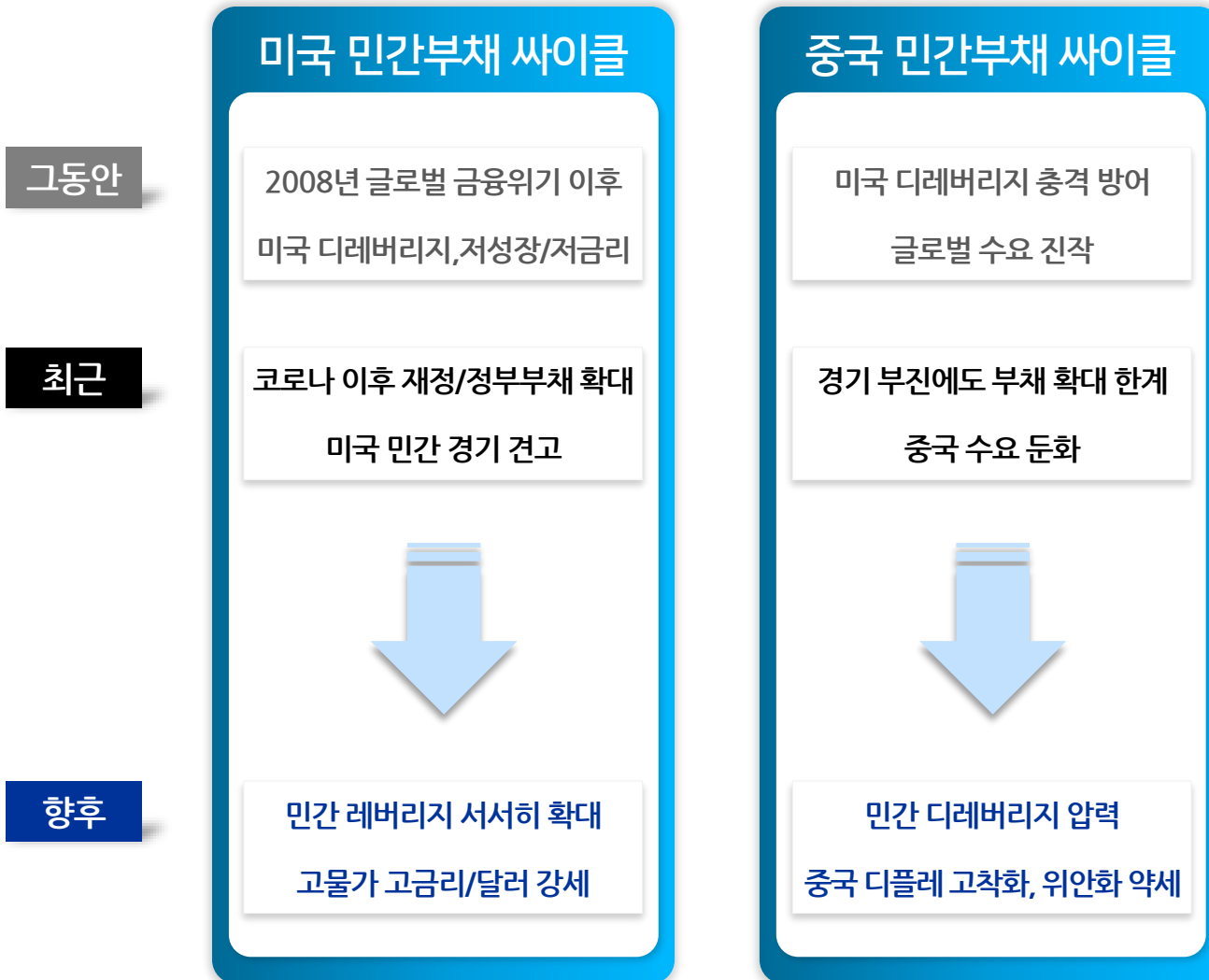
- 지난 10년 동안 중국 주택 가격 상승세는 일본의 80~90년대 주택 가격 상승세와 비교할 수 있음.
- 현재 중국 부동산 시장이 직면한 공급과잉과 부동산 의존도 축소 노력을 감안할 때 중국 주택시장은 일본 사례를 답습할 가능성이 높음.

### 최근 중국 주택 가격 상승세 둔화는 90년대 초 일본과 닮아 있어



자료: OECD, 유진투자증권

# 보다 근본적인 변화, 글로벌 부채 사이클이 반전되는 중





---

# 02

## 구조적으로 불리한 한국 경제와 환율

미국 달러 가치 상승 국면이 영원하지는 않을 듯

그러나 국내 부채 부담, 자본 유출 압력을 감안할 때 원화 가치 수준 변화

# 흔들리는 미국의 민주주의 vs. 미국 달러

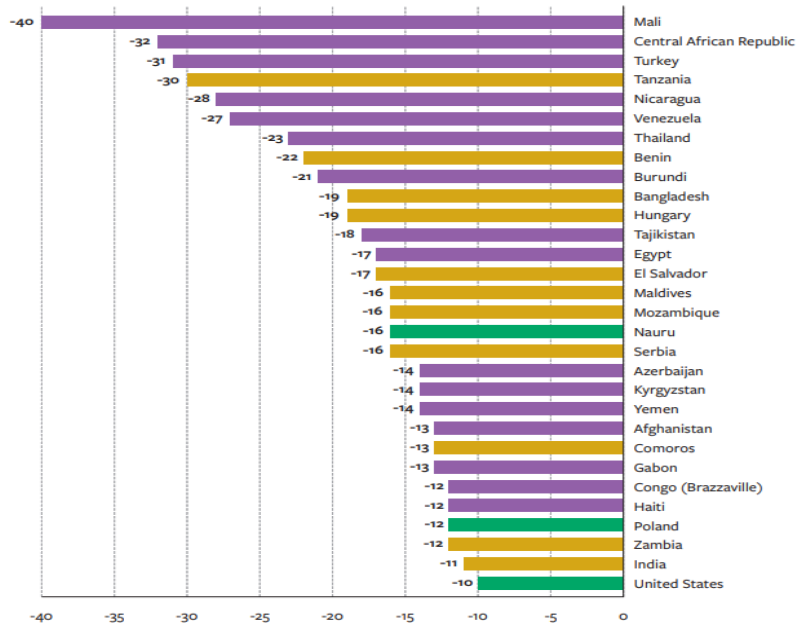
## 민주주의가 흔들릴수록 자본 효율성 후퇴

- 미국 민주주의의 후퇴는 자본의 효율성 측면에서 장기적으로 위험 요인 중 하나라고 판단됨.
- 독재 또는 국가 주도 경제 시스템이 성장 초기에는 효율적이거나, 성장 단계가 높아질수록 반드시 효율적이지는 못함. 민주주의가 약화되면, 미래 성장을 위한 결정이 잘 못될 가능성도 높아짐.

## 최근 10년 동안 미국 민주주의 후퇴

### LARGEST 10-YEAR DECLINES

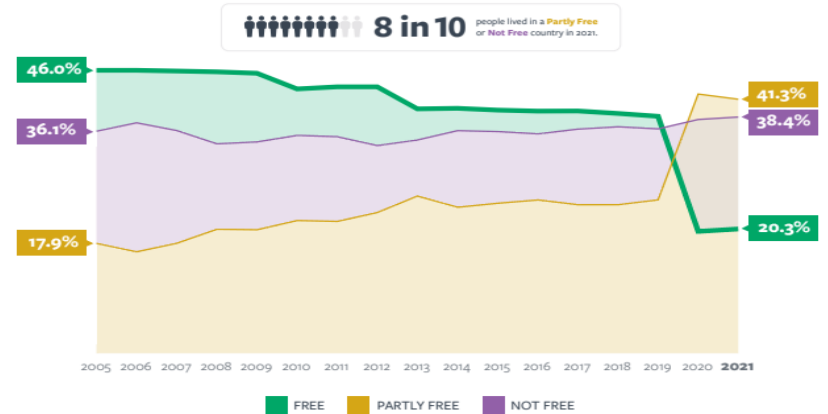
Dramatic declines in freedom have been observed in every region of the world.



자료: Freedom of the World Report 2022

## 2018년 이후 민주주의의 후퇴 본격화

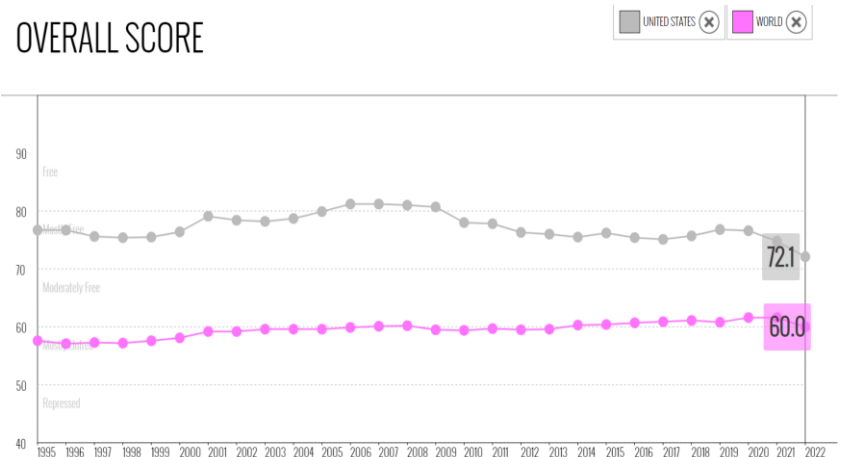
The share of the world's population living in Free environments has fallen as authoritarian practices proliferate.



자료: Freedom of the World Report 2022

## 전반적으로 높지만 후퇴하는 미국의 경제적 자유

### OVERALL SCORE



자료: Index of Economic Freedom

# 세계 경제 블록화, 달러 지배력 예전만 못할 수도

## 미국 달러 의존도 축소 노력 예상

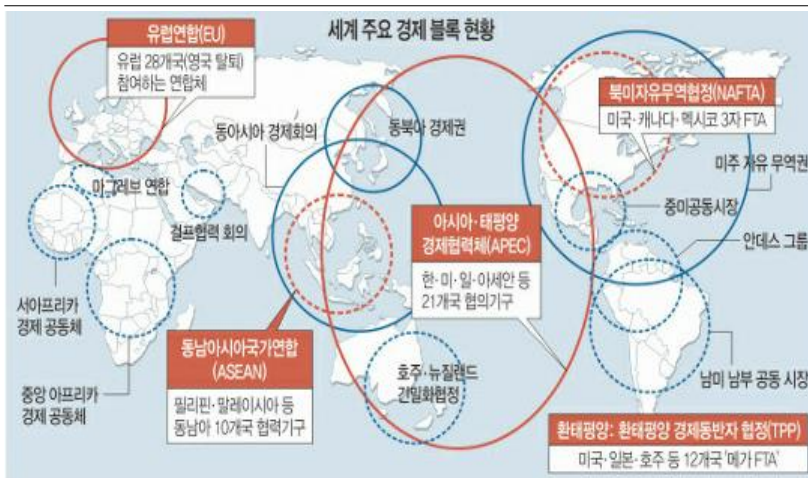
- 미/중 무역분쟁과 러/우 전쟁을 계기로 지역주의, 경제 블록화는 더욱 가속화될 전망이다.
- 경제 블록 내에서 거래가 늘어날수록 미국 달러 의존도는 다소 약해질 것으로 예상됨. 예컨대 중국 인민은행이 미국 결제시스템 SWIFT의 대항마로 만든 CIPS(Cross border Interbank Payment System) 또는 가상화폐 등에 대한 수요가 늘어날 것으로 예상.
- 2020년 중국-러시아 간 거래에서 위안화 비중은 6.3%에 불과함. 그러나 궁극적으로 늘어날 것으로 예상.

## 미국 SWIFT vs. 중국 CIPS

	SWIFT	CIPS
기능	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 1977년 유럽/북미 주요은행이 가맹해 설립된 은행간 통신 협정(브뤼셀)</li> <li>▪ 금융기관들간 의사소통 목적</li> <li>▪ 자금이동 자체보다 이동을 용이하게 하는 시스템</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 2015년 설립된 역내/역외 위안화 거래 시스템</li> <li>▪ SWIFT 의사소통 시스템을 응용한 자금 이동</li> </ul>
목적	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 은행간 의사소통의 표준화</li> <li>▪ 효율성과 비용 절감</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 위안화 거래의 효율성과 비용 절감</li> </ul>
참가자	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 200개 이상 국가,</li> <li>▪ 11,000개 참가자</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 103개 국가,</li> <li>▪ 1300여개 참가자</li> </ul>

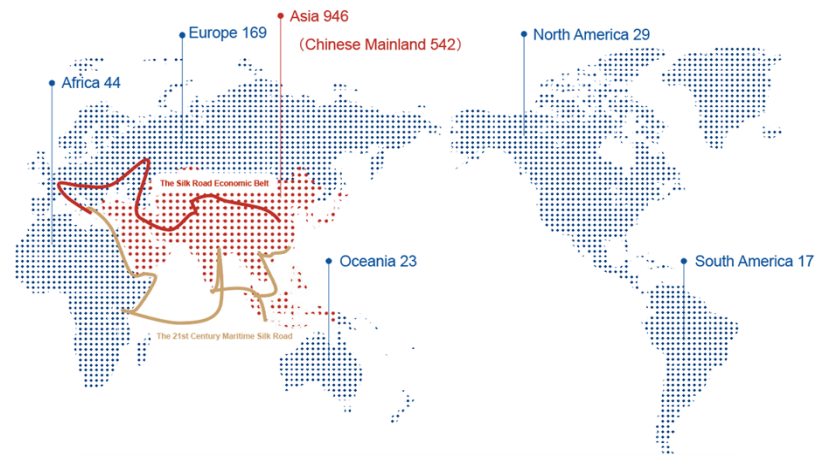
자료: Lawfare

## 세계 경제 블록화 현상



자료: Google Image

## 중국 CIPS, 22/3월 기준, 76개 직접 참가자와 1228개 간접 참가자가 참여



자료: CIPS.com.cn

# 그러나 불안을 먹고 사는 미국 달러

## 침체 때마다 불안할 때마다 강한 미국 달러

- 달러인덱스가 20년래 최고지만, 달러의 고공행진을 막을 요인을 찾기 어려움.
- 80년대 이후 미국 경기 침체 국면에서 미국 달러가치는 늘 상승했음.
- 반면 원화 가치는 미국 경기 침체 국면에서 항상 약했음.
- 원화가치는 자체 위기였던 IMF 외환위기 당시 90% 가치가 하락했음. 그외 미국 경기 침체 또는 중국 위기 국면에서 평균적으로 30~40% 가치가 하락함.

		침체 전	침체 국면 정점	원달러 변동 (원)	원달러 변동 (%)
IMF 외환위기	1997.8~1998.1	889	1695	806	90.7
미국 경기침체	2001.3~2001.10	1105	1304	199	18.0
미국 경기침체	2007.12~2009.5	903	1570	667	73.9
중국 위기	2014.9~2016.3	1013	1229	216	21.3
코로나19 침체	2020.2~2020.3	1073	1190	117	10.9
긴축, 러우전쟁	2021.1~22.10	1085	1433	346	31.9

## 침체 때마다 미국 달러는 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 미국 경기침체 국면에서 원화가치는 급락



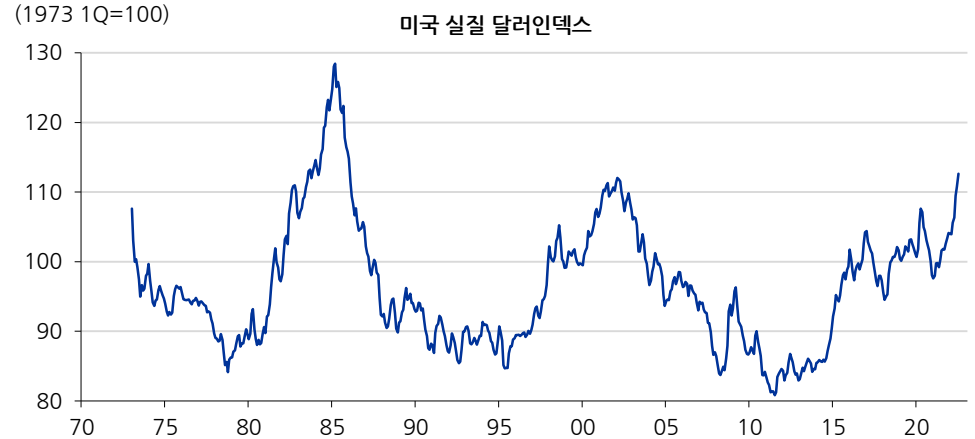
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 지금보다 더 비싼적이 별로 없는 미국 달러

## 미국의 경쟁력과 미국 달러

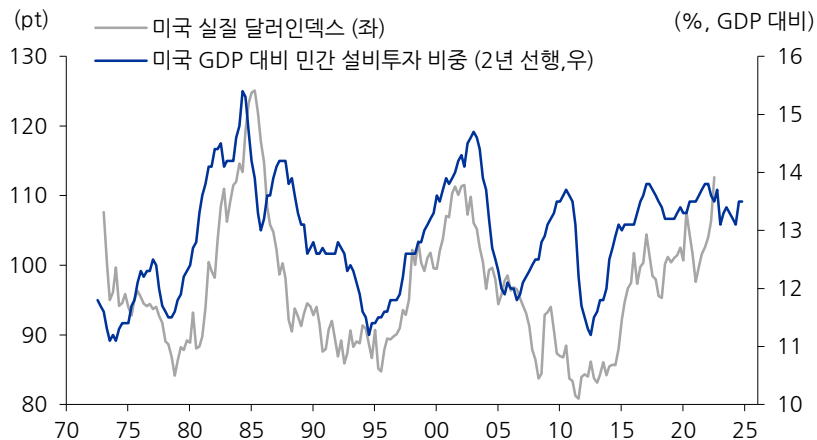
- 미국 달러의 중장기적인 추세를 결정하는 요인은 금리 차, 통화정책 차이보다 **미국의 투자 확대 및 R&D**라고 판단됨.
- 즉 미국 기업 또는 미국 경제의 경쟁력이 미국 달러 강세 요인이라고 판단됨.
- **실질 실효 기준으로 미국 달러가 지금보다 더 고평가 또는 비싼 경우는 80년대 중반 밖에는 없음.** 달러 강세는 반전 될 것으로 보이지만, 급격한 하락이 아닐 가능성이 높음.

## 실질 실효 기준 미국 달러, 지금보다 더 비싼 적은 80년대 중반 밖에 없어



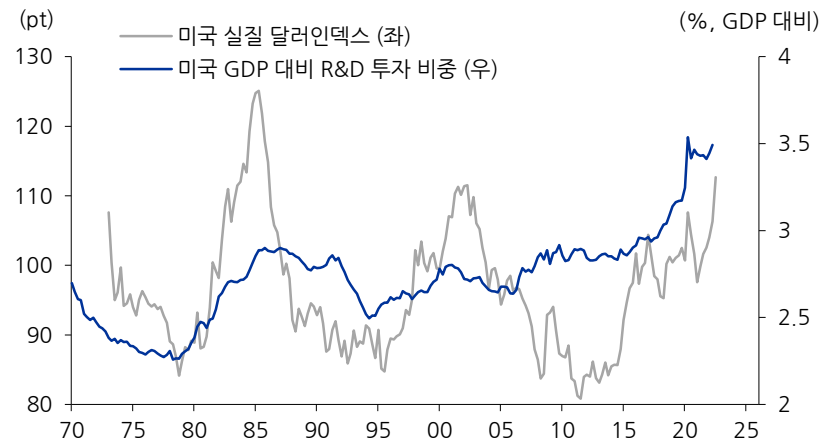
자료: FRB(1994년까지), 이후 BIS, 유진투자증권

## 미국 투자 확대 이후 미국 달러 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 미국 R&D 투자 확대 국면에서 미국 달러 강세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 국내 경제의 구조적 문제, 1) 높은 에너지 의존도와 지정학적 위험

## 러/우 전쟁 이후 위협받는 에너지 안보

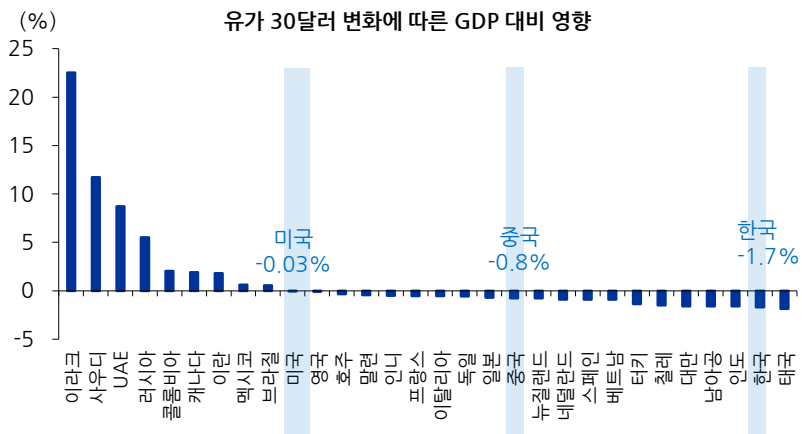
- 유가 상승이 GDP에 미치는 영향을 살펴보면, 주요 국가들 가운데 한국이 가장 부정적(유가 30달러 상승, GDP -1.7%p 감소 효과 예상). 한국의 대외 에너지 의존도는 국내 무역수지 악화로 이어질 가능성이 높음.
- 원자재 수입국이지만, 중국 무역수지는 견고. 중국의 러시아 에너지 수입 지속.
- 2022~23년 에너지 부담 차이로 인해 한국 원화가 중국 위안화에 비해 약세를 보였음. 2024년 들어 무역수지 차이는 축소됨.

## 2022년 러/우 전쟁 이후 달라진 원달러 범위



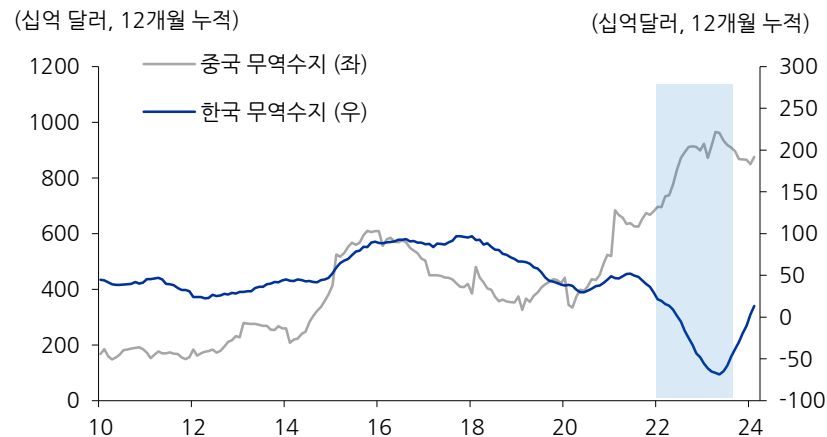
자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 에너지 의존도와 지정학적 위험



자료: BP, Refinitiv, 유진투자증권

## 러우 전쟁 이후 중국/한국간 무역흑자 추세 달라져



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 2) 부채 문제에 직면

### 가파른 부채 증가 속도와 긴축 속도

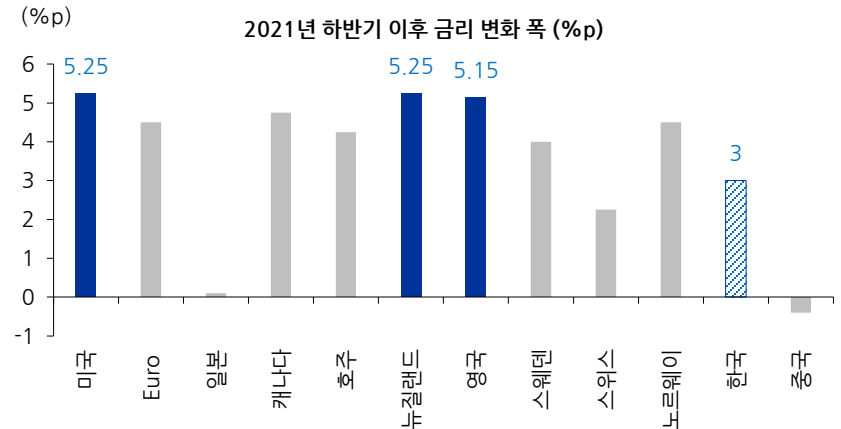
- 부채 문제가 어제 오늘의 일은 아님. 그러나 코로나19 이후 한국 가계부채가 늘어나는 속도는 주요국에 비해 매우 빨랐음.
- 2019년 4분기에 비해 GDP 대비 가계부채 비율은 +6.5%p 증가함.
- GDP 대비 기업부채 비율로는 한국 부담이 가장 가파르게 높아졌음(+22.7%p).
- 2021년 하반기 이후 주요국 중앙은행들의 금리인상 폭은 한국보다 높지만, 국내 가계/기업 부채 증가 속도가 가팔랐음.

#### 코로나19 이후 국내 가계부채/기업부채 증가 속도 매우 가팔라

	GDP 대비 가계부채 (%)	코로나19 이후 변화 폭 (%p)	GDP 대비 기업부채 (%)	코로나19 이후 변화 폭 (%p)
미국	73.1	-2	78.4	0.2
영국	80.6	-5.1	64.3	-7
독일	52.8	-0.6	70.8	2.3
이탈리아	39	-2.1	63.8	-4.5
스페인	48	-8.8	83.2	-9.6
일본	66.2	3.6	115	13.2
중국	62.4	6.9	167.1	17
G20	61	-1	95	0.5
<b>한국</b>	<b>101.5</b>	<b>6.5</b>	<b>124</b>	<b>22.7</b>

주: 최근 데이터는 2023년 3Q, 자료: BIS, Refinitiv, 유진투자증권

#### 주요국들 가운데 뉴질랜드/미국 다음으로 금리 인상 폭 가팔라



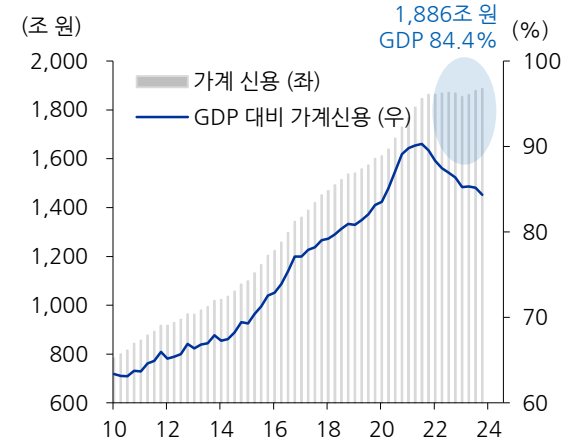
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 국내 가계 부채 증가세 둔화, 그러나 더더

## 민간 소비 개선 난항, 상대적으로 기업 여건은 양호

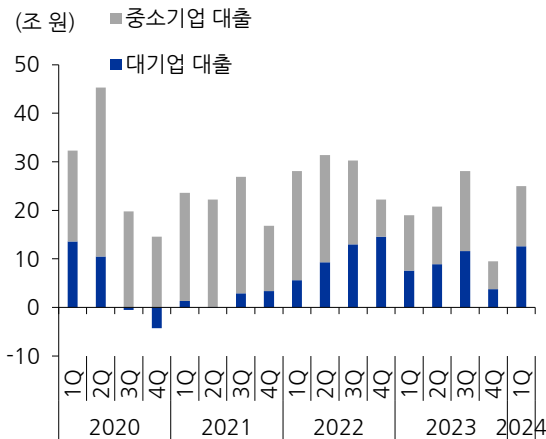
- 기업 대출은 크게 얼어붙지 않고 있음. 반면 2022년 들어 가계 신규 가계대출은 감소국면임.
- GDP 대비 가계신용 비율은 2021년 하반기 이후 하락하기 시작함(가계신용 1,886조 원, GDP 대비 84.4%).
- 22년 대비 23년은 나아지긴 했지만, 기업들의 금융시장을 통한 직접 자금조달도 얼어붙음.

## 국내 가계부채 증가세 둔화 국면



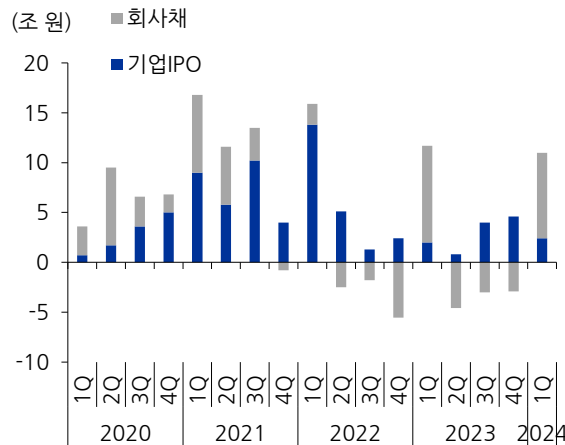
자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 기업대출은 꾸준히 지속



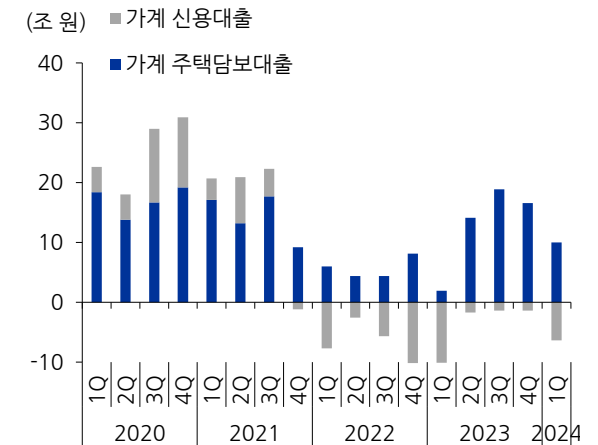
자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 금융시장을 통한 자본조달은 22년 이후 둔화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 2023년 주택담보대출 소폭 증가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

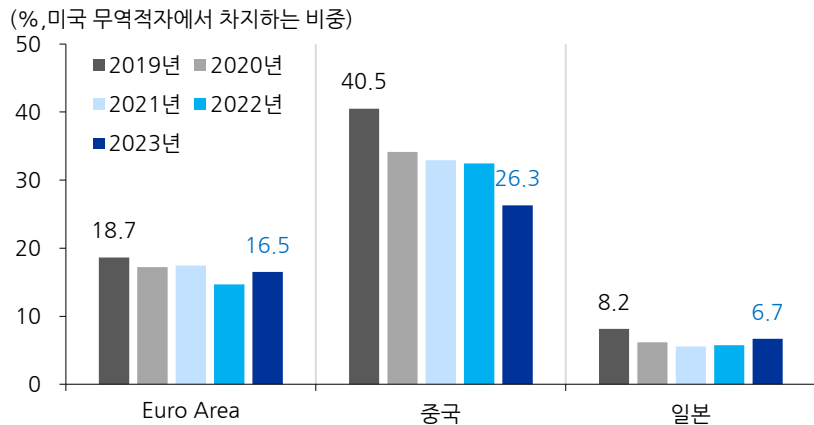


# 3) 현실화되고 있는 미국 Reshoring

## 미국 공급망 전환 가팔라지고 있어

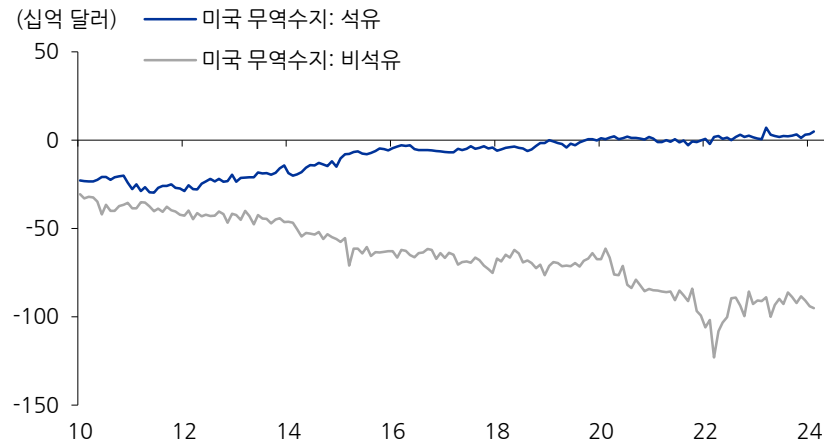
- 미국과의 교역에서 돈을 많이 벌던 중국, 유로, 일본의 지위가 예전만 못함.
- 미국 무역적자는 지속되고 있으나, 석유 제품 무역수지는 2020년 이후 흑자로 돌아섰음. 현재와 같은 에너지 위기 국면에서 유리함.
- 코로나19 이전 만해도 중국은 미국 무역적자에서 40.5%를 차지했으나, 2023년 26.3%로 감소함. 유럽과 일본도 마찬가지임.
- 반면 한국/대만/인도/베트남 등 아시아/동남아 국가들이 미국과의 교역에서 돈을 많이 벌기 시작함. 베트남의 미국 무역적자에서 차지하는 비중은 2019년 6.6%에서 2023년 9.8%로 상승.

### 미국 무역적자에서 중국/유로/일본 지역 비중 빠르게 감소



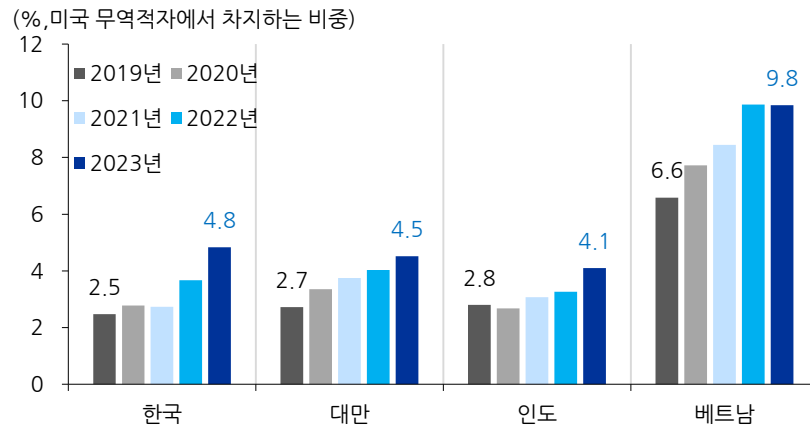
자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 미국 석유제품 무역수지는 2020년 이후 흑자



자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 반면 대만/인도/베트남 등 동남아 비중 빠르게 확대



자료: Refinitiv, 유진투자증권

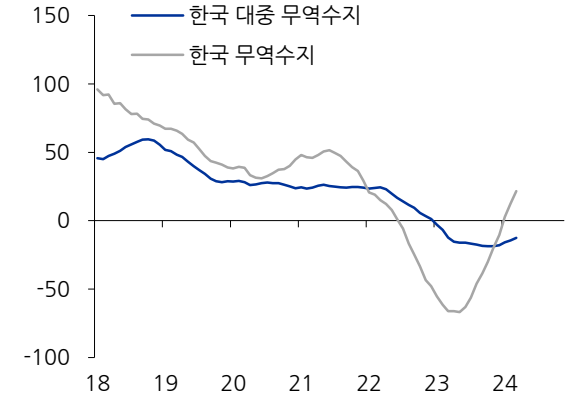
# G2에 끼어있는 국내 수출 산업

## 중국 중간재 수입을 줄이는 것은 쉽지 않을 전망

- 한국의 대중 수출 비중은 20% 하회함(12개월 누적 기준 19.6%, 코로나19 직전 27.2%).
- 한국의 대중 수입 비중은 2019년말 19.7% → 24/3월 현재 22.3%로 상승함.
- 한국의 대중 수출(12개월 누적 24/3월 1,261억 달러)은 코로나19 직전보다 감소함. 반면 대중 수입은 코로나19 직전보다 크게 늘어남(12개월 누적 24/3월 1,387억 달러).
- 중국 제품의 Value Chain 이 개선됨. 한국의 대중 제품, 중간재에 대한 의존도가 높아짐.

## 2023년 이후 한국은 대중 무역적자, 최근 축소

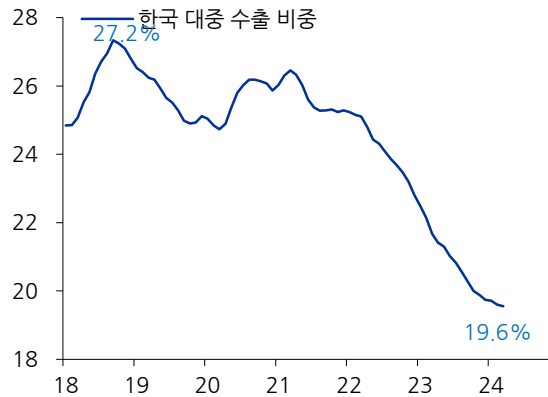
(십억 달러, 12개월 누적)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 한국의 대중 수출 비중은 이제 20% 하회

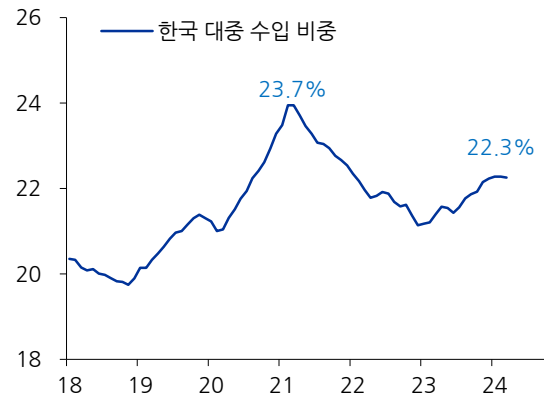
(%, 12개월 누적)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 대중 수입 비중은 여전히 22%대

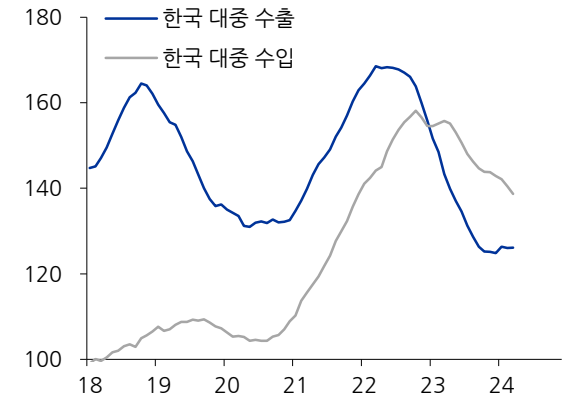
(%, 12개월 누적)



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 코로나19 이후 한국의 대중 수출 감소

(십억 달러, 12개월 누적)



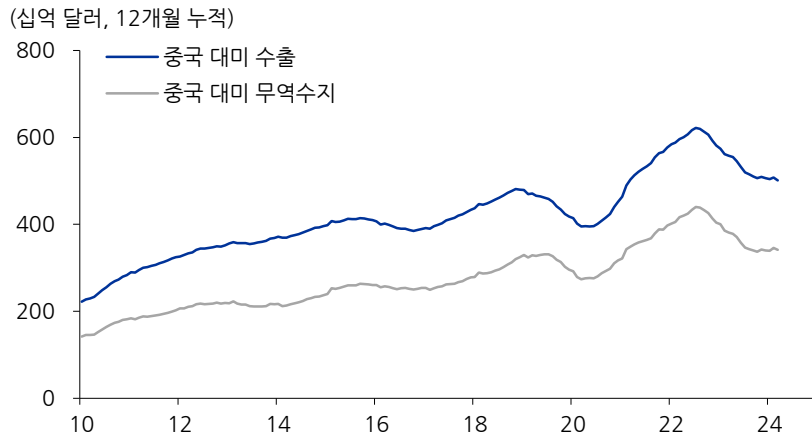
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 장기적으로 원화 가치에는 부정적

## 중국 의존도 축소 과정에서 혼란 예상, 국내 직접투자 자금 유출 지속

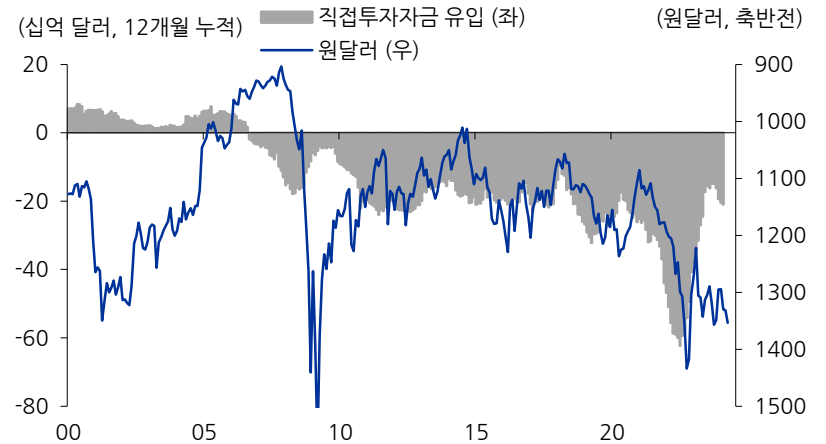
- 코로나19 이후에도 증가일로였던 중국의 대미 수출과 무역수지에 점차 부담이 높아질 것으로 예상. 이는 위안화 가치에 부담이 될 것으로 전망.
- 국내 기업들은 미국 인플레이션 절감 법안을 계기로, 해외 투자를 지속할 수밖에 없음. 직접투자 자금 유출은 원화 약세 요인임.
- 친환경 제품의 대미 수출을 위해서는 관련 대중 중간재 및 소재 수입을 축소해야 함.

### 중국의 대미 수출 감소, 위안화 가치에 부정적



자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 직접투자 자금 유출 지속, 원화 약세 추세는 장기화될 가능성



자료: Refinitiv, 유진투자증권



---

# 03

## 통화정책 디커플링과 강달러

미국 끈덕진 물가 압력 지속

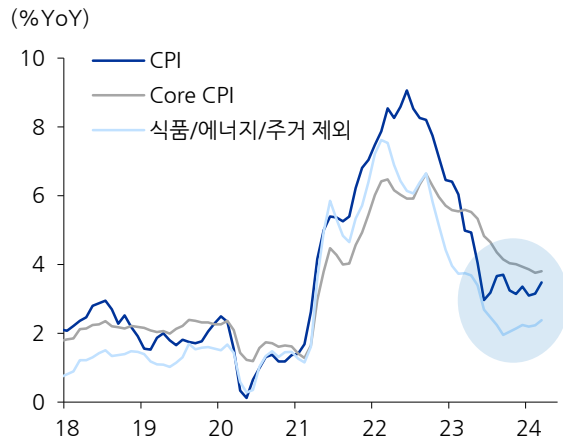
다시 벌어지는 정책 격차, 단기 달러 강세 지지

# 쉽지 않은 라스트 마일

## 인플레 반등 속 약해진 금리 인하 기대

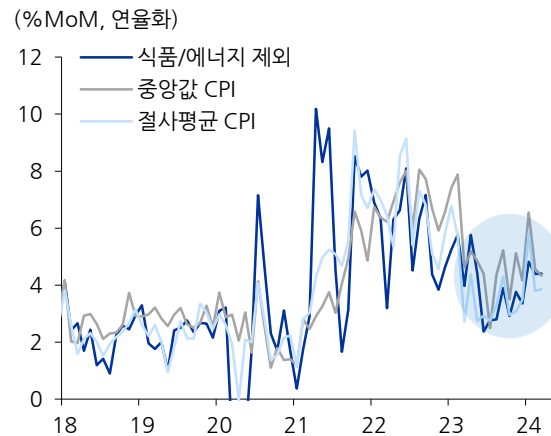
- 미국 인플레이션은 지난해 하반기 빠르게 둔화되면서 금리 인하 기대를 키웠으나, 올해 들어 3개월 연속 시장 예상치를 상회
- 최근 미국 인플레이션 둔화 추세가 정체됨. 특히 서비스 인플레이션이 끈끈한 모습을 보이면서 기초적 인플레이션 압력이 지속
- 기존 연준의 금리 인하의 논거가 경기 악화에 대응하는 것이 아닌 인플레 둔화에 기반함. 인플레 둔화 속도가 정체되면서 자연스레 인하에 대한 기대가 약해질 수밖에 없음

미국 인플레이션 둔화 추세 일시 정지



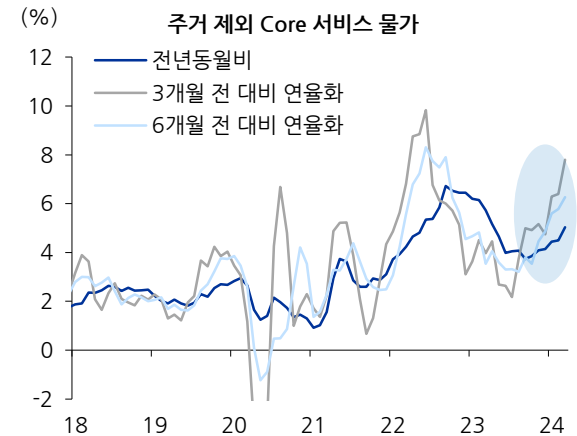
자료: Refinitiv, 유진투자증권

기저 인플레이션 지표 반등 중



자료: Refinitiv, 유진투자증권

다소 우려되는 서비스 인플레이션



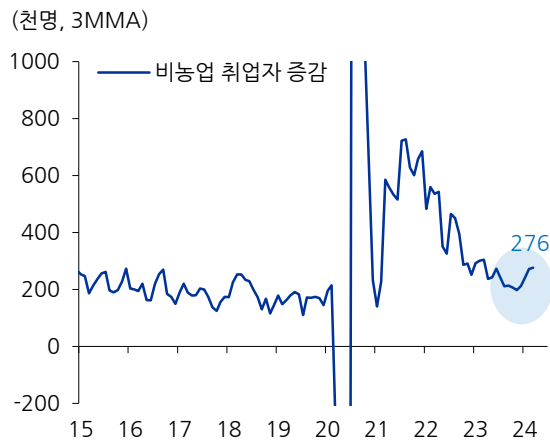
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 여전히 서두를 필요가 없다

## 굳이 인하가 필요하지 않은 고용 상황

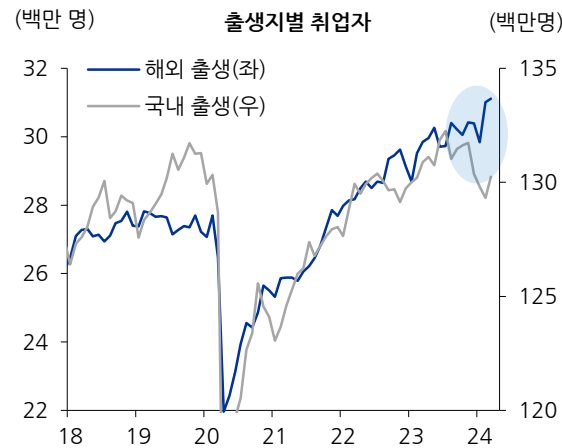
- 고용 상황도 아직까지 견조함. 올해 3월 취업자는 +30.3만 명 증가해 지난해 5월 이후 가장 큰 폭으로 증가함
- 지난해 4분기 이후 취업자 증가세가 오히려 확대되고 있음. 이민자를 중심으로 노동 공급이 빠르게 증가한 영향이 있지만, 기본적으로 노동 수요가 매우 더디게 둔화되고 있음
- 아직까지 실업률은 역사적 저점 수준. 연준은 인플레이션 추이를 더 길게 지켜본 후 금리 인하에 나서도 부담이 없음

최근 취업자 증가세 오히려 확대



자료: Refinitiv, 유진투자증권

해외 출생자 중심 노동 공급이 빠르게 증가



자료: Refinitiv, 유진투자증권

아직 팬데믹 이전보다 노동 수요가 많음



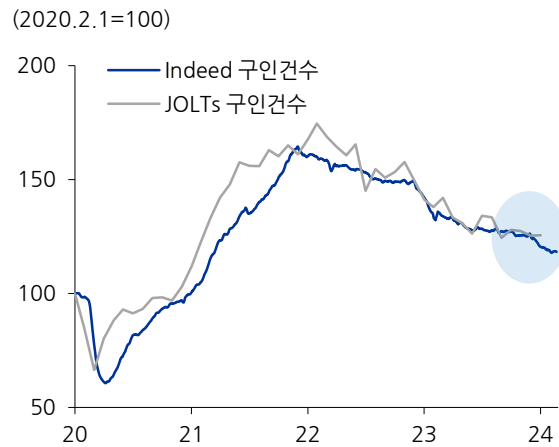
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 고용, 둔화되고 있는 것은 맞다

## 속도가 문제일 뿐 방향성은 둔화

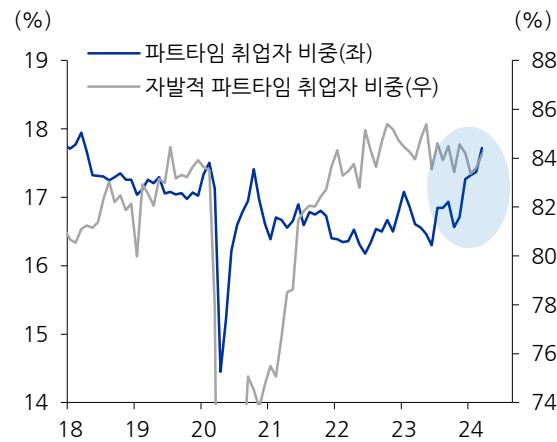
- 하지만 연준이 다시 금리 인상에 나서거나, 인하를 하지 않을 가능성은 아직까지 제한적이라 판단
- 그 이유는 고용 시장이 속도의 문제일 뿐, 둔화되고 있는 것은 맞기 때문. 1) 구인율 및 채용률 감소, 2) 파트타임 취업자 비중 증가, 3) 임금 상승률 둔화 등이 그 예임
- 아직 둔화 속도가 더디지만, 연준의 인하가 지연될수록 하반기 실업률이 점차 상승할 가능성이 높아질 수 있음. 연준도 궁극적으로는 인하에 나설 것으로 예상함

### 구인 수요, 빠르지 않지만 잘 둔화 중



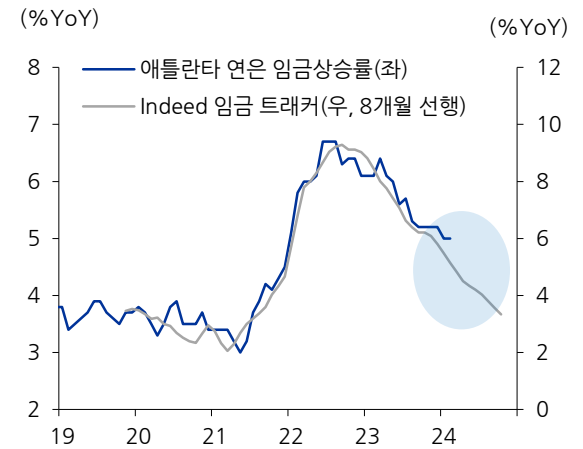
자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 최근 파트 타임 취업자 비중 급등



자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 임금 상승률도 둔화 중



자료: Refinitiv, 유진투자증권

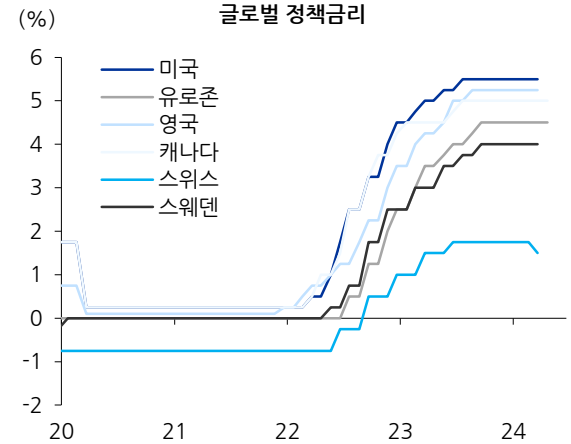


# 통화정책 탈동조화 시작

## 미국 외 국가들은 물가 목표 점차 가시화

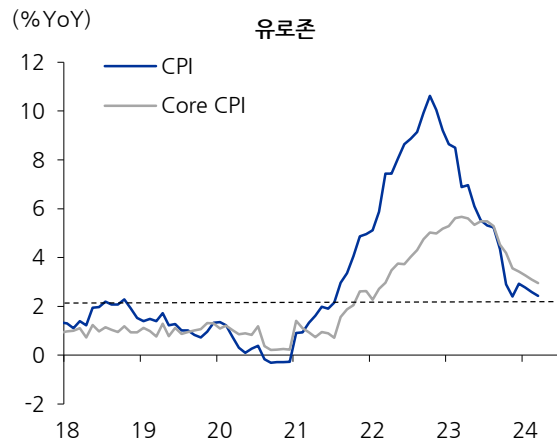
- 금리 인하가 계속 지연되고 있는 미국과 달리 다른 선진국들은 물가 목표 달성이 가시화되면서 금리 인하가 임박
- 유로존 CPI는 +2.4%YoY 까지 둔화되었으며 Core CPI도 2%대에 진입. 미국처럼 인플레이션 둔화가 정체되지 않음
- 올해 3월 스위스가 주요 선진국 중 처음으로 금리 인하를 시작한 데 이어, 올해 여름부터 유로존, 캐나다, 영국 등 주요국들은 일제히 금리 인하에 나설 것으로 예상
- 이전과 달리 하반기 글로벌 통화정책은 탈동조화가 시작될 전망

## 금리 인하 선두주자가 된 스위스



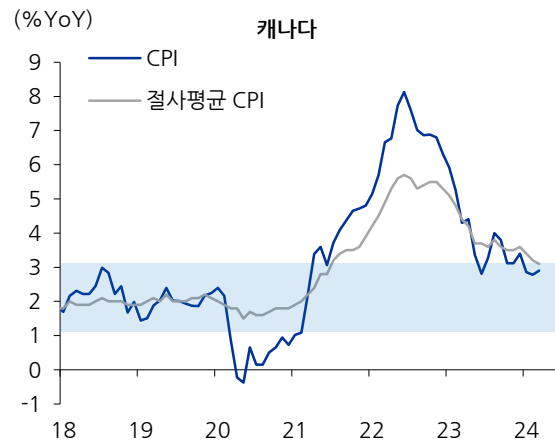
자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 유로존 인플레이션 목표치 근접 중



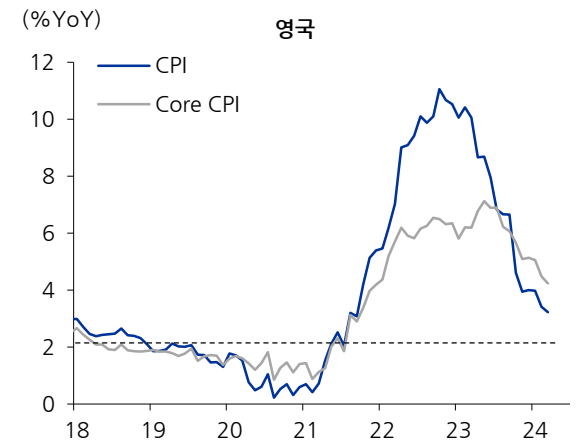
자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 캐나다도 목표 범위 내 진입



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 영국, 괴리는 있지만 빠르게 둔화 중



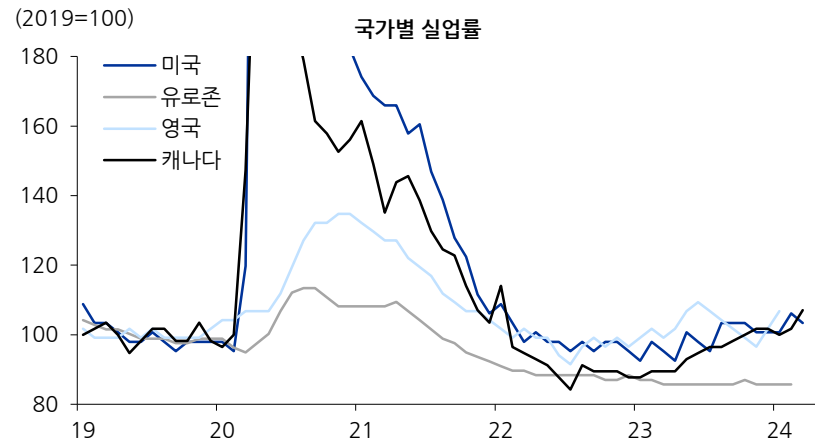
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 미국과 유로존의 차이점

## 성장률의 차이가 디스인플레이 속도 차이로 귀결

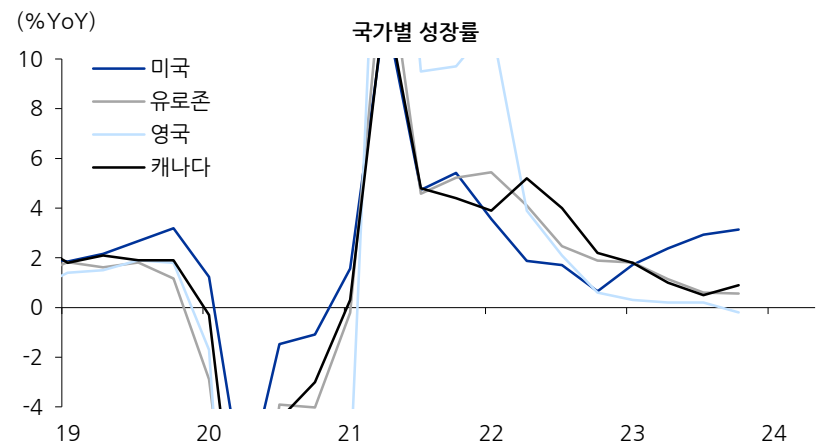
- 현재 미국과 비미국 간의 경제 상황을 보면 고용 상황이 양호하게 유지되고 있는 것은 유사함
- 오히려 미국의 실업률이 약간 상승한 반면 유로존은 역대 최저치를 이어가고 있음.
- 그러나 인플레이 둔화는 미국보다 빠르게 진행됨. 결국 미국과 비미국간의 차이는 성장률에서 나타남.
- 파월 의장은 높은 성장이 인플레이션 둔화에 장애물이 되지 않는다고 보고 있으나, 미국이 추세보다 높은 3% 내외의 성장을 지속하는 상황에서 인플레이션이 빠르게 진정되기는 어려울 전망

### 고용 상황은 대체로 비슷



자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 두드러지는 미국의 성장세



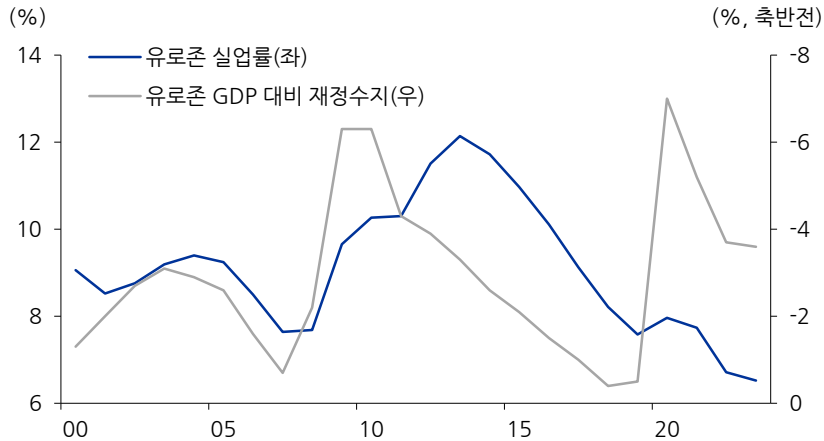
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 아직 끝나지 않은 돈 풀기(?)

## 미국 재정적자가 성장을 뒷받침

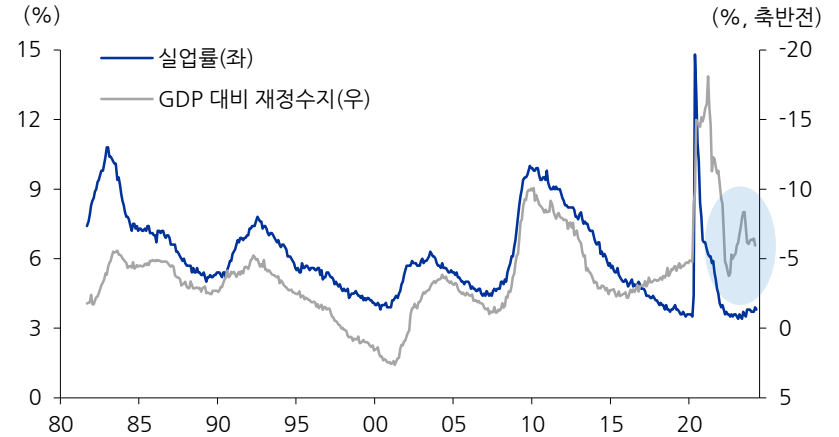
- 미국 경제가 여전히 견고한 배경에는 막대한 재정적자가 있음. 미국 재정적자는 최근 둔화됨. 그러나 미국 경제가 완전 고용 상태에 있는 것에 여전히 비해 과도함
- 유로존도 과거 대비 재정적자가 확대. 그러나 미국과 달리 에너지 위기에 대응했다는 성격이 강하며 상대적으로 엄격한 재정 규율 탓에 적자 비율은 미국보다 훨씬 낮음
- 미국 정부지출의 성장 기여도는 2022년 하반기부터 다시 (+) 전환되어 평균 +0.68%p를 기록. 이는 2015-2019년 평균 +0.41%p 보다도 높음

## 유럽도 재정확대, 그러나 미국 대비 훨씬 양호



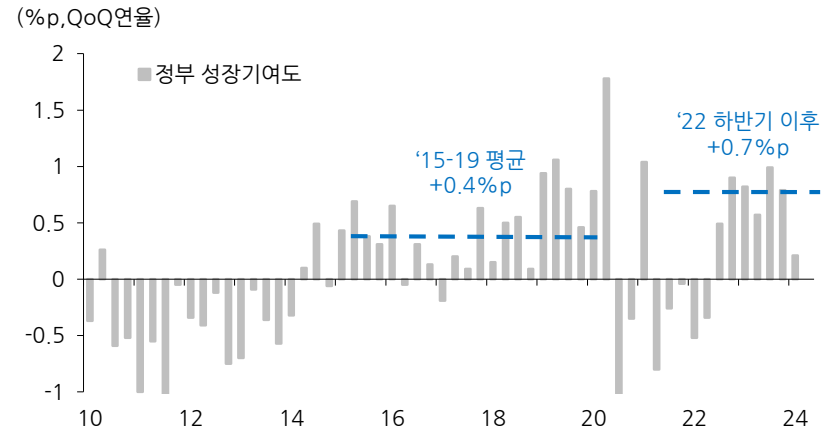
자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 완전 고용 상태에 비해 과도한 미국 재정적자



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 미국 정부의 성장 기여도는 한 단계 올라서



자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 통화정책 디커플링, 달러 우위 국면

## 다시 벌어지는 정책 격차로 달러 강세

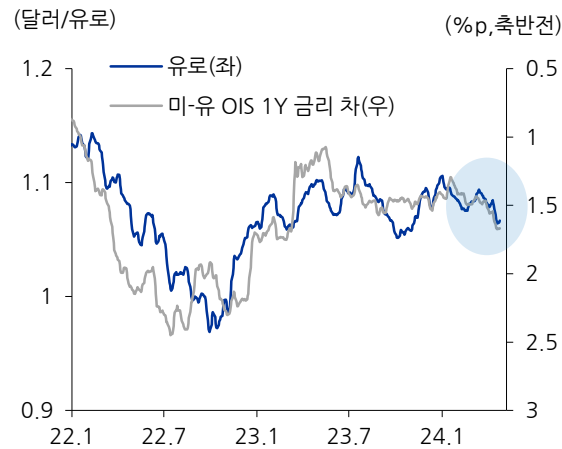
- 결국 디스인플레이션 정체 및 견고한 성장세로 미국의 금리 인하는 연말까지 지연될 가능성이 높아짐
- 2022년 하반기 이후 좁혀진 미국과 그 외 국가 간의 통화정책 격차가 다시 확대될 전망
- 당분간 미국 금리의 상방 압력과 정책 격차 확대로 달러 우위 국면이 전개될 것으로 예상

다시 전고점 향해 가는 미국 금리



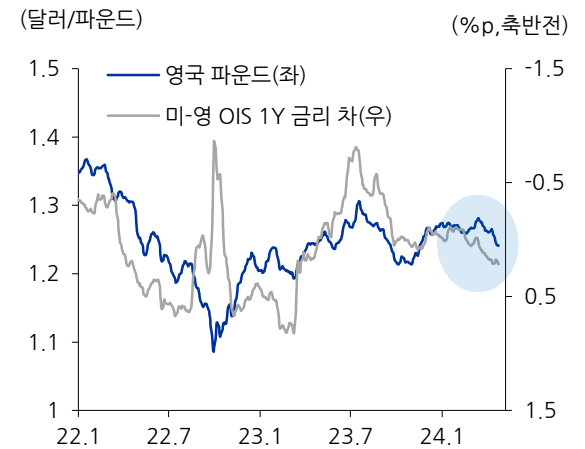
자료: Refinitiv, 유진투자증권

미-유로존 정책 격차 확대, 유로화 약세 압력



자료: Refinitiv, 유진투자증권

파운드화도 약세 압력 확대



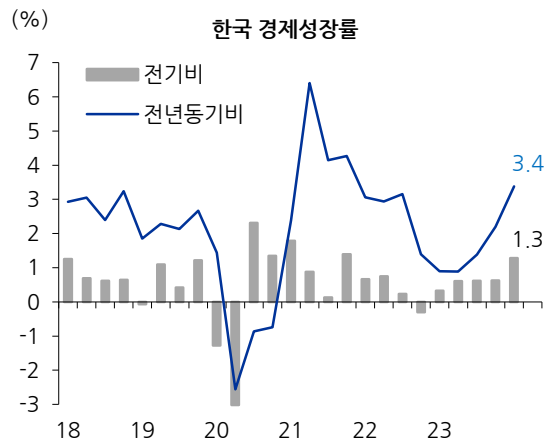
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 한은은 잠시 숨을 고를 듯

## 1분기 성장률 서프라이즈, 빠른 인하 논거 약해져

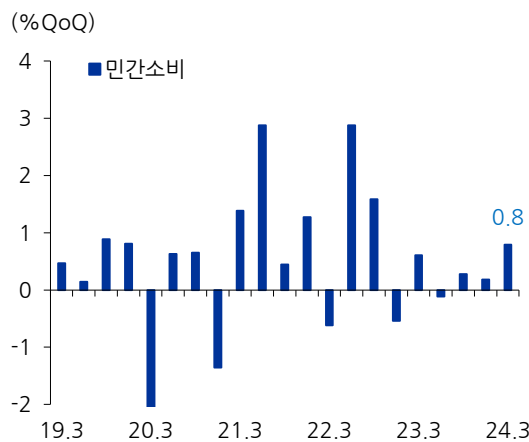
- 한국 1분기 성장률은 +1.3%qoq, +3.4%yoy로 서프라이즈를 기록. 한은의 기존 연간 성장률 전망치 +2.1%가 대폭 상향될 전망.
- 고금리 여파에 그동안 부진했던 민간소비가 2022년 3분기 이후 가장 높은 증가율을 기록. 그동안 내수 부진에 기반하던 한은의 금리 인하 논거가 다소 약해짐.
- 근원 물가는 꾸준히 둔화되고 있으나, 최근 농수산물 가격과 유가 상승에 헤드라인 물가 둔화가 더딤. **한은 금리 인하가 4분기까지 지연될 가능성이 높아졌음.**

한국 1분기 GDP +1.3%qoq 서프라이즈



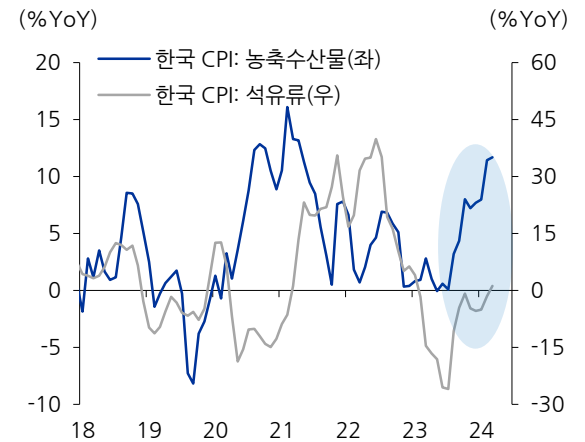
자료: Refinitiv, 유진투자증권

민간소비 증가율 6분기 만의 최고치



자료: Refinitiv, 유진투자증권

유가와 농수산물 가격 상승폭 확대



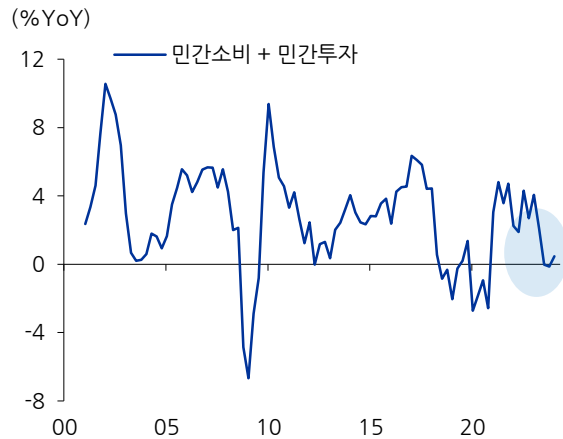
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 내수 불확실성은 남아있어

## 내수 부진에 연내 금리 인하는 불가피

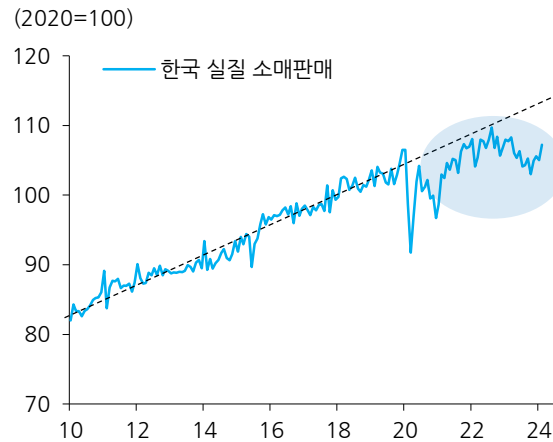
- 그러나 현재 경제 여건 상 내수가 추세적으로 반등한다고 볼 수 있는 환경은 아님
- 한국의 민간소비는 코로나 이후 부진이 장기화되고 있음. 1분기와 같은 소비 회복세가 지속되기 어려우며, 역설적으로 금리 인하가 지연될수록 소비가 다시 악화될 위험도 높아질 전망
- 건설 부문도 올해 초 착공이 약간 반등했으나, 전반적인 여건은 여전히 좋지 않음
- 인플레이와 미국의 인하 시점에 따라 다소 영향을 받을 수는 있으나, 내수 상황을 고려하면 연내 금리 인하 자체는 불가피할 전망

아직 내수 추세적 반등으로 보기는 일러



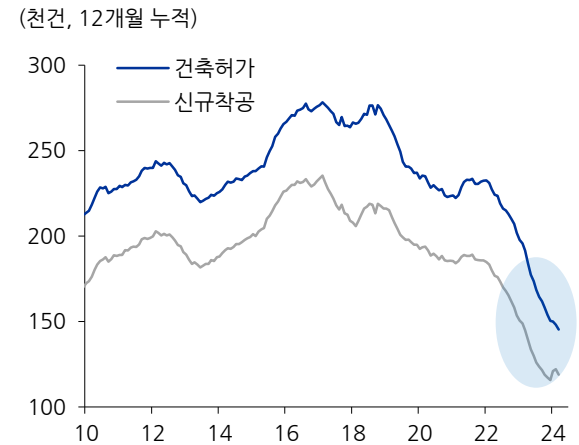
자료: Refinitiv, 유진투자증권

코로나 이후 한국 소비 부진은 장기화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

건설 경기 전반은 여전히 안좋은 상태



자료: Refinitiv, 유진투자증권

---

# 04

## 향후 전망과 위험 요인

무작정 강해지기는 어려운 달러

원달러 1,400원도 아직 부담

중동 불안과 트럼프는 원화 가치에 위험 요인

# 금리 인하 빨라지기 힘들어, 강달러 계속

## 인플레 추세적 둔화 재확인할 시간이 필요

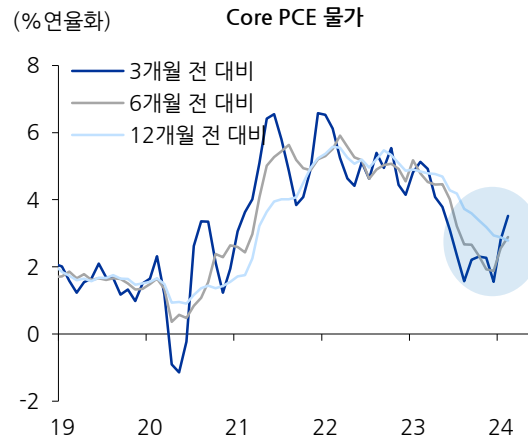
- 지난 1년 여 동안 달러 가치는 미국 시장금리와 매우 밀접하게 연동. 4월 미국채 10년물 금리는 4.6%대로, 달러 인덱스는 106선으로 올라섬.
- 미국 물가 상승률은 올해 들어 3개월 연속 예상치를 상회. 추세적인 둔화를 다시 확인하려면 적어도 3-6개월의 시간이 필요.
- 지난해 Core PCE 물가의 전월비 상승률은 하반기 들어 크게 둔화됨. 올해 하반기 물가상승률이 떨어지기가 만만치 않음.
- 급격한 경기 위축이 없다면 미국의 인하가 빨라지기는 어려운 환경. 인하에 대한 확신이 들기 전까지 달러 강세 압력은 지속될 전망.

금리 상승과 함께 달러 강세 국면 이어질 듯



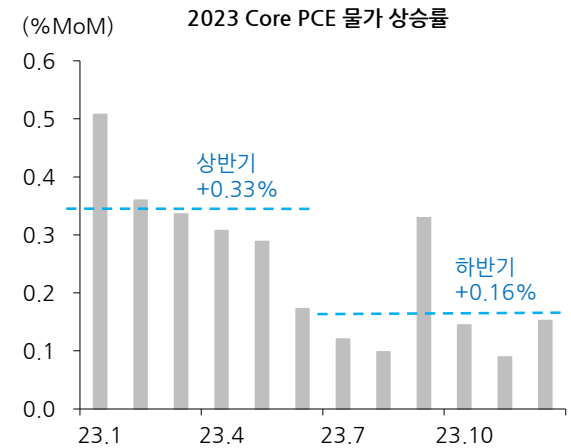
자료: Refinitiv, 유진투자증권

물가 추세적 둔화 재확인에는 시간이 필요



자료: Refinitiv, 유진투자증권

하반기 기저효과에 인플레 크게 둔화되기 어려워



자료: Refinitiv, 유진투자증권

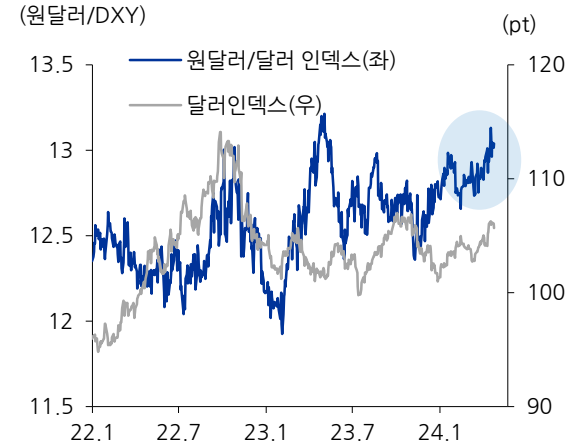


# 약간은 억울한(?) 원화 약세

## 위안화, 엔화 등에 연동되며 약세 심화

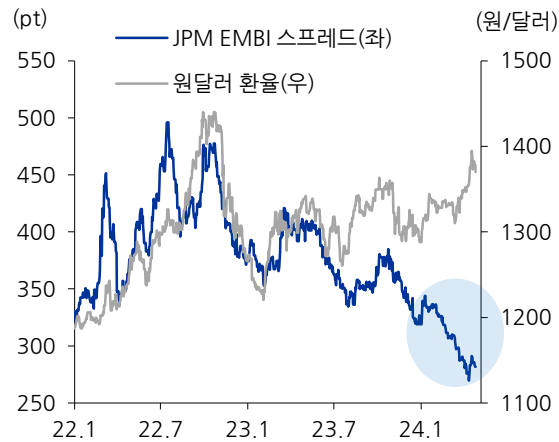
- 최근 원화 약세의 가장 큰 배경은 달러 강세임. 그러나 달러 강세 대비 원화 약세는 더 두드러짐.
- 최근 달러 강세에도 글로벌 위험 선호 심리가 나쁘지 않은 것과 달리 원화는 힘을 쓰지 못하고 있음.
- EMBI 스프레드 축소와 달리 주요국 CDS 프리미엄 중 한국과 중국만 상승. 최근 원화 약세는 위안화와 엔화 등 아시아 통화 전반에 연동되며 약세가 더 심화.

## 달러 강세 대비 더 약했던 원화



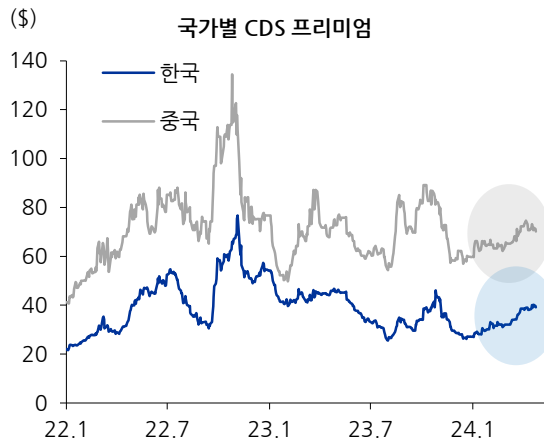
자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 글로벌 위험 선호 심리에 비해 과도한 원화 약세



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 범인은 중국과의 동조화



자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 금리 차이에 위안화 절하 압력 가팔라져



자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 그래도 2022년 보다는 낫다

## 현재 상황 2022년에 비교할 수준 아니야

- 그렇다고 당장 달러가 2022년 10월 수준으로 올라서기에는 어려울 전망. 원달러 환율도 아직 1,400원 중반은 부담임.
- 당시에는 1) 연준 자이언트 스텝 및 미국 침체 우려, 2) 유로존 에너지 위기, 3) 중국 제로 코로나, 4) 한국 레고랜드 사태 및 무역적자 등 대내외 모든 악재가 한꺼번에 겹쳤음.
- 최근 미국 인플레이 둔화가 정체된 것은 사실이나, 고용 시장이 식어가는 것이 맞다면 인플레이 압력도 서서히 완화될 것. 아직까지 금리 인하 기대는 살아있음.
- 금리 인하 기대감이 완전히 사라지거나, 지정학적 불안이 크게 확대되지 않는 이상 달러가 더 가파르게 오를 가능성은 제한적.

대내외 모든 악재가 겹쳤던 2022년 10 - 11월



자료: Refinitiv, 유진투자증권

고용 시장 둔화 중, 인플레이 결국에는 내려갈 것



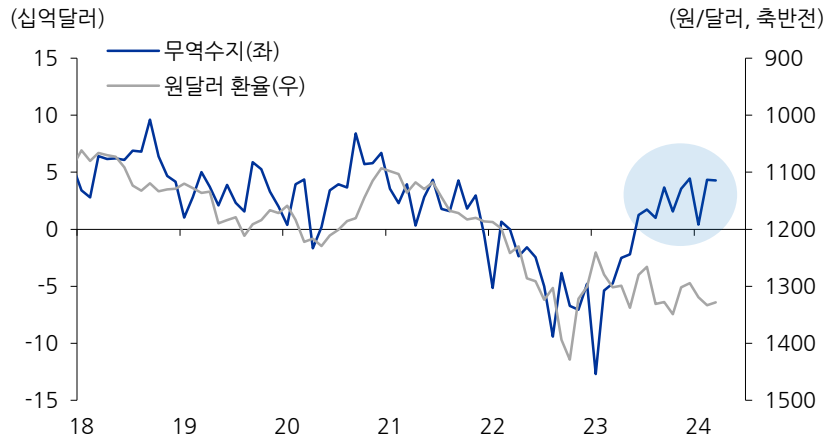
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 원달러도 1,400원대 안착은 부담

## 개선된 펀더멘털과 수급 여건

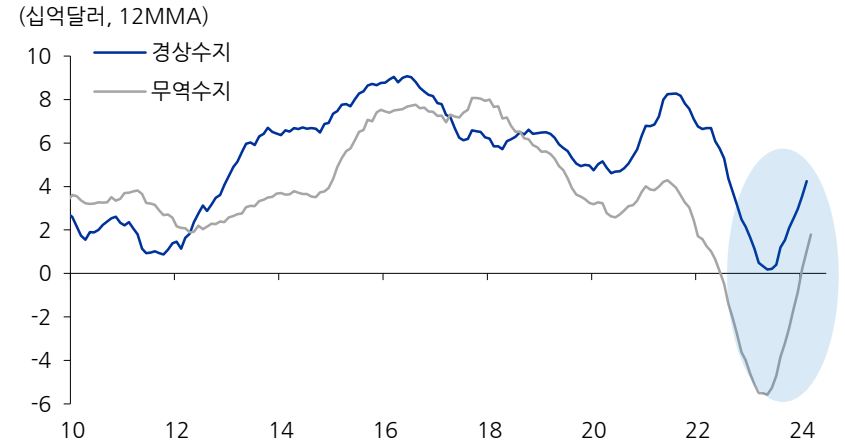
- 한국 무역수지는 2022년 말 100억 달러 내외를 기록했으나, 현재는 10개월 연속 흑자를 기록함. 경상수지 흑자폭도 확대됨.
- 적어도 한국의 펀더멘털만 보면 2022년에 비교할 수준은 아님. 한국 수출이 좋아지는 상황에서 원달러 1,400원 안착은 다소 과도함.
- 1분기 성장률 호조로 2024년 한국 성장률도 2%대 중후반으로 상향될 가능성 커짐. 한은 인하 기대는 약해졌지만, 원화 가치에는 나뉠게 없음

대내외 모든 악재가 겹쳤던 2022년 10 - 11월



자료: Refinitiv, 유진투자증권

무역수지와 경상수지 흑자 규모 꾸준히 확대



자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 자본 유출 위험도 낮아져

## 수급 여건은 2022년 대비 크게 개선

- 외화 수급 여건도 양호함. 지난해 말부터 외국인들의 국내 자산 매입은 확대됨. FDI 유출 규모도 2022년에 비해 크게 낮아짐.
- 최근 환율 상승은 달러 강세 및 지정학적 위험 확대의 결과일 뿐 2022년처럼 자본 유출 압력이 높은 상황으로 보기 어려움.
- 원달러가 1,400원을 넘어가면 국민연금의 전략적 환헤지 물량이 출회될 가능성도 높아짐. 당장 원달러가 1,400원대에 안착하지는 않을 전망.

원달러 1,400원 상회하면 국민연금 환헤지 물량 출회 가능성 높아져

## 외환당국보다 무서운 국민연금...1,410원서 환헤지 400억弗 쏟아진다

최진우 노요빈 기자 | 입력 2024.04.17 10:55 | 수정 2024.04.17 16:09

최소 400억달러 쏟아질 듯...시장 "사실상 상단이 막힌 셈"

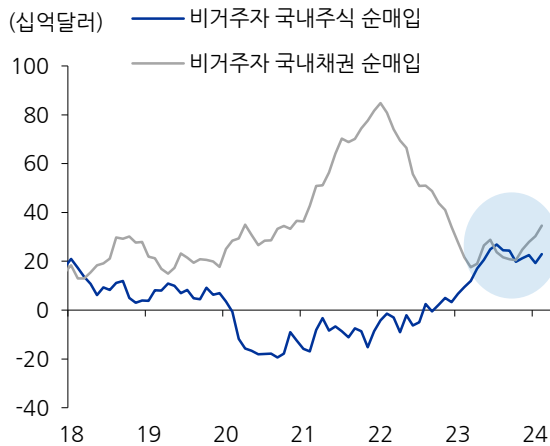
많이 본 뉴스

2022년 경제부총리 환헤지 요청으로 하루에만 달러-원 62원 빠져

01. 美 국제가 하락

자료: 연합인포맥스, 유진투자증권

### 외국인의 국내 자산 매입은 오히려 증가



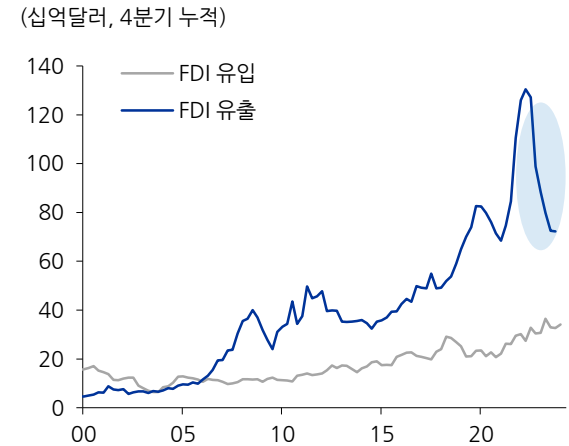
자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 달러 수급 지표도 양호



자료: Refinitiv, 유진투자증권

### 자본 유출 압력은 훨씬 약해져



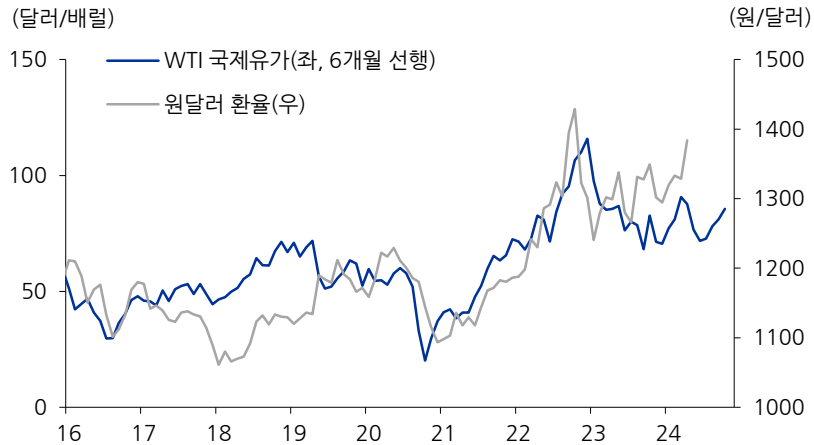
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 지정학적 불안감은 지속

## 아직 끝나지 않은 중동의 혼란

- 향후 환율 전망에 있어 가장 큰 리스크는 중동임. 이란과 이스라엘은 보복을 주고 받았으나, 미국의 중재로 다행히 확산 우려는 진정됨.
- 그러나 이스라엘이 여전히 민간인 피해 가능성이 높은 라파 지역 공격을 계획 중. 중동 불안은 아직 끝났다고 보기 어려움.
- 에너지 수입국인 한국의 원화가치는 국제 유가 변동에 취약함. 또한 유가가 50-100% 가량 급등 시 미국 경제에도 악영향을 줄 수 있음.

## 에너지 수입국인 한국의 원화, 유가 상승에 취약



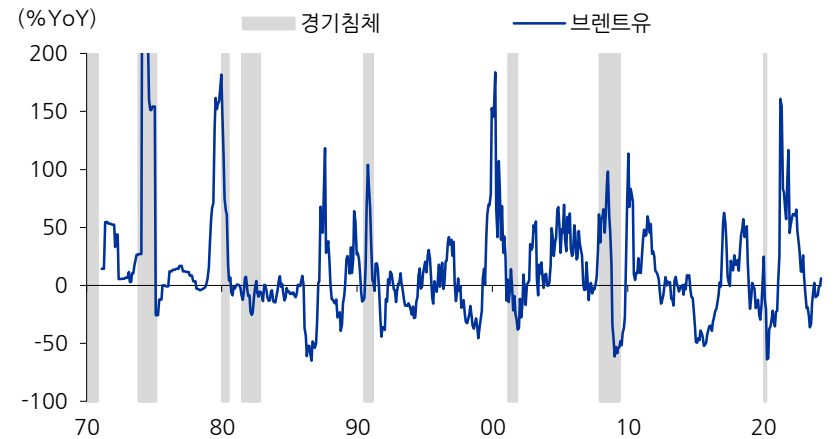
자료: Refinitiv, 유진투자증권

## 이스라엘 가자지구 라파 지역 작전 준비 중



자료: WSJ, 유진투자증권

## 유가 50-100% 급등 시 미국 침체 위험 확대



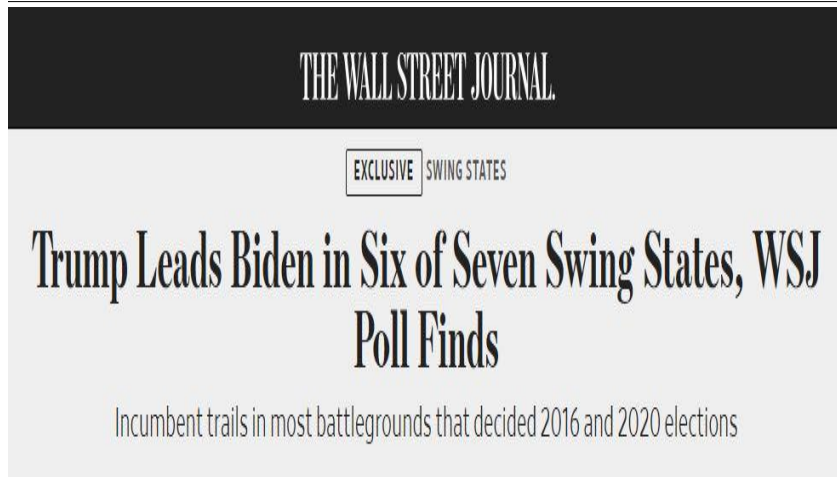
자료: Refinitiv, 유진투자증권

# 하반기 트럼프 리스크를 경계해야

## 트럼프 귀환은 원화 가치에 악재

- 현재 바이든 대통령 지지율은 40% 내외로 트럼프에 뚜렷한 우위를 점하지 못하고 있음.
- 최근 일부 여론 조사에서는 트럼프가 주요 경합주에서 바이든에 우위를 보이는 결과가 나오기 시작.
- 지난 트럼프 1기 당시 무역분쟁으로 원화 가치는 위안화와 함께 크게 절하되는 사례가 빈번. 하반기 미국 대선 레이스를 둘러싸고 불확실성이 재차 높아질 가능성.

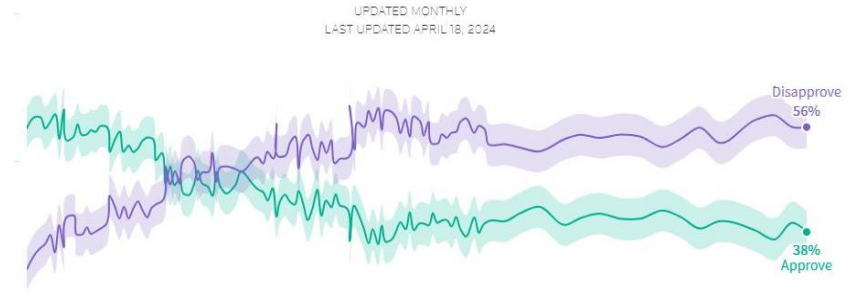
## 일부 여론 조사, 트럼프 주요 경합주에서 우위 보여



자료: WSJ, 유진투자증권

## 바이든 지지율은 아직 40% 내외

### 56% of Americans disapprove of the president



자료: Reuters, 유진투자증권

## 트럼프 1기 무역 분쟁으로 원화 및 위안화 가치 급락 빈번



자료: Refinitiv, 유진투자증권

# Compliance Notice

---

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.