Strategy Idea

▲ 경제분석
Analyst 이승훈
02. 6454-4891
seunghoon.lee@meritz.co.kr

최근 달러 강세 이유, 그리고 향후 전망

- ✓ 최근 강달러는 유로화 약세에 대부분 기인
- ✓ 유로화 강세 전환 시점은 2분기 유력: Hard data 반등과 코로나 충격 완화가 동반되어야 함
- ✓ 엔화는 완만한 약세, 위안화/원화도 중국 정상화/경제활동 회복과 강세 전환 시점 맞물릴 것

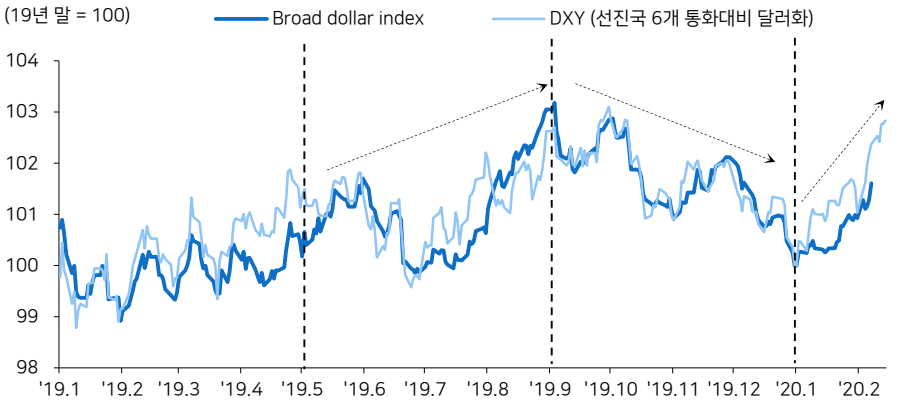
왜 달러화만 강세인가?

연초 이후 선진/신흥국 통화대비 달러화의 나홀로 강세 시현 중

올 들어 달러화 강세가 심화되고 있다. 작년 9월 미-중 대화재개와 미국 장단기 금리역전 해소를 계기로 약세 반전했던 달러화는 올 들어 2월 7일까지 주요 선진국 6개 통화 대비(DXY) 2.4%, 신흥국 통화를 포함한 26개 통화 대비(Broad index)로는 1.6% 절상되었다. 연초 이후 2월 14일까지 DXY가 2.8% 절상되었음을 고려해 본다면, Broad dollar index 역시 추가 상승했을 가능성은 매우 높다.

DXY 지수 움직임을 세분화해 보면, 1월 말 이후 달러화 강세가 심화된 것으로 계산된다. 연초 이후 유로화는 3.4% 절하된 데 반해, 1월 말 이후 2.3% 절하되면서 연초 이후 유로화 절하의 대부분이 최근 몇 주간 이루어졌음을 보여 주었다. 스위스 프랑과 엔화 등 안전자산으로 분류되는 통화들의 경우, 이란사태(1월 초)와 코로나바이러스 확산(1월 하순)에 따른 강세 시현 이후 2월 들어 각각 1.9%와 1,3% 절하되었다.

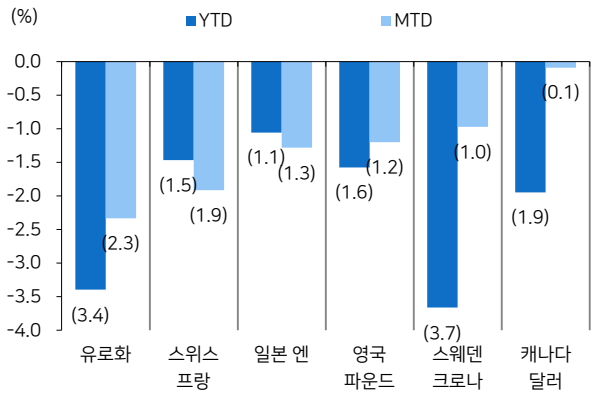
그림1 **달러화: Broad dollar index와 DXY**



자료: Refinitiv, 메리츠종금증권 리서치센터

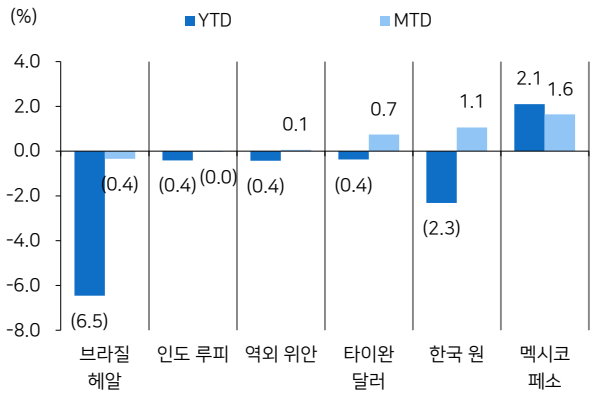
DXY에 포함되지 않는 주요 통화 중, Broad dollar index 내 비중이 큰 통화는 중국 위안(15.84%, 이하 Broad dollar 내 비중), 멕시코 페소(13.5%), 한국 원(3.3%), 인도 루피(2.8%), 브라질 헤알(2.0%), 대만 달러(2.0%) 등이다. 이들 통화 전반의 공통점은 2월 들어 절하폭이 1월에 비해 제한되거나(브라질 헤알, 인도 루피), 2월 들어서는 달러화 대비 소폭 절상되었다는 점(위안화, 대만 달러화, 원화)이다. 예외적으로 멕시코 페소화는 강세를 지속 중이다(YTD 2.1%).

그림2 달러화 지수(DXY) 구성 통화 가치 절상률 (vs USD)



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 기타 주요통화 가치 절상률 (vs USD)



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

최근 통화가치 움직임의 시사점
1) 강달러는 유로화 약세에 대부분 기인
2) 안전자산 선호는 정점 통과

이상의 움직임에서 유추해 볼 수 있는 사항은 두 가지이다. 첫째, 최근 달러화 강세는 유로화 약세 심화가 주된 이유로 자리매김하고 있다. 둘째, 코로나 바이러스에 따른 실물경기 충격 우려가 상존함에도 불구하고, 확진자수 증가 모멘텀 둔화와 함께 글로벌 금융시장의 안전자산 선호는 정점을 지나고 있다는 사실이다.

유로화 약세 전환 이유, 그리고 변곡점 도래 조건

그렇다면 유로화가 2월 들어 갑작스럽게 약세 전환 이유는 무엇일까? 크게 세 가지 이슈가 작용하고 있는 것으로 보이는데, 이는 1) 미국 대비 유로존 경기모멘텀이 부진하다는 것, 2) 중국 수입수요 위축시 미국대비 유로존이 더욱 민감하다는 것, 그리고 3) 독일 총리 후임 인선 과정 난항[1]에 따른 정치적 불확실성 확대 등이다. 3)은 정치적 이슈이기에 예단이 어려우므로, 1)과 2)를 중심으로 구체적 원인과 향후 유로화 시사점을 살피는 것이 바람직하다는 판단이다.

[1] 독일 메르켈 총리 후임자로 유력시되던 Annegret Kramp-Karrenbauer 의 기민당수 사퇴 이후 차기당수 인선 난항과 독일대안당(AfD: Alternative fuer Deutschland)과의 연대 가능성까지 부각되며 불확실성을 키우고 있음

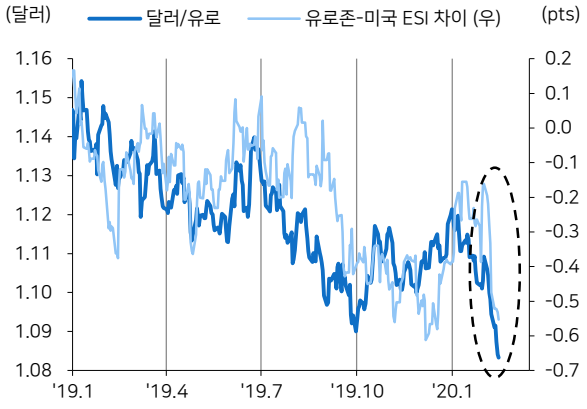
1. 미국-유로존 경기모멘텀 격차 확대

첫째, 미국 대비 유로존 경기모멘텀의 상대적 부진은 양 지역간 경기서프라이즈 지수(Economic surprise index: 이하 ESI)의 차이에서 잘 드러난다. Bloomberg의 ESI에 따르면, 1월 말까지 유로존 지표의 호조세로 예상치를 지속 상회하는 움직임을 보이다가, 2월 초를 기점으로 급격한 모멘텀 악화가 발생했음을 알 수 있다. 이는 2월 중 발표된 미국 1월 ISM제조업/비제조업 지수, 비농업 고용 등이 일제히 서프라이즈를 기록한 반면, 2월 초순 발표된 독일 12월 공장주문/산업생산/수출, 그리고 2월 14일의 유로존 4분기 GDP 등이 예상을 하회한 때문이다.

한 가지 짚고 넘어갈 사실은, 2월 들어 실망을 가져왔던 지표들의 성격이 공히 실물지표(hard data)이며, 1월 중하순까지 발표되었던 지표들은 PMI, IFO 등 서베이 지표(soft data)라는 사실이다. Soft data는 모두 예상을 상회한 반면, Hard data가 기대를 밑돌면서 이러한 차이를 만들어 냈다는 것이다. Soft data가 Hard data에 앞서는 자연스러운 것이다. 예를 들면, 1) ISM제조업 지수의 회복에 3개월 내외 시차를 두고 핵심 자본재 주문의 개선이 나타나는 것이나, 2) 독일 기계류 주문 회복이 IFO지수에 같은 시차를 두고 나타난다는 것 등이 대표적인 사례이다.

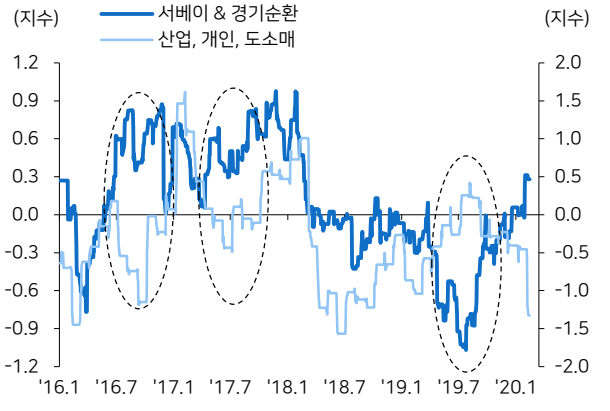
Hard data의 집계에는 해당월로부터 1~2개월 정도 시간이 소요된다는 점(예: 독일 12월 공장주문은 2월 6일 발표)에서 데이터 속성에 따른 방향이 엇갈리는 것은 자연스러운 것으로 이해된다. 즉, 코로나 바이러스의 대외 충격이 단기에 그칠 경우, 서베이 지표에 후행하여 유로존 모멘텀이 개선될 가능성은 높다는 것이다. 이러한 이유로 유로화 약세가 진전된 것이라면, 향후 1~2개월 내에는 방향이 바뀔 가능성이 높아 보인다.

그림4 달러/유로와 유로존-미국 경기서프라이즈 지수 차이



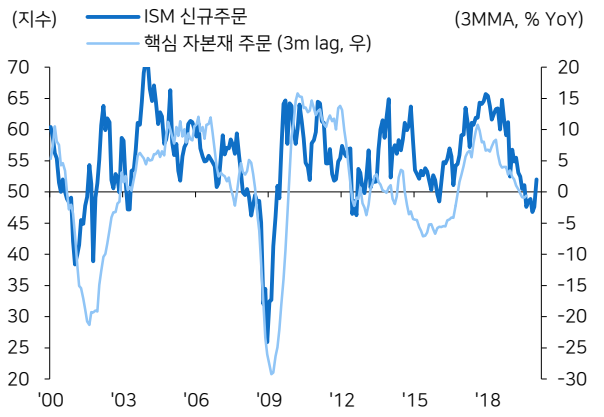
주: ESI는 Bloomberg 집계 시계열을 기준으로 한 것임
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 유로존 ESI 분해: 서베이(soft)와 실물(hard) 데이터



주: ESI는 Bloomberg 집계 시계열을 기준으로 한 것임
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 Soft-hard data 시차의 예: 미국 ISM과 자본재주문



자료: ISM, US Census Bureau, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 Soft-hard data 시차의 예: 독일 IFO와 기계류 주문

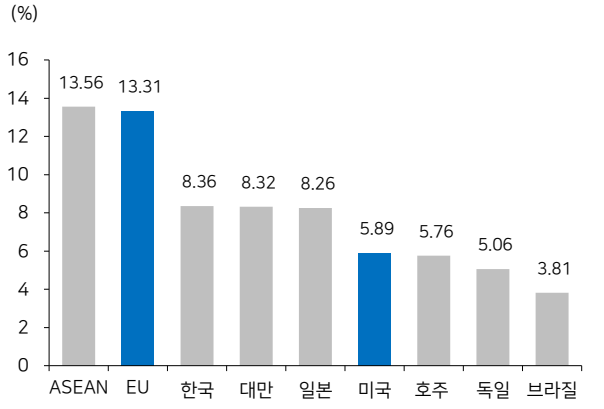
자료: IFO, 독일 연방 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

2. 코로나 바이러스 부정적 충격: 유로존 > 미국

둘째, 코로나 바이러스의 충격의 글로벌 영향은 중국 내 수요위축과 수입수요 부진의 경로를 통해 여타 지역으로 확산될 개연성이 있다. 2019년 중국 수입의 국가별 의존도를 계산해 보면, 미국이 5.89%인데 반해 유로존이 13.31%에 달한다는 점에서 유로존이 미국보다 더욱 민감한 것으로 도출된다. 다음으로, 각국의 경제에서 대중 수출이 차지하는 비중을 보아도 유로존의 민감도가 크게 계산된다. 중국향 수출이 전체 수출에서 차지하는 비중만 보면, 유로존(4.1%)이 미국(6.5%)보다 낮지만, 수출/GDP비율을 따져 보면 미국(11.7%) 대비 유로존(48.3%)과 독일(46.9%)이 현저히 높다(그림 9).

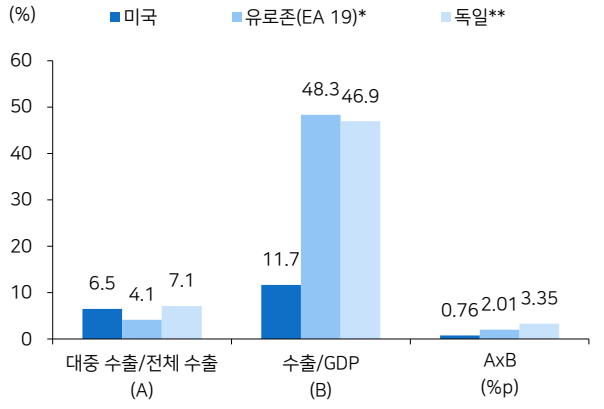
결국 동 요인에 기반한 유로화 약세가 완화되려면, 코로나 확진자수 증가세 둔화 지속에 뒤이어 1) 중국 조업정상화 및 2) 경제활동의 V자형 회복이 가시화되어야 한다. 3월 중하순을 전후로 조업정상화가 이루어질 가능성이 높다는 것이 우리의 baseline이다. 이를 전술한 모멘텀 부진과 결부 지어 생각해 본다면, 유로화의 강세 전환 시점은 2분기일 가능성이 높다. 이 때가 달러화의 변곡점일 것이다.

그림8 중국 수입의 국가별 의존도 (2019)



자료: 중국 해관, 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 각국 GDP의 중국 수출 의존도



주: * GDP는 최근 4개 분기, ** 수출 비중은 2019년 1~11월 누계
자료: US Census/BEA, Eurostat, 독일 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

엔화/위안화/원화에 대한 생각

엔화는 금보다 더욱 안전자산 선호 역할에 충실

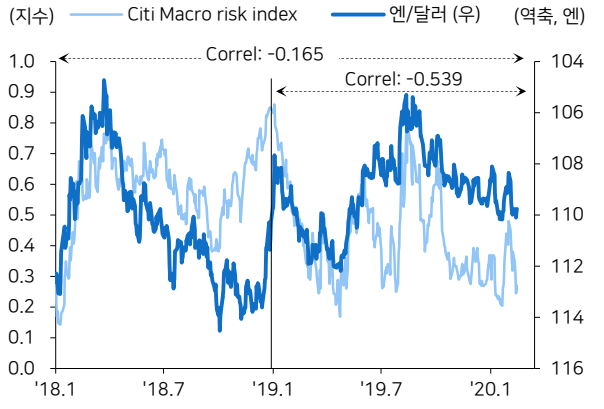
엔화: 엔화는 안전자산 선호의 잣대 역할을 충실히 하고 있는 것으로 보인다. 2019년 이후 현재까지 엔화의 방향성은 Citi Macro Risk Index로 잘 설명된다(상관계수: -0.539). 최근 코로나 바이러스 사태가 본격적으로 불거진 1월 21일부터 Macro Risk 지수와 엔화 가치는 동반 상승하였고, 사태 진정 가능성이 부각되기 시작한 2월 초를 기점으로 동반 하락하고 있다. 위험선호의 proxy인 구리/금 비율도 마찬가지 흐름을 보였다(2월 3일 저점). 코로나 바이러스 확진자 증가속도가 계속 둔화된다면 엔화 역시 향후 완만히 절하될 가능성이 더욱 높다.

한편, 상당 기간 동행해 왔던 금 가격과 엔화의 디커플링은 어떻게 설명할 것인가? 디커플링 시작 시점은 작년 10월 15일로, 연준이 단기자금시장 교란에 대응하기 위해 단기국채를 매입하기 시작한 시점과 일치한다. 이는 최근 들어 금 가격의 흐름이 안전자산 본연의 성격보다는 중앙은행 유동성 확대의 대용치 역할을 하고 있음을 의미한다.

위안화는 수요 위축 우려 부각되며 약세. 향후 조업정상화와 함께 강세 전환 유력

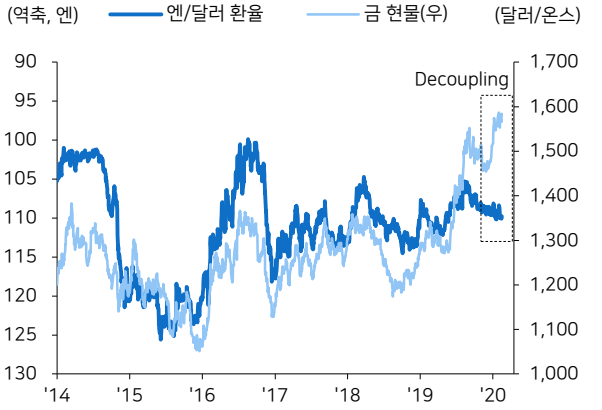
위안화/원화: 무역분쟁 완화에도 불구하고, 코로나 바이러스 사태는 중국 위안화를 2월 초 7위안 이상으로 절하시킨 요인이었다. 무역분쟁과 코로나 바이러스의 공통점은 중국 수요위축 요인이다. 전자는 중국의 대미 수출 급감과 제조업 부진, 후자는 중국 내수부진 심화 요인으로 작용하면서 위안화 약세를 견인하고 있는 것이다. 그 때문에 2017년 이후 위안화 움직임은 산업재 수요의 대표적인 잣대인 구리 가격과 연동되어 움직여 왔다. 3월 이후 중국 조업정상화와 경제활동의 V자형 회복은 구리 가격과 위안화의 동반 강세로 귀결될 요인으로 판단한다. 위안화에 동행해서 움직이는 원화 역시 이 무렵 강세 전환할 가능성이 높아 보인다.

그림10 Citi Macro Risk index와 엔/달러



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림11 엔/달러 환율과 금 가격

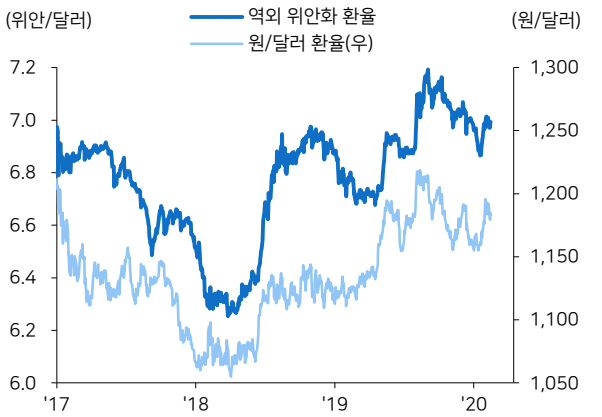


자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림12 구리 현물가격(LME)와 역외 위안화 환율

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림13 역외 위안화와 원화



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

요약 및 결론

중기 달러화 약세 전망 유지

오늘 전략공감2.0의 내용을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 달러화의 강세는 유로화 약세에 상당 부분 기인하는 것으로, 구체적으로는 1) 미국 대비 유로존 경기모멘텀 부진과 2) 코로나 바이러스 경기충격 우려가 복합적으로 작용한 것이다. 모멘텀 부진이 서베이 지표에 후행하는 실물(hard) 데이터에서 대부분 비롯되었고, 3월 중하순 경 중국 조업정상화가 이루어질 가능성이 높음을 감안한다면, 유로화는 1~2개월 내에 방향을 바꿀 가능성이 높다.

둘째, 엔화는 일부의 우려와 달리 안전자산의 역할에 충실하고 있으며, 오히려 금 가격의 안전선호 성격이 최근 들어 퇴색되는 모습이다. 향후 중국/글로벌 경제가 코로나 충격에서 벗어나면서 엔화는 완만한 약세를 시현할 것이다.

셋째, 무역분쟁 심화 당시나 지금이나 중국 위안화를 관통하는 주제는 "수요" 이다. 최근의 위안화 약세도 코로나 충격의 완화 및 경제활동 회복과 맞물릴 것으로 예상되며, 위안화와 동행하는 원화 역시 같은 흐름을 보일 것이다.

이상을 종합해 볼 때, 최근 코로나 충격으로 환율의 흐름이 일시적으로 기존 전망과 다른 모습을 시현한 것으로 보인다. 우리가 2020년 경제전망에서 제시했던 연중 달러화 약세 전망은 유효하다.

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 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 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.