

No Way Out(탈출구 없는 환율)

- 잭슨 홀 미팅 이후 외환시장 재점검 -

2022. 08. 30

소재용

신한은행 S&T센터 리서치 팀장

T : 02-2151-2638

E : jyso@shinhan.com

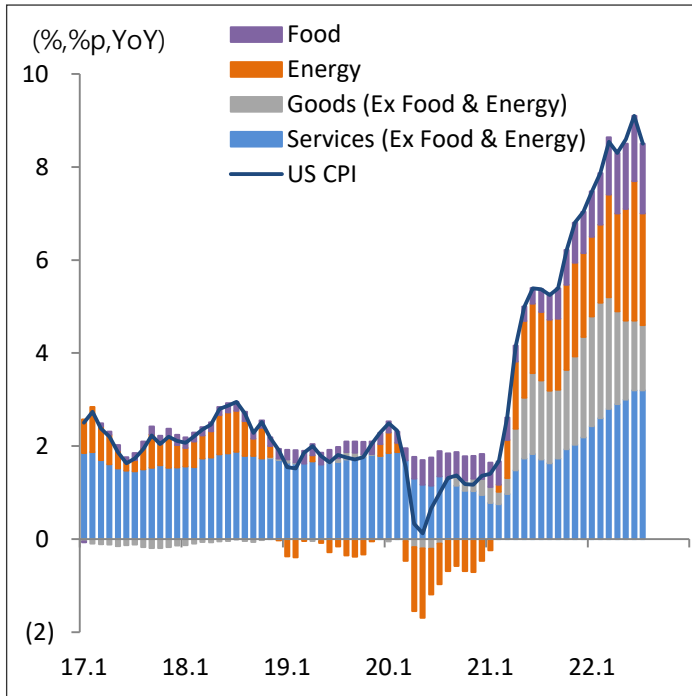
Part I

경제 및 금융시장
리뷰와 평가

3高 시대 : ① 고점 기대에도 하방 경직적인 물가 다양한 물가압력 가세하며 잡기가 쉽지 않아

- 글로벌 유동성 폭증한 가운데 병목현상과 러시아발 원자재 급등 더해지며 예상보다 높은 물가 상승 전개 불가피
- 과거 미국 인플레이션 경계 구간에 비해 상대적으로 다양한 요인이 집중되어 있어 물가 상승 제어가 어려운 환경
- 현재 미국은 기술적 고점 진입한 것으로 여겨지나 컨센서스 상향조정 계속되며 목표권 진입은 2023년 하반기 이후

기술적 고점 점차 도달할 것이지만 다양한 공급측 요인 더해져 고물가 부담 장기화



에피소드 (CPI 5% 상회 시기)	인플레이션 요인					
	고유가	공급부족	이연수요	경기·고용	통화정책	재정정책
① 2차대전 종전 ('46.7~'48.10)		◎	◎	○	○	◎
② 한국전쟁 ('50.12~'51.12)		○	○	○		
③ 경기확장 후기 ('69.3~'71.2)				◎		○
④ 1·2차 석유파동 ('73.4~'82.10)	◎				○	◎
⑤ 걸프전쟁 ('89.3~'91.5)	○					
⑥ 에너지가격 급등 ('08.6~'08.8)	○					
⑦ 포스트 코로나 ('21.5~)	○	◎	◎	○	◎	◎

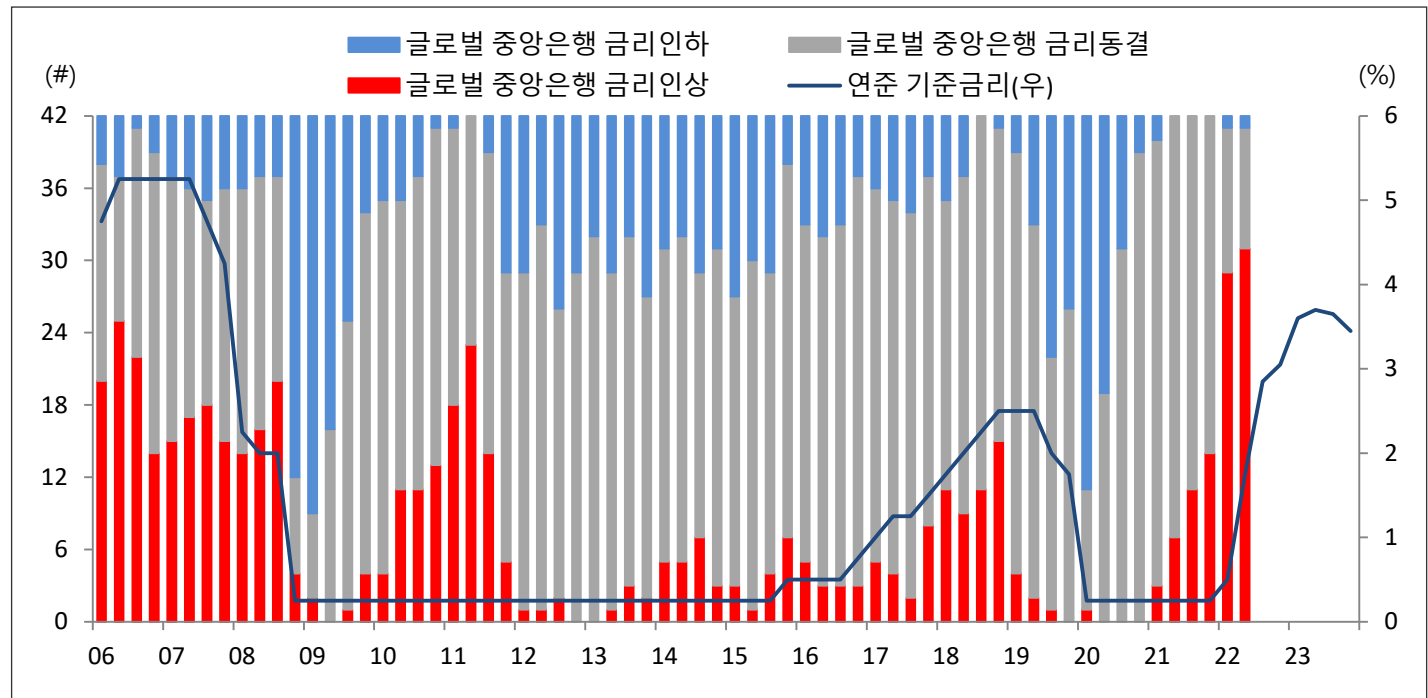
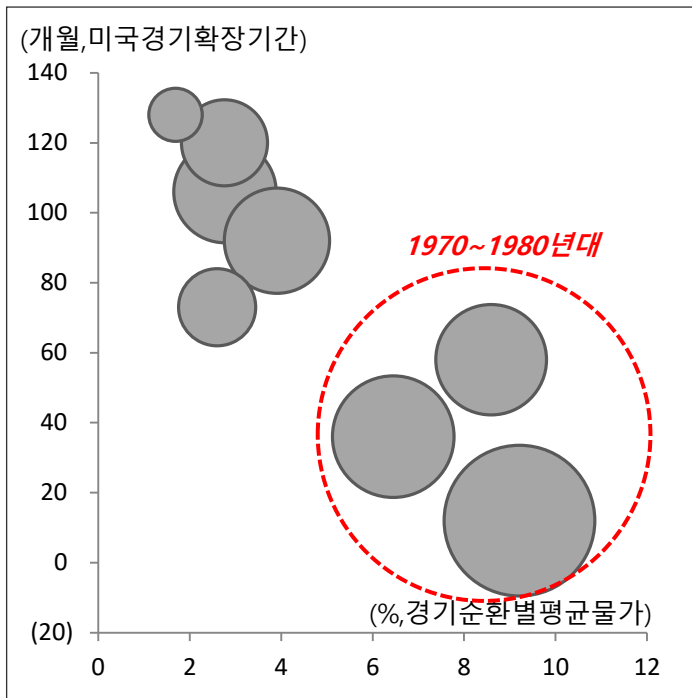
Part I

경제 및 금융시장
리뷰와 평가

3高 시대 : ② 연준發 글로벌 중앙은행 금리인상 공급 충격에도 불구하고 수요 희생 뒤따르는 통화긴축

- 전세계적인 물가상승 압력 높아짐에 따라 연준을 선두로 선진국 및 신흥국 전반에서 중앙은행 금리인상 가속화
- 고물가-고금리 구조 장기화될 경우 그 동안 저물가 기반에 익숙했던 장기 경기확장과 달리 경기 수축 빨라질 가능성
- 물가 안정을 위해 중립 금리 이상의 통화긴축 전환, 인플레이션과 수요간의 트레이드 오프 발생하며 경기 부담 유발

대부분 금리인상에 동참하는 중앙은행, 고물가-고금리 조합으로 높아진 경기하강 위험



자료: NBER, Refinitiv, Bloomberg, 신한은행 S&T센터
주 : 왼쪽 그림 중 원의 크기는 당시 최고 기준금리

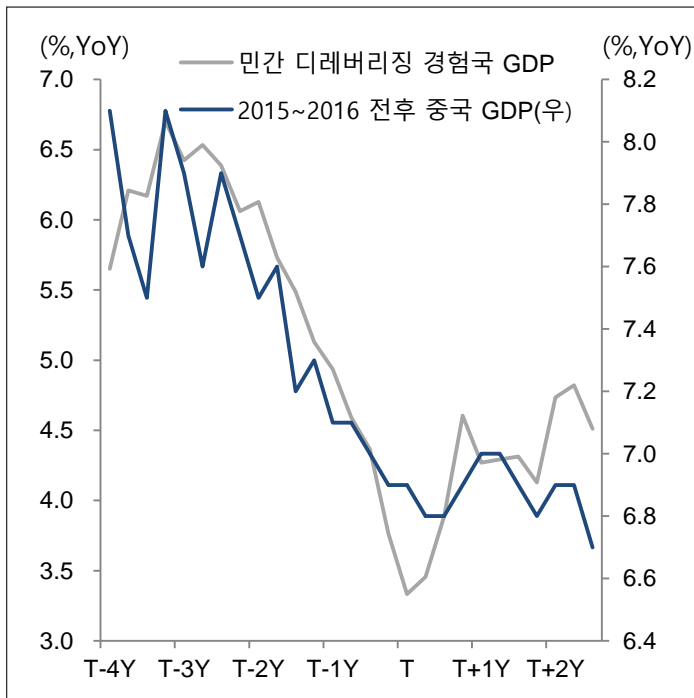
Part I

경제 및 금융시장
리뷰와 평가

3高 시대 : ③ 코로나로 오히려 누적된 부채 부담 통화긴축 및 경기하강과 맞물려 디레버리징 가중

- 전세계적으로 민간 부문의 부채 누증과 좀비 기업 부담 커진 가운데 통화긴축으로 디레버리징 압력 높아질 가능성
- 금융위기 및 코로나 쇼크 거치며 과도한 유동성 방출에 따라 선진국 정부부채 증가 및 신흥국 민간부채 증가 촉발
- 통화긴축 충격을 완충할 수 있는 선진국 재정정책 제한된 한편, 신흥국 민간부문 성장 둔화 압력으로 작용할 소지

코로나 충격으로 가중된 부채 부담, 인플레이발 통화긴축으로 높아진 디레버리징 압력



	비금융기업부채/GDP		정부부채/GDP		가계부채/GDP		총부채/GDP	
	현재	금융위기	현재	금융위기	현재	금융위기	현재	금융위기
선진국	101	91	120	71	79	81	300	243
미국	85	72	124	61	80	97	289	230
일본	116	103	227	147	67	59	410	309
프랑스	169	114	118	67	68	47	355	228
영국	85	96	106	44	91	93	282	233
독일	73	56	71	64	59	60	203	180
이탈리아	77	78	160	105	46	39	283	222
캐나다	130	84	105	53	111	80	346	217
스페인	110	125	125	36	63	82	298	243
호주	73	81	87	9	123	109	283	199
신흥국	117	59	65	36	53	23	235	118
중국	159	93	67	28	61	19	287	140
한국	111	95	46	23	105	74	262	192
인도	59	45	87	72	38	11	184	128
브라질	54	33	99	61	37	18	190	112
전세계	107	82	98	62	69	65	239	209

자료: McKinsey, World Bank, BIS, Refinitiv, Bloomberg, 신한은행 S&T센터

주: S&P는 색이 진해질 수록 장기 추세 이상의 부채 축적 진행국으로 지정, BIS(2011)는 과거 금융위기 경험국 사례를 기준으로 GDP대비 비금융기업, 정부, 가계의 부채 임계치를 각각 73%, 96%, 84%로 제시

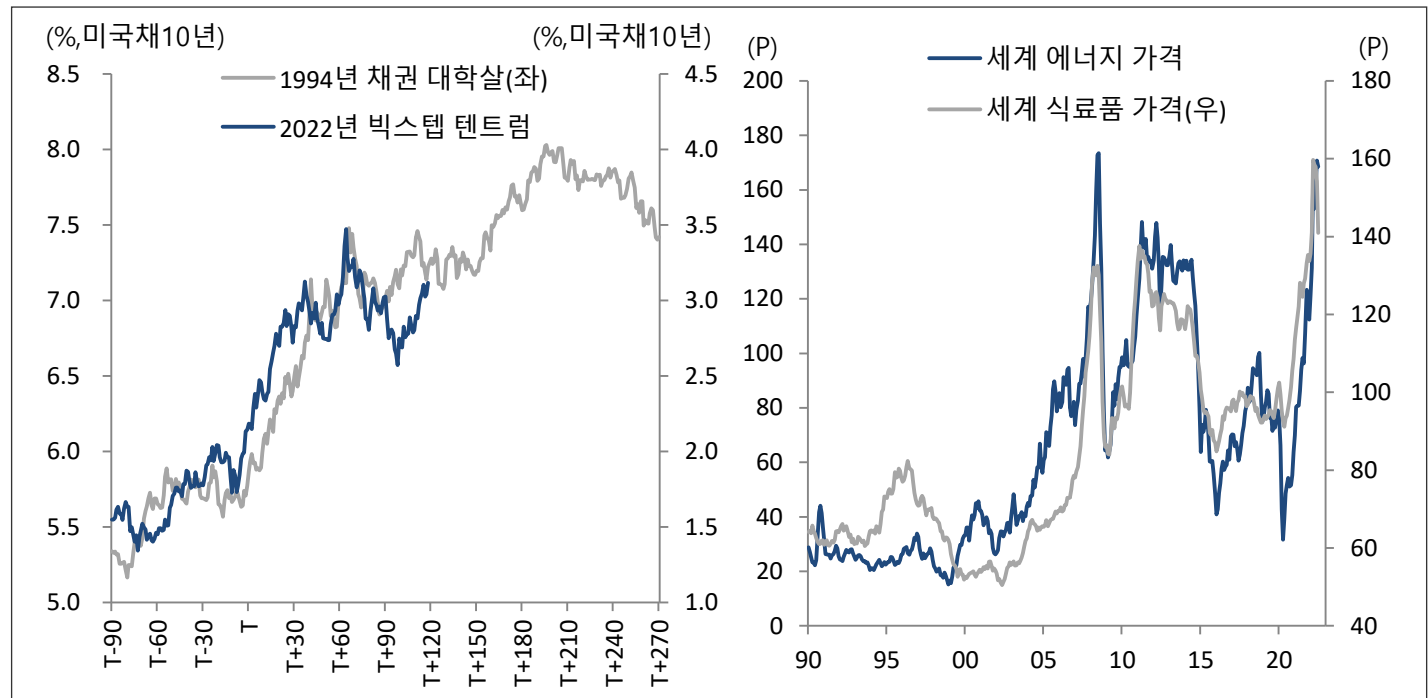
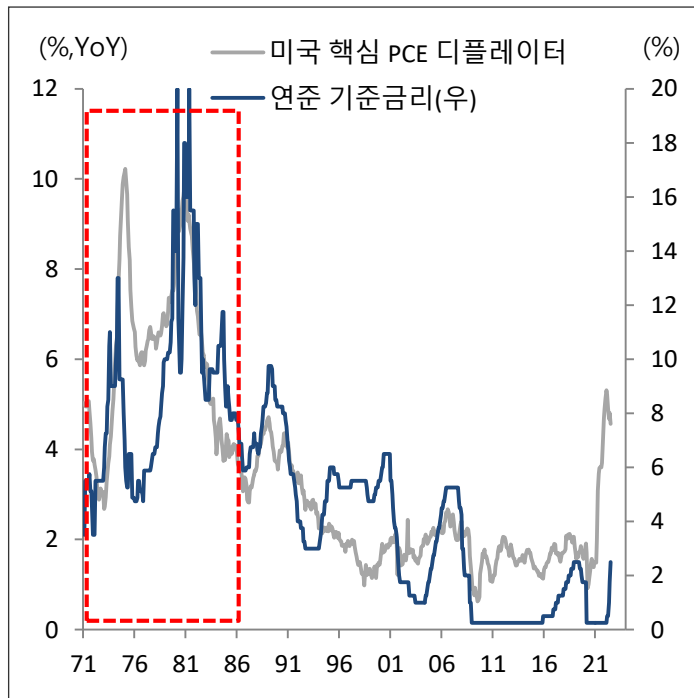
Part I

경제 및 금융시장
리뷰와 평가

연준 잭슨 홀 미팅, 중앙은행에 맞서지 마라! 채권대학살 데자뷰와 판도라 상자를 연 러시아

- 잭슨 홀 미팅에서 금리 인상과 인하를 반복하며 인플레이 잡기에 실패했던 1970~1980년대를 반복하지 않겠음을 천명
- 1994년에도 1년간 50b와 75bp 금리인상 병행, 각도 완만해졌지만 시장금리 상승세 지속, 1년 후 침체 위험 점차 상승
- 우크라이나 사태 장기화되는 가운데 원자재 수급 불안정해지며 인플레이션-통화긴축 간 불확실성 상호 증폭되는 양상

1970~1980년대 실수를 반복하지 않겠다는 파월, 공격적이고 변칙적인 금리인상을 단행했던 1994년보다 수위 높아질 가능성



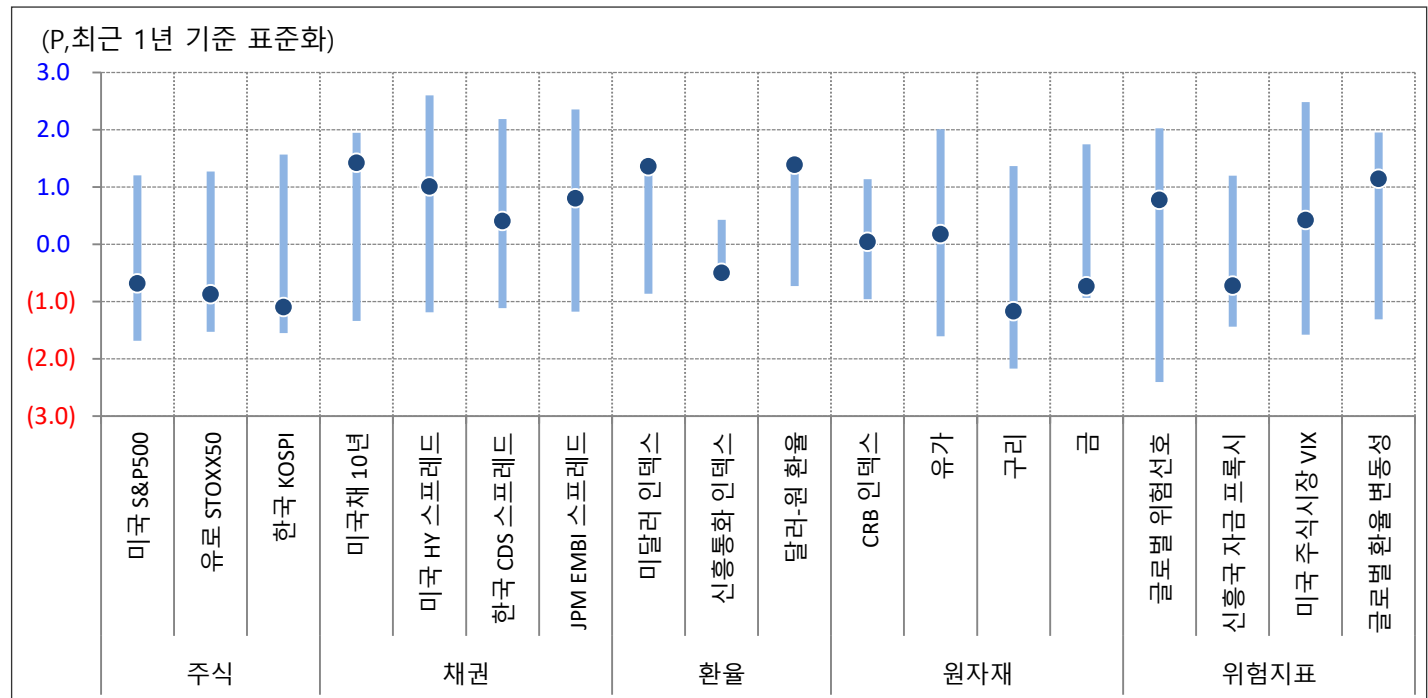
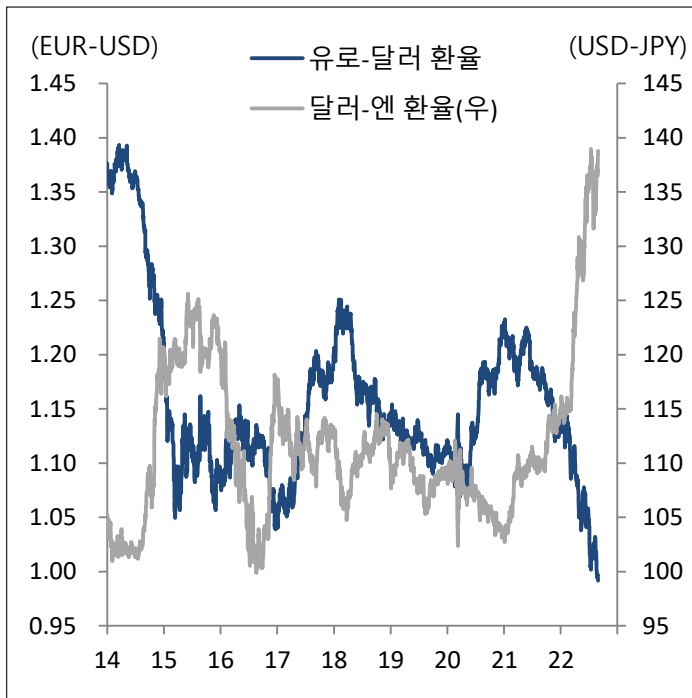
Part I

경제 및 금융시장
리뷰와 평가

중앙은행 금리인상에서 경기침체로 시선 이동 금리발작 진정에도 독주하는 미달러 강세

- 금리 발작 다소 진정된 측면 있지만 연준이 이끄는 통화긴축 및 경기하강에 민감하게 반응한 국내외 위험자산
- 특히 페러티가 깨진 유로화 및 엔화 가치 급락 등 달러에 이은 핵심 통화의 약세 두드러지며 달러의 절대 위상 강화
- 일부 되돌림에도 불구하고 미달러 인덱스 상승세 이어지는 한편 환율 변동성 확대 및 신흥통화 약세 장기화 양상

위험자산군의 위축세 다소 진정되고 있지만 미달러의 일방통행은 오히려 강화



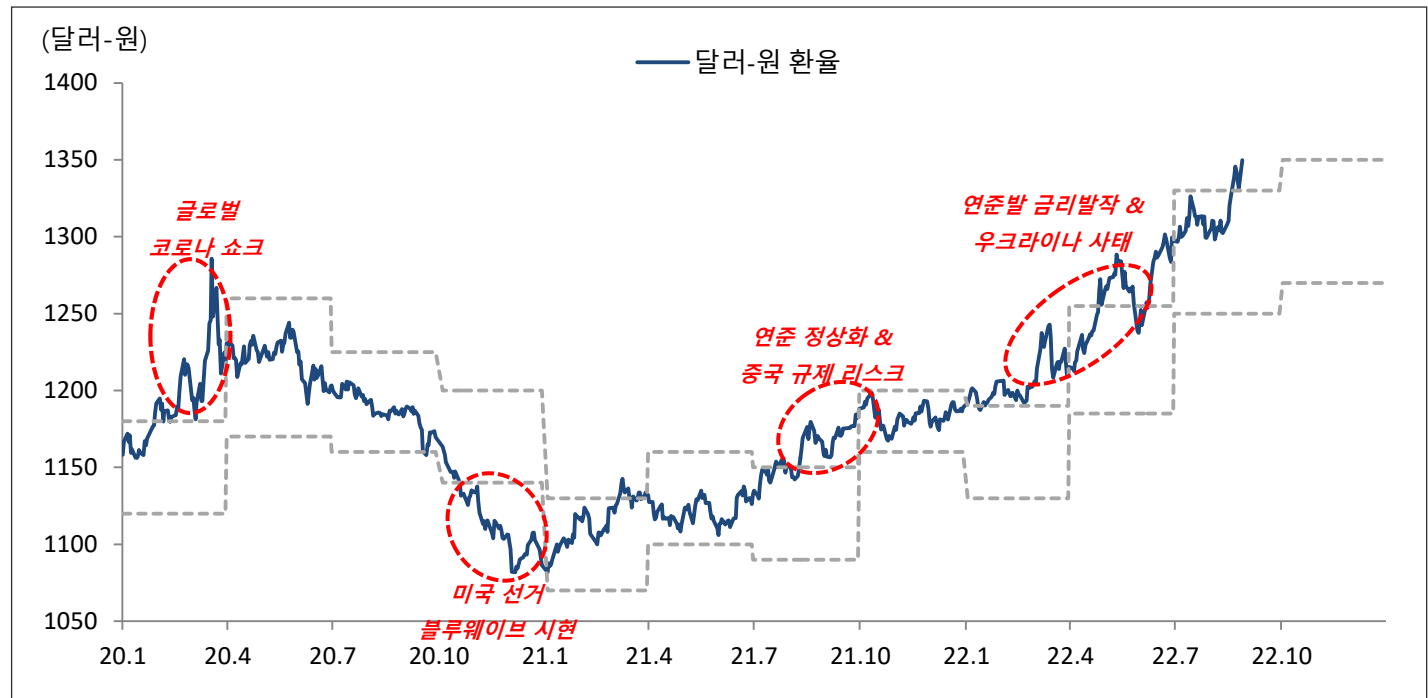
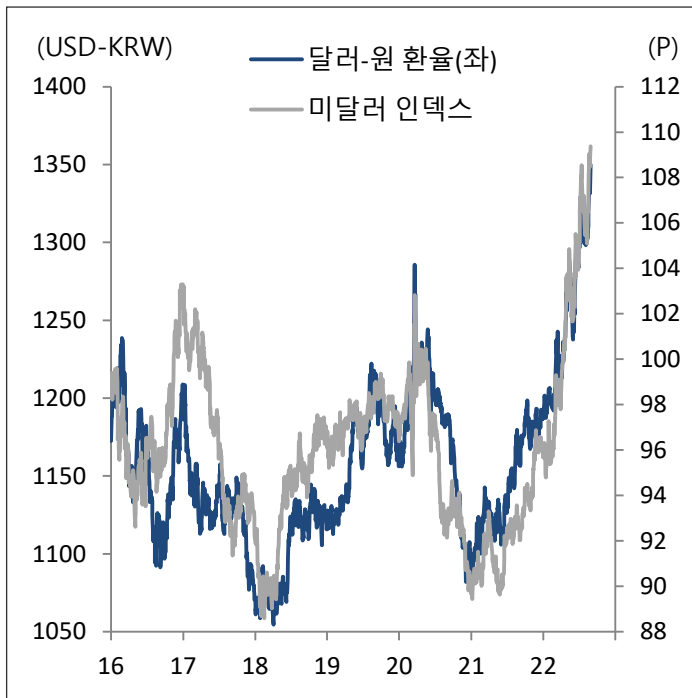
Part I

경제 및 금융시장
리뷰와 평가

결국 끝날 때 까지 끝나지 않는 원화 환율 상승 잭슨 홀 직후 상단으로 제시한 1,350원에 도달

- 하반기 우크라이나 사태 진정 기대감 및 연준의 급진적 긴축 행보 감속 등은 급등한 환율 되돌림에 한동안 기여할 수 있으나, 이미 시장 시선은 총량적인 금리인상 규모와 이로 인한 경기침체 경계감으로 이동하며 미달러 강세 기조 전망
- 한때 원화 환율 반락 유인으로 1,300원을 하회하기도 하였으나 잭슨 홀 미팅 전후로 상승세 재개. 3/4분기 밴드 상단 (1,330원) 돌파에 이어 파월 의장의 강도 높은 매파적 발언으로 미달러 강세와 맞물려 하반기 상단(1,350원)에 진입

미달러에 연동해 가파른 상승세 전개되며 1,350원의 전망치 상단까지 올라온 원화 환율



Part II

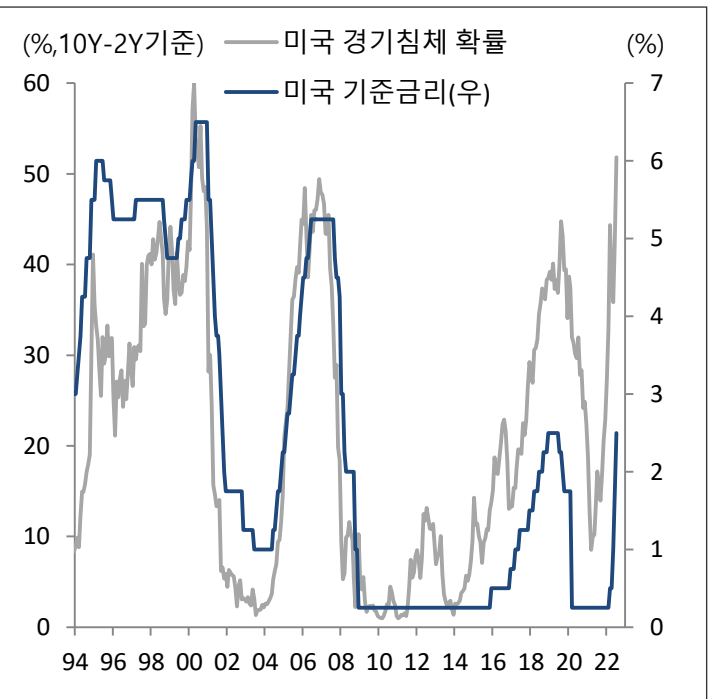
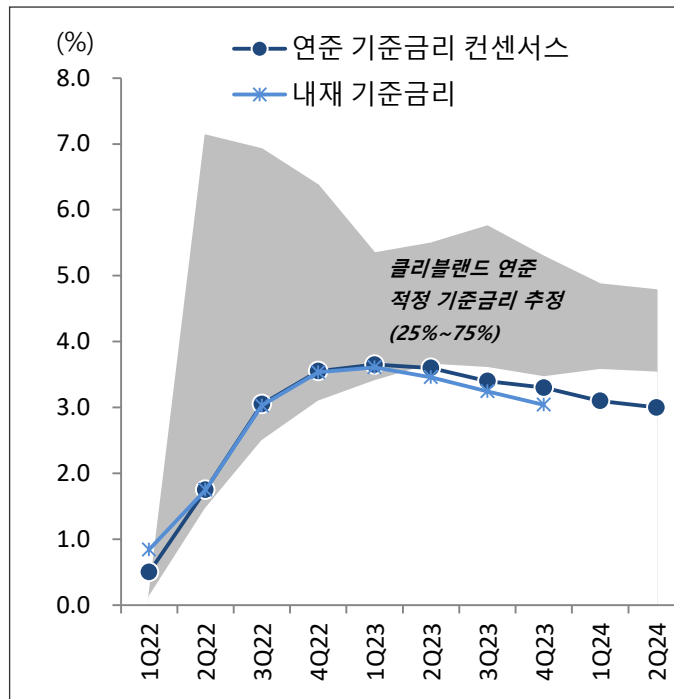
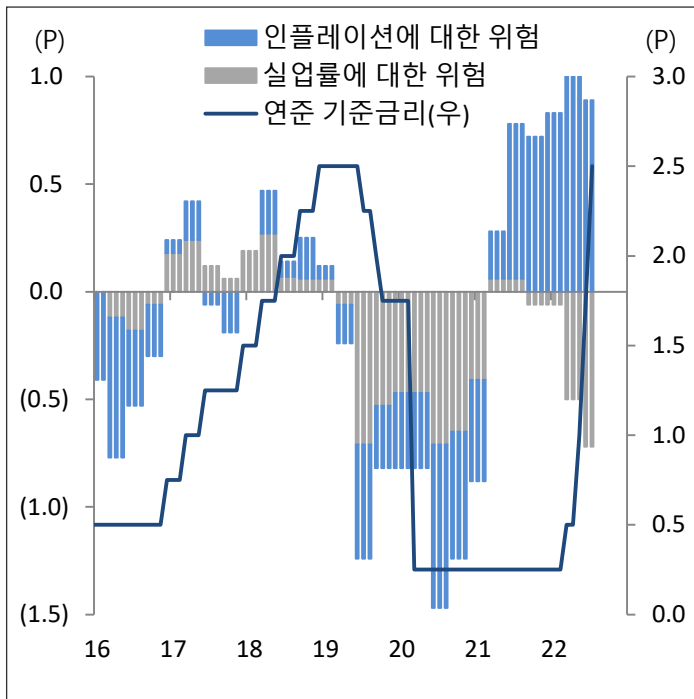
원화 환율
관전 포인트

관전 포인트 ① 연준과 시장의 동상이몽

“Stop and go” VS “Higher for longer”

- 9월 FOMC에서 50~70bp 인상 구사하며 올해 3.5% 내외까지 올릴 것으로 예상. 향후 연준의 금리인상 감속 예상 되더라도 내년 4%(4.00~4.50%)대까지 올라 갈수 있는 최종 기준금리, 시장에 선부른 금리인하 기대 경고
- 잭슨 홀 미팅 메시지 : ① 중앙은행의 가장 중요한 책무는 물가안정, 연준의 기대에 크게 못 미치는 상황 ② 미래의 기대 인플레이션 안정을 위해 중립금리 이상의 지속적인 긴축적 대응 필요 ③ 수요와 공급을 맞추기 위해 고통 감수 불가피

연준의 금리인상 감속 전개될 것이나 상당기간 긴축 스탠스 유지할 가능성에 상대적 무게



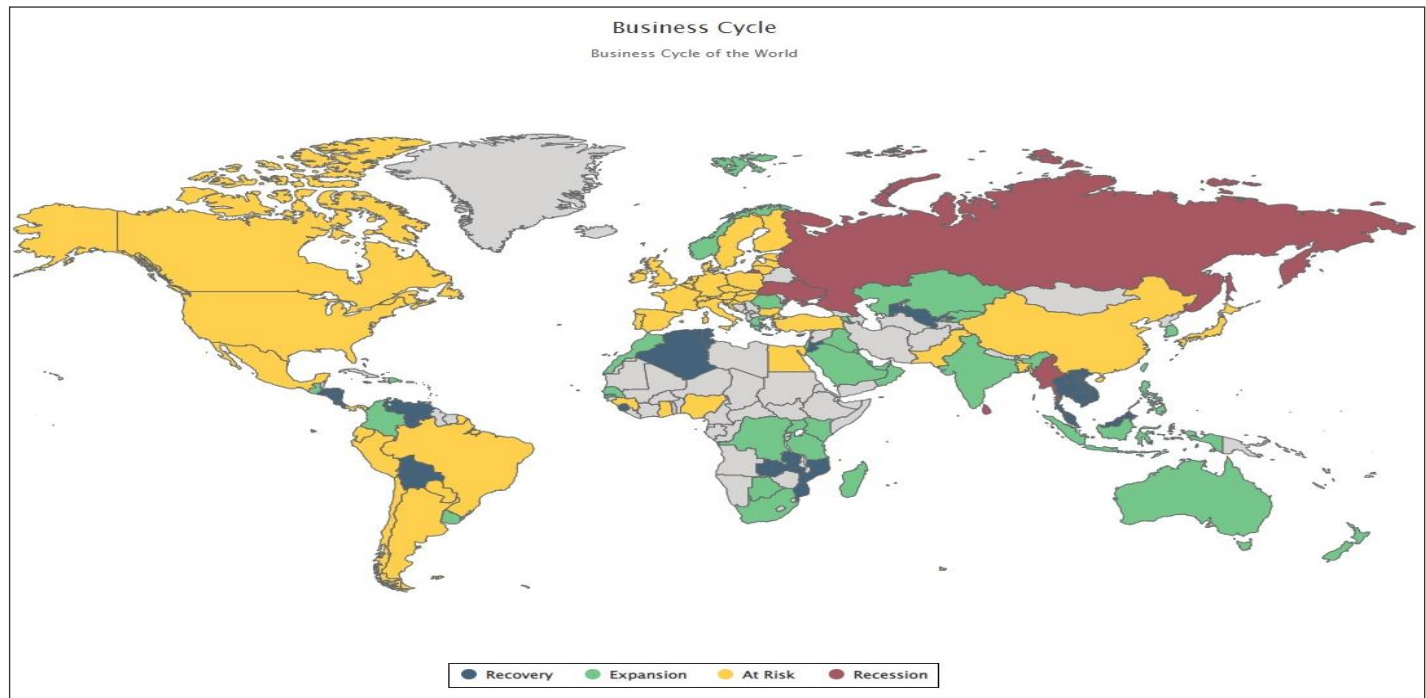
Part II

원화 환율
관전 포인트

관전 포인트 ② 글로벌 동반 침체 위험 미국과 달러를 대체할 마땅한 대상이 안보여

- 현재 부동산 위축으로 중국의 성장 둔화되는 가운데 유럽도 우크라이나 사태 후유증으로 침체 위험 노출
- 결국 미국을 대체할 국가 및 시장 마땅하지 않은 가운데 글로벌 전반에서 경기침체 위험에 시달리는 상황
- 중국의 고성장으로 연준 금리인상과 경기침체에도 미달러가 힘을 잃었던 지난 2000년대 초중반과 달라

탄력 현저히 떨어지는 글로벌 경기 지표, 고물가로 동반 침체 위험 노출된 주요국 환경



Part II

원화 환율

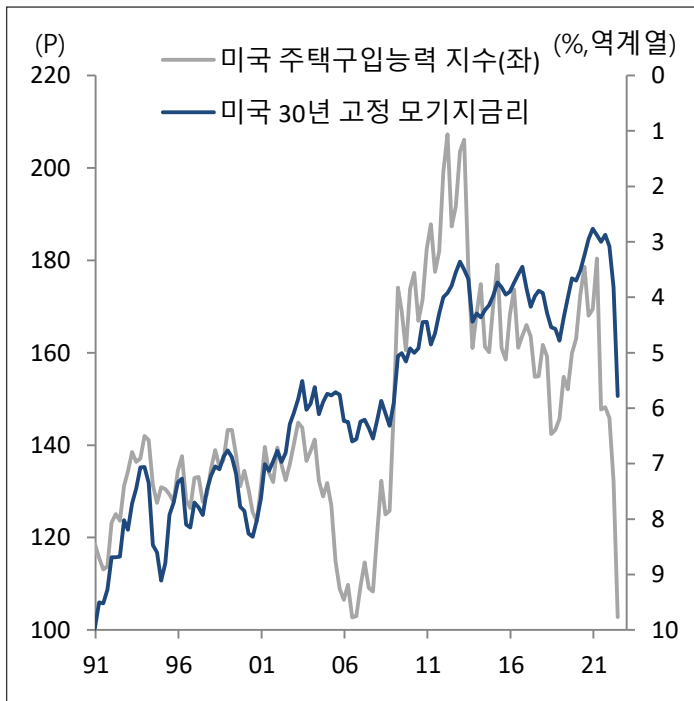
관전 포인트

관전 포인트 ③ 글로벌 주택시장 하강 가능성

고금리와 고부채 위험 중첩시 취약성 드러나

- 주요국에서 유동성을 중심으로 주택시장의 위험 신호 포착되고 가격 조정 빨라지고 있어 점차 주의 필요
- 부동산 대출 비중이 높은 경우 부동산 시장 붕괴 시 금융을 경유해 리스크 확산될 수 있는 잠재적 위험 내포
- 연준의 금리인상 빠르게 진행되는 가운데 인플레이션으로 글로벌 중앙은행 동참하며 주택시장 경계감 커져

주요국의 핵심 지표에서 경고음 커지는 가운데 눈높이를 점차 낮추는 과정 필요할 듯



	미국	영국	독일	프랑스	이탈리아	캐나다	일본	호주	브라질	러시아	중국	인도	한국
유동성	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Yellow	Red	Red	Red	Yellow	Red
경상수지	Yellow	Green	Yellow	Yellow	Green	Green	Green	Green	Green	Green	Yellow	Green	Yellow
고정투자	Yellow	Green	Red	Red	Red	Red	Yellow	Green	Yellow	Green	Green	Green	Yellow
주택가격	Red	Yellow	Yellow	Yellow	Yellow	Green	Yellow	Red	Green	Red	Green	Green	Red
실질금리 갭(+) 전환	1Q 23	2Q 23	2Q 23	2Q 23	2Q 23	2Q 23	2Q 23	2Q 23	3Q 22	1Q 23	1Q 25	3Q 23	1Q 23

자료: IMF, Refinitiv, Bloomberg, 신한은행 S&T센터

주: 오른쪽 그림은 IMF의 사례 분석 결과에서 부동산 붕괴 1년전 숫자를 임계치로 설정해 빨강은 위험, 주황은 주의, 초록은 안정으로 설정

IMF의 분석과 마찬가지로 8년 이동평균과 최근 값의 격차를 기준으로 적용, 실질정책금리 추세갭 플러스 전환은 Oxford Economics 전망치 사용

Part II

원화 환율
관전 포인트

관전 포인트 ④ : 공급망 재편과 미중 갈등 정치 이벤트와 맞물려 다양한 노이즈 유발 소지

- 우크라이나 사태가 국제전 피해도 신냉전, 블록화, 공급망 재편, 자원의 무기화, 기술 동맹 등 후폭풍 도래 가능성
- 미국-EU에 대항하는 러시아-중국-북한 연대 강화시 신정부 출범과 맞물려 경제 및 정치적 노이즈 유발 소지
- 특히 미국은 중간선거, 중국은 공산당 대회라는 빅 이벤트 대기한 가운데 G20 정상회담에서 갈등 표출될 여지

미국에 맞서는 러-중간 협력 강화되며 신냉전 기류 조성 가능성 높아져

주요 이벤트	날짜	경제적 영향력	금융시장 중요도
브라질 대선	10/02	높음	보통
중국 공산당대회	10/11 월(미정)	높음	높음
UN COP 27	11/07	보통	낮음
미국 중간선거	11/08	보통	높음
G20 정상회담	11/15 ~16	보통	높음

항목	舊 냉전 (소련)	新 냉전	
		트럼프	바이든
목표	상대진영 붕괴	미국 VS 기타 국가	중러 경제
경쟁 내용	이념	경제 이익	경제 이익 & 가치
진영 대립	블록 대결	미국 우선	약한 블록 → 다극화
경제 통합도	강한 결속	결속 탈피	지역별 및 기술 결속
핵심 경쟁 분야	정치 군사	경제	경제 & 기술
G2 상호 경제 의존도	거의 없음	높음 (中 제조업)	높음 (中 소비 및 서비스업)
군사충돌 가능성	존재	부분적	낮음

Part II

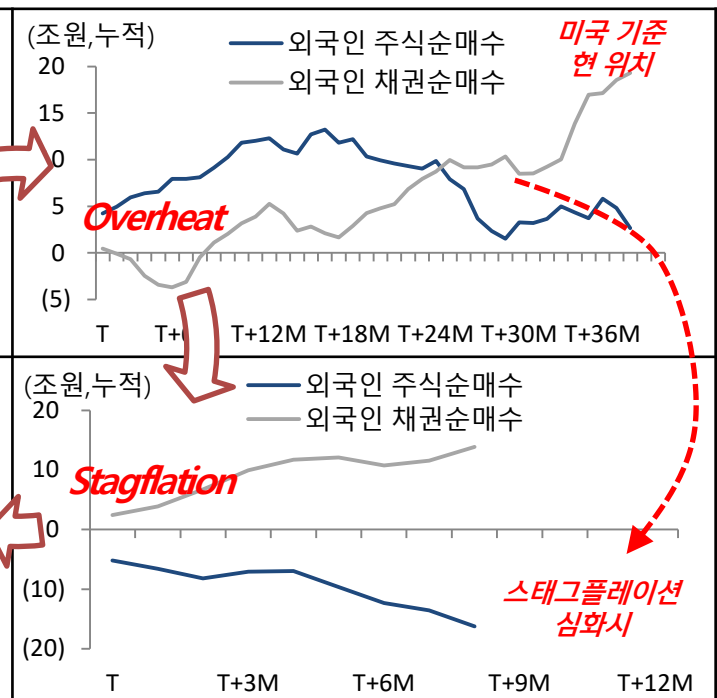
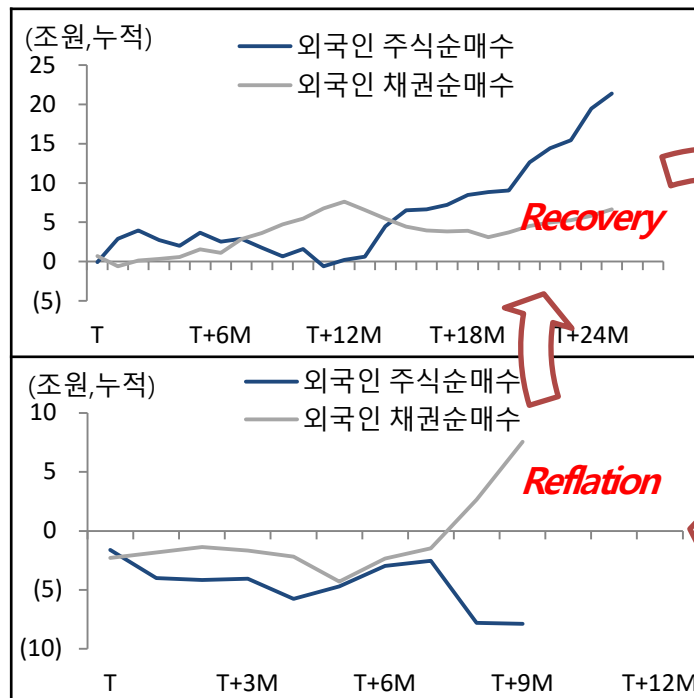
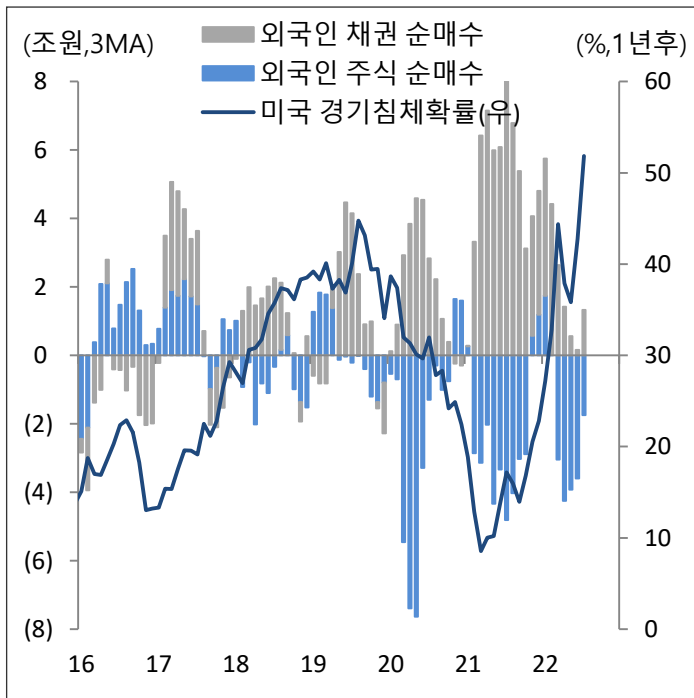
원화 환율

관전 포인트

관전 포인트 ⑤ : 투자시계별 펀드플로 변화 스태그플레이션에 민감한 외국인 투자 자금

- 투자시계 : 통상 Overheat(원자재) ⇒ Stagflation(현금) ⇒ Reflation(채권) ⇒ Recovery(주식)을 주기적으로 반복
- 현재 미국 경기 및 물가 지표상 과열(Overheat)을 지나 유가 상승과 심리 저하에 따라 스태그플레이션 국면으로 이동
 - 한국 주식시장 상대적 매력도 저하, 과열 국면이 진행될수록 외국인 순매도 전환/스태그플레이션 국면 시 순매도 확대
 - 채권시장의 경우 경기침체 불안감으로 상대적으로 우호적 환경 형성되나 한-미 금리차 역전이 관련 자금 유입 제한

스태그플레이션 경계감 깊어질수록 외국인들의 국내 주식 이탈 가능성도 높아져



자료: Fidelity, Refinitiv, Bloomberg, 신한은행 S&T센터
 주: 오른쪽 그림은 투자시계에 해당하는 과거 기간 동안 대표적인 외국인 주식과 채권 투자 패턴을 평균화

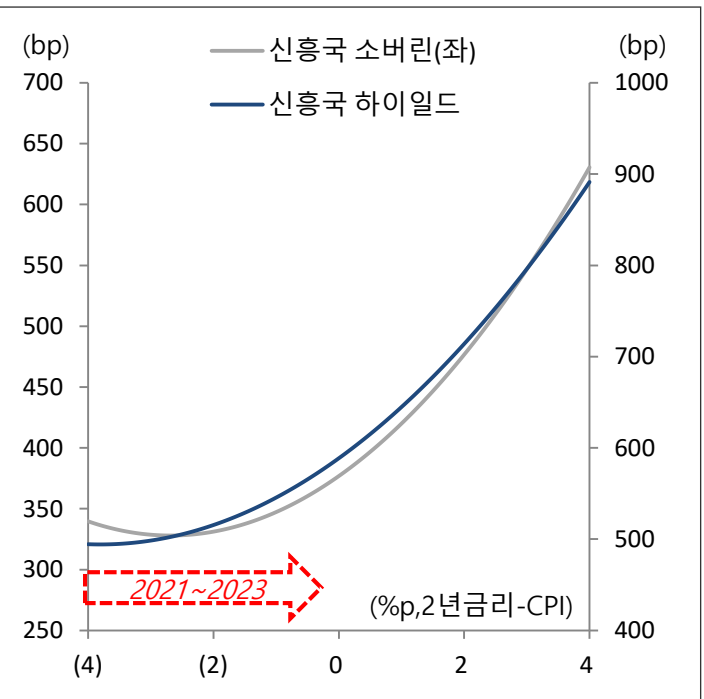
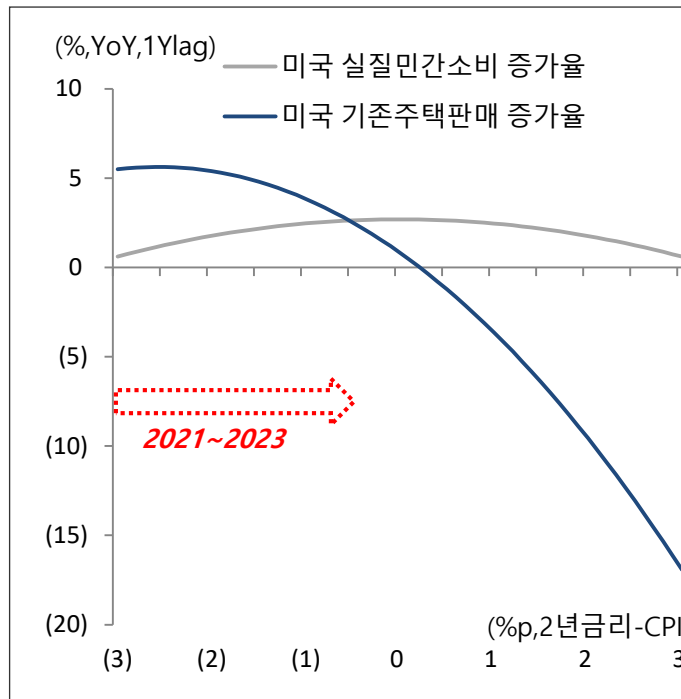
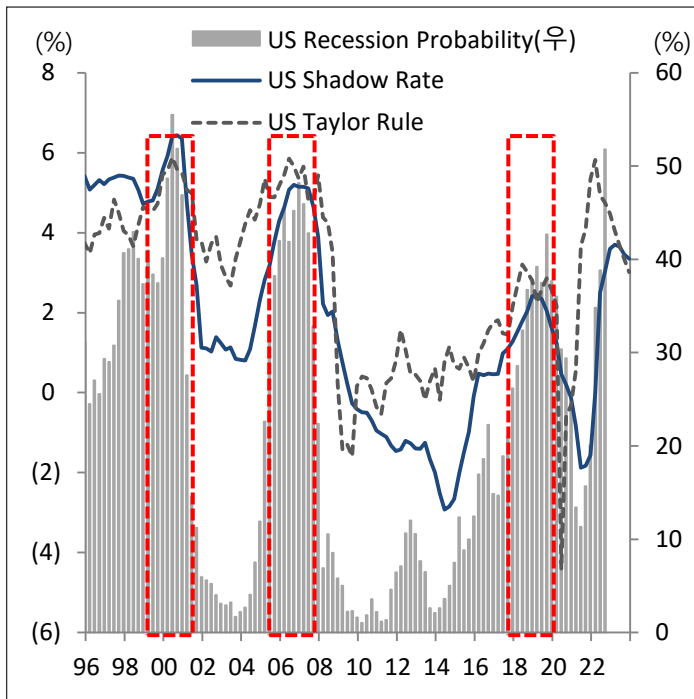
Part III

원화 환율
시사점과 전망

“No Way Out 1”: 연준 통화긴축의 연쇄 효과 시장 변동성에서 주택시장과 신흥시장으로 이전

- 과거에도 테일러 준칙으로 대표되는 이론적 적정금리 근접 시 자산시장 경계감 커지며 조정구간에 진입되는 경향
- 이론적 적정 수준과 간극 빠르게 줄어드는 가운데 부채 증가로 인한 파괴적 긴축 전개시 격렬한 반응 야기할 가능성
- 역설적으로 적정금리 도달을 위해 빠른 속도의 금리인상 진행되며 향후 글로벌 부동산 및 신흥시장에 상대적 부담

증장기적으로 적정금리 수준에 다가서며 글로벌 주택 시장과 신흥국에 점차 부담 가중 소지



자료 : FRB, Refinitiv, Bloomberg, 신한은행 S&T센터

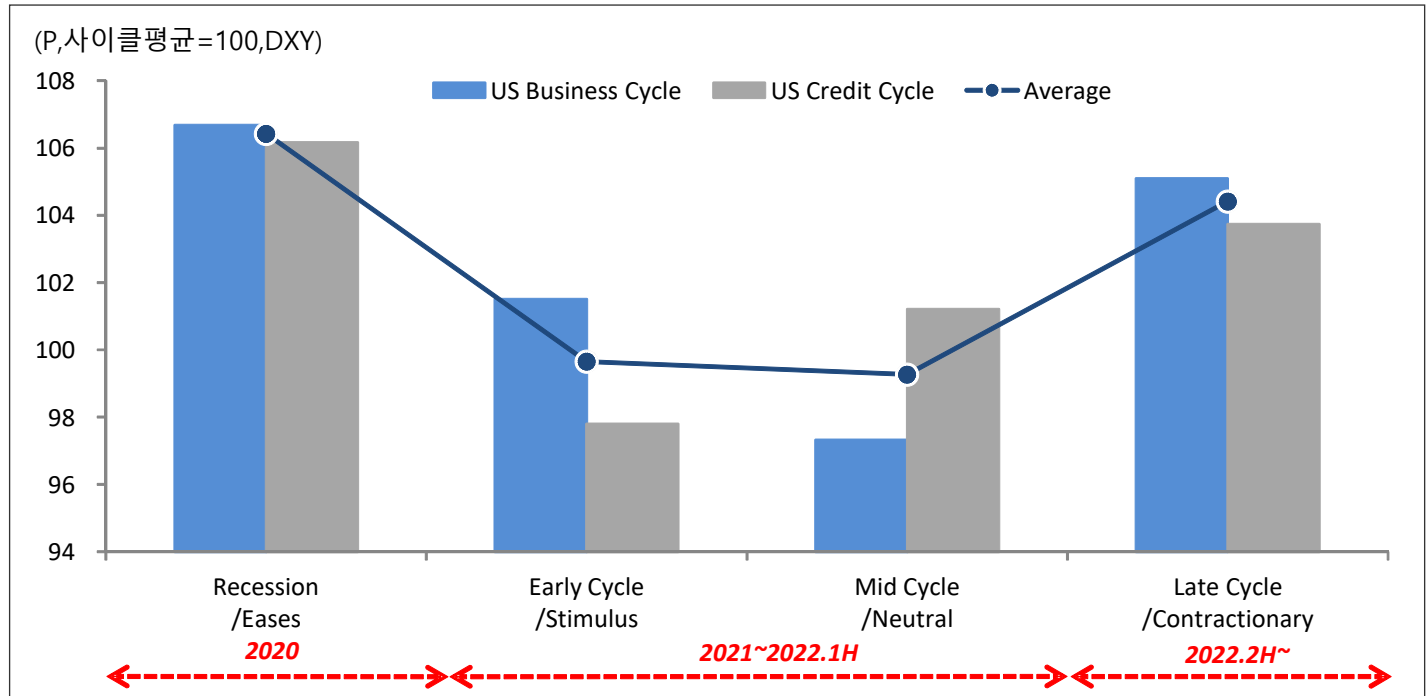
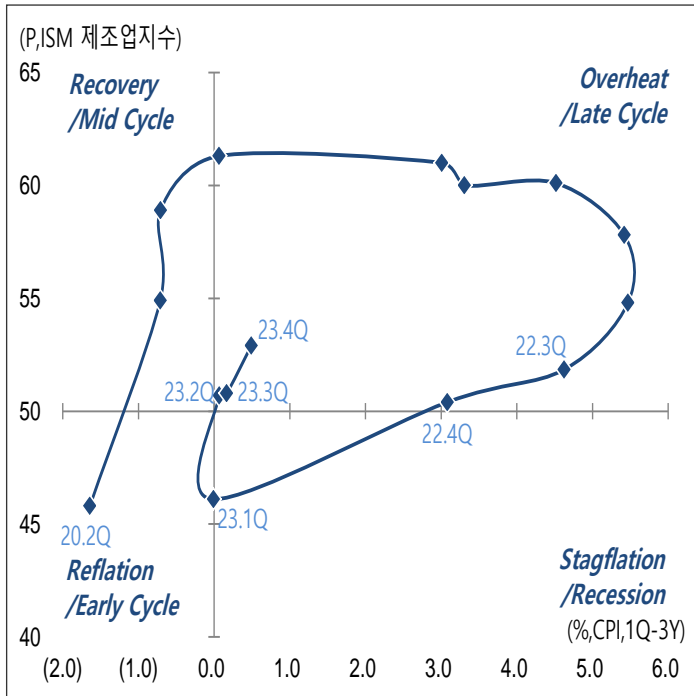
Part III

원화 환율
시사점과 전망

“No Way Out 2”: 미국 침체 위험과 스마일 달러 달러 자산 선호도를 높여주는 침체 위험 확률

- 스마일 달러: 미국 경기/통화정책 사이클상 경기 활황 및 침체기에 달러가 선호되며 U자형을 나타내는 경향
- 미국 경기와 통화정책은 ‘Late Cycle/Contractionary’로 점차 이동하며 미달러 지지하는 가운데 침체 위험 경계
- 스태그플레이션을 비롯한 경기침체 위험 높아질 경우 글로벌 대체 자산 부재해 달러 강세로 보다 기울어질 가능성

통화 긴축과 경기 충격 마무리되어야 끝나는 달러 강세, 스마일 달러 이론상 아직 달러 강세 우위에 힘을 실어주는 구간



자료: Refinitiv, Bloomberg, 신한은행 S&T센터
주: 왼쪽 그림 중 2022년 물가 및 경기지표는 시장 컨센서스를 사용. 2023년은 1994년 채권대학살 직후 1995년의 실제치 적용

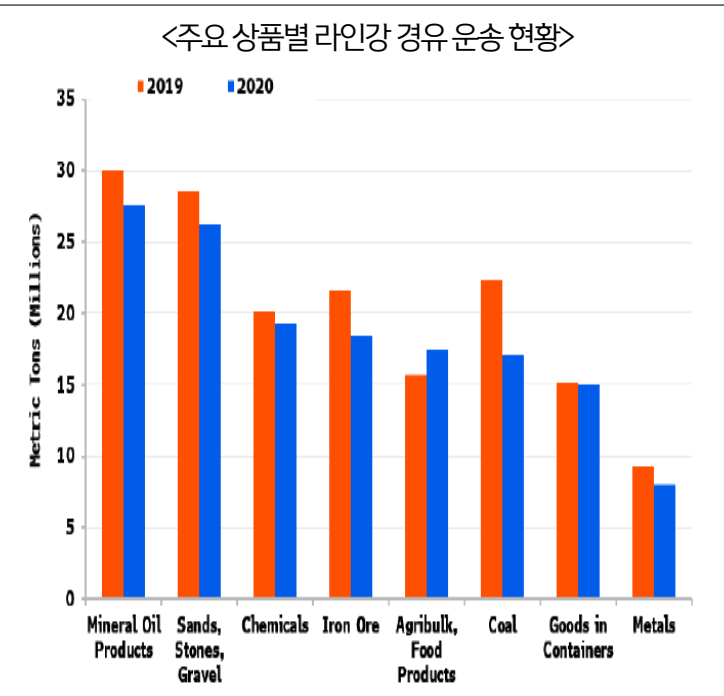
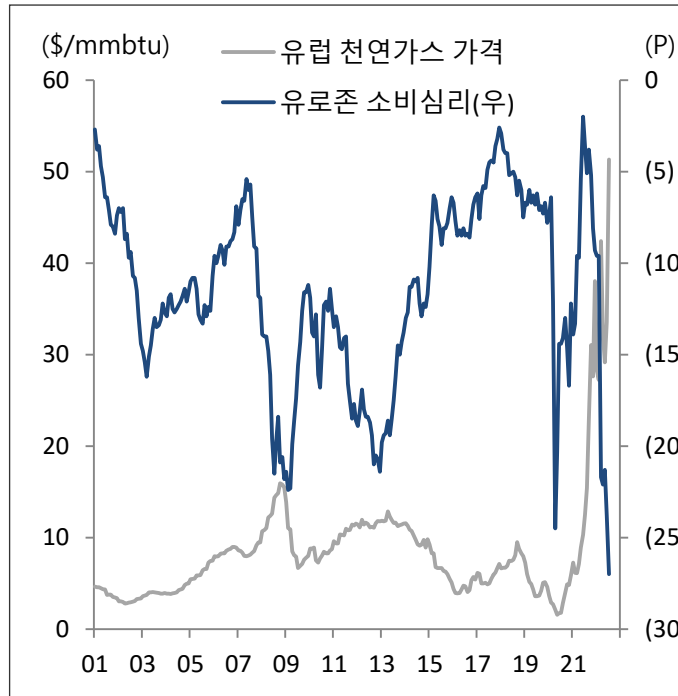
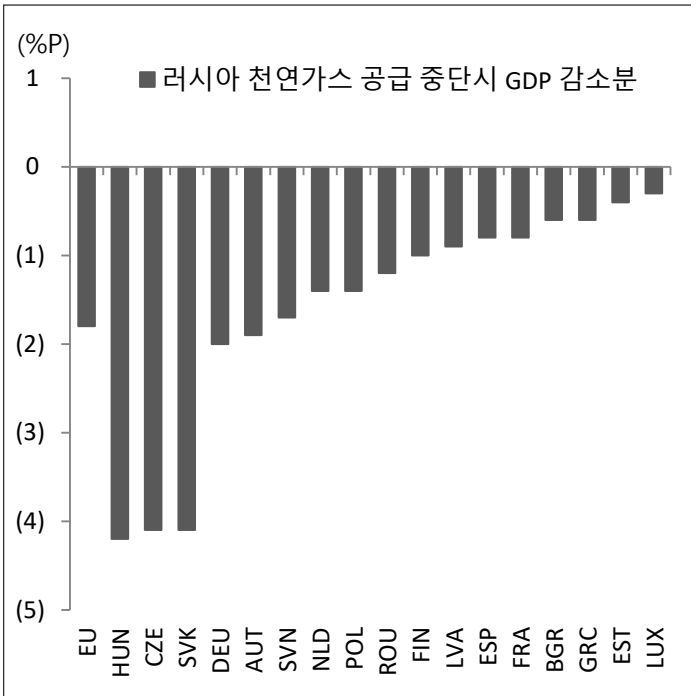
Part III

원화 환율
시사점과 전망

“No Way Out 3”: 흑한의 겨울을 준비하는 유로존 어쩌면 코로나보다 무서운 천연가스 폭등 위기

- 우크라이나 사태 장기화로 피로감 쌓이는 가운데 극한의 가뭄과 천연가스 가격 급등으로 유럽의 경제 여건 악화
- 특히 러시아 천연가스 의존도 45%에 이르고 있어 러시아의 가스 공급 중단과 흑한이 맞물릴 경우 침체 위험 급등
- 비록 천연가스 공급처 다변화 및 대체 에너지 발굴 등에 나서고 있으나 러시아 가스 공급 중단시 -1.8% 성장 후퇴

우크라이나 사태 장기화의 후유증과 이상 기후로 침체 위험에서 자유롭지 못한 유럽



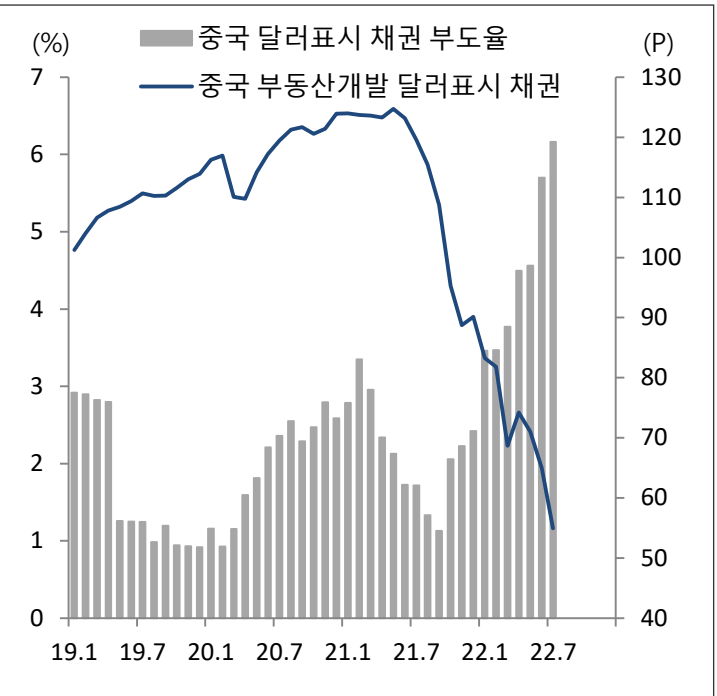
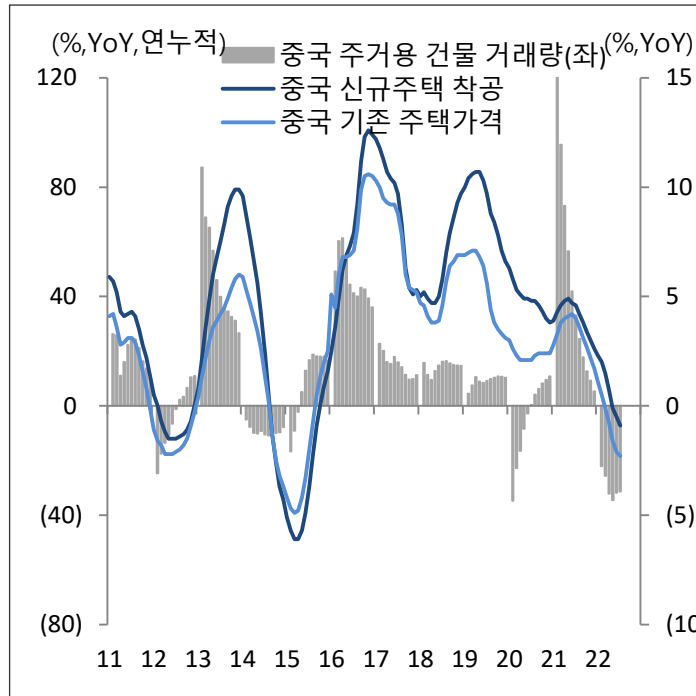
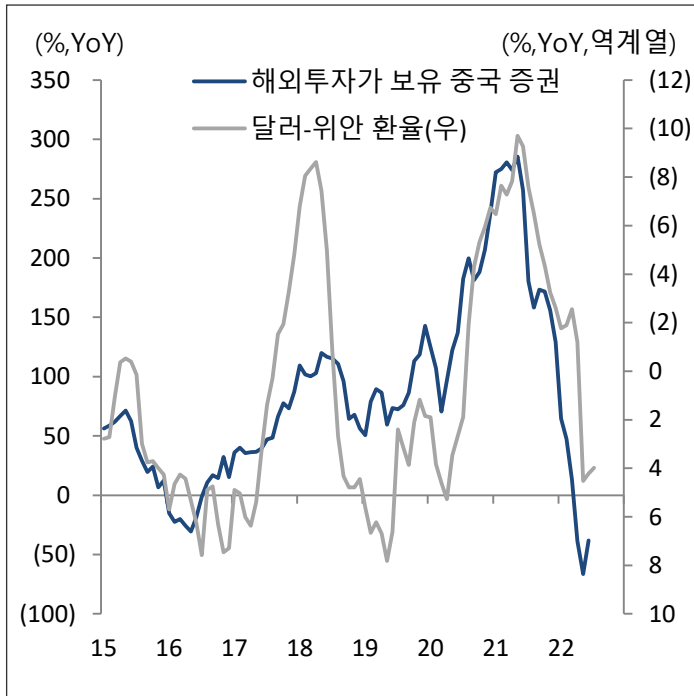
Part III

원화 환율
시사점과 전망

“No Way Out 4”: 부동산 침체에 시달리는 중국 디레버리징 진행 향방에 따라 파급력 커질 소지

- 제로 코로나 정책 영향이 크게 작용하고 있으나 부동산 경기 후퇴와 디레버리징 압력 더해지며 중국 경제 위축
- 헝다 사태 이후 신뢰 저하되며 달러 표시 채권 가격 급락세 이어지는 가운데 부동산 거래와 가격의 동반 하락 전개
- 중국 정부의 금리인하 등 경기부양 의지로 극단적 금융위기 피해 가더라도 불확실성 노출로 인한 자금 이탈 경계

제로 코로나, 디레버리징 압력, 부동산 후퇴로 분위기 냉각된 중국 경제



Part III

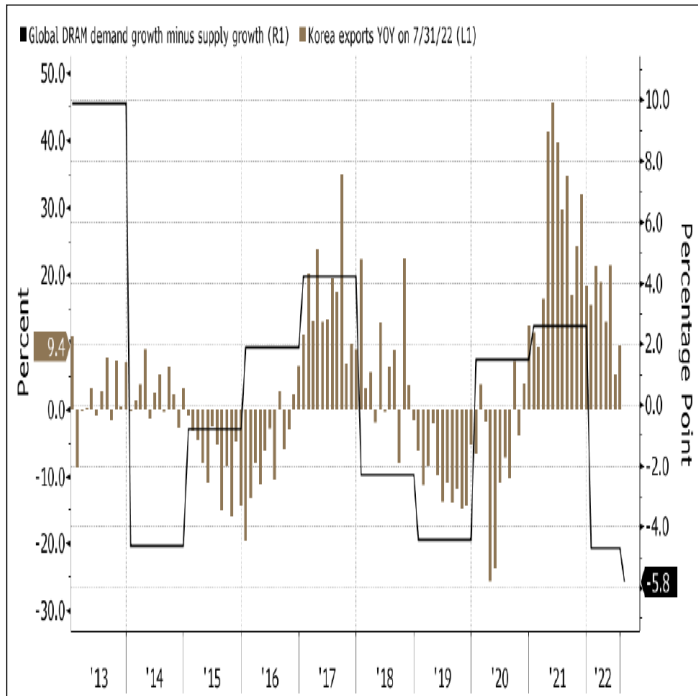
원화 환율
시사점과 전망

“No Way Out 5”: 엇갈리는 반도체 동맹의 득과 실

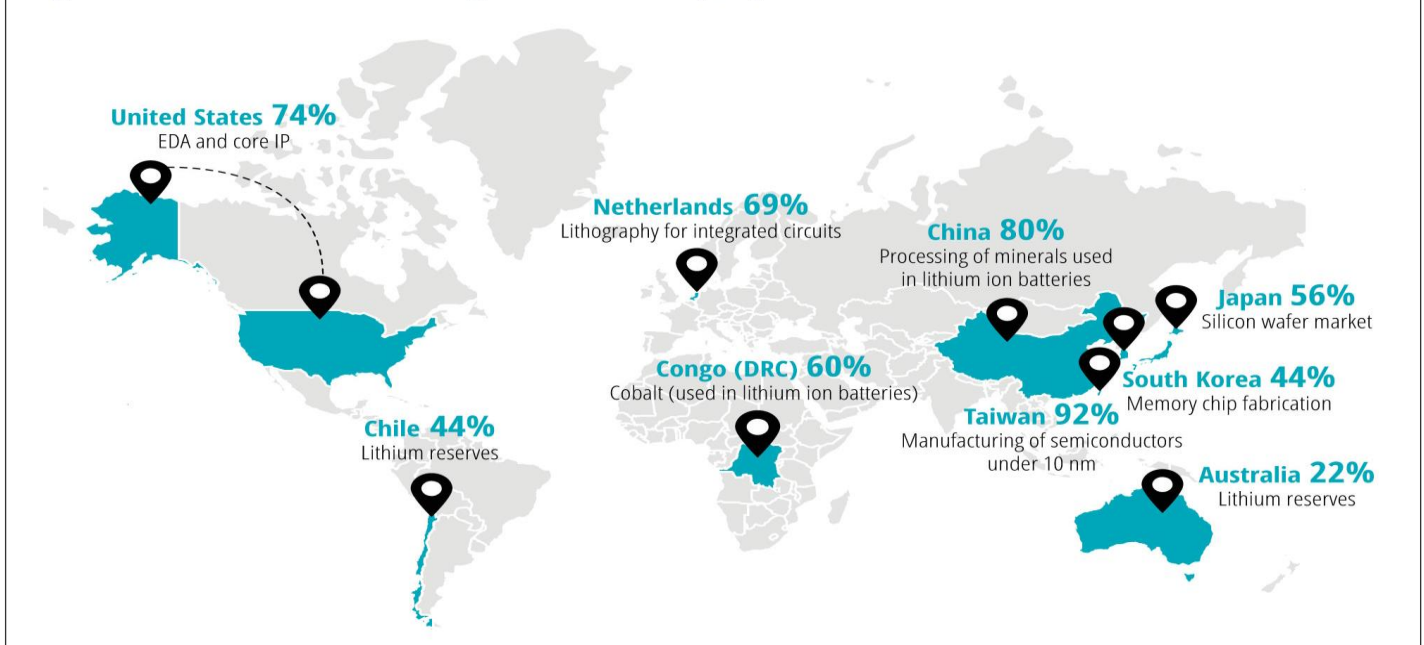
중국 견제와 초과 공급 등으로 부담스러운 Chip4

- Chip4 반도체 동맹은 경제 협력 강화라는 측면도 있으나 미국 중심의 공급망 재편과 생산 내재화 유발
- 더구나 중국이 반도체 최종 수요자이자 최대 교역국인 만큼 자국 반도체 육성 및 한국 견제 빌미 제공
- 코로나로 특수를 누린 IT 관련 수요 떨어지며 초과 공급 우위 형성되고 있는 상황에서 실익이 엇갈릴 듯

반도체로 얽힌 미국과 아시아의 기술 동맹 VS 대중 교역 비중 높은 한국의 고민



High concentrations in the global tech supply chain



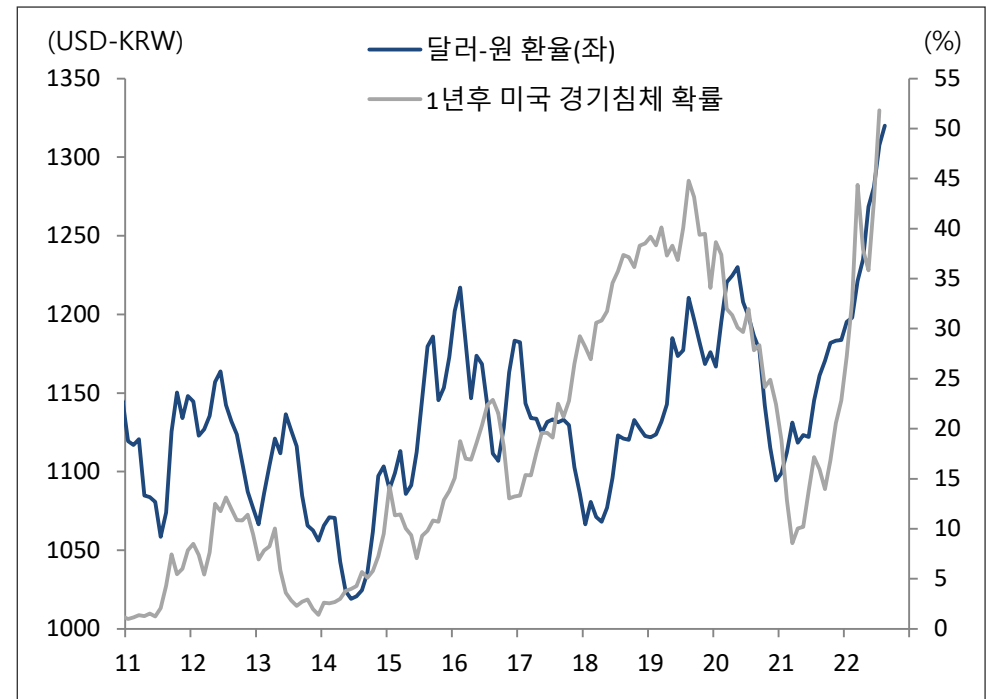
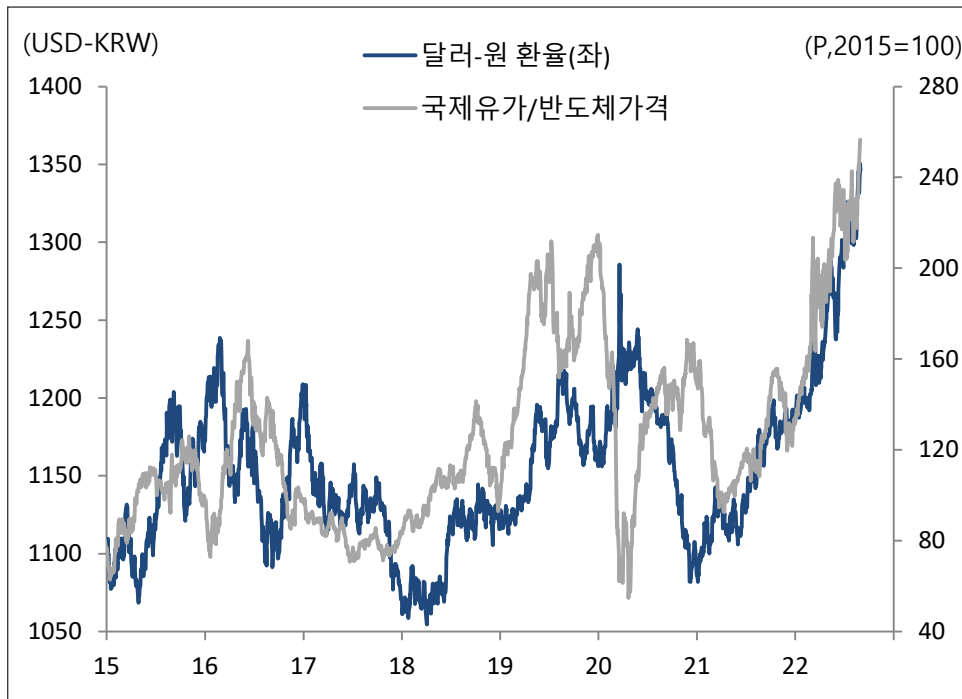
Part III

원화 환율
시사점과 전망

3고 시대 현실화 우려로 1,350원 상단 신뢰 약화 1차 저항선 1370원, 2차 1400원으로 후퇴 가능성

- 지난 하반기 전망에서 지적한 글로벌 3고 시대(고물가, 고금리, 고부채)의 위험이 좀 더 가시화되는 가운데 잭슨 홀 미팅에서 연준이 예상보다 긴축적인 고금리 환경 장기화 가능성을 열어 놓으며 달러-원 환율 상승 압력 가중된 상황
- 비록 펀더멘털과 괴리 발생할 수 있지만 미달러 독주에 전세계 통화 끌려가는 상황. 유럽, 중국 등도 미국과 더불어 동반 침체 위험에 노출되며 미달러를 제어할 상황 아닌 만큼 당초 1,350원으로 제시한 하반기 상단 넘어설 가능성 배제 못해

3고 위험에 노출된 가운데 글로벌 경기침체 위험 더해질 경우 1,350원 넘어서는 추가상승 배제 못해



자료: Refinitiv, Bloomberg, 신한은행 S&T센터
주: 전망 테이블 상향 조정 포함 하반기 수정 전망은 9월 FOMC 직후로 예정

Disclaimer

- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 신한은행 S&T센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
- 본 자료의 환율, 금리 등 시장정보 및 전망 등은 참고 자료일 뿐 투자에 관련된 최종적인 의사결정은 고객님의 판단에 의하여야 합니다.
- 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 이코노미스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자정보 등의 대외 제공에 관한 당사의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.

