NH투자증권

외환(FX)

지금, 중요한 건 탈달러?

미 달러에 대한 헤지(Hedge) 구도가 강해짐. 경기와 맞물린 약달러 베팅 지속. 재정으로 성장 자극이 어려운 만큼 예외주의 약화 일로. 전통적 안전자산 판도도 달라짐. 금은 물론 보유고 내 금을 늘린 스웨덴, 스위스 통화 강세도 이어지는 중

권아민 (외환)
02)768-7505, ahminkwon@nhqv.com

엄서진(해외채권 Jr. /외환)
02)768-7021, eumsj@nhqv.com

이제 'Risk on/off'는 설명이 어려움, 결국 달러($) Hedge 여부?

언뜻 보면 달러는 관세, 중동 사태 등 뉴스와 연동되어 보인다. 다만 현재 달러에 대한 투기적 순매수 포지션은 2024 년 9 월(당시 Fed 빅컷) 수준으로 하락해 있다. 상대 경기 모멘텀 둔화 확인 후 약달러 베팅이 심화된 상황인데, 소매판매, GDP 등 부진한 경제 지표를 고려하면 현재 약달러 베팅이 바닥이라고 보기 어렵다.

전통적인 Risk on/off 로는 자산간의 관계가 설명되지 않는데, 최근 달러 지수(DXY) 구성 통화 중 스웨덴 코로나, 스위스 프랑화의 강세가 힌트다. 신용등급이 강등된 미국과 달리 범유럽권 통화들은 재정지출 모멘텀이 자산시장에 호재다. 스웨덴, 스위스 정부부채 비율은 30% 내외로 선진국 중 가장 낮다. 한편 금(Gold)의 성과가 돋보이는데, 스웨덴, 스위스는 러-우 전쟁 후 보유고 내 금을 가장 많이 늘렸다는 공통점이 있다. 결국 달러 헤지 차원에서 만들어진 안전자산 구도 내 변화라 판단된다.

이미 많이 진행된 원화 강세, 좀 더 진행될 것으로 보는 이유

1) 대외 재료: 러-우 전쟁 때와 달리 한국 수입물가 상승률은 마이너스(-). 중동 리스크에 따른 직접적 악영향은 제한적. 오히려 여타 아시아 통화 강세가 지속되고 있음. 특히 달러 대비 대만달러화 가치가 3 년래 최고치로 상승. 대만 보험사 환헤지 수요와 맞물린 추가 TWD 강세 베팅은 프록시 헤지 기능을 가진 KRW 에도 강세 베팅 가능성

2) 대내 경상수급 개선 ① Outward: 내국인 해외투자 모멘텀이 약화. 트럼프 대통령의 보조금 불확실성과 맞물려 대내 미국향 FDI 유출은 고점을 통과. 5 월초 대만달러, 6 월초 대선 이후 원/달러 환율이 빠르게 급락했는데, 외화환산 손익 악화가 우려되는 시점에서 5 월과 6 월 모두 미국주식 순매수 결제액도 마이너스(-) 전환

3) 대내 경상수급 개선 ② Inward: 견조한 외국인 수급 유입 중. 과거 외국인 지분율이 유의미하게 올랐을 당시 원/달러 환율은 하락 계절성 관찰. 또 하나의 가능성은 국내 투자. 신정부 출범과 국내 기업 투자계획이 맞물려 해외자회사가 들고 있는 내부 유보 잉여금(재투자수익수입)이 국내로 들어올 경우, 추가적으로 환율 레벨이 하락할 가능성

중요한 건 탈달러?

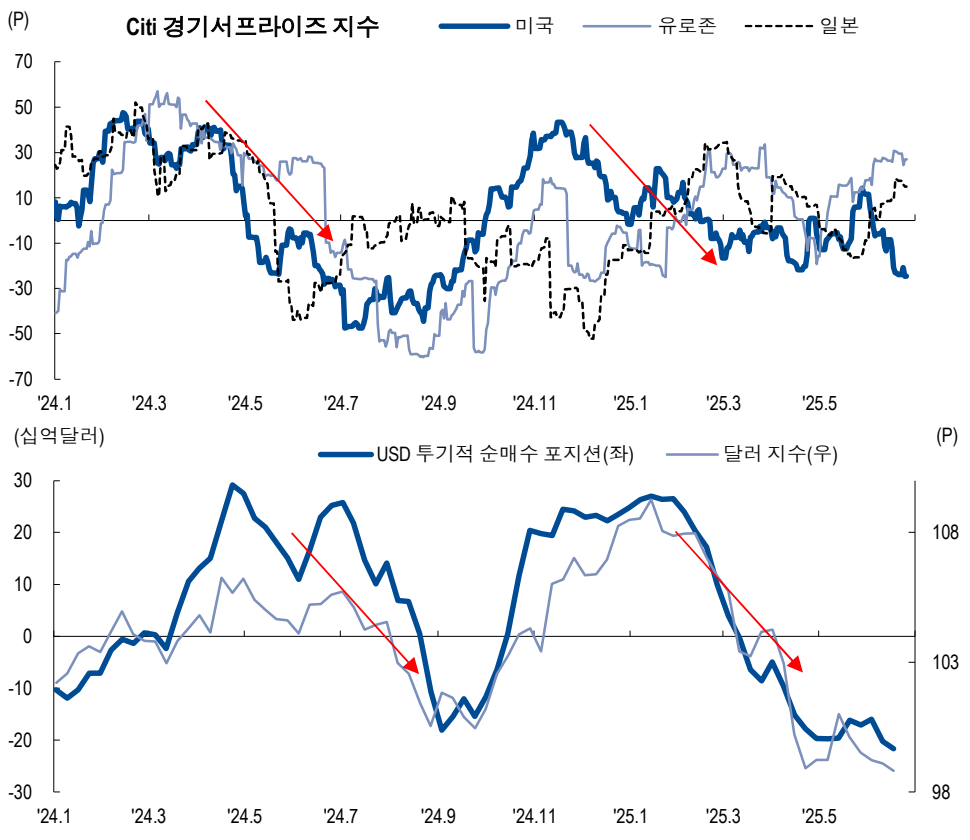
경기 고려하면, 현재 약달러 베팅은 과하지 않음

표면적으로 뉴스, 좀 더 보면 결국 경기?

연초 이후 미국 예외주의 둔화 전망에 달러 지수(DXY)는 10%가량 하락했다. 6월중 중동 리스크가 확산됨에 따라 달러 지수가 일시적으로 반등하기도 했으나 휴전 이후 재차 약달러 흐름이 진행 중이다. 중동 사태 전개와 향후 유가 흐름에 따라 부침이 있겠으나 **자세히 보면, 좀 더 이유 있는 약달러 흐름이 진행 중인 것으로 판단한다.**

미국 월간 소매판매는 4월(-0.1%m-m)과 5월(-0.9%m-m) 모두 마이너스(-)를 기록했으며, 1분기 GDP 확정치 역시 -0.5%로 3년래 역성장이다. 연초 이후 달러화에 대한 투기적 순매수 포지션은 2024년 9월, 즉 연준의 빅컷(50bp) 전후 수준보다도 약세 베팅이 심화된 상황이다. 그러나 경기 모멘텀 둔화 후 시차를 두고 약달러 베팅이 커졌다는 점을 볼 때 현 수준의 약달러 베팅이 과도하다고 보기 어렵다.

그림1. 경기 모멘텀 둔화 확인 이후 추가 약달러 베팅 진행…?



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

중동발 리스크 고조? Risk on/off 로 설명은 되지 않음

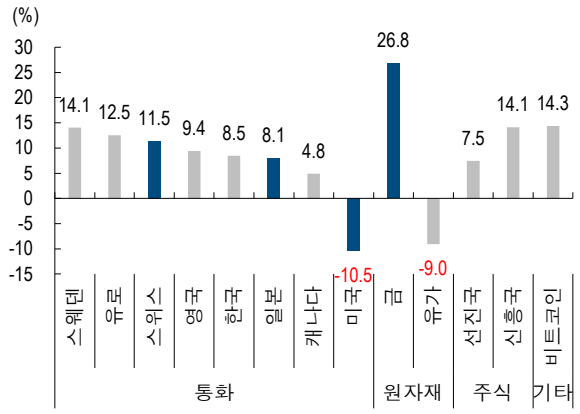
중동 사태때도 Risk-on/off로는 설명이 어렵다

연초 이후의 약달러는 예외주의 둔화 이슈로 치더라도, 최근 불거진 지정학적 리스크에서 보듯 전통적인 Risk on/off 여부로 자산 구도를 설명하기 어렵다.

안전자산의 성격을 가진 스위스 프랑화, 일본 엔화 및 금 등이 강세를 보이고 있지만 주식의 경우 신흥국 상대성과가 더 양호하며, 위험자산의 대표격인 비트코인 강세가 여전하다. 6월 이후 중동발 리스크 당시 잠시 주춤했으나 뒤이어 나타난 약달러와 맞물려 비트코인 현물 ETF로 자금 유입도 견조하다.

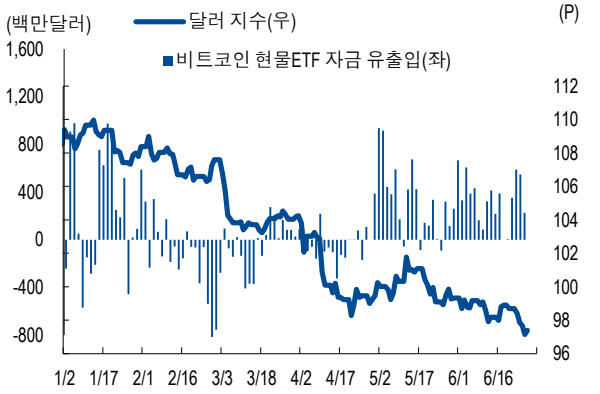
특히 달러 지수(DXY) 구성 통화 내에서 보면, 연초 이후 스웨덴 크로나와 스위스 프랑화 성과가 돋보인다. 스웨덴 크로나와 스위스 프랑은 2000년대 초중반 완연한 EM 주도 사이클, 또는 미국 리세션(Recession)시기 달러를 크게 아웃퍼폼한 바 있다. 일반적으로 이들 국가는 물가상승률 레벨이 낮아 상대적으로 변동성이 낮은 편이나, 올해 해당 통화의 완연한 강세 흐름에서 안전자산에 대한 힌트를 찾아볼 수 있다.

그림2. 연초 이후 주요 성과, 스웨덴 크로나가 Top 통화



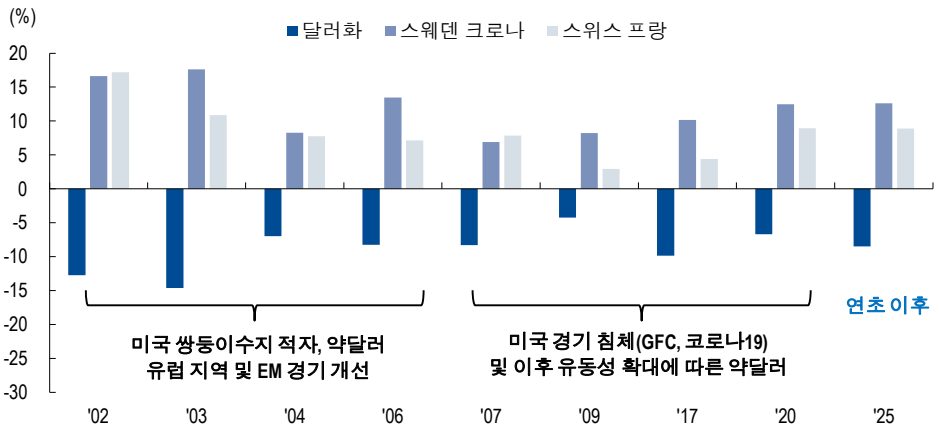
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림3. 달러화 약세와 맞물린 비트코인 자금유입 지속



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림4. Non-US 반등으로 달러가 약세거나, 미국발 리세션으로 달러가 약세거나



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

무언가 달라진 안전자산 리그 1) 달러

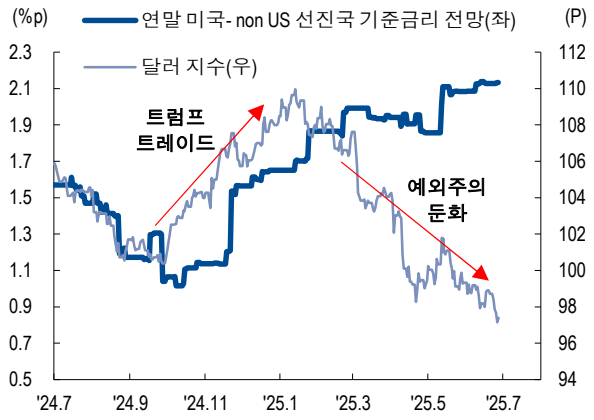
달러, 예외주의 둔화 우려는 결국 재정

1) 달러: 좀 먼 얘기인 기축통화 위상 논의는 차치하더라도, US 자산에 대한 선호는 꺾일 것으로 전망된다. 그간 강달러를 견인한 것은 단연 미국 예외주의 흐름인데, 그를 지지한 것은 정부의 재정지출이다. 신용등급 강등 이후 재정지출 우려가 오히려 미국 자산에 대한 우려로 연결되고 있는 만큼 달러화의 추가 약세 전망이 유효하다.

현재 관세 불확실성에 대비한 Fed의 보수적 스탠스가 이어지며 달러 지수의 금리 전망 차의 괴리가 상당하다. 최근 달러 지수와 국채금리의 상관계수는 3년래 최저 수준이다. 전통적 자산간 상관관계를 정치적 이해관계가 대체 중인 것으로 판단된다.

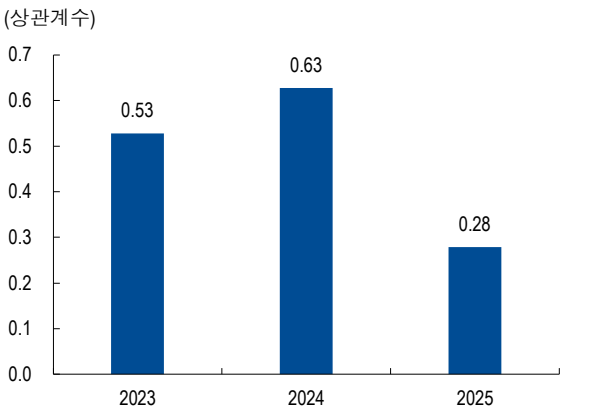
반면 독일은 5월 초 신임 총리 선출 이후 재정정책에 속도가 붙을 예정이다. 국방 특별 예산 편성 및 인프라 투자 등 재정 모멘텀이 성장률 상향 조정 및 유로화 강세의 근거가 되고 있다. '재정' 카드에 상대적으로 범유럽권 통화가 더욱 반색하는 이유다. 스웨덴, 스위스의 경우 정부부채 비율은 30% 수준으로 선진국 중 가장 낮다.

그림5. 향후 통화정책 전망과 달러 지수 괴리 심화



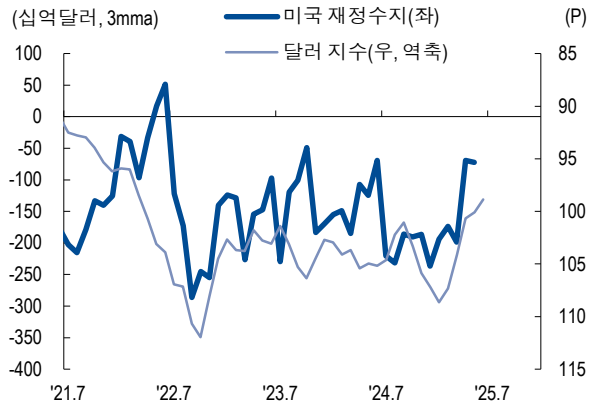
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림6. 연초 이후 미국채 10년과 달러와 상관계수 약화



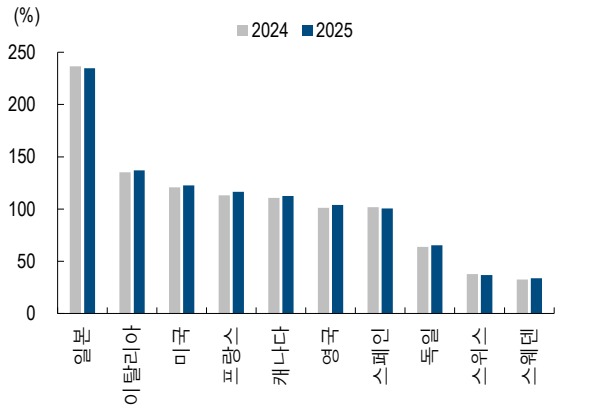
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림7. 미국 재정지출 축소가 약달러 요인?



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림8. 주요 선진국 GDP 대비 정부부채 비율



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

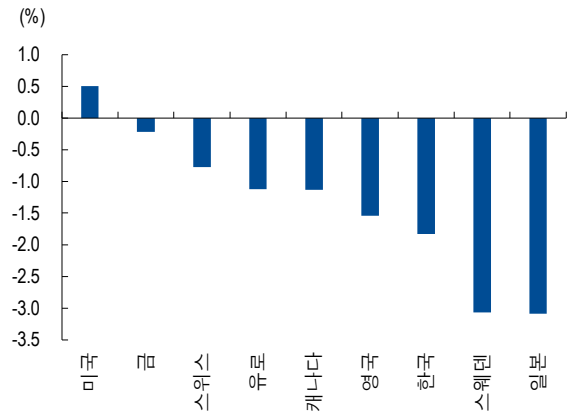
무언가 달라진 안전자산 리그 2) 엔화와 금

예전의 엔화는 아님 스웨덴, 스위스 강세는 금과 연관?

2) 엔화: 연초 이후 엔화 흐름은 리스크 오프 재료보다 미-일 금리 차이 축소가 주효했다. 최근 BoJ의 금리인상 시점이 지연되며, 재차 미-일간 기준금리 전망 차이가 확대되자, 달러/엔 환율 역시 레벨을 높였다. 순환적 관점에서 금리 차에 따른 엔화 강세를 전망한다. 다만 일본은 3년 연속 상품수지가 적자이며, 미국 주식, FDI를 비롯한 대내 꾸준한 외화 수요가 필요하다는 점에서 안전자산의 위상이 과거 대비 약해질 공산이 크다.

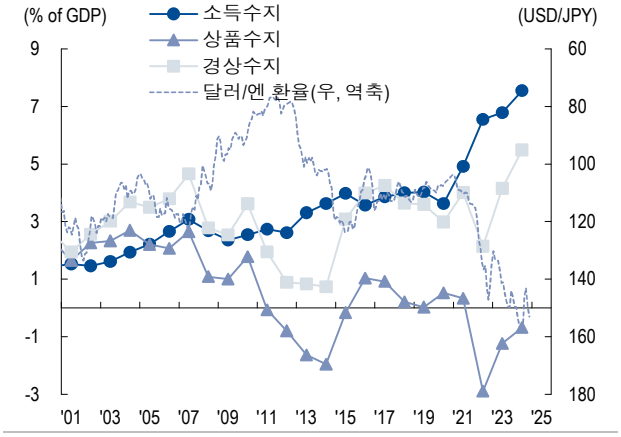
3) 금: 관세 불확실성을 염두에 둔 일부 안전자산 선호 수요에 따른 Safe haven으로써의 위상이 탄탄하다. 달러 헤지 차원의 글로벌 중앙은행 금 매입도 지속되고 있다(당사 향후 12개월 금 가격 목표 온스당 4,000달러 수준). 스웨덴, 스위스는 러-우 전쟁 이후 외환보유고 내 금을 가장 많이 늘렸다는 공통점이 있다.

그림9. 이란 공습부터 휴전까지, 일본 엔화 약세폭 확대?



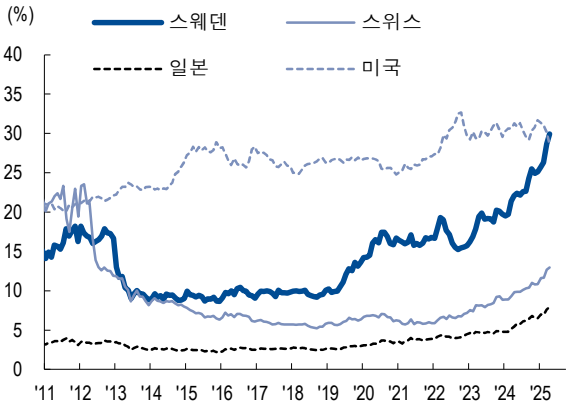
주: 6월 12일부터 6월 24일까지
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림10. 일본은 상품수지 적자국, 과거의 엔화는 아님



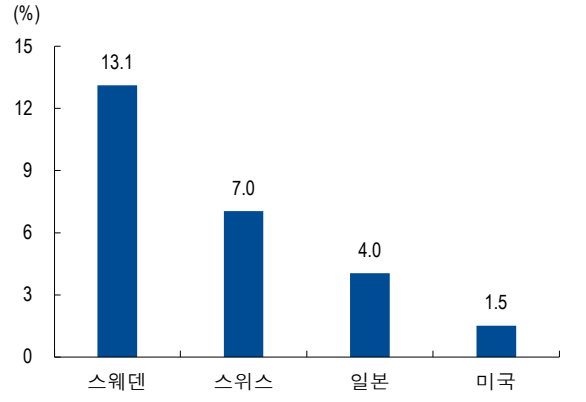
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림11. 중앙은행 보유고 내 금 보유 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림12. 2022년 이후 보유고 내 금 비중 변화



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

원/달러 환율, 더 내려갈 룸이 있다면?!

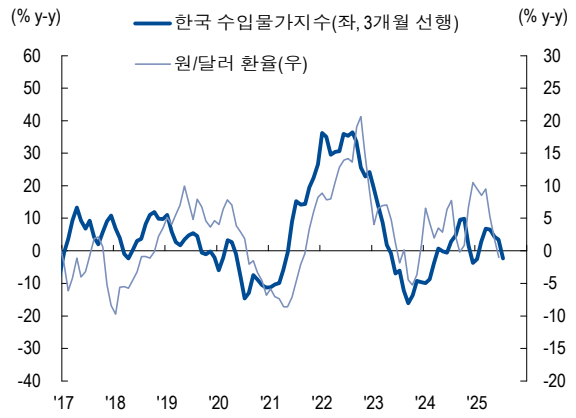
원/달러 환율, 많이 내려왔지만 더 내려갈 가능성

6월초 국민연금 전략적 환헤지 종료 소식이 전해지며 현물환율이 재차 상승할 것이란 전망도 제기된다. 다만 구조적 해외투자 확대에 따른 달러 수요는 외환시장엔 이미 상수로 봐야할 것이며, 올해 환율 하단이 1,300원에 그칠 것으로 전망하는 이유다. 오히려 순환적으로는 환율의 추가 하락을 전망한다.(당사 연간 하단 1,300원)

1) **대외 재료:** 러-우 전쟁 때와 달리 한국의 수입물가 상승률은 마이너스(-). 중동 리스크와 유가 상황이 미치는 악영향은 제한적. 오히려 여타 아시아 통화 강세가 지속. 특히 달러 대비 대만달러화 가치가 3년래 최고치로 상승. 대만 보험사 환헤지 수요와 맞물린 추가 TWD 강세 베팅은 프록시 헤지 기능을 수행하는 KRW 강세 베팅 요인

2) **대내 경상수급 개선 ① Outward:** 내국인 해외투자 모멘텀이 약화. 트럼프 정권의 보조금 불확실성과 맞물려 대내 미국향 FDI 유출은 고점을 통과. 5월 이후 대만달러발, 6월 대선 이후 원/달러 환율이 빠르게 급락한 상황. 외화환산 손익 악화 우려로 지난 5, 6월 미국주식 순매수 결제액도 마이너스(-) 전환

그림13. 수입물가 상승률은 마이너스(-). 중동 리스크 제한

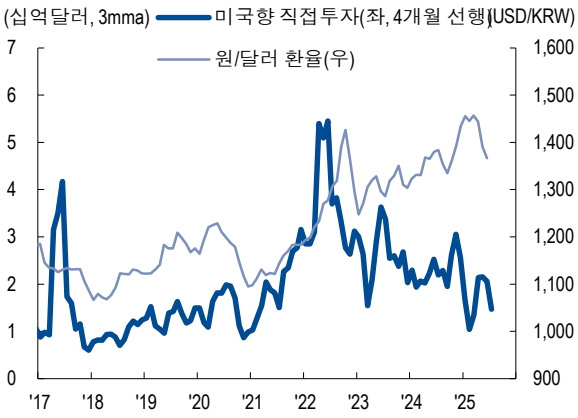


자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

그림14. 원화보다 더욱 빠르게 강세를 보이는 대만달러

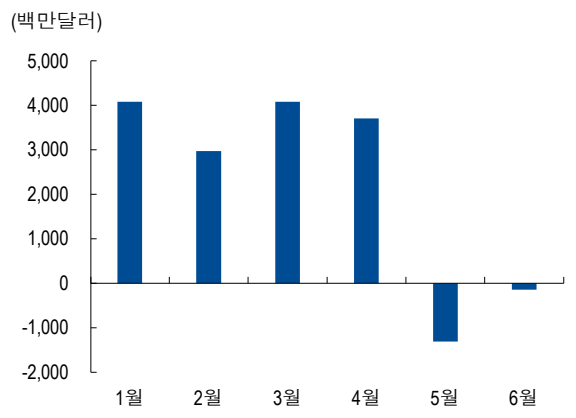
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림15. 한국, 미국향 FDI 유출은 고점을 통과



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림16. 5월 이후 미국 주식 순매수 결제액, 마이너스(-)



자료: 한국예탁결제원, NH투자증권 리서치본부

순대외자산과 경상수지의 바뀐 방향성

3) 대내 경상수급 개선 ② Inward: 신정부 정책 기대감과 맞물려 외국인의 견조한 수급이 유입 중. 6월 한 달 한국 주식시장은 G20중 가장 두드러지는 수익률 기록했는데, 6월 전체 시가총액 대비 외국인 지분율은 32%로 5월(31.7%) 대비 소폭 반등. 과거 외국인 지분율이 유의미하게 올랐던 국면에서 원/달러 환율은 하락 계절성이 관찰

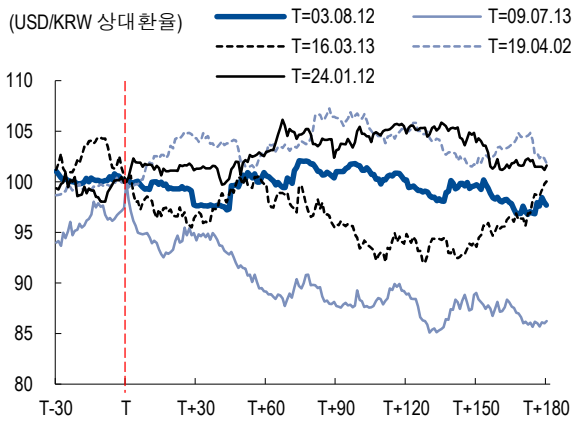
또 하나의 가능성은, 국내 투자다. 신정부 출범 이후 주요 기업들이 대규모 국내 투자 계획을 발표 중인데, **해외자회사가 들고 있는 내부 유보 잉여금(재투자수익수입)이 국내로 들어올 경우, 추가적으로 환율 레벨이 하락할 가능성이 있다.**

2023년초 이중과세 개편으로 해외 유보금의 본국 송환이 진행될 당시 환율이 1,200원대 중반까지 빠르게 하락한 경험이 있다. 2024년 이후 재투자수익수입 추이는 재차 오름세였던 만큼, 현재 진행중인 달러화 약세 및 국내 신정부 출범과 맞물려 들어올 여지가 확대된 것으로 판단된다.

그림17. 우리나라 외국인 지분율, 반등?

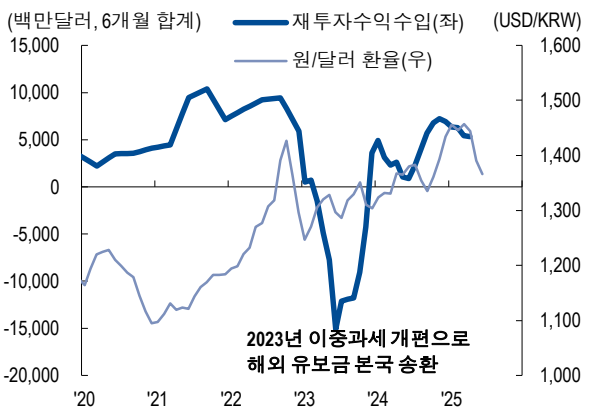
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림18. 역대 외인 지분율 상승시 이후 원/달러 추이



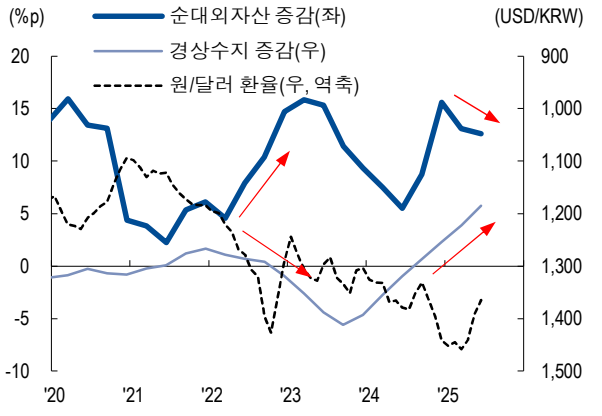
주: 연평균 기준 외인 지분율, 전년대비 1% 이상. T-30~T+180이 해당 기간 외인지분율 상승시기
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림19. 재투자수익수입(해외자회사 내부 유보 잉여금), 2023년 마이너스(-) 기록 후 재차 확대. 들여올 가능성



자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

그림20. 순대외자산 증가가 주춤(내국인 해외투자 주춤, 외국인 국내투자 확대)+경상수급 회복 = 순환적 원화 강세 요인



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자 상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.