



## 환율 전망(2014년 6월)

2013-05-30

신한은행 금융공학센터

### 달러/원

대외적인 환율 상승 모멘텀에는 반응 않는 원화. 하락세 재개될 듯

#### ◆ 상승 / 하락 요인

- ▶ 상승요인
  - 신흥국 금융시장에 유입된 글로벌 자본의 차익 실현 가능성
- ▶ 하락요인
  - 1,050원 하향 돌파 이후 뚜렷해진 일방적 하락 기대감(신흥국 통화와 차별화)
  - 최근 美 국채금리 하락세, 기업들의 대기(\$ 매도) 물량 압박, 경상흑자 등

#### ◆ 6월 전망

4월 환율 급락 이후 원달러가 대외적인 환율 상승 모멘텀에는 반응하지 않는 반면, 하락모멘텀에는 반응하면서 일방적 하락흐름 보이고 있음. 경상수지 흑자가 올해도 급증 추세이고, 금융위기 이후 고환율에 익숙해졌던 기업들의 대기(\$매도) 물량 압박도 상당하여 추가 하락 예상.

#### ◆ 6월 예상레인지 : 1,000 ~ 1,030

### 달러/엔

상승 모색할 것으로 보이나, 최근 美 국채금리 하락세로 인해 상승폭 제한될 듯

#### ◆ 상승 / 하락 요인

- ▶ 상승요인
  - 美·일간 성장률 격차 등 향후 예상되는 양국간의 차별화된 경기 여건
  - 6월 ECB 통화정책 계기로 달러화가 엔화에도 강세를 보일 가능성
- ▶ 하락요인
  - BOJ 추가 정책 기대감 약화, 日 정부의 성장정책(6월 발표 예상) 실망 가능성
  - 최근의 美 국채금리 하락세

#### ◆ 6월 전망

6월 초 ECB가 정책금리를 인하할 경우 달러화가 엔화에도 상대적 강세를 보일 것으로 예상됨. 그러나, 올 들어 좀처럼 상승 기미를 보이지 않는 美 국채금리로 인해 달러/엔의 상방경직성이 유지되며 상승은 소폭에 그칠 듯.

#### ◆ 6월 예상레인지 : 101 ~ 104

**엔/원**

**달러/원 흐름에 동반하여 하락 예상. 1,000원 지지력 크지 않을 수 있음**

## ◆ 상승 / 하락 요인

- ▶ 상승요인 • BOJ 추가 정책 기대감 약화, 日 정부의 성장정책(6월 발표 예상) 실망 가능성
- ▶ 하락요인 • 일방적인 원화 강세 기대심리 부각

## ◆ 6월 전망

2월 이후 엔화가 US\$에는 뚜렷한 방향성 없으나, 원화에는 완전한 약세 기조임.  
6월에도 원화 강세 압력 유지되며 연저점(1/2, 996원) 돌파될 듯.  
거래 범위는 980원~1,010원에 형성될 것으로 예상.

## ◆ 6월 예상레인지 : 962 ~ 1,020 (단순 재정환율)

**유로/달러**

**對유로존 긍정적 투자심리에 변화 조짐 나타나고 있어, 유로화 약세 추가 진행 예상**

## ◆ 상승 / 하락 요인

- ▶ 상승요인 • 유로존의 공격적 통화완화정책(美, 日) 실행 가능성에 대한 의구심
- ▶ 하락요인 • 유로존 주변국 국채의 거품 논란 등 최근 유로존에 대한 투자 심리 악화  
• 정책금리 인하 기대감 (6/5, ECB 통화정책회의)

## ◆ 6월 전망

유로존이 미국식의 공격적 통화완화정책을 실시할 수 있을지에 대한 의구심 있으나, 6/5 ECB의 금리인하 등 정책 기대감이 고조되어 있음. 유로존 주변국 국채의 거품 논란 등으로 최근 유로존에 대한 투자심리도 악화되고 있어 5월 시작된 유로화 약세가 추가 진행될 것으로 예상됨.

## ◆ 6월 예상레인지 : 1.33 ~ 1.37

## &lt; 6월 환율 전망 &gt;

| 구분    | 달러/원          | 달러/엔      | 엔/원(100엔)   | 유로/달러       |
|-------|---------------|-----------|-------------|-------------|
| 6월 전망 | 1,000 ~ 1,030 | 101 ~ 104 | 962 ~ 1,020 | 1.33 ~ 1.37 |

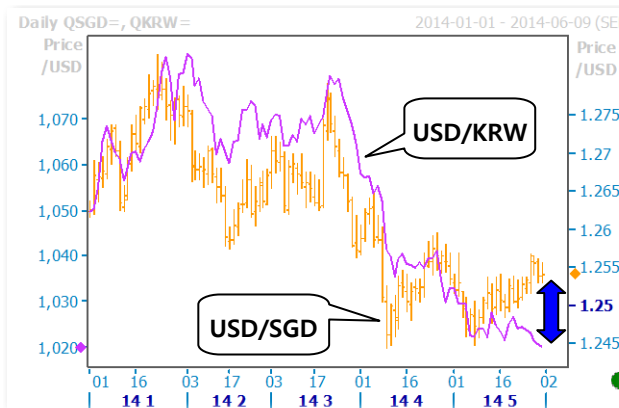


## < 이슈별 쟁점 정리 >

### 1. 달러/원 환율 향방

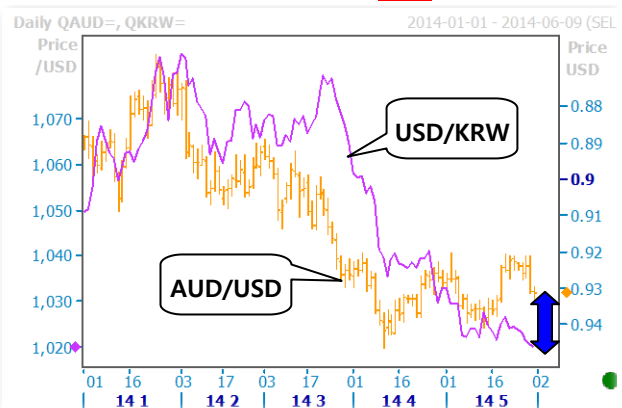
- ◆ **하락일변도의 달러/원** : 5월에도 달러/원 환율은 하락 일변도의 흐름이었다. 아시아 권역에서 비교 대상으로 삼을 수 있을 수 있는 **SGD**가 5월 8일 이후 약세 흐름을, **AUD** 역시 5월중 대체로 약세 흐름을 보였음에도 원화는 강세로 일관하는 모습을 보이며 달러/원이 하락 일변도에서 탈피하지 못했다. 한마디로 원화는 웬만한 환율 상승 요인에는 반응하지 않았으며 단지 환율 하락을 뒤로 미루는 수준에서 반응하였다. 외환당국의 표현대로 가히 "쓸림현상"이라고 할 만하다. 단적인 예로, 5월 27일 아시아 주식시장에서 外人들의 차익실현이 나타나면서 아시아 신흥국 통화들의 환율이 "모두" 상승하는 흐름을 보였고, 코스피 지수 역시 이날 1,997.63으로 전일 대비 13pt가량 하락 마감하였음에도 유독 달러/원 환율만 하락하였다.

< USD/KRW vs USD/SGD 환율 >



자료 : 톰슨로이터

< USD/KRW vs AUD/USD(역축) 환율 >



자료 : 톰슨로이터, AUD/USD는 역축(逆軸)

- ◆ **넘쳐나는 달러** : 이렇듯 달러/원 환율이 하락일변도 흐름을 보이는 것은 단순한 경상수지 흑자 탓이 아니라 경상수지 흑자의 "급증세"가 가장 큰 원인으로 보인다. 2011년 경제규모(GDP) 대비 채 2%가 안 되었던 경상흑자 비율이 2012년부터 급증 추세를 보이고 있는데, 올해는 4월까지 추세로만 보면 이 비율이 7%(계절변동조정)가 넘을 것으로 예상된다. 특히 5/29 발표된 4월 경상수지에서 **상품수지 흑자가 월간 기준으로 사상 처음으로 100억불을 넘어서는 등** 기업에 유입되는 달러자금이 넘쳐나는 반면, 4월 이후 환율 급락세에도 불구하고 금융위기 이후 고환율에 익숙해진 수출 기업들이 대응시기를 놓치자 달러 매도 대기 물량 압박이 증가하며 달러/원 환율을 짓누르고 있다. 한국은행도 5/9 금융통화위원회 회의에서 환율 움직임과 그 원인, 제반 여건 등에 대해 집중적으로 논의하는 등 대책에 부심한 모습이다.



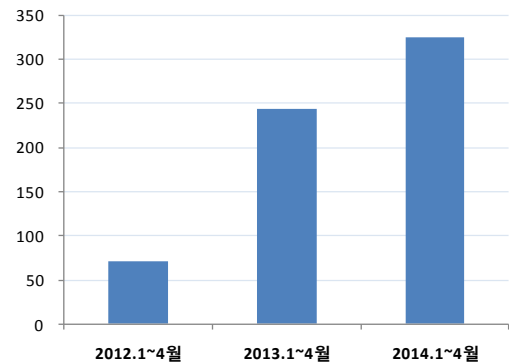
&lt; 외환시장 관련 지표 &gt;

| 구 분       | 2011    | 2012   | 2013   | 2014.04 |
|-----------|---------|--------|--------|---------|
| 경상수지      | 187     | 508    | 799    | 325*    |
| - GDP 대비  | 1.6%    | 4.2%   | 6.1%   | 7%상회    |
| 기업외화예금    | 267     | 320    | 430    | 525     |
| 외환 보유액    | 3,064   | 3,270  | 3,465  | 3,559   |
| 韓 CDS(5Y) | 160.8bp | 68.0bp | 65.9bp | 63.0bp  |

\* 계절변동조정치

자료 : 한국은행, 단위: 억 \$

&lt; 경상수지 추이 &gt;



자료 : 한국은행, 계절변동조정치

- ◆ **ECB의 정책 가능성** : 대외적으로는 심각한 디플레이션 위협에 직면한 ECB가 6/5 통화정책회의에서 더욱 완화적인 정책을 내놓으리라는 기대가 큰 상황이다. 현재 시장에서 회자되는 주요 정책 옵션들은 다음과 같다.

| ECB 정책수단      | 내용                  | 기대효과            | 단점          |
|---------------|---------------------|-----------------|-------------|
| MRO 15bp 인하   | 정책금리 인하             | 유로 약세           | FX외 효과 제한   |
| 마이너스 예금금리     | 초단기 유동성에 대한 페널티 부과  | 유로 약세           | 은행수익성 악화    |
| 채권 불태화 중단     | 유동성 흡수 중단           | 1700억 유로 유동성 공급 | FX외 효과 제한   |
| Targeted LTRO | 중소기업대출 5년           | 대출확대            | LTRO 효과 논란  |
| ABS 매입        | 3,000억 유로이하 민간자산 매입 | 대출확대            | 시장규모 제한     |
| QE(양적완화)      | 1조 유로 이상 국채 매입      | 자산가격 상승         | 정치적, 시기적 논란 |

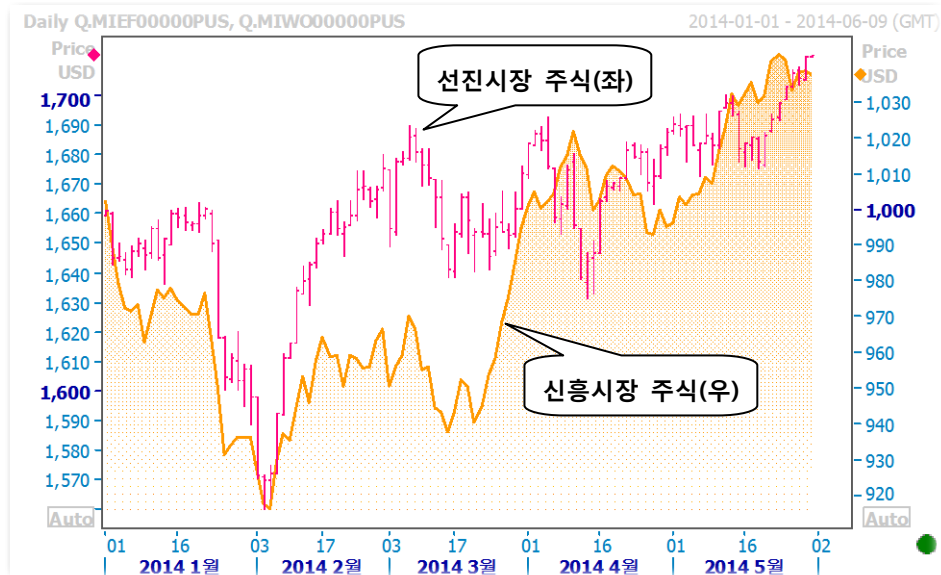
이 중 QE(Quantitative Easing) 정책은 여전히 독일이 부정적인 입장을 취하고 있어, 단기적으로 실행 가능성이 낮게 평가되고 있으나 이외의 정책들은 상대적으로 6월에 시행 가능성이 높은 상황으로 이 중 몇 가지 옵션들이 동시에 패키지로 시행될 것으로 기대되고 있다.

- ◆ **ECB 액션에 따른 달러/원의 향방** : 문제는 6/5 ECB회의 이후의 금융시장 향방이다. 참고로 2011년말(12/8) ECB가 처음으로 LTRO(Long Term Refinancing Operation, 장기대출프로그램) 정책을 발표한 이후 신흥국 금융시장은 3개월 가량 주식시장과 통화의 동반 강세가 나타나며 환율이 하락세를 보인 바 있다. 물론, 현재 주식시장이 2월 이후 강세를 보이고 있어 ECB 정책에 대한 반응 기간은 짧을 수 있다. 한편, ECB의 완화정책이 주요통화에 대한 달러화 강세를 유발하고 이 모멘텀이 기타 통화에도 전해지면 원화에 대해서도 달러화가 강세를 보일 수 있다는 기대가 있다. 그러나, 앞서 기술하였듯 현재 서울외환시장에는 환율 반등을 기다리는 달러 매도 대기 물량 압박이 상당한 데다, 글로벌 자본이 신흥국 금융시장으로 추가로 유입될 수 있어 달러/원이 추가로 급락할 가능성을 배제할 수 없다. 이러한 가능성이 현실화될 경우, 일방적인 환율 하락으로 심각한 수익성 악화에 시달리고 있는 한계기업의 아우성을 외면할 수 없는 당국도 미국이나 IMF등의 비판을 무릅쓰고라도 속도조절에 나설 것으로 보인다.



- ◆ **환율 반등 가능성?** : 최소한 6월 美 연준의 **FOMC회의(6/17~18)**까지는 환율이 반등하기 힘들 것으로 보인다. 물론, FOMC회의 이후에도 달러화가 원화에 대해서는 약세를 보일 수 있다. 그러나, 주식시장이 선진시장/신흥시장 불문하고 2월 초 저점 이후 상승세 이어가는 가운데, 6월까지 상승세가 연장될 경우 신흥시장에 투자한 글로벌 자본이 작은 재료에도 민감하게 반응하며 차익 실현의 계기로 삼을 수 있다. 2월 초(2/4) 저점 이후 5월말(5/29)까지 선진시장은 약 10%, 신흥시장은 약 14% 상승하였고(각각 MSCI World, MSCI EM 기준), 現 주식시장 강세가 실적 뒷받침보다는 주요 선진국들의 통화정책 방향에 기댄 측면이 강하다는 점에서 심리에 취약하다고 판단하기 때문이다. 6월 FOMC회의는 향후 정책금리 전망 등 경제 전망이 발표되고 엘런 의장의 기자회견도 예정되어 있다는 점에서 4월 말 당시 FOMC회의보다 그 무게감 자체가 다르다.

< 2014년 중 선진/신흥시장의 주가흐름 >



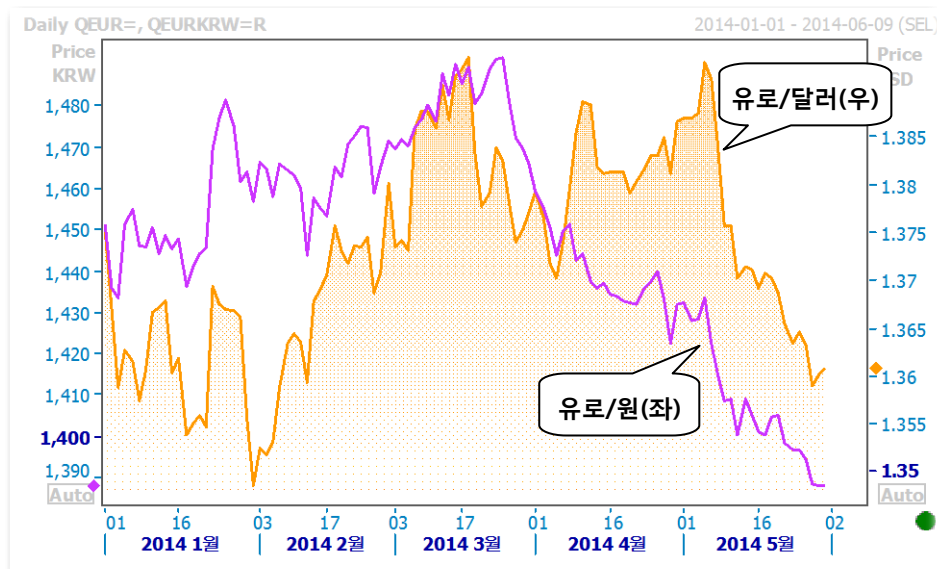
자료 : 톰슨로이터



## 2. 유로화 향방

- ◆ **유로화 동향** : 유로화의 움직임은 1.3993(EUR/USD)까지 상승하며 1.40을 목전에 뒀던 5/8을 기점으로 하락세로 전환되었다. 이날 ECB 통화정책회의 이후 드라기 총재가 6월 액션 가능성을 뚜렷하게 밝히자 그 동안 거품논란이 일던 유로존 주변국 국채 등에서 일부 투자자들이 이탈하기 시작하면서 유로화 강세 압력이 누그러지기 시작했다. 일례로 WSJ(월스트리트저널)에 따르면 블랙록이 포르투갈 국채를 5월에 집중적으로 매도, 유로존 주변국 국채 비중을 크게 줄이면서 신흥시장 채권에 투자한 것으로 알려졌다. 아시아 신흥국 주식시장도 같은 날인 5/8을 단기 저점으로 하여 반등을 시작, 5/29 현재 5% 가까이 상승하였는데, 결국 5/8은 글로벌 자본이 포트폴리오 조정에서 나선 단기적인 분수령이었다.

< 2014년 중 유로/달러 vs 유로/원 환율 추이 >



자료 : 톰슨로이터

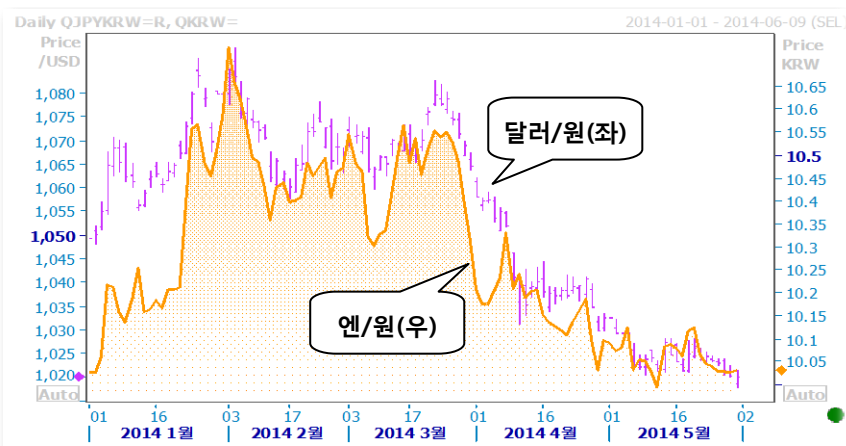
- ◆ **유로화 향방** : 불과 5월초까지만 하더라도 유로화의 강세 압력이 꺾일 기미가 보이지 않았으나 유로존의 회복세가 기대만 못하고, 5/22~25 유럽의회 선거에서 유럽 통합 기조에 반대하는 정당들이 선전한 데다 유로존 주변국의 국채에 대한 거품 논란, 결정적으로 디플레이션 압력에 대응할 필요성 등이 유로화에 대한 기대를 하락으로 반전시키고 있다. 게다가 ECB가 6월 통화정책회의에서 행동(추가 완화)에 나서더라도 이것이 끝이 아닐 가능성이 있다는 사실(QE 등 정책 심화 가능성), 이와는 반대로 미국의 테이퍼링은 예상 종료시점인 10월말이 다가오고 있어 점차 달러 약세 압력이 누그러질 가능성이 높아 유로화는 중기적으로 하락 기조를 보일 것으로 전망한다.



### 3. 엔화 전망

- ◆ **달러/엔 동향** : 일본 중앙은행인 BOJ가 現 금융완화정책에 힘입어 경기가 완만한 회복세를 보이는 것으로 평가하는 가운데, 연초만 하더라도 시장이 확신했던 BOJ의 추가완화 정책 기대가 다소 후퇴하며 엔화 약세(달러/엔 상승) 기대감 역시 후퇴하였다. 연초 이후 조정국면을 거치던 달러/엔은 4/1 소비세 인상(5%→8%)을 계기로 추가완화 기대감으로 4월 첫주 반짝 반등, 104엔을 일시 회복한 것을 마지막으로 이렇다할 반등세를 보이지 못하고 있다. 올 들어 美 국채가 강세를 보이며 국채수익률이 하락한 것도 달러/엔 환율이 상승 동력을 잃는 데 일조하였다.
- ◆ **구로다 총재의 통화정책 한계 인식** : 더구나 최근(5/25) BOJ 구로다 총재조차 금융완화정책의 한계를 인정하는 듯한 발언을 하면서 결국 일본 정부가 의도하는 경제 회생을 위해서는 현재 1%에도 못 미치는 중기 잠재성장률이 증가해야 하며, 이를 위해서는 궁극적으로 정부의 성장정책이 효과를 내야 한다는 의견을 밝혔다. 이는 결국 일본 BOJ의 소임은 2%의 물가안정목표 달성 그 이상은 아니며 단순한 물가상승률 수치가 성장을 담보하지 못하기 때문에 6월중 발표할 것으로 예상되는 아베노믹스의 "세번째 화살", 성장정책에 기댈 수 밖에 없는 현실을 인정한 것이다.
- ◆ **달러/엔과 엔/원 전망** : BOJ에 대한 정책 기대감이 약화되더라도 美·일간 성장률 격차, 일본의 무역 적자로 인한 경상흑자 감소 등으로 인해 달러/엔의 중기 상승 전망에는 변함이 없다. 한편, 작년 달러/엔의 급등세로 인해 급락세를 보인 엔/원 환율도 올 들어 엔화 약세가 주춤하자 그 하락 동인(動因)이 엔화 약세보다는 원화 강세로 옮겨 간 상황이다. 즉, 엔/원 환율이 달러/원 하락 흐름과 유사한 흐름을 보이고 있다. 이러한 양상은 당분간 지속될 것으로 보이는 바, 엔/원 환율은 당분간 달러/원의 움직임과 그 궤를 같이 하며, 하락 흐름 보일 것으로 예상된다. 향후 예상되는 달러/원의 하락속도 조절은 엔/원 환율에서도 유사하게 나타날 것으로 보인다.

< 2014년 중 달러/원 vs 엔/원 환율 추이 >



자료 : 톰슨로이터

주: 이 자료는 단지 참고용으로서 특정거래를 제안하거나 유인할 목적으로 제공되는 것은 아니므로 이 자료를 보시는 분은 스스로 시장상황을 판단하거나 특정거래 실행여부를 결정하셔야 합니다.