

외국인 주식 자금 유인할 원화 강세

2020/ 1/ 13

Economist

이동호

(2009-7062)

dhlee@leading.co.kr

무력 대신 경제 제재로 대응한다는 트럼프 대통령의 발언으로 미국-이란간 군사적 충돌 우려감이 낮아졌다. 이란에 대한 경제 제재의 수위가 한층 더 높아질 전망이어서 양국간의 갈등 관계는 상당 기간 이어질 수 있겠으나 무력 충돌과 그 피해에 따른 공포 심리는 잦아들 것으로 예상된다.

이번 사태가 경제 펀더멘털에 미칠 시간적 틈이 없었다 보니 최근의 경기 회복 기대감이 다시금 생기면서 위험자산 선호심리 또한 회복될 수 있을 것으로 예상된다. 유가가 급등한 이후 하방경직적인 모습을 보이지 않을까 하는 것이 가장 큰 우려 요인이었고, 군사적 충돌 우려감에 따라 미 달러화의 safe haven 적 성격이 되살아나 달러화가 다시 강세 전환하는 것 아닌가 하는 점 또한 리스크 요인이었는데 그렇게 될 확률은 많이 낮아진 것으로 판단된다.

그렇다면 작년 말 이후 순매수세로 전환한 외국인 주식 매매에 다시 관심이 간다. 일단 경제의 순환적 관점에서만이라고 하더라도 한국 경제는 금년 중 완만한 회복의 가능성이 있다. 주식시장 밸류에이션 절대값이 전 세계 대부분 다 높기 때문에 상대 밸류 관점에서는 한국 주식시장이 큰 무리가 없는 상황이다. 여기에다 금년부터 회복을 시작할 반도체 경기 사이클에 대한 기대감도 적지 않다. 이러한 상황에서 환율이 우호적이면 외국인 주식 순매수세는 계속 이어질 가능성이 높다.

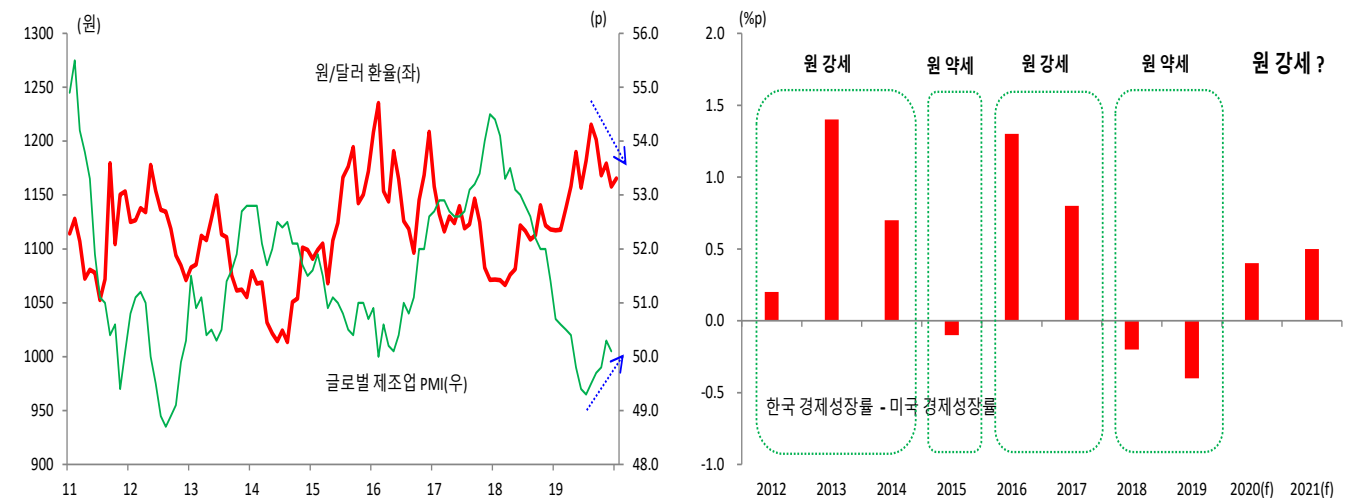
환율을 결정하는 변수는 여러 가지가 있겠지만 대체적으로 그 나라 경기 흐름의 방향성, 상대국과의 경제 성장률(금리) 비교, 수급 등이 주요 변수로 꼽힌다. 우선 경기 흐름의 방향성이다. 당연한 논리겠지만 <그림 1>에서 보는 바와 같이 원/달러 환율은 경기 지표 흐름에 연동한다. 한국 경제에서의 제조업 중요도와 수출 의존도를 고려해 글로벌 제조업 PMI 기준으로 판단해 본다. 글로벌 제조업 경기 회복세에 힘입어 향후 수출이 호전되고, 그 동안 pent-up 되어 있던 설비 투자심리도 일정 부분이나마 살아나게 되면 경기 흐름은 최근의 회복세를 이어갈 것으로 예상되고, 그런 상황이라면 원화 가치가 오를 수 있는 1차 여건이 형성된다.

둘째, 경제성장률의 상대 강도 비교 측면이다. 경기 회복세가 이어지는 가운데 금년 한국 경제성장률이 미국 경제성장률 보다 높아지는 상황까지 충족되면 원화는 달러화 대비 오를 수 있는 환경이 된다. <그림 2>에서 보는 바와 같이 역사적으로 관찰해 보더라도 원/달러 환율의 흐름은 미국과의 경제성장률 격차와 밀접한 관련성이 있다. 미국 대비 경제성장률이 상대적으로 낮으면 원화는 달러화 대비 약세였고, 미국 대비 높으면 원화는 강세 흐름이었다.

금년과 내년의 경우 한국 경제성장률이 미국에 비해 각각 +0.4%p, +0.5%p 높을 것으로 예측되고 있다(Bloomberg 컨센서스). 성장률 격차의 폭은 과거와 비교시 크게 두드러지지는 않지만 원화의 상대적 강세를 유발하기엔 충분하다고 본다(<그림 2>). 더구나 금년 미국 경제는 회복 국면이 아니라 그 동안의 활황 이후 연착륙하는 시기이기 때문에 원화는 달러화 대비 강세 흐름일 확률이 높다고 할 수 있겠다.

<그림 1> 경기 지표 회복과 원화 강세

<그림 2> 한/미 경제성장률 격차와 원/달러 환율

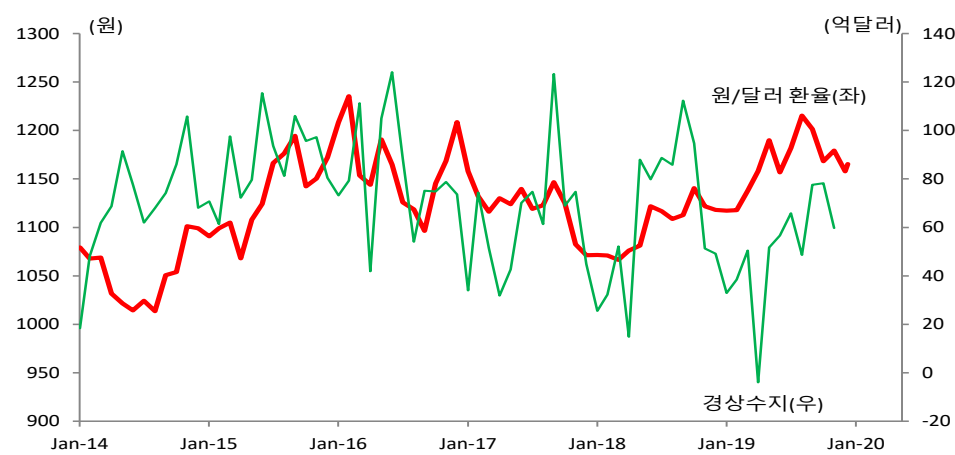


자료 : Bloomberg

셋째, 수급 요인인데 경상수지로 판단해 본다. 경상수지는 전년 수준과 비슷한 흑자 기조일 예상이어서 원/달러 환율 흐름에 중립적으로 작용할 전망이다. KDI 와 BOK 는 2019 년에 570~575 억 달러 흑자, 2020 년에 560~590 억 수준의 경상수지 흑자를 추정하고 있다(2019.11).

참고로 최근 저성장 국면에서의 경상수지 흑자는 주로 수입이 부진하여 발생하는 불황형 흑자이다. 그렇기 때문에 흑자 규모가 늘어나는 기간이었다 하더라도 원/달러 환율은 그 기간이 경기가 부진함을 반영하여 오히려 약세인 경우가 많았다(<그림 3>). 따라서 두 기관에서 제시한 전망치보다 금년 경상수지 흑자 규모가 적다 해도 이것이 경기 회복의 결과일 경우 전년대비 경상수지 흑자 감소가 환율에 주는 부정적 영향은 제한적일 것으로 본다.

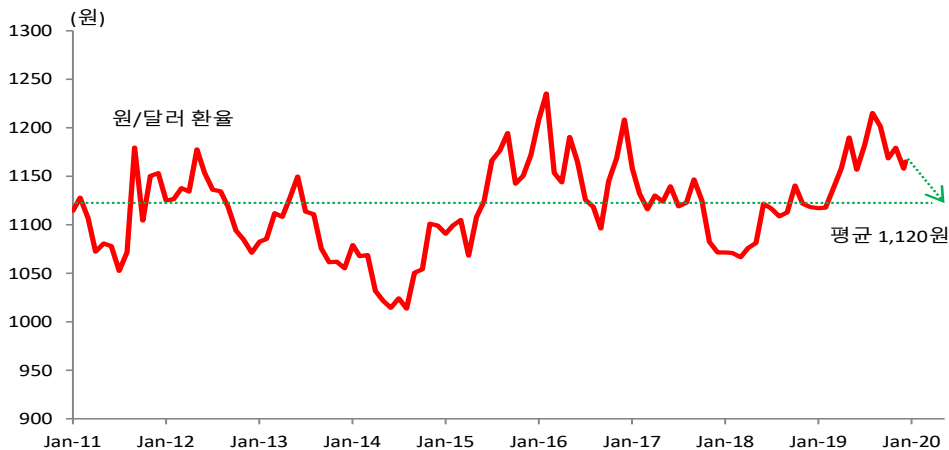
<그림 3> 경상수지와 원/달러 환율



자료 : Dataguide

미국-이란 문제가 진정될 조짐을 보이고 있는 상황에서 앞선 논의들을 종합해 볼 때 향후 원화는 단기 등락을 보일 수는 있지만 방향성 측면에서는 미 달러화 대비 강세를 보일 확률이 높다고 본다. 금년 중 1,100 원대 초반까지의 강세는 가능하리라 예상한다. 1,100 원대 초반 영역은 한국 경제가 저성장 국면으로 접어든 2011 년 이후부터 최근까지의 원/달러 환율 평균 수준(1,120 원)에 해당한다. <그림 1>의 글로벌 제조업 PMI 가 2011 년 이후의 평균 수준을 소폭 웃도는 레벨로 회복 가능할 것으로 예상하는 가운데 미국과의 경제성장률 격차도 (+)일 것이라는 점, 경상수지 흑자 흐름도 큰 변동은 없을 가능성 등을 고려하면 원/달러 환율은 금년 중 2011 년 이후의 평균 수준으로 갈 수 있을 것으로 전망한다(<그림 4>).

<그림 4> 2011 년 저성장 국면 도래 이후의 평균 수준으로는 회귀 가능할 원/달러 환율

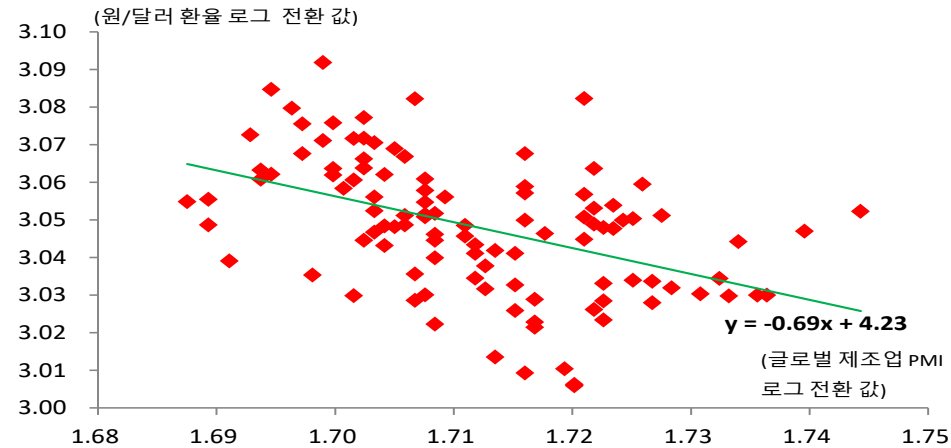


자료 : Dataguide, 리딩투자증권

극히 단순한 방법이긴 하지만 참고적으로 판단해 보기 위해 <그림 1>의 글로벌 제조업 PMI 와 원/달러 환율간의 뚜렷한 역상관 관계를 활용하여 여타 조건이 일정할 경우 향후 글로벌 제조업 PMI 가 회복될 때 원/달러 환율은 어느 정도 레벨까지 갈 수 있는지를 추정해 보았다. 두 변수 모두 로그 값을 취한 후 선형회귀분석을 해 본 결과 글로벌 제조업 PMI 가 1% 상승하면 원/달러 환율은 0.69% 하락(원화 강세)하는 것으로 추정된다(<그림 5>).

금년 글로벌 제조업 PMI 가 어느 수준까지 회복될 것인지가 관건인데 2017 년 말의 고점(54.4p)보다는 2014 년초 고점 수준인 52.8p 정도까지는 회복 가능할 것이라는 전망하에 추정된 함수식을 활용하면 원/달러 환율은 1,110 원 수준까지는 강세 흐름을 보일 수 있는 것으로 계산된다.

<그림 5> 글로벌 제조업 PMI 와 원/달러 환율간의 함수식 추정



자료 : Bloomberg, 리딩투자증권

► Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.