

# Market Issues

거시경제/투자전략

원화 가치 급락 배경 및 전망, 대응 전략



## Summary

### 달러 강세 배경: 세계경제 불균형 심화, 미국 상대 강세

- 서유럽과 중국이 경기 침체 및 디플레 위기에 직면한 가운데, 미국은 기대 이상 견고한 성장세 지속.
- 연준 금리인하 기대심리가 급격 후퇴한 반면, ECB는 6월 금리인하 예고. 유로화 약세 및 달러 강세 압력 부각.

### 원화 상대 약세, 조금 과도한 수준으로 판단됨

- 달러 환율 1,400원 근접하면서 지난해 고점(1,360원대)을 넘어서 2022년 11월 이후 최고치. 달러 인덱스는 아직 지난해 고점까지 오르지 못한 상황인 점을 감안하면, 원화 약세가 좀더 심하게 전개되고 있는 것.
- 원화 상대 약세의 이유로는, 엔화 약세에 원화가 민감하게 반응하고 있는 점, 한국 내수 부진과 부동산 PF 부실 우려, 4월 배당금 송금을 앞두고 미리 달러를 사두는 움직임(선물 매수) 등을 들 수 있음.
- 하지만, 국내외 신용위험지표가 안정적인 점, 수출이 증가세를 보이고 있고 경상수지가 이미 상당히 회복된 점을 감안하면, 최근 원화 약세는 조금 과도한 것으로 판단됨.
- 이제 원화 실질실효가치가 극단적 상황(가령, 금융위기)을 제외한 경험적 저점 수준에 도달한 상황. 원화 추가 약세가 제한될 가능성이 높아 보임.

### 원화 가치 향후 전망 및 체크 포인트

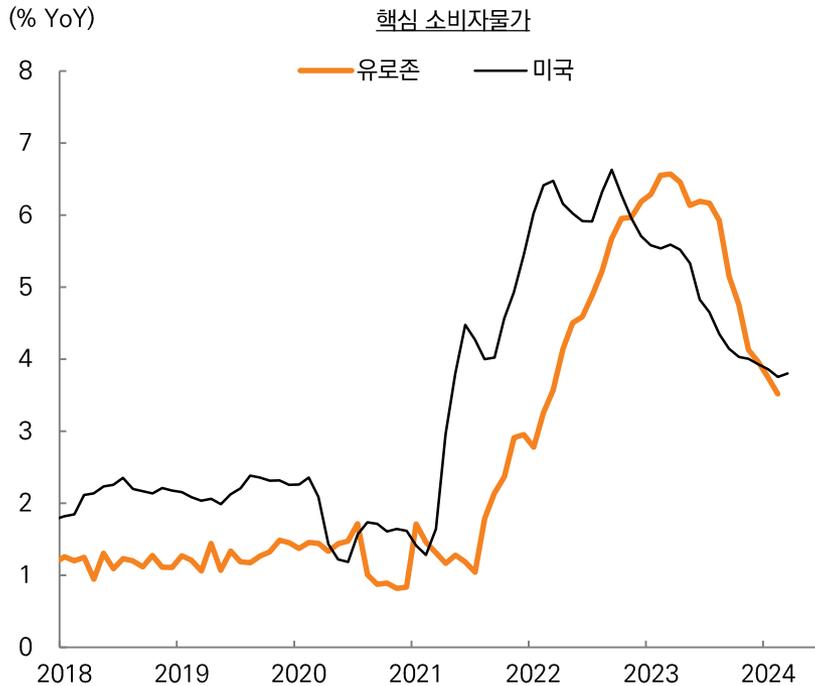
- 원화 가치 회복 가능성과 관련해서는, 무엇보다 연준 금리인하 기대감이 더 후퇴하지 않는 것이 핵심.
- 미국 일자리가 최근 몇 개월과 같은 증가 속도를 유지하긴 어려울 것, 조만간 꺾이면서 금리인하 기대심리에 긍정적 영향 예상. 중국 경기 부양 노력이 계속될 가능성도 원화 가치에 긍정 요인.
- 코스피 추가 약세도 제한될 것. 당장 수출 실적이 나쁘지 않으므로 반도체, 전기전자, 자동차, 방산 등을 중심으로 대응.
- 미국 주식은 서비스 빅텍 중심 전략 유지. 단, 강달러 부담을 향후 실적 가이드언스에 어떻게 반영하는지 변수 주의.
- 단, 엔화 추가 약세 여부, 중동 분쟁 심화 여부, 국내 부동산 PF 문제 등 전개 상황이 변수가 될 수 있어 체크 요망.

# 달러 강세: 세계경제 불균형 심화, 미국 경제 상대 강세

## ECB 금리인하 예고 vs. 연준 금리인하 지연

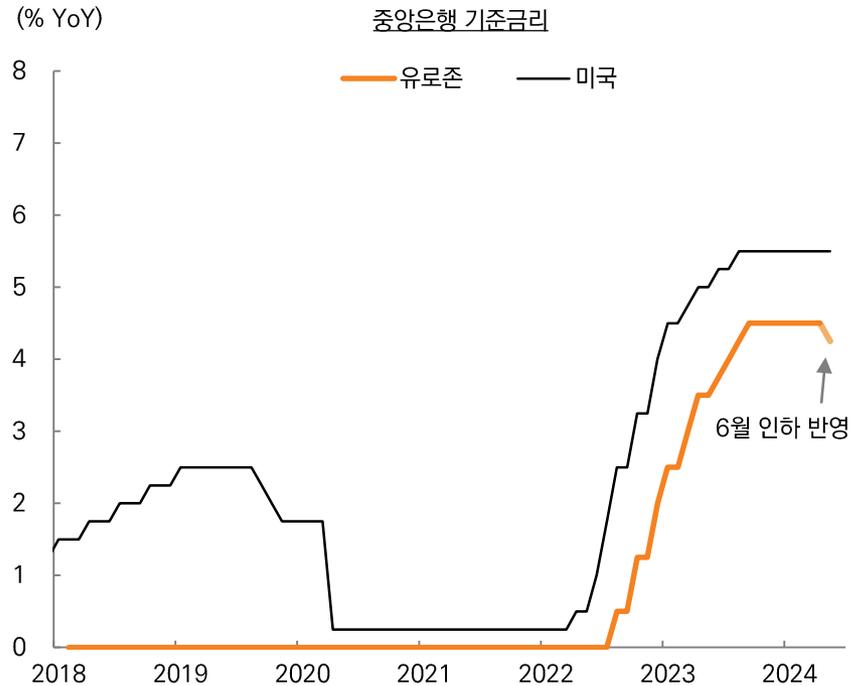
- 기본적으로 세계경제는 미국이 비교적 견고한 추세를 유지하는 가운데, 중국, 유럽 등에서 약점을 드러내고 있음.
- 이런 가운데 스위스 중앙은행이 기준금리 인하를 단행했고, ECB는 6월 금리인하를 예고.
- 반면, 연준 금리인하 기대는 최근 급격히 후퇴. 유로화 대비 달러 강세 압력 부각.

유로존 디스인플레 지속, 미국 디스인플레 주춤



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

FRB와 ECB 기준금리차 확대 방향: ECB 6월 금리인하 예고



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

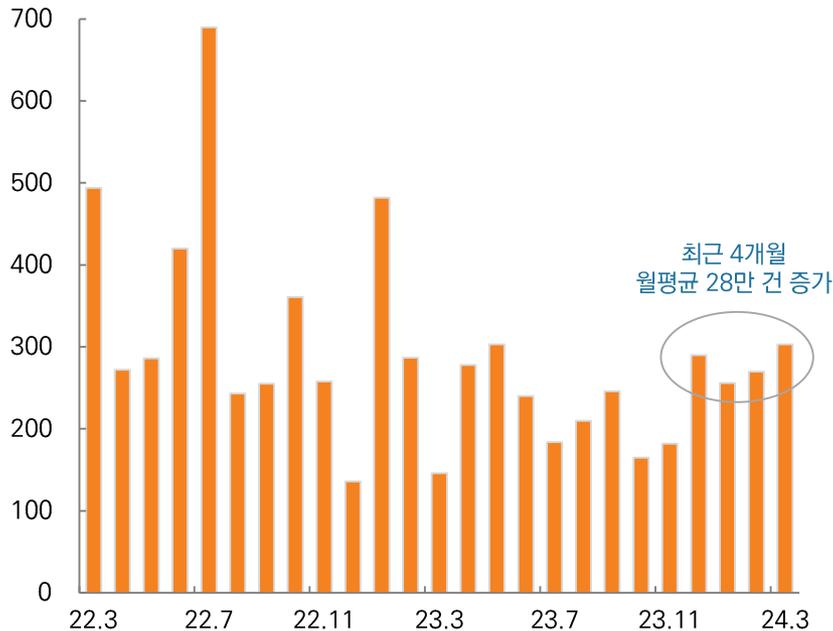
# 달러 강세: 세계경제 불균형 심화, 미국 경제 상대 강세 (2)

## 미국 경제지표 일부는 근래 들어 더 강세

- 올해 미국 경제 성장세가 지난해 대비 둔화된다는 것이 대체적 인식.
- 하지만, 연초 미국 일자리 증가세는 오히려 더 강해졌음. 아울러, 1월에 부진했던 미국 소비도 2, 3월로 가면서 개선된 모습을 보임.
- 이런 흐름 하에서 미국 인플레이가 잘 안 떨어지는 모습이 나타났고, 그에 따라 연준 금리인하 기대가 빠르게 후퇴하게 되었음.

### 미국 일자리, 최근 4개월간 이전 대비 빠른 증가세

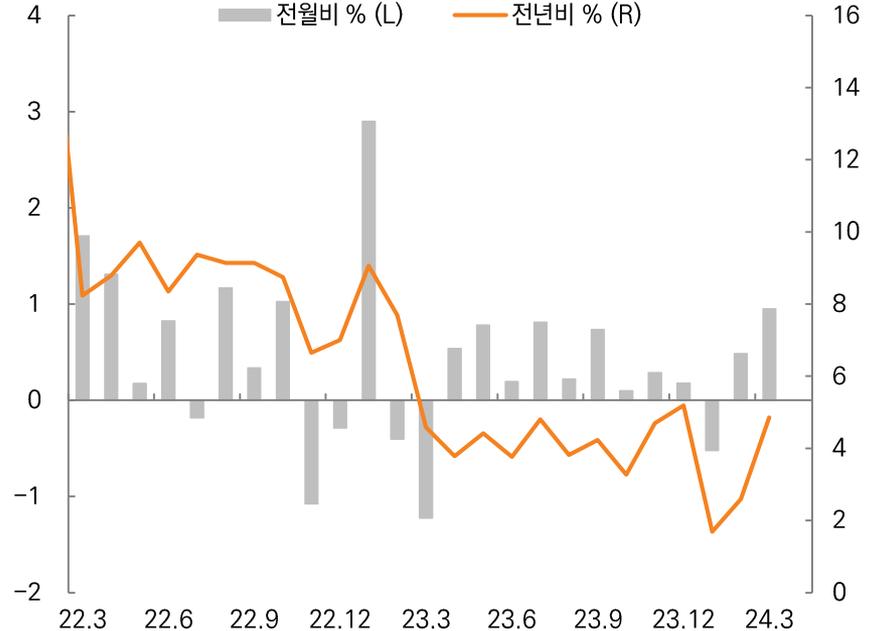
비농업 일자리수 전월비 증감(천 건)



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

### 미국 소매판매 증가율 반등

(% MoM) 미국 소매판매, 자동차 및 주유소판매 제외 (% YoY)



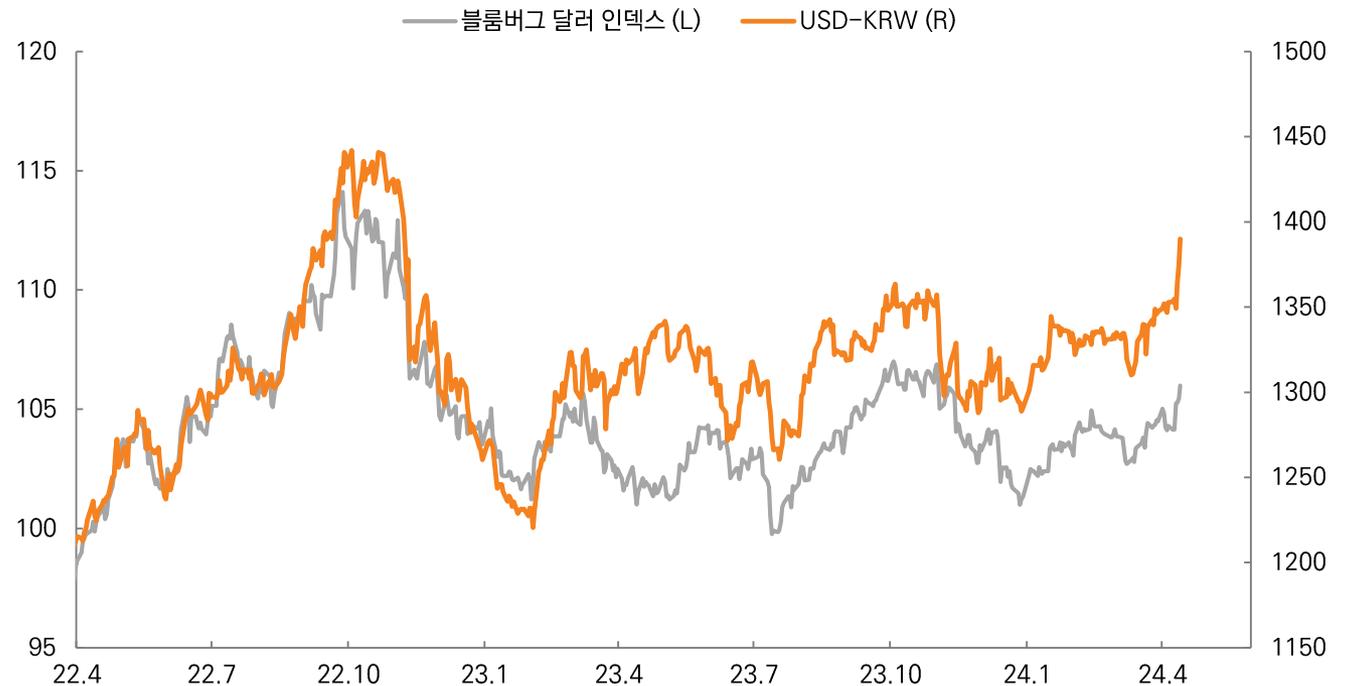
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# 달러 강세 속 원화 상대 약세

## 달러 환율 1,400원 근접

- 유로화가 1.06달러로 연중 최저치로 하락, 엔화 약세 지속(달러 환율 154엔대로 상승).
- 달러 인덱스 상승했지만, 아직 지난해 고점을 넘어서지는 못한 상황.
- 반면, 달러의 원화 환율은 지난해 고점(1,360원대)을 이미 넘어서서 2022년 11월 이후 최고 수준.
- 즉, 달러가 움직이는 것 대비해서 원화 약세가 좀더 빠르게 진행되고 있는 상황.

달러 인덱스에 비해 더 크게 오르고 있는 달러의 원화 환율



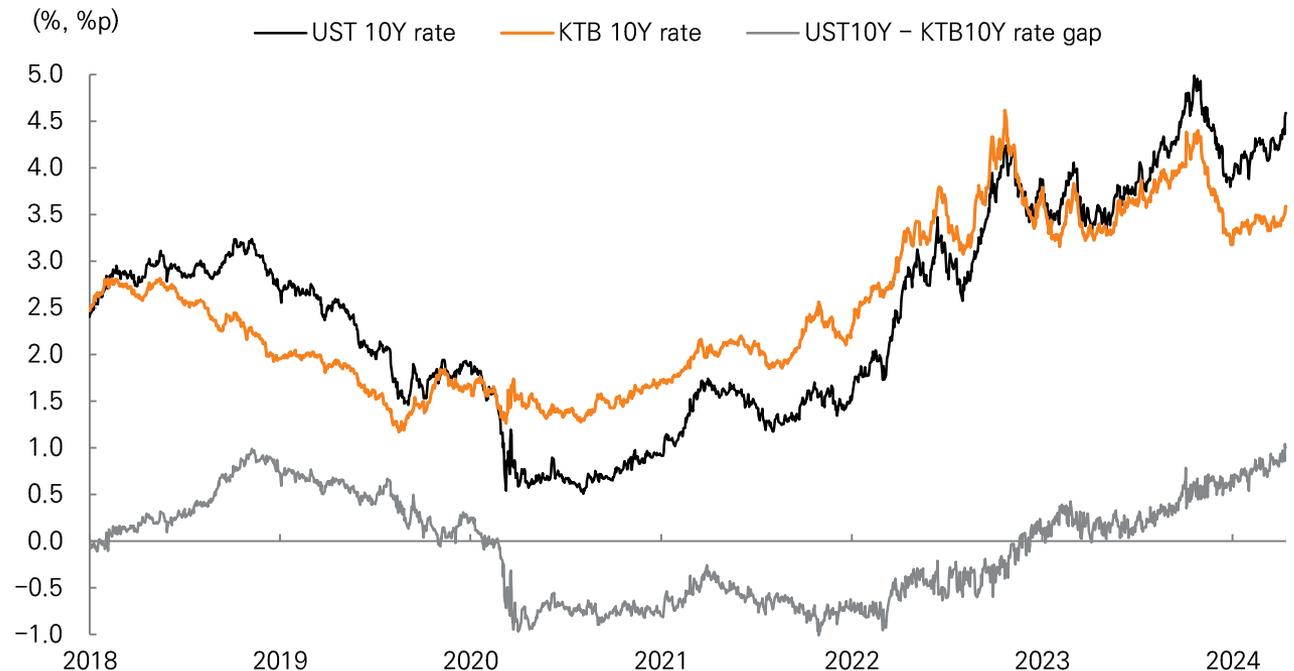
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 달러 강세 속 원화 상대 약세 (2)

## 양국 펀더멘탈 차이 → 미국-한국 금리차 확대

- 미국과 달리 한국은 일자리, 내수 소비에 있어 약점을 노출하고 있음.
- 핵심 연령층인 25~54세 인구에서 취업자가 증가하지 못하고 있고, 임금 상승세는 둔화.
- 이에 따라 지난 몇 년간 늘어난 부채 원리금 부담을 더 크게 인식할 수밖에 없게 됨. 소비 위축 야기.
- 미국-한국 국채 10년물 금리차 확대 추세는 이런 차이를 반영하는 결과이며, 원화 약세 요인으로 작용.

### 미국-한국 국채 10년물 금리차, 사상 최대로 확대



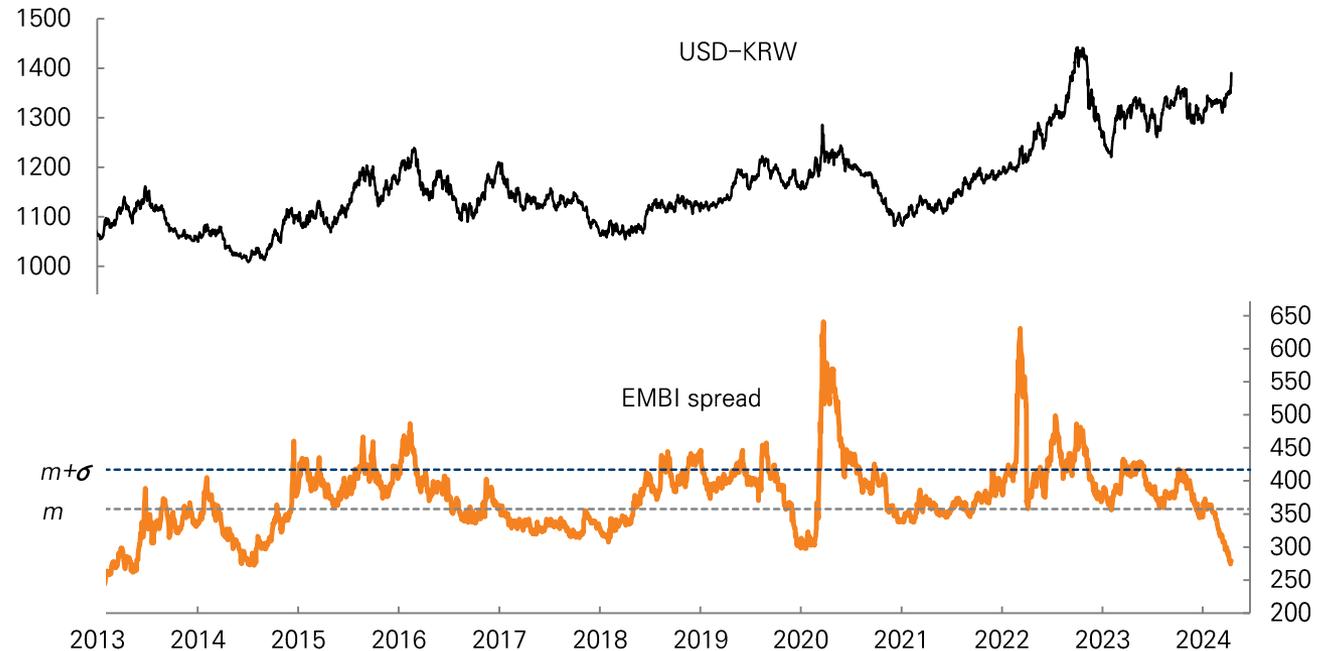
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 원화 약세 조금 과도해 보임 (1)

## 신흥국 금융시장 불안 조짐 미약

- 미국 경제지표에 따라 연준 금리인하 기대심리가 더 위축되고, 그에 따라 달러가 더 강해질 여지 잔존.
- 하지만, 향후 연준의 대응이 금리인하가 아니라 추가 인상 쪽으로 선회하는 시나리오만 아니라면 현재 환율은 다소 많이 높아진 상황으로 판단됨. 아래에서 크게 네 가지 이유를 제시.
- 우선 첫째로, 신흥국 금융시장에 큰 불안 조짐이 없음: 경험적으로 EMBI 스프레드가 크게 오를 때 신흥국 통화 및 원화 약세 동반하지만, 지금은 EMBI 스프레드가 안정적.

### EMBI 스프레드 하향 안정화 기조 유지



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 원화 약세 조금 과도해 보임 (2)

## 국내 신용 불안 조짐도 크지 않음

- 국내에서는 부동산 PF 부실 우려가 지속되지만, 근래 신용스프레드는 하향 안정화 추세를 보여 왔음. 2022년 가을 상황과는 대조적.
- 통상적으로 신용 스프레드와 달러-원 환율이 같은 방향성을 띠어 왔던 점 감안하면, 최근 원화 약세는 과도하다고 평가할 수 있음. 물론, 부동산 PF 문제 향후 전개 상황은 계속 주시.

국내 신용스프레드 낮아지고 있는 반면, 달러의 원화 환율은 반대로 상승



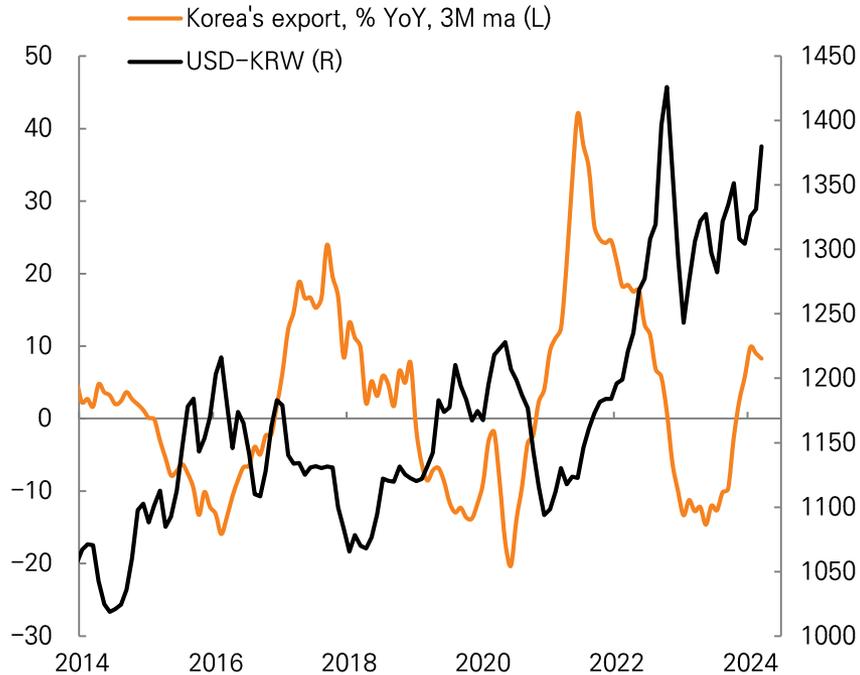
자료: Bloomberg, 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

# 원화 약세 조금 과도해 보임 (3)

## 현재까지 수출이 회복된 것보다 디커플링된 원화 약세

- 한국 원화 가치에 있어 가장 중요한 것 중 하나는 수출 모멘텀.
- 그런데, 이번 국면에서는 수출이 기대 이상 회복세를 보였음에도 원화 약세.
- 향후 전망에 있어 불확실성이 적지 않아 보이지만, 근래 환율은 수출이 많이 나빠질 가능성을 이미 상당히 반영했다고 평가할 수 있음.

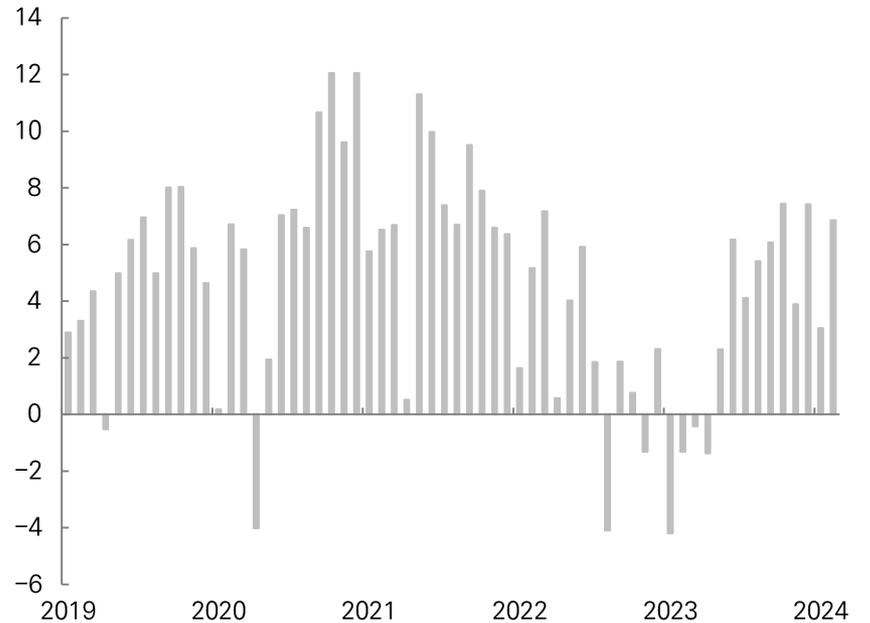
수출 증가율과 달러-원 환율은 경험적으로 반비례, 최근에는 그렇지 않음



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

경상수지는 이미 상당히 회복된 상황

월간 경상수지 (백만 달러)



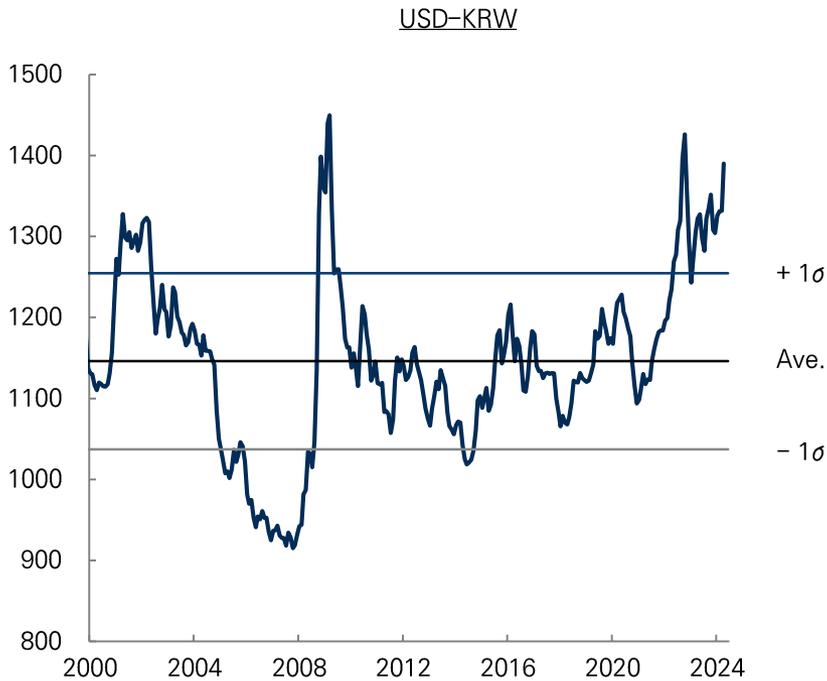
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# 원화 약세 조금 과도해 보임 (4)

## 극단적 케이스 제외하면 원화 가치는 이미 상당히 절하된 상황

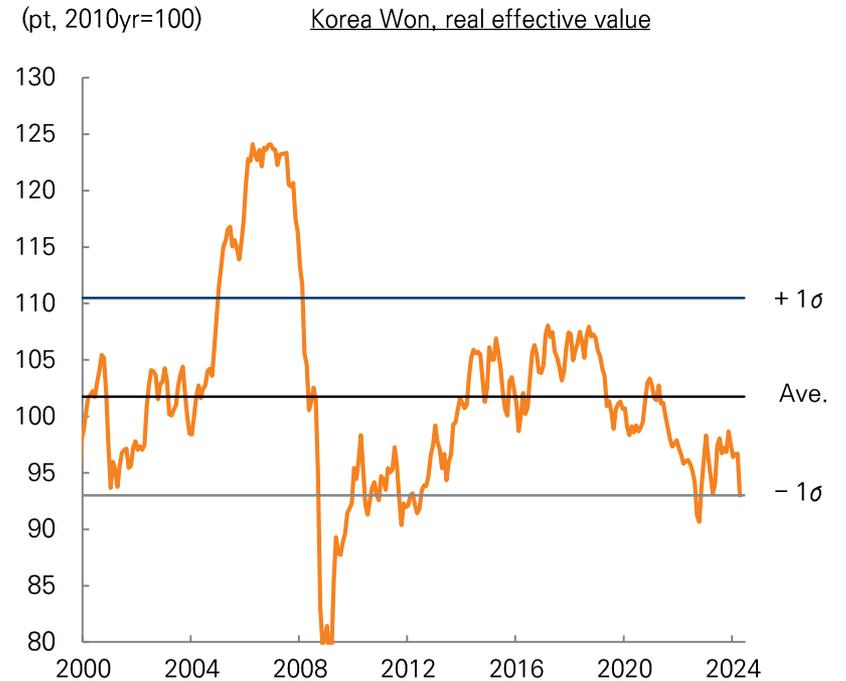
- 1,400원 내외의 달러 환율은 그 자체로 이미 예외적인 수준.
- 원화의 실질실효 가치로 봐도, 금융위기 당시를 제외하면 하단 부근.
- 현 상황이 그간 몇 차례 확인된 하단을 뚫고 내려가야 할 정도로 예외적이라 판단되지는 않음.
- 지금은 원화 가치가 저점에 가까워졌다고 볼 수 있음.

달러-원 환율, 장기 평균 대비 +2표준편차 이상 높은 수준



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

원화 실질실효 가치는 장기 평균 대비 -1표준편차 수준으로 저평가



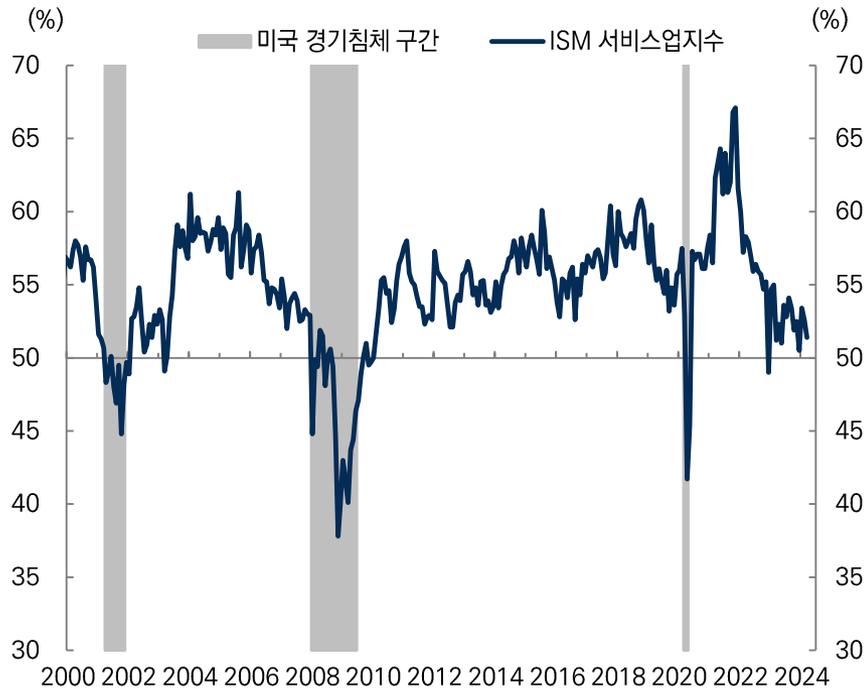
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# 원화 가치 회복 예상, 향후 체크 포인트

## 미국 일자리 증가 강도

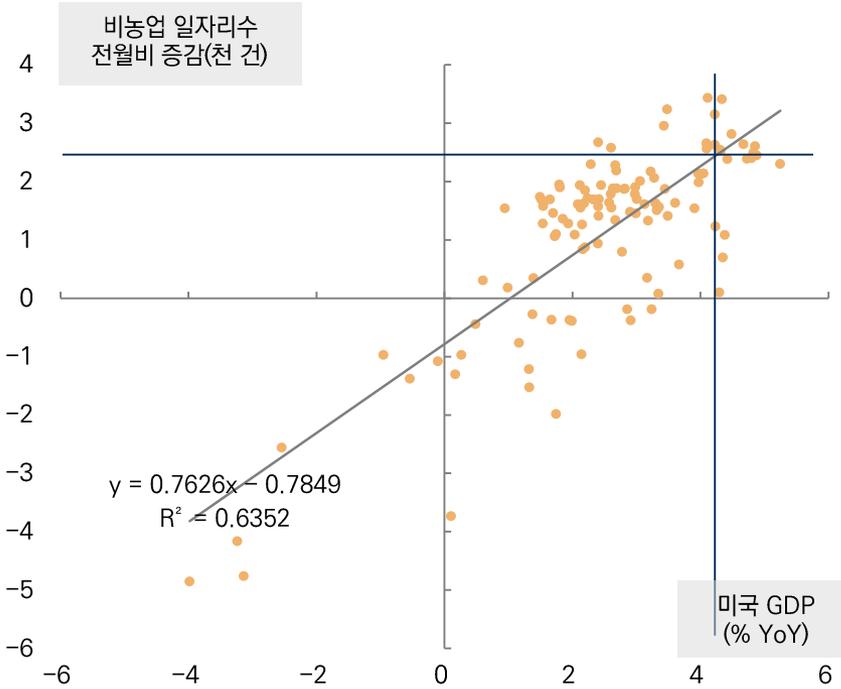
- 근래 미국 일자리는 서비스업에서만 창출되고 있음. 하지만, 정작 서비스업 활동이 그리 활발하지는 않음.
- 3월 ISM 서비스업지수는 51.4%로 50%를 간신히 넘는 수준. ISM 서비스업지수 50% 아래에서 미국 경제가 침체였던 경험 참고.
- 또, 연초 일자리 증가 속도(월 30만 건)에 부합하는 미국 GDP 성장률은 4%대 초반인 점도 감안해야 함.
- 즉, 미국 경제가 2%대 성장세를 보이더라도 지금 일자리 증가세는 다소 과도 → 조만간 조정되면서 연준 금리인하 기대를 자극할 전망.

경험적으로, ISM서비스업지수 50% 아래에서는 미국 경기 침체



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

연초 일자리 증가세(연율 2%대 중반)에 부합하는 GDP 성장률은 4%대



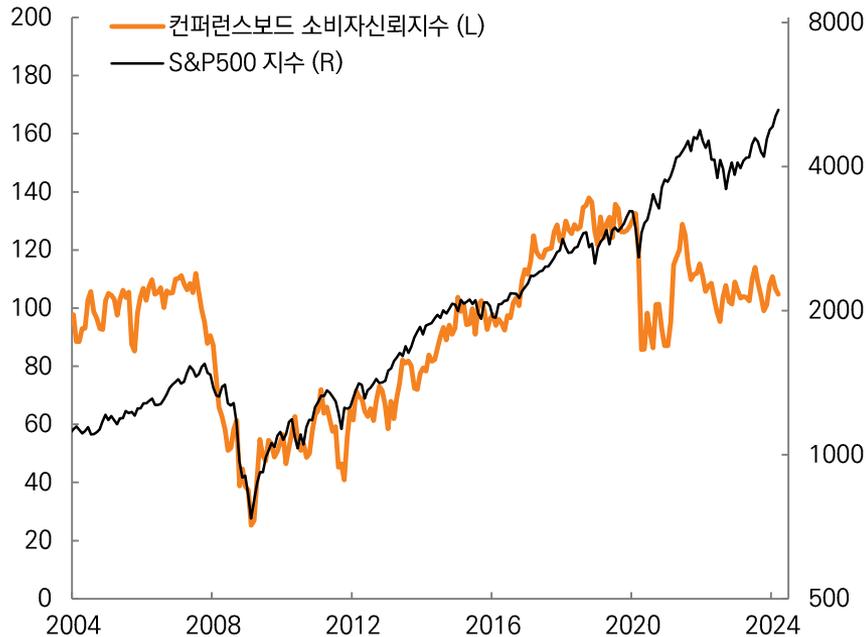
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# 원화 가치 회복 예상, 향후 체크 포인트 (2)

## 연준 금리인하 기대심리 유지 여부(역 피벗만 아니면 됨)

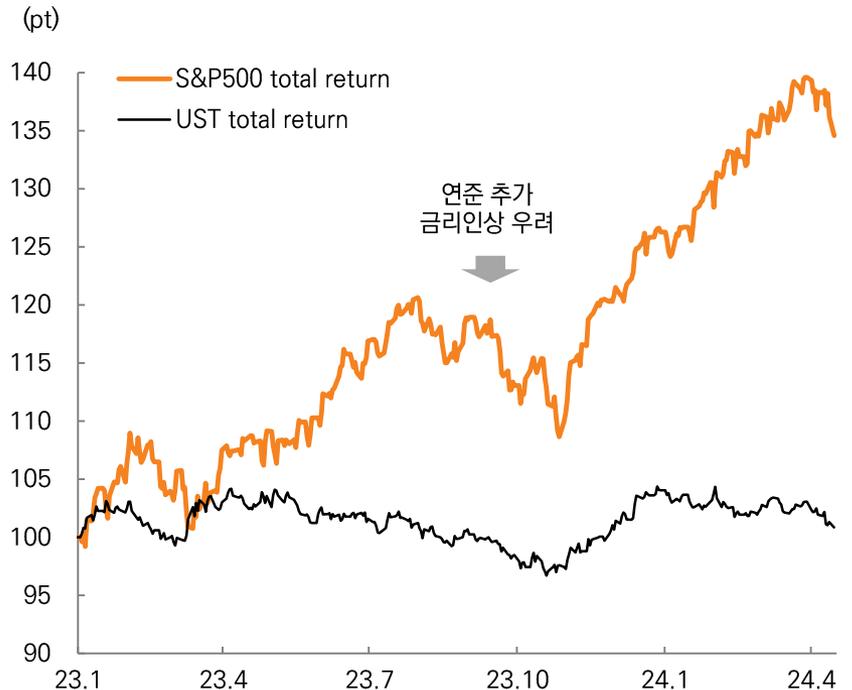
- 3월 미국 소매판매가 예상외로 강했지만, 소비심리는 정체된 상황 지속.
- 주가 강세 기조가 이어지고 일자리 증가세도 양호한 상황에서 소비심리가 살아나지 않는 것은 흔치 않은 현상.
- 고금리 부담, 가계 대출 연체 사례 가파른 증가, 상업용 부동산 문제 등이 저조한 소비심리 배경일 것.
- 연준 금리인상으로 선회 우려가 제기되지만 현실성 낮다고 판단됨. 금리인하 기대가 유지되면 달러가 계속 강해지긴 어려울 것.

주가 상승세에도 살아나지 않는 미국 소비심리



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터  
주: 주가는 로그 스케일로 변형

지난해 8~10월 연준 추가 금리인상 우려에 주식 채권 동반 약세



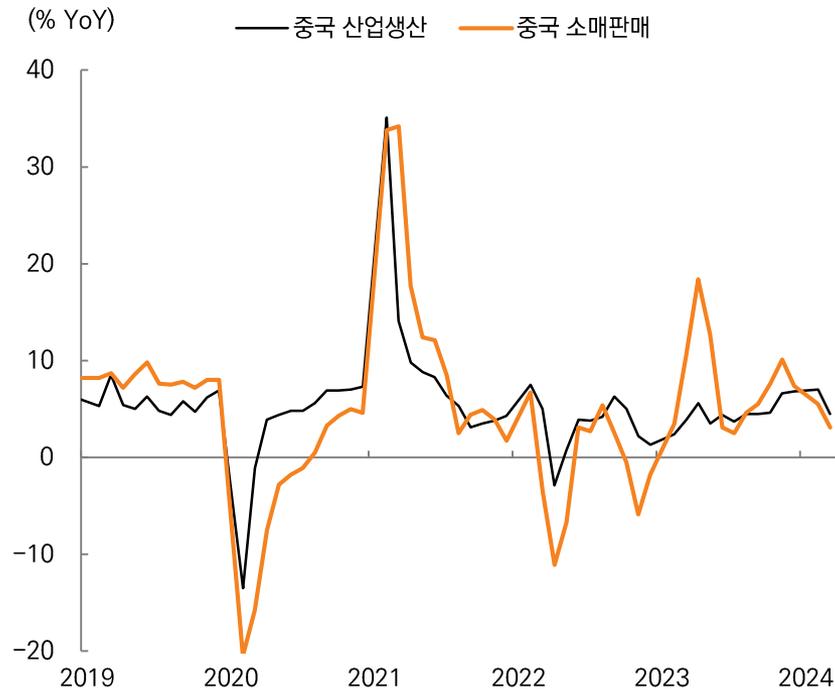
자료: CME, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 원화 가치 회복 예상, 향후 체크 포인트 (3)

## 중국 부양책 추가 여부

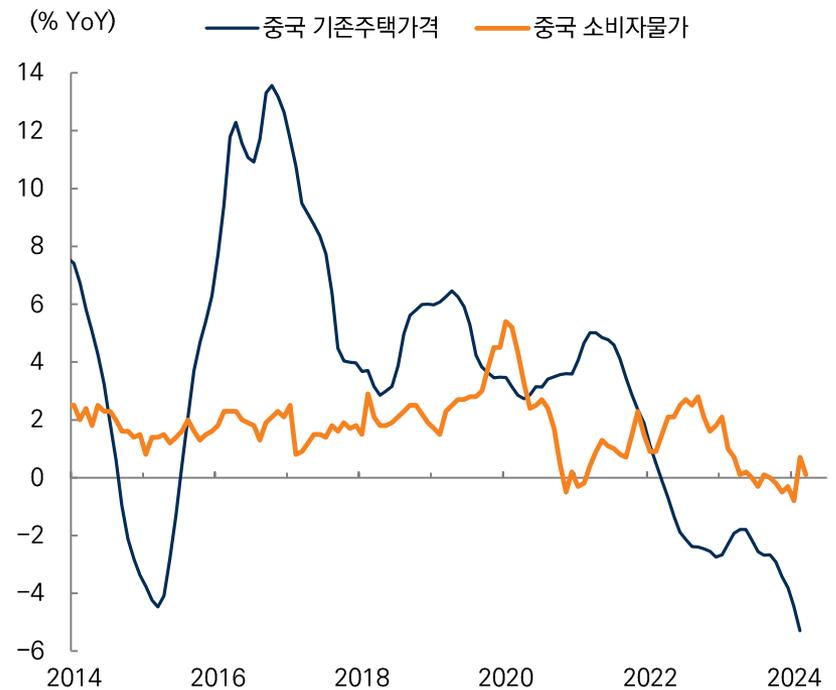
- 디플레 극복을 위한 경기 부양적 스탠스가 유지되고 있지만, 실제 효과는 잘 나타나지 못하고 있음.
- 중국 3월 소매판매는 전년비 3.1%로 지난해 8월 이후 최저치로 가라앉았고, 집값 하락세 심화되면서 소비심리에 부정적 영향 지속.
- 디플레 타개를 위한 경기 부양 조치가 계속해서 등장할 가능성이 높다고 판단됨.
- 추가 부양 조치는 위안화 가치에 긍정적이며, 달러에게는 약세 유발 요인이 될 것.

### 부진한 중국 소비



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

### 중국 집값 하락세에 따른 디플레 압력 지속



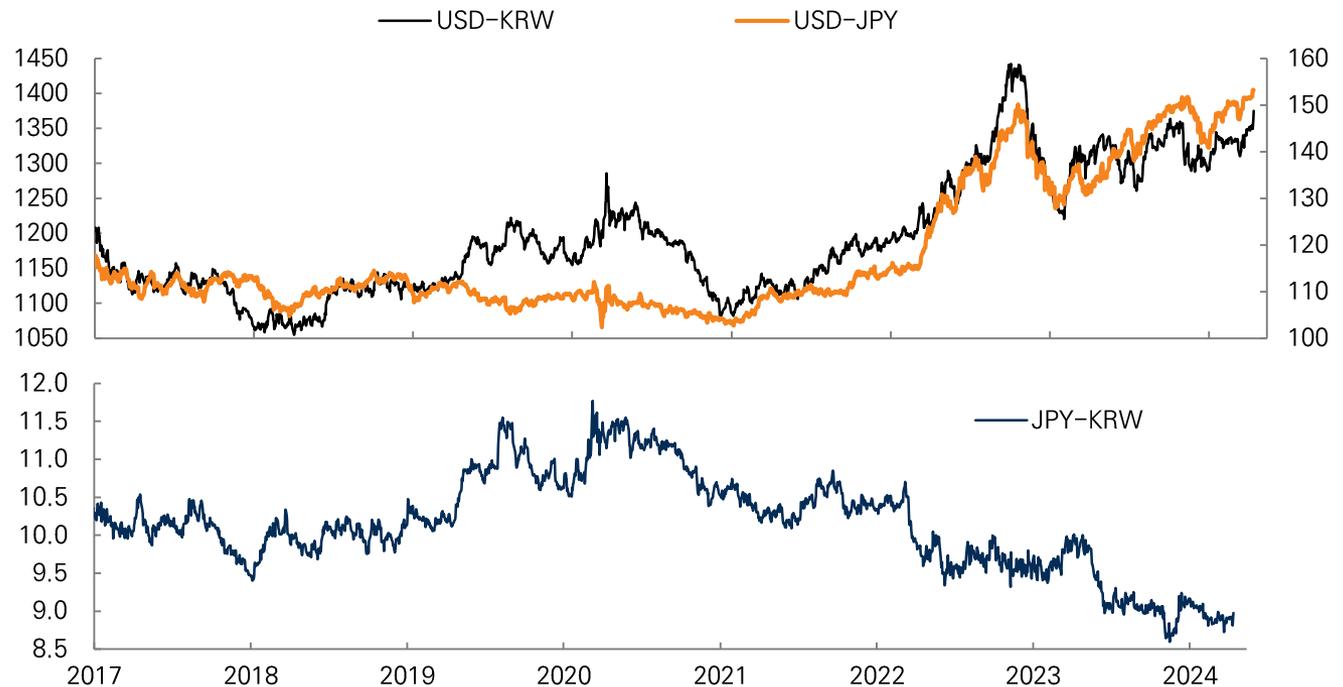
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

# 원화 가치 회복 예상, 향후 체크 포인트 (4)

## 엔화 약세 완화 여부

- 비달러 통화 중에서 원화를 상대적으로 약하게 만드는 중요 이유 중에 하나로 엔화 약세를 꼽을 수 있음.
- 근래 엔화는 1엔당 9원 내외를 유지. 즉, 원화와 엔화 중에서는 어느 한 쪽이 더 강하다고 말하기 어려운 상황. 이는 엔화의 계속된 약세가 원화 약세에 상당한 영향을 미치고 있음을 의미.
- 펀더멘털로 보면 엔화 추가 약세 잠재력 높음. 다만, 일본 정부가 구두개입에 나서고 있어 그것이 엔화 가치 안정에 얼마나 도움이 될지 불 필요.

엔화는 달러 대비 약세 기조 지속하는 가운데 엔-원 환율은 비슷한 수준 유지



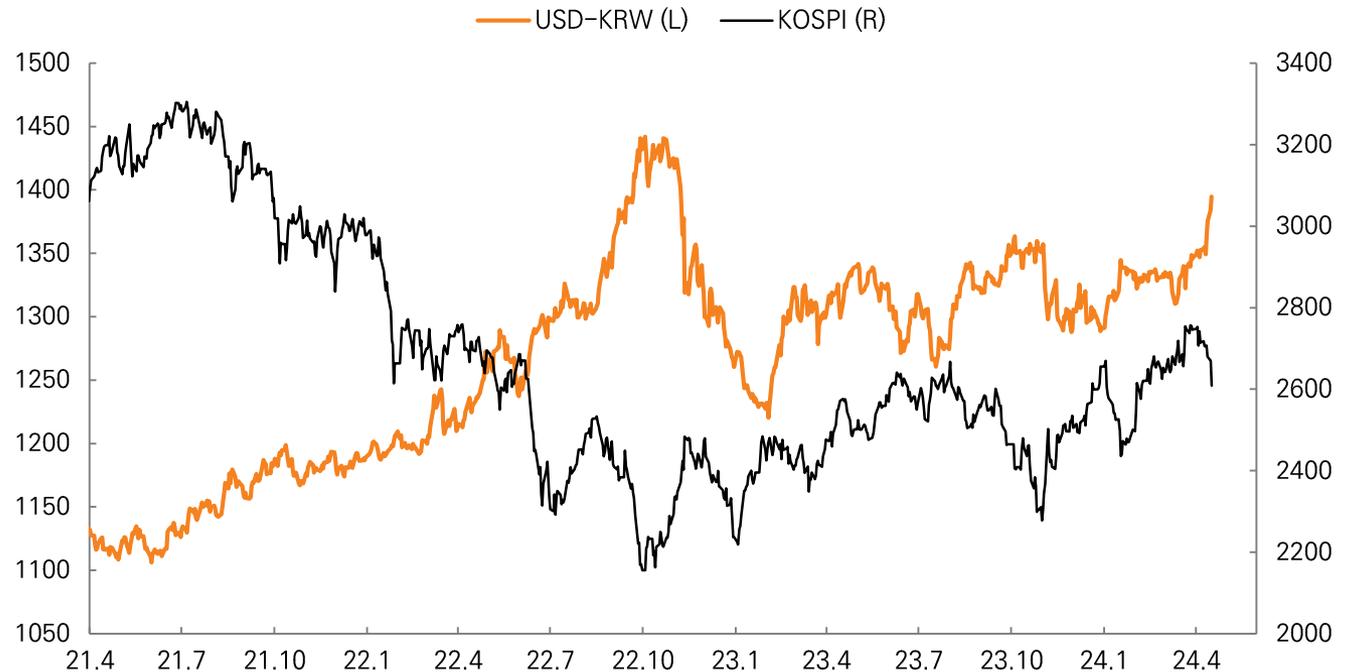
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 국내주식 대응 전략

## 국내 주식은 고회환을 수혜 종목 및 섹터 중심 대응

- 추가 점검사항: 중동 분쟁 심화 및 국제유가 급등 여부, 아직 안정적인 신용위험 지표들 변화 여부 등.
- 리스크 팩터들 산재해 있지만, 다소 극단적인 조합(시나리오)을 배제한다면 환율 추가 상승 여지가 그리 크다고 판단되지는 않음.
- 즉, 환율 추가 상승보다 반락 가능성을 기본 시나리오로 보고 있으며, 코스피 안정 및 반등 기대.
- 다만, 시장 대응은 약간의 리스크 관리까지 감안해서, 반도체, 전기전자, 자동차, 방산 등 고회환 수혜가 기대되는 수출 섹터들 중심으로 포트폴리오 구축 권고.

달러-원 환율과 코스피는 반대로 움직이는 경향이 강함



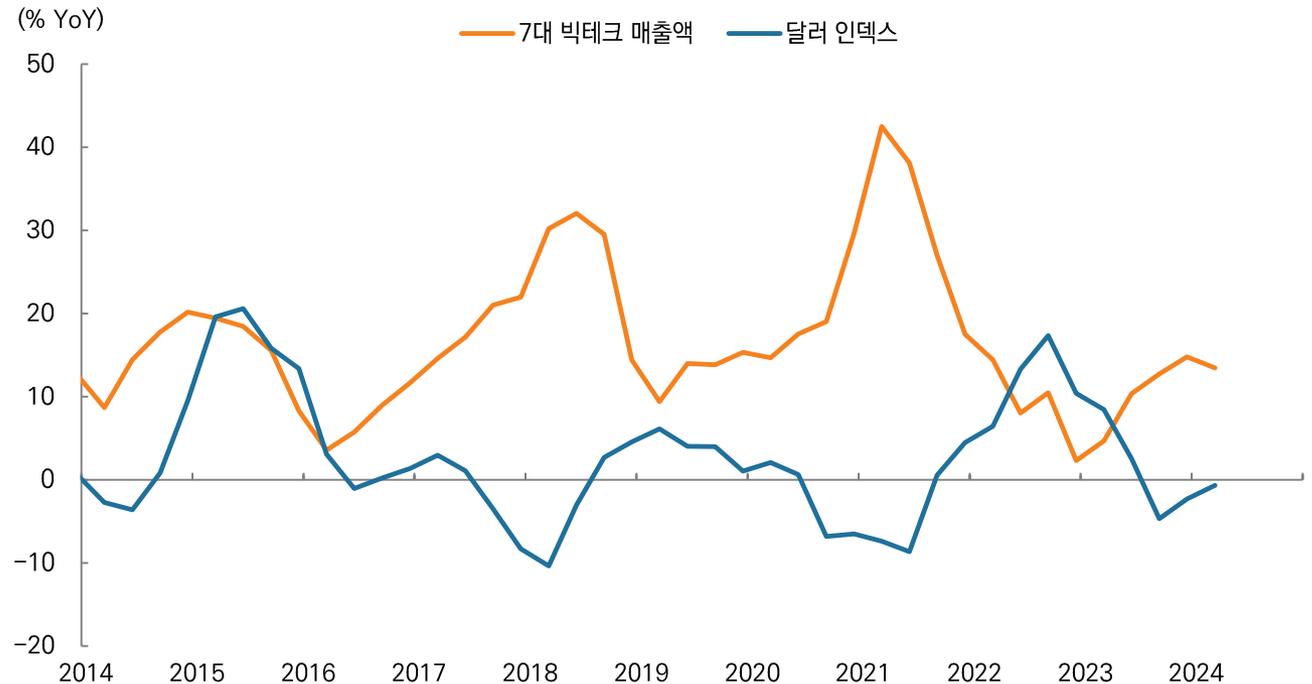
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# 미국주식 대응 전략

## 빅테크 중심 유지하되, 강달러 영향 체크

- 미국 주식에 대해서는 서비스 빅테크(아마존, MS, 알파벳, 메타, 애플, 세일즈포스 등) 중심 압축 전략 기조 유지.
- 1사분기에도 빅테크들 실적 양호할 가능성이 높다고 판단됨.
- 다만, 빅테크 매출액 증가세가 강달러 시에 꺾이는 경향이 있는 점은 감안해야 함. 향후 실적 가이드언스에 어떻게 반영할지 변수가 있음.

### 달러 인덱스와 빅테크 매출액은 서로 반대로 움직이는 경향



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

# Compliance Notice

---

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.