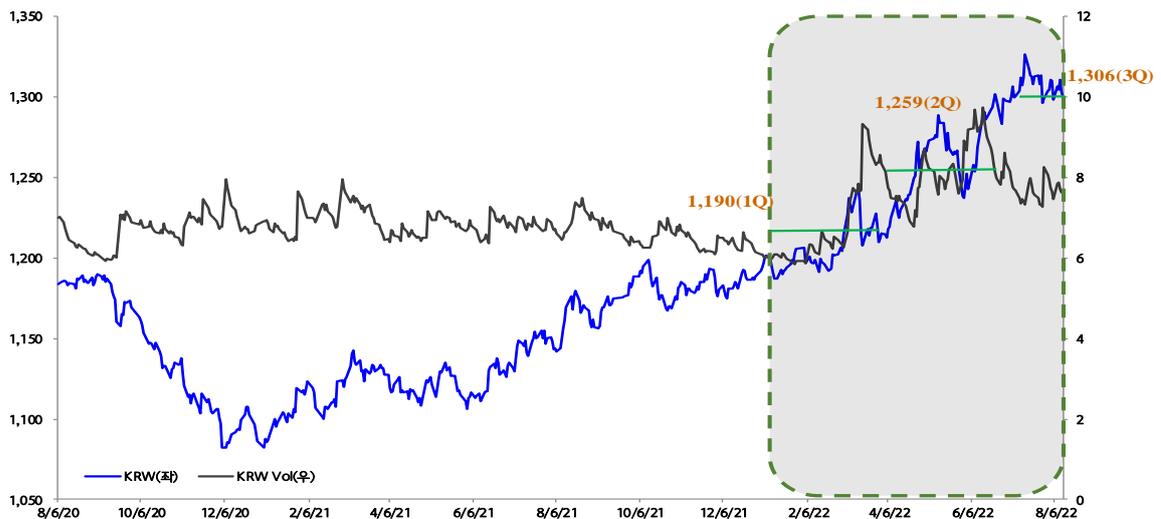


(2022. 8. 23)

I. 최근 달러인덱스와 달러/원 환율 급등 주요 배경

지난해 3월 3%대 인플레이션 상황을 ‘일시적 인플레이션’으로 판단한 연준의 정책 판단ミス 이후 인플레이션이 ‘22년 7월 9.1%까지 급등함에 따라 연준은 시장 예상 보다 강한 자이언트 스텝의 금리인상 정책을 연이어 실행함. 이에 따라 외환시장이 강달러에 대한 긴축적 발작을 보이면서 원화 환율도 지난 2008년 글로벌 금융위기 이후 처음으로 1,340원을 상향하는 모습을 나타냄. 이러한 인플레이션이 글로벌하게 나타난 상황에서 동유럽 전쟁 발발은 인플레이션 상황을 더욱 가중시킨 상황으로 전개 시킴. 이에 유로존 경기 불확실성 확대에 따른 상대적 유로 약세 등 주요국 경기침체 우려가 달러 대비 핵심통화들의 약세를 견인하였고 다시 이 영향에 의한 달러 강세의 간접적 영향이 원화 약세를 더욱 가중 시키며 환율이 급등하는 양상을 나타낸 것으로 판단됨

최근 달러/원 환율 추이와 환율변동성



■ 미국 인플레이션 급등세 지속하는 가운데 연준의 자이언트 스텝 금리인상 가능성 상존

• (미국 인플레이션 양상)

- 1월 7.0% → 2월 7.5% → 3월 7.9% → 4월 8.5% → 5월 8.3% → 6월 8.6% → 7월 9.1% → 8월 8.5% → 9월?
- 인플레이션 수준이 연준 통화정책 목표인 2%를 현재 크게 상회하고 있는 가운데 7월 9.1%의 정점 이후 8월 8.5%로 감소. 문제는 이후 2-3차례의 추세적 감소세가 나타날지 여부인데 현재 연준이 보는 시각으로는 다소 더디게 나타날 가능성이 주요 연준위원들의 매파적 발언에 내재되고 있는 양상

- (Fed의 통화 정책 영향)

- 상기 요인에 대해 최근 7월 FOMC 의사록에 제시된 향후 연준 정책금리 인상 경로가 여전히 시장 예상의 빅스텝 전환보다 추가적인 자이언트 스텝 금리인상을 배제하지 않을 수 있다는 측면이 크게 반영된 것이 최근 달러 인덱스를 109 수준으로 밀어 올린 주요 원인
- 다만, 지난 8월 인플레이션 감소 후, 최근 에너지가격, 국제식품 가격 지수 등이 하락하며 미1년 기대인플레이션이 다소 완화된 측면은 4분기말경 큰 폭 인플레이션 감소 가능성을 예상할 수 있게 하며, 이는 그 시점에서 연준 통화정책도 다소 완화될 수 있음을 내재

- 달러 대비 차별화된 주요 경제권역 주요 통화 약세의 상대적 달러 강세 지지

- (동유럽 전쟁 양상 지속에 따른 유로존 경기 회복 모멘텀 저하)

- 우크라이나-러시아간 전쟁 발발 후, 천연가스 등 에너지 가격 급등락에 따른 하반기 유로존 경제 충격 우려가 경기 회복 불확실성을 키우며 유로화가 최근 0.99달러 대로 떨어지며 1:1 등가 수준을 하회, 초약세를 보임에 따라 달러 강세 모멘텀에 크게 영향 미친 영국
- 유로 약세를 반영한 달러화의 상대적 강세는 최근 유로존에서도 인플레이션이 고공 행진하는 양상 임에도 ECB 통화정책이 경기상황을 반영하여 연준 통화정책 강도에 뒤쳐질 수밖에 없다는 측면이 크게 고려되고 있기 때문

- (중국 경기 성장 둔화 우려)

- 최근 중국 2분기 성장률이 0.4%로 나온 가운데 그동안의 제로코로나 정책에 따른 도시봉쇄 등의 영향 확대로 하반기 경기둔화 우려에 대한 영향이 고려되고 있는 점도 위안화 약세 영향이 달러화를 강세로 밀어 올린 영국
- 중국은 연초 양회에서 연 5.5%의 성장 전망을 제시했으나, 코로나 도시봉쇄 등으로 주요 경제지표 하락 속 경제 모멘텀이 크게 약화하는 국면
- 이에 8월 들어서만 두차례의 금리인하 정책 등 경기부양을 강화하고 있으나, 이에 대한 시장의 판단은 경기부양 정책에도 하반기 중국 경제가 크게 둔화 국면에서 벗어나지 못할 것이란 점이 부각되면서 통화완화에 따른 위안화 약세가 탄력받으며 위안화가 최근 연고점을 경신, 6.86(8.23일 기준)위안의 초약세를 보이고 있음
- 이는 그간 원화가 일시적 연준 완화 기초를 반영하며 1,300원 초반에 머무른 상황에서 위안화 약세 및 동조성을 반영시키지 못했다는 측면을 시장, 특히 역외에서 크게 반영시킴에 따라 직접적 달러 강세와 원화 동조화를 통해 달러/원 환율 급등의 한 요인으로 작용

- 글로벌 금융위기 이후 환율 1,200원대 고착화 가능성에 대한 점검

- 2022년 하반기까지 시계에서 환율 1,200원 이상의 고착화 가능성 점검

- 2008년글로벌 금융위기 이후, 달러/원 환율이 1,200원을 상회한 시기는 총 8회. 이를 1,300원대 이상으로 확장 할 경우 글로벌 금융위기와 현 인플레이션 위기 두차례임
- 앞선 7차례의 1,200원 환율 상승은 사후적(ex post) 관점에서 이미 상황이 종료된 현상이

- 유동성 축소도 전체 신흥국이 아닌 일부 금융·경제 취약국가들을 중심으로 선별적으로 영향을 미칠 전망이다이나 이들 자본 유출에 따른 위기가 간접적으로 전이될 가능성은 상존
다만, 국내 금융시장의 투자민감도는 작은 충격에도 급변하는 속성이 있는 만큼 국내 금융시장의 급변 가능성을 염두에 두고 외화유동성 관리에 주의할 필요
- **국내 금융시장 외화자금 완충력은 견조**
(총외채대비 단기외채) '21.12월 기준 총대외채무 6,285억 달러 중 1년 미만 단기외채 1,662억 달러로 총외채의 26.4%를 차지. 이는 '08.9월 글로벌 금융위기 당시 51.9%의 절반 수준
(외환보유액) '22.7월 현재, 4,386억 달러
(한-미 통화스왑) 2021년 12월 31일 팬데믹 시점에서 체결된 통화스왑 재연장 불발은 위기 완충에 부정적
- **(외환시장)**
 - 미국의 빅스텝 이상의 금리인상이 지속되면 신흥국 외화자금 유출 및 우려가 이어지며 달러/원 환율도 추가 상승 시도가 유력 (연말까지 주요 범위 예상: 1,300~1,350원)
- **(주식시장)**
 - 미국 빅스텝 이상 금리인상 이슈가 단기적으로 우세할 것으로 보여 포트폴리오 투자자금 중심의 유출이 이어지며 강한 약세 예상. 2021년 외국인 포트폴리오자금 유출을 상회할 가능성 점증(2021년 코스피 외자 유출은 약 25조원에서 2022년 8월 현재 약 16조원 유출)
- **(금 리)**
 - 미국 인플레이션 정점이 늦춰질 가능성에 따른 매파적 빅스텝 이상의 금리 인상 요인은 국내 금리 상승압력으로 작용하겠지만, 경기침체 우려 확대 시 일드커브 평탄화를 통해 장단기 구간 금리 역전 발생할 소지

III. 중·단기 외환시장 전망

■ 단기 환율 방향성에 대한 주요 요인 점검 및 방향성

- 최근 8월 중반 이후 단기관점에서의 환율 방향성은 잭슨홀 미팅에서 파월 의장의 인플레이션 대응에 대한 언급 수위에 따라 1,350원 상향 여부가 결정지어질 것으로 예상
 - 7월 FOMC 의사록이 상당히 매파 성향을 보인 가운데, 이후 주요 연준 인사들의 인플레이션 대응도 매파 성향이 이어졌는데, 이 기초를 파월 의장이 이어받는 국면의 인플레이션 대응 언급이 나오게 된다면 환율은 1,350원대를 금월 중 상향할 가능성을 배제할 수 없을 것으로 전망 됨
 - 하지만, 작년 잭슨홀 미팅에서처럼 파월 의장은 금번에도 연준위원들의 강성 매파에 대해 일부 시장을 안도시키기 위한 비둘기적 스탠스(즉, 향후 인플레이션 정점 확인 시 경기 관련 금리의 점진적 조정을 고려할 수 있음)가 동시에 제시될 가능성도 배제할 수 없다는 측면에서 1,350원 환율 수준이 단기적 고점을 형성할 것으로 예상됨
- 단기적으로 대내적 환율 변동성 완화 요인이 존재하는 측면도 단기 환율 1,350원 고점 형

성의 주요 요인이 될 것으로 판단

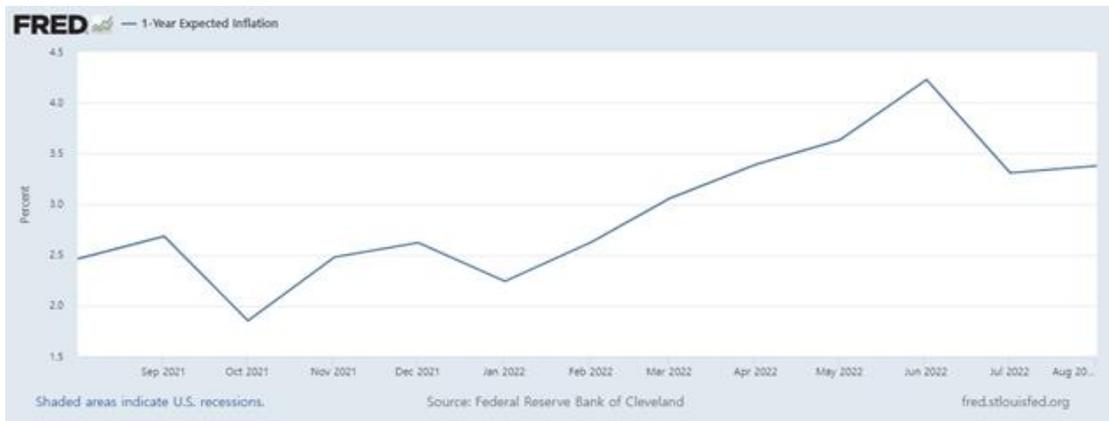
- 8월 국내 물가 상승 대응에 따른 한은 25bp 금리인상이 다소 완화 강세를 견인할 요인이 나, 상당 부분 시장에 선반영 되었다는 측면이 부담
- 여기에 1,350원대가 국내 외화자금 유동성과 관련해 의미 있는 가격대임을 인식하는 외환

당국의 경계심리 강화 등도 상단을 제한할 요인인 가운데, 수출입 업체의 고점 인식 달러 매도 확대 가능성 등도 1,350원대를 강하게 방어하는 요인으로 판단

■ 4분기 후반 전후 환율 방향성

- 7월 FOMC의사록이 상당히 매파적 이었으나, 7월 CPI가 그동안의 빅스텝과 자이언트 스텝 2회, 국제유가 80달러대 하락, 국제식품가격 지수 하락세를 반영하지 못했다는 측면을 고려하면, 향후 매월 발표되는 미국 CPI의 소폭 추세적 하락 가능성이 4분기 후반까지 이어질 것으로 예상. 결국 4분기 들어서며 연준의 정책 효과가 인플레이션에 영향을 미치게 되어 감소추세를 보이게 되면 인플레이션과 성장을 동시에 고려할 연준내 비둘기 목소리가 나오면서 통화정책 강도에 대한 속도 조절이 예상됨
- 인플레이션 기대에 영향을 미치는 상기 요인들의 우호적 환경에 따라 최근 미국 1년 기대 인플레이션 상승세가 현저하게 낮아진 점 등도 연준 정책의 하반기 이후 완화적 기조 전환에 영향을 미칠 요인

2022년 8월 미국 1년 기대인플레이션



자료: FRED

- 상기 시나리오 경로를 유지한다면 하반기 환율은 인플레이션 위험으로부터 일시적 긴축 완화에 따른 위험 선호 영향을 반영하며 1,290원대 진입 가능성을 열어놓을 수 있을 전망
- 하지만, 이어진 경기침체 우려로의 전환 속에 안전자산 선호 요인과 미국 외 주요 경제권 역의 경기불확실성 확대에 의한 통화 약세적 측면에서 달러 강세 견인이 복합적으로 나타날 가능성 등으로 2023년 초반까지도 1,300원대 고착화 가능성을 배제할 수 없는 환율 수준이 될 것으로 예상

2022년 달러/원 환율 분기별 평균 전망(단위, 원)

달러/원	1Q	2Q	3Q	4Q	연간
2021	1,115	1,121	1,158	1,183	1,144
2022	1,195	1,259	1,320 ^(F)	1,315 ^(F)	1,285 ^(F)