Strategy Idea



FX/원자재
Economist **박수연**
02. 6454-4897
soo-yeon.park@meritz.co.kr

방향은 알고 속도는 모를 때

- ✓ 매크로 패러다임이 변화할 때는 기존 경제 법칙이 잘 맞지 않아 → 유연한 정책 집행이 필수
- ✓ 경기/물가 방향에는 이견이 없는 채 인하 속도 기대만 변화 → 변동성 확대 & 박스권 지속
- ✓ 매크로 추세 변화 부재 시 외환시장 박스권 유지될 전망

패러다임의 변화

매크로 패러다임이 변화할 때는 정책 유연성 확보가 필수

ECB 라가르드 총재는 9월 20일 IMF 주관 강연에서 연설을 진행했다. 연설 주제는 "퇴보와 진보: 20년대들의 구조적 변화 및 통화정책(Setbacks and strides forward: structural shifts and monetary policy in the twenties)"으로, 1920년대와 2020년대의 매크로 상황을 비교하는 내용이었다.

연설의 핵심 내용은 "매크로의 구조적인 변화가 진행될 때에는 기존 경제 법칙이 잘 맞지 않는다."였다. 즉, 패러다임이 변화하는 시기에는 기존 법칙을 고수하기보다는 유연한 정책 결정이 더 효과적이라는 것이다. 라가르드 총재는 1920년대와 2020년대 모두 공통된 두 가지 매크로 변화를 겪었다고 말했다. 해당 변화는 1) 글로벌 분절화와 2) 기술 진보에 따른 생산성 증가다.

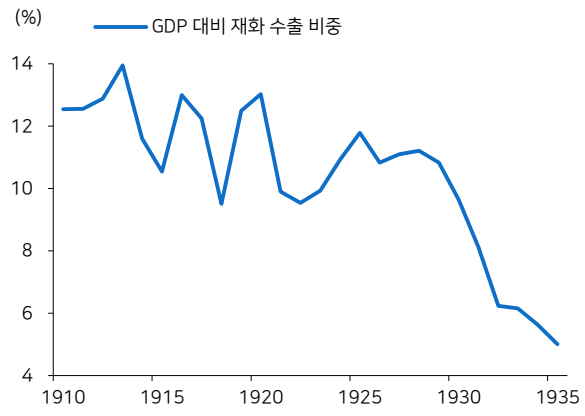
변화1: 글로벌 분절화

첫째, 글로벌 분절화의 경우, 1920년대와 2020년대 모두 전쟁을 전후로 가속화되었다. 1920년대에는 두 차례의 세계대전(1차: 1914~1918년, 2차: 1939~1945년)을 전후로 전 세계 GDP 중 수출 비중이 줄어들었다. 한편, 2020년대인 현재는 GDP 대비 재화와 서비스 수출 비중이 큰 틀에서는 유지되고 있다. 그러나 글로벌 가치사슬(GVC)이 짧아지고 효율성이 감소하는 등 교역 다변화가 특징적이다.

변화2: 생산성 증가

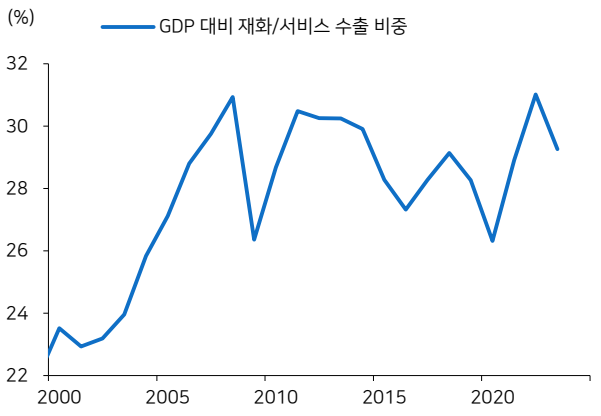
둘째, 생산성의 경우 1920년대 당시에는 군수 물자 개발 과정에서의 기계 기술 진보가 주효했다. 라가르드의 언급에 따르면 1913~1929년 사이에 생산성은 매년 평균 2% 이상 증가했다. 반면, 1890~1913년에는 증가율이 1.5%였다. 2020년대인 현재는 미국을 중심으로 인구 증가와 자본집약도 상승이 생산성 증가를 유발했다. 미국으로 이민자가 유입되어 양질의 노동력이 늘어난 한편, 정부 주도의 투자 유치가 자리한 것으로 보인다.

그림1 전 세계 GDP 대비 재화 수출 비중



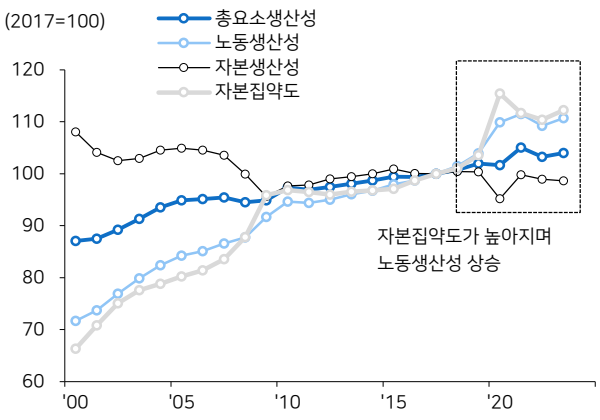
자료: Our World In Data, 메리츠증권 리서치센터

그림2 전 세계 GDP 대비 재화/서비스 수출 비중



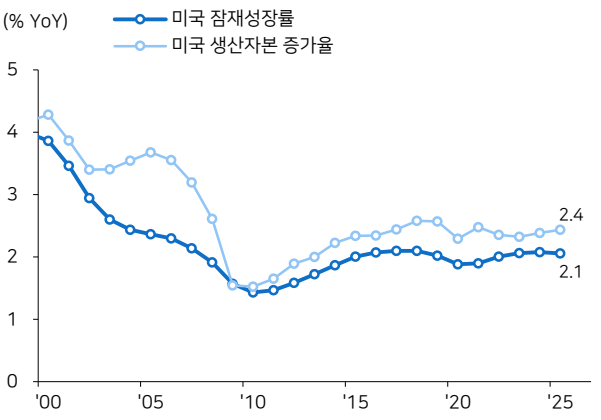
자료: World Bank, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국 생산성 추이



자료: US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 잠재성장률 vs. 생산자본 증가율



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

유연한 정책 결정이 중요해진 시대

패러다임 변화 시기에는 정책 효율성과 파급효과 복잡해

이렇듯 패러다임이 변하는 시기에는 정책 효율성과 파급효과도 복잡해진다. 글로벌 가치사슬이 짧아진 현상을 예로 들면, 금리정책 민감도가 상승하는 효과와 하락하는 효과가 모두 있다. 니어쇼어링이 추진될 때, 대내 설비투자가 늘어나면서 금리 민감도가 높아진다. 그러나 글로벌 분절화는 곧 무역 안정성이 낮아졌음을 의미한다. 따라서 금리정책과 별개로 대외여건 급변에 따른 물가 불안이 높아지며 금리정책 민감도가 오히려 감소하기도 한다.

물가안정 목표는 유지하되 정책 결정은 유연하게

따라서 라가르드는 중앙은행이 물가안정이라는 목표는 유지하되, 이를 달성하기 위한 정책 결정이 유연해야 한다고 강조했다. 물가안정이라는 목표는 뚜렷할수록 기대인플레이션이 안정적으로 고정되는 효과가 크다. 기대인플레이션이 고정되면 물가 충격이 발생하더라도 정책 조정이 원활하게 진행될 수 있다. 그러나 정책 결정 시 고려할 사항이 늘어나기 때문에 정책 유연성은 필수다.

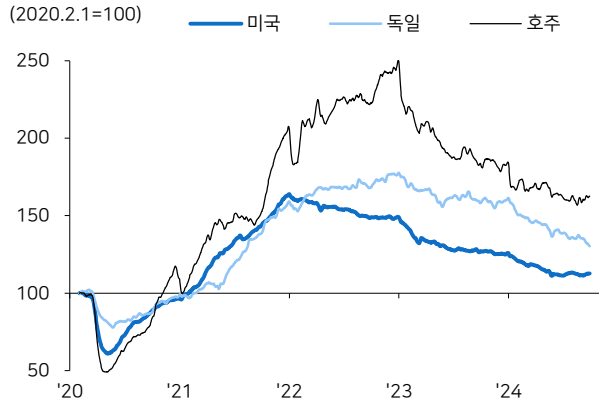
경기/물가 추세에는 이견이 없음

라가르드의 연설은 지금의 상황을 정확하게 묘사한다. 시장 참여자 대다수는 경기 하강과 물가안정이라는 매크로 추세를 의심하지 않는다. <그림5,6>에서 알 수 있듯 국가별로 속도에 차이는 있으나 방향은 일치한다. Job openings(구인공고)는 감소하여 경기 하강을 가리킨다. 물가상승률은 일제히 전년대비 2%대로 내려왔다. 특히 독일은 9월 CPI가 1.8% YoY까지 하락했다.

그러나 중앙은행 스탠스는 달라

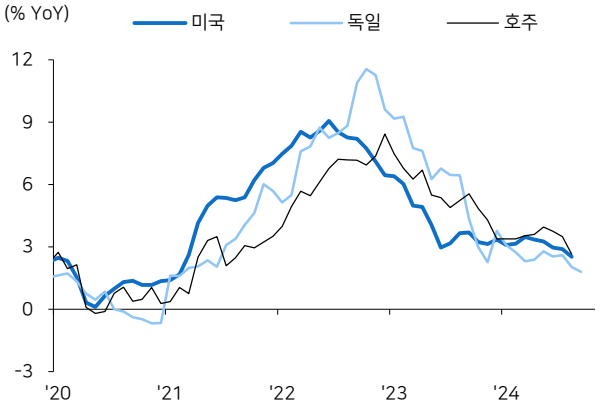
그러나 매크로 추세는 유사할지라도 금리인하에 대한 중앙은행의 스탠스는 국가별로 다르다. 미국은 완화적, 유로존은 중립적, 그리고 호주는 매파적이다. 아직까지 선물시장에서는 연준이 연내 2.8회를 추가 인하할 것으로 기대한다(빅컷 1회 이상). 반면, 유로존은 2.12회, 호주는 연내 인하가 없을 가능성도 염두에 둔 상황이다. 국가별로 정책이 유연하게 집행된 결과다.

그림5 Indeed Job openings index



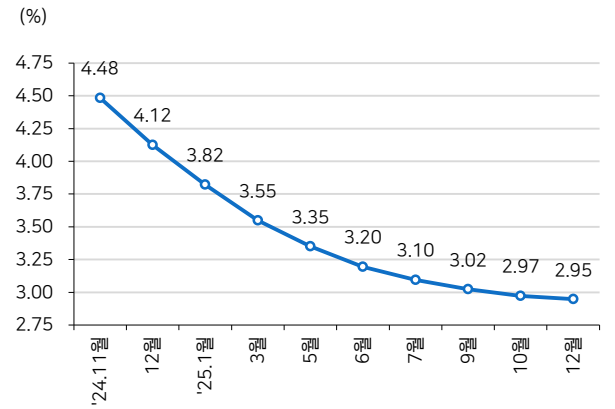
자료: Indeed, 메리츠증권 리서치센터

그림6 국가별 물가상승률



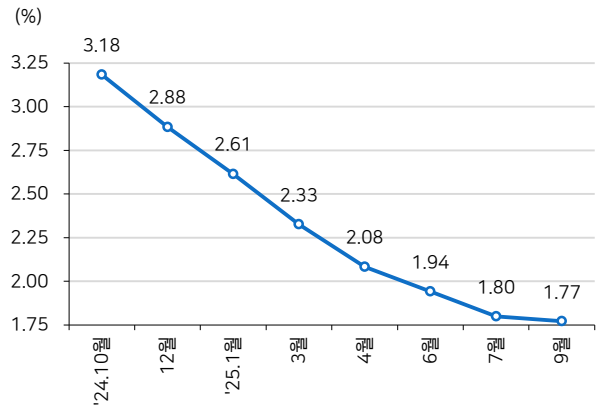
자료: 각국 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림7 선물시장에 반영된 FFR 추이 (9월 30일)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 OIS 시장에 반영된 ECB Deposit rate (9월 30일)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

외환시장 장기 박스권의 이유

정책 기대가 변화하며 확대된 환율 변동성

정책 기대가 빠르게 바뀌는 만큼 환율 변동성도 커졌다. 정책 방향과 매크로 추세에 대한 시장기대는 일치하나, 인하 속도가 예상되지 않는 만큼 주요 위원들의 발언에 시장에 출렁이기 때문이다. 9월 30일에는 파월 의장이 점진적인 인하를 강조했다. 이에 CME FedWatch 기준 11월 빅컷 가능성은 전일 53.3%에서 34.7%까지 일시에 하락했다. 이에 달러/원은 최근 들어 하루에도 고가와 저가 차이가 10원 이상 차이가 나는 경우가 빈번해졌다.

변동성 확대에도 박스권은 유지

그러나 환율 변동성이 커졌음에도 모순적으로 장기 박스권은 유지되고 있다. 달러인덱스는 100이 단단한 하단으로 작용하고 있으며, 달러/원은 1,300원 하향돌파가 쉽지 않아 보인다. 달러/위안도 중국 부양책 발표 이후 7.0위안을 일시적으로 하향돌파했으나 재차 상승했다.

글로벌 경기 동조화로 인해 국가별 투자 매력도가 안 바뀌어

국가별 경기 동조화로 인해 밸류에이션 외에는 국가별 투자 매력도의 변화가 크지 않기 때문이다. 환율은 궁극적으로는 국가별 투자 매력도를 나타내는 가격 지표다. 따라서 통화가치가 추세적으로 절상되기 위해서는 개별 국가의 경기, 금리 등 매크로 지표 개선이 선행되어야겠으나 지금까지는 미국 우위로 판단된다. 단지 나홀로 미국 강세가 제한되면서 7~8월 동안 약달러가 나타난 후 멈췄을 뿐이다.

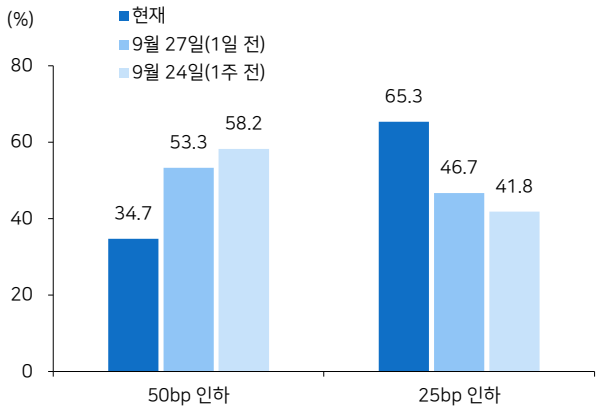
밸류에이션 전략은 마무리 단계. 개별 국가 매력도 부각 중

이에 연준의 인하 기대와 함께 시작되었던 저밸류 통화의 가치절상은 마무리 단계로 보인다. <그림14>에 나타나듯, 캐리트레이드 전략의 수익률이 반등했다. 즉, 각국 중앙은행들의 정책 스탠스가 통화가치에 미치는 영향이 확대되었다. 대표적으로 매파적인 스탠스를 보이는 호주, 노르웨이, 영국과 9월에 인상을 단행한 브라질의 통화가치가 방어되고 있다. 이외 통화의 경우 달러인덱스에 연동되어 대체로 박스권에서 등락 중이다.

내년에도 비슷할 것
→ 외환시장 박스권 유지 전망

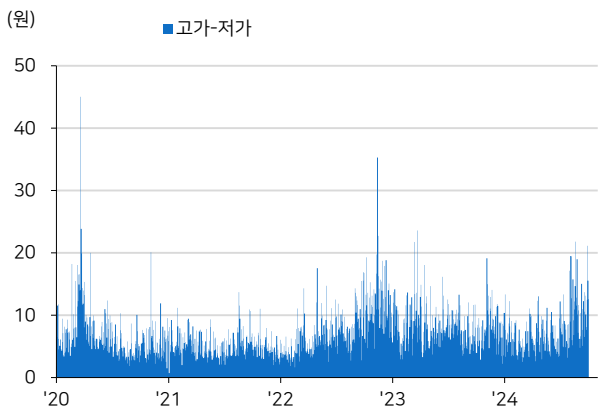
따라서 내년까지의 시계에서 보면, 연준의 인하가 진행되더라도 미국을 견제할 국가가 나타나지 않는 한 외환시장은 현재의 박스권을 이어갈 것으로 전망한다. 달러를 대체할 만한 통화가 마땅치 않기 때문이다. 특히 이번 경기부양책을 계기로 중국의 경기가 개선될지가 원화를 포함한 EM 환율에 중요하겠다. 다만 인하 횟수가 거듭되는 만큼 통화정책 불확실성에 따른 환율 변동성은 축소되겠다. 원화는 경기, 금리, 밸류에이션 매력도를 종합적으로 판단했을 때, 추세적인 1,300원 하향돌파는 어렵다는 기존의 견해를 유지한다.

그림9 CME FedWatch 11월 인하 확률



자료: CME FedWatch, 메리츠증권 리서치센터

그림10 달러/원 일중 변동폭 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 달러인덱스: 단단한 하단 100



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 달러/원: 다음 하단은 빅피겨 1,300원



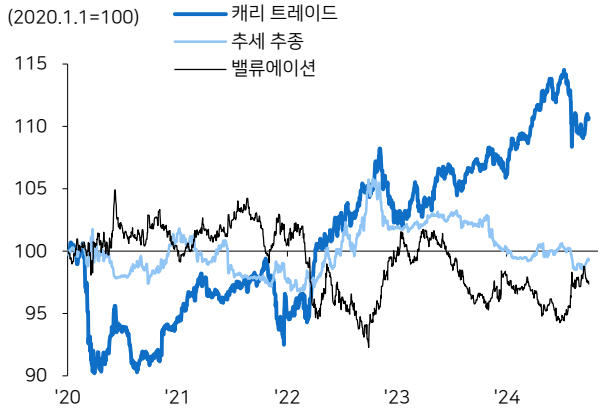
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 달러/역외위안: 7.0위안 다시 상회



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 외환시장 투자전략별 수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.