

元大金利



이재형 Fixed Income Strategist
jaehyung.lee@yuantakorea.com

환율상승, 이렇게 봐야 이해할 수 있다.

高환율, 원화 유동성 팽창에 제약 요인

미국 달러의 통화증가율이 10%이고, 원화는 7%라고 할 때, 원화 환율은 어떻게 변할까?

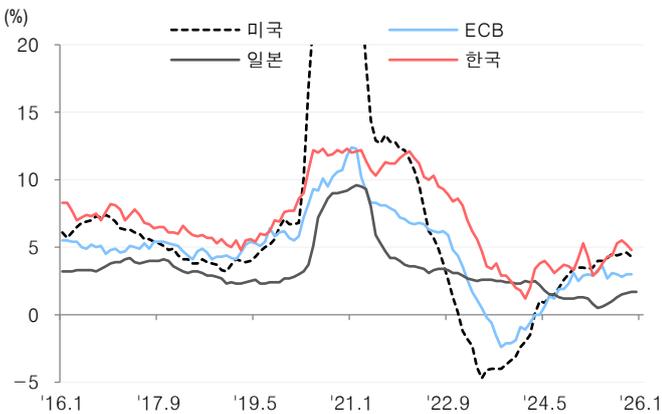
환율은 두 통화가 교환되는 비율이기 때문에 더 많이 증가하는 화폐가치가 하락한다. 달러화의 증가세는 확대는 달러약세 요인이 될 수 있다. 하지만 원화보다 달러 통화 증가율이 높다고 해서, 원화 환율이 하락하는 것은 아니다.

글로벌 달러가 10% 확대되어도, 국내로 유입되는 달러의 양은 2% 증가에 그친다면, 상대적으로 역내에서는 원화 공급이 많은 것이기 때문에 원화 환율은 상승하게 된다.

한국 CDS가 안정적이고, Kosp지수가 크게 상승하고 있지만, 원화가 약세를 보이는, 과거 경험과는 다른 패턴이 나타나고 있다. 원화 환율 상승은 수입물가와 기대인플레이션을 자극하는 요인이며, 원화 단기자금의 공급력도 약화시킬 수 있어 채권시장 수급에 부담이 되고 있다. 고환율 양상이 지속되면, 원화 장기금리도 새로운 레벨 대로 상승이 불가피할 것이다.

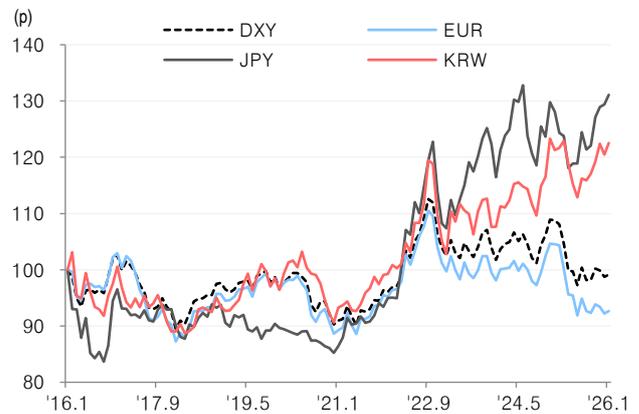
환율이 안정될 수 있는 몇 가지 변수들은, 역내외 자금흐름의 구조적인 변화를 같이 고려해야 한다. 선물환 헤지를 권하는 분위기가 조성되고 있지만, 외환시장에 달러 매물이 공급되는 것만으로 환율은 하락하지 않는다. 환헤지 과정에서 대외채무가 증가하고, 유입된 달러에 비해 원화 유동성 확대가 둔화될 때, 환율은 하락하게 된다.

주요국 통화 증가율 (M2, yoy)



자료: Bloomberg

주요국 통화의 대달러 환율 변동 (2016년 기준 정규화)



자료: Bloomberg

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

환율상승, 이렇게 봐야 이해할 수 있다.

환율상승, 역내에 달러보다 원화가 많다는 것

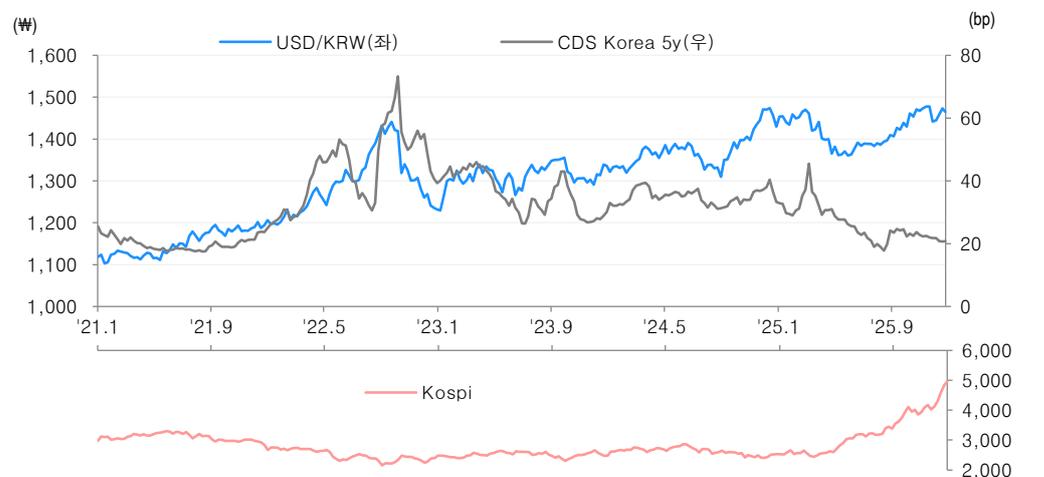
달러와 원화 통화 증가율, 통화간의 금리차 등등 환율 상승 요인에 여러 변수들이 제기되고 있지만, '환율상승'이라는 현상만 놓고 보면, '역내'에 유입된 달러보다 원화 유동성이 더 확대되었다는 것이다. 환율이 급등하는 경우에는, 역내에서 달러자금이 부족한 상황에서 나타나는 경우가 많아, 이번 환율 상승은 달러자금이 부족해서 생긴 현상은 아니다.

국내 주가지수가 강하면, 환율이 하락하였던 경험이 있고, 한국 CDS 하락과 외화자금 여건의 안정은 환율 상승 요인을 완화시킬 것이란 기대도 있다.

한국 CDS 프리미엄은 우리나라의 소버린 스프레드, 글로벌 시장에서 달러자금을 조달할 때의 가산금리 수준을 반영한 개념이다. 한국정부의 CDS 가 낮아진 것은, 달러자금 조달할 때에 지불하는 비용에서 가산금리가 낮아진 것이고, 달러자금 수급 여건이 안정적인 것으로 평가할 수 있다.

우리나라는 작년 하반기부터 정치적 혼란이 빠르게 수습되었고, 반도체/AI 관련 섹터 비중이 높은 산업 구조가 소버린 리스크 안정으로 이어졌을 것이다. 수급상으로는 우리나라의 달러자금 수요에 비해 공급이 많은 환경이, CDS 안정으로 이어졌다. 글로벌 달러자금이 풍부한 환경에서 역내의 달러자금 수요의 상대적 약화는, CDS 하락으로 이어지나, 그만큼 역내로 유입되는 달러의 양이 감소하게 된다.

[그림 1] 한국 CDS와 환율, 그리고 KOSPI, 과거 패턴과 다른 환율 상승세



자료: Bloomberg

즉 ‘CDS 안정→ 환율하락, CDS 상승→ 환율상승’의 경험적인 패턴은 역내에서 달러자금 수요가 많을 때, 주로 글로벌 달러자금의 공급 여력에 따라, 원화 환율이 변동하였던 것이었다. 최근에는 달러자금의 수급 여건보다는, 실제로 달러화가 유출입되는 강도가 환율 등락의 변수가 되고 있다. 여기에 달러 유입에 비해, 원화 유동성의 팽창이 상대적으로 강해지면서, 환율은 상승하게 되었다.

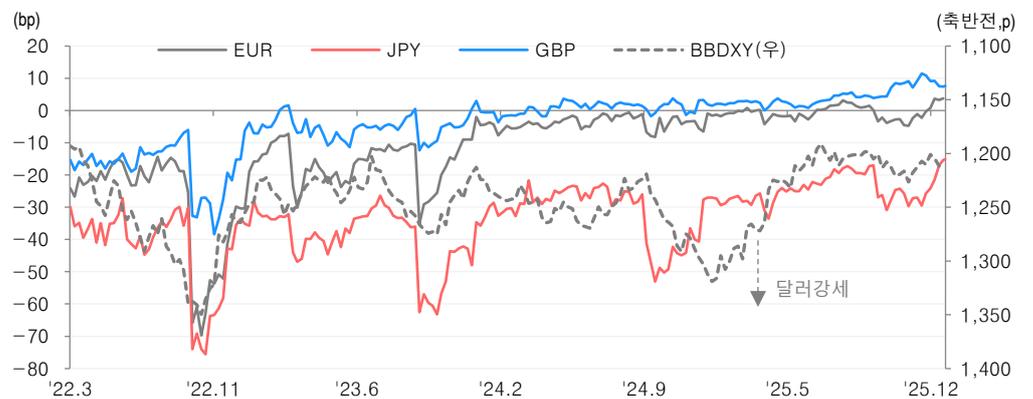
풍부한 달러자금 → 글로벌달러 약세 / 원화와 엔화는 더 약세

자국통화를 이용해 달러자금을 조달할 때의 수급 여건은, 달러와 자국통화의 금리를 교환하는 Basis swap의 등락에 반영된다. 달러 Repo 금리(SOFR)와 다른 통화의 단기금리를 교환할 때, 통화에 대한 프리미엄이 통화간 단기금리 Basis swap rate에 반영된다.

달러와 다른 통화와의 단기금리 Basis swap이 낮아진다는 것은, 달러금리의 프리미엄이 높아진다는 것이다. EURUSD Basis swap이 낮아진다는 것은, 유로 단기금리와 달러 SOFR을 일정기간 교환할 때, 유로화의 프리미엄이 약화되는, 즉 달러 프리미엄이 높아지는 현상을 반영한다.

최근 몇 년간 주요 통화의 Basis swap rate가 하락할 때, 달러는 강세를 보였다. 작년부터는 Basis swap이 이전보다 높은 수준에서 안정되고 있으며, 달러지수도 약한 수준을 보였다. 글로벌 달러자금이 풍부한 상황을 반영하는 것으로 볼 수 있다.

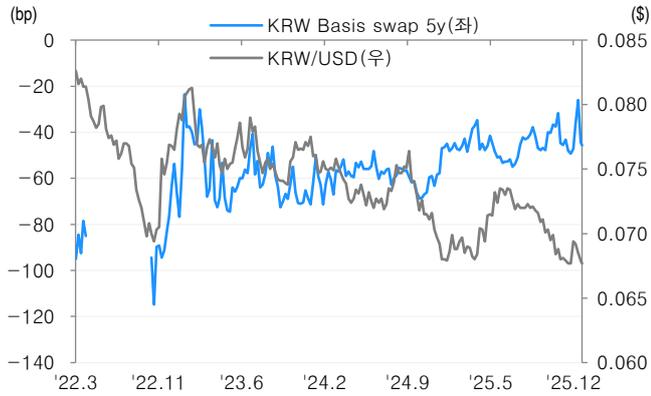
[그림 2] 주요통화와 달러 단기금리의 Basis Swap (3m) 과 블룸버그달러지수



자료: Bloomberg

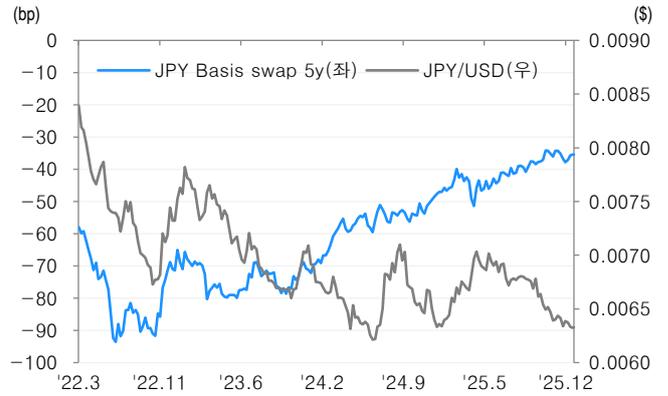
그러나 통화별로 환율 흐름은 차별화된 양상을 보인다. 달러지수는 작년 상반기에 비해 낮아졌으나, 한국 원화와 일본 엔화는 달러보다 더 약해지고 있다. 그럼에도 불구하고 KRWUSD와 JPYUSD basis swap rate는 다른 통화와 마찬가지로 높은 수준을 보이고 있다. 결국 원화와 엔화의 약세는 달러자금 부족에 의한 현상은 아닌 것으로 봐야 한다.

[그림3] KRW/USD 환율, Basis swap 5y



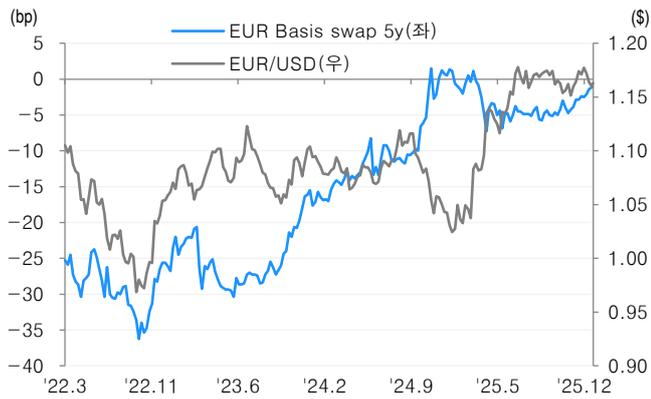
자료: Bloomberg

[그림4] JPY/USD 환율, Basis swap 5y



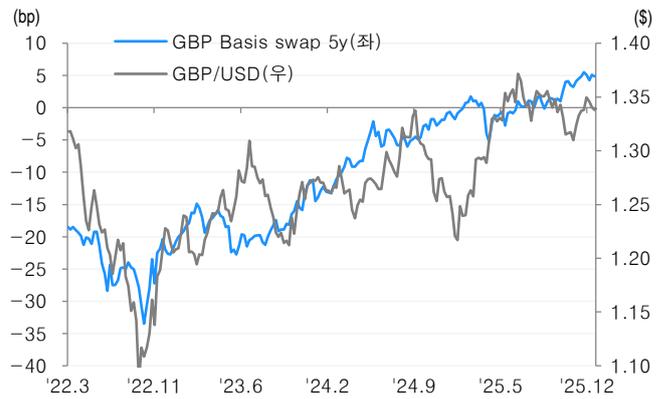
자료: Bloomberg

[그림5] EUR/USD 환율, Basis swap 5y



자료: Bloomberg

[그림6] GBP/USD 환율, Basis swap 5y



자료: Bloomberg

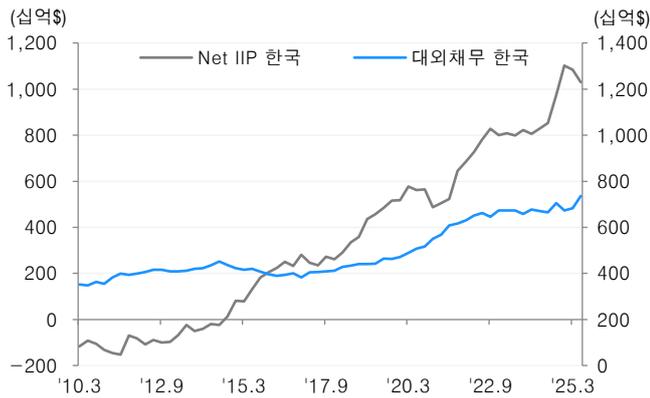
대외채무 (External Debt) 낮은 국가의 통화 약세

글로벌 달러자금 조달 환경이 안정적이지만, 역내로 달러화 유입이 강하지 않다면, 그나라 통화는 약세를 보일 것이다. 주요 통화의 국가별로 대외 익스포저와 대외채무를 보면, 대외자산에 비해 채무 증가세가 상대적으로 크지 않은 쪽의 통화가 약세를 보인다.

특히 우리나라는 순대외자산 (Net IIP, Net International Investment Position)에 비해 대외채무 증가폭이 크지 않은 편이다. 2024년부터 Net IIP 는 \$2천억 넘게 증가하였지만, 대외채무는 \$6백억 정도 증가하였다. 그만큼 대외투자에 비해 달러화가 역내로 유입되는 강도가 약해진 것이다.

과거 달러자금 수급 여건이 환율 등락에 영향을 주었던 시기와 달리 달러화가 유출입되는 강도가 환율에 미치는 영향이 커지게 되었다. 아울러 외화가 유입되는 과정에서 원화의 발권력이 강해지는 점이 있어 원화가 공급되는 구조에도 영향을 미치게 된다.

[그림7] 한국 대외채무, 순대외자산



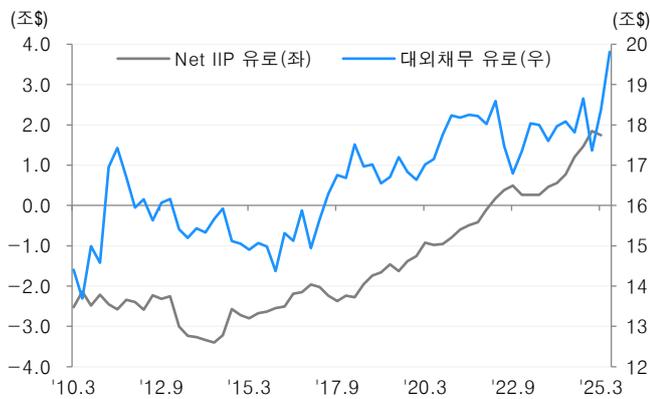
자료: Bloomberg

[그림8] 일본 대외채무, 순대외자산



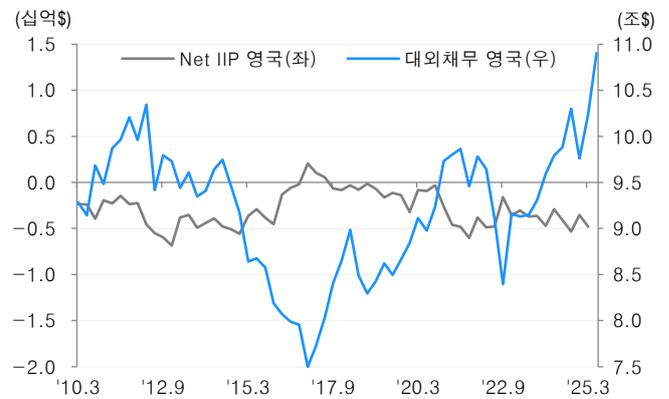
자료: Bloomberg

[그림9] 유로존 대외채무, 순대외자산



자료: Bloomberg

[그림10] 영국 대외채무, 순대외자산



자료: Bloomberg

선물환 헤지, 역외 달러 유입 여부가 변수

원화 환율이 높은 수준을 유지하면서, 선물환 매도 헤지를 원하는 분위기도 있다. 선물환 매도는 미래에 유입될 것으로 기대되는 달러화를 미리 매도하는 것이기 때문에, 역내 외환시장에 달러를 공급하는 효과가 있다. 하지만 이를 통해 환율이 하락할 것이라 장담하기는 어렵다.

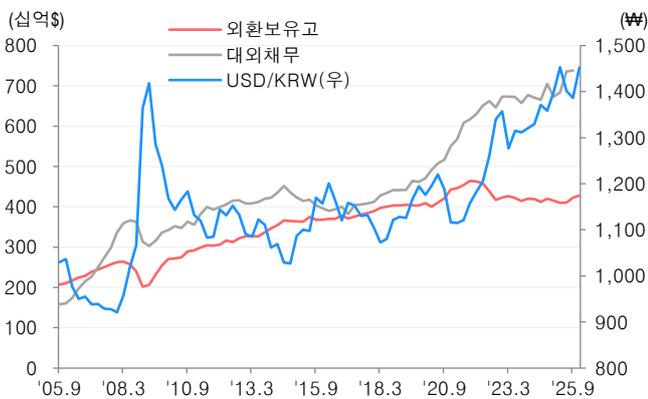
선물환 헤지는 현물환 시장에서 달러매도/원화매수의 형태의 거래로 나타나기 때문에, 이미 역내에 있는 달러화가 외환시장에 공급된다면, 이에 상응하는 원화가 공급되면서, 달러매도가 증가한 만큼 원화도 증가하는 것으로 봐야 하기 때문에 환율에 미치는 영향은 크지 않다.

선물환 매도가 환율 하락 요인으로 작용하려면, 역외에서 달러자금을 조달하여, 역내의 외환시장에 달러가 공급되어야 한다. 이때 환전된 달러는 최종적으로 한국은행 외환보유고가 되고, 이에 상응하는 원화가 발권된다. 이때 통화당국은 원화를 중앙은행 계정을 통해 흡수하면서, 원화 환율은 하락하게 된다.

앞서 우리나라의 대외채무에 비해서 대외자산이 빠르게 증가한 점이 있는데, 역외에서 달러를 차입한 자금으로 투자하는 하는 것이 아닌, '원화매도/달러매수'의, 마치 케리 트레이딩 형태로 대외자산이 늘어난 것으로 볼 수 있다. 이러한 구조에서는 대외자산이 늘어날수록 원화가 약세를 보이게 된다. 이때 원화 환율은 대외자산의 가치 등락에 따라 민감하게 변동할 것이다. 따라서 환헤지와 함께 역외에서 달러자금 조달을 권장하는 것도 정책방안으로 강조되고 있다.

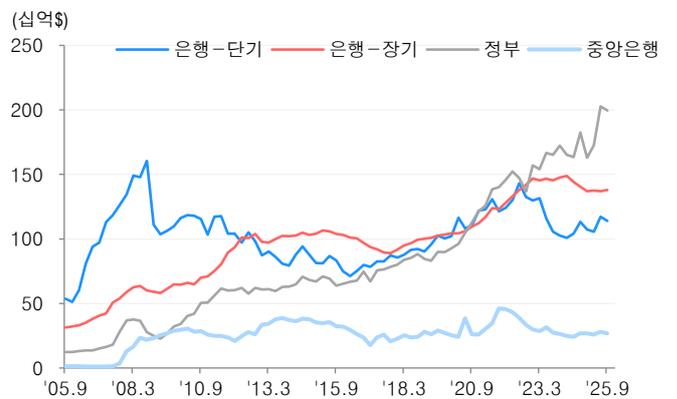
여기서 한가지 점검해볼 부분은 원화 유동성의 팽창 강도이다. 외화 유입이 둔화되면서, 한국은행의 외환보유고는 정체된 수준을 보이게 되고, 중앙은행 자산도 증가하지 않는다. 이에 따라 원화 발권력이 약해지고, 원화 유동성 팽창 강도가 둔화되면, 환율 상승압력은 약화될 것이다. 이러한 구조에서 환율이 상승한다는 것은, 국내로 달러가 유입되는 강도가 약해진 것에 비해 원화 유동성이 더 팽창되고 있다고 볼 수 있다.

[그림11] 한국 외환보유고, 대외채무와 환율



자료: BOK Ecos

[그림12] 선물환헤지와 관련된 대외채무, 외국인의 국채 보유 증가



자료: BOK Ecos

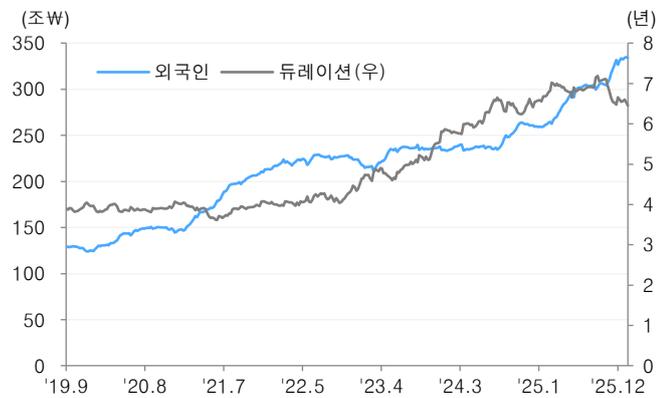
선물환 헤지가 대외채무에 영향을 주는 변수는 외국환은행을 중심으로 볼 필요가 있다. 환헤지에 나서는 쪽의 선물환매도 포지션은, 거래 상대방이 되는 외국환은행 쪽에서는 ‘선물환 매수와 달러자금조달/현물환 매도’의 거래가 진행된다. 이 과정에서 외국환 은행의 대외채무가 증가하면서, 국내 외환시장에 달러가 공급된다고 볼 수 있다.

외국환은행은 크게 국내은행과 외은지점으로 구분해 볼 수 있으며, 외은지점은 차입금 계정을 통해 주로 단기채무 증감에, 국내은행은 장기채무 증감에 영향을 준다. 또한 선물환 에셋스왑을 통해 외국인이 국고채와 통안채를 보유하게 되는데, 이는 대외채무에서 정부와 중앙은행과 부채에 계상된다.

외국인 보유 채권 잔고는 2020년 이후 증가하고 있는데, 2025년까지 보유잔고의 듀레이션이 확대되었다. 그만큼 장기채권 보유가 늘어난 것이며, 이는 본드포워드 거래와 연관성이 있다. 작년 4분기부터 외국인 잔고는 증가하고 있는데, 듀레이션은 감소하였다. 이는 선물환 에셋스왑과 연관된 물량이라고 볼 수 있다. 이는 대외채무 통계에서 ‘정부’의 부채 증가로 반영될 것이다.

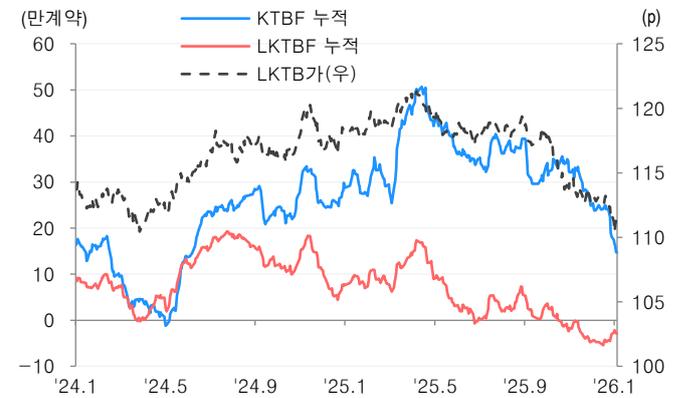
외국인이 현물잔고가 증가하는 반면 국채선물 매도세가 확대되고 있는 점은, 선물환 관련 거래가 증가하지만, 글로벌 금리커브와 유동성 환경 변화 등에 따라 파생상품을 통해 리스크 관리를 하는 것으로 볼 수 있다. 즉 선물환 등 역외 쪽의 FX와 채권 관련 포지션이 커질수록, 대외금리 변동에 따라 국내 채권시장 수급에 미치는 영향력이 확대되는 것이다.

[그림13] 외국인의 채권잔고, 듀레이션



자료: Infomax

[그림14] 외국인의 국채선물 순매수와 10년물 국채선물가격



자료: infomax

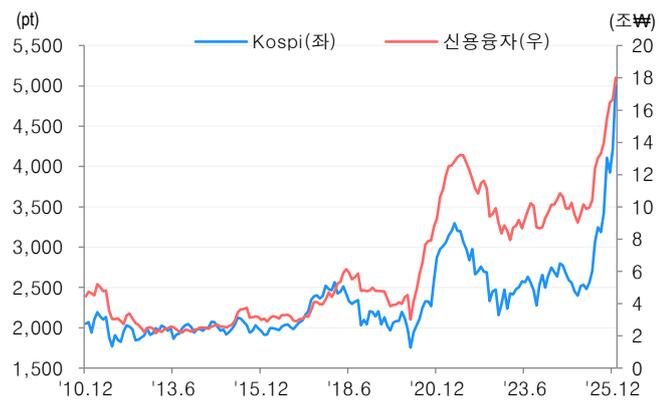
증시를 통한 원화 유동성 확대

달러가 국내로 유입되는 강도가 약해진 상황에서 환율이 상승 압력을 받고 있지만, 국내 금융시장의 유동성 여건은 긴축적이지 않다. 주가지수가 큰 폭 상승하는 등 증시 중심으로 원화 유동성이 팽창되는 것으로 봐야 한다.

과거에는 코스피 지수는 외국인의 투자 강도에 영향을 받는 경향이 있었으며, 이는 다시 환율 등락에도 영향을 미치는 패턴이었다. 최근 주가지수 상승에서 외국인의 투자비중이 높아지는 점이 있지만, 환율은 오히려 상승하고 있다. 이는 대외자금의 영향보다는 국내 자금력에 의해서 주가지수가 상승하고 이에 따른 원화 유동성 팽창이 원화 약세로 작용하는 것으로 볼 수 있다. 주가지수 상승폭 확대에 따라 증시에 신용용자액도 빠르게 증가하고 있다.

중앙은행을 통한 유동성 팽창 강도의 조정은 주로 금리정책과 상업은행 시스템을 통해서 이루어진다. 증시 관련 자금의 신용 확대는 펀더멘털에 의한 영향도 크기 때문에, 통화정책을 통해 직접적으로 유동성 여건을 조절하기가 어렵다.

[그림15] 거래소 신용용자와 주가지수



자료: Infomax

[그림16] 외국인의 거래소 투자비중과 환율



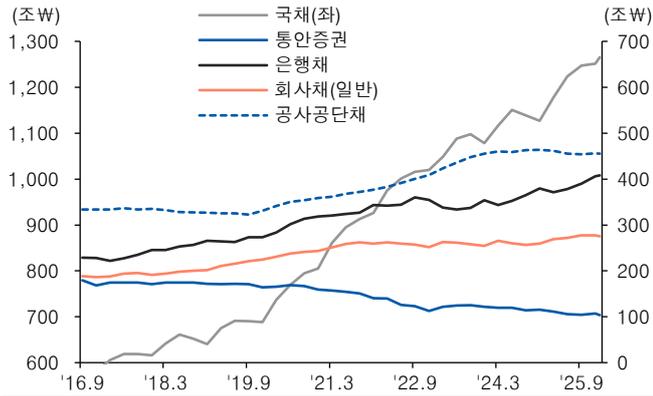
자료: infomax

역내로 외화가 유입되는 강도가 약해지면, 한국은행의 본원통화 공급력에도 영향을 미친다. 반면 금융시장의 신용팽창에 따라, 원화 유동성 보완을 위한 정책 대응이 있었을 것이다. 금융 섹터의 자금 부족에 대해서, 한국은행은 RP 매입 기초를 이어가고 있으며, 올해는 ₩35조로 확대되기도 했었다.

한은이 RP 매각을 줄여서 자금을 지원하는 것과 RP 매입을 늘려 자금을 공급하는 것은 성격이 다르다. 마치 전자가 내리막길에서 브레이크 강도를 조절해서 적정 속도를 유지하는 것이라 한다면, 후자의 경우는 오르막길에서 페달을 밟아야 하는 상황이기 때문이다. 향후 외화자금이 국내로 유입될 것인지, 한국은행의 RP 매입 여력이 어느 정도까지 확대될 수 있을지는 채권시장의 유동성 환경에도 중요한 변수이다.

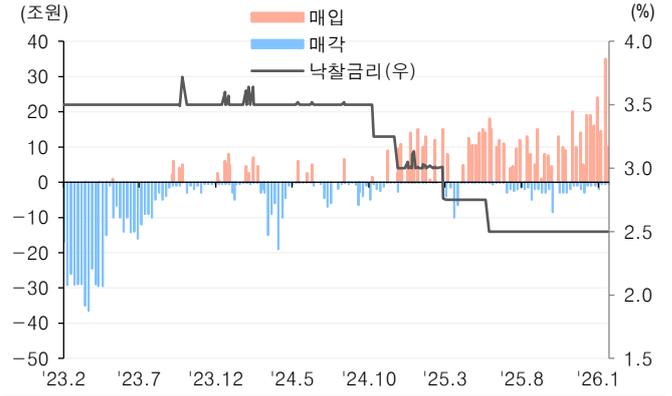
주가지수에 반영된 낙관적 경기인식에 따라 자금조달 수요는 증가하고, 원화의 신용평창이 지속되면서 원화 환율은 상승 압력이 이어질 것이다. 환율이 높은 수준을 유지한다는 것은, 기대 인플레이션을 자극하는 요인이다. 달러가 유입되지 않는 구조를 반영한 환율상승은 원화 유동성 확장에도 제약이 된다. 즉 고회율이 지속되는 구조에서는 채권시장의 수급 부담도 이어질 수밖에 없다.

[그림17] 분류별 채권발행잔액, 민간기관 자금조달도 증가



자료: infomax

[그림18] 한국은행 RP 매각, 매입: 35조원대 잔고 확대하기도



자료: infomax



Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.(작성자: 이재형)
- 당사는 등 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.