

[거시경제/환율]

박희찬
 02-3774-1850
 hcpark@miraeasset.com

오윤
 02-3774-1849
 yoon_oh@miraeasset.com

Macro Trend

[중기 전망] Non-US의 상대적 약진과 달러 약세

경기 상승 후반부, Non-US 회복

미국 경제는 금융위기 극복 후 경기 상승 국면이 이제 100개월에 근접할 정도로 성숙 단계에 접어들었고, 실업률이 5% 아래로 떨어져 완전고용에 가까워짐에 따라 추가적인 경제 성장에 뒤따르는 인플레이 상승 및 통화 긴축 압력도 보다 커질 상황임. 10년 사이클 관점에서 보면 미국은 2014~15년이 경기 모멘텀상 고점(연환산 성장률 2.5%)이었으며, 2018년까지 2% 내외의 완만한 성장세를 보일 전망.

경기 상승 후반부에는 미국보다 미국 외 지역의 상대적 약진에 주목해야 할 것임. 미국에 후행적인 속성을 띠는 유로존의 경기 회복세가 유지될 가능성이 높은 가운데, 경험적으로 볼 때 경제 성장 강도도 미국을 압도할 가능성을 염두에 둘 수 있음. 또한, 6년 만에 경기 회복세로 반전한 신흥국의 경기 회복세 역시 낙수효과나 고금리 신흥국의 금리 인하 등에 힘입어 지속 가능성이 높아 보임.

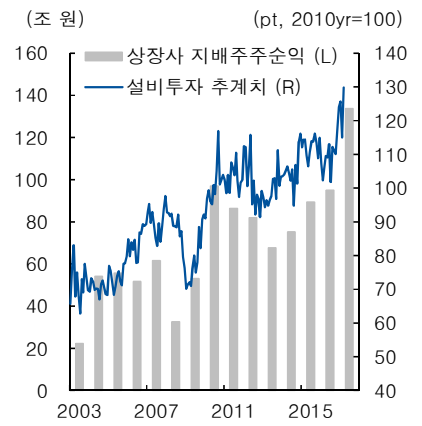
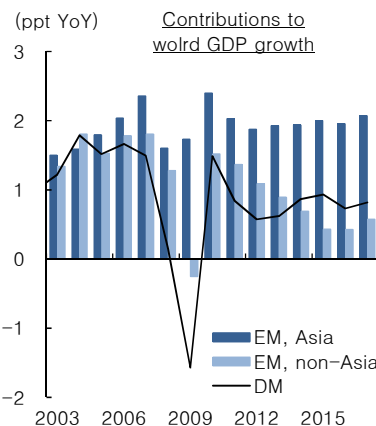
아시아 신흥국은 추세 성장

비아시아권 신흥국은 순환적 회복의 속성이 강한 반면, 아시아 신흥국은 추세적인 경제 성장세가 기대됨. 1985년 이후 10여 년간 그랬던 것처럼, 실질 저유가 장기화 국면에서 아시아 신흥국 경제 비중은 기초적 상승세를 보일 전망. 중국이 산업 고도화와 질적 성장으로 전환하는 한편, 인구구조가 양적/질적으로 우호적인 인도는 과감한 경제개발정책에 힘입어 새로운 성장 동력이 될 것으로 기대됨. 한국은 현재 '중국+ 인도+ ASEAN'향 수출 비중이 42~43%에 달해, 이들 지역의 추세적 성장에 따른 수혜가 적지 않을 것으로 판단됨.

경제 성장 중심축 다변화 → 고평가된 달러의 순환적 약세 기조 예상

경험적으로 볼 때, FRB 금리인상 국면에는 미국의 주식과 부동산은 상대적으로 약한 반면, 유럽 및 신흥국의 주식, 미국의 선진국의 부동산에 보다 큰 투자 기회가 있었음. 이번 국면에서도 주식, 부동산 등은 미국 중심에서 벗어나 분산될 가능성이 높아 보이며, 이는 달러 약세 요인이 될 것임. 또한, 장기물 국채 금리도 앞으로는 미국보다 유럽 및 한국에서 상대적으로 더 오를 가능성이 높아 보임. 현재 고평가 영역에 위치한 달러화는 순환적 약세가 예상되며, 이는 세계경제가 리세션에 진입하기까지 지속될 가능성이 높아 보임.

Asia 신흥국의 견고한 성장과 Non-Asia 신흥국의 회복세(좌), 한국 경제 불황 완화 징후(우)



자료: OECD, IMF, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 경기 상승 후반부

금융위기 이후 세계경제는 상당 기간의 혼란기를 겪었다. 미국은 상대적으로 양호한 펀더멘털을 바탕으로 경기 상승세가 지속된 반면, 유럽은 부채 위기를 겪으면서 더블딥에 빠졌다가 2013~14년을 지나면서 회복세로 전환되었으며, 신흥국은 과잉 공급능력 부담에 이어 유가 급락 여파까지 더해지면서 2011~15년 줄곧 하락세를 겪다가 2016년 들어 턴어라운드 성공했고 2017년에도 회복세가 이어지는 중이다.

신흥국이 회복세로 전환되면서 지금은 6년 만에 신흥국, 선진국 동반 회복세가 진행 중이며, 이로 인해 글로벌 증시 상승세가 계속되는 중이다. 하지만, 단기 재고 사이클 상의 위치가 유사할 수 있지만, 중장기 사이클 관점에서는 미국, 유로존, 신흥국이 각기 다른 위치에 있을 가능성이 높다. 10년 주기의 설비투자 사이클(주글라 파동)상 경기 상승 후반부에 접어든 현 상황에서는, 과거 경험에서 보듯이 미국보다는 미국의 지역의 상대적 약진에 주목할 시기가 판단된다.

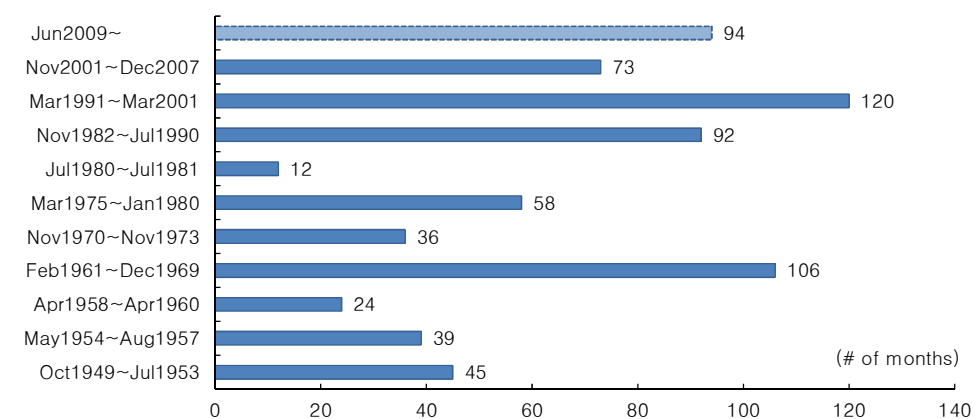
미국: 중장기 사이클상 정점을 통과

1) 역대 3위 경기 확장 기간 진행 중

미국 경제는 올해 1사분기에 역대 세번째로 긴 경기 확장 기록에 도달했다. 금융위기 직후 2009년 7월부터 시작해서 올해 4월까지 94개월째 경기 상승 중이다. 여기서 1년 더 진행되면 역대 두번째 기록에 이르게 된다. 트럼프 재정정책이나 미국 외 경기 개선 등은 그 가능성이 높음을 시사하고 있다.

하지만, 경기 확장기가 오래되었다는 것은 추가적인 경기 확장 여지가 많이 줄었음을 의미하기도 한다. FRB 금리인상 기조에 안착한 것은 미국 경기 상승세가 후반부에 진입했음을 보여주는 대표적 현상이다.

그림 1. 현대(2차 대전 후) 미국경제의 경기 확장 기간 비교



자료: NBER, 미래에셋대우 리서치센터

2) 미국 실업률 5%의 의미

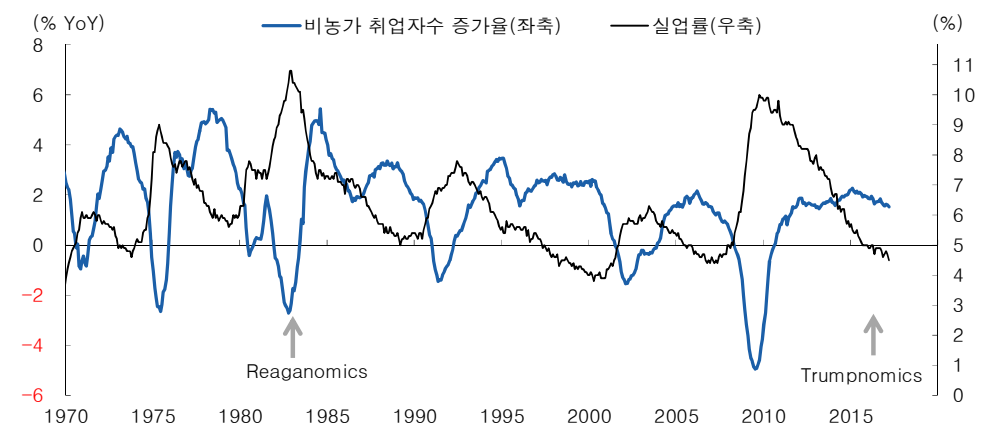
미국 실업률은 4.5% 아래로 낮아져 5% 아래로 떨어진 지 1년이 넘었다. 자연실업률 레벨을 명확히 말하기 어렵지만, 현재 실업률 레벨은 미국이 완전고용에 근접한 상황임을 시사한다. 이론적으로 완전고용 이후에는 추가적인 성장세에 물가 상승 압력이 배가된다. 따라서, 통화 긴축도 강화될 개연성이 커진다.

미국이 실업률 5%에 도달한 이후에 미국 일자리 팽창 속도가 가속화된 경험이 없으며, 대부분의 경우에 경제 성장세의 피크아웃이 완연했다. 물가 상승 또는 통화 긴축 등으로 인해 경기 모멘텀이 더 강해지지 못한 것이다.

이번 사이클도 이와 비슷하다. 금융위기 이후 90개월 이상 이어진 경기 상승 구간에서 경기 모멘텀의 정점은 연평균 2.5%의 성장세를 보인 2014~15년이 될 듯하다. 트럼프노믹스에 대한 기대감이 있지만, FRB의 통화 긴축이 가속화되면서 상당 부분 상쇄될 것으로 보인다. 트럼프노믹스가 1980년대 레이거노믹스와 종종 비교되지만, 1980년대 초반은 실업률 10%대에서 금리 인하가 동반되던 시기라 현 시점과는 근본적인 차이가 있다.

2017~18년 미국 경제는 연평균 2% 내외의 나쁘지 않은 성장세가 예상된다. 경기 친화적 재정정책에 대외 여건 개선 효과가 있기 때문에 미국 경제가 당장 리세션으로 갈 가능성은 낮다. 다만, 2014~15년에는 조금 못 미치는 경기 모멘텀을 보일 전망이다.

그림 2. 미국 실업률 5% 이하에서는 일자리 증가 가속화 경험 없음



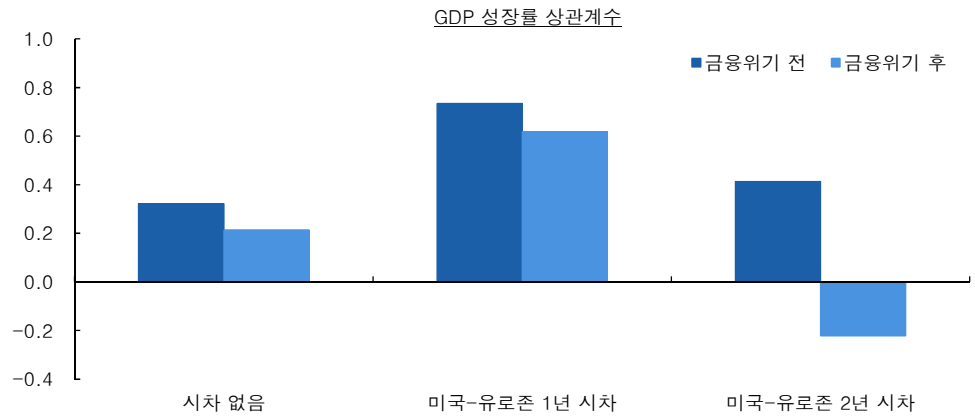
자료: US BLS, 미래에셋대우 리서치센터

미국보다 유럽

유로존 경제는 브렉시트나 여러 정치 리스크에도 불구하고 견고한 성장세를 유지하는 중이며, 그 이유로는 ① 재정수지 건전화에 따른 재정지출 확대, ② 적극적 통화 완화책 등에 따른 민간신용의 완만한 회복세, ③ 유로화 저평가에 따른 순수출 확대 등, 크게 세 가지를 들 수 있겠다.

그런데, 이보다 더 중요하게 고려해야 할 유로존의 긍정적 포인트는 미국 경제 대비 후행적이라는 점이다. 경험적으로 보면 1년 후행 시차를 뒀을 때 미국과 유로존 사이에 높은 상관관계가 확인된다. 다시 말해, 미국이 앞으로 경기 하락세로 전환하더라도 유로존은 그보다 1년 늦게 하락세를 떨 가능성이 크다. 이는 글로벌 경기 상승의 후반부에 도달한 현 시점에서 의미가 작지 않다.

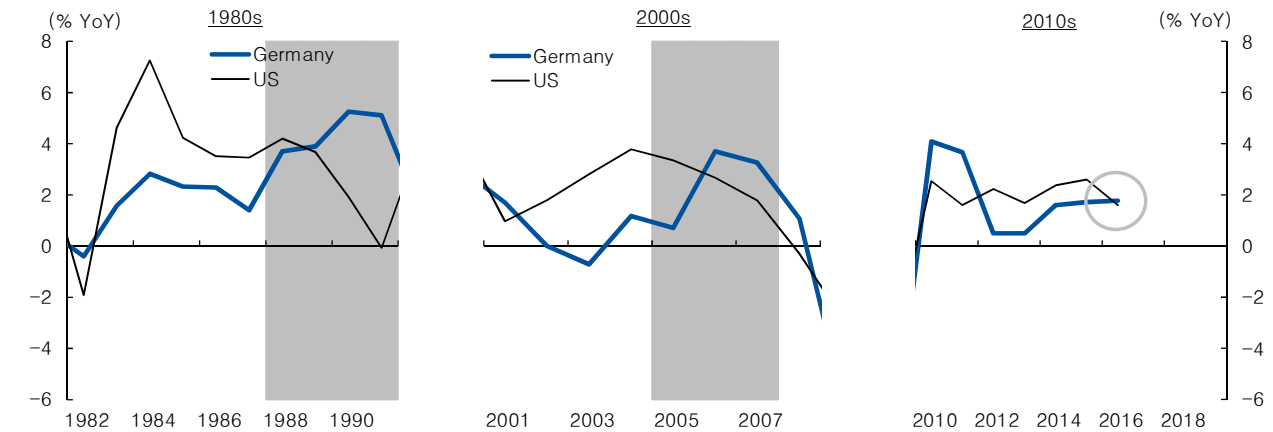
그림 3. 유로존 경제 성장률은 미국에 1년 후행적으로 높은 상관성을 띠



자료: IMF WEO(2017.Apr), 미래에셋대우 리서치센터

나아가, 유로존 경제가 미국보다 좀더 높은 성장세를 보일 가능성도 기대할 수 있다. 아래 그림에서 보듯이, 1980년대와 2000년대 경기 상승 후반부에 독일이 미국보다 더 높은 성장률을 기록한 바 있다. 이번 국면에서도 이 같은 변화의 조짐이 감지되었다. 비록 남유럽의 거시경제적 펀더멘털이 여전히 양호하지 못하지만, 독일을 중심으로 중북부 유럽이 유로화 저평가 수혜를 크게 누리면서 유로존 경제 전반의 높은 성장률을 견인할 수 있을 것으로 기대된다.

그림 4. 글로벌 경기 상승 후반부에는 미국보다 독일이 더 높은 성장세를 보였던 경험(1980년대와 2000년대)



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

신흥국의 세계경제 주도력 증가

1) Non-Asia(주로 원자재 신흥국), 순환적 정상화(회복)

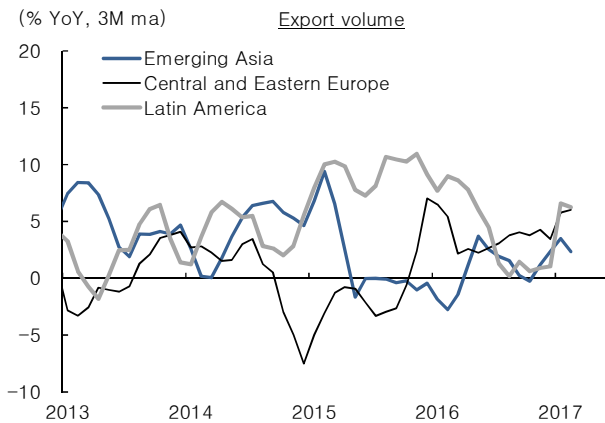
2011년 이후 5년간 하락세를 보였던 신흥국 경제는 지난해 턴어라운드해서 이제 1년 정도 회복세에 있다. 수출, 내수 모두 회복세를 보이고 있는 상황으로, 이는 수출입 물량 개선을 통해서 직간접적으로 가능하다.

수출 회복은 낙수효과에 따른 것으로서, 서구 선진국과 중국의 수입 물량이 증가한 데 따른 영향이 크게 작동하고 있을 것이다. 이는 유가 급락세가 진정되면서 그에 따른 피해보다는 저유가 수혜가 더 큰 상황으로 역전되었음을 의미한다. 유로존의 성장세가 견고하고 중국 제외 신흥국 내에서도 수요가 개선되고 있기 때문에 앞으로 낙수효과가 커질 개연성이 크다.

내수 회복은 non-Asia 신흥국에 해당하는 스토리다. Asia 신흥국은 지난 몇 년간 내수가 크게 위축된 경험이 없다. 반면, 비아시아권 신흥국의 경우에는 유가 급락 후 신용 위험 때문에 환율이 급등했고 그에 따른 인플레이 상승, 금리 인상 등으로 내수가 크게 위축되었었는데, 2016년 이후 인플레이 및 금리가 정상화(하향 안정) 되면서 내수 또한 정상화(회복) 경로에 올라선 상황이다.

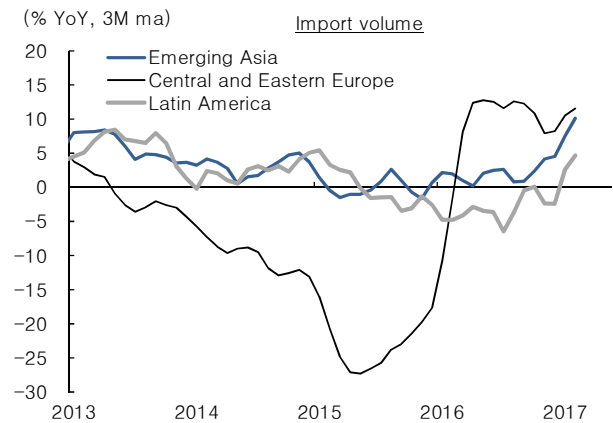
터키, 멕시코 등 일부 예외가 있긴 하나, 다수의 신흥국들이 인플레이 하향 안정에 따라 금리 인하가 진행되고 있고 앞으로도 계속될 여지가 크기 때문에 추가적인 내수 정상화 회복세가 기대된다.

그림 5. 신흥국 수출 물량 회복세



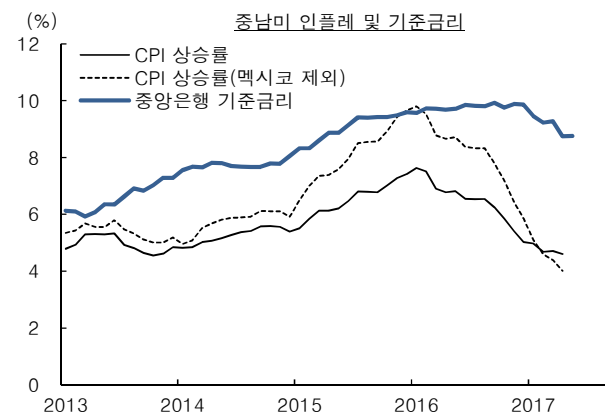
자료: CPB, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 신흥국 수입 물량 회복세



자료: CPB, 미래에셋대우 리서치센터

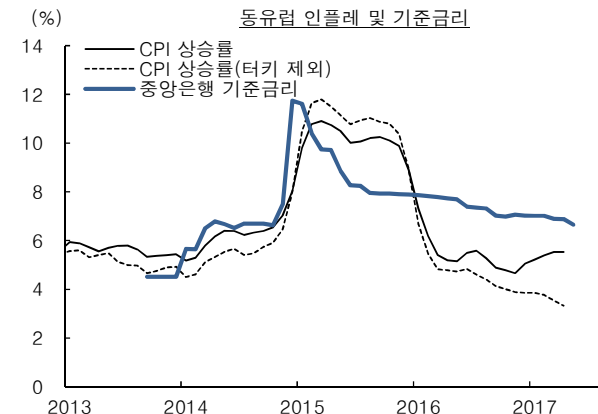
그림 7. 중남미 인플레이 하향 안정과 중앙은행 금리 인하



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

주: 브라질, 멕시코, 칠레, 콜롬비아 등 4개국 GDP 기준 가중평균치 사용

그림 8. 동유럽 중앙은행 금리 인하(추가 인하 여력)



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

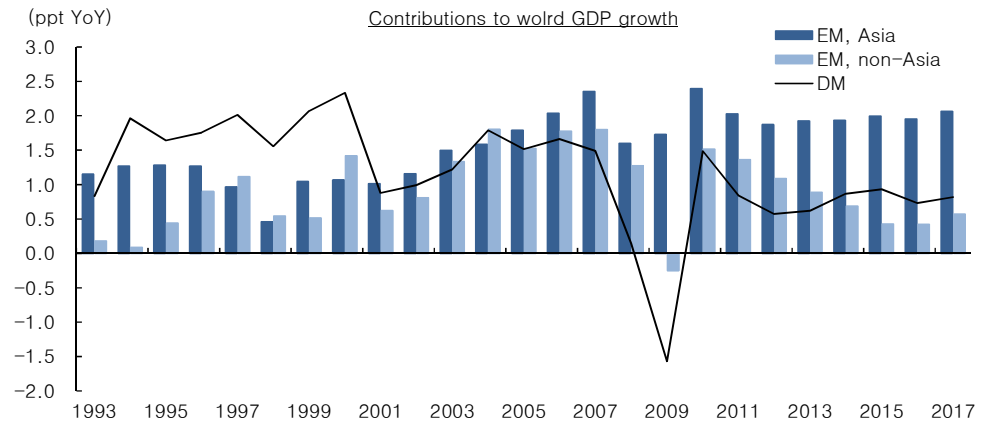
주: 러시아, 터키, 폴란드, 체코, 헝가리 등 5개국 GDP 기준 가중평균치 사용

2) Asia 신흥국: 이미 세계경제 성장의 중심

Non-Asia 신흥국의 경기 부침이 심한 반면, 아시아 신흥국은 경기 사이클이라는 표현을 쓰기 어려울 정도로 견고한 성장세가 지속되고 있다. 전세계 경제 성장에 대한 아시아 신흥국의 기여도는 2012년 이후 연간 2%p 수준에서 큰 변화 없이 유지되고 있는데, 동기간 세계 경제 성장률이 3%대 초중반이므로 아시아 신흥국의 역할(기여율)은 약 60% 수준이며 선진국의 그것 대비 2배 이상이다.

여기에는 중국의 역할도 여전히 크지만, 인도와 ASEAN의 상대적 약진이 주목되는 상황이다. 이들은 우호적 인구구조, 인적자본의 질적 성장, 그리고 과감한 경제 성장 정책 등에 힘입어 견고한 성장세를 유지하고 있어, 중국의 성장 둔화 기조와 대비된다.

그림 9. 세계경제 성장 기여도 측면에서 아시아 신흥국이 선진국을 압도

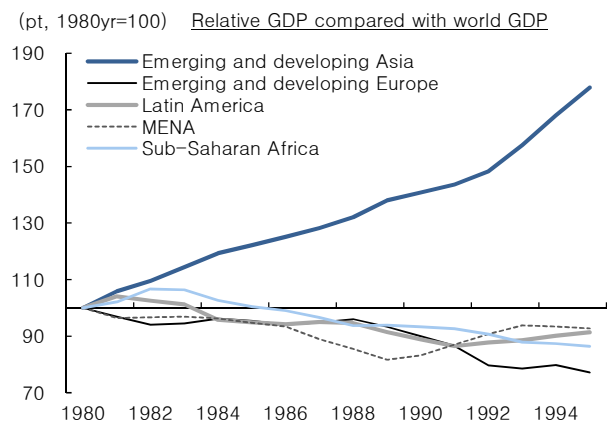


자료: IMF(2017.Apr), 미래에셋대우 리서치센터

아시아의 세계경제 성장 견인력은 앞으로 시간이 갈수록 더 커질 전망이다. 중국 경제 성장세가 둔화된다고 하나 6%대 성장률이고, 인도는 그보다 높은 7%대 성장률이 기대되며, ASEAN 또한 5~6%의 낮지 않은 성장률이 예상된다. 글로벌 경제 성장세를 압도하기 때문에 세계경제에서 아시아 신흥국이 차지하는 비중은 계속해서 확대될 것이다.

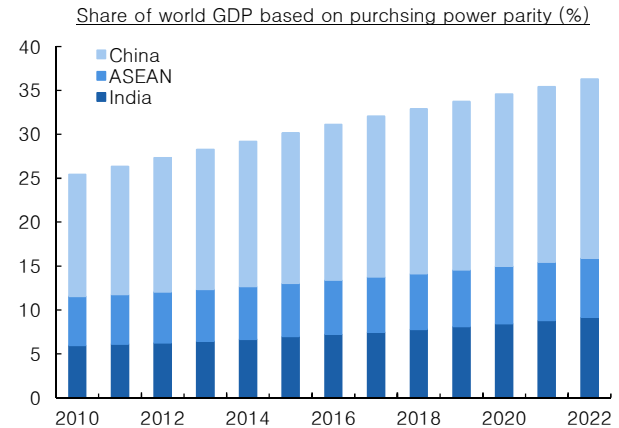
과거 1985년 이후 90년대 후반까지 이어진 저유가 구간에 아시아의 상대적 약진이 두드러진 바가 있다. 이번에도 실질 저유가가 장기화 되면서 비슷한 변화가 이루어질 개연성이 높다.

그림 10. 1980년대~90년대 저유가 국면, 아시아 신흥국의 약진



자료: IMF WEO(2017.Oct), 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 아시아 신흥국 비중 지속 확대: 2016년 31% → 2022년 36%



자료: IMF WEO(2017.Oct), 미래에셋대우 리서치센터

한국 경제 안정성 회복

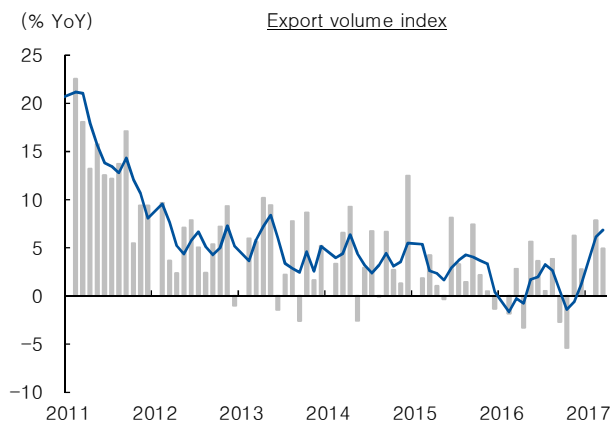
수출 회복 후 내수 안정화 진행 중

근래 한국 경제에서 주목할 만한 변화는 수출의 예상보다 강한 회복과 함께 나타난 **불황형 경상수지 흑자 탈피 조짐**이다. 수출 물가, 물량의 동반 회복으로 상반기 통관기준 수출액이 전년비 10%대 후반 증가율을 보이고 있지만, 경상수지 흑자는 오히려 줄어들고 있는 것이다.

이러한 역설적 변화에는 유가 상승 영향도 크지만 그것이 다는 아니다. 근래 설비투자 회복세가 진행됨에 따라 자본재 수입이 전년비 10%대의 비교적 활발한 증가세를 보이고 있는 영향도 무시할 수 없을 것이다. 수출 회복과 기업이익 증가, 새정부 기대감 등이 그동안 억눌렸던 투자 수요를 자극할 수 있다.

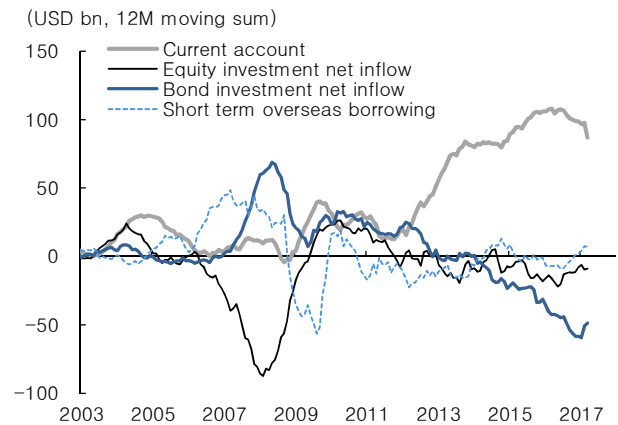
경상수지 흑자가 줄어들는 대신, 채권투자수지는 적자가 완화되기 시작했다. 수출 회복 이후 한국 경제 전망도 개선되기 시작하면서 한-미 금리 역전 현상이 완화되는 변화를 보인 영향이 커 보인다. 요컨대, 경상수지 흑자 축소와 채권투자수지 적자 축소는 한국 경제의 반등을 시사하는 중요한 단면이라 하겠다.

그림 12. 한국 수출물량, 더블딥에서 탈출



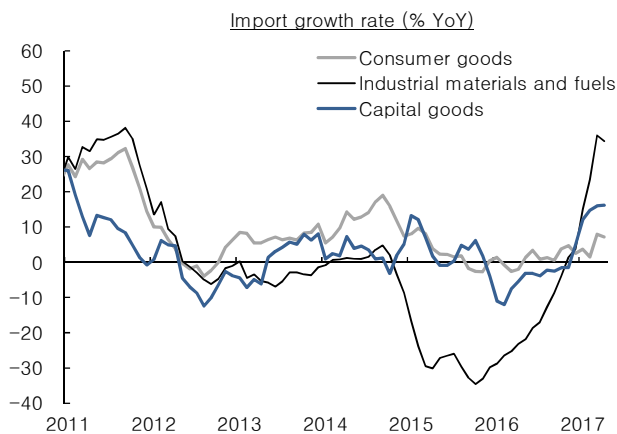
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 한국 국제수지: 경상수지 흑자 축소와 채권투자수지 적자 축소



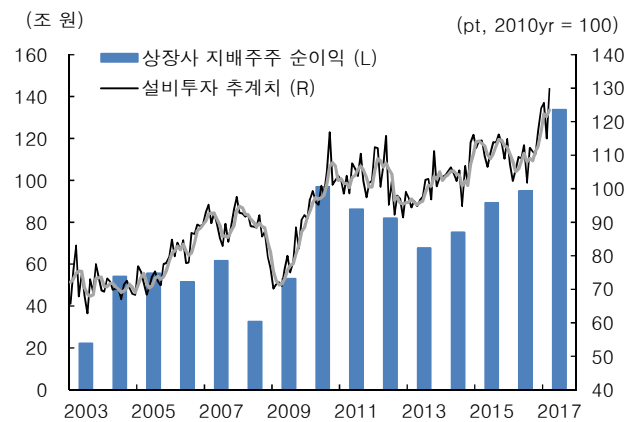
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 한국, 산업소재 외에 자본재 수입도 활발히 증가



자료: CEIC, DataGuide, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 국내 상장사 기업이익 증가와 설비투자 회복 신호

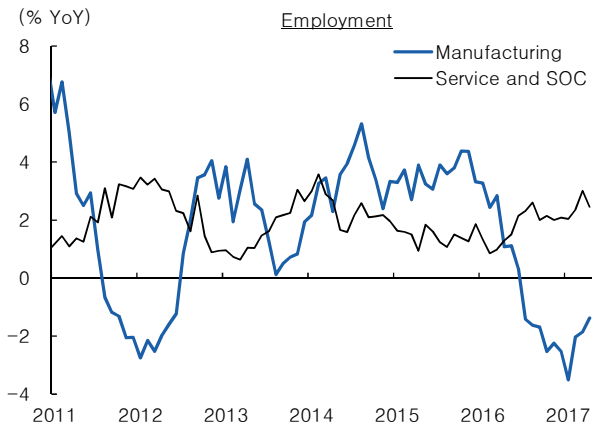


자료: CEIC, DataGuide, 미래에셋대우 리서치센터

부진한 소비 역시 조금 개선될 것으로 기대된다. 첫째, 수출 회복 이후 제조업 고용 감소가 진정되고 있는 것은 소비 회복에 긍정적 시그널이다. 둘째, 최근 3~4년 동안 가계 순저축률이 상승해서 2001년 이후 최고치(8.1%)에 이르렀다는 점은 소비 회복 탄력도를 높여줄 잠재력을 제공한다. 셋째, 전세 가격 상승세가 완화됨에 따라 강제 저축이 덜해지고 실질적인 소비 여력 개선 여지가 커졌다.

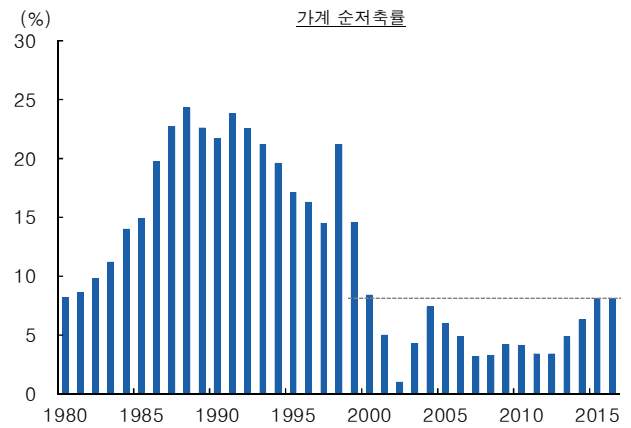
올해~내년 입주 급증에 따른 집값 하락 등 주택시장 위축, 가계대출 부실화 우려가 잠복해 있긴 하지만, 경기 여건이 개선되고 있기 때문에 당초 우려했던 입주 급증에 따른 시장 교란이 나타날 가능성은 줄어들고 있다.

그림 16. 제조업 고용 감소 완화 중



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

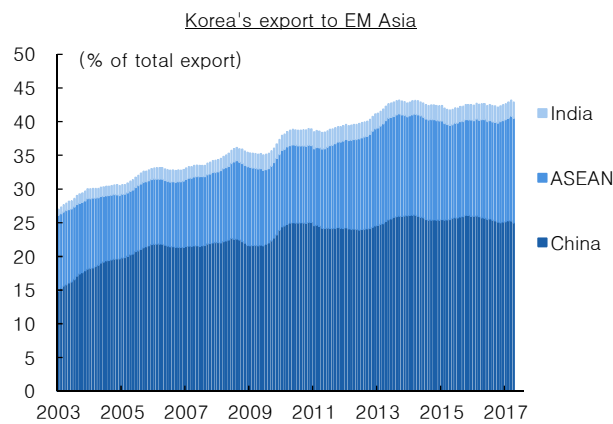
그림 17. 한국 가계 순저축률은 2001년 이후 최고 수준(8.1%)



자료: 한국은행, 미래에셋대우 리서치센터

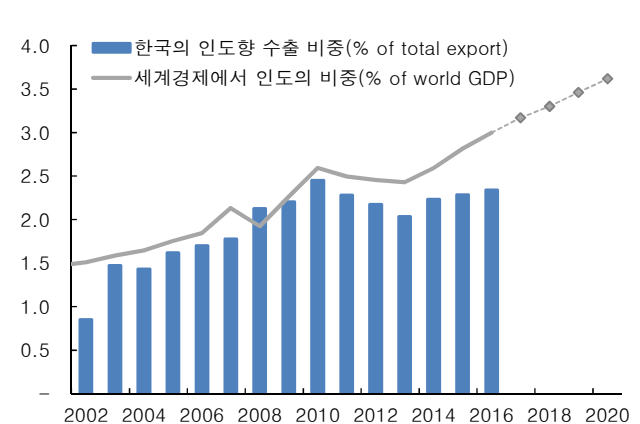
끝으로, 중장기 관점에서 한국 수출은 아시아 경제의 추세적 성장에 적지 않은 수혜를 볼 것으로 기대된다. 앞서 정리한 대로 중국, 인도, ASEAN이 상대적 고성장세를 유지하면서 세계경제에서 차지하는 비중이 확대될 때, 이들 세 지역향 수출 비중이 42~43%인 한국 수출의 증가 여지도 함께 커지는 방향일 것이다. 그 중에서도 중국을 넘어서는 고성장세를 보이는 인도에 대해 한국의 수출이 늘어날 잠재력이 특히 커 보인다.

그림 18. 한국의 '중국+ASEAN+인도'향 수출 비중



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 인도 경제 비중 확대 → 한국의 인도향 수출 비중 확대(예상)



자료: IMF, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

경제 성장 중심축 이동의 함의

1. 미국 주식, 부동산의 상대 약세

현재 글로벌 경제는, 앞서 정리한 대로 미국 경기 모멘텀이 더 높아지지는 않는 가운데, 유럽이 회복세를 유지하고 있고 신흥국 경제가 회복 전환 중인 상황이며, 이런 가운데 FRB는 본격적인 금리인상 기조를 보이고 있다. 이런 상황에서 글로벌 주식 자금은, 밸류에이션 상승이 덜해서 가격 부담이 덜한 유로존 또는 신흥국 주식을 미국보다 더 선호할 가능성이 높아 보인다.

과거 FRB 금리인상 국면에서의 증시 퍼포먼스 또한 이런 판단을 지지한다. FRB 금리 인상 전에는 미국 증시가 상대적으로 강한 경향이 있지만, **금리인상 국면에서는 미국 증시 수익률이 절대적으로 상대적으로 모두 약해지는 경향이 있다.** 대신, 이 때는 서유럽이나 신흥국 다수 국가에서 미국을 압도하는 주가 퍼포먼스가 펼쳐졌다.

아래 표가 이런 내용이다. 1994년 금리인상기에 신흥국 증시가 크게 위축된 사례도 관찰되지만, 당시에는 FRB 금리인상이 시장 소통도 미미했고 다른 지역 경제는 거의 살피지 않았던 시기였다. 이후로는 이런 식의 금리인상을 하지 않고 있기 때문에, 1994년보다는 이후 금리인상기의 경험이 현 시점에 시사하는 바가 더 크다고 볼 수 있다.

표 1. FRB 금리인상기 주요국 증시 퍼포먼스

(%)

		금리 인상 전 평균	금리 인상기 평균	금리 인상 전 1993.2~1994.1	금리 인상기 1994.2~1995.2	금리 인상 전 1997.6~1999.5	금리 인상기 1999.6~2000.5	금리 인상 전 2002.6~2004.5	금리 인상기 2004.6~2006.6
North America	USA	12.0	5.6	8.4	1.8	25.3	8.3	2.3	6.8
	Canada	5.3	22.4	1.8	-9.8	3.4	46.1	10.6	31.0
DM Europe	Germany	7.2	17.9	6.6	12.1	13.2	21.5	1.9	20.0
	France	13.1	14.2	11.6	-10.1	22.9	33.4	5.0	19.5
	Italy	15.0	7.9	1.5	-2.1	33.1	7.6	10.5	18.2
	Spain	13.3	2.6	3.3	-15.4	22.9	1.5	13.6	21.8
	UK	9.2	-0.3	8.7	-9.3	14.1	-6.3	4.6	14.6
	Norway	4.2	16.4	9.1	4.4	-11.3	5.0	14.7	39.9
EM Europe	Russia	-7.0	64.4	N.A.	N.A.	-37.9	78.8	23.9	50.0
	Turkey	13.0	42.0	11.4	-42.5	4.7	132.2	23.1	36.5
Asia Pacific	Japan	2.1	13.4	8.7	-6.4	-7.3	29.0	5.0	17.5
	Australia	8.5	2.6	14.2	-9.4	-1.9	-7.4	13.0	24.6
	Korea	7.1	16.4	16.1	-4.0	-1.1	17.9	6.2	35.2
	Taiwan	-1.4	16.7	7.4	7.4	-12.7	36.4	1.2	6.4
	HK	15.0	-1.9	53.6	-25.6	-11.3	4.4	2.7	15.5
	China	-10.1	-8.2	N.A.	-39.0	-35.6	-11.5	15.4	25.8
	India	10.7	17.5	N.A.	-15.6	-3.5	22.6	24.9	45.6
	Indonesia	-0.2	-9.3	31.5	-27.7	-48.3	-39.9	16.2	39.8
Latin America	Brazil	5.4	29.1	34.2	-5.1	-25.1	25.6	7.2	66.8
	Mexico	16.4	-6.4	32.4	-64.8	8.8	6.7	8.0	38.9
	Chile	11.6	14.9	34.0	10.8	-17.9	8.1	18.8	26.0
	Colombia	15.6	8.4	N.A.	4.9	-24.3	-43.7	55.4	64.1

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

주: 연환산 수익률 기준이며, 금리인상 전 수익률은 금리인상 직전 2년 간의 결과치임.

Macro Trend

[중기 전망] Non-US의 상대적 약진과 달러 약세

주택시장도 비슷하다. 주식만큼 선명하지는 않지만, FRB 금리인상기에 미국보다는 미국의 선진국에서 상대적으로 집값 상승세가 두드러지는 경우가 많이 관찰된다(단, 신흥국 주식처럼 신흥국 부동산도 FRB 금리인상기 투자 대안이 될 수 있을 것인지는 데이터가 충분치 못한 관계로 결론을 내리기 어렵다).

요컨대, 주식, 부동산 같은 경기 민감형 위험자산은 FRB 금리인상이라는 변화에 대응해서 미국을 계속 선호하기보다 다른 지역으로 분산되는 속성을 띠었다. 이번 국면 역시 이 같은 자금 흐름을 지지하는 경기 흐름일 가능성이 높다는 판단 하에, 유럽 및 신흥국의 주식, 미국의 선진국의 부동산을 선호 자산군으로 제시한다.

표 2. FRB 금리인상기 주요국 집값 퍼포먼스

(%)

	금리 인상 전	금리 인상기	금리 인상 전	금리 인상기	금리 인상 전	금리 인상기	금리 인상 전	금리 인상기
	평균	평균	1993.2~1994.1	1994.2~1995.2	1997.6~1999.5	1999.6~2000.5	2002.6~2004.5	2004.6~2006.6
USA	5.6	4.1	3.8	0.1	4.9	3.8	8.0	8.3
Canada	2.3	3.1	1.1	-0.5	0.7	2.5	5.1	7.3
Germany	1.5	1.3	4.3	2.6	-0.3	0.2	0.7	1.0
France	8.5	11.5	N.A.	N.A.	3.7	8.8	13.4	14.3
Spain	11.3	10.8	N.A.	N.A.	5.3	9.2	17.4	12.3
Netherlands	8.4	11.8	N.A.	N.A.	12.8	19.3	3.9	4.3
UK	9.9	6.5	-0.3	-1.5	9.6	15.8	20.3	5.2
Norway	6.2	12.8	3.6	8.3	10.5	19.6	4.4	10.5
Australia	3.5	4.5	1.5	2.1	2.5	7.0	6.4	4.5
Singapore	3.0	19.6	25.6	35.5	-15.5	19.1	-1.1	4.2
HK	0.5	-1.0	20.7	0.6	-22.7	-12.2	3.5	8.8
Korea	-1.0	1.7	-3.7	-0.2	-5.6	2.5	6.2	2.7
Taiwan	1.7	1.7	3.9	0.5	-2.1	-2.6	3.2	7.2
Malaysia	-3.0	4.9	N.A.	N.A.	-10.3	7.5	4.4	2.4
South Africa	13.5	15.8	3.9	11.3	10.6	16.2	26.0	19.9
Colombia	5.8	16.3	23.0	34.9	6.1	4.7	5.6	9.3

자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

2. 미국 금리보다 유럽 및 한국 금리 상승

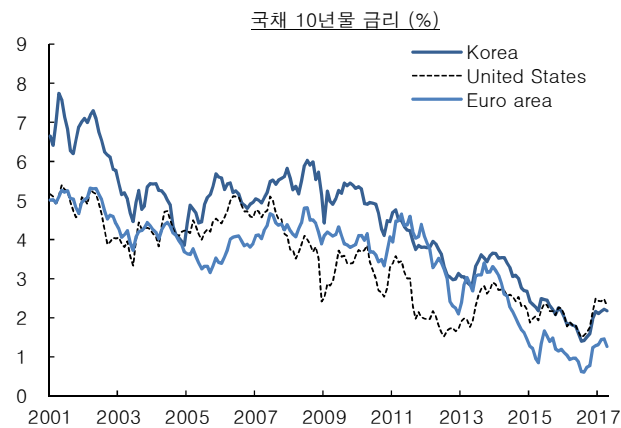
유로존은 연간 2%에 가까운 안정적 성장세를 유지해 나갈 것으로 예상되며, 이와 함께 현재 1% 내외 수준에 머무르고 있는 유로존 코어 인플레이는 점진적 상승 가능성이 높다. 이는 ECB 양적완화 축소로 유발할 것이다. 금년 4월에 양적완화 규모가 한 차례 줄어든 데 이어 금년 말 추가 축소가 예상된다. 이 같은 변화들은 유로존 금리 상승 가능성을 시사한다.

한국은 경험적으로 미국보다는 유로존과의 금리 상관성이 높다. 한국 GDP 성장률이 미국보다는 유로존과 좀더 높은 상관성을 띠어 온 것과 일맥상통하는 현상일 것이다. 2018년 한국은행 금리인상 가능성이 점차 높아지는 가운데, 한국 역시 국채금리 상승이 지지되는 환경이 될 듯하다.

반면, 미국은 FRB 통화 긴축 속도가 빨라지면서 2004~06년 금리 인상기처럼 단기물 금리는 올라도 중장기물 금리의 추가 상승은 한동안 제한될 가능성이 높다. FRB 금리인상으로 인플레이 기대심리가 통제되는 것이 중장기물 금리 상승을 억제하는 효과를 낼 것이다.

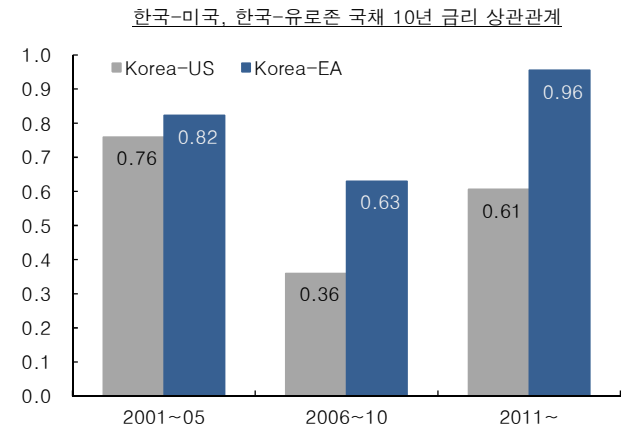
당초 예상대로 미국채 10년 금리는 2.5% 수준에서 크게 벗어나지 못할 전망이며, 유로존과 미국간 금리차가 줄어들어 가는 방향이 예상된다. 한국의 중장기물 국채 금리도 미국과의 격차를 줄이거나 또는 재역전 되는 상황(한국이 높은 수준으로)이 전개될 가능성이 높아 보인다.

그림 20. 한국, 유로존(독일), 미국 국채 10년물 금리 추이



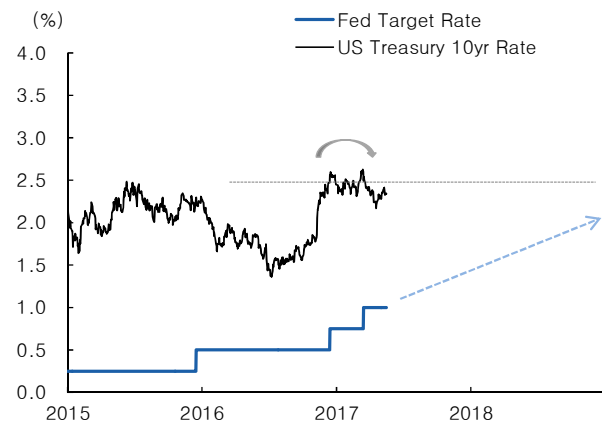
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 한국은 미국보다 유로존(독일)과 높은 금리 상관성을 띠



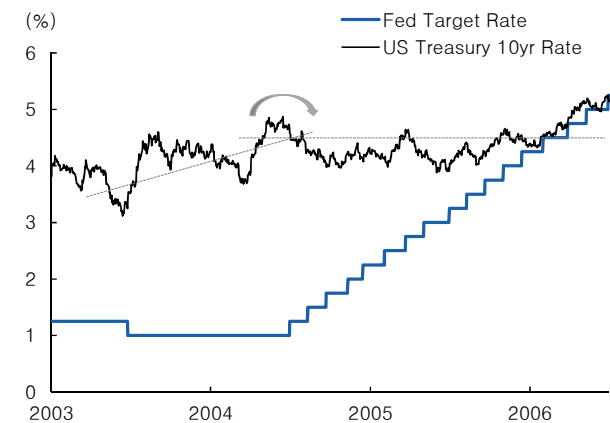
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 연 2.5% 수준에서 머무르는 미국채 10년 금리



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 2004~06년 FRB 금리인상기에 미국채 10년 금리는 횡보



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

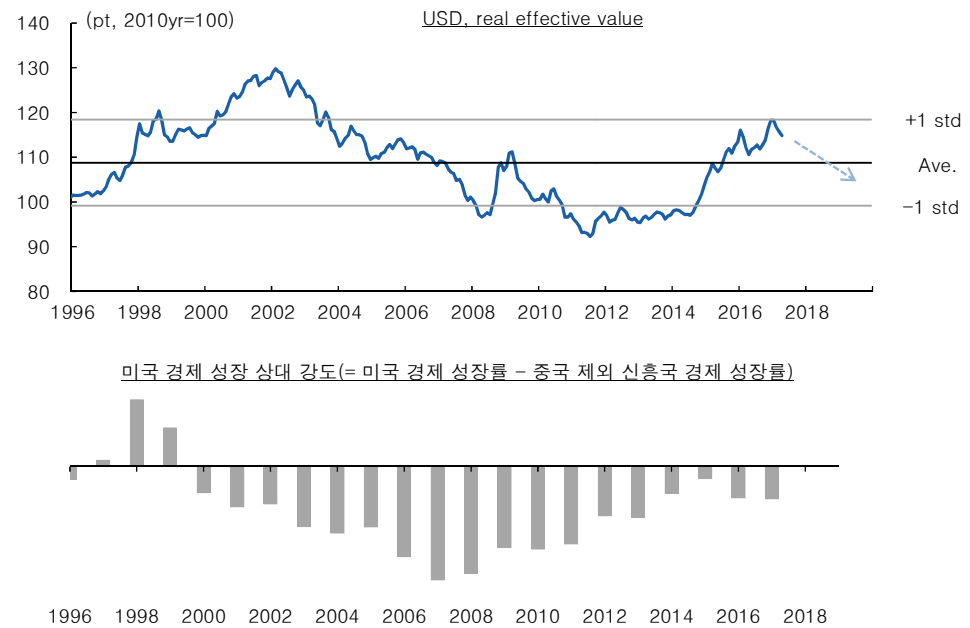
3. 달러 약세

과거 경험을 보면 FRB 금리인상기에 달러는 강하지 않았다. FRB 금리인상이 달러 강세를 유발할 수 있다는 논리는 국제수지 중에서 극히 일부만(단기 채권투자 및 단기 차입금) 감안한 스토리일 뿐이다. 국제수지표 전체를 보면 얘기는 달라진다. 앞서 정리한 대로, 주식 및 부동산 자금은 FRB 금리인상기에 미국에 머물러 있기보다 미국 외로 분산되려는 속성을 띠고(달러 약세 요인), 채권도 중장기물에서는 달러 강세를 견인할 것인지 불분명하다.

앞으로 유럽, 신흥국 등 non-US의 상대 약진이 예상되기 때문에, non-US 통화의 상대 강세 전망은 자연스러운 귀결이다. 단기적으로는 다양한 변수들이 작용하지만, 길게 보면 결국 경제 성장의 상대 강도가 달러 방향성을 지배해 왔다. 현 상황에서, 2014~15년을 정점으로 미국 경기 모멘텀이 더 높아지지 않는 상황에서 유럽의 견고한 회복세, 신흥국의 회복 전환은 경험적 고평가 영역에 위치한 달러의 하향 조정 압력으로 작용하고 있다.

그리고, **지금의 순환적 달러 약세는 세계경제가 리세션에 진입하기 전까지 상당 기간 지속 가능해 보인다.** 세계경제가 다시 리세션에 빠지면 안전선호에 따른 달러 강세가 부활할 것인데, 단기간 내 그런 상황이 전개될 가능성은 낮아 보인다.

그림 24. 달러 순환적 약세 기조 예상 ← 신흥국 대비 미국 경제 상대 성장 강도 약화



자료: CEIC, IMF, 미래에셋대우 리서치센터

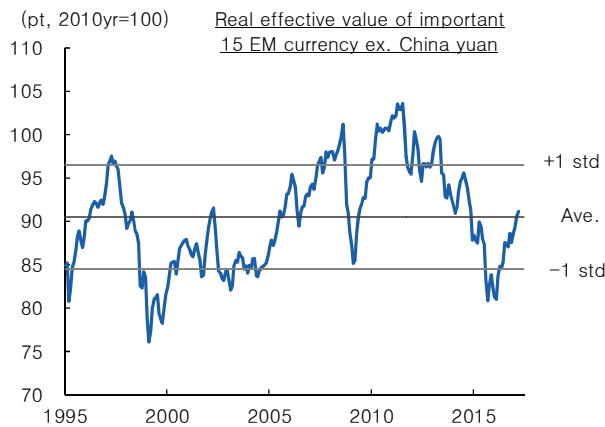
단, 신흥국 통화는 실질실효가치가 경험적 저평가 영역을 벗어났기 때문에 향후 절상 속도가 느려질 전망이다.

신흥국 통화가 경험적 중립 수준을 회복한 데에는 유로화의 큰 폭 저평가 영향이 크다. 단순하게 정리하자면, 신흥국 통화가 달러 대비 저평가지만 유로화 대비 고평가되어 있기 때문에, 종합적으로 신흥국 통화가 중립 수준이 되는 것이다.

그런데, 유로화 역시 유로존 경기 회복과 ECB 테이퍼링 등을 이유로 반등할 가능성이 높아 보인다. 유로화 실질실효가치는 장기 평균 대비 1.5표준편차 가까이 낮은 수준에 있으며, 장기 평균을 회복하기 위해서는 약 10%의 절상이 필요하다. 미국과 유로존의 경기 상대 강도에 따라 좌우될 문제인데, 2018~19년까지는 유로화 가치가 장기 평균을 복원할 정도의 경기 여건이 기대 가능하다.

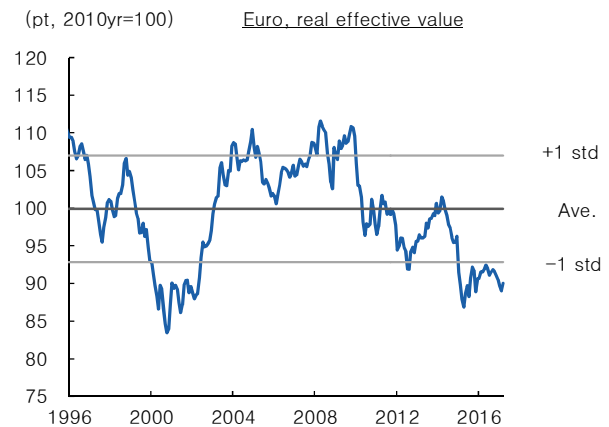
이 경우, 유로화는 1.2달러를 회복하게 되며, 신흥국 통화들에게도 약 10%의 절상 잠재력을 제공하게 될 것이다. 원화는 신흥국 통화와 같이 움직이는 속성이 강하기 때문에, 비슷한 수준의 절상 여력을 고려할 수 있겠다. 따라서, 1년 반 ~ 2년 후 원달러 환율은 달러당 1,000원에 근접하는 움직임을 보일 전망이다.

그림 25. 장기 평균을 복원한 신흥국 통화 실질실효 가치



자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 유로화 실질실효가치는 장기 평균 대비 1.5표준편차 아래



자료: CEIC, 미래에셋대우 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 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.