

## 매크로 포커스: 달러화의 제자리

박정우 3276-6229  
jw.park@truefriend.com

정희성 3276-6170  
hs.jeong@truefriend.com

### 달러화 상승의 이유

8월 들어 달러화 약세가 주춤하고 있다. 유로화 대비 소폭 강세를 나타내고 있고, 원/달러 환율도 지정학적 리스크가 더해지면서 최근 들어 바닥에서 상승세를 보이고 있다. 우리는 7월말을 기점으로 '달러화 바닥통과 시그널'이 강하게 나타나고 있다고 판단하고 있다.

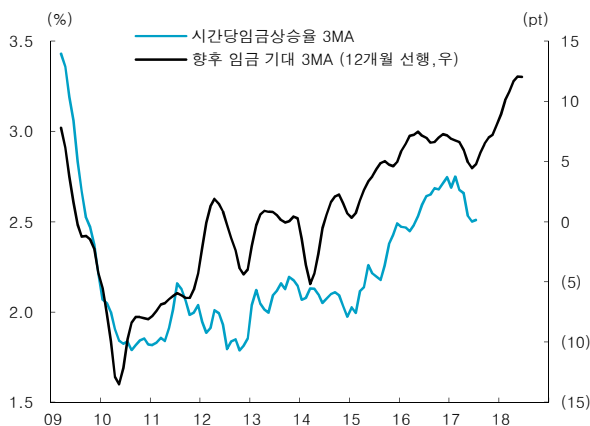
지금은 미국의 물가 하락세가 멈추면서 하반기 연준 금리인상에 대한 시장의 기대가 정상화되는 과정이 진행되는 초기 국면이다. 특히 지난 주 시간당임금 상승률이 시장 기대치를 소폭 상회한 것은 의미있는 변화의 시작이라고 보여진다. 시간당 임금 상승률에 선행하는 소비자 임금 기대심리에 비춰보면 향후 시간당 임금 상승률은 지속적으로 상승세가 강화될 것으로 예상된다[그림1].

이에 따라 이번 주 소비자물가에 시장의 관심은 집중되고 있다. 현재 시장 컨센서스는 전월비 0.2% 전년비 1.8%를 전망하고 있다. 이미 시장의 컨센서스는 지난 주 0.1%에서 0.2%로 상향조정되었기 때문에 컨센서스에 부합하는 결과만 나오더라도 물가하락에 대한 우려는 상당부분 희석화될 것이다. 따라서 물가하락이 멈췄다는 인식이 확산되면 금리인상에 대한 기대가 높아지면서 달러화 상승을 이끄는 재료가 될 것으로 보인다[그림2].

이러한 환경이 원/달러 환율 상승의 배경이라고 볼 수 있다. 단기적으로 지정학적 리스크가 높아지면서 다소간의 변동성을 수반하지만 결과적으로 미국경기와 물가, 그리고 통화정책에 대한 과도한 비판이 정상화되면서 원화 가치의 고평가가 해소되는 구간에 접어들고 있다.

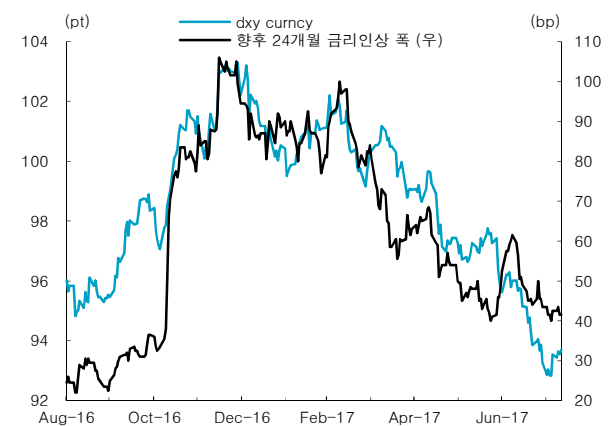
우리는 이러한 원화 가치의 고평가 해소가 매우 바람직하다고 보고 있다. 아직 내수 경기 회복세가 강하지 않은 상태에서 통화가치의 고평가가 지속되면 수출경쟁력에 부정적이고 동시에 국내 물가를 교란시키는 요인이 될 수도 있다. 따라서 현재 상태에서 원/달러 환율 상승은 위험에 대한 회피심리 보다는 미국 경제에 대한 시장의 재평가 과정에서 나타나는 일련의 정상화 과정이라고 보는 것이 더욱 타당하다.

[그림 1] 시간당 임금상승률과 향후 임금 기대



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 2] 향후 24개월 연준금리 인상 속도와 달러화 지수



자료: CEIC, 한국투자증권

Global Economic Data Preview (8/14~8/21)

다음주는 미국의 소매판매와 중국의 통화량 지표 및 실물지표 발표가 예정되어 있다. 7월 미국 고용지표의 호조로 연내 금리인상 가능성이 재차 상승한 가운데 미국 경기의 핵심인 소비의 회복 강도를 다음 주 확인해 볼 수 있을 것이다. 한편 중국은 올해 상반기 경기 서프라이즈가 3분기 다소 둔화될 가능성이 높은 가운데 7월 실물지표의 방향성이 매우 중요한 시기인 것으로 판단된다.

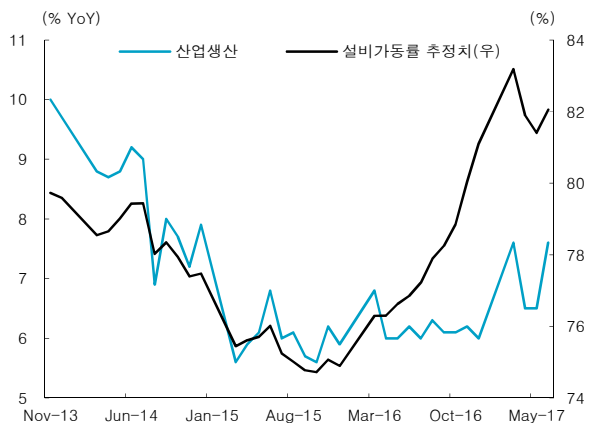
7월 중국 산업생산(8/14), 증가율 둔화 전망

7월 중국 산업생산은 7.3% YoY 기록하며 컨센서스를 소폭 상회할 것으로 전망된다(6월 7.6% YoY, 시장 예상치 7.1% YoY). 6월 산업생산을 포함한 투자, 소비 등 실물지표가 서프라이즈를 기록하며 상반기 중국 경기의 연착륙을 이끌었다. 7월에도 인민은행의 중립적인 통화정책 기조를 보이고 있으며 과잉산업 구조조정도 상반기 일정부분 마무리되면서 양호한 제조업 경기 흐름은 유지될 전망이다.

먼저 산업생산과 생산자물가지수로 추정한 중국 제조업 가동률이 6월 반등에 성공했다. 통상 설비가동률의 상승은 기업들의 낙관적인 경기전망과 함께 설비 증설로 이어지기 때문에 가동률 증가에 따른 산업생산 개선 가능성이 높을 것으로 판단된다. 상무부에서 발표하는 생산재 수주 - 재고 스프레드 역시 6월 소폭 반등에 성공하며 중간재에 대한 수요가 증가하고 있는 것으로 나타났다. 7월들어 원자재 가격 상승과 함께 중국 철강가격 상승 폭도 크게 증가하며 7월 산업생산에 대한 낙관적인 기대감은 유효할 것으로 판단된다.

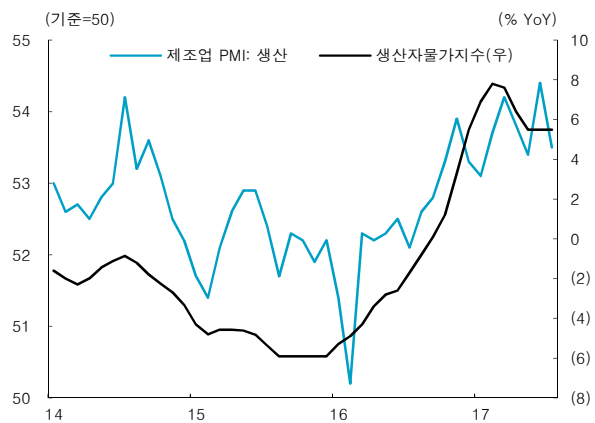
다만 7월 제조업 PMI의 둔화와 주요 기업의 조강생산량 둔화 등은 중국 산업생산 증가율의 둔화 가능성을 예고하고 있다. 특히 7월 제조업 PMI의 세부 항목 중 생산항목의 하락 폭이 0.9p로 가장 큰 것으로 나타났으며 연말까지 재고확충에 대한 수요도 부진한 상황이다. 더욱이 생산자물가지수가 지난 2월 고점 확인 이후 둔화세가 이어지면서 PPI 개선에 따른 기업이익 증가 효과가 소멸되고 있어 제조업 전반적으로 모멘텀이 둔화되는 구간에 진입할 가능성이 높을 전망이다.

[그림 3] 중국 산업생산과 설비가동률 추이



참고: 설비가동률 추정치 = 74.6+(0.59\*산업생산)+(0.54\*생산자물가지수)  
 자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 4] 제조업 PMI 생산항목과 생산자물가지수 추이



자료: CEIC, 한국투자증권

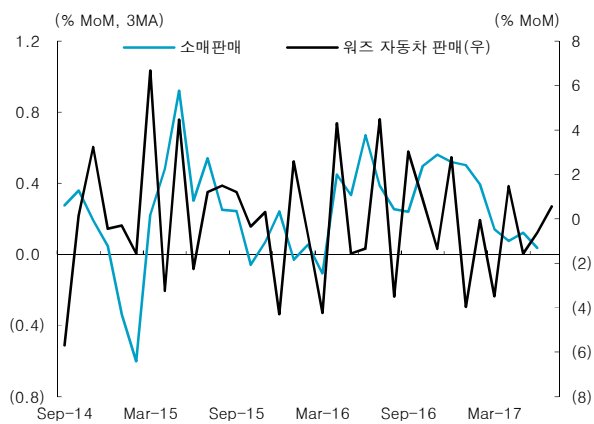
### 7월 미국 소매판매(8/15), 서프라이즈 기대

7월 미국 소매판매는 전월비 0.6% MoM 증가하며(6월 0.0% MoM, 시장 예상치 0.4% MoM) 시장 예상치를 상회할 전망이다. 1) 7월 자동차 판매 반등 2) 가솔린 가격 회복으로 가솔린 소매판매액 증가 3) 견고한 고용시장과 소득 개선에 따른 소비 확대가 예상되기 때문이다. 특히 소비자심리지수 회복세가 이어지는 가운데 저축률 역시 낮은 수준을 유지하고 있어 소비 성향이 강화된 모습이다. 7월 소매판매 서프라이즈가 기대된다.

미국 7월 소매판매에서 가장 큰 반등이 기대되는 부분은 자동차 및 부품 판매이다. 소매판매 발표에 앞서 자동차 판매를 가늠하는 워즈 자동차판매(우)가 7월 16.69만 대로 3개월만에 반등에서 성공했다. 소폭의 반등폭이 다소 아쉬운 부분이지만 자동차 판매와 함께 주택시장의 견조한 흐름까지 더해지며 내구재 판매가 큰 폭으로 반등할 가능성이 높다. 여기에 7월 국제 유가 상승으로 가솔린 가격이 전월비 6.0% 증가하며 최근 2개월 연속 감소세를 보인 가솔린 소매판매액의 반등 역시 기대되는 부분이다.

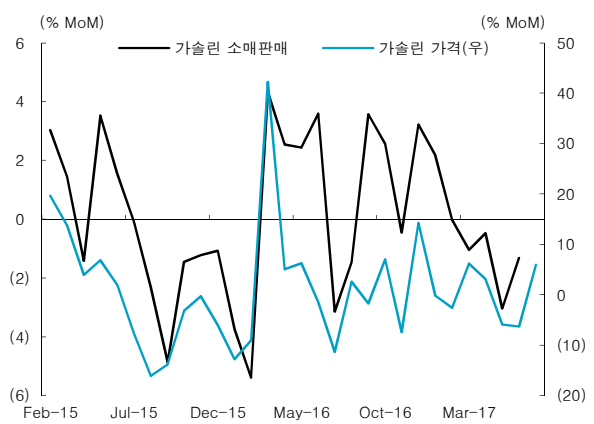
한편 7월 미국의 명목소득(민간부문 고용자수\*주당 평균근로시간\*시간당 평균 임금)은 전월비 0.5% 상승한 것으로 나타났다. 7월 컨퍼런스보드 소비자 신뢰지수와 세부항목 지수 역시 최근 부진에 벗어나며 큰 폭 반등에 성공하는 모습이다. 6월 저축률도 3.8%를 기록하며 금융위기 이후 가장 낮은 수준까지 하락하는 등 미국 가계의 소비성향이 개선되고 있는 것으로 판단된다. 연초부터 이어진 미국 주식시장의 랠리와 주택가격 상승세로 기대되는 자산효과 역시 미국 소비의 서프라이즈를 기대하는 요인이다.

[그림 5] 미국 소매판매와 워즈 자동차 판매 증가율 추이



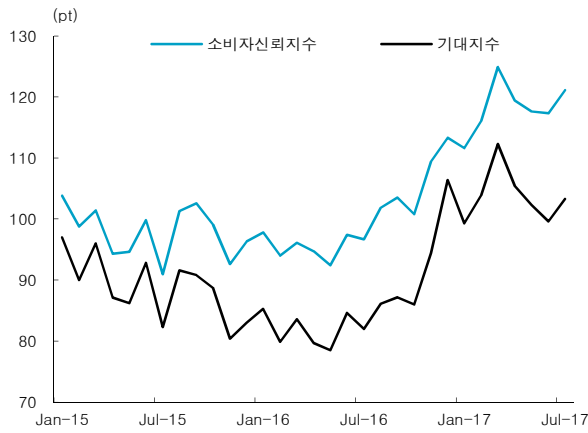
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 6] 가솔린 소매판매와 가솔린 가격 추이



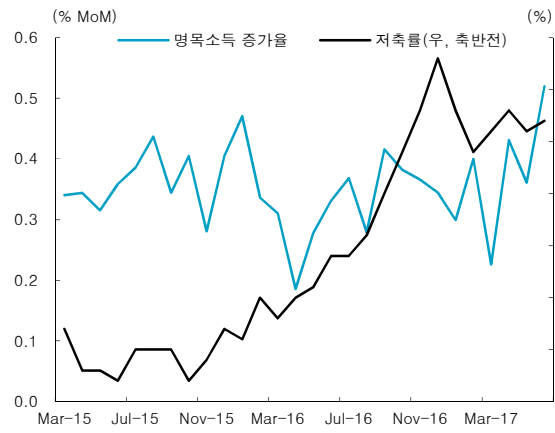
자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 7] 미국 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수와 기대지수 추이



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 8] 미국 명목소득 증가율과 저축률 추이



자료: CEIC, 한국투자증권

<표 1> 주간 주요 경제지표

날짜	이벤트	예상치	이전치
8/14	중국 7월 소매판매 YoY	10.8%	11.0%
8/14	중국 7월 광공업생산 YoY	7.1%	7.6%
8/14	유럽 6월 산업생산 MoM	n/a	1.3%
8/14	일본 2Q GDP QoQ	0.6%	0.3%
8/15	미국 8월 뉴욕 제조업지수	10.0	9.8
8/15	미국 7월 소매판매 추정 MoM	0.4%	-0.2%
8/15	중국 7월 사회용자총액 CNY bn	1,000	1,776
8/15	일본 6월 광공업생산 MoM 확정치	n/a	1.6%
8/16	미국 7월 주택착공건수 천 건	1,225	1,215
8/16	미국 7월 건축허가건수 천 건	1,240	1,275
8/16	유럽 2Q GDP QoQ 잠정치	n/a	0.6%
8/17	7월 FOMC 의사록 공개		
8/17	미국 8월 필라델피아 연준 경기 전망	18.5	19.5
8/17	미국 7월 광공업생산 MoM	0.2%	0.4%
8/17	미국 7월 설비가동률	76.7%	76.6%
8/17	유럽 7월 소비자물가지수 MoM	n/a	0.0%
8/18	Fed Kaplan 연설		
8/18	미국 8월 미시간대학교 소비자신뢰지수 잠정치	94.0	93.4

자료: Bloomberg

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.