

이슈보고서 21-08

ISSUE
REPORT

코로나19 이후 글로벌 환율의 변화 및 향후 전망

이승호

코로나19 이후 글로벌 환율의 변화 및 향후 전망

저자 이승호*

지난해 초 코로나19가 전 세계적으로 확산된 이후 그간 강세기조를 이어오던 미달러화가 약세로 반전된 반면 유로화 등 선진국 통화와 대부분의 신흥국 통화들은 강세로 전환되었다. 코로나 위기에 따른 미국의 경제활동과 실물부문의 위축, 그리고 이를 극복하기 위한 미정부의 대규모 경기부양책, 미연준의 유동성 공급 확대 등이 주요인이라 할 수 있다.

그러나 금년 들어 코로나 위기의 극복과 경기회복에 대한 기대감이 커지면서 미달러화 가치가 반등하는 모습이 나타나고 있는데 이러한 추세반전의 지속여부는 향후 미국채금리의 상승 속도 및 크기, 미연준의 통화정책 변화 여부, 중기적 거시경제전망 등에 큰 영향을 받을 것으로 보인다. 현재로서 미국채금리 상승은 대규모 국채발행에 따른 수급불안, 기저효과에 의한 기대인플레이션 상승에 주로 기인하고 있고, 미연준이 현재의 완화적인 통화정책 기조를 단기간내 변경할 것으로 보기 어려워 향후 미달러화는 완만한 약세기조를 재개할 것으로 예상된다.

최근 우리나라 원화환율은 국내요인보다 미달러화 가치변동이나 국제금융시장의 위험선호 등 대외요인에 더 큰 영향을 받고 있다는 점에서 향후 완만한 강세압력을 이어나갈 것으로 예상된다. 다만, 코로나19 위기의 재확산 가능성 등으로 세계경제의 회복 시기와 속도가 여전히 불투명할 뿐만 아니라 미국채금리의 상승 지속 여부, 미연준의 통화정책 조기변경 및 미·중간의 무역 갈등 재현 가능성 등 불확실성이 상존하고 있다는 점에서 우리 경제주체들은 원화환율의 변동성 확대에 특히 유의할 필요가 있다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

자본시장실 선임연구위원 이승호 (sgholee@kcmi.re.kr)

1. 머리말

지난해 코로나19의 발생과 이의 전 세계적인 확산으로 주요국 실물경제의 동반 침체와 더불어 글로벌 금융시장의 불확실성이 크게 확대된 바 있다. 선진국은 물론 신흥국 등 대부분의 나라에서 경제활동이 급격히 위축되며 생산 감소와 소비 침체로 경제성장률이 큰 폭의 마이너스를 보이고 금융시장에서는 주가가 급락한 후 반등하며 변동성이 확대되었다. 또한 경기대응을 위한 각국의 완화적 통화정책의 결과 정책금리 및 단기시장금리의 하락세가 공통적으로 나타나고 있는 가운데 최근 미국을 중심으로 재정지출 확대와 국채발행 증가 등의 영향으로 장기시장금리가 상승하는 현상이 발생하고 있다.

이처럼 코로나19의 확산으로 대부분의 글로벌 경제지표가 동반 움직임을 보이는 데 반해 각국 통화의 대외가치를 나타내는 환율은 코로나19 발생 이전과는 상이한 움직임을 보이고 있다. 이는 주가와 달리 환율이 주요국 통화의 상대적 가치변화를 나타내므로 코로나19에 따른 부정적 영향의 국별 차별화 정도가 각국 환율에 반영되기 때문이다. 특히 코로나19 발생 이전 비전통적 통화정책의 정상화 과정에서 강세를 이어가던 미달러화는 코로나19 발생 이후 가파른 약세로 반전된 반면 유로화 및 엔화 등 여타 선진국 통화들은 기존의 약세기조에서 강세로 반전되었다. 또한 중국 위안화와 우리나라 원화도 코로나19 발생 이후 대체로 미달러화와 반대방향의 움직임을 보이며 강세가 나타났다.

금년 들어 각국의 백신접종 확대와 실물경제 회복 조짐, 그리고 미국의 가파른 국채금리 상승 등으로 미달러화의 약세가 다소 제한된 모습을 보이며 주요국 환율에 미치는 금융환경도 새로운 국면에 접어든 것으로 보인다. 이에 따라 코로나19 발생 이후 진행되어 온 미달러화의 약세가 향후에도 추세적으로 지속될 것인가에 대한 관심이 커지면서 코로나19 위기의 극복과정에서 나타날 글로벌 금융환경 변화와 주요국 환율변동과 관련한 금융안정성 유지가 중요한 이슈로 부각되고 있다.

이런 점을 배경으로 본고에서는 코로나19 발생 이후 미달러화 약세 반전에 따른 주요국 환율 동향과 변동의 주요인을 살펴본 후 향후 글로벌 환율 움직임에 영향을 미칠 주된 요인들에 대해 분석해 보았다. 이를 토대로 주요국 환율 전망 및 시사점을 언급하였다.

II. 코로나19 발생 전후 주요국 환율 동향

이 장에서는 코로나19가 전 세계적으로 확산되기 시작한 2020년 초반을 전후하여 미달러화 및 주요국의 환율 동향을 통화별 및 시기별로 살펴보았다.

1. 미달러화 및 선진국 통화

주요국 통화 대비 미달러화의 가치변화를 미달러화지수⁰¹를 통해 살펴보면 미달러화는 2018년부터 코로나19가 발생할 무렵까지 약 2년간 대체로 강세를 보였다. 미달러화지수는 2018년 2월 중 최근 3년내 저점인 89.7(월평균)에서 2020년 3월중에는 99.8로 상승하였는데 이는 미국경제의 고용 및 경제심리 회복, 재정정책 확대, 견조한 경제성장세 지속 등을 바탕으로 미연준의 통화정책 정상화가 가속화된데 주로 기인한다.

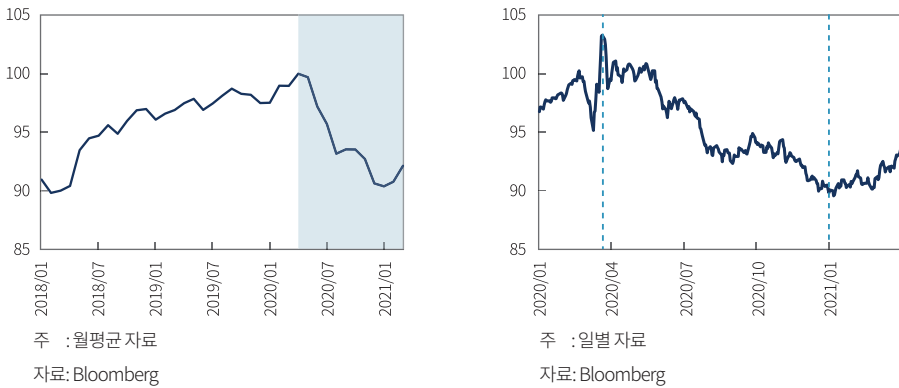
그러나 코로나19의 발생 이후 미달러화는 아래의 <그림 II -1>에서 보는 바와 같이 그간의 강세에서 대체적인 약세기조로 반전되었다. 이를 시기별로 구분하여 살펴보면 다음과 같다. 첫째 기간은 중국의 코로나19 발생 이후 2020년 3월말경까지로 코로나19 충격이 전 세계적으로 빠르게 확산되면서 글로벌 주가가 급락한 시기이다. 이 기간중 미달러화는 안전자산 선호 등으로 변동성이 확대되며 일시적으로 강세를 보였다. 특히 이 기간중에는 많은 나라에서 금융시장 불안과 미달러화 유동성 부족 현상이 나타나며 통화가치가 급락하였으며 이에 따라 미연준은 우리나라를 포함한 9개국 중앙은행과 통화스왑을 체결하여 글로벌 환율 및 시장안정을 도모하였다.

둘째 기간은 2020년 4월부터 연말까지로 미달러화의 약세가 급격히 진행되었다. 이 시기중 주요국 대비 미국의 대규모 코로나19 확진자 발생 등으로 경제활동이 급격히 위축되면서 2/4분기부터 소비 급감, 실업률 급등이 나타나고 경제성장률이 큰 폭의 마이너스를 기록하였다. 이에 따라 미연준이 정책금리 인하, 무제한 자산매입 조치 등을 시행하면서 미달러화는 9월까지 가파른 약세를 보였다. 이후 소강국면을 거쳐 코로나19의 3차 대유행이 확산되자 미달러화의 하락세가 대체로 연말까지 지속되었다.

01 미달러화지수는 주요 6개국 통화(유로화(57.6%), 엔화(13.6%), 파운드화(11.9%), 캐나다달러화(9.1%), 크로네화(4.2%), 스위스프랑화(3.6%))로 구성되어 있다.

셋째 기간은 금년 이후로 미달러화는 그간의 가파른 약세기조가 다소 주춤해지는 모습이 나타나며 3월중 전년 12월 대비 1.7% 상승한 92.0(월평균)을 기록하고 있다. 이는 지난해 연말경 이후 백신 보급으로 코로나19 신규 확진자수가 다소 안정화되고, 바이든 행정부의 경기부양책 집행으로 경제회복에 대한 기대감 등으로 장기국채금리가 상승하며 미달러화에 대한 수요가 늘어날 것이라는 예상이 커진 데 기인한다.

<그림 II -1> 미달러화지수



한편 미달러화지수 구성에서 절반 이상의 비중을 차지하는 유로화는 물론 안전자산 통화로 여겨지는 엔화 등 선진국 통화들은 대체로 달러화 가치와 반대되는 움직임을 보이며 코로나19 발생 이후 강세가 나타났다.

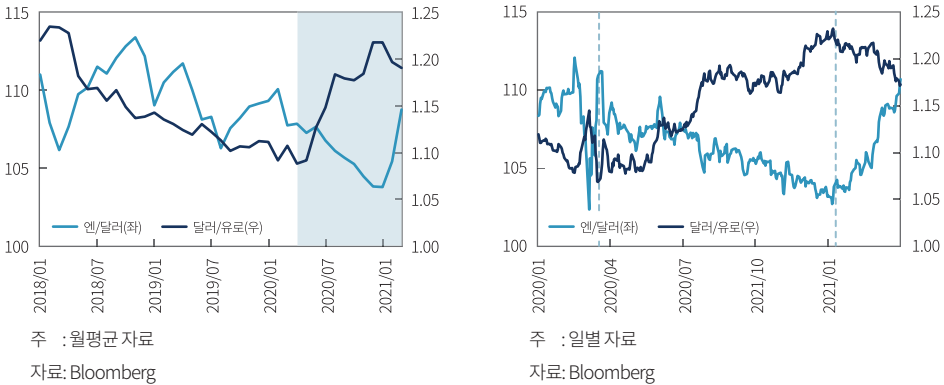
미달러화에 대한 유로화 환율은 2018년 2월중 3년내 최고점인 1.2344(월평균)를 기록한 이후 2020년 4월중에는 1.0871까지 하락하여 유로화 가치는 직전 최고점 대비 12% 하락하였다. 이는 이 기간중 미국과 비교하여 상대적으로 유로국가의 더딘 경기회복, 정치적 불확실성 등에 기인한다.

그러나 코로나19가 발생한 이후 유로화는 미달러화 약세 영향으로 큰 폭의 강세로 반전되었다. 2020년 3/4분기경에는 유럽의 코로나19 재확산 및 봉쇄조치 강화 등으로 유로화의 추가적인 강세는 다소 제한된 모습이 나타났으나, 이후 미국 대선을 전후하여 달러화 약세기조 지속 및 백신 보급 등으로 강세를 지속하였다. 그러나 금년 들어서는 이러한 추세가 다시 둔화되는 조짐을 보이고 있다.

엔화의 경우에는 환율이 2016년 12월중 달러당 116.1엔(월평균)까지 상승하며 약세를 보였으나 이후 완만한 강세를 보였다. 유로화와 달리 엔화가 소폭 강세를 보인 것은 미국 통화정책 정상화 과정에서 신흥국 금융시장 불안과 2019년 미·중 무역협상 결렬 이후 글로벌 경기침체 우려 확대 등으로 엔화가 상대적으로 안전통화 자산으로 인식된 데 따른 것으로 보인다.

코로나19 확산 이후에는 미달러화가 뚜렷한 약세로 반전되면서 엔화의 강세속도가 빠르게 나타났다. 환율은 2020년 2월중 달러당 110.03엔(월평균)에서 2021년 1월 103.72엔으로 5.7% 절상을 보였다. 다만, 금년 들어 미국의 경기부양책 및 금리상승 등으로 2021년 3월중 전년말 대비 4.8% 절하된 달러당 108.72엔을 기록 중이다.

<그림 II-2> 미달러대비 엔화 및 유로화 환율



2. 신흥국 통화

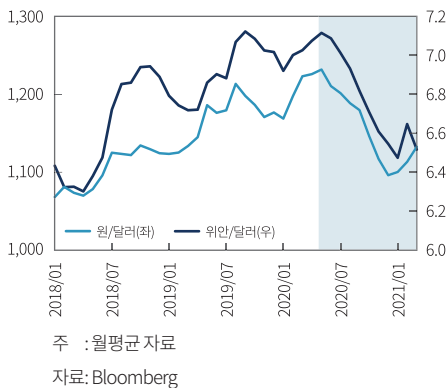
신흥국 통화중 중국 위안화는 미달러화 가치변동과 상반된 움직임을 뚜렷이 보였다. 2018년 들어 미달러화의 강세 반전과 더불어 미·중 무역협상 교착 지속 등으로 가파른 속도로 약세를 보인 이후 2019년 미·중 무역분쟁 격화가 환율문제로까지 확대되면서 환율은 2019년 9월중 3년내 최고치인 달러당 7.1178위안(월평균)을 기록하였다.

2020년 초반 들어서는 중국의 코로나19 위기가 확산되면서 위안화 환율은 5월중 달러당 7.1111위안까지 상승하기도 하였으나 이후 중국의 코로나19 확산세가 진정 국면에 진입하면서 여타국 대비 빠른 경제활동 재개, 외국인 투자자금 유입 및 미달러화 약세 가속화 등의 영향으로 2021년 2월중에는 달러당 6.6462위안으로 빠르게 하락하며 위안화가 강세를 보였다.

우리나라 원화의 경우에도 위안화의 움직임에 동조화되는 경향이 강화된 것으로 보인다. 2018년 4월부터 2020년 3월까지 완만한 약세 흐름이 지속되었는데 이는 2018년중 미·중 무역분쟁 심화, 글로벌 달러화 강세 영향과 2019년중 미달러화 강세 지속, 미·중 무역협상 난항 및 연이은 일본의 수출규제 등에 기인한다. 2020년 3월경에는 코로나19 확산으로 인한 글로벌 경기침체 우려와 글로벌 주가의 동반하락에 따른 국내 증권사의 외화유동성 수요가 급증하며 원화환율이 달러당 1266.8원(3월 22일)까지 급등하기도 하였다.

그러나 이후 미달러화가 약세를 보이는 가운데 코로나19 위기에 대한 우리나라의 상대적으로 효과적인 대응과 주요국의 경기부양책 등으로 원화는 빠르게 안정된 이후 완만한 강세기조를 유지하였고, 2020년 9월 이후에도 양호한 경제지표 및 외환공급 우위 여건 등으로 연말까지 강세폭이 확대되었다. 금년 들어서는 미국채금리 상승 및 국내외 주가조정 등으로 강세흐름이 제한된 모습을 보이고 있다. 그 밖의 호주달러화 등 여타 신흥국 통화들도 대체로 미달러화의 영향을 받으며 유사한 움직임을 보였다.

<그림 II-3> 미달러 대비 위안화 및 원화 환율



III. 미달러화 약세의 주요 원인

위에서 살펴본 바와 같이 코로나19 이후 주요국 환율의 변동은 미달러화의 약세 반전과 여타 통화의 대체적인 강세로 요약될 수 있다. 이 기간중 미달러화의 약세가 주요 통화의 강세를 견인한 것으로 보이는데 미달러화 약세의 주요 원인을 살펴보면 아래와 같다.

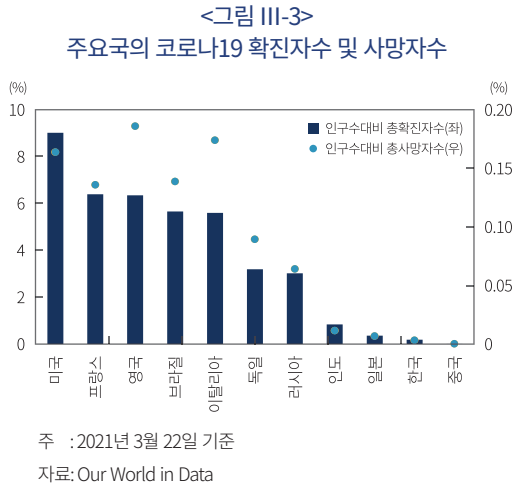
1. 상대적으로 큰 미국 경제의 코로나19 충격

코로나19에 따른 사회경제적 충격은 미국에서 상대적으로 가장 큰 것으로 나타나 미달러화 약세의 주된 배경으로 작용한 것으로 보인다. 미국의 코로나19 총확진자 수는 대략 3천만명(2021년 3월 31일 기준)으로 전 세계의 약 1/5에 달하였다. 각국의 인구수 대비 사망자 비율도 영국, 이탈리아와 더불어 미국이 상대적으로 높은 수치를 기록하고 있다.

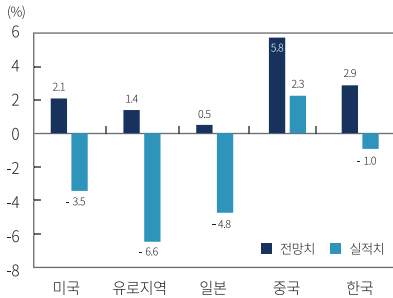
이러한 코로나19 위기가 미국의 실물경제에 미친 충격은 경제성장률보다 실업률 면에서 여타국보다 상대적으로 큰 것으로 나타나고 있다. 경제성장률 측면에서는 코로나19 위기 직전 IMF가 발표한 미국의 2020년 경제성장률 전망치는 2.1%였으나 실제로 -3.5%를 보였으며 유로지

역 및 일본의 경우에도 큰 폭의 역성장을 보인 것으로 나타났다. 유로지역 및 일본의 성장률 저하 정도에 비해 미국이 큰 차이를 보이지는 않았으나 당시 미국이 세계 경제의 성장세를 주도적으로 견인하고 있었다는 점에서 미국의 역성장은 미국 경제에 대한 신뢰저하를 가져와 미달러화의 약세를 초래한 주요인으로 생각된다.

실업률의 경우에는 미국이 2019년 3.7%에서 2020년에는 8.1%로 급등하면서 주요국에 비해 가장 큰 폭의 증가율을 기록하였다. 이러한 미국내 경제활동의 급격한 위축과 이에 따른 실물경제에 대한 우려감 증대는 미달러화의 약세를 가져오는 근본 배경으로 작용한 것으로 보인다.



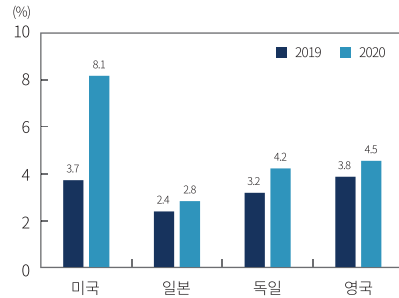
<그림 III-2>
2020년 경제성장률 전망치 및 실적치



주 : 전망치는 2019년 10월 WEO 발표자료

자료: IMF WEO(2021년 4월)

<그림 III-3>
코로나19 전후 주요국 실업률



자료: IMF WEO(2021년 4월)

2. 주요국 유동성 공급 규모의 차별화

미달러화 약세 반전의 보다 직접적인 원인은 상대적으로 큰 미국의 재정지출 규모와 이를 뒷받침하기 위한 미연준의 유동성 공급 확대에 있다. 미국은 코로나19 발생 직후 수차례에 걸쳐 실업보험 확대, 중소기업 지원 등을 골자로 하는 ‘경기부양법’을 통과시킨데 이어 인프라투자 확대를 도모하고 있다. 2020년 12월에는 코로나19 대응·규제 추가 경기부양책이 포함된 2021년도 통합 세출예산법(Consolidated Appropriation Act)에 트럼프대통령이 서명하였다.⁰² 재정지출 확대를 뒷받침하기 위해 미연준은 정책금리를 인하한 데 이어 2020년 3월 미국채와 주택대출담보증권의 무제한 매입 등을 발표하였으며 4월에는 가계 및 기업 지원을 위한 총 2조 3,000억달러 규모의 유동성 공급계획을 발표하였다.

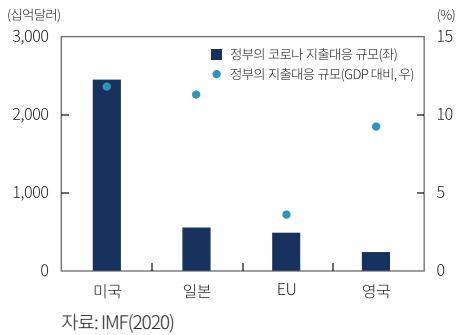
유럽중앙은행도 2020년 3월 코로나19에 대응한 긴급 통화정책조치로 민간 및 공공 부문 증권의 자산매입 프로그램인 PEPP(Pandemic Emergency Purchase Programme) 도입을 결정하였다. 2020년 3월 7,500억유로를 시작으로 두 차례의 추가 증액을 통해 총 1조 8,500억유로로 매입 규모를 확대하였으며 금년 3월에도 채권매입규모 확대를 결정하였다.

일본 정부는 2020년 12월 73.6조엔(GDP의 13.1%) 규모의 코로나19 추가 경기부양 패키지를 발표하였는데 이에에는 코로나19 보건·방역, 코로나19 이후 시대를 위한 기업의 녹색투자, 디지털화에 대한 지출 보조금, 코로나19 예비기금 및 재난지원금 지급 등이 포함되어 있다.

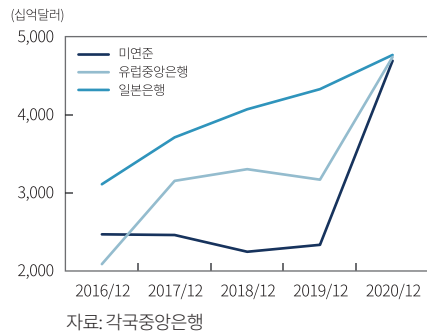
⁰² 바이든 행정부 출범 이후 미국은 1.9조달러(2020년 GDP의 8.8% 수준)의 경기부양책을 승인하였다. 핵심은 재난지원금으로 성인 1명당 1,400달러(자격요건 별도 강화)의 현금지급 및 실업급여 추가 연장지급, 백신접종 및 검사확대 등이 포함되어 있다.

이러한 주요국의 재정지출 규모를 비교해 보면 아래 <그림 III-4>에서 보는 바와 같이 미국이 GDP의 약 12%에 달하여 가장 큰 것으로 나타나고 있다. 또한 미연준이 국채매입 등을 통해 정부 재정지출을 지원함으로써 미달러화 유동성 공급이 크게 확대되었다. <그림 III-5>에 나타난 바와 같이 미연준이 보유하고 있는 미국채 잔액은 최근 4조 6,000억달러 내외로 코로나19 발생 이후 1년만에 약 2배 확대된 것으로 나타났는데 이는 유럽 및 일본의 증가 규모에 비해 훨씬 큰 수준이다. 이처럼 코로나19 위기 대응과정에서 미달러화 유동성 공급 확대는 환율결정의 통화적 측면에서 유로화 및 엔화 대비 미달러화의 약세요인으로 작용하였다.

<그림 III-4>
주요국 코로나19 대응 재정지출 규모



<그림 III-5>
주요국 중앙은행 국채보유 잔액

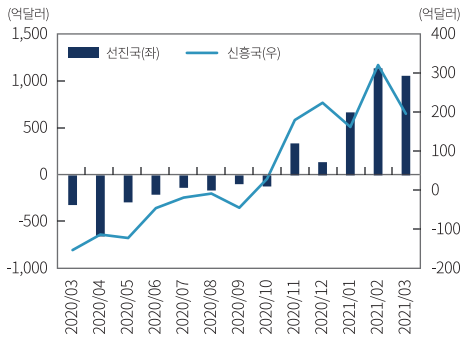


3. 글로벌 자금흐름 및 위험선호 확대

미국을 중심으로 한 글로벌 유동성의 확대는 코로나19 위기의 지속 상황 속에서도 위험선호 경향의 확대를 통해 글로벌 자금흐름을 강화시키고 주요국 중 특히 신흥국의 환율변동을 초래하는 요인으로 작용하였다.⁰³ 즉 신흥국 등에 대한 글로벌 증권투자자금의 유출입 규모가 확대되면서 미달러화의 약세와 신흥국 통화의 강세가 나타났다. 실제 코로나19 발생 이후 글로벌 주식형 및 채권형 펀드자금의 흐름을 보면 주식형펀드의 경우 2020년 11월 이후 선진국과 신흥국에 대한 자금흐름이 순유입을 보인 것으로 나타났으며 채권형펀드의 경우 이보다 훨씬 이른 시점인 5월경부터 선진국과 신흥국 모두에서 자금이 순유입된 것으로 나타났다.

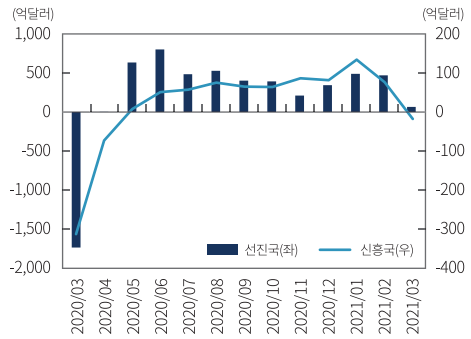
03 미달러화지수의 변동을 계량적으로 설명하기 위해 미산업생산, 미실업률, 미연준 국채보유잔액, 글로벌 자금유출입, 위험선호, 신흥국 주가지수 등을 설명변수로 하는 회귀분석 추정을 해 본 결과 글로벌 자금유출입과 위험선호 등의 변수가 가장 통계적 유의성이 높은 것으로 분석되었다.

<그림 III-6> 글로벌 주식형펀드 자금 유출입



자료: 국제금융센터 Weekly Fund Flow

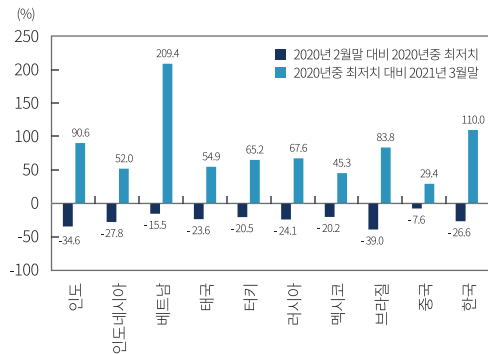
<그림 III-7> 글로벌 채권형펀드 자금 유출입



자료: 국제금융센터 Weekly Fund Flow

이러한 글로벌 증권투자자금의 순유입에 힘입어 주요 신흥국의 주가가 코로나19 발생으로 동반 급락한 이후 대부분의 국가에서 하락폭을 훨씬 능가하는 가파른 반등을 보였다. 특히 우리나라의 주가는 코로나19 확산으로 2020년 3월중 2월말 대비 26.6%(3월 19일, 1,457.6) 하락한 이후 최저점으로부터 최근까지 약 110% 상승하였다. 이는 글로벌 유동성 확대와 위험선호의 강화로 글로벌 자금흐름이 재개되며 미달러화의 약세와 신흥국 통화의 강세요인으로 작용한 것으로 보인다.

<그림 III-8> 주요 신흥국 주가변동률



주: Bloomberg 및 저자 시산

IV. 향후 글로벌 환율의 변동요인 및 전망

금년 들어 코로나19 위기로부터의 경제회복 기대감이 전 세계적으로 커지고 달러화 약세기조에 변화조짐이 나타나면서 향후 미달러화 가치와 글로벌 환율의 향방에 대한 시장의 관심이 커지고 있다. 이와 관련하여 무엇보다 미국 경제의 코로나19 위기로부터의 회복 속도 및 경제신뢰 회복이 중요하겠으나 보다 구체적인 요인으로는 미국채금리 상승 속도 및 지속 여부, 미연준의 통화정

책 변화 가능성, 주요 선진국간 중기적 경제기초여건 전망, 미·중간 무역갈등 재현 가능성 등이 중요한 영향을 미칠 것으로 보인다. 아래에서는 이에 관해 살펴보았다.

1. 미국의 재정지출 확대와 국채금리

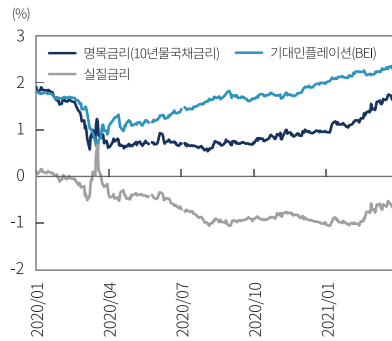
금년 들어 미국채금리(10년물기준)가 전년말의 0.916%에서 1.676%(3월 26일)까지 가파른 상승을 보이며 미달러화 가치에 영향을 주고 있다. 이러한 미국채금리의 상승은 대부분의 기간물에서 공통적으로 관찰된다. 미국채금리가 빠르게 상승한 원인은 코로나19 백신보급의 확산과 이에 따른 경기회복 기대감을 배경으로 하고 있으며 그 결과 시장에서의 기대인플레이션이 최근 2.3%를 상회하며 소비자물가상승률을 크게 앞지르고 있는데 기인하고 있다. 아래의 <그림 IV-2>는 금년 중 기대인플레이션 상승이 미국채금리 상승에 주요인이 되고 있음을 나타낸다.

<그림 IV-1> 미국채금리



자료: Bloomberg

<그림 IV-2> 미국 기대인플레이션 및 국채금리



자료: Bloomberg

이러한 미국의 기대인플레이션 상승이 추가적인 국채금리 상승으로 나타날 경우 미달러화 자산에 대한 수요를 증가시켜 미달러화의 강세요인으로 작용할 것으로 보인다. 그러나 현재 미국채금리의 상승을 견인하고 있는 기대인플레이션은 아직까지 미국의 경기회복이 가시화되고 있지 않아 금년중의 빠른 상승세에도 불구하고 대체로 완만한 상승세에 머물고 있다. 더욱이 시장에서는 금년중 미국채금리 상승에 대해 코로나19 극복을 위한 바이든 행정부의 1.9조달러 규모의 경기부양책 집행이 가시화되면서 국채수급 불안이 크게 작용한 과잉반응으로 평가하기도 한다. 이는 과거 트럼프 정부 출범당시 감세정책과는 달리 금번 재정지출 확대의 경우 코로나19 극복을 위한 재난지원금, 실업수당 등 일시적 지출의 성격이 강하여 경기회복을 동반한 추세적인 명목금리 상승

을 가져오는 데는 시간이 필요하기 때문이다. 따라서 최근의 국채금리 상승세가 향후 미달러화의 구조적인 강세요인이 되기는 아직까지 불확실한 것으로 보인다.

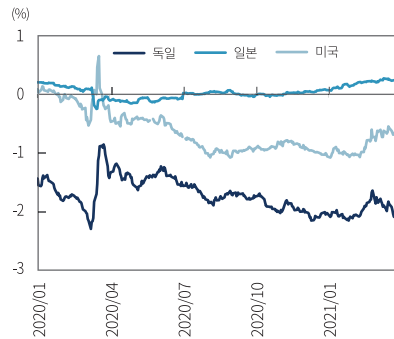
또한 미국채금리 상승이 다른 나라의 장기국채금리 상승을 견인하며 국가간 금리차가 크게 확대되고 있지 않다는 점과 미국의 명목금리 상승에도 불구하고 실질금리가 여전히 마이너스를 보이고 있다는 점에서 최근의 미국채금리의 상승이 미국으로의 자본유입을 통해 미달러화 강세요인으로 작용할 것으로 예단하기는 어려운 상황이다.

<그림 IV-3> 주요국 국채금리



자료: Bloomberg

<그림 IV-4> 주요국 실질금리



주 : 명목물가상승률은 독일과 일본은 물가연동국채(10년물), 미국은 기대인플레이션(BE) 사용

자료: Bloomberg

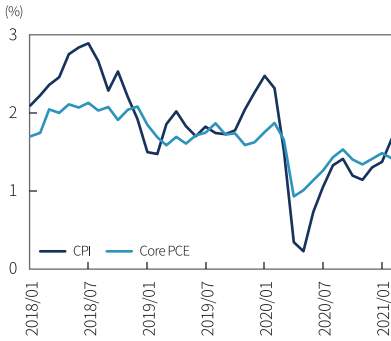
2. 미국 통화정책 변화 가능성

최근 국채금리 상승에 대한 미연준의 통화정책 변화 가능성은 보다 근본적인 미달러화 가치 변화 요인이다. 금년중 미국채금리 상승으로 단기적인 글로벌 주가의 조정이 나타났을 뿐만 아니라 장단기금리의 괴리로 수익률 곡선이 가파르게 변화하면서 미연준의 완화적 통화정책 기조에 변화가 나타날 수 있을 것이라는 시장의 예상이 커지고 있다.

미국의 통화정책 기조변화에 가장 큰 영향을 미치는 소비자물가상승률은 금년 1/4분기중 여전히 1%대를 유지하다가 4월중 일시적으로 4%를 상회하기도 하였으나 이는 미국의 소비 및 고용상황이 아직까지 부진하다는 점에서 가시적인 경기회복보다는 전년도의 기저효과에 더 크게 기인하는 것으로 평가되고 있다. 또한 아래 <그림 IV-6>에서 보는 바와 같이 시장에서의 기대인플레이션은 최근의 상승세에도 불구하고 대체로 완만한 모습을 보이고 있고 중기적 인플레이션 전망치

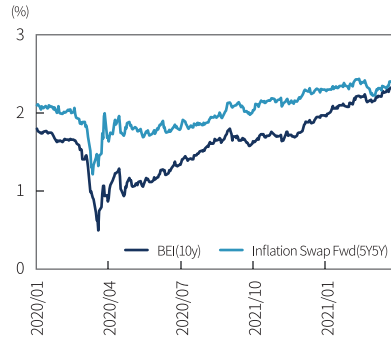
에 대한 시장 컨센서스에서 금년 2/4분기 이후에는 점차 2%대 초반 수준에서 안정될 것으로 보고 있다. 따라서 시장에서는 현재의 가파른 기대물가상승률 상승에도 불구하고 이른 시점에 현재의 완화적인 통화정책 기조에 큰 변화가 있을 것으로 보이지는 않는 것으로 풀이된다.

<그림 IV-5> 미국 인플레이션



주 : 전년동월대비
자료: FRED

<그림 IV-6> 시장의 기대인플레이션



자료: FRED, Bloomberg

미연준은 최근의 인플레이션에 대한 우려는 일시적 현상으로 백신접종 확산 등에 따른 미국의 경기회복 기대를 반영한 긍정적인 측면을 강조한 바 있으며 이를 근거로 정책금리를 2023년말까지 현 수준(0.0~0.25%)에서 유지하고 유동성을 지속적으로 공급(월 1,200억달러)할 것임을 발표한 바 있다. 따라서 인플레이션 우려에 대한 논쟁이 당분간 이어질 가능성이 있겠으나 가까운 장래에 미연준의 통화정책 경로가 유동성 흡수와 금리상승 등 긴축적인 방향으로 급격히 선화할 가능성은 낮은 것으로 보인다. 이는 단기간내 미연준의 통화정책 변화가 미달러화 가치의 변동을 가져오지는 않을 것임을 의미한다. 다만, 시장에서는 경기회복세가 예상대로 진행될 경우 미연준이 통화정책 기조를 내년말 또는 2023년 초반경 변경할 가능성이 가장 높은 것으로 전망⁰⁴되었으나 최근 인플레이션 우려의 영향으로 조기 테이퍼링에 대한 관심이 높아진 것으로 보인다.

3. 중기적 거시경제 전망

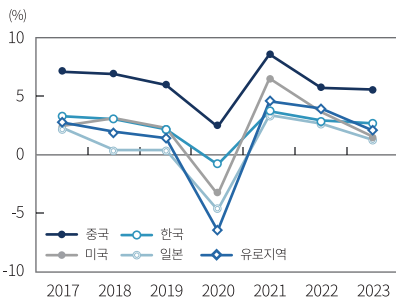
코로나19 위기에 따른 경제회복 과정에서 국별 차별화가 나타나거나 중기적으로 미국의 재정수지 및 무역적자 등이 심화되면서 미국 경제의 구조적 취약성이 다시금 부각될 경우 미달러화의 중

04 Bank of America(2021)

기적인 약세요인이 될 수 있다. 이는 코로나19 이후 진행된 미달러화 약세의 추세적 흐름이 지속될 가능성이 커짐을 의미한다.

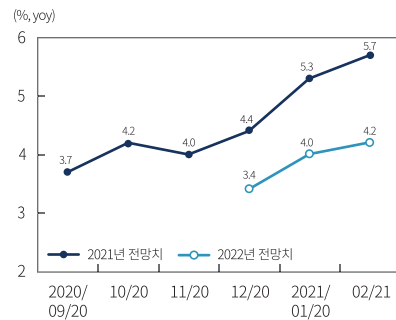
금년중 미국은 물론 유로지역, 중국 등 대부분의 국가에서 성장률 회복세가 가시화될 것으로 전망(일본 3.3%, 유로지역 4.4%, 중국 8.4%)되는 가운데 주요 글로벌 투자은행들은 이들 국가중 특히 미국의 성장률 전망치를 큰 폭으로 상향하고 있다. 즉, 주요 기관들은 2020년 12월 미국의 성장률을 4.4%로 전망하였으나 최근 2021년 2월 전망에서는 5.7%로 크게 상향조정한 바 있다. 이는 단기간내 미국의 상대적인 경제성장률 저하가 미달러화의 약세요인으로 작용하지는 않을 것임을 시사한다.

<그림 IV-7> 주요국 경제성장률



자료: IMF WEO(2021년 4월)

<그림 IV-8> 미국 경제성장률 전망치 변화

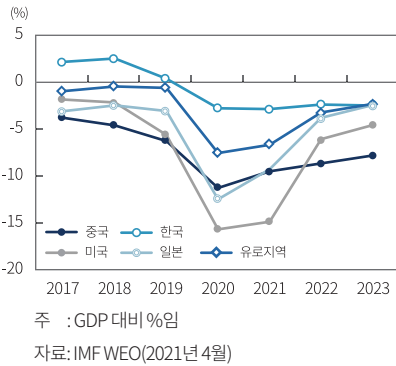


주 : 9개기관 평균(Barclays, BNP, BofA, Citi, GS, JPM, Nomura, SG, UBS)

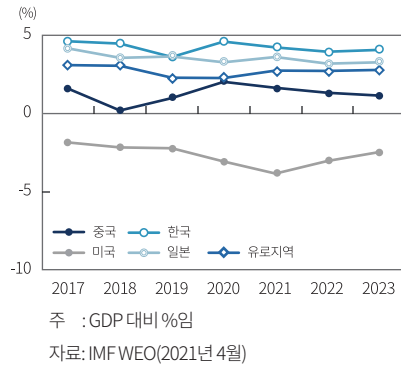
자료: 국제금융센터 Consensus Forecast

또한 미국의 코로나19 극복을 위한 대규모 정부지출에도 불구하고 IMF 등에서는 미국의 재정수지 적자는 향후에도 과거와 비슷한 2% 내외 수준이 유지될 것으로 전망하고 있다. 따라서 일본, 유로지역 등과 비교하여 금년중에는 미국의 재정적자 규모가 빠르게 감소하는 모습을 보일 것으로 예상된다. 미국의 대외불균형 규모의 경우에도 대체로 과거와 비슷한 양상을 보이면서 경상수지 적자 규모가 GDP 대비 약 2% 수준으로 전망되고 있다. 이러한 점에서 미국의 만성적인 재정 및 무역수지 적자에도 불구하고 이러한 구조적 취약성이 단기간내 미달러화의 약세를 견인할 뚜렷한 요인이 되지는 않을 전망이다.

<그림 IV-9> 주요국 재정수지



<그림 IV-10> 주요국 경상수지



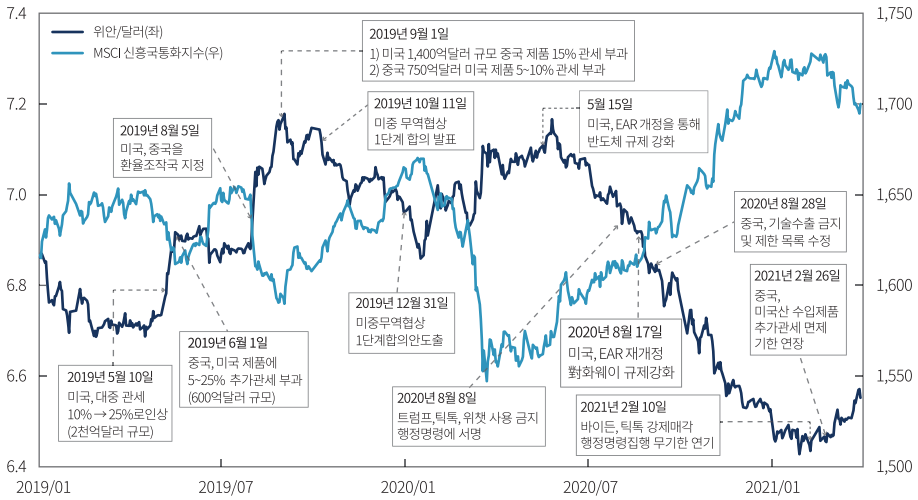
4. 미·중 갈등 재점화 가능성

미·중 양국간의 무역관련 분쟁은 중국 위안화 및 우리나라 원화 등 여타 신흥국 환율에 영향을 미치는 주요인의 하나로 작용해 왔다. 수년간의 미·중간 분쟁을 살펴보면 트럼프 행정부는 2018년 7월 이후 약 2년여 동안 중국에 대해 3차례의 상호관세를 부과하고 2019년 8월에는 중국을 환율 조작국으로 지정한 바 있다. 2020년 1월에는 미·중 무역협상 1차 합의안이 도출되기도 하였으나 2020년 5월 다시 수출관리규정(Export Administration Regulations: EAR) 개정을 통해 對화웨이 반도체 규제를 강화⁰⁵하고 8월에는 자국의 국가안보를 명목으로 중국의 메신저 ‘위챗’과 동영상 플랫폼 ‘틱톡’의 사용을 금지하는 행정명령을 발표하였다. 중국도 이에 대응하여 자국기업 보호를 강화하기 위해 「수출 금지·제한 기술목록」을 조정하여 발표하는 등 양국간 분쟁은 이어져 왔다.

이러한 미·중간 갈등이 심화될 경우 위안화 약세(미달러화 강세)가 초래되고 반대로 갈등 완화 뉴스가 등장할 경우 위안화 및 신흥국 통화의 강세가 나타났다. 아래 <그림 IV-11>은 미·중간의 무역 갈등과 관련한 위안화 및 신흥국 통화 환율 변화를 나타낸다.

05 연원호(2020)

<그림 IV-11> 미·중 갈등과 신흥국 환율



바이든 행정부 출범 이후에는 2020년 12월 중국이 사상 최대 규모의 미국산 옥수수 수급을 미국도 2021년 2월 틱톡의 강제매각 행정명령 집행을 무기한 중단하는 등 양국간 갈등이 봉합되는 모습을 보이고 있으나 언제든 다시 재점화될 가능성을 안고 있다. 미국이 그간의 관세 및 무역 분쟁에서 최근에는 노동 및 환경문제로 분쟁을 확대하며 중국을 압박하고 있기 때문이다. 이에 대한 중국의 대응 수위와 향후 미국의 환율정책 변화 등에 따라 미달러화 및 신흥국 통화 환율의 변동성과 불확실성이 높아질 가능성이 있을 것으로 보이는데 이 경우 미국이 미달러화의 약세를 용인하며 중국을 압박할 것으로 예상된다.

5. 소결 및 전망

향후 미달러화 가치의 변동에 가장 큰 영향을 미칠 것으로 보이는 미국의 재정, 통화 및 거시경제 전망 등을 살펴보면 다음과 같이 요약된다. 우선 최근의 미국채금리 상승은 가시적인 경기회복을 바탕으로 하기보다는 대규모 국채발행에 따른 수급불안, 기저효과에 의한 기대인플레이션 상승에 주로 기인하고 있어 미달러화 강세를 지속적으로 견인하기는 어려운 것으로 판단된다. 또한 미연준이 현재의 완화적인 통화정책 기조를 단기간 내에 변경할 것으로 보기 어려우므로 미달러화의 추세적 약세는 서서히 재개될 가능성이 있을 것으로 보인다. 다만, 중기적인 관점에서 미국의 백신접종이 빠르게 진행되고 유로지역 등에 비해 경제성장률이 상대적으로 빠른 회복세를 보일

것으로 전망될 뿐만 아니라 재정 및 무역수지 적자에 따른 구조적 취약성도 크게 부각되지는 않을 것으로 보여 미달러화의 약세폭이 심화되지는 않을 전망이다.

이상에서 논의한 향후 글로벌 환율의 변동요인을 표로 요약하여 정리해 보면 다음과 같다.

<표 IV-1> 향후 미달러화 변동요인 전망 요약

	미국채금리	미연준 통화정책	거시경제전망	미·중 갈등
전망	완만한 상승	단기간내 유지	대체로 안정	재점화 가능성
근거	<ul style="list-style-type: none"> · 국제수급 불균형에 따른 일시적 과잉반응 · 완만한 기대인플레이션 상승 · 미국의 마이너스 실질금리차 및 내외금리차 유지 	<ul style="list-style-type: none"> · 미연준은 물가상승이 단기적 현상으로 판단 · 시장 인플레이션 컨센서스 안정적 · 통화정책 변경시기는 내년말 또는 2023년 초반 예상 	<ul style="list-style-type: none"> · 상대적으로 양호한 미국의 경제성장률 전망 · 금년중 미재정수지 적자 크게 축소 예상 · 경상수지 적자폭 종전 수준 유지 	<ul style="list-style-type: none"> · 현재까지 바이든 행정부의 대중국 갈등완화 제스처 · 상호 관세부과에서 환경 및 노동 문제로 비화될 가능성 상존
미달러화에 대한 영향	강세 또는 보합	약세	보합	약세

V. 원화환율에 대한 시사점

미달러화는 코로나19 이후 상대적으로 큰 미국의 경제활동 위축과 이를 극복하기 위한 대규모 경기부양책, 그리고 미연준의 유동성 공급 확대 등으로 지난해 말까지 약세를 보여 왔다. 그러나 금년 초반 들어서는 코로나19 위기의 극복과 경기회복에 대한 기대감이 커지면서 미국채금리가 상승하고 미달러화 가치가 반등하는 등 새로운 모습이 나타나고 있다. 향후 미달러화 약세의 추세적 반전 여부는 미국채금리의 상승 속도 및 크기, 미연준의 통화정책 변화 여부, 중기적 거시경제상황 등에 큰 영향을 받을 것으로 보이는 데 앞서 논의한 바와 같이 미달러화의 추세반전보다는 완만한 약세가 재개될 가능성이 클 것으로 예상된다.

최근 우리나라 원화환율은 외환수급이나 경제기초여건 등 국내요인보다는 미달러화 가치 변화나 국제금융시장의 위험선호 등 대외요인에 더 민감한 영향을 받고 있다. 이는 우리나라의 국제수지가 견조한 흑자기조를 이어가고 있고 대내외 실물충격에도 불구하고 대외부문의 안정성이

유지되고 있기 때문이다. 따라서 향후 미달러화가 약세를 보일 경우 원화는 이의 영향을 받으면서 완만한 강세압력을 이어나갈 것으로 예상된다. 특히 우리나라의 실물경기 회복이 예상보다 빠르게 나타나고 글로벌 경기가 가시적으로 회복될 경우에는 풍부한 글로벌 유동성과 위험선호 강화에 따라 글로벌 자금의 순유입이 확대되면서 원화강세는 더욱 빠르게 진행될 가능성도 있을 것으로 보인다.

다만, 아직까지 코로나19 위기의 재확산 가능성 등으로 세계경제 회복의 시기와 속도가 여전히 불투명할 뿐만 아니라 미국채금리의 상승 지속 여부, 미연준의 통화정책 조기변경 및 미·중간의 무역갈등 재개 가능성 등 다양한 대외불확실성이 상존하고 있다는 점에 유의할 필요가 있다. 따라서 우리 경제주체들은 원화의 강세에 대비해 나가는 동시에 단기적인 환율변동성 확대에 대응한 위험관리에 노력해 나가는 것이 중요하다.

참고문헌

국제금융센터, 국제금융센터 Weekly Fund Flow 각호.

국제금융센터, 주요 투자은행의 세계경제 및 주요국 성장률 전망, 국제금융센터 Consensus Forecast 각호.

권도현 · 김윤경, 2021, 장기금리 상승에 대한 시장과 연준의 시각차 점검, 국제금융센터 『Issue Analysis』.

김선경 · 이상원 · 신술위, 2021, 최근 달러화 강세 배경과 IB들의 달러화 전망 변화, 국제금융센터 『Issue Analysis』.

김위대, 2021, 美 대규모 확장적 재정정책의 파급효과, 국제금융센터 『Issue Analysis』.

연원호, 2020, 트럼프 행정부의 對화웨이 반도체 수출규제 강화와 시사점, 대외경제정책연구원 『KIEP 세계경제 포커스』.

이상원 · 황유선, 2020, 코로나19 이후 주요국 환율의 중기적 추세 전망-美 달러화, 유로화, 엔화, 파운드화, 위안화-, 국제금융센터 『Issue Analysis』.

이상원 · 황유선, 2020, 美 달러화 약세 재개 가능성 점검, 국제금융센터 『Issue Analysis』.

Bank of America, 2021, *FX and Rates Sentiments Survey*.

IMF, 2020, *World Economic Outlook, October 2020: A Long and Difficult Ascent*.

IMF, 2021, *World Economic Outlook, April 2021: Managing Divergent Recoveries*.

Bank of Japan	boj.or.jp/en
European Central Bank	ecb.europa.eu
Federal Reserve	federalreserve.gov
Federal Reserve Economic Data(FRED)	fred.stlouisfed.org
IMF World Economic Outlook Databases(WEO)	imf.org/en/Data
Our World in Data	ourworldindata.org