

2021. 10. 13

정성태  
Economist  
sungtai.chung@samsung.com

허진욱  
Chief Economist  
james\_huh@samsung.com

김종호  
Research Associate  
jongho.keum@samsung.com

## 원/달러 환율 전망 update

올해 말 전망 1,170원으로 상향; 중기 달러약세 전망은 유지

- 최근 원/달러 환율 급등은 글로벌 제조업 peak-out 및 중국 부동산 경착륙 우려와 hawkish Fed 등에 기인
- 연말 갈수록 신흥국 통화 및 원화 약세를 초래한 요인들 점차 해소될 전망

원/달러 환율 상승세가 이어지고 있다. 9월에만 2.4% 올랐던 원/달러 환율은 10월 12일 장 중에는 1,200원까지 넘어섰다. 그에 따라 당사가 산출하는 실질실효환율 기준으로 원화 가치는 표준편차 -1.0에 근접하며, 10년래 가장 낮은 수준까지 재차 하락했다. 10월 말까지 전체 인구의 70%가 백신접종을 완료하고, 11월 이후에는 경제활동이 정상화될 것이라는 점에서 최근의 원화 약세의 원인은 국내보다는 글로벌 요인에 있다고 판단한다.

### 한국수출 경기 둔화 우려: 글로벌 제조업 peak-out 및 중국의 부동산 경착륙 가능성

경기순환 측면에서 그간 원화는 글로벌 경기, 그 중에서도 제조업 경기와 동행하는 모습을 보여왔다. 실제로 글로벌 제조업 PMI와 원/달러 환율은 상관관계가 높은 편이었다. 이러한 특성으로 코로나확산 이후, 글로벌 소비가 제조업 제품인 재화(goods)를 중심으로 회복되자 한국원화는 상대적으로 빠르게 안정될 수 있었다. 그러나 선진국을 중심으로 백신접종이 본격화되면서, 재화보다는 서비스 지출이 소비회복의 동력을 부각되었다. 글로벌 제조업 PMI가 정점을 기록한 5월 이후 원/달러 환율이 상승하기 시작했다는 점도 같은 맥락이다.

9월 들어서는 헝가리, 터키, 중국의 경기급락이 신흥국 경기둔화를 유발할 가능성이 부각되었다. 특히 중국은 한국전체 수출의 25%를 점유하는 최대 수출대상국이라는 점에서 한국경제에 대한 우려가 더욱 컸다. Global 투입산출표를 활용하여 추산할 결과, 중국의 성장을 1%pts 하락은 한국의 성장률을 0.15%pts 끌어내릴 정도의 영향력이 있다. 그에 따라 헝가리 그룹의 위기가 본격적으로 부각된 9월 초 이후 원/달러 환율은 3.0% 상승했다.

### 글로벌 공통 요인: Hawkish Fed 및 인플레이션 우려로 인한 미국 장기 금리상승

또한 Fed의 테이퍼링 발표와 에너지 가격상승에 따른 인플레이션 우려도 작용하고 있다. 9월 FOMC에서 Fed는 빠른 내년 중반 테이퍼링 종료 및 '22년 dot 상향조정을 발표하며 hawkish한 스탠스를 취했다. 그에 따라 9월 FOMC(21~22일) 이후 미국 장기금리는 30bp 상승했으며, 달러인덱스도 1.3% 상승했다. 다만 이는 2013년 테이퍼 탠트럼 이후의 반응에 비하면 아직까지는 상당히 양호하다. 그 이유는 Fed가 2013년과 같은 상황이 발생하지 않도록 시장충격을 최소화하기 위한 노력을 기울이고 있기 때문이다.

문제는 에너지 가격의 상승과 유럽, 중국 등에서 발생한 전력난이 인플레이션 우려를 높이고 있다는데 있다(자세한 내용은 Week Ahead, 글로벌 전력부족 사태의 원인과 전망 참조, 10월 1일) 에너지 가격상승과 전력난의 원인으로는 제조업 경기 회복, 중국의 친환경정책, 지정학적 갈등 등 여러 요인이 작용하고 있다. 9월 이후 국제유가는 17.3%, 석탄은 40.0%, 천연가스는 14.5% 상승했다. 또한 중국에서는 공장가동률이 상승하며 전력수요가 폭증한 가운데, 중국정부가 전력가격이 급등한 지역에 대한 전력제한 조치를 시행했다. 이는 코로나로 글로벌 공급망이 아직 정상화되지 않은 상황을 더욱 악화시킬 것이라는 우려를 낳고 있다. 그에 따라 FOMC 직후에는 안정적이던 채권시장에서의 인플레이션 기대는 높아졌다. 미국의 10년 국채금리에 내재된 BEI(break even inflation)은 9월 30일 이후 13bp 상승하며 글로벌 달러강세로 이어졌다.

### Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치 센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

### 글로벌 달러강세 4분기를 정점으로 점차 진정될 것으로 전망

당사는 글로벌 달러 강세와 원화 약세를 초래한 우려들은 대부분 올해 4Q를 정점으로 점차 약화될 것으로 예상한다. 그에 따라 올해 말 원/달러 환율 전망은 기존 1,120원에서 1,170원으로 상향 조정한다. 그러나 당사는 중기적으로 달러약세 전망을 유지하며, 내년 말 원/달러 환율을 1,120원으로 예상한다. 이는 다음 네 가지에 근거한다.

첫째, 미국에서는 재화소비가 둔화되고 있으나, 유럽이나 신흥국의 재화소비 회복세는 지난해 pent-up 수요와 경제활동 재개 이후의 경기회복을 감안하며 당분간 이어질 가능성이 높다. 그에 따라 회복강도는 약해지겠지만, 글로벌 제조업은 추세보다는 높은 수준에서 머물 것으로 예상된다. 한국 수출도 올해 4분기에는 전년 대비 15% 내외, 내년에도 7% 내외를 기록할 것으로 전망한다.

둘째, 헝다발 중국경기 둔화 우려는 당분간 이어질 가능성이 높다. 이번 사태는 중국정부가 중국경제의 지속가능성을 높이기 위해 추진한 성장전략의 전환에 따라 발생했다. 그에 따라 헝다그룹 위기가 부동산 시장 전반으로 파급되지 않는 한 중국정부는 적극적으로 개입하지 않을 것이다. 그러나 헝다 사태를 적절한 시점에서 수습하지 않는다면 그만큼 부동산 둔화는 빠르게 진행될 가능성이 크다는 점에서 11월 6중 전회를 전후하여 중국정부에서 헝다사태 수습에 나설 것으로 예상된다.

셋째, Fed의 테이퍼링 리스크는 11월 FOMC에서 명확한 일정과 규모가 발표된 후 완화될 것으로 예상된다. 앞서 살펴본 것처럼 9월 FOMC 이후 금융시장 반응은 2013년에 비해 차분했으며, 11월 FOMC의 결과가 시장 예상에 부합한다면 금융시장 반응도 9월과 크게 다르지 않을 것이다.

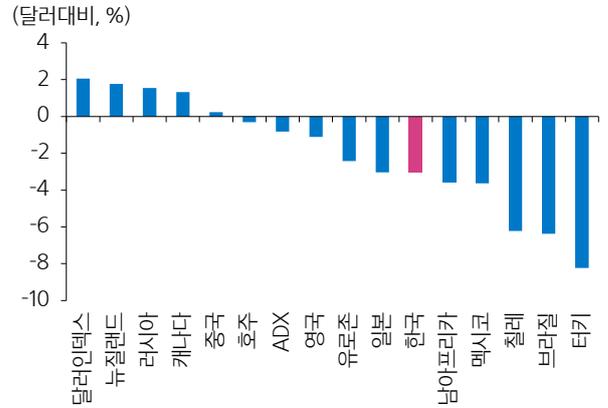
넷째, 중국발 전력난으로 인한 공급망 차질은 중국정부의 대응정책에 따라 점차 완화될 것이다. 부동산 발 경기둔화에 직면한 중국정부가 환경규제 완화, 전기요금 인상, 보조금 지급 등으로 대처할 가능성이 높기 때문이다. Bloomberg에 따르면 중국정부는 석탄가격이 상승하며 발전소들이 가동률을 낮추는 행위를 막기 위해, 석탄가격 상승분을 전력가격에 전가시키는 것을 허용할 방침을 밝혔다. 반면 에너지 가격은 본격적인 난방시즌이 도래함에 따라 높은 수준을 유지할 것으로 예상된다. 다만 에너지를 제외한 원자재는 안정적인 모습을 보이고 있고, 대부분의 국가에서 소비자물가에서 에너지가 차지하는 비중이 10% 내외에 그친다는 점에서 에너지飜 인플레이션 급등 가능성은 낮다고 판단한다.

원화 실질실효환율 10년래 가장 낮은 수준에 근접



자료: 삼성증권

9월 이후 주요 통화의 달러대비 환율 추이



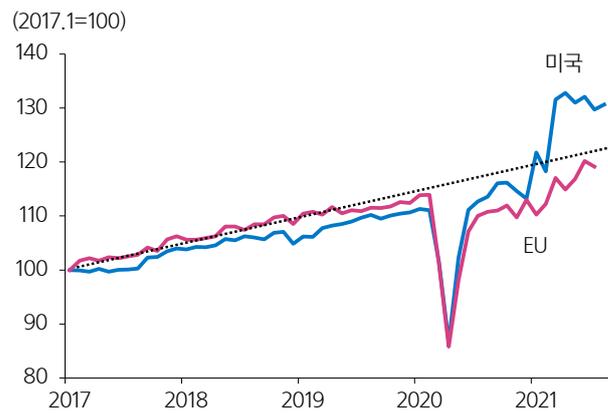
자료: Bloomberg, 삼성증권

원/달러 환율은 글로벌 제조업 경기와 밀접



자료: Bloomberg, Markit, 삼성증권

미국의 상품소비는 둔화, 유럽은 회복세



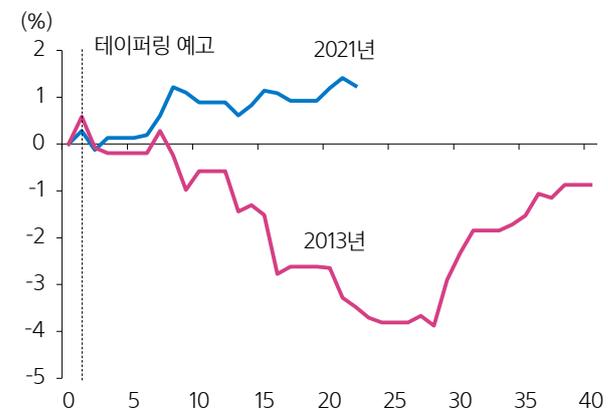
자료: CEIC, 삼성증권

테이퍼링 예고 이후 미국 장기금리 추이(2013년 vs. 2021년)



자료: Bloomberg, 삼성증권

테이퍼링 예고 이후 달러인덱스 추이(2013년 vs. 2021년)



자료: Bloomberg, 삼성증권

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



### 삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)

Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpop.com](http://www.samsungpop.com)

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
In Collaboration with RobecoSAM