

2019년 하반기 환율 전망

KDB미래전략연구소 미래전략개발부
김혜진 선임연구원(ghjkim@kdb.co.kr)

I. 2019년 상반기 주요 환율 동향

III. 2019년 하반기 주요 환율 전망

II. 2019년 하반기 여건 분석

2019년 상반기 환율은 미국 경제의 상대적 호조 및 미-중 무역분쟁 진행 양상에 따라 방향성이 달라지는 특징을 보였다. 5월까지 미국 경제의 상대적 강세로 달러 인덱스의 상승세, 유로화 약세가 관찰되었으나 6월 이후 미국 연방준비제도이사회(이하 연준)의 금리인하 가능성 시사 등에 달러 인덱스는 상승폭을 반납하였고 유로화 가치가 반등하였다. 엔/달러 환율은 미-중 무역 분쟁이 해빙무드를 보였던 4월까지 상승하다가 갈등이 재점화된 5월 이후 안전자산 선호심리 강화로 하락하였다. 원/달러 환율은 2분기 이후 우리나라 경기여건 악화 및 미-중 무역분쟁 재점화에 급등하였고, 원화 약세 및 엔화 강세에 영향을 받아 엔/달러 환율 역시 크게 상승하였다.

2019년 하반기에는 미-중 무역분쟁 장기화 조짐에 더해 연준의 금리인하 가능성이 환율 변동의 주요 동인이 될 것으로 보인다. 미-중 무역분쟁 장기화 및 경기둔화 우려 고조로 하반기 연준의 금리인하가 예상되며, 이에 따라 2018년 두드러졌던 달러 강세 흐름이 약화될 전망이다. 달러/유로 환율은 유로존 경기둔화 우려, 정치적 불확실성 지속으로 유로화 약세 압력이 지속되었으나, 연준의 금리 인하 등으로 상반기에 나타났던 유로화 약세가 되돌려질 것으로 예상된다. 엔/달러 환율은 안전자산 선호심리가 강화되어 점차 하락하겠으나(엔화 강세), 완화적인 통화정책 등의 약세요인이 하단을 제한할 것으로 판단된다. 원/달러 환율은 미-중 무역분쟁 장기화로 당분간 상승 가능성이 있으나, 달러 약세 흐름에 점진적으로 하락할 전망이다. 다만, 수출 및 투자 감소 등으로 인한 펀더멘탈 약화 및 수급상 원화 약세 요인으로 하단이 제한될 가능성이 존재한다. 한편 재정환율인 원/엔 환율은 엔화 대비 달러 약세에 대한 원화의 상대적 강세 및 일본은행의 완화적 통화정책 유지 등으로 소폭 하락할 전망이다.

* 본고의 내용은 집필자의 견해로 당행의 공식입장이 아님

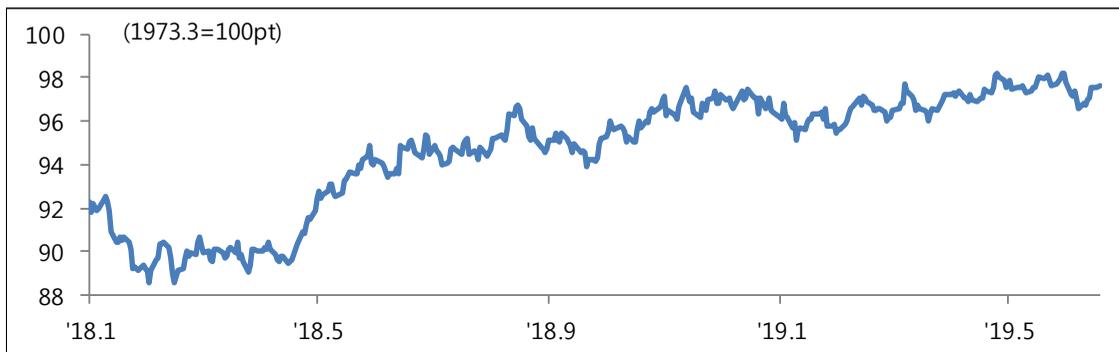
I. 2019년 상반기 주요 환율 동향

1. 주요 선진국 통화 동향

□ (달러 인덱스¹⁾) 2019년 상반기 달러 인덱스는 연준의 통화정책 기조 선회에도 불구하고 기타국 대비 美 경제의 상대적인 호조 등으로 상승

- 2018년 연준이 1월 FOMC 성명서에서 ‘점진적인 금리 인상’이라는 문구를 삭제하는 등 금리인상 중단 움직임을 보이자 달러 인덱스 하락
- 3월 FOMC의 완화적인 통화정책 발표에 일시 하락하였으나, 주요국 대비 美 경제의 상대적인 호조세가 부각되며 5월까지 상승세 지속
 - 3월 연준이 자산매각중단 발표와 함께 연내 금리동결을 시사하자 일시적으로 약세압력을 받았으나,
 - 이후 유로존 등 기타국 대비 美 경제의 호조세가 지속되며 달러 인덱스 상승
- 6월 이후 비농업부문 신규고용²⁾ 부진, 연준의 금리인하 가능성 시사에 연초 수준으로 하락

〈그림 1〉 달러 인덱스 추이



자료 : Infomax

1) 유로, 엔, 파운드, 캐나다 달러, 스웨덴 크로나, 스위스 프랑 등 6개 통화에 대한 달러가치를 가중 평균한 값
2) 농업을 제외한 산업(제조업, 서비스업)에서의 신규 임금근로자 총계로 경기방향성을 점검하는 기준으로 사용되며, 5월 신규고용은 예상치인 18만명에 훨씬 못 미치는 7만5천명 증가

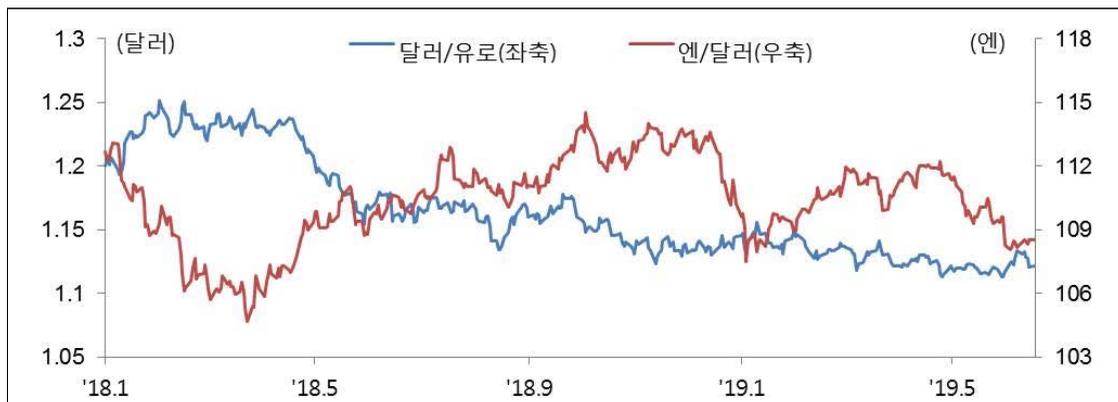
□ (달러/유로 환율) 유로존 경기 부진에 따른 ECB의 완화적인 통화정책, 브렉시트 국면 지속 등의 영향으로 하락하다 美 연준의 금리인하 가능성 시사에 반등

- 연초 통화정책 정상화 기대가 있었으나, 경제지표 부진이 지속되자 ECB는 3월 회의에서 기준금리 동결과 새로운 장기대출 프로그램(이하 TLTRO)³⁾ 재개를 발표
- 브렉시트는 4월에 기일이 10월 말로 연기되며 리스크가 잠정 해소되는 듯 하였으나, 6월 메이 영 총리의 사퇴 등으로 재차 변동성이 확대
- 이들 요인으로 유로화 가치는 하락을 지속하다 6월 연준이 금리인하 가능성을 시사하자 반등

□ (엔/달러 환율) 연초 美-中 무역갈등 완화에 따른 위험자산 선호심리로 상승세를 보이다 5월 美-中 무역갈등 재점화에 의한 안전자산 선호로 하락

- 연초 美-中 간 조성된 해빙무드에 위험자산 선호심리가 회복되어 엔화 가치가 하락하다, 5월 초 美-中 무역분쟁 확산⁴⁾ 및 안전자산 선호심리 강화로 강세 전환

<그림 2> 달러/유로 및 엔/달러 환율 추이



자료 : Infomax

3) Targeted Long-Term Refinancing Operations의 약자로, 민간부문으로 특정한 장기저리대출을 시중은행에 융통하여 민간영역으로 돈이 흘러가도록 유발하는 통화부양책

4) 5.5일(현지시간) 트럼프 美 대통령은 중국 측의 재협상 시도에 불만을 표하며, 2,000억 달러의 중국 수입품에 대한 관세를 기존 10%에서 25%로 인상하겠다고 트위터에 게시

2. 원화 환율 동향

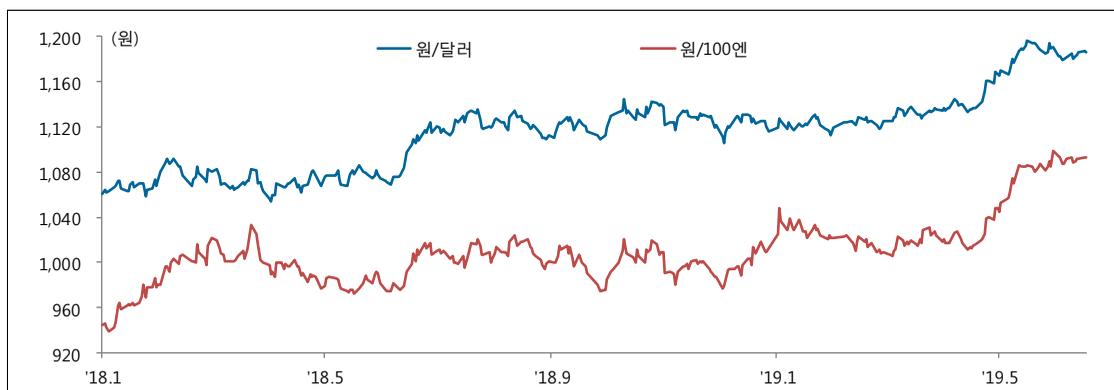
□ (원/달러 환율) 글로벌 강달러 흐름과 국내 경기 부진, 美-中 무역전쟁 확산 양상 등으로 연고점을 갱신하며 상승

- 2018년 대비 온건해진 1월 FOMC 결과에 연초 하락하였으나, 2월 이후 기타국 대비 美 경제의 상대적 강세가 부각되는 강달러 흐름에 상승세 지속
- 4월 국내 경제에 대한 전망 및 경제지표 악화로 상승폭이 확대되었으며, 5월 美-中 무역분쟁 재점화 등으로 원/달러 환율이 급등, 연고점에 도달
- 6월에는 파월 연준의장의 美 금리 인하 가능성 시사 발언 이후 달러 약세 요인이 부각되어 상승폭을 일부 반납

□ (원/엔 환율) 위험 회피심리 악화에 의한 엔화 약세로 1분기에는 하락하였으나, 한국 경제지표 악화 및 美-中 긴장 고조에 의한 엔화 강세로 2분기에는 상승

- 2019년 1분기에 무역협상이 순조롭게 진행되는 양상을 보이자 위험 회피심리가 약화되며 환율 하락
- 4월 이후 강한 원화 약세 압력에 원/엔 환율이 급등하였고, 5월 이후 美-中 무역갈등 고조로 위험 회피심리가 강화되며 상승폭 확대

〈그림 3〉 원/달러 및 원/엔 환율 추이



자료 : Infomax

Ⅱ. 2019년 하반기 여건 분석

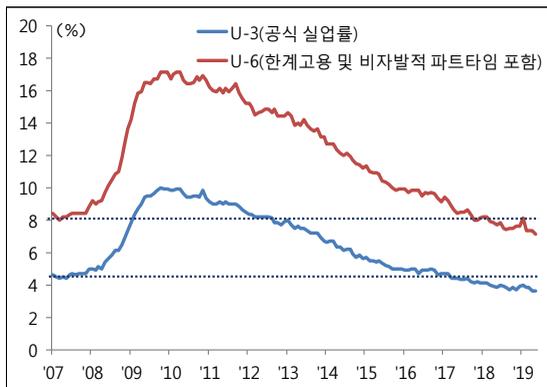
1. 주요국 통화정책 방향

□ (미국) 연준의 기준금리 인하에 대한 기대감 확대 [現 기준금리 2.25 ~ 2.50%]

○ 실업률이 하락하고 유희노동력(slack) 규모가 축소되는 등 2018년에 이어 강한 고용시장 여건 유지하고 있으나 전환 국면에 유의할 필요

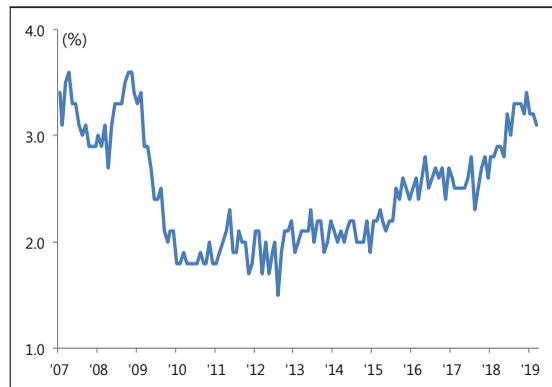
- 5월 실업률(U-3⁵)은 3.6%로 1970년 1월 이후 최저치를 기록하였으며, 한계고용 및 비자발적 파트타임을 포함하는 불완전고용 지표인 광의의 실업률(U-6)은 5월 기준 7.1%로 하락하며 금융위기 이전 수준으로 회복
- 미국의 유희노동력 축소를 의미하는 U-3와 U-6의 차이는 3.5%p로 금융위기 이후 최저치를 기록하는 등 고용시장의 질적 개선이 유지
- 반면, 5월 비농업부분 고용지표가 악화되어 향후 지표추이를 지켜볼 필요

〈그림 4〉 미국 실업률 추이



자료 : FRED(Federal Reserve Economic Data)

〈그림 5〉 미국 시간당 임금상승률 추이

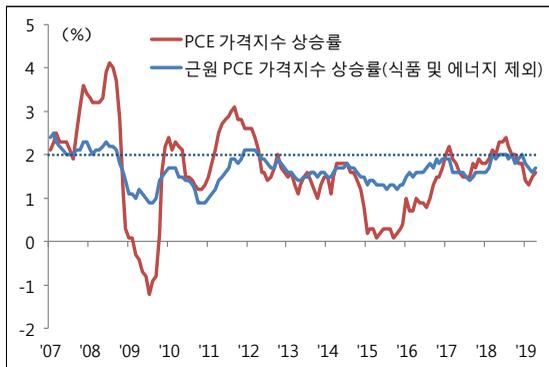


자료 : FRED(Federal Reserve Economic Data)

5) 미국 노동부는 고용시장의 유희노동력(slack)에 대해 U-1부터 U-6까지 6가지 단계의 지표를 제시. U-1은 16세 이상 노동인구 중 15주 또는 그 이상 고용되지 않은 사람의 비율, U-2는 16세 이상 노동인구 중 실직을 하거나 임시직 근무(temporary work)를 끝낸 사람의 비율, U-3는 공식적인 실업률로, 16세 이상 노동인구 중 지난 4주간 실직 상태였고 구직활동을 적극적으로 한 사람의 비율을 의미. U-4는 U-3에 구직활동 중단자를 포함한 비율, U-5는 U-4에 한계고용(일을 하고 싶지만 최근 구직활동을 하지 않은 자)을 포함한 비율, U-6는 U-5에 비자발적 파트타임(정규직 근무를 희망하나 경제 상황에 의해 비자발적으로 파트타임 근무를 하는 자)을 포함한 비율을 의미

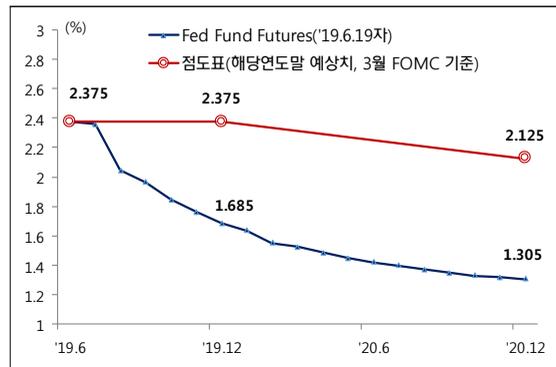
- 한편, 물가상승률은 연준의 물가목표인 2%를 하회하고 있으며 연준에서도 물가상승 압력이 약화되었다고 평가
 - 시간당 임금상승률⁶⁾은 상승세가 둔화되어 물가상승 압력 약화에 기여
 - 연준이 물가 지표로 참고하는 미국 개인소비지출(PCE⁷⁾) 가격지수 상승률 및 식품과 에너지를 제외한 근원 PCE 상승률도 2019년 이후 2%를 동반 하회
 - 5월까지 파월 의장은 낮은 인플레이션율은 일시적(transitory) 요인에 의한 것이며 시간이 지나면 되돌아올 것으로 전망한다며 금리동결기조를 유지
- 6월 이후 금리동결에서 인하로 돌아서는 기조의 변화가 감지
 - 6.19일(현지시간) FOMC 회의에서 금리가 동결되었으나 1명의 위원이 금리인하에 투표하여 만장일치 기조가 중단
 - 통화정책 성명서에서 금리동결 기조를 상징하는 “인내심⁸⁾”이라는 표현이 삭제되었고, “경기확장을 위해 적절히 대응하겠다”는 문구가 추가
 - 점도표(Dot Plots)⁹⁾ 상 중간값은 유지되었으나 위원 17명 중 8명이 금리인하 의견을 제시하였으며 8명 중 7명은 인하폭을 50bp(2회 인하)로 예상

〈그림 6〉 미국 PCE 물가상승률 추이



자료 : FRED(Federal Reserve Economic Data)

〈그림 7〉 점도표 및 Fed Fund 선물에 반영된 기준금리 전망치



자료 : Fed, Bloomberg

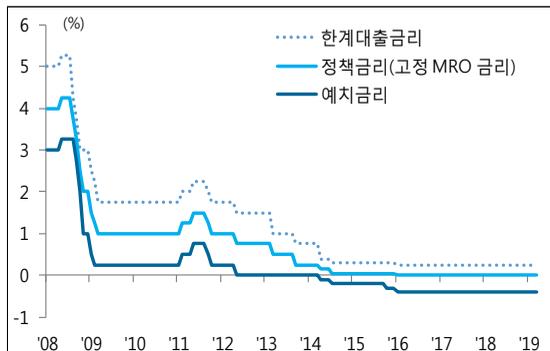
6) 임금상승률은 고용시장을 가장 정확히 반영한다고 볼 수 있는 가격 지표이자 인플레이션에 선행한다는 점에서 Fed가 주목하는 고용과 물가의 연결고리
 7) Personal Consumption Expenditures
 8) 2019.1월 FOMC 성명서상 “점진적 금리인상”이라는 문구가 “향후 금리 결정에 인내심을 보일 것”이라는 문구로 대체되며 연준의 입장이 금리인상 기조에서 동결 기조로 전환
 9) FOMC 참석자들의 향후 3개년도말 적정 기준금리(중간값)에 대한 개별 전망을 점으로 표시한 차트

- 금리인하에 대한 시장의 기대감이 확대 중이나 금리인하 제약요인으로 기대보다 소폭 인하될 가능성을 고려할 필요
 - Fed Fund Futures에 반영된 2019년 말 기대 금리는 무역분쟁이 재점화되기 전인 4.30일 2.2%였으나 6.19일 1.685%로 하락
 - 그러나 경기 확장국면이 마무리되고 1~2년 내에 경기하강이 시작될 것으로 예상되어 연준이 경기하강에 대비한 금리인하 카드를 보유하고 있을 필요가 있으며,
 - 또한 고용지표는 호조를 보여 금리인하 필요성에 이견이 있을 가능성

□ (유로존) 유로존 경기둔화 우려 및 낮은 인플레이션에 더욱 완화적인 통화정책을 발표할 가능성 상승 [現 기준금리 0%]

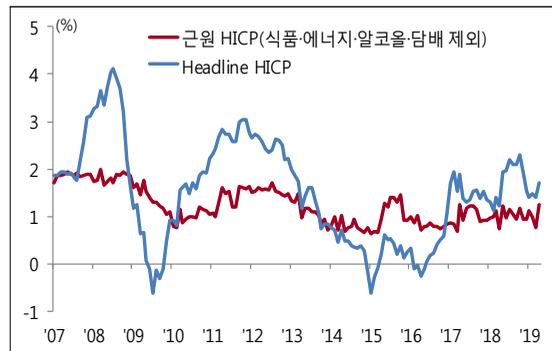
- 연초 ECB가 금리인상 등 통화정책 정상화를 추진할 것으로 예상되었으나, 경기둔화 우려로 3월 예상보다 빠르게 완화적 입장으로 전향
 - ECB는 3월 회의에서 경제성장률 전망치 하향 조정, 금리 포워드가이던스 수정¹⁰⁾ 및 TLTRO 실시 등 완화적 통화정책을 발표
 - 6월 회의에서는 금리동결기간을 “2020년 여름까지” 6개월 연장하고 내년 경제성장률 전망치를 하향조정하는 등 더욱 완화적인 입장을 표명

<그림 8> 유로존 정책금리 추이



자료 : ECB

<그림 9> 유로존 물가상승률 추이



자료 : Thomson Reuters, Eurostat

10) 연초 “적어도 2019년 여름까지” 금리수준을 유지할 것이라고 포워드 가이던스가 제시되었으나, 3월 ECB회의 후 “적어도 2019년말까지 계속 유지”로 수정되며 금리동결기간이 연장

- 6.18일(현지시간) 드라기 총재는 추가적인 경기부양책¹¹⁾ 도입을 “수주 안에” 검토하겠다고 구체적으로 밝히는 등 ECB의 금리인하 가능성 증가
 - 낮은 정책금리, 은행권의 수익성 저하 등 금리인하 제약요인이 존재하나,
 - 유로존 경기 감속 우려, 낮은 인플레이션율¹²⁾ 등으로 시장에서는 드라기 총재 임기만료(10월) 전 금리가 인하될 가능성을 95% 이상으로 예상

□ (일본) 낮은 물가상승률, 세계 경제 불확실성 확대 등으로 당분간 기존의 완화적인 통화정책 기조를 유지할 전망 [現 기준금리 -0.1%]

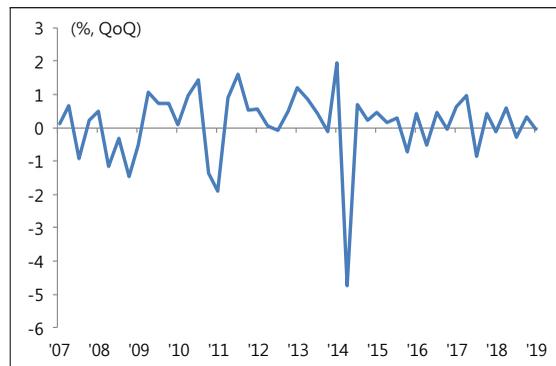
- 2015년 이후 근원 CPI(신선식품 제외) 상승률은 BOJ의 목표치인 2%를 하회하고 있으며 BOJ는 향후 2년간 물가안정목표를 달성하지 못할 것으로 판단
 - 경기의 완만한 확대 및 강한 고용시장에도 불구하고 2015년 이후 물가상승률의 미약한 흐름이 지속
 - BOJ는 4월 금융정책결정회의에서 2020년에 대한 물가상승 전망을 1.4%로 하향 조정¹³⁾하였고 2021년 전망치 역시 목표치를 하회하는 1.6%로 제시

〈그림 10〉 일본 근원 물가상승률 추이



자료 : Thomson Reuters

〈그림 11〉 일본 민간소비지출 증가를 추이



자료 : Thomson Reuters

11) 금리 인하, 포워드 가이드스 수정, 추가 자산매입 등 여러 정책도구를 구체적으로 언급
 12) ECB는 HICP(Harmonized Index of Consumer Prices)를 물가 관리 지표로 사용하며, 중기적으로 물가 상승률을 “blow, but close to 2%”로 설정하는 것을 목표로 설정
 13) 2019년도 물가 전망은 종전과 동일한 1.1%이며, 2020년도 전망은 기존 1.5%에서 1.4%로 조정

- 경기 하방 압력 강화, 세계경제 불확실성 증대, 낮은 물가상승률 등으로 당분간 일본은 완화적 통화정책을 유지할 전망
 - 일본 내각부는 3월 경기동행지수가 하락함에 따라 5월 경기 판단을 2013.1월 이후 처음으로 ‘악화’¹⁴⁾로 하향 조정
 - BOJ는 4월 소비세 인상에 따른 내수위축 우려 및 세계경제 불확실성 증대 등으로 현재 금리 수준을 적어도 2020년 봄까지 유지할 것임을 발표

2. 美-中 무역분쟁 및 안전자산 선호 심리

□ 5월 초 美-中 간 갈등이 격화되며 안전자산 선호심리가 강화되었으며, 핵심쟁점에 대한 이견으로 美-中 무역분쟁 장기화 가능성이 증가

- 美-中 무역분쟁의 6월 타결이 기대되었으나, 고율관세¹⁵⁾ 부과 등 갈등 고조로 안전자산 선호심리가 강화되어 5월 안전통화는 강세, 신흥국 통화는 약세 시현
 - 5월 중 엔/달러 환율은 2.83% 하락, 스위스프랑/달러 환율은 1.91% 하락
 - 신흥국 통화대비 달러가치를 나타내는 OITP지수¹⁶⁾는 휴전상태였던 1~4월에 보합세를 보였으나, 5월 1.50% 상승(신흥국 통화 약세)
- 중국의 산업보조금, 강제 기술이전 등 핵심쟁점에 대한 이견으로 연내 합의가 어렵다는 것이 지배적인 시각으로 美-中 무역분쟁의 장기화 가능성 증가
 - 美-中 무역분쟁은 미국의 對中 무역적자 감축의 필요성 뿐만 아니라 미국 내 제조업 일자리 감소, 중국과의 패권경쟁 등 구조적인 문제에서 비롯되었기 때문에 단시일 내 합의 도출은 어려울 것으로 예상

14) 일본 내각부는 5가지 단계(개선, 횡보, 국면변화, 악화, 하락멈춤)로 기초를 판단하는데, ‘악화’는 5가지 가운데 가장 낮은 단계

15) 5.5일 트럼프 美 대통령은 트위터에 5.10일부터 2,000억 달러 규모에 해당하는 중국산 수입품에 대해 관세를 25%로 인상할 것이라고 발표하였으며, 고율관세가 부과되지 않은 3,250억 달러 규모의 수입품에 대하여 2019.8월 관세를 부과한다고 예고. 5.13일 중국 정부는 6.1일부터 600억 달러 규모의 미국산 수입품에 대한 관세를 인상한다고 발표하며 보복관세로 대응

16) Other Important Trading Partners 지수로 미국과 많이 거래하는 19개 신흥국 통화 대비 달러 가치를 나타내며, 19개 신흥국에는 중국, 한국, 인도, 인도네시아, 멕시코, 아르헨티나 등이 포함

□ 이에 따라 안전자산 선호심리는 연말까지 높아진 수준으로 유지되고 원/달러 환율이 이에 영향을 받아 연초보다 높은 수준에서 결정될 전망

- 6월말 G20에서 美-中 정상회담 개최가 예정되어 있으나, 양국간 갈등이 해소될 가능성은 적을 것을 판단
 - 트럼프 대통령이 내년 대선을 앞두고 전략적으로 양국간 긴장상태를 높은 수준에서 유지할 가능성이 상당하며, 6월 美 국방부가 ‘인도·태평양 전략 보고서’에서 대만을 국가로 지칭¹⁷⁾하는 등 긴장 고조 추세
 - 중국보다 양호한 미국의 경기 상황 및 연준의 금리인하 가능성에 힘입어 추가 3,250억 달러 수입품에 대해 관세를 부과하여 중국을 압박할 가능성도 고려할 필요
- 강화된 위험회피 심리(위험자산에 대한 약세압력)로 안전통화 강세·신흥국 통화 약세 압력이 전반적으로 작용할 것으로 예상되며 원/달러 환율은 연초(1,120원대)보다 높아진 수준에서 등락할 전망

〈표 1〉 미국의 對中 관세 부과 일정

관세부과일시	규모	관세율	주요 관세부과 품목	소비재비중
1차('18.7.6일)	340억 달러	25%	기계류, 일부 전자제품 등	0.8%
2차('18.8.23일)	160억 달러	25%	반도체, 합성수지, 철강 등	3.2%
3차('18.9.24일)	2,000억 달러	10%	섬유, 가전제품, 음식료품 등	33.7%
4차('19.5.10일)		10%→25%		
5차('19.8월 예정)	3,250억 달러	25%	3,805개 품목 (공청회 후 확정 예정)	64.4% 예상

자료 : 한국은행 해외경제포커스('18.10.19) 재구성

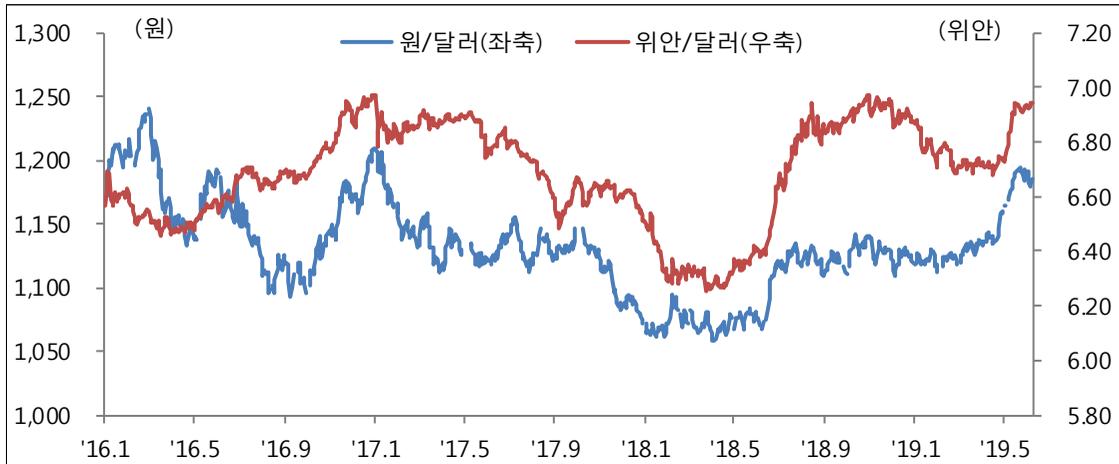
17) 1979년 중국은 미국과 수교를 시작할 당시 미국에서 대만을 나라로 인정하지 않는 ‘하나의 중국’ 원칙을 요구하였고 미국은 이를 정식으로 수용하고 대만을 국가로 인정하지 않았으나, 최근 발표된 ‘인도·태평양 전략 보고서’에서 대만을 국가로 규정하며 중국을 압박

3. 위안화 동조화 흐름

□ 원/달러 환율은 美-中 무역분쟁 격화 시 위안화와의 동조화 현상¹⁸⁾이 강화

- 美-中 무역분쟁 격화 시 원화와 위안화의 동조화 현상이 강화되는 흐름
 - 1년 기준 원/달러 환율과 위안/달러(CNH¹⁹⁾) 환율의 상관관계수²⁰⁾는 2017년 0.49를 기록하였으나 본격적으로 美-中 무역분쟁이 시작되었던 2018년 0.95로 급등
 - 1개월 상관계수는 미국과 중국이 일시적인 휴전에 합의했던 2018.12월말 0.69였으나, 2019.4월말 0.79로 상승하였고 5월말 0.97을 기록하며 1에 근접
- 5월 美-中 무역긴장 고조로 위안/달러 환율이 심리적 마지노선인 7위안에 근접하자 원/달러 환율이 연동 상승하며 1,200원 수준을 위협
 - 5월 이후 위안/달러 환율이 급등, 5.17일 연고점(6.9466위안) 기록하였으며, 원/달러 환율 역시 동반 상승하여 5월 연고점(1,196.5원) 갱신

〈그림 12〉 원/달러 및 위안/달러 환율 추이



자료 : Infomax

18) 원화는 역외 시장 참가자들에게 위안화의 proxy 통화(대리 통화)로 사용되고 있는데, 이는 중국 경제에 대한 우리나라 경제의 의존도가 높아 방향성이 같고, 우리나라 외환시장의 유동성이 풍부한데다 중국 외환시장보다 개방도가 높아 자본의 유출입이 용이하기 때문

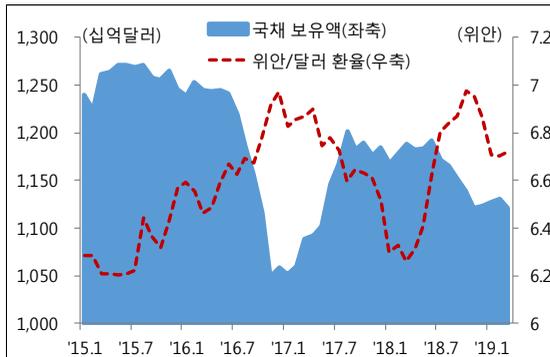
19) 기존 위안화(CNY)와 달리 역외시장에서 거래되는 위안화

20) 상관관계수가 +1에 가까울수록 두 변수의 움직임이 유사하고 -1에 가까울수록 역의 상관관계를 지님

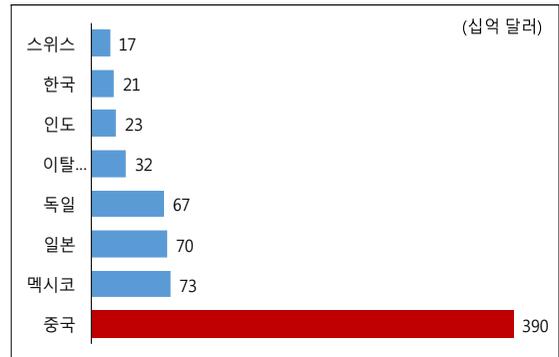
□ 향후 중국의 포치(破七)²¹⁾ 및 美 상계관세²²⁾ 우려로 위안/달러 환율 상승이 제한될
전망이며, 원-위안 동조화 현상에 따라 원/달러 환율 역시 상단이 제한

- 중국 외환당국의 방어 의지와 안정화 조치에 추가 상승은 제한될 것으로 전망
 - 위안화 환율 급등이 외국인 증권 자금 유출로 이어질 경우 경기 하방압력이 가속화될 우려가 있어 중국 측에서도 환율 상단을 방어할 필요
 - 5월 인민은행 부행장은 성명서를 통하여 포치는 득보다 실이 많다고 밝혔으며, 인민은행은 홍콩에서 환율 안정 채권을 발행하는 등 안정화 조치 시행 중
 - 위안화 가치하락이 두드러질 때마다 중국의 美 국채 보유량은 감소²³⁾해왔으며, 최근 중국의 美 국채 매도 역시 美 경제에 대한 보복보다는 위안화 가치 하락을 방어하기 위한 것으로 추정
- 美 상무부의 상계관세 부과 추진 계획 역시 위안화 약세 부담을 가중시키는 요인
 - 5월 美 상무부는 달러에 대한 자국 통화의 가치를 절하하는 국가들에 대해 상계관세를 부과하는 규정을 추진한다고 발표
 - 트럼프 美 대통령이 외환시장에 개입하여 수출경쟁력을 높이는 대표적 국가로 중국을 지목해 왔기 때문에 위안화 약세는 제한될 전망

<그림 13> 위안/달러 환율과 중국의 美 국채 보유액 <그림 14> '18년 주요국가 대미 무역 흑자 규모



자료 : Bloomberg, Infomax



자료 : 美 상무부

21) 달러/위안 환율이 7위안을 돌파하는 것을 의미하며, 7위안을 넘은 것은 2008.5월이 마지막
 22) 수입하는 제품이 수출국의 보조금 지원을 받아 가격 경쟁력이 높아져 수입국 산업에 피해를 주었다고 판단할 때 수입국이 부과하는 관세
 23) 2017.1월 중국의 美 국채 매도에 대하여 시장에서는 환율 안정화를 목적으로 한 거래로 해석

4. 국내 여건

□ 글로벌 경기 하방 압력 강화로 국내 경기 개선이 당분간 어려울 것으로 예상되며, 시장에서도 금리인하에 대한 기대감이 확산

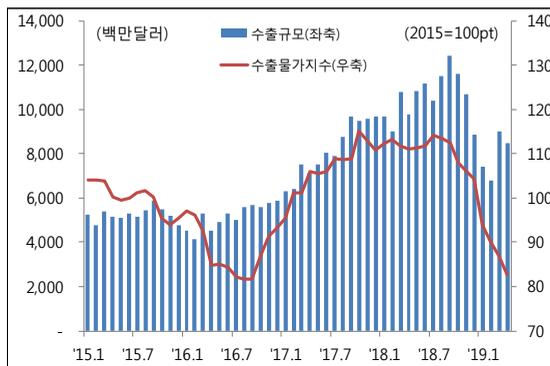
□ 美-中 무역분쟁 장기화 등으로 당분간 한국 경제 개선세를 확인하기 어려울 전망

- 2019년 반도체 가격 급락으로 수출이 급감하였으며, 2분기로 예상되었던 반도체 경기회복이 美-中 무역분쟁 장기화로 지연될 것이라는 전망 확대
- 美-中 무역갈등의 격화로 세계 교역량 감소 및 글로벌 경기 둔화 우려가 점증하고 있어 환율 상승으로 인한 자정작용²⁴⁾을 기대하기 어려울 것으로 판단

○ 국내 수출 부진 및 경기 하방압력이 심화 시 기준금리 인하에 대한 시장의 기대가 확대될 전망

- 6월 한은에서 탄력적 변화를 언급하며 기조 변화 가능성 시사하였으며, 연준이 연내 금리를 인하할 경우 국내금리 인하 가능성 증가
- 국내 경기부진 지속 및 통화정책 경로 등을 감안할 때 연초보다 큰 원화 약세 압력이 작용할 전망

〈그림 15〉 반도체 수출규모 및 수출물가지수



자료 : 한국은행

〈표 2〉 주요기관별 2019년 경제성장률 전망치

기관	발표 시기				
	'18년	'19.1월	'19.3월	'19.4월	'19.5말
OECD	2.8%	-	2.6%	-	2.4%
IMF	2.6%	-	-	2.6%	-
한국은행	2.7%	2.6%	-	2.5%	-
KDI	2.6%	-	-	-	2.4%

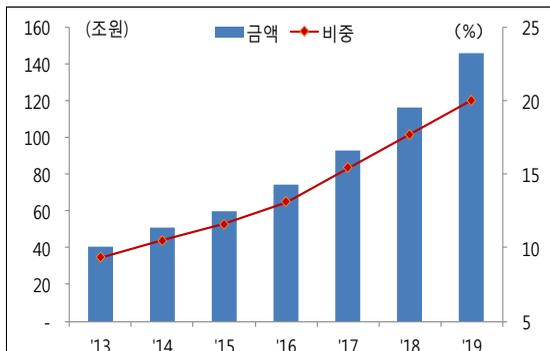
자료 : 각기관 전망보고서

24) 환율이 상승하면 수출경쟁력의 강화로 수출이 증가하고, 이것이 경상수지 증가로 이어져 환율이 하락하는 자정작용이 나타날 것으로 기대되며, 원/달러 환율이 1,200원을 돌파했던 2017년 초, 글로벌 경기 회복 및 반도체 호조로 수출이 증가, 펀더멘털 개선으로 환율 하락

□ 달러 수급 측면에서도 수출 감소에 따른 달러 공급 감소, 해외주식투자 증가 및 외국인 주식 투자자금 유출 등 달러 수요 증가로 원화 약세 압력이 작용할 전망

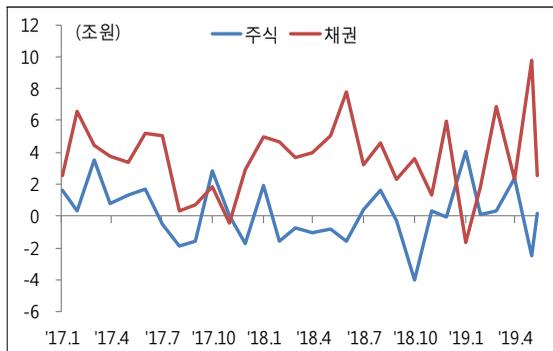
- 수출 감소에 따른 달러 공급 감소로 수급 측면에서의 원화 약세 요인 존재
 - 4월 경상수지가 2012.4월 이후 7년 만에 적자로 전환하였는데, 수출 감소로 인한 상품수지 감소가 경상수지 적자의 가장 큰 원인
 - 수출 감소 지속으로 달러 공급 감소세(수출 업체의 달러 매도 감소)의 지속 예상
 - 다만, 2009년 이후 지속된 경상수지 흑자, 역대 최대 규모의 외환보유액 등 건실한 대외지급능력을 감안할 때 약세 압력은 제한적일 것으로 판단
- 자본유출입 측면에서 살펴보면, 해외주식투자 증가세를 보이는 반면 외국인 주식 투자자금은 유입요인이 적어 원화 약세 요인이 작용할 것으로 판단
 - 해외주식투자는 채권투자²⁵⁾와 달리 환헤지거래를 수반하지 않아 달러에 대한 수요유발 효과가 크며, 최근 해외주식투자 규모와 비중이 증가 추세
 - 국민연금은 2018년부터 완전 환오픈 정책 시행 중이며, 해외주식 규모 및 투자 비중을 2013년 41조원, 9%에서 '19년 146조원 20%로 크게 확대
 - 1월~4월 외국인 주식 투자자금은 약 6.85조원 순유입되었으나 美-中 무역갈등이 재점화된 5월 약 2.5조억원의 순유출을 기록하였고, 당분간 무역갈등 지속으로 외국인 투자자금 증가가 어려울 것으로 예상

〈그림 16〉 국민연금 해외주식 투자 규모 추이



자료 : 국민연금

〈그림 17〉 외국인 국내 증권 투자 추이



자료 : Infomax

25) 외국인 채권 매수는 달러를 원화로 환전해서 이루어지기보다는 1년간 스와프(교환)하는 방식으로 이루어지기 때문에 최근의 외국인의 국내 채권 매수세가 달러 공급에 미치는 영향력은 미미

Ⅲ. 2019년 하반기 주요 환율 전망

□ (달러 인덱스) 하반기에는 美 경제의 상대적 호조 약화, 금리 인하 기대감에 달러 약세 압력이 우세할 전망

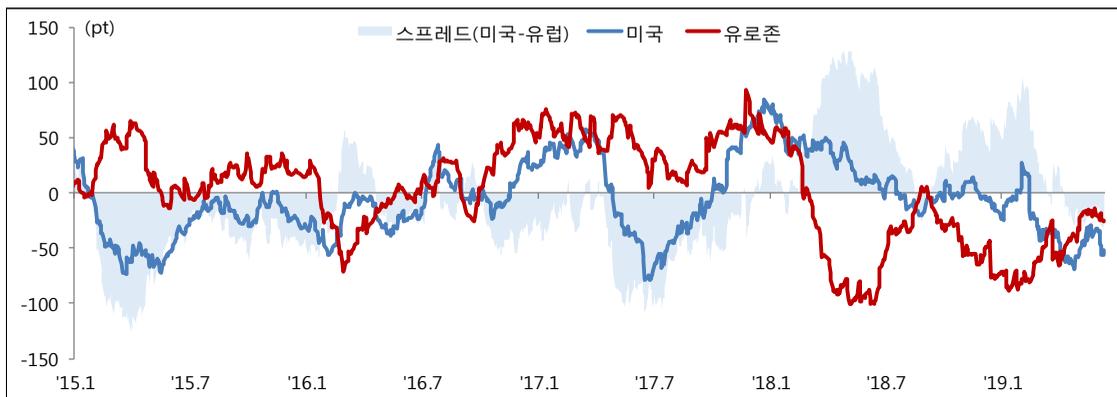
○ 2019년 美 경제의 상대적 호조세가 약화됨에 따라 향후 强달러 흐름은 점진적으로 약화될 전망

- 서베이 지표 부진으로 경기 하방 리스크 우려가 심화되었으며, 美-中 무역분쟁 심화가 이전과 달리 美 경제에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 전망 확대
- 미국 CES 지수²⁶⁾는 2019.2월부터 본격적으로 마이너스(-) 국면으로 진입하여 일부 구간 유로존 CES 지수를 하회하는 등 美 경제의 상대적 강세가 약화

○ 또한 연준의 금리인하에 대한 기대 확대로 달러 약세 압력이 강화될 전망

- 연준이 금리인하를 발표할 경우 2018년 금리 차이로 나타났던 달러 강세의 약화로 달러 인덱스가 하락할 것으로 예상
- 다만, 하반기 ECB의 추가적인 경기부양책 실시가 예상됨에 따라 달러 약세가 부분적으로 제한될 가능성에 유의

〈그림 18〉 Citigroup Economic Surprise Index



자료 : Bloomberg

26) Citigroup Economic Surprise Index로 시장 전문가들의 경제지표에 대한 예상치와 실제 발표된 수치와의 괴리를 수치화한 지표. 경제지표 실제치가 예상을 넘어설 경우 플러스(+), 못 미칠 경우 마이너스(-)로 표시

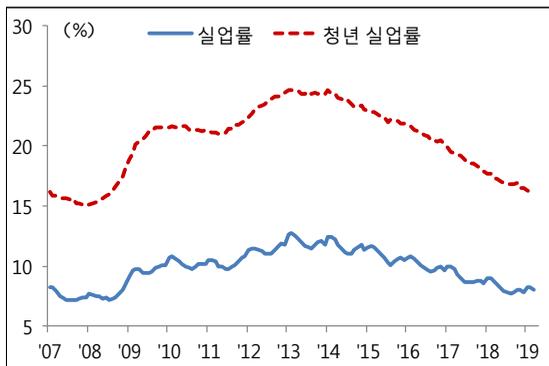
□ (달러/유로 환율) 유로화는 유로존 경기둔화, ECB의 더욱 완화적인 통화정책 기초 등으로 약세 압력이 계속되겠으나, 달러 약세 흐름으로 반등할 전망

- 제조업 위축, ECB의 더욱 완화적인 통화정책 기초, 그리고 정치적 불확실성에 유로화가 약세 압력을 받을 전망
 - 美-中 무역분쟁 격화로 수출의존도가 높은 유로존 제조업 PMI가 하락하였으며, 경기부양을 위해 ECB가 더욱 완화적인 통화정책을 발표할 것이라는 기대 확대
 - 또한, 정치적 불확실성 역시 유로화 약세 요인
- 그러나 달러 약세 흐름의 영향으로 달러/유로 환율은 연말에 연초 수준을 회복할 것으로 예상

□ (엔/달러 환율) 글로벌 무역분쟁 등에 따른 안전자산 선호심리로 강세 예상되나, BOJ의 완화적 통화정책 등 엔화 약세 압력이 환율 하단을 제한할 전망

- 美-中 무역분쟁, 유로존 정치 리스크, 美-이란 갈등 등 정치·경제적 리스크의 지속으로 엔화 강세(환율 하락) 압력이 지속될 전망
- 그러나 악화된 경기 전망, BOJ의 통화정책 입장 유지 등 엔화 약세 요인으로 환율 하단은 제한될 것으로 예상

<그림 19> 유로존 실업률 추이



자료 : Thomson Reuters

<그림 20> 유로존 PMI 지수 추이



자료 : Infomax

□ (원/달러 환율) 하반기 달러 약세 흐름 등 대외 요인의 영향을 더 크게 받아 원/달러 환율이 점진적으로 하락하겠으나, 국내 경기 부진 및 수급상 원화 약세 요인이 상존하여 연초보다 높은 수준에서 하단이 제한될 전망

- 하반기 달러 약세 흐름에 원/달러 환율도 점진적으로 하락할 전망
 - 美-中 무역분쟁으로 인한 美 경제 둔화 우려 및 경기 하방 압력이 증가하였고 美 금리인하 기대로 달러 약세 압력이 강화
- 그러나 연초 대비 악화된 국내 여건이 달러 약세에 의한 상대적인 원화가치 상승을 제한할 전망
 - 성장률 둔화, 수출 감소세 및 외환수급 상황 악화 등으로 환율이 연초 수준까지 하락하기는 어려울 전망
- 한편, 美-中 간 갈등 격화 시 위안/달러 환율 상승에 연동하여 원/달러 환율이 상승할 가능성에 유의할 필요

□ (원/엔 환율) 안전자산 선호심리로 엔화 강세가 유지되는 가운데 달러 약세에 의한 원화 가치의 상대적 강세에 조정을 받을 전망

- 주요국 무역분쟁, 유로존 정치 리스크 등에 따른 안전자산 선호심리로 엔화 강세가 유지될 것으로 예상
- 다만, 달러 약세에 의한 가치 상승이 엔화 대비 높을 것으로 예상되어 원/엔 환율은 소폭 하향조정될 전망

〈표 3〉 '19년 주요 환율 전망(평균)

구분	1분기	2분기				3분기	4분기
		4월	5월	6월	평균		
달러/유로 환율	1.136	1.123	1.118	1.125	1.122	1.130	1.140
엔/달러 환율	110.1	111.4	110.0	108.4	110.1	108.0	107.5
원/달러 환율	1,126	1,143	1,185	1,178	1,168	1,160	1,150
원/100엔 환율	1,021	1,023	1,076	1,087	1,061	1,074	1,070

주 : 6월은 예상치, 3-4분기는 전망치
 자료 : 산업은행