

전승지

FX Analyst

sj1208.jeon@samsung.com

FX ANALYTICS

리플레이션과 달러

금융 위기 : 신중한 정책 대응과 정책의 디커플링

- 미 연준, 신중하고 완만한 QE
- 정부 재정정책과 중앙은행 통화정책의 디커플링
- 시차를 두고 가속화된 ECB와 BOJ의 QE
- 신흥국과 신흥 통화의 빠른 회복
- '09년 3월~'11년 7월, 완만한 전방위 약달러 흐름

코로나19 : 압축 대응과 확대된 정책 기대

- 정부와 중앙은행의 압축된 선제 대응
- 구조적 저물가와 '평균 물가 목표제' 공식화
- 기축 통화의 마이너스 실질 금리의 시대 도래
- 도전적인 신흥국의 여건

코로나19 이후의 외환시장 : 정책과 시장의 줄다리기

- 미달러의 마이너스 실질 금리는 약달러 우호적 환경 조성
- 실질 금리의 관리, 미 연준이 용인하는 미 10년 국채금리 수준에 주목
- 약달러 속도 조절과 변동성
- 통화별 차별화 심화

'정상'으로의 복귀와 외환시장

- 올해 약달러는 선진 통화 중심으로 진행, '정상' 복귀 가시화 시 신흥 통화에 약달러 모멘텀 집중될 듯
- 신흥 통화, 도전적 환경 속 각국 재정 여력과 정부 신뢰도에 차별화 예상
- 선진 통화는 모멘텀 약화와 ECB와 BOJ의 완화적 스탠스 강화 등에 변동성 예상

**공포에서 벗어나
금융시장, 정책에 대한
기대 최고조**

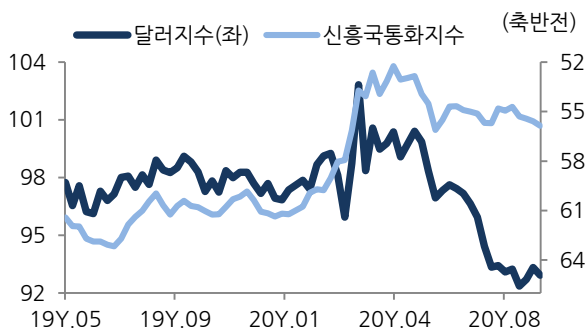
팬데믹이라는 위기가 여전히 진행 중에 있지만 적어도 금융시장은 공포에서 벗어난 모습이다. 정부와 중앙은행의 빠르고, 강력한 대응은 금융 부문의 회복과 신용 리스크 전이를 차단했다. 정책에 대한 기대는 최고조에 달해 있다. 미 연준의 ‘(유연한)평균 물가 목표제(FAIT)’의 공식화는 기축통화인 달러화의 저금리와 약달러, 자산 가격 전반의 상승 기대도 자극했다.

**위기와 동반되는
리플레이션 환경**

리플레이션(reflation)은 경제가 디플레이션에 가지 않고, ‘적당한’ 인플레이션이 유도되는 환경이다. 대부분의 위기 이후에는 실업증가와 함께 디플레 우려가 생기고 리플레이션 정책이 동반된다.

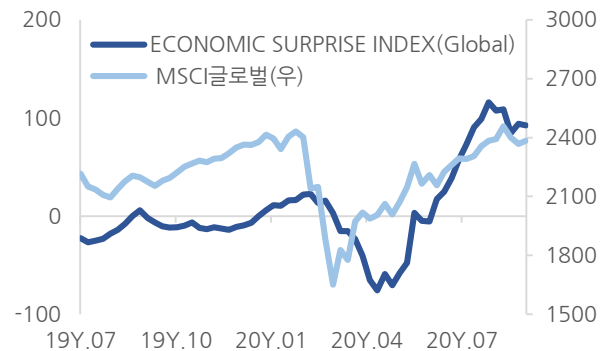
다음을 통해 직전 위기인 금융위기와 이번 팬데믹 위기의 리플레이션 환경의 특징을 비교해 보고, 중기적 외환시장의 흐름을 가능해 보고자 한다.

차트 1. 달러지수와 신흥국통화지수



출처 : Bloomberg

차트 2. MSCI 글로벌 주가지수와 ESI



출처 : Bloomberg

▶ 금융위기 : 신중한 대응과 정책의 디커플링

금융위기 이후의 리플레이션 환경은 조심스러운 정책 대응으로 정리해 볼 수 있겠다. 미국 주택시장 버블에 기인한 금융 부문의 위기였던 만큼 정책 당국은 버블이 재발하지 않도록 대응했다.

**미 연준, 신중하고 완만한
QE**

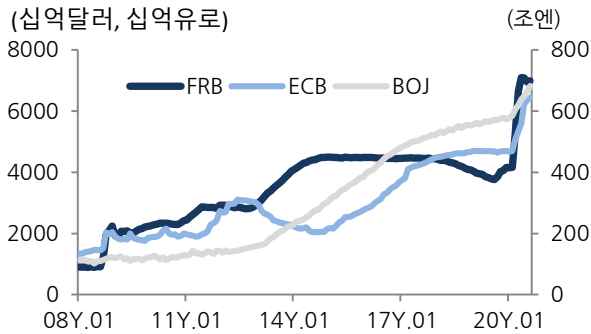
① **미 연준, 신중하고 완만한 QE** 금융위기 발발 초기 미 연준은 리먼 사태 발생과 함께 '08 년 연말까지 기준금리를 2%에서 0.25% 인하하며 신용경색을 차단했다. 부실자산 매입을 위해 'TARP' 등을 가동하기도 했으나 상당수의 기업은 도산했고, 연준의 대응은 조심스러웠다. 연준은 '09 년 3 월 QE1 을 시작으로 '14 년 QE3 를 마감하기까지 6 년여 기간 동안 자산을 \$3.6 조 가량 늘렸다. 정부와 금융시장의 여건에 후행적으로 대응했다고 볼 수 있다.

**정부와 중앙은행 정책
대응 디커플링, 상호
보완적**

② **정부와 중앙은행의 디커플링** 금융위기 진화를 위해 미국 정부의 지출 확대로 미국 재정적자는 '07 년 1.1%에서 '09 년 9.7%(GDP 대비)로 확대됐다. 하지만 이후 재정 건전화로 인해 긴축하면서 재정적자는 축소됐고, 가계의 디레버리징도 진행됐다. 미 연준의 QE 는 미국의 재정 긴축과 함께

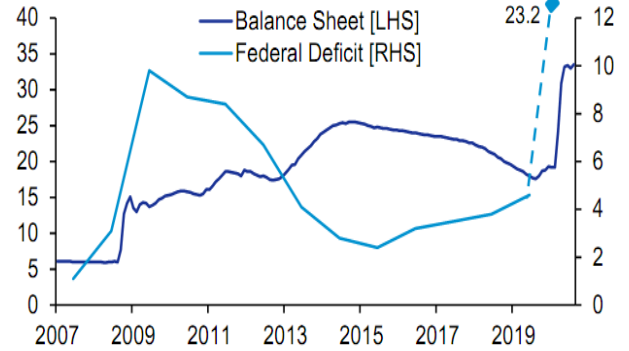
확대됐는데 이는 재정 긴축에 따른 금융 및 경제 영향을 희석시키기 위한 대응으로 볼 수 있다.

차트 3. FRB, ECB, BOJ의 Balance Sheet



출처 : Bloomberg

차트 4. 미국 재정적자와 미 연준 B/S



출처 : Deutch Bank 보고서 발취

유로존과 일본, 시차를 두고 QE 가속화

③ **유로존과 일본, 시차를 두고 가속화된 QE** 금융위기와 함께 ECB 와 BOJ 도 QE 에 동참했지만 가속화된 것은 ECB 는 유로존 재정 위기 이후 긴축 재정 속 저물가 압력이 심화된 '14 년, BOJ 는 대지진 이후 아베노믹스가 본격화된 '12 년 이후이다. ECB 는 '14 년 6 월, BOJ 는 '16 년 1 월 마이너스 금리를 채택하였다.

신흥국과 신흥 통화의 빠른 회복

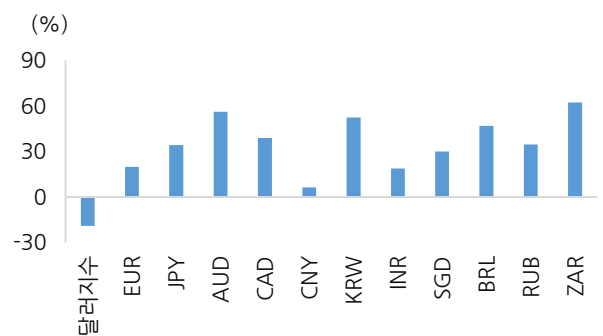
④ **신흥국의 빠른 회복** 금융위기가 말그대로 '금융' 부분의 위기였던 만큼 미 연준의 신용경색 진화와 함께 신흥국 금융시장은 빠르게 회복했다. 외환시장도 위기에 따른 환율 상승이 제한적이었고, 그 되돌림도 빠르게 나타났다. 특히 금융위기에 중국이 공격적으로 경기 부양책을 펼치면서 호주와 한국 경제는 빠르게 회복했고, 신속하게 금리인상 기조로 전환하기도 했다.

차트 5. 달러지수와 신흥통화지수(금융위기)



출처 : Bloomberg

차트 6. 통화 절상률('09 년 3 월~'11 년 7 월)



출처 : Refinitiv

'09 년 3 월~'11 년 7 월의 외환시장 상황 : 강달러의 완만한 되돌림

금융위기 이후 외환시장의 흐름은 일방향적 강달러의 완만한 되돌림이 나타났다(변동성이 정점에 이르렀던 '09 년 3 월~미국이 본격 성장 궤도에 오르고 달러화가 중장기 강세 전환한 '11 년 7 월). 이 기간 동안 달러지수는 20% 가량 하락했다. 유로화는 그리스 구제 금융 등 재정 부실 이슈가 부각돼 강세가 제한됐고, 엔화는 안전통화 인식으로 35% 가량 상승했다. 특히 금융위기 이후 중국의 적극적 경기 부양에 호주와 한국이 수혜를 입으며 호주달러와 원화 모두 50% 이상의 절상을

기록했다. 위안화는 금융위기 기간 동안 페그제로 회귀했고, 이후 약달러를 반영해 6% 가량 절상됐다. 브라질 헤알, 러시아 루블, 남아공 랜드는 35%~63% 수준의 절상을 기록했는데 신흥 통화의 높은 변동성과 금융위기 당시 급락 폭을 고려하면 재빠른 정상화로 해석된다. 이는 금융위기에 따른 신흥국 실물 경제 영향이 제한적이었던 반면 중국발 낙수 효과가 컸던 영향으로 볼 수 있다.

▶ **코로나 19: 압축 대응과 확대된 정책 기대**

팬데믹 발발 초기 압축적인 정부와 중앙은행 대응은 정책에 대한 기대를 한껏 올려 놓은 반면 실물 경기를 둘러싼 여건들은 금융 위기 당시보다 더 도전적이다.

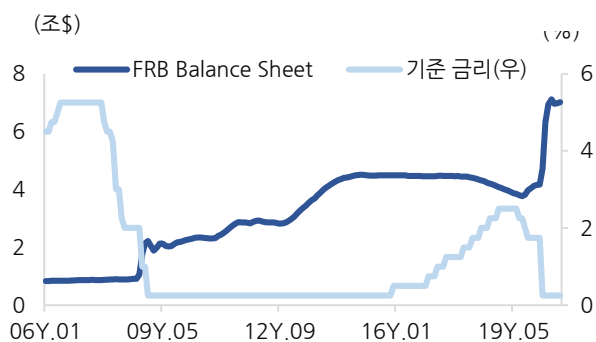
신속하고, 강력했던
정부와 중앙은행의 선제
대응

① **압축적 대응** 코로나 19 발발과 함께 중앙은행과 정부는 신속하고, 강력하게 대응했다. 미 연준은 기준금리를 한달만에 1.5~1.75%에서 0~0.25%로 150bp 인하했고, 연준의 Balance Sheet 은 약 7 개월 동안 \$2.9 조원 가량 증가했다. 이 밖에도 통화스왑 확대, '프라이머리 마켓 기업 신용 기구(PMCCF)' 등 여러 기구들을 신설해 맞춤형 유동성 공급도 약속했다. 정부도 미국 의회예산국(CBO) 전망에 따르면 올해 재정적자를 '19년 4.6%에서 16%로 확대하며 공격적인 정부지출이 진행 중에 있다.

구조적 저물가와 미
연준의 '평균 물가 목표제'
공식화

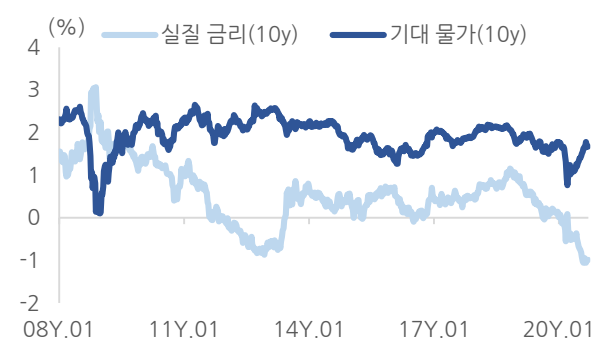
② **구조적 저물가와 'FAIT'의 도입** 미 연준이 '평균 물가 목표제(FAIT)'를 도입하며 중앙은행의 역할 변화를 공식화하였다. 중앙은행의 두가지 목표, '고용'와 '물가' 중 '고용'에 더 무게가 실리게 된 것이다. 이는 금융위기 이후 실업을 하락에도 낮은 수준을 유지하는 구조적 저물가 때문인데 고령화와 산업 구조 변화, 낮아진 유가, 자동화, 온라인 소비 증가 등이 배경으로 자리 잡고 있다.

차트 7. 미 연준 기준금리와 Balance Sheet



출처 : Bloomberg

차트 8. 미국 실질금리와 기대 물가(10y)



출처 : Bloomberg

마이너스 실질 금리
장기화 기대

③ **마이너스 실질 금리의 시대** '실질 금리 = 명목금리 - 기대 물가'이다. 팬데믹과 미 연준의 자산 매입 등에 명목금리(시장 금리)는 장단기 모두 실효 하한 수준으로 하락한 가운데, 정책과 회복 기대는 기대 물가를 끌어 올리며 실질 금리가 마이너스 수준으로 하락했다.

실물 위기와 소진된 재정
여력, 비우호적 대외 여건
속 도전적 신흥국 여건

④ **도전적인 신흥국의 여건** 금융위기가 ‘금융’의 문제였다면 코로나 19 는 ‘실물’과 ‘보건’의 문제인 만큼 신흥국에 더 취약하다. 또한 금융위기 이후 지난 10 년간 불리해진 대외 환경(산업 구조 변화, 원자재 가격 하락 등) 속에서 많은 신흥국들은 부채를 늘리면서 경기를 지탱해왔기 때문에 재정적 여유가 크지 않다. 지속될 자국 우선 주의 속 선진국 경기 회복의 제한된 낙수 효과와 정부 역할 기대가 커지는 가운데 신흥국의 정치 불확실성은 신흥국에게 더 도전적인 환경이다.

▶ **팬데믹 이후의 외환시장 : 정책 당국과 시장의 줄다리기**

리플레이션 환경은 약달러 우호적 환경을 유지시키겠지만 고조돼 있는 정책 신뢰가 변동성을 촉발할 것으로 예상된다. ‘실질 금리’를 얼마나 낮고, 길게 유지할 것인가에 대해 정책 당국과 시장의 줄다리기가 지속될 것이라는 판단이다.

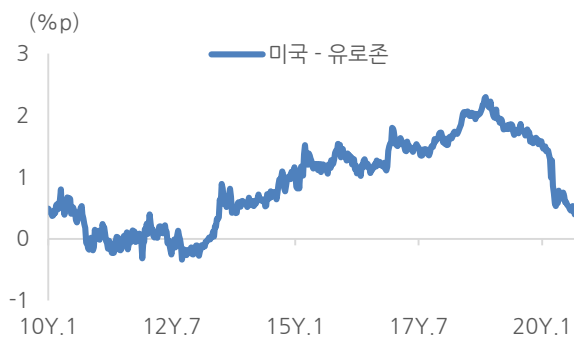
마이너스 실질 금리,
달러화의 상대적 매력
약화와 조달 수요 증가로
약달러 우호적

① **마이너스 실질금리와 약달러** 미국의 10 년 실질금리는 ‘0.69%(10 년 국채금리) - 1.667%(10 년 Tips 금리에 반영된 기대 물가) = -0.97%’를 기록 중이다. 이를 기계적으로 해석하면 향후 10 년간 미국 실질금리가 마이너스 수준을 나타낸다는 것이다. 기축 통화인 달러화의 실질 금리가 상당기간 마이너스 수준을 유지할 것이라는 것은 달러화의 상대적 매력 약화와 조달 비용 하락에 따른 조달 확대로 연결되며 약달러 압력을 키울 수 있다.

미국 시장 금리 상승에
대응하는 연준 태도 주시

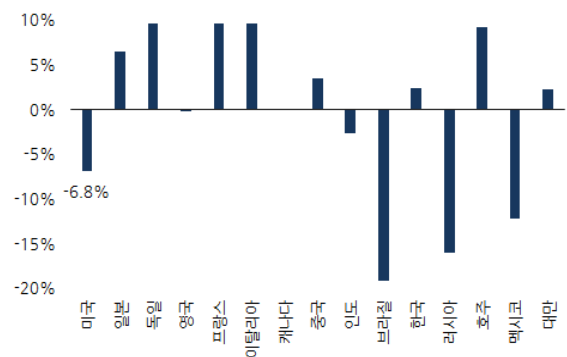
② **‘실질 금리’의 관리** 실질 금리는 명목 금리는 중앙은행이, 기대 물가는 정부가 관리의 중심 주체가 될 것이다. 정부 경기 부양의 강도가 성장과 기대 물가를 조절할 수 있고, 이로 인해 시장 금리가 상승했을 때 중앙은행이 어느 수준에서 시장 금리 상승을 억제하는지가 관건이다. 시장에서는 연준이 적절하게 판단하는 10 년 국채 금리 수준에 주목할 것이며, 이의 상승은 약달러 속도 조절로 연결될 수 있다.

차트 9. 미국과 유로존의 실질금리 스프레드 추이



출처 : Bloomberg

차트 10. 팬데믹 이후 통화 절상률(2/19~)



출처 : Bloomberg

높아진 정책 기대와
모멘텀 약화, 연준과
정부의 불확실성으로
달러화 변동성 확대

③ **약달러 속도 조절과 변동성** 압축된 정책 대응과 높아져 있는 정책 기대는 정부와 연준의 정책 대응을 확인해 가면서 속도 조절과 변동성 확대가 예상된다. 파월 의장이 9 월 FOMC 를 통해 밝혔듯이, 미국 재정 패키지 관련해서 확실한 것은 없다. 11 월 미 대선 결과에 따라 정부 정책 강도와 방향성이 달라질 수 있다. 트럼프 대통령의 감세와 복지 축소 전략이 연준의 경기 부양적 완화 정책 기간을 더 연장시킬 가능성이

높다. 또한 연준의 '유연한' 평균 물가 목표제 또한 그 수준과 기간 등이 모두 불확실하다.

차별화 심화

④**차별화 심화** 코로나 19 에 따른 실물 경기 훼손 정도의 차별성과 상이한 정책 여력, 자국 우선주의 심화와 산업 구조 변화 속 비우호적인 거시 경제 여건은 약달러에 대한 통화별 온도차를 키울 것으로 예상된다. 구조적 저물가와 약달러로 신흥국도 완화적 통화정책 기조를 유지하는 가운데 정치가 안정돼 있고, 재정 여력이 있는 통화들의 강세가 예상된다.

▶ **'정상'으로의 복귀와 외환시장**

중장기 강달러 마무리,
올해 약달러는 선진 통화
중심

코로나 19 와 함께 미달러는 중장기 강달러 추세를 마무리 했다. '미국 예외주의의 퇴장(미국의 상대적 고성장과 고금리 환경)'과 '리플레이션 환경'이 주요한 배경으로 자리잡고 있다. 다만 **올해 약달러는 주요 통화 중심으로 진행됐고, 상당수의 신흥 통화들은 부진한 흐름이 지속되고 있다.**

'정상'으로의 복귀
가시화는 신흥 통화
중심의 약달러 모멘텀이
될 것

내년 금융시장이 가장 주목할 것은 '정상'으로의 복귀 가시화이다. 100년 전 스페인 독감 소멸에 2년 정도 시간이 걸렸던 것을 감안하면 내년 중반 이후에는 이를 기대해 볼 수 있을 것이다. 이는 **약달러 모멘텀을 강화시킬 것으로 보여지는데 이는 올해 부진했던 신흥 통화 중심으로 진행될 가능성이 높다.** 선진 통화들은 정책 모멘텀 약화와 미국의 장기 금리 상승 압력 속 연준 정책 불확실성, ECB 와 BOJ 의 추가 완화 가능성 등에 수혜는 제한적일 것이다.

신흥 통화 각국 재정
여력과 정부 신뢰도에
차별화

정상'으로의 복귀가 신흥 통화에도 온기를 전하겠지만 글로벌 외환시장은 차별화가 지속될 것이다. 자국 우선주의 속 선진국 경기 부양의 낙수 효과 축소와 더딘 글로벌 교역 회복세가 비우호적 대외 여건으로 자리잡고 있는 가운데 외환시장은 각국 재정 여력과 정부의 신뢰도에 주목할 것이다.