

미 금리인상후 신흥국 환율의 변동요인 및 전망

2016. 4. 12

선임연구위원 이승호



목 차

검토배경

최근 신흥국 환율 동향

신흥국 환율의 변동요인 분석

신흥국 환율 전망

❖ 미 정책금리의 인상 가능성이 제기된 이후 미달러화 강세 및 신흥국 통화의 약세가 빠르게 진행되었으나 최근에는 달러화가 다시 약세로 반전

- 엘렌 미연준 의장은 2014년 3월 19일 FOMC 회의 이후 가진 기자회견을 통해 QE 종료후 6개월 이내에 미 정책금리의 인상 가능성을 처음 언급
- 이후 미 금리인상 기대로 미달러화가 강세를 보인 반면 유로화 등 선진국 통화와 대다수 신흥국 통화가 큰 폭의 약세를 시현하며 환율전쟁을 촉발
- 다만, 작년 12월 7년만에 미 금리인상이 단행된 이후에는 달러화가 약세로 반전

❖ 과거 경험에 비추어 볼 때 미 정책금리 인상 이후 신흥국으로부터의 자본유출 등으로 신흥국 경제에 어려움이 가중

- 이는 환차익 및 투자수익률 제고를 겨냥하여 국제자본이 신흥국으로부터 유출되거나 sudden stop이 발생하면서 신흥국의 외화유동성 부족현상이 초래된 데 기인
- 또한 신흥국 통화의 약세는 유입외자에 대한 상환부담을 가중시키고 기업에 대한 신용위축을 동반하면서 위기가능성을 증폭

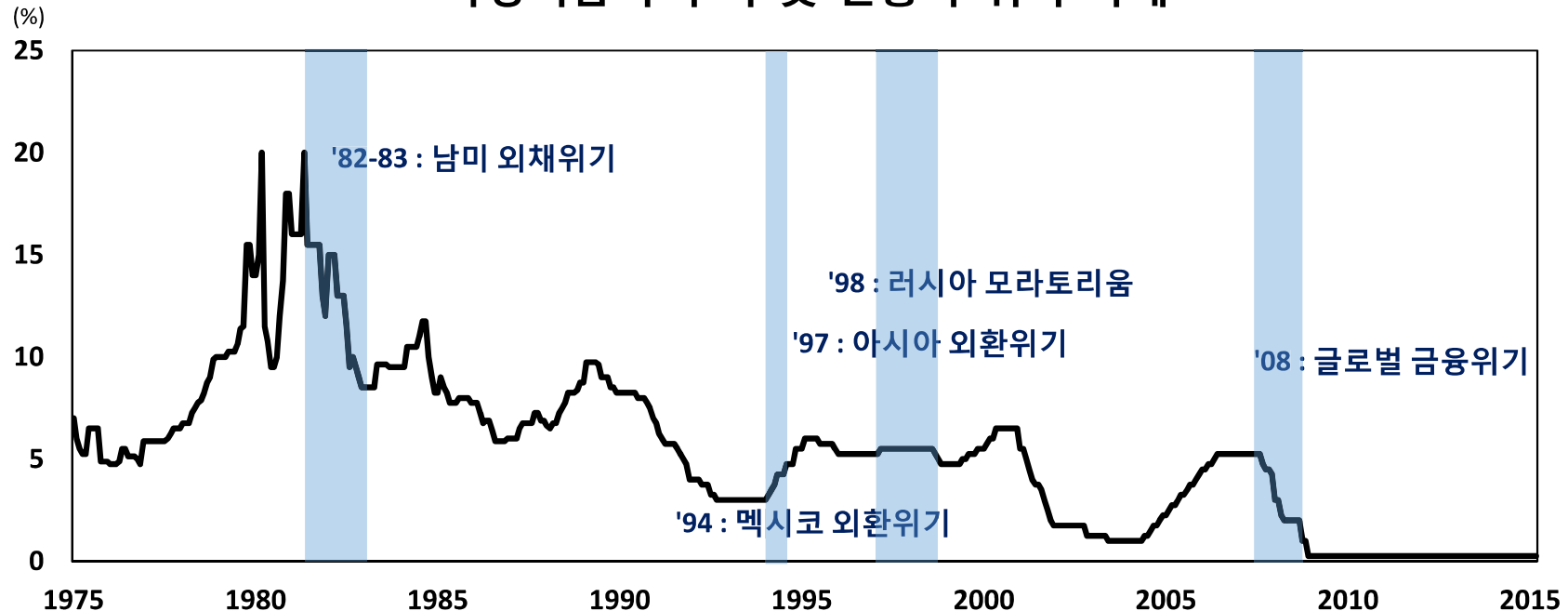
❖ 향후 미달러화 및 신흥국 환율 방향에 대한 분석 필요성

<참고> 미금리인상과 글로벌 위기 사례

❖ 실제 미 정책금리의 인상시기를 전후하여 신흥국에서 위기가 빈번히 발생

- 남미 외채위기(1982-83) : 미 금리인상에 따른 국제금리 인상으로 남미국가의 외채상환부담이 가중되면서 외채위기가 발생
- 멕시코(1994) 및 아시아 외환위기(1997) : 미 금리인상 이후 엔화의 절하 등으로 아시아 국가의 경상수지가 악화되면서 위기가 확산
- 글로벌 금융위기(2008) : 미 금리인상 및 서브프라임 모기지 사태의 여파에 따른 금융기관 부실화로 글로벌 금융위기 발생

미정책금리 추이 및 신흥국 위기 사례



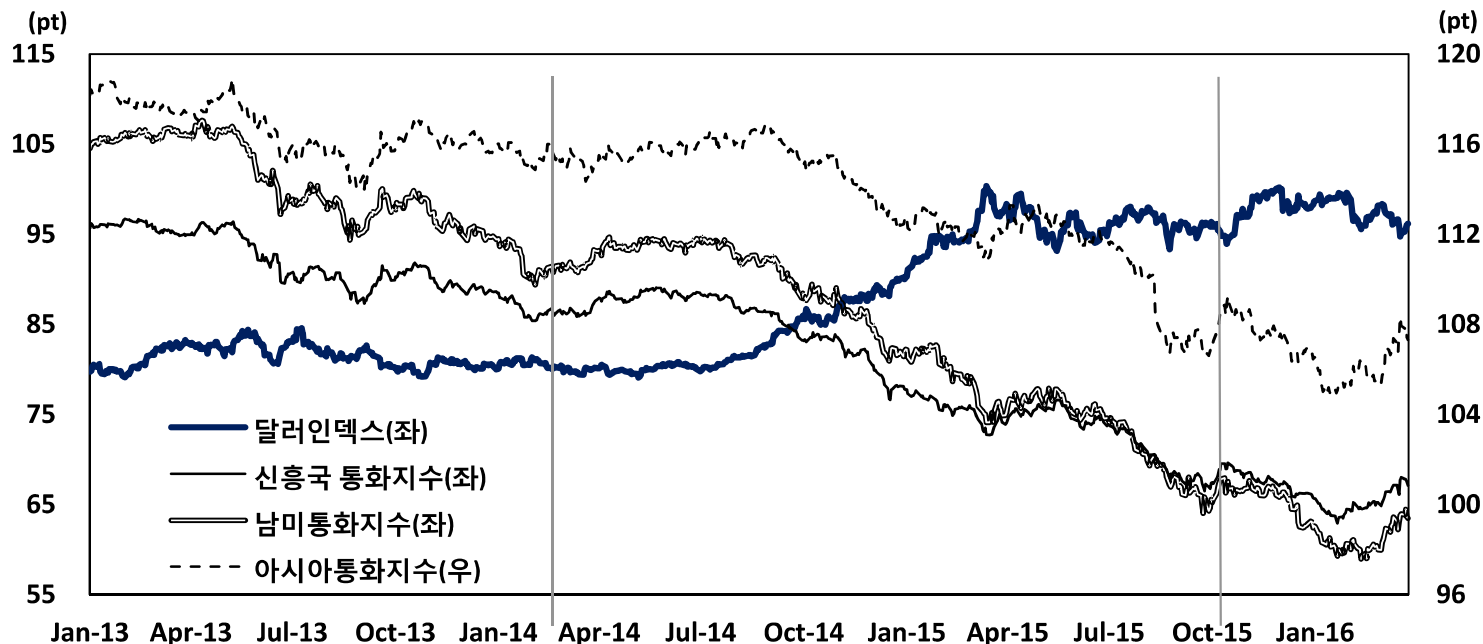
자료 : Bloomberg

신흥국 환율 동향 [1]

❖ 미연준의 금리인상 가능성이 제기된 이후 대부분의 신흥국 환율이 상승하였으나, 실제 미 금리 인상이 시행된 이후에는 신흥국 통화가 대체로 강세로 반전

- 미달러화지수는 2014.3월~2015.11월말 25.1% 상승한 반면 신흥국 통화지수는 같은 기간중 22.1% 절하
- 미 금리인상이 시행된(2015.12.16일)이후부터 2016.3월말까지 미달러화지수는 3.1% 하락(절하)된 반면, 신흥국 통화는 3.2% 절상

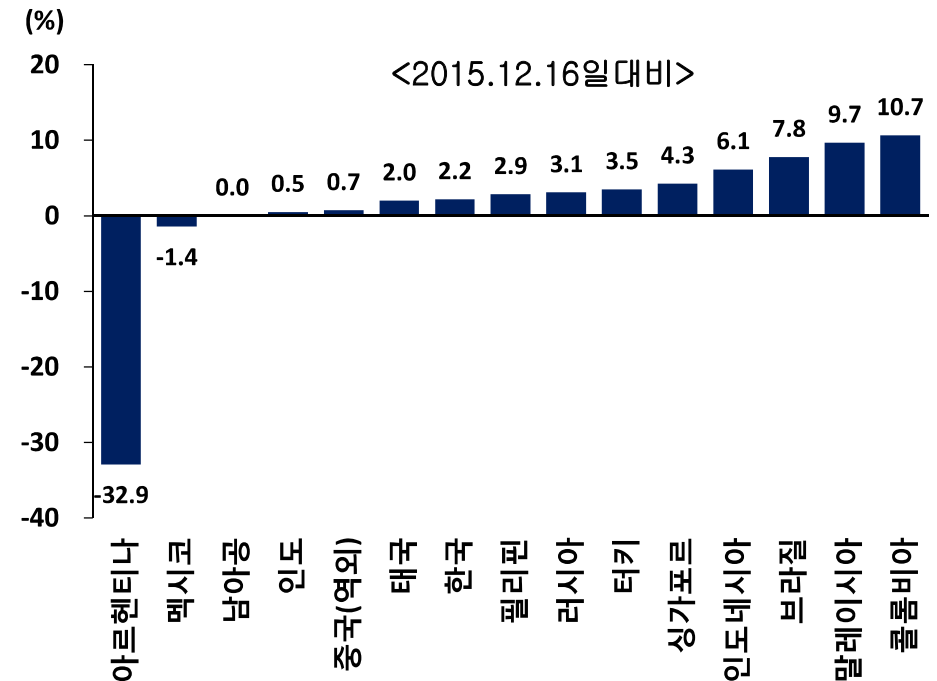
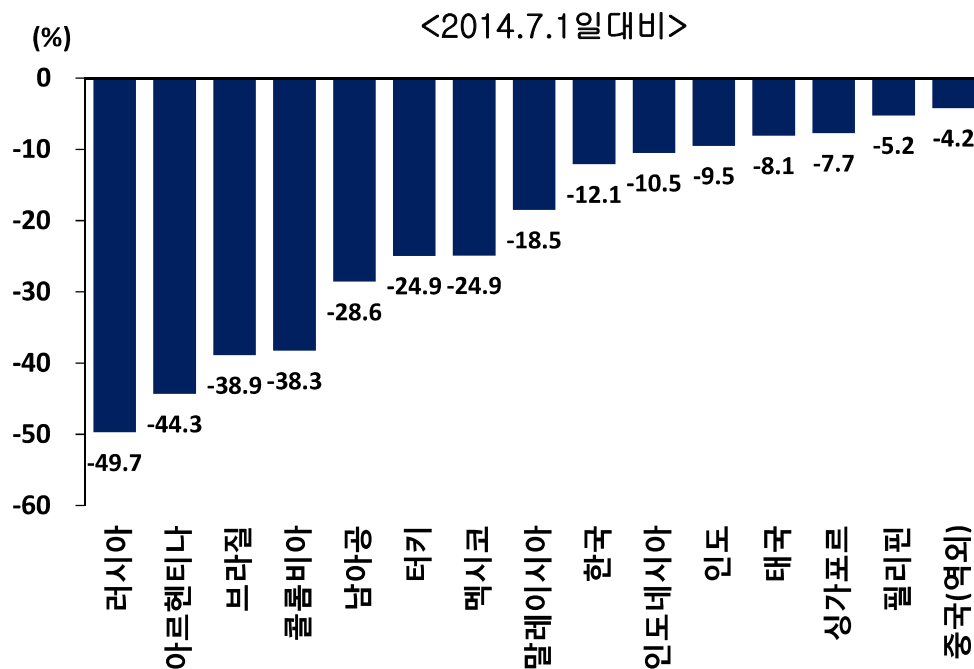
미달러화지수 및 신흥국통화지수



신흥국 환율 동향 [2]

- ❖ 국별로 보면 미달러화 강세시 대부분 신흥국 통화가 절하되었으나, 금리인상후에는 아르헨티나 등을 제외한 남미 및 아시아 신흥국 통화가 절상
 - 미금리인상과 함께 유가반등이 시작된 2016년 2월 이후 신흥국 통화의 절상이 가속화
 - 원/달러환율의 경우 최고점(2016.2.25일 1,238.7)에서 최근(3.30일) 1,151.1로 하락(7.6% 절상)

주요 신흥국의 명목환율 절상·절하율
<2016.3.30일기준>

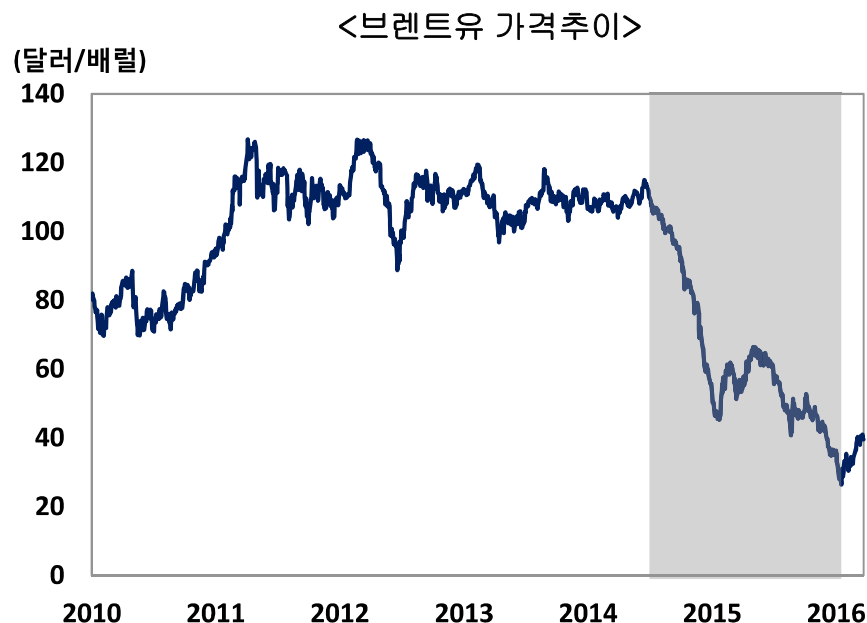
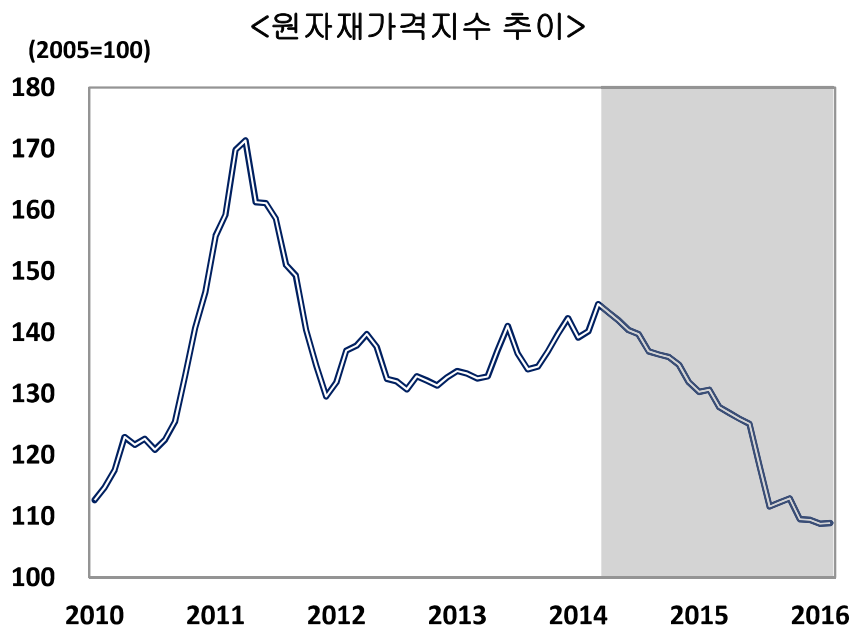


신흥국 환율 동향 [3]

❖ 작년 12월까지 신흥국 통화의 약세는 미달러화 강세 영향에 따른 국제원자재 가격 하락과 밀접한 움직임

- 국제원자재 가격은 2014년 3월~2015년 11월중 24.3% 하락하면서 신흥국 통화의 약세요인으로 작용
- 국제유가의 경우에는 같은 기간중 61.4% 하락(브렌트유기준)하였으나 2016년 2월부터 반등하여 3월말까지 18.2% 상승

국제 원자재 가격 추이

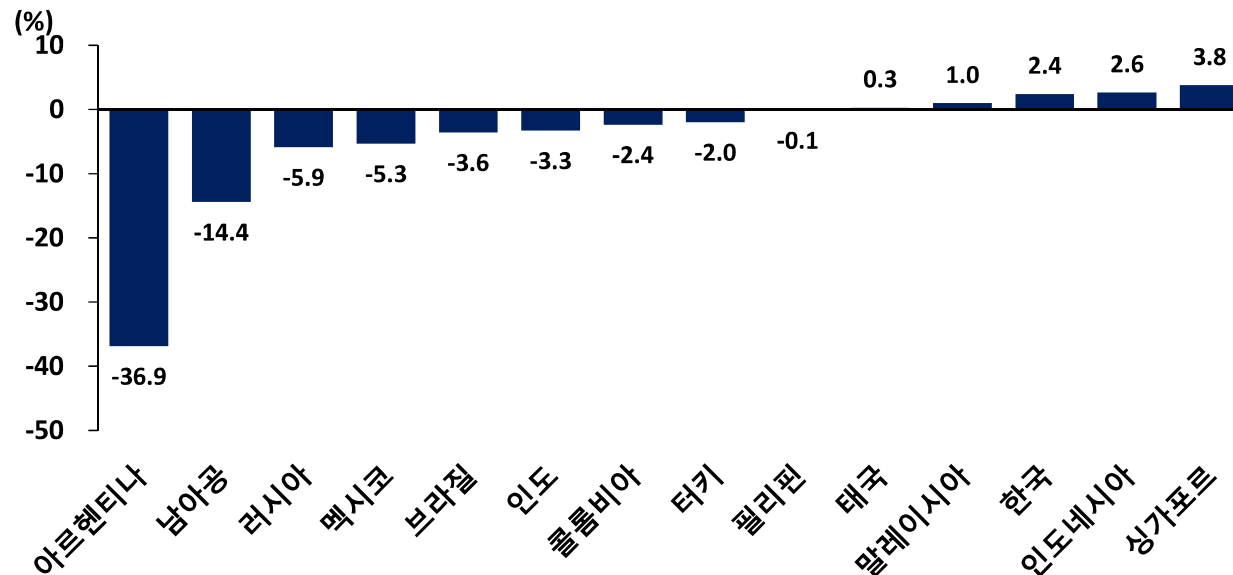


신흥국 환율 동향 [4]

❖ 중국 위안화 환율의 평가절하도 신흥국 통화에 악세 압력을 가중

- 이는 중국과 신흥국 경제의 실물 및 금융 연계성이 증가하는 가운데 글로벌 경기부진 영향이 전체 신흥국에 동시에 나타나고 있는데 기인
- 중국의 평가절하(2015.8.11일) 이후 2016년 3월까지 남아공(-14.4%), 러시아(-5.9%), 브라질(-3.6%)등 대중 수출비중이 큰 신흥국 통화가 큰 폭 절하
- 다만, 위안화는 작년 8월 평가절하 이후 2016.1.8일까지 4.4% 절하(6.3878→6.6831)된 이후 3월말에는 달러당 6.4766 수준 회복

위안화 절하이후 신흥국 통화의 절상·절하율

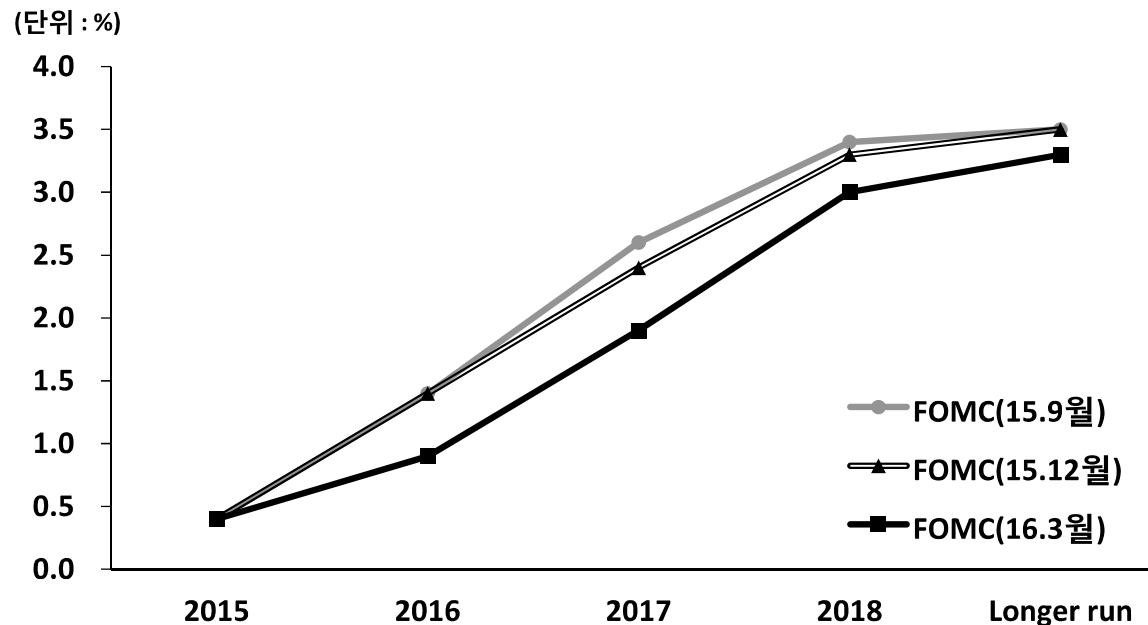


주 : 2015년 8월 11일(중국 위안화 평가절하일)~2016년 3월 30일 기준
자료 : Bloomberg

[1] 미 금리인상 속도 및 폭

- ❖ 향후 미 금리인상 속도 및 폭이 예상보다 클 경우 미달러화 강세 지속, 신흥국의 자본유출 확대, 원자재가격 회복 지연 등으로 신흥국 통화의 약세요인으로 작용
- ❖ 그러나 최근 발표된 FOMC SEP(Summary of Economic Projections)결과에 따르면 미 정책금리 인상은 점진적인 형태로 진행될 것으로 예상
 - '15년 12월 미연준의 예측결과 '16년중 금리인상은 평균 1.4%로 예측하였으나, '16년 3월 예측에서는 평균 0.9%로 하향 조정

미연준 정책금리 경로 전망



주 : FOMC회의 정책금리 예측 중앙값(median)
자료 : 금융감독원

[1] 미 금리인상 속도 및 폭

- 이는 과거 90년대 이후 세 차례의 미 금리인상 시기와 비교하여서도 금리인상 개시 후 약 1년간 실제 금리 상승폭에 비해 완만한 예상수준임
 - '94.2.3 ~ '95.2.1 : 3.00 → 6.00 (+300bp)
 - '99.6.29 ~ '00.5.16 : 4.75 → 6.50 (+175bp)
 - '04.6.29 ~ '06.6.29 : 1.00 → 5.25 (+425bp)
- 또한 '16년 3월 FOMC 참가자들의 정책금리 예상범위(range; lowest to highest)에 있어서도 2017년까지 3%를, 2018년에도 4%를 넘지 않는 수준으로 전망

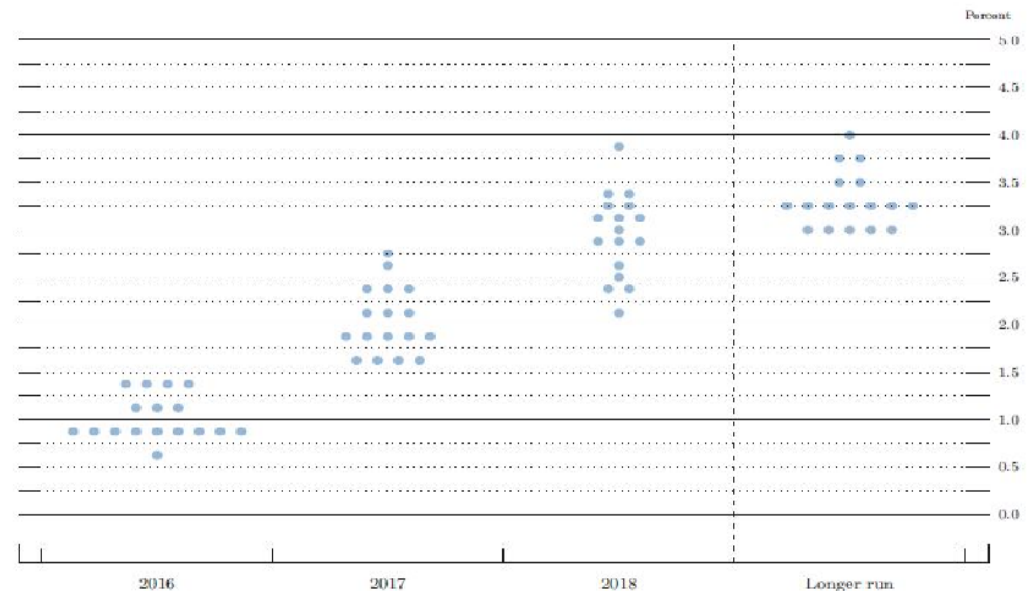
미 정책금리 인상예측 범위

(단위 : %)

	예측시기	
	2015년12월	2016년3월
2016	0.9-2.1	0.6-1.4
2017	1.9-3.4	1.6-2.8
2018	2.1-3.9	2.1-3.9
Longer run	3.0-4.0	3.0-4.0

자료 : FRB

미 정책금리 인상 점도표



주 : 2016. 3월 FOMC SEP(Summary of Economic Projections)

자료 : FRB

[2] 미달러화 강세지속 여부

❖ 미 금리인상 시행 이후 미달러화의 강세가 지속될 지 여부는 불투명

- 과거 1990년대 이후 세 차례 금리인상시의 경우 미달러화 강세가 지속된 경우는 한번에 불과하였으며 두 번은 미달러화가 약세로 반전
 - 1994년 인상시 : 금리인상전 소폭 강세, 인상 이후 약세 반전
 - 1999년 인상시 : 금리인상 이전 및 이후 기간 모두 강세 유지
 - 2004년 인상시 : 금리인상 직전에만 강세를 보인 이후 약세 반전
 - 2015년 이상 이후 : 금리인상 직전 큰 폭 강세 후 약세 전환

과거 미 금리인상 전후 미달러화 변동률

(단위 : %)

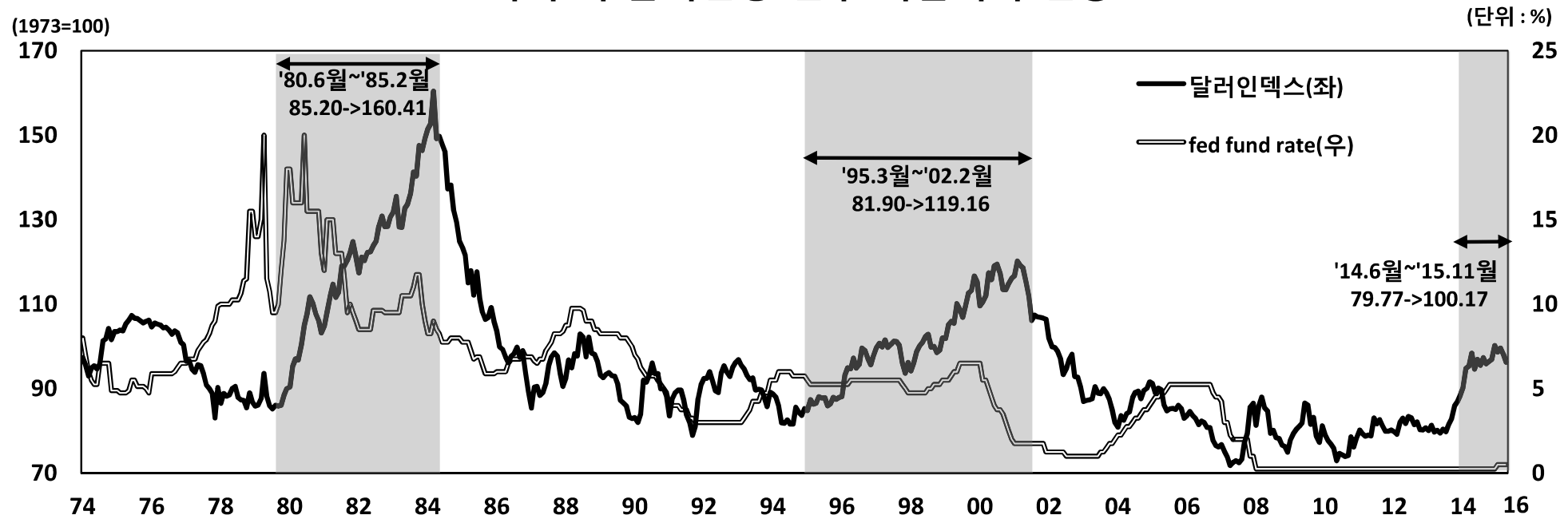
	Fed-Fund Rates	T-12M	T-6M	인상 기간내	T+6M	T+12M
'94.2.3~'95.2.1	3.00→6.00 (+300bp)	+1.73	+1.56	-8.44	-7.54	-0.68
'99.6.29~'00.5.16	4.75→6.50 (175bp)	+1.39	+9.09	+8.02	+5.05	+4.39
'04.6.29~'06.6.29	1.00→5.25 (425bp)	-5.62	+2.36	-3.90	-2.64	-4.66
'15.12.16	0.25→0.50 (25bp)	+11.06	+3.02	-3.10 ¹⁾	-	-

주 : 1) 2015년12월16일~ 2016년3월30일 기간중 2) 미달러화지수를 이용하여 시산한 달러화의 절상(+)/절하(-)율임

[2] 미달러화 강세지속 여부

- ❖ 과거 미 금리인상 시기와 비교하여 금번 금리인상이 1년 반 정도 지연되면서 달러화의 강세가 이미 상당부분 진행된 점도 추가적인 달러화 강세를 제약
 - 금번 미 금리인상 이전 1년간 이미 미달러화는 15%가량, 작년 하반기 이후로는 20% 가량 절상
 - 또한 과거 세 시기에 비해 금리인상 직전 미달러화의 강세 폭이 가장 큰 것으로 분석
 - 아울러 금번 미 정책금리의 인상 속도가 시장충격을 최소화하는 방향으로 더디게 진행될 것이라는 점도 추가적인 달러강세 가능성을 제약

과거 미 금리인상 전후 미달러화 변동



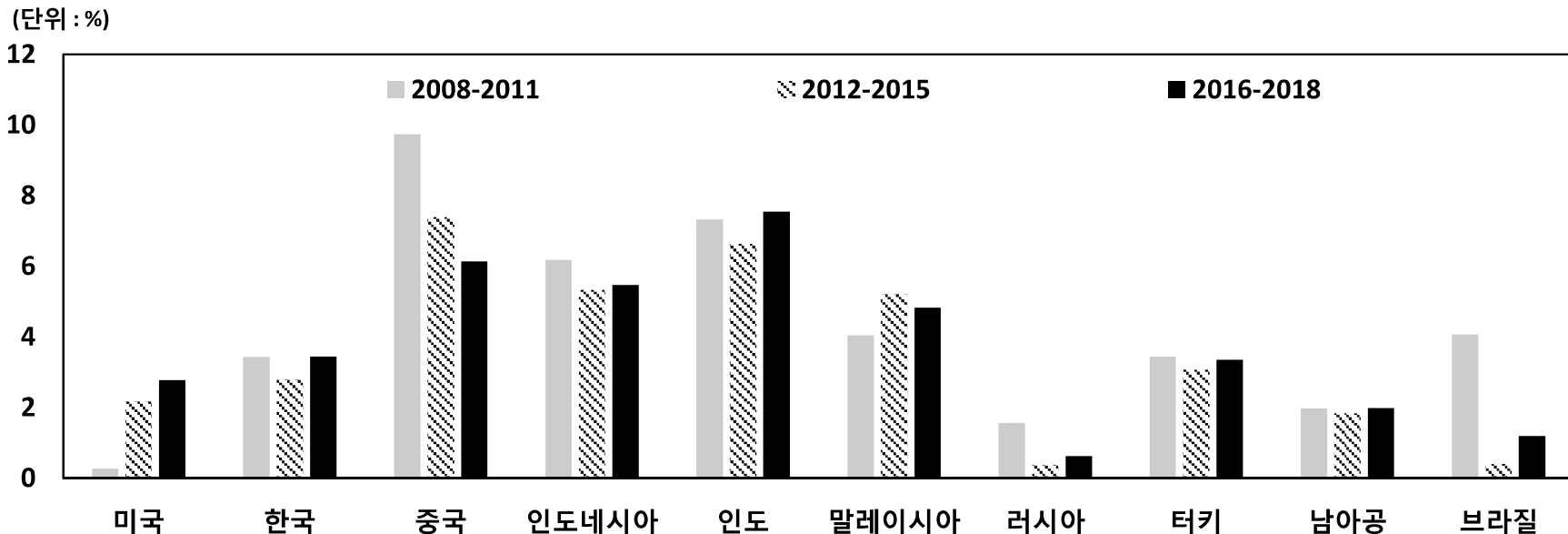
주 : 음영부분 미달러화 강세 기간
자료 : Bloomberg

[3] 신흥국 경제회복 속도

❖ 주요 신흥국의 경제성장률 회복속도는 미국에 비해 상대적으로 더딜 것으로 보여 신흥국 통화가치 상승을 제약

- IMF의 전망(WEO, 2015.10월)에 따르면 향후 3년간(2016~2018년) 미국의 경제성장률은 연평균 2.8%로 추정되어 회복세를 지속할 것으로 전망 (2016년중 2.6%)
- 그러나 중국 등 신흥국의 경우 성장률의 하향세가 지속될 것으로 전망되어 신흥국 통화가치의 하락 요인으로 작용할 가능성
 - 중국 정부의 중장기 성장률 목표(6.5%)에도 불구하고 IMF는 2016~2018년 연평균 중국의 경제성장률을 6.1%로 하향 전망

미국 및 신흥국 성장률 전망



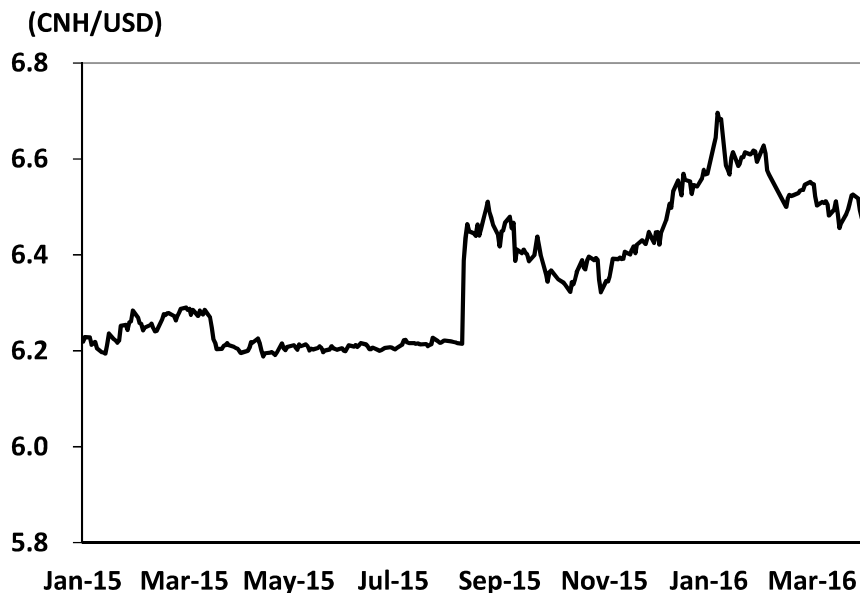
주 : 실질 GDP, 전년대비, 기간별 평균
 자료 : IMF, WEO OCT 2015

[3] 신흥국 경제회복 속도

❖ 특히 중국 당국이 위안화 환율을 정책변수로 인식하여 평가절하를 유도하는 경우 신흥국 통화가 동반 약세를 보일 가능성이 큰 상황

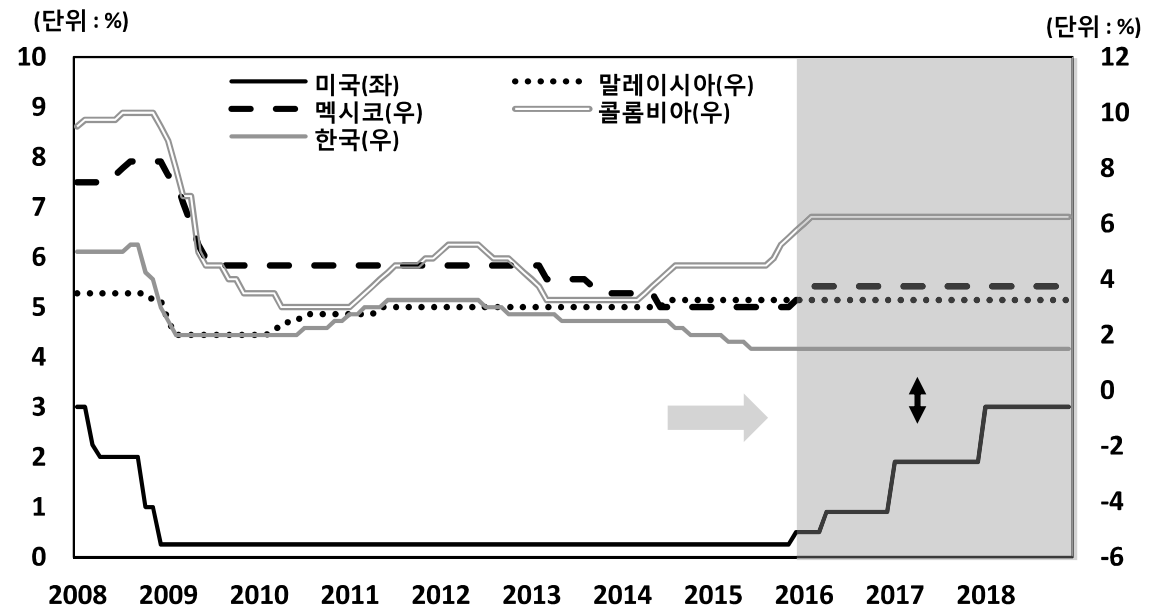
- 최근 위안화의 약세기대를 반영하여 홍콩 등 역외시장에서의 위안화 환율(CNH)이 역내 환율(CNY)을 상회하는 상황
- 중국 등 신흥국의 경제회복세 지연은 미국과 신흥국간 금리차를 축소시키면서 자본유출 가능성을 증대

위안화 환율 추이



자료 : Bloomberg

주요 국가별 정책금리 추이 및 전망

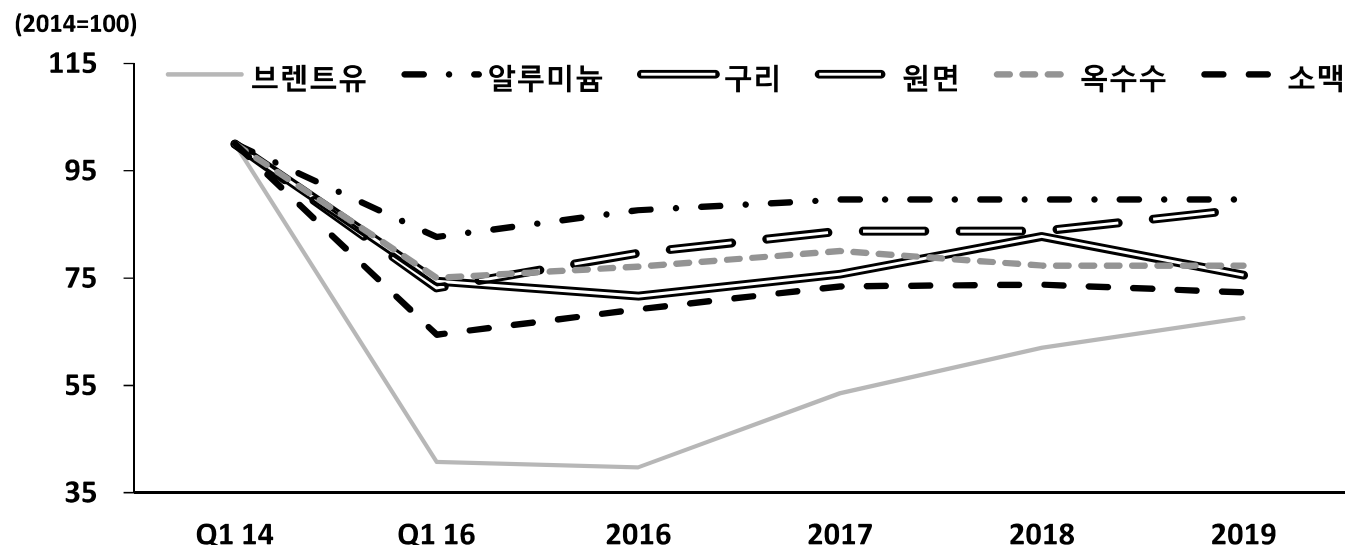


주 : 미국정책금리는 Fed전망치를 근거로 하였으며
여타신흥국은 현재와 동일한 것으로 가정
자료 : Bloomberg

[4] 국제원자재 가격

- ❖ 향후 국제 원자재가격이 빠른 시일내에 회복세를 보이기 어려울 것으로 전망되는 점은 자원수출국 등의 통화약세 지속 요인
 - 국제유가의 약세 지속은 신흥국 경기부진 및 수요둔화 지속, 원유 과잉공급 구조, 미달러화 강세예상에 따른 원자재 투기수요 위축 등에 기인
 - 다만 최근 2016년 2월 미국 원유생산 감소 등으로 유가가 반등
- ❖ 주요 원자재가격은 2016년 이후 하락세를 멈출 것으로 보이나 원자재가격 하락이 시작된 2014년 1/4분기 수준으로 회복하기는 어려울 전망

주요 원자재가격 전망



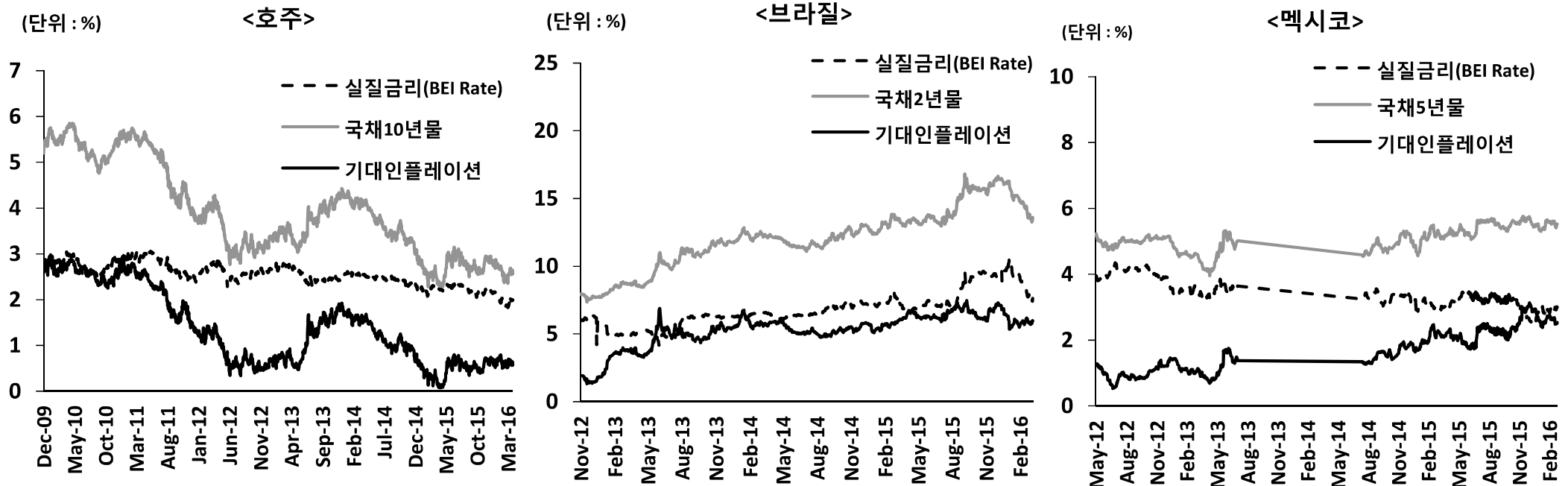
주 : 1) 주요 투자은행 전망치의 중간값, 2) 2014년 1분기 기준, 3) 2016년 1분기는 2016년 3월 말 현물가격 기준
 자료 : Bloomberg

[4] 국제원자재 가격

❖ 국제원자재 가격 하락은 신흥국의 물가 및 기대인플레이션 하락을 초래

- 원자재 가격 하락에 따른 원자재 수출국의 교역조건 악화는 통화 약세요인으로 작용
- 다만 최근 호주, 브라질, 멕시코 등 원자재 수출국의 기대인플레이션이 완만한 상승세를 보이고 있는데 이는 향후 국제원자재 가격의 추가 급락 가능성이 크지 않다는 점을 시사

원자재 수출국의 기대인플레이션 추이



주 : 기대인플레이션은 국채금리-물가연동국채금리(BEI금리)로 시산
자료 : Bloomberg

[5] 외환시장압력

❖ 일반적으로 신흥국 환율의 급격한 상승은 자본유출과 동시에 진행되면서 외환시장의 유동성 부족 및 외환보유액 감소를 초래

- 이 경우 외환시장압력(EMP: FX Market Pressure)이 상승하게 되므로 추가적인 환율상승 및 유동성 위기 가능성이 증가
 - 외환시장압력지수는 명목환율 상승률(ΔS)과 외환보유액 증가율(ΔRes)을 고려하여 산출하며, 수치가 클수록 수요압력이 증가함을 의미

$$EMP = \omega_1 * \Delta S - \omega_2 * \Delta Res$$

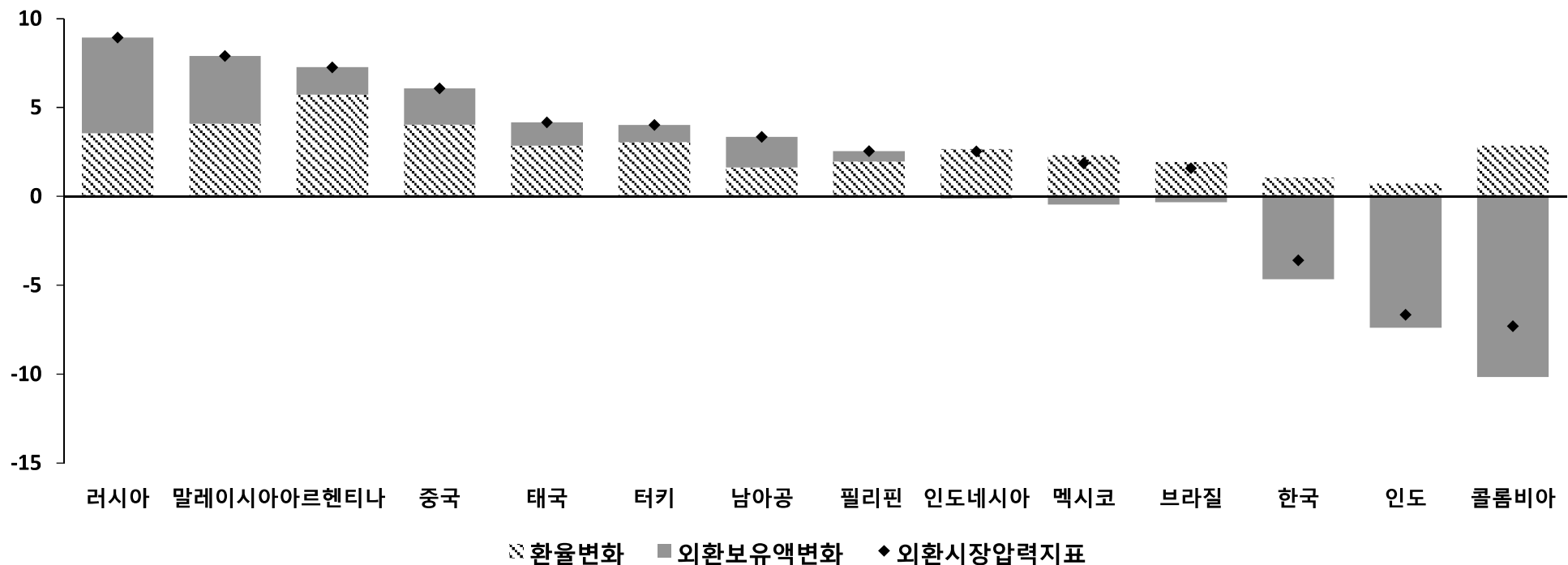
단, ω_1 , ω_2 는 가중치로서 각 구성요소의 변동성이 지수에 동일하게 반영될 수 있도록 분산값의 역수를 이용

❖ 미달러화 강세 이후 대부분의 신흥국에서 외환시장 압력(절하압력)이 증가

- 러시아, 말레이시아, 중국 등 상당수 국가에서 2013년말 대비 최근까지 환율상승과 더불어 외환보유액이 큰 폭 감소
 - 말레이시아와 러시아의 경우 외환보유액이 각각 29.2%, 27.1% 감소하여 외환시장 압력폭이 확대
- 일부 신흥국은 2015년3/4분기중 EMP가 평균(2010.1월~2016년1월)으로부터 표준편차의 상하 1.5배 범위내의 안정범위를 벗어나 있었으나 2016년 1월경에는 대체로 안정세 회복

[5] 외환시장압력

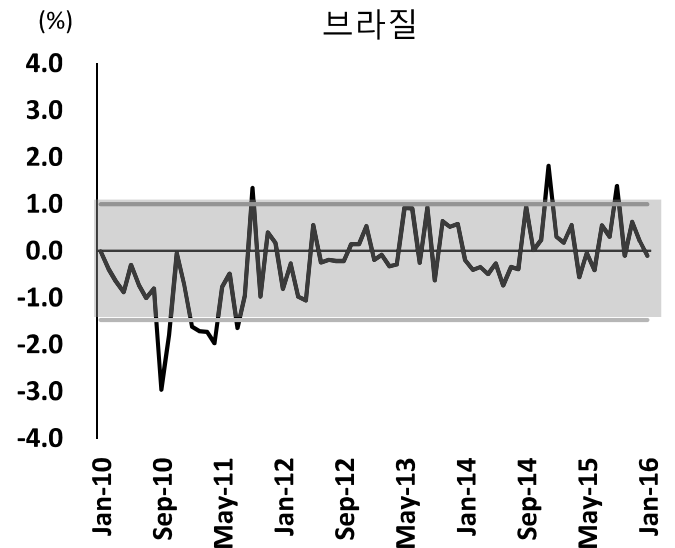
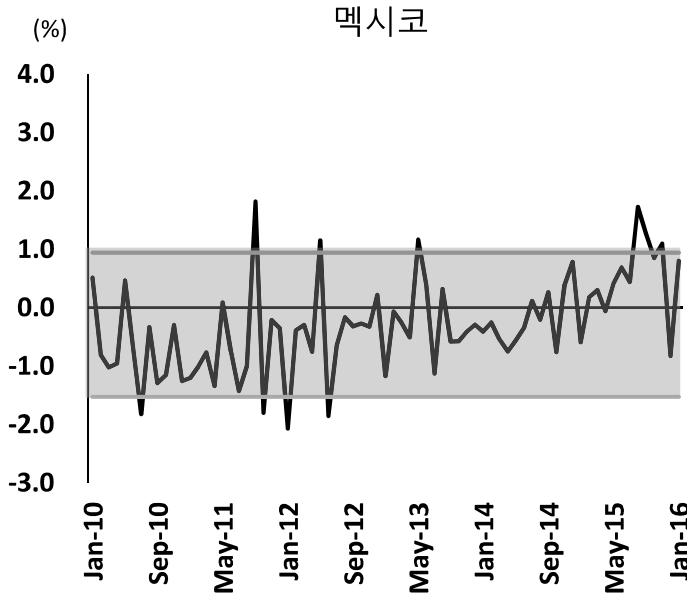
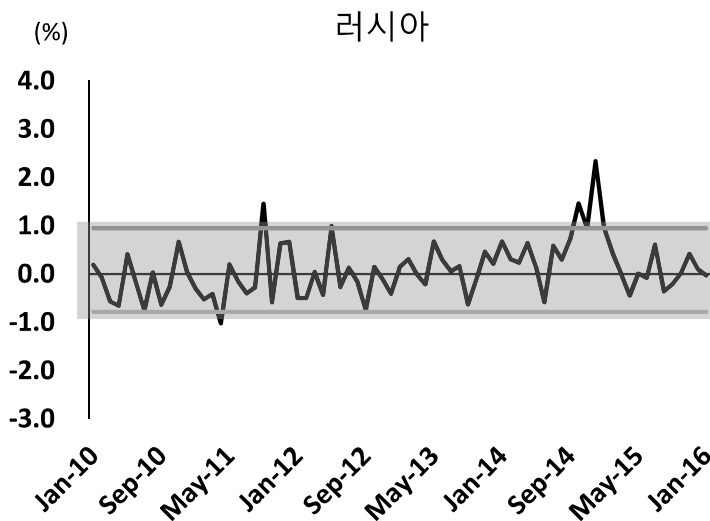
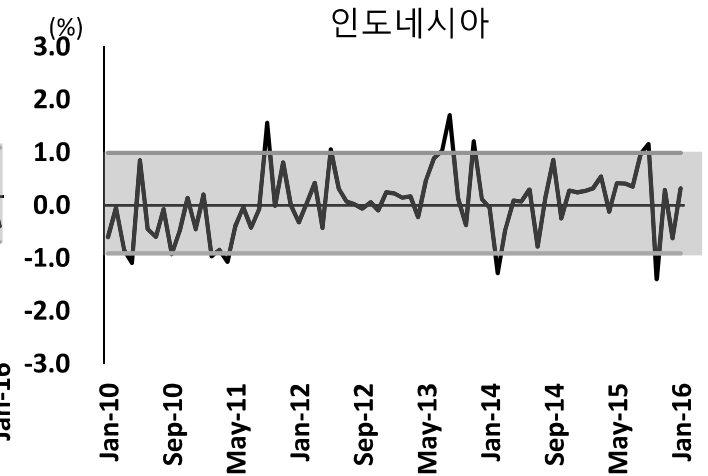
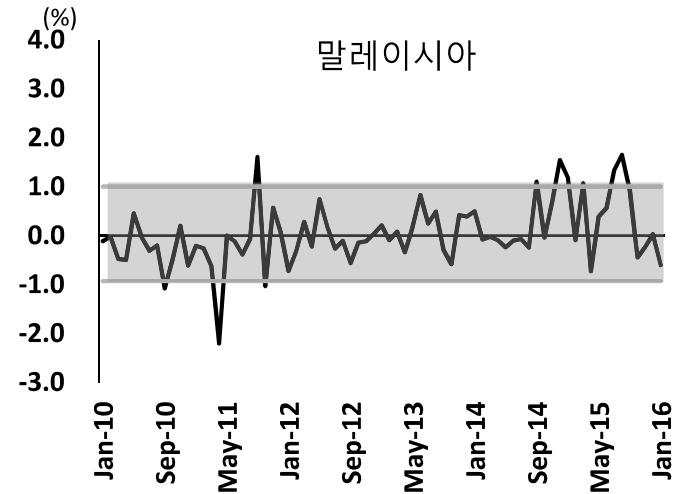
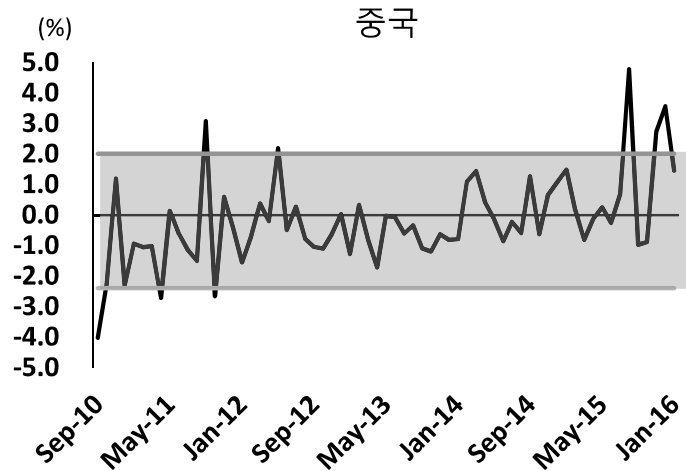
주요 신흥국 외환시장압력지수



주 : 2013년말 대비 2016년1월중 변동기준
 자료 : IMF, Bloomberg

[5] 외환시장압력

주요 신흥국 외환시장압력지수 추이



자료 : IMF, Bloomberg

- ❖ 이 상에서 살펴 본 바와 같이 미 금리인상 이후 신흥국 환율의 변동요인은 약세 요인과 강세 요인이 혼재되어 있는 것으로 분석
 - 완만한 미 금리인상 전망에 따른 최근 미달러화 약세 반전은 신흥국 통화의 강세 요인
 - 반면 유럽 및 일본의 양적완화 지속, 중국 등 신흥국 경기부진 지속과 원자재 가격의 완만한 회복 예상 등은 신흥국 통화의 약세 요인
 - 또한 일부 국가의 경우 외환시장압력지수가 과거 평균에서 벗어나 향후 신흥국 통화의 변동성이 커질 가능성도 잠재

- ❖ 이런 점에 비추어 볼 때 향후 신흥국 통화는 미 금리인상 이후 소폭 절상될 가능성이 있으나, 그 폭은 크지 않을 전망
 - 반면, 주요 IB들의 향후 1년간 신흥국 환율전망(2016.4.1일 전망치 기준)에서는 15개 대부분 신흥국 통화에 대해 약세를 전망

- ❖ 원화의 경우 국제수지 흑자 등에 따른 강세요인과 대외불확실성에 따른 약세 요인이 병존하는 상황
 - 향후 원화환율은 중국 금융불안 등 예상치 못한 대외불확실성이 크게 증폭되지 않는 한 대규모 경상수지 흑자에 따른 외환공급우위로 하락압력이 증가하면서 변동성이 확대될 전망

신흥국 환율 전망 [2]

해외 IB들의 환율 전망

	전망일 환율 ¹⁾	3개월 후	6개월 후	1년 후
한국 원	1,151	1,209	1,210	1,220(-5.7)
중국 위안	6.45	6.63	6.69	6.70(-3.7)
인도네시아 루피아	13,187	13,493	13,604	14,200(-7.1)
인도 루피	66.25	67.81	68.12	68.35(-3.1)
말레이시아 링깃	3.90	4.24	4.24	4.28(-8.9)
러시아 루블	66.85	71.75	70.62	71.06(-5.9)
터키 리라	2.82	3.00	3.03	3.11(-9.3)
남아공 랜드	14.73	16.00	16.00	16.50(-10.7)
브라질 헤알	3.55	4.00	4.05	4.20(-15.5)
아르헨티나 페소	14.56	16.00	16.50	18.00(-19.1)
필리핀 페소	46.10	47.50	47.50	48.10(-4.2)
멕시코 페소	17.14	17.65	17.50	17.40(-1.5)
태국 바트	35.10	36.00	36.20	36.90(-4.9)
싱가포르 달러	1.35	1.41	1.43	1.43(-5.6)

주 : 1) 최근 전망일 2016년 4월 1일 기준으로 함, 2) IB 중앙값(median) 기준, 3) ()는 전망일 대비 1년후

환율의 절상(+), 절하율(-)을 의미

자료 : Bloomberg