

2024. 8. 23 (금)

FX/원자재 Economist 박수연  
02. 6454-4897  
soo-yeon.park@meritz.co.kr



	8월 4주 (8월 16일 ~ 8월 22일)			8월 5주
	밴드	증가	(%WoW)	예상 밴드
달러인덱스	100.9~103.1	101.5	-1.43	100.5~102.5
달러/원	1,324~1,364	1,343	1.70	1,320~1,350
유로/달러	1.097~1.117	1.111	1.28	1.100~1.120
달러/엔	144.5~149.4	146.3	2.04	144.2~149.8
달러/위안	7.126~7.179	7.147	0.39	7.105~7.185

## 8월 4주 갑자기 분위기 1,330 원

### Review

달러/원 1,330원까지 하락. 어느덧 외환시장은 연초 레벨로 회귀

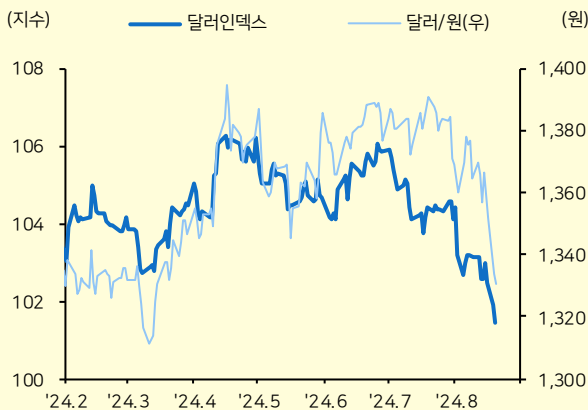
- ✓ 역외 대규모 달러 매도로 인해 달러/원은 8/16(금) 1,350원대 → 8/19(월) 1,320원대로 급락
- ✓ 매크로 변화는 없었음. 갑작스러운 원화 절상은 앞서간 아시아 통화 절상 키맞추기의 일환
- ✓ 달러/원 1,330원은 2021년부터 이어진 상승 추이의 하단 지지선. 하향돌파 시 다음 지지선은 1,300원
- ✓ 연초 레벨로 돌아간 외환시장. 미국 단일변수가 외환시장을 좌우한다는 것이 당시와 지금의 공통점

### Preview

수급과センチ먼트가 지배하는 시장. 지지선 돌파 여부에 주목

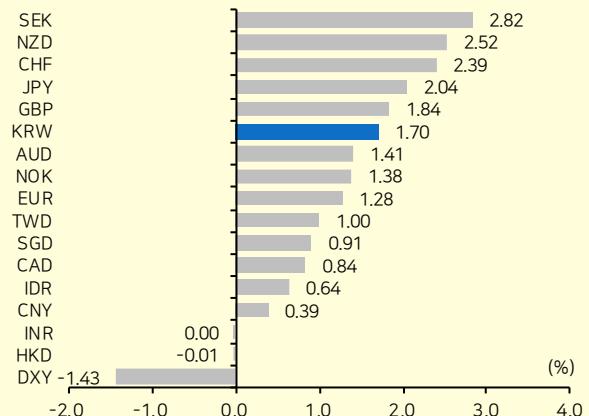
- ✓ 주요 이벤트: 8/30(금) 미국 7월 PCE 물가지수, 8/31(토) 중국 8월 PMI, 9/1(일) 한국 8월 수출
- ✓ 주요 지표 발표 부재. 지난주 동안 달러인덱스 102 중반 → 101 초반으로 움직인 만큼 변동성 소화하는 한 주 예상
- ✓ 매크로 변수로 설명되지 않는 시장. 미국 경기 하강 여부보다 중요한 것은 수급과センチ먼트
- ✓ 주요 환율 일제히 지지선에 걸쳐있는 상황. 그러나 9월 FOMC 전까지는 달러인덱스 100까지 열어둘 필요

### 달러인덱스 vs. 달러/원



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 주요 통화별 달러대비 절상률 (8월 15~22일)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 환율 급락 이유는 언제나 수급

### 달러/원 1,330원대까지 급락

달러/원이 급락했다. 그간 1,370~1,390원 박스권에서 머물다 1,350~1,370원으로 내려오나 싶더니, 일순간에 1,330원 내외까지 하락했다. 환율 낙폭이 컸던 데 반해 매크로 변화는 뚜렷하지 않았다. 수출이나 GDP 등 한국 경제지표가 발표된 것도 아니기 때문이다. 일각에서는 이번주 잭슨홀 미팅을 앞두고 연준의 인하와 일본의 인상 기대가 선반영된 결과라고 설명한다. 그러나 정책 기대는 이미 시장에 반영되어 있었기 때문에 설명력이 떨어진다.

### 외국인 대규모 달러 매도 때문

갑작스러운 시장 변화는 수급으로 설명하는 것이 합리적이다. 환율이 30원 가량 하락한 8월 19일 하루 동안 외국인은 장내시장에서 달러선물을 11.8만 계약 이상 순매도했다. 역대 순매도 규모 중 가장 크다. 당일의 수급 쏠림으로 원화는 다른 아시아 통화에 비해 미미했던 절상폭을 일시에 회복했다. 7월 중순 이후 약달러가 이어지면서 아시아 통화 중 밸류에이션 매력이 큰 MYR, THB을 중심으로 절상이 나타나는 중이었다.

### 2023년 11~12월과 유사

최근의 약달러 양상은 지수 하락폭과 기간 측면에서 2023년 11~12월과 유사하다. 당시에는 11월 FOMC 이후 연준의 금리 인상 중단 기대감이 확대되었다. 게다가 미국 10월 비농업 취업자수가 15.0만 명 증가에 그치며 전월치(+33.6만)를 크게 하회한 한편, 디스인플레이션 기대는 지속 유입되었다. 12월 FOMC까지 완화적으로 해석되면서 달러인덱스는 107.0 → 100.5 내외까지 하락했다. 비슷한 이유와 경제지표 해석으로 현재는 달러인덱스가 106.0 → 101.0 내외까지 하락했다.

### 지금은センチメント가 더 크게 좌우한다는 것이 차이점

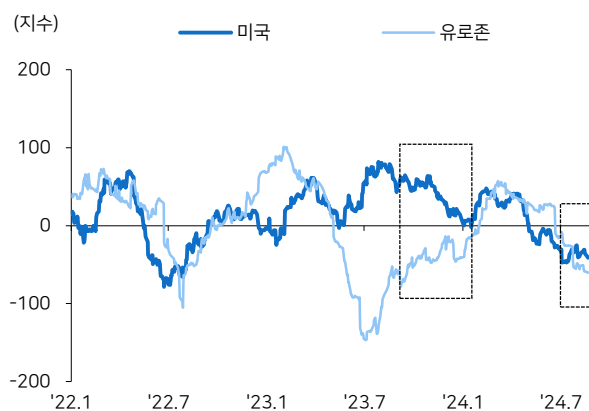
차이가 있다면 미국과 유로존의 경기 서프라이즈 지수가 함께 하락하고 있다는 점이다. 지난해에는 유로존 지수가 상승하는 반면, 미국 지수는 하락하며 두 지역 간 차이가 축소되었다. 그러나 지금은 함께 하락하고 있다. 그럼에도 달러인덱스가 하락한다는 사실은 두 가지를 시사한다. 첫째, 매크로 측면에서 조망한다면 달러인덱스가 바닥을 다져야 한다는 것과 둘째, 미국 경기가 생각보다 약할 수 있다는センチメント로 외환시장이 좌우되고 있다는 점이다.

그림1 외국인 달러선물 순매수 누적 (연초 이후)



자료: 인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림2 씨티 경기 서프라이즈 지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 지지선에서 방향 탐색

연초 달러 강세 반전 이유는  
연준 인하 기대 조정

연초 이후 과도했던 연준의 인하 기대가 되돌려지며 달러인덱스는 상승 반전했다. 지난해 말 선물시장에서는 연준이 연내 6회 이상 인하할 것을 기대했다. 그러나 1월 이후 미국 경제지표가 강한 미국 경기를 시사하자 해당 기대는 연내 3회 이하까지 축소되었다. 여타국의 경기 회복이 미진한 가운데 미국 경기 우위 내러티브가 부각되자 달러인덱스도 상승했다.

지금도 인하 기대는 과도하다. 8월 22일 CME FedWatch 기준 연내 100bp 인하 기대는 44.0% 반영되어 있다. 이를 뒤따라 125bp 인하는 27.4%, 75bp 인하는 23.1% 수준이다. 그러나 경기침체가 아닌 상황에서 빅컷 이상 인하를 반영하는 것은 과도하다. 당사는 연내 3회 인하가 적정하다는 기존 전망을 유지한다. 이에 남은 하반기 중 달러인덱스의 상승 반전을 예상한다.

9월 FOMC 이후 비슷할 전망

다만 추세 반전의 시기는 9월 FOMC 이후로 본다. 앞서 서술했듯 지금의 외환시장은 매크로 펀더멘털보다는 9월 FOMC를 앞두고 연준의 인하가 시작된다는センチ먼트에 좌우되고 있다. 다른 나라들의 경기 회복이 뚜렷하지 않더라도 저평가되었던 아시아 통화 가치가 일제히 절상되는 흐름이 그 예다. 따라서 인하 전까지는 달러인덱스의 추가 하락 가능성을 열어둘 필요가 있으며, 이후에 바닥을 다질 것으로 예상한다. 기존의 달러 3분기 약세, 4분기 강세 전환 뷰를 유지하는 이유다.

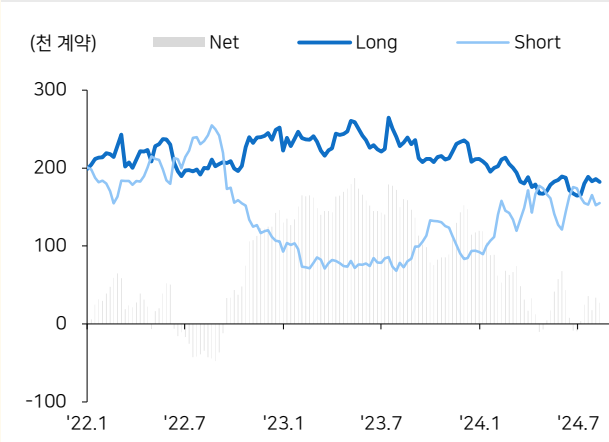
주요 지지선에 걸린 환율

그 전까지는 환율의 주된 지지선이 뚫릴지를 판단해야 한다. 유로화, 달러인덱스, 위안화 등 주요 환율은 일제히 연초 수준으로 회귀했다. 달러/원은 연초보다 절하되었으나 2021년부터 시작된 장기 우상향 추세의 하단 지지선에 걸려있다. 그간 변동성이 컸던 만큼 해당 레벨을 중심으로 비추세가 이어질 것으로 예상한다.



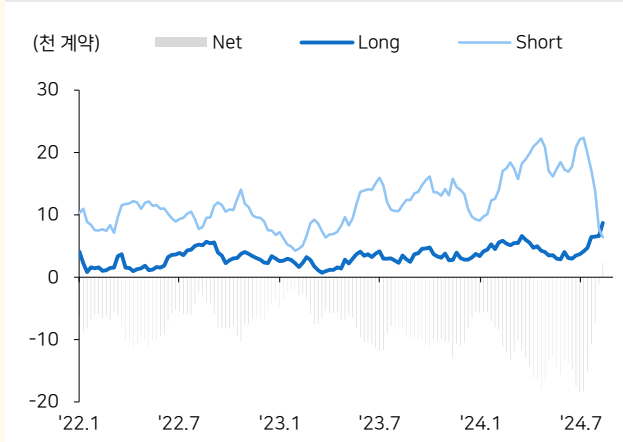
## 8월 4주 차트: CFTC 비상업용 포지션 추이

그림1 EUR CFTC 비상업용 포지션



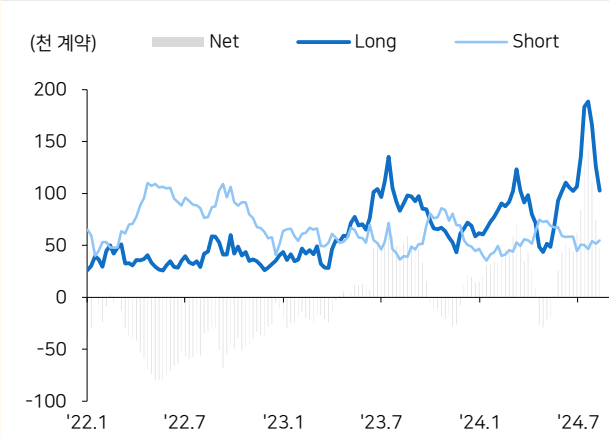
자료: CFTC, 메리츠증권 리서치센터

그림2 JPY CFTC 비상업용 포지션



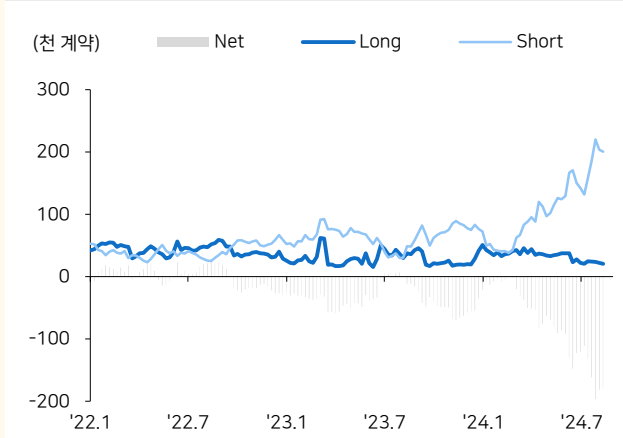
자료: CFTC, 메리츠증권 리서치센터

그림3 GBP CFTC 비상업용 포지션



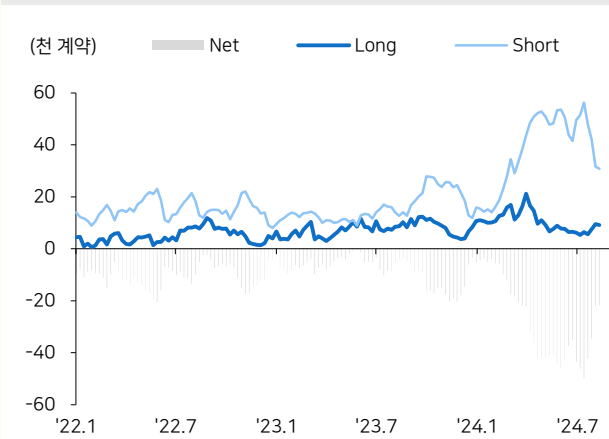
자료: CFTC, 메리츠증권 리서치센터

그림4 CAD CFTC 비상업용 포지션



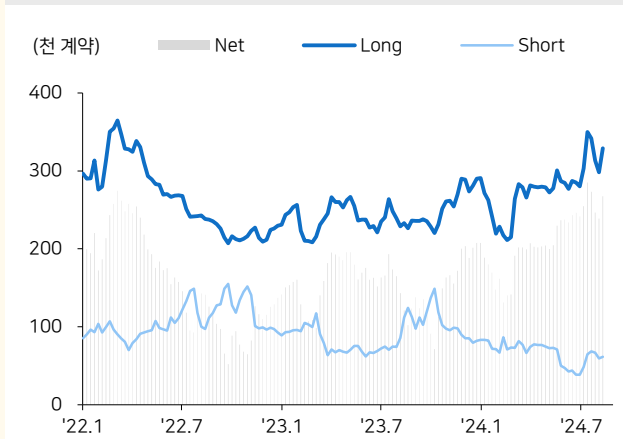
자료: CFTC, 메리츠증권 리서치센터

그림5 CHF CFTC 비상업용 포지션



자료: CFTC, 메리츠증권 리서치센터

그림6 금 CFTC 비상업용 포지션



자료: CFTC, 메리츠증권 리서치센터

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

---