

THE KR THINK

미국이 강대국인 이유

:달러로 유가를(이민을 통해) 지배

Global Strategist 김호윤(2168-7491)

위안화 절하추세의 지속에도 불구하고 국내외 금융시장의 변동성 완화 및 달러원 하락추세에 대한 훼손이 제한되고 있는 이유는 역내외 위안화 괴리차의 낮은 변동성과 중국 국가 CDS-위안화(절하)가 동조화 되지 않는 점이라고 판단됨. 브렉시트 탈퇴로 환율변동성의 완화 목적을 위한 국제 사회 협의체에서 사드 배치 등 정치적 리스크의 완충 역할이 예상됨에 따라 시장의 리스크 요인 제거 시각 접근

■ [외환] 중국 지표 개선과 위안화 절하의 시장 영향력 제한. 달러인덱스 영향 가시권 진입

달러원[1,120~1,160]: 주식 외국인 누적매수 강화와 중국 GDP/실물지표개선, 국제협의체 환율공조 합의
달러엔[102~107]: 파운드화 반등과 아베 추가부양책 제시 여부. 다만 달러인덱스 하향 확보. 약세제한
유로달러[1.1040~1.1340]: FOMC Dovish 시그널-달러인덱스 하락 영향. ECB회의 추가 부양가능성 약화
호주달러[0.7320~0.7820]: 중국 실물지표 개선, 달러인덱스 하향, 8월 RBA 기준금리인하 컨센서스

■ [금리] 한국 장단기 스프레드 속도조절, 미국 7월 FOMC와 소비지표의 충돌

[한국]: 금통위 금리인하 제한(가계부채 등), BOE 금리동결 영향. 장단기 스프레드 축소 속도조절
[미국]: 7월 FOMC Dovish 스탠스와 미국 소비지표 개선으로 상승-하락 재료 충돌. 제한적 등락

■ [주식/상품] Risk-on Mood 점증되고 있는 여건 조성. 위안화 절하 영향 미미한 수준

KOSPI[1,975~2,035]: 달러환산지수 추가 상승, 위안화 절하 영향 제한적, 애플3Q실적 영향, 중국지표개선
WTI선물(\$/bbl)[42~52]: 달러인덱스 하향, 재고(누적)변동 속도조절, 미국 소비지표/중국 GDP 개선세
Gold선물(\$/oz)[1,320~1,380]: 위안화 절하(안전자산 선호), 달러인덱스 하향, 달러엔 상승폭 제한

*7월 3주 Key Remember

구분	전망	Market Key Word / Issue / Event
달러원	1,120~1,160	①주식 외국인 누적 매수 강화 ②중국 GDP 예상부합/소매지표개선 ③ASEM/G20재무장관회의 환율변동성 공조
달러엔	102~107	①영국 메이총리 취임(파운드화 반등) ②아베(자민당/BOJ)추가부양 규모강도 ③달러인덱스 하향 영향 진입
유로달러	1.1040~1.1340	①ECB 정책회의(Dovish) ②중국 지표 개선 ③브렉시트 이슈 소강 국면(英 메이총리 취임) ④ 달러인덱스 하향화
미국채10Y	1.40~1.65	①FOMC Dovish 전환 ②수요인플레이 개선 확인(실질금리하락 유효) ③미국 소비심리지표 개선(하방경직화)
KOSPI(p)	1,975~2,035	①달러환산지수 추가 반등 ②위안화 절하추세 시장 영향 제한적 반응 ③엔원 재정환율 상승세 속도조절
코스피200(선)	(246.00~254.50)	④애플 3Q 실적 추정치 하향(EPS예상: \$1.368/4W변동: -0.47%) ⑤중국 지표 개선⑥소재/산업재 실적개선(21~22일)
WTI(\$/bbl)	42~52	①달러인덱스 하향 ②중국 GDP/실물(소비)지표 개선 ③브렉시트 이슈 완화 ④원유 재고(누적)변동 감소 속도조절
Gold(\$/oz)	1,320~1,380	①파운드/달러 반등(브렉시트 소강) ②달러엔 일시적 상승 ③FOMC 통화완화, 달러인덱스 하향 안정화 확보

■ [달러/원]중국 CDS/역외내 위안화 괴리차 안정적, FOMC 초점: 추가 하락 여력 확보

- ① 단기: 위안화 절하 추세 영향 제한, 파운드/달러에서 달러인덱스로 영향 강화(FOMC)
- ② 중기: 호주 중앙은행(RBA)기준금리 인하 컨센서스 시장 형성 확인. 인플레이 둔화 추이 초점
- ③ 장기: 이탈리아 은행권 CDS영향 제한. ECB 추가부양 여력 제한, 유로/달러 점진적 상승

*USD/KRW Correlation Table

(7/16 한국시간 17:00기준)

TERM	Dollar Index	USD/JPY	EUR/USD	EUR/JPY	GBP/USD	AUD/USD	USD/CNY	USD/CHN
1W	0.94666	0.75248	0.94424	0.81606	0.76739	0.60436	0.72532	0.43592
1M	0.02662	0.54542	0.17263	0.45550	0.02921	0.75838	0.27649	0.15745
3M	0.20892	0.37533	0.21234	0.23512	0.30034	0.87371	0.08815	0.08243
6M	0.72770	0.57558	0.62861	0.35907	0.12297	0.79657	0.03965	0.01413
12M	0.24456	0.09486	0.11071	0.06960	0.11071	0.47132	0.26008	0.24833

자료: Bloomberg Infomax, KR선물

■ [달러/엔]파운드 영향력 상존, 달러인덱스와 위안화로 영향력 무게중심 이동

- ① 단기: 영국 메이 총리 취임 EU탈퇴 협상 노이즈 경감(파운드화 반등), 일시 상승 여력
- ② 중기: 달러인덱스와 위안화 영향 강화, 달러약세/안전자산 선호로 일시적 상승 되돌림
- ③ 장기: 국제 금값과 상관도 안정적, 안전자산과 Commodity: FOMC 통화정책(달러흐름)방향 영향

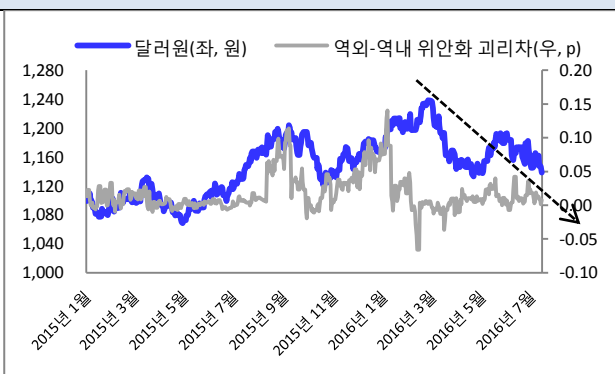
* USD/JPY Correlation Table

(7/16 한국시간 17:00기준)

TERM	Dollar Index	EUR/USD	EUR/JPY	GBP/USD	AUD/USD	USD/CNY	USD/CHN	Gold
1W	0.83596	0.84060	0.99176	0.97524	0.98136	0.92802	0.84517	0.92490
1M	0.45867	0.58919	0.94663	0.59688	0.52782	0.36879	0.45198	0.63141
3M	0.29783	0.39587	0.95187	0.77833	0.39373	0.73121	0.73366	0.86943
6M	0.49771	0.23280	0.93614	0.51739	0.37043	0.51027	0.53753	0.87063
12M	0.60605	0.48431	0.93196	0.79966	0.62346	0.73523	0.60136	0.92895

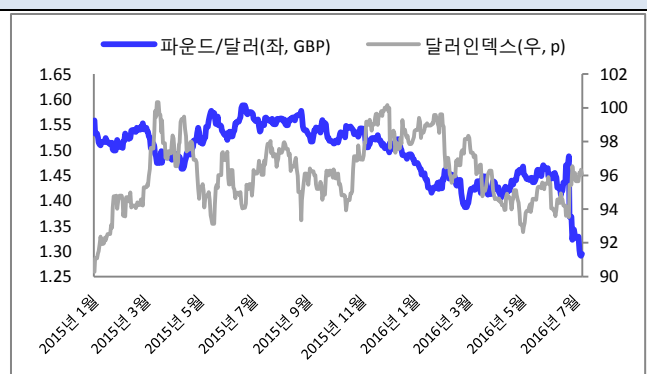
자료: Infomax, Bloomberg, KR선물

<달러원> 역외내 위안화 괴리차 제한적 반양: 하락여력 확보



자료: Bloomberg, KR선물

<달러엔> 파운드의 영향력 건재. 다만 달러로 무게중심이동



자료: Bloomberg, KR선물

[이슈] 시장도 S&P 500 상승을 ‘기대’하고 있다: ‘기대’인플레 정상화

Top-Down 관점에서 미국 가계순자산은 2008년 금융위기 이후 연준의 기준금리 인하 통화정책에 따라 증가속도가 강화되고 있다. 특히 브렉시트 이슈에 따른 연준의 점진적 금리인상에서 동결로의 Dovish한 스탠스 전환에 따라 현 추세가 유효하다고 판단되는데, 이 관점에서 부동산과 주식시장을 고려하면 Upside된 시각이 유효하며 인플레이에 대한 연준의 지속적 고민은 시장상승을 유지하는 프레임이라 판단됨.

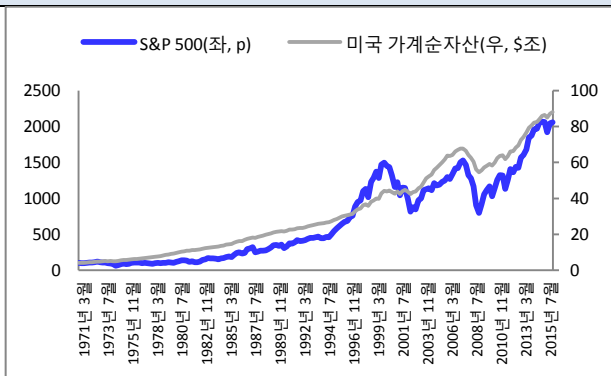
■ 연준의 Dovish: Top-Down 관점에서 가계순자산과 시장 상승의 구조적 연관성 파악

연준의 통화정책 완화스텐스로 변화는 현 글로벌 금융시장을 위험+안전자산이 공존할 수 있게 하는 프레임으로 설정하는데 견인한 것으로 판단된다. 특히 미국 가계순자산의 60% 내외(연준 1분기 발표치 기준, 57.8%, +0.9%p)를 차지하고 있는 부동산 가격에 상당한 영향을 미친다는 점을 감안해보면, [그림1]에서 나타난 미국 가계순자산과 S&P 500의 역사적 동조화에 있어 현 추세는 연준의 금리인상 스탠스로의 전환 이전까지 훼손될 가능성은 낮다고 보는 것이 적절할 것이다. 특히 브렉시트 탈퇴라는 정치적 성격의 외생변수와 당사가 연내 FOMC 금리 동결 배경으로 언급한 11월 미국 대선 이슈 이전의 통화정책에 대한 연준의 독립성이 정치적 이슈에 제한적으로 반영된다고 감안해보면 Top-Down 관점에서 최근의 S&P 500 상승을 이례적으로 판단하든지 또는 현재의 지수 레벨에서 추가 상승에 대한 의문을 던져야 하는지에 대해서는 역사적인 관점에서 접근하는 것이 현재 시장 대응 전략에 있어 적절한 시각이라 판단된다.

■ ‘금리’로 최근 S&P 500 상승 판단의 근거: 동반상승 상황 속에 채권 대비 주식의 저평가

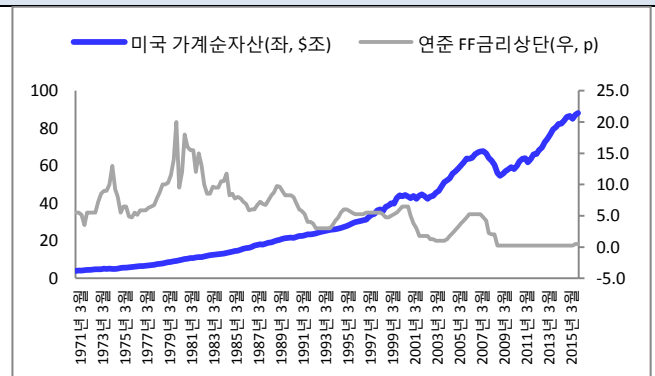
Dovish한 통화정책 트렌드(기준금리 인하 포함)로의 변화가 가계 순자산 증대에 절대적인 영향을 미친다고 판단해 볼 때, 금리의 관점은 S&P 500의 최근 상승을 파악하는데 좀 더 유용할 설명이 될 수 있다. 금리 하락이 기업 현금흐름 할인율을 낮추어 미래기업가치 상승효과를 유발하지만 Bottom-up 관점에 국한된 설명이라는 한계가 있다. 또한 현재 주식과 채권의 동반 상승장이라는 점을 감안한다면 위험-안전자산 영역의 접근으로도 한계를 나타낸다고 보면 주식과 채권자산의 평가 영역을 절대적인 관점보다 상대적인 평가의 영역으로 설명하는 것이 타당하다. 상기의 관점으로 금리하락이 S&P500지수가 미국 채권 대비 저평가 기제로 작용한다고 보는 관점이 적절할 것이다. [그림2]가 단순한게 보이겠지만 구조적 함의를 통해 각 자산의 상대적인 관계를 파악해보면 기준금리가 각 자산군에 미치는 영향력은 상당하다.

[그림1] 역사적으로 가계순자산이 증가해야 시장도 상승한다



자료: Fed, KR선물

<그림2> 채권대비 주식의 저평가로 접근하는 함의 도출

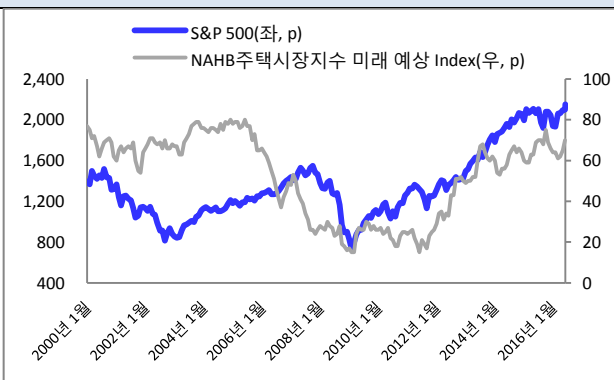


자료: Fed, KR선물

■ 최근 S&P 500 상승 기저: 금리하락에 따른 미국 부동산 시장 강세

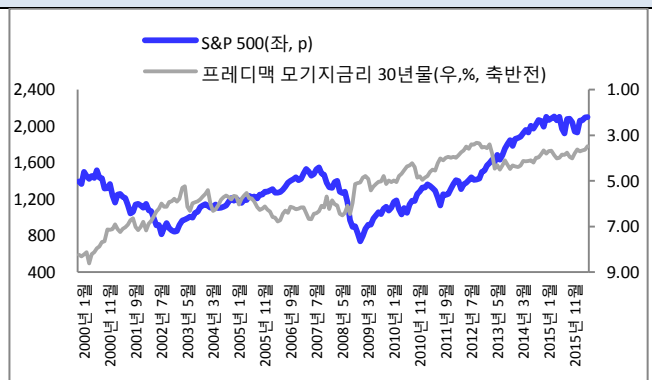
연준에서 발표된 금년 1분기 기준 가계순자산이 57.8% 로 발표된 바와 같이 부동산이 차지하는 비중이 대략 가계 자산의 60%로 판단해보면 부동산 가격을 반영지수와 S&P 500시장의 연관성을 간단한 구도로 이해할 수 있다. 상기에서 언급한 관점에서 최근 S&P 500 상승에는 부동산 가격 상승이 기저에 있음을 [그림3]에서 파악할 수 있다. 당사가 브렉시트와 고용지표의 수요측 인플레이 반영의 제한성을 이유로 연내 금리동결을 View로 제시한 바 있는데, 이 관점에서 모기지 금리의 추가적 하락이 부동산 가격 상승과 동조화를 나타낸다고 보면 [그림3]과 [그림4]에서 나타난 바와 같이 S&P 500의 추세적인 관점에서 항수 상승지속에 대한 의문에 대해서는 제한된 시각으로 시장을 대응할 필요가 있겠다.

[그림3] S&P 500의 상승의 기저에는 미국 주택시장 개선세



자료: Bloomberg, KR선물

<그림4> FOMC 금리동결로 모기지 금리 하락 추세는 유효

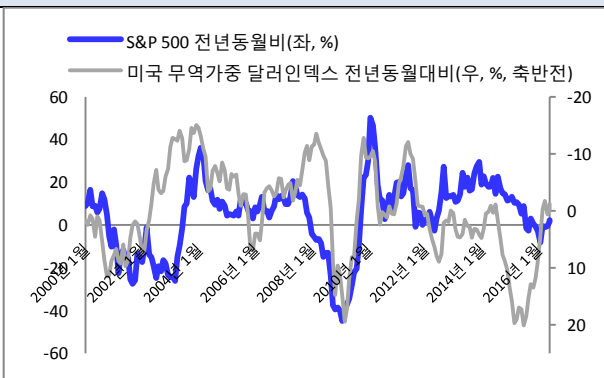


자료: Freddie Mac, KR선물

■ 무역가중 달러인덱스의 하락추이와 위안화 절하에도 국제 금융시장의 제한적 변동성

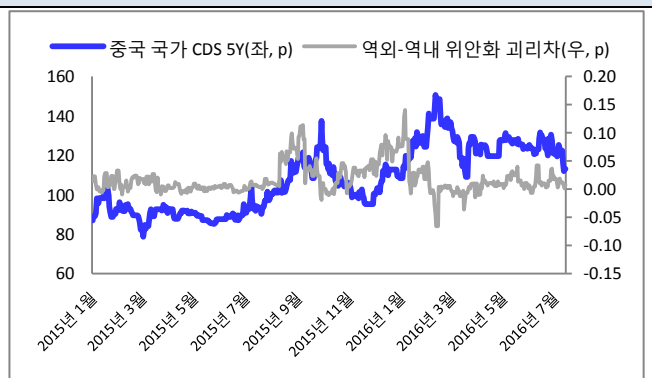
달러측면과 기업의 측면에서도 파악해 볼 때, 현재 상승에 대한 우호적 환경이다. [그림5]는 무역가중치를 적용한 달러인덱스와 S&P 500(Y-Y)흐름에서 달러를 통한 가격경쟁력이 실적에 연관성이 있음을 Top-Down 관점에서 접근을 가능케 한다. 당사가 달러인덱스의 추가적 하락을 전망하고 있고 세계 교역량이 가시적으로 감소하지 않는다면 현 추세가 유효할 것으로 판단되고, 최근 위안화 절하에도 중국 CDS와 역내외 위안화 괴리차가 신흥국의 변동성으로 전이 되지 않는다는 점도 상승견인을 뒷받침하는 배경이다.

[그림5] S&P와 위안화의 영향: 최근 소강 이유는 달러인덱스



자료: Bloomberg, KR선물

<그림6> 최근 위안화 절하에 대한 국제금융시장 영향제한이유

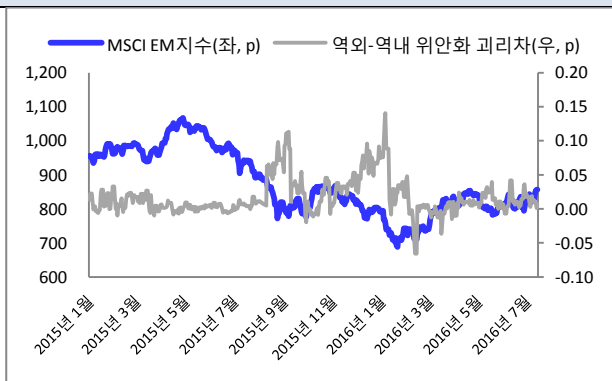


자료: Bloomberg, KR선물

■ **역외내 위안화 괴리차의 안정과 브렉시트 소강 국면 진입: 시장 상승에 있어 위험요인 제거**

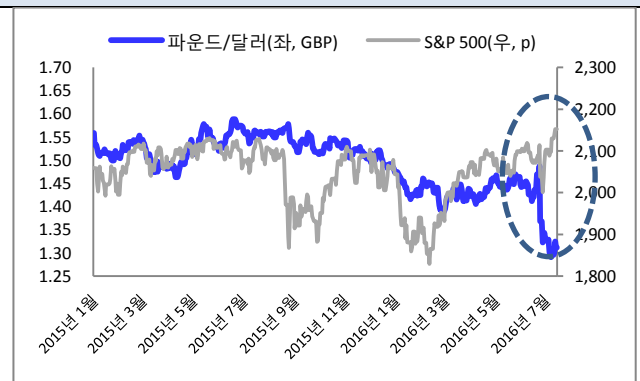
최근 위안화 절하추세에도 중국 위험부도지표와 역외내의 위안화 괴리차 안정적인 흐름을 나타내는 점은 이미 신흥국 중심의 주가지수 영향에 제한적임을 [그림7]에서 확인할 수 있다. 이와 더불어 6월말 금융시장을 강타하여 급변성동을 야기한 브렉시트 이슈가 보수당 메이 장관의 신임 영국 총리 취임과 더불어 소강 국면에 진입한 상황과 메이 장관이 잔류파(소극적)출신이지만 국민투표 결과에 대한 명분을 강하게 반영하는 사실상 중립적 성향의 인물인 점을 감안하면 EU와의 탈퇴 협상 진행에 있어 야기될 수 있는 노이즈는 제한적으로 보이고 파운드화 재약세에 따른 급격한 변동성 연출은 발생하지 않을 것으로 보인다.

<그림7> 위안화 절하에도 평온을 유지하는 신흥국 주식시장



자료: Bloomberg, KR선물

<그림8> 중립성향의 메이 총리: 파운드 급격한 변동성은 제한

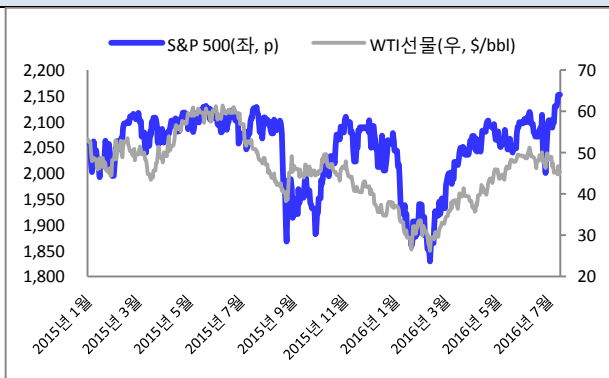


자료: Bloomberg, KR선물

■ **올해 S&P 500과 유가와 상관도 0.9로 강화, 결국의 Key는 기대인플레이션의 목표치 접근**

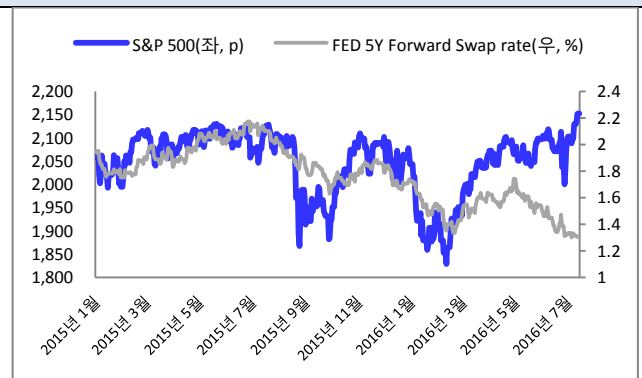
작년 0.68수준을 나타내던 S&P 500-유가의 상관관계가 올해 들어 0.89수준에 이른다는 점은 주식시장이 '디플레이션' 가능성에 대해 민감하게 반응하고 있다는 것이다[그림9]. 여전히 낮은 인플레이션이 수요측면에 있어 유가에 반영된다고 보면 연준의 '기대인플레이션'에 대한 충족은 여전히 미약한 수준이라고 판단되며, S&P 500의 추가상승에 대한 낙관적인 시각을 보유하고 있는 것이 타당하다고 판단된다. [그림10]에서 동조화되던 연준의 기대인플레이션과 S&P 500의 궤적의 최근 Gap의 확대는, 내생변수 시각에서도 FOMC가 Dovish 기간을 연장할 수 밖에 없는 것이다. 즉, S&P 500의 추가상승의 Key는 바로 기대인플레이션이다.

<그림9> YTD기준 상관도 0.89까지 근접한 유가와 S&P500



자료: Bloomberg, KR선물

<그림10> 최근 기대인플레이션과의 Gap발생: 추가상승여력 확보



자료: Fed, KR선물