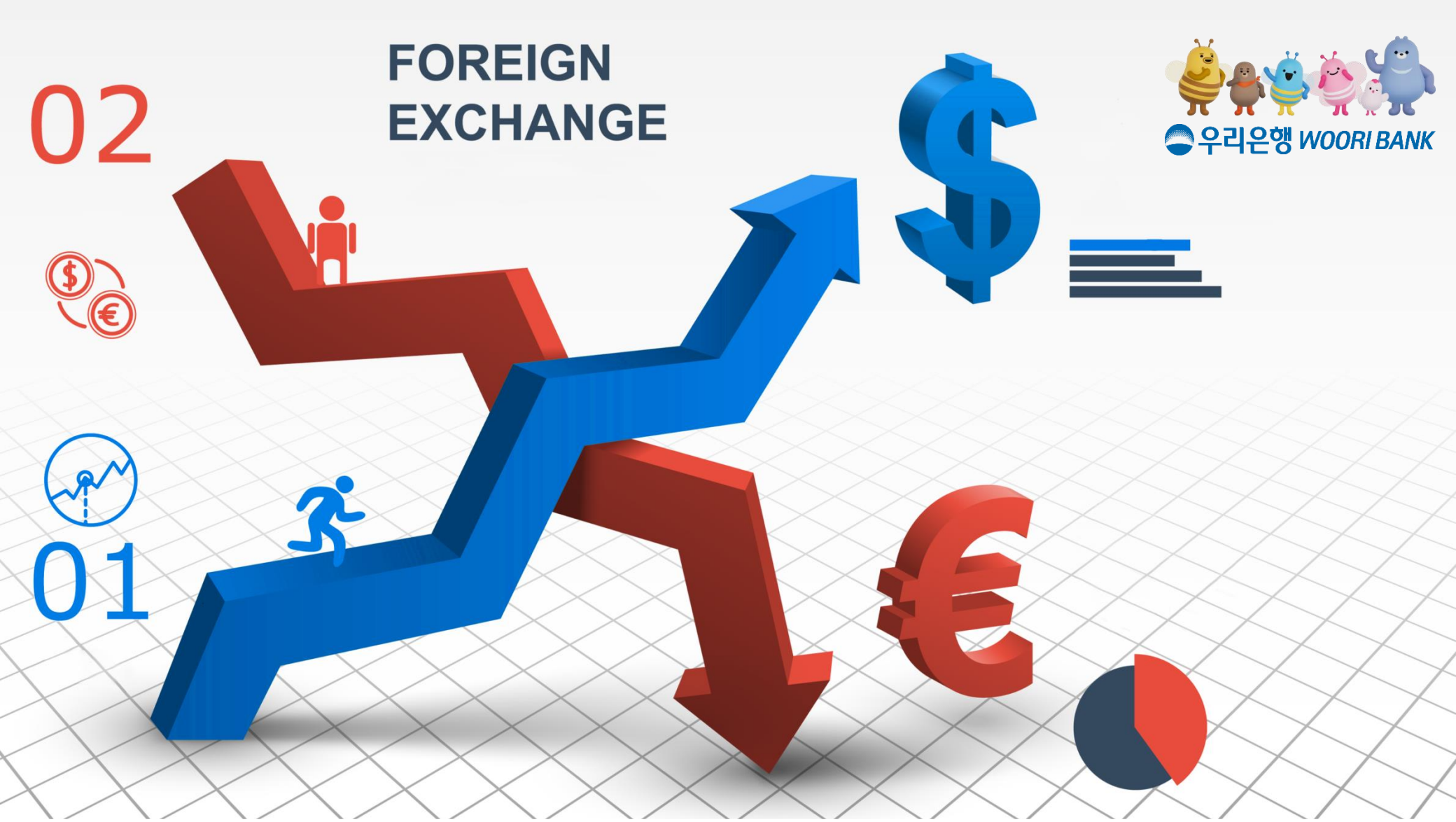


Monthly WOORI Forex Saga_09

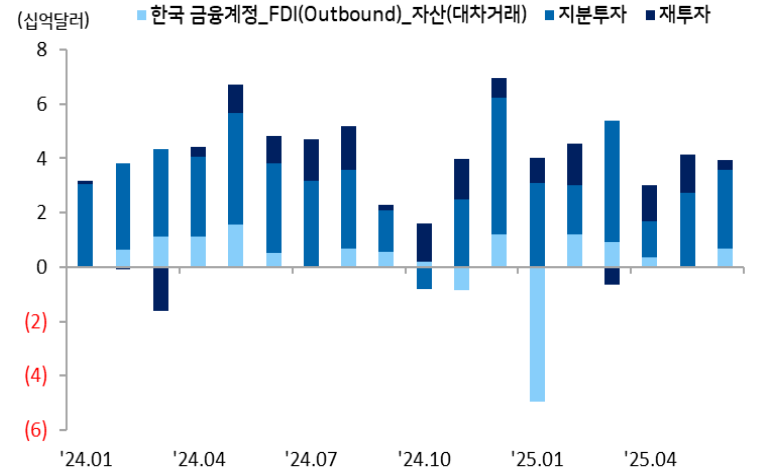
-마지막 하락 재료 FOMC 이벤트 소화, 구조적 원화 약세 부담은 현재진행형

FX/Economist 민경원
eco_min1230@wooribank.com

Summary

미국 재무부 현금조달 이슈 대기, FOMC 이후 강달러 재료로 소화

국내기업 생산기지 이전, 달러 실수요 증가 & 원화 환전수요 감소



Global FX: FOMC 전후로 극명하게 갈릴 방향성, 분기말 달러 유동성 감소에 강달러

- 달러화는 FOMC 금리인하 재개 가능성을 반영해 9월 중순까지는 약세 흐름이 계속될 전망 다만 9월 말까지 미국 재무부 현금 확보를 위한 자금조달 이슈가 분기말 유동성 감소로 이어질 수 있으므로 유통 달러 부족현상이 관찰, FOMC 이후 달러지수 반등 가능성 高
- 유로화는 경제전망 둔화를 감안했을 때 달러지수 반등 구간에서 롱플레이 청산, 상대적 자산 성과 우위 약화로 달러에 하락 예상
- 엔화는 BOJ 금리인상 기대 약화, 해외투자 증가로 제한적 약세 흐름을 나타낼 것으로 보이며, 위안화는 인민은행 절상고시와 기업 달러 매도 증가에 약달러 구간에서 7위안 수준까지 하락
- 자산성과 측면에서 구조적 유동성 확대, 성장 경쟁력에서 우위, 연준 금리인하 수혜가 대기하고 있는 달러화 자산이 9월 가장 양호한 성과를 기록, 달러지수 상승에 일조할 듯

달러/원 전망: 9월 달러/원 1,370~1,410원, FOMC을 전후로 상저하고 패턴 예상

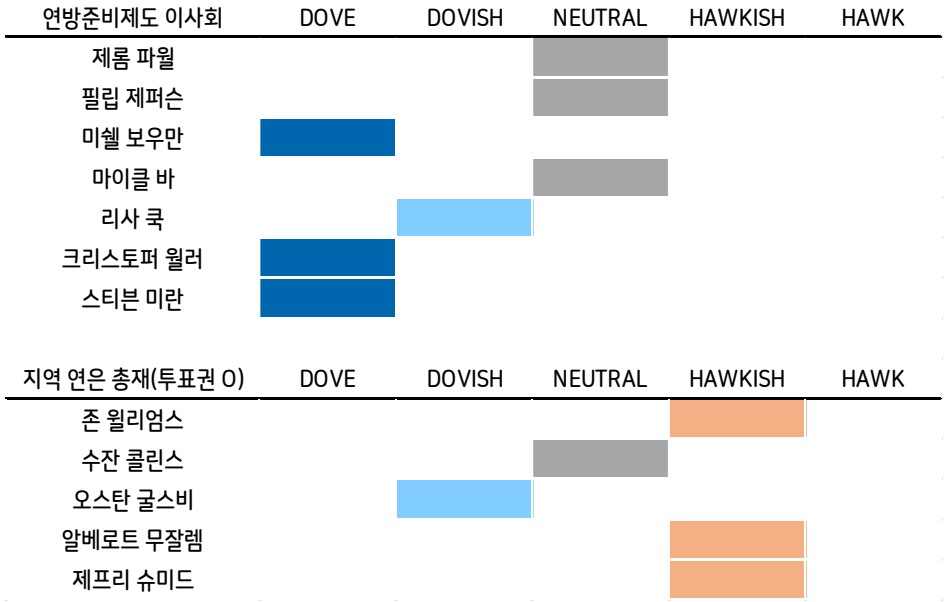
- 9월 달러/원은 FOMC 직전까지 하락한 뒤 분기말 달러 유동성 감소로 인한 강달러를 쫓아 1,380~1,390원선에서 종가를 형성한다는 것이 당행의 베이스 시나리오
- 한국 무역수지는 6개월 연속 흑자를 기록하며 수출을 통한 외화 유동성 공급이 수치상으로 나쁘지 않다는 사실을 확인했으나 기업 외화 선호도가 유지되며 환율 하락을 야기하지 않아
- 여기에 미국 현지 생산기지 이전으로 인한 해외투자 달러 실수요 회복, 재투자 명목으로 해외 매출이 국내 외환시장으로 유입되는 비중이 낮아질 수 있다는 점도 달러/원 상승 요인
- 5월 원화 강세에 직접적인 영향을 미쳤던 금융시장 달러수지 흑자도 국내증시 외인 매수세 둔화, 거주자 미국 주식 매입 재개 여파로 마이너스로 전환, 환율 하락 재료 부족

Ⅰ. 일보 후퇴 후 이보 전진을 시작할 Fed vs 선제 조치에도 추가 대응이 필요한 Non-U.S

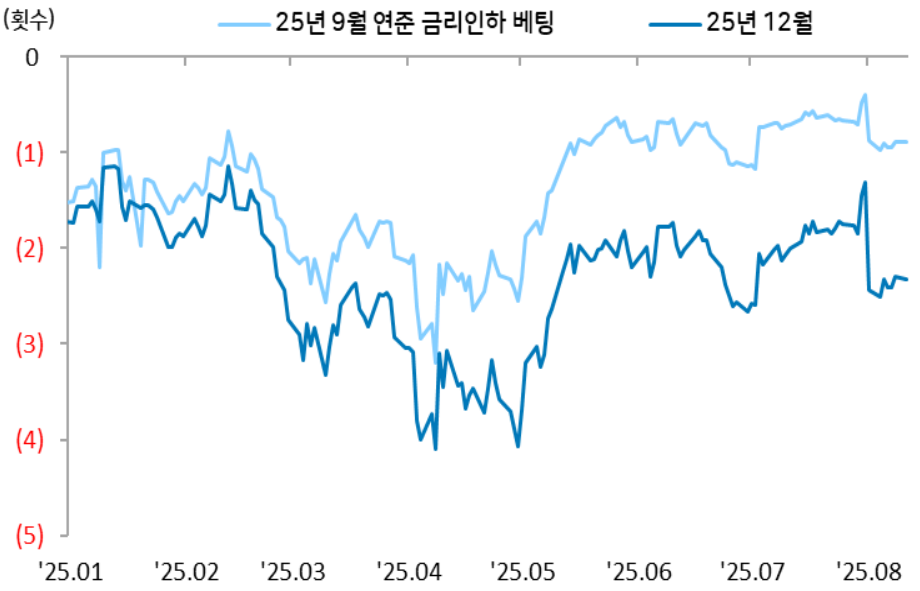
연준 내 비둘기 파벌이 '임시' 명분과 아군을 확보하면서 9월 금리인하는 예정된 수순

- ✓ 트럼프는 아드리아나 쿠글러 사임으로 발생한 연준 이사회 공석에 최측근이자 강성 비둘기 성향으로 분류되는 스티븐 미란을 지명
- ✓ 중도 매파로 분류됐던 쿠글러가 빠지고 미란이 연준 이사로 합류하게 되면서 연준 내 비둘기 파벌이 머릿수 싸움에서 우위를 확보
- ✓ 5, 6월 비농업 신규 고용 대규모 하향 조정에 트럼프 최측근 연준 이사회 합류 소식이 더해지자 9월 금리인하는 기정사실로 자리매김

스티븐 미란 이사 합류로 연준 통화정책 성향 분포도 상 비둘기가 우세해져



7월 고용지표 충격, 스티븐 미란 이사 선임 이후 9월 인하 확률 90%로 상승



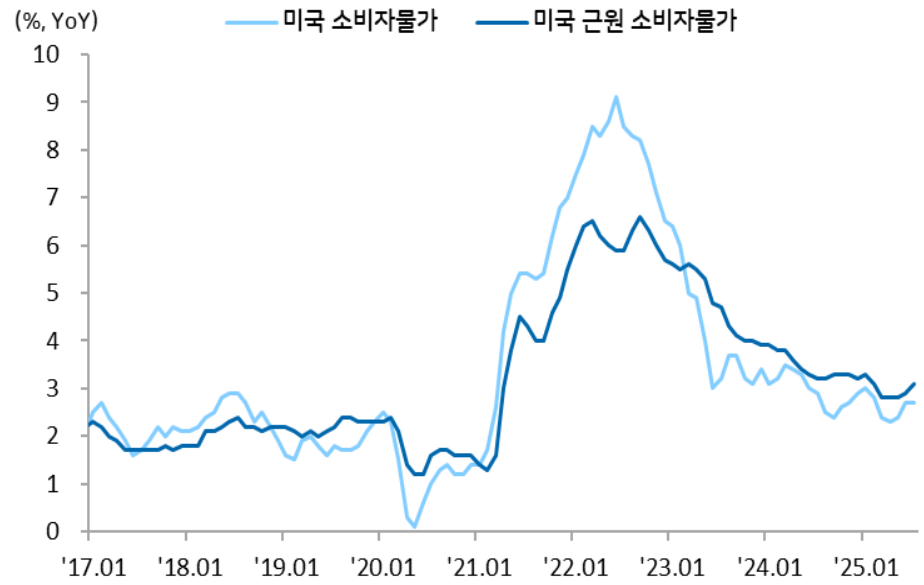
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅰ. 일보 후퇴 후 이보 전진을 시작할 Fed vs 선제 조치에도 추가 대응이 필요한 Non-U.S

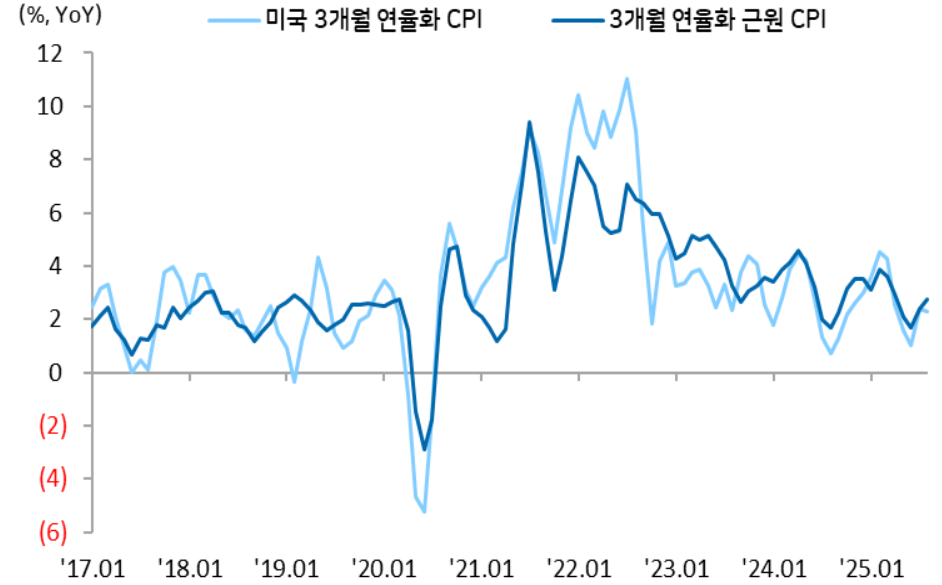
연준 금리인하 재개에 걸림돌이었던 7월 CPI는 '관리 가능한' 수준이라는 평가를 받음

- ✓ 트럼프가 금리인하 압박 수위를 높이는 가운데 발표된 7월 CPI는 근원물가가 전년대비 3.1% 상승했으나 예상범위라는 평가를 받아
- ✓ 7월 근원물가는 수요 증가에 따른 항공 운임 상승이 주도했고, 헤드라인 CPI는 6월과 동일한 2.7%상승에 그치며 시장 컨센을 하회
- ✓ 3개월 연율화 헤드라인, 근원 CPI도 각각 2.3%, 2.8%를 기록해 관세인상에 따른 스태그플레이션 우려가 생각보다 크지 않음을 시사

7월 근원 CPI 3%대로 재진입, 시장은 관리 가능한 인플레 압력이라고 평가



단기 추세를 보여주는 3개월 연율화 소비자물가는 2% 초반에서 다시 둔화



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅰ. 일보 후퇴 후 이보 전진을 시작할 Fed vs 선제 조치에도 추가 대응이 필요한 Non-U.S

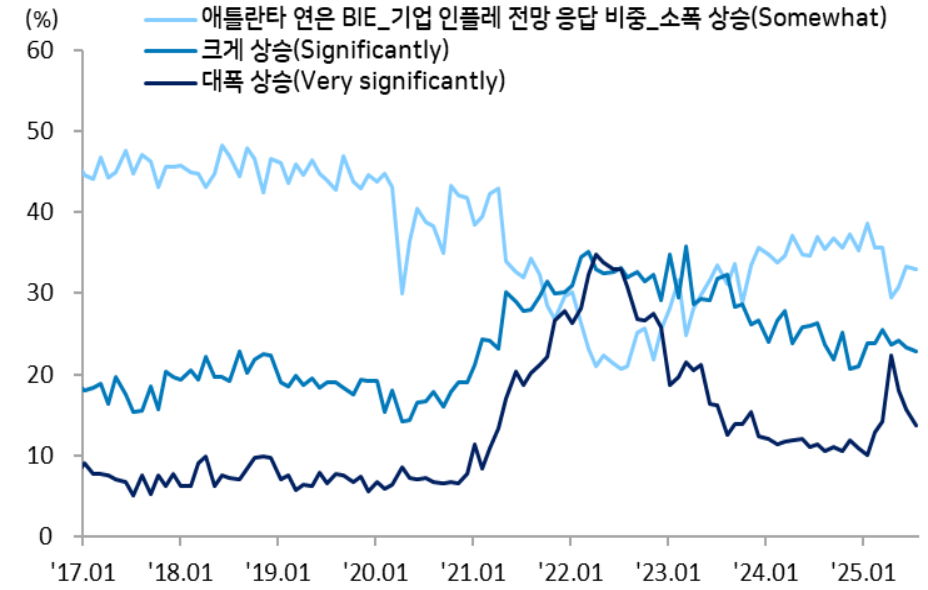
기업 인플레이션 전망 하향 안정화도 제약적 통화정책 완화 기대에 힘을 보태는 중

✓ 애틀란타 연은 기업 인플레이션 서베이에서 향후 비용이 대폭 상승할 것이란 응답 비중은 무역협상이 진행되면서 다시 하락하기 시작

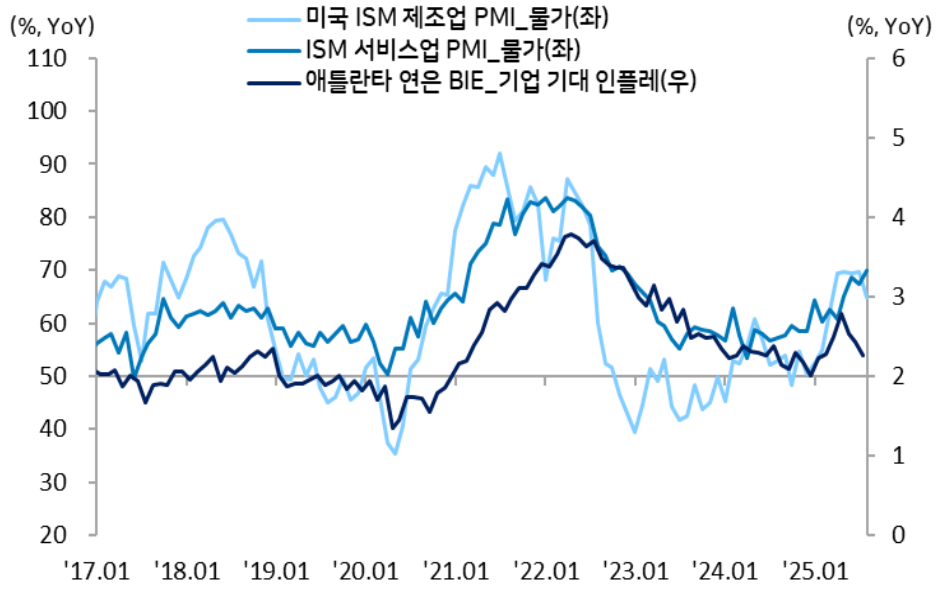
✓ 서비스 물가 전망이 올해 뚜렷한 상승세를 이어가고 있지만 관세 영향이 큰 제조업은 반대로 인플레이션 우려가 꺾이고 있음을 확인

✓ 관세 인상이 1차적으로 비용증가에 영향을 미친다는 점을 고려 시 기업 물가 전망 안정은 연준 금리인하 결정에 부담을 덜어주는 변수

애틀란타 연은 서베이 결과 기업 인플레이션 압력 확대 우려는 연초보다 진정



서비스업 인플레이션 우려 상승에도 향후 물가 전망은 2%대 초반으로 하락



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅰ. 일보 후퇴 후 이보 전진을 시작할 Fed vs 선제 조치에도 추가 대응이 필요한 Non-U.S

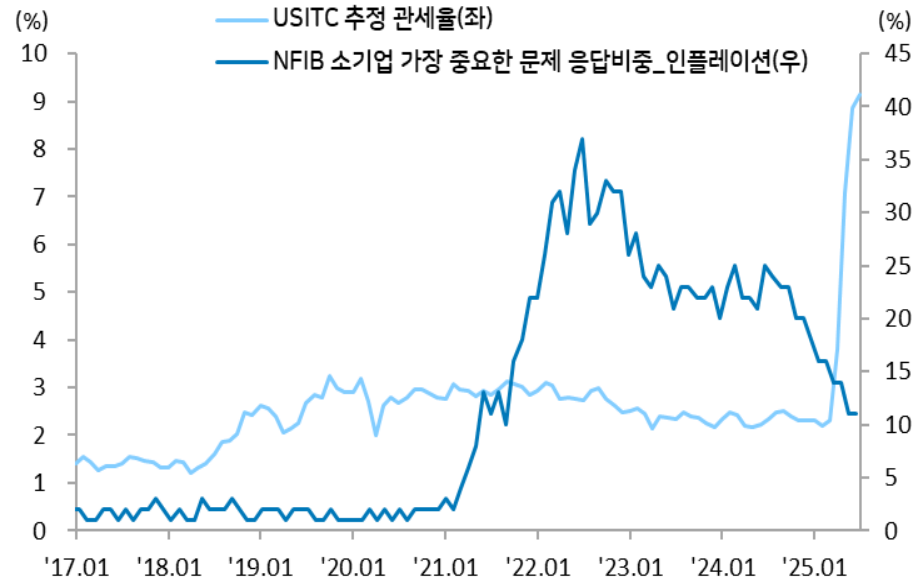
미국 보편 및 상호관세 인상에 따른 비용 상승 인플레이션 부담도 예상보다 크지 않아

✓ 실제로 미국 국제무역위원회가 추정한 관세율은 상호관세 부과 이후 2% 초반에서 9%대로 급등했으나 기업 투입비용 부담은 감소

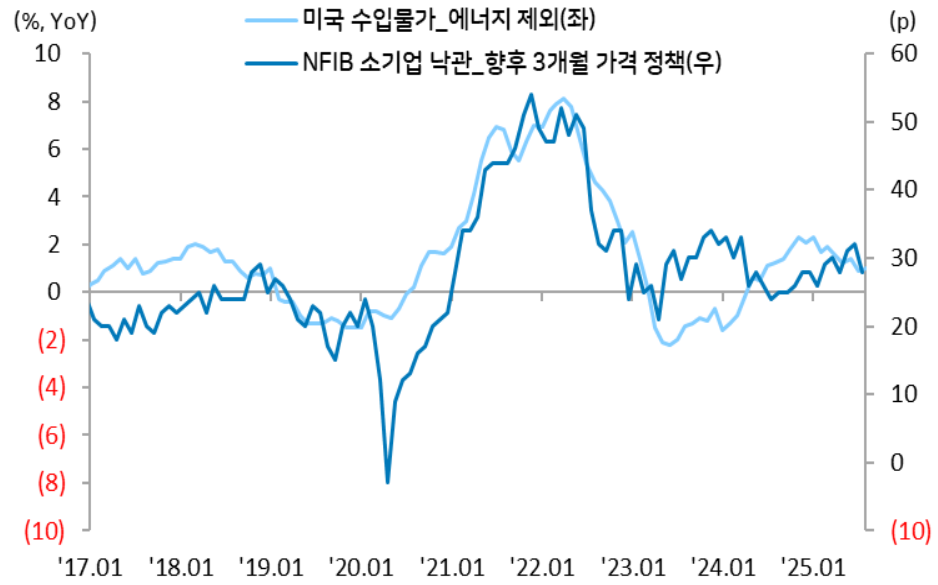
✓ 7월 NIFB 서베이에 따르면 투입비용 증가가 기업 경영에 가장 중요한 문제라고 응답한 비중은 11%로 전월과 동일한 수준을 유지

✓ 에너지를 제외한 수입물가는 전년대비 1.0% 상승에 그쳤고, 소기업 향후 3개월 가격 인상 계획도 2개월 연속 상승한 뒤 다시 반락

트럼프 보편 및 상호관세 인상에도 기업 투입비용 증가 부담은 낮아지고 있어



미국 에너지 제외 수입물가 상승 둔화, 소기업 가격 인상 계획도 재차 하락해



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅰ. 일보 후퇴 후 이보 전진을 시작할 Fed vs 선제 조치에도 추가 대응이 필요한 Non-U.S

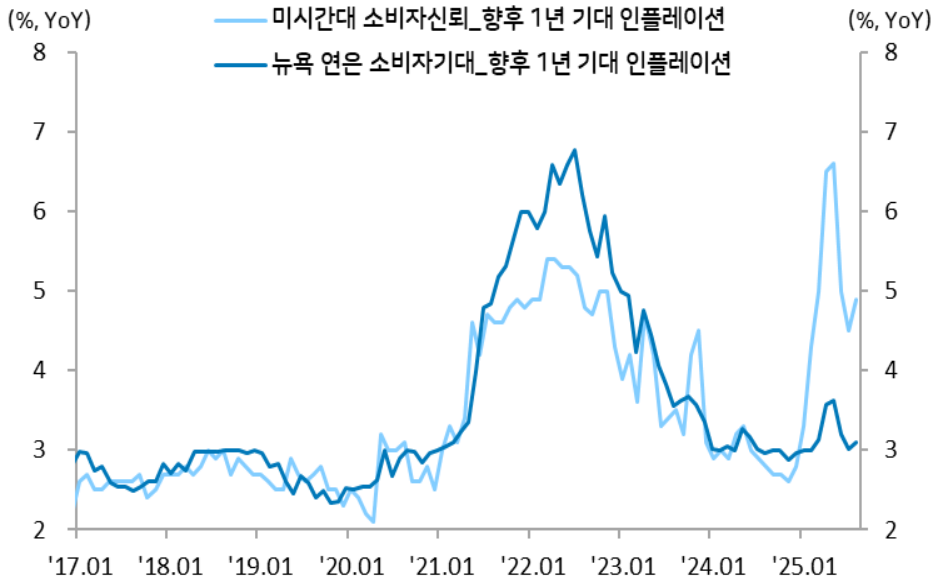
소비자 기대 인플레이션 반등은 관세협상 타결 및 대중 관세 유예로 다시 낮아질 가능성 高

✓ 8월 중순 미시간대 소비자신뢰지수에서 1년 기대 인플레이션이 4.9%로 반등하면서 스태그플레이션 이슈가 다시 수면 위로 부상

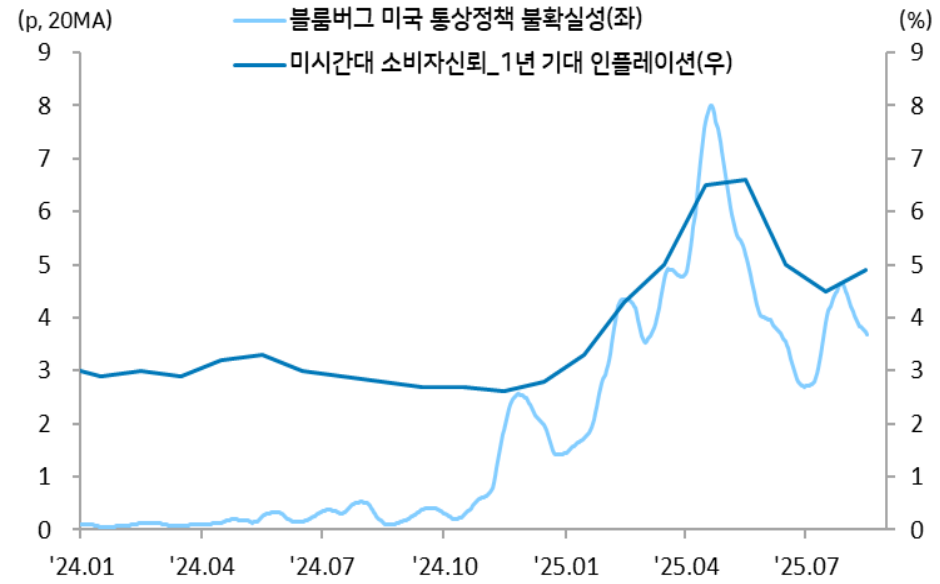
✓ 당행은 8월 초 상호관세 데드라인을 앞둔 미국과 주요 교역국 무역협상 불확실성이 소비자에게 가격 상승 우려를 부추겼다고 분석

✓ 일부 국가를 제외한 주요 교역국과 관세협상이 마무리 됐고, 대중 관세가 유예되면서 소비자 물가 전망은 재차 안정화될 확률이 높아

8월 중순 미시간대 소비자 물가전망 반등으로 스태그플레이션 우려 재부상



8월 관세협상 관련 노이즈가 제거되면서 향후 소비자 물가 전망 재차 안정 기대



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅰ. 일보 후퇴 후 이보 전진을 시작할 Fed vs 선제 조치에도 추가 대응이 필요한 Non-U.S

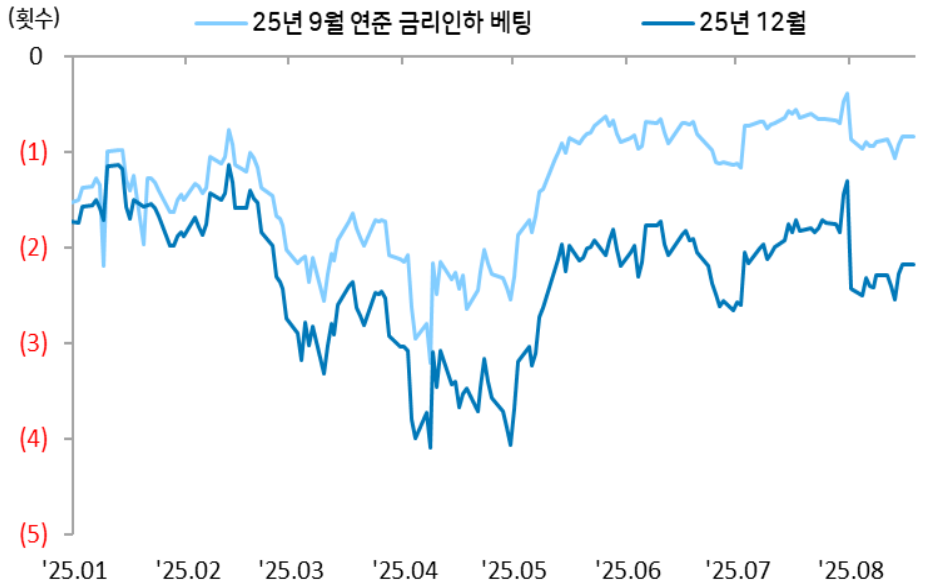
9월, 12월 각각 25bp씩 총 2회 금리인하를 연준 통화정책 베이스 시나리오로 설정

✓ '관리 가능한' 소비자물가, 기업 기대 인플레이션 안정을 고려했을 때 연준이 9월 금리인하를 재개할 것이란 전망은 타당하다는 평가

✓ 베센트 재무부 장관이 압박하고 있는 빅컷(50bp 인하)은 소비자 기대 인플레이션이 빠른 속도로 안정되지 않는 한 불가능한 선택지

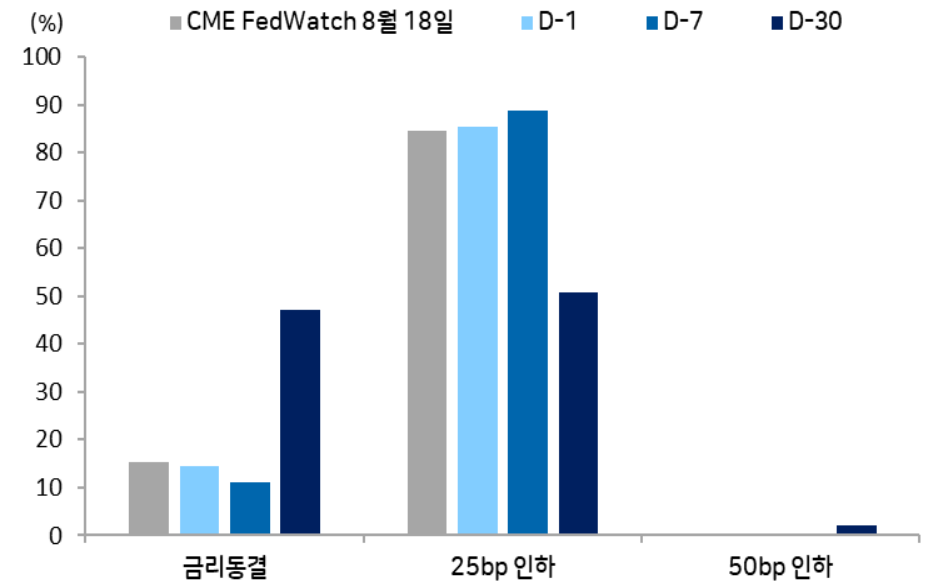
✓ 우리는 연말까지 연준이 9월과 12월 두 차례에 걸쳐 25bp 금리인하를 단행 올해 최종 기준금리 상단이 4%로 낮아질 것으로 예상

인플레이션 부담 완화를 고려 시 연준 9월, 12월 각각 1회 기준금리 인하 예상



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

7월 중순 이슈가 됐던 9월 50bp 인하는 현실적으로 가능성이 낮은 선택지

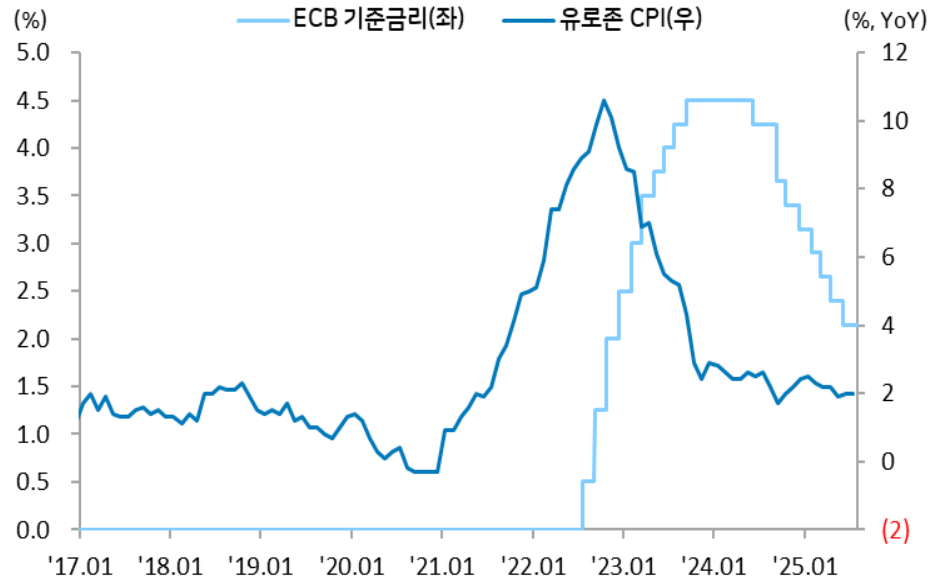


Ⅰ. 일보 후퇴 후 이보 전진을 시작할 Fed vs 선제 조치에도 추가 대응이 필요한 Non-U.S

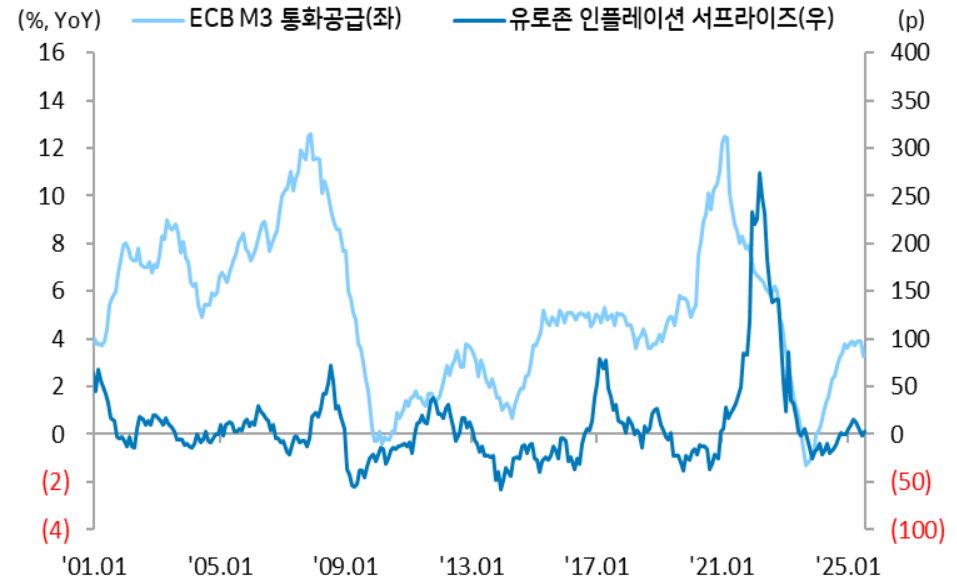
ECB는 선제적 금리인하로 유동성 공급을 재개했으나 인플레 압력 재확대 위험 부재

- ✓ ECB는 연준이 인내심을 강조하며 통화정책을 동결한 사이 2% 물가목표 달성이 가시화되자 적극적인 금리인하를 통해 선제적 대응
- ✓ M3 통화공급이 올해 평균 3% 후반 증가율을 기록한 가운데 물가 상승률은 2%에서 머무르고 있으며 인플레이션 모멘텀도 안정적
- ✓ 오히려 일부 ECB 관계자는 유로화 강세로 인한 수입물가 하락을 고려하면 연말 소비자물가가 2%를 하회할 수 있다는 우려를 제기

ECB는 인플레이션 2% 목표에 근접하자 1년 동안 선제적으로 금리를 인하



선제적 대응 이후 유동성 공급이 다시 증가했으나 인플레 압력 재확대 부재



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅰ. 일보 후퇴 후 이보 전진을 시작할 Fed vs 선제 조치에도 추가 대응이 필요한 Non-U.S

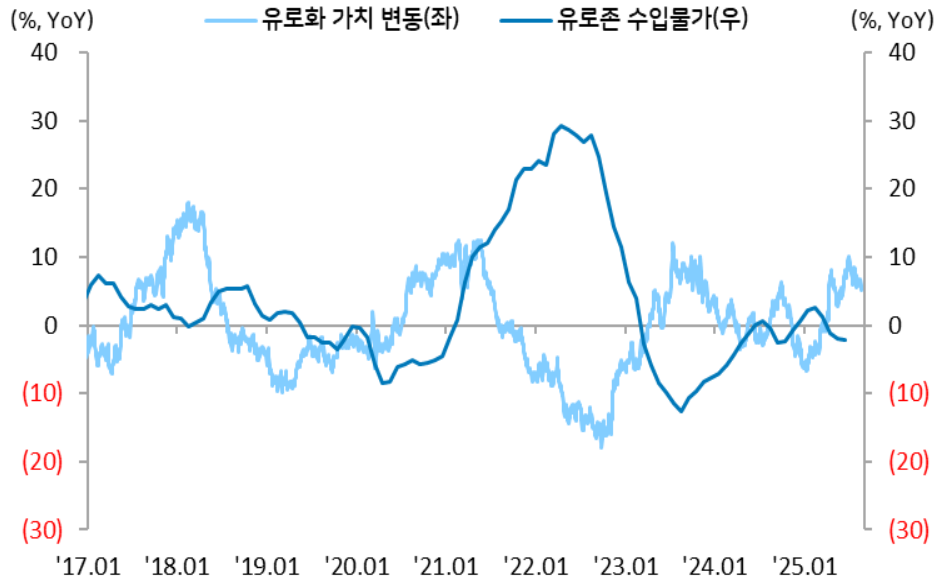
유로화 강세로 인한 수입물가 하락은 ECB 추가 인하 베팅 재료로 소화될 확률이 높아

✓ 연초 달러화 약세, 유로존 성장 회복 기대 등 영향에 유로화 가치가 상승하면서 유로존 수입물가 상승률은 3개월 연속 마이너스 기록

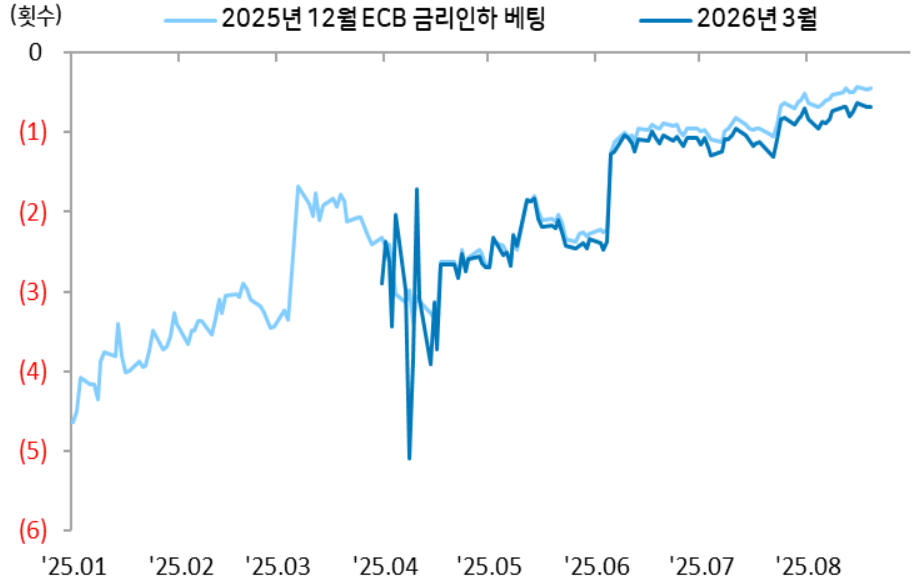
✓ 6월 ECB가 기준금리가 중립 수준에 근접했다고 발언하며 추가 인하 기대가 꺾인 상황에서 수입물가 하락은 새로운 변수가 될 수 있어

✓ 미-EU 관세협상 타결로 가장 우선순위가 높은 불확실성이 제거된 상황에서 인플레이션 부담 경감은 추가 인하 기대를 높이는 재료

올해 유로화 가치 상승 여파로 유로존 수입물가는 4월 이후 3개월 연속 하락



수입물가 하락으로 인플레 부담 경감 시 연내 ECB 추가 인하 베팅 가능성 高



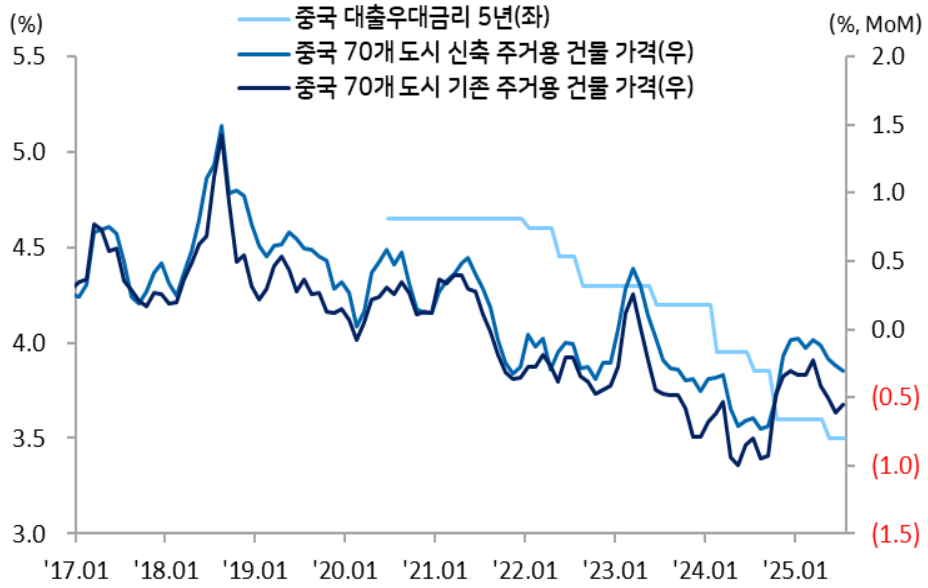
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅰ. 일보 후퇴 후 이보 전진을 시작할 Fed vs 선제 조치에도 추가 대응이 필요한 Non-U.S

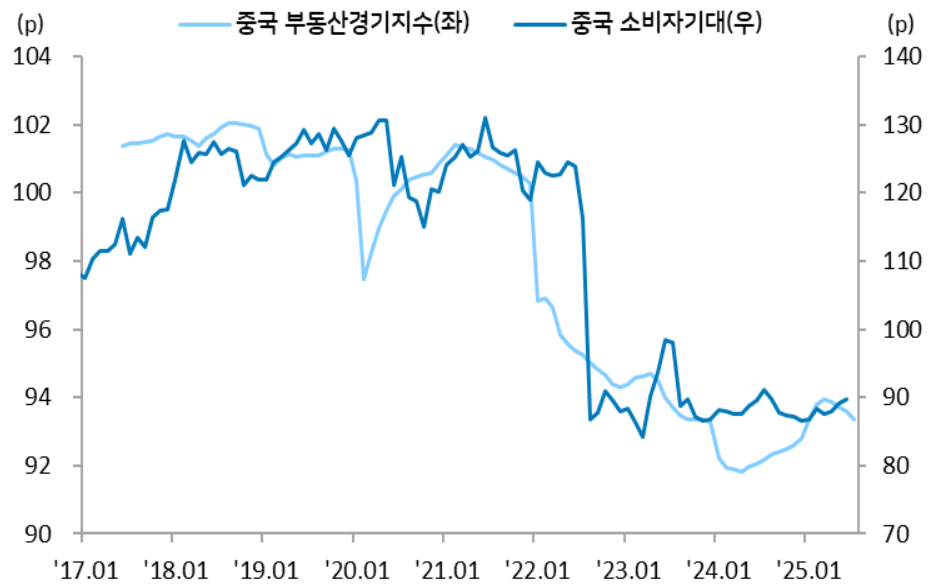
중국은 부동산 경기 부양을 위해 정부 지원 뿐만 아니라 추가 금리인하 병행이 필요

- ✓ 인민은행은 작년에 이어 올해도 주담대 벤치마크인 5년 대출우대금리를 한차례 인하했음에도 부동산 경기 회복을 도모하기엔 부족
- ✓ 중국 70개 도시 신축, 기존 주택가격은 연초 낮은 금리와 지방정부 매입에 낙폭을 줄였으나 유의미한 수요 회복 부재로 하락세 재개
- ✓ 부동산 경기 회복이 지연되면서 내수 회복에 중추를 담당해야 하는 소비심리 회복을 기대하기 어려운 상황, 추가 금리인하가 절실해

중국 신축, 기존 주택 가격은 금리인하에도 불구하고 유의미한 반등 신호 부재



올해 상반기 반등하던 부동산 경기 회복세가 꺾이면서 내수부진 우려 재부상



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅰ. 일보 후퇴 후 이보 전진을 시작할 Fed vs 선제 조치에도 추가 대응이 필요한 Non-U.S

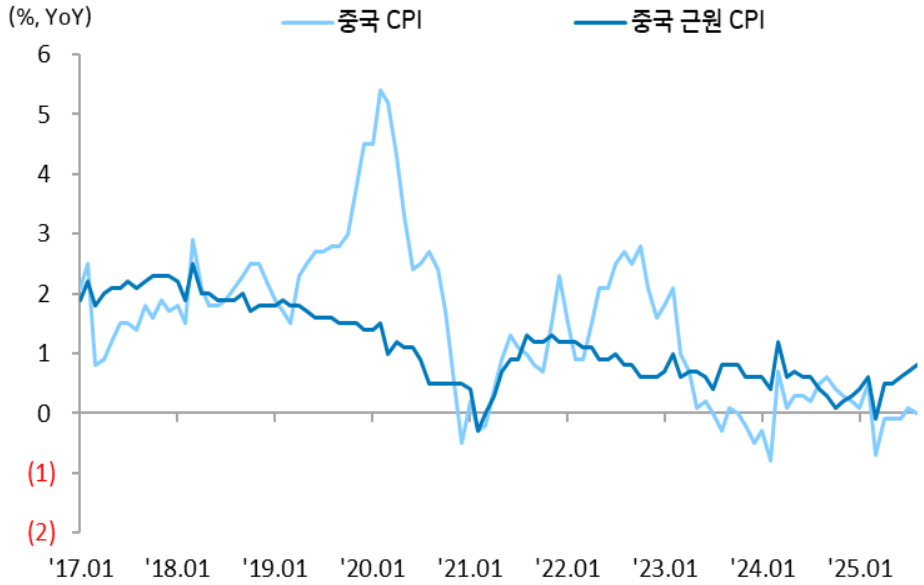
인민은행 금리인하 명분은 낮은 물가 상승률, 기대 인플레 하락을 고려하면 차고 넘쳐

✓ 중국은 현재 디플레이션을 걱정해야 되는 상황으로 근원물가는 상승했으나 헤드라인 소비자물가는 보합 수준을 유지하기 힘든 상황

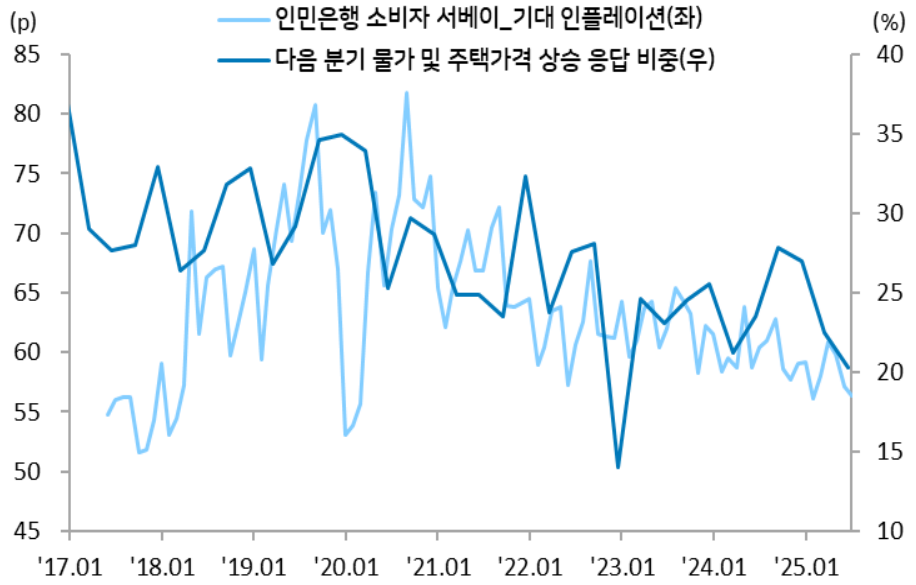
✓ 인민은행 서베이에 따르면 중국 소비자 기대 인플레이션은 팬더믹 이후 우하향 중이며, 소비자 물가 및 주택가격 반등 기대도 전무해

✓ 9월 연준이 금리인하에 시동을 걸 경우 인민은행도 기준금리 역할을 하는 1년, 5년 대출우대금리 인하를 재개할 가능성이 높다고 판단

중국은 헤드라인 CPI는 0% 유지에도 벅찬 상황, 추가 금리인하 명분 확실



중국 소비자 기대 인플레이션 하락 & 향후 물가와 주택가격 반등 기대 전무



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅱ. 구조적 유동성 공급 확대는 위험자산에 긍정적, 국가별 펀더멘탈 점검은 필요

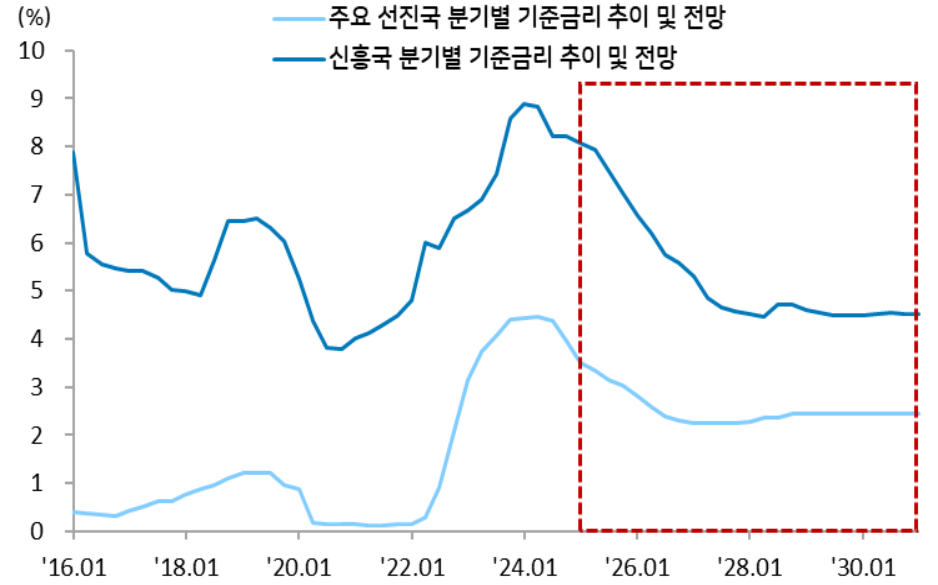
글로벌 주식시장 버블 논란은 금융위기, 팬더믹 이후 구조적 유동성 공급 확대를 감안할 필요

- ✓ 당행은 올해 미국 주식시장 버블 논란을 중심으로 한 글로벌 위험자산 고평가 주장에 동의하지 않는다는 기존 입장을 고수하는 중
- ✓ 글로벌 주식 버핏지수가 1.2배를 상회하며 2000년대 중반 수준에 도달한 이유는 금융위기 이후 급증한 중앙은행 유동성 공급 때문
- ✓ 팬더믹 이후 더 많은 유동성 공급이 단행됐고 올해 하반기 선진국, 신흥국 추가 금리인하로 자산가격 상승에 필요한 정당성을 확보

글로벌 주식시장은 구조적 유동성 공급 확대를 감안하면 버블이라 볼 수 없어

출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

올해 하반기 글로벌 중앙은행 추가 금리인하 대기, 유동성 공급 확대는 기정사실



Ⅱ. 구조적 유동성 공급 확대는 위험자산에 긍정적, 국가별 펀더멘탈 점검은 필요

미국과 Non U.S 자산가격 격차가 크게 벌어졌지만 닷컴버블 재현을 우려할 상황은 아냐

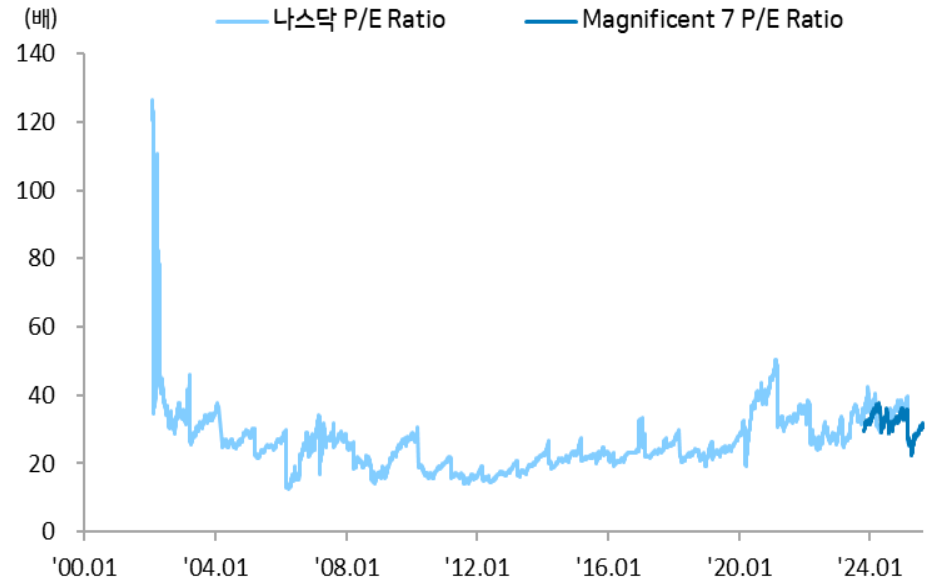
✓ 물론 버핏지수를 기준으로 미국은 2배를 상회한 반면 미국 외 전세계 주식시장은 1배를 하회하며 2018년과 비슷한 수준에 그쳐

✓ 미국은 버핏지수만 보면 버블이 과도하다는 판단을 내릴 수 있지만 가격 상승을 주도하는 기술주 PER은 2000년 초반보다 훨씬 낮아

✓ 우리는 금융위기 이후 구조적 유동성 공급 확대 속 펀더멘탈 경쟁력이 압도적이었던 미국 자산가격이 가장 큰 수혜를 입었다고 분석

버블을 측정하는 버핏지수는 미국과 Non U.S 간 격차가 크게 벌어진 상황

미국 주가 상승을 주도하는 기술주 PER은 닷컴버블과 비교하면 낮은 수준



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅱ. 구조적 유동성 공급 확대는 위험자산에 긍정적, 국가별 펀더멘탈 점검은 필요

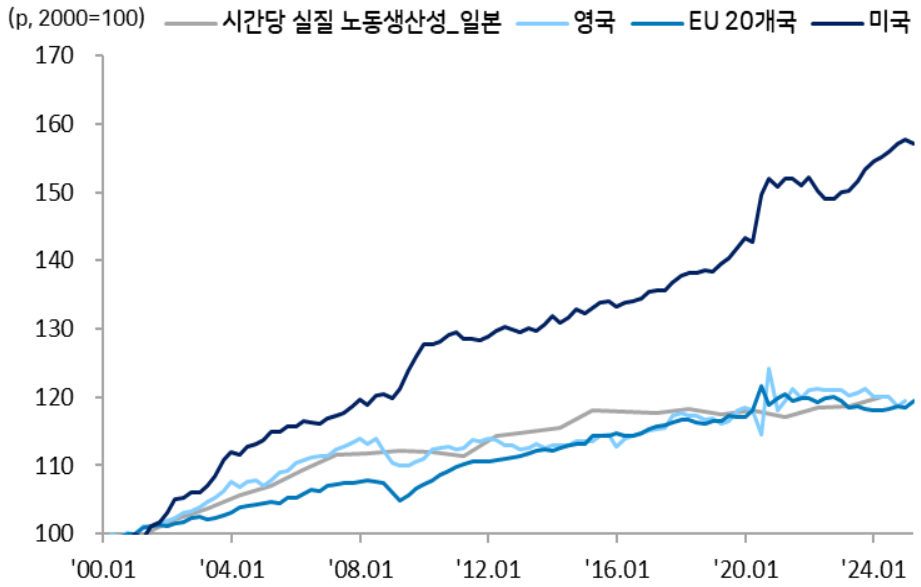
미국은 국가별 경쟁력을 측정하는 노동생산성, 총요소생산성에서 비교우위가 두드러져

✓ IMF를 비롯한 주요 국제기구는 국가별 성장 경쟁력을 측정할 때 노동생산성을 비교, 중장기 성장 잠재력은 총요소생산성으로 측정

✓ 미국은 주요 선진국 중에서 시간당 실질 노동생산성이 가장 빠른 속도로 개선, 유럽과 영국은 2020년대 생산성 개선이 미미한 수준

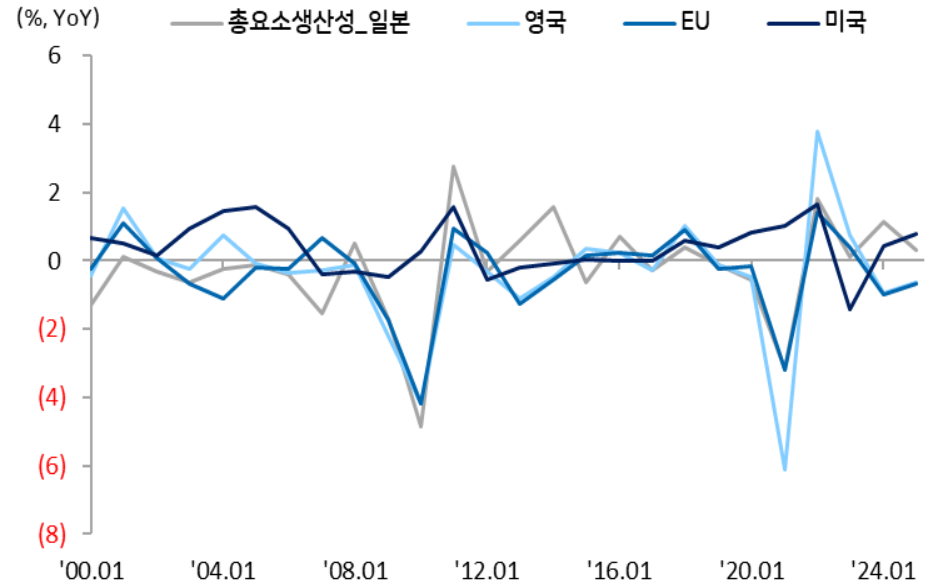
✓ 성장 잠재력을 나타내는 총요소생산성도 2010년 중반부터 주요국 중 미국만 꾸준히 높은 성장률을 기록하며 국가별 경쟁력에서 우위

국가별 경쟁력을 측정하는 시간당 노동생산성, 미국과 주요국간 초격차 발생



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

총요소생산성에서 미국은 2010년대 중반부터 작년까지 주요국에 우위 확보



Ⅱ. 구조적 유동성 공급 확대는 위험자산에 긍정적, 국가별 펀더멘탈 점검은 필요

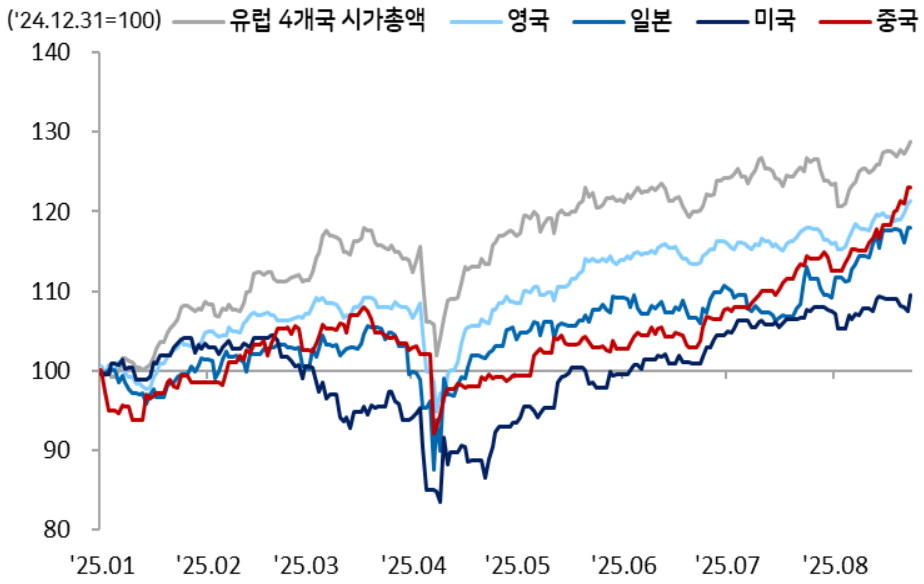
미국은 성장 경쟁력 우위에도 불구하고 올해 8월까지 자산성과는 주요국 중 꼴찌 기록

✓ 반대로 경제 전망을 가격에 반영하는 자산성과는 올해 미국보다 유럽, 중국, 영국, 일본이 앞서 나가며 성장 경쟁력과 괴리를 나타내

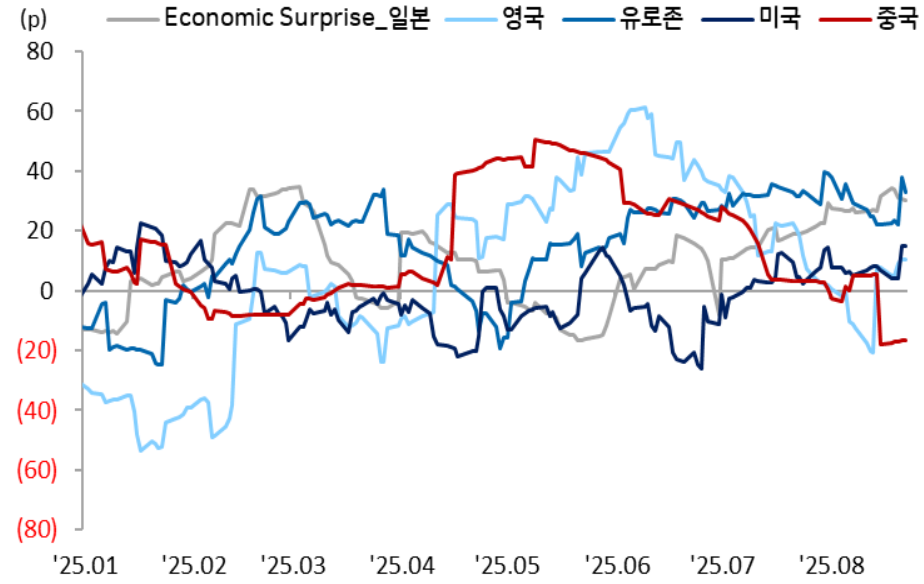
✓ 올해 주요국 시가총액은 유럽, 중국, 영국, 일본, 미국 순으로 상승했고, 8월 이후 미국을 제외한 주요국 시가총액 증가 속도가 더 빨라져

✓ 가격에 정당성을 부여하는 경기 모멘텀을 비교했을 때 미국에 뒤쳐지는 영국, 중국 자산가격 상승은 지속여부가 불투명하다는 생각

올해 미국은 주요국 중 가장 열등한 자산성과 기록, 유럽의 약진이 두드러져



주요국 중 미국보다 양호한 경기 모멘텀을 보유하고 있는 국가는 유럽, 일본 뿐



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅱ. 구조적 유동성 공급 확대는 위험자산에 긍정적, 국가별 펀더멘탈 점검은 필요

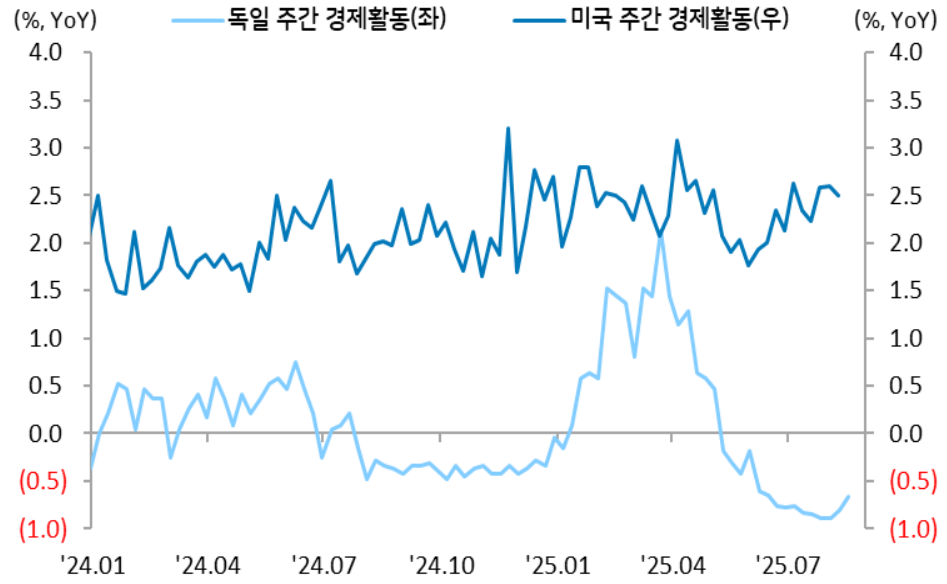
유럽 자산성과 우위는 미국과 독일 성장격차, 투자자 미국 경제전망 반전 영향에 희석 전망

✓ 유럽도 모멘텀은 양호하지만 최대 경제국 독일 성장 부진이 계속되고 있다는 점을 감안하면 미국대비 자산가격 고평가 진단이 타당

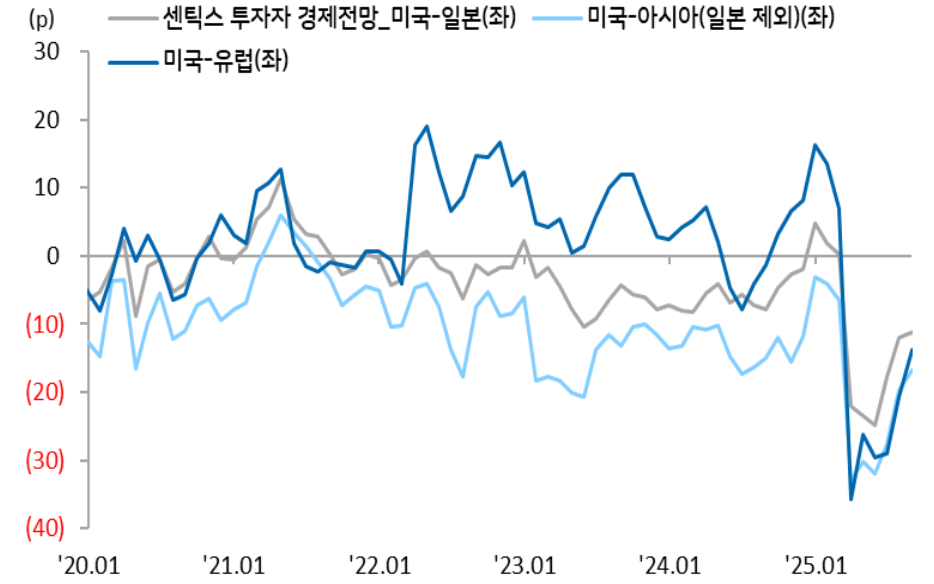
✓ 올해 1분기 독일 주간 단위 경제활동이 미국을 따라 잡으며 성장격차가 좁혀지자 유로존 주식시장은 독일을 중심으로 상승폭 확대

✓ 다만 2분기부터 미국과 독일 성장격차가 다시 크게 벌어졌고, 미국을 비관적으로 바라보던 투자자 경제전망도 빠른 속도로 개선됨

유럽 최대 경제국인 독일과 미국을 비교하면 2분기부터 성장 격차 재차 확대



올해 미국을 가장 비관적으로 바라보던 투자자 경제전망도 분위기 반전 확인



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부 / 주석: 기존 독일 주간 경제활동은 원데이터를 사용했으나 더 정확한 비교를 위해 미국과 동일하게 연율화 스케일링

Ⅱ. 구조적 유동성 공급 확대는 위험자산에 긍정적, 국가별 펀더멘탈 점검은 필요

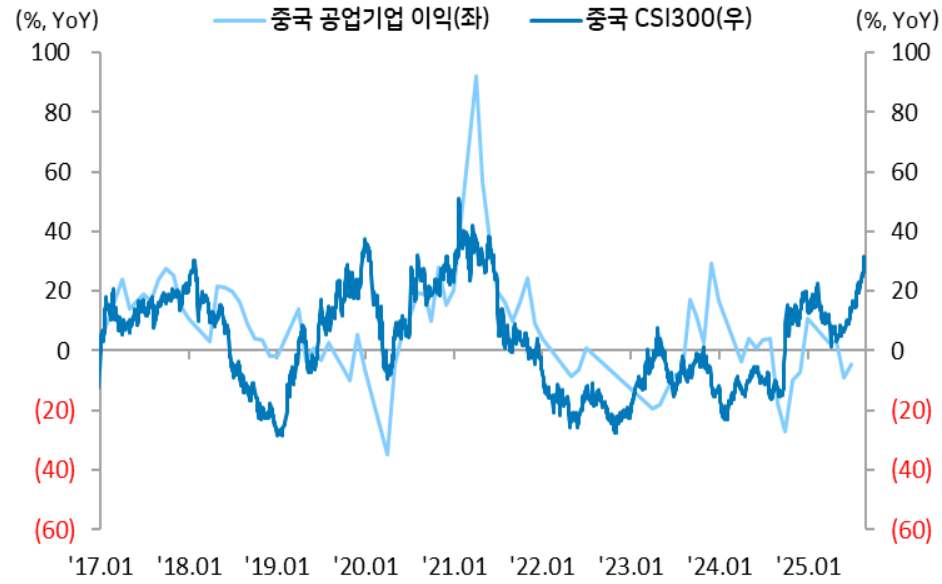
중국 증시는 기업 실적에 대한 금융시장과 실물경기 전망이 대비되며 잠재적 하방 위험 확대

✓ 중국 역내 주식시장은 작년 9월 인민은행 유동성 패키지 투입, 올해 재정지출 확대 기대 등으로 약 4년간 부진을 딛고 큰 폭으로 상승

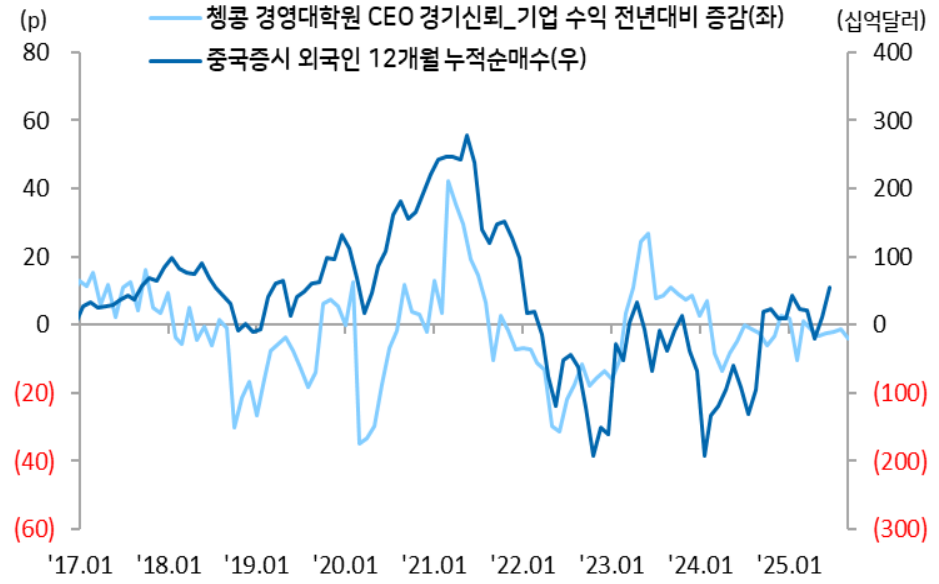
✓ 상반기 중국 기업이익이 전년대비 크게 증가하지 않은 상황에서 주가 상승은 대내외 투자자가 중국 기업 실적 개선을 낙관했기 때문

✓ 문제는 기업 경영진 대상 서베이에서 수익 개선을 전망하는 비중이 높지 않다는 점, 실적 부진은 향후 주가 하방 위험을 키우는 요인

중국 역내 주식시장 상승은 기업이익 개선을 낙관한 영향이 큰 것으로 분석



기업 수익 전망은 지지부진한 상황, 외국인 자금 이탈과 주가 하락 위험 존재



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅲ. FOMC Bump vs Transitory Shortage, 연준 9월 금리인하 이후 강달러 재개

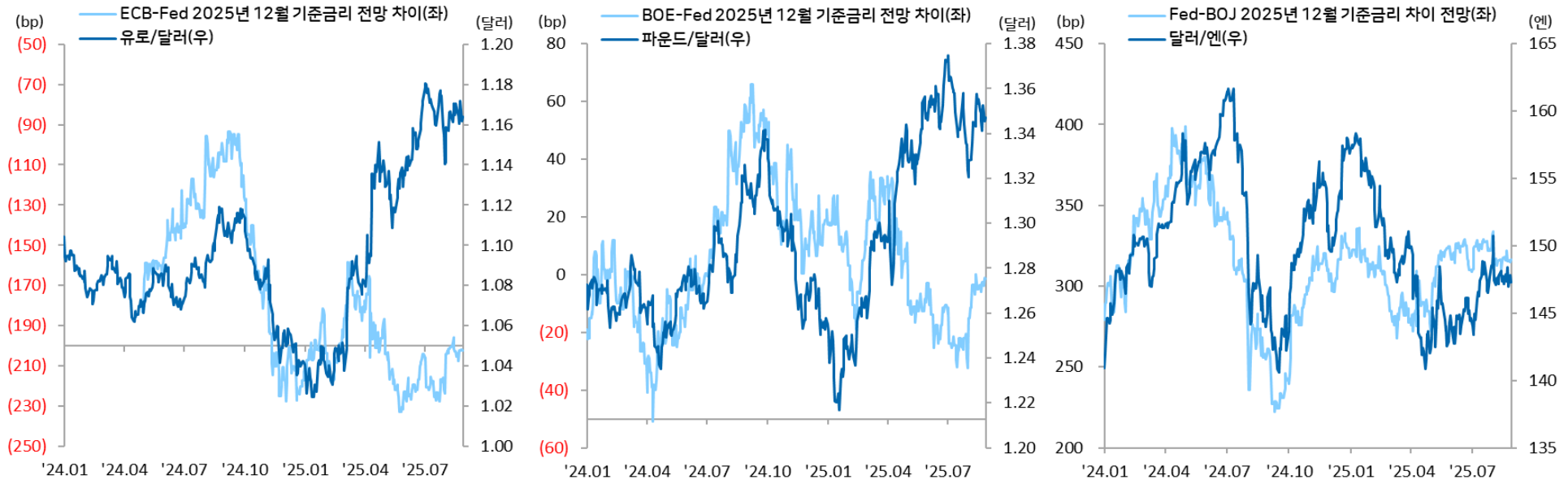
9월 중순 FOMC에서 연내 추가 금리인하를 열어둘 경우 일시적으로 약달러 부담 확산

✓ 기축통화는 통화정책 전환기에 양국 기준금리 전망이 주요한 가격 변수로 작용하는데 작년부터 올해 1분기까지 외환시장이 여기에 해당

✓ 통화정책만 놓고 봤을 때 유로, 파운드화는 고평가라고 볼 수 있지만 9월 FOMC 비둘기 해석 위험은 추가 상승을 부추길 수 있는 재료

✓ 엔화는 BOJ 금리인상 지연 때문에 8월 들어 달러/엔이 140엔 후반으로 상승하면서 연준, BOJ 통화정책 차이와 비슷한 수준으로 복귀

양국간 통화정책 '만' 비교했을 때 유로화와 파운드화 고평가가 눈에 띄어, 9월 FOMC 결과가 비둘기로 해석된다면 단기적으로 달러지수 추가 하락을 염두



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅲ. FOMC Bump vs Transitory Shortage, 연준 9월 금리인하 이후 강달러 재개

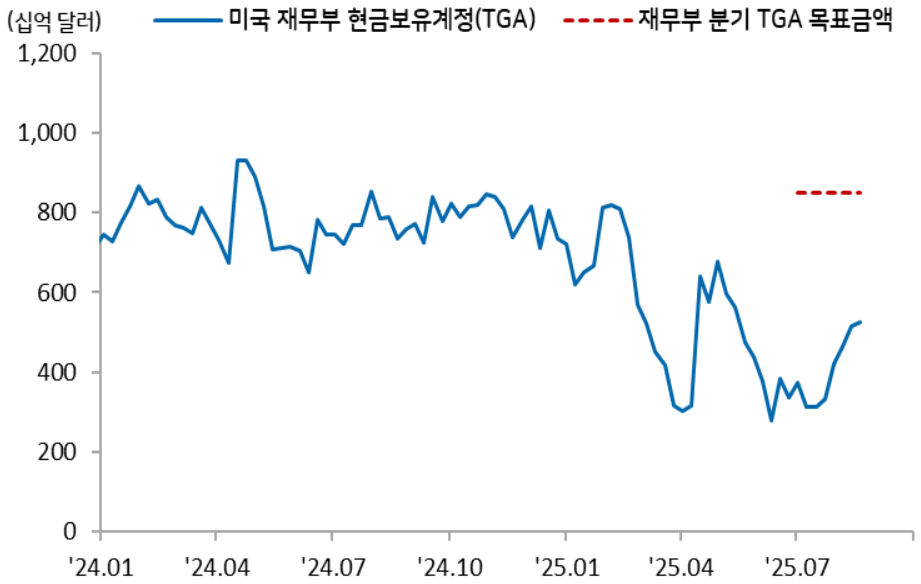
FOMC 이후 분기말까지는 연방정부 현금 조달 확대로 인한 달러 유동성 감소에 주목

✓ 9월 달러는 FOMC 금리인하 재개, 비둘기 통화정책 가이던스에 하락 후 유동성 부족 현상으로 분기말에는 큰 폭으로 상승 전환 기대

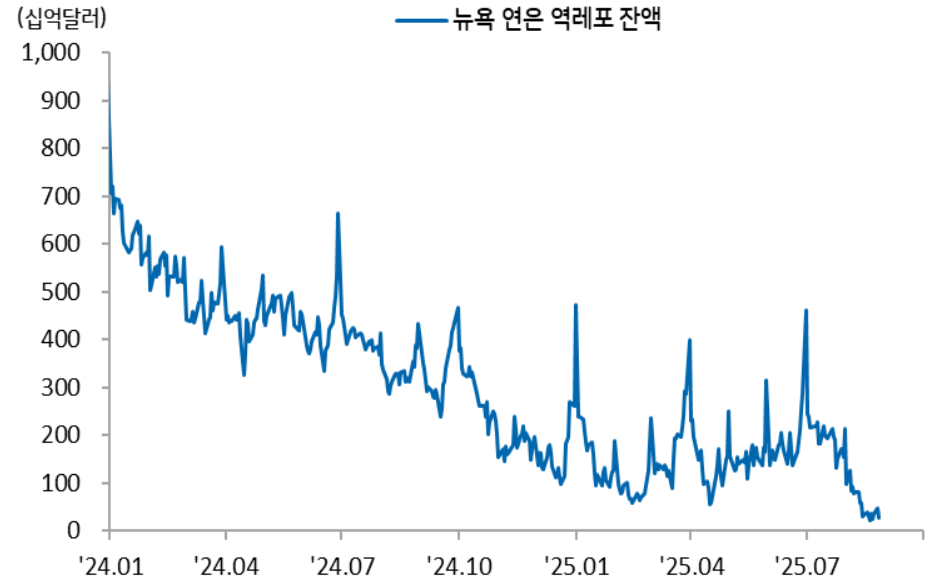
✓ 연방정부는 9월 말까지 8,500억 달러 현금을 확보할 계획이며 8월 20일 기준 목표대비 약 3,300억 달러 규모의 추가 조달이 필요

✓ 문제는 역레포 잔액이 300억 달러에 미달하면서 연방정부 유동성 흡수 충격을 상쇄시켜줄 버퍼가 부족해, 강달러 부담이 커질 수 있어

연방정부 현금보유 계정은 8월 20일 기준 목표대비 약 3,300억 달러 미달



연방정부 현금 조달을 상쇄시켜줄 수 있는 역레포 잔액은 약 260억 달러에 불과



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅲ. FOMC Bump vs Transitory Shortage, 연준 9월 금리인하 이후 강달러 재개

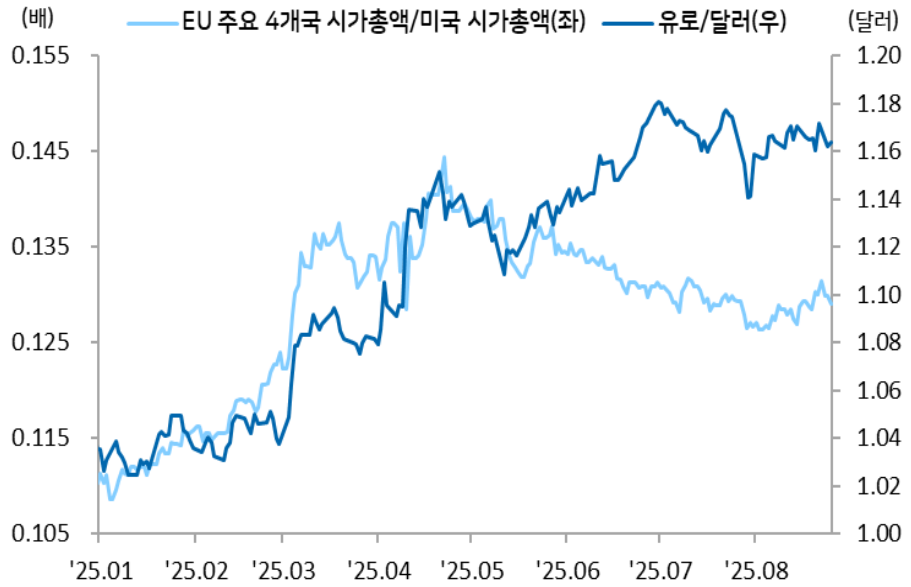
상대적 자산성과를 비교했을 때 유로화는 고평가 영역 진입 vs 위안화는 적정가치 수준

✓ 유로화는 시가총액, 경제전망 추이를 비교했을 때 여전히 고평가 영역에 자리하고 있으며 하반기 조정압력이 커질 것이란 전망 고수

✓ 그나마 위안화는 8월 중국 주식이 미국을 압도하면서 적정수준으로 회귀했지만 자산성과 우위가 계속 담보되어야 한다는 것이 맹점

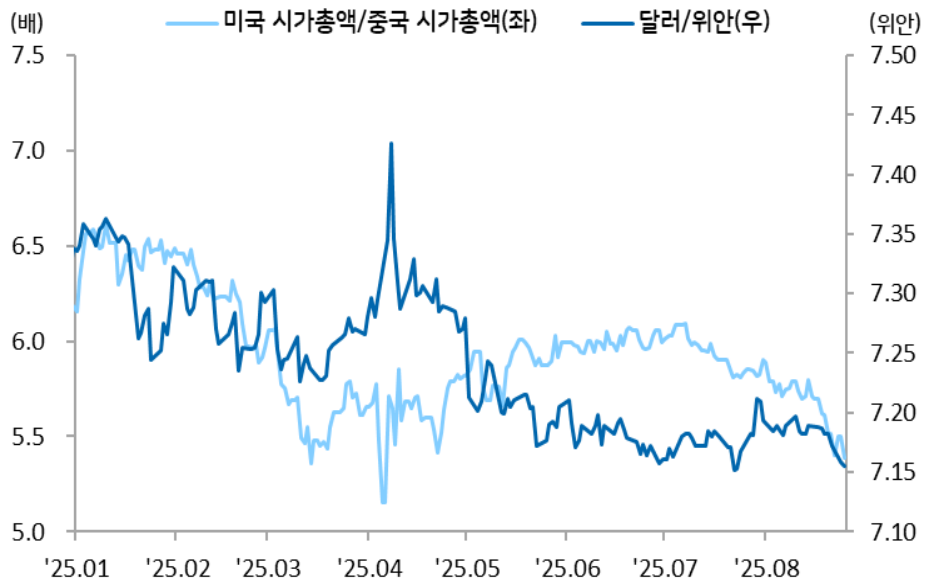
✓ 중국 주식시장은 하반기 들어 내수 회복세가 둔화됐다는 통계를 고려하면 실적 낙관에 기반한 상승세가 지속될 가능성이 높지 않아

유로화는 유럽 주요 4개국과 미국 상대적 자산성과를 비교했을 때 고평가



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

위안화는 8월 이후 중국 증시 상승에 동조, 자산성과 대비 평가가 적절한 상황



Ⅲ. FOMC Bump vs Transitory Shortage, 연준 9월 금리인하 이후 강달러 재개

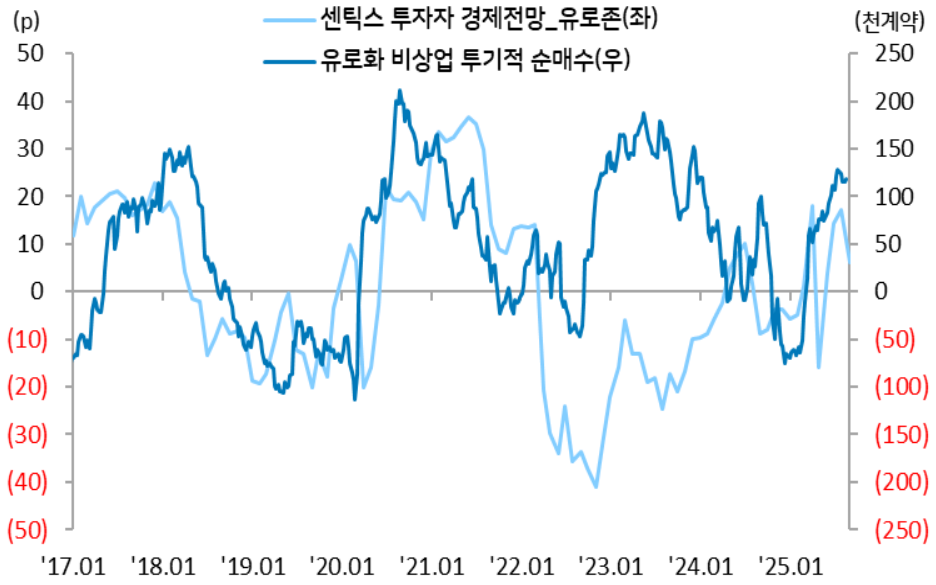
유로존 경제전망 둔화 -> 선물옵션시장 롱스탑 & 풋옵션 거래량 증가 -> 유로화 조정 압박

✓ 투자자 유로존 경제 전망이 꺾이면서 선물시장 유로/달러 롱플레이 청산이 임박했음을 시사, 3분기말 유로/달러 1.14 중반 레벨 예상

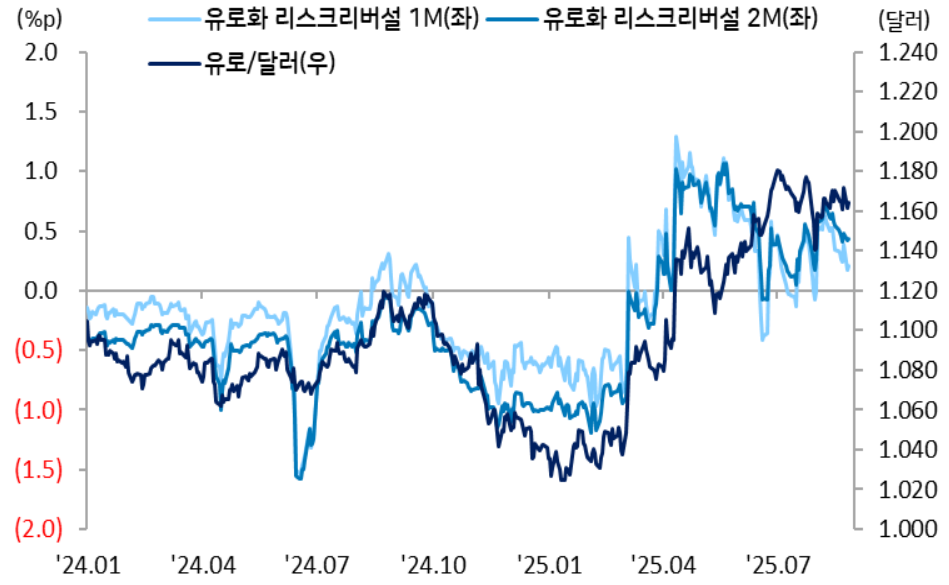
✓ 유로화 1, 2개월 리스크 리버설도 콜옵션 대비 풋옵션 거래량이 증가하며 유로/달러 조정 가능성을 시사하고 있다는 점에 주목할 필요

✓ 당행은 9월 FOMC 금리인하로 달러가 일시적으로 조정을 받는 구간에서 유로화가 고점을 찍고 분기말부터 하락하는 시나리오를 제시

유로존 투자자 경제 전망이 둔화되면서 유로화 롱플레이도 청산될 확률 高



옵션시장에서 8월 들어 풋옵션 거래량이 늘어나며 유로/달러 하락에 대비 중



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅲ. FOMC Bump vs Transitory Shortage, 연준 9월 금리인하 이후 강달러 재개

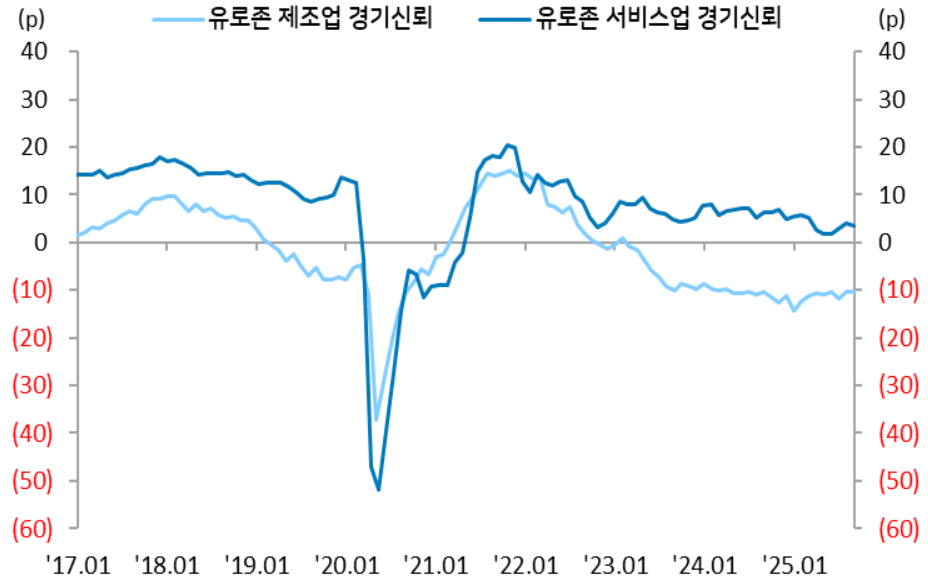
유로존 제조업 장기불황, 서비스업 모멘텀 둔화는 유로화 고평가 진단을 지지하는 근거

✓ 유로존 경제 전망은 기본적으로 제조업 장기불황이 계속되고 있고 서비스 업황도 작년 수준에 미치지 못하며 긍정적으로 보기 어려워

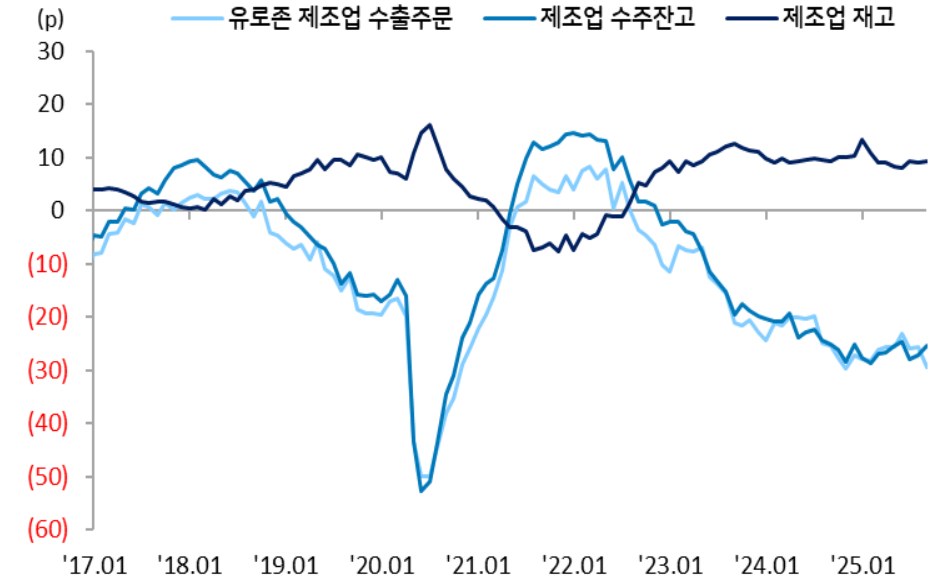
✓ 제조업 세부지표를 살펴보면 대외수요 감소는 반등 징후가 없고 재고만 쌓여 있는 전형적인 불황 패턴을 2023년 이후 줄곧 유지

✓ 작년과 재작년은 남부 유럽 관광산업을 중심으로 서비스업 경기 회복이 견고했으나 올해는 그마저도 둔화, 유로 강세 지지요인 부족

유로존 제조업 L자형 불황 장기화 & 서비스업 경기 모멘텀도 작년보다 낮아져



유로존 제조업은 중국발 대외수요 감소, 악성재고 문제를 아직 해결하지 못해



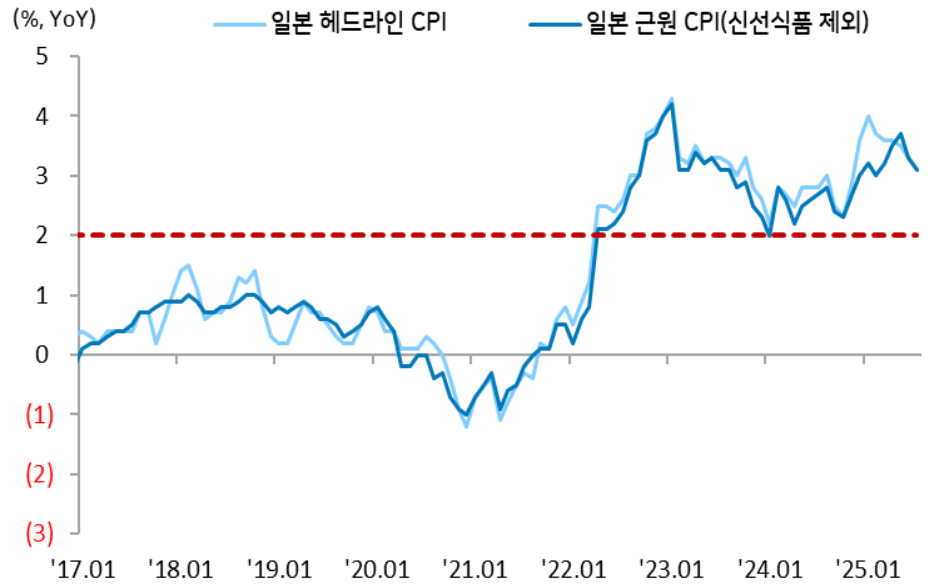
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅲ. FOMC Bump vs Transitory Shortage, 연준 9월 금리인하 이후 강달러 재개

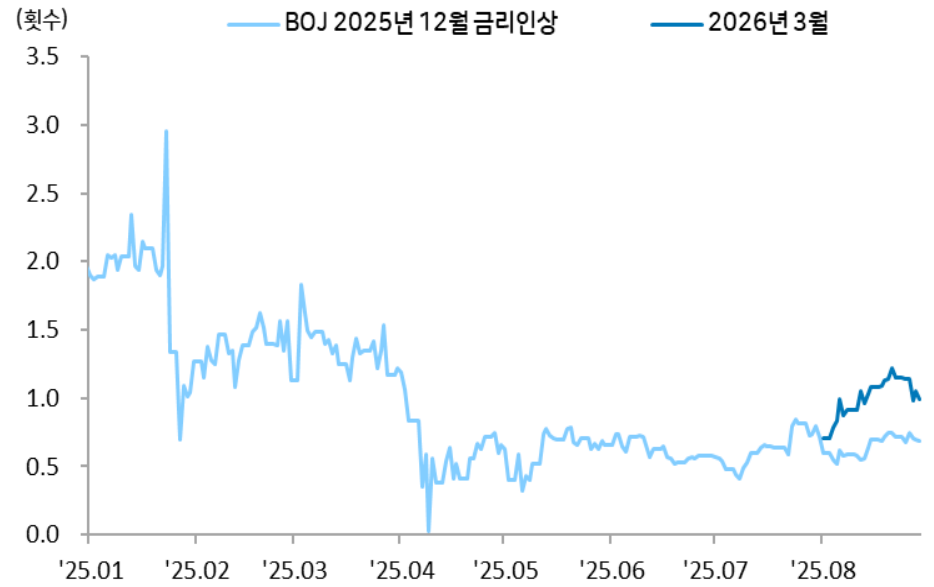
엔화는 BOJ 추가 금리인상 기대치 하향 조정으로 상승 동력을 예상보다 이른 시점에 상실

- ✓ BOJ는 올해 미국과 무역협상 결과를 확인하겠다는 입장을 고수해왔고, 그 기간동안 일본 인플레이션 압력 둔화 흐름이 관찰되기 시작
- ✓ 일본 헤드라인, 근원 CPI는 전년대비 3.1% 상승하며 헤드라인은 1월 4.0%, 근원은 5월 3.7%와 비교해 물가 상승부담 완화를 시사
- ✓ 시장은 BOJ가 내년 3월까지 1회 인상을 가격에 반영, 연준 금리인하 속도가 가팔라지지 않는 이상 엔화 가치 상승을 기대하기 어려워

일본 헤드라인, 근원 물가 상승 둔화 -> BOJ 추가 금리인상 명분 낮아지기 시작



BOJ 통화정책 컨센서스는 내년 3월까지 1번 인상이 전부, 엔화 강세 동력 상실



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅲ. FOMC Bump vs Transitory Shortage, 연준 9월 금리인하 이후 강달러 재개

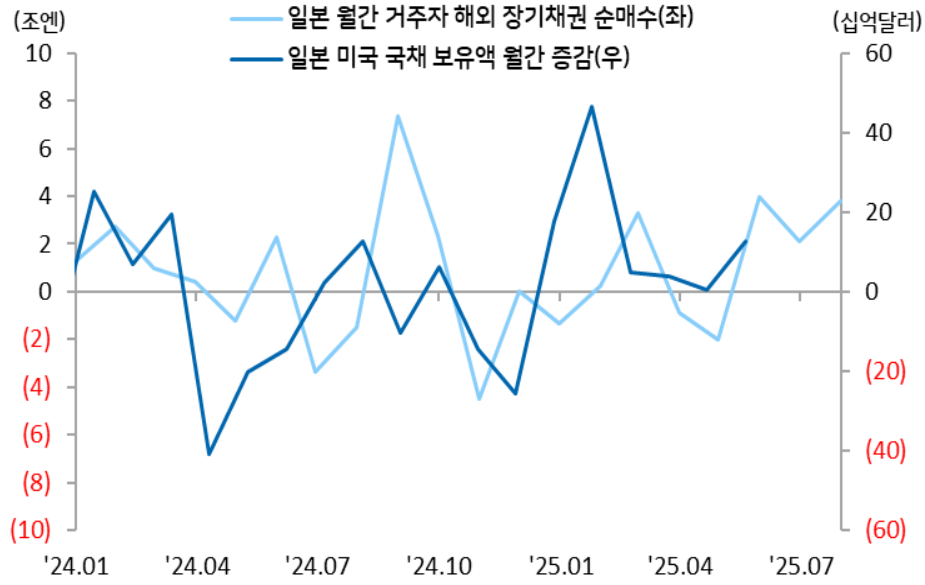
일본 해외 장기채권 매입 증가와 더불어 선물시장 엔화 강세 베팅 열기도 식어가는 양상

✓ 작년 8월 시장을 뒤흔들었던 엔 캐리 트레이드 청산 재개 우려는 BOJ 금리인상 지연 및 해외 장기채권 매입 재개로 기우로 마무리

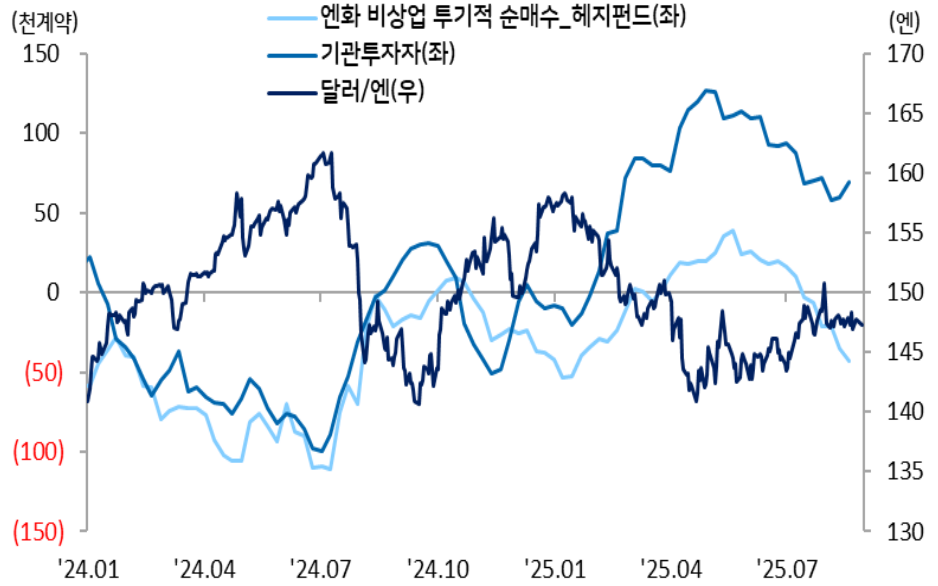
✓ 일본 거주자 해외 장기채권 매입이 3개월 연속 증가한 가운데 미국채 보유규모는 1.15조 달러를 기록해 최대 채권자 지위를 유지

✓ 또한 헤지펀드는 엔화 순매도를 사이즈를 키우며 달러/엔 상승에 베팅했고 기관투자자도 엔화 순매수 포지션을 절반 가까이 정리

일본 거주자 해외 장기채권 순매수는 3개월 연속 큰 폭으로 증가하고 있으며



헤지펀드는 엔화 약세로 전략 변경 vs 기관투자자도 엔화 강세 베팅 일부 정리



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅲ. FOMC Bump vs Transitory Shortage, 연준 9월 금리인하 이후 강달러 재개

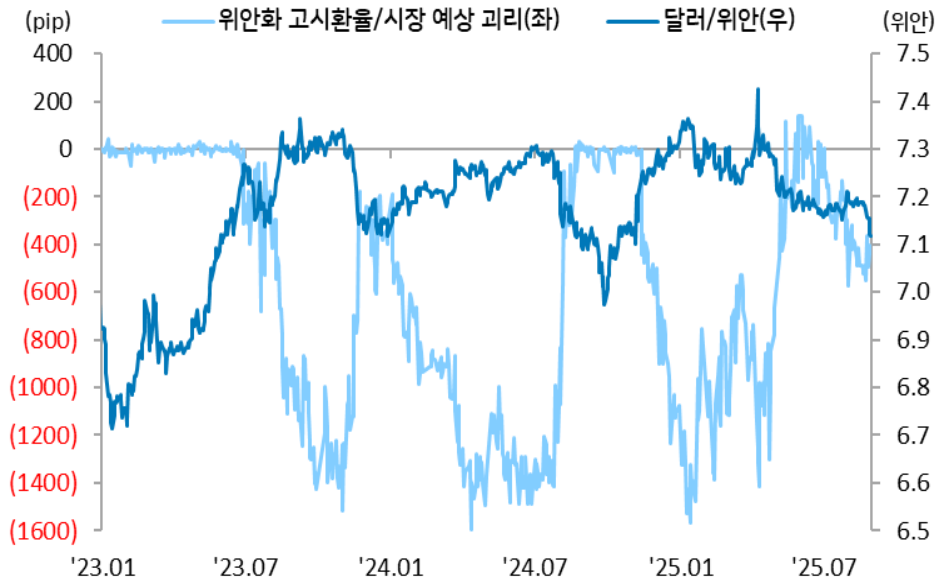
위안화는 인민은행 절상고시, 기업 달러 매도 증가에 9월 중순 '7'위안 지지력 테스트

✓ 위안화는 기대에 미치지 못한 실물경기 지표, 중국 주식시장 고점 경계가 부상했지만 9월 중순까지는 최근 상승세를 이어 나갈 전망

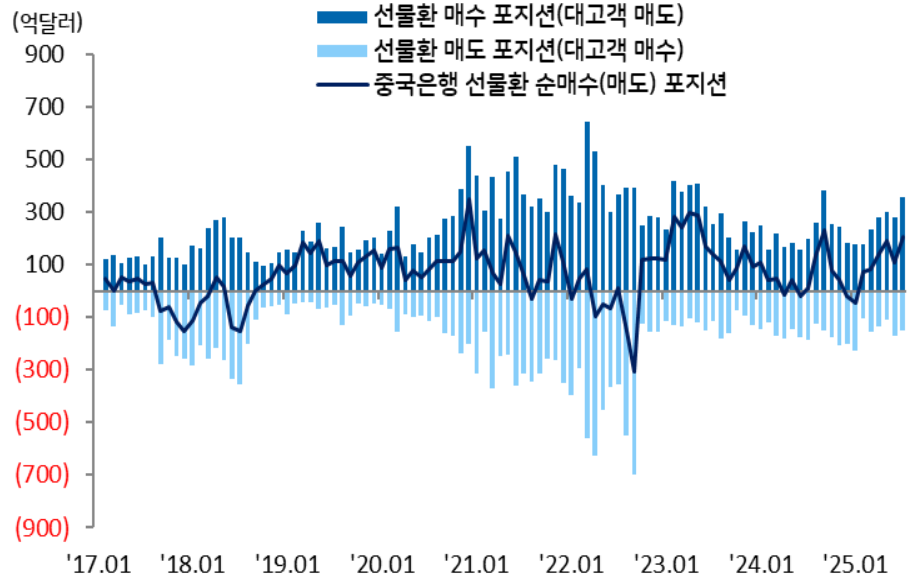
✓ 8월 말 들어 인민은행은 위안화 절상 고시를 통해 외환당국이 달러/위안 추가 하락을 용인하겠다는 명확한 신호를 시장에 내비쳐

✓ 기업 달러 매도도 크게 증가하고 있으며 미국 수출 두 자리 수 감소가 미국 외 지역 수출 증가로 상쇄되어 달러 유동성 공급 이상 無

8월 말 PBOC 위안화 강세 용인 신호 관찰, 9월 중순 7위안 지지여부 테스트



대고객 선물환 매도 증가, 미국 외 지역 수출 증가 덕분에 역내 달러 공급 양호



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅳ. 마지막 하락 재료 FOMC 이벤트 소화, 구조적 원화 약세 부담은 현재진행형

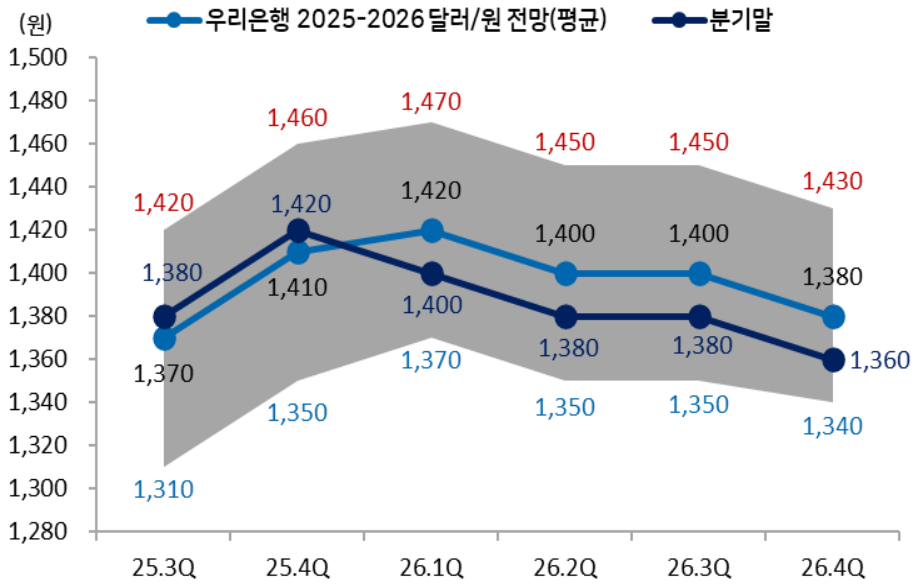
달러/원 9월 상저하고 시나리오 예상, 구조적 수급 변화로 상승 흐름은 연말까지 계속

✓ 9월 달러/원은 연준 FOMC 관망 속 글로벌 약달러를 쫓아 하락한 뒤 분기말까지 반등을 시도, 1,300원 후반에서 마감할 것으로 예상

✓ 미국 재무부 현금 조달을 비롯해 달러 유동성을 일시적으로 줄어들게 만드는 재료는 FOMC 이후 달러/원 상승 압력을 자극하는 재료

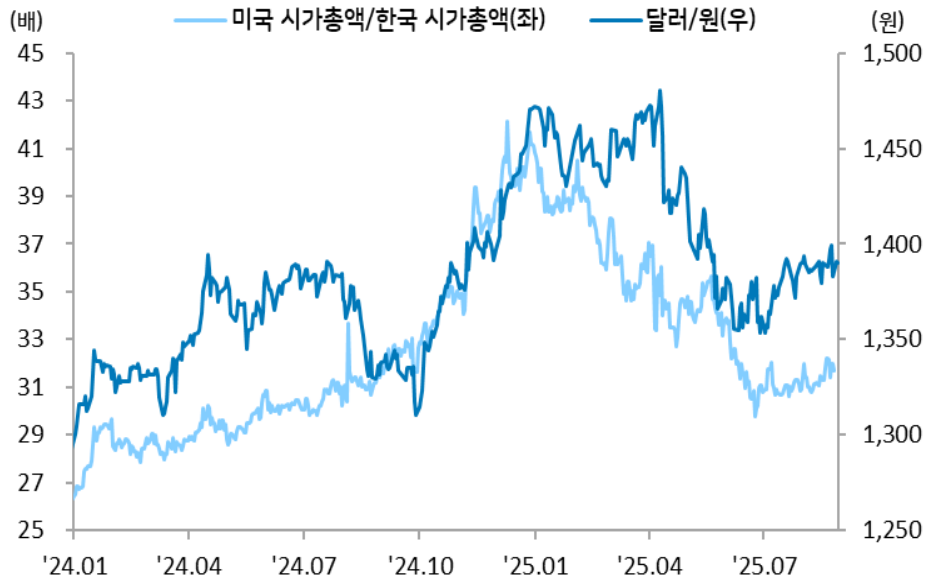
✓ 다만 역내 실물 및 금융 주체의 달러 수요가 크게 늘었다는 점을 고려하면 월 중반 FOMC발 약달러 반영 강도는 크지 않을 것으로 진단

우리은행 달러/원 전망, 구조적 수급변화를 반영한 1,400원 회복 전망 유지



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

원화 상대적 자산성과 우위가 7월 이후 소멸하면서 원화 강세 재료가 부재



Ⅳ. 마지막 하락 재료 FOMC 이벤트 소화, 구조적 원화 약세 부담은 현재진행형

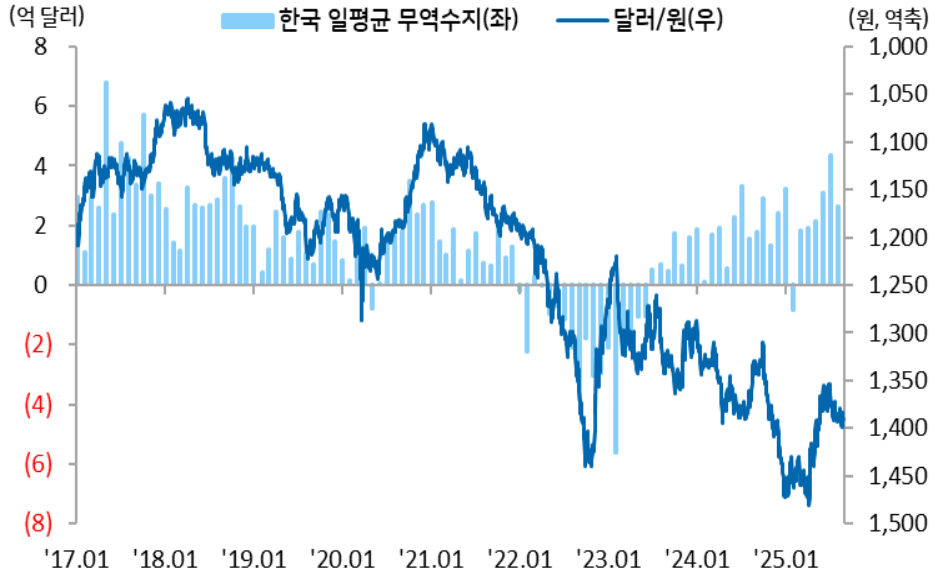
한국 일평균 무역수지 6개월 연속 흑자 & 중공업 호황 덕분에 실물경기 달러 공급은 양호

✓ 올해 7월까지 일평균 무역수지는 1월을 제외하고 6개월 연속 흑자를 기록했고, 흑자규모도 점진적으로 우상향하는 흐름을 나타내

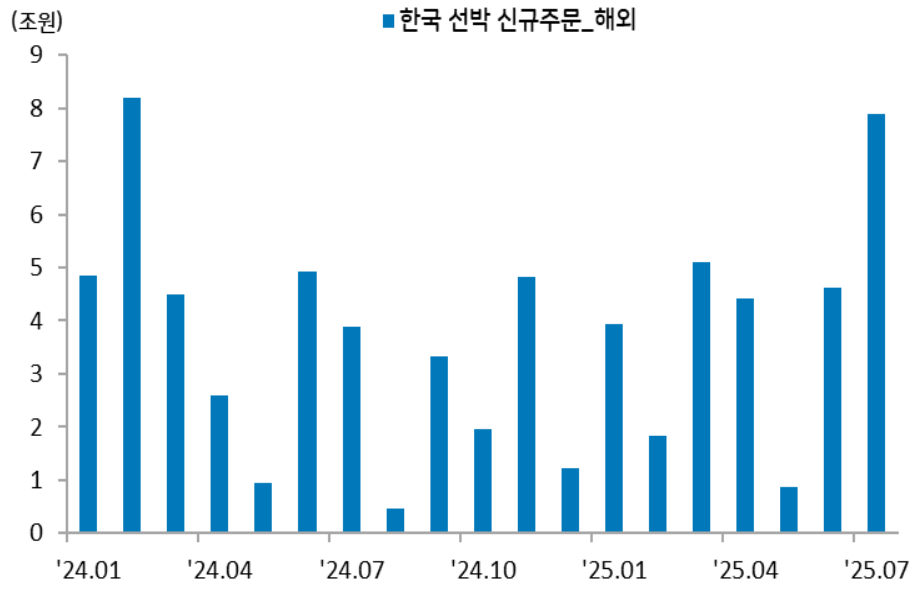
✓ 국내 중공업 수주 물량도 올해 7월까지 누적 기준 작년 동일기간 대비 4% 감소했으나 7월에는 올해 들어 가장 많은 수주를 달성

✓ 수치상으로 중공업 수주 호황과 반도체, 자동차 등 주요 수출품목 선전으로 실물경기 달러 물량 확보는 작년, 연초보다 개선된 상황

한국 일평균 무역수지는 6개월 연속 흑자 기록, 환율에 미치는 영향력 제한



중공업 수주 물량도 꾸준히 증가하며 무역수지 흑자 유지에 기여하는 바가 커



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅳ. 마지막 하락 재료 FOMC 이벤트 소화, 구조적 원화 약세 부담은 현재진행형

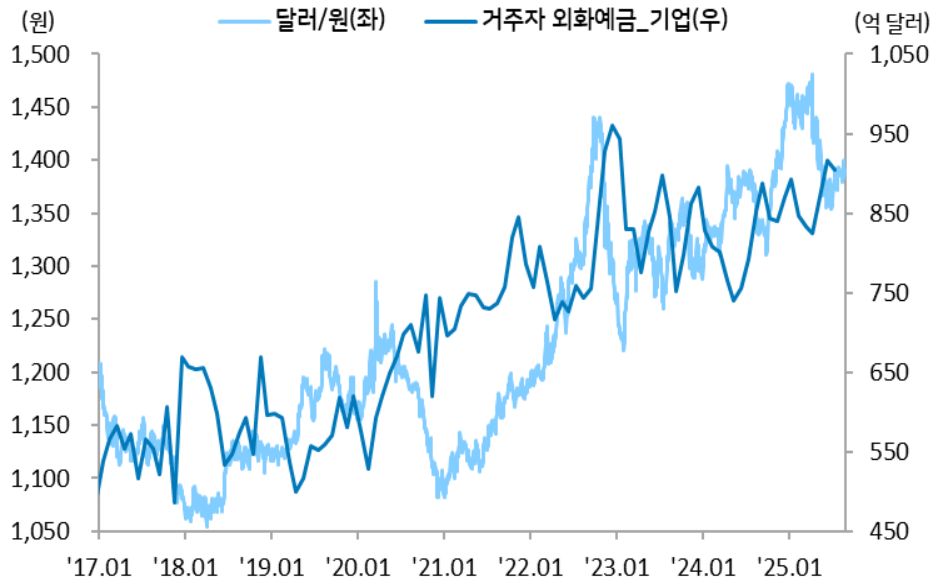
문제는 국내 기업의 높은 외화 선호도 & 생산기지 해외 이전에 따른 원화 환전수요 급감

✓ 양호한 수출 실적과 별개로 현재 국내 기업 다수는 외화를 원화로 환전하지 않고 은행에 예치하는 팬더믹 이후 新관행을 그대로 유지

✓ 또한 한미 정상회담 이후 발표된 기업 미국 현지투자 계획은 막대한 달러 실수요를 촉발하고, 국내 외환시장 달러 유입 축소를 야기

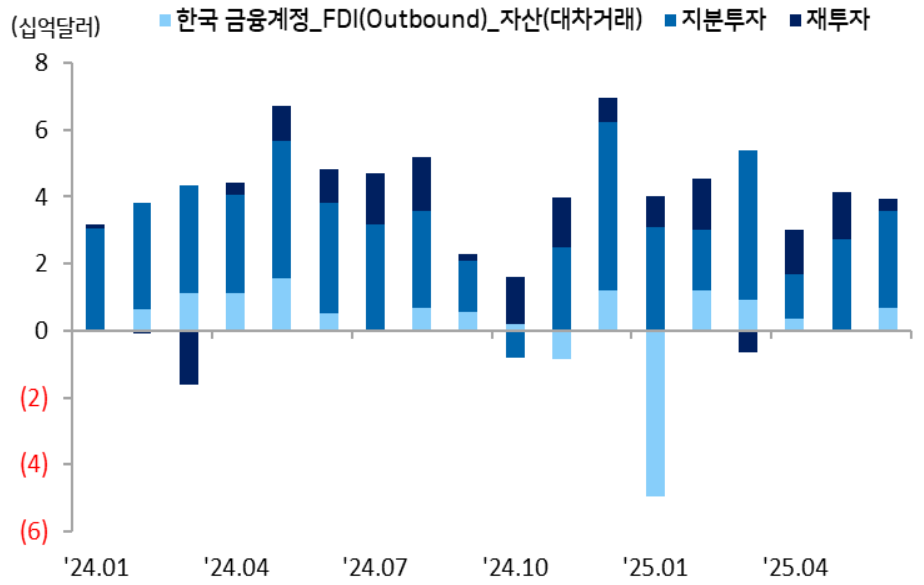
✓ 국내기업 대미 FDI는 지분투자를 통한 신규 자금 유출을 유도하는데 그치지 않고 재투자 명목으로 달러 수출대금을 현지에서 사용

환율 급락 구간에서도 국내 기업 원화대비 높은 외화 선호도는 변하지 않아



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

트럼프 관세협상 일환으로 추진 중인 기업 생산기지 이전은 달러 실수요 확대



Ⅳ. 마지막 하락 재료 FOMC 이벤트 소화, 구조적 원화 약세 부담은 현재진행형

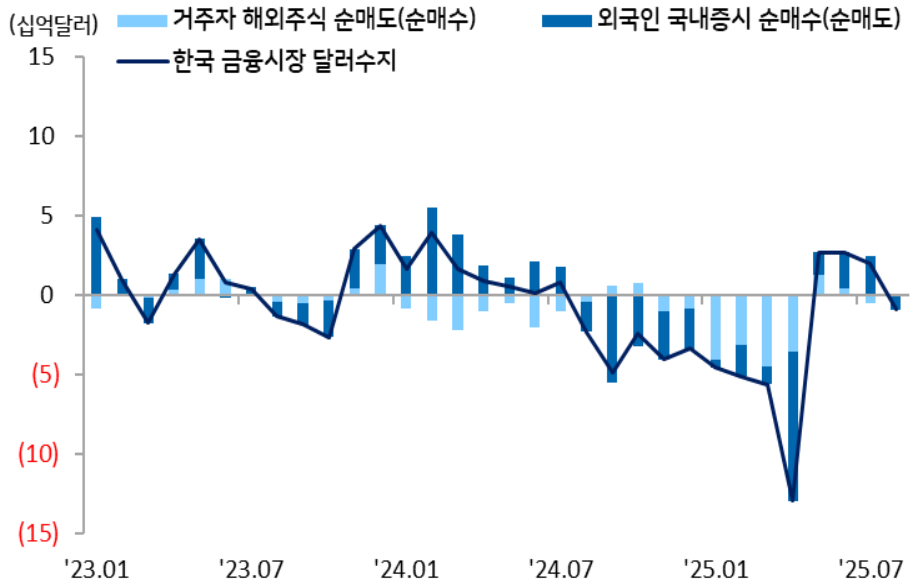
금융시장 달러수지도 거주자 미국 주식 매수세 회복에 4개월만에 다시 적자로 돌아서

✓ 당행은 8월 보고서에서 향후 금융시장 달러수지가 거주자 해외주식투자 재개로 플러스에서 보합수준으로 돌아설 것이라 밝힌 바 있어

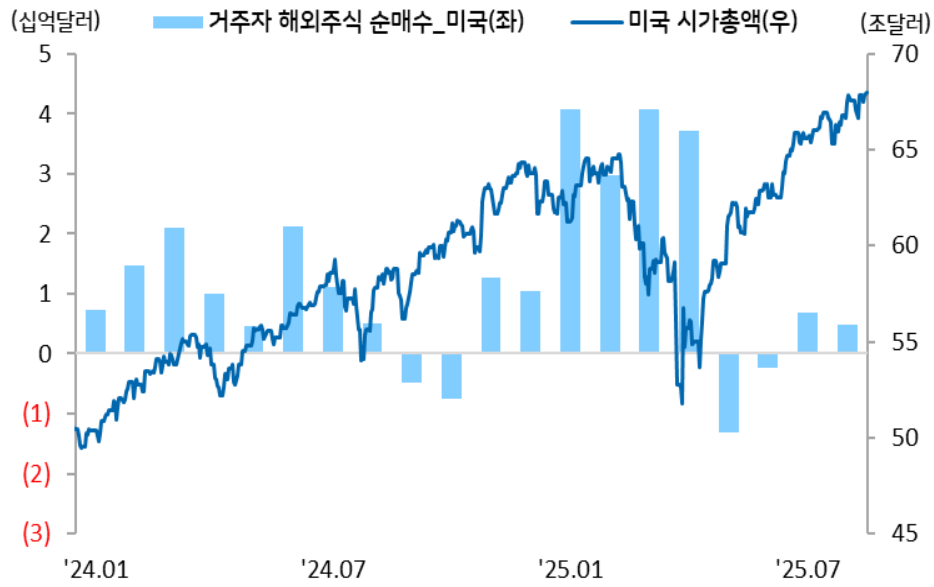
✓ 예상보다 국내증시 외국인 롱심리 과열이 조기에 진정됐고, 미국 주식시장 순매수가 재개되며 금융시장 달러수지는 마이너스로 전환

✓ 9월에도 무역협상 불확실성 완화, 연준 금리인하 재개 수혜 등을 감안하면 미국 주식시장 선호 현상은 계속될 가능성이 높다는 판단

국내 금융시장 달러수지 외국인 순매수 둔화, 미국 증시 투자 재개에 마이너스



미국 주식시장 사상 최고치 경신에 국내 거주자 달러화 자산 순매수 다시 증가



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅳ. 마지막 하락 재료 FOMC 이벤트 소화, 구조적 원화 약세 부담은 현재진행형

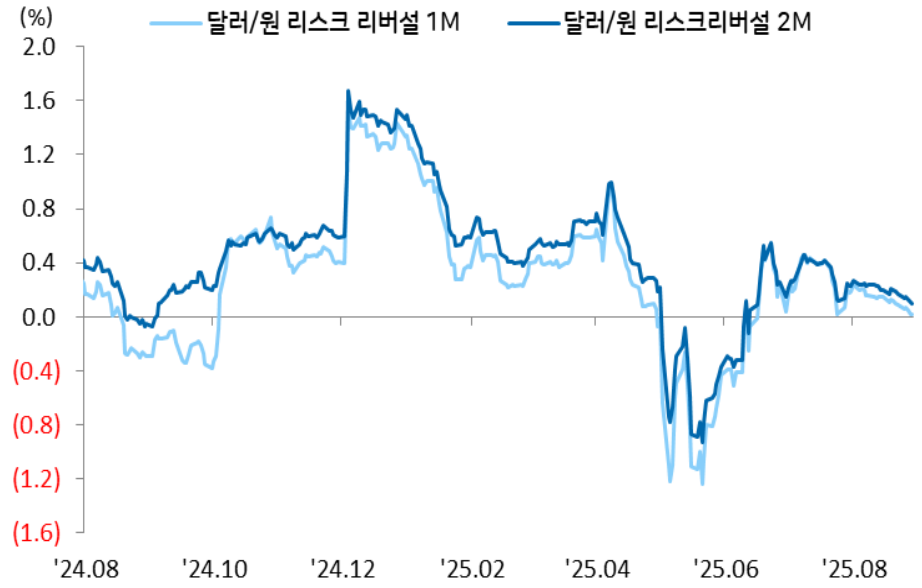
투기적 움직임 축소에도 구조적 수급 변화, 외국인 주식자금 환헤지 수요가 환율 상승 변수

✓ 정리해보면 구조적인 수급 매커니즘 변화가 완전히 정착하면서 역내 달러 실수요가 증가하며 환율 상승압력 빈도가 잦아지는 국면

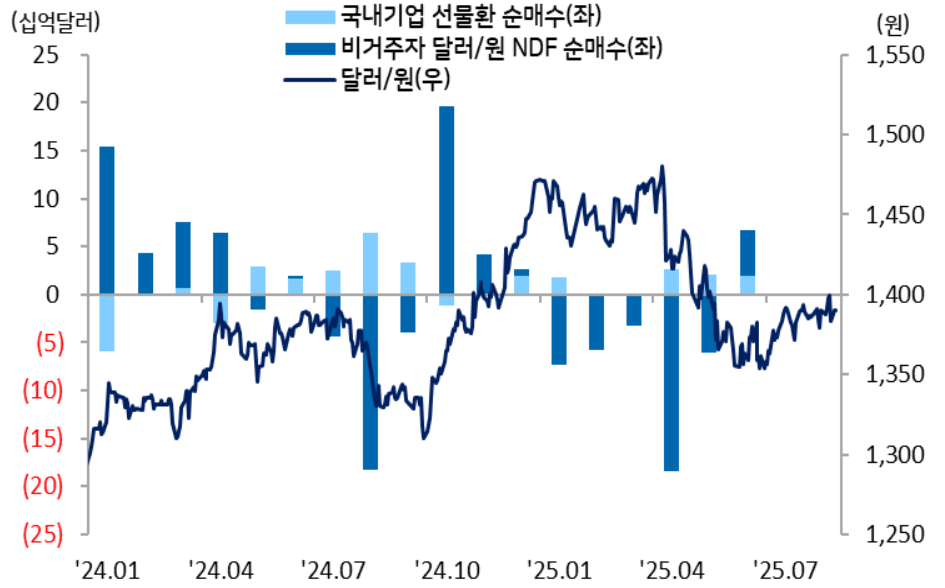
✓ FOMC 전후로 달러가 약세를 보일 경우 지난 5월처럼 옵션, 선물시장에서 매도세가 몰리며 일시적으로 달러/원 레벨도 동반 하락

✓ 다만 구조적인 수급변화를 반영한 국내기업 선물환 매수, 환율 상승에 대비하는 주식시장 외국인 달러 매수 헤지 수요가 하단을 지지

옵션시장 콜, 풋옵션 비율이 등가로 수렴하면서 투기적 달러 매수세는 주춤해



7, 8월 환율 동향을 보면 기업, 외국인 달러 순매수가 계속됐을 가능성이 높아



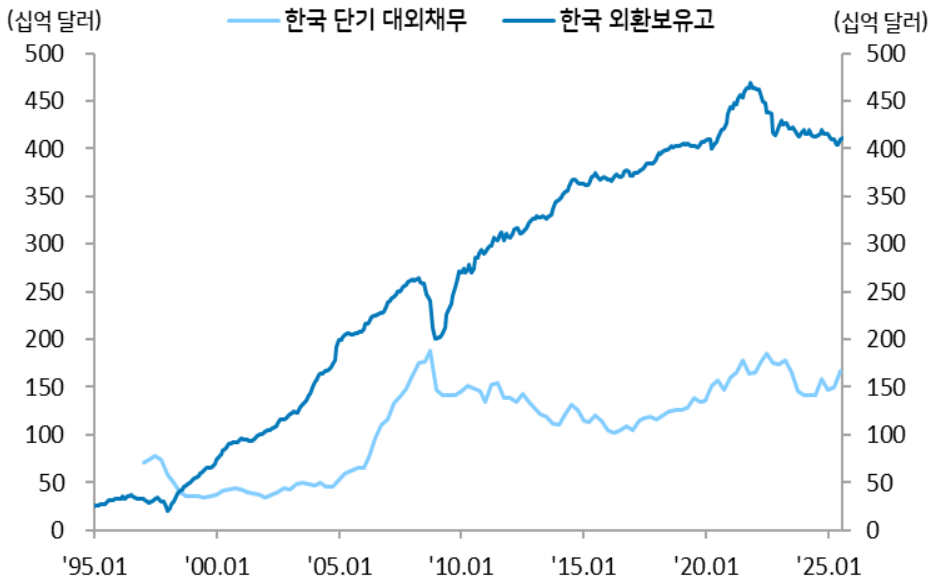
출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

Ⅳ. 마지막 하락 재료 FOMC 이벤트 소화, 구조적 원화 약세 부담은 현재진행형

외환시장 수급 매커니즘 변화에 따른 환율 상승을 위기상황과 연결 짓는 것은 어불성설

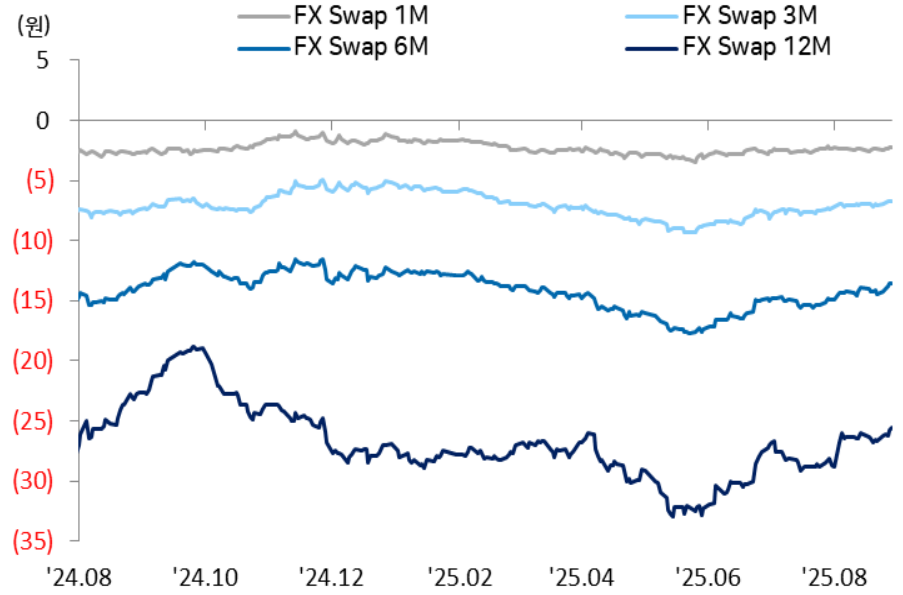
- ✓ 1,400원에 근접한 환율 레벨은 수치만 놓고 본다면 경제 또는 외환위기를 떠오르게 만들 수 있으나 국내 외화 유동성 안전장치는 견고
- ✓ 한국 외환보유고는 약 4,100억 달러 수준을 유지, 단기 대외채무 커버리지 비율도 2.46배로 달러 유동성 충격을 흡수하기에 충분해
- ✓ 달러/원 FX스왑도 연준 금리인하 기대와 WGBI 편입에 따른 원화 국고채 수요 증가에 전구간에서 상승, 외화 조달여건 개선을 알려

한국 외환보유고 단기 대외채무 커버리지 비율은 약 2.5배로 안정적인 수준



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

달러 조달시장은 장단기 모두 가격이 개선되며 유동성 공급이 원활함을 시사



Appendix: 2025년 환율전망

주요국 환율전망 Table

Range	9월	2025년		2026년			
		3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
USD	96.5~98.5	96.0~101.0	100.0~109.0	106.0	106.0	104.0	100.0
	97.5	98.0	104.0				
KRW	1,370~1,410	1,310~1,420	1,350~1,460	1,420	1,400	1,400	1,380
	1,380	1,370	1,410				
EUR	1.145~1.170	1.13~1.17	1.10~1.16	1.10	1.11	1.13	1.13
	1.160	1.160	1.130				
JPY	145~150	142~150	143~152	148.0	145.0	142.0	138.0
	148.0	146.0	150.0				
CNH	7.00~7.25	7.00~7.25	7.20~7.40	7.35	7.30	7.25	7.20
	7.16	7.20	7.30				
USD/KRW FX Swap	(25.0)	(28.0)	(24.0)	FX Swap Point 1Y 기준, 분기 평균			

Glossary

시간당 실질 노동 생산성: 노동시간 1단위 당 생산량을 의미하는 경제지표로 국가 성장 경쟁력을 측정할 때 사용

총요소생산성: 노동과 자본 투입 외에 GDP 변화에 영향을 준 잔차 개념, 기술진보 or 신기술 등 정량측정이 어려운 항목이 해당

버핏지수: 명목 GDP 대비 해당 국가의 시가총액을 비교한 값, 자산가격 버블 유무를 판단할 때 쓰는 지표

재무부 일반계정: 미국 재무부가 보유하고 있는 현금계좌, 정책 지출 집행에 필요한 유동성을 관리하는 마이너스 통장

리스크리버설: 콜옵션과 풋옵션 비율, +는 콜옵션(상승 베팅 or 헤지) 비율이 높고 –는 풋옵션(하락 베팅 or 헤지)가 많은 상황

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 민경원).

본 자료는 고객의 투자를 돕기 위한 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당행이 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당행이 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고 자료로만 활용하시기 바라며 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종 결정을 하시길 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없으며 직간접적 손실이 발생해도 당행은 책임을 지지 않습니다.

본 자료는 자본시장법 상 조사분석자료가 아니며 조사분석의 독립성을 확보하기 위한 법적 제한을 받지 않습니다. 또한 법령 상 허용되는 범위 내에서 당행이 본 자료에 언급된 통화 및 관련 금융상품 등을 거래하거나 관련 금융서비스를 제공할 수 있으며 이와 관련해 당행이 이해관계를 가질 수 있습니다.

본 자료에 기재된 의견은 예측에 불과하며 별도 통지 없이 변경될 수 있고 일정한 주기로 업데이트 되지 않을 수 있습니다.

본 자료는 어떠한 경우에도 당행의 사전동의 없이 복사, 인용, 배포, 전송, 대여 및 변경될 수 없습니다