이달의 환율 | 2025. 11

달러 이즈 백?

Research Center

Economist /FX 이주원 joowon.lee2@daishin.com

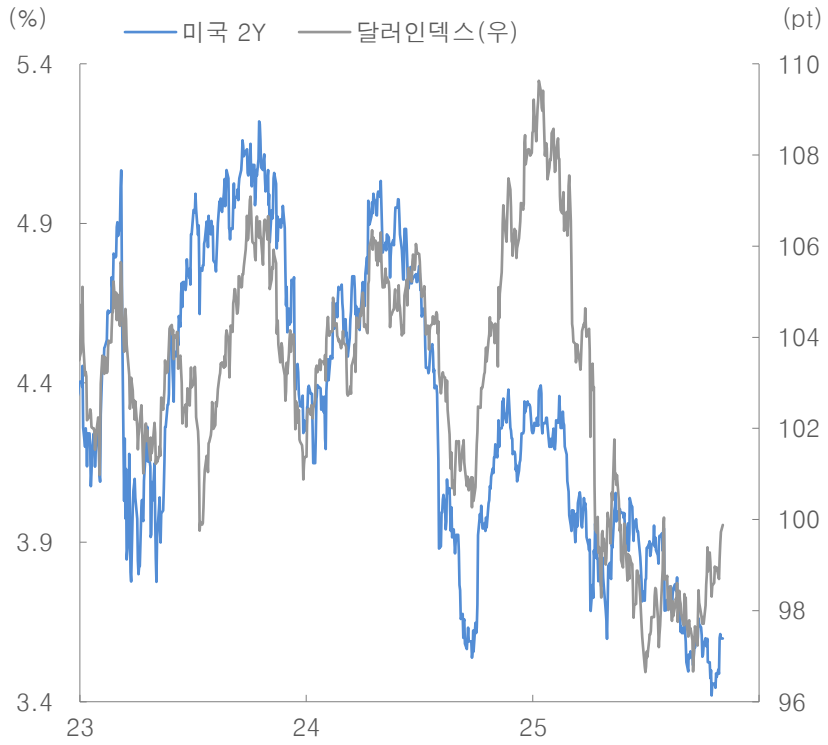
Daishin 증권

요약

10월 외환시장 리뷰: 또 못 빠진 달러원 환율

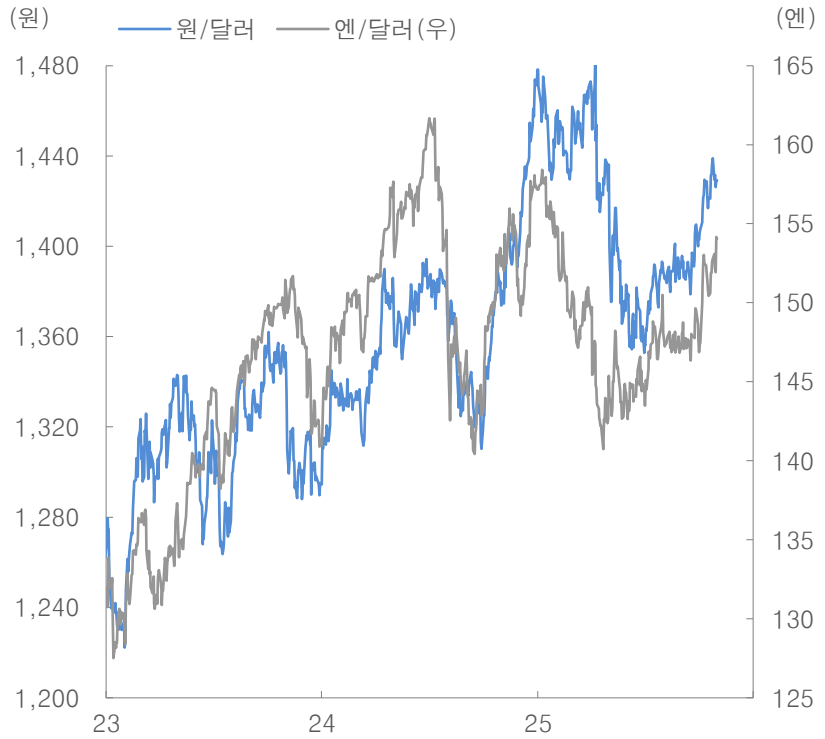
- 달러인덱스는 10월초대비 반등하며 99pt대 진입. 미 정부 셧다운 장기화되는 가운데, 프랑스, 일본 등 비미국 정치 불확실성 및 미중갈등 동향에 따라 등락을 보였음. 여기에 월말 주요국 통화정책회의에서 FED는 매파적, BOJ는 완화적인 스탠스를 보이며 달러강세압력 확대
- 그간 원화 약세요인으로 작용했던 한미협상 관련 불확실성은 해소. 달러원환율은 협상 타결 전 1,440원대까지 상승했으나, 이후 1,420원대로 레벨을 낮췄음. 다만 월말 대외 달러가치가 상승하며 달러원환율도 반등

미국채 2년물 금리와 달러인덱스



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

엔화 약세에도 연동



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

11월 외환시장 프리뷰: 끝이 보이는 정책 불확실성

- 미국 셧다운 장기화되는 가운데, 프랑스, 영국 등 주요 비미국도 예산안 수립에 난항을 겪으며 재정정책 불안 요인 여전. 여기에 최근 연준이 신중한 스탠스 보이며 통화정책 경로 불확실성까지 부각
- 그러나 셧다운 종료 후 경제지표에서 미 경기 둔화 조짐 확인될 경우 금리인하 기대는 다시 살아날 것으로 예상. 미국 중심 글로벌 유동성 확대에 따른 위험선호 심리 국면은 유효하며, 정책 불확실성 해소에 달러는 약세를 재개할 공산이 큼

향후 3개월 FX 전망

	USD	EUR	JPY	CNY
Fundamental	– • 셧다운 장기화에 따른 경기하방 리스크 불가피 • 연말 소비 눈높이 하향 조정	+ • 올해 성장률 전망치 상향조정 • 독일 주도 서베이 지표 개선되고 있으나 낙관론 확산은 제한적	+ • 대외 통상여건 악화 vs. 내수는 완만히 회복 중 • 도쿄 CPI 상승률 반등한 가운데 엔저로 인한 수입물가 부담 잔존	– • 하반기 성장률 상반기보다 낮아질 가능성 • 내수 개선 시그널 제한적
Policy	0 • 연준 인하사이클 유효 • 데이터 발표 지연에 통화정책 불확실성 부각될 여지	– • 주요국 정책 불확실성 여전, 재정 리스크 잔존	0 • 정책 수립과정에서 확장재정에 따른 부담 부각될 여지 • 그러나 BOJ 금리인상 기조 유효	0 • 미중협상 마무리 • 장기적으로 기술 자립, 내수 확대 동시에 추구하는 만큼 인위적인 위안화 약세 조성 가능성 제한적
Sentiment/ Trading	+ • 글로벌 유동성 확대 및 위험선호 심리 국면 유효 • 비미국도 정책 불확실성 남아있어 상대적 달러 강세가 될 소지	0 • 재정리스크에 유로화 수요 약화 • vs. 투기포지션은 여전히 순매수	+ • 정책 수립 및 BOJ 스탠스 확인 과정에서 변동성 확대 주의 • 미 셧다운 장기화 및 경기 불안 부각될 경우 안전선호 확대 가능	+ • 미중갈등 완화는 위안화 자산 투자심리에 긍정적
Range	90~105	1.05~1.20	145~158	7.00~7.40
KRWUSD	• 한미협상이 극적으로 마무리되며 그간 원화 약세요인으로 작용했던 정책 불안요인은 해소. 다만 주요국 통화정책 경로 불확실성 부각되며 달러원환율은 다시 상승 • 미 금리인하 사이클 및 글로벌 유동성 확대 국면 유효함이 다시 확인되어야 대외 달러가치 하락과 함께 달러원환율도 하향 안정화 가능할 전망 • 향후 3개월 Range: 1,360~1,480원			

자료: 대신증권 Research Center

USD: 다시 약해질 것

[펀더멘털] 가려진 경기 둔화

- 장기간 이어진 정부 셧다운으로 미 경기하방리스크 확대 불가피. 10월부터 DOGE 영향 실업에 반영 시작, 셧다운으로 인한 정부인력 실업 추가 증가 가능성도 상존. CBO는 셧다운이 4분기 성장률을 1~2%p 낮출 수 있다고 분석
- 11/1 부로 저소득층 SNAP 보조금 지급 중단되었으며, 컨퍼런스보드 서베이에 따르면 연 소득 7.5만 달러 미만 소비자의 신뢰도가 하락 (그 이상은 오히려 신뢰도 개선), 저소득층 중심으로 소비여력 악화되는 모습. NRF는 올해 연말소비 전년대비 둔화를 전망

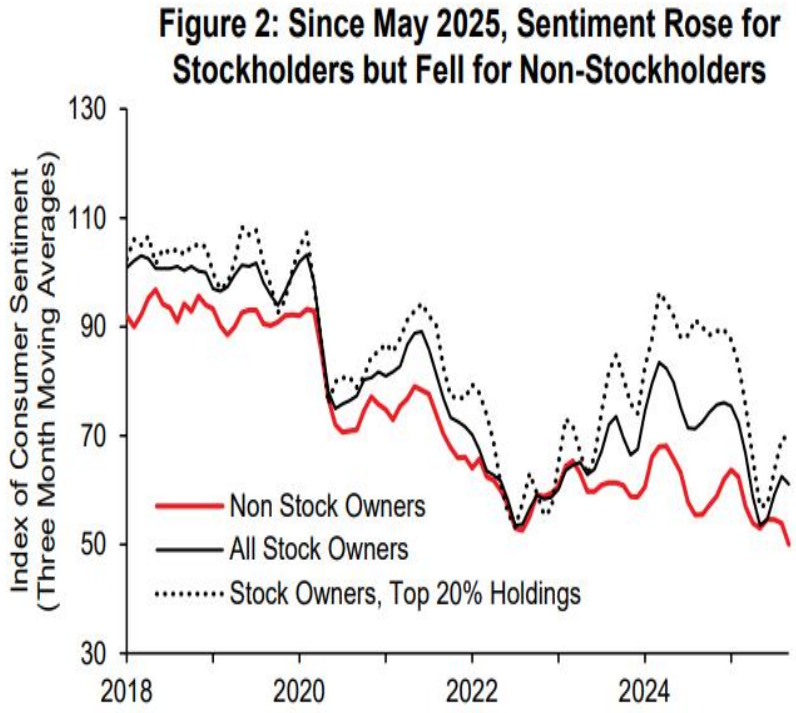
셧다운 기간별 성장률 훼손 정도

Estimated Economic Effects of the Government Shutdown Under Three Scenarios

	Q4 2025	Q1 2026	Q2 2026	Q3 2026	Q4 2026
Four-week shutdown					
Effect on the annualized quarterly growth rate of real GDP (percentage points)	-1.0	1.4	-0.3	-0.1	*
Effect on real GDP (billions of 2025 dollars)	-18	9	2	1	**
Cumulative effect on real GDP (billions of 2025 dollars)	-18	-10	-7	-7	-7
Six-week shutdown					
Effect on the annualized quarterly growth rate of real GDP (percentage points)	-1.5	2.2	-0.5	-0.1	-0.1
Effect on real GDP (billions of 2025 dollars)	-28	13	4	1	**
Cumulative effect on real GDP (billions of 2025 dollars)	-28	-15	-11	-10	-11
Eight-week shutdown					
Effect on the annualized quarterly growth rate of real GDP (percentage points)	-2.0	3.1	-0.7	-0.2	-0.1
Effect on real GDP (billions of 2025 dollars)	-39	19	5	1	-1
Cumulative effect on real GDP (billions of 2025 dollars)	-39	-20	-15	-14	-14

자료: CBO, 대신증권 Research Center

소비심리 차별화



자료: U of M, 대신증권 Research Center

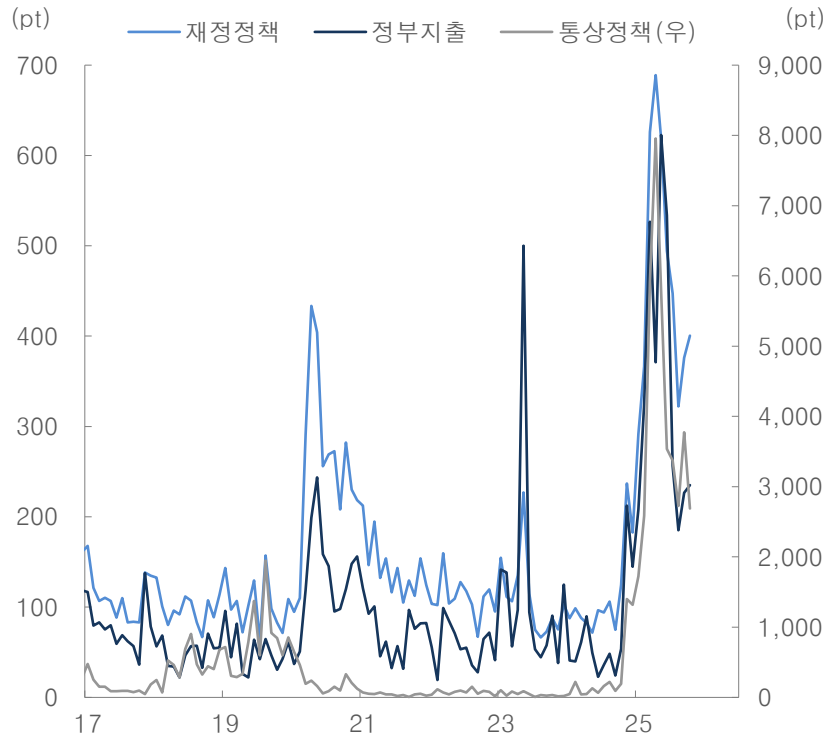
[정책] 통화정책 추가 완화 필요

- 미중회담 이후 통상정책 불확실성은 완화, IEEPA 판결 불확실성 해소될 경우 금융시장 시선은 재정정책으로 옮겨갈 것으로 예상
- FOMC에서 연준은 시장 예상대로 12월 QT 종료를 언급해주었으나, 12월 금리인하는 아직 결정된 사안이 아니라며 신중한 스탠스를 보임
- 그러나 셧다운 장기화에 따른 경기 하방리스크와 10월말 또다시 나타난 단기 자금시장 불안 감안했을 때 연준의 통화정책 추가 완화 필요성은 계속해서 부각될 가능성

12월 QT 종료 예정

자료: FED, 대신증권 Research Center

셧다운 장기화에 재정정책 불확실성지수 반등

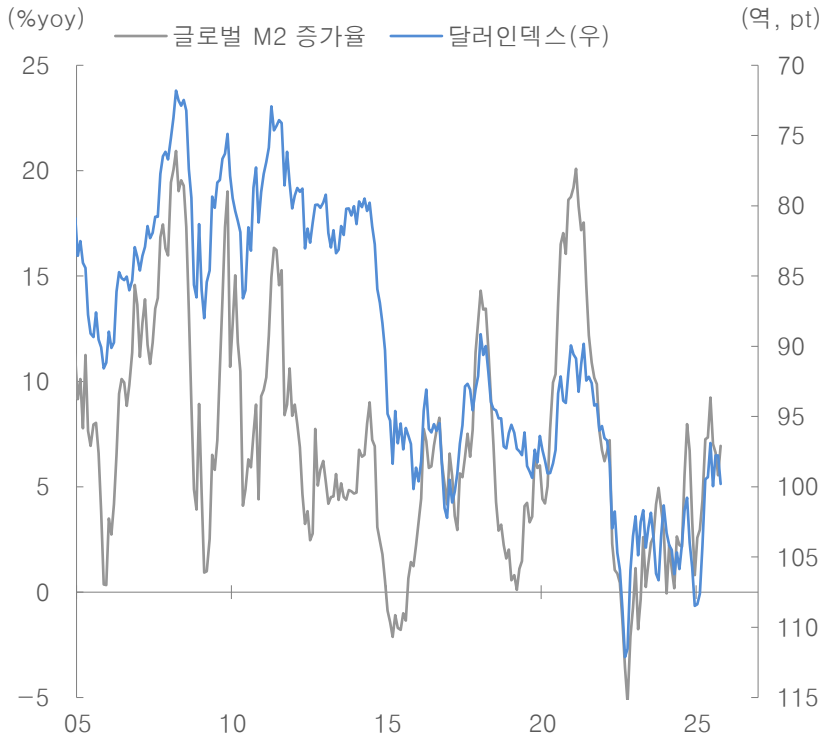


자료: EPU, 대신증권 Research Center

[센티/수급] 결국 유동성이 확대되면

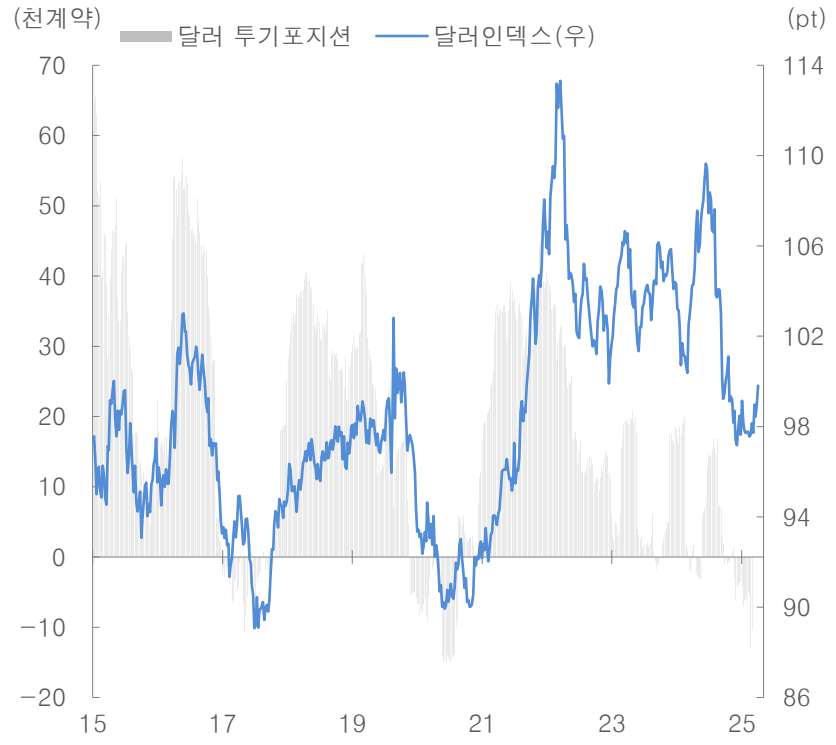
- 단기적으로 미국뿐만 아니라, 프랑스, 영국, 일본 등 주요 선진국이 내년 예산안 수립에 난항을 겪고 있어 정책 불확실성 잔존. 이는 상대적인 달러 강세요인으로 작용할 여지
- 그러나 연준 인하사이클 지속 및 QT 종료 등 감안했을 때 유동성 환경 개선에 따른 위험선호 국면은 유지될 가능성이 높다는 판단. 글로벌 정책 불확실성으로 단기 변동성 확대되더라도, 중장기적으로는 달러가치 하락추세가 다시 재개될 것으로 예상

글로벌 M2 증가율과 달러인덱스



자료:Bloomberg, 대신증권 Research Center

꺾이지 않은 약달러 기대



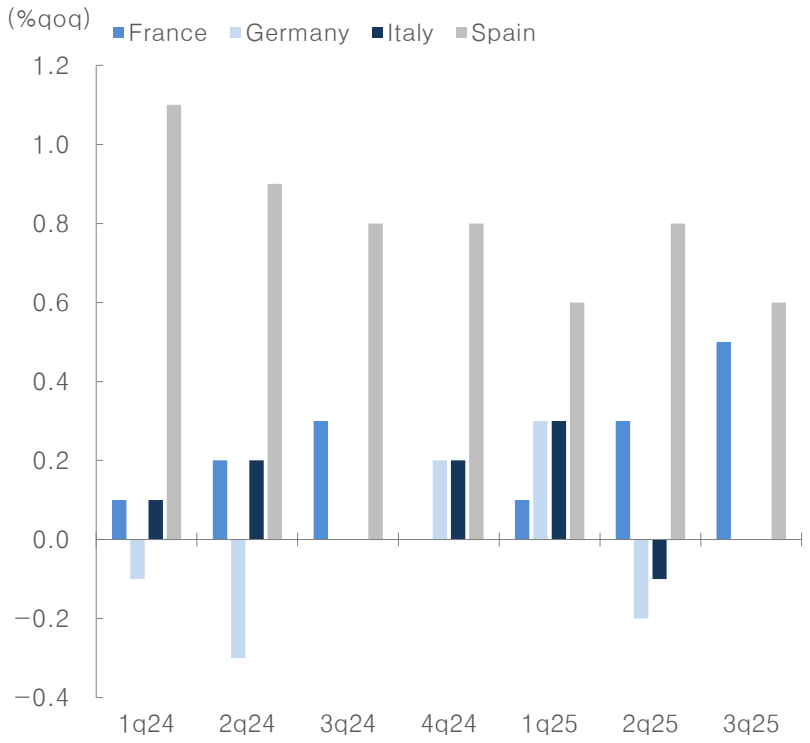
자료:Bloomberg, 대신증권 Research Center

EUR: 재정리스크만 해소되면…

[펀더멘털] 제한적인 낙관론

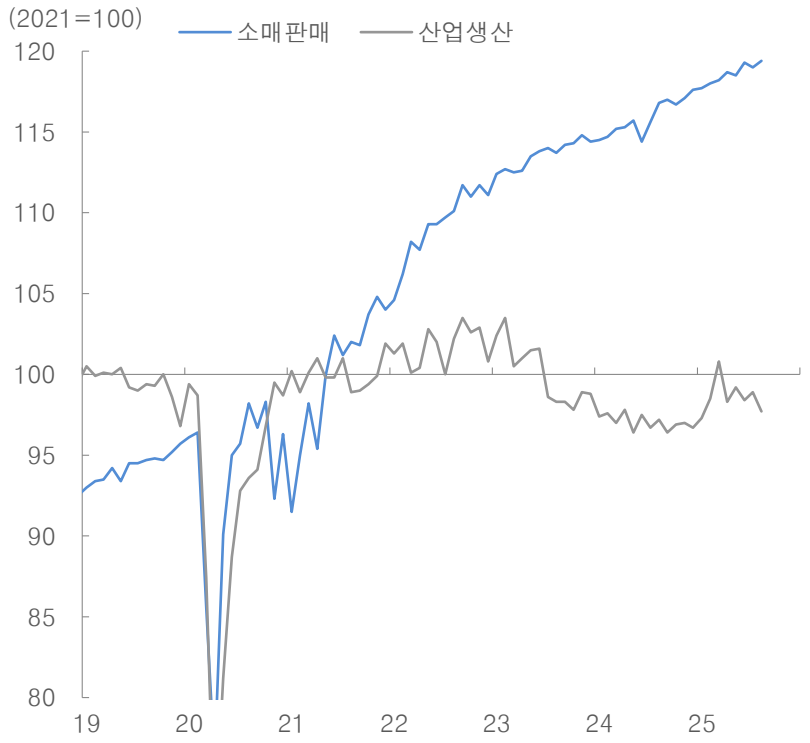
- 유로존 3분기 경제는 전기대비 0.2% 성장하며 컨센서스 상회. 국가별로 프랑스는 0.5% 성장한 반면 독일은 0.0% 성장에 그쳤음. 내구재 중심으로 산업생산은 부진했으나 관광산업 호조 및 디지털 부문 성장 등 서비스업 활동이 견조했던 것으로 파악
- PMI에 따르면 4분기에는 프랑스 정치불안 확대가 경기 회복을 지연시키고 있으며, 독일 기업 환경 역시 향후 낙관론이 제한적
- 대외 통상여건 악화 및 유로화 강세로 수출경쟁력은 약화 vs. 디스인플레이션에 따른 소비심리 개선은 유로존 내수를 뒷받침

서비스업 중심으로 양호했던 3분기



자료: Eurostat, 대신증권 Research Center

유로존 소매판매와 산업생산 지수

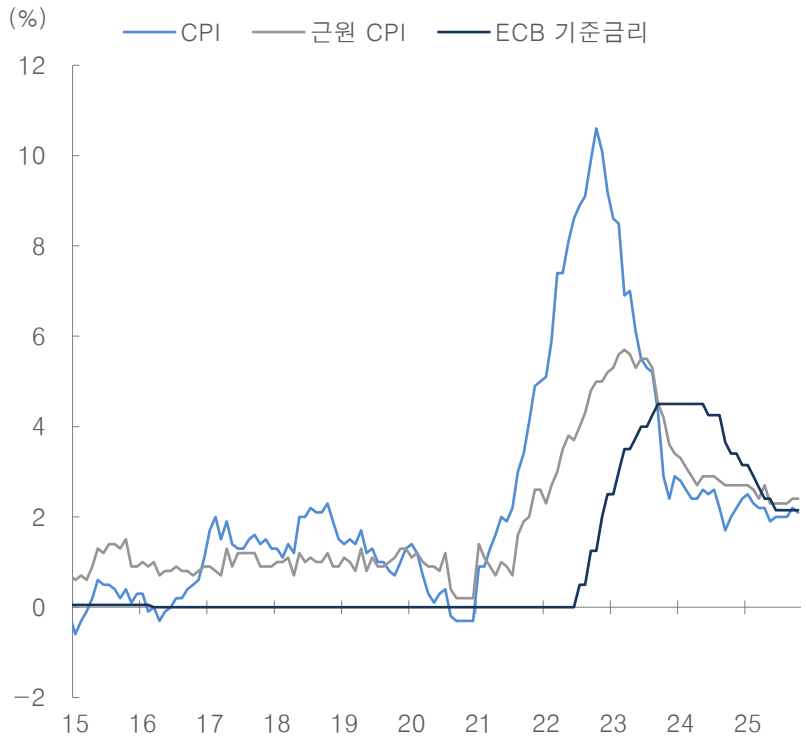


자료: Eurostat, 대신증권 Research Center

[정책] 아직도 정치 불안

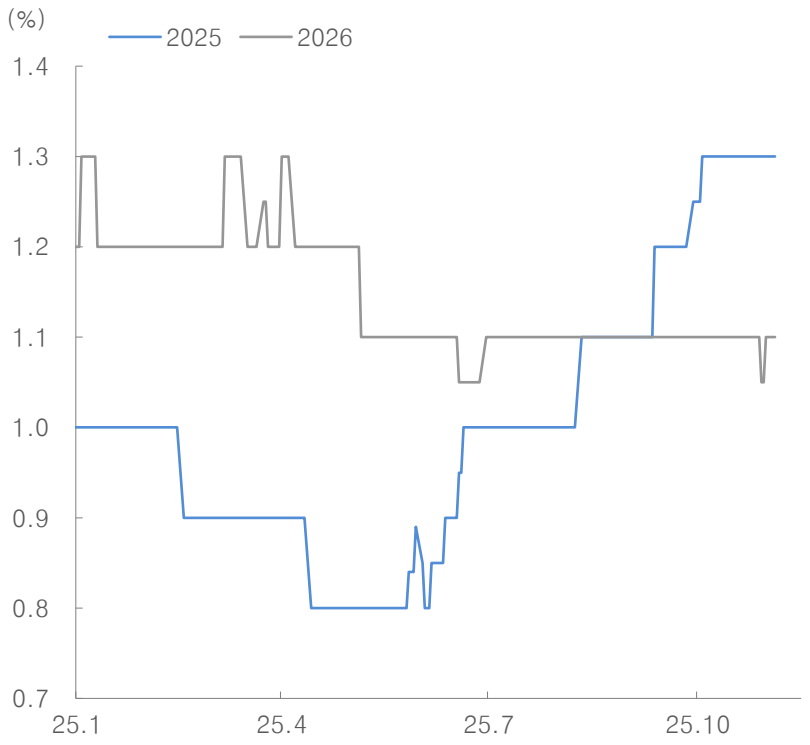
- 프랑스, 영국 등 유럽 주요국이 정치적으로 불안정한 국면 지속. 프랑스, 벨기에, 오스트리아, 핀란드 포함 신용등급 강등되는 등 내년 예산안 수립에 난항을 겪는 과정에서 재정리스크 부각될 가능성 배제할 수 없음
- ECB는 10월 금리동결, 금리인하 재개에 더 큰 하방 위험 확인이 필요함을 밝혔으나, 내년 관세영향 가시화되며 인하 기대 확대될 소지. 미국 금리인하 재개한 점 역시 유럽입장에서 금리차 부담 완화

소비자물가는 안정적



자료: ECB, Eurostat, 대신증권 Research Center

내년 성장 눈높이 낮아질 경우 ECB 추가 인하 예상

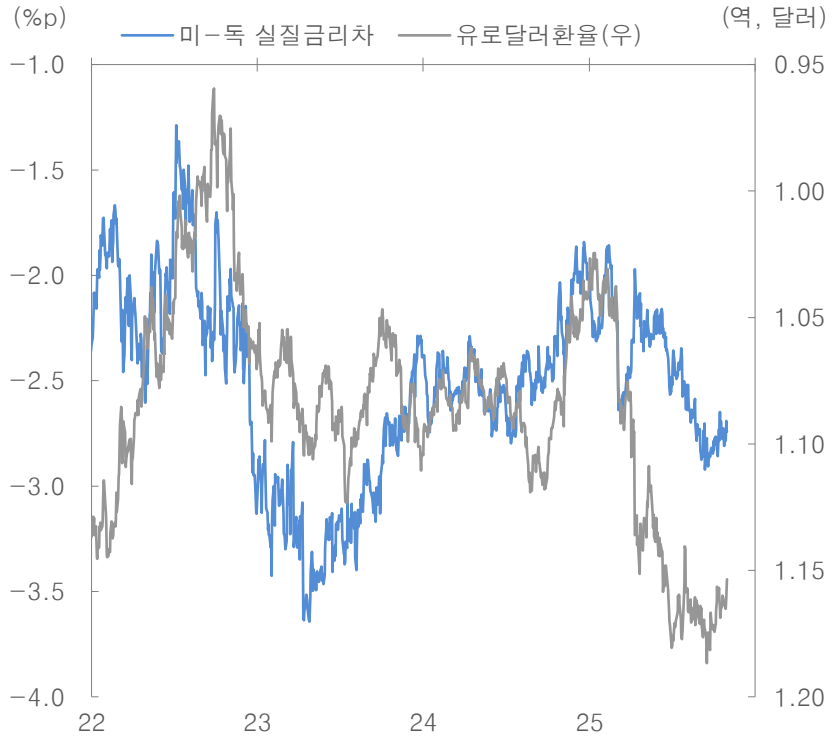


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[센티/수급] 결국 달러 방향이 중요

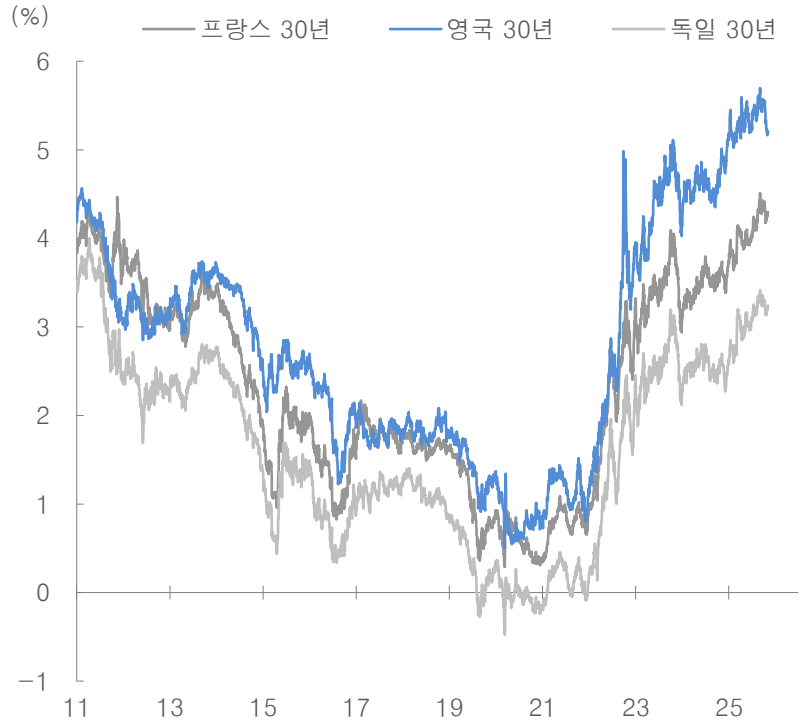
- 올해 유로존 성장률에 대한 눈높이는 상향 조정되었으나, 국가별 정치 불안이 상당한 점은 유로화 가치 상승을 일부 제한할 여지
- 그러나 미국 주도 글로벌 유동성 확대 국면 유효하며 대외 약달러 기대가 전환된 것은 아닌 만큼, 달러가치 하락에 연동되어 유로달러환율은 상승 가능할 전망

미-독 실질금리차와 유로달러환율



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

재정리스크 부각 가능성



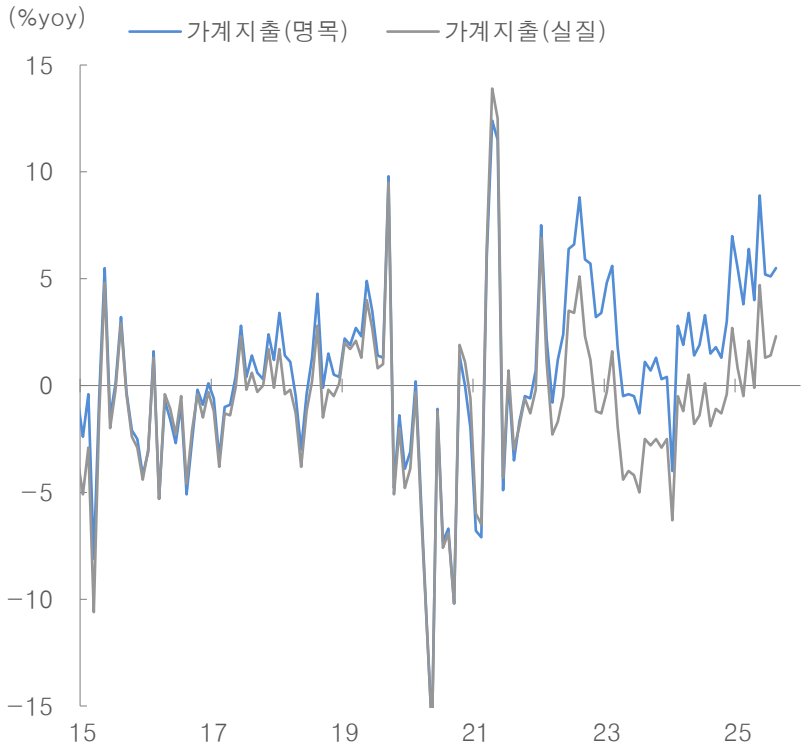
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

JPY: 다카이치 = 엔저?

[펀더멘털] 임금 추가 상승 필요

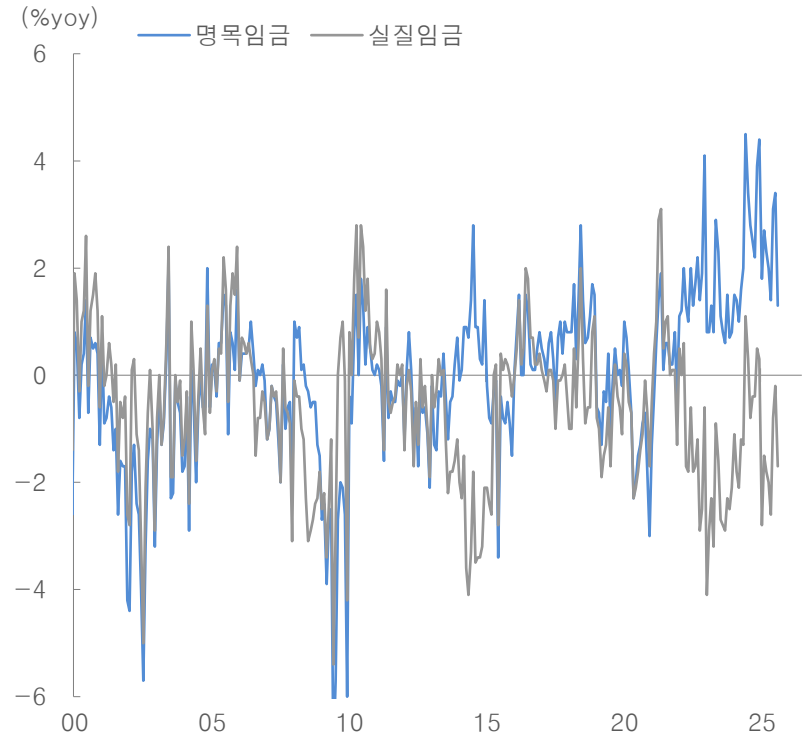
- 10월 도쿄 CPI 상승률 소폭 확대, 엔화 약세로 수입물가 부담 추가로 증가할 가능성
- 여전한 물가부담으로 실질임금은 마이너스 국면에 위치한 가운데, 렌고(일본 노조 중앙조직)는 내년 춘투에서 임금 '5% 이상' 인상을 요구하는 구상을 확정. 대기업과 격차가 큰 중소기업에는 6% 이상을 기준으로 제시. 내년에도 임금상승 이어질 경우 내수 개선에 기여할 전망

실질 가계 소비 증가세 지속



자료: 일본 통계청, 대신증권 Research Center

그러나 실질임금은 마이너스



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[정책] 다카이치 내각 출범 ≠ 엔저

- 10월 금정위에서 우에다 총재가 정부와 소통하겠다는 언급을 완화적인 스탠스로 해석. 그러나 자민당과 연정인 일본유신회도 통화정책 정상화를 지지. 재무상 역시 엔화절상 필요성을 언급한 바 있어 금번 내각이 과거 아베노믹스처럼 엔저를 추구할 가능성은 제한적
- 다카이치 총리는 11/4 '강한 경제'와 '책임 있는 적극재정'을 내건 '일본 성장전략본부' 설치. 사업 수익과 소득을 늘려 세율을 인상하지 않고 세수를 확대하는 것이 목표. 정책 수립 과정에서 재정확장 기조에 따라 시중금리 상방압력 부각 시 달러엔환율 변동성 확대 주의

재정확장 기조에 따른 일본 시중금리 변동성 확대 주의

자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

경제 전망치 대체로 종전 수준을 유지

y/y % chg.

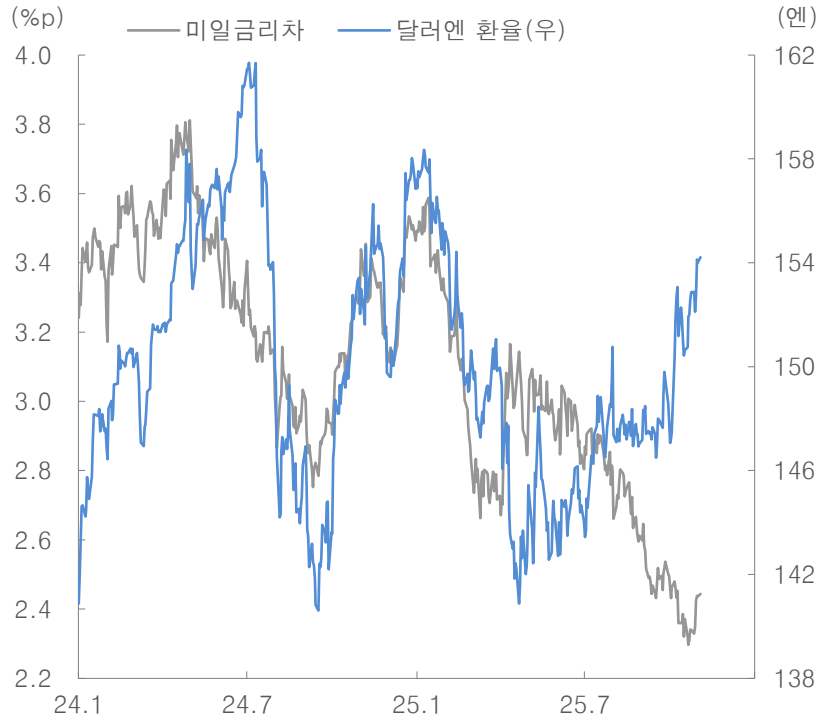
	Real GDP	CPI (all items less fresh food)	(Reference) CPI (all items less fresh food and energy)
Fiscal 2025	+0.6 to +0.8 [+0.7]	+2.7 to +2.9 [+2.7]	+2.8 to +3.0 [+2.8]
Forecasts made in July 2025	+0.5 to +0.7 [+0.6]	+2.7 to +2.8 [+2.7]	+2.8 to +3.0 [+2.8]
Fiscal 2026	+0.6 to +0.8 [+0.7]	+1.6 to +2.0 [+1.8]	+1.8 to +2.2 [+2.0]
Forecasts made in July 2025	+0.7 to +0.9 [+0.7]	+1.6 to +2.0 [+1.8]	+1.7 to +2.1 [+1.9]
Fiscal 2027	+0.7 to +1.1 [+1.0]	+1.8 to +2.0 [+2.0]	+2.0 to +2.2 [+2.0]
Forecasts made in July 2025	+0.9 to +1.0 [+1.0]	+1.8 to +2.0 [+2.0]	+2.0 to +2.1 [+2.0]

자료: BOJ, 대신증권 Research Center

[센티/수급] 엔캐리 트레이드 누적보다는

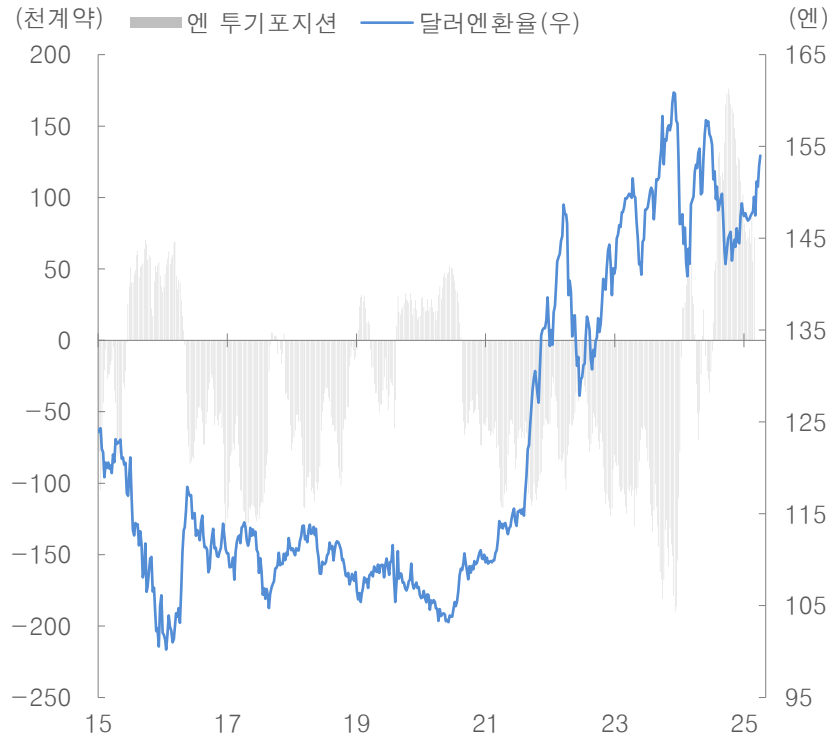
- 사나에 내각 출범 이후 정책 수립과정에서 시중금리 및 달러엔환율 변동성 확대 불가피.
- 그러나 FED의 금리인하 및 BOJ의 통화정책 정상화 기조는 유효, 미일 금리차 축소되는 흐름 감안했을 때 현 수준의 엔화 약세는 과도하다는 판단. 미국 및 일본 통화정책 불확실성 완화되며 달러엔환율의 과도했던 상승세 역시 되돌림 가능할 전망
- 미 연방정부 셧다운 장기화 혹은 경기 관련 불안심리 확대되어 안전자산 수요 유입될 경우 역시 엔화 강세로 이어질 가능성

미일금리차와 달러엔환율



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

엔화 투기포지션 순매수 국면



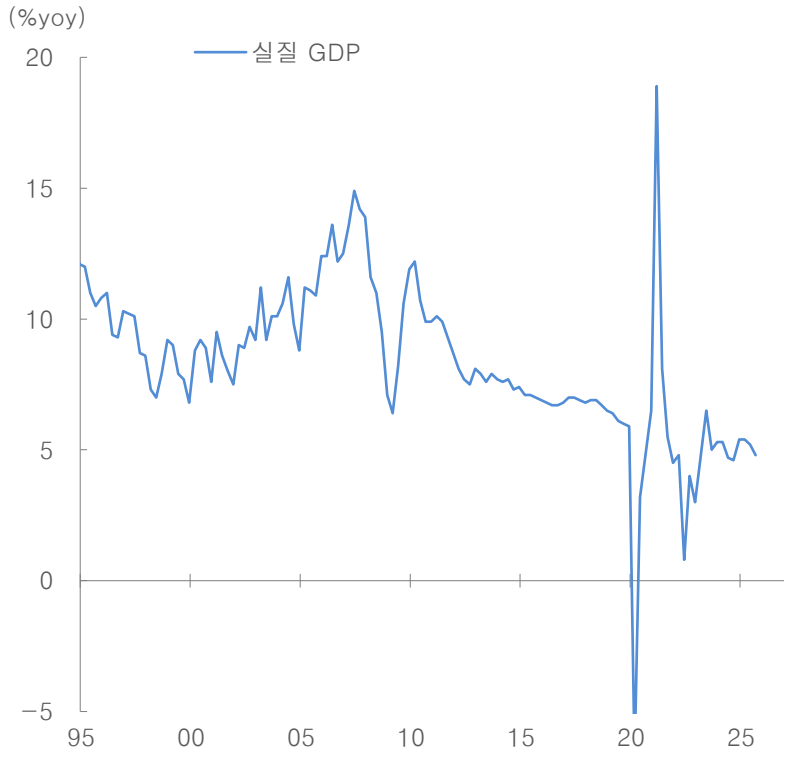
자료:Bloomberg, 대신증권 Research Center

CNY: 일단 화해한 건 좋아

[펀더멘털] 보기보다 안 좋은

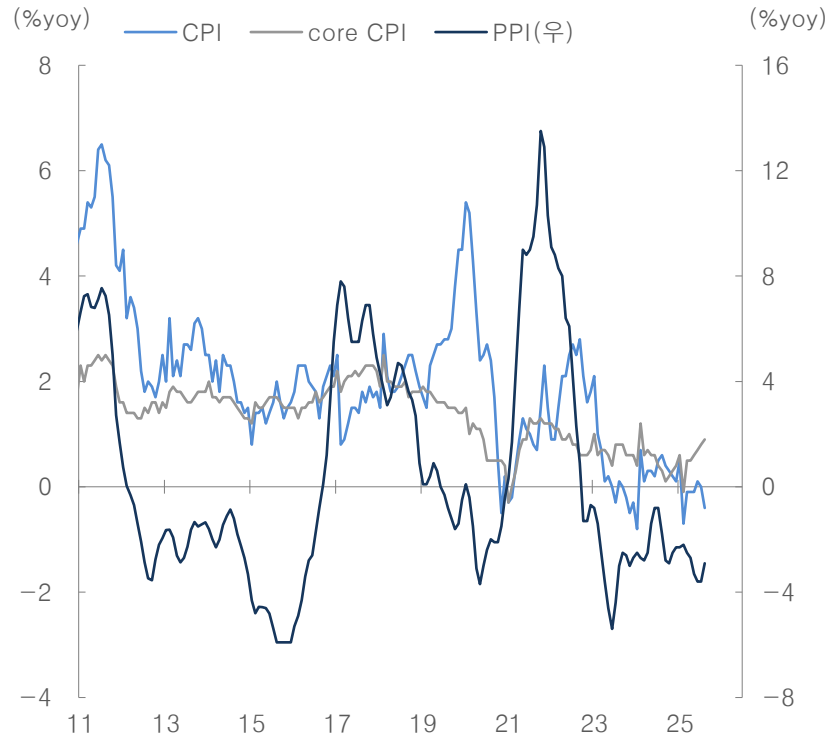
- 3Q 성장률 4.8%로 컨센서스 소폭 상회. 9월 생산 서프라이즈가 이를 견인. 대내 소비가 유지된 점과 미국 등 재고축적 수요가 이를 뒷받침
- 그러나 중국이 1,2분기 5%대 성장률 기록했던 점 감안하면 금번 서프라이즈로 경기 모멘텀이 개선되었다고 보기 어려움. 9월 고정자산투자 역시 예상치 상회하며 '20년 8월 이후 처음으로 감소 전환
- 감산 효과가 나타나며 PPI 하락폭 축소했으며, 근원 CPI 상승률도 1%대에 진입했으나 여전히 절대적인 물가 레벨이 낮음

중국 실질 GDP 성장률



자료: 국가통계국, 대신증권 Research Center

근원 물가 반등에도 여전히 낮은 절대적인 레벨

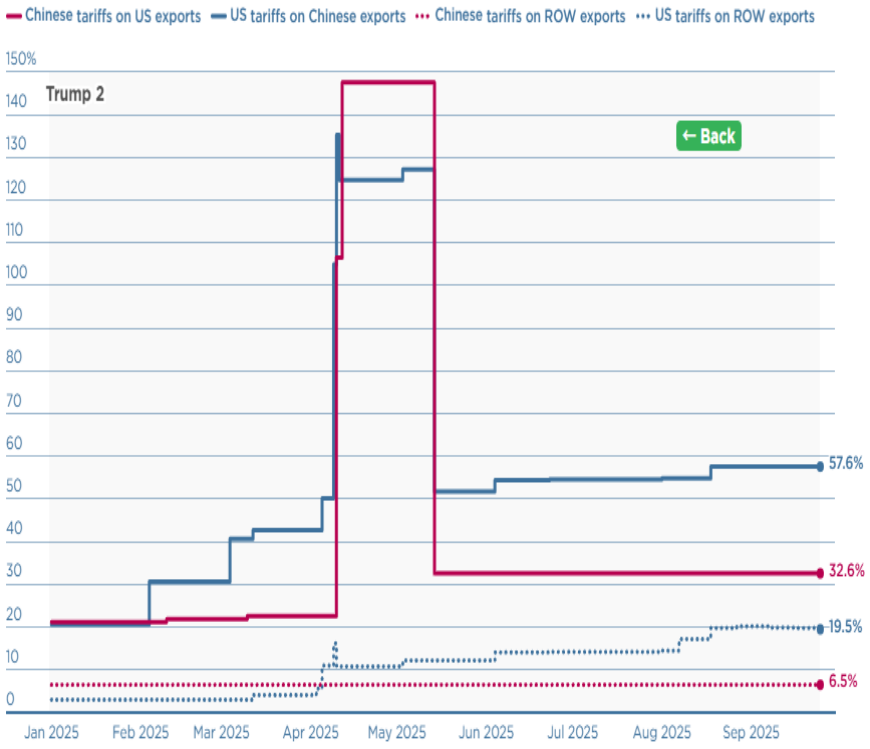


자료: 국가통계국, 대신증권 Research Center

[정책] 미중갈등 공포 완화

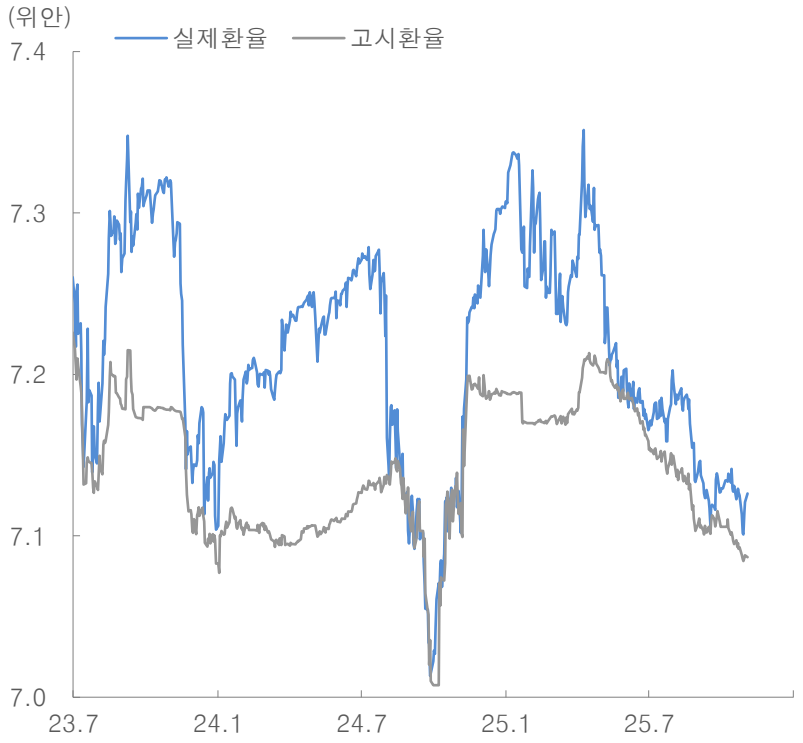
- 10/30 미국과 중국은 정상회담을 통해 대중관세 57%→ 47% 인하 및 대미 희토류 수출 통제 일시적 완화에 합의하며 공포심리 정점통과
- 한편 4중 전회에서 향후 5개년 계획에 대한 초안 논의. 중국의 기술 자립은 미국과의 경쟁 구도에서 서방의 제재에 맞서겠다는 표현으로 구조적인 미중갈등 장기화는 불가피. 다만 키워드 내에 내수시장 발전 역시 포함된 만큼 위안화를 인위적으로 약세를 조성하려 하지 않을 것
- 10/27 인민은행은 연초 수급불균형으로 중단했던 국채매매 재개를 발표, 중장기 유동성 공급 및 재정정책 효과를 뒷받침하기 위한 결정

미국과 중국 상호 관세율



자료: PIIE, 대신증권 Research Center
주: 9/25 기준으로 하향 조정 예정

고시환율과 실제환율

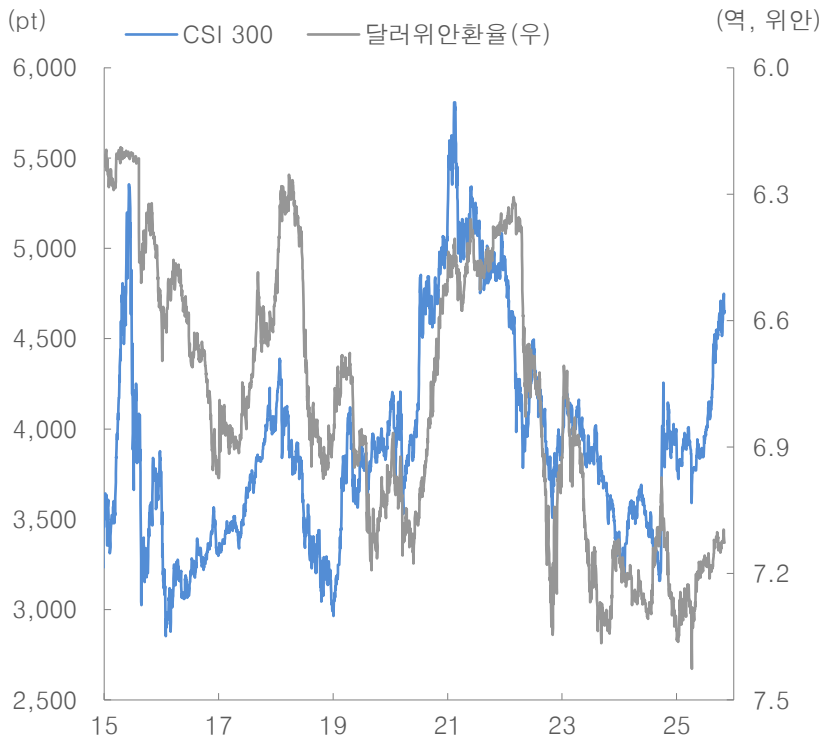


자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

[센티/수급] 일단 화해한 건 좋아

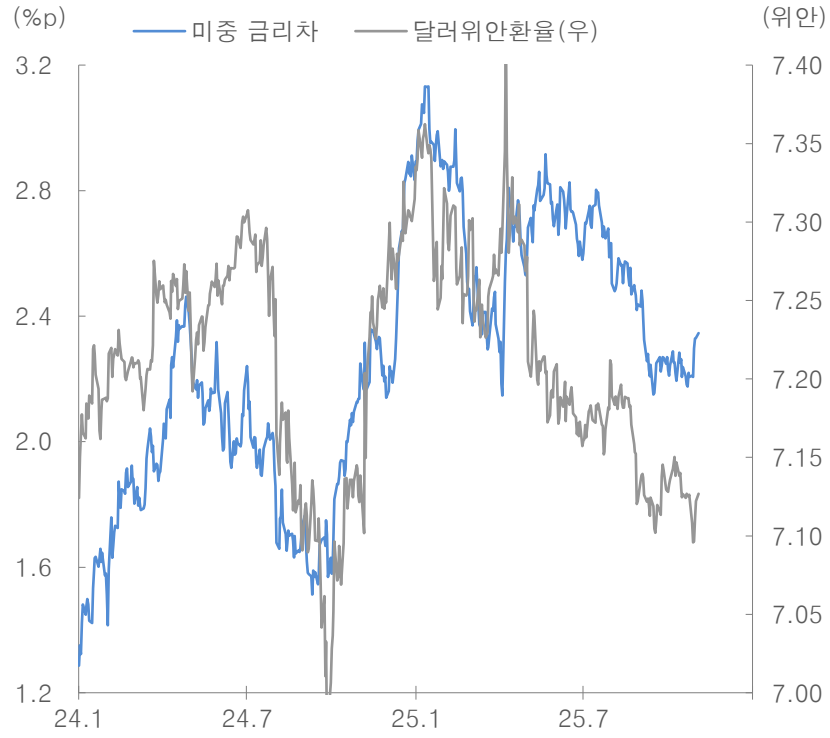
- 글로벌 유동성 확대 국면에서 미중갈등 공포 완화에 위험선호 심리 확대되며 달러위안 환율 하향 안정화 예상
- 그러나 대외 달러가치가 반등할 경우 달러위안환율 하락 속도 제한할 가능성

중국 주가 & 달러위안 환율



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

미중 금리차와 달러위안 환율



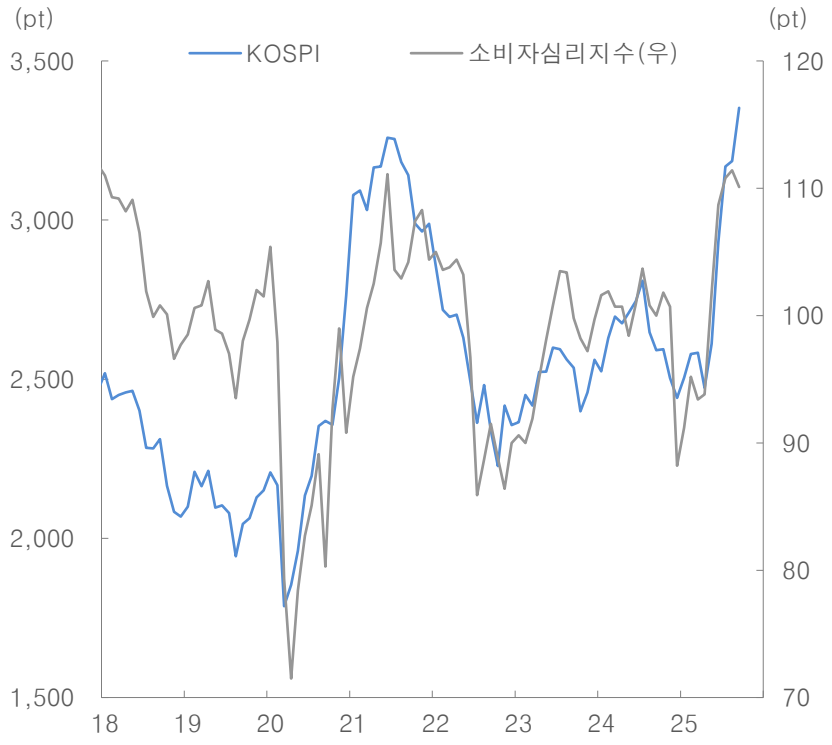
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

KRW: 어쩔 수 없는 달러 수요

[펀더멘털] 양호한 내수

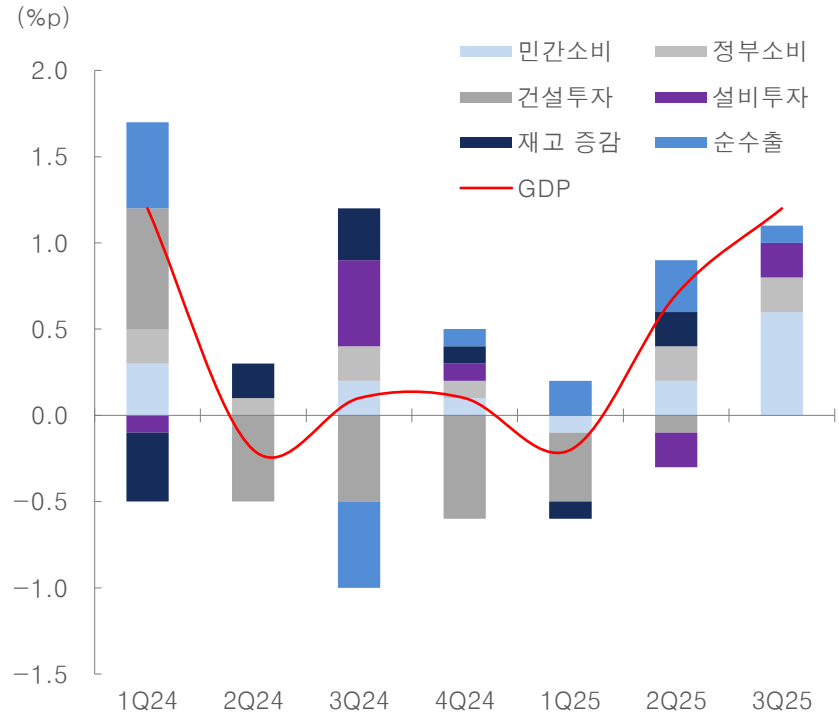
- 내수 주도로 3분기 성장률 서프라이즈 기록. 국내 정치불안 해소되고 정부가 소비지원정책 확대한 데 힘입어 민간소비는 3년만에 가장 큰 폭으로 증가. 투자 역시 미약하지만 회복세를 나타냄. AI 관련 수출 수요가 늘어나는 가운데 반도체 제조용 기계 중심으로 설비투자 개선
- 4분기도 내수가 우려보다는 나은 성장률 이끌며 1% 초반대 성장이 가능할 전망. 부동산 가격 및 주가 상승을 감안하면 가계자산 증가가 부의효과를 뒷받침할 수 있음. 투자 역시 자본재 수입 증가추세 감안할 때 회복세 지속 가능할 전망

KOSPI와 소비자심리지수



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

전기대비 성장률 기여도



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

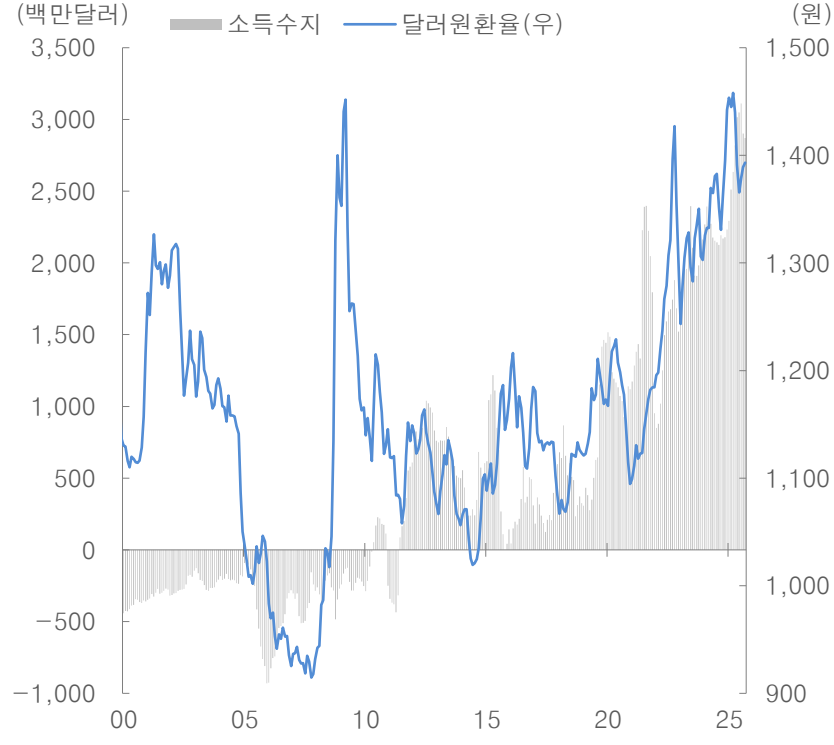
[정책] 대내 원화 약세요인은 해소

- 한미협상 불확실성 해소. 1,500억 조선업투자와 매년 최대 200억 달러로 분납 투자를 결정. 이는 현재 외환시장에 부담이 가지 않는 구조로 외화운용수익으로 대응 가능한 규모라는 설명. 다만 장기적으로 매년 유출되는 외화자금은 확대 불가피
- 10월 금통위에서는 부동산 가격 급등, 가계부채 문제 등에 대응하기 위해 기준금리 동결. 11월에도 이러한 스탠스 유지될 전망. 3분기 성장률이 예상보다 양호했던 점 역시 추가 금리인하 속도조절 요인으로 작용

한미 금리차와 달러원 환율

자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

한국 소득수지와 달러원 환율 장기 추이

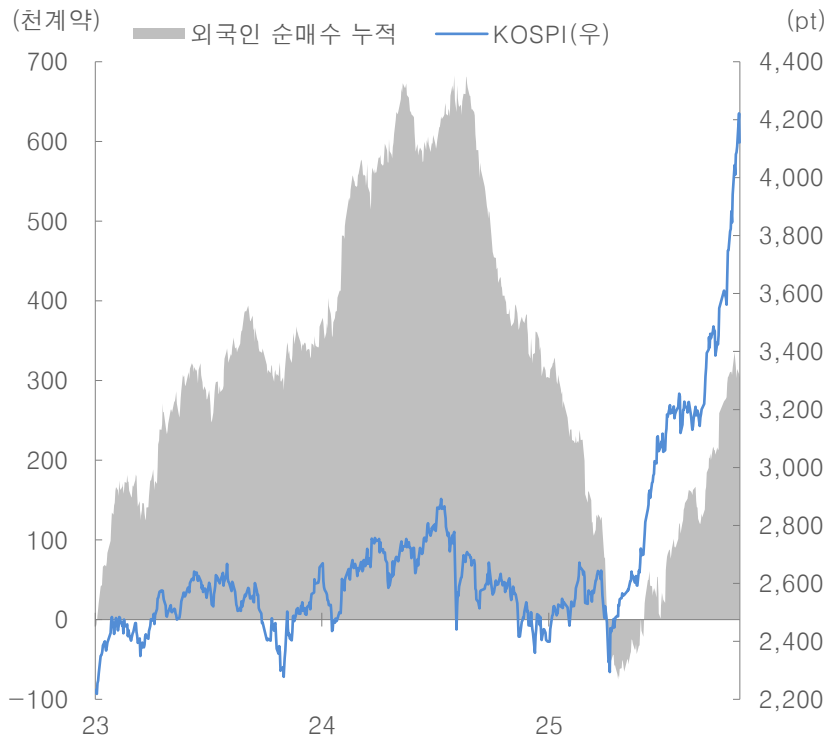


자료: BOK, Refinitiv, 대신증권 Research Center

[센티/수급] 어쩔 수 없는 달러 수요

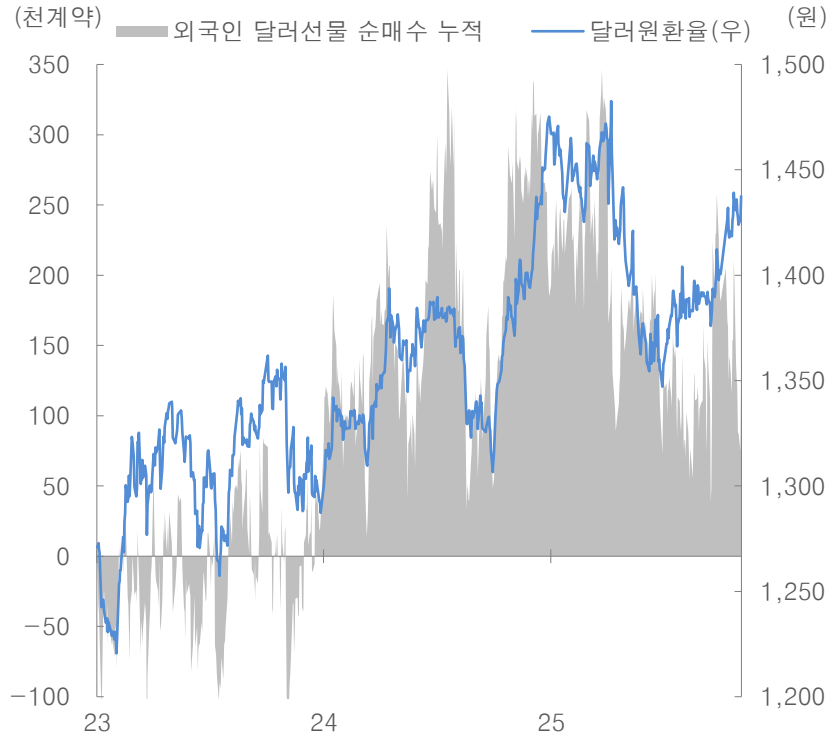
- 한미협상 불확실성 해소에도 달러원환율 하락 제한적. 대외 달러가치 하락폭을 다 반영하지 못한 상황. 미국, 일본 포함 주요국 통화정책 불확실성 해소되며 약달러 재개할 경우 달러원환율도 하락폭 확대 가능
- 다만 구조적으로 대미 직접 및 간접투자 금액이 확대되는 흐름은 유효한 만큼, 이는 장기적으로 달러원환율 하단을 점차 높일 가능성

주식시장 외국인 자금 유입에도 원화 강세 제한적



자료: 연합인포맥스, 대신증권 Research Center

원화 헷지 후 유입되었을 가능성



자료: 연합인포맥스, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이주원)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.