Asset Allocation

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

자산배분/해외크레딧
Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com

하나증권 리서치센터

자산배분의 창(窓)

달러와 유로가 맞붙는 동안, 조용히 중심을 잡은 파운드

영국 경제 펀더멘털: 낮아진 임금 부담과 물가 경로

최근 트럼프 행정부의 그린란드 관련 발언을 계기로 유럽 전반의 정치·외교적 불확실성이 확대되며 EUR/USD 변동성은 뚜렷하게 확대되었다. 반면 같은 국면에서 GBP/USD는 상대적으로 제한된 변동성을 보였고, 이후에는 점진적 강세를 보이고 있다. 이는 단순한 유럽 리스크 회피의 부산물이라기보다, 영국 거시 지표와 정책 경로에 대한 시장 인식이 비교적 명확하게 정리돼 있었던 점과 깊이 연관된다.

25년 12월 영국 CPI는 3.4%로 소폭 반등했으나, 이는 항공료 (6.5→7.1%)와 식품 물가 (4.2→4.5%) 등 일부 항목의 일시적 요인에 기인한 측면이 컸다. 식품 물가는 상승했지만 BOE 매파들의 예상치 (5.3%)를 하회했고, 항공료 역시 크리스마스 시즌에 따른 계절적 요인 영향이 컸다. 에너지 및 서비스 물가는 각각 1.9→1.7%, 4.4→4.5%로 전반적으로 안정적인 흐름을 유지했다. 더 중요한 점은 연 1회 조정되는 공공 서비스 요금 (수도·하수, 차량세 등)의 인상 폭이 올해 4월 이후 크게 완화될 가능성이 높다는 점이다. 공공 서비스 요금은 25년 4월 한 차례 크게 조정된 이후, 현재는 기저효과를 통해 연간 상승률에 반영되고 있으며 추가적인 서비스 물가 상방 압력은 제한적인 상황이다. 이에 따라 서비스 물가는 4월 이후 3%대로 빠르게 둔화될 여지가 크다.

이러한 물가 환경은 임금 흐름과도 일관되게 맞물린다. 최근 고용지표에서 실업률은 5.1%로 상승했고, 민간부문 고용 감소세도 지속되고 있다. 이에 따라 민간부문 임금 상승률은 전년 대비 3.6%까지 낮아졌으며, 최근 흐름을 더 잘 반영하는 3개월 연율 기준으로는 2.4~3% 수준까지 둔화됐다. 이는 기준금리가 낮았던 18~19년 임금 상승률 평균 (3개월 연율 3.4%)보다도 낮은 수준으로, 향후 임금 인플레이션의 추가적 압박 가능성이 상당 부분 해소되었음을 시사한다.

FX 해석: '강한 파운드'가 아냐. 다만 '예측 가능한 파운드'

이처럼 물가와 임금이 동시에 둔화 경로에 진입했다는 점은 최근 파운드화의 움직임을 해석하는 데 핵심 단서가 된다. 지정학적 충격이 발생했을 때 통화가 크게 흔들리는 경우는 대개 '다음 스텝이 불명확할 때'인데, 이번 국면에서 파운드는 그 조건에 해당하지 않았다.

영국 경제는 강한 회복 국면에 있지도, 급격한 침체 국면에 진입한 것도 아니다. 대신 경기 둔화와 인플레이션 완화가 동시에 진행되며, BOE가 점진적 완화로 이동할 수 있는 정책 환경이 비교적 명확하게 형성된 상태다. 시장이 올해 BOE의 기준금리 인하를 두 차례 수준으로 안정적으로 반영하고 있는 것도 이러한 맥락에서 이해할 수 있다. 파운드는 '위험을 회피한 통화'라기보다, 정책 경로가 이미 공유된 통화에 가깝기에 예측 가능한 통화로 인식되었다는 점으로 해석하는 것이 보다 적절하다.

OBR의 재정 평가와 길트 시장 안정, 그리고 유로 강세의 아이러니

파운드화의 상대적 안정성은 통화정책 경로 뿐 아니라, 재정과 국채시장에 대한 인식에서도 뒷받침됐다. OBR (영국 예산책임청)은 최근 재정 전망에서 영국의 중기 성장성과 생산성에 대해 보수적인 가정을 유지하면서도, 금리 하락 국면에서는 현 재정 구조 하에서 부채비율이 비선형적으로 악화되는 경로는 아니라는 점을 분명히 해 왔다.

특히 이러한 차별화는 이번 국면에서 새롭게 형성된 것이 아니다. 지난해 11월 예산안 발표 이후 영국 길트 시장은 글로벌 금리 상승 국면에서도 다른 주요국과는 일정 부분 구분되는 흐름을 지속해 왔다. 경기 둔화를 전제로 한 BOE의 점진적 완화 시그널과, 긴축 기조는 유지하되 경기 부담을 감안해 긴축 집행을 후선에 배치한 재정 경로가 길트 시장 프라이싱에 이미 반영되어 있었다. 그 결과 글로벌 금리 변동성이 확대되는 국면에서도 영국 고유의 위험 프리미엄은 제한적인 범위에 머물렀고, 이러한 시장 신뢰가 이번 미국발 유럽 지정학 리스크 국면에서도 파운드화가 한 발 비켜설 수 있었던 배경으로 작용했다.

한편, 유로화가 내부 구조적 문제에도 불구하고 일정 수준의 강세를 유지하는 점은, 유럽 펀더멘털의 개선이라기보다 달러 강세에 대한 미국의 부담 인식이 시장에 반영된 결과로 해석할 필요가 있다. 유럽은 정치·재정·산업 측면에서 여전히 해결되지 않은 이슈를 안고 있으나, 달러 상단에 대한 경계가 커질 때마다 유로는 상대적으로 재평가되는 통화로 기능하고 있다. 이는 유로 강세가 유럽의 구조적 안정성을 의미하지는 않는다는 점에서 아이러니한 국면이다.

한편, 자산배분 관점에서 본 달러–유로–파운드의 역할 분화

자산배분 관점에서 보면, 이번 환율 국면은 단기적인 방향성 논쟁보다는 변동성 확대 환경 속에서 각 통화가 포트폴리오 내에서 수행하는 역할의 차이를 보다 분명하게 드러냈다.

달러는 여전히 상대적으로 높은 정책금리와 미국 경기의 견조함을 바탕으로 포트폴리오의 기본 축 (anchor) 역할을 유지하고 있다. 다만 달러 강세가 일정 수준 (DXY 기준 99pt)을 넘어서면서, 주요국 통화 약세에 대한 외교적 경계가 누적되며, 달러의 추가 강세가 이전과 같은 속도와 폭으로 이어지기에는 제한적인 국면에 진입한 것으로 판단된다.

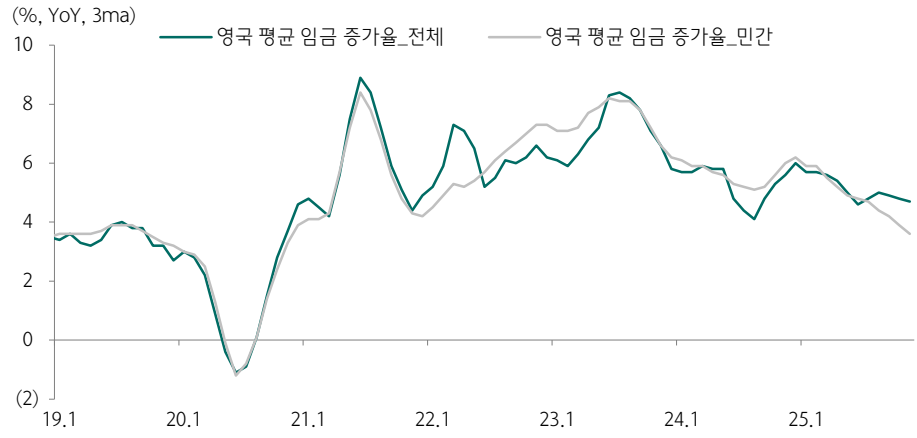
유로화는 구조적인 펀더멘털 개선보다는, 달러 상단 부담이 커질 때 전술적으로 재평가되는 통화에 가깝다. 미국발 정책 리스크가 부각될 경우 EUR/USD는 일정범위 내 (1.15~1.18 1.18 상회 시 1.20 테스트)에서 반등 여지를 가질 수 있으나, 이를 중장기 추세 전환보다는 전술적 대응의 영역으로 보는 것이 적절하다.

자산배분 관점에서 파운드화 (GBP/USD)는 공격적인 방향 베팅의 대상이라기보다, 달러 집중 리스크를 일부 완화하고 포트폴리오 전체 변동성을 낮추는 보조적 통화로서의 활용도가 높아진 것으로 해석된다. 단, 이러한 평가는 자동 지속되기 보다 경기 둔화 국면 속에서도 일관된 정책 스탠스와 명확한 커뮤니케이션이 유지될 경우에 한해 가능성이 높다.

도표 1. 영국의 임금 상승률

* (민간) 영국 평균 임금 상승률은 YoY 3.6%로 25년초 6%에서 크게 하락. 이는 BOE 전망치와 일치

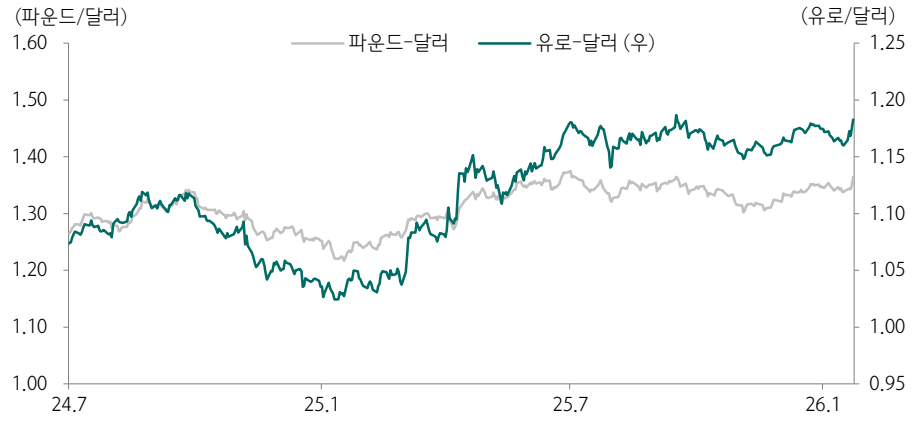
*BOE 설문조사 (비둘기/매파 모두 포함)를 근거로,
내년 임금 상승률 기대치가 3.5~4% 수준에서 바닥을 형성할 것이란 가능성 제기



자료: Bloomberg, 하나증권

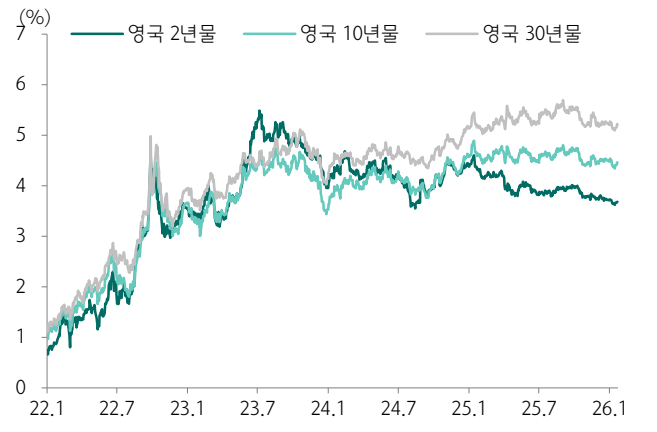
도표 2. 환율 (GBP/USD, EUR/USD)

*1.16~1.20 사이, 미국발 유럽 도발 이벤트로
달러는 99.393 →98.641
유로/달러 1.1598 → 1.1725
달러/파운드 1.3380 → 1.3439



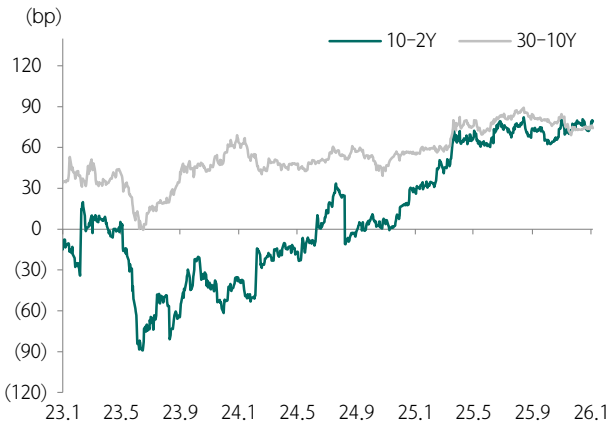
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 영국 국채금리 (2Y, 10Y, 30Y)



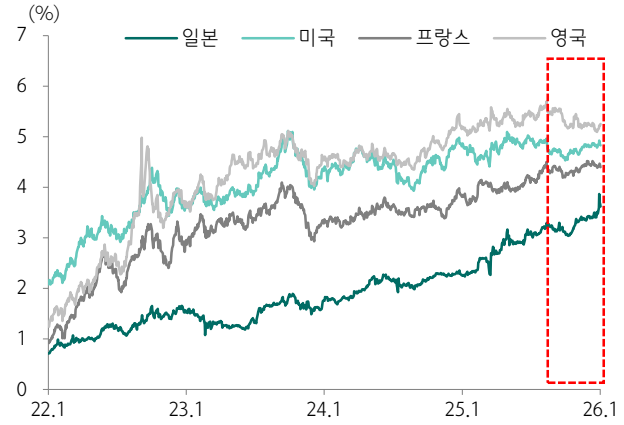
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 영국 장단기 금리 스프레드 (10-2Y, 30-10Y)



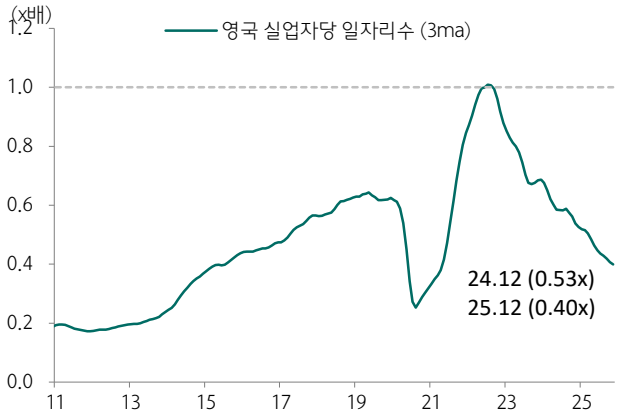
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 국가별 30년 국채 금리 추이



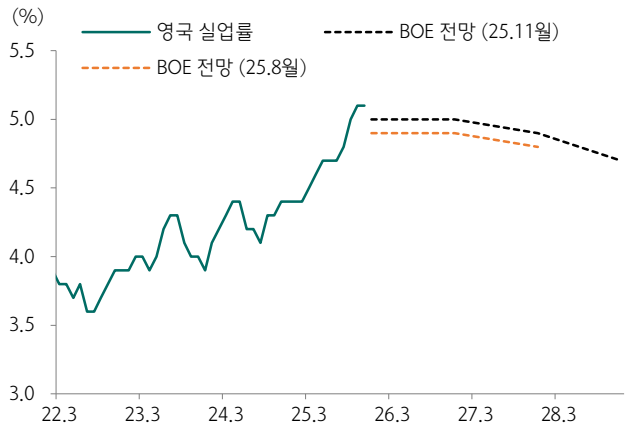
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 영국 실업자당 일자리 수 (3ma)



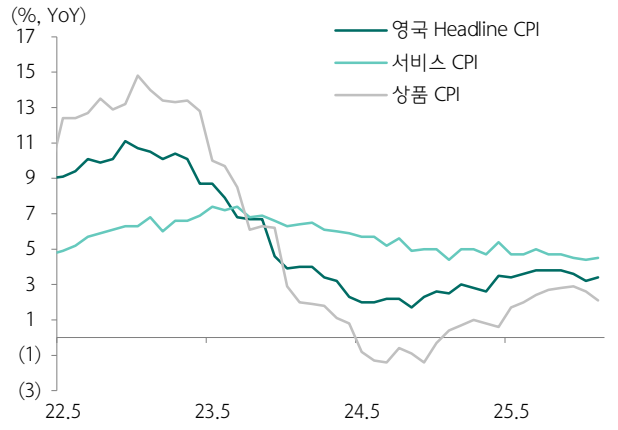
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 영국 실업률 (BOE 전망 25.11월)



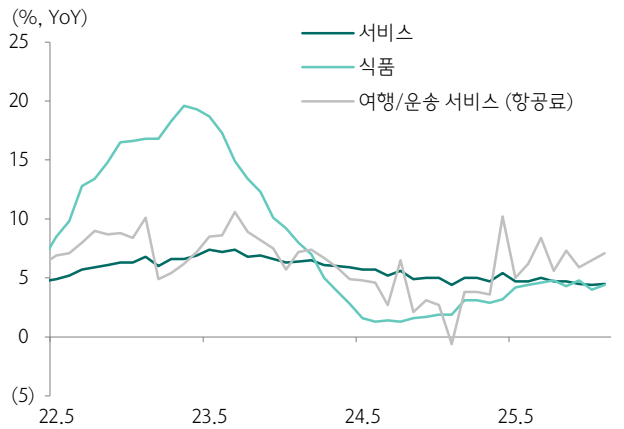
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 영국 물가 상승률 (Headline, 서비스, 상품)



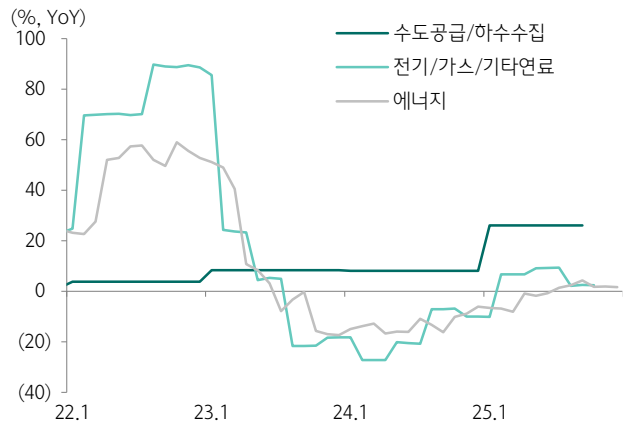
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 영국 물가 상승률 (식품, 항공료, 서비스)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 영국 물가 상승률 (에너지, 전기/가스, 공공 서비스)



자료: Bloomberg, 하나증권