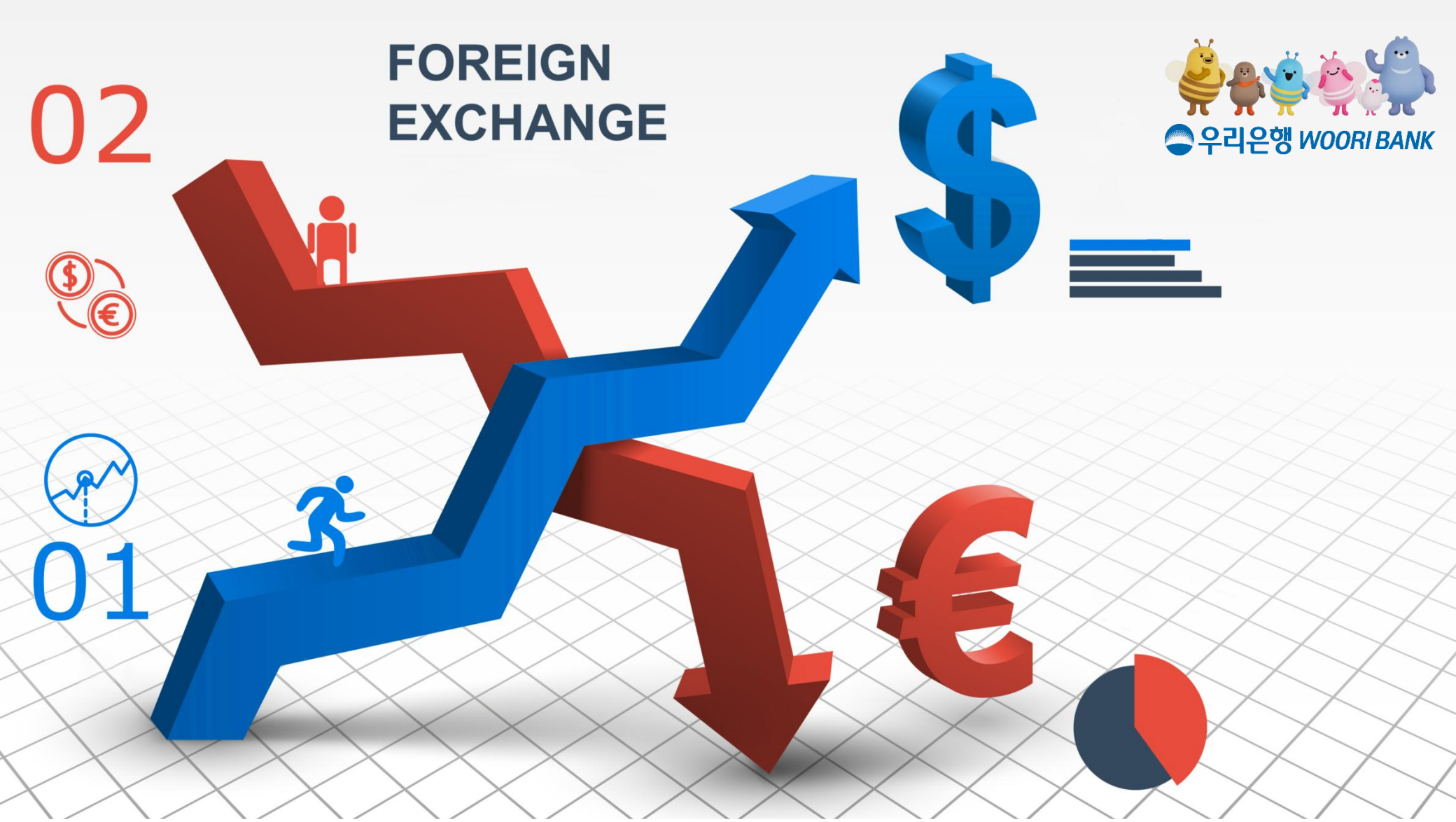


우리은행 WOORI BANK

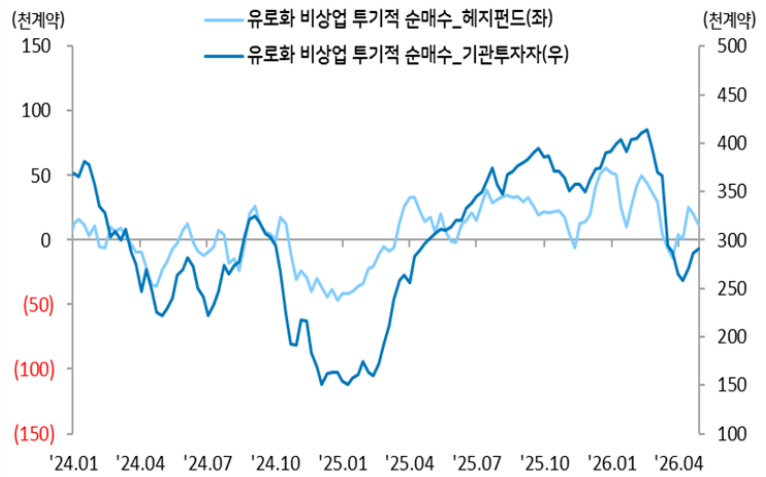
Monthly WOORI Forex Saga_05

-통화정책 차별화 약달러 드라이브, 수급 회복에 달러/원 레벨 정상화

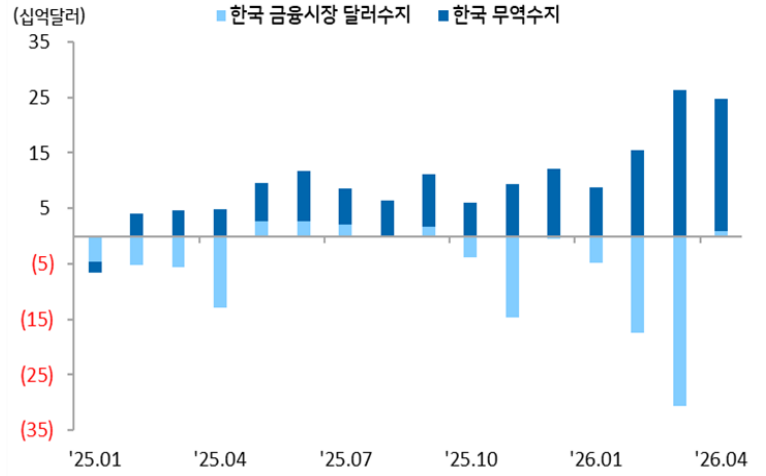
FX/Economist 민경원
eco_min1230@wooribank.com

Summary

연준 동결 vs 주요국 긴축이 5월 달러 약세 부담을 키우는 전제



무역흑자 + 금융시장 달러 흑자 조합에 달러/원 하락압력 확대 예상



Global FX: 달러화, 연준 동결과 주요국 금리인상 대립 구도가 단기적인 약세 흐름 조성

- 연준은 동결을 베이스 시나리오로 보고 있지만, 호주 중앙은행 금리인상(5/5)을 시작으로 5월 주요국 중앙은행은 선제적 금리인상으로 에너지 비용 상승에 대응할 가능성이 높음
- 또한 이란 관련 불확실성이 해소될 경우 연준 금리인하 기대가 다시 수면 위로 부상하며 구조적인 달러 약세 부담을 점증 시킬 것으로 기대
- 유로화는 단기적으로 ECB 금리인상 기대가, 중기적으로는 중국발 수요 회복을 바탕으로 제조업 경기 반등이 강세 재료로 소화될 전망
- 파운드는 견조한 경기 회복과 재정우려 완화, 위안화는 수출업체 선물환 매도가 상승재료로 소화, 약달러 분위기와 합을 맞출 공산이 큼

달러/원 전망: 5월 1,420~1,470원, 수출 네고 복귀에 월말로 갈수록 하방압력 확대

- 한국 일평균 무역수지는 1~4월 평균 9억불을 유지하고 있으며 올해 수출업체 네고 물량이 다시 외환시장으로 복귀하며 월말 달러 공급이 증가하는 패턴이 재개
- 기업 외화예금도 3월 134억 달러 감소하며 수출업체가 외화보유 비중 확대에서 적극적인 매도 대응으로 환위험 관리 전략을 변경했다는 주장을 지지
- 또한 연초 주식시장 외국인 대규모 순매도가 종료되고 반도체를 중심으로 매수세로 전환됨, 여기에 해외주식투자도 축소되며 금융시장 달러수지 흑자 전환이 지속될 것으로 기대
- 다만 기업 해외 생산기지 이전 수요를 반영한 대차거래 및 지분투자 형태의 FDI는 지속적인 달러 실수요를 외환시장에서 발생시켜 하단을 지지하는 요인
- 리스크 시나리오는 중동 지정학적 불확실성이 재점화될 경우 투기적 원화 약세 베팅이 재차 증가하며 유가와 상승에 동조화할 가능성이 높다는 점

Ⅰ. 연준 통화정책 가늠자, 에너지발 인플레이션 충격보다 고용-성장 하방 위험이 핵심

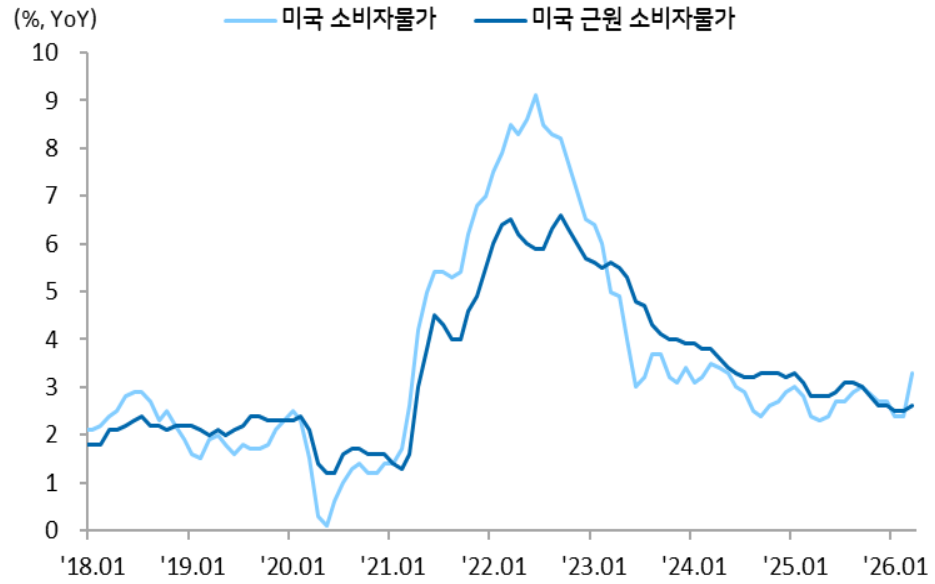
미국 3월 소비자물가는 이란 전쟁 인플레이션 충격이 커질 수 있다는 시장 우려를 진화

✓ 미국 3월 헤드라인 CPI는 전월대비 0.9% 상승했지만 근원 CPI는 0.2% 상승에 그치며 유가 충격 외에 인플레 압력은 크지 않음을 확인

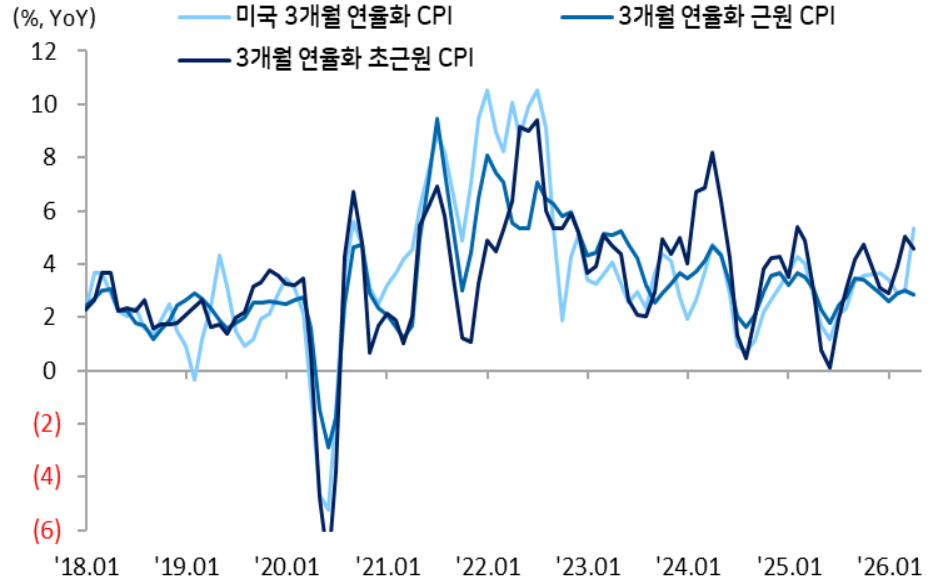
✓ 단기 인플레이션 추이를 대변하는 3개월 연율화 기준 CPI도 헤드라인은 급등했으나 근원물가는 오히려 3.02%에서 2.86%로 하락

✓ 물론 고유가 상황에서 에너지 비용 상승을 일시적 충격으로 쉽게 단정지을 수는 없지만 당초 시장 우려보다 양호하다는 해석은 가능

3월 미국 소비자물가는 에너지 비용 상승을 제외하면 인플레 압력 확대 부재



3개월 연율화 기준 근원 CPI도 유의미한 인플레 상방위험이 없음을 시사해



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅰ. 연준 통화정책 가늠자, 에너지발 인플레이션 충격보다 고용-성장 하방 위험이 핵심

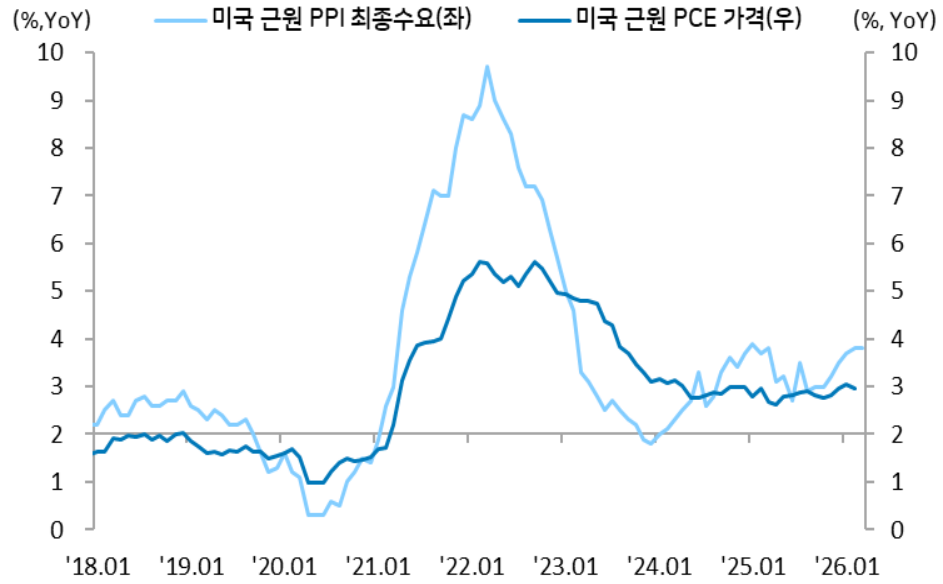
유가 상승을 배제한 근원물가는 전쟁 이전과 유사 vs 장기화 시나리오에서는 인플레 부담 확대

✓ 미국 3월 생산자물가도 극단적인 인플레이션 압력 확대 우려를 진화 시켰고, 근원 PCE 가격 상승이 제한적일 수 있다는 신호를 전달

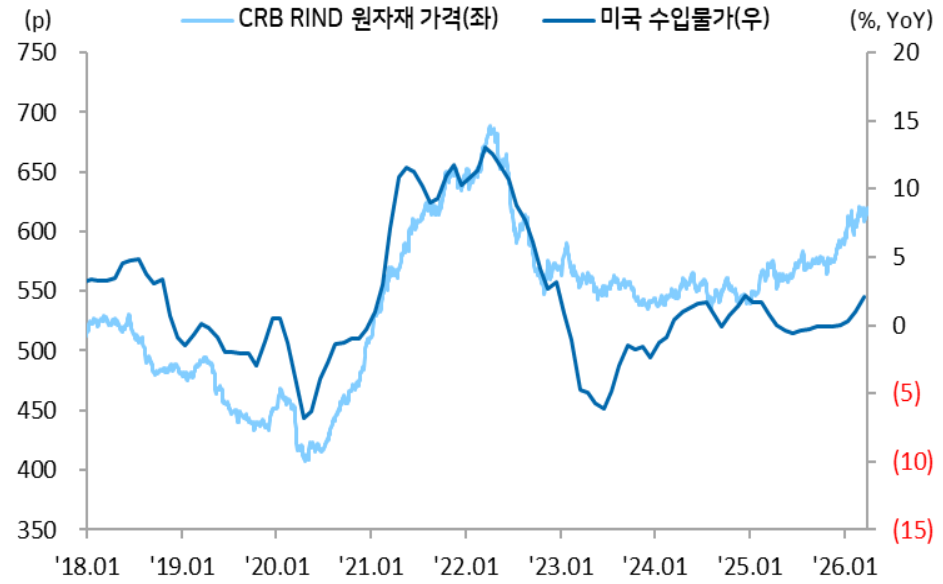
✓ 근원 PPI는 전년대비 3.8% 상승해 2월과 동일한 수준을 유지하며 아직 기업이 최종 가격에 유가 상승을 반영하지 않고 있음을 시사

✓ 다만 미국-이란 휴전 협상과 별개로 중동 지역 에너지 인프라 훼손으로 인한 공급 정상화 지연과 원자재발 비용상승 부담은 주의 요망

근원 PPI 상승은 이란 전쟁 이전과 큰 차이 X, 근원 PCE 가격 영향 제한 예상



원자재 가격이 팬더믹 이후처럼 빠르게 올라갈 경우 수입비용 상승은 필연적



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅰ. 연준 통화정책 가늠자, 에너지발 인플레이션 충격보다 고용-성장 하방 위험이 핵심

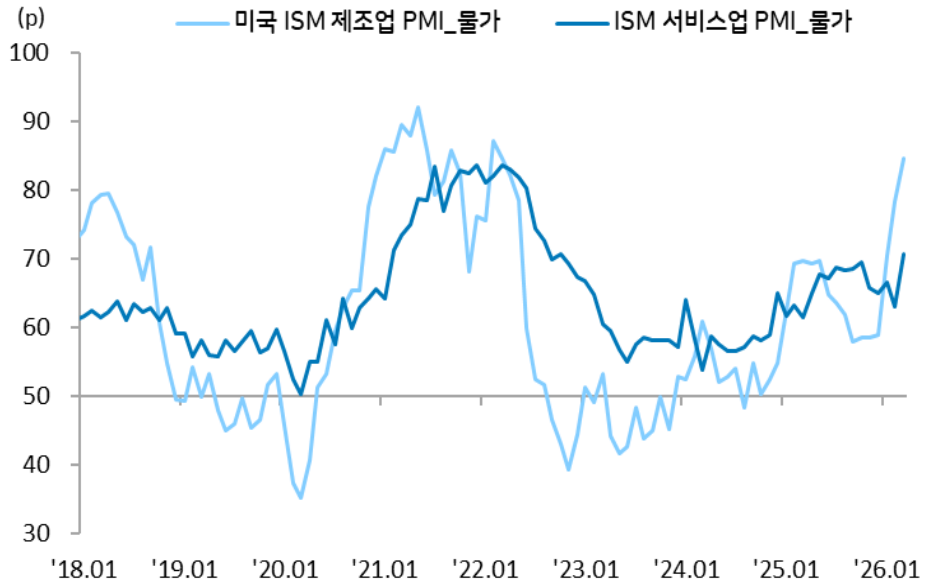
중동 전쟁이 촉발한 기업과 가계 기대 인플레이션 상승은 연준 금리인하 전망에 걸림돌

✓ 3월 물가 상승률이 컨센서스를 하회했음에도 미국 기업, 소비자 인플레이션 전망 재조정은 연준 통화정책 결정에 새로운 과제로 등극

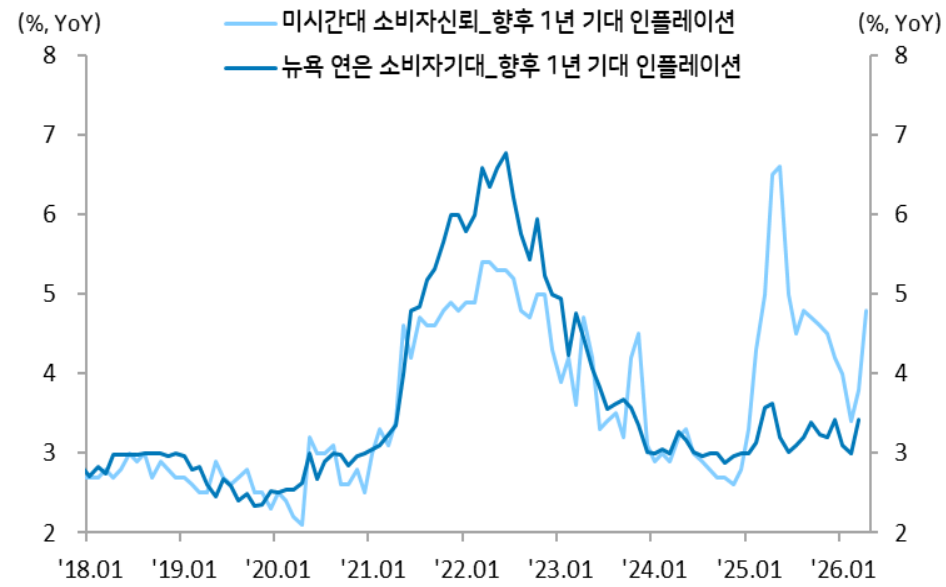
✓ 미국 제조업체는 연초부터 비용 상승을 예상하고 있었고, 서비스업은 이란 전쟁 이후 인플레이션 압력이 커질 것이란 응답이 증가함

✓ 4월 미시간대 서베이에서 소비자 1년 기대 인플레이션도 4.8%를 기록하며 일부 연준 위원 금리인하 신중론 주장의 근거로 인용됨

미국 제조업 물가 전망 이란 전쟁 이전 급등, 서비스업 3월부터 물가 전망 상승



소비자 1년 기대 인플레이션은 4월 에너지 비용 상승을 반영해 대폭 상향조정



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅰ. 연준 통화정책 가늠자, 에너지발 인플레이션 충격보다 고용-성장 하방 위험이 핵심

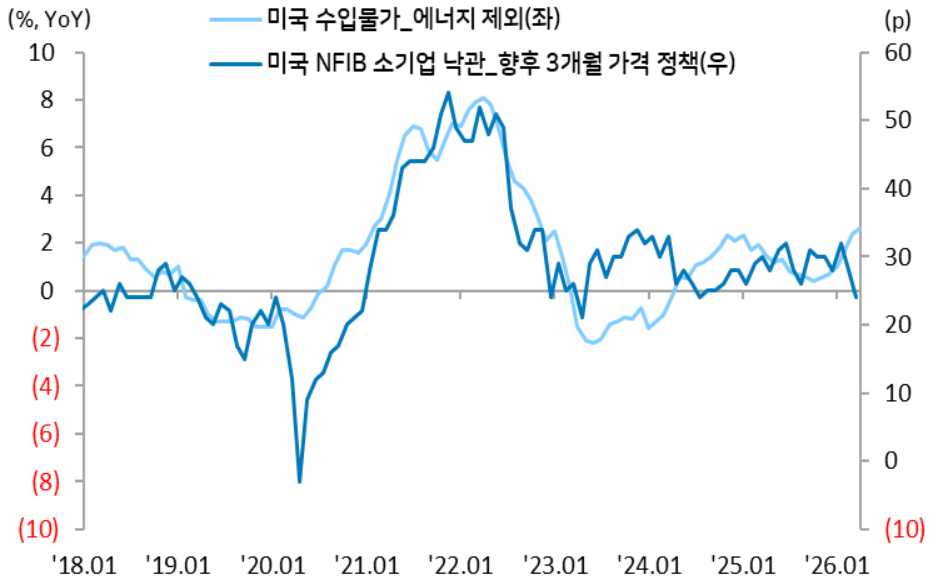
다만 기업은 가격 인상에 따른 수요 악화를 우려해 수입비용 압박을 전가하지 않고 있음

✓ 그나마 고무적인 사실은 비용 압박 속에서도 기업이 소비자 수요 위축을 우려해 소비자 판매가격 인상을 시도하지 않고 있다는 점

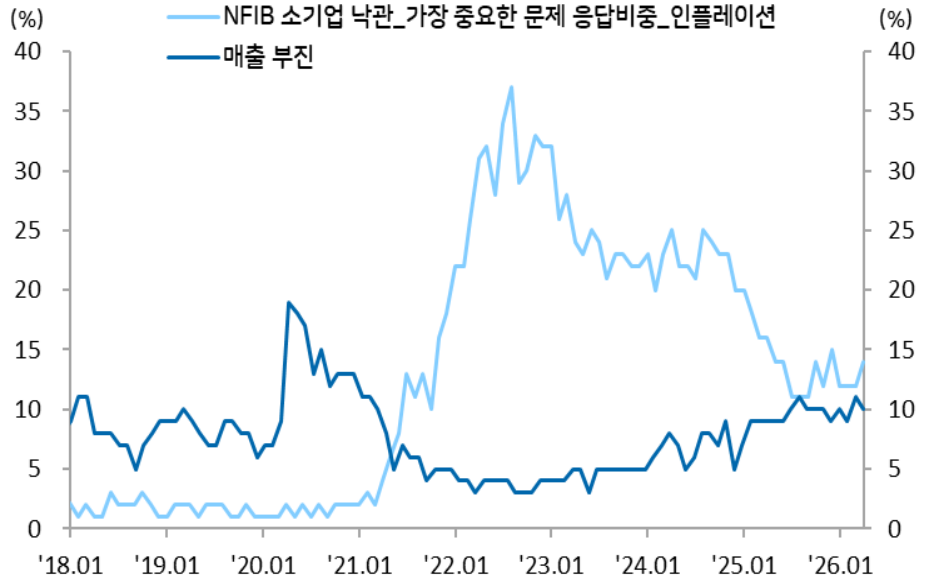
✓ 미국 기업은 에너지를 제외한 수입물가 상승에도 불구하고 가격 인상 계획이 오히려 감소하며 공급비용을 전가 의도가 없음을 시사

✓ 2022년은 고용 회복, 막대한 가계 현금 보유 덕에 매출 부진을 우려하지 않았지만 올해는 매출 부진도 기업에게 중요한 문제 중 하나

비용 압박에도 소기업 가격 인상 계획 감소, 소비자에게 공급비용 전가 신호 X



2022년은 인플레이션이 가장 중요한 문제 vs 2026년은 매출 부진도 리스크



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅰ. 연준 통화정책 가늠자, 에너지발 인플레이션 충격보다 고용-성장 하방 위험이 핵심

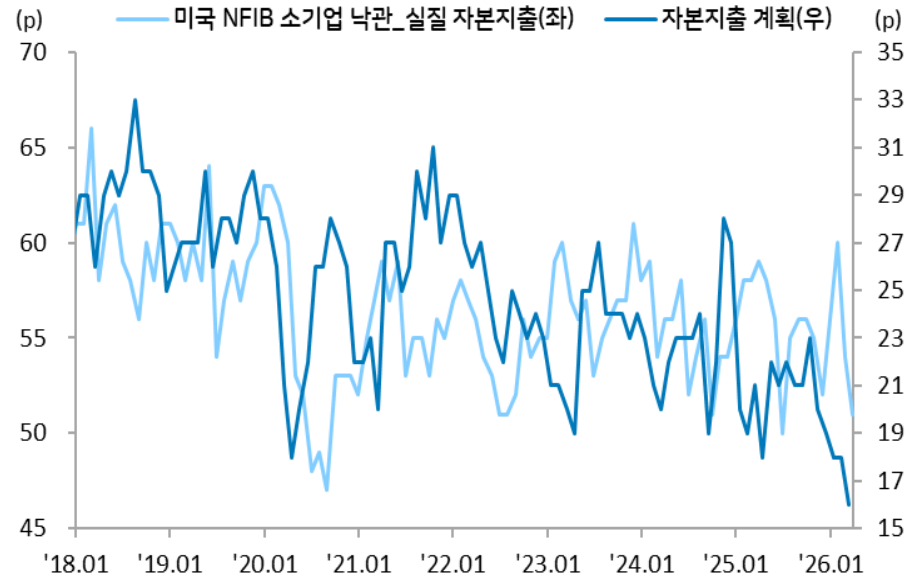
물론 기업이 투자 및 채용 축소를 통해 비용 통제에 나설 경우 성장 전망 불확실성을 자극

✓ 잠재적 위험요소는 기업이 판매가격을 인상하지 못하는 대신 설비투자, 인력 채용 등 다른 항목에서 비용 통제 결정을 내리는 상황

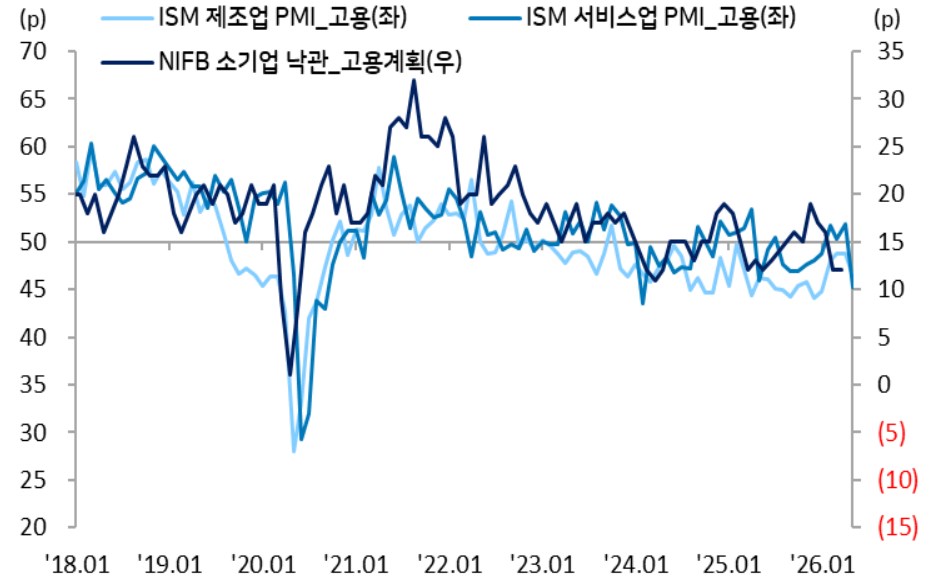
✓ 소기업은 3월 실질 자본지출을 줄였다고 응답했고, 향후 자본지출 계획도 크게 줄어들어 2020년 팬더믹 보다 낮은 수준을 기록함

✓ 또한 제조업, 서비스업과 소기업 고용 전망 악화로 신규 채용이 줄어들 경우 소비 의사결정에 중요한 고용안정성이 훼손될 수 있음

3월 미국 소기업 실질 자본지출이 감소했고 향후 지출계획도 큰 폭으로 축소



비용 압박이 커진 제조 및 서비스업과 소기업이 채용을 추가로 줄일 수 있어



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅰ. 연준 통화정책 가늠자, 에너지발 인플레이션 충격보다 고용-성장 하방 위험이 핵심

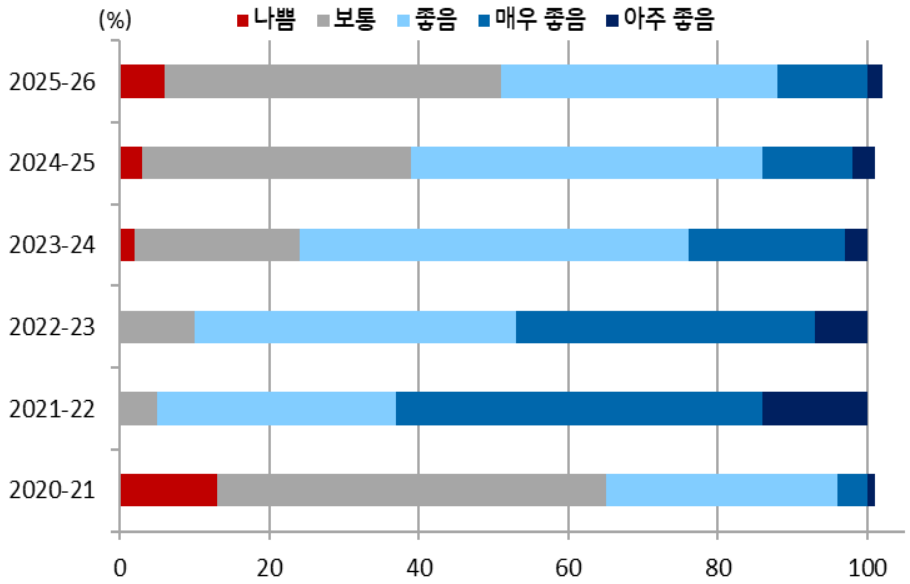
이란 전쟁 이전부터 '고용 없는 성장' 딜레마를 겪고 있던 미국 경기둔화 위험 확대에 주목

✓ 이러한 미국 기업의 비용 통제 기조는 전쟁 전 이미 진행중이던 고용시장 둔화 추세를 더 가속화시켜 성장 하방위험을 키우는 요인

✓ 미국 고용주는 2026년 대학졸업생 채용시장 전망을 2025년 긍정적 평가에서 중립으로 변경, 전쟁 이전부터 신규채용 둔화를 시사

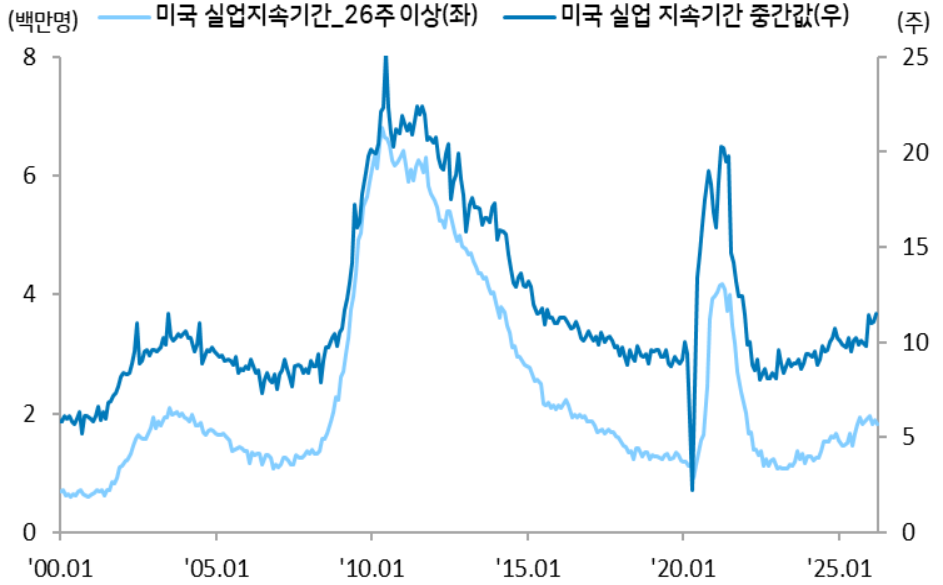
✓ AI 투자에 치우친 성장이라는 비판 속에서 미국 장기 실업자 증가는 제한됐지만 고용 건전성을 대변하는 실업 지속기간 중간값은 상승

올해 대학졸업생 채용에 대한 고용주 긍정적 전망 응답 비중은 절반으로 감소



출처: NACE, Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

미국 26주 이상 실업자 수 정체에도 실업 지속기간 중간값이 올라가기 시작



Ⅰ. 연준 통화정책 가늠자, 에너지발 인플레이션 충격보다 고용-성장 하방 위험이 핵심

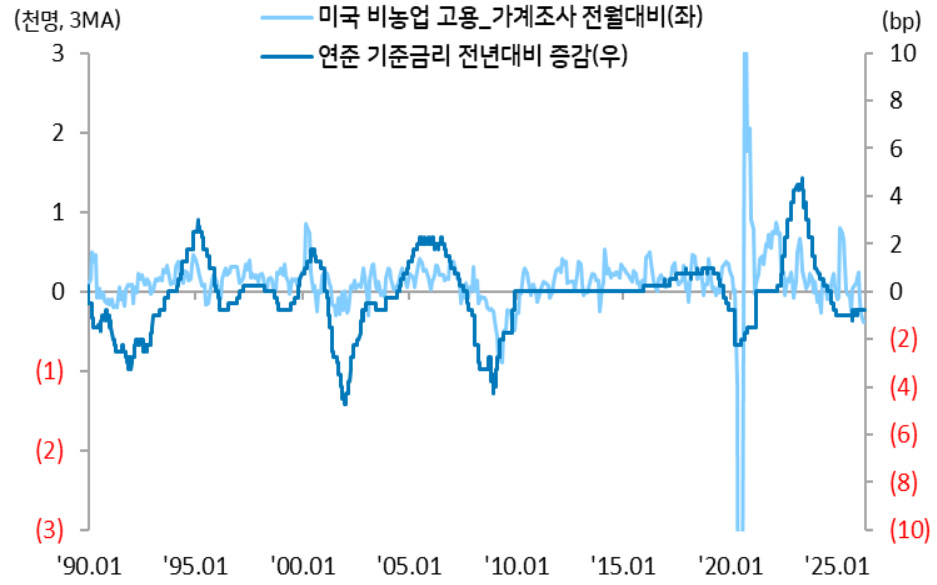
미국 거시경제는 인플레이션 상방위험보다 고용 둔화 리스크가 더 큰 상황으로 평가

✓ 현재 미국 매크로 환경에서 물가 압력 확대보다 고용둔화 위험이 높아짐에 따라 연내 연준 금리인하 전망은 여전히 타당하다는 생각

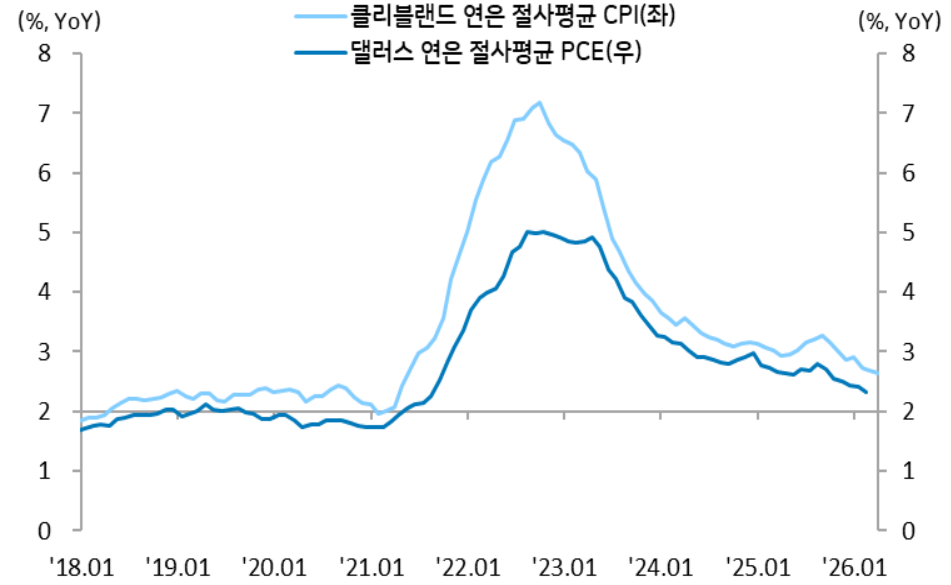
✓ 미국 가계 조사 고용은 1분기 약 114.4만명 감소로 집계, 기업 인력수요 감소를 고려하면 2024년과 달리 반등할 확률은 높지 않음

✓ 유가 충격 전이 여부를 모니터링할 필요는 있으나 절사평균 기준 미국 기저 인플레이션은 우하향 추세 유지, 상대적 위험도가 낮아

역사적으로 가계 서베이 기준 고용 감소 추세는 연준의 금리인하로 이어짐



에너지 충격이 전이되지 않은 상황에서 미국 기저 물가는 여전히 디스 인플레



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅰ. 연준 통화정책 가늠자, 에너지발 인플레이션 충격보다 고용-성장 하방 위험이 핵심

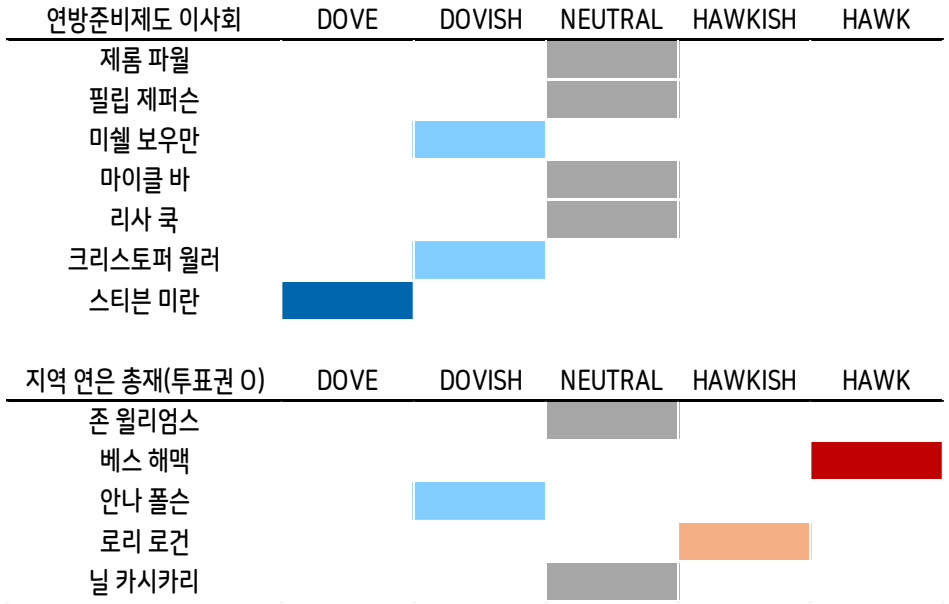
미국-이란 휴전 협상 타결 시 고용 둔화에 초점을 맞춘 연준 금리인하 베팅 재개 기대

✓ 4월 말 미국, 이란이 합의 도출에 실패했음에도 폴리마켓에서 5월말까지 평화협정 타결 베팅은 50% 이상, 6월말까지 64%로 반영

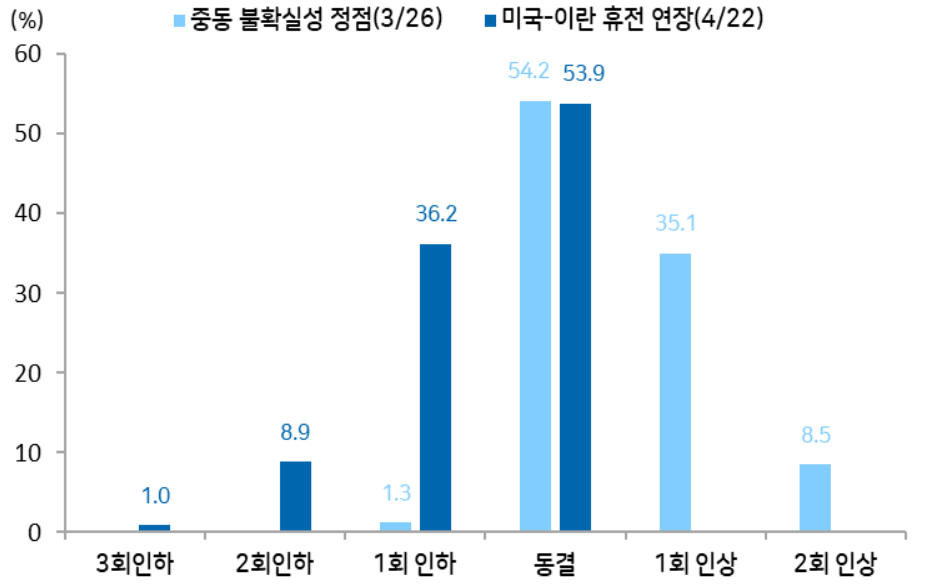
✓ 올해 FOMC 투표권을 가지고 있는 연준 위원 성향은 4월 들어 다소 중립으로 이동했지만 소수인 매파에 비해 비둘기 성향이 더 많음

✓ 금융시장도 중동 불확실성이 정점에 달했던 3월말 금리인상 베팅을 접고, 평화협정 타결을 전제로 연말 연준 인하를 45.1%로 반영

이란 전쟁으로 4월 연준 위원들 성향이 중립으로 이동, 매파 소수의견은 동일



연준 2026년 12월 통화정책 베팅, 평화협정 체결 시 인하 베팅 확대 가능성



출처: CME FedWatch, Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅱ. 대외충격으로 주요국 구조적 취약점 가시화, 통화정책 경로 차별화 여건 형성 중

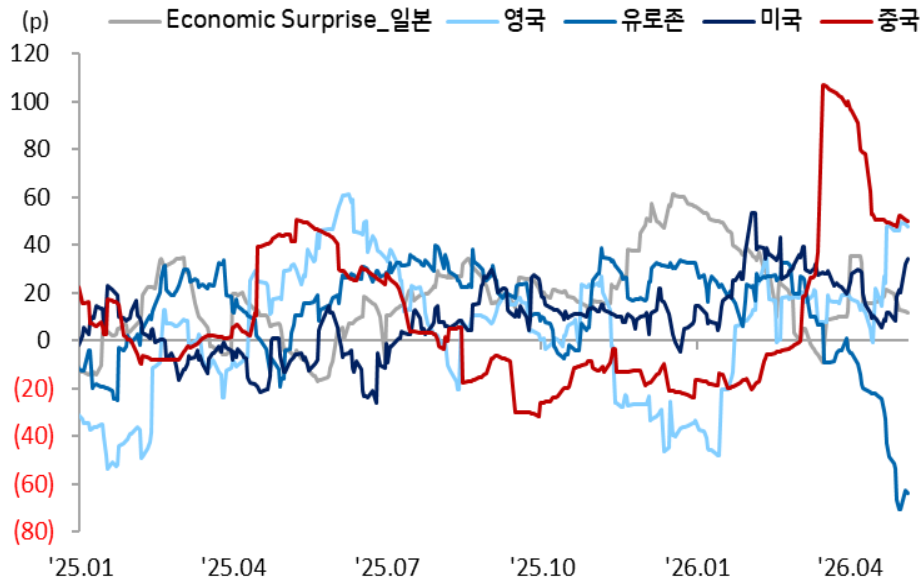
주요국 성장 전망은 호르무즈 봉쇄 장기화로 지표 부진이 확인되자 일괄적으로 하향

✓ 이란 전쟁 초기만 해도 조기 종료를 낙관하던 시장은 실물, 심리지표가 예상치를 하회하자 기존 성장 전망을 일괄적으로 하향 조정

✓ 특히 2022년에도 그랬듯 에너지 비용 상승 취약성이 높은 유로존은 미국, 영국, 일본보다 경기 모멘텀이 빠른 속도로 악화되는 양상

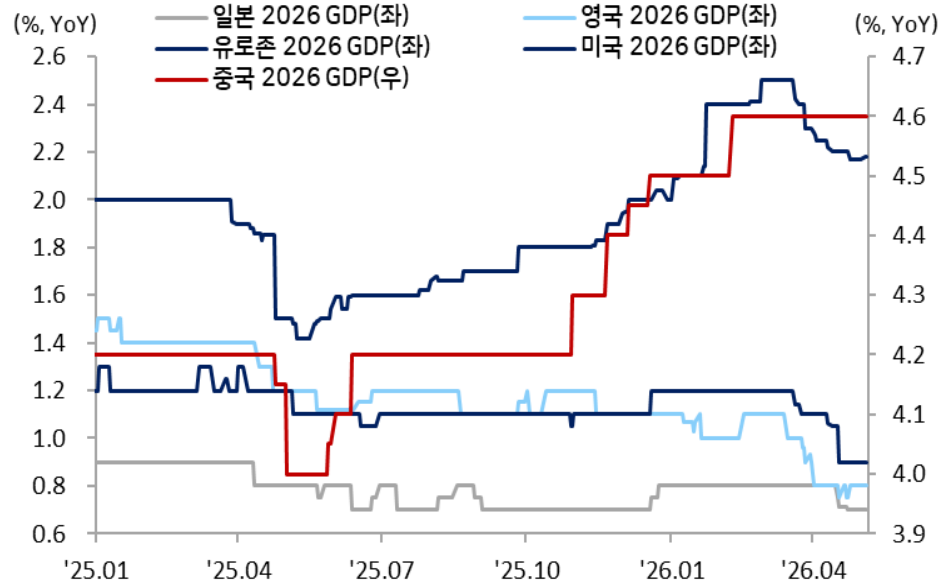
✓ 4월말 기준 유로존과 영국 올해 GDP 전망치는 다시 1% 아래로 내려갔고, 미국도 연초 높아진 성장 기대치를 대부분 반납하는 중

이란 전쟁 이후 주요국 경제지표는 시장 컨센서스를 하회한 뒤 최악은 피해



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

올해 주요국 성장 전망은 중국을 제외한 대부분 국가가 3월부터 하향 조정



Ⅱ. 대외충격으로 주요국 구조적 취약점 가시화, 통화정책 경로 차별화 여건 형성 중

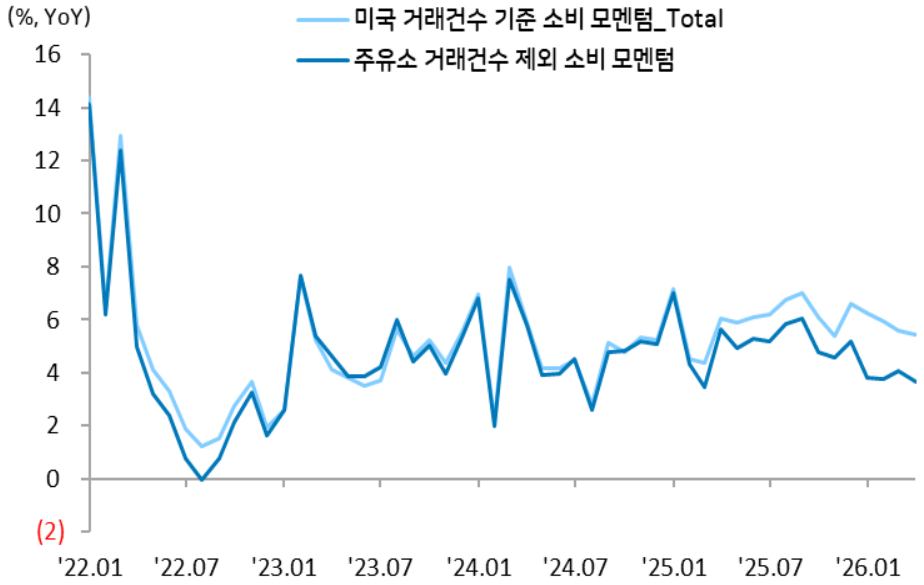
미국 소비 모멘텀은 작년 겨울부터 둔화 추세로 전환, 가격 부담으로 구매의사 악화

✓ 미국 주요 성장 동력인 가계 소비 트렌드는 거래 건수를 기준으로 국제유가 상승 영향 배제 여부와 상관없이 우하향 추세로 전환됨

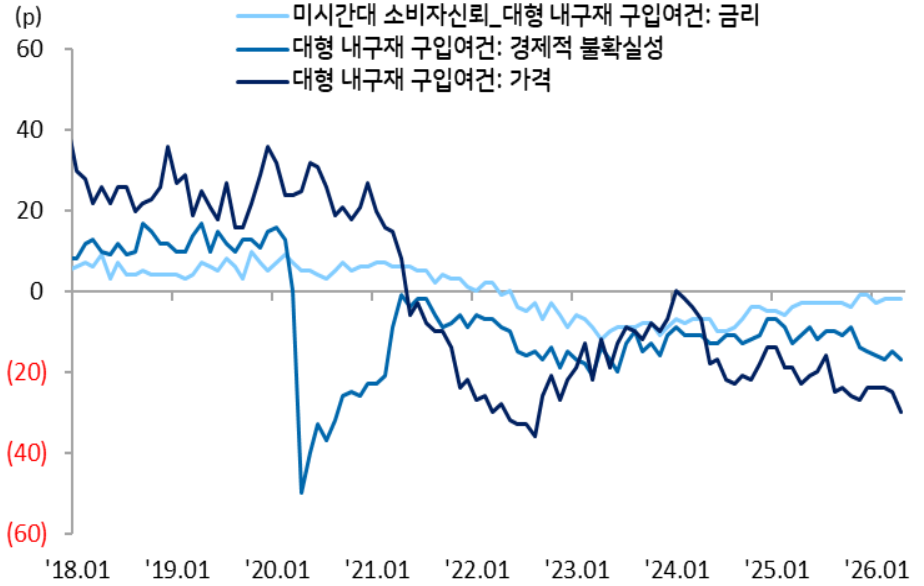
✓ 미시간대 소비자신뢰지수 하위항목 중 내구재 구매의사는 가격 인상이 소비 의사결정을 위축시키는 요인으로 작용하고 있음을 시사

✓ 특히 4월 가격 요인이 구매의사 악화에 미치는 비중이 확대, 이란 전쟁이 촉발한 국제유가 상승 영향이 소비심리를 제약했다는 분석

미국 거래건수 기준 소비 모멘텀은 작년 4분기를 시작으로 우하향 추세 시작



미시간 소비자 서베이 내구재 구매의사, 가격(인플레이션) 부담 때문에 위축



출처: First Data Merchant Services, Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅱ. 대외충격으로 주요국 구조적 취약점 가시화, 통화정책 경로 차별화 여건 형성 중

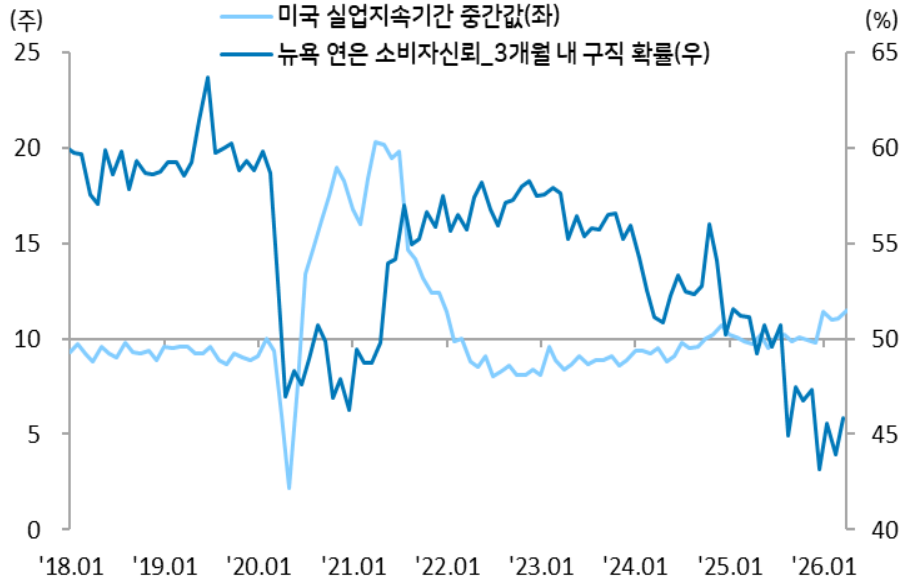
에너지 비용은 트리거, 고용안정성 하락과 가계 연체 증가가 소비의 구조적 하방 위험

✓ 다만 가계가 체감하는 가격 부담은 기업의 판매가 인상 움직임 부재로 이란 전쟁 휴전으로 유가가 안정될 경우 낮아질 확률이 높음

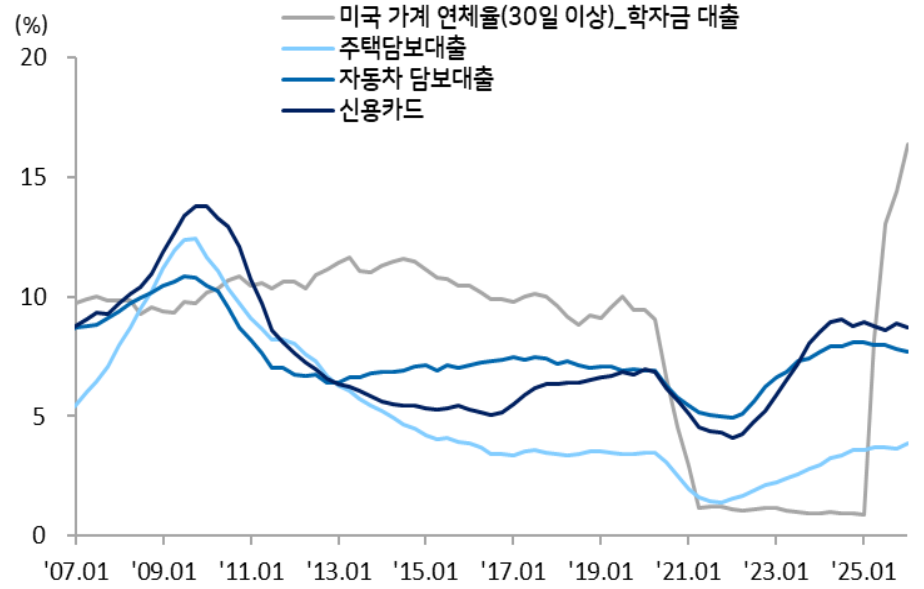
✓ 더 본질적인 위험 요인은 고용안정성에 대한 인식 악화와 학자금 연체를 중심으로 한 가계 연체가 증가에 따른 소비성향 둔화 가능성

✓ 작년 소비자 구직 전망이 부정적으로 전환된 상황에서 올해 실업지속기간이 길어졌고, 연체율까지 상승하며 소비여력이 빠르게 소진

작년 미국 가계 구직 낙관론 소멸 + 실업지속기간 증가로 하드 데이터도 확인



가계 대출은 학자금 대출이 유예기간 종료 후 연체가 증가하며 신용위험 점증



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅱ. 대외충격으로 주요국 구조적 취약점 가시화, 통화정책 경로 차별화 여건 형성 중

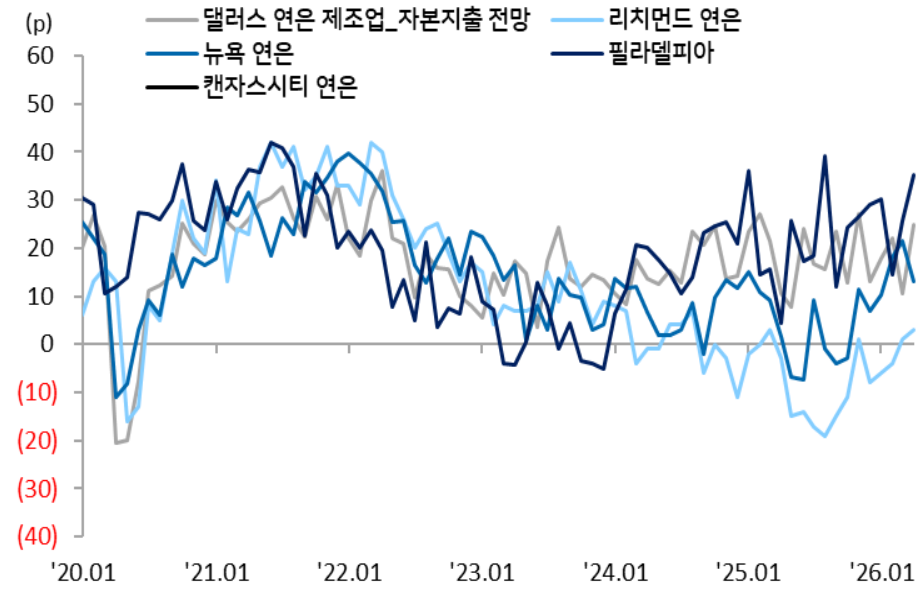
AI 투자는 견고하지만 전반적인 민간 제조업 투자 모멘텀이 꺾였다는 점에 주목할 필요

✓ 데이터센터 투자는 미국 경제의 고용 없는 성장을 주도한 동력이었지만 투자 모멘텀이 둔화됨에 따라 성장 기여도 축소가 불가피함

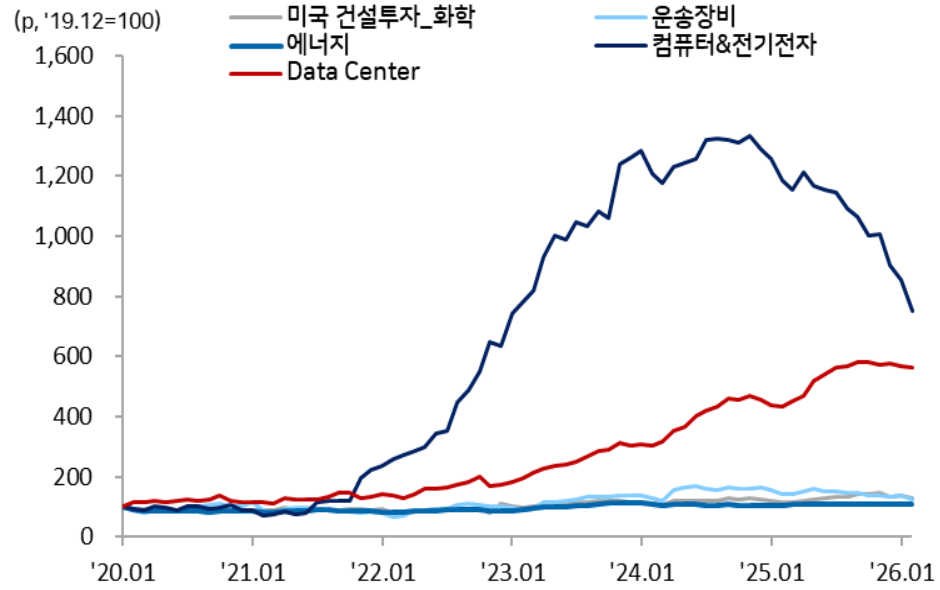
✓ 지역 연은 제조업 PMI에서 자본지출을 늘리겠다는 응답이 증가했으나 데이터센터 건설을 제외하면 전반적인 투자 사이클은 우하향

✓ 물론 1월 제조업, AI 건설이 약 151.5억, 36억 달러로 집계되며 투자활동 자체는 유지되고 있으나 소비지출 부진 상쇄 여력은 축소

지역 연은 제조업 향후 자본지출 전망 확대, 기업 투자활동이 민간수요를 지탱



민간기업 데이터센터 투자 확대는 긍정적이나 그 외 제조업 투자 모멘텀 둔화



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅱ. 대외충격으로 주요국 구조적 취약점 가시화, 통화정책 경로 차별화 여건 형성 중

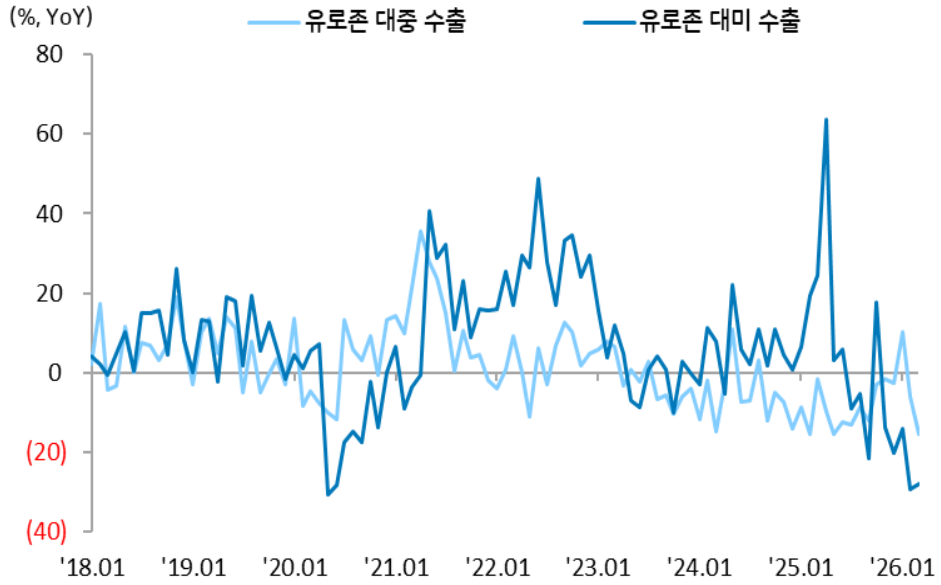
유로존은 연초 수출 부진 악재가 다시 부상했음에도 제조업황 개선 낙관론은 유효

✓ 유로존도 연초 실물경기 지표는 미국처럼 경기둔화를 시사하고 있으며 작년 막판 급등했던 대중국 수출이 두 자리 수 감소로 돌아섬

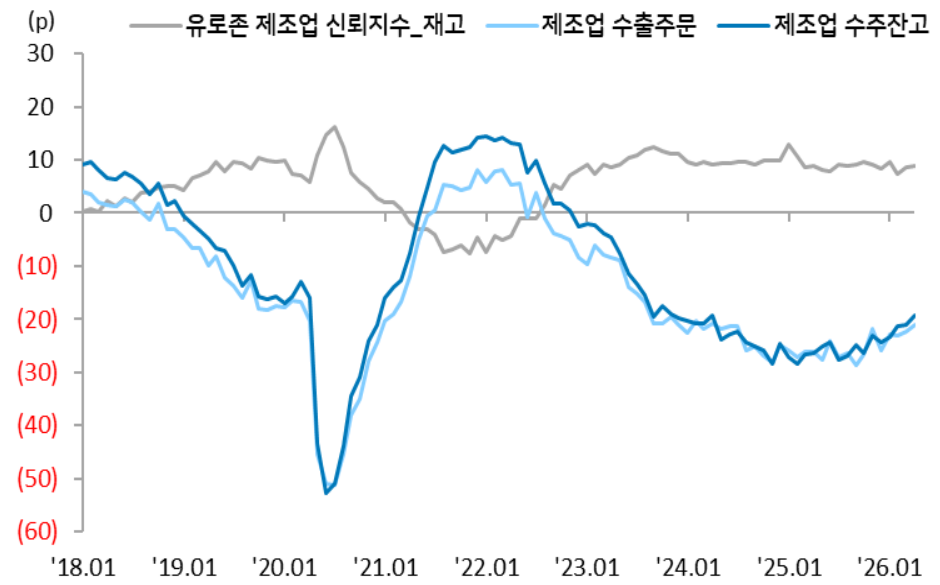
✓ 대미 수출도 작년 3, 4월 상호관세 인상 전 집중적으로 몰렸던 역기저 효과를 감안하면 팬더믹 이후 가장 낮은 증감률을 기록할 전망

✓ 그나마 긍정적인 부분은 유로존 수출주문 반등과 제한적인 재고 증가에 비춰봤을 때 제조업 경기 회복 낙관론이 유지되고 있다는 점

연말 유럽 경기 반등에 일조했던 대중국 수출은 연초 다시 두 자리 수 감소



연초 수출 부진은 제조업 수출주문 반등에 비춰봤을 때 일시적 현상일 가능성



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅱ. 대외충격으로 주요국 구조적 취약점 가시화, 통화정책 경로 차별화 여건 형성 중

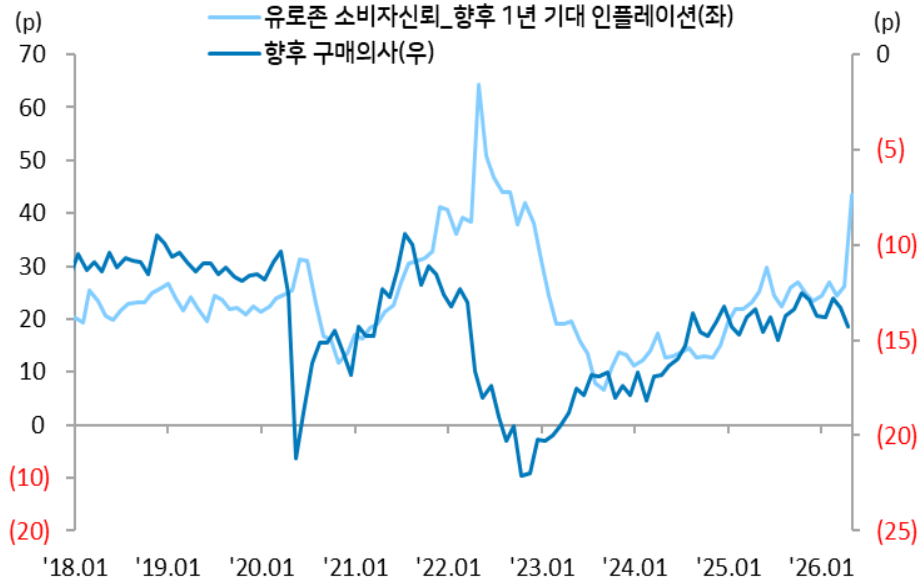
인플레이션 부담에도 고용증가 덕에 구매의사 감소 제한적, 소비지출 위축 확률은 낮음

✓ 에너지 가격 상승이 유로존 가계에 부담으로 작용한다는 사실은 명확하나 초반부터 구매의사를 극단적으로 위축시키지 않을 수 있음

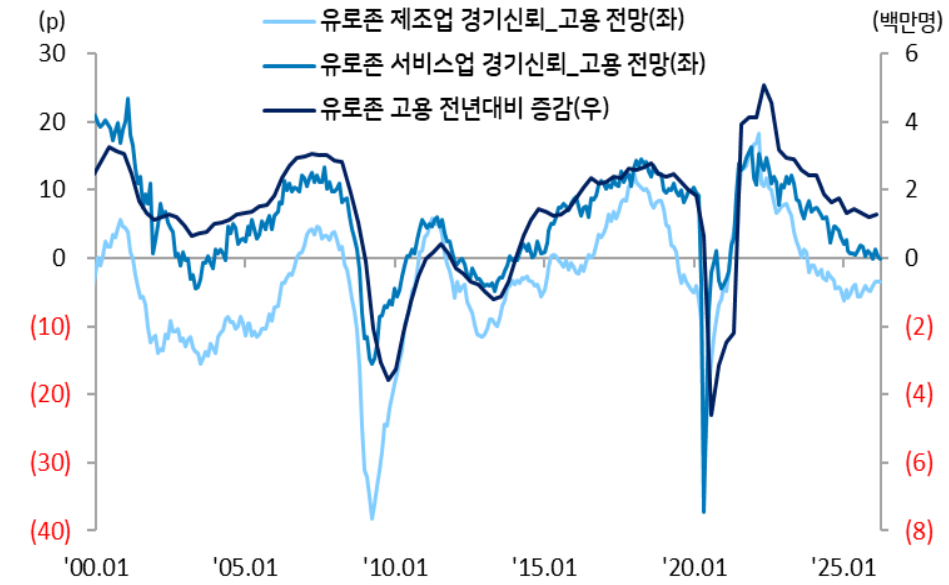
✓ 팬더믹 직후 소비자 지출 전망은 우크라이나 전쟁으로 비용 2차 충격이 발생하기 전까지 기대 인플레이션과 동반 상승한 전례 존재

✓ 당시 인력 수요 회복에 따른 고용안정성 확보가 비용 부담을 상쇄했다고 진단, 최근 유로존 제조업 고용 반등도 동일한 효과를 기대

유가 급등으로 유로존 소비자 물가전망 급등 vs 구매의사 위축은 아직 제한적



제조업 채용 계획 증가로 유로존 신규 고용은 바닥을 다지고 소폭 반등하는 중



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅱ. 대외충격으로 주요국 구조적 취약점 가시화, 통화정책 경로 차별화 여건 형성 중

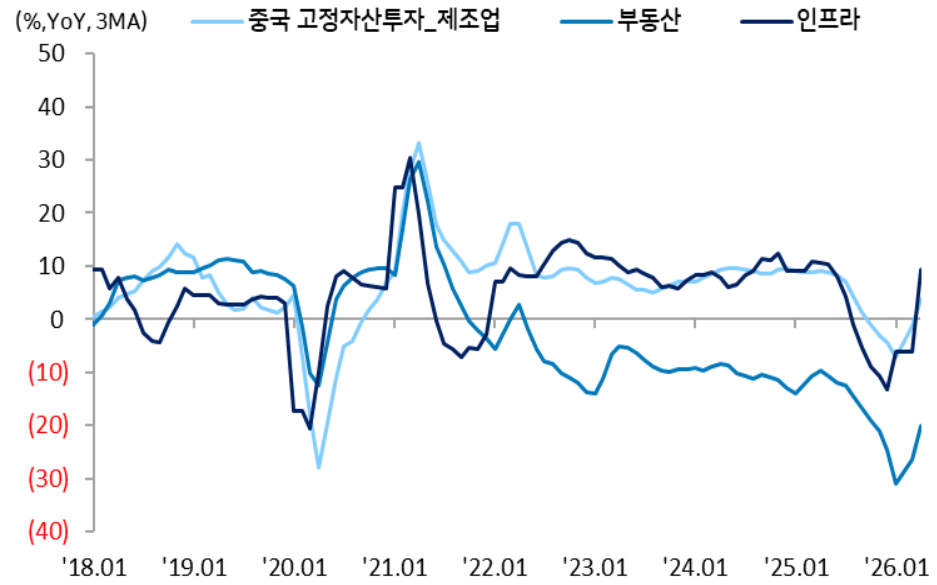
중국은 부동산을 제외한 투자활동 회복 & 제조업체 수출경기 낙관론이 성장 회복 주도

✓ 중국 1분기 GDP는 제조업, 인프라 투자 반등에 전년대비 5% 성장을 달성해 3분기 내내 지속되던 성장률 둔화에서 벗어나는데 성공

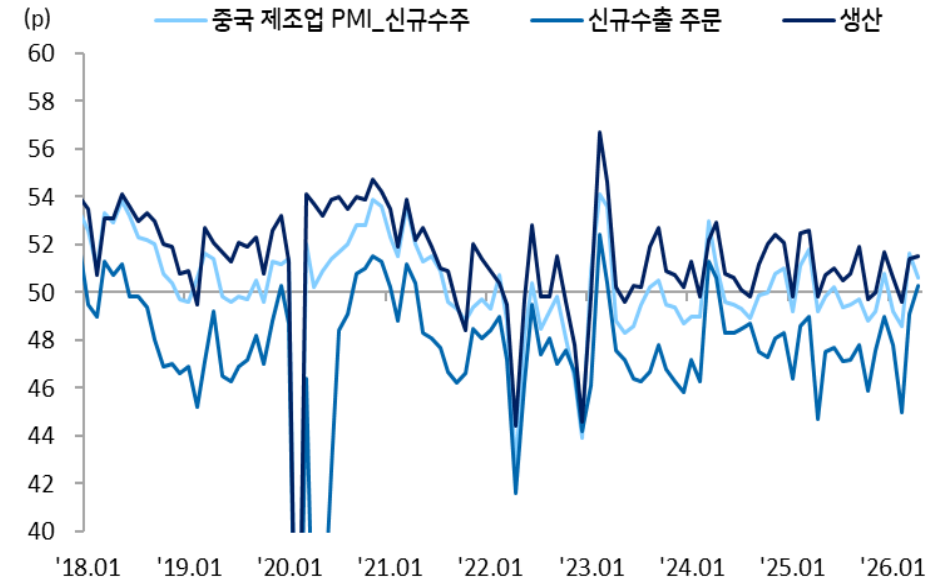
✓ 작년 두 자리 수 감소를 기록했던 중국 고정자산투자는 부동산 장기 침체 속에서도 국영기업 주도하에 인프라, 제조업 투자가 반등

✓ 또한 제조업 신규 수출주문이 24년 4월 이후 처음 기준선을 상회했고, 생산도 상승해 중국 기업이 수출 회복을 낙관하고 있음을 확인

중국은 1분기 제조업, 인프라 투자가 크게 증가해 높은 성장 기여도를 기록



중국 제조업 PMI 수출주문 및 생산 낙관, 올해 수출경기 회복 지속 기대 반영



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅱ. 대외충격으로 주요국 구조적 취약점 가시화, 통화정책 경로 차별화 여건 형성 중

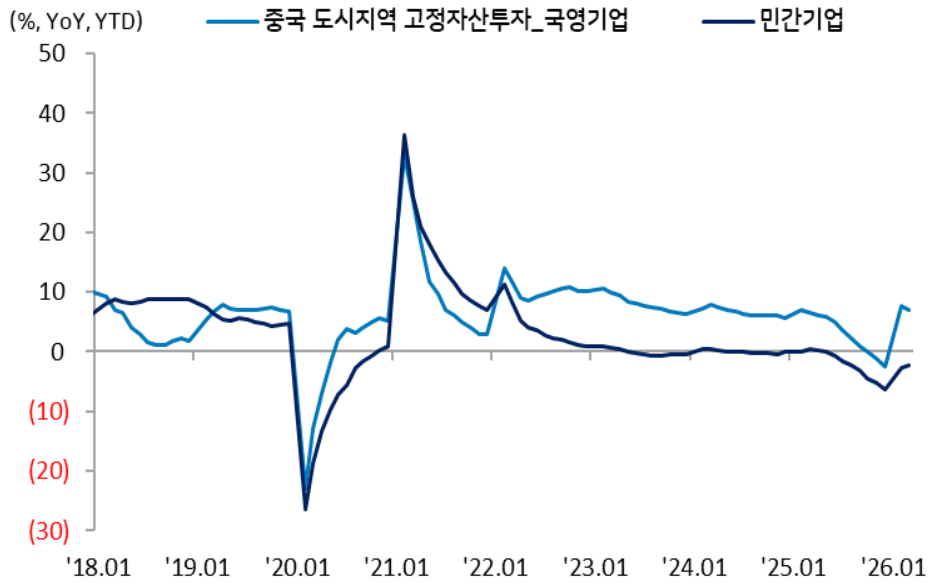
중국 경제는 수출 호조와 대비되는 대내수요 부진이 2026년 성장 전망의 아킬레스건

✓ 작년부터 중국 경제는 수출 기여도가 비정상적으로 높은 구조적 쏠림에 직면, 민간투자 부진과 소비지출 감소 문제는 올해도 동일함

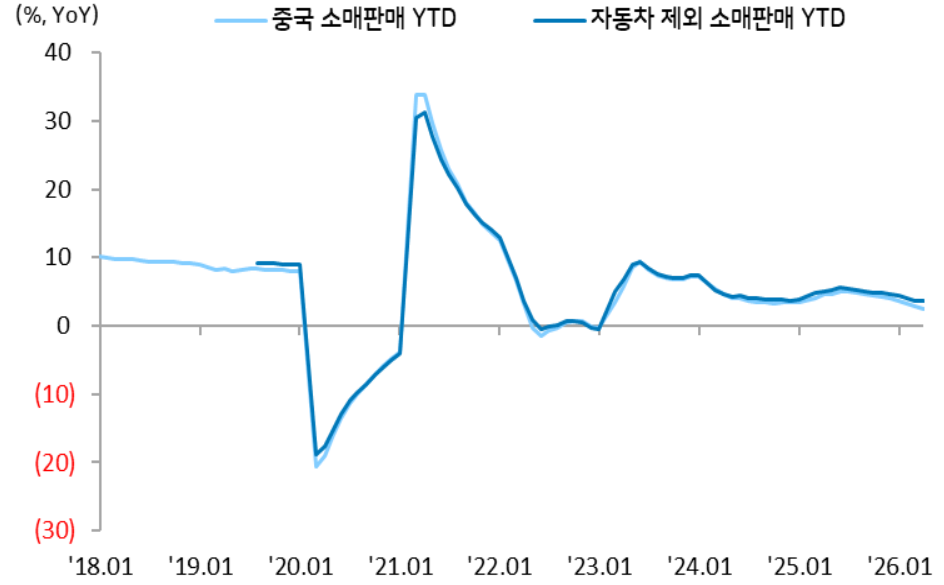
✓ 1분기 인프라, 제조업 투자 대부분은 국영기업을 중심으로 이뤄졌으며 민간기업 투자는 감소폭은 완화됐으나 여전히 역성장 구간

✓ 가계 소비도 춘절 연휴로 인한 소비부양 효과가 작년보다도 미미한 것으로 확인, 소비자 지출 최소화 움직임이 계속되고 있음을 시사

1분기 고정자산투자 대부분은 국영기업의 몫이었으며 민간투자 부진은 지속



연초 연휴로 인한 소비부양 효과는 작년보다 낮은 수준 기록, 내수 불황 심화



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅱ. 대외충격으로 주요국 구조적 취약점 가시화, 통화정책 경로 차별화 여건 형성 중

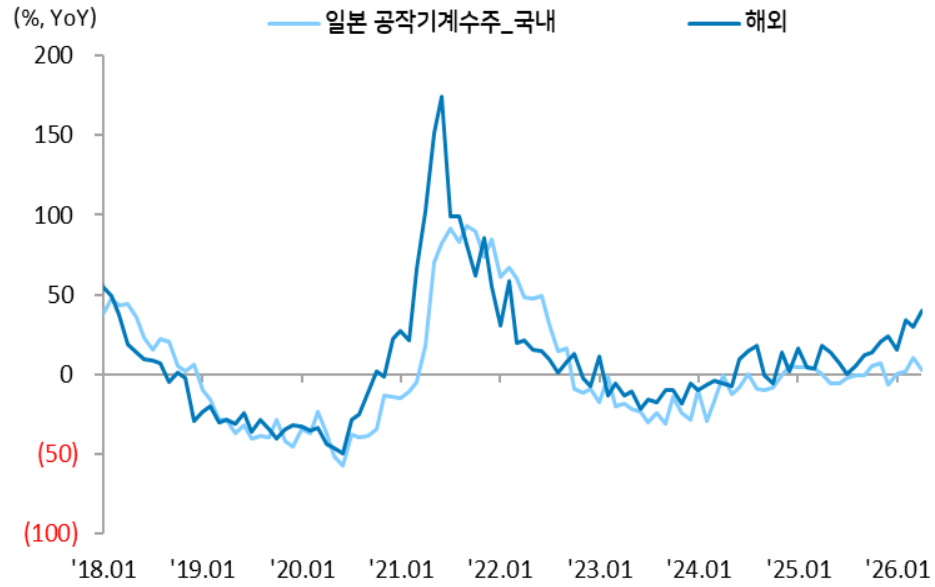
일본도 공격적인 대외수요 회복 덕분에 글로벌 통상정책 불확실성에도 수출 낙관론 확대

✓ 일본은 2021년 슈퍼 사이클 이후 해외 공작기계 주문이 집중되면서 수출 경기와 일본 경제 호성장을 주장하는 근거로 자주 제시됨

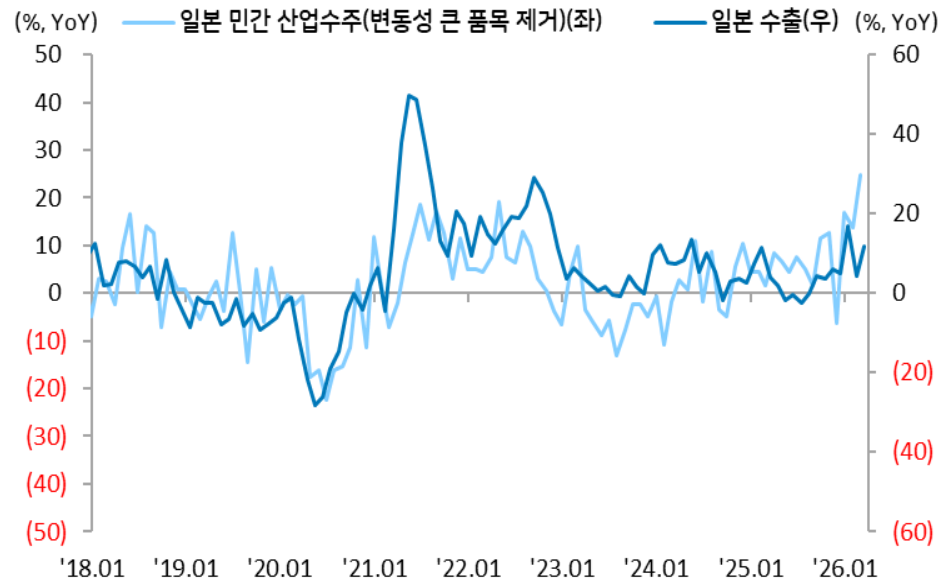
✓ 미국, 캐나다 등 북미 지역과 기존 주요 고객인 중국을 중심으로 설비투자 수요가 늘어나면서 일본 제조업이 낙수효과를 입는 상황

✓ 보수적으로 추정하기 위해 변동성이 큰 선박 등 일부 항목을 제외한 민간 수주 증가율도 2020년대 최고치 기록, 수출 증가로 연결

일본 공작기계수주 대규모 해외주문 증가에 20% 후반 상승, 대외수요 회복 확인



변동성 항목을 제거한 민간산업 수주 증가폭 확대, 일본 수출경기 회복 낙관



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅱ. 대외충격으로 주요국 구조적 취약점 가시화, 통화정책 경로 차별화 여건 형성 중

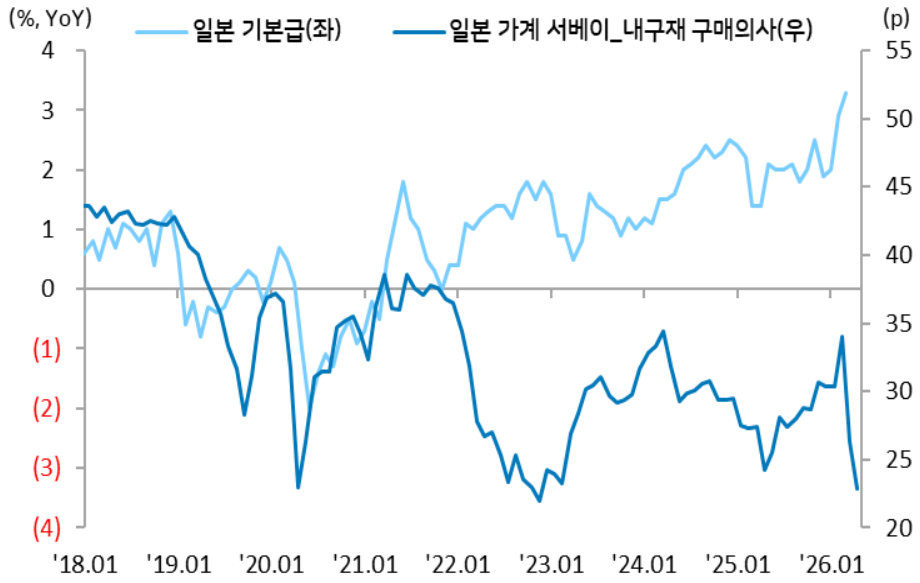
반면 일본 내수는 중국과 마찬가지로 민간수요 부진이라는 한계점에 직면한 상황

✓ 대외수요 호황과 반대로 일본 내수 경기는 중국과 유사하게 소비자 구매의사 위축, 제조업 설비투자 전망 악화라는 이중고에 직면

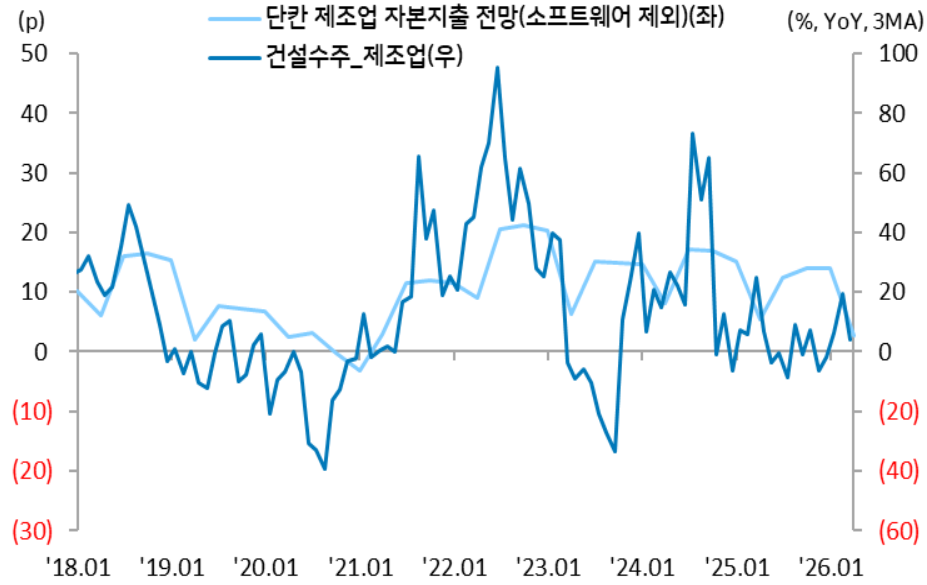
✓ 일본 가계 기본급 인상률은 2000년 이후 처음 3%대 상승을 기록했음에도 구매의사는 2022년 12월 이후 가장 낮은 수준으로 하락

✓ 제조업체 자본지출 전망도 1분기 크게 둔화됐고 연말, 연초 20% 상승에 육박하던 제조업 건설수주 물량도 둔화되는 양상을 나타냄

일본 기본급 인상율이 2000년대 첫 3%대 상승했으나 소비자 구매의사 위축



일본 제조업 자본지출 전망이 급감하면서 연초 반등한 제조업 건설수주 둔화



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅲ. 연준 동결 vs 주요국 금리인상 부담 점증 -> 단기적인 달러 약세 추세로 연결

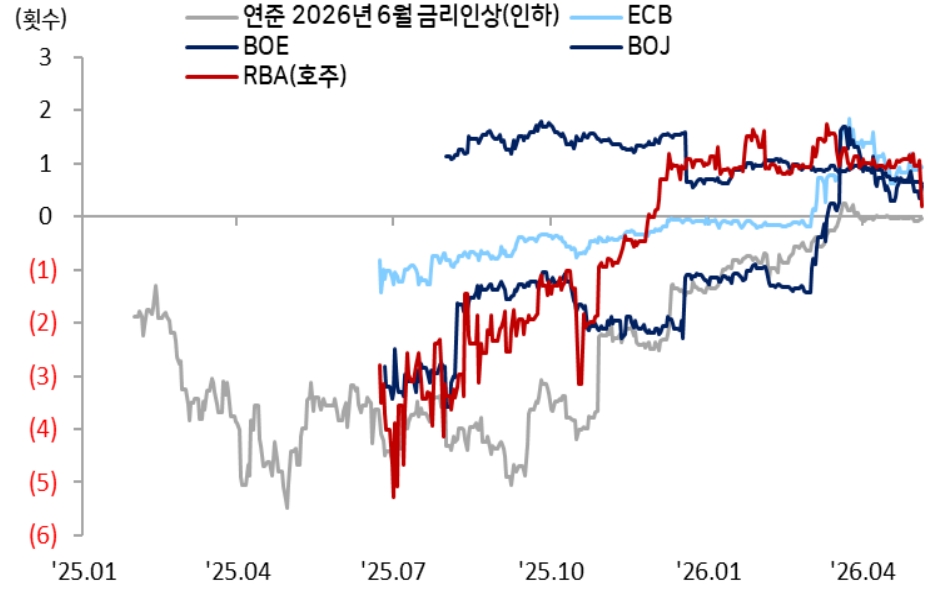
단기적으로 연준 동결, 주요국 중앙은행 금리인상 싸움은 강달러 부담 희석 재료

✓ 5월 초 호주 중앙은행은 금리인상을 단행하며 중동발 불확실성에 긴축 정책으로 대응했으며 ECB, BOE도 추가 인상 베팅이 지배적

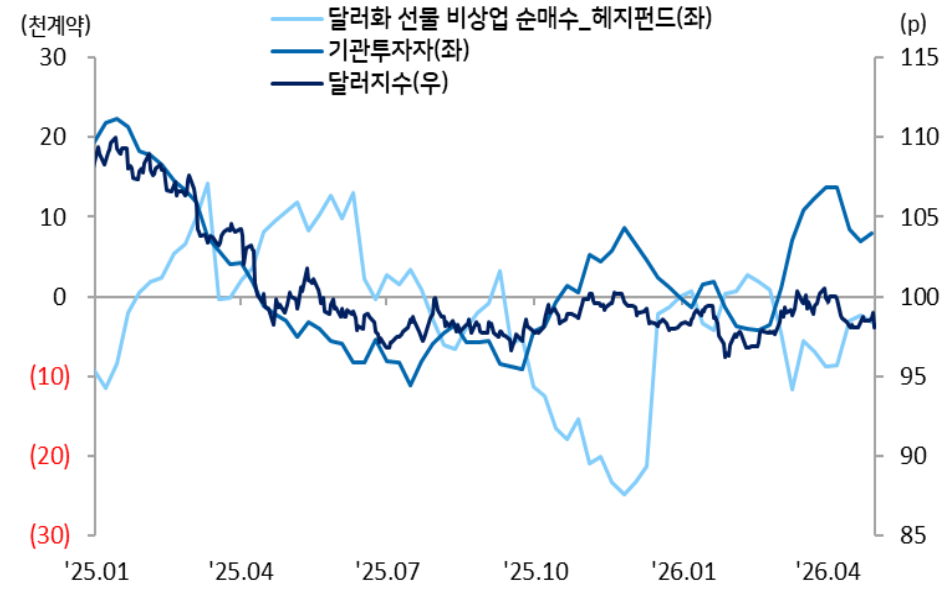
✓ 반면 연준은 4월 FOMC 이후 금리인상보다는 동결로 무게가 실리면서 주요국 중앙은행의 적극적인 대응과 차별점을 만들기 시작

✓ 단기적으로 달러화는 호르무즈 해협 불확실성이 현상 유지된다는 전제하에 국가간 통화정책 차별화가 하방 재료로 소화될 수 있음

5월 5일 RBA는 기준금리를 인상했고 ECB, BOE도 금리인상 베팅이 우세



3월 말 이후 연준 동결 베팅이 확실시된 이후 기관투자자 강달러 베팅 축소



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅲ. 연준 동결 vs 주요국 금리인상 부담 점증 -> 단기적인 달러 약세 추세로 연결

통화정책 차별화가 주요 변수로 부상하며 국제유가와 비달러와 통화 역의 상관관계 축소

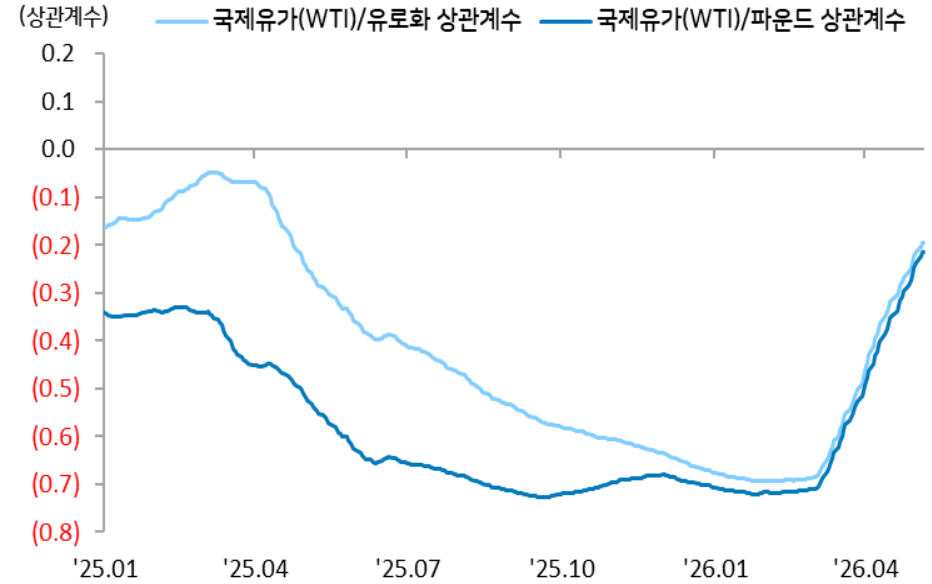
✓ 국제유가와 달러, 유로, 파운드화 상관관계 변화는 국가별 통화정책 차별화가 글로벌 외환시장에 가격 변수로 반영되고 있다는 증거

✓ 이란 전쟁 이후 유가 상승은 미국 국채금리 상승 -> 연준 인상 베팅 -> 강달러로 이어졌으나 동결기조 확인 후 상관관계가 낮아짐

✓ 4월을 기점으로 연준 동결기조 확인, ECB 금리인상 선제적 대응이 화두로 떠오르자 유가와 유로 및 파운드화 탈동조화 압력이 축소

4월을 기점으로 유가 상승이 강달러 재료로 소화되는 동조화 강도는 하락

반대로 국제유가와 유로화, 파운드화 역의 상관계수는 빠르게 축소되는 중



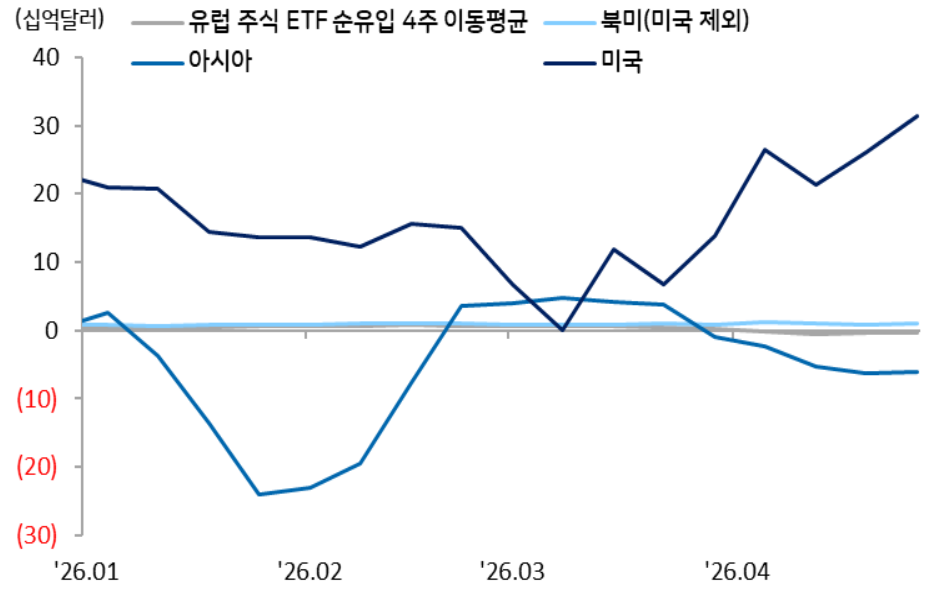
출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅲ. 연준 동결 vs 주요국 금리인상 부담 점증 -> 단기적인 달러 약세 추세로 연결

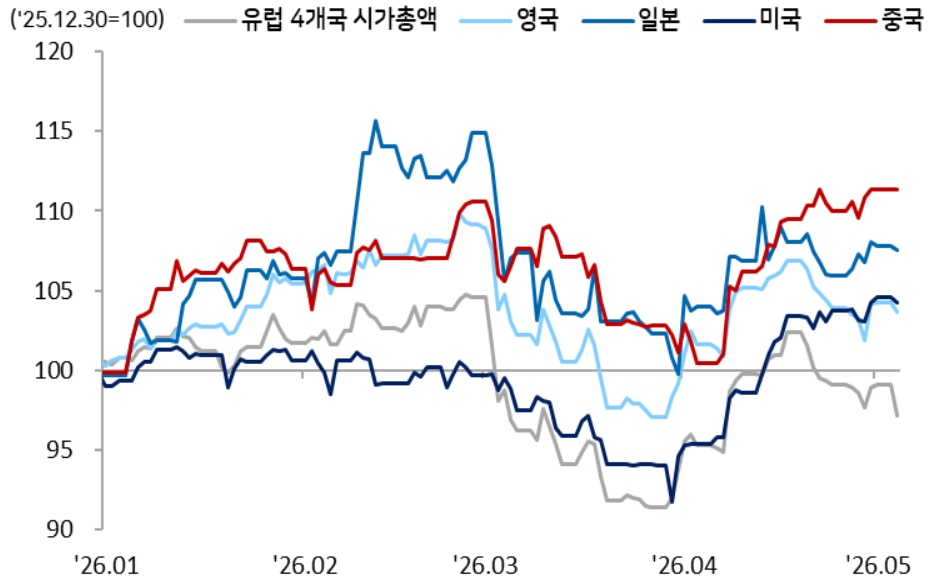
다만 견고한 금융시장 달러 실수요는 주요통화 대비 달러지수 낙폭을 제한하는 요인 중 하나

- ✓ 연준 동결, 주요국 인상 베팅은 상대적 관점에서 달러 약세 재료임에 틀림 없지만 미국의 자산성과 우위가 약달러 압력을 일부 상쇄
- ✓ 이란 전쟁으로 글로벌 위험자산이 일제히 조정을 받았지만 역설적으로 지정학 불확실성은 달러 자산으로의 리밸런싱을 촉발한 동력
- ✓ 주식형 ETF 자금은 아시아에서 빠져나와 대부분 미국으로 유입되고 있으며 시가총액 반등도 주요국 중 미국이 가장 앞서 나가는 상황

주요국 주식형 ETF 자금 유출입에서 미국의 상대적 우위는 이전보다 확대



시가총액 기준으로 미국은 가장 큰 폭으로 반등, 금융시장 달러 실수요 견고



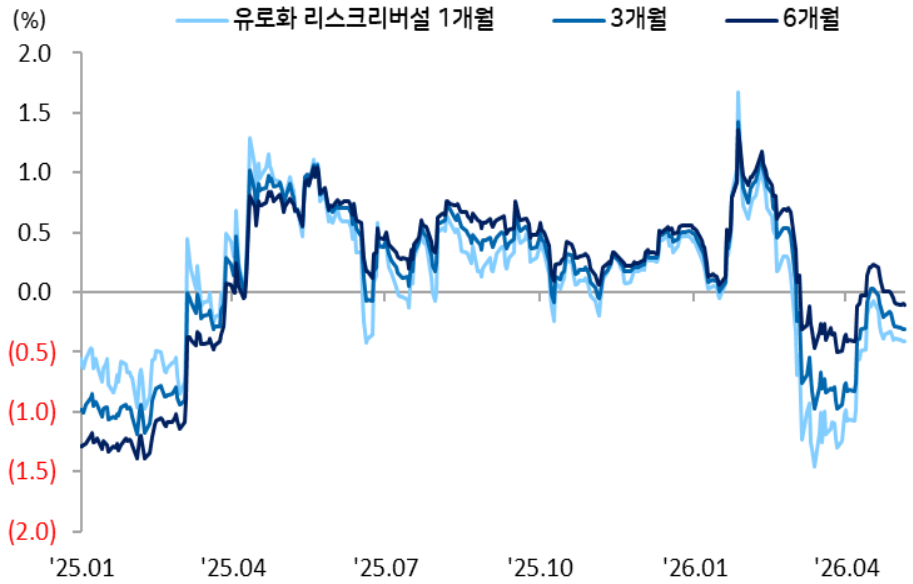
출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅲ. 연준 동결 vs 주요국 금리인상 부담 점증 -> 단기적인 달러 약세 추세로 연결

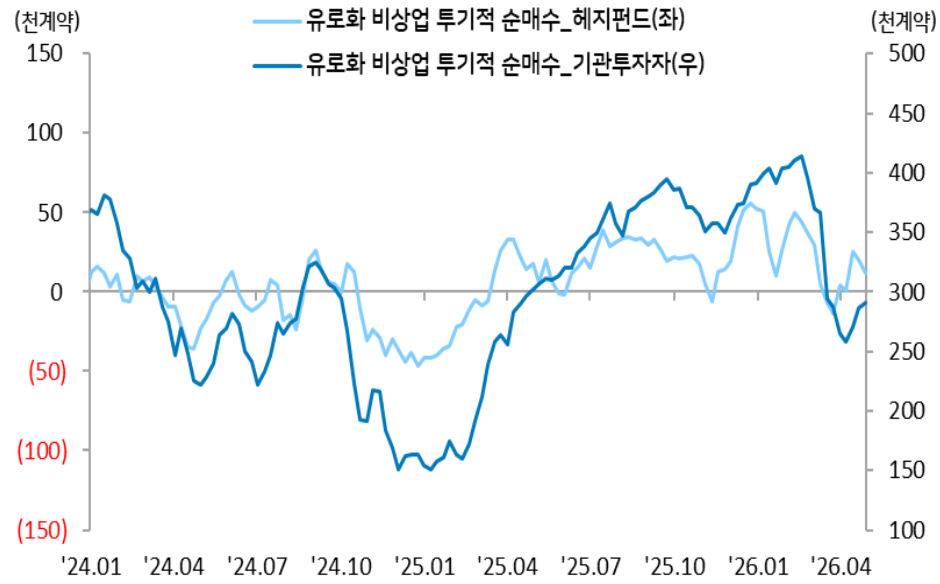
유로화는 ECB 6월 금리인상 경계가 고조되면서 5월 유로/달러 롱플레이 증가 가능성 高

- ✓ 유로화는 주식형 ETF 자금 유입 부재, 옵션시장 유로/달러 추가 하락 베팅 때문에 1.17달러 초반에서 추가 상승 여력이 제한된 흐름
- ✓ 3월 미국 달러화 자산으로 대규모 리밸런싱을 단행했던 기관투자자의 유로화 투기적 포지션은 중립으로 전환, 유로 약세 베팅 감소
- ✓ ECB가 6월 통화정책회의를 앞두고 인상 신호를 강화함에 따라 5월 말로 갈수록 유로화 상승 베팅 증가 기대, 1.18달러 진입 예상

옵션시장은 유로/달러 단기, 중기 추가 하락에 대비해 헤지, 투기 포지션 확대



기관투자자 달러 자산 리밸런싱 집중도 완화, 유로화 순매수 포지션 반등 시작



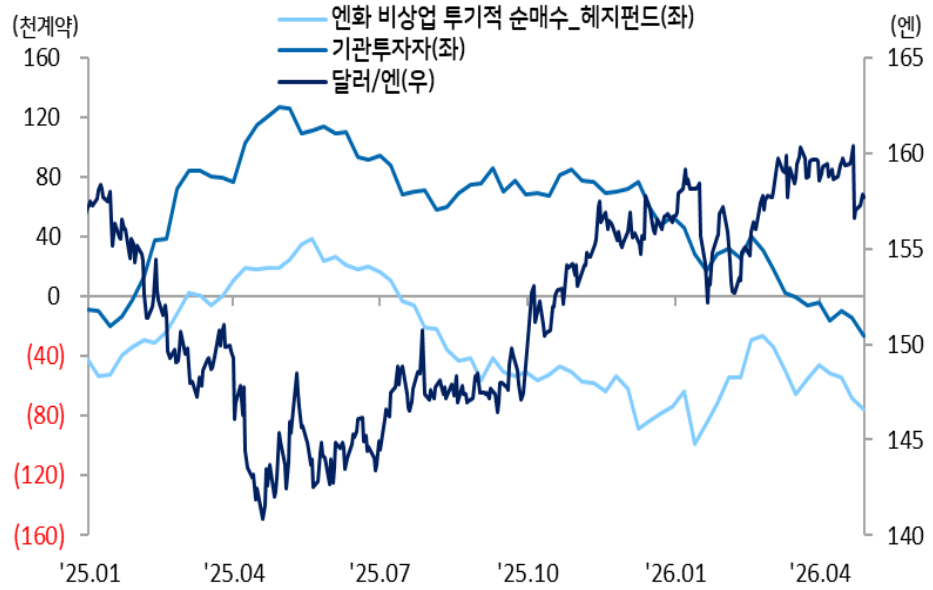
출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

III. 연준 동결 vs 주요국 금리인상 부담 점증 -> 단기적인 달러 약세 추세로 연결

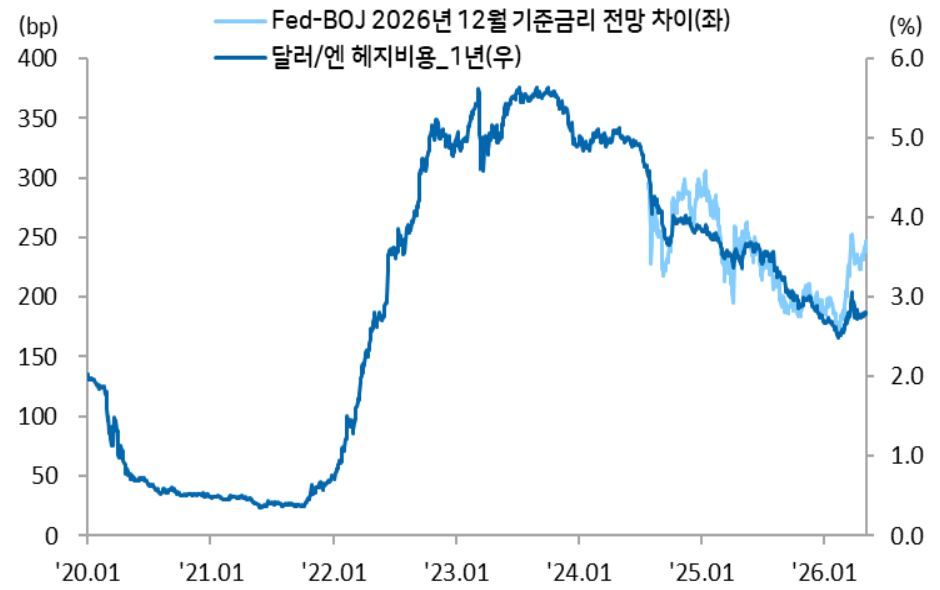
엔화는 투기적 수요 약세 베팅과 헤지비용 에 따른 생보사 수급 부재에 약보합 예상

- ✓ 엔화는 기관투자자, 헤지펀드가 일본 당국 실개입에도 엔화 약세 베팅을 청산하지 않고 포지션을 유지하며 하락압력이 우세할 전망
- ✓ 연준 동결 전망과 BOJ 인상 베팅이 하반기로 미뤄지면서 달러/엔 헤지비용 우하향 패턴이 반등한 점도 수급상 엔화에 부정적인 요인
- ✓ 헤지비용이 반등할 경우 환위험 헤지 목적의 일본 생보사 선물환 매도가 둔화, 수출업체 네고를 제외하면 엔화 지지 재료가 부재함

엔화는 기관투자자, 헤지펀드 모두 약세 베팅이 대세지만 당국 개입에 막혀



연준, BOJ 금리동결로 일본 생보사 선물환 매도를 유인할 헤지비용 축소 제한



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅲ. 연준 동결 vs 주요국 금리인상 부담 점증 -> 단기적인 달러 약세 추세로 연결

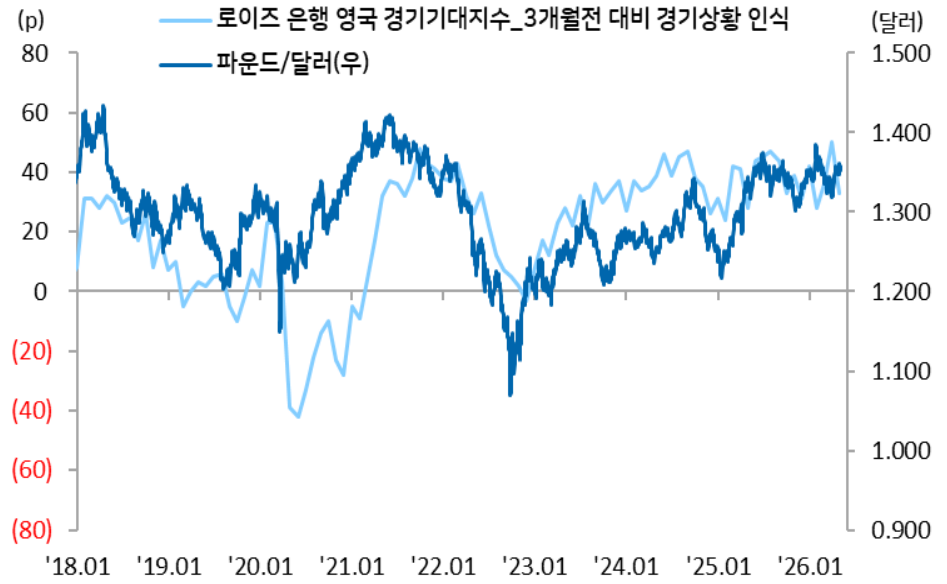
파운드는 양호한 경기 인식, 재정부담 완화에 상승해 5월 유로와 함께 약달러 분위기 조성

✓ 4월 영국 기업 경기 인식은 중동발 천연가스, 유가 상승 충격 우려에도 이전보다 크게 위축됐다는 신호는 유의미하게 관찰되지 않아

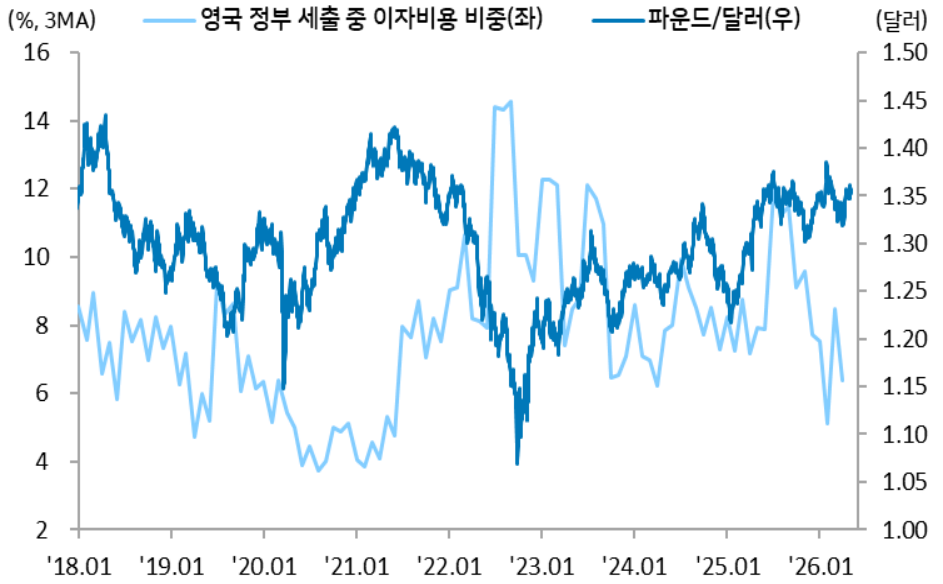
✓ 이란 전쟁 이후 글로벌 장기금리 상승 국면에서 영국 길트채도 동참, 정부 조달비용 상승에 따른 재정부담을 우려하는 목소리가 커짐

✓ 다만 영국 정부 세출에서 이자비용이 차지하는 비중은 작년 8월 이후 하락세, 재정적자 우려가 촉발할 파운드화 약세 부담은 부재

에너지 비용 상승에도 영국 경제에 대한 낙관적인 전망은 유지되고 있으며,



영국 정부 세출 중 이자비용 비중도 하락하며 정부 조달금리 상승 우려를 희석



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅲ. 연준 동결 vs 주요국 금리인상 부담 점증 -> 단기적인 달러 약세 추세로 연결

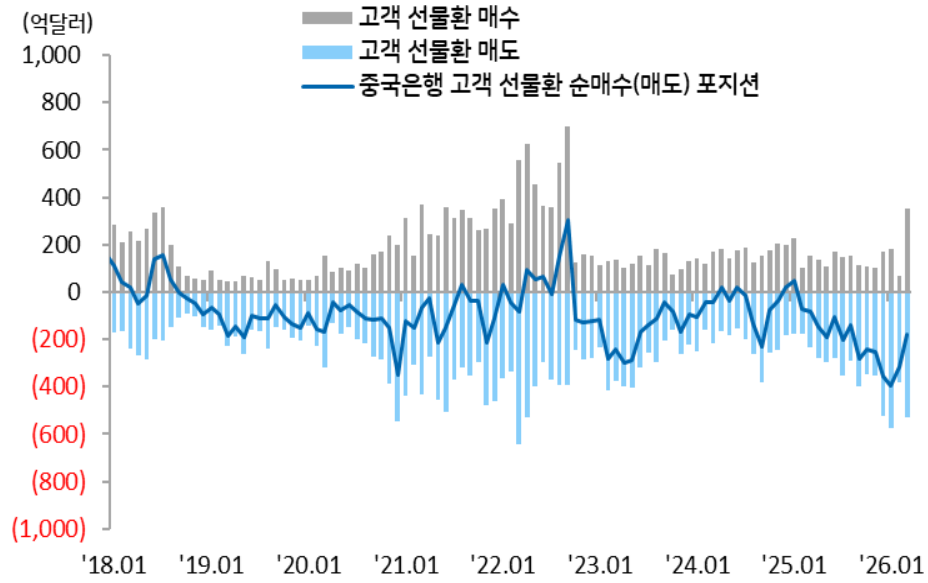
위안화는 기업 선물환 매도를 통한 외화 유입 기조가 유지되며 제한적 상승 시도

✓ 위안화는 작년부터 기업 대규모 선물환 매도를 바탕으로 상승폭을 키워왔으며 올해 3월까지 수출 회복 덕분에 달러 공급 우위 지속

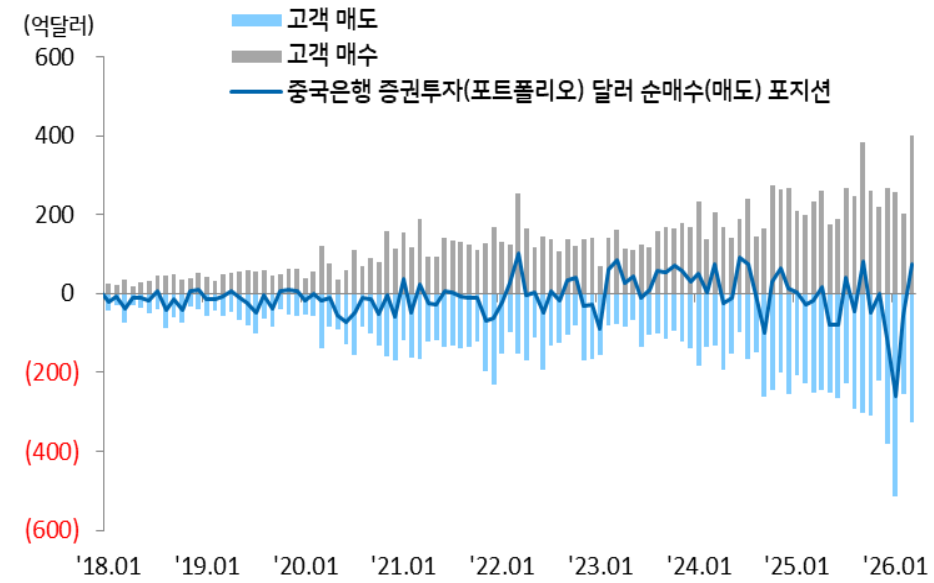
✓ 3월 저가매수 형태의 기업 선물환 매수가 증가해 달러 순유입 규모가 감소했지만 신규 수출주문 증가를 고려하면 공급부담은 진행형

✓ 반면 중국 금융시장 달러수지가 3월부터 순유출로 전환됨에 따라 작년 4분기처럼 공격적인 위안화 강세는 제한될 가능성이 높음

중국 기업 선물환 매도 우위 유지, 수출 회복을 고려하면 위안화 강세 부담



다만 연초 피크를 찍었던 중국 금융시장 외국인 자금 유입은 3월 유출로 전환



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅳ. 수출업체 환전수요 복귀, 통계와 외환시장 수급 불일치 해결 -> 원화 강세

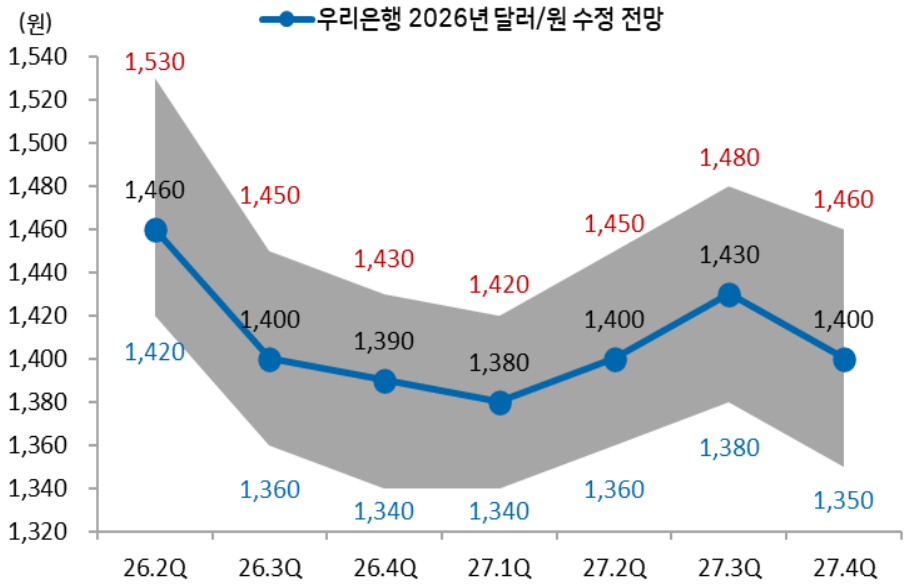
5월 달러/원 월말 수급 정상화, 금융시장 달러수지 흑자 전환에 하방압력 확대 예상

✓ 5월 달러/원은 4월에 이어 1,430원대 수준까지 낙폭 확대를 시도할 것으로 전망, 수출업체 네고 물량과 외국인 자금 유입이 핵심 동력

✓ 3, 4월을 거치면서 수출업체 네고 물량이 복귀해 월말에 네고 물량 집중 현상이 재개되며 달러 공급이 정상화되기 시작했음을 확인

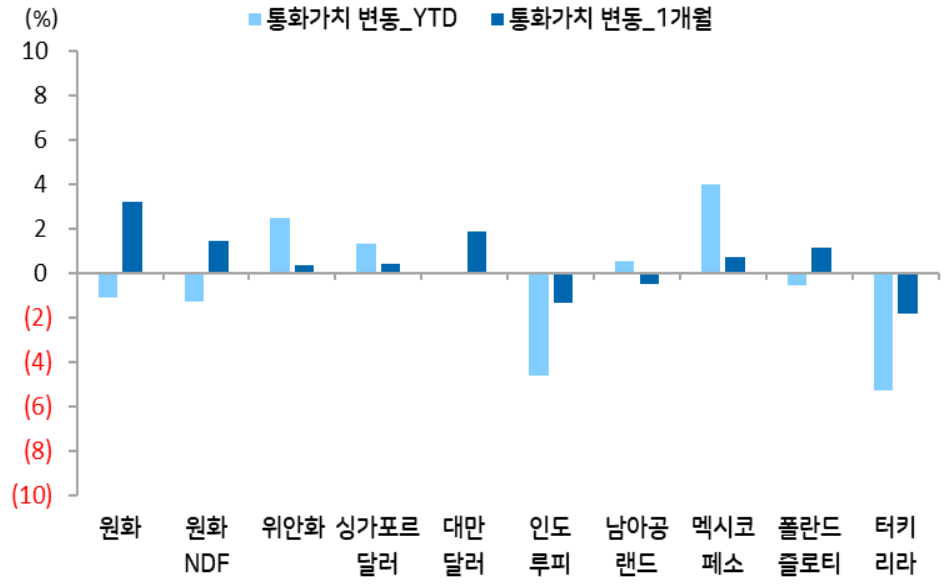
✓ 5월 중순 이후에도 반도체, 조선업을 중심으로 한 네고 물량과 국내증시 외국인 투심 회복을 바탕으로 하락압력이 우세할 것으로 기대

달러/원 전망, 올해 4분기와 내년 연초까지 환율 하락 전망 동일하게 고수



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

원화는 연초 이후 약세였으나 최근 1개월 아시아 통화 중 가장 큰 상승 기록



Ⅳ. 수출업체 환전수요 복귀, 통계와 외환시장 수급 불일치 해결 -> 원화 강세

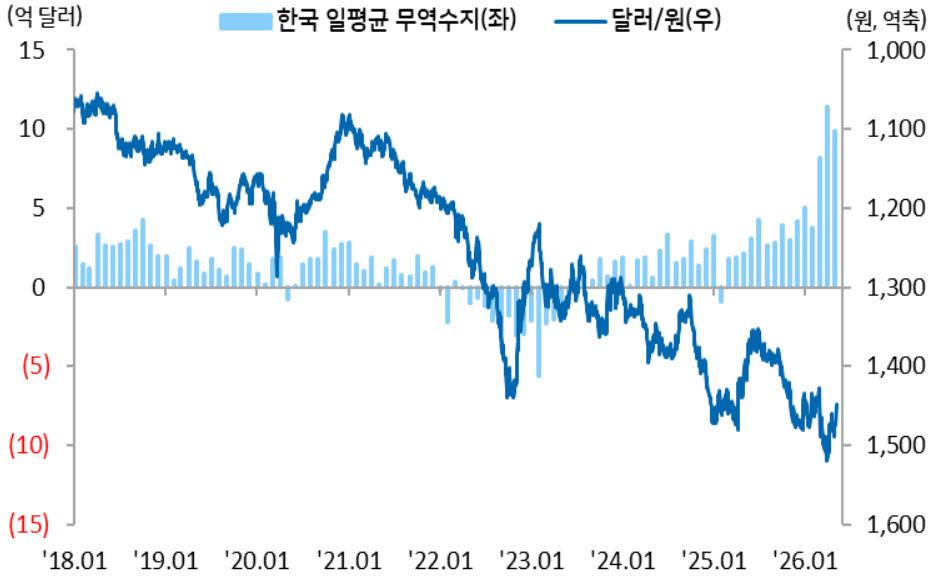
수출업체 외화 확보는 사상 최고 수준, 역내 외환시장 달러 공급 병목 현상도 정상화

✓ 한국 무역수지를 일평균으로 가공하면 1월 3.7억, 2월 8.1억, 3월 11.4억, 4월 9.9억 달러로 통계적으로 달러는 순유입 규모 확대

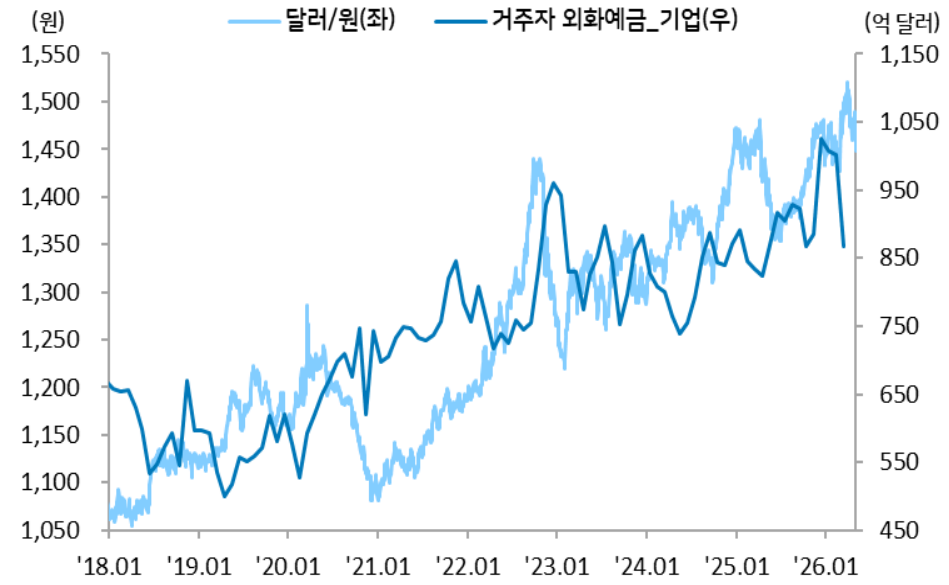
✓ 작년 4분기는 수출 호황에도 기업 원화 환전 수요가 부재했으나 올해는 연초 수출 및 중공업체 네고 물량이 시장에 복귀하기 시작

✓ 이란 전쟁으로 환율 급등이 본격적으로 시작되자 3월 기업 외화예금은 134억 달러 감소, 환위험 관리 전략이 보유에서 매도로 변경

한국 일평균 무역수지 흑자는 연초 이후 총 33억 달러, 4월에도 약 10억불



3월 기업 외화예금 규모는 전월대비 134억 달러 감소, 환율 급등에 매도 대응



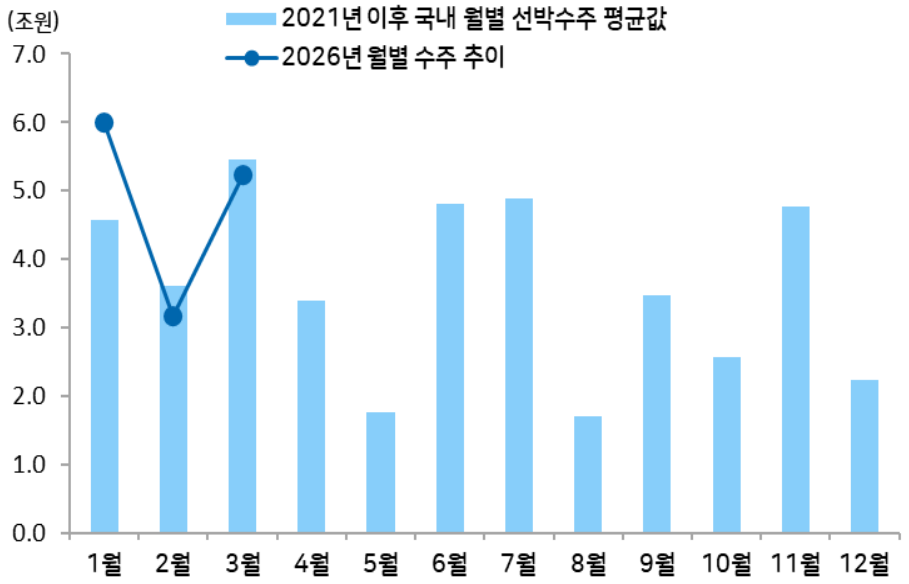
출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅳ. 수출업체 환전수요 복귀, 통계와 외환시장 수급 불일치 해결 -> 원화 강세

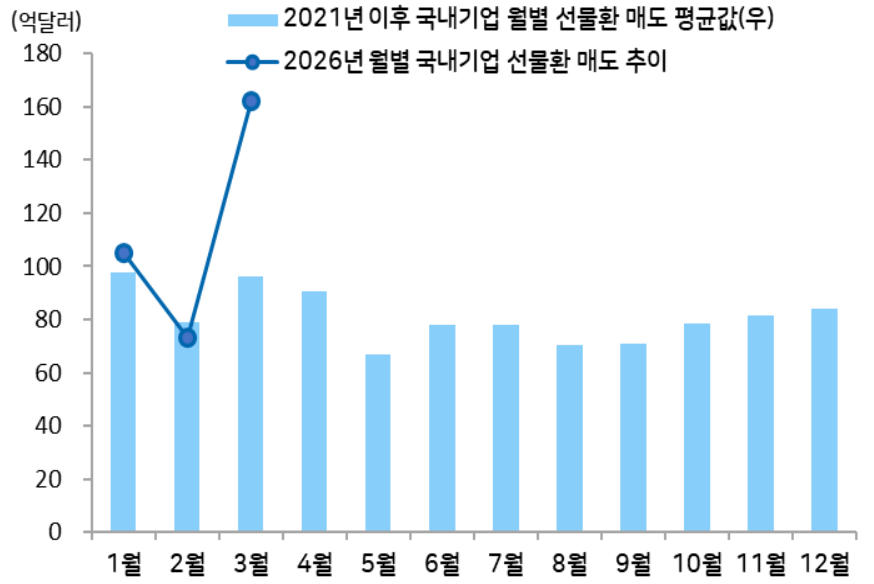
주요 외화공급 루트인 중공업 수주 실적 양호, 기업 선물환 매도 3월에 집중되며 대폭 증가

- ✓ 국내기업 주요 외화공급 루트 중 하나인 중공업체 해외수주 실적은 올해 1분기 2021년 이후 월별 평균과 비슷한 규모를 나타냄
- ✓ 일반 수출기업과 마찬가지로 단순 통계보다 외환시장으로 연결되는 수급이 중요한데 기업 선물환 매도가 3월 대폭 증가했다는데 주목
- ✓ 중공업체를 포함한 기업 선물환 매도는 3월은 평균대비 70% 많은 물량을 소화, 수출 통계가 달러 공급으로 이어지고 있다는 증거

2026년 1분기 중공업체 해외 선박수주는 월별 평균과 유사한 수준을 기록



국내기업 선물환 매도는 3월 월별 평균보다 약 70% 증가, 환율 안정 청신호



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅳ. 수출업체 환전수요 복귀, 통계와 외환시장 수급 불일치 해결 -> 원화 강세

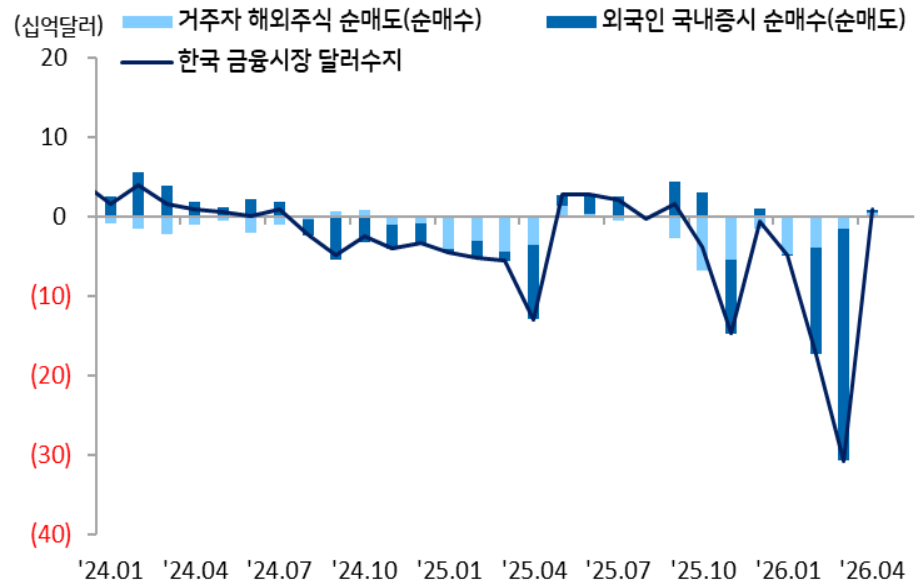
금융시장 달러수지 흑자로 전환, 무역수지 흑자와 함께 달러 대규모 유입으로 연결

✓ 1분기 국내증시 밸류에이션 논란에 중동 지정학 리스크가 더해지자 외국인은 원화 위험자산 포지션을 축소, 대규모 달러 유출 발생

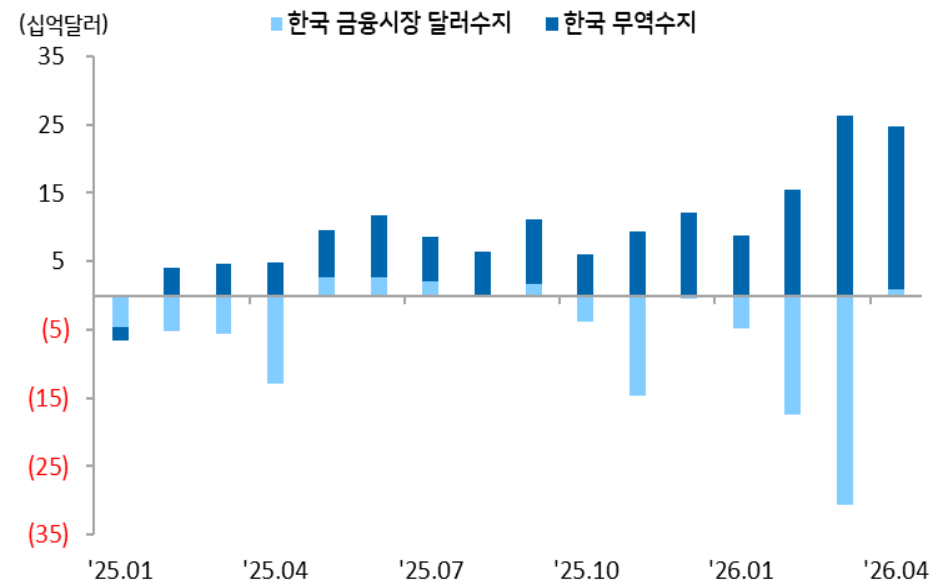
✓ 4월에는 국내주식 복귀계좌(RIA) 도입, 미국 주식 사상 최고치 경신에 따른 차익실현에 거주자 해외주식투자는 순매도로 돌아섬

✓ 또한 외국인 자금도 복귀하며 국내 금융시장 달러수지가 흑자로 전환, 무역 및 금융시장 달러 유입은 2025년 이후 최대치를 기록

1Q 대거 순매도를 기록한 외국인 자금 복귀, 해외투자 축소에 달러수지 흑자



4월 대규모 무역흑자, 금융시장 달러흑자로 달러 유입규모 작년 1월 이후 최대



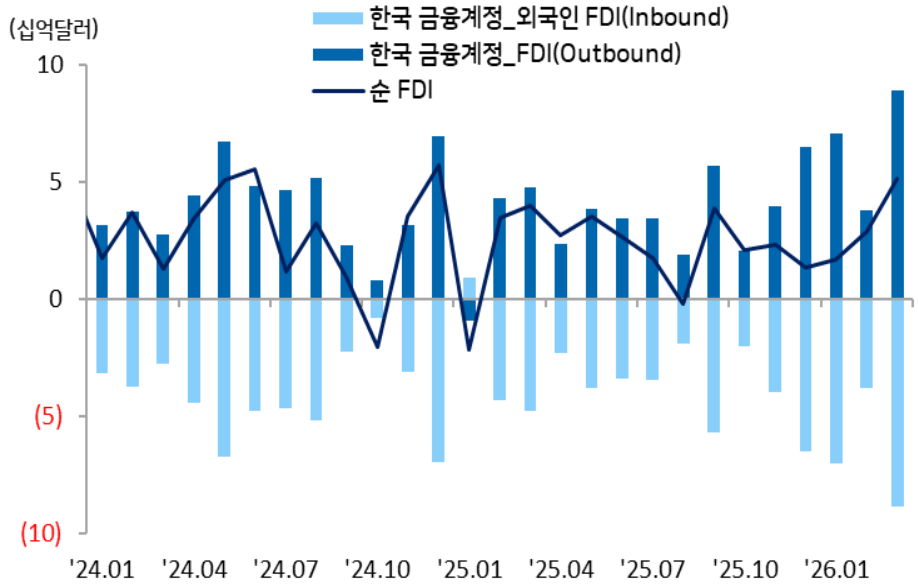
출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅳ. 수출업체 환전수요 복귀, 통계와 외환시장 수급 불일치 해결 -> 원화 강세

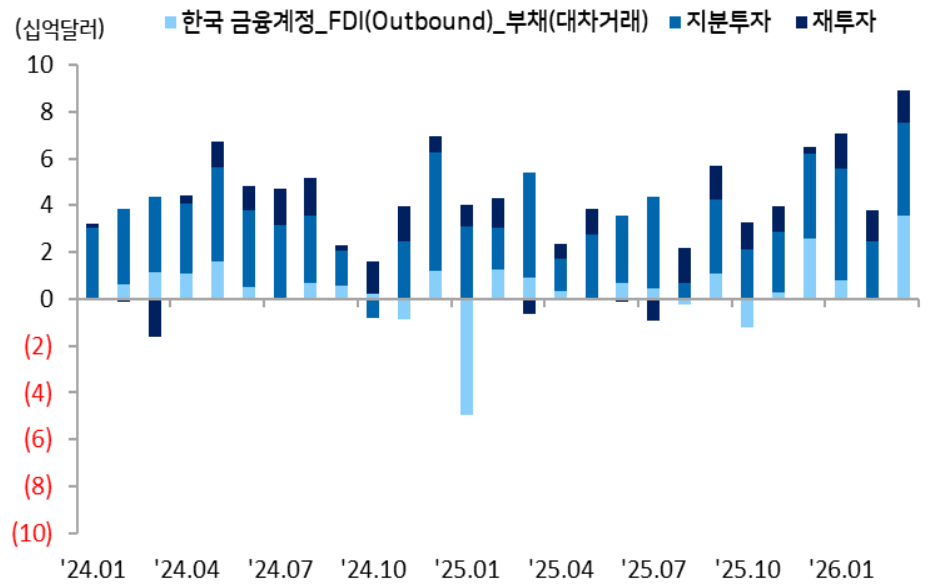
기업 생산기지 이전 목적의 해외투자 증가는 지속적으로 외환시장에서 달러 실수요를 유발

- ✓ 팬더믹 이후 외환시장 구조적 수급변화 주요 축을 담당하는 기업 해외투자 확대는 올해도 진행형, 순 FDI 3개월 연속 증가폭 확대
- ✓ 특히 기업 FDI에서 모기업 자금 대여 형태의 대차거래와 지분투자 비중이 점차 상승하면서 원화를 달러로 환전하는 물량도 증가
- ✓ 한미 관세협상 결과로 인한 대미투자는 중장기 프로젝트인 만큼 지속적인 달러 실수요를 유발, 환율 하단을 지지하는 요인으로 작용

올해 외국인 국내 FDI보다 한국 기업 해외투자가 추세적으로 더 많아지기 중



기업 해외투자에서 대차거래, 지분투자 비중이 많아지면서 달러 실수요 증가



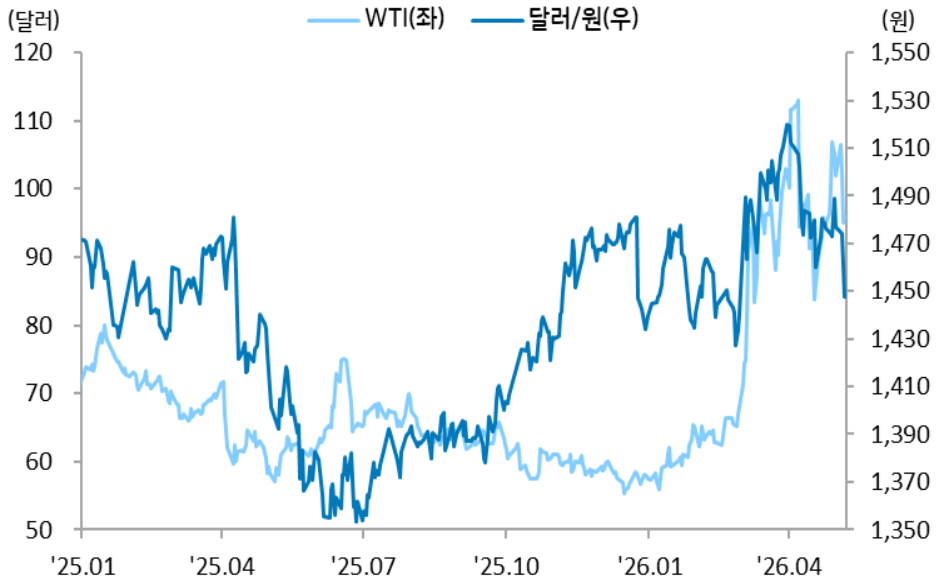
출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

Ⅳ. 수출업체 환전수요 복귀, 통계와 외환시장 수급 불일치 해결 -> 원화 강세

리스크 시나리오는 호르무즈 해협 봉쇄 장기화, 미국과 이란 충돌 재현에 따른 유가 급등

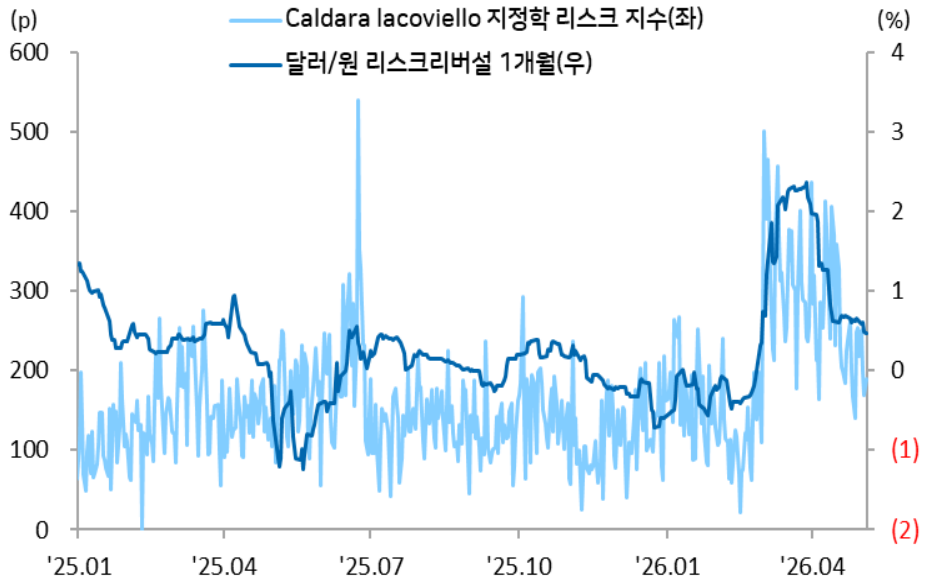
- ✓ 달러/원 환율 하락 시나리오에 리스크는 미국과 이란 휴전이 종전협상 없이 종료되며 지정학 불확실성이 재점화되는 케이스로 설정
- ✓ 해당 리스크 시나리오에서는 국제유가 상승이 제한될 수 있으며 지난 3월처럼 유가와 달러/원 동조화 강도가 높아질 확률이 높음
- ✓ 원화는 리스크 벤치마크로 통용되는 통화, 과거에도 지정학 리스크 확대 구간에서 투기적 원화 매도가 빠르게 증가한 선례가 존재

이란 전쟁 휴전 종료, 공습 재개 시나리오에서 원화는 유가 상승에 취약



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

지정학 불확실성 재점화는 리스크 벤치마크인 원화 약세 베팅을 유발하기 때문



Appendix: 2026년 환율전망

주요국 환율전망 Table

Range	5월	2026년			2027년			
		2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
USD	97.5	98	96	94	95.0	97.0	99.0	97.0
	97.0~99.0	96.0~102.0	93.0~99.0	90.0~98.0				
KRW	1,450	1,460	1,400	1,390	1,380	1,400	1,430	1,400
	1,420~1,470	1,420~1,530	1,360~1,450	1,340~1,430				
EUR	1.18	1.18	1.20	1.21	1.20	1.18	1.16	1.18
	1.16~1.19	1.150~1.190	1.170~1.230	1.180~1.240				
JPY	154	152	146	140	140.0	143.0	145.0	140.0
	151~158	148~161	142~153	136~146				
CNH	6.75	6.80	6.80	6.70	6.90	7.00	7.10	6.90
	6.70~6.90	6.70~7.10	6.70~7.10	6.50~7.00				
USD/KRW FX Swap	(15.0)	(15.0)	(12.0)	(10.0)	FX Swap Point 1Y 기준, 분기 평균			

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