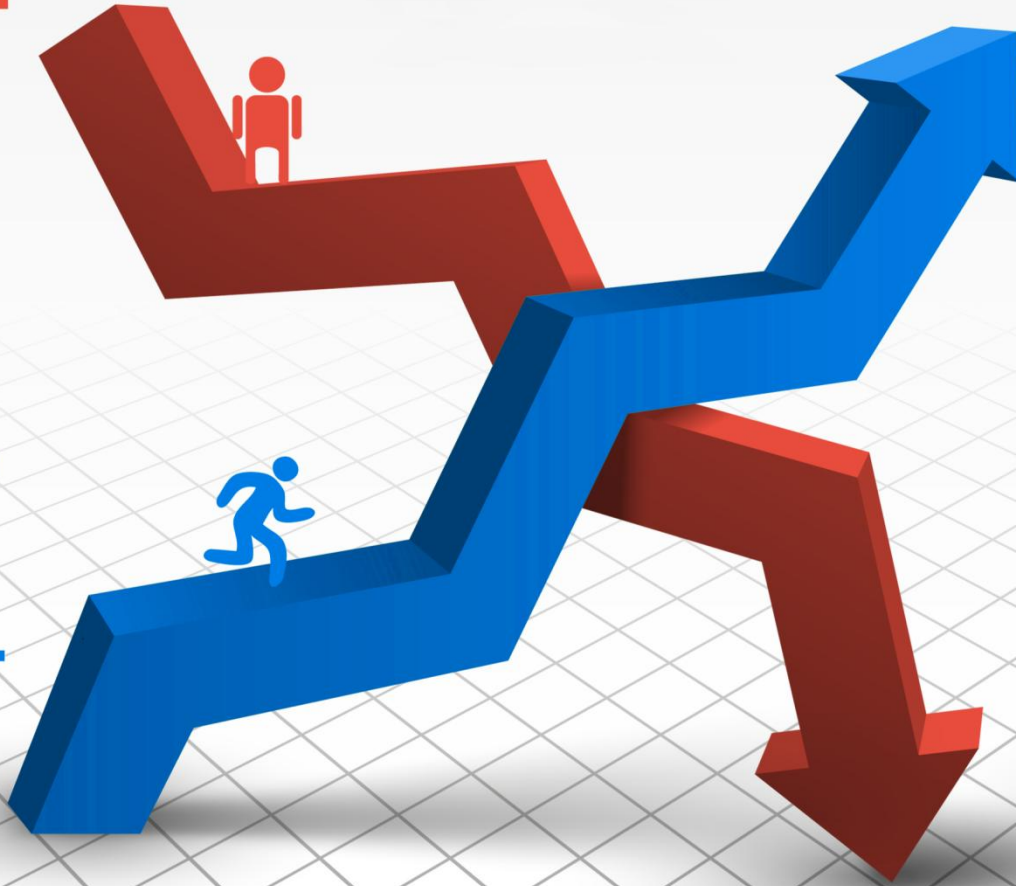


02

# FOREIGN EXCHANGE



01



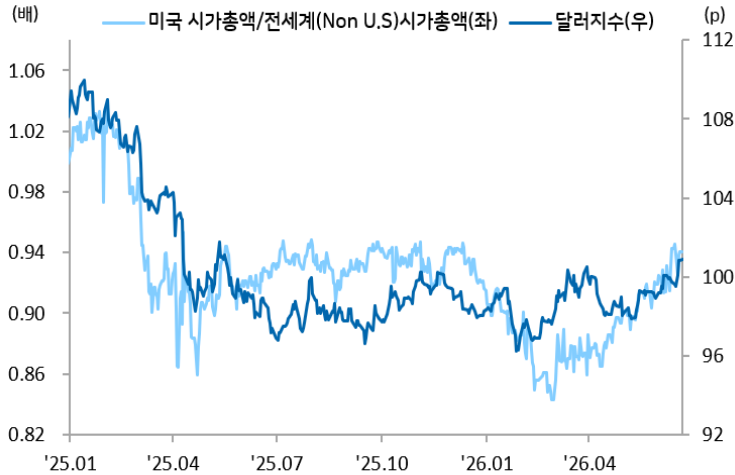
## 2026년 2<sup>ND</sup> Half WOORI Forex Saga

-다가올 강달러 착시의 끝, 글로벌 유동성 재편이 불러올 약달러

FX/Economist 민경원  
eco\_min1230@wooribank.com

# Summary

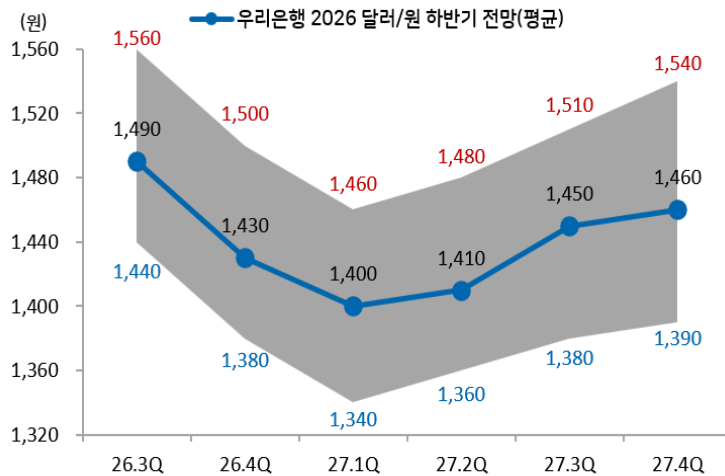
## 하반기 글로벌 유동성 비달러화 자산으로 재편 시 달러 약세 기대



## Global FX: 연준 금리인상 불확실성 해소 시 글로벌 유동성 재편 -> 달러화 약세 전망

- 미국-이란 종전으로 국제유가가 하락하면서 에너지 비용 상승이 전반적인 인플레이션 압력을 키울 확률이 낮아짐, 주요국 기저 인플레이션 2%대 유지로 추가 금리인상 가능성 배제
- 연준 금리인상 우려가 완화될 경우 전략적 달러화 자산 포지션 노출을 확대했던 글로벌 유동성이 비달러화 통화 자산으로 재편되어 올해 연초와 유사한 약달러 흐름을 연출할 것으로 기대
- 트럼프 2기 강달러 패턴 재발 우려가 있지만 2018년 강달러는 미국 성장 예외주의의 결과물, 올해는 유로존, 일본 경기 동반 회복으로 동일한 패턴 반복 가능성은 낮음
- 유로화는 제조업 회복 및 수출 개선으로 주요국 중 가장 견고한 경기모멘텀 반등을 보여주면서 약달러 전환에 앞장설 듯. 엔화는 BOJ 인상이 촉발할 달러/엔 숏커버, 위안화는 중국 수출업체 선물환 매도 확대와 외국인 자금 주식시장 복귀로 상승압력 확대 예상

## 하반기 달러/원 전망, 연준 금리인상 불확실성 해소 시 낙폭 확대



## 달러/원 전망: 하반기 1,380~1,560원 전망, 일시적 수급 쏠림 해소 후 약달러 추종

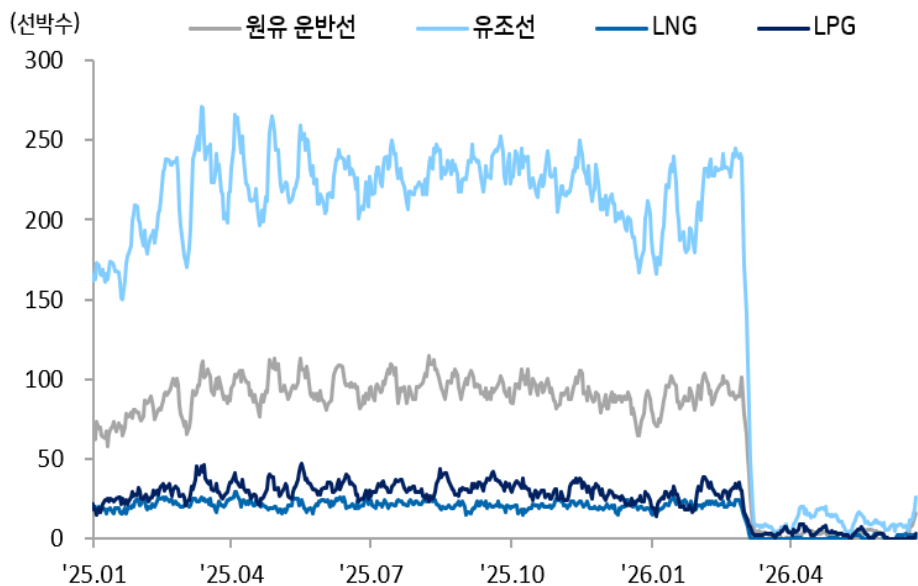
- 상반기말 외국인 국내증시 기계적 리밸런싱으로 금융시장에서 약 560억 달러가 이탈하며 원화 약세 압력 확대
- 국내기업 해외 생산기지 이전은 달러 실수요 증가, 해외현지법인 매출 중 현지 재투자에 일부 달러 자금을 소화하며 하반기에도 환율 하단을 경직시키는 요인으로 작용
- 다만 시투자 붐을 등에 업은 반도체 수출 호조, 중공업 수주 호황을 감안했을 때 원화 약세는 펀더멘탈 훼손이 아닌 수급 쏠림 현상에 지나치게 매몰되어 있다는 판단
- 팬데믹 이후 달러/원이 최소 반년에서 1년 이상 상승기를 거친 후 대외충격 요인을 소화하며 낙폭을 확대하는 패턴을 반복, 올해는 연준 인상 우려 해소 및 유동성 재편이 트리거로 작용
- 또한 수출을 통한 외화벌이 양호, 반도체 공급 병목을 반영한 수출기업 실적 낙관론, 외국인 국내증시 복귀 가능성은 환율 낙폭 확대 전망의 주요 동력

# I. 인플레이션 표면을 달군 에너지 충격 vs 차분함을 유지하는 수면 아래 기저 물가

## 호르무즈 봉쇄 장기화로 에너지 병목 현상 심화, 완전한 공급 정상화까지 최소 반년 소요

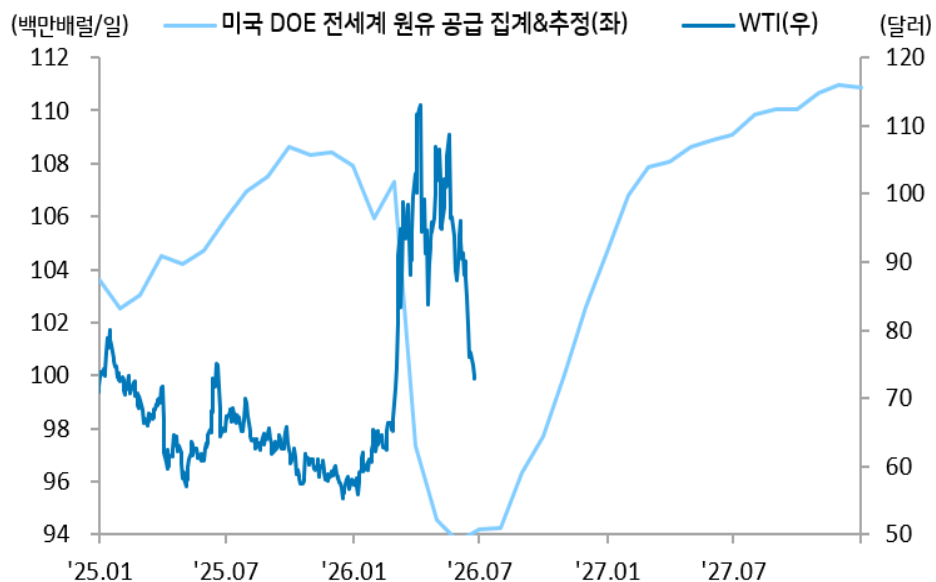
- ✓ 미국, 이란 종전 MOU 서명에도 호르무즈 해협을 통한 걸프국 에너지 수출이 정상 수준으로 회복되기까지는 최소 반년 이상이 소요
- ✓ 전쟁 전 일간 1억 배럴을 상회하던 전세계 원유 공급량은 4, 5월 약 9,500만 배럴 수준으로 하락하며 국제유가 100달러 돌파로 연결
- ✓ 미국 에너지부는 6월 호르무즈 통항 재개라는 낙관적인 전제 하에서도 에너지 공급 정상화까지 최소 5~6개월이 필요하다고 분석

### 호르무즈 해협 통과 걸프국 원유 및 LNG, LPG 정제유 수출 선박 수 소폭 반등



출처: EIA, Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

### 에너지 가격 안정을 위해서는 이란 전쟁이 촉발한 원유 공급 병목 해소가 필요

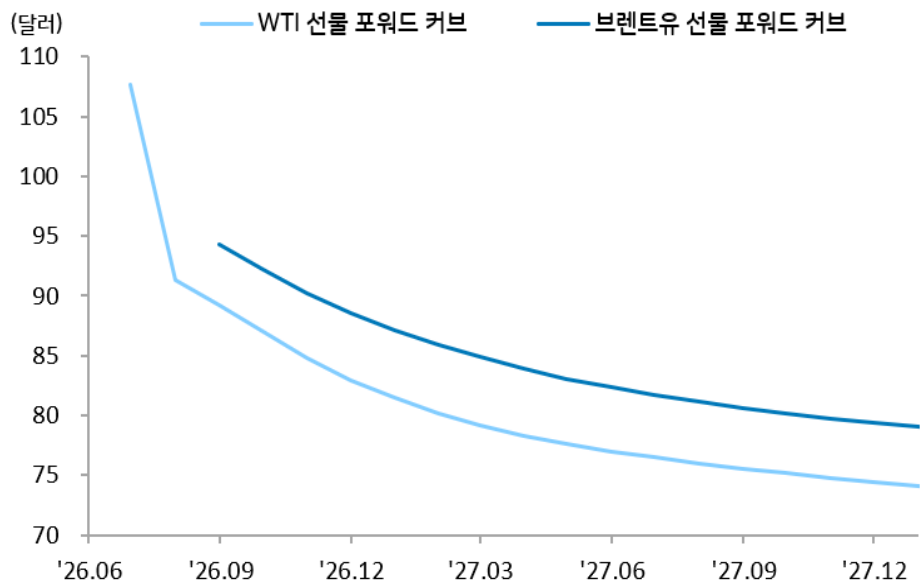


# I. 인플레이션 표면을 달군 에너지 충격 vs 차분함을 유지하는 수면 아래 기저 물가

금융시장은 한발 앞 서 연말 국제유가 정상화를 낙관하는 방향으로 베팅을 확대하는 중

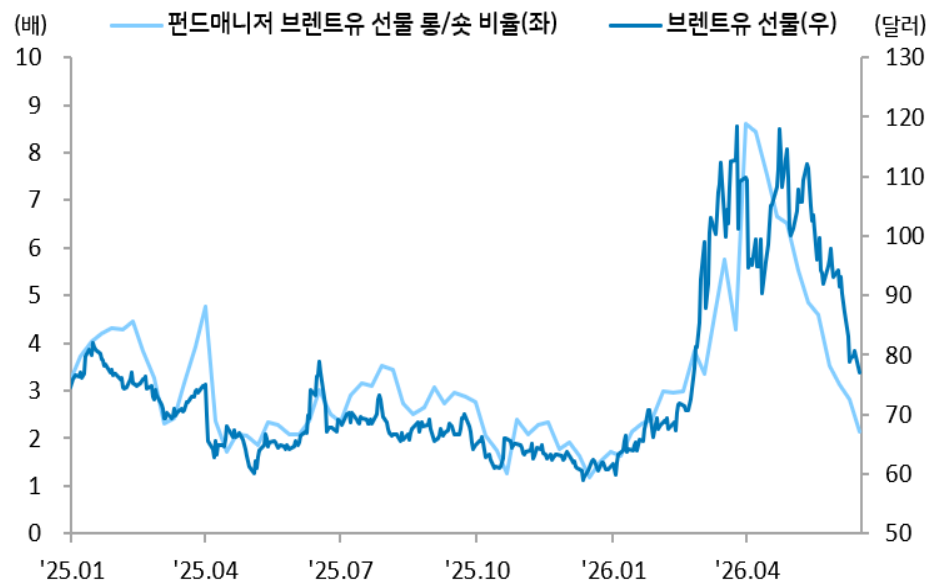
- ✓ 원유선물 포워드 커브에 반영된 연말 WTI, 브렌트유 가격은 80달러대, 금융시장이 종전 협상 타결 가능성을 낙관하고 있음을 시사
- ✓ 펀드매니저 브렌트유 선물 롱/숏 비율도 3월말 고점을 찍고 내리 하락하면서 국제유가 100불 시대 지속 여부를 높게 평가하지 않음
- ✓ 3월 이후 국제유가, 장기 국채금리 조합이 금융시장 변동성 트리거였다는 사실을 감안하면 유가 하락 기대는 시장 안정에 긍정적 요인

WTI, 브렌트유 선물에 반영된 시장에 지배적인 기대는 6월 이후 국제유가 급락



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

펀드매니저 브렌트유 선물 Long/Short 비율 하락, 유가 상승 베팅 둔화 확인

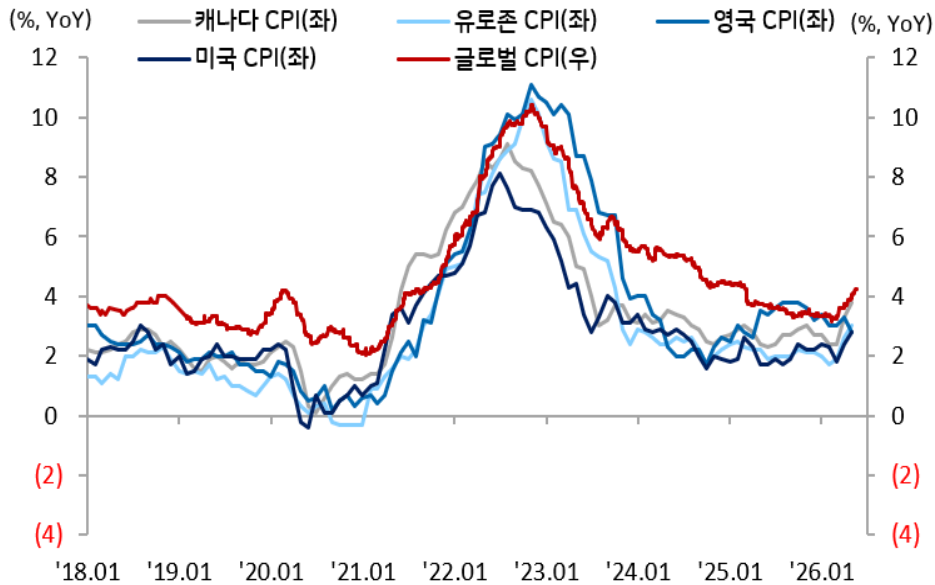


# 1. 인플레이션 표면을 달군 에너지 충격 vs 차분함을 유지하는 수면 아래 기저 물가

주요국 CPI는 에너지발 인플레 압력이 확대됐으나 하반기까지 지속될 확률은 제한적

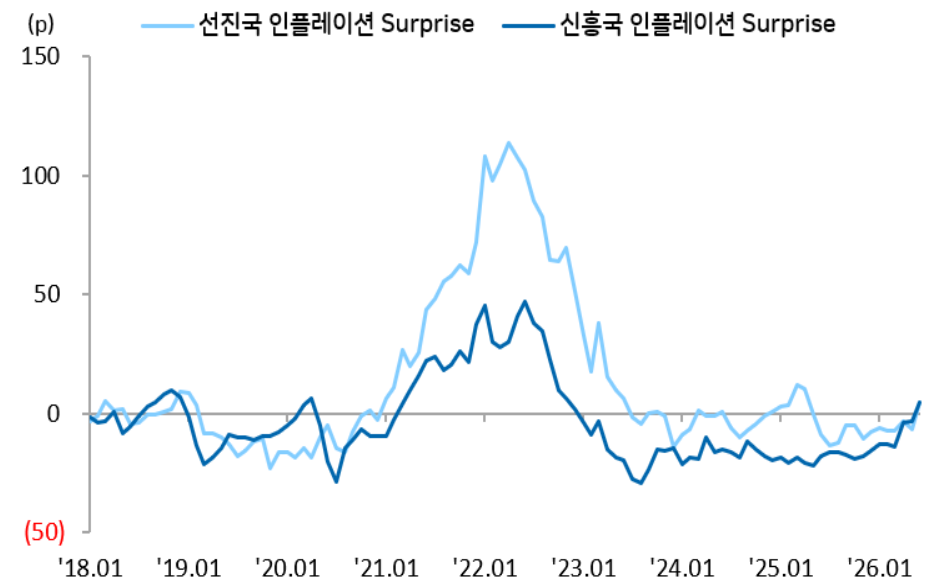
- ✓ 이란 전쟁 이후 주요국 소비자물가는 3월부터 에너지 항목 주도하에 상승폭을 확대했지만 예상 범주를 크게 벗어났다고 보긴 어려워
- ✓ 국가 분류를 선진국, 신흥국으로 나누면 에너지 충격을 반영한 물가 모멘텀은 신흥국 인플레이션에 더 큰 영향을 주고 있음을 확인
- ✓ 다만 증전합의 이후 국제유가가 크게 하락하면서 에너지발 인플레이션 압력 지속 및 다른 항목으로 인플레 압력 전이 가능성은 낮음

주요국 소비자물가는 에너지 가격 상승 주도하에 중앙은행 목표치 2%를 상회



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

중등발 에너지 충격을 반영한 인플레이션 부담은 선진국보다 신흥국에 타격

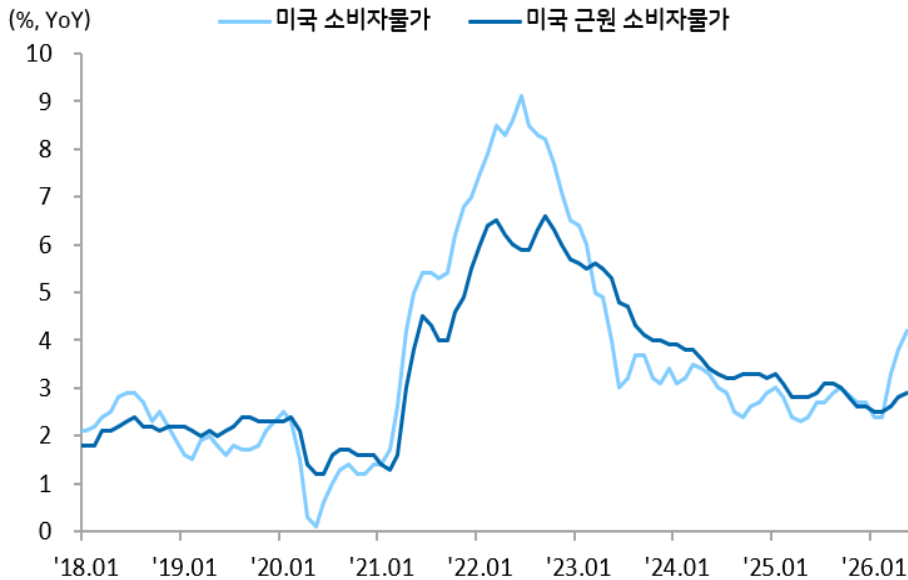


# I. 인플레이션 표면을 달군 에너지 충격 vs 차분함을 유지하는 수면 아래 기저 물가

미국 물가는 에너지 비용 상승 압박이 커졌지만 근원, 초근원 물가 추세는 안정적인 수준

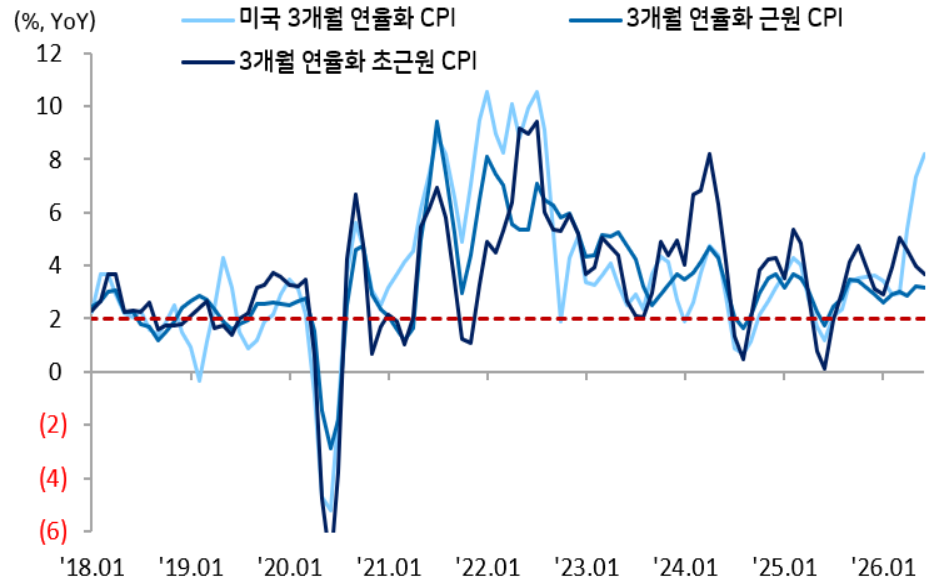
- ✓ 미국 5월 CPI는 에너지 물가가 전년대비 23.6% 급등한 영향에 4.2% 상승을 기록하며 2023년 5월 이후 가장 높은 수준에 도달
- ✓ 반면 근원 CPI는 전년대비 2.9%로 세 달 연속 상승했으나 상승폭은 제한됐고, 식품 및 에너지를 제외한 상품 가격은 +1.1%에 그침
- ✓ 단기 인플레이션 트렌드에서 근원은 횡보, 초근원 CPI는 하락하며 헤드라인 CPI를 제외하면 인플레 상방압력은 그다지 크지 않음

미국 5월 CPI는 헤드라인 중심 상승, 근원 CPI 상방위험 확대는 아직 제한적



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

단기 인플레이션 추이를 보여주는 3개월 연율화 CPI, 초근원은 오히려 하락

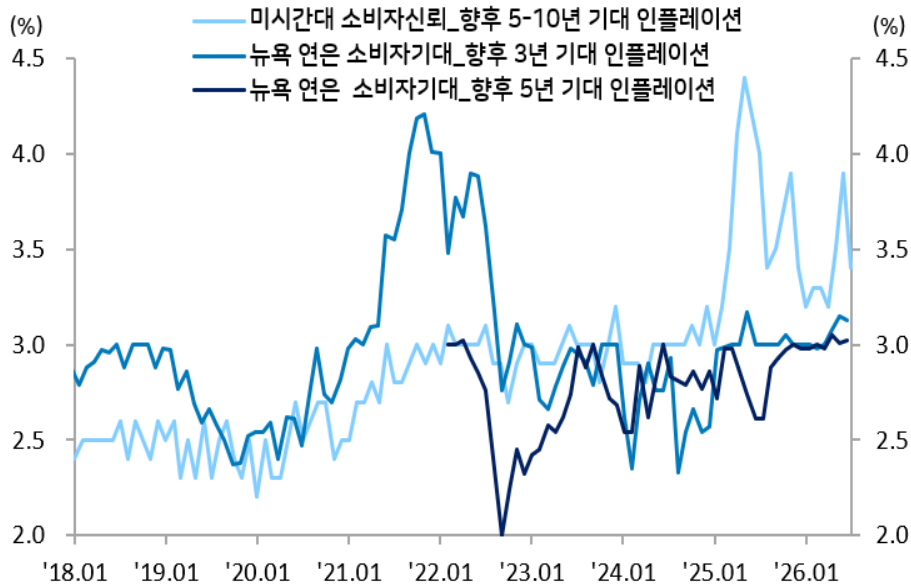


# 1. 인플레이션 표면을 달군 에너지 충격 vs 차분함을 유지하는 수면 아래 기저 물가

소비자 중장기 물가 전망 상승 대부분은 에너지 때문, 식료품 & 임대료 전망은 안정적

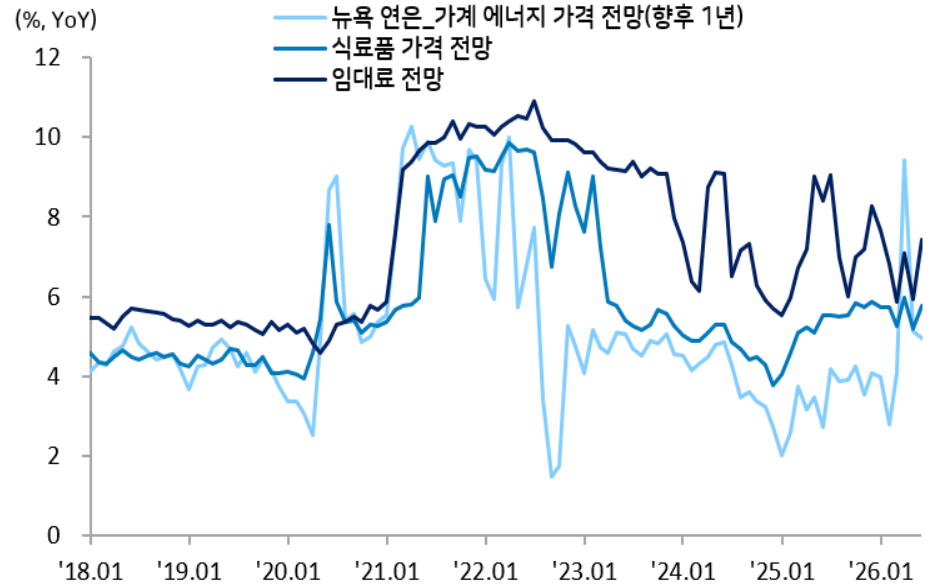
- ✓ 소비자 단기(1년) 기대 인플레에 이어 중장기(5-10년) 물가전망도 5월 상승한 뒤 6월 반락하는 모습을 보이며 인플레이션 우려 완화
- ✓ 가계 체감 비용 부담이 큰 항목인 에너지, 식료품, 임대료를 나열해 보면 물가 전망 불확실성은 에너지 가격 전망이 차지하는 비중이 큼
- ✓ 6월 중순 종전 MOU 타결로 유가 하락 예상이 지배적인 만큼 소비자 단기, 중장기 기대 인플레는 앞으로 하향 안정화될 것으로 기대

6월 미시간대 서베이에서 중장기 기대 인플레이션은 상승폭을 일부 반납함



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

소비자 물가 전망 상승 기여도가 높았던 에너지 가격 전망 5월부터 둔화 시작

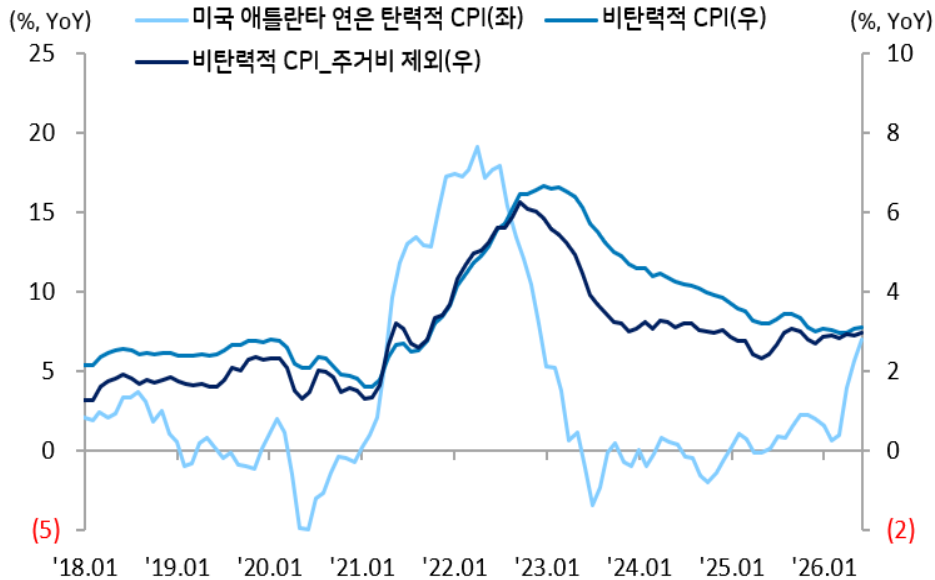


# I. 인플레이션 표면을 달군 에너지 충격 vs 차분함을 유지하는 수면 아래 기저 물가

가격 변경 빈도 분류 & 절사 평균 물가는 기저 인플레가 우하향하고 있다는 주장을 지지

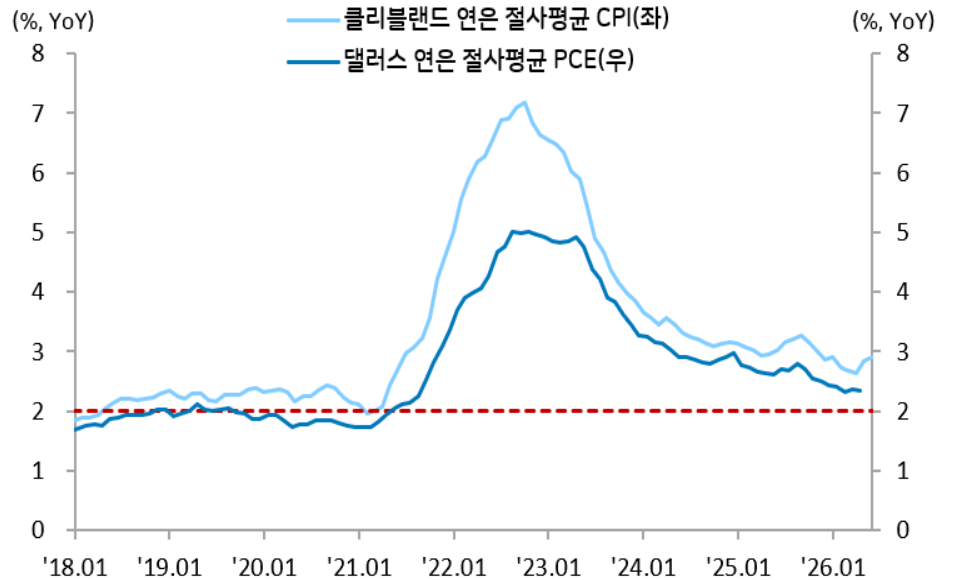
- ✓ 가격 변경 빈도로 물가 항목을 분류하는 애틀란타 연은 탄력/비탄력 CPI는 가격 반영 빈도가 높은 탄력적 요인 위주로만 상승하는 중
- ✓ 2021년은 탄력 및 비탄력적 CPI가 동반 상승했고 2022~2023 상반기는 비탄력 항목에 속하는 서비스 비용 위주로 물가가 상승함
- ✓ 실제 인플레도 유가 하락 전환 시 탄력적으로 가격에 반영될 수 있음을 시사, 절사평균 물가에 반영된 디스 인플레 추세도 유효할 듯

미국 물가 상승 대부분은 '탄력적' 요인에서 기인, 비탄력 요인은 횡보에 가까워



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

미국 절사평균 CPI 및 PCE 하락채널 유지, 기저 물가는 디스 인플레이션 지속

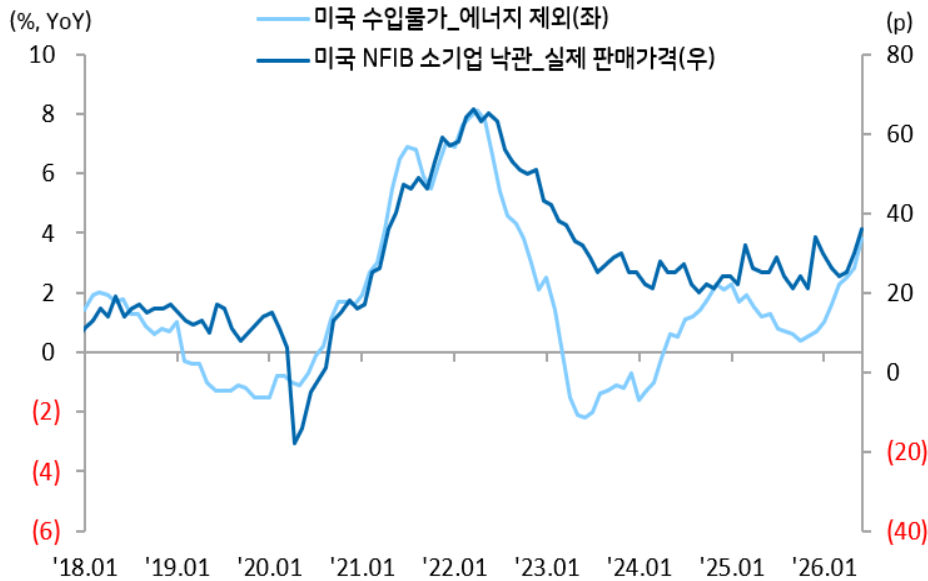


# 1. 인플레이션 표면을 달군 에너지 충격 vs 차분함을 유지하는 수면 아래 기저 물가

수입물가에 1차 타격을 입은 미국 기업이 적극적인 가격 인상에 나설 가능성은 낮음

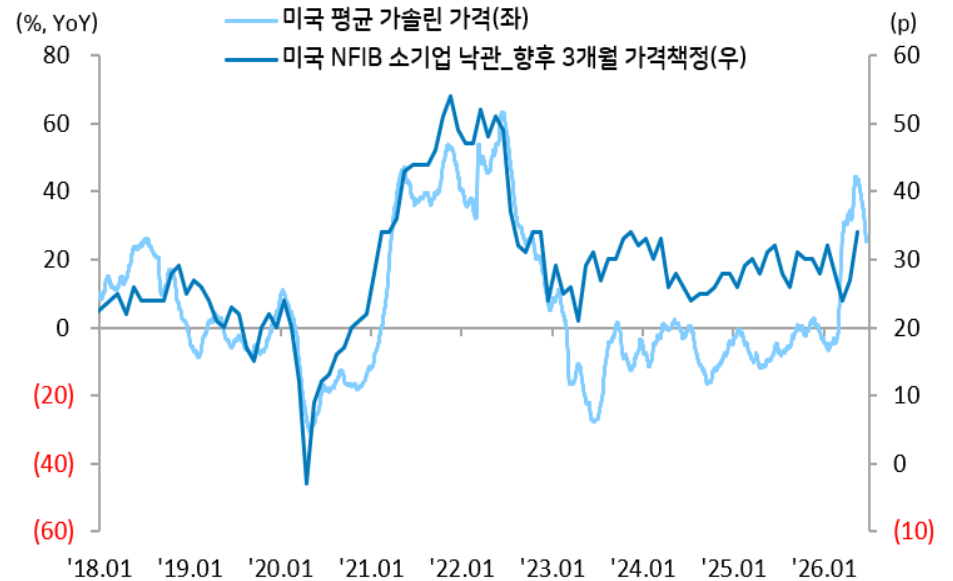
- ✓ 기업의 공격적인 가격인상 움직임이 관찰되지 않았다는 점도 국제유가 상승이 영구적인 인플레 충격을 발생시킬 것이란 주장 반박
- ✓ 미국 수입물가는 중동 전쟁 이전부터 줄곧 우상향하고 있었으나 소기업 실제 판매가격 인상폭은 2021년보다 제한된 수준에 그침
- ✓ 5월 일시적으로 올라간 소기업 향후 가격 인상계획도 6월 초 미국 평균 가솔린 가격이 다시 하락하기 시작하면서 축소될 것으로 판단

미국 에너지 제외 수입물가는 연초부터 상승했지만 판매가격 변동은 제한적



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

미국 평균 가솔린 가격 6월부터 전월대비 하락, 기업 가격 인상계획 축소 기대

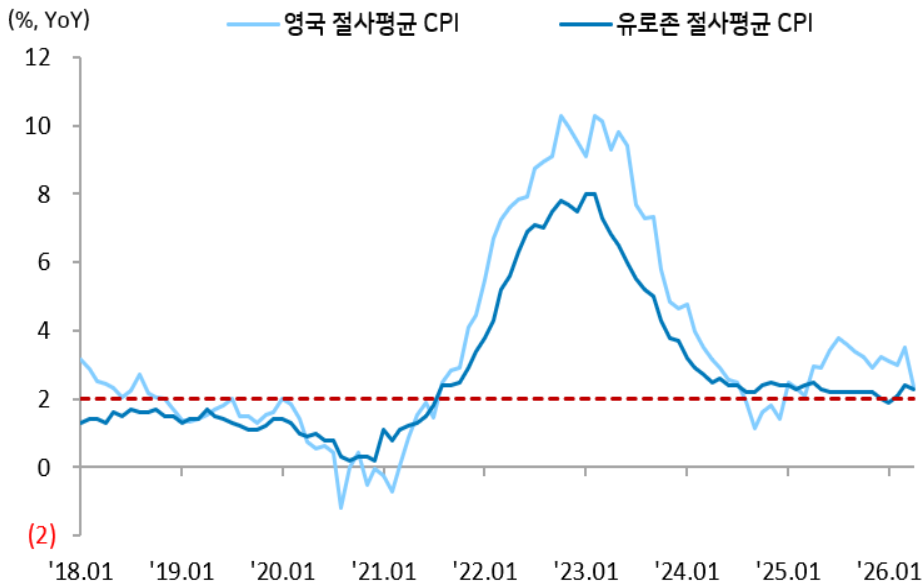


# 1. 인플레이션 표면을 달군 에너지 충격 vs 차분함을 유지하는 수면 아래 기저 물가

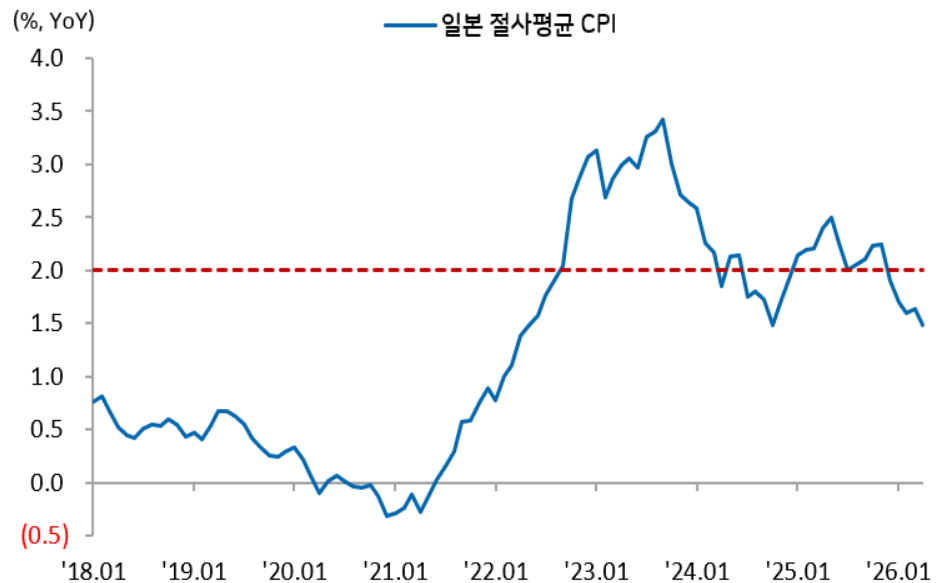
## 에너지 트라우마가 남아 있는 유럽 기저 인플레이션 안정적 vs 일본은 디플레이션 탈출

- ✓ 2022년 러시아 천연가스 공급 중단이 촉발한 에너지 공급대란과 인플레이션을 경험한 유로존, 영국도 기저 물가는 2%대 안정권
- ✓ 5월 ECB가 25bp 금리인상을 단행했지만 기저 인플레이션이 2022년처럼 유의미한 상승을 기록하지 않아 하반기는 동결을 예상
- ✓ 일본은 절사평균 CPI가 2%를 하회했으나 미국, 유럽, 영국과 달리 20년 이상 지속된 장기 디플레이션에서 탈출했다는 해석이 타당

### 영국, 유로존 절사평균 CPI도 기저 인플레 압력 확대가 부재하다는 주장 지지



### 일본도 절사평균 CPI가 2% 하회하고 있으나 과거 디플레이션보단 높은 수준



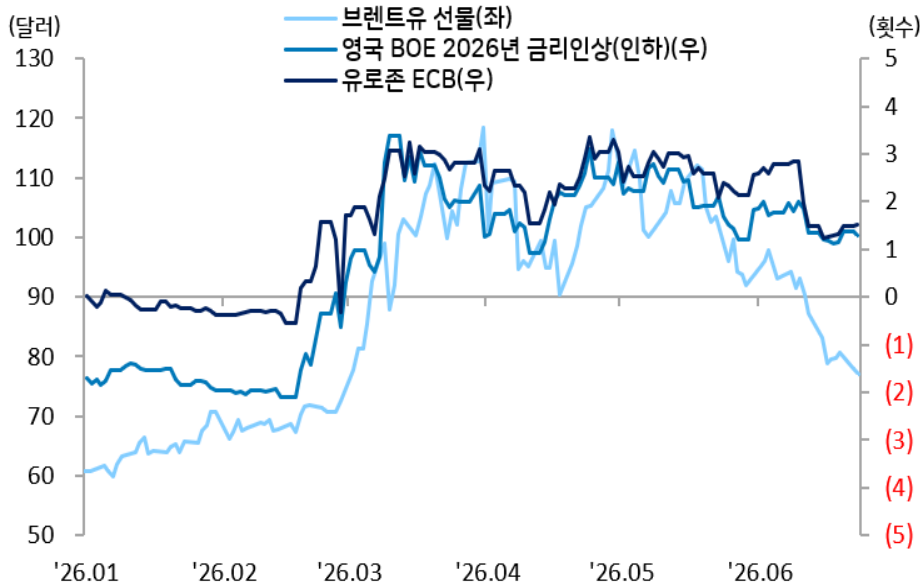
출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부 / 주석: 영국은 미국 클리블랜드 연은 처럼 16% 절사로 계산, 유로존은 ECB 15% 절사평균, 일본은 BOJ 20% 절사평균

# I. 인플레이션 표면을 달군 에너지 충격 vs 차분함을 유지하는 수면 아래 기저 물가

하반기 전망에서 영국 & 유로존도 미국처럼 금리인상 확률 배제, 일본 BOJ만 2회 인상 가정

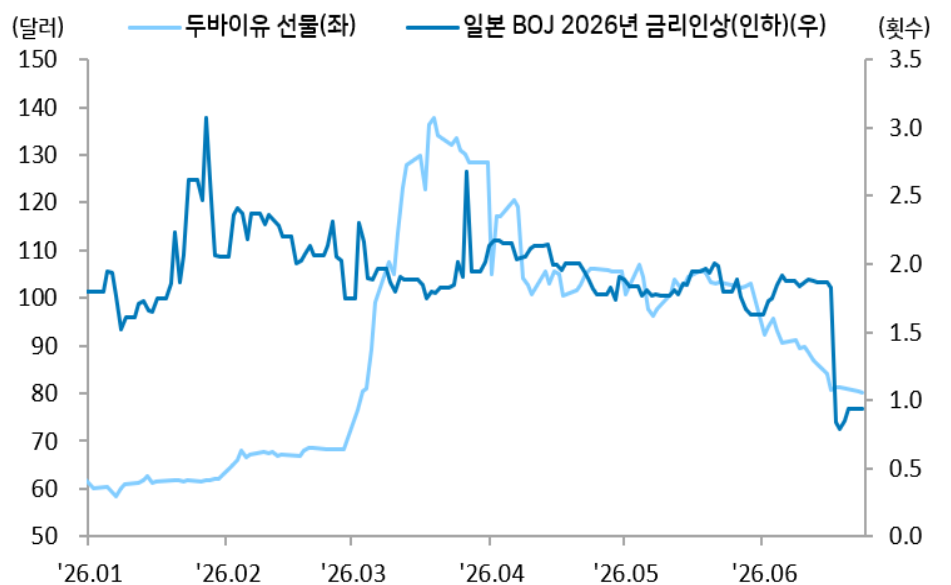
- ✓ 아직 기저 인플레이션 안정세가 흔들리지 않은 상황에서 7월부터 호르무즈 해협이 정상화된다면 주요국 금리인상 시나리오는 소거
- ✓ 영국, 유로존 중앙은행 금리인상 베팅이 브렌트유 상승과 동조화 경향이 강하기 때문에 유가 하락폭에 따라 인하 베팅 재개도 가능
- ✓ 주요국 중 유일한 예외는 일본이며, 두바이유 추이 자체보다는 기저 및 기대 인플레이션 상승에 대응하고자 하반기 추가 인상 예상

국제유가가 호르무즈 해협 정상화로 하락할 경우 BOE, ECB 인상 베팅 후퇴



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

BOJ는 두바이유 추이와 상관없이 기저 인플레이션 상승으로 인상 확률 높음

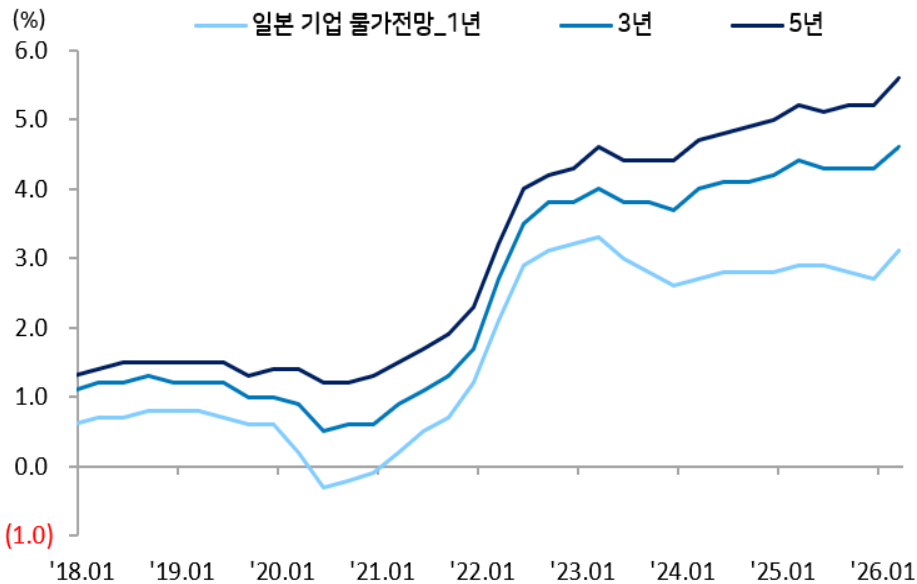


# I. 인플레이션 표면을 달군 에너지 충격 vs 차분함을 유지하는 수면 아래 기저 물가

일본 2회 인상은 실물경기 주체의 기대 인플레이션 상승에 정책 대응이 필요하기 때문

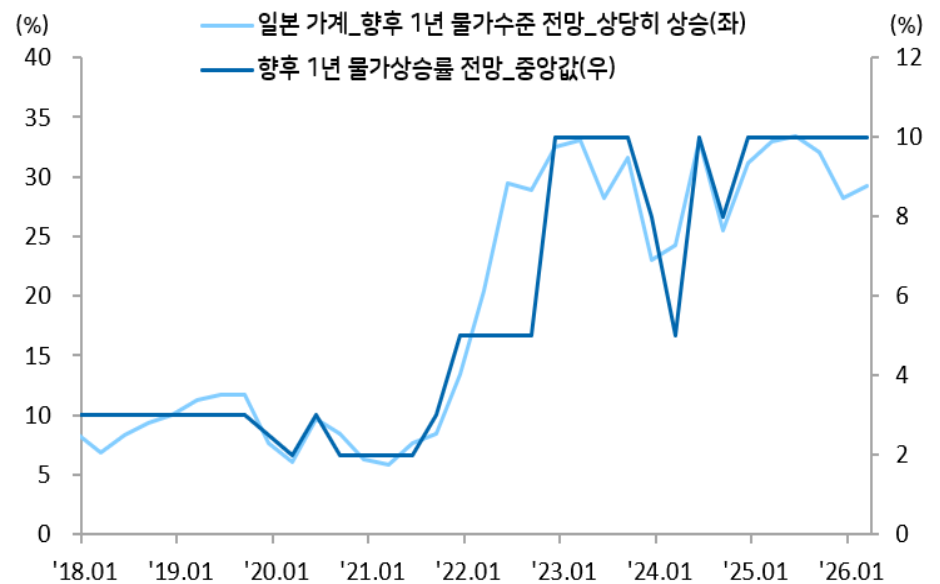
- ✓ 일본은 기저 물가가 팬데믹 이전과 비교해 높은 수준을 회복했고, 기업과 가계 물가 전망도 일괄적으로 상승하며 BOJ 인상을 지지
- ✓ 기업 기대 인플레이션은 단기(1년)는 2023년 이후 횡보하고 있지만 3년, 5년은 우상향 하며 중장기 인플레이션 기대가 높아짐
- ✓ 가계도 가격이 오를 것이란 우려가 지배적이고 기대 인플레도 6분기 연속 10% 유지, 유가 상승 영향이 큰 미국, 유럽과 상황이 다름

일본 기업 1년 물가 전망 2023년과 비슷한 수준, 중기 물가 전망은 우상향



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

일본 소비가 기대 인플레이션도 높은 수준을 유지하며 BOJ 금리인상 압박

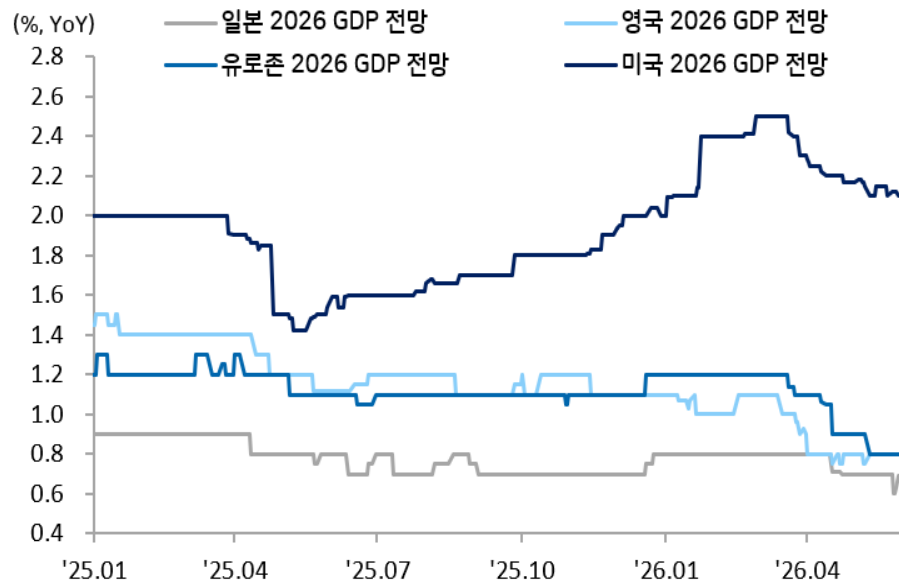


## II. No Stagflation, AI 투자를 등에 업고 앞서 나가는 미국과 그 뒤를 쫓는 주요국

### 글로벌 GDP 전망 4월 이후 하향 조정 vs AI 투자 사이클 수혜국 전망은 상향 조정

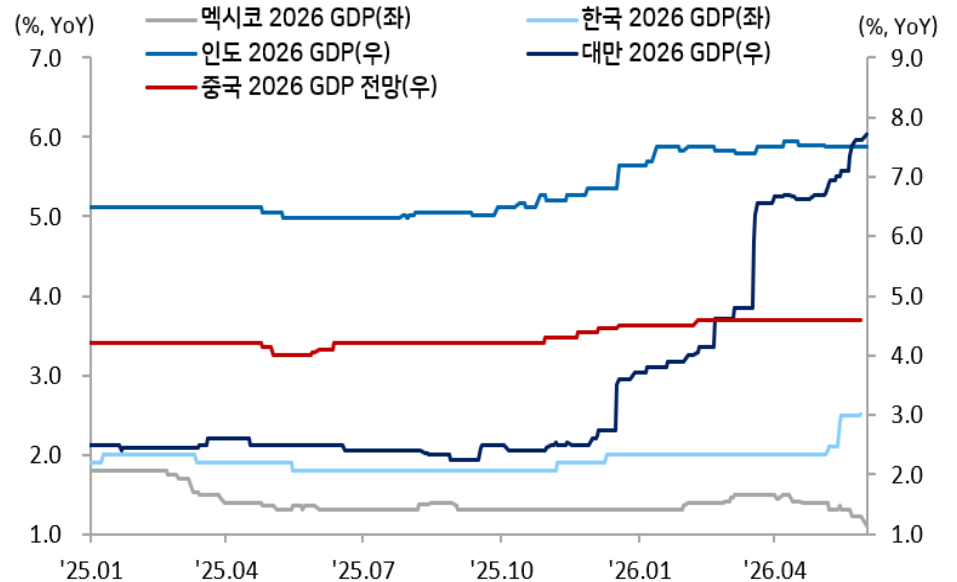
- ✓ 주요 선진국 올해 GDP 전망은 유가 상승이 경제에 부담으로 작용하는 시나리오를 적용해 4월부터 일괄적으로 하향 조정되기 시작
- ✓ 미국은 연초 전망치 상승분을 전부 반납했고 유로존, 영국, 일본은 올해 성장 전망이 작년 연말 수준을 하회하며 성장 둔화 우려 반영
- ✓ 반면 AI 투자사이클에서 메모리, 파운드리 트레이드 수혜를 입고 있는 한국과 대만 성장 기대치는 대폭 상향 조정되며 주요국과 대비

#### 4월 선진국 GDP 전망 하향 조정, 미국만 여전히 상대적으로 선방하는 모습



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

#### 대표적인 AI 투자 수혜국으로 꼽는 대만, 한국 GDP 전망은 대폭 상향 조정

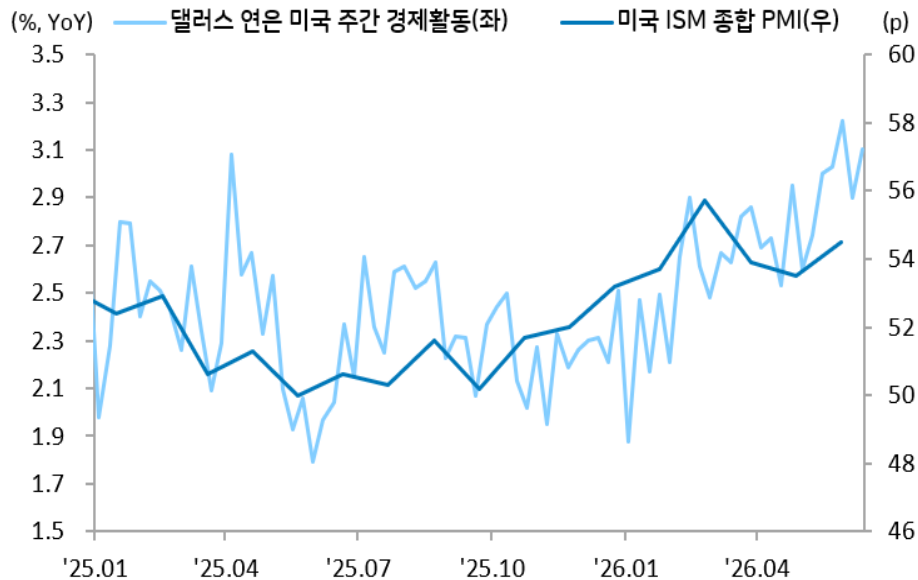


## II. No Stagflation, AI 투자를 등에 업고 앞서 나가는 미국과 그 뒤를 쫓는 주요국

미국은 개인 소비 및 기업 투자 확대에 힘입어 공급 비용 상승에도 탄탄한 성장을 구가

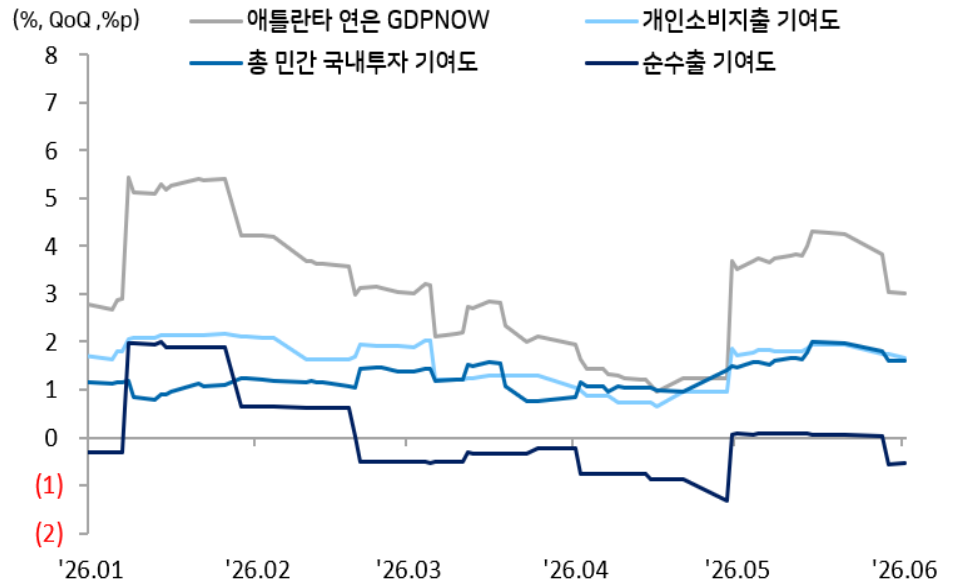
- ✓ 미국 주간 단위 경제활동 지수는 국제유가 상승이 성장 동력을 저해할 것이란 당초 시장 우려와 달리 3% 초반 GDP 성장을 암시
- ✓ 애틀란타 연은 GDPNOW는 6월 초 기준 개인 소비지출과 기업 고정자산 투자 확대 덕분에 2분기 미국 GDP 성장률을 3%로 추정
- ✓ 이는 호르무즈 해협 봉쇄로 인한 글로벌 공급 비용 상승 충격이 미국 성장에 미치는 부정적 영향이 당초 우려만큼 크지 않다는 의미

주간 단위 고빈도 데이터는 국제유가 상승에도 미국 성장 회복이 견고함을 시사



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

애틀란타 연은 GDPNOW, 소비와 민간투자가 미국 성장을 견인하는 핵심 축

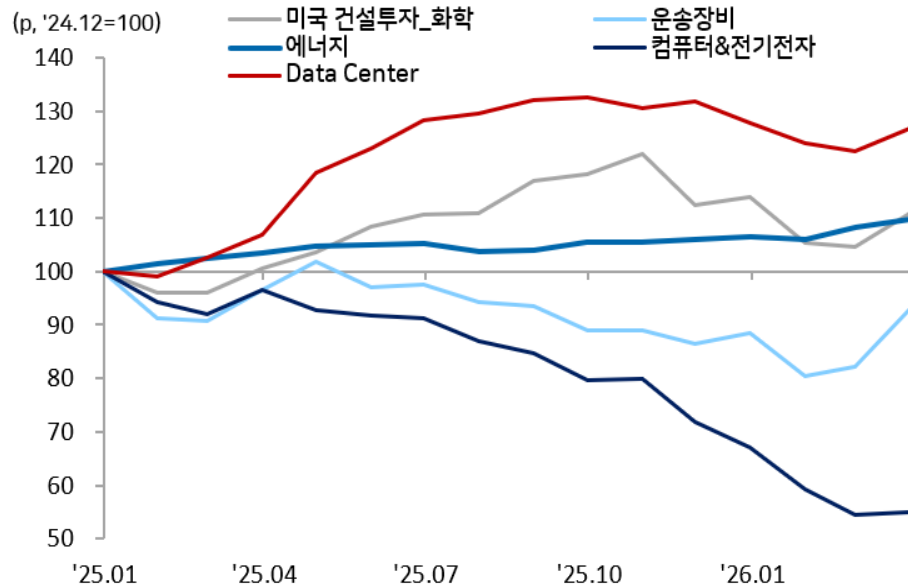


## II. No Stagflation, AI 투자를 등에 업고 앞서 나가는 미국과 그 뒤를 쫓는 주요국

### 제조업 투자 모멘텀 둔화에도 데이터 센터 건설 수요가 미국 민간투자 확대를 주도

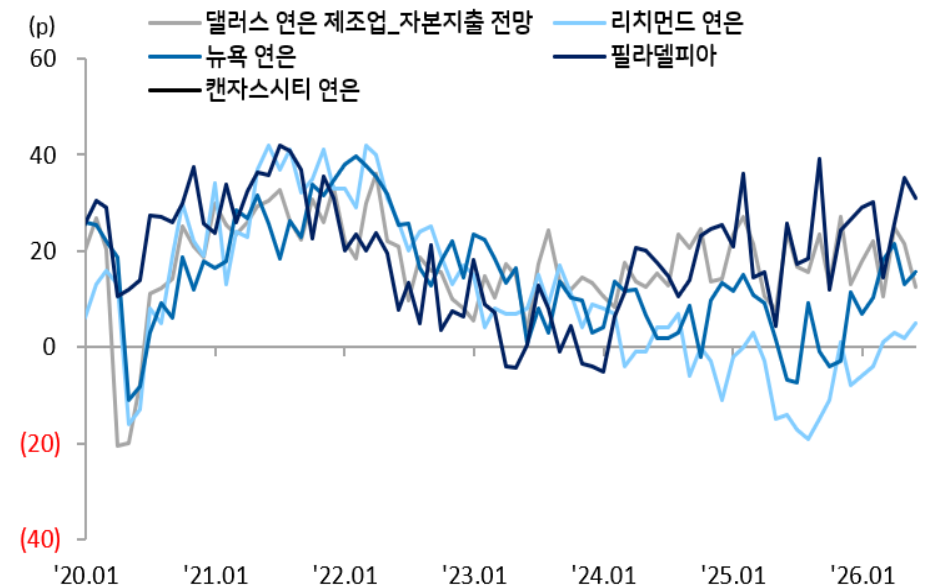
- ✓ 미국 전체 제조업 건설투자는 올해 4월까지 컴퓨터&전기전자 분야 건설투자가 작년 동기간 대비 40% 급감한 영향에 18% 감소함
- ✓ 제조업 투자는 열기가 식었지만 AI 투자 붐으로 인한 데이터 센터 건설 증가(+18%)로 전반적인 민간 투자활동은 양호한 성적을 기록
- ✓ 지역 연은 제조업 PMI 하위 항목 중 향후 6개월 자본지출 전망 대부분 지역에서 상승, 하반기에도 민간투자의 높은 성장 기여도 기대

#### 컴퓨터&전기전자 중심 제조업 건설투자 감소 vs 데이터 센터 민간투자 증가



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

#### 지역 연은 서베이에서 제조업 자본지출 전망 상승, 민간투자 지속 가능성 高

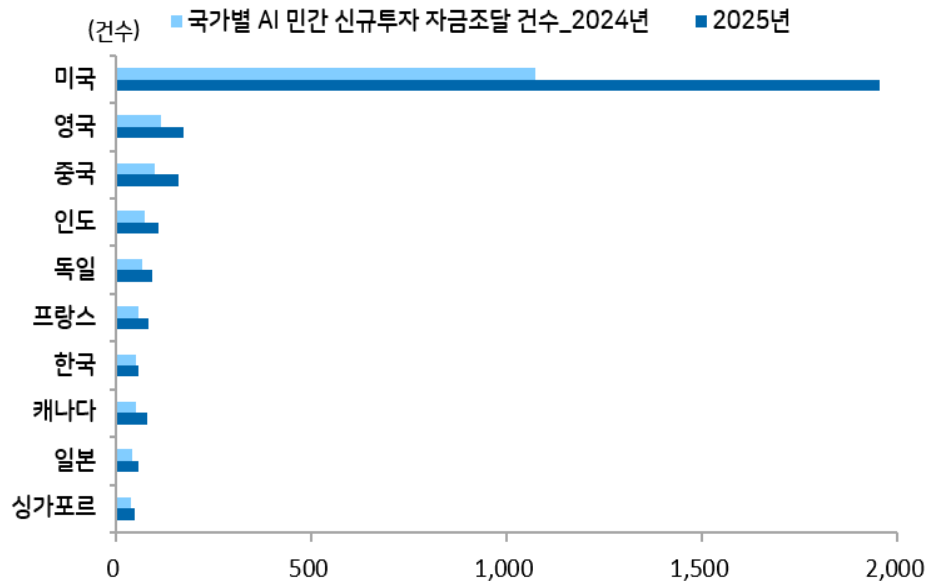


## II. No Stagflation, AI 투자를 등에 업고 앞서 나가는 미국과 그 뒤를 쫓는 주요국

글로벌 민간 AI 투자에서 선도적 위상을 보유한 미국, 하반기에도 공격적인 행보를 기대

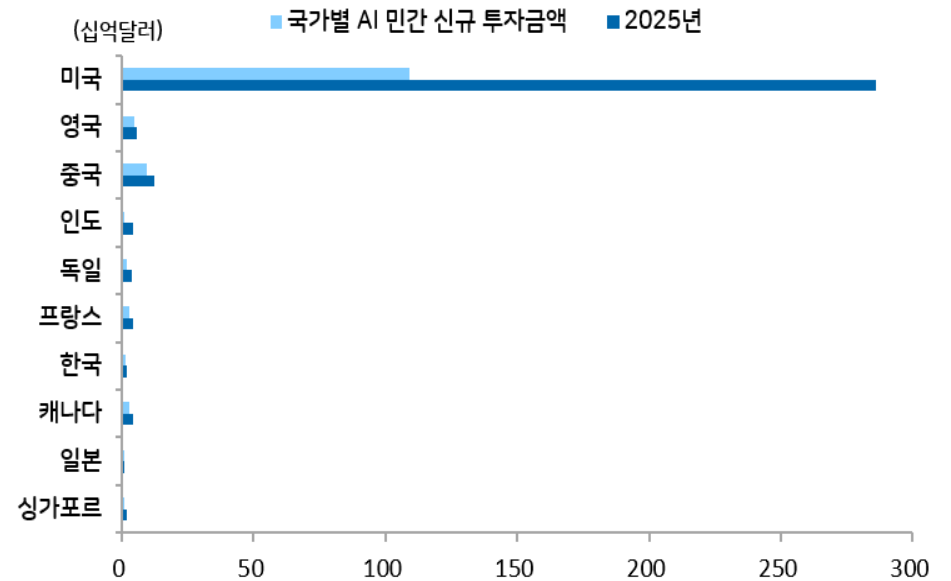
- ✓ 골드만삭스는 올해 글로벌 AI 자본지출 규모를 7,650억 달러로 추정했으며 IDC도 2028년까지 AI 투자 연평균 성장률을 30%로 전망
- ✓ 미국은 2024년 대비 신규 투자자금 조달건수가 82% 급증했고, 투자금액 규모는 전세계 전체 민간투자 중에서 83% 비중을 차지
- ✓ 연방정부 지원과 빅테크 기업의 AI 인프라 확보 경쟁이 결합하면서 미국 성장은 '소비주도형'에서 '민간투자주도형'으로 변하는 중

국가별 AI 투자에서 2025년 미국은 전년 대비 신규 자금조달 건수 82% 급증



출처: Stanford HAI, 우리은행 자금시장영업부

국가별 AI 투자 금액에서도 미국은 전세계 전체 민간투자에서 83% 비중 차지

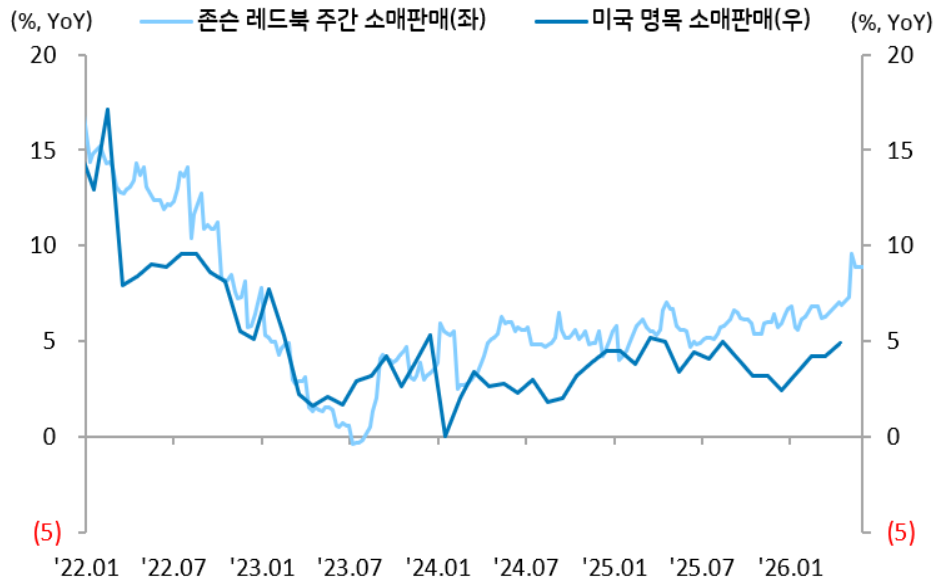


## II. No Stagflation, AI 투자를 등에 업고 앞서 나가는 미국과 그 뒤를 쫓는 주요국

### 미국 성장 전망에 위험요인을 하나 꼽으라면 가격 요인을 배제한 실질 소비 모멘텀 둔화

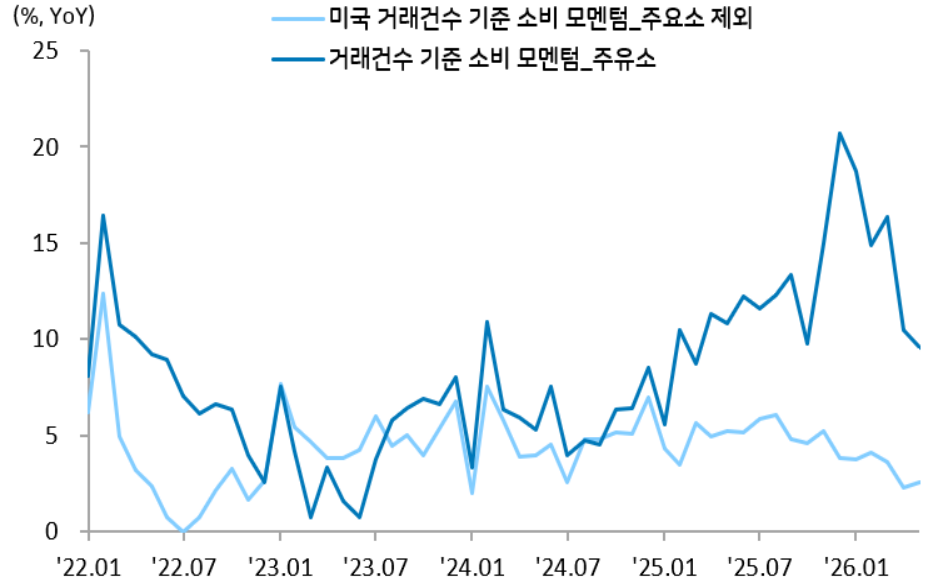
- ✓ 당행은 미국 경제를 낙관하는 쪽에 가깝지만 위험요인을 하나 꼽으라면 전통적인 성장 동력인 가계 소비 둔화 가능성을 꼽고 있음
- ✓ 에너지 비용 상승과 가격 부담이 커졌다는 외신보도에도 '명목' 소매판매는 예상보다 견고한 상승을 나타냈으나 해석에 주의가 필요
- ✓ '거래건수'를 기준으로 한 실질 소비는 주요소, 주요소를 제외한 항목 모두 작년 겨울부터 모멘텀이 우하향 하는 추세를 나타내는 모습

#### 에너지 비용 상승에도 미국 가계 총 '명목' 소비지출은 예상보다 견고한 모습



출처: First Data Merchant Service, Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

#### 명목 소매판매 증가와 반대로 '거래건수' 기준 소비 모멘텀은 둔화되는 양상

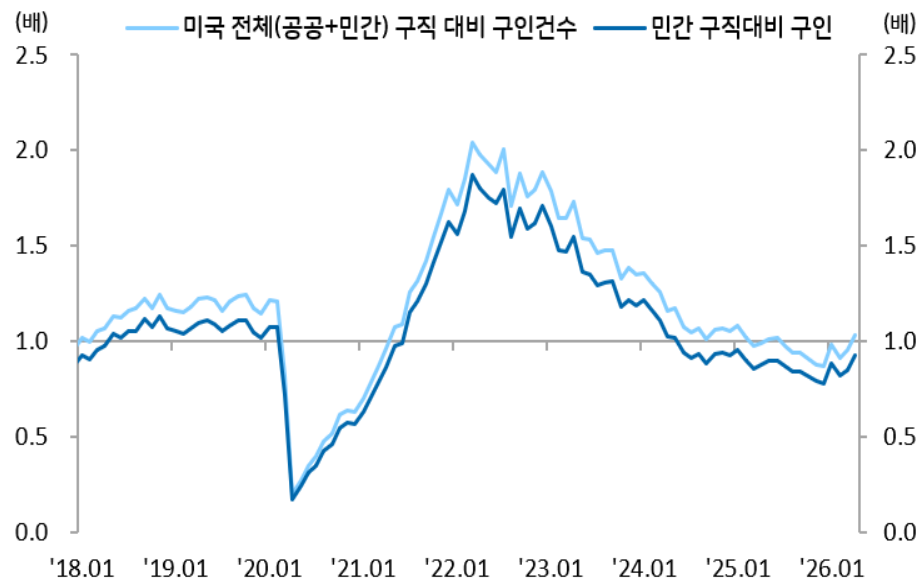


## II. No Stagflation, AI 투자를 등에 업고 앞서 나가는 미국과 그 뒤를 쫓는 주요국

### 구직 대비 구인건수 1배 회복에도 실업 지속기간 증가, 하반기 소비 모멘텀 약화 가능성 高

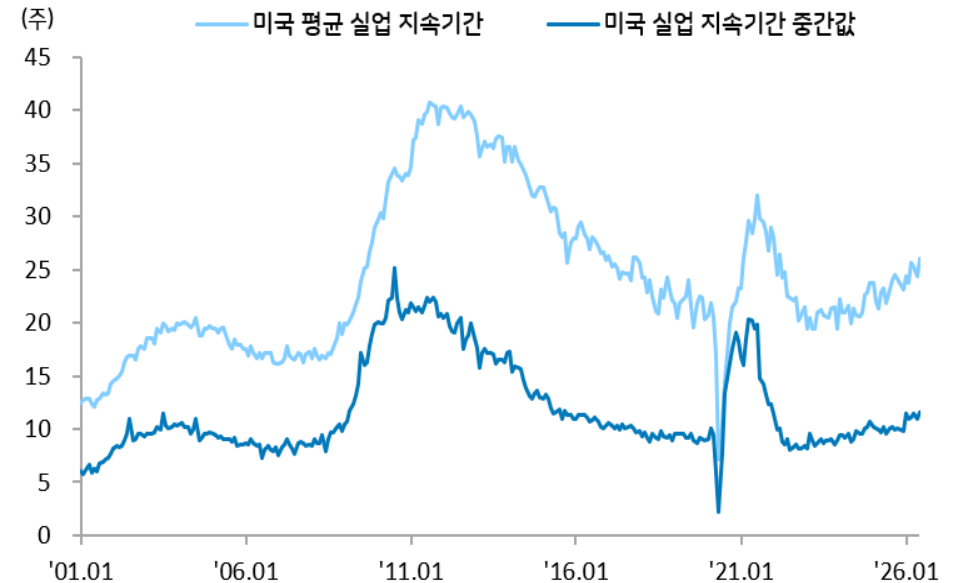
- ✓ 미국 구직대비 구인건수는 4월 민간은 0.93까지 상승, 공공부문까지 합치면 구직자 1명 당 일자리는 작년 6월 이후 처음 1배를 회복
- ✓ AI 투자 붐이 관련 기업의 인력 수요 회복을 유발했다는 평가를 받고 있지만 장기 실업자 증가라는 악재도 함께 관찰되고 있음에 주목
- ✓ 미국 실업지속기간 평균, 중간값은 각각 26주, 11.6주를 기록했고 올해부터 기울기가 가팔라지며 고용경기 냉각 신호는 한층 강화됨

미국 전체 구직 대비 구인건수는 2025년 6월 이후 처음으로 1배를 상회함



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

실업 지속기간 평균값과 중간값이 우상향하며 고용안정성을 낙관하긴 어려움

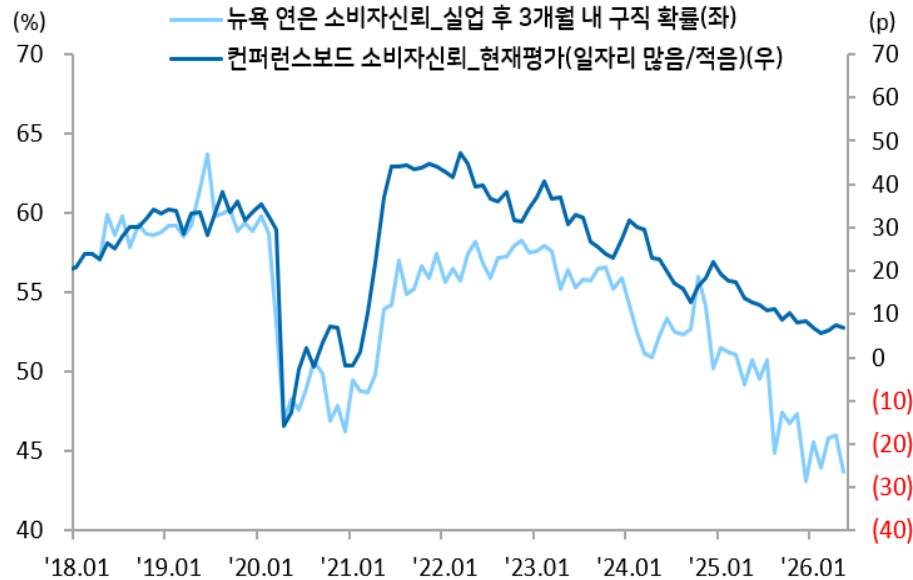


## II. No Stagflation, AI 투자를 등에 업고 앞서 나가는 미국과 그 뒤를 쫓는 주요국

### 가계 고용안정성 평가 악화 & 기업 채용계획 감소로 고용 성장을 낙관하기 어려운 미국

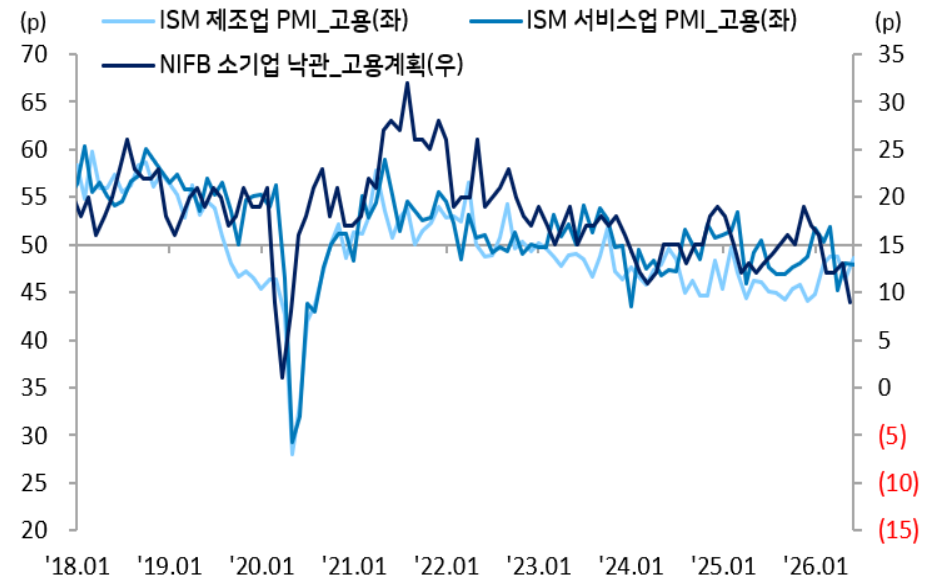
- ✓ 미국 가계는 당일 실업을 가정했을 때 3개월 내 구직 확률이 40% 초반까지 떨어졌다고 응답, 일자리도 상대적으로 감소했다고 평가
- ✓ 제조업, 서비스업 고용 전망도 연초 일시적으로 반등한 이후 재차 하락하며 기준선을 하회했고, 소기업 채용계획도 빠른 속도로 감소
- ✓ 고용안정성에 대한 비관적인 평가 증가, 기업 채용계획 축소에 비춰봤을 때 최근 양적 고용 증가는 지속가능성이 높지 않다는 판단

#### 소비자는 고용안정성에 대해 이전보다 덜 낙관적, 비관적 평가가 눈에 띈



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

#### 미국 제조 및 서비스업 고용전망 50 하회, 경기에 민감한 소기업 채용계획 감소

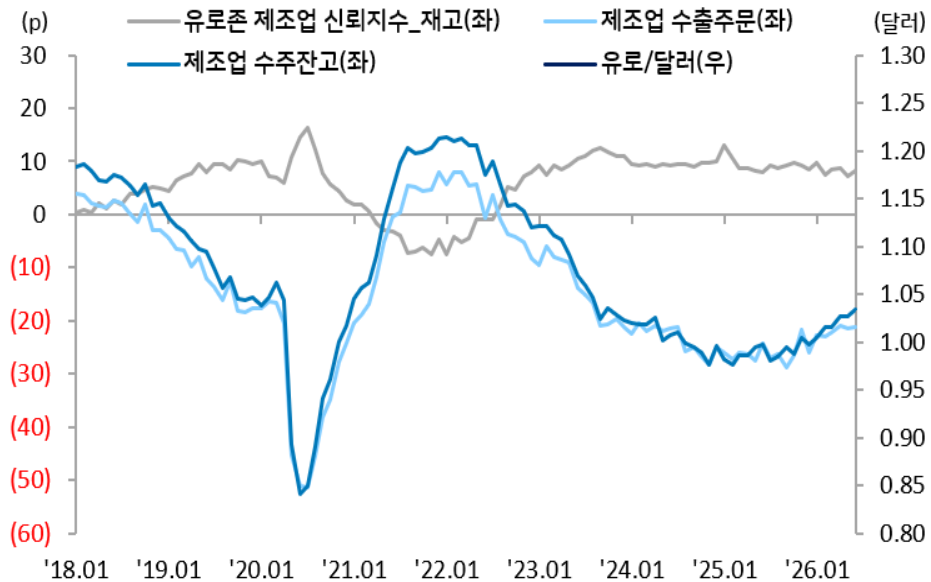


## II. No Stagflation, AI 투자를 등에 업고 앞서 나가는 미국과 그 뒤를 쫓는 주요국

### 유로존 성장 둔화 주범이었던 제조업 경기는 대내외 수요 회복에 반등을 이어갈 전망

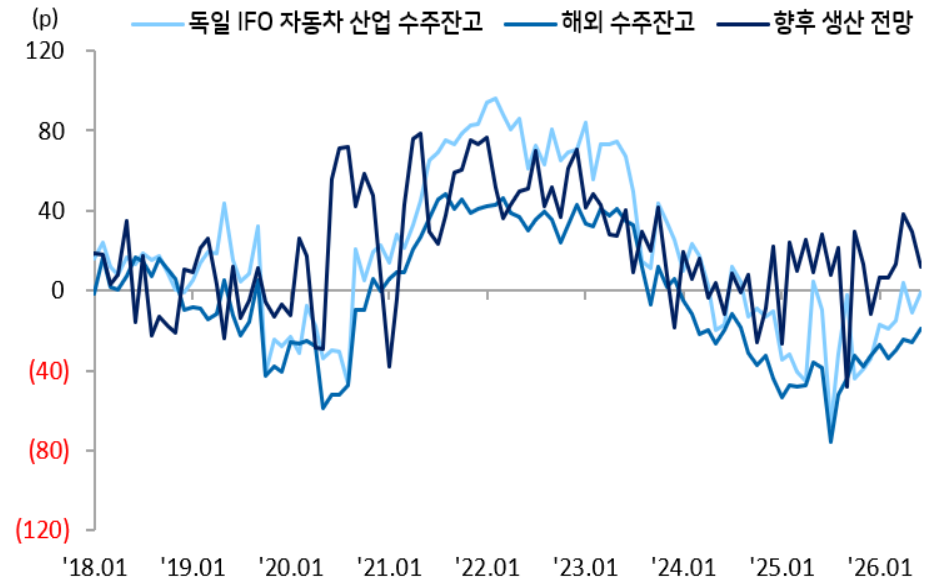
- ✓ 유로존 제조업은 2023년부터 작년 상반기까지 대내외 수요 감소에 L자형 불황을 이어갔으나 작년 하반기부터 대외수요 회복 확인
- ✓ 올해는 제조업 수주잔고가 빠르게 증가하고 있으며 유로존 제조업 부가가치 창출에 약 25% 비중을 차지하는 독일 제조업도 반등 중
- ✓ 독일 제조업에서 약 12% 비중을 차지하는 자동차 산업 수주잔고는 해외 수주잔고 증가에 힘입어 2024년 이후 최고 수준을 기록함

#### 유로존 제조업은 수주잔고가 반등하며 장기 불황에 늪에서 벗어나는 모습



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

#### 독일 자동차 산업 수주잔고도 2024년 이후 최고치, 글로벌 수요 회복을 암시

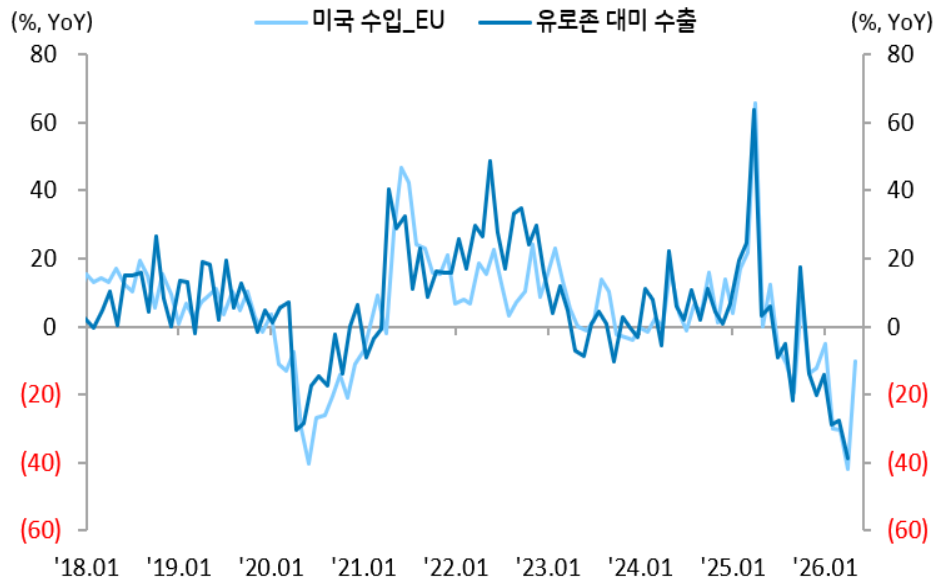


## II. No Stagflation, AI 투자를 등에 업고 앞서 나가는 미국과 그 뒤를 쫓는 주요국

하반기 유로존 수출은 대미 수출 역기저 효과 종료, 중국 유럽산 자본재 수요 호재 대기

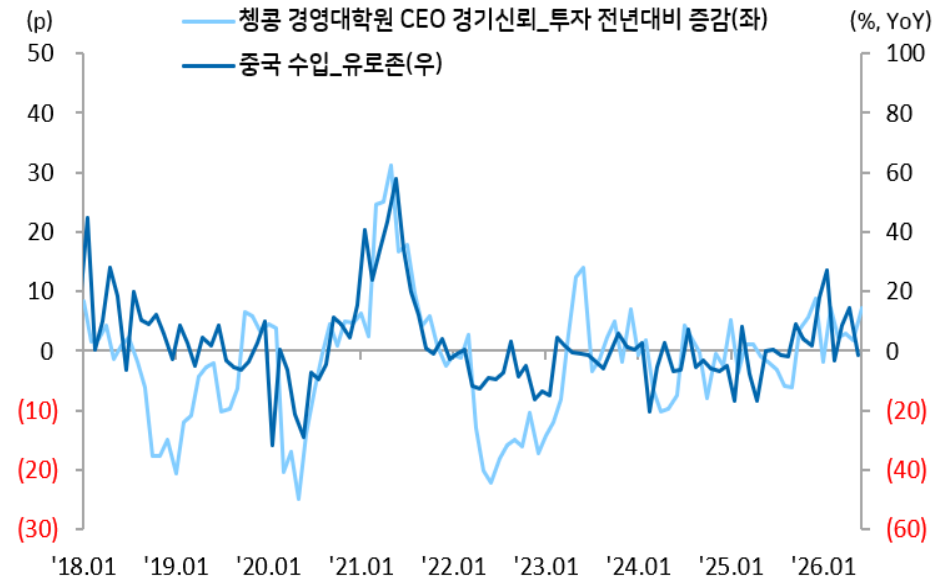
- ✓ 수출 통계를 보면 유로존 1분기 대미수출은 작년 상호관세 인상 전 재고 확보 차원의 폭증 이후 역기저 효과가 반영돼 약 30% 급락
- ✓ 4월부터는 미국 EU 수입 마이너스폭이 축소됐고, 양국간 무역협정을 기점으로 불확실성이 해소되며 대미 수출 반등 가능성 농후
- ✓ 또한 중국 기업 자본지출 확대는 작년 4분기처럼 유럽산 기계, 운송장비 등 자본재 수출 증가로 이어질 수 있다는 점에 주목할 필요

작년, 연초 유로존 경상수지 적자 주범이었던 대미 수출도 반등이 기대되며,



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

중국 기업 투자 확대는 유럽산 기계, 운송 장비 등 자본재 수요 회복을 시사함

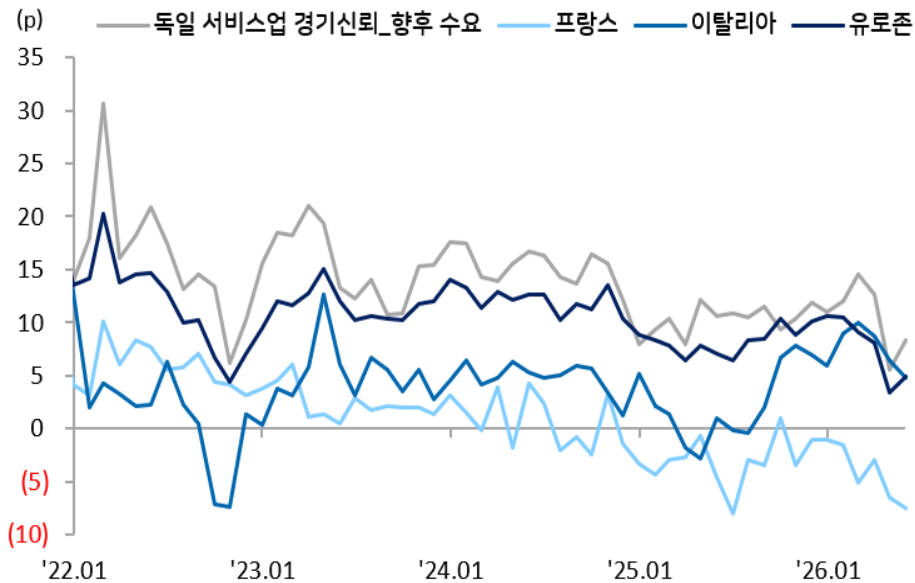


## II. No Stagflation, AI 투자를 등에 업고 앞서 나가는 미국과 그 뒤를 쫓는 주요국

양호한 서비스 업황도 제조업 반등과 함께 올해 유로존 성장을 낙관하는 이유 중 하나

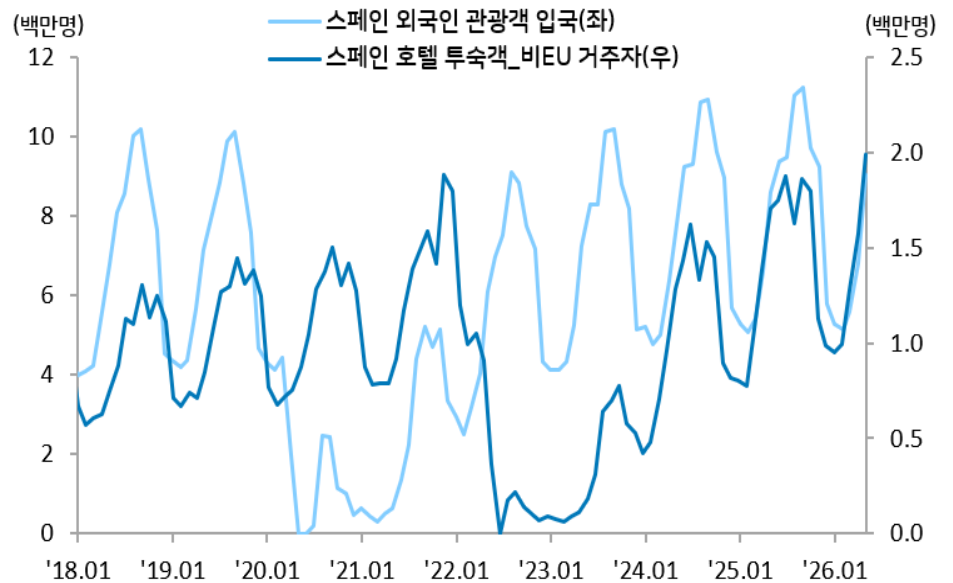
- ✓ 2023년 이후 유럽 경제는 제조업 불황에도 남부 유럽 관광 산업을 필두로 한 서비스업 호황 덕분에 성장 하방 위험을 대부분 상쇄
- ✓ 올해 중동 전쟁 이후 유럽 주요국 서비스업 심리가 일시적으로 위축됐으나 5월 들어 수요 전망을 중심으로 반등을 시도하는 양상
- ✓ 관광 산업은 스페인 외국인 관광객 유입 전년대비 증가, 비EU 투숙객이 이미 전년 고점을 돌파하는 등 예상을 웃도는 성장을 기록 중

유럽 주요국 서비스업 전망도 중동 전쟁에 일시적으로 위축됐으나 반등 시도



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

스페인 외국인 관광객 유입 추이를 봤을 때 유로존 관광 서비스업 회복 양호

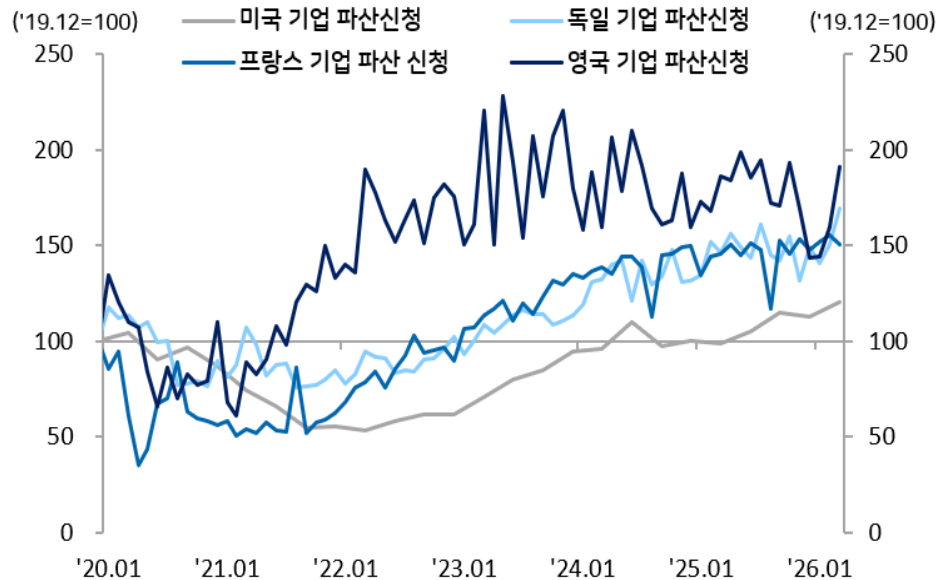


## II. No Stagflation, AI 투자를 등에 업고 앞서 나가는 미국과 그 뒤를 쫓는 주요국

### 테일 리스크는 기업 파산 증가 & 은행 대출 기준 강화에 따른 신용 위험 확대 가능성

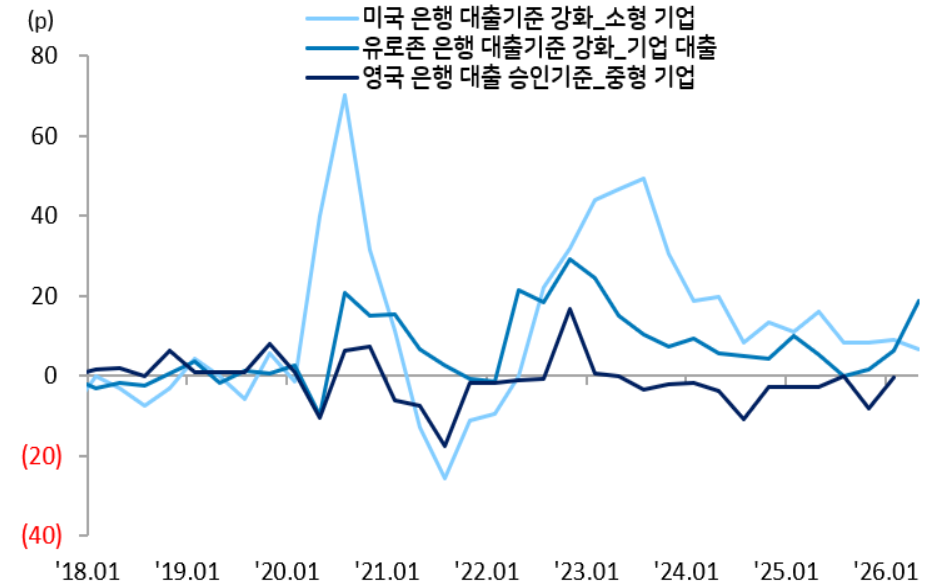
- ✓ 유로존 성장 하방위험 트리거로는 독일을 필두로 가파르게 증가하는 기업 파산 신청, 유럽 은행의 기업대출 기준 강화 움직임을 주시
- ✓ 이미 기업 파산이 점증하는 상황에서 유럽 은행의 대출기준 강화 움직임은 신용위험이 커질 수 있는 환경을 조성하는 대표적 위험 요인
- ✓ 대외수요 반등, 유로존 제조업 불황 개선을 고려했을 때 신용 리스크 발생 확률은 낮지만 미국, 영국 대비 높은 위험도는 경계가 필요

#### 미국, 독일, 프랑스, 영국 모두 기업 파산 건수는 점진적으로 우상향하는 모습



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

#### 미국, 영국과 달리 유로존 은행 대출기준 강화, 유럽 신용위험 확대 여부 주의

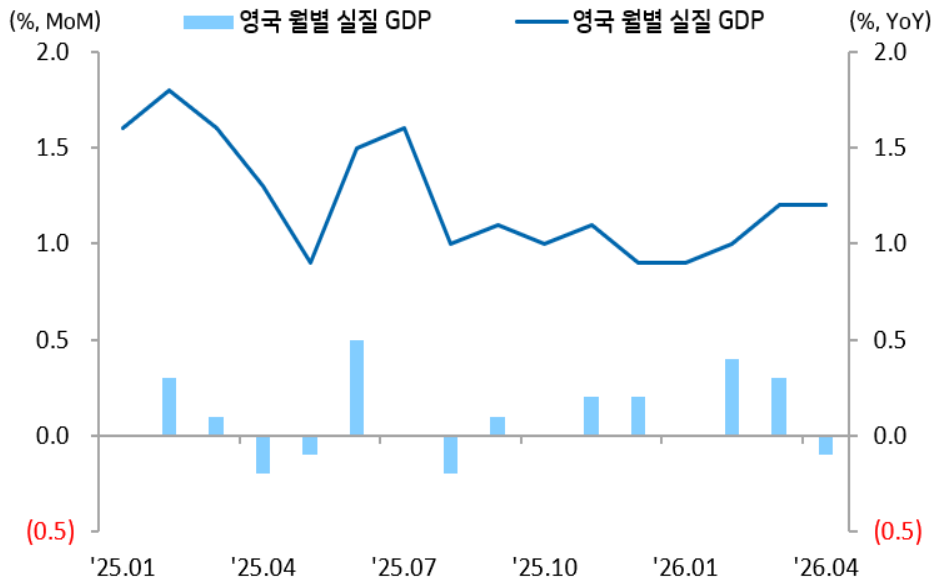


## II. No Stagflation, AI 투자를 등에 업고 앞서 나가는 미국과 그 뒤를 쫓는 주요국

상반기 영국은 서비스업 경기 위축에도 수출 증가에 따른 제조업 반등에 양호한 흐름

- ✓ 영국은 호르무즈 봉쇄로 인한 에너지 가격 상승 충격을 반영해 4월 GDP가 전월대비 0.1% 감소하며 8개월 만에 역성장을 기록함
- ✓ 다만 4월 GDP는 전년대비 1.2% 증가를 기록하면서 작년 4분기, 올해 1분기 평균보다는 성장 회복 흐름이 나쁘지 않다는 점을 확인
- ✓ 다른 주요국처럼 이란 전쟁 불확실성이 서비스업 심리를 위축시켰으나 수출 증가 덕분에 제조업이 반등하며 경기 모멘텀 회복 유지

영국 총생산은 4월 전월대비 마이너스를 기록했지만 전년대비 1% 초반 유지



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

산업별로는 제조업 반등이 서비스업 경기 위축을 대부분 상쇄한 영향이 큼

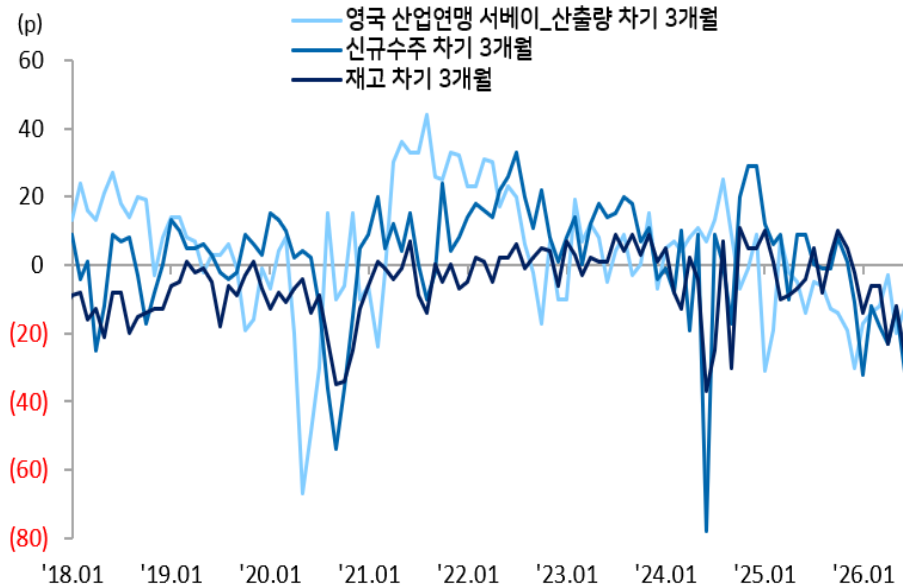


## II. No Stagflation, AI 투자를 등에 업고 앞서 나가는 미국과 그 뒤를 쫓는 주요국

하반기 영국 성장 아킬레스건은 수요 감소 및 투자 부진, 유로존과 정반대 상황에 직면

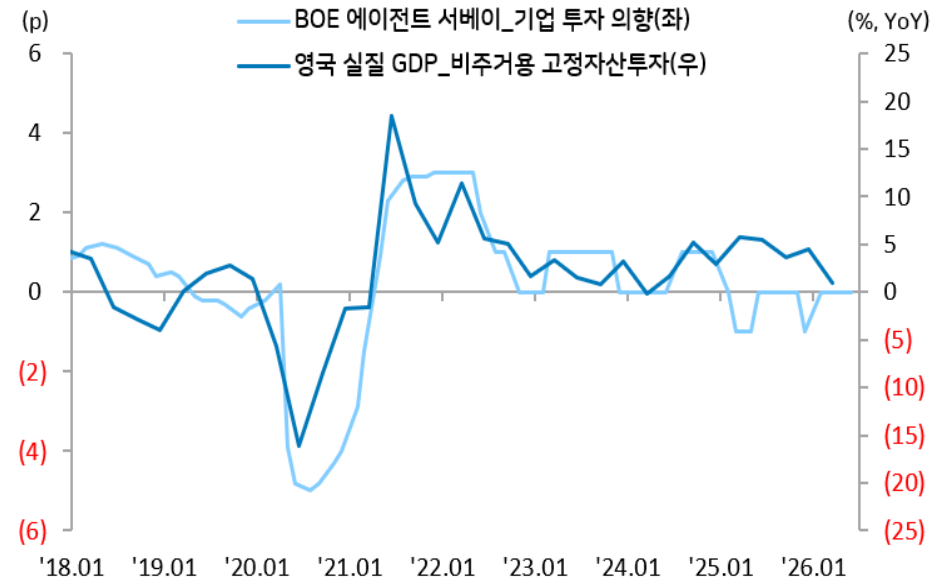
- ✓ 문제는 기계 및 운송장비, 발전기 등 자본재 수출 증가에도 기업 향후 경기 전망이 악화되며 하반기 성장 하방 위험이 커졌다는 점
- ✓ 산업연맹 서베이에서 영국 기업은 재고 감소를 예상하면서도 신규수주 급감 때문에 생산량도 동반 하락할 가능성이 높다고 예상
- ✓ BOE 조사에서도 기업 투자 의향이 0을 기록, 전년과 동일한 수준을 유지하면서 앞으로 비거주용 고정자산투자 둔화 신호를 관찰

재고 소진에도 향후 생산, 신규수주 전망 악화, 영국 제조업 개선 착시효과 주의



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

기업 투자 의향도 전년대비 동일한 수준, 하반기 민간투자 둔화 가능성을 시사

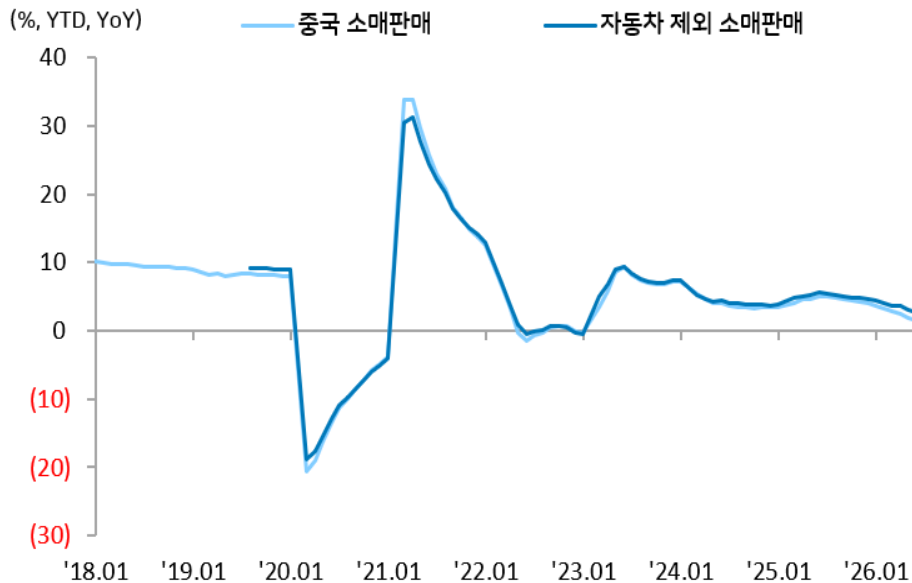


## II. No Stagflation, AI 투자를 등에 업고 앞서 나가는 미국과 그 뒤를 쫓는 주요국

중국은 가계 소비, 부동산 경기 회복 여부가 하반기 경기회복 성패를 가를 공산이 큼

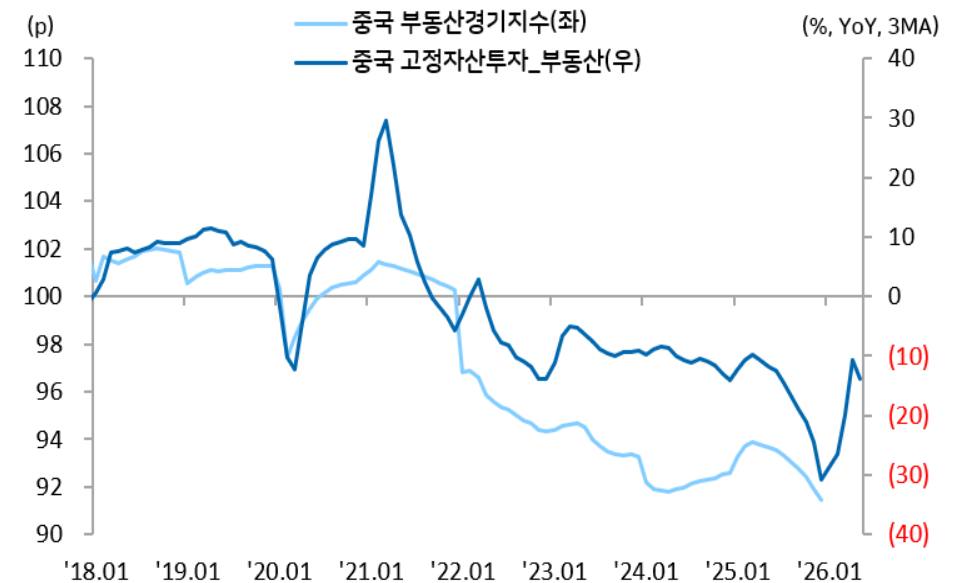
- ✓ 중국 정부가 지속적인 내수활성화에 노력을 기울이고 있음에도 중국 1~5월 소매판매는 전년동기간 대비 1% 증반 증가율에 그침
- ✓ 2022년 시작된 중국 부동산 경기 침체 장기화가 민간 소비심리 위축과 더불어 투자활동 부진으로 이어지며 내수경기 회복을 방해
- ✓ 수출을 중심으로 한 전체 GDP 성장이 양호하긴 하지만 미국, EU와 무역갈등 수위가 높아지면서 성장 경로에 불확실성은 더 높아짐

중국 소매판매는 2022년 역기저효과 구간 제외 시 올해 5월 팬데믹 이후 최저치



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

부동산 경기 불황이 장기화되면서 소비심리 위축과 고정자산투자 부진 병행

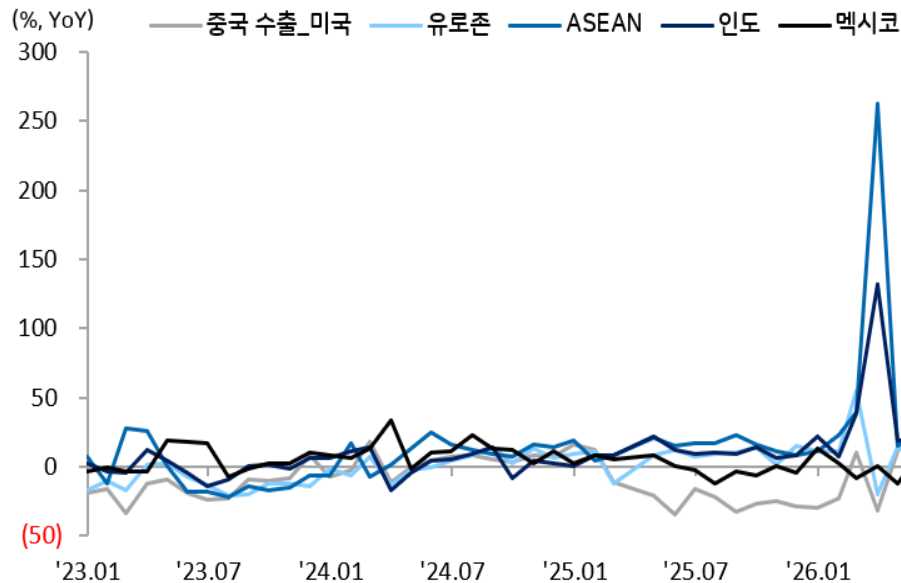


## II. No Stagflation, AI 투자를 등에 업고 앞서 나가는 미국과 그 뒤를 쫓는 주요국

### 미중 정상회담을 기점으로 미국 중국산 수입이 증가하며 낙관적인 중국 수출 전망 지지

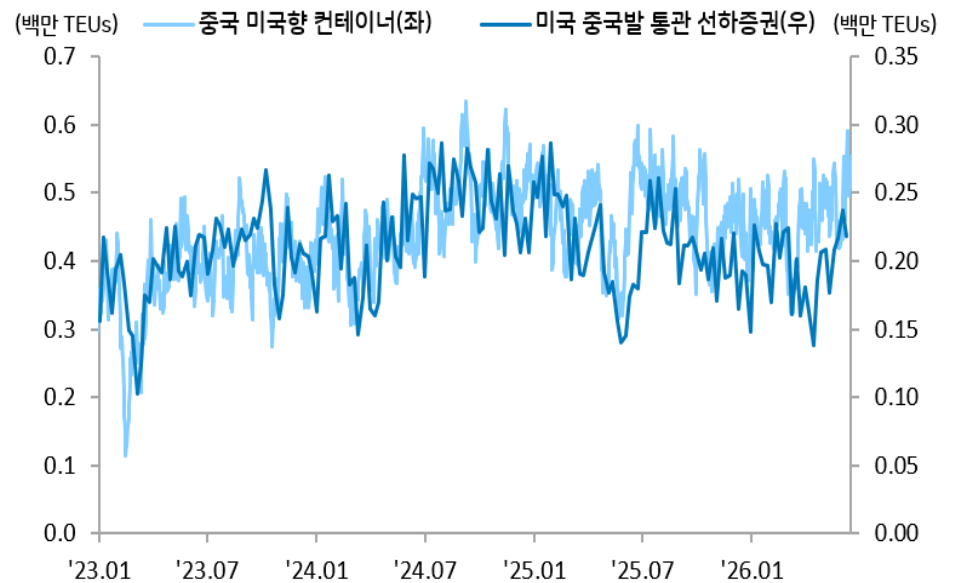
- ✓ 중국 경제는 작년 우회수출을 중심으로 한 교역망 다변화가 성장을 이끌었다면 올해는 미국 직접수출 회복이 경기 회복의 마중물
- ✓ 미중 정상회담 전후로 중국 대미 수출이 크게 증가하며 5월은 전년대비 약 36% 급증, 전월대비로도 6.2% 증가하는 호실적을 달성
- ✓ 미국 중국발 통관 선하증권, 중국 미국향 컨테이너 신고 통계에서 미국과 중국 교역관계 회복 신호가 6월 들어 더욱 뚜렷해졌음을 확인

#### 미중 정상회담 전후 우회수출 위주였던 중국 대미 직접수출 회복 신호 관찰



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

#### 미국과 중국 컨테이너 물동량 통계에서도 미국 중국산 제품 직접 수입 증가

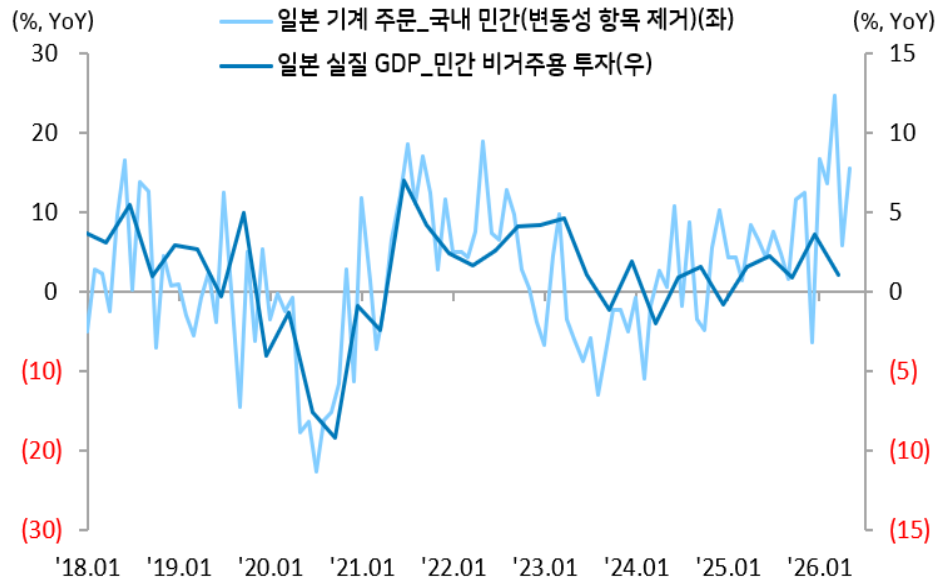


## II. No Stagflation, AI 투자를 등에 업고 앞서 나가는 미국과 그 뒤를 쫓는 주요국

일본은 국내외 설비투자 선행지표를 고려했을 때 견고한 국내투자 및 수출 회복을 전망

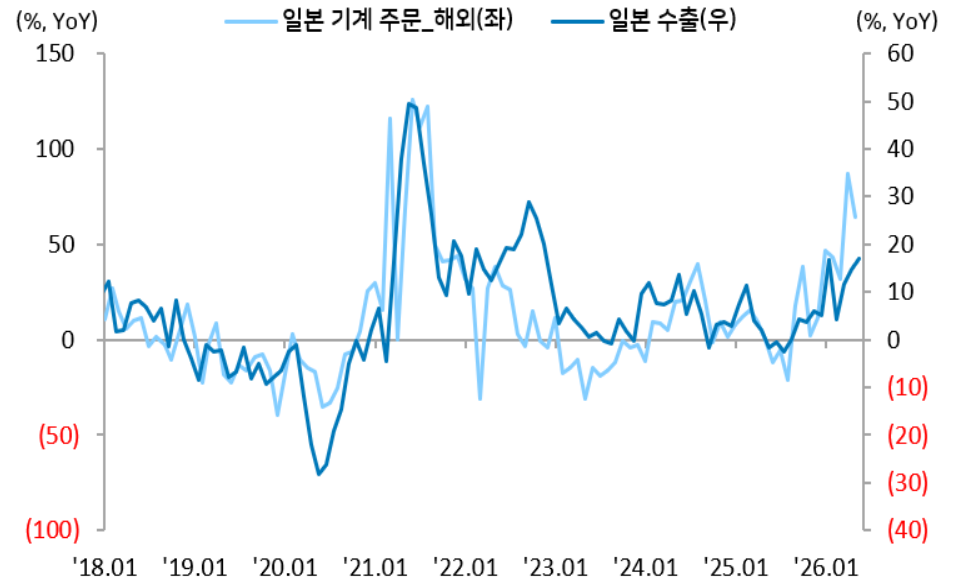
- ✓ 하반기 일본 경기 모멘텀의 키는 공작기계에 대한 국내외 수요 회복이 민간 제조업 투자, 탄력적인 수출 회복을 낙관하게 만든다는 점
- ✓ 조선을 비롯한 변동성이 큰 항목을 제외한 일본 민간부문 기계주문 통계는 1~4월까지 전년동일기간과 비교했을 때 13.3% 급증함
- ✓ 해외 기계 주문은 1~4월 전년동일기간 대비 59% 급증하면서 하반기 일본 수출 회복이 예상을 뛰어넘을 수 있다는 낙관론을 지지

일본 국내 민간분야 기계 주문 증가폭 확대, 향후 비거주용 투자 확대를 기대



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

일본 공작기계 해외 수요도 크게 증가하며 제조업 중심 수출 회복을 견인 중

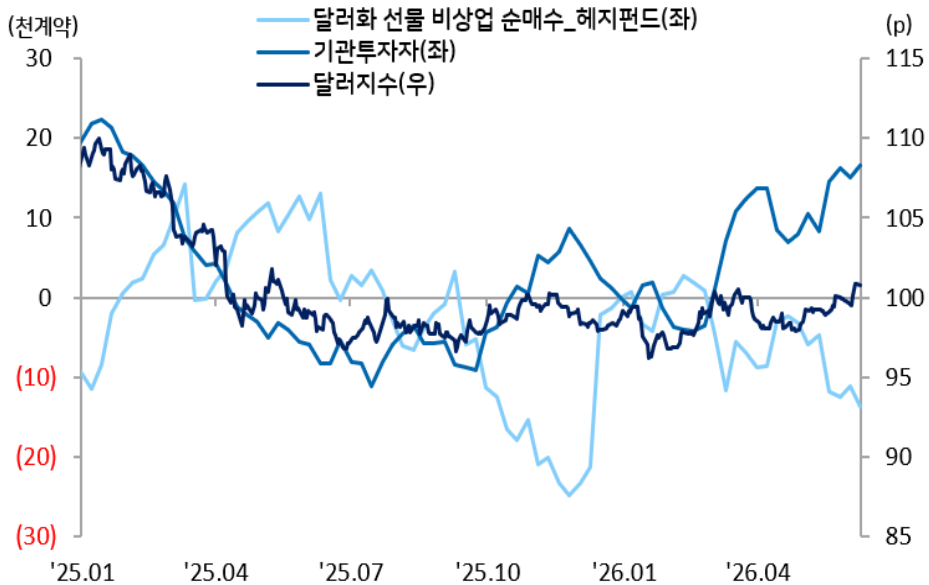


### III. 시장의 강달러 착시현상보다 불확실성 해소가 불러올 유동성 재편, 약달러에 주목

기관투자자, 헤지펀드 달러 전망이 엇갈리는 가운데 옵션시장에서는 강달러 헤지 증가

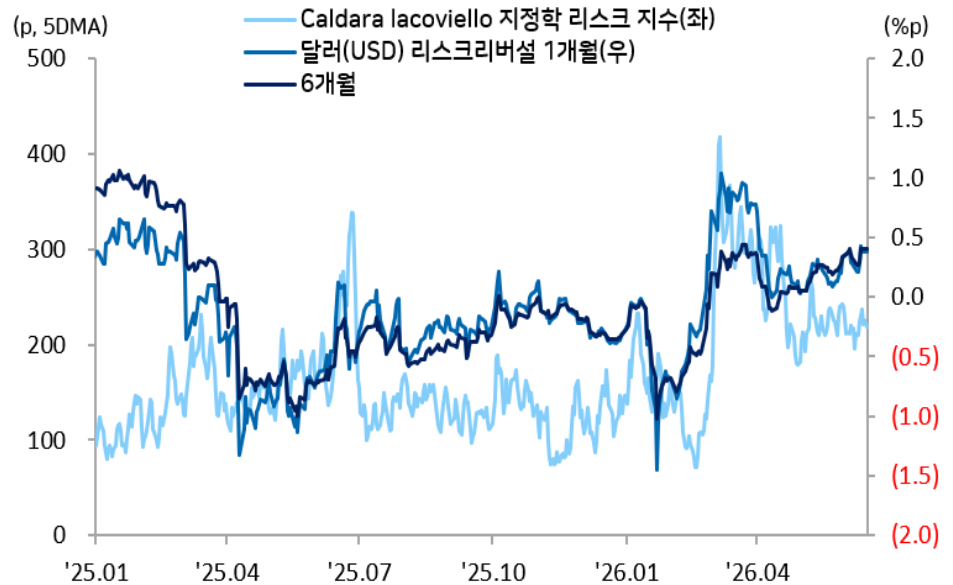
- ✓ 중동 전쟁 이후 연초까지 달러 약세에 베팅하던 기관투자자는 안전자산 선호 분위기를 반영해 달러에 대한 전략적 노출 확대에 대응
- ✓ 헤지펀드는 5월부터 달러 포지션 전략을 고점매도, 약세 베팅으로 가져가면서 향후 글로벌 FX 전망이 극명하게 엇갈리고 있음을 시사
- ✓ 선물시장 투자자별 달러 전망이 엇갈리는 상황에서 옵션시장은 중동 지정학 위험 완화에도 강달러 헤지 수요를 오히려 확대하는 그림

기관투자자는 강달러 베팅 vs 헤지펀드는 약달러 베팅으로 포지션 전략 대비



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

3월 초 정점을 찍은 지정학 리스크 하향 안정화 됐으나 강달러 헤지 소폭 증가

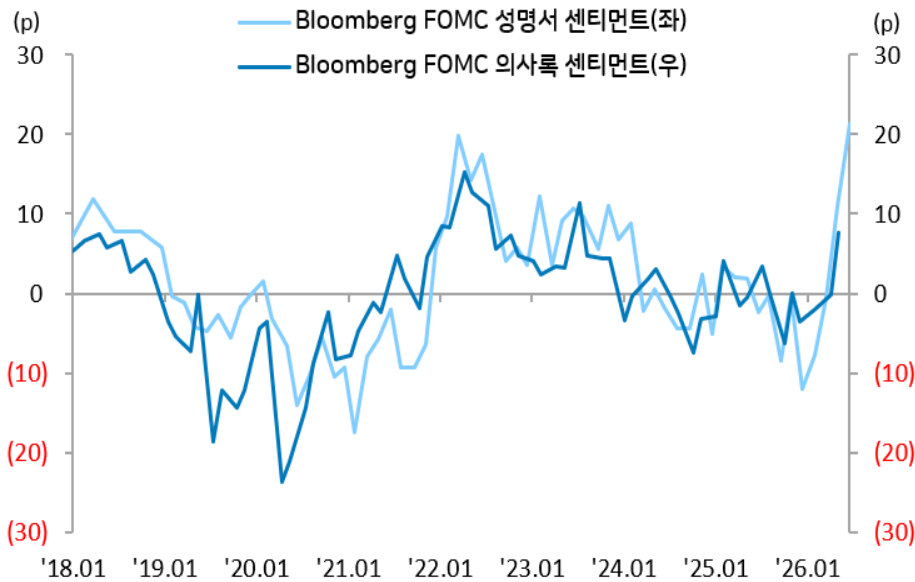


### III. 시장의 강달러 착시현상보다 불확실성 해소가 불러올 유동성 재편, 약달러에 주목

#### 상반기 막판 달러 상승압력 확대를 유도한 트리거는 연준 하반기 정책 전망 궤도 변경

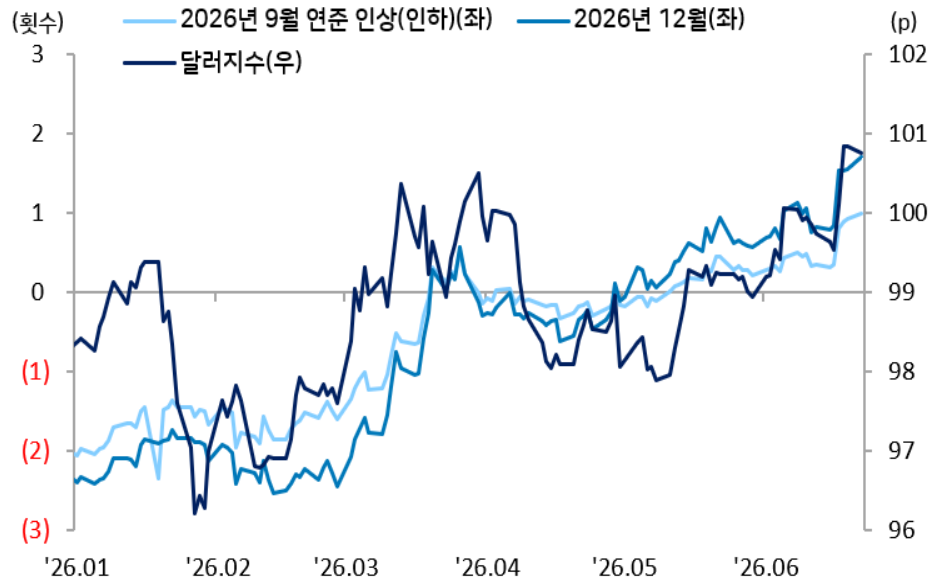
- ✓ 강달러 부담 확대의 직접적 원인은 6월 FOMC 성명서 매파적 평가, 연내 최소 1회 이상 금리인상 시나리오가 가격에 반영됐기 때문
- ✓ 케빈 워시 신임 의장 첫 FOMC에서 연준은 올해 물가 전망을 2.7%에서 3.6%로 올리고, 총 19명 중 9명의 위원이 최소 1회 인상에 동의
- ✓ 워시 연준 의장도 2% 물가목표 달성의 중요성을 강조하자 당장 9월에 100% 인상이 연방기금선물에서 반영, 달러가치도 동반 상승

6월 FOMC, 연준 위원 절반(9명) 인상 예상, 물가 전망 상향 조정에 매파 평가



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

6월 FOMC 이후 연내 연준 최소 1회 이상 인상 프라이싱, 달러 강세로 연결

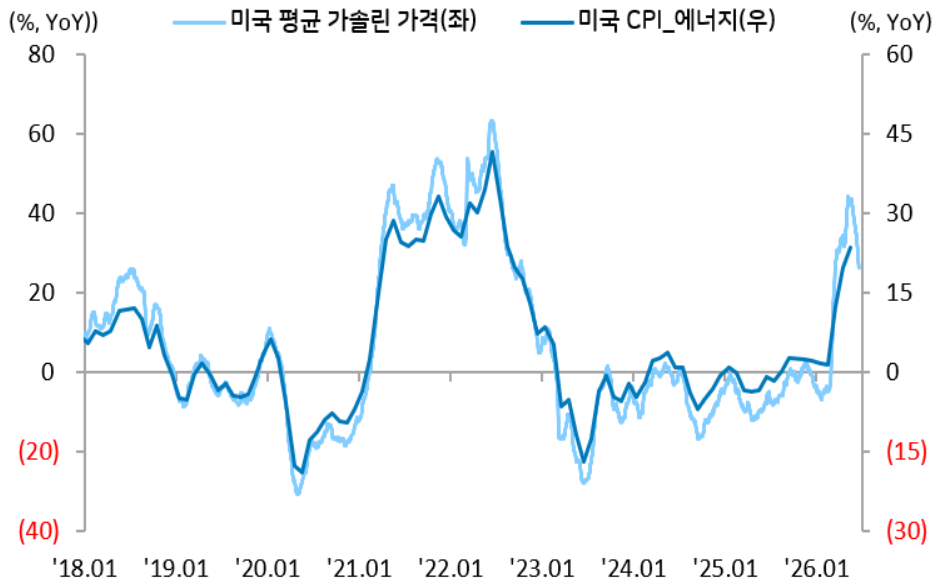


### III. 시장의 강달러 착시현상보다 불확실성 해소가 불러올 유동성 재편, 약달러에 주목

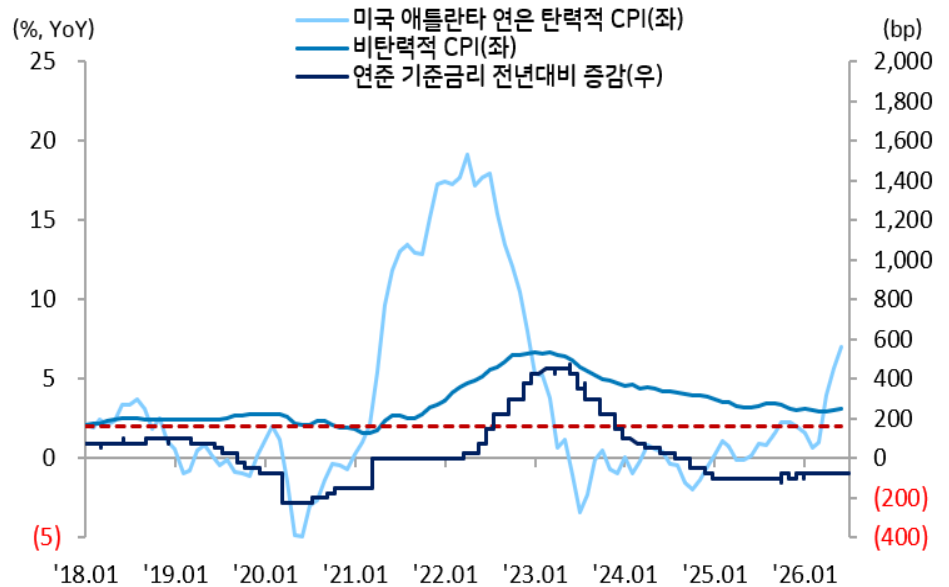
유가 상승 일시적 요인을 배제하면 연준이 당장 금리를 인상할 명분은 크지 않다는 판단

- ✓ 당행은 연준 하반기 2회 인하 전망을 철회하고 동결로 변경, 다만 연내 금리인상은 일시적 물가 상승에 대한 과민반응이라고 판단함
- ✓ 국제유가가 종전합의 타결 시 점진적 공급 확대 기대에 하락할 가능성이 높고, 미국 내 가솔린 가격이 이미 하락했다는 사실에 주목
- ✓ 직전 인상기를 보면 연준은 비탄력적 물가 상승이 확인된 후 긴축으로 대응, 유가 상승 전이 여부가 불투명한 상태에서는 동결이 적합

미국-이란 종전합의가 타결될 경우 국제유가 하락 -> 에너지 물가 안정 기대



2022년 비탄력적 요인 물가 상승에 금리인상 시작, 현재는 탄력적 요인만 상승

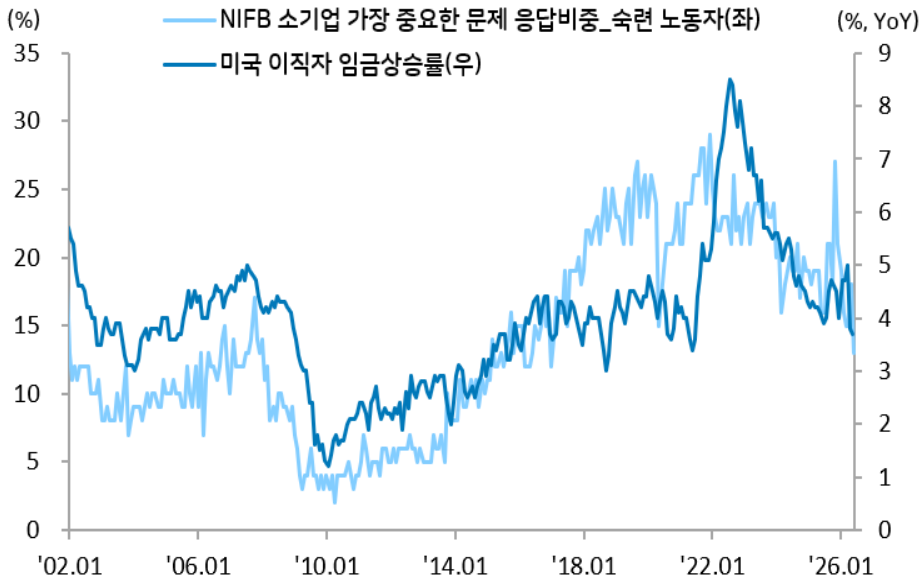


### III. 시장의 강달러 착시현상보다 불확실성 해소가 불러올 유동성 재편, 약달러에 주목

#### 연준 위원 서비스 인플레이션 우려는 임금 상승 둔화로 인상 명분으로 작용하기 어려움

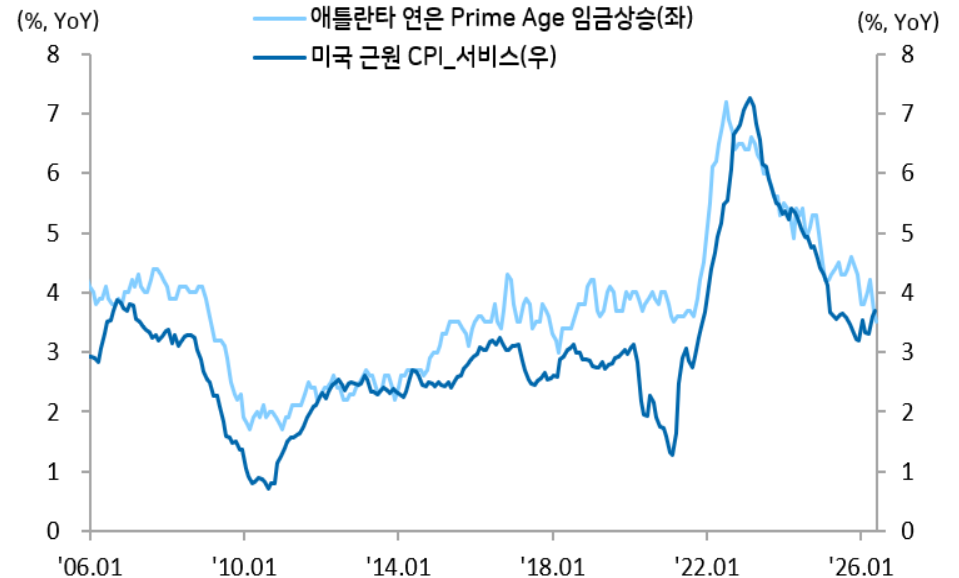
- ✓ 6월말 굴스비 시카고 연은 총재는 고용은 안정적인 상태를 유지하고 있다고 밝혔고 물가는 서비스 인플레이션이 우려된다고 발언
- ✓ 굴스비 총재 주장과 달리 미국 고용시장 노동력 수급이 일치하는 상황에서 서비스 물가 상승 부담은 제한적이라는 것이 당행의 주장
- ✓ 팬데믹 이후 기업활동 정상화를 거치며 숙련 노동자 수요가 감소했고, 높았던 임금 상승률이 하락하며 인플레이션 부담은 크지 않음

#### 숙련 노동자 부족 현상 완화 -> 이직자 임금 상승률 코로나 이전 수준 복귀



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

#### 높은 임금 상승이 부재한 상황에서 서비스 물가가 천정부지로 오를 확률은 낮음

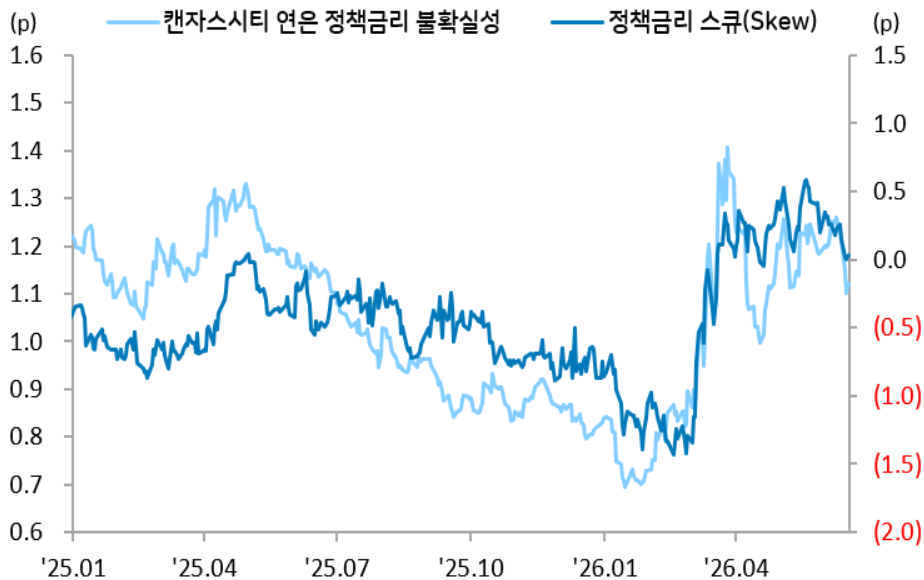


### III. 시장의 강달러 착시현상보다 불확실성 해소가 불러올 유동성 재편, 약달러에 주목

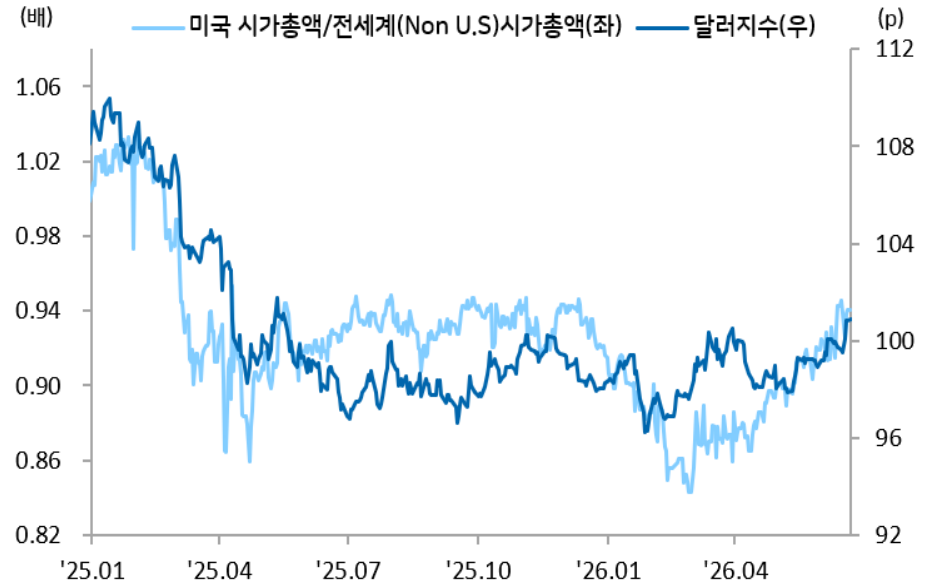
인플레 우려 완화 -> 연준 금리인상 경계감 해소 -> 글로벌 유동성 재편 -> 달러 약세

- ✓ 실제로 캔자스시티 연은 정책금리 스큐는 연방기금선물과 달리 SOFR 옵션시장은 금리인상 베팅에 매몰되어 있지 않음을 시사함
- ✓ 이는 금융시장 달러 비중 확대를 유발한 지정학, 정책금리 불확실성 해소 시 글로벌 유동성이 비달러화 자산으로 이동할 수 있다는 의미
- ✓ 연초 연준 인하를 낙관해 통화정책 불확실성이 바닥을 찍었던 구간에서 비달러화 자산 성과 우위와 함께 달러 약세가 관찰됐음을 확인

연준 정책금리에 대한 옵션시장 불확실성은 높아졌지만 인상으로 쓰러진 않음



통화정책 불확실성 해소 -> 글로벌 달러화 자산 집중도 완화 -> 약달러 전환



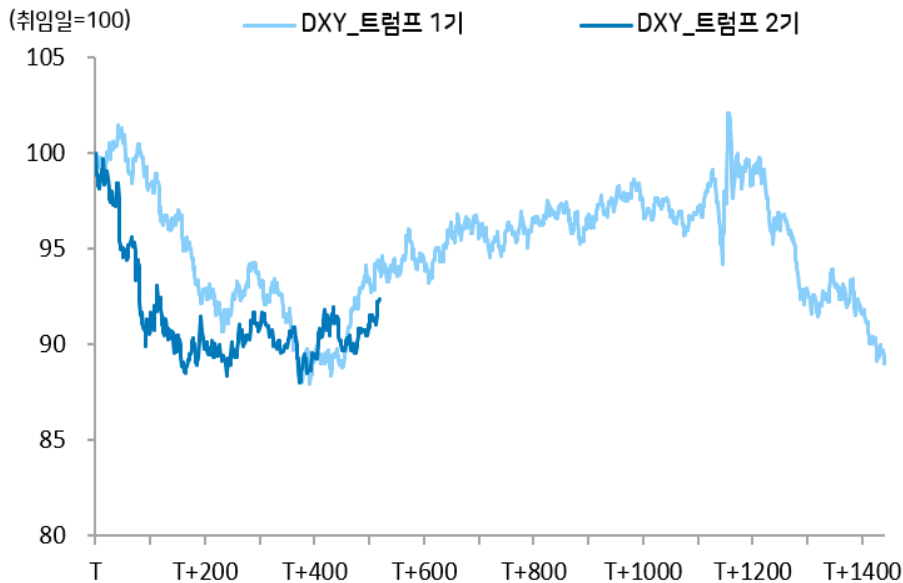
출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부 / 주석: 정책금리 스큐가 '0' 수준에 머무르고 있는 것은 인상 vs 인하 베팅이 SOFR 옵션시장에서 팽팽한 균형을 이루고 있음을 시사

### III. 시장의 강달러 착시현상보다 불확실성 해소가 불러올 유동성 재편, 약달러에 주목

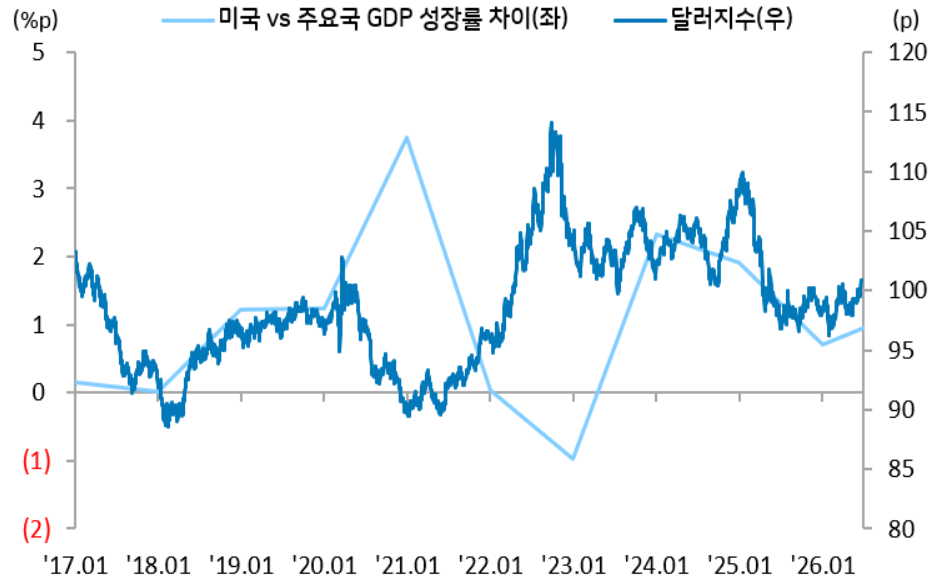
일각에서 주장하는 '트럼프 2년차 = 달러 강세' 공식은 미국 성장 예외주의 약화로 반복 확률 낮음

- ✓ 달러지수가 트럼프 1기와 유사한 궤적을 그리면서 시장은 하반기 트럼프 정부 2년차 = 달러 강세 공식 시나리오 재현 가능성을 경계
- ✓ 트럼프가 취임한 1월 20일을 T로 놓고 1기(2017년~2020년)와 현재(2025년~) 달러지수가 거의 유사한 패턴을 보이고 있음을 확인
- ✓ 다만 2018년 시작된 강달러는 미국 성장 예외주의 결과물로 해석하는 것이 타당, 올해는 주요국 경기 동반 회복으로 강달러 부담 완화

트럼프 1기, 2기 달러지수가 동일한 패턴을 반복하고 있다는 주장이 제기



2018년 2분기 이후 달러 강세는 미국과 주요국간 성장 격차를 반영한 결과물



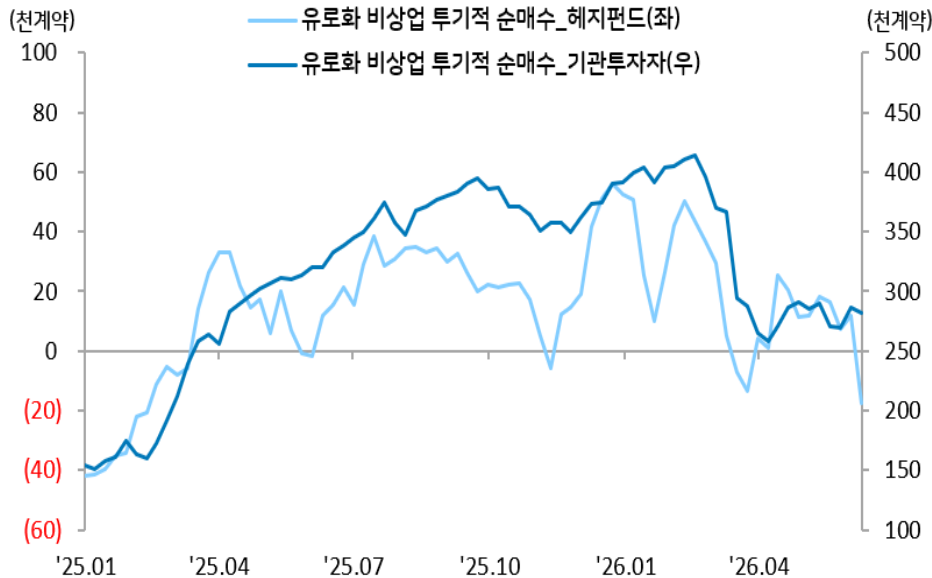
출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부 / 주석: 주요국 GDP 성장률은 비교 편의성을 위해 달러지수 편입 통화 발행국가와 비중을 사용(Ex 유로존 GDP \* 57.6%)

### III. 시장의 강달러 착시현상보다 불확실성 해소가 불러올 유동성 재편, 약달러에 주목

상반기 유로화는 기관투자자 전략적 유로화 노출 축소, 유로화 자산 수요 감소로 하락

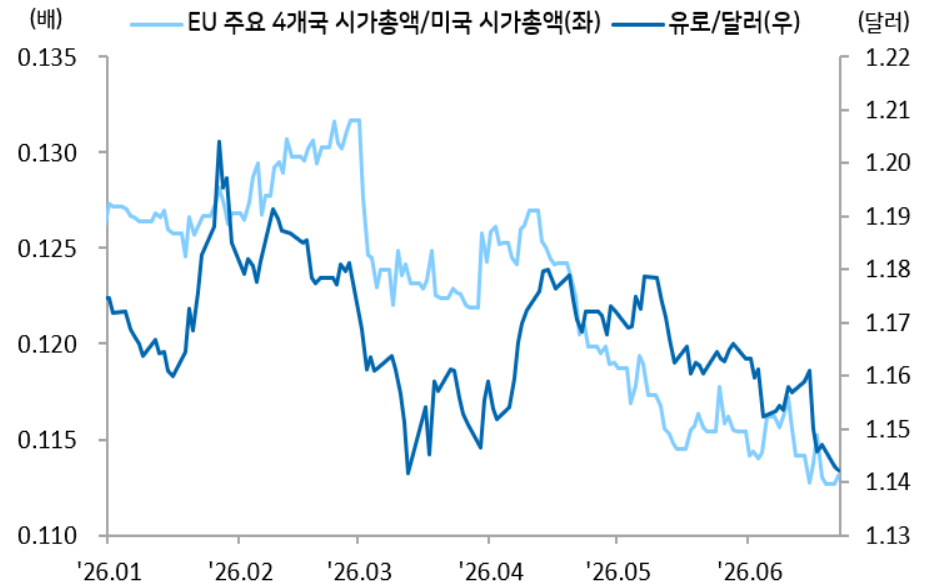
- ✓ 상반기 유로/달러 움직임을 복기해 보면 연초 달러 약세 구간에서 1.20레벨 돌파를 시도했으나 이란 전쟁이 트리거가 되어 낙폭 확대
- ✓ 특히 작년 연초부터 유로화 강세에 베팅하던 기관투자자가 투기적 순매수 포지션을 대거 청산했고, 헤지펀드는 유로/달러 숏으로 전환
- ✓ 중동 불확실성 속 금융기관이 전략적 달러화 노출을 확대하면서 상대적 자산성과에서 유로화가 열세를 보인 점도 하락압력을 키움

작년부터 유로화 강세에 베팅한 기관투자자 유로화 투기적 순매수 상반기 급감



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

중동 전쟁으로 달러화 자산 선호도가 높아짐에 따라 유로화 약세 압력 확대

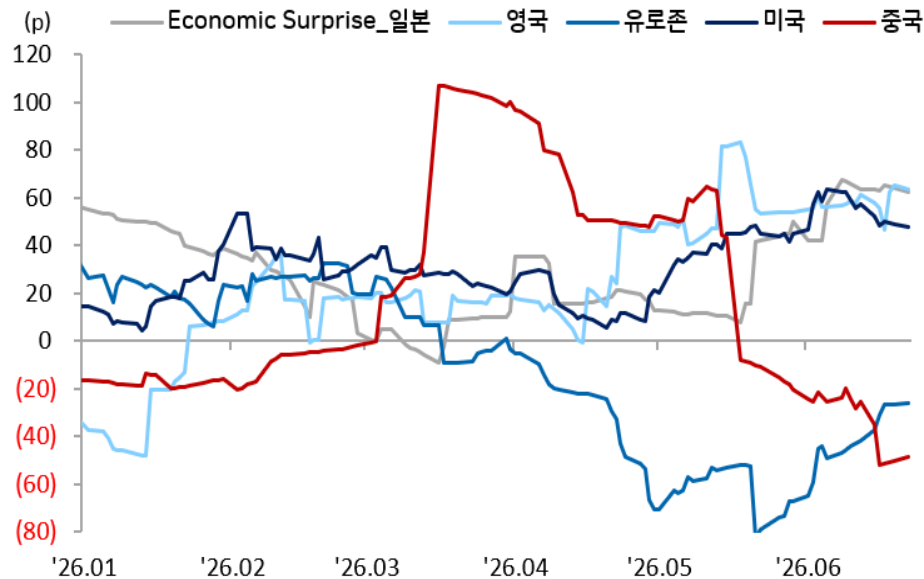


### III. 시장의 강달러 착시현상보다 불확실성 해소가 불러올 유동성 재편, 약달러에 주목

#### 주요국 중 가장 개선폭이 큰 유로존 경기 모멘텀 + 에너지 가격 하락은 유로화 상승 재료

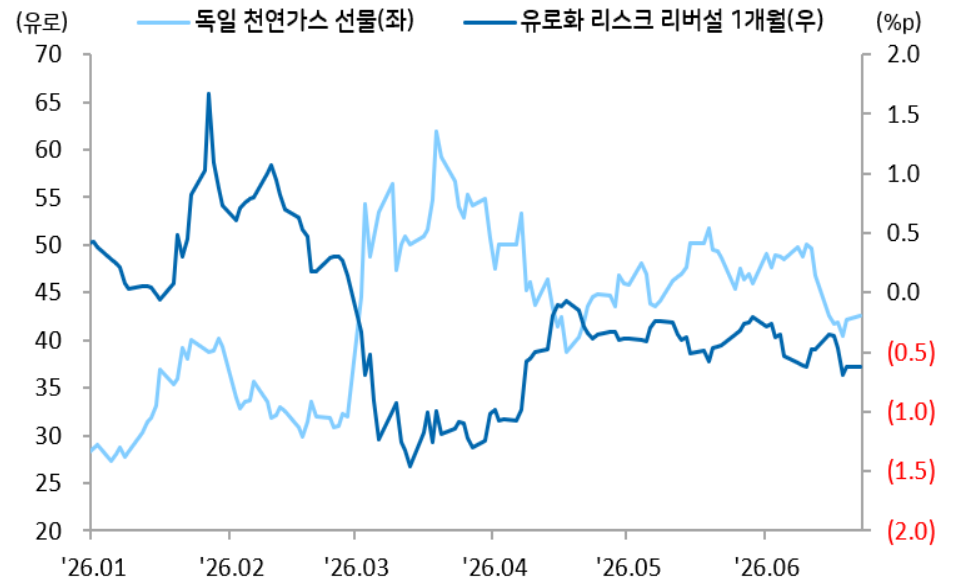
- ✓ 유로존 경기 모멘텀은 5월 말부터 한달간 가장 큰 반등을 기록했고, 제조업 회복 및 관광업 개선을 바탕으로 회복세를 이어갈 전망
- ✓ 미국-이란 종전 합의를 기점으로 국제유가가 낙폭을 키우면서 유독 에너지 가격 상승에 취약한 유로화 반등 여건도 마련됐다는 평가
- ✓ EU-중국간 보조금 지급을 둘러싼 무역갈등 불씨가 남아 있지만 대미 수출 회복 수혜가 더해지면서 유로화 펀더멘탈 개선은 낙관적

#### 주요국 경기모멘텀 '추이'를 놓고 봤을 때 5월 말 이후 일본, 유로존 개선폭 확대



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

#### 에너지 가격 하락은 펀더멘탈 개선과 함께 유로화 콜옵션 수요 증가를 견인할 듯

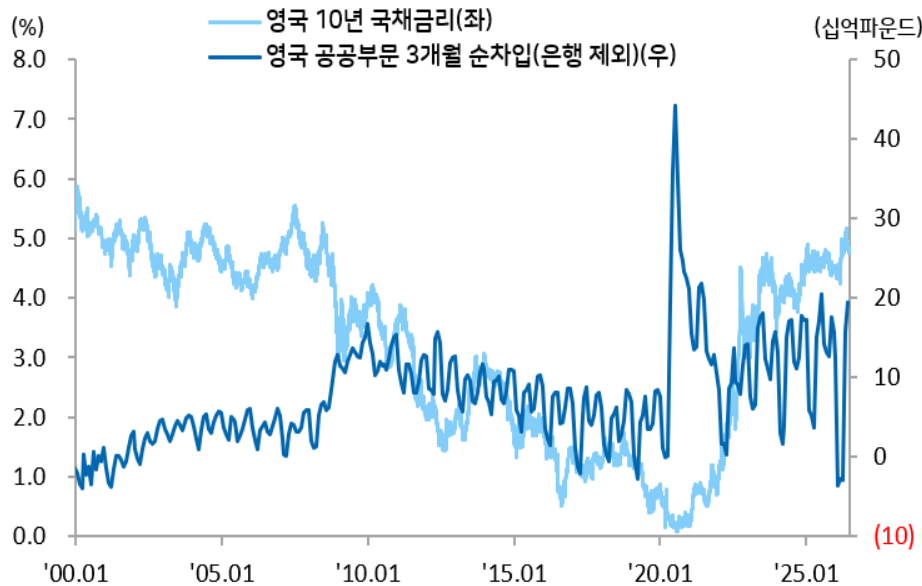


### III. 시장의 강달러 착시현상보다 불확실성 해소가 불러올 유동성 재편, 약달러에 주목

#### 파운드 전망의 암초는 차기 영국 총리 재정지출 확대 우려를 반영한 외국인 자금 이탈 가능성

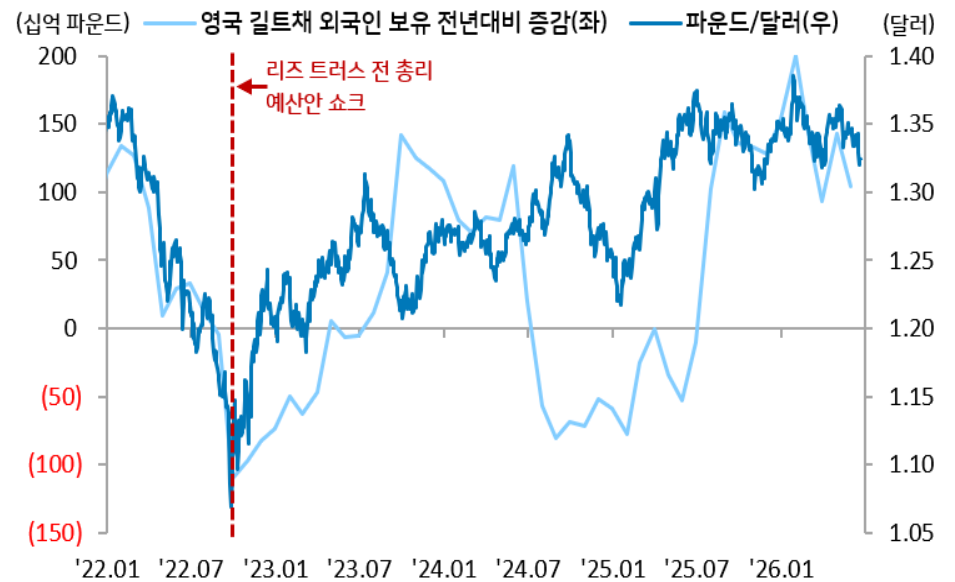
- ✓ 영국 키어 스타머 총리 사임 이후 차기 유력 총리 후보로 꼽히는 앤디 버넘은 재정지출을 확대할 것이라는 평가가 금융시장에 지배적
- ✓ 작년 9월 버넘 의원은 정부 정책이 '채권시장에 불모로 잡혀 있는 상황을 벗어나야 한다'고 주장하며 국채 매도세를 촉발한 선례 존재
- ✓ 만약 정부지출 확대 정책이 확인될 경우 2022년처럼 정부 재정 신뢰도 훼손이 외국인 gilt채 투매와 파운드 약세를 조장할 수 있음

#### 차기 영국 총리로 유력한 앤디 버넘 재정확장 정책 우려는 국채금리 상승 요인



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

#### 영국 정부지출 확대 우려는 외국인 gilt채 매각 및 파운드 약세 동인으로 작용

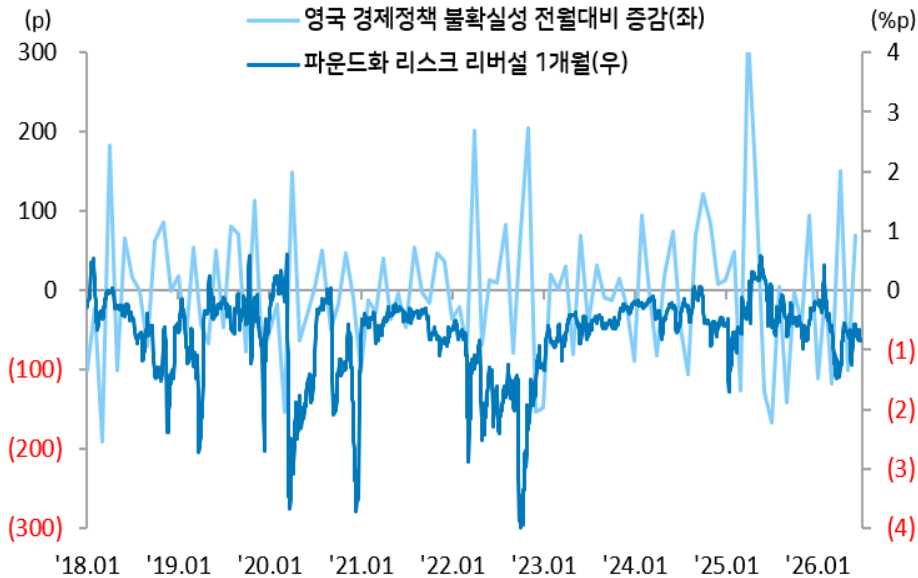


### III. 시장의 강달러 착시현상보다 불확실성 해소가 불러올 유동성 재편, 약달러에 주목

#### 영국 정치, 정책적 불확실성은 FX옵션, 파생시장에서 파운드 약세 헤지 or 베팅 단골 재료

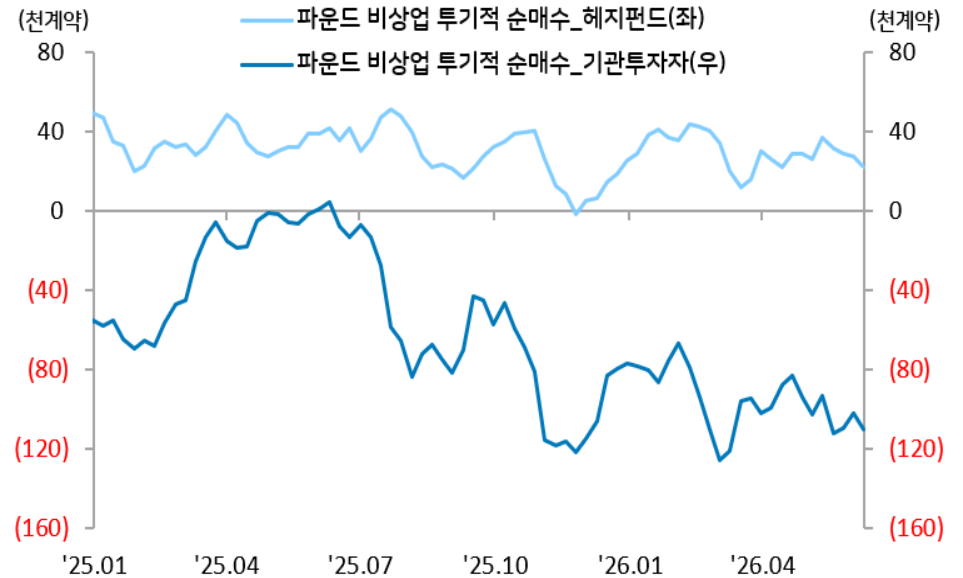
- ✓ 하반기 영국 펀더멘탈 둔화가 관찰된 상황에서 정치, 정책적 불확실성이 더해질 경우 파운드는 약달러 전환 수혜 제한적 추종 예상
- ✓ 역사적으로 영국 경제정책 불확실성 확대는 FX옵션 시장에서 파운드화 약세에 대비하는 파운드/달러 풋옵션 거래량 증가로 이어짐
- ✓ 중동 전쟁 이후 전략적 포지션 노출을 축소한 유로화와 달리 파운드는 기관투자자가 이미 작년 하반기부터 약세 베팅을 확대해 옴

#### 정치, 정책적 불확실성 확대는 파운드 약세를 헤지하는 풋옵션 거래 증가로 연결



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

#### 기관투자자는 이미 작년 하반기부터 파운드화 약세 베팅을 지속적으로 확대

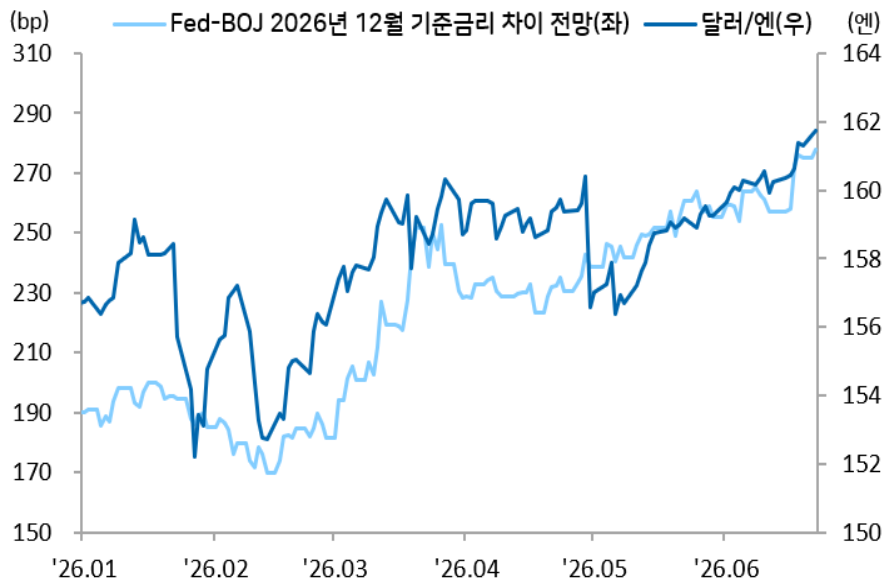


### III. 시장의 강달러 착시현상보다 불확실성 해소가 불러올 유동성 재편, 약달러에 주목

엔화는 하반기 BOJ 추가 금리인상을 고려했을 때 저평가, 대규모 숏커버 유입을 경계할 필요

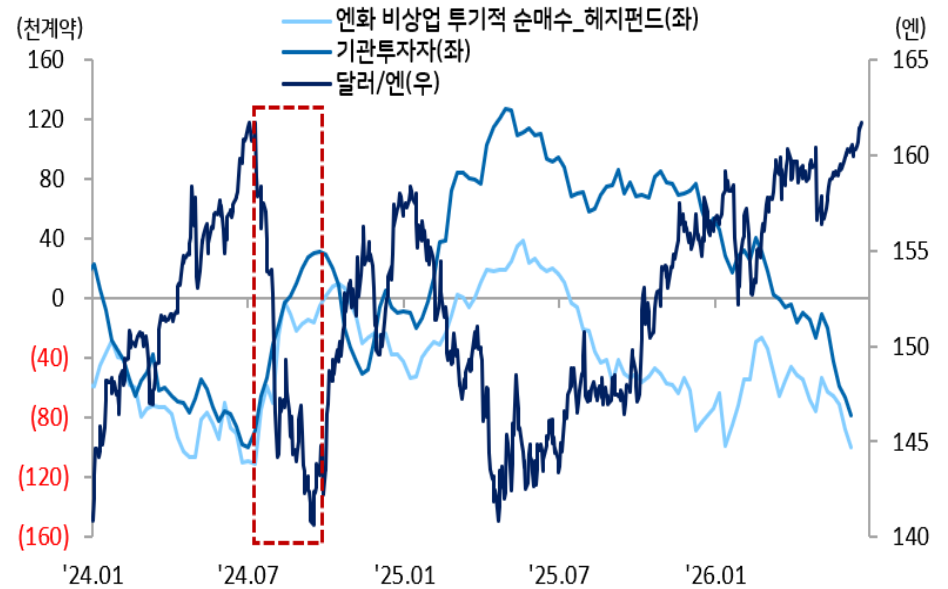
- ✓ 엔화는 일본 민간투자 및 AI 수혜를 반영한 수출 회복과 기저 인플레이션 상승을 고려했을 때 BOJ 추가 인상 기대에 상승을 예상
- ✓ 연준 금리인상 불확실성이 해소되면 10월 또는 12월 BOJ 금리인상에 대한 주목도가 높아지며 달러/엔 하락 재료로 소화될 전망
- ✓ 달러/엔 160엔 상회 시 일본 정부 실개입, BOJ 인상 시그널 강화로 대응할 경우 2024년처럼 대규모 엔화 숏커버로 이어질 수 있음

연준 금리인상 불확실성 해소 시 BOJ에 초점이 맞춰지며 달러/엔 하락 예상



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

BOJ 추가 인상을 감안했을 때 2024년처럼 엔화 숏커버 유입 가능성이 높음

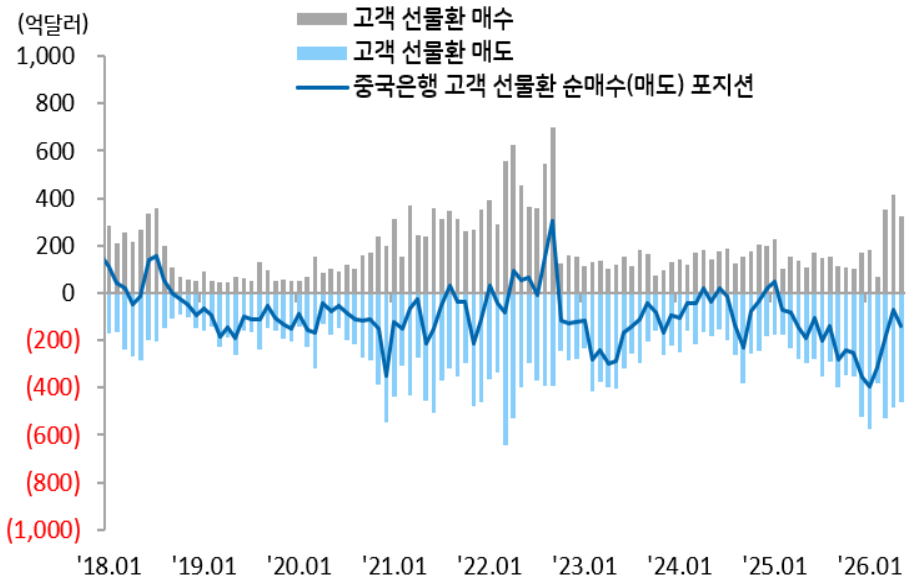


### III. 시장의 강달러 착시현상보다 불확실성 해소가 불러올 유동성 재편, 약달러에 주목

위안화는 중국 수출기업 선물환 매도 확대, 외국인 자금 증시 복귀에 힘입어 상승폭 확대 예상

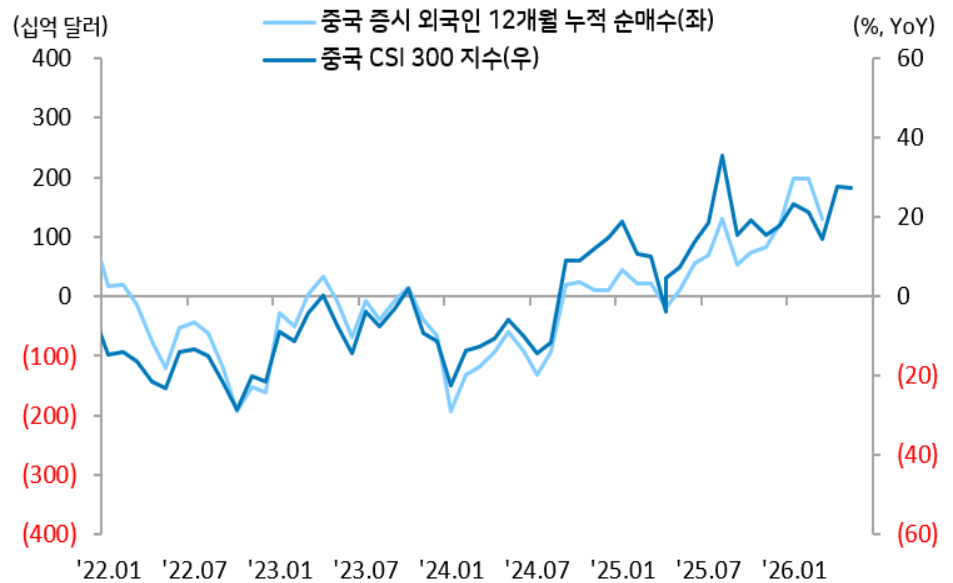
- ✓ 주요 IB는 중국 정부가 양호한 실물경기 외화수급, 대외 금융자본 유입을 전제로 위안화 가치 추가 상승을 용인할 것이라고 주장
- ✓ 중국 수출업체는 대미 직접수출 회복, 주요 동맹국과 달리 미국 내 생산기지 이전 부담이 없어 달러 선물환 매도를 확대할 여지가 큼
- ✓ 외국인 자금도 미중 긴장 완화, 중동 지정학 리스크 축소, 글로벌 유동성 재편 등 호재를 반영해 중국 주식시장으로 복귀할 것으로 기대

중국 수출경기 회복 덕분에 연말까지 기업 선물환 매도 확대, 위안화 강세 예상



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

연초 정체구간에 접어들었던 외국인 자금 복귀 시 중국 증시, 위안화에 호재

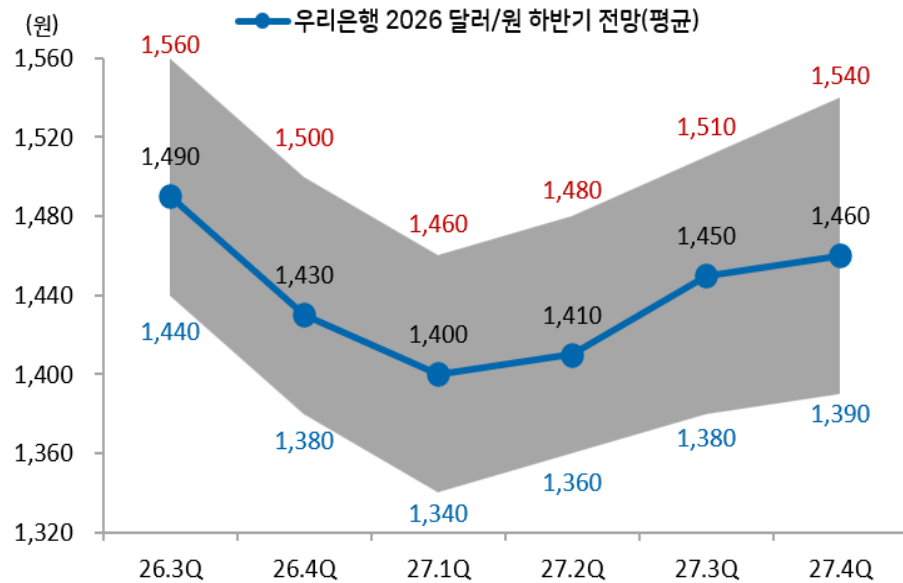


## IV. 견고한 수출과 원화 약세 역설, 하반기 글로벌 유동성 재편이 환율 하락의 방아쇠

하반기 달러/원 1,380~1,560원 전망, 연준 금리인상 불확실성 해소 후 낙폭 확대 시나리오

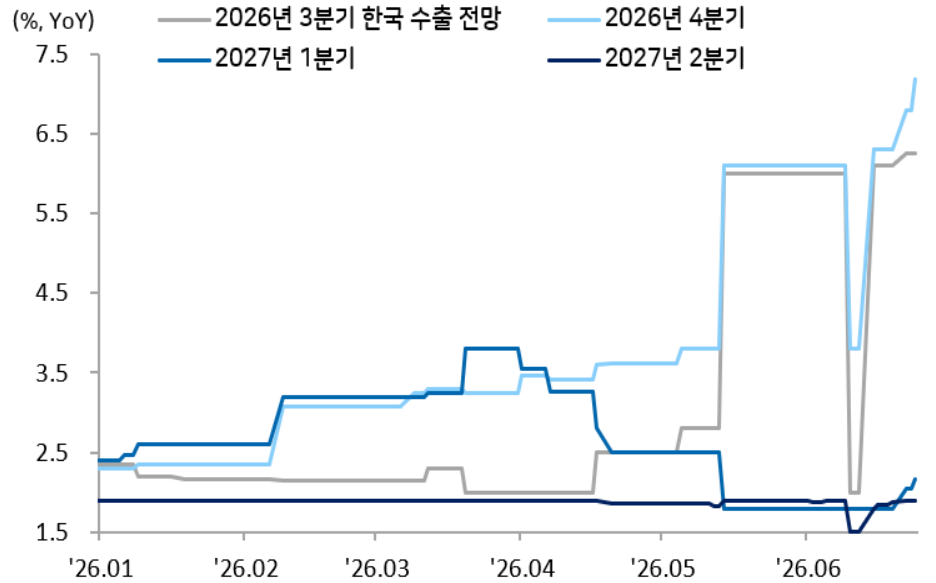
- ✓ 당행은 달러가 글로벌 하반기 유동성 재편에 따른 비달러화 통화 전략적 포지션 노출 증가에 하락하는 구간에서 원화 가치 급등 예상
- ✓ 단기적으로는 금융시장 달러적자가 무역흑자를 압도해 고환율을 유지하겠지만 견고한 펀더멘탈과 누적된 달러 재고에 주목하자는 입장
- ✓ 또한 한국이 매크로 시 투자 낙수효과 최대 수혜라는 점을 고려했을 때 국내증시 리밸런싱 소화 후 외국인 자금 주식시장 복귀 낙관

달러/원 하반기 전망, 상하단과 평균값 일괄 상향 조정에도 연말 하락 전망 유지



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

원화 주요 펀더멘탈인 수출 3, 4분기 전망 대폭 상향, 국내기업 실적 낙관론 지지

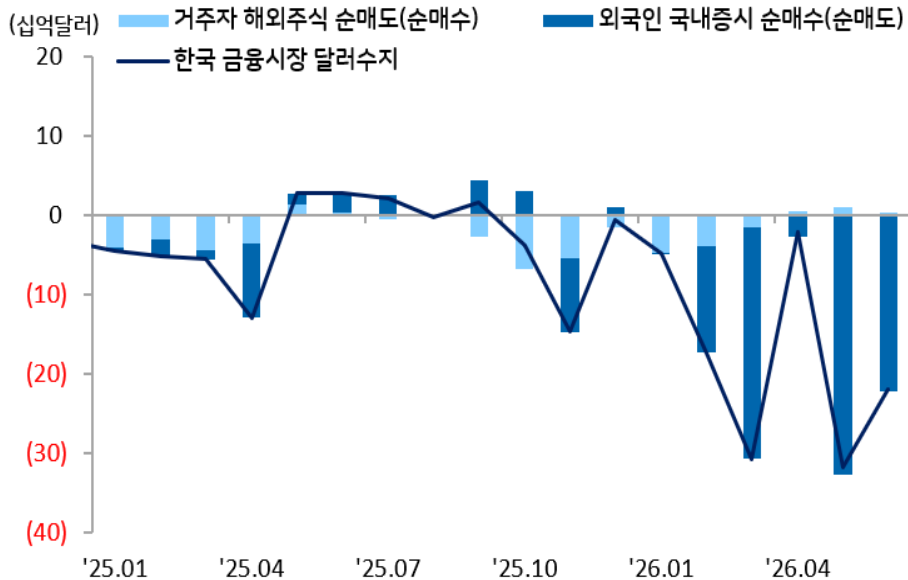


## IV. 견고한 수출과 원화 약세 역설, 하반기 글로벌 유동성 재편이 환율 하락의 방아쇠

외국인 투자자 국내증시 기계적 비중 축소 여파에 금융시장 달러수지 적자가 무역수지를 압도

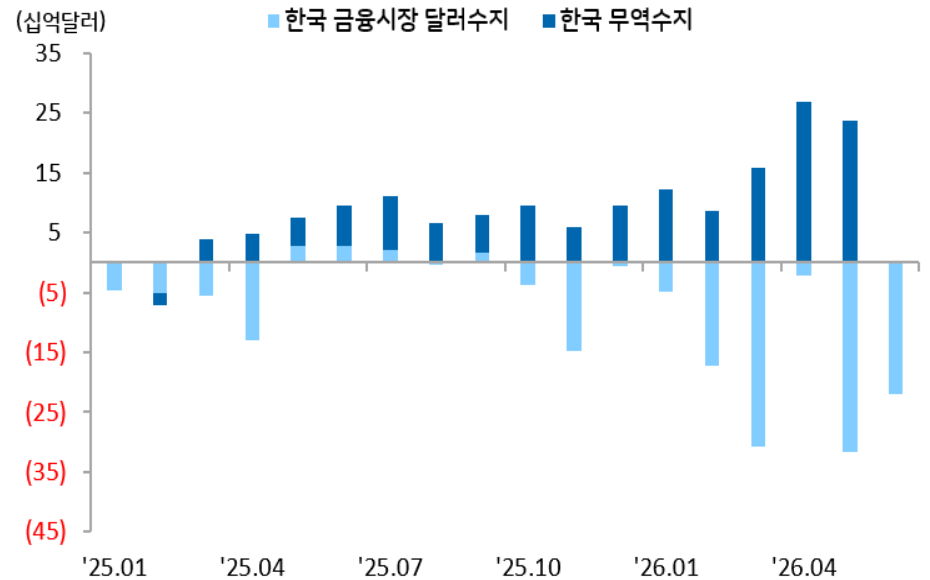
- ✓ 1,500원대 고환율을 만든 주범은 반기말을 앞두고 국내증시 포지션 노출을 기계적으로 축소하고 있는 외국인 자금의 대규모 이탈
- ✓ 서학개미 해외주식투자는 작년 하반기와 비교하면 순매수 금액이 대폭 줄었지만 외국인 이탈 규모는 2분기에만 560억 달러에 달함
- ✓ 무역흑자보다 금융시장 달러적자 규모가 더 크기 때문에 외국인 반기말 리밸런싱이 종료되기 전까지 환율 하락을 예단하기 어려움

금융시장 달러수지는 외국인 증시 순매도에 2분기에 약 560억 달러 순유출 발생



출처: 예탁결제원, Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부 / 주석: 보고서 작성 시점에서 6월 한국 수출입 통계는 발표 전이기 때문에 금융시장 달러수지만 차트에 포함

반도체 수출로 확보한 무역수지 흑자보다 금융시장 달러수지 적자폭이 더 큼

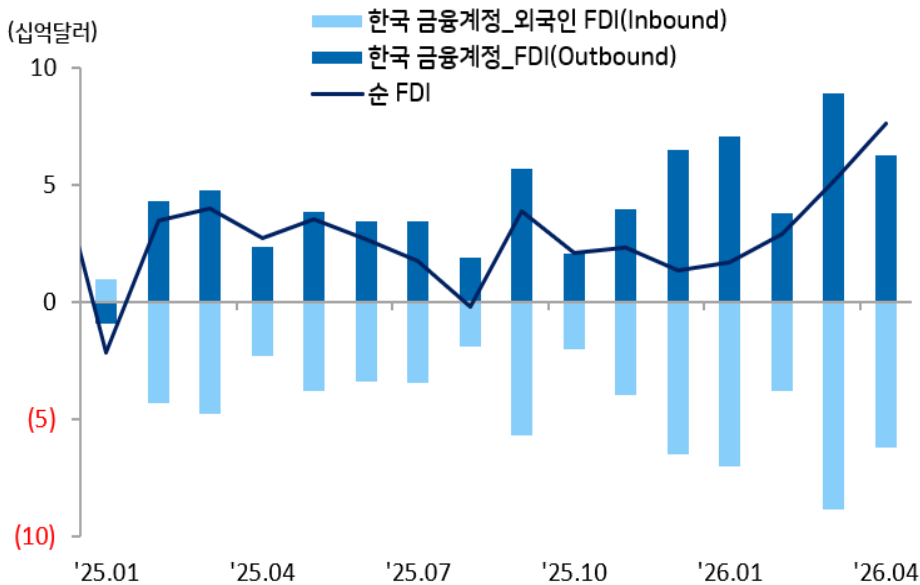


## IV. 견고한 수출과 원화 약세 역설, 하반기 글로벌 유동성 재편이 환율 하락의 방아쇠

국내 수출업체 미국 현지 생산기지 투자 확대 기조, 외환시장에서 달러 실수요 부담을 키워

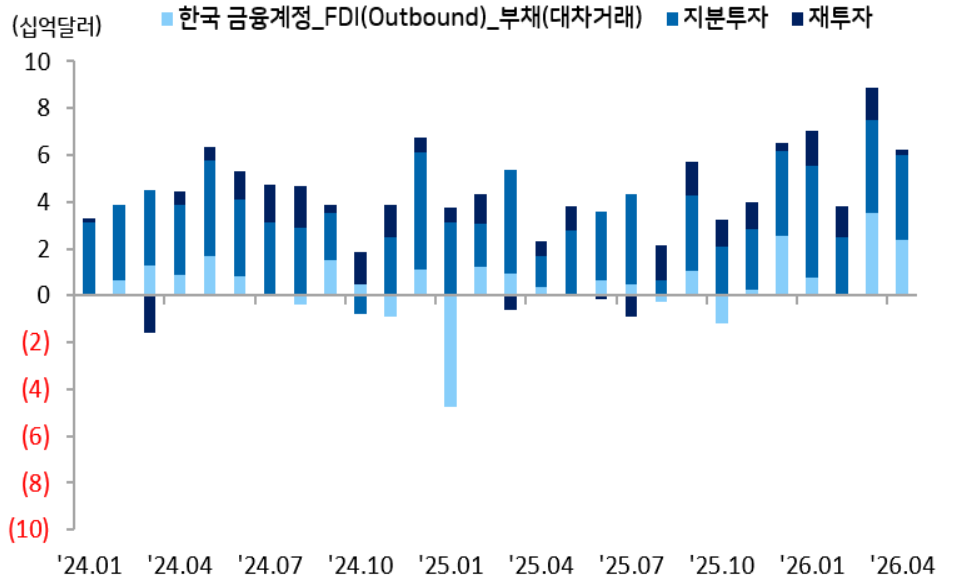
- ✓ 올해 4월까지 한국 국제수지-금융계정-직접투자 항목을 보면 거주자 해외직접투자가 외국인 FDI보다 크게 증가했다는 통계를 확인
- ✓ 작년 동일 기간보다 더 많은 대외투자 자금이 집행되면서 국내기업이 원화를 달러로 환전하는 규모가 늘어났고, 빈도도 같이 증가
- ✓ FDI 항목 중 재투자의 경우 해외현지법인 매출 중 현지에서 소화하는 달러 자금을 의미하며, 외환시장 달러 공급 감소 원인 중 하나

금융계정 직접투자(FDI)도 국내기업 미국 현지 투자 영향에 올해 대폭 증가



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

국내기업 해외투자 중 대차(본사->현지법인 대출), 지분투자는 달러 실수요



## IV. 견고한 수출과 원화 약세 역설, 하반기 글로벌 유동성 재편이 환율 하락의 방아쇠

### 달러/원 상승세가 꺾이기 전까지 금융시장과 국내기업은 콜옵션 & 외화보유 비중 확대 예상

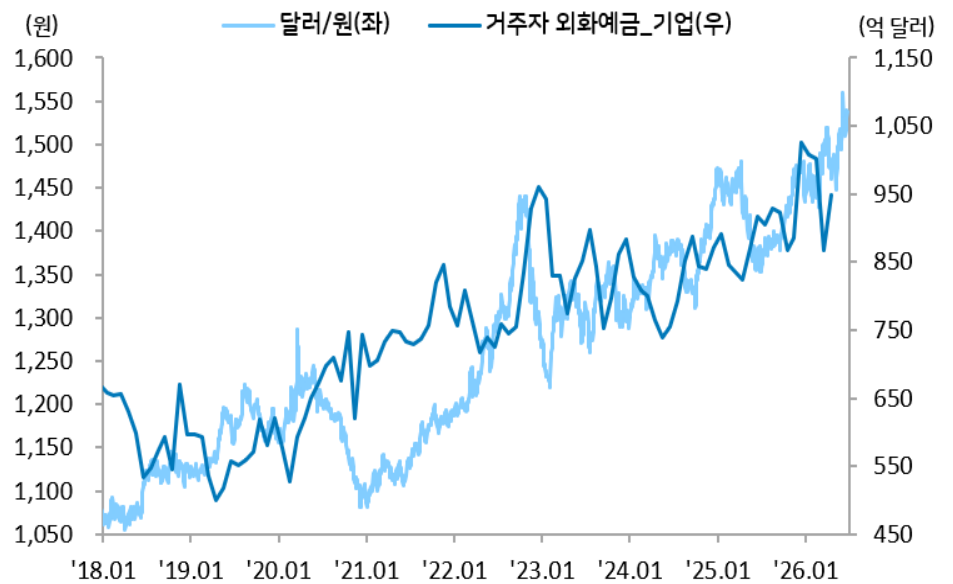
- ✓ 연초 달러/원 FX옵션은 콜, 풋 중 한쪽에 치우치지 않고 중립구간에 머물렀으나 중동 전쟁 이후 추가 상승 헤지와 베팅을 모두 늘림
- ✓ 기업 외화예금은 3월 1,500억 원 초입에서 달러를 원화로 환전한 뒤 환율 상승이 계속되자 다시 증가, 외화보유를 선호하는 경향 확인
- ✓ 2022년 연말처럼 원화 추가 약세에 대한 심리적 부담이 해소되지 않는다면 역내 달러 공급 병목 현상이 재발할 가능성이 남아 있음

#### 원화는 1, 3, 12개월 리스크 리버설이 양수, 환율 상승 헤지 or 베팅이 우세



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

#### 3월 환율 급등에 달러를 털어냈던 기업 외화예금 규모는 재차 반등하는 양상

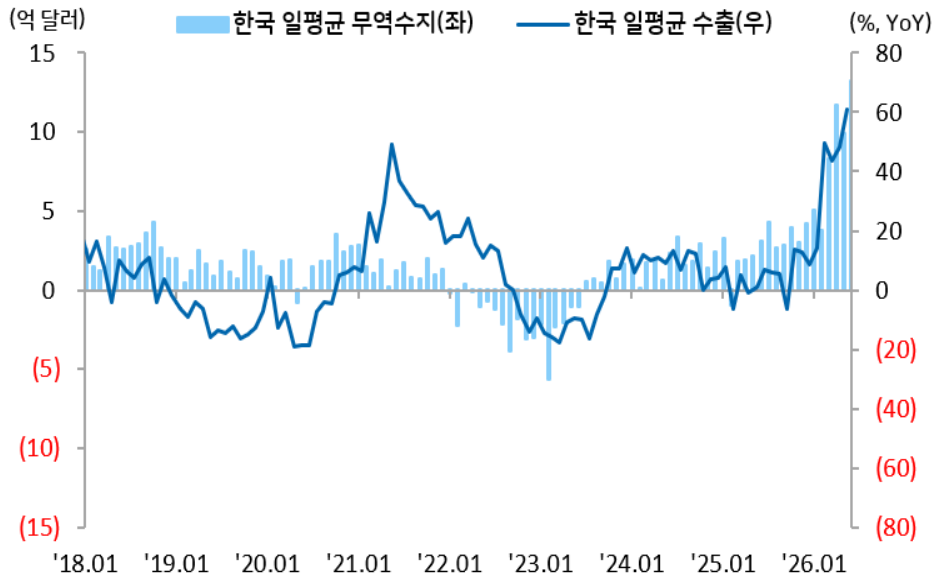


## IV. 견고한 수출과 원화 약세 역설, 하반기 글로벌 유동성 재편이 환율 하락의 방아쇠

역설적으로 수출은 AI 투자 수요 덕에 2000년 이후 최고 전성기, 원화 약세는 펀더멘탈 훼손과 상관관계 '0'

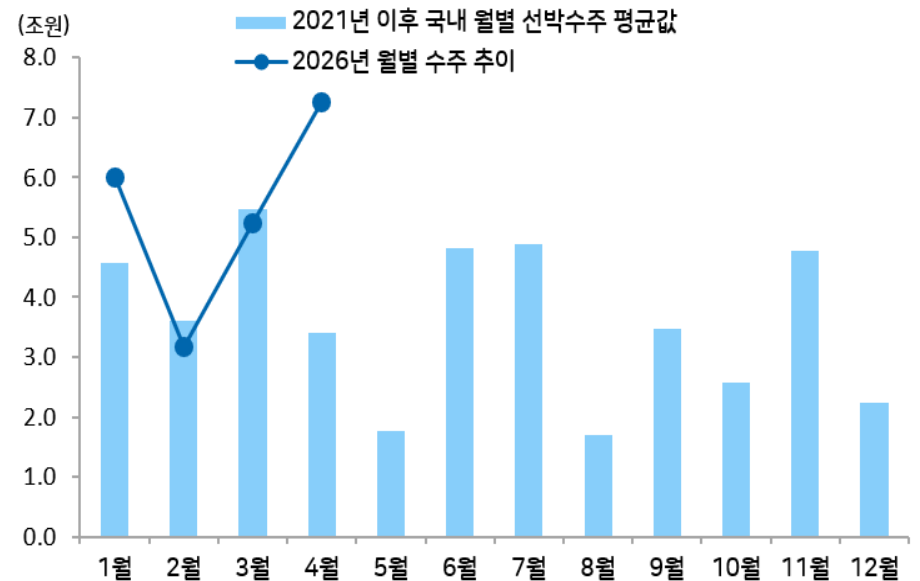
- ✓ 작년 하반기 시작된 원화 약세는 1998 IMF, 2008 금융위기, 2020 팬데믹처럼 펀더멘탈 훼손이 아닌 단순한 수급 요인이 그 원인
- ✓ 일례로 한국 일평균 수출은 5월 전년대비 60.7% 급증했고 일평균 무역수지는 13억 달러로 실물경기 외화벌이는 어느때보다 양호
- ✓ 반도체 뿐만 아니라 4월 중공업 수주도 2021~2025년 월간 평균을 두 배 이상 웃도는 호실적을 기록, 원화 기초체력은 여전히 견고

원화 펀더멘탈을 대변하는 일평균 수출, 무역수지는 2000년대 들어 최대 호황



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

중공업체 선박 수주도 2분기에는 추세적으로 감소한다는 징크스를 깨고 급증



## IV. 견고한 수출과 원화 약세 역설, 하반기 글로벌 유동성 재편이 환율 하락의 방아쇠

원화가 펀더멘탈과 괴리를 좁히기 위해서 방향을 전환할 강력한 모멘텀 트리거가 필요

- ✓ 2020년 이후 달러/원 등락 패턴을 보면 최소 반년에서 최대 1년 이상 상승기를 지나고 대외변수 충격에 급격한 하락을 반복해 옴
- ✓ 작년 하반기 서학개미 해외주식투자 확대, 올해 중동 전쟁과 국내증시 외국인 리밸런싱을 통해 달러/원 상승압력은 충분히 반영됨
- ✓ 올해는 워시 체제 연준 금리인상 우려 해소, 글로벌 유동성 재편에 따른 약달러가 환율 하락을 유발할 대외변수가 될 수 있다는 생각

팬데믹 이후 달러/원은 우상향 흐름을 이어가다 강력한 대외변수 출현에 낙폭을 확대하는 패턴을 반복



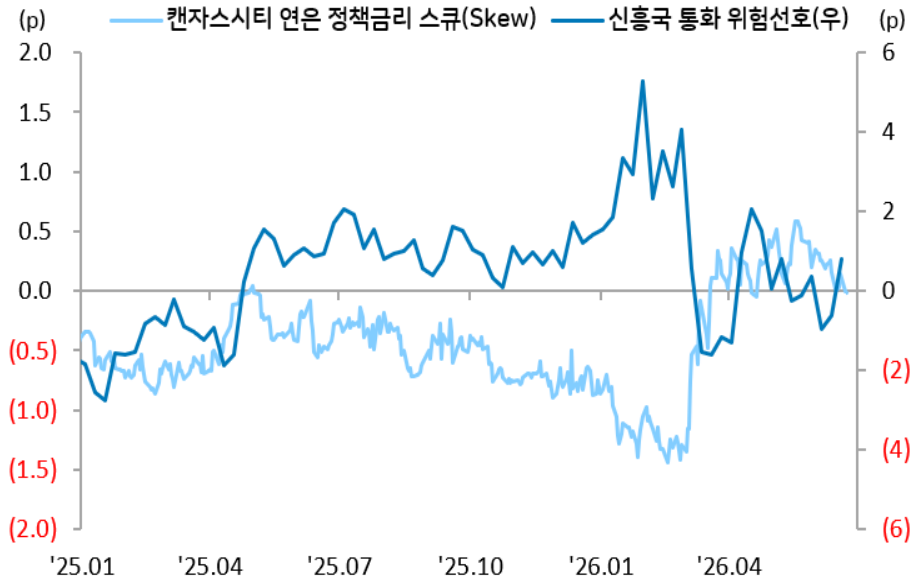
출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

## IV. 견고한 수출과 원화 약세 역설, 하반기 글로벌 유동성 재편이 환율 하락의 방아쇠

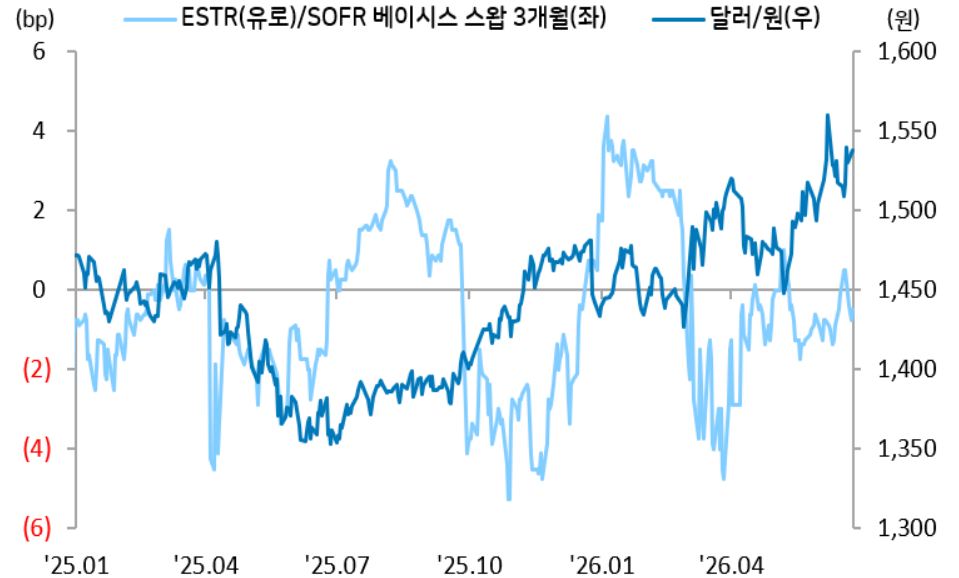
### 연준 금리인상 불확실성 해소는 신흥국 통화 위험선호를 높이고 달러 희소성을 낮추는 동력

- ✓ 연준 금리인상 경계는 전통적으로 전략적 비달러화 노출도 축소를 유발하는 요인이므로 신흥국 통화로 분류되는 원화에도 큰 타격
- ✓ 하반기 외환시장에서 가장 중요한 변수로 꼽는 연준 인상 불확실성 해소는 신흥국 통화 위험선호를 부양하고 달러 조달 난이도를 낮춤
- ✓ 달러 조달 난이도 하락은 그만큼 달러 선호도와 희소성이 낮아진다는 것을 의미하며 과거 수차례 달러/원 하락으로 이어졌다는 점에 주목

#### 연준 금리인상 불확실성 해소(스큐 0 또는 음수)는 신흥국 통화 선호를 높임



#### 유동성 측면에서 달러 조달비용 하락은 역사적으로 원화 강세 재료로 소화됨



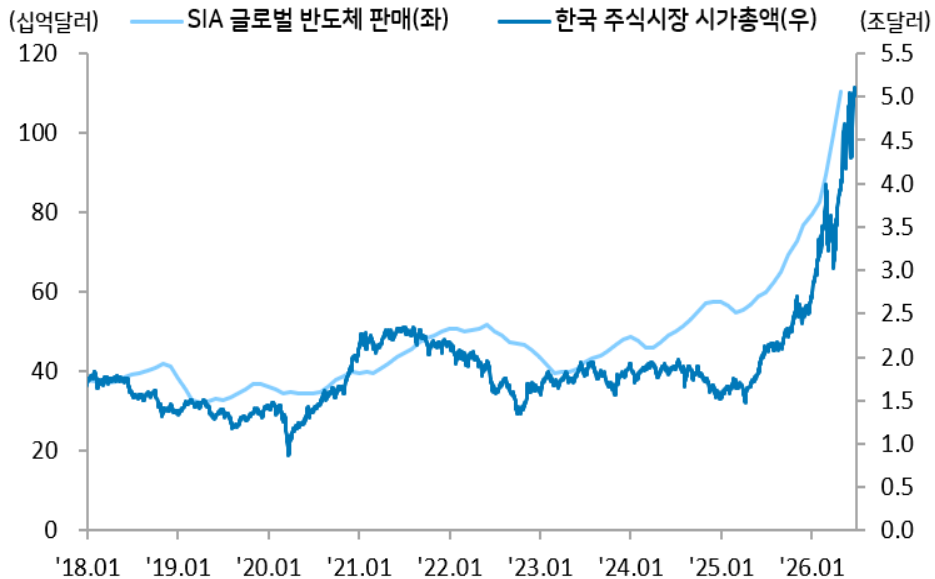
출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부 / 주석: 유로/달러 ESTR/SOFR 베이스스왑을 글로벌 금융시장 조달 난이도 측정 벤치마크로 사용, 상승 시 조달여건 개선 vs 하락 시 조달여건 악화

## IV. 견고한 수출과 원화 약세 역설, 하반기 글로벌 유동성 재편이 환율 하락의 방아쇠

글로벌 반도체 공급 병목을 고려해 하반기 국내증시 외국인 자금 복귀 낙관론은 유지

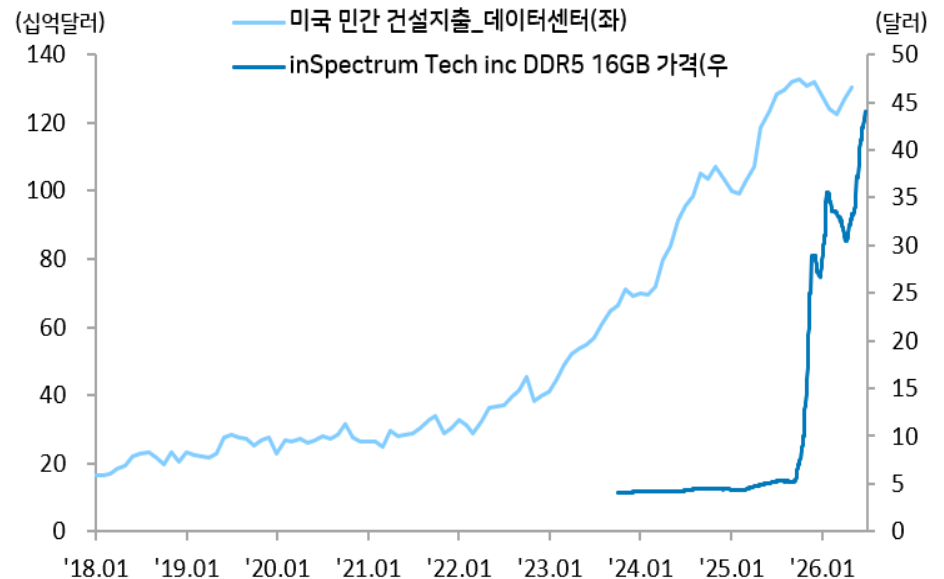
- ✓ 당행은 2분기 전망에서 글로벌 반도체 수요 확대 및 가격 상승을 고려했을 때 장기적으로 국내증시 외국인 복귀가 낙관적이라고 주장
- ✓ 이후 글로벌 반도체 판매량 증가, 수요 우위에 D램 가격이 상승해 국내 반도체 기업실적 전망 낙관론 확산, 국내증시 밸류에이션을 지지
- ✓ 반도체 공급자 우위가 당분간 계속될 것이란 분석은 국내증시 투자 매력도를 높이는 요인, 하반기 금융시장 달러수지 적자 축소 기대

한국 주식시장 시가총액 상승은 글로벌 반도체 수요 급증에서 정당성 확보



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

미국 시투자 확대로 DRAM 가격 상승폭 확대, 국내 반도체 기업 실적에 긍정적



## Appendix: 2026년 환율전망

주요국 환율전망 Table

| Range              | 7월          | 2026년       |             | 2027년                      |       |       |       |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|----------------------------|-------|-------|-------|
|                    |             | 3Q          | 4Q          | 1Q                         | 2Q    | 3Q    | 4Q    |
| USD                | 101         | 98          | 95          | 94.0                       | 96.0  | 98.0  | 98.0  |
|                    | 99.0~102.0  | 95.0~102.0  | 92.0~100.0  |                            |       |       |       |
| KRW                | 1,520       | 1,490       | 1,430       | 1,400                      | 1,410 | 1,450 | 1,460 |
|                    | 1,500~1,560 | 1,440~1,560 | 1,380~1,500 |                            |       |       |       |
| EUR                | 1.16        | 1.18        | 1.21        | 1.23                       | 1.20  | 1.17  | 1.18  |
|                    | 1.13~1.19   | 1.130~1.200 | 1.180~1.240 |                            |       |       |       |
| JPY                | 157         | 152         | 145         | 142.0                      | 145.0 | 150.0 | 152.0 |
|                    | 153~163     | 148~163     | 139~150     |                            |       |       |       |
| CNH                | 6.70~6.85   | 6.60~6.90   | 6.50~6.80   | 6.50                       | 6.60  | 6.80  | 6.80  |
|                    | 6.75        | 6.75        | 6.60        |                            |       |       |       |
| USD/KRW<br>FX Swap | (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