

[경제/환율]

위재현 선임연구원

Jhwee11@iprovest.com

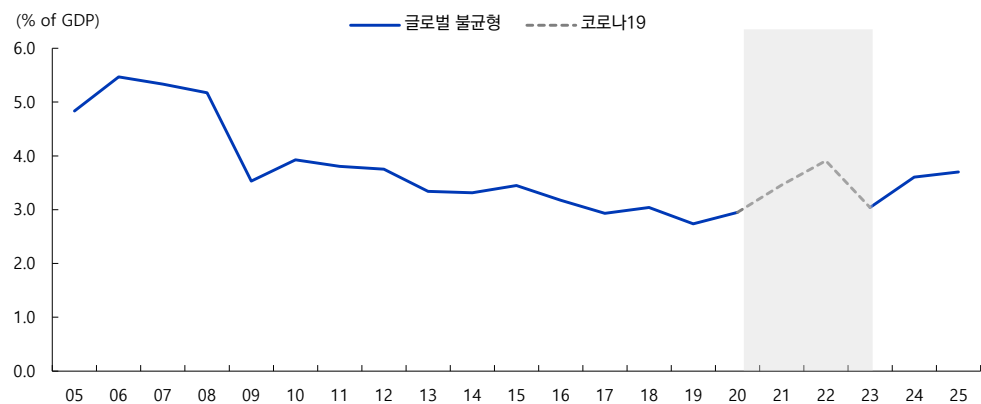
불균형의 재조정

엔화 개입은 위안화 절상 기초 유지를 위한 징검다리일 수 있다

미국과 일본은 지난 7월말 엔화 약세에 대한 공조 개입에 나섰다. 달러-엔 환율은 고점이었던 164엔 부근에서 하루만에 157엔까지 빠르게 하락했지만, BOJ와 연준의 금리 경로에 대한 불확실성이 여전하자 달러-엔 환율은 낙폭을 상당 부분 되돌렸다. 이번 미-일 공조개입의 목적이 단순 엔화 가치 방어에 있었다면 개입 실패라는 결과로 남겠지만, 글로벌 불균형 재조정을 겨냥한 포석이라는 관점에서 본다면 앞으로도 엔화와 원화를 비롯한 아시아 통화 가치 전반에 보이지 않는 유리바닥이 생길 것으로 예상할 수 있다.

글로벌 불균형(Global Imbalance)이란 경제 논리를 벗어나 특정 국가의 과도한 경상수지 흑자 혹은 적자가 누적됨을 의미한다. 1985년 플라자합의 당시 일본과 독일의 과도한 경상수지 흑자가 글로벌 불균형의 한 사례였다면, 2026년 현재 불균형의 원천은 중국이다. 불균형 자체는 문제가 되지 않으나 불균형 발생의 원인에 따라 글로벌 성장률을 장기적으로 훼손시킬 우려가 있다. 현재 중국의 과도한 경상수지 흑자는 국내 투자 부진에 따른 수출 밀어내기 형태이며, 이는 교역 대상국의 생산 능력을 잠식시키고 동시에 중국 자신의 성장동력도 지속가능성을 잃는 결과로 이어질 수 있다. 이런 관점에서 불균형에 대한 재조정 필요성이 대두되고 있지만, 현실적으로 1985년과 같은 외환시장 대규모 개입이나 미국과 중국의 정책 공조를 기대하기는 어렵다. 따라서 현재 진행형인 위안화의 명목환율 절상 기초를 완만하게 유지하는 방향으로 재조정이 이어질 가능성이 높으며, 미국이 엔화와 원화에 대해 내비치는 과도한 약세 제어 의지는 이러한 측면에서 필요성이 부각된다. 엔화와 원화의 과도한 약세는 위안화의 경쟁적 절하 압력으로 이어져 현재의 강세 추세를 저해할 수 있기 때문이다.

[도표 1] 글로벌 GDP 대비 경상수지 불균형: 금융위기 이후 축소됐으나 최근 중국 중심으로 다시 확대



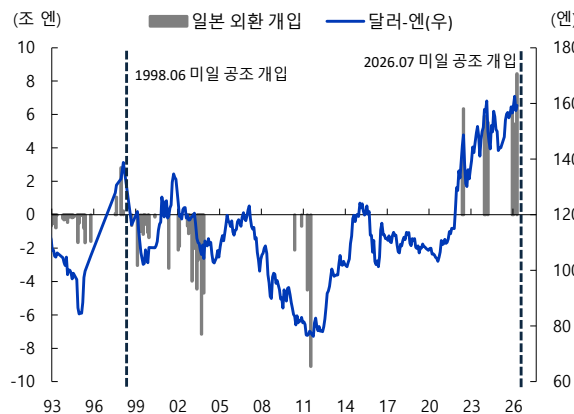
자료: IMF, 교보증권 리서치센터

미-일 공조개입: 글로벌 불균형에 대한 재조정이라는 큰 틀에서 보면?

일본은행은 지난 7월 31일 약 8.5조엔 규모의 엔화 매수를 단행하며 시장에 개입했다. 뿐만 아니라 1998년 6월 이후 처음으로 미국과 공조 개입한 사실이 확인되며 일시적으로 엔화가 큰 폭 강세를 보였다. 다만 1998년 당시와 현재의 상황은 다르다. 당시에는 러시아 모라토리엄 선언과 미국 LTCM 파산이 순차적으로 일어났고, 금융시장의 디레버리징 흐름에 순응해 엔 캐리 트레이딩 자금도 급격히 청산됐다. 무엇보다 당시는 미국의 금리 인하가 3차례 연속 이어졌던 반면(도표4), 현재 BOJ와 연준의 움직임에는 제한이 많아 엔화 강세의 지속성이 제약되고 있다.

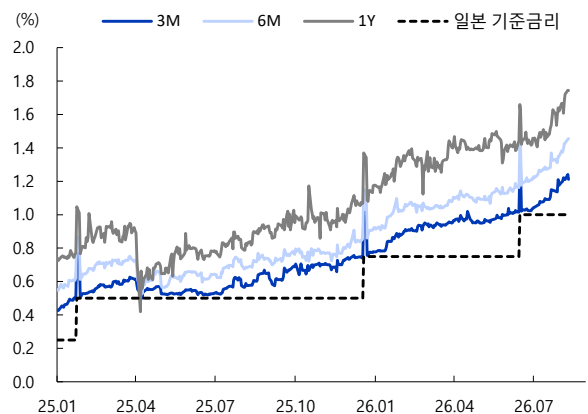
이번 엔화 개입은 엔화 가치 방어, 혹은 일본의 미국채 매도를 제한하기 위한 목적도 있겠으나, 더욱 큰 틀에서 보면 글로벌 불균형을 재조정하는 과정의 일환일 수 있다. 엔화 약세가 지속된다면 아시아 통화에도 간접적으로 영향을 미치게 되며, 이는 글로벌 불균형을 주도하는 미국과 중국의 통화가치 재조정 과정에 방해물로 작용하기 때문이다. 특히 엔화와 원화 등 아시아 통화 공동 약세가 지속될 경우 위안화에 경쟁적 절하 압력이 발생해 현재 위안화의 강세 추세가 깨질 수 있다는 점에서 의미가 있다. (도표5)

[도표 2] 달러-엔 환율과 일본 외환개입 규모



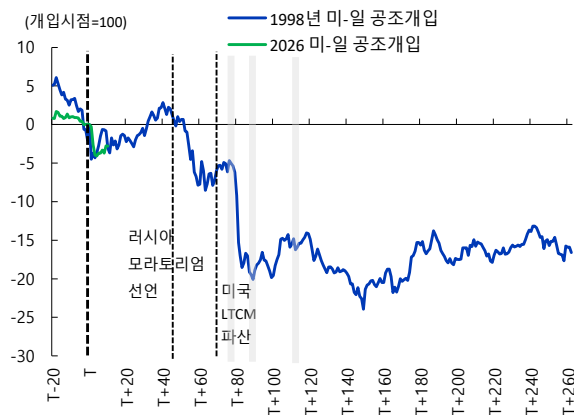
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 일본 기준금리와 선물시장에 반영된 내재금리



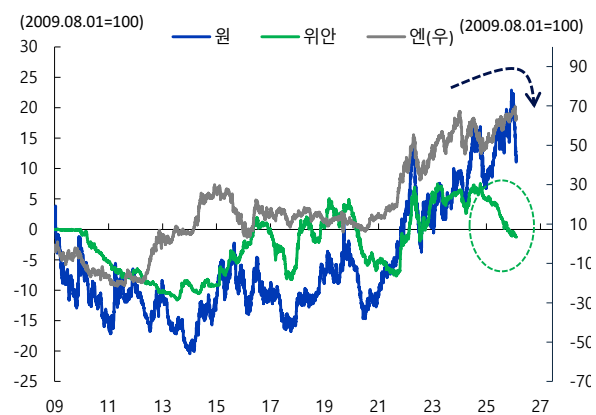
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 1996년 당시와 현재 미-일 공조개입 이후 달러-엔 환율 추이



자료: Bloomberg, Financial Times, 교보증권 리서치센터
주: 음영은 미국 연준의 금리 인하 시점

[도표 5] 금융위기 이후 아시아 통화 환율 추이



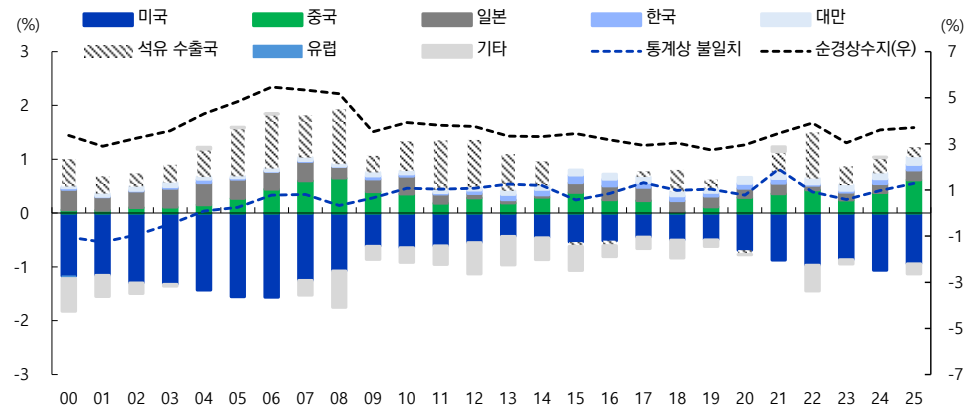
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

글로벌 불균형의 시작점은 중국, 불균형 자체가 아니라 성격이 문제

글로벌 불균형은 경상수지에서 드러나고 있으며, 1985년과 달리 문제는 일본이 아니라 중국이다. 금융위기 이후 줄곧 축소되던 글로벌 경상수지 불균형은 최근 다시 확대됐는데, IMF는 불균형 확대의 주요 동인이 중국이라고 명시했다. 중국의 경상수지 흑자는 작년 기준 3,000억 달러 증가하며 수치 집계 이래 최대폭으로 확대됐으며, 전체 경상수지 흑자 규모는 글로벌 GDP의 약 0.62%를 차지하며 단일국 최대 흑자 규모를 달성했다. 여기에 더해 올해 중국의 경상수지는 미국의 관세 위협에도 불구하고 비미국 중심으로 다변화되며 흑자 확대 추세는 지속 중이다.

불균형이 문제가 되는 부분은 특정 국가(중국)의 과잉생산이 교역상대국의 생산능력을 잠식시켜 글로벌 성장률을 훼손시킬 수 있다는 점이다. 경상수지는 무역의 관점에서 보면 “해외에 얼마나 물건을 파는지”에 대한 문제이나, 경제학 이론 관점에서 보면 “한 나라가 생산한 물량 중 국내에서 흡수되지 않고 남은 부분”을 측정한다. 즉 경상수지는 항등식상 저축에서 투자를 빼는 식($CA \equiv S - I$)으로 산출되는데, 경상 흑자의 원인에 따라 불균형의 성격이 달라질 수 있다. 만약 인구 고령화에 따라 저축이 투자를 상회하면($\Delta S > \Delta I$) 경상수지 흑자가 발생하고 이를 통해 대외자산을 축적하게 된다. 다만 이 경우 고령화가 진전된 이후 축적했던 대외자산을 헐어 쓰며 불균형이 자연스럽게 해소된다. 문제는 국내 투자가 부진해($\Delta I < 0$) 경상수지 흑자가 발생하는 경우다. 쓸 곳을 못 찾은 자금과 과잉설비를 해외 수출을 통해 밀어낼 경우 시차를 두고 흑자국과 교역상대국 양측에 부담을 주는 악순환이 형성된다. 과거 중국의 경상수지 흑자가 고령화와 사회안전망 부재에 따른 초과저축에 기인했다면, 2023년부터 중국의 과도한 흑자와 글로벌 불균형은 투자 부진에 기인하고 있다. 게다가 2025년부터 중국의 투자 둔화는 단순히 부동산 구조조정에 국한되어 있는게 아니라 제조업과 인프라 전반에 걸쳐 확산되고 있다(도표7). 당장은 중국이 수출 밀어내기식으로 성장률 방어를 할 수 있겠으나, 미국은 관세로 대응하고 유럽과 같은 비기축 통화국이 교역상대일 경우 화폐발행을 통해 잉여 물량을 받아낼 수 없으며, 장기적 관점에서 생산능력 저하와 수요 위축이 발생해 중국 입장에서도 수출을 받아줄 수요처가 사라지게 된다. 중국의 관점에서 보아도 불균형 해소는 시급히 해결이 필요한 과제이다.

[도표 6] 글로벌 GDP 대비 각국 경상수지 추이: 최근 중국을 중심으로 불균형 재차 확대

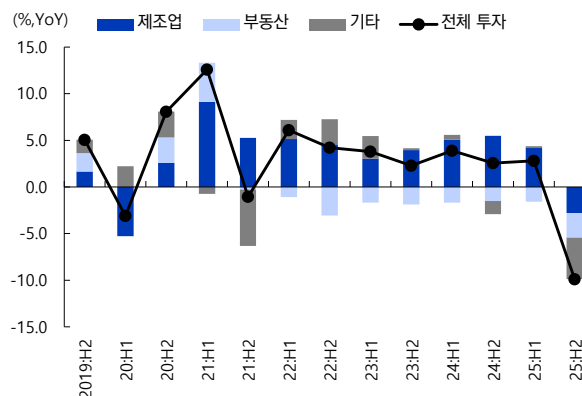


자료: IMF, 교보증권 리서치센터

이런 관점에서 보면 현재 위안화는 아직도 매우 저평가 되어있다. IMF는 국가별 펀더멘탈(순대외 자산, 인구구조, 기대성장률)과 정책변수(재정수지, 공공보건지출 등)를 고려해 적정 GDP 대비 경상수지 규모(CA Norm)를 추정하는데, 중국의 2025년 실제 경상수지 규모(GDP 대비 3.8%)는 IMF 적정치(0.8%)를 약 3%p가량 초과하고 있다. 불균형 해소를 가정한 적정 경상수지 규모를 대입하면 작년 기준 위안화 실질실효환율은 약 21.3% 저평가 되어 있으며, 이는 주요국 통화중 가장 저평가된 수준이다(도표8).

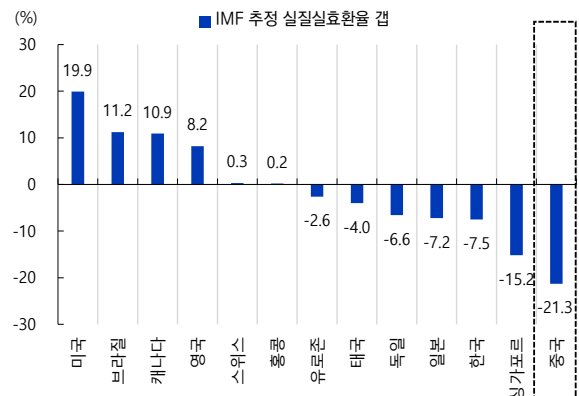
한편 현재 중국이 IMF에 보고하는 경상수지 흑자 규모 자체도 과소계상의 문제가 있다. 중국 세관에 해당하는 해관총서에서 집계하는 무역수지와 IMF에 보고하는 경상수지 내 상품수지의 누적 차액은 2023년부터 약 7,000억 달러에 달하는데(도표6) 이는 대부분 수출 국가의 연간 경상수지 흑자폭을 훨씬 상회하는 규모다(한국 2025년 경상수지 1,230억 달러). 게다가 올해 상반기 중국의 대규모 금 수입 또한 수입량을 부풀려 무역수지 흑자폭을 추가로 왜곡하고 있다(도표10). 이는 IMF가 계산한 중국의 GDP 대비 경상수지 비율(3.8%) 자체가 실제 수치보다 매우 낮을 수 있음을 의미하며, 위안화의 저평가 정도도 예상보다 클 수 있다는 의미다. 당분간 위안화 명목환율의 절상 기조는 글로벌 불균형 해소의 관점에서 지속될 필요가 있다.

[도표 7] 중국 민간 투자 부문별 증감: 작년 하반기 전반적 투자 위축



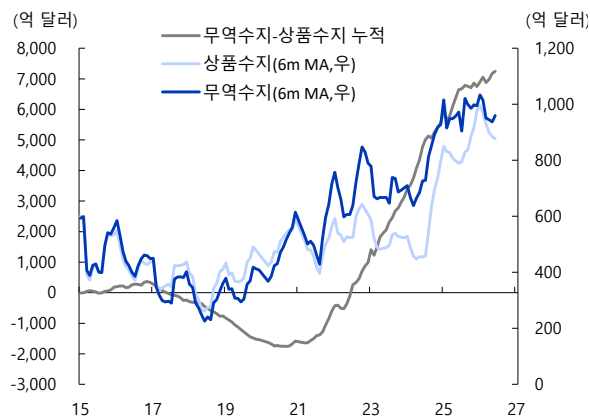
자료: IMF, 교보증권 리서치센터

[도표 8] IMF 추정 실질실효환율 갭: 위안화는 21.3% 저평가



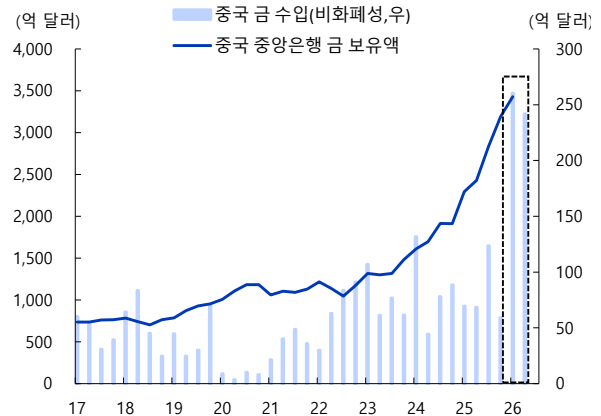
자료: IMF, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 중국의 경상수지(상품수지 포함)는 과소계상 됐을 가능성



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 26년 상반기 민간부문 대규모 금 수입도 흑자규모를 왜곡



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

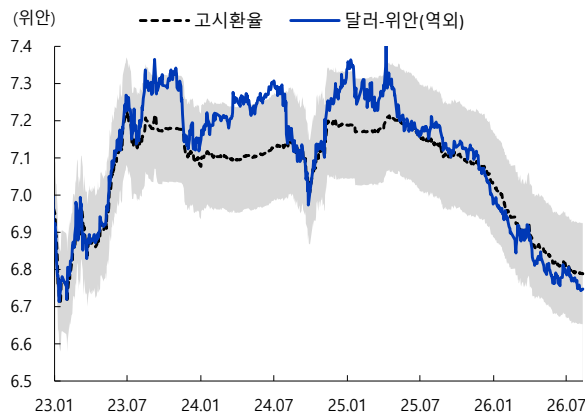
불균형 해소의 방법은 상호 조정도, 직접 개입도 아닌 완만한 방향성 유도일 가능성

외환시장에 직접 개입하지 않고 불균형을 해소하기 위해서는 적자국(미국)과 흑자국(중국)의 공동 조정이 필요하다. 경상수지 불균형은 통상 내부 경제의 불균형에서 비롯되는데, 미국은 재정 적자를 줄이고 중국은 정부의 이진지출을 활용해 성장 동력을 수출에서 내수로 전환해야 한다. 다만 현실적 관점에서 이는 각국 정치권력의 이해와 상충되며, 특히 중국의 경우 사회안전망(연금, 보험, 호적제도)의 제도적 개선 없이는 내수진작책(이구환신 등)의 지속성이 떨어지는 점이 확인되고 있다. 공동 조정은 실현되기 어렵고 실현되더라도 상당한 시차가 필요한 상황이다.

한편 외환시장의 규모를 고려하면 과거 플라자합의와 같은 직접적인 개입은 어렵다. BIS 데이터에 따르면 1985년 당시 외환시장 일평균 거래규모는 1,500억 달러 수준임에 반해, 현재는(2025년 9월 기준) 9.5조 달러로 약 50배 이상 증가했다. 동기간 글로벌 GDP는 10배 증가했음을 고려하면 직접 개입의 효과는 제한적일 수밖에 없다. 최근 일본 외환시장에서 반복적으로 관찰되는 되돌림도 정책 신호에 대한 불신 뿐만 아니라 외환시장 규모의 제약도 있는 것으로 판단된다.

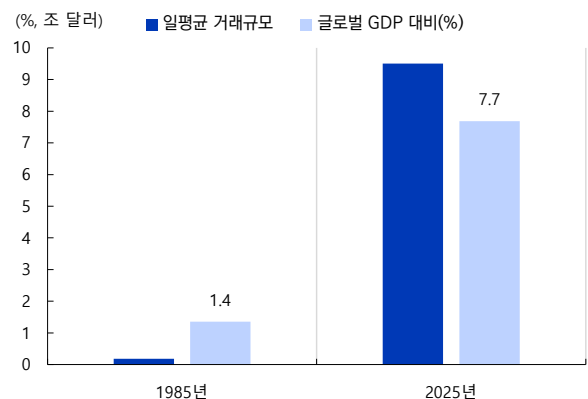
불균형에 대처하기 위해 미-중 양국은 직접적인 개입보다는 1) 무역협상에서 통화 관련 조항을 포함시키고, 2) 중국 외환당국의 점진적인 위안화 절상기조를 유지시키는 방향으로 유도할 가능성이 높다. 또한 3) 미국의 관세를 피해 중국의 수출물량을 받아줬던 국가들의 공동 성명 요구도 가시화될 수 있다. 이런 측면에서 원화와 엔화 등 아시아 통화의 과도한 약세를 저지할 필요성이 부각된다. 아시아 국가들은 과거부터 수출 의존도가 높고 수출 품목 또한 유사한 특성을 갖고 있기 때문이다(도표13). 위안화 입장에서 원화와 엔화가 갖는 의미는 큰데, 중국 CFETS가 산출하는 위안화 지수의 통화 구성 비중을 보더라도 달러(18.3%)와 유로(17.9%) 다음으로 원화(8.5%)와 엔화(8.1%)가 가장 큰 비중을 차지한다. 따라서 원화와 엔화가 과도하게 약세를 보일 경우 위안화 절상의 필요성 자체가 낮아지며, 수출 경쟁력 입장에서 보면 중국의 정치적, 산업적 부담이 늘어나 오히려 절하 압박이 발생한다. 지속적인 위안화 절상 기조를 유도하기 위해서 아시아 통화 가치의 안정은 필수적인 셈이다. 한편 유럽을 중심으로 G7 정상회의에서 위안화 절상을 직접적으로 요구하고 나설 가능성도 높아졌다. 위안화가 유로화 대비 저평가되는 기간 중국의 수출물량 공세를 받으며 유럽의 제조업 기반이 많이 훼손된 상태이기 때문이다(도표16,17).

[도표 11] 중국 역의 위안화 환율과 당국 고시환율



자료: Bloomberg, CFETS, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 1985년과 2025년 외환시장 일평균 거래규모



자료: BIS, 교보증권 리서치센터

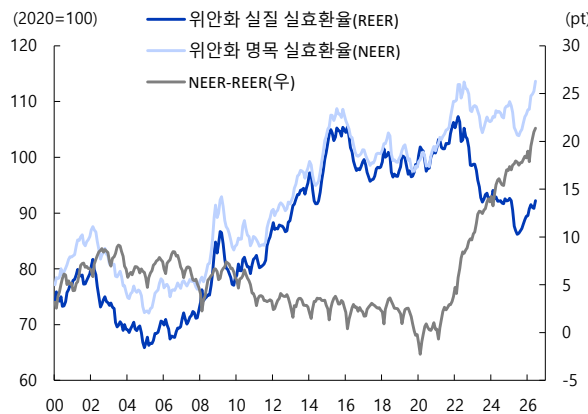
[도표 13] 2020년대 이후 한중일 수출품목 비중 순위 (TOP10 내 비중)

(단위: %)

순위	2020년 이후 국가별 주요 수출품목 비중					
	한국		중국		일본	
	품목명	비중	품목명	비중	품목명	비중
1	반도체	37.3	무선통신기기	24.1	자동차	32.7
2	자동차	15.1	반도체	18.1	기타	19.4
3	석유제품	11.8	컴퓨터	18.1	반도체	11.1
4	선박	6.1	자동차	7.0	반도체·디스플레이 제조장비	9.5
5	합성수지	6.1	간이통관 소매물품	6.6	자동차 부품	9.0
6	자동차부품	5.5	이차전지	6.2	금(비가공반가공)	5.1
7	철강판	5.1	반도체 소자	5.5	건설중장비	3.8
8	디스플레이	4.7	자동차 부품	5.4	선박	3.3
9	무선통신기기	4.3	변압기 및 변환기	4.8	화물자동차	3.0
10	컴퓨터	4.0	완구	4.3	석유제품(원유 제외)	3.0

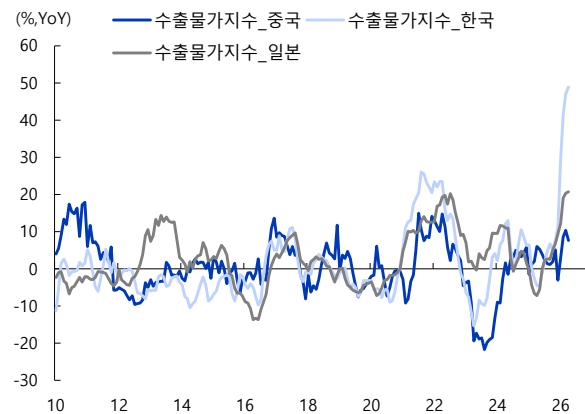
자료: KITA, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 명목환율 절상 속도를 따라오지 못하는 실질환율



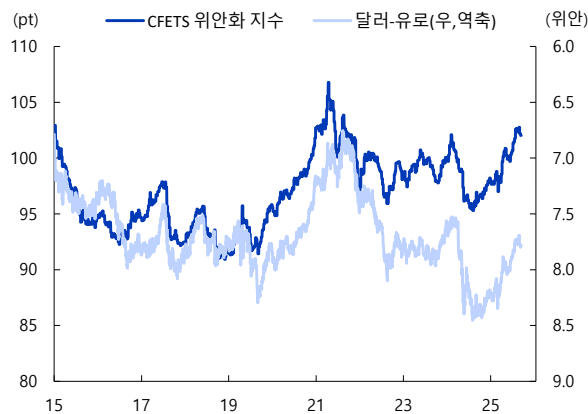
자료: Bloomberg, BIS, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 한·중·일 3국 수출물가지수 추이



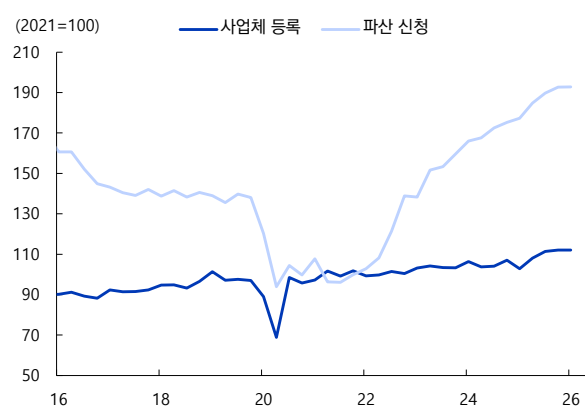
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 유로화 대비 위안화는 22년부터 절하



자료: Bloomberg, CFETS, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 동 기간 유럽 기업들의 파산신청 급증



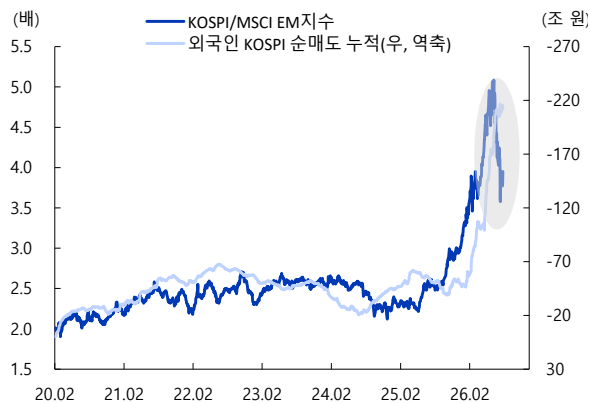
자료: Eurostat, 교보증권 리서치센터

하반기 원화 재점검: 수급 요인은 상하방 재료 공존하나 상단은 과거보다 무거울 것

달러-원 환율은 7월 한달간 고점대비(1,550원) 140원 가량 내리며 1,400원 초반까지 하락했다. 우선 SK하이닉스의 ADR 상장 물량(260억 달러)의 영향이 있었겠지만 환율 하락을 전부 설명할 수는 없다. 하이닉스의 물량을 기점으로 중공업체들의 환해지 물량이 잇따라 출회됐고, 8월 법인세 중간예납 기간을 앞두고 수출기업들의 환전 수요도 확대됐다. 게다가 미-일 공조개입 시점에 국내 외환당국도 일정 부분 동참한 것으로 추정되며 환율 낙폭이 커졌다. 같은 기간 환율 상승을 주도했던 외국인 리밸런싱 매도 압력은 주식시장의 상대성과 하락에 완화됐다.

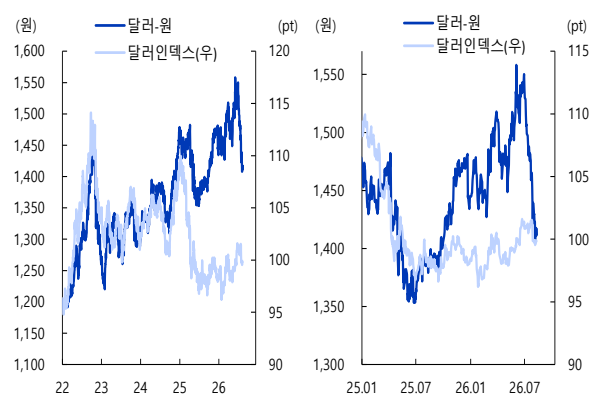
현재 환율을 작년 기점으로 두고 보면 달러인덱스 대비 과도한 약세가 대부분 해소됐다(도표19). 수급 요인을 살펴보면 작년말 환율 상승을 주도했던 내국인 해외투자 수요가 다시 반등하고 있는 반면(환율 상승 요인), 수출업체들의 지속적인 선물환 매도에도 불구하고 스왑시장에서 확인되는 지표는 여전히 풍부한 달러 유동성을 나타낸다(환율 하락 요인). 수급 요인은 대체로 예측하기 어려우나 전반적인 위안화 정상화 조정 압력 측면에서 달러-원 환율 상단도 제한될 것으로 예상된다. 하반기 달러-원 환율은 상단이 무거워진 채로 변동성이 상반기 대비 줄어든 전망이다.

[도표 18] KOSPI 벤치마크 대비 상대 강도↓, 외인 매도 압력도 ↓



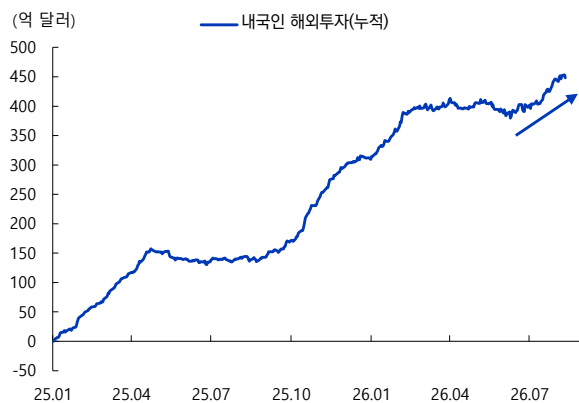
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 2022 년과 2025 년 이후 달러-원, 달러인덱스 추이



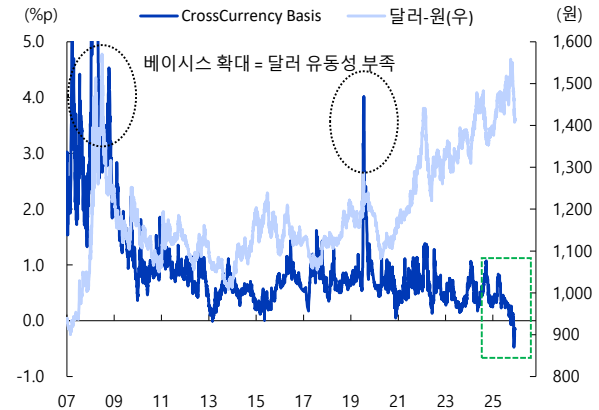
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 내국인 해외주식투자 누적: 7월부터 다시 증가세



자료: SEIbro, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 스왑시장 달러 유동성 지표는 양호



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

Appendix. Chart Book

[도표 22] 실질실효환율과 달러인덱스



자료: BIS, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 실질실효환율과 달러-엔 환율



자료: BIS, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 실질실효환율과 유로-달러 환율



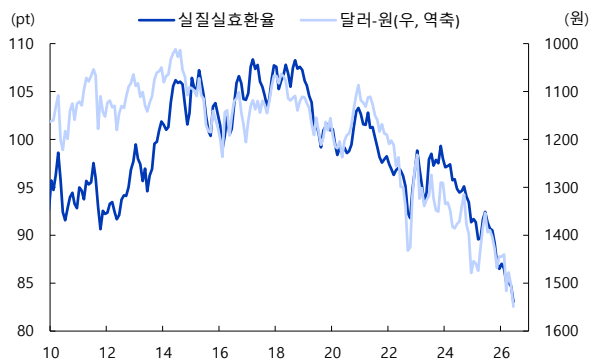
자료: BIS, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 실질실효환율과 파운드-달러 환율



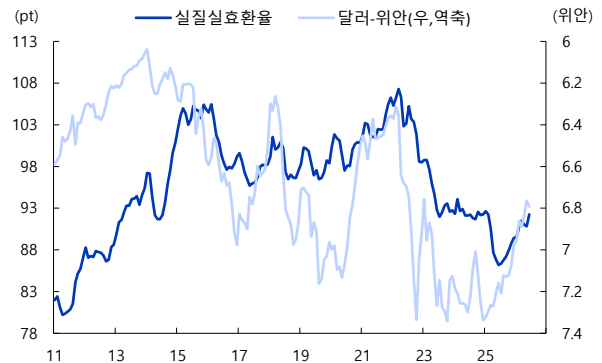
자료: BIS, 교보증권 리서치센터

[도표 26] 실질실효환율과 달러-원 환율



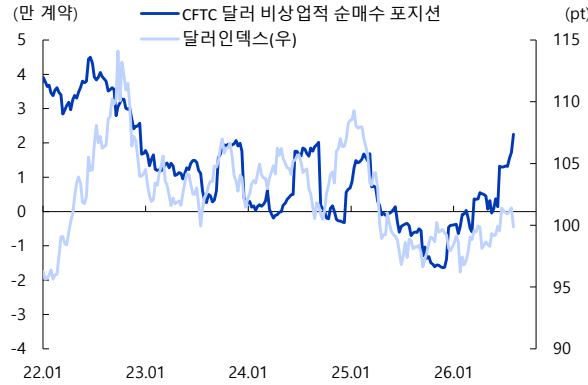
자료: BIS, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 실질실효환율과 달러-위안 환율



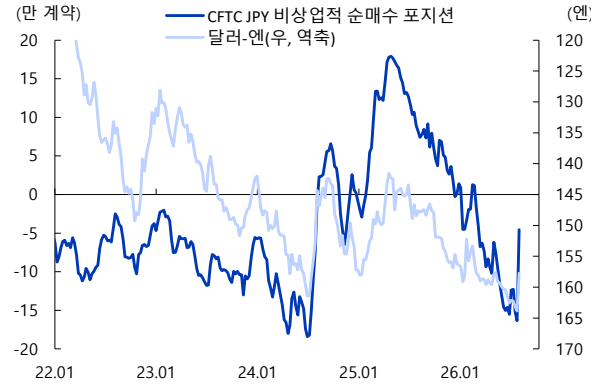
자료: BIS, 교보증권 리서치센터

[도표 28] CFTC 투기적 순매수 포지션과 달러인덱스



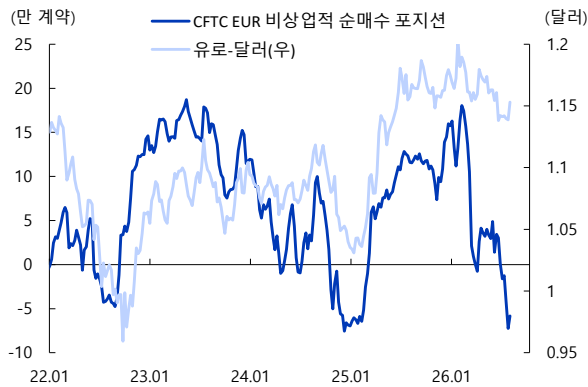
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 29] CFTC 투기적 순매수 포지션과 달러-엔 환율



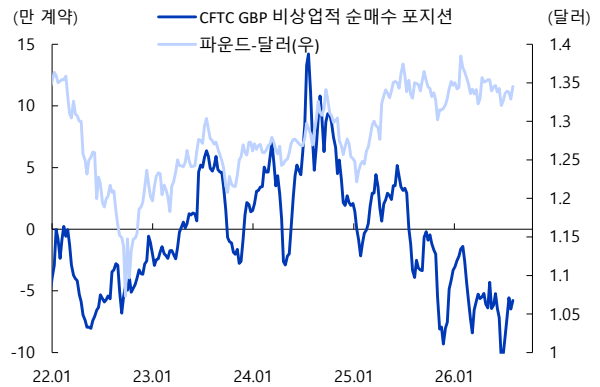
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 30] CFTC 투기적 순매수 포지션과 유로-달러 환율



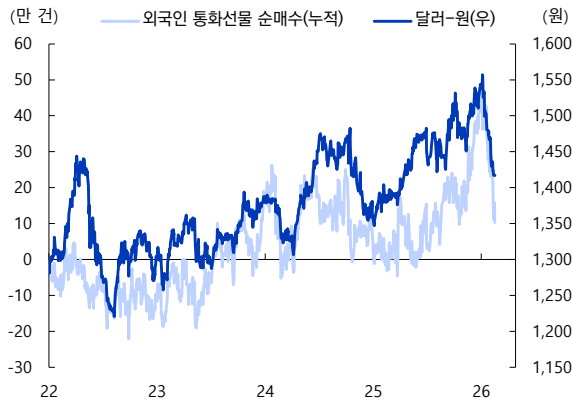
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 31] CFTC 투기적 순매수 포지션과 파운드-달러 환율



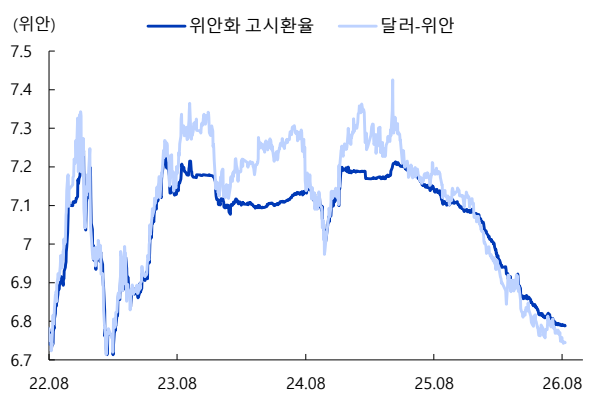
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 외국인 통화선물 순매수와 달러-원



자료: 연합인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 중국 위안화 고시환율과 달러-위안 환율



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 저작권산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.