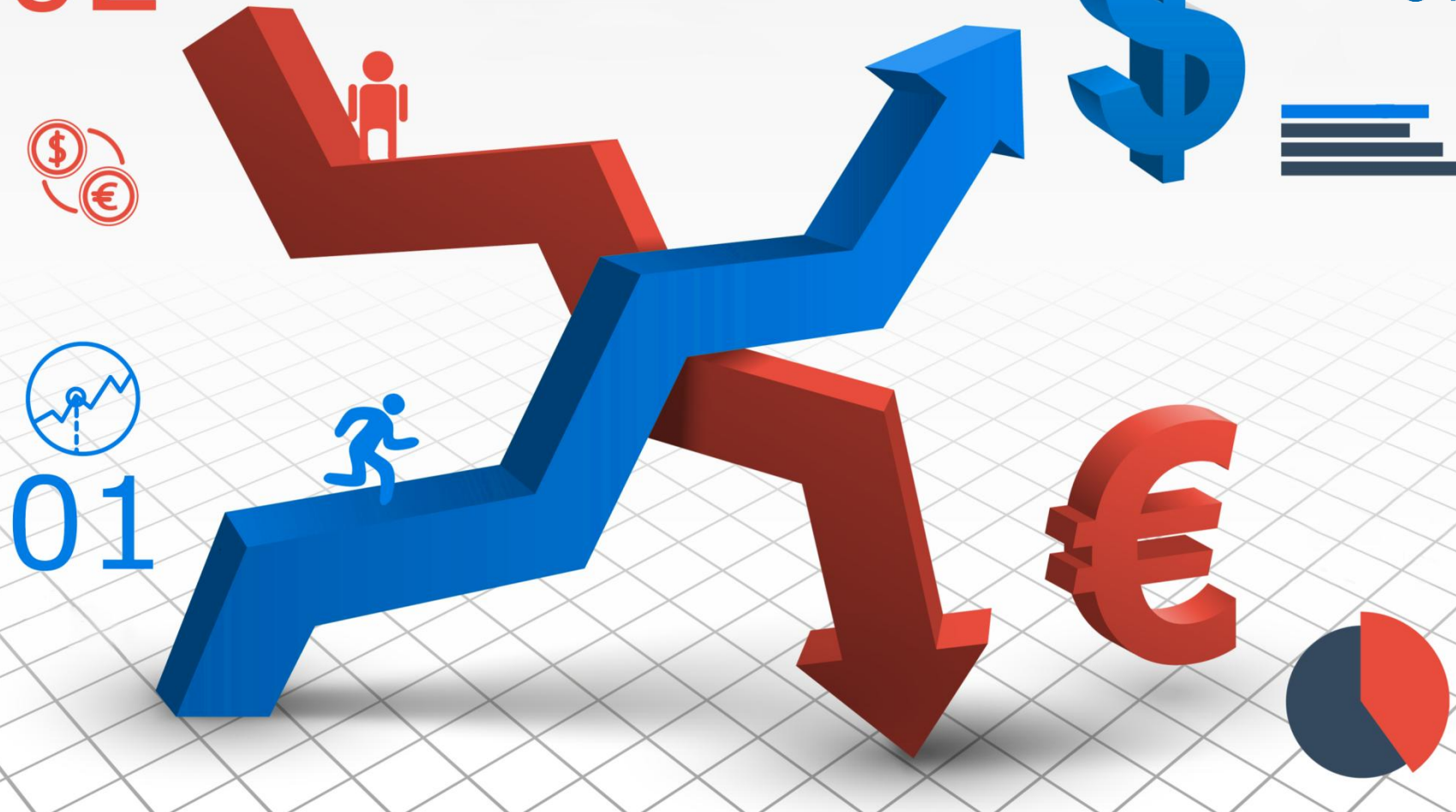


02 FOREIGN EXCHANGE



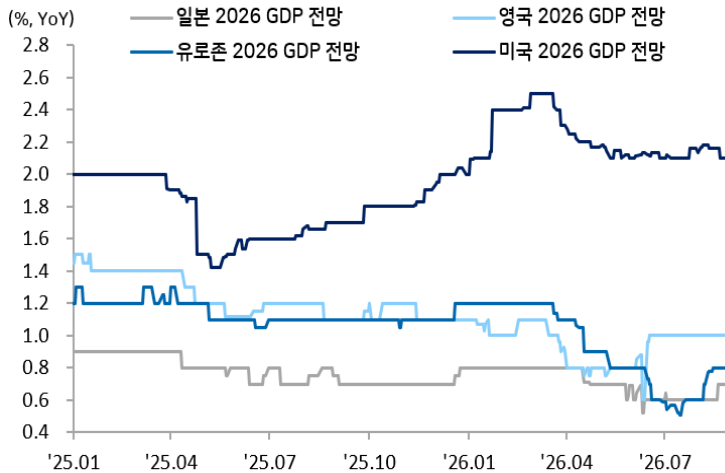
Monthly WOORI Forex Saga_09

-Steady 'Underlying' Inflation, 약달러 연장 속 달러/원 하락 숨고르기

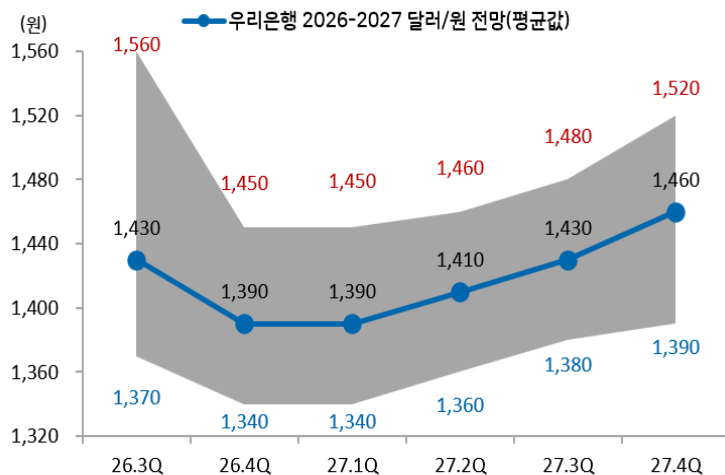
FX/Economist 민경원
eco_min1230@wooribank.com

Summary

주요국 성장 전망 반등, 달러 외 통화 투기적 매수세 유입으로 연결



달러/원 전망, 기존 연간전망으로 하단 밴드 수정 1,380 -> 1,340



Global FX: 미국 외 성장 낙관론 확대로 달러 외 통화에 대한 투기적 수요 유입 확인

- 주요국 성장 전망이 6월 말부터 반등하기 시작하면서 중동 전쟁 이후 전략적 달러화 노출을 확대한 시장 포지션에 변화 발생
- 유로화는 최근 제조업을 중심으로 경기 모멘텀이 반등하는 시점에서 헤지펀드, 기관투자자의 투기적 순매수가 증가했고, 옵션시장에서도 유로화 상승 헤지가 증가하기 시작
- 엔화는 BOJ 9월 조기 금리인상, 환헤지 비용 축소에 따른 생보사 선물환 매도 헤지 증가가 확인됨에 따라 강세 압력 확대 기대.
- 중장기적으로 생산성 개선을 앞세운 미국의 성장 예외주의, 달러화 자산 선호도 상승에 힘입어 강달러 기조가 연장될 것이란 생각엔 변함이 없으나 단기적으로는 달러 외 통화 회복을 더 주의 깊게 보자는 입장

달러/원 전망: 하단 1,380->1,340원으로 원복, 9월 달러/원 1,360~1,420원 예상

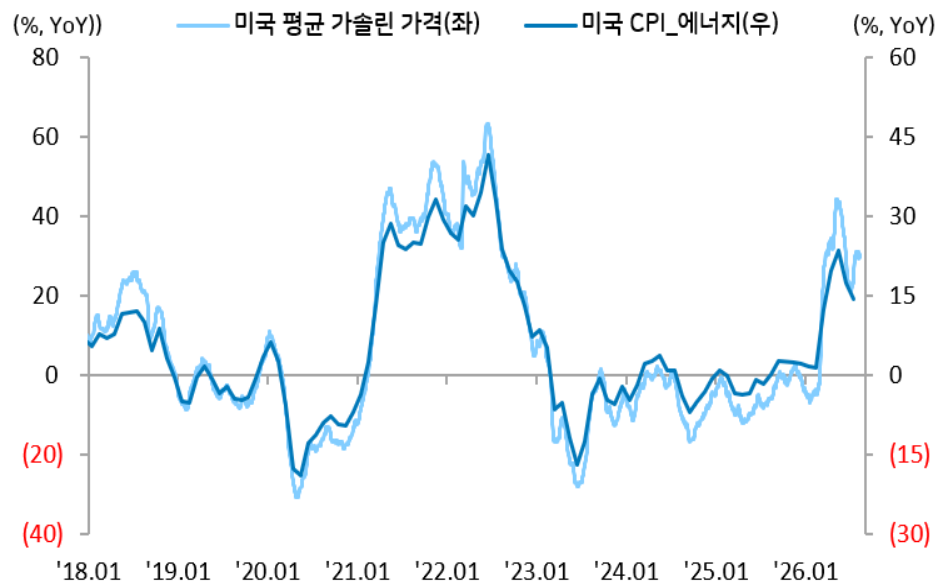
- 8월 수출업체 네고 물량이 집중되며 환율 낙폭이 깊어 졌지만 단기적으로 구조적 수급변화, 외국인 국내증시 이탈 등을 고려했을 때 반등 후 다시 하락하는 시나리오를 예상함
- 올해 상반기 국내기업 해외 생산기지 이전이 대폭 증가, 해외 현지법인 달러 송금과 재투자로 인한 수출 통계와 외환시장 실제 달러 공급 괴리가 커질 수밖에 없는 상황
- 단기적으로 주식시장 외국인 자금 투심이 회복되고 있지 않다는 점, 삼성전자 대규모 현금 배당 역송금이 환율 추가 하락을 억제하는 요인으로 작용할 듯
- 다만 반도체, 중공업 중심의 한국 수출경기 회복이 뚜렷하다는 점, 반도체 가격 및 판매량을 고려했을 때 국내증시 투자 메리트가 다시 부각될 수 있다는 점을 고려하면 내년 연초까지 환율이 하락할 것이란 전망은 종전과 동일하게 유지

I. 헤드라인 착시 vs 안정적인 기저물가, 일본 외 주요국 통화정책 옵션 '동결'로 설정

에너지발 인플레 불확실성은 해소되지 않았지만 연준 조기인상 필요성은 여전히 제한적

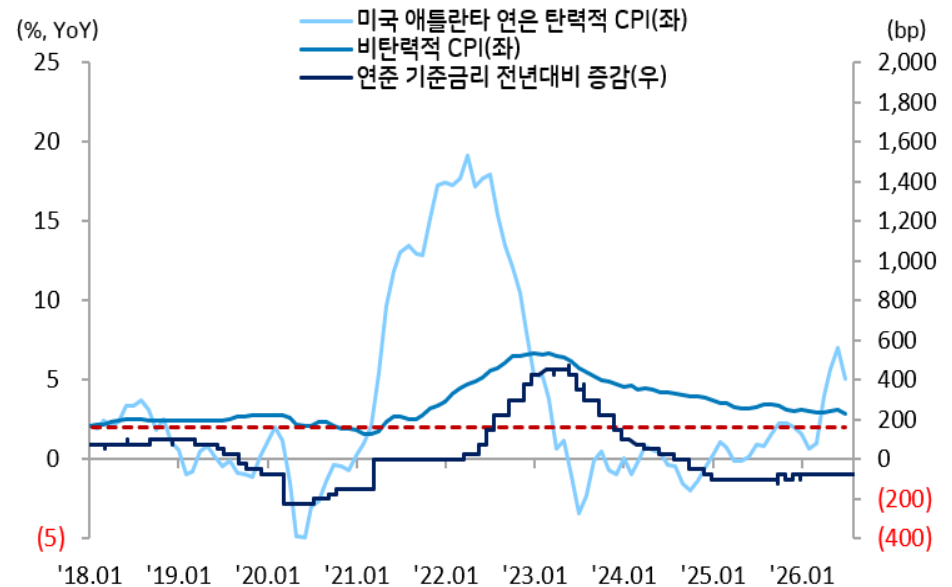
- ✓ 7월 에너지 물가는 평균 가솔린 판매 가격 반등에도 상승률이 둔화됐지만 에너지발 인플레 우려는 물가 전망의 뇌관으로 유지되는 중
- ✓ 클리블랜드, 미니애폴리스, 댈러스 연은 연준 위원 3인은 유가 상승의 인플레이션 전이 효과를 경계하며 조기 인상을 주장을 고수함
- ✓ 다만 2022년 연준 긴축 트리거로 작용했던 비탄력 인플레이션 압력은 6월 3% 초반에서 2% 후반으로, 7월에도 2% 중반 상승에 그침

7월 중동 불확실성 재점화로 가솔린 가격이 반등했지만 에너지 물가 상승 둔화



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

연준 금리인상을 촉발할 수 있는 비탄력적 인플레이션 압력은 상승 징후 부재

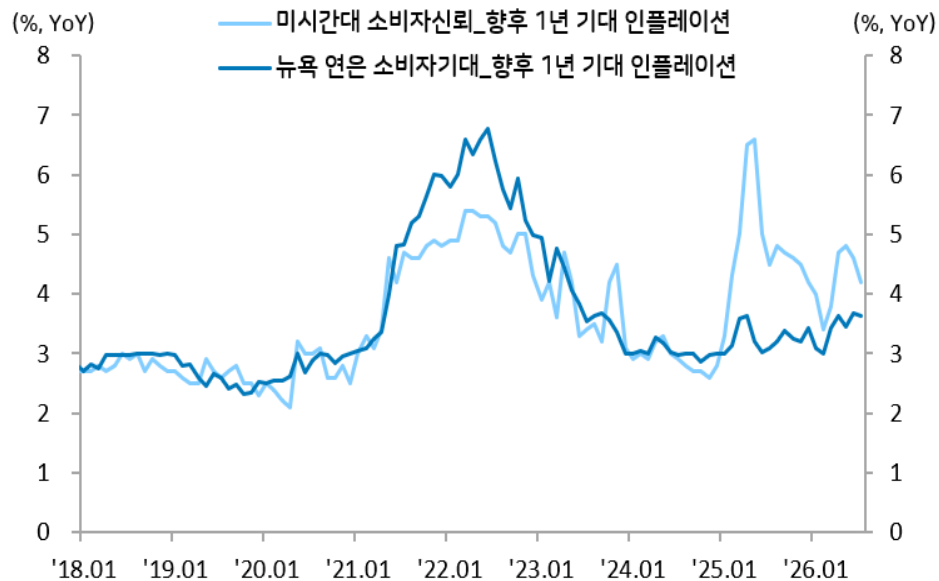


I. 헤드라인 착시 vs 안정적인 기저물가, 일본 외 주요국 통화정책 옵션 '동결'로 설정

미국 소비자 기대 인플레이션은 에너지 가격 전망이 하락한 덕분에 5월 이후 안정권

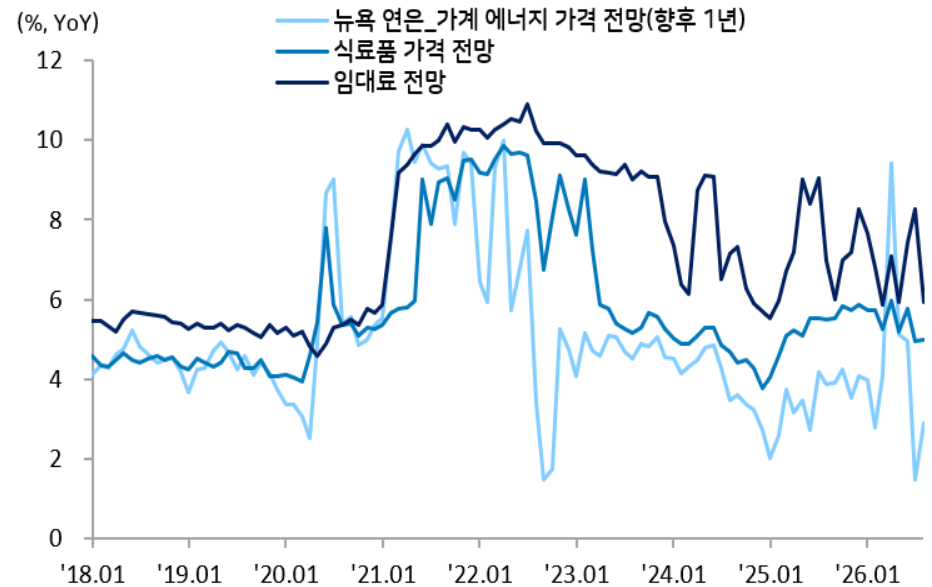
- ✓ 소비자 1년 기대인플레이션도 2021, 2022년과 비교했을 때 낮은 수준에 머물러 있고, 추세적인 상승 흐름도 눈에 띄지 않는 상황
- ✓ 오히려 미시간 서베이에서 5월 이후 소비자 단기 물가 전망은 하락했고, 뉴욕 연은 서베이 에서도 인플레 우려가 크다는 징후 부재
- ✓ 가솔린 판매 가격이 상승했음에도 소비자 향후 1년 에너지 가격 전망이 하락했다는 통계는 고물가에 대한 우려를 완화시키는 요인

소비자 단기 기대 인플레이션은 미시간, 뉴욕 연은 서베이 모두 5, 6월 이후 하락



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

7월 가솔린 판매 가격 상승에도 소비자는 향후 에너지 가격 전망을 대폭 낮춰

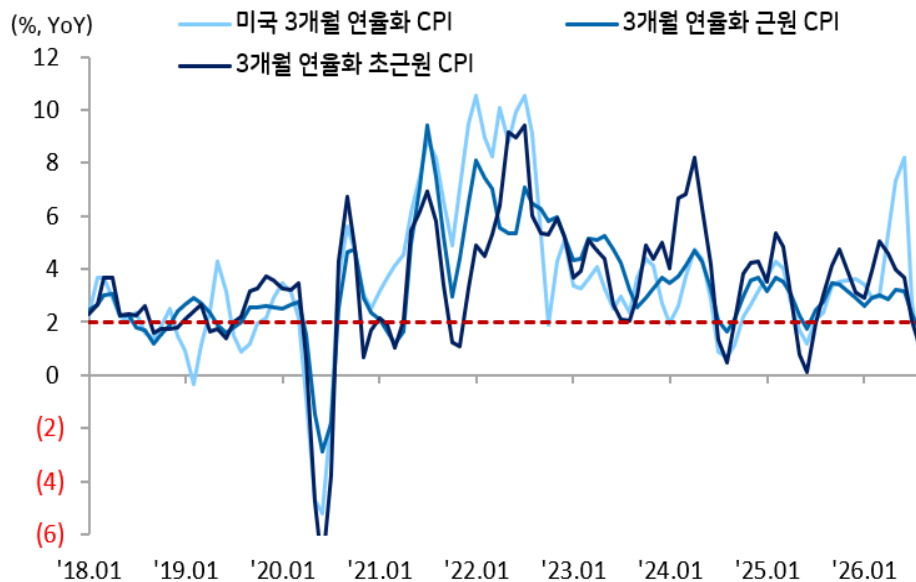


I. 헤드라인 착시 vs 안정적인 기저물가, 일본 외 주요국 통화정책 옵션 '동결'로 설정

단기 인플레이 추세 2% 목표 근접, 기저물가 하향 안정화 -> 연준 금리인상 시나리오 배제

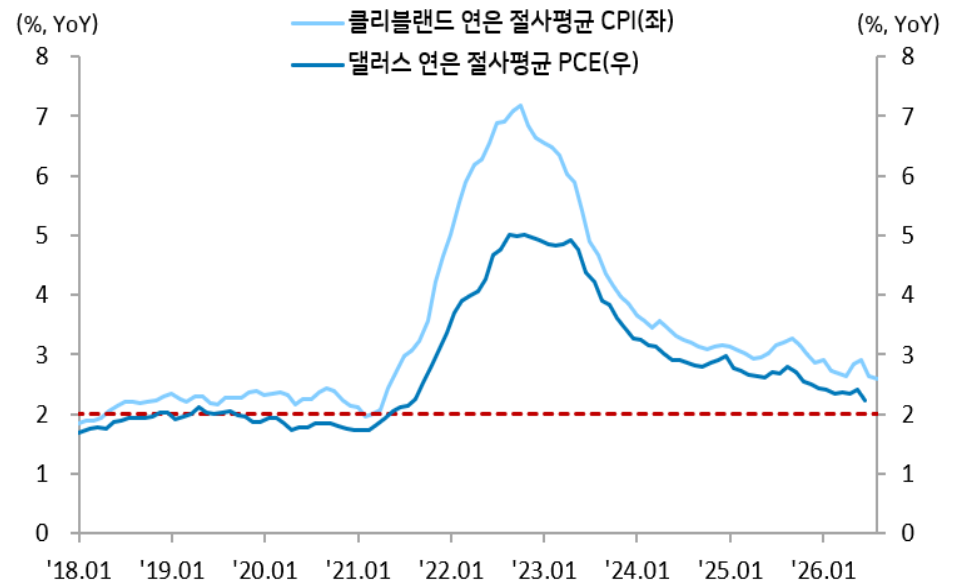
- ✓ 7월 미국 CPI는 전년대비 3.4% 상승하며 6월 3.5%보다 낮은 수치를 기록했고, 단기적인 물가 방향성도 2% 목표 아래로 내려옴
- ✓ 변동성 항목을 제외한 기저 인플레이션을 측정하는 절사평균 PCE, CPI 하락은 하반기 연준 금리인상 가능성을 배제하는 근거 중 하나
- ✓ 따라서 당행은 연준 동결 전망 유지, 통화정책 테일 리스크로 연말 금리인하 또는 내년 1분기 인하를 암시하는 시나리오를 깔고 있음

3개월 연율화 기준 헤드라인, 근원 2% 목표 수준 하회 & 초근원도 2% 기록



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

미국 절사평균 PCE, CPI 물가는 잠깐의 반등은 있었지만 디스 인플레이 추이 유지

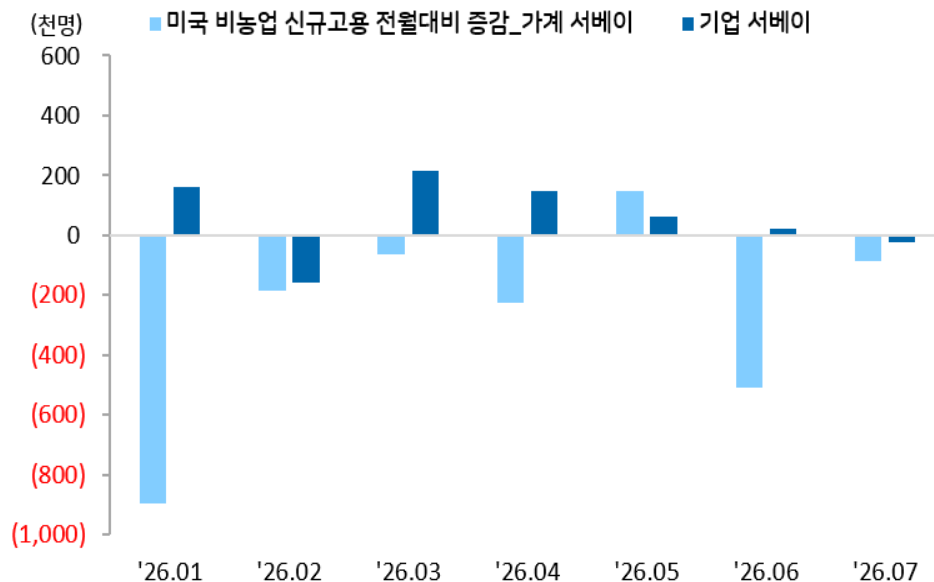


I. 헤드라인 착시 vs 안정적인 기저물가, 일본 외 주요국 통화정책 옵션 '동결'로 설정

연준 통화정책 테일 리스크를 인하로 보는 이유는 미국 고용경기 냉각 신호가 확인됐기 때문

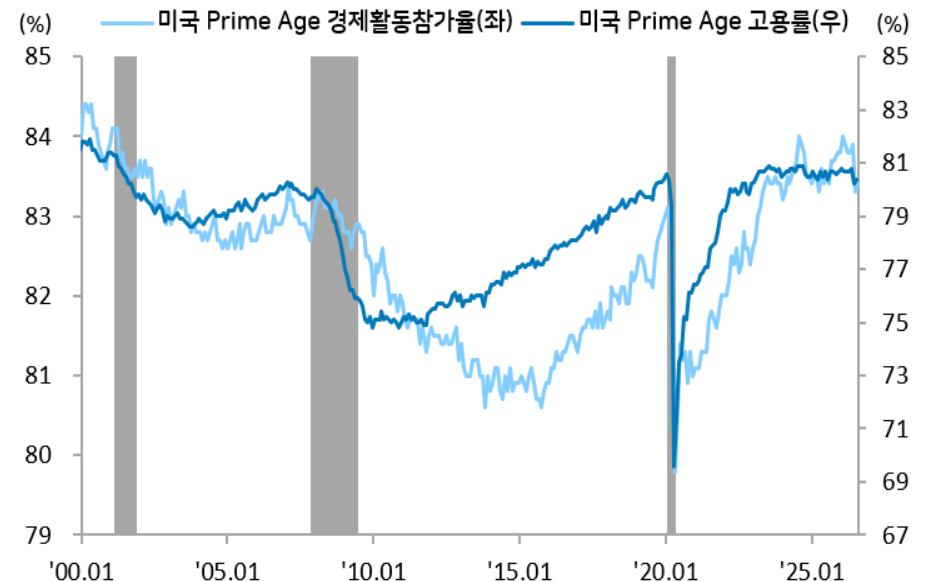
- ✓ 연준 위원 다수가 고용을 긍정적으로 진단하는 것과 달리 당행은 7월 신규 고용 감소 뿐만 아니라 경제활동참가, 고용률 하락에 주목
- ✓ 올해 1~7월 신규고용에서 가계 서베이는 5월을 제외하면 마이너스, 기업 서베이도 3월 고점을 찍고 둔화되다 7월 마이너스로 전환
- ✓ 고용시장 경기침체 트리거 중 하나인 Prime Age 경제활동참가율과 고용률도 동반 하락하면서 연준의 평가와 반대되는 상황 관찰

올해 미국 비농업 신규고용은 가계는 대부분 감소, 기업도 7월 전월대비 감소



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

미국 25-54세 경제활동참가율과 고용률이 동반 하락하며 고용냉각 가시화

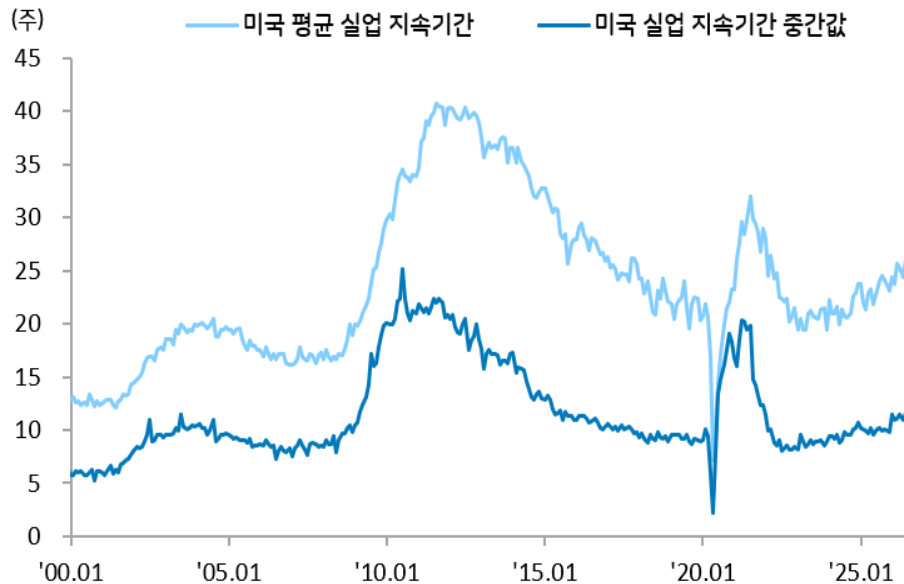


I. 헤드라인 착시 vs 안정적인 기저물가, 일본 외 주요국 통화정책 옵션 '동결'로 설정

실업률 하락은 장기실업자들의 구직 포기 증가에 따른 통계적 착시 현상일 확률이 높음

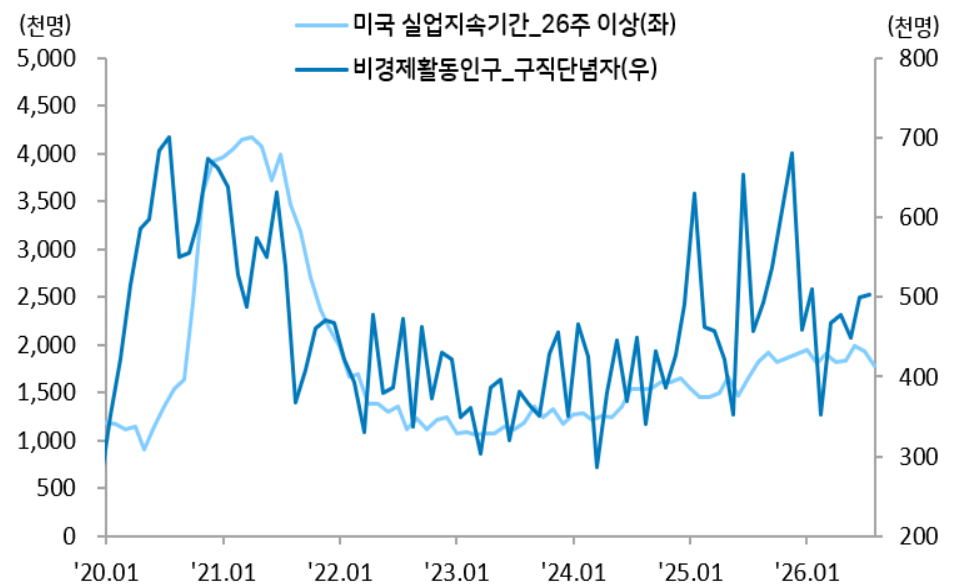
- ✓ 실업률이 4.1%로 하락하면서 양적 고용 감소에도 불구하고 고용경기가 양호하다는 해석을 할 수 있지만 이는 통계적 착시에 불과
- ✓ 고용 구조적 침체 트리거로 꼽는 실업 지속기간 중간값 하락을 양적 고용이 감소한 상황에서 신규 고용 효과라고 분석하기 어려움
- ✓ 장기실업자 이탈이 구직단념자 증가와 맞물리면서 현재 4% 초반의 낮은 실업률은 고용 악화 신호를 제대로 반영하지 못했다는 평가

고용 침체 트리거 중 하나인 실업 지속기간, 평균은 우상향 vs 중간값은 반락



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

실업지속기간 중간값 하락은 장기 실업자 중 구직단념자가 증가한 것이 원인

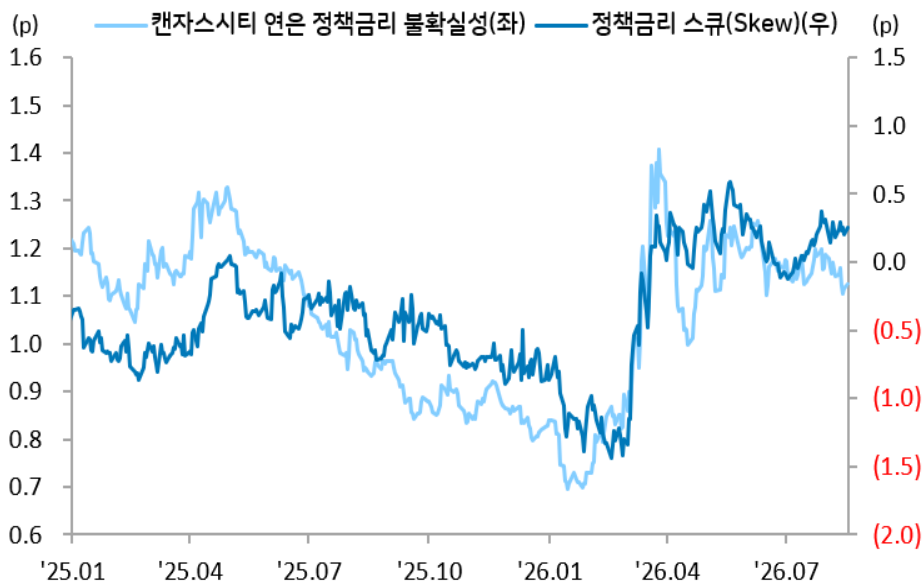


I. 헤드라인 착시 vs 안정적인 기저물가, 일본 외 주요국 통화정책 옵션 '동결'로 설정

미국 인플레이션, 고용경기 모멘텀을 고려했을 때 시장의 연준 금리인상 베팅은 축소될 전망

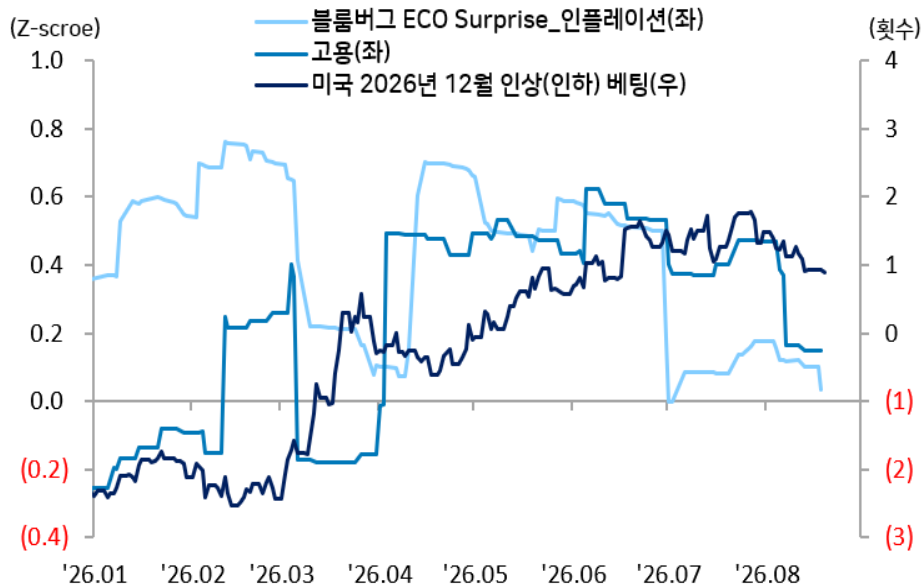
- ✓ 8월 말 옵션시장 정책금리 스큐는 양수, 불확실성은 하락하는 방향으로 베팅, 연내 금리인상 가능성을 여전히 높게 평가하는 분위기
- ✓ 금리선물도 연말까지 1회 인상 확률을 80%로 반영하면서 7월 물가지표 둔화, 고용경기 냉각에도 매파적 연준에 대한 경계를 유지
- ✓ 최근 물가지표 서프라이즈가 부재하고, 견고한 고용 회복세도 빠르게 둔화됨에 따라 연내 인상에 대한 확신도 떨어질 것으로 판단

옵션시장 정책금리 스큐(Skew) 0 상회, 시장 기대는 아직까지 금리인상 쪽



출처: Kansas Citi Fed, Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

미국 물가, 고용 모멘텀 시장 컨센스에 부합, 연내 인상 베팅 점진적 후퇴 기대

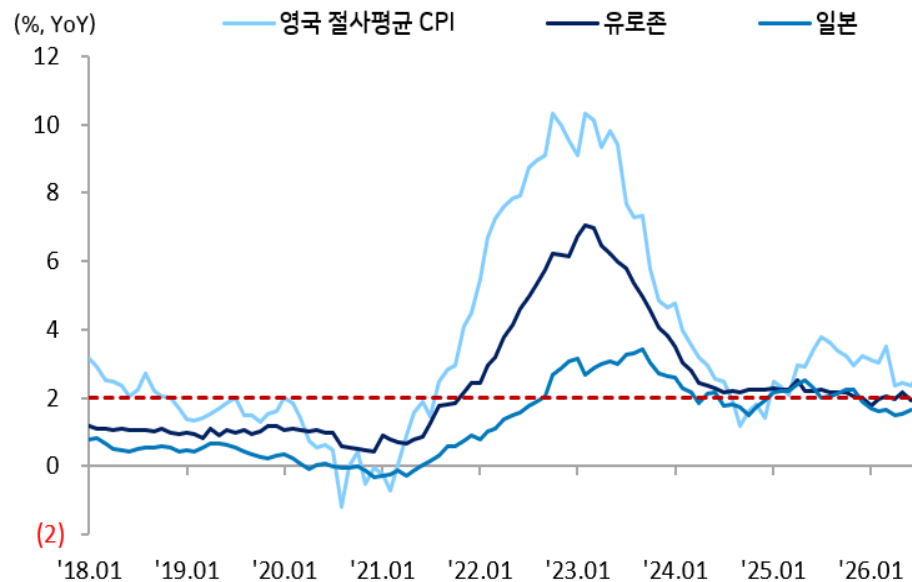


I. 헤드라인 착시 vs 안정적인 기저물가, 일본 외 주요국 통화정책 옵션 '동결'로 설정

주요국 중앙은행도 기저 인플레이가 2% 물가 목표와 큰 차이를 보이지 않아 인상 가능성 배제

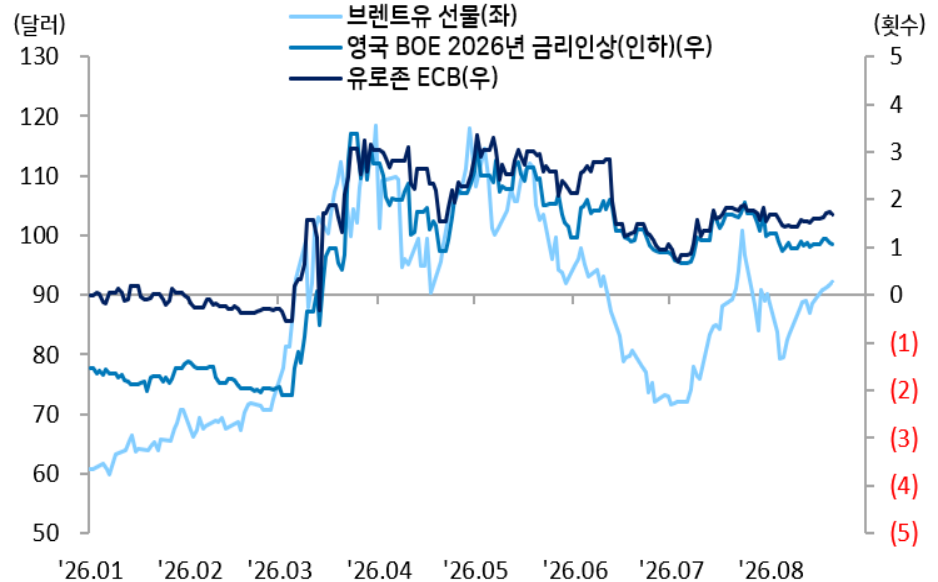
- ✓ 영국, 유로존, 일본 기저 절사평균 인플레이션은 2% 목표에서 크게 벗어나지 않은 상황, 에너지 비용이 다른 항목으로 전가되지 않음
- ✓ 영국이 상반기 일시적으로 인플레 압력이 커지긴 했지만 2% 중반으로 내려오면서 2022~2023년 같은 고물가 징후는 부재한 상황
- ✓ 미국 외 주요국 기저 인플레이션이 목표 수준에 머무를 경우 현재 ECB, BOE 최소 1회 인상을 반영한 컨센서스는 낮아질 확률이 높음

미국 외 주요국 기저 인플레이션도 목표치인 2%를 벗어났다고 보기 어려움



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

기저 인플레이션을 고려했을 때 ECB, BOE 추가 인상 베팅은 시장 과민반응

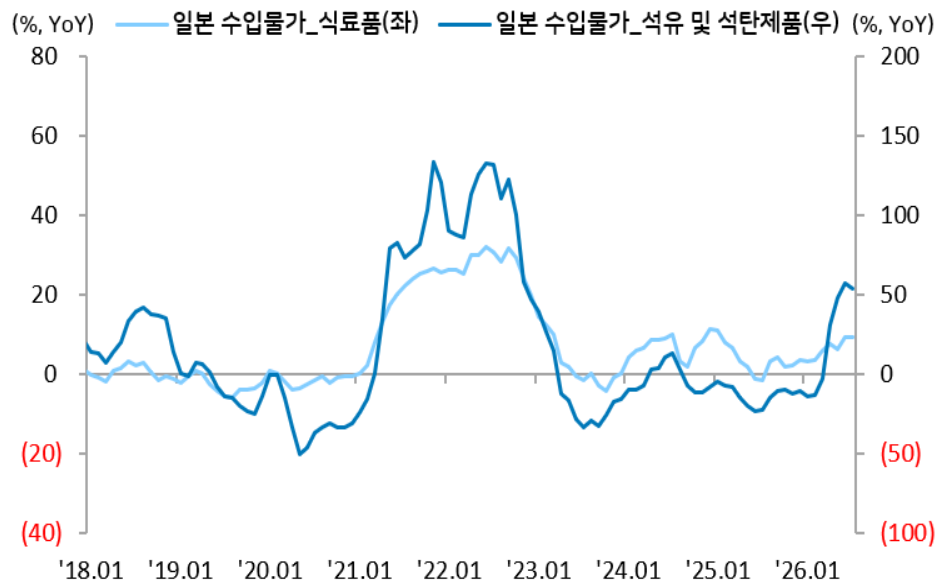


I. 헤드라인 착시 vs 안정적인 기저물가, 일본 외 주요국 통화정책 옵션 '동결'로 설정

일본만 수입물가 상승 및 가계 인플레이션 우려 확대로 금리인상이 기정사실로 굳어지는 중

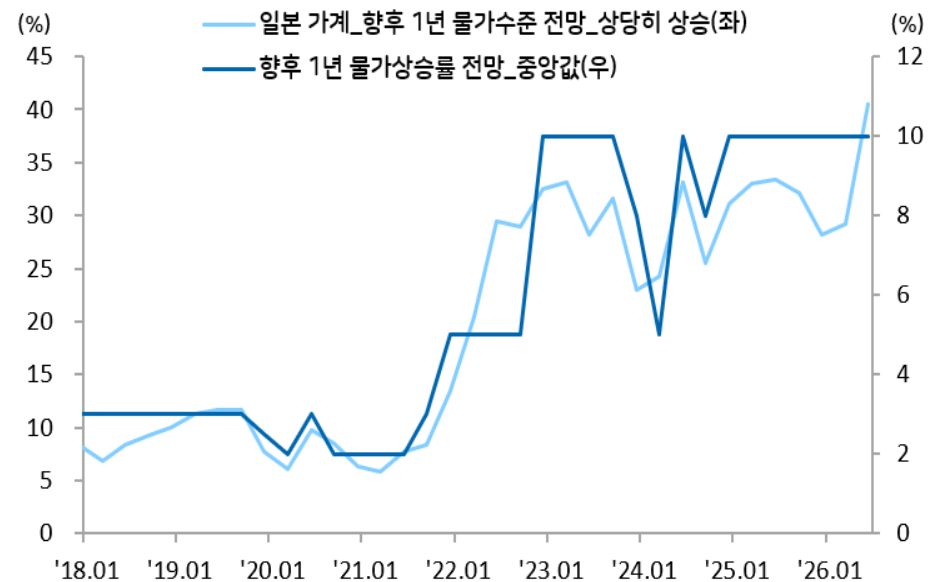
- ✓ 일본은 미국, 영국, 유럽과 달리 실질 물가, 소비자 기대 인플레이션 부담 때문에 BOJ가 금리인상 카드를 조기에 사용할 공산이 큼
- ✓ 엔화 가치 방어 때문에 기존 인상 시점이 9월까지 앞당겨 졌지만 본질은 높은 수입물가, 가계 물가전망 악화를 막기 위한 정책 대응
- ✓ 특히 1년 후 가격이 상당히 상승할 것이란 가계 응답 비중이 1분기 29.2%에서 2분기 40.5%로 급등하며 인상엔 필요한 명분 확보

일본 식료품, 에너지 수입물가는 올해 상승폭을 확대, 실질물가 상승을 이끌어



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

가계 향후 1년 물가 전망 중간값 10% 유지, 향후 물가 상승 우려도 고공행진

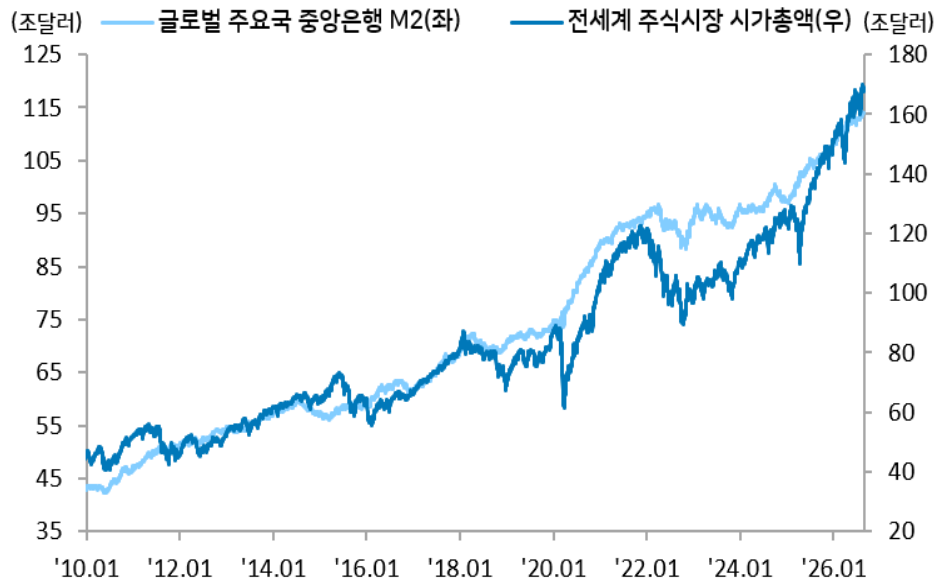


II. 자산가격 버블 논란을 일축하는 생산성 개선의 '미국'과 저평가의 '신흥국'

주요국 중앙은행 금리인상 카드 배제 시나리오는 위험자산 가격에 호재, 버블 논란은 점검 필요

- ✓ 일본을 제외한 주요국 중앙은행 통화정책이 유동성 환수가 아닌 최소한 동결, 향후 인하 시나리오로 귀결된다면 자산가격에는 호재
- ✓ 2010년 이후 주요국 중앙은행 M2 증가가 자산가격 상승을 이끌었고 팬더믹, 2024년 이후 중앙은행발 자산가격 부양은 더욱 심화
- ✓ 또한 GDP 대비 유동성은 정체인데 반해 GDP 대비 글로벌 시가총액이 전고점을 돌파하며 자산가격 버블 리스크 논란도 동반 확대

2010년 이후 글로벌 주식시장 시가총액은 중앙은행 유동성 공급 확대가 주도



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

GDP 대비 유동성은 크게 늘지 않았지만 GDP 대비 자산가격은 전고점을 경신

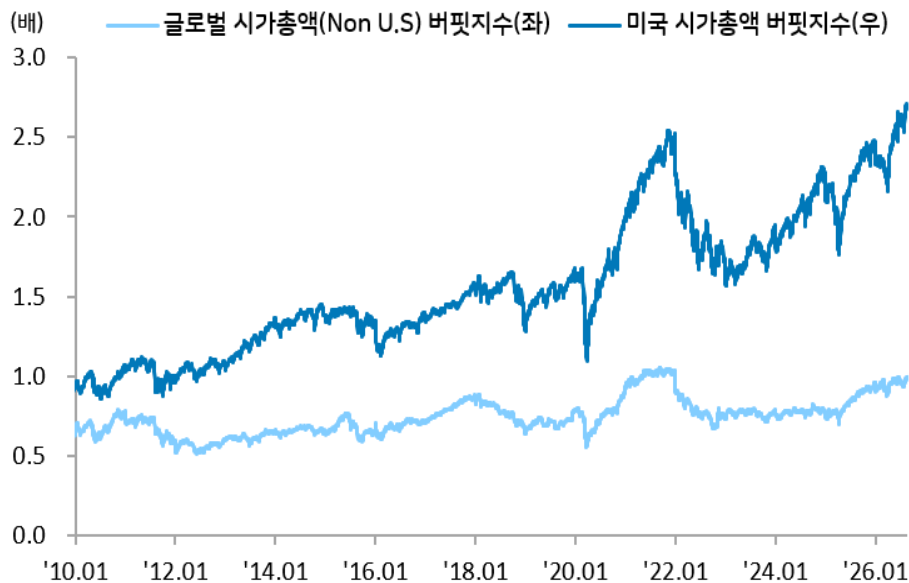


II. 자산가격 버블 논란을 일축하는 생산성 개선의 '미국'과 저평가의 '신흥국'

글로벌 자산가격 버블을 주도하고 있는 미국 시가총액 상승은 생산성 개선이라는 정당성을 확보

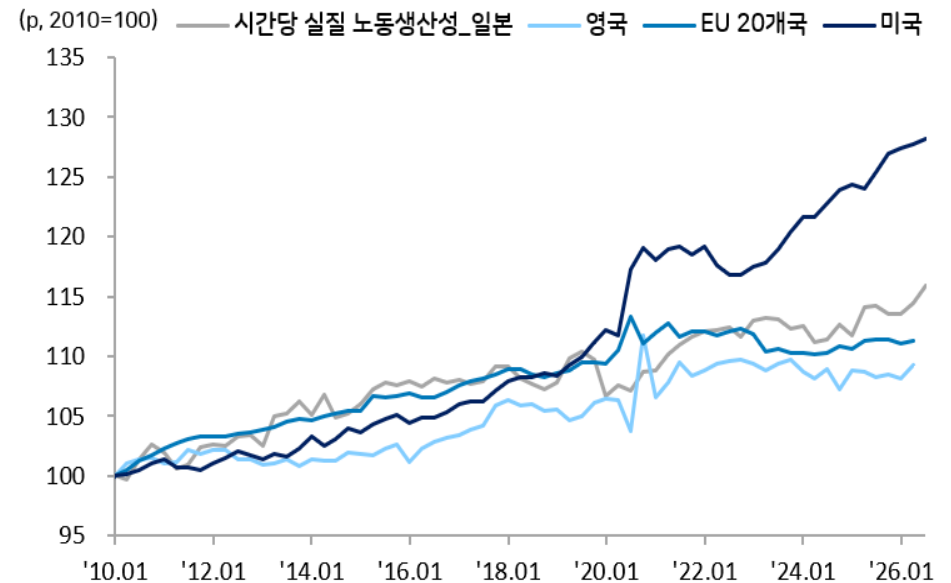
- ✓ 미국과 미국 외 국가 버핏지수를 비교하면 2020년대 글로벌 위험자산 과열, 버블의 발생 원인은 대부분 미국발이라는 결론이 도출
- ✓ 미국 버핏지수는 2.7배로 약 0.9배에 불과한 미국 외 국가와 비교했을 때 총생산 대비 자산가격이 고평가 됐다는 해석이 가능하지만
- ✓ 노동생산성을 보면 미국 자산가격 상승은 단순히 유동성 효과 외에도 주요국 중 압도적인 펀더멘탈 개선이 뒷받침 되고 있음을 확인

증시 과열 지표 미국과 미국 외 격차 확대, 자산가격 버블이 미국 주도라는 함의



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

국가별 경쟁력을 측정하는 생산성 미국의 압도적 우위 확인, 자산가격 상승 지지

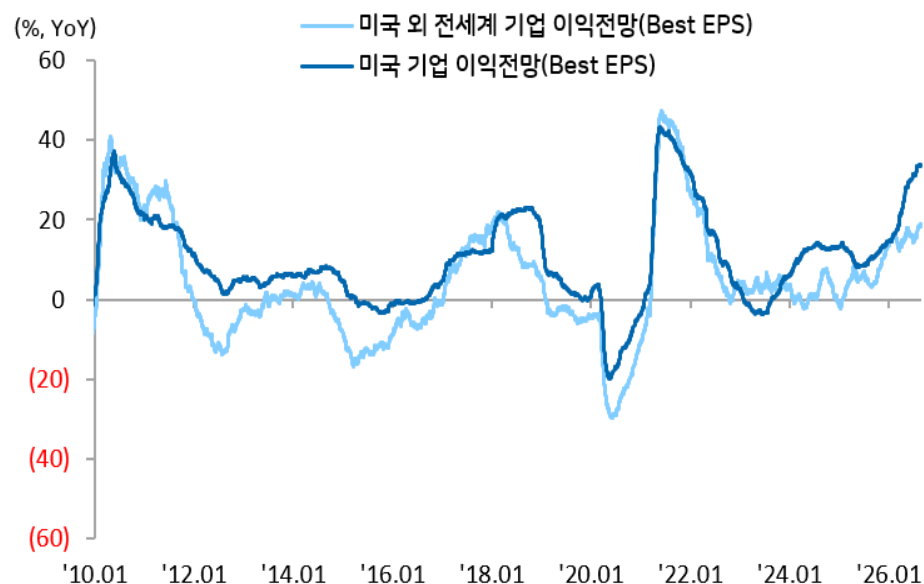


II. 자산가격 버블 논란을 일축하는 생산성 개선의 '미국'과 저평가의 '신흥국'

펀더멘탈 뿐만 아니라 기업 실적전망의 가파른 상향 조정도 미국 자산가격 버블 우려를 일축

- ✓ 생산성 개선이라는 거시적 변화 외에도 미국은 기업 이익 전망 개선폭이 미국 외 국가보다 더 높은 수준을 달성했다는 명분을 지님
- ✓ 미국 기업 선행 EPS는 8월 전년대비 약 33% 상승을 기록하며 미국 외 전세계 기업 선행 EPS 상승률(+18.6%)에 약 두 배에 달하는 수준
- ✓ 실적 전망을 바탕으로 PER을 계산해 보면 미국이 상대적으로 높은 것은 맞지만 팬더믹 직후 23배에 비하면 밸류에이션 부담은 낮음

기업 이익 전망 개선 속도 비교해 보면 미국 주식시장 유동성 풀림은 타당함



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

기업 실적전망을 반영한 PER은 미국 주식시장이 버블이라는 주장을 일축

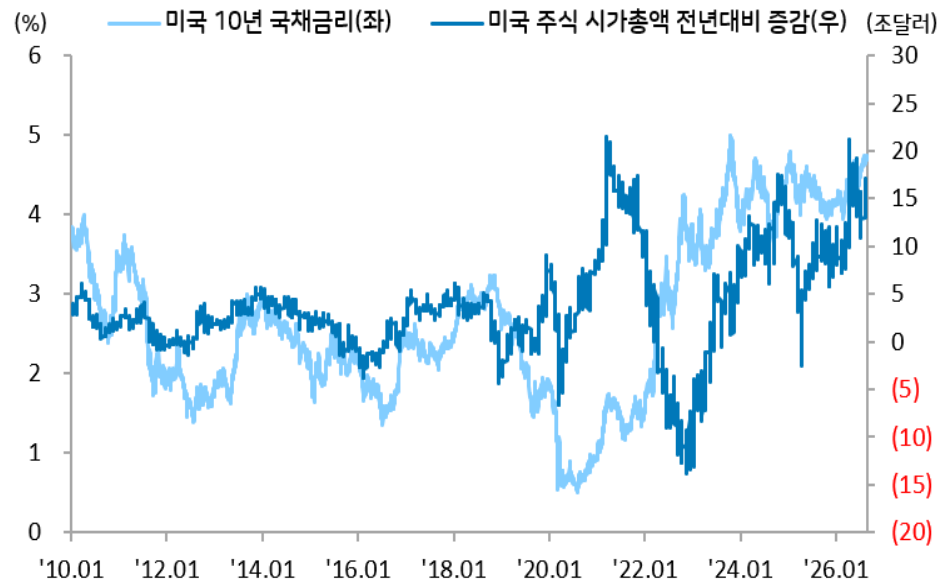


II. 자산가격 버블 논란을 일축하는 생산성 개선의 '미국'과 저평가의 '신흥국'

장기금리 상승은 위험자산 상승에 부담 요인이나 연준 금리인상만큼 직접적인 위협은 아님

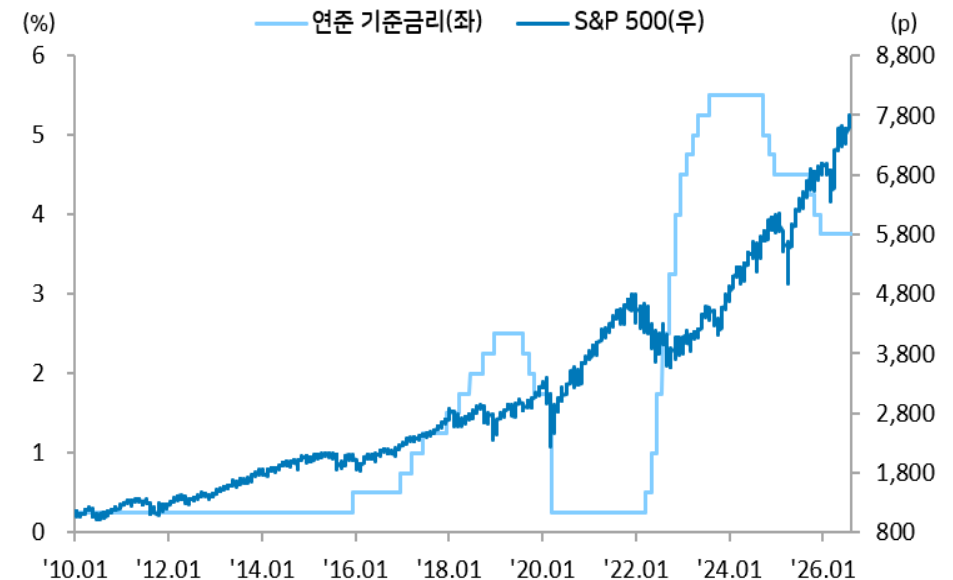
- ✓ 최근 미국을 비롯한 글로벌 장기금리 상승이 주식시장에 잠재적 위험으로 꼽히지만 금리인상을 배제한 상황에서는 큰 위험이 아님
- ✓ 국채금리 상승은 미래 현금흐름 할인율이 올라 자산가격을 낮추지만 성장이 견고한 상황에서는 주가와 동반 상승하는 경우도 빈번
- ✓ 중동 불확실성 장기화에도 유가 상승이 제한되고 연준 금리인상 확률이 낮아진다면 금리 상승이 자산가격 붕괴로 이어질 소지는 낮음

장기 국채금리 상승은 할인율 상승 재료지만 무조건 주가 하락을 유발하진 않음



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

주식 측면에서 직접적인 금리발 밸류에이션 위험은 연준의 금리인상 리스크



II. 자산가격 버블 논란을 일축하는 생산성 개선의 '미국'과 저평가의 '신흥국'

중동발 불확실성 민감도 하락, 호르무즈 정상화 기대 재조명시 장기금리 상승 우려 완화 예상

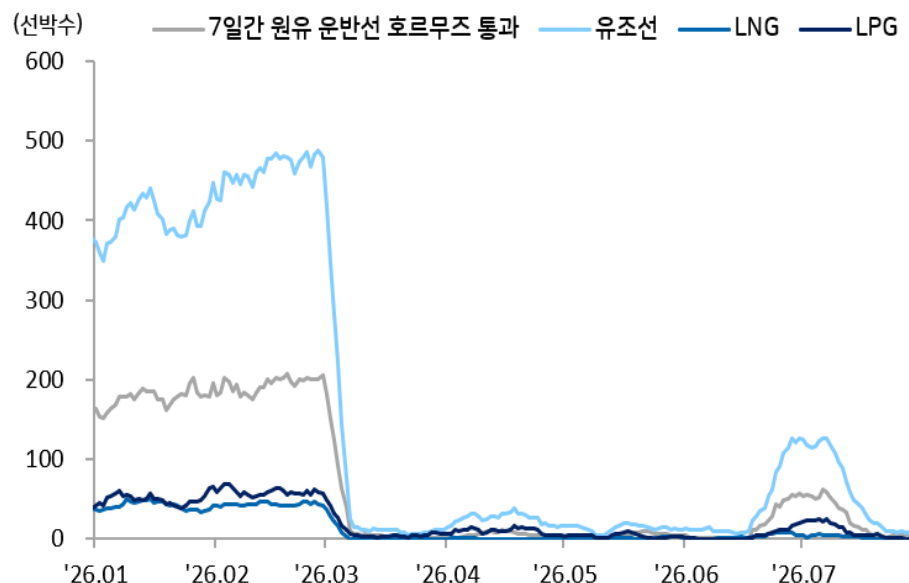
- ✓ 상반기 시장 불확실성을 극단으로 끌어 올렸던 중동 지정학 리스크는 8월 들어 헤드라인 이벤트 민감도가 낮아져 영향력이 축소됨
- ✓ 호르무즈 해협 봉쇄 장기화에도 1~4월처럼 시장의 원유 롱/숏 비율이 급증하는 움직임은 확인되지 않으며 국제유가 상승도 제한적
- ✓ 오히려 8월말 호르무즈 선박 통과 가이드 라인 협상 소식에 유가가 급락하면서 향후 장기금리 상승 부담은 점진적으로 축소될 전망

중동발 불확실성이 장기화 되면서 시장 민감도 하락, 유가 상승 베팅 제한적



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

호르무즈 해협 봉쇄가 완화되는 방향으로 갈 경우 7월처럼 유가 하방압력 확대

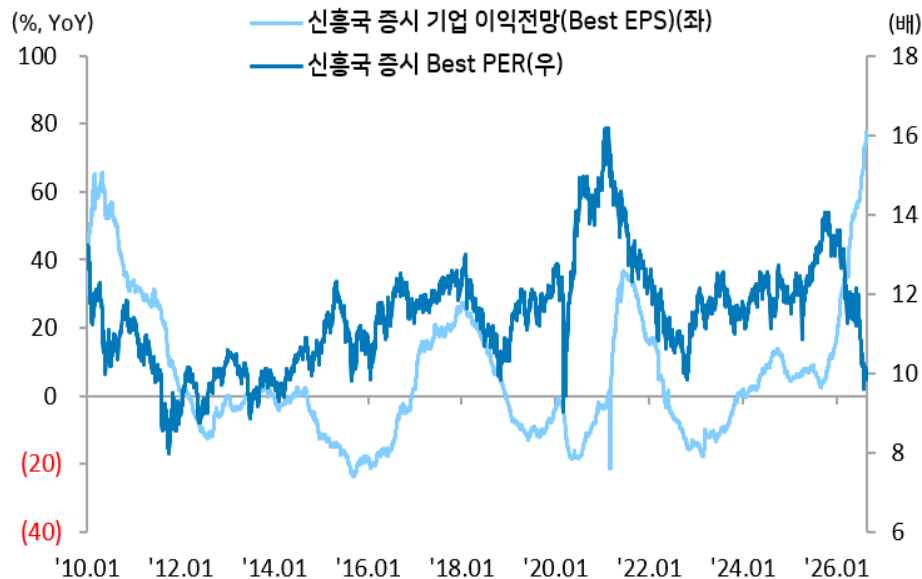


II. 자산가격 버블 논란을 일축하는 생산성 개선의 '미국'과 저평가의 '신흥국'

신흥국은 이익전망 대비 밸류에이션이 지나치게 낮음, 연준 동결 기조 유지 시 상승 여력 충분

- ✓ 신흥국 주식시장은 기업실적 전망 개선폭이 미국보다 크지만 실적대비 주가(PER)는 팬더믹 이후 가장 낮은 수준에 머무르는 중
- ✓ 한국, 대만 반도체 실적 개선 외에도 신흥국 기업 실적이 대폭 상향 조정된 만큼 금리, 통화정책 불확실성이 저평가를 유발했다는 판단
- ✓ 주요국 통화정책 동결로 밸류에이션 리스크가 약화될 경우 가장 저평가된 자산 중 하나인 신흥국 주식시장으로 유동성 유입 가능성

신흥국 기업 이익 전망은 전년대비 70% 후반을 기록하고 있지만 저평가 상태



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

연준 통화정책 불확실성 배제 시 신흥국 자산가격도 상승할 가능성이 높음

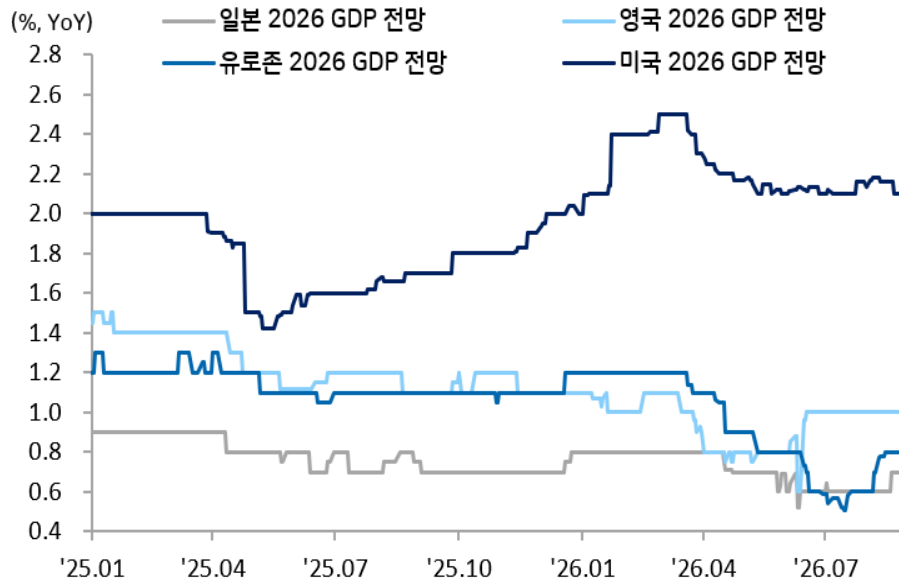


Ⅲ. 단기적으로 비미국 성장 낙관론이 초래할 약달러, 다만 위안화는 수급 공백기

상반기 미국과 주요국 성장 전망 격차 확대 -> 미국 외 성장 낙관론 확대로 시장 분위기 반전

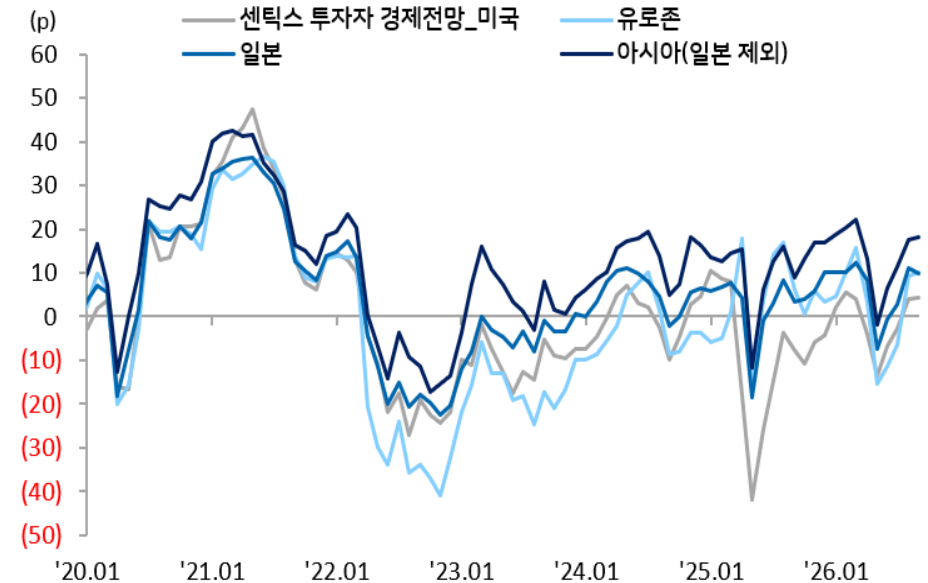
- ✓ 연말, 연초 미국 성장 예외주의가 다시 부상하며 주요국 성장 간극이 벌어졌지만 6월 이후 미국 외 국가 GDP 전망치가 상향되기 시작
- ✓ 중장기적으로 생산성 개선을 앞세운 미국 성장 모멘텀이 가장 견고하다는데 이견이 없으나 단기적으로는 격차가 좁혀졌다는데 주목
- ✓ 개인, 기관 투자자 성장 전망도 4월 바닥을 찍고 반등하고 있으며, 미국보다 유로존, 일본, 아시아 국가 전망이 미국보다 빠르게 개선

6월 말 영국, 7월 유럽과 일본 성장 전망 상향 -> 미국과 성장전망 격차 축소



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

개인 및 기관 투자자 성장 전망도 미국 외 국가를 더 낙관적으로 평가하는 중

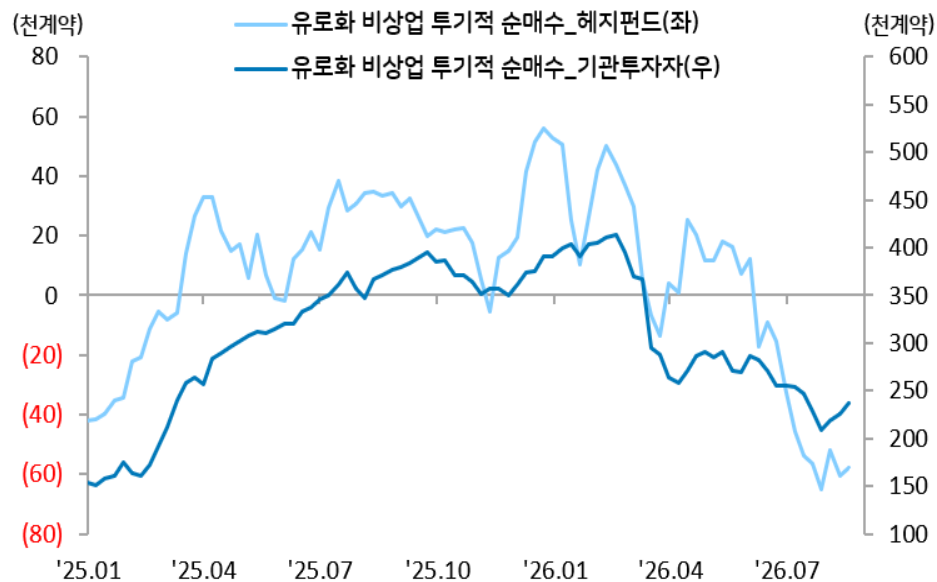


Ⅲ. 단기적으로 비미국 성장 낙관론이 초래할 약달러, 다만 위안화는 수급 공백기

중동 지정학 리스크에 달러화 노출을 늘렸던 기관투자자, 옵션시장과 유로화 강세 베팅 시작

- ✓ 올해 3월을 기점으로 유로화 롱포지션을 축소했던 기관투자자는 유로존 성장 전망이 개선되기 시작한 7월 이후 다시 유로화 선물 매수
- ✓ FX 옵션시장에서는 1, 3, 6개월 유로/달러 리스크 리버설이 급등하며 유로화 상승에 베팅하는 콜옵션이 빠르게 누적되고 있음을 확인
- ✓ 유로존 성장전망 반등 시점과 그 이후 유로/달러 상승 베팅이 증가함에 따라 펀더멘탈 개선이 유로화 투기적 수요 확대로 연결되는 중

유로존 성장 전망 반등 시점에 기관투자자 유로화 투기적 롱플레이 유입 확인



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

옵션시장도 유로/달러 오버슈팅에 대비, 펀더멘탈 개선 -> 투기적 수요 확인

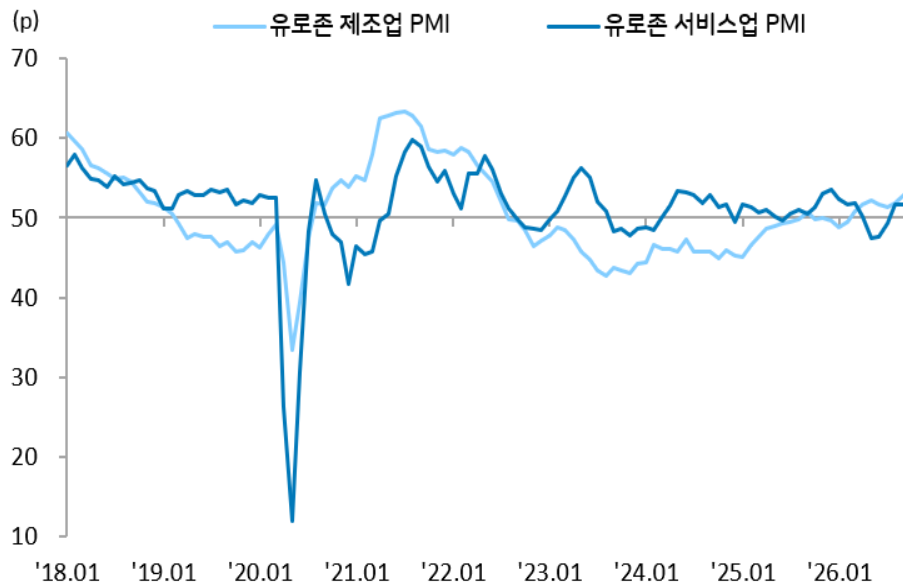


Ⅲ. 단기적으로 비미국 성장 낙관론이 초래할 약달러, 다만 위안화는 수급 공백기

유로존 성장은 수주잔고 소진을 통한 제조업 확장이 주도, 향후 전망도 긍정적인 부분이 많음

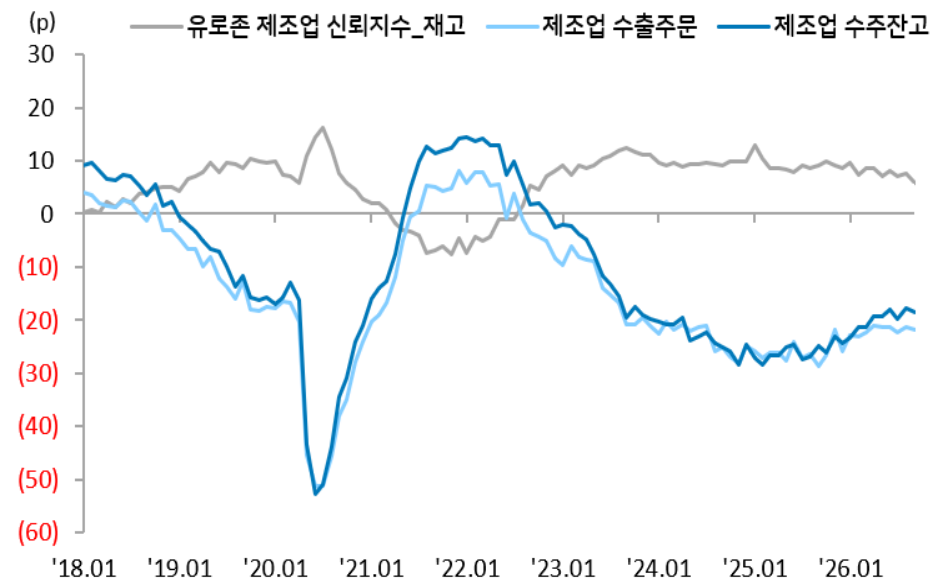
- ✓ 2022년 하반기부터 줄곧 기준선 50을 하회하던 유로존 제조업 PMI는 올해 52.8까지 상승하며 성장 회복 낙관론을 지지하는 모습
- ✓ 8월 독일 서비스업이 50을 하회하며 부진한 모습을 보였지만 유로존 전체로는 51.7을 기록하며 제조업과 마찬가지로 확장구간 유지
- ✓ 또한 과잉재고 부담 하락, 부정적인 수주잔고 평가가 개선되면서 향후 제조업 주도하의 성장 회복이 유로화 강세로 연결될 것으로 전망

유로존 8월 제조업 PMI 52.8로 2022년 5월 이후 최고치, 서비스업도 50 상회



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

유로존 제조업 수주잔고 평가가 개선되고 재고 부담이 빠르게 완화되는 중



Ⅲ. 단기적으로 비미국 성장 낙관론이 초래할 약달러, 다만 위안화는 수급 공백기

엔화는 BOJ 9월 금리인상 후 연내 추가 인상을 약속할 경우 상승압력 확대 가능성 농후

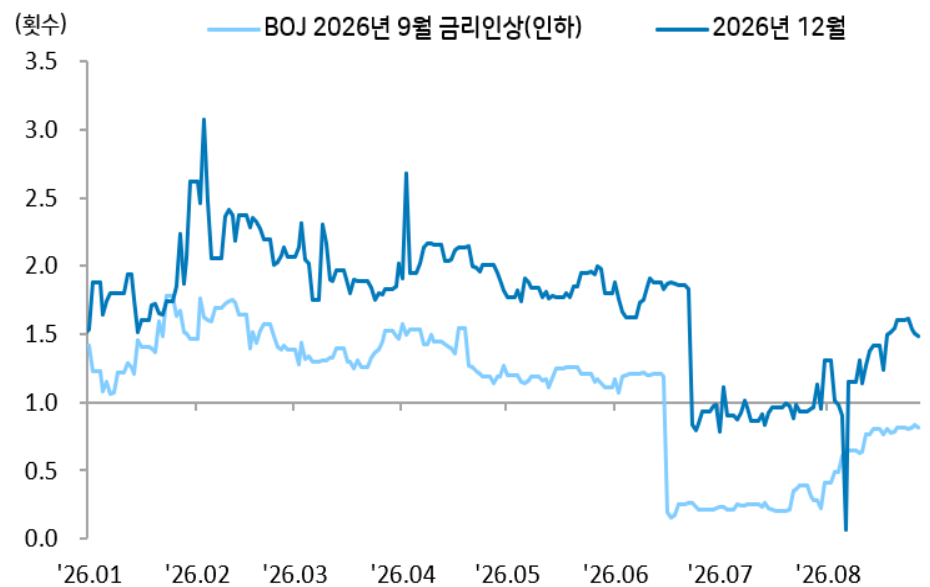
- ✓ BOJ 부총재가 9월 인상을 열어두면서 조기 금리인상이 현실화될 확률이 높아졌음에도 투기적 수요 엔화 약세 베팅은 여전히 높음
- ✓ 기저 인플레이션 2% 회복, 양호한 성장, 높은 기대 인플레이를 고려했을 때 BOJ가 4분기 추가 인상 확률은 시장에서 저평가된 상태
- ✓ 만약 연내 추가 인상을 시사해 BOJ 9월 금정위가 매파 평가를 받는다면 2024년 7월처럼 엔화 초강세가 재현될 수 있어 주의가 필요

미일 외환시장 공동개입에도 엔화 약세 베팅은 헤지펀드를 중심으로 유지됨



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

BOJ가 9월 인상, 연내 추가 인상을 시사할 경우 2024년 같은 엔화 강세 경계

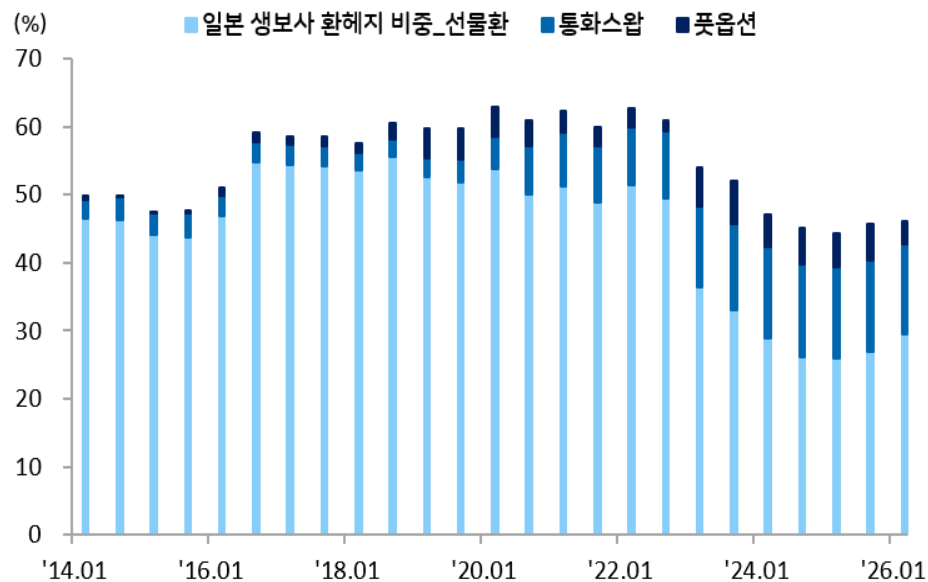


III. 단기적으로 비미국 성장 낙관론이 초래할 약달러, 다만 위안화는 수급 공백기

일본 생보사 기존 해외자산 환헤지를 위한 선물환 매도 증가도 단기적으로 엔화 강세 요인

- ✓ 올해 엔화 강세 요인 중 하나로 꼽았던 일본 생보사 선물환 매도 비중은 3월 결산을 기준으로 26%에서 29.5%까지 반등하며 증가
- ✓ 당초 예상만큼 증가하지는 않았지만 현재 2.7%인 환헤지 비용이 BOJ 금리인상, 연준 동결로 추가 하락할 경우 환헤지 수요 자극
- ✓ 9월 인상 이후 연내 BOJ 추가 인상이 반영된다면 헤지펀드 엔화 약세 베팅 청산, 생보사 선물환 매도가 달러/엔 하락을 주도할 전망

일본 생보사 해외투자 환헤지 비중 소폭 상승, 선물환 매도 비중 30% 육박



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

BOJ 조기인상, 연준 동결기조 유지 시 연내 달러/엔 헤지 비용 추가 하락 예상

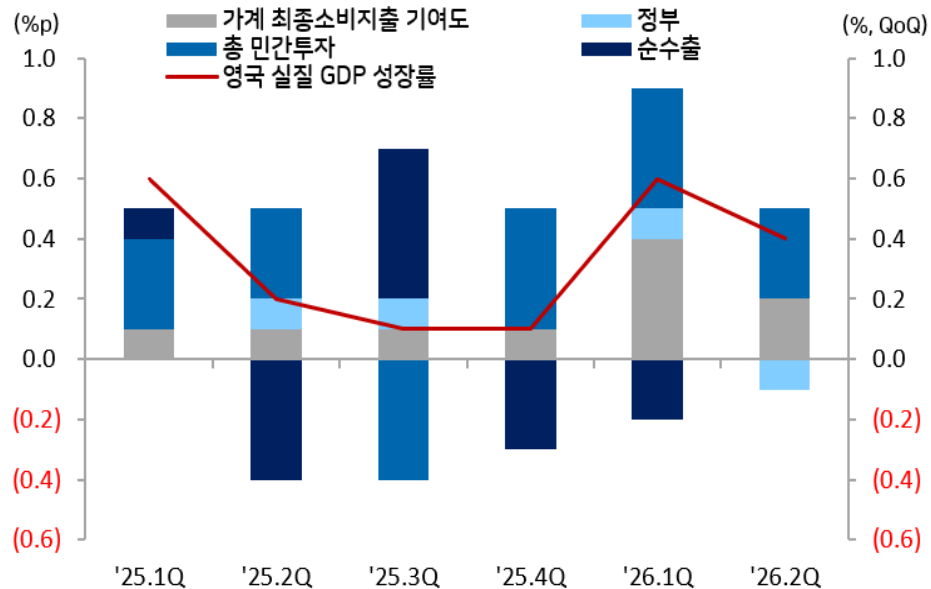


Ⅲ. 단기적으로 비미국 성장 낙관론이 초래할 약달러, 다만 위안화는 수급 공백기

파운드는 민간투자를 필두로 한 영국 성장 모멘텀 회복을 봤을 때 펀더멘탈 자체는 견고함

- ✓ 영국은 3분기 연속 민간투자가 GDP 에서 높은 성장 기여도를 기록하고, 순수출 마이너스가 감소하며 작년보다 양호한 성장률 기록
- ✓ 기업 경제전망도 3분기 전과 비교하면 개선 흐름을 이어가면서 펀더멘탈 요인만 놓고 본다면 파운드/달러 상단으로 1.40달러 설정
- ✓ 변수는 재정관련 리스크가 2022년처럼 영국 장기 gilt채 금리 상승, 외국인 자금 이탈에 따른 영국 금융시장 불안을 조장하는 경우

영국은 3분기 연속 민간투자가 확대에 힘입어 상반기 전분기 대비 성장 양호



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

기업 경제전망도 3개월 전보다 양호한 개선세를 유지하며 파운드를 지지함



Ⅲ. 단기적으로 비미국 성장 낙관론이 초래할 약달러, 다만 위안화는 수급 공백기

재정 불안은 중장기 파운드 약세 요인이거나 2022년과 같은 금융불안 부재, 파운드 단기 상승

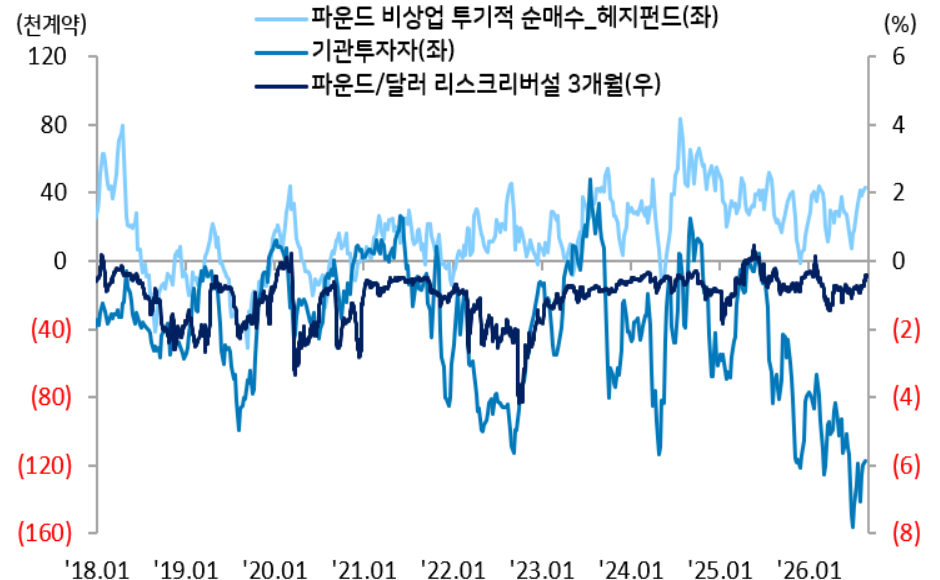
- ✓ 2022년 9월 리즈 트러스 전 영국 총리의 확장 재정 여파는 외국인의 영국 국채(gilts) 투매와 파운드/달러 급락이라는 결과를 초래
- ✓ 당시 영국 재정적자를 비관적으로 평가, 영국 채권을 매도했던 외국인은 앤디 버넌 영국 총리 취임 이후에도 gilt채 순매수를 유지
- ✓ 6월 말부터 헤지펀드 순매수 확대, 기관투자자 순매도 축소, 옵션시장 콜옵션 거래 증가가 관찰되며 파운드 투기적 수요 회복도 확인

재정 불확실성에 장기금리가 상승했지만 외국인 gilt채 보유는 오히려 증가



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

6월 말부터 선물, 옵션시장 모두 파운드화 강세에 베팅하는 매수세가 우위

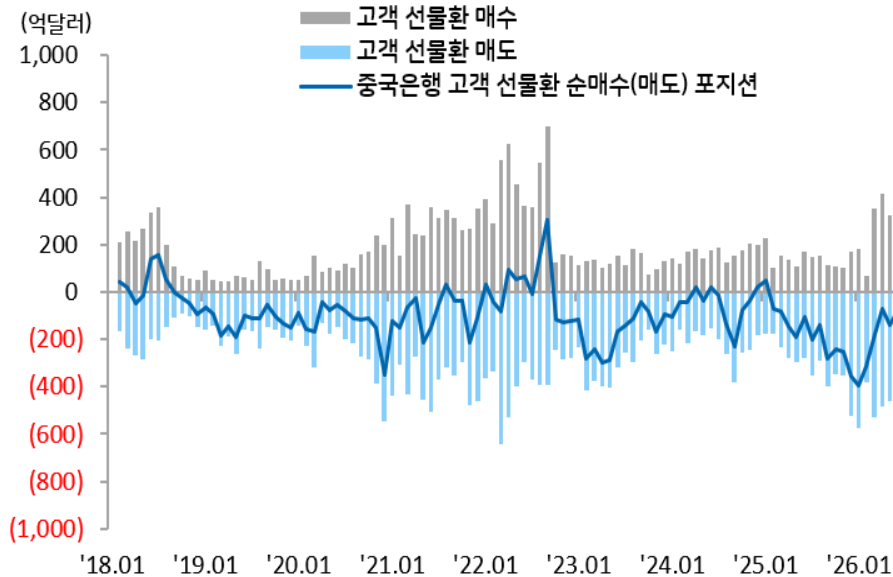


Ⅲ. 단기적으로 비미국 성장 낙관론이 초래할 약달러, 다만 위안화는 수급 공백기

위안화는 작년 하반기부터 이어졌던 상승 흐름이 수급 재료 소멸로 과도기에 진입함

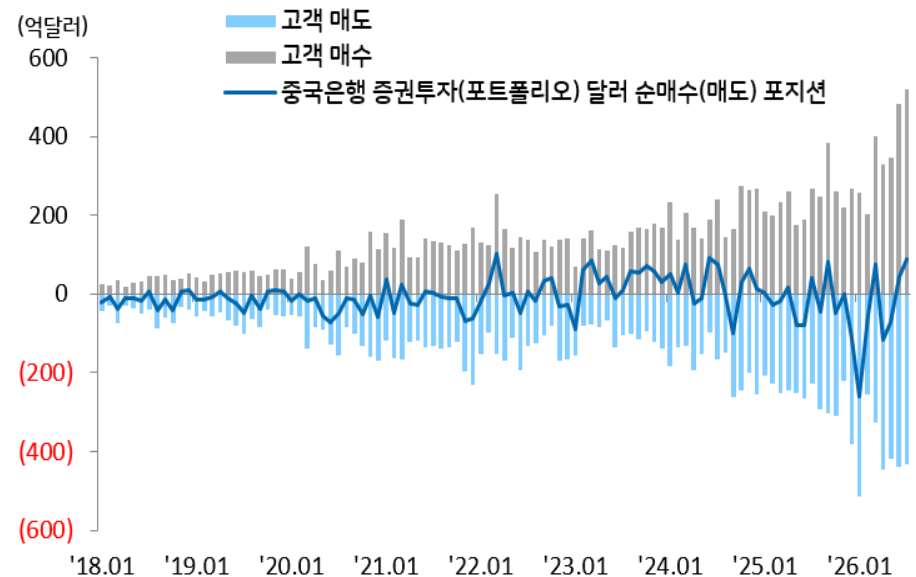
- ✓ 위안화는 수출업체 선물환 매도가 수입업체 결제에 밀렸고, 금융시장 외국인 자금 이탈로 인한 선물환 매수 증가로 상승 압력이 소멸
- ✓ 작년 2월부터 줄곧 순매도 우위였던 중국 기업 선물환 거래는 올해 7월 처음으로 +46.9억 달러를 기록하며 결제물량 우위로 전환
- ✓ 금융시장 외국인 자금 유출을 소화하는 선물환 매수도 동반 증가하면서 당분간 위안화 추가 상승 제한, 6.70 위안 초반 강보합 등락

7월 중국 기업 선물환 거래는 순매수 우위로 변경되며 위안화 강세 재료 소멸



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

중국 금융시장 외국인 자금 유입도 이란 전쟁 발발 이후 달러 순유출로 변경

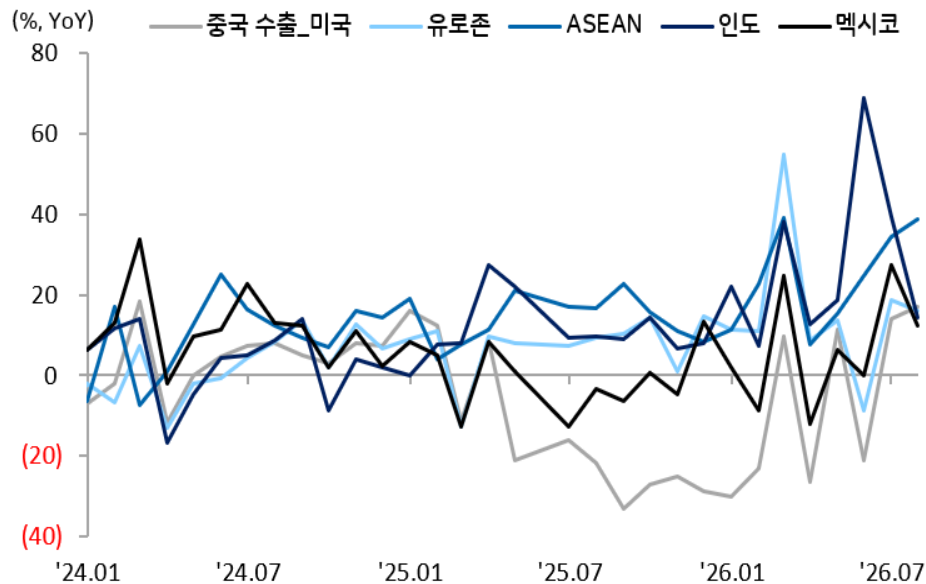


Ⅲ. 단기적으로 비미국 성장 낙관론이 초래할 약달러, 다만 위안화는 수급 공백기

중국 대미 수출 회복, 무역흑자 고려 시 위안화 강세 기조는 연내 재개될 확률이 높음

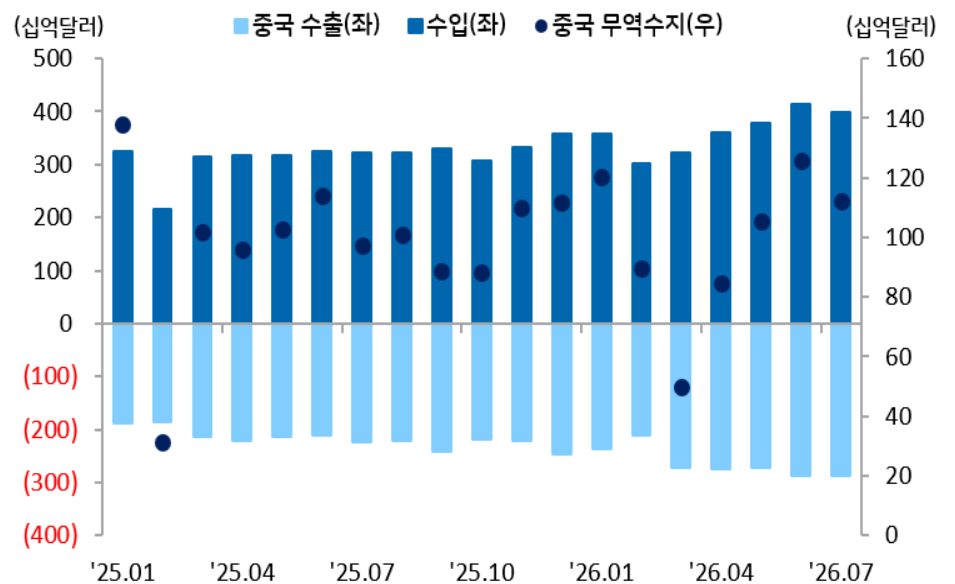
- ✓ 다만 연말로 가면 미국을 중심으로 한 중국 수출경기 회복, 대규모 무역수지 흑자를 고려했을 때 위안화 강세가 재개될 것으로 예상
- ✓ 올해 중국 대미 수출이 회복되면서 우회수출이 많았던 인도, 멕시코 수출은 증가세가 둔화됐지만 무역흑자는 1,000억 달러 상회
- ✓ 무역흑자 규모가 위안화 상승이 두드러졌던 작년 하반기와 비슷한 수준을 유지하는 점에 비춰봤을 때 추후 기업 선물환 매도 회복 기대

중국 국가별 수출, 미국이 회복되며 우회수출 루트였던 멕시코, 인도 상승 둔화



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

무역수지 흑자폭을 고려했을 때 추후 기업 선물환 매도 증가, 위안화 강세 기대

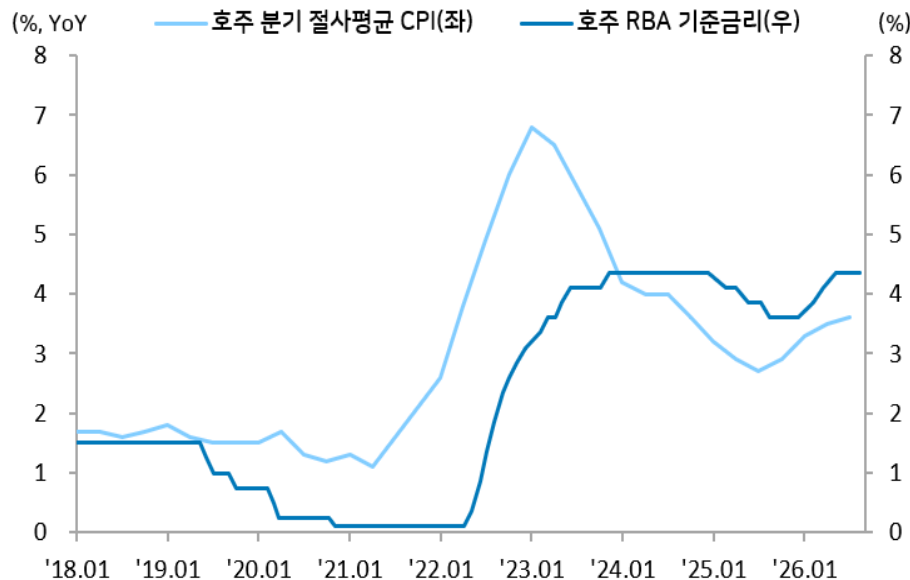


Ⅲ. 단기적으로 비미국 성장 낙관론이 초래할 약달러, 다만 위안화는 수급 공백기

호주 달러는 기저 인플레이션 상승에 따른 RBA 인상 베팅이 상승 재료로 소화될 전망

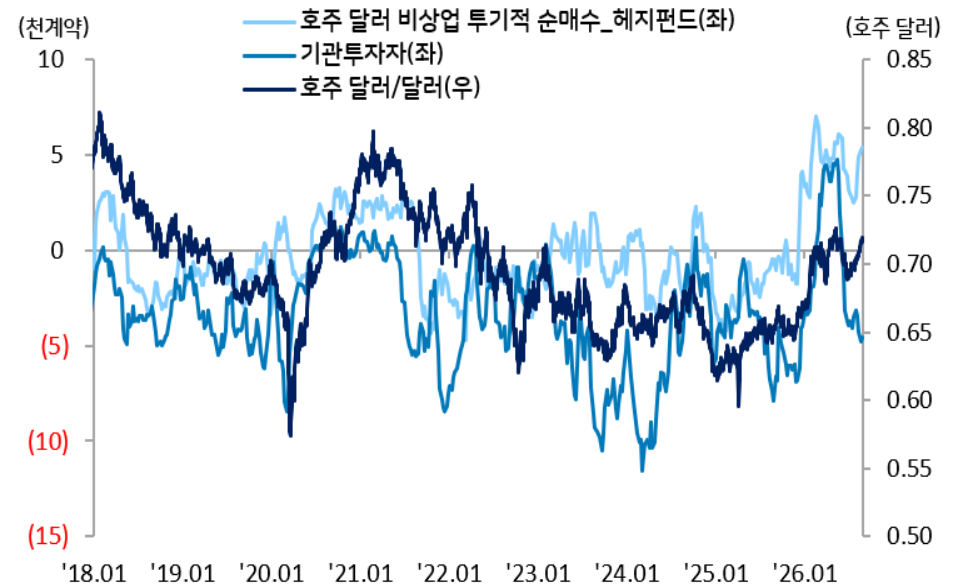
- ✓ 호주 7월 절사평균 물가는 3.6%를 기록하며 RBA 물가목표 2-3% 밴드를 상회했으며 추세도 상승하며 인플레이션 압력 확대 시사
- ✓ 기저 인플레가 하락하거나 안정적인 주요국과 달리 호주는 RBA가 연내 추가 인상을 단행할 것이란 전망이 호주 달러 상승을 견인
- ✓ 헤지펀드를 중심으로 최근 호주 달러 투기적 순매수가 증가하면서 기관투자자 순매도에도 상승압력 확대, 0.75를 상단으로 제시

호주 기저 인플레이션은 RBA 목표치 2-3% 밴드를 벗어나 3.6%까지 상승



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

연내 RBA 추가 금리인상에 무게가 실리며 헤지펀드 호주 달러 상승 베팅 확대

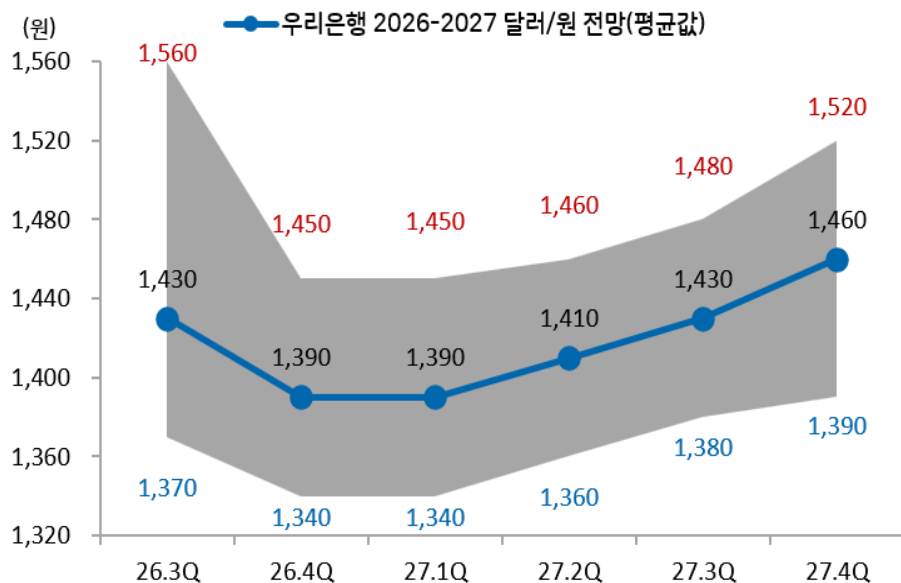


IV. 달러/원 하락 추세 내년 연초까지 불변, 일회성 달러 수요를 소화하며 일시적 반등

달러/원 하락 전망은 동일하게 유지, 단기적으로는 기술적 조정으로 반등 가능성 염두

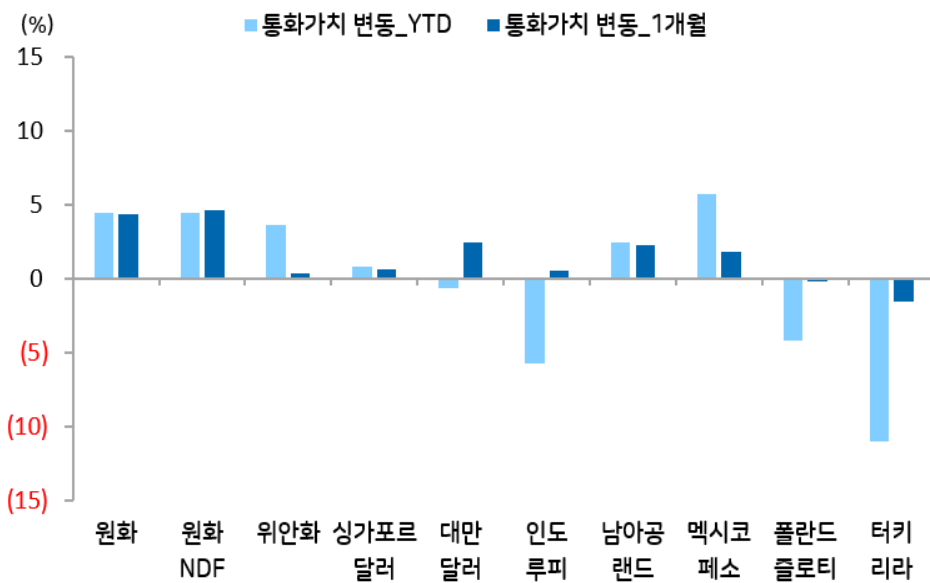
- ✓ 달러/원 전망은 단기 낙폭 확대를 반영해 하반기 전망에서 제시한 1,380원 하단을 기존 연간 전망 하단이었던 1,340원으로 재조정
- ✓ 하반기 들어 수출업체 네고 물량이 대거 몰리며 상반기 반도체 호황으로 누적된 기업 외화예금을 원화로 환전하는 기조가 강화됨
- ✓ 다만 단기적으로 낙폭이 깊었던 만큼 수출업체가 관망세로 돌아서고, 결제수요가 유입되면서 반등한 후 재차 하락하는 그림을 예상

우리은행 달러/원 전망, 기존 연간전망으로 하단 밴드 수정 1,380 -> 1,340



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

원화는 최근 한달 주요 아시아, 신흥국 통화 중 가장 큰 상승폭을 기록하는 중

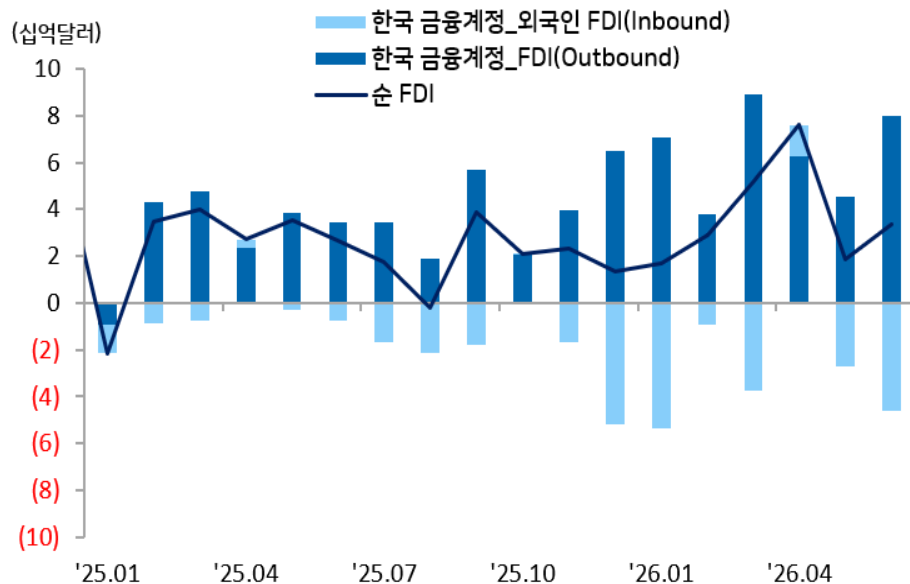


IV. 달러/원 하락 추세 내년 연초까지 불변, 일회성 달러 수요를 소화하며 일시적 반등

국내기업 해외 생산기지 이전 지속, 해외투자자 인한 구조적 달러 실수요 증가 유지

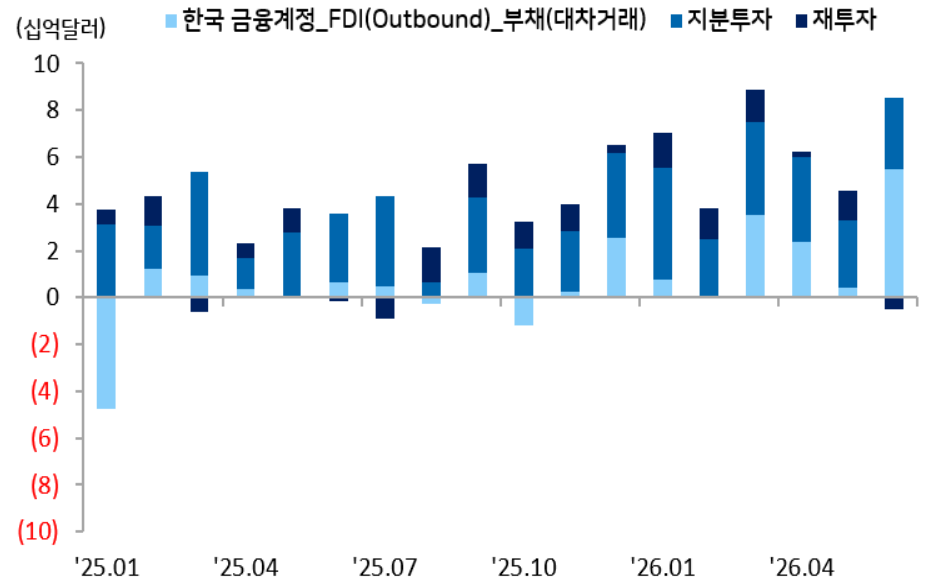
- ✓ 올해 6월 순 FDI는 33.8억 달러로 전년대비 25.9% 증가했고, 상반기 누적으로는 전년동기간 대비 57.7% 증가하며 대폭 늘어남
- ✓ 국내기업 FDI만 분리해서 보면 6월 기준 올해 3월 이후 가장 높은 수준을 기록, 해외 생산기지 이전 투자가 가속화 되고 있음을 확인
- ✓ 지분투자, 대차거래는 달러에 대한 실수요 확대를 유발하고 있으며, 재투자자는 무역흑자 대비 실제 달러 공급이 적게 유입되는 원인

한국 금융계정 순 FDI는 올해 상반기에만 전년동기간 대비 57.7% 대폭 증가



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

FDI는 지분투자 비중이 가장 높고(53.8%), 대차거래(32.7%), 재투자(13.5%) 순

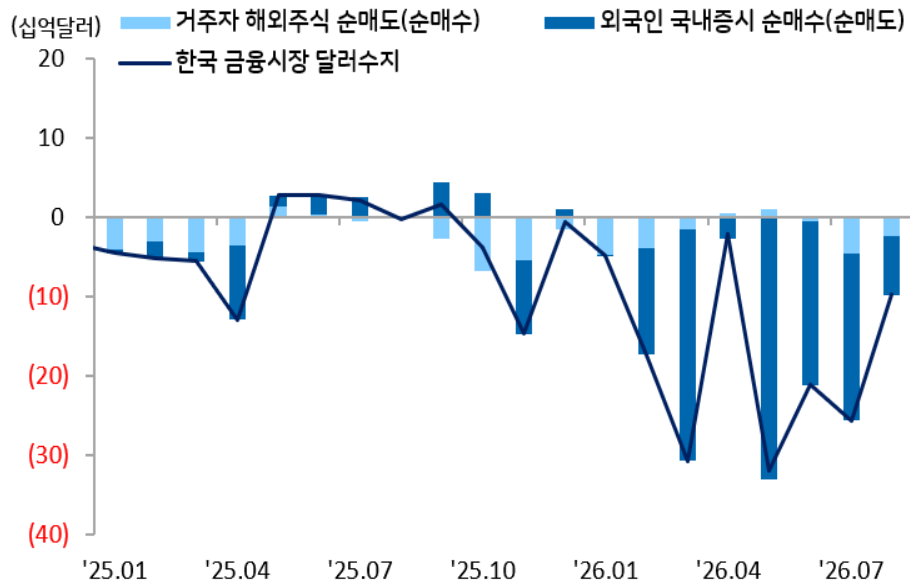


IV. 달러/원 하락 추세 내년 연초까지 불변, 일회성 달러 수요를 소화하며 일시적 반등

외국인 원화 위험자산 포지션 축소 지속, 역송금으로 유입될 경우 환율 하단 방어 요인

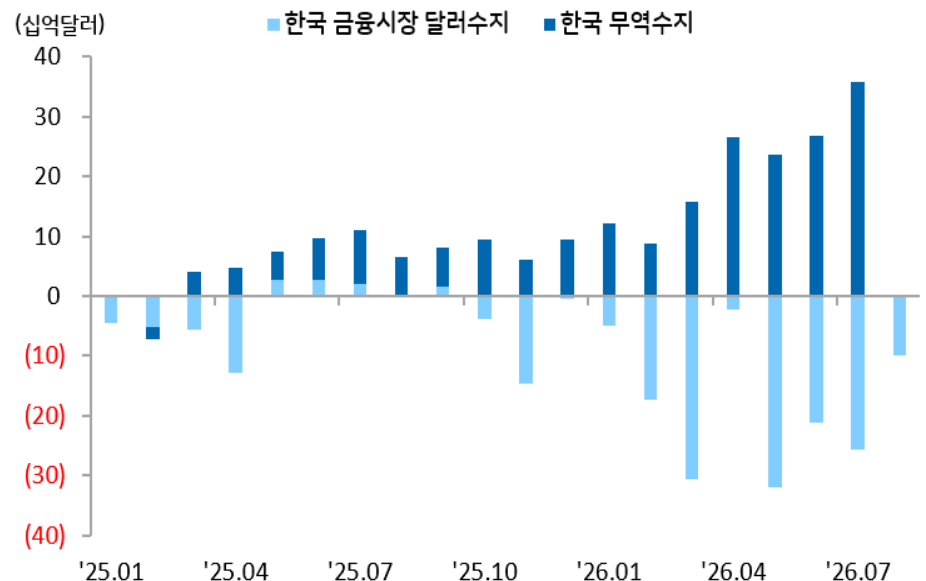
- ✓ 상반기 외국인 자금 리밸런싱으로 금융시장에서 달러가 대거 유출된 이후에도 국내증시 외국인 매도세는 쉽사리 꺾이지 않고 있음
- ✓ 여기에 7, 8월 다시 거주자 해외주식 순매수가 증가해 금융시장에서 약 34억 달러 상당의 순유출이 발생했다는 점에 주목할 필요
- ✓ 대규모 무역흑자라는 방패막이가 있지만 주주환원 정책이 초래할 배당 역송금까지 고려하면 환율 하락을 무작정 낙관하긴 어려움

7월부터 거주자 해외주식투자 순매수 증가, 외국인 국내증시 순매도 연장



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

7월 대규모 무역흑자에 밀려났지만 금융시장 달러적자는 부담스러운 수준

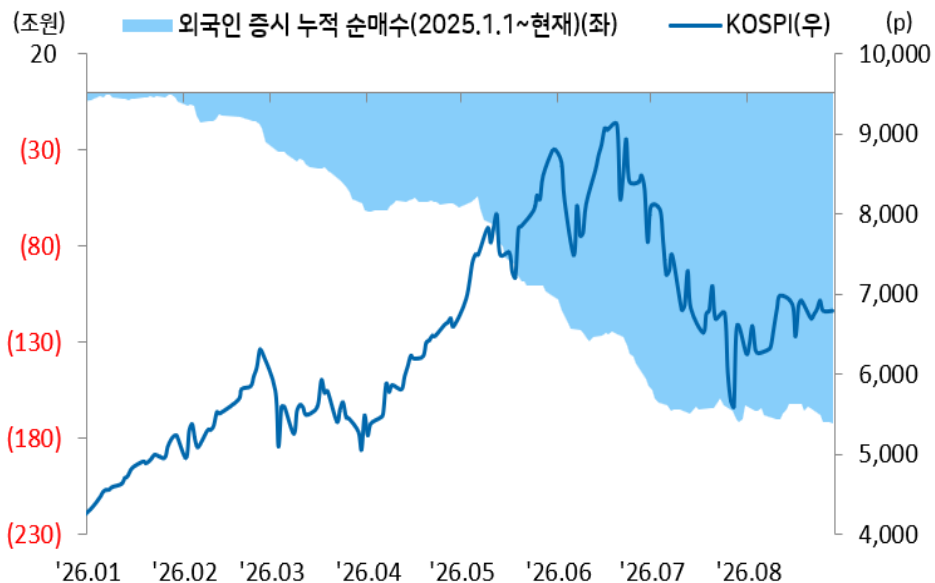


IV. 달러/원 하락 추세 내년 연초까지 불변, 일회성 달러 수요를 소화하며 일시적 반등

하반기 단일기업 일회성 배당 지급, 4월과 맞먹는 대규모 달러 매수 트리거로 작용할 듯

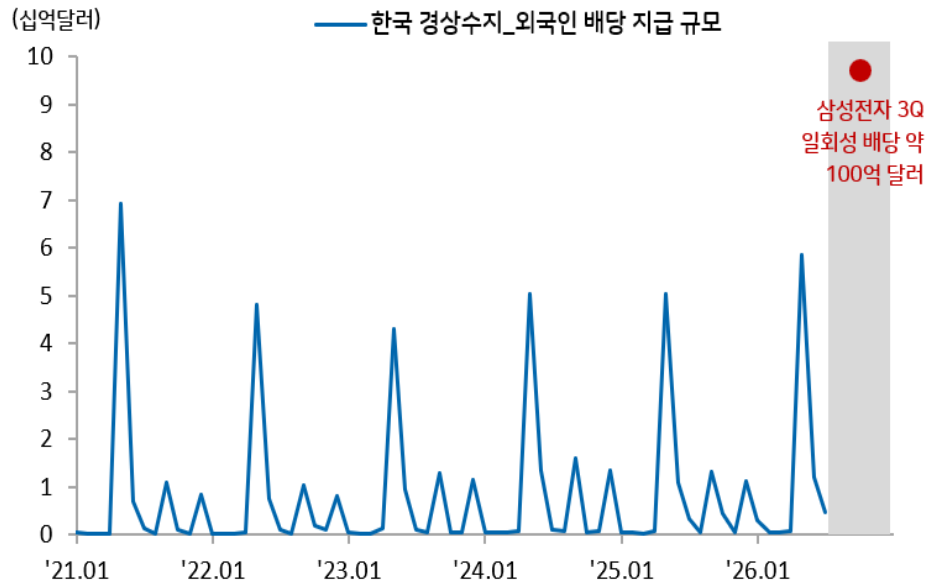
- ✓ 삼성전자, 하이닉스가 발표한 주주환원 정책 중 삼성전자 현금배당은 10월 이후 외환시장에 대규모 달러 매수 수요를 유발할 변수
- ✓ 하이닉스 자사주 매입에 외국인이 매도로 대응할 경우 상반기 외국인 국내증시 리밸런싱처럼 역송금을 유발할 수 있어 주의가 필요
- ✓ 삼성전자 30조 배당 중 외국인 몫은 최대 100억 달러로 추정, 재투자로 실제 환전 규모는 이보다 적겠지만 단일 이벤트로 이례적 규모

주주환원 발표 이후에도 외국인 국내증시 순매도, 배당 재투자보다 역송금에 무게



출처: 한국은행, 우리은행 자금시장영업부 / 주석: 하이닉스 자사주 매입은 외국인 응모 비율 추정이 어려워 우측 차트에 미포함

삼성전자 3Q 일회성 배당 중 외국인 귀속 최대 100억 달러, 역송금 부담 확대

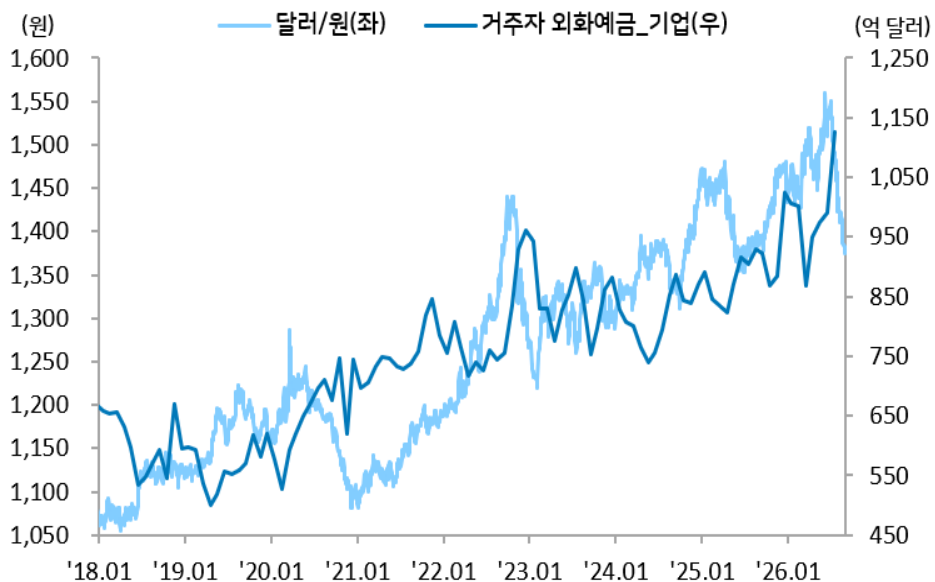


IV. 달러/원 하락 추세 내년 연초까지 불변, 일회성 달러 수요를 소화하며 일시적 반등

기업 외화예금 환전, 선물환 매도가 고환율 구간에서 집중된 이후 당분간은 소강상태

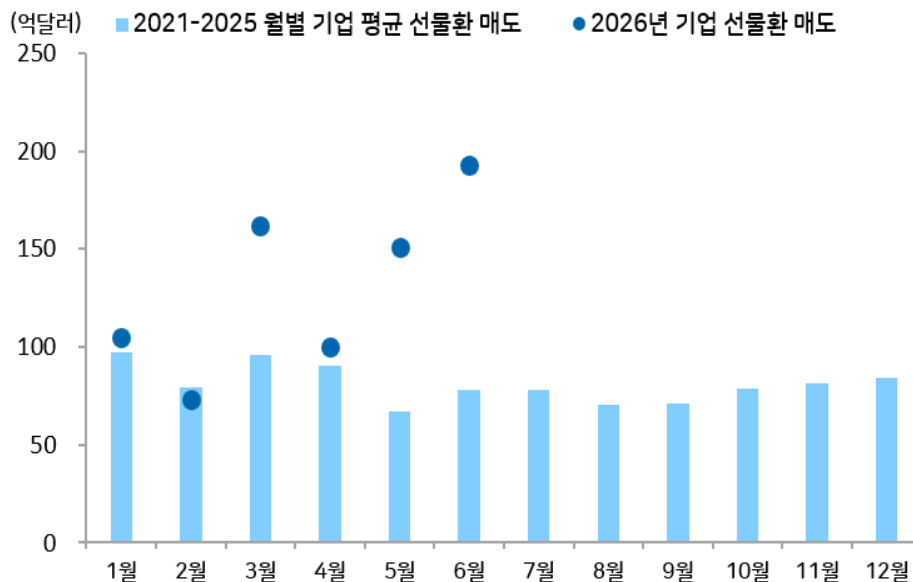
- ✓ 2022년 사례를 보면 7월말 1,125억 달러를 기록한 기업 외화예금이 8월 원화 환전 수요로 소화되며 환율 급락을 유도한 것으로 추정
- ✓ 6월까지 통계를 보면 중공업체를 비롯한 국내 수출업체 선물환 매도 규모도 지난 5년간 평균값보다 2배 이상 높은 수치를 기록함
- ✓ 다만 최근 환율 급락으로 선물환 매도, 원화 환전 수요가 둔화될 가능성 높으며 8월 중순 이후 관찰된 낙폭 확대도 진정될 것으로 기대

7월 1,100억 달러를 돌파한 기업 외화예금이 8월 외환시장에 유입된 것으로 추정



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

5, 6월 환율 상승 구간에서 중공업체를 포함한 국내기업 선물환 매도 급증

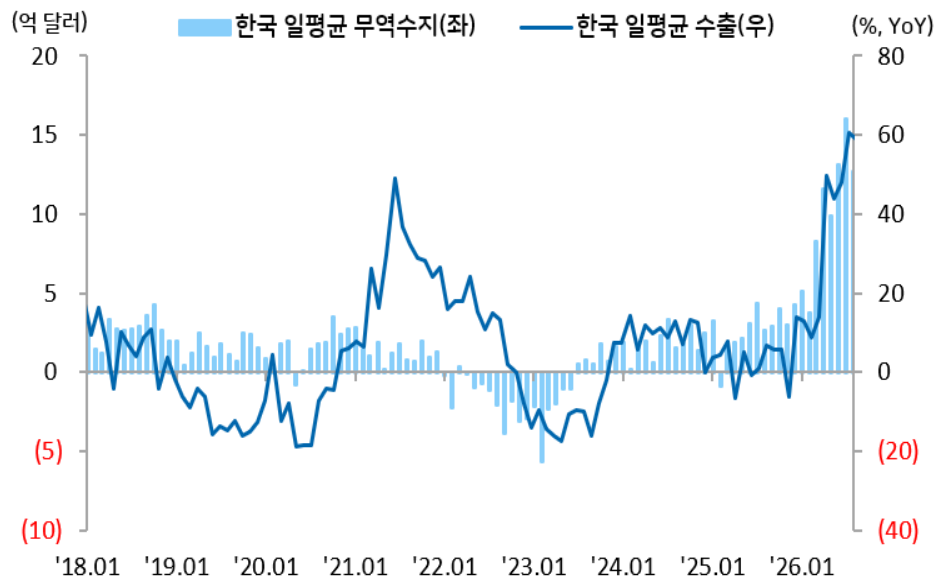


IV. 달러/원 하락 추세 내년 연초까지 불변, 일회성 달러 수요를 소화하며 일시적 반등

물론 원화 주요 펀더멘탈인 수출경기 회복은 견고, 일시적 반등 이후 내년 연초까지 하락 주도

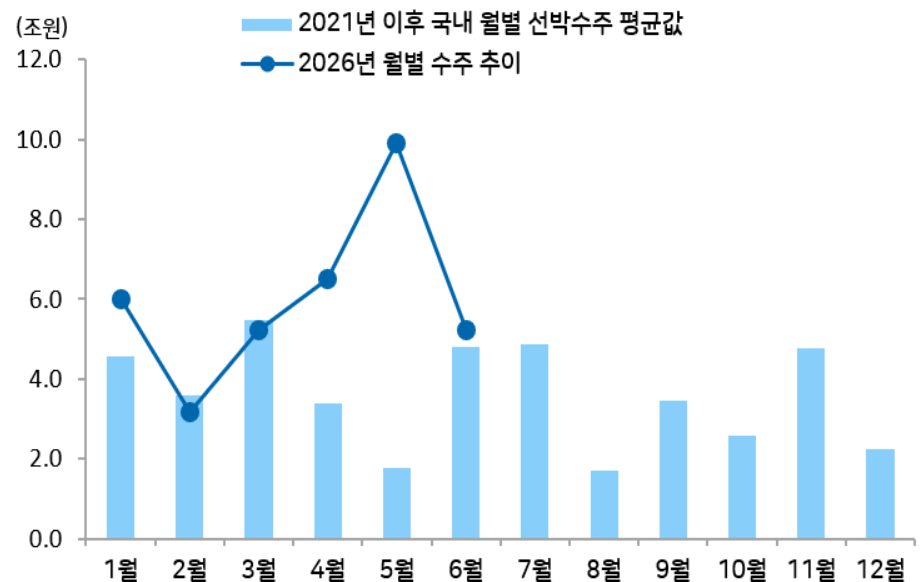
- ✓ 한국 수출은 반도체, 컴퓨터, 무선통신 기기, 선박, 석유제품 등 주요 품목을 중심으로 7월 전년대비 62.9% 상승하며 역대급 성장세
- ✓ 일평균 수출이 10억 불을 웃돌면서 통계적으로 평균 네고 물량이 10억불 이상 매일 수급에서 우위를 점하고 있다는 해석이 가능함
- ✓ 또한 중공업 수주도 지난 5년 월평균 추이를 한참 웃돌면서 잠재적인 대규모 기업 선물환 매도 확대를 시사, 중기적 환율 하락 동인

한국 일평균 무역수지 올해 4번째 10억불 상회, 일평균 수출도 견고해



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

반도체 외에도 올해 중공업체 선박 수주는 지난 5년간 월평균을 대폭 웃돌아

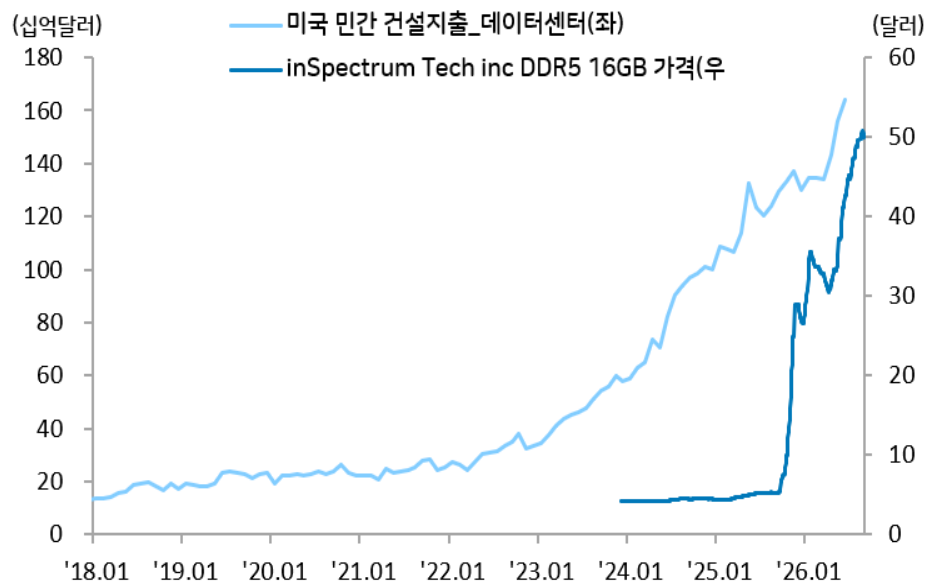


IV. 달러/원 하락 추세 내년 연초까지 불변, 일회성 달러 수요를 소화하며 일시적 반등

AI 투자 낙수효과를 감안했을 때 원화 위험자산 투자 매력 부각, 향후 외국인 자금 복귀 기대

- ✓ 국내 주식시장은 상반기 특정종목 밸류에이션 부담 확대에 따른 리밸런싱에 외국인 자금이 이탈했지만 높은 투자 메리트는 변화 없음
- ✓ 미국 데이터센터 투자 확대로 반도체 시장 공급 부족, 수요 과잉이 심화되면서 D램 가격은 8월에도 2% 상승하며 5개월 연속 상승 중
- ✓ 가격 상승뿐만 아니라 판매량 증가도 동반되면서 국내증시 저평가 진단에 힘을 실어줘, 연말로 갈수록 외국인 자금 복귀 가능성 高

미국발 AI 투자로 인한 수요 확대, 메모리 공급 부족에 D램 가격 상승폭 확대



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

단순 가격 상승뿐만 아니라 판매량도 증가하면서 국내증시 투자 매력도 부각

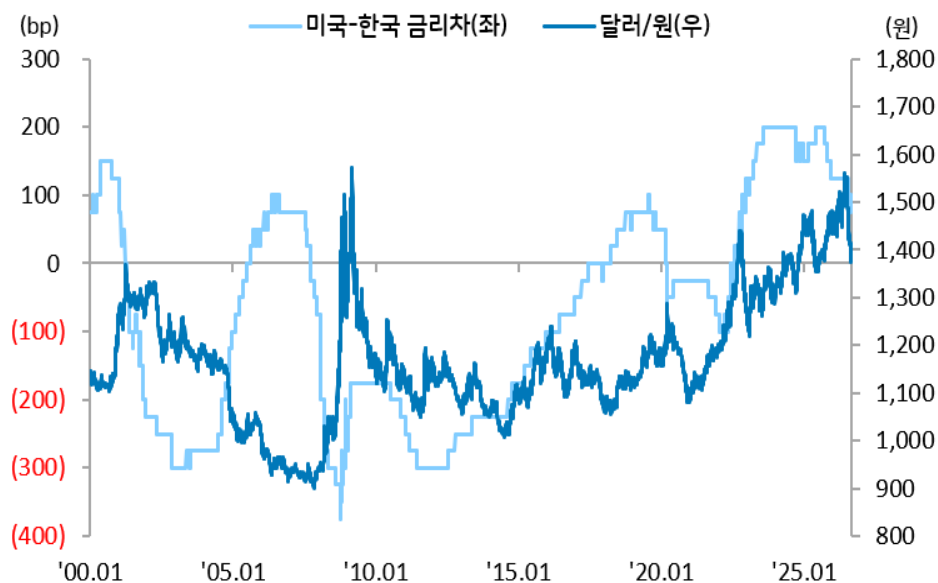


IV. 달러/원 하락 추세 내년 연초까지 불변, 일회성 달러 수요를 소화하며 일시적 반등

한국은행 추가 금리인상은 '달러/원'이 아닌 '달러/원 FX스왑'에 영향을 주는 정책 변수

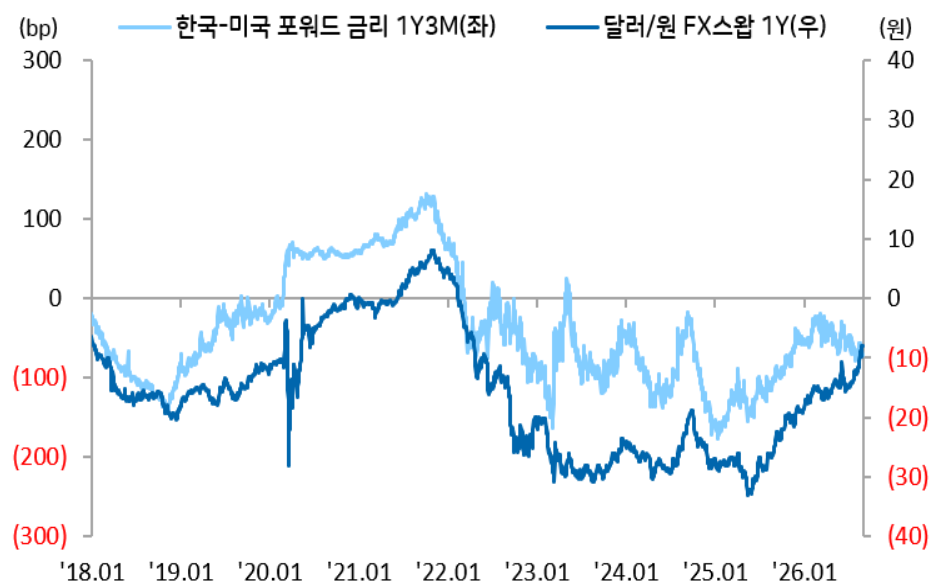
- ✓ 한국은행 추가 금리인상의 경우 연준 동결을 가정할 경우 한미간 금리차 축소를 유발하는 요인이나 달러/원 추가 하락 재료는 아님
- ✓ 2000년 이후 미국 금리가 한국보다 높았던 구간에서도 환율 상승은 일시적이었고, 금리차와 환율 추세 간 안정적 관계는 확인되지 않음
- ✓ 이미 FX스왑 시장에서 한국과 미국 통화정책 시나리오, 금리차 축소를 가격에 반영하고 있음, 금리차 축소는 조달비용 하락 재료임

한국 기준금리 인상 -> 한미간 금리차 축소는 환율에 유의미한 영향을 주지 않음



출처: Bloomberg, 우리은행 자금시장영업부

한국과 미국 통화정책 격차를 반영하는 FX스왑이 별도의 상품으로 존재함



Appendix: 2026년 환율전망

주요국 환율전망 Table

Range	9월	2026년		2027년			
		3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
USD	99	98	95	94.0	96.0	98.0	98.0
	98.0~100.0	95.0~102.0	92.0~100.0				
KRW	1,390	1,430	1,390	1,390	1,410	1,430	1,460
	1,360~1,420	1,370~1,560	1,340~1,450				
EUR	1.16	1.15	1.19	1.20	1.18	1.16	1.14
	1.150~1.165	1.137~1.170	1.150~1.220				
JPY	155	160	154	152.0	152.0	154.0	156.0
	153~162	157~164	150~161				
CNH	6.72	6.75	6.70	6.68	6.70	6.72	6.75
	6.70~6.75	6.70~6.81	6.65~6.76				
USD/KRW FX Swap	(7.0)	(12.0)	(5.0)	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