

Rate/Currency

금리 결정과 외환시장 영향

원/달러환율 하락으로 Bottom-up 모멘텀 약화



금리결정과 외환시장 영향

원/달러환율 하락으로 Bottom-up 모멘텀 약화

금주 ECB를 시작으로 다음주 FOMC, BOJ에서 금리인상이 단행될 가능성이 높아지고 있다. ECB와 BOJ의 금리인상 확률이 100%에 근접하고 있는 상황에서 FOMC는 60% 수준에 머물러 있다. 8월 고용시장이 예상보다 양호한 흐름을 보였다는 점에서 금주 발표되는 CPI에 따라서 금리인상 여부가 결정될 전망이다. Taylor 준칙금리가 7%에 근접하고 있다는 점에서 금리인상은 피할 수 없을 것이다.

기준금리 결정에 따라서 외환시장 변동성이 발생할 수 있으나, 유로화는 균형 수준에 도달해 있다. 향후 외환시장의 관심은 엔화에 쏠릴 가능성이 높다. 최근 2년동안 미일 기준금리차가 550bp에서 275bp로 축소됐으나, 엔화는 오히려 10% 이상 평가절하됐기 때문이다. 7월부터 원/달러환율이 200원 이상 하락했는데, 경상수지 흑자가 크게 증가하면서 달러 수요보다 공급이 크게 증가했기 때문이다.

원/달러환율이 급락하면서 수출산업에는 불리하게, 내수산업에는 유리하게 작용할 가능성이 높아지고 있다. 달러기준 수출호조가 지속되고 있으나, 원화기준으로는 6월을 정점으로 수출금액이 빠르게 감소하기 시작했다. 원화기준 수출액 감소는 KOSPI제조업 매출액 성장을 의미한다. 최근 삼성전자, SK하이닉스 3Q26 실적전망이 하향 조정되기 시작했는데, 원/달러 환율 하락이 영향을 미쳤을 가능성이 높다.

반도체 12MF EPS 둔화로 인해 KOSPI 12MF EPS도 하향 조정될 가능성이 높아지고 있다. 현재 KOSPI 12MF PER은 5.5x로 저평가 상태를 유지 중인데, 12MF EPS 하향은 Bottom-up 모멘텀 약화를 의미한다. 7월부터 KOSPI가 하락하고 제조업 재고순환지표가 부진한 상황이라 우리는 8월부터 한국 경기선행지수 상승세가 주춤해질 것으로 예상한다. KOSPI valuation 매력에도 불구하고 Top-down, Bottom-up 모멘텀이 동반 약화될 수 있는 국면이다.

甲論乙駁

2026/9/7

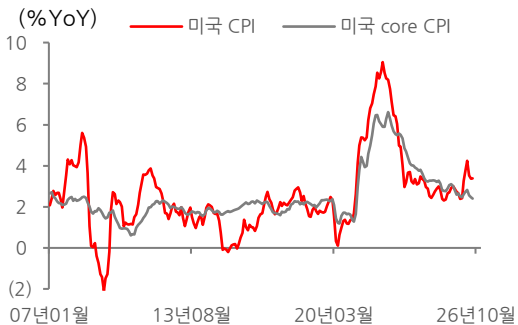
Rate/Currency

1. 금리결정과 외환시장 영향

미국 금리결정에 따라 외환시장 변동 가능성

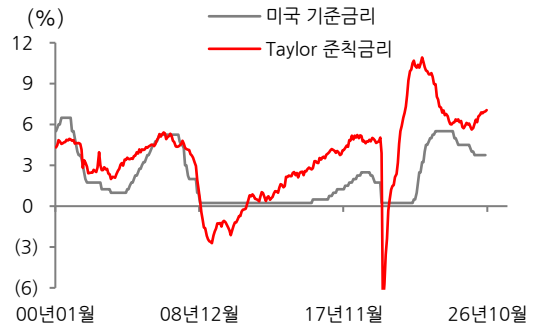
금주 발표되는 8월 미국 소비자물가는 3.4%YoY를(0.3%MoM) 기록하면서 전월과 동일한 수준을 유지할 것으로 예상된다. 8월 core CPI는 2.4%YoY로 전월대비 0.1%p 둔화될 전망이다. 현재 추세가 이어질 경우 우리는 연말 미국 소비자물가가 3.3%YoY로 소폭 둔화되나, core CPI는 2.7%YoY로 반등할 것으로 예상된다.

Fig. 1: 8월 미국 소비자물가 3.4%YoY로 예상



자료: 미 노동통계국, BNK투자증권

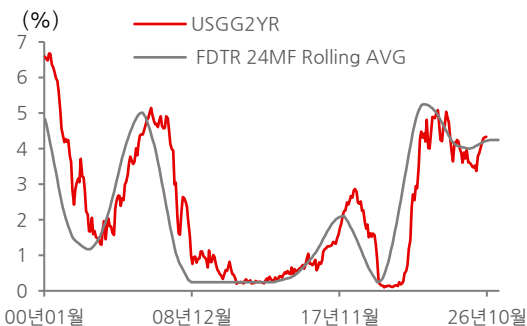
Fig. 2: Taylor 준칙금리는 높은 수준을 유지할 전망



자료: BEA, FRB, BNK투자증권

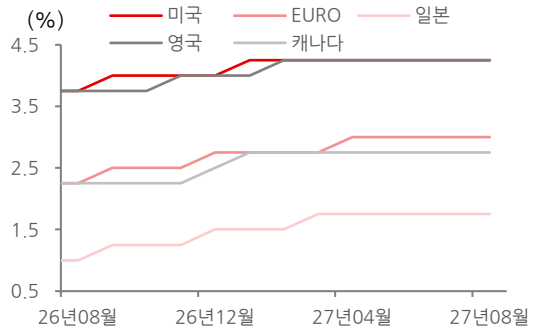
7월 실업률과 core PCE를 토대로 한 Taylor 준칙금리는 6.92%로 상승한 상황이다. 8~9월 Taylor 준칙금리는 6.95~7.05% 수준까지 상승할 가능성이 높는데, 이러한 이론금리상승이 금리인상 가능성을 높이고 있다. FED금리와 Taylor 준칙금리 스프레드가 317bp로 확대됨에 따라 금리인상이 필요해 보이는 상태다(2000년 이후 월평균 145bp).

Fig. 3: 2년 국채수익률은 50bp 금리인상을 반영



자료: FRB, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 4: 일본, 유로존은 3차례 추가 금리인상을 반영 중



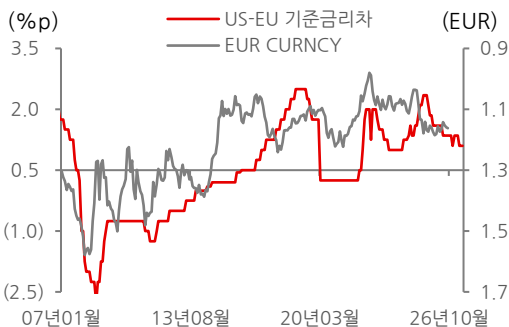
자료: Bloomberg, BNK투자증권

미국 2년 국채수익률은 향후 50bp 금리인상을 반영한 수준에서 유지되고 있다. 9~10월 중에 25bp 금리인상이 단행된 이후에 내년 1월에 추가 금리인상 가능성을 반영하고 있는 것이다. 8월 고용지표가 시장 예상치를 상회함에 따라 9월 금리인상 가능성은 60% 수준으로 상승했다. 금주에 발표되는 8월 소비자물가가 예상을 하회할 경우 금리인상 시기가 지연될 수 있으나, 예상 수준이거나 상회할 경우 금리인상이 단행될 가능성이 높아지고 있다.

금주에 예정된 ECB에서 추가 금리인상에 나설 가능성은 100%에 가깝다. 이란전쟁이 벌어지면서 국제유가가 재차 상승한 점이 금리인상 우려를 높이고 있다. 또한 18일로 예정된 BOJ에서 일본의 금리인상 가능성이 대폭 높아졌다. 일본은 소비자물가가 상대적으로 낮은 수준이나, 엔화 약세가 장기화되면서 미국과 함께 외환시장 개입에 나서고 있는 상태다.

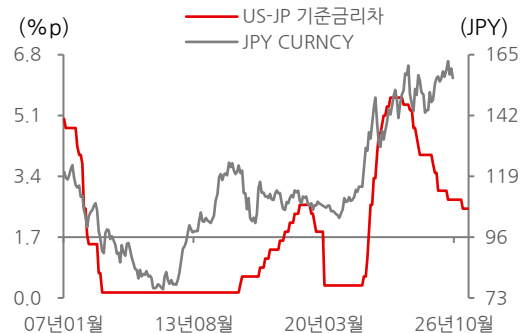
향후 1년간 ECB와 BOJ가 각각 3차례(75bp) 금리인상에 나설 가능성이 높아지고 있다는 점은 외환시장에도 영향을 미칠 수 있다. 미국과 유로존의 기준금리차가 25bp 변동될 때마다 유로화 가치는 2% 수준의 변동성을 보인 것으로 나타난다. 9월 ECB가 금리인상을 단행한 상황에서 미국이 금리동결을 유지할 경우 유로화는 USD1.17 이상으로 상승할 가능성이 존재한다는 의미다(미국과 유로존이 동시에 금리인상에 나설 경우 외환시장 영향은 제한적).

Fig. 5: 유로존 25bp 금리차는 환율 2% 조정 요인



자료: ECB, FRB, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 6: 일본 금리인상 속도가 빨라져 엔화에 관심

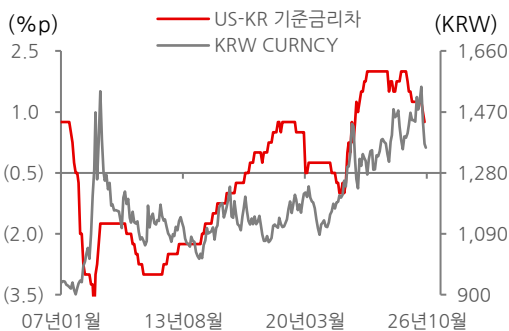


자료: BOJ, FRB, Bloomberg, BNK투자증권

유로화 가치가 기준금리차를 기준으로 균형 수준에 머물러 있다는 점에서 향후 외환시장의 관심은 엔화에 집중될 가능성이 높다. 2024년부터 미국과 일본의 기준금리차는 550bp에서 275bp로 급격하게 줄어들었음에도 불구하고 엔화가치는 오히려 10% 이상 평가절하된 상태다. 최근 1년 동안 세차례 외환시장 개입에도 불구하고 엔화약세 흐름은 유지 중이다. 그러나 향후 일본의 금리인상 속도가 빨라질 경우 나홀로 약세를 보인 엔화의 방향성에 주목할 필요가 있다.

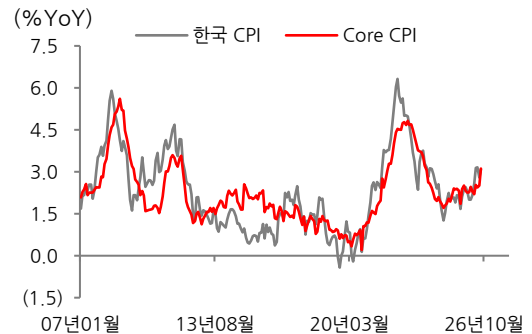
6월 원/달러환율이 1,560원까지 상승한 이후에 200원 이상 하락한 상태다(지난주 1,346원). 최근 원/달러환율 하락은 한국은행의 7~8월 연속 금리인상이 영향을 미쳤을 가능성이 존재한다. 물론 원화가 기축통화가 아니라는 점에서 기준금리차를 근거로 제시하기는 힘들다, 아래 그림에서 보는 바와 같이 과거 기준금리차와 원/달러환율 방향성이 일치하고 있다는 점은 사실이다.

Fig. 7: 원화 강세가 빨라지는 국면



자료: BOK, FRB, Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 8: 소비자물가는 정점을 확인한 것으로 판단



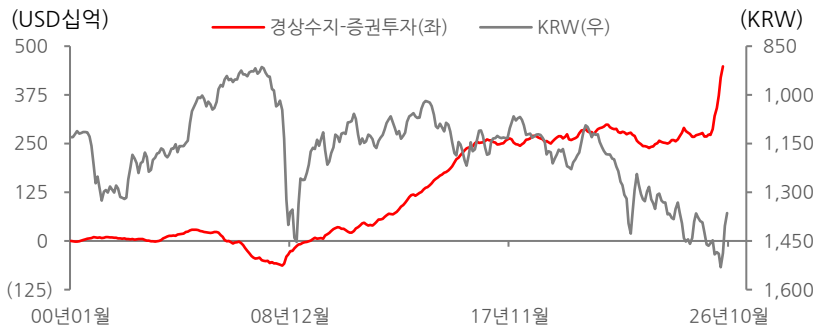
자료: 국가데이터처, BNK투자증권

8월 한국 소비자물가와 core CPI는 각각 3.1%YoY, 3.4%YoY를 기록했다. 전월대비 상승률이 확대된 것으로 나타나는데, 이는 기저효과에(2025년 정보유출로 인한 일시적인 요금인하 효과 때문) 따른 것으로 큰 의미를 둘 필요는 없을 것이다. 우리는 향후 소비자물가가 둔화국면에 진입할 것으로 예상하고 있다. 특별한 이슈가 없다면 연말 소비자물가는 2.7%YoY에 수렴할 것으로 예상된다.

원/달러환율 하락은 소비자물가에는 긍정적으로 작용할 가능성이 높다. 8월 다른 국가들에 비해 한국의 전월대비 소비자물가 상승률이 낮았다는 사실이 이를 설명해준다. 이런 까닭에 당분간 한국은행은 지속적인 금리인상보다는 속도조절에 나설 것으로 예상된다. 왜냐하면 기저효과와 원/달러환율 하락이 물가불안을 완화시킬 것으로 예상되기 때문이다.

원/달러환율 하락은 SK하이닉스 ADR 발행 이후에 환전수요가 크게 증가했다는 점에서 달러공급이 늘어난 것으로 볼 수 있다. 7월까지 한국 경상수지는 USD2,331억에 달하고 있는데, 현재 추세가 이어질 경우 2026년 경상수지 흑자는 USD4,500억에 근접할 전망이다. 2026년 한국GDP를 USD2조로 가정할 경우 경상수지 흑자가 22.5%에 달하는 것이다. 이런 사실로 인해 당분간 달러 수요보다는 공급 요인이 더 우세한 상황이 지속될 전망이다.

Fig. 9: 경상수지 흑자로 인해 달러공급이 우세한 상황



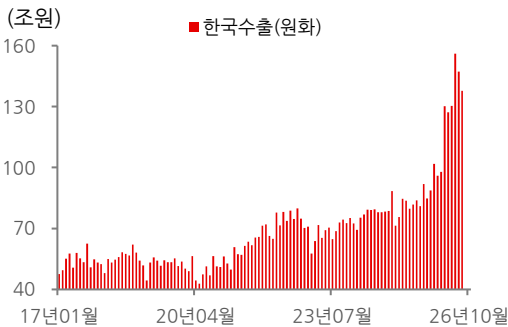
자료: 한국은행, Bloomberg, BNK투자증권

원/달러환율 하락 영향도 살펴봐야 할 시점

과거에는 원/달러환율 변동이 기업실적에 중립적인 요인으로 해석됐다. 그러나 수출비중과 수출기업들의 시가총액 비중이 크게 늘어난 현재 상태에서 원/달러환율 하락은 기업실적에 부정적이다. 왜냐하면 첫째, 주변 경쟁국과 비교하면 중국 위안화에 대해서는 역사적 평균 수준으로 회귀하는 반면에 엔화에 대해서는 가격경쟁력 측면에서 불리하기 때문이다.

둘째, 6~8월 월간 수출금액이 USD1,000억 전후에서 형성되고 있으나, 원화기준 수출금액은 6월 156.1조원에서 7월 147.2조원, 8월 137.9조원으로 빠르게 감소하고 있기 때문이다. 월평균 원/달러환율이 6월 1,530.7원을 고점으로 8월에는 1,403.1원으로 급락하면서 원화기준 수출금액이 빠르게 감소하는 상태다.

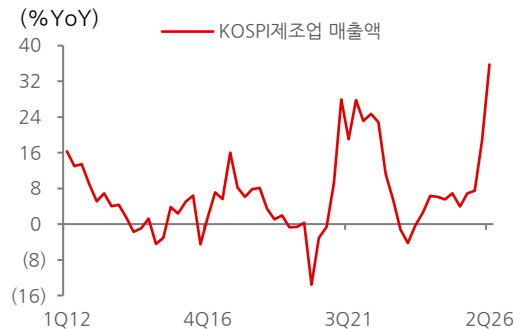
Fig. 10: 원화강세로 인한 수출금액 감소가 진행



자료: 관세청, Bloomberg, BNK투자증권

주: 달러기준 수출금액, 월평균 환율 기준으로 추정

Fig. 11: 3Q26 제조업 매출액성장을 둔화 전망



자료: Quantiwise, BNK투자증권

주: KOSPI제조업 716개 대상

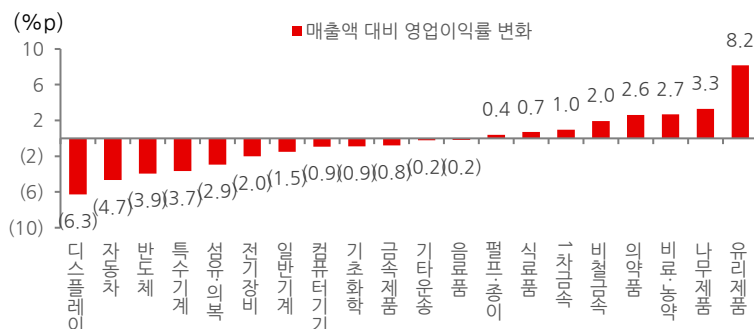
2Q26 반도체 가격상승과 평균 원/달러환율이 1,501원까지 상승하면서 KOSPI제조업 매출액은 35.2%YoY 성장했다(1Q26 매출액은 18.4%YoY, 원/달러환율은 평균 1,465원). 기본적으로 반도체 가격상승이 매출액 성장을 견인했지만, 원/달러환율 상승도 상당한 역할을 담당하면서 K-IFRS 도입 이후 가장 높은 매출액 성장률을 기록했다.

그러나 3Q26 달러기준 수출금액 증가에도 불구하고 원/달러환율이 하락하면서 KOSPI제조업 매출액 성장률이 1%p 가까이 둔화될 가능성이 높다. 특히 4Q26부터 매출액 성장률 둔화 속도가 빨라질 것으로 예상하는데, 이는 4Q25부터 반도체 가격상승이 본격화됐기 때문에 기저효과에 따른 자연스러운 현상이다. 결론적으로 2Q26 제조업 매출액 성장률이 정점을 통과했을 가능성이 높아졌다.

원/달러환율 하락은 수출기업들의 수익성에는 불리한 상황이다. 반도체, 전기전자, 자동차, 방산, 전력기기, 섬유 의복 등에서 원/달러환율 하락이 매출액 전망치 하향 조정으로 이어질 수밖에 없기 때문이다. 반도체, 전기전자는 가격상승이 지속된다면 환율 영향이 제한될 수 있으나, 가격상승 속도가 느려질 경우에는 환율 영향이 예상보다 커질 수 있는 상황이다. 당장에 반도체, 전기전자 실적전망이 크게 변하지는 않은 상황이나, 원/달러환율 하락이 빨라지면서 조만간 매출액 전망치가 하향 조정될 가능성은 높아지고 있다.

반면에 상반기 부진한 실적을 발표했던 음식료, 유틸리티, 항공 등은 원/달러환율 하락으로 수혜를 기대해 볼 수 있다. 이들 업종은 원자재 수입비중이 높고, 외화부채가 많다는 점에서 긍정적인 효과를 기대할 수 있다. 물론 국제유가가 여전히 높은 수준에서 형성되고 있다는 점이 유틸리티, 항공 업종에는 주가상승의 걸림돌로 작용하고 있다. 그러나 상반기에도 국제유가가 높은 수준을 유지한 상황에서 하반기 원/달러환율 하락은 긍정적인 부분임에는 틀림없다.

Fig. 12: 원/달러환율 10% 하락할 경우 제조업 영업이익률 변화

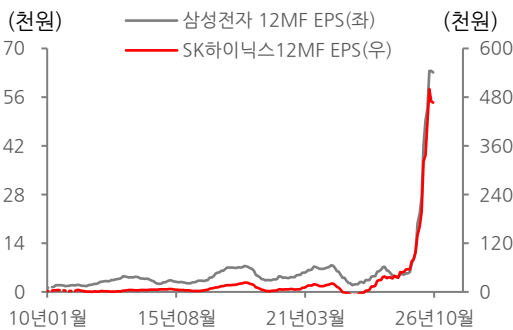


자료: 2014년 산업연구원 자료 인용

전술한대로 원/달러환율이 매출액과 영업이익률에 영향을 미치는데, 제조업 영업이익률이 역사적 최고치를 기록 중이라는 점에서 그림12보다 더 크게 작용할 수 있다. 3Q26 원/달러환율 하락이 기업실적 추정에 반영되면서 삼성전자, SK하이닉스 실적전망이 하향 조정되기 시작했다는 점은 사실이다. 삼성전자, SK하이닉스 12MF EPS는 2Q26 실적을 발표한 7월을 기점으로 소폭 둔화되기 시작했다. 3Q26 KIOXIA 평가손실이 아직 확정되지 않았는데, 10월 초순까지 평가손실이 반영될 것으로 짐작할 수 있다.

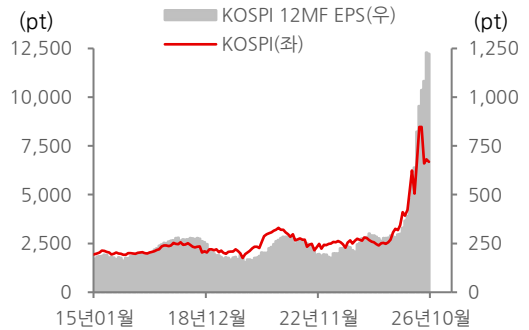
반도체 12MF EPS 하향 조정이 지속될 경우 KOSPI 12MF EPS 하향으로 귀결될 수밖에 없다. KOSPI 12MF PER이 5.5x로 낮은 수준을 유지하고 있다는 점은 valuation 측면에서 매력적인 요인이다. 그러나 KOSPI 12MF EPS가 Bottom-up 모멘텀을 의미한다는 점에서 KOSPI 12MF EPS 둔화로 추가상승 동력이 제한될 수 있다는 점은 부정적이다.

Fig. 13: 반도체 12MF EPS 둔화되기 시작



자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 14: KOSPI 12MF EPS, Bottom-up 모멘텀 약화



자료: Bloomberg, BNK투자증권

이 자료에 게재된 내용들은 본인들의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 조사분석 자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 이는 자료제공일 현재 시점에서 의견 및 추정으로 실제와 차이가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사 분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포할 수 없습니다. 이 자료는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

BNK 투자증권

고객지원센터 1577-2601 www.bnkfn.co.kr

<본사/영업부>

부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] T 051-669-8000 / F 051-669-8009
[영업부] T 051-669-8080 / F 051-669-8099

<서울영업부>

서울시 영등포구 국제금융로 2길 24 (여의도동) BNK금융타워 6층 / T 02-3215-1500 / F 02-786-2998

<경남영업부>

경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / T 055-290-7100 / F 055-290-7199

<울산영업부>

울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / T 052-210-6900 / F 052-271-6111

BNK

BNK 부산은행 BNK 경남은행 BNK 캐 피 탈 BNK 투자증권 BNK 저축은행
BNK 자산운용 BNK 신용정보 BNK 시 스 템 BNK 벤처투자 BNK 씬농구단