

Macro Issue

같은 환율, 다른 충격



▶ 경제 임혜윤 | hylim@hanwha.com | 3772-7728

“

환율과 수출의 관계는 일정하지 않다.
원화 강세의 실적 영향은 수출 규모보다는 기업 구조가 결정한다.

”

| Contents |

I. 핵심요약	03
II. 환율과 수출의 엇갈린 관계	05
1. 환율 하락에 대한 걱정	05
2. 세 가지 구성요소	06
3. 음(-)의 탄력성	07
4. 원화 환산의 환율효과	09
III. 다양한 환율 반응	10
1. 네 가지 하락 시나리오	10
2. 매출 손실 > 원가 절감	11
3. 자연헤지 효과	13
4. 크지 않은 국면 차이	14
IV. 시장이 환율을 반영하는 방법	15
1. 해외매출보다 순영업노출	15
2. 서로 다른 반영 시기	17
3. 상대적 차이를 반영하는 시장	18
V. 9월의 매크로	21
VI. 경제지표 캘린더	34

I. 핵심요약

통념과는 다른 환율과 수출의 관계	한국 수출과 원/달러 환율의 관계를 2010년 이후 월별 자료로 분석한 결과, “원화가 약해지면 가격경쟁력이 높아져 수출이 증가한다”는 통념은 일관적으로 확인되지 않았다. 환율이 1% 상승했을 때 달러 기준 전체 수출액은 12개월 누적 1.45% 감소했다. 환율 상승이 수출을 감소시킨다는 인과관계라기보다는 글로벌 경기 둔화나 시장 불안으로 원화가 약해질 때 수출도 함께 부진했던 경로를 반영한 것이다.
세 가지 구성요소	수출을 달러 수출액, 수출물량, 원화 환산 수출액으로 구분해서 보면 환율효과의 성격이 분명해진다. 환율 변화 이후 수출물량이 뚜렷하게 증가하거나 감소한다는 증거는 대체로 약했다. 반면, 달러 수출액은 여러 품목에서 환율과 음(-)의 관계를 보였다. 이는 경기 둔화나 국제가격 하락이 달러 수출액을 줄이는 동시에 원화 약세 요인으로 작용했을 가능성을 시사한다.
원화 환산 효과	원화 환산 수출액은 달러 수출액과 원/달러 환율이라는 두 가지 요소로 결정된다. 환율이 1% 상승하면 달러 수출액이 변하지 않더라도 원화 환산액은 기계적으로 1% 증가한다. 다만, 2010년 이후 환율 상승과 달러 수출액 감소가 동시에 나타난 경우가 많아서 원화 환산 이익이 달러 수출액의 부진으로 일부 또는 전부 상쇄됐다. 반대로 환율 하락기에는 원화 환산액 감소 효과가 발생하지만, 대외수요가 개선되면서 달러 수출액이 증가한다면, 최종 원화 매출은 늘어날 수도 있다. 결국 실적은 환율의 방향보다 달러 매출과 환율 기여도의 상대적 크기에 의해 결정된다.
품목별로 다른 환율 민감도	기업들은 환율 상승국면에 달러 가격을 낮춰 점유율을 높일 수 있고, 하락국면에는 가격을 유지하면서 이익률 하락을 감수할 수도 있다. 국면별 민감도를 분석한 결과, 두 국면의 차이가 통계적으로 뚜렷하다고 단정할 수 있는 결과는 거의 없었다. 주요 기업 매출과 영업이익률도 충격 발생분기와 1분기 뒤 반응의 방향 차이가 있었지만, 여러 결과를 고려하면 안정적인 차이로 남지 않았다. 이는 환율이 모든 수출품에 동일하게 작용하는 단일 변수가 아니라, 품목별 가격 결정 방식과 수입원가 구조를 통해 서로 다르게 전달된다는 점을 보여준다.

실적을 결정하는 변수

기업 실적에 대한 환율의 최종 영향은 수출 비중뿐 아니라 결제통화, 달러 수입 원가, 해외생산, 환헤지, 가격계약과 재고 회전 속도에 따라 달라진다. 달러 매출이 크더라도 원재료와 부품을 달러로 조달하면 자연헤지가 발생하고, 선물환 등 금융헤지는 환율효과의 크기와 실적 반영 시점을 바꿀 수 있다. 따라서 최근 원/달러 환율 하락을 수출기업 전반의 악재로 해석하기보다, 달러 매출에서 달러 비용과 헤지를 차감한 순노출과 계약·재고 구조를 확인해야 한다.

주가와 환율효과

마지막으로 환율 상승이 주가에 긍정적으로 작용했다고 보기는 어렵다. 환율 1% 변화에 대한 주가 변화율은 10개 주요 수출품목 모두 음(-)의 방향이었다. 원화 약세가 글로벌 경기 둔화 및 위험회피 국면에 자주 나타났기 때문이다. 시장 부진이 수출채산성 개선 기대를 상회했다는 의미다. 다만, 시장대비 베타는 품목별로 차이가 있었다. 반도체는 양(+)의 베타로 환율 상승 시 주가 수혜가 나타난 반면, 철강, 석유제품, 라면, 화장품의 베타는 마이너스(-)였다. 기업별 환율 민감도와 주가 반응을 감안하면, 시장은 환율의 절대적인 효과보다 기업 간 상대적인 노출 차이를 일부 반영하는 것으로 봐야 한다.

[표1] 환율과 수출 관계에 대한 시장 인식과 실제 분석결과

시장 인식	분석 결과	해석
환율 상승(원화 약세)은 수출 증가로 이어진다	환율과 수출물량의 관계 뚜렷하지 않음	환율 1% 상승에 대한 수출물량 12개월 누적 반응은 -0.51%
환율 상승은 달러 수출액에도 긍정적이다	달러 수출액은 환율 상승 시 오히려 감소	환율 1% 상승에 대한 달러 수출액 12개월 누적 반응은 -1.45% 글로벌 수요 둔화와 국제가격 하락이 수출에 부담으로 작용
환율 하락(원화 강세)은 수출기업에 불리하다	환율 하락 원인에 따라 실적 방향 달라짐	수요가 개선되면서 환율이 하락하는 시나리오에서는 수출 증가
해외매출 비중 높으면 환율 하락 충격도 크다	해외생산과 현지비용 비중 높으면 환율 충격 완화	해외매출보다는 해외생산, 달러 수입원가, 순영업노출이 핵심
환헤지는 환율 충격을 제거할 수 있다	환헤지는 충격의 크기와 시점을 분산시키는 효과	환헤지로 초기 부담 줄일 수 있지만, 장기효과는 무헤지 경로에 근접
환율 상승기와 하락기 수출 반응이 다르다	일부 수치 차이가 있었지만, 반응이 구조적으로 다르다고 보기는 어려움	전체 수출, 기업실적, 주가 모두 환율 상승과 하락 국면의 차이가 일관적이지 않았음
환율 상승은 수출주에 호재로 작용한다	환율 상승국면에서는 시장 전체의 위험회피가 수출채산성 개선 효과보다 큼	주요 수출품목의 환율베타(환율 1% 변화에 대한 주가 변화율)는 음(-)의 방향. 다만, 시장대비 베타로 보면 일부품목 양(+)의 방향
기업의 영업상 환율 수혜가 주가에 반영된다	환율에 대한 구조적 노출을 일부 반영했지만, 방향이 일치하지는 않음	기업별 추정 환율민감도와 시장대비 환율베타는 완만한 양(+)의 관계 방향이 일치하지는 않지만, 기업별 민감도를 주가가 어느 정도는 반영

자료: 한화투자증권 리서치센터

II. 환율과 수출의 엇갈린 관계

1. 환율 하락에 대한 걱정

환율 하락과 실적 우려

원/달러 환율이 가파르게 하락하면서 수출기업 실적 둔화에 대한 우려가 커지고 있다. 환율이 하락하면 원화 환산 수출은 기계적으로 감소하지만, 실적이 환율만으로 결정된다고 보기는 어렵다. 대외수요, 국제가격, 산업 사이클 등 다양한 변수가 실적에 영향을 주는 데다, 수입비용 변화도 반영되기 때문이다.

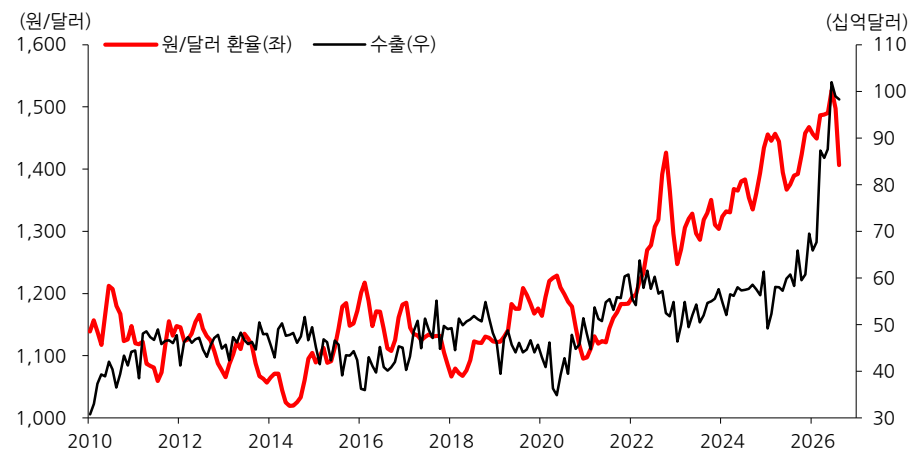
일관적이지 않은 관계

2010년 이후 원/달러 환율과 수출의 방향성은 일관적이지 않다[그림1]. 대외수요가 약해지는 국면에서는 수출이 줄고 안전자산 선호가 강해지면서 원화가 약해질 수 있다(원화 약세-수출 감소). 반면, 경기 회복 국면에서는 원화가 강해져도 수출이 늘어날 수 있다(원화 강세-수출 증가). 환율은 수출을 결정하는 다양한 변수 중 하나이기 때문에 환율 방향만으로 수출을 예측하기는 어렵다.

품목 및 기업별 영향

이번 자료에서는 전체 수출과 환율의 관계뿐만 아니라 품목별 반응과 기업실적에서의 환율 민감도를 파악하고자 했다. 수출을 물량, 달러 수출액, 원화 환산 수출액으로 구분해서 환율 변화에 따른 반응을 살펴보고, 주요 수출품목의 환율 민감도와 기업 공시를 활용한 실적 영향을 분석했다.

[그림1] 환율과 수출액의 관계는 인과로 규정하기 어려움

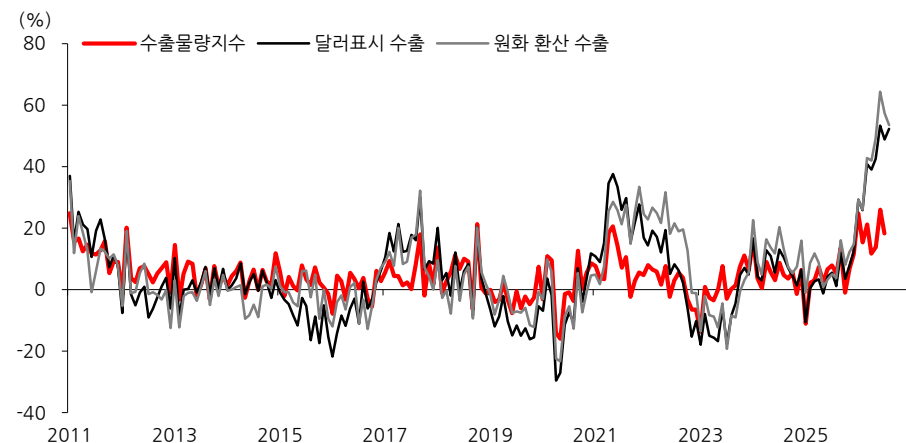


자료: 관세청, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

2. 세 가지 구성요소

- ① 수출물량(판매량) 환율과 수출의 관계를 파악하기 위해서는 수출물량, 달러 수출액, 원화 환산 수출액을 구분해야 한다. 먼저 수출물량은 판매량을 의미한다. 가격이 오르면 판매량이 변하지 않아도 수출액이 증가할 수 있다. 수출 경쟁력과 대외수요를 판단하려면 금액과 물량을 나눠서 봐야 한다. 뒤에서 살펴보겠지만, 원화 약세(= 환율 상승)가 가격경쟁력을 높여 수출물량 증가로 이어진다고 볼 근거는 부족하다.
- ② 달러 수출(판매가격) 달러 수출액은 해외에서 벌어들인 수출대금으로 수출물량*달러표시 가격이다 [그림2]. 반도체와 석유제품처럼 국제가격 변화가 큰 품목은 물량 변화가 작아도 달러 수출액이 크게 움직인다. 따라서 달러 수출액 감소를 판매량 감소로 해석하면 가격 변동을 수요 변화로 잘못 판단할 수 있다.
- ③ 원화 환산(환율) 원화 환산 수출액은 달러 수출액*환율이다. 달러 수출액이 변하지 않아도 원화가 약해지면 원화 환산 수출은 늘고, 원화가 강해지면 원화 환산액은 줄어든다. 이는 수출기업의 매출을 이해하는 데 유용하지만, 원화 환산 수출이 회계상 매출과 같지는 않다. 해외 현지법인 매출, 매출 인식 시점, 실제 결제통화 등이 통관금액과 다를 수 있기 때문이다.

[그림2] Δ 달러 수출액 $\approx \Delta$ 물량 + Δ 달러표시 가격



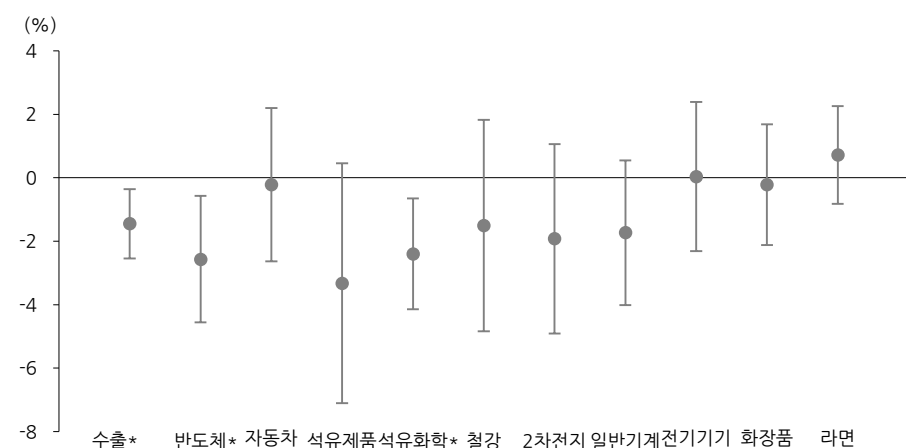
주: 전년동월대비 로그 증가율

자료: 관세청, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

3. 음(-)의 탄력성

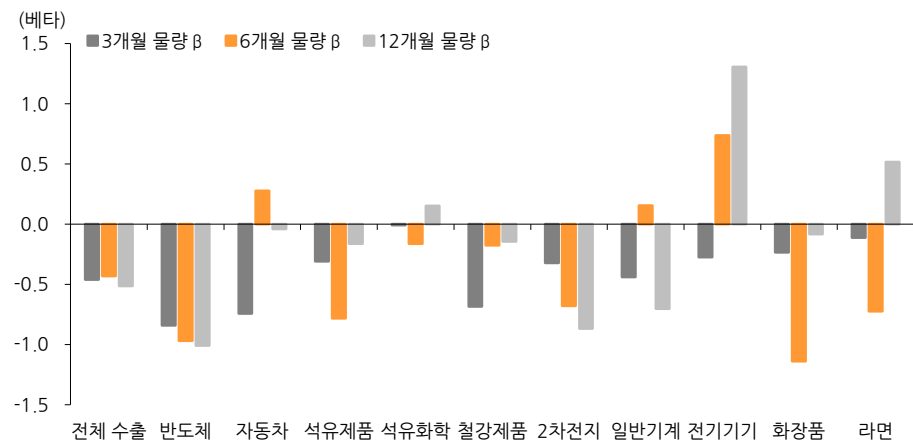
환율과 달러 수출은 음(-)의 관계	환율과 수출의 관계는 일반적인 통념과 다르다. <u>환율이 상승한 뒤 오히려 달러 표시 수출액이 감소하는 경향이 나타났다</u> . 2010년 이후 원/달러 환율이 1% 상승할 때 달러표시 수출액은 12개월 누적으로 1.45% 감소했고($\beta = -1.45$, β 는 환율 1% 변동에 따른 변화), 그 관계가 우연히 나타났을 확률(p)은 약 0.9%로 낮았다[그림3]. 다만, 이를 환율 상승(원화 약세)에 따른 수출 감소로 해석할 수는 없다(다중검정 문제를 보정한 신뢰도인 $q=0.097$). 경기 둔화나 국제가격 하락이 달러 수출액을 줄이는 동시에 원화 약세 요인으로 작용했을 가능성이 크다.
수출물량 영향 불확실	환율 1% 상승에 대한 수출물량의 12개월 누적 반응은 0.51% 감소였지만, 추정 범위가 넓어 방향을 분명하게 판단하기 어려웠다($p>0.05$)[그림4]. 원화 환산 수출은 환율 변화를 반영하기 때문에 원화 환산 수출의 환율 탄력성은 달러 수출 탄력성보다 정확히 1만큼 큰 -0.45 였는데, $p=0.42$ 로 관계는 뚜렷하지 않았다.
국면 간 차이도 불분명	환율 국면별 반응도 유의미한 차이를 확인하기 어려웠다. 3개월 누적 변화율을 기준으로 한 환율 상승 및 하락국면에서 수출의 12개월 누적 β 는 -0.62 , -2.61 로 차이가 컸다[그림5,6]. 다만, 두 국면 차이 p값(=상승국면 β 와 하락국면 β 가 다른지 검정)은 0.247로 β 의 격차가 실제 차이인지 우연한 결과인지 구분할 수 없었다. 환율 방향만으로 수출을 예측하기 어렵다는 의미다. <u>환율보다 대외수요와 달러 가격이 수출 변화를 결정한다고 보는 것이 타당하다</u> .

[그림3] 환율 1% 상승 이후 12개월 동안 수출은 약 1.5% 감소



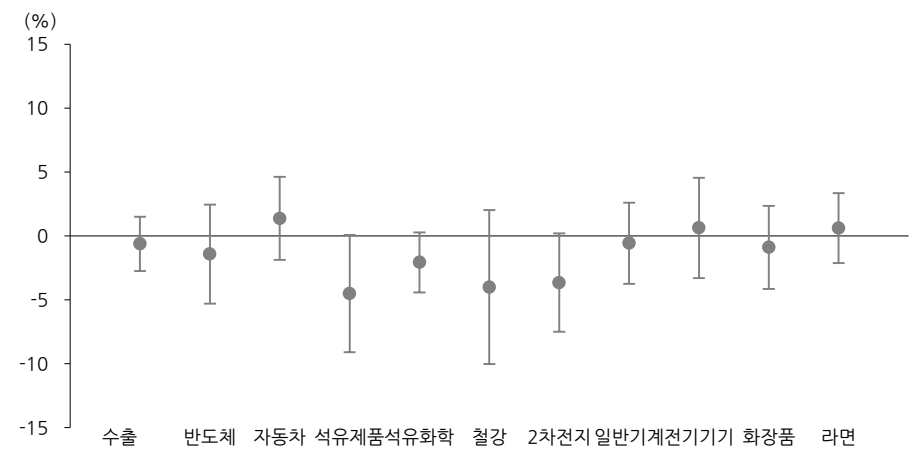
주: 2010년 이후 원/달러 환율 1% 상승 시 12개월 누적 수출액 변화. 선은 95% 추정 오차 범위. *는 $p<0.05$

자료: 관세청, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

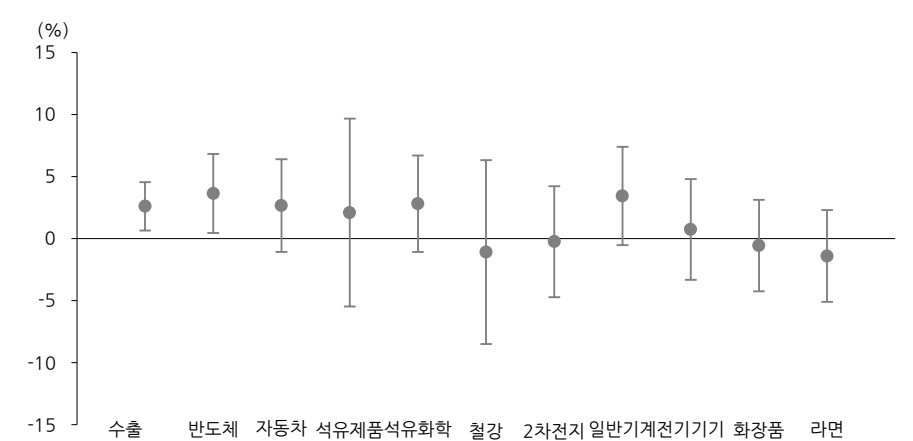
[그림4] 수출물량 반응 일관적이지 않음($p>0.05$, $q>0.10$)

주: 원/달러 환율 1% 상승 후 시차별 수출물량 누적 변화. 한국은행 수출물량지수 기준

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 환율 상승국면 민감도: 음(-)의 관계 보이지만 불확실성 큼($p\geq 0.05$)

자료: 관세청, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 환율 하락국면 민감도: 음(-)의 관계 보이지만 불확실성 큼($p\geq 0.05$)

주: [그림5]는 환율 상승국면, [그림6]은 환율 하락국면에서의 환율 1% 변화에 따른 12개월 누적 수출액 변화. 선은 95% 추정 오차 범위

자료: 관세청, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

4. 원화 환산의 환율효과

Δ 원화 환산 수출 $\approx$
 Δ 달러 수출액 + Δ 환율

원화 환산 수출액의 변화는 달러 수출액 변화와 환율 변화의 합이다. 원화 환산 수출은 달러 수출이 증가하거나, 원/달러 환율이 상승하면 늘어난다. 두 요인이 같은 방향으로 움직이면 원화 수출 변동 폭이 커지고, 반대로 움직이면 서로 상쇄한다[그림7]. 이를 통해 원화 수출(매출)이 늘어난 이유가 수출 증가인지 환율 효과인지 구분할 수 있다.

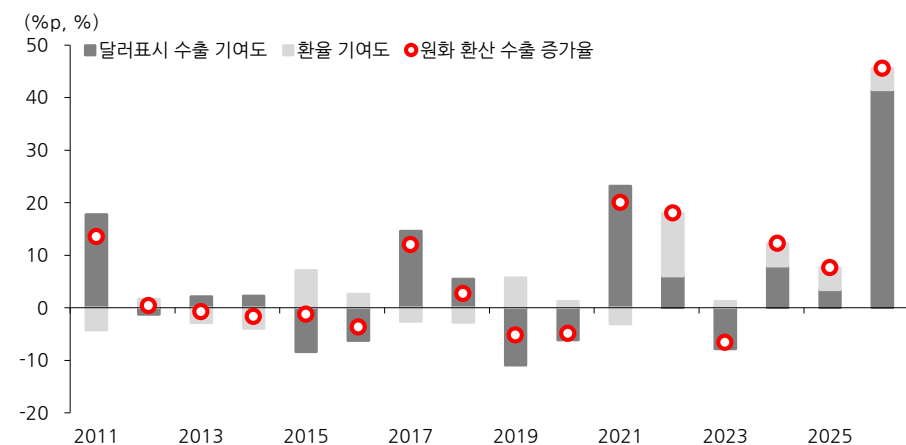
원화 약세 국면 효과

두 가지 요인이 같은 방향으로 움직였던 대표적인 시기는 2022년과 24년이다. 2022년에는 달러 수출 기여도 +6.0%p, 환율 기여도 +12.0%p로 원화 환산 수출은 18% 증가했다. 2024년에도 달러 수출(+7.9%p)과 환율(+4.3%p) 모두 원화 환산 수출에 플러스(+) 기여했다. 이러한 시기에는 원화 환산 수출이 달러 수출보다 훨씬 강해보인다.

환율 하락 전체가
손익에 반영되진 않음

원화 강세 국면에서는 반대 현상이 나타난다. 달러 수출이 증가해도 환율 하락 분만큼 원화 환산 수출 증가율이 낮아진다. 다만, 환율 기여도 전체를 영업이익 감소로 볼 수는 없다. 원화가 강해지면 원재료비, 물류비 등 달러로 결제하는 비용이 줄고, 현지생산이나 환해지 영향도 고려해야 한다. 따라서 실제 손익은 원화 환산 수출보다 변동이 적다.

[그림7] Δ 원화 환산 수출 $\approx$ Δ 달러 수출 + Δ 환율



주: 월간 전년동월대비 로그 증가율의 평균. 2026년은 1~8월 기준

자료: 관세청, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 다양한 환율 반응

1. 네 가지 하락 시나리오

환율 하락 원인이 중요

환율 하락(=원화 강세) 충격이 항상 동일한 것은 아니다. 같은 환율 5% 하락이라도 원인이 다르면, 실적은 상반된 반응을 보인다[그림8]. 펀더멘털 변화 없이 원/달러 환율만 하락하면, 달러 매출의 원화 환산액이 줄어드는 효과가 중심이 된다(순수하락). 반면, 대외수요 개선이 원화 강세로 이어진 경우에는 물량과 달러 가격 상승이 원화 환산 손실을 상쇄할 수 있다(수요개선). 달러가 약해진 경우에는 원재료의 달러 가격과 경쟁국 통화도 함께 움직일 수 있어 종합적인 판단이 필요하다(달러약세).

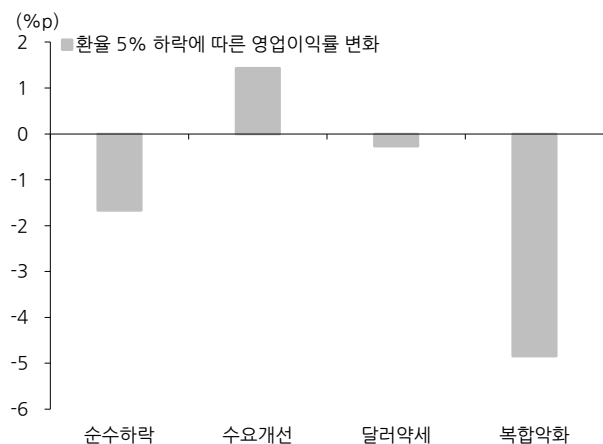
하락 원인에 따라
실적 방향 다름

환율 5% 순수 하락 시나리오에서 영업이익률은 1.67%p 낮아진 반면, 수요 개선 시나리오에서는 달러 가격 상승과 물량 회복을 반영해 1.43%p 상승했다. 수요 둔화와 가격 하락이 동시에 발생하는 복합악화 시나리오에서 영업이익률은 4.85%p 하락, 달러 약세 시나리오에서는 0.27%p 하락했다. 환율 5% 하락으로 는 실적의 방향조차 판단하기 어렵다.

환율 영향은
시간이 갈수록 완화

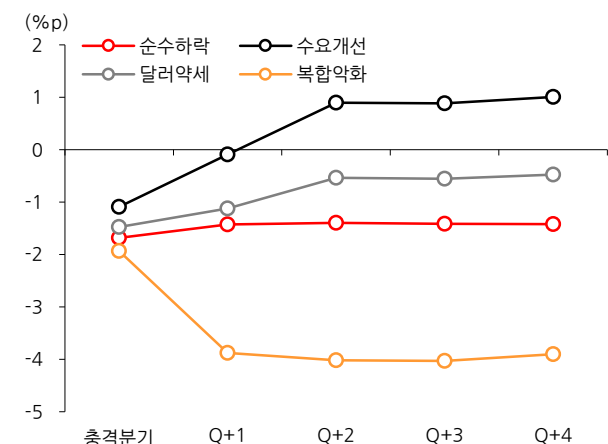
대체로 환율 하락 초기 충격이 더 컸다. 달러 매출의 원화 환산 손실은 즉시 나타나지만, 수입원가 절감 효과는 재고 회전을 거쳐 반영되기 때문이다. 다만, 시나리오에 따라 반영 속도는 상이했다[그림9]. 수요 개선형은 충격분기에는 환산손실이 나타났지만, 환율 하락 2분기 후부터 영향이 플러스(+)로 전환됐다. 복합악화 시나리오에서는 가격과 물량 부진이 뒤늦게 더해져 2~3분기 후 충격이 확대됐다.

[그림8] 환율 하락 원인에 따라 충격 상이



주: 원/달러 환율 하락 시나리오별 영업이익률 영향 추정
자료: 한국은행, Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 환율 하락 충격은 대체로 시간이 지날수록 완화



주: 환율 5% 하락 충격 분기부터 4분기 후까지의 영업이익률 영향 추정
자료: 한국은행, Dart, 한화투자증권 리서치센터

2. 매출 손실 > 원가 절감

품목별 수출물량 반응
일관적이지 않음

주요 수출품목의 환율 반응은 일관적이지 않다. 특히 수출물량은 대다수 품목에서 방향이 일정하지 않았고 추정 범위도 넓었다[그림11]. 수출물량 반응의 가장 작은 q값(보정한 신뢰도)은 0.48로 통계적 유의성이 거의 없는 것으로 나타났다. 가격 및 제품 구성, 지역별 수요 등이 다르기 때문에 원화 약세가 모든 품목의 판매량을 같은 정도로 늘린다고 보기 어렵다. 원화 약세(환율 상승)가 가격경쟁력을 높여 수출물량 증가로 이어진다고 볼 근거는 부족하다.

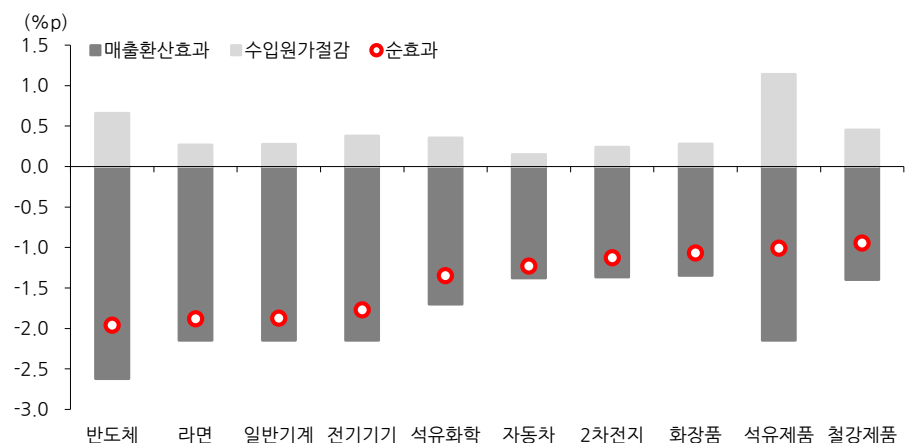
반도체와 석유화학 수출
뚜렷한 음(-)의 관계

달러 수출액의 12개월 누적 관계는 품목별로 차이가 컸다[그림12]. 환율 1% 상승에 대한 민감도는 반도체와 석유화학이 각각 -2.57, -2.40으로 비교적 뚜렷한 음(-)의 관계를 보였다($p < 0.05$). 석유제품 민감도(-3.33)의 절댓값이 가장 컸지만, 추정 불확실성도 높았다($p = 0.085$). 자동차, 화장품, 전기기기는 일정한 방향을 확인하기 어려웠다($p > 0.80$). 따라서 환율 상승 이후의 달러 수출 감소는 물량 감소보다 달러 수출가격 하락과 더 밀접한 것으로 볼 수 있다[그림13].

원화 환산 충격이
수입원가 절감보다 큼

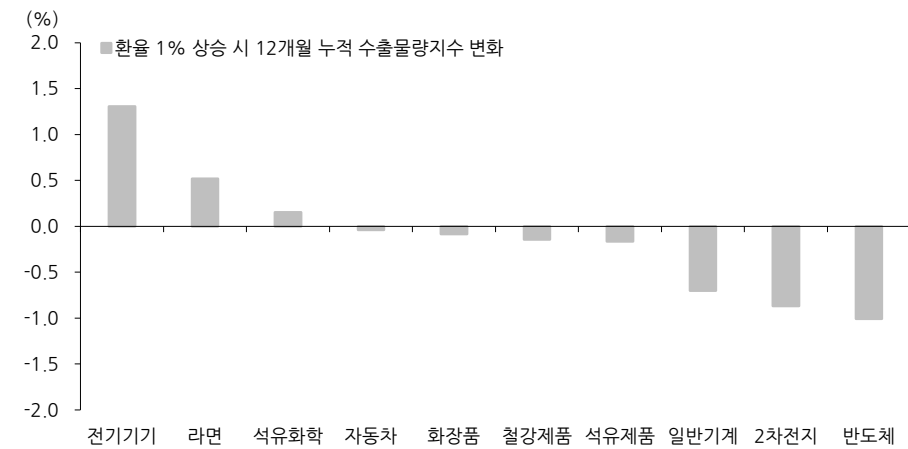
순수 원화 환산효과를 판단하기 위해 기업구조와 수입원가, 재고회전 및 환헤지 시차를 반영한 순수 환율 스트레스 테스트를 실시했다. 환율이 5% 하락할 경우 10개 주요 수출품목의 영업이익률 영향은 모두 음(-)으로 나타났다[그림 10]. 환율이 하락하면 달러 매출의 원화 환산액은 감소하는데, 수입원가 절감이 이를 완전히 상쇄하지 못했다(수출물량, 달러 가격 등 다른 조건을 고정한 조건부 시나리오).

[그림10] 환율 하락은 대체로 실적에 부담(원화 환산 부담 > 수입비용 절감)



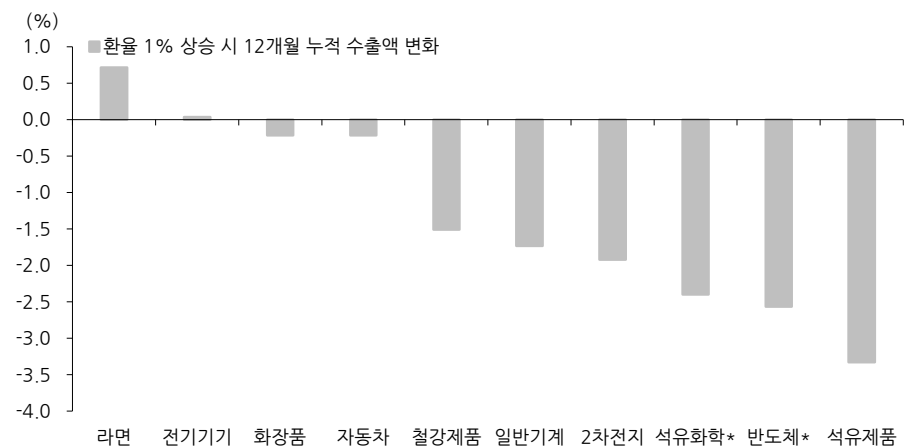
주: 수출물량, 가격 등 다른 요인은 고정. 환율만 5% 하락한 것으로 가정

자료: 관세청, 한국은행, Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 수출물량 반응 일관적이지 않음(10 개 품목 모두 $q > 0.10$)

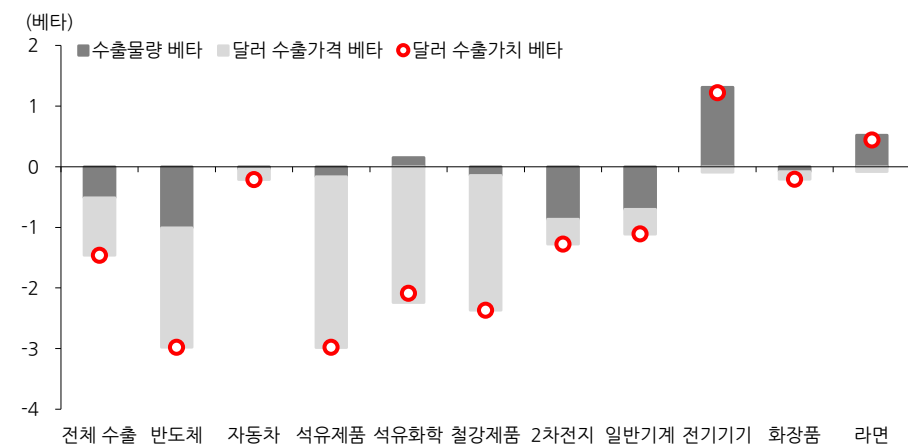
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 반도체, 석유화학 수출액은 환율과 유의한 음(-)의 관계

주: *는 개별검정 기준 통계적으로 유의하다고 볼 수 있는 $p < 0.05$ (석유화학, 반도체)

자료: 관세청, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 환율과 수출액 음(-)의 관계는 물량보다 가격과 밀접



주: 환율 1% 상승 후 12개월 누적 변화. 한국은행 수출물량지수와 무역지수 활용. 수출가치지수=수출물량지수*수출물가지수/100

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

3. 자연헤지 효과

순달러노출 적을수록
환율 하락 부담 완화

앞에서 살펴본 바와 같이 환율 하락 시 수출매출의 원화 환산 금액은 감소하지만, 동시에 수입원가 부담도 줄어든다. 산업연관표의 수입중간재 투입계수와 달러 결제비중을 이용한 추정에서 자연헤지 비율(=달러매출 노출 중 달러원가가 상승하는 비율)은 석유제품이 약 50%로 가장 높았고, 자동차와 라면은 10~12%로 낮았다[그림14]. 실제로 다른 조건이 동일하다면, 자연헤지율이 높을수록 환율 하락 부담이 적었다[그림15].

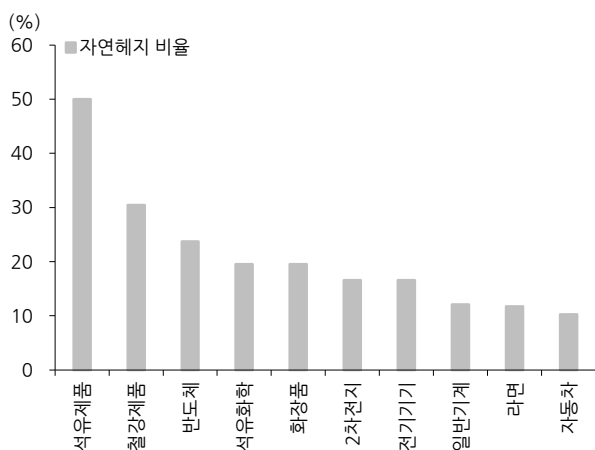
순달러노출 산출방법

분석 시 수입원가 노출은 동일한 해당 품목 수입액이 아니라 직전 12개월 누적(Trailing Twelve Month; 이하 TTM) 수출액에 산업별 수입중간재 계수를 적용했다. 자동차 수입액은 국내 수출차 생산에 투입된 부품비가 아니고, 수입 화장품도 국내 화장품의 원료비가 아니기 때문이다. 수출액을 수출 매출로 보고, 생산 1단위당 수입투입 비중(=수입중간재 계수)과 달러 결제비중을 곱했다. 이는 실제 기업 매입액이 아니라 수출과 연결된 달러 수입원가의 추정치다.

현실에서는
실적 반영 시차도 영향

물론 순달러노출만으로 실적 영향을 설명할 수는 없다. 가격과 원가가 실적에 반영되는 시점이 품목에 따라 다르기 때문이다. 반도체와 석유제품은 원화 환산효과가 크지만 제품가격과 업황이 더 중요하다(가격/업황). 전기기기와 자동차는 계약과 납품 시차가 길어 환율 영향이 늦게 나타난다(장기계약/수주). 또한, 라면과 같은 식료품은 유통계약과 현지 경쟁 때문에 가격 조정에 즉각 나서기 어렵다(브랜드/유통/현지판매).

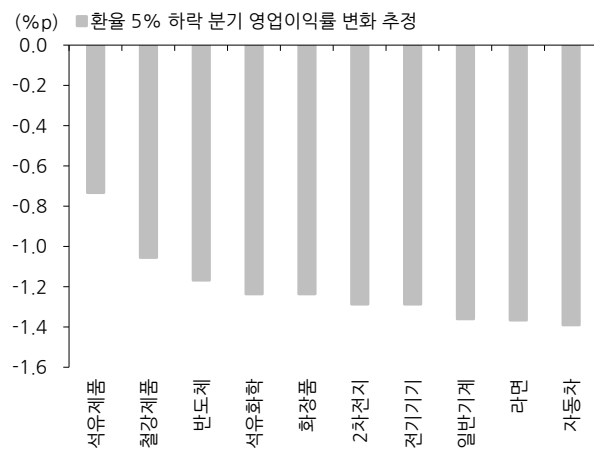
[그림14] 자연헤지율 높으면 수입비용 감소 효과 커지기 때문에



주: 달러 수입원가/달러 수출*100

자료: 관세청, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 환율 하락 부담도 상대적으로 작음



주: 환율 이외 변수 고정. 환헤지, 계약/수주 시차 미반영한 스트레스 테스트

자료: 관세청, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

4. 크지 않은 국면 차이

환율 국면 반응 차이
확인하기 어려움

환율 국면에 따라 수출 반응이 달라질 가능성도 있다. 기업들은 환율 상승국면에 달러 가격을 낮춰 점유율을 높일 수 있고, 하락국면에는 가격을 유지하면서 이익률 하락을 감수할 수도 있다. 계약 환율과 환해지에 따른 국면별 반응 차이도 염두에 뒀다. 실제 국면별 민감도를 분석한 결과, 방향 차이는 나타났지만, 반응이 구조적으로 다르다고 보기는 어려웠다[그림16].

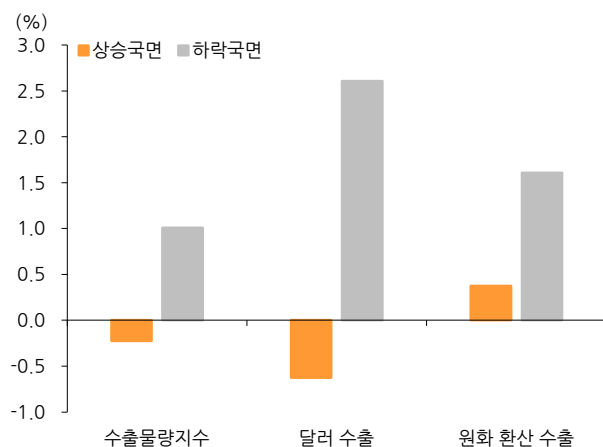
낮은 통계적 유의성

대체로 하락국면 민감도 절대값이 더 컸지만, 차이가 반복적으로 확인되지는 않았다. 상승국면 민감도와 하락국면 민감도가 다른지 검정하는 국면 차이 p값은 수출물량(0.538), 달러 수출액(0.247), 원화 환산 수출액(0.247) 모두 통계적으로 다르다고 단정하기 어려웠다. 26개 기업 매출과 영업이익률도 당기와 1분기 뒤 반응의 방향 차이가 있었지만, 여러 결과를 함께 고려하면 안정적인 차이로 남지 않았다($p > 0.05$, $q > 0.10$). 품목별 시장반응 역시 반도체와 자동차 등에서 방향이 달랐으나 뚜렷한 비대칭을 확인하지 못했다($q > 0.10$)[그림17].

단기 비대칭 가능성

실제로는 가격 하한, 환해지 만기, 수입계약과 재고 때문에 단기 비대칭이 발생할 수 있지만, 기본적으로는 환율 상승과 하락에 대칭적인 효과를 적용하는 것이 낫다. 또한, 국면별 민감도는 확정치로 사용하기보다 품목이나 기업별 전달 정로를 확인해야 한다.

[그림16] 환율 국면에 따른 수출 반응 차이가 유의미하지 않음

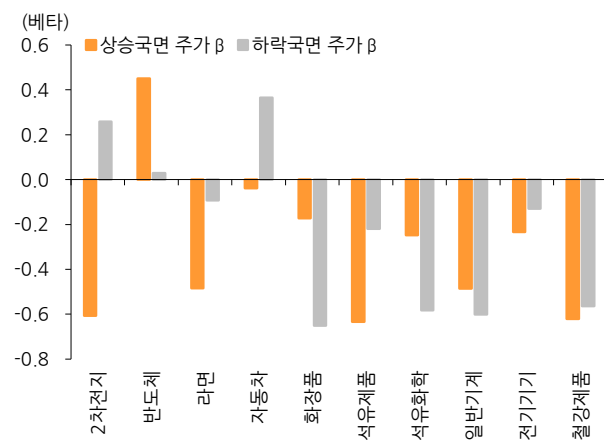


주1: 원/달러 환율 1% 변화에 따른 12개월 누적 변화율

주2: 환율 3개월 누적 변화율이 >0이면 상승국면, <0이면 하락국면으로 규정

자료: 관세청, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 국면별 주가 반응도 다중검정 결과 유의하지 않음



주1: KODEX 200 대비 상대수익률. 2010년 또는 상장 이후 주가수익률 기준

주2: 보정한 신뢰도인 국면 차이 q값이 낮은 순서대로 정렬

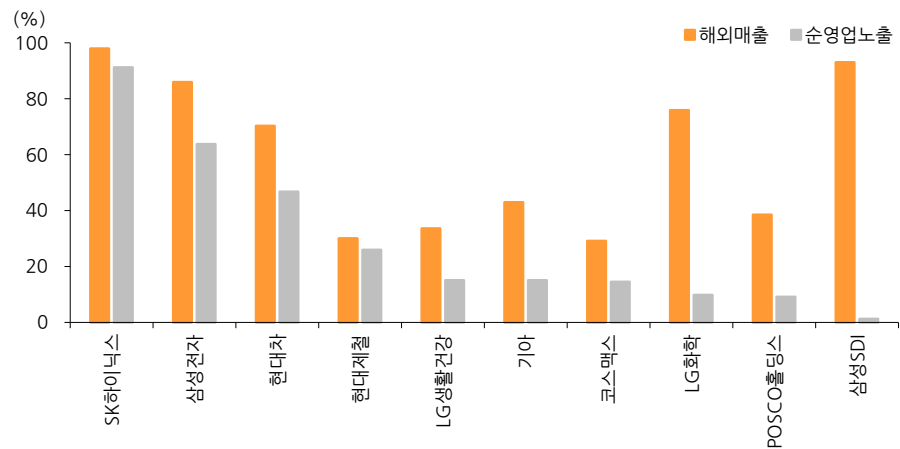
자료: 관세청, 한국은행, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

IV. 시장이 환율을 반영하는 방법

1. 해외매출보다 순영업노출

해외매출과 순영업노출	해외매출 비중이 높다고 해서 환율 하락 충격이 큰 것은 아니다. 환율 하락에 따른 실적 충격은 해외매출 비중만으로 결정되지 않고, 해외에서 발생하는 비용과 생산구조를 함께 고려한 순영업노출에 따라 달라진다. 순영업노출은 해외매출에서 해외생산에 수반되는 비용을 차감한 값으로, 해외매출 중 해외비용으로 상쇄되지 않고 환율 영향을 받는 부분을 의미한다. 같은 업종 내에서도 기업별로 해외매출과 순영업노출 비중은 상이하다[그림18].
환율 충격 판단에는 순영업노출 더 중요	국내에서 주로 생산해 해외에 판매하는 기업은 해외매출에 비해 해외비용이 작아 순영업노출이 크다. 반면, 해외 비유동자산 비중이 높고 현지 생산·조달·판매가 함께 이루어지는 기업은 해외매출 감소 효과와 해외비용 절감 효과가 상쇄될 수 있다. 순영업노출을 확인할 수 있는 10개 기업 분석 결과, <u>순영업노출 비중이 높을수록 영업이익률 하락 폭이 컸다</u> [그림19]. 환율 5% 하락 시, 순영업노출 비중이 10%p 높아지면, 영업이익률 하락 폭이 0.15%p 커지는 것으로 나타났다($p=0.044$, BH $q=0.066$, 환율 이외 조건 동일한 부분균형 스트레스 테스트).
환헤지 효과	달러 수입원가와 환헤지도 기업 환율효과에 영향을 줄 수 있다. 업종이 같아도 원재료 수입비중, 달러 결제비중, 현지 생산과 선물환 계약 등은 기업별로 상이하다. 달러 수입원가 비중이 높으면 환율 하락 시 원재료 부담이 완화되면서 충격을 일부 상쇄할 수 있다. 헤지는 손실을 제거하기보다 시점을 늦추는 효과가 있는 것으로 나타났다[그림20,21].

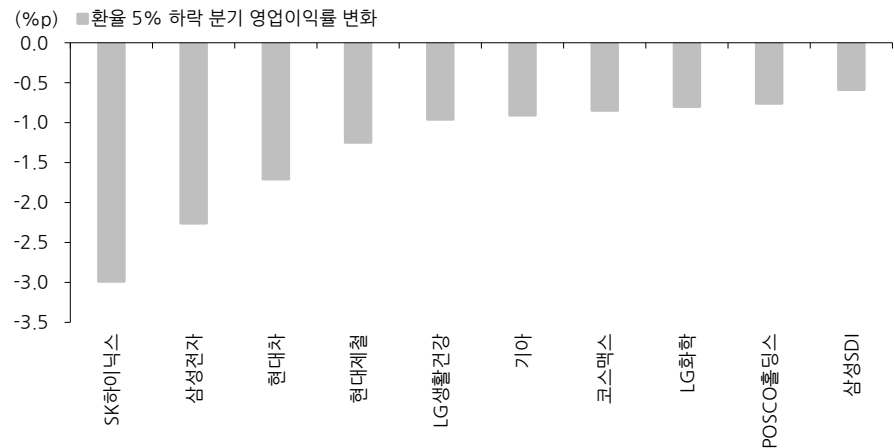
[그림18] 기업별로 순영업노출 비중 상이



주: 공시에서 해외매출과 해외 비유동자산이 모두 확보돼 순영업노출 추정이 가능한 기업

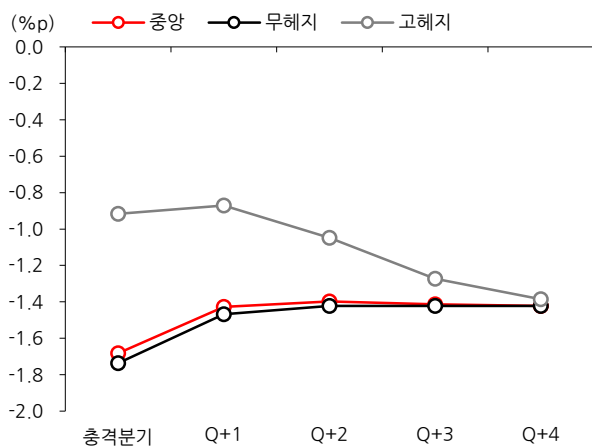
자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 순영업노출 비중 높을수록 환율 하락 충격 큼



자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

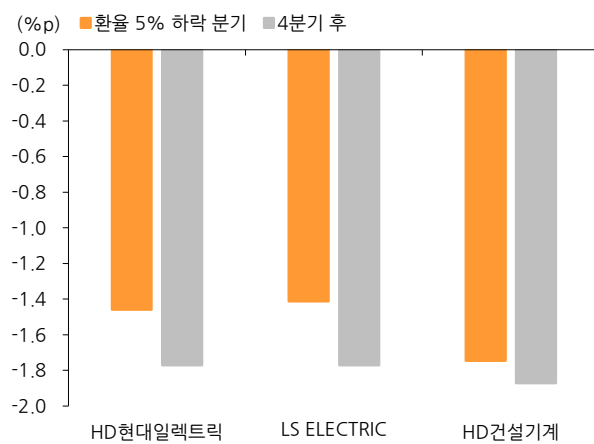
[그림20] 고헤지는 손실 인식 시점을 늦추는 효과



주: 달러 파생상품(외화매출 환산)과 재고회전일수(수입원가 절감) 활용

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 헤지는 환율 하락 초기 충격을 완화하지만, 이후 부담 가중



주: 공시 활용해 산출한 헤지 비중(=달러 파생상품/매출)은 각각 21.4%, 30.0%, 37.4%

자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

2. 서로 다른 반영 시기

환율 영향은
실적 반영 시차 존재

현물환율이 움직인 분기와 기업실적이 가장 크게 영향을 받는 분기는 같지 않을 수 있다. 기업은 이미 확보한 재고를 사용하고 기존 계약가격으로 납품하며 과거에 체결한 선물환으로 수출대금을 바꾼다. 환율 변화는 매출채권 회수, 원재료 재구매와 가격 재협상을 거치면서 여러 분기에 나뉘어 반영된다. 분기 실적을 해석할 때는 이전 분기에 형성된 계약과 재고도 감안해야 한다[그림22].

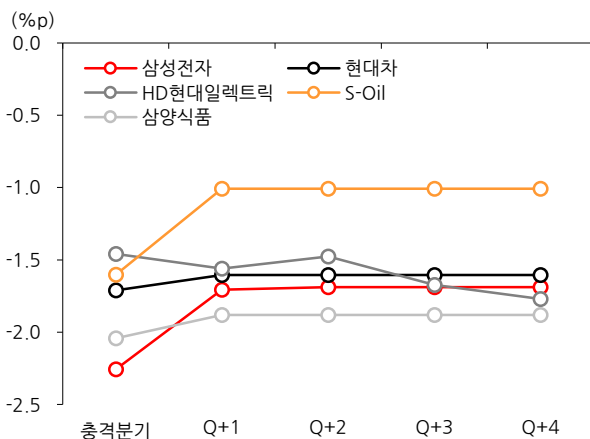
현대일렉트릭 시차 길고

실제로 업종별 대표기업 간 차이가 확인됐다[그림23]. 삼성전자(반도체)의 재고회전일수(94일)와 재고 시차(3.1개월)는 비교적 길어 원가 절감효과가 충격 초기에는 반영되지 않는다. 기존 재고는 과거 환율로 매입됐기 때문이다. 또한, 최근 파운드리 장기계약을 감안하면, 가격 인식 및 물량/인도 시차도 길어진 것으로 보인다. HD현대일렉트릭(전기기기)은 산업 특성상 수주잔고가 규모가 커서 가격 인식과 물량/인도 시차가 길다.

S-Oil 시차 짧음

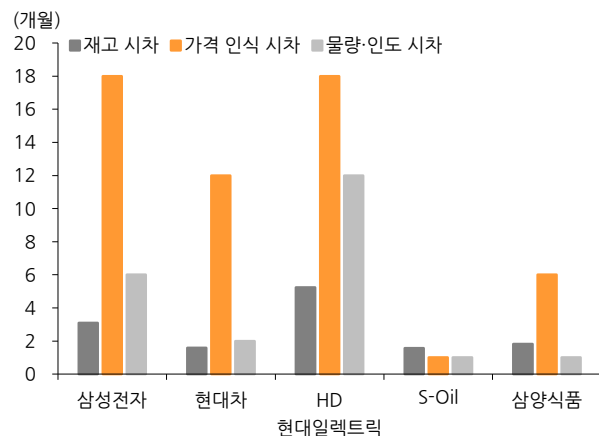
반면, S-Oil(석유제품)은 매출과 원가 양쪽에 환율 충격이 가장 빠르게 전달되는 유형이다. 재고 시차가 짧고, 원재료 가격 변화에 대한 판매가격 반영이 신속하기 때문이다. 삼양식품(라면)은 제품 출하 및 납품은 빠르지만, 해외 유통계약과 경쟁 때문에 판매가격 조정은 시간이 필요할 수 있다(헤지와 재고구조의 영향을 판단하기 위한 스트레스 시나리오).

[그림22] 환율 충격은 시차를 두고 반영



주: 환율 5% 하락에 따른 영업이익률 변화. 달러 가격과 물량은 변하지 않는다고 가정
자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 업종 및 기업에 따라 환율 충격 전달 시차 존재

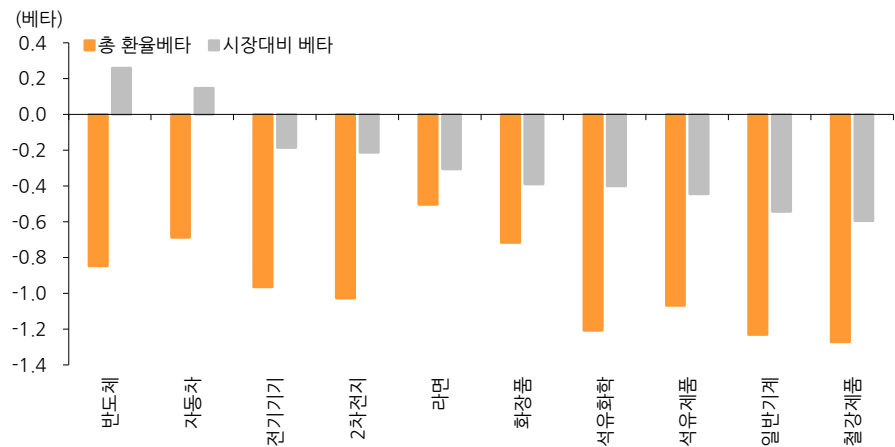


주: 공시와 운전자본 자료를 이용한 스트레스 시나리오
자료: Dart, 한화투자증권 리서치센터

3. 상대적 차이를 반영하는 시장

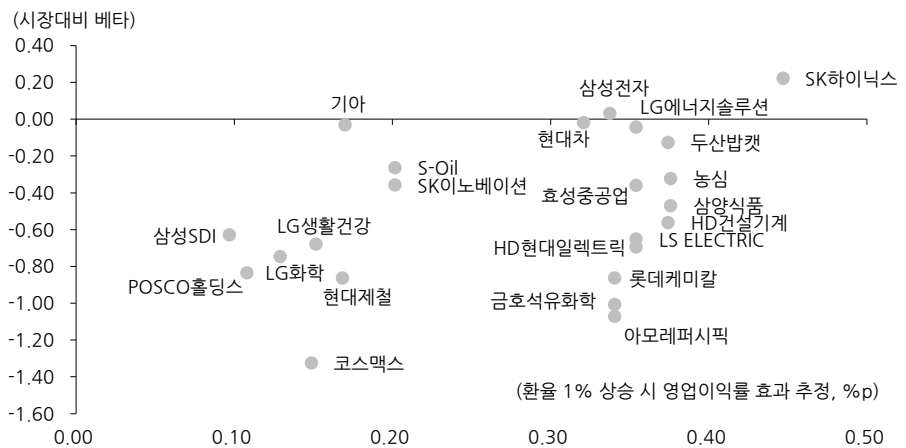
환율 상승 시 주가는 오히려 하락	<u>환율 상승(원화 약세)이 주가에 긍정적으로 작용한다고 보기는 어렵다.</u> 환율과 주가를 그대로 비교한 총 환율베타(=환율 1% 변화에 대한 주가 변화율)는 10개 품목 모두 음(-)의 방향이었다. 원화 약세가 글로벌 경기 둔화 및 위험회피 국면에 자주 나타나면서 증시 부진이 수출채산성 개선 기대를 압도했기 때문이다. 이는 기업의 영업효과와 매크로 영향이 혼재된 결과다.
반도체는 시장대비 (+) 소재와 소비재는 (-)	시장 전체 움직임을 제거하면 품목별로 차이가 있다. 반도체의 시장대비 환율 베타(=환율 1% 변화에 대한 시장대비 주가 변화율)는 +0.26으로 원화 약세 수혜가 확인됐다(BH $q=0.004$). 철강, 석유제품, 라면, 화장품의 음(-)의 베타도 통계적으로 의미가 있었다($q<0.10$). 원화가 크게 약해진 주간에는 반도체가 시장보다 0.87% 높은 수익률을 보인 반면, 철강 수익률은 1.47% 낮았다. 환율이 극단적으로 변하는 국면에서도 모든 수출업종 주가가 동일한 방향으로 움직이지는 않았다.
환율 민감도를 반영하는 시장	공시를 기반으로 환율 상승 시 영업이익률 변화를 추정한 민감도와 최근 104주 시장대비 환율베타는 완만한 양의 관계를 보였다(공시 기반 영업민감도가 높은 기업의 시장베타 순위가 높은 경향)[그림25]. <u>시장이 기업별 순영업노출 차이를 어느 정도 반영하고 있음을 시사한다.</u> 다만, 다수 기업에서 두 지표의 부호가 일치하지는 않았다. 시장은 환율 효과뿐만 아니라 업황, 가격과 같은 기업 고유요인을 종합적으로 반영한다는 의미다(공시 기반 영업민감도는 공시자료를 결합해 계산한 구조적 민감도).

[그림24] 환율 상승 시, 반도체는 시장대비 양호한 반면 소재와 소비재는 시장대비 부진



주: 원/달러 환율 1% 변화에 대한 베타. 반도체, 철강제품, 석유제품, 석유화학, 화장품, 라면의 시장대비 베타 통계적으로 유의
 자료: Dart, WISEfn, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 환율 상승 효과가 클 것으로 보이는 기업들이 시장에서도 수혜주로 평가되는 경향



주: X축 오른쪽으로 갈수록 환율 상승에 대한 수혜가 큼. Y축 위로 갈수록 시장이 해당 기업을 환율 상승 수혜주로 판단
 자료: Dart, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

Appendix

기본 표본 범위는 2010년 1월~2026년 7월이다. 수출액은 관세청, 수출물량 및 가격지수, 산업연관표, 결제통화는 한국은행, 기업 재무와 공시는 OpenDART, 주가(수정주가)는 WISEfn 데이터를 활용했다. 대부분의 시계열은 로그변화율로 통일했다. 서로 단위와 크기가 다른 변수들을 같은 기준으로 비교하고, 장기 추세의 영향을 줄일 수 있기 때문이다.

베타(β)는 설명변수가 1단위 변할 때 결과의 평균 변화를 의미한다. 본문 베타는 대부분 탄력성(elasticity, 환율이 1% 변할 때 결과변수가 몇 % 변하는지를 나타내는 비율)이다. 다만, 기업 영업이익률 모형의 베타는 %p의 변화, 주가 모형의 베타는 주간 수익률 변화로 단위가 다르다.

p값은 실제 효과가 0이라는 전제 하에 현재보다 극단적인 통계량이 나올 확률이다. 작을수록 분석 결과가 우연일 가능성이 낮다. Benjamini-Hochber(BH) q값은 여러 검정을 동시에 했을 때 우연이 발생할 가능성을 보정한 신뢰도다. 다수의 품목 또는 시차를 분석했을 경우 통계적 유의성을 판단하는 수치로 활용했다. $p < 0.05$, $q < 0.10$ 를 충족하면, 방향이 비교적 뚜렷하거나 관계가 분명하다고 판단했다.

대다수 분석은 스트레스 시나리오 및 스트레스 테스트를 활용했다. 대표적으로 원/달러 5% 하락 시나리오에서는 수출물량과 달러 수출가격은 변하지 않는다고 가정했다. 다른 요인의 변화를 배제하고 특정 변수의 영향을 살펴보는 방식이다. 이는 실제 실적을 예측하는 분석이 아니라 정해진 환율 충격을 품목과 기업에 적용해 상대적인 충격, 전달시점 등을 점검하는 조건부 분석이다. 따라서 산출된 수치는 확정적인 실적 전망이 아니라 원화 강세 충격을 확인하는 참고용으로 해석해야 한다.

V. 9 월의 매크로

한국

명불허전 반도체

- 견조한 반도체, 완만한 비반도체
- 석유제품, 변압기, 화장품, 라면 수출 양호
- 메모리반도체 수출단가와 물량 흐름은 초과수요를 반영
- 비반도체 수출 반등이 더해지고 있다는 점 긍정적

[표2] 한국 주요지표

(% yoy, 지수)	9월	10월	11월	12월	26.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월
수출	12.6	3.5	7.9	13.3	33.9	29.4	50.5	47.8	52.9	70.4	63.3	68.7(△)
수입	8.3	-1.5	1.1	4.6	11.7	7.8	13.9	16.7	20.7	30.0	26.4	22.5(▽)
일평균 수출액	27.5	29.8	27.0	29.0	28.0	35.6	38.0	35.7	42.7	45.3	41.3	44.7(△)
무역수지	94.8	60.0	94.7	121.5	86.9	155.4	266.1	236.4	268.0	359.1	306.5	347.5(△)
경상수지	142.2	75.7	129.0	187.0	132.6	231.9	379.3	282.9	386.1	497.3	420.8(▽)	

소비자물가	2.1	2.4	2.4	2.3	2.0	2.0	2.2	2.6	3.1	3.2	2.8	3.1(△)
근원 소비자물가	2.4	2.5	2.3	2.3	2.3	2.5	2.3	2.2	2.5	2.4	2.5	3.1(△)
광공업생산	14.4	-7.6	0.0	1.6	6.8	-2.3	3.8	1.3	-1.1	6.0	3.6(▽)	
소매판매	2.3	0.7	0.5	1.2	0.5	4.2	5.0	1.4	1.4	3.9	-0.8(▽)	
설비투자	11.5	-4.4	-0.3	-12.2	13.6	6.5	9.8	7.6	9.3	22.5	24.9(△)	
건설투자	-3.8	-24.6	-16.6	-6.4	-7.0	-5.9	-5.6	-6.6	-3.7	-4.3	-3.2(△)	
취업자(백만명)	29.2	29.0	29.0	28.2	28.0	28.4	28.8	29.0	29.1	29.2	29.1	29.2(△)
실업률(%)	2.1	2.2	2.2	4.1	4.1	3.4	3.0	2.9	2.9	2.8	2.6	2.0(▽)
선행 순환변동치	100.9	100.9	101.1	101.6	100.7	101.2	101.8	102.3	102.9	103.8	104.2(△)	
동행 순환변동치	99.8	99.4	99.2	99.0	99.1	99.7	100.1	100.3	99.9	100.4	101.2(△)	

원/달러	1392	1423	1458	1467	1457	1449	1487	1487	1490	1527	1497	1406(▽)
국고채 3년(%)	2.46	2.60	2.88	3.01	3.04	3.17	3.38	3.41	3.68	3.79	3.83	3.79(▽)
국고채 10년(%)	2.85	2.93	3.25	3.37	3.49	3.61	3.73	3.74	4.08	4.18	4.29	4.29(-)
원유 도입단가(\$)	73.4	74.4	69.9	68.3	66.8	66.1	77.2	112.3	117.8	117.0	103.7	92.6(▽)

주: 이전치 대비 상승(△), 하락(▽), 보합(-). 일평균 수출액, 무역수지, 경상수지 단위는 억달러. 환율과 금리는 월평균

자료: 관세청, 한국은행, 국가데이터처, 산업통상부, 한화투자증권 리서치센터

미국

핵심은 물가 둔화 지속 여부

- 8월 고용지표는 노동시장이 균형이라는 연준 판단을 벗어나지 않았음
- 고용은 급격한 둔화 또는 호조에 따른 과열 부담 조짐 모두 약함
- 물가 추세 둔화 여부가 이번 달 이후 금리 결정의 핵심요인일 것
- 물가 둔화 흐름이 확인돼야 금리 인상 우려 완화 가능

[표3] 미국 주요지표

(% yoy, 지수)	9월	10월	11월	12월	26.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월
신규고용(천명)	76	-140	41	-17	160	-156	214	148	63	31	21	162(△)
실업률(%)	4.4		4.5	4.4	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3	4.2	4.1	4.1(-)
경활참가율(%)	62.5		62.5	62.4	62.1	62	61.9	61.8	61.8	61.5	61.4	61.6(△)
시간당 평균임금	3.8	3.9	3.9	3.7	3.7	3.7	3.4	3.6	3.3	3.4	3.2	3.1(▽)
소비자물가	3.0		2.7	2.7	2.4	2.4	3.3	3.8	4.2	3.5	3.4(▽)	
근원 소비자물가	3.0		2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.8	2.9	2.6	2.5(▽)	
PCE 물가	2.8	2.7	2.8	2.9	2.9	2.9	3.5	3.8	4.1	3.7	3.7(-)	
Core PCE 물가	2.8	2.8	2.8	3.0	3.1	3.0	3.3	3.3	3.5	3.3	3.3(-)	
소매판매	0.1	-0.2	0.5	0.0	0.0	0.9	1.7	0.7	0.9	0.2	-0.6(▽)	
근원 소매판매	0.1	0.2	0.4	0.0	0.1	0.9	2.0	0.9	0.9	-0.2	-0.3(▽)	
ISM 제조업지수	48.9	48.8	48.0	47.9	52.6	52.4	52.7	52.7	54	53.3	55.6	54.6(▽)
NFIB 소기업낙관	98.8	98.2	99.0	99.5	99.3	98.8	95.8	95.9	95.3	97.4	99.8	98.7(▽)
미시간 소비심리	55.1	53.6	51.0	52.9	56.4	56.6	53.3	49.8	44.8	49.5	55.2	51.7(▽)
CB 소비자신뢰	95.6	95.5	92.9	94.2	89.0	91	92.2	93.8	90.6	92.2	90.2	89.4(▽)
달러인덱스	97.7	98.8	99.7	98.6	98.3	97.4	99.5	98.8	98.7	100.3	100.9	99.5(▽)
미 국채 2년(%)	3.57	3.52	3.55	3.50	3.54	3.47	3.71	3.80	4.00	4.11	4.22	4.22(-)
미 국채 10년(%)	4.12	4.06	4.09	4.14	4.21	4.13	4.25	4.32	4.48	4.47	4.60	4.68(△)
BEI 10년(%)	2.37	2.31	2.27	2.24	2.31	2.3	2.34	2.38	2.44	2.29	2.25	2.29(△)

주: 이전치 대비 상승(△), 하락(▽), 보합(-). 소매판매와 근원 소매판매는 전월대비 증감률. 환율과 금리는 월평균

자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, Bureau of Economic Analysis, U.S. Census Bureau, Institute for Supply Management, National Federation of Independent Business, University of Michigan, The Conference Board, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

중국

돋보이는 첨단 제조업

- 7월 주요 실물지표 동반 둔화
- 첨단 제조업 생산 증가율은 상승
- 첨단 산업 중심 투자 기조는 상당기간 지속될 것
- 내수 부진 길어지고 있으나 당장 뚜렷한 모멘텀 부재

[표4] 중국 주요지표

(% yoy, 지수)	9월	10월	11월	12월	26.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월
산업생산	6.5	4.9	4.8	5.2	6.3	6.3	5.7	4.1	4.5	5.3	4.5(▽)	
소매판매	3.0	2.9	1.3	0.9	2.8	2.8	1.7	0.2	-0.6	1.0	0.6(▽)	
재화판매	3.3	2.8	1.0	0.7	2.5	2.5	1.5	-0.1	-0.7	0.9	0.5(▽)	
외식	0.9	3.8	3.2	2.2	4.8	4.8	2.9	2.2	0.6	1.2	1.4(△)	
고정자산투자	-0.5	-1.7	-2.6	-3.8	1.8	1.8	1.7	-1.6	-4.1	-5.7	-6.7(▽)	
인프라 투자	-4.7	-8.7	-9.7	-11.6	11.4	11.4	7.2	-4.5	-9.5	-10.6	-11.4(▽)	
부동산 투자	-19.8	-24.0	-29.9	-37.9	-10.7	-10.7	-10.5	-20.2	-23.8	-24.8	-37.6(▽)	
제조업 투자	-1.9	-6.5	-4.4	-9.4	3.1	3.1	4.9	-4.3	-4.2	-3.2	-4.4(▽)	

소비자물가	-0.3	0.2	0.7	0.8	0.2	1.3	1.0	1.2	1.2	1.0	0.5	0.8(△)
생산자물가	-2.3	-2.1	-2.2	-1.9	-1.4	-0.9	0.5	2.8	3.9	4.1	3.5	3.8(△)
수출	8.3	-1.1	5.9	6.6	9.8	39.6	2.5	14.1	19.4	27.0	23.9	25.0(△)
수입	7.4	1.0	1.9	5.7	25.9	13.8	27.8	25.3	27.4	36.0	27.5	28.2(△)
제조업 이익	9.9	7.7	5.0	5.0	18.9	18.9	19.1	20.4	20.0	20.1	18.8(▽)	
제조업 PMI	49.8	49.0	49.2	50.1	49.3	49.0	50.4	50.3	50.0	50.3	49.2	49.8(△)
서비스업 PMI	50.0	50.1	49.5	50.2	49.4	49.5	50.1	49.4	50.1	50.2	49.0	49.0(-)
신규주택 가격	-0.4	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2(-)	

위안/달러	7.12	7.12	7.09	7.05	6.98	6.91	6.89	6.84	6.80	6.78	6.78	6.74(▽)
역외 위안화 환율	7.12	7.13	7.11	7.04	6.97	6.90	6.90	6.84	6.80	6.78	6.78	6.74(▽)
중 국채 10년(%)	1.82	1.78	1.79	1.84	1.84	1.80	1.81	1.78	1.74	1.73	1.73	1.69(▽)

주: 이전치 대비 상승(△), 하락(▽), 보합(-). 고정자산투자와 제조업 이익은 전년누계대비 증감률, 주요도시 신규주택 가격은 전월대비 등락률. 환율과 금리는 월평균

자료: National Bureau of Statistics, General Administration of Customs, The People's Bank of China, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

유로존

연내 추가 인상 가능

- ECB, 올해 경제 성장률과 내년 성장 및 물가 전망 상향조정
- 실물경기 완만한 회복 흐름. 상반기 대비 급격한 위축 부담 완화
- 물가는 전쟁 충격이 이어지면서 상방 리스크 심화
- 이번 달 금리 인상했지만, 12월 추가 인상 가능성 높음

[표5] 유로존 주요지표

(% yoy, 지수)	9월	10월	11월	12월	26.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월
산업생산	-0.4	0.4	0.3	-0.4	-1.0	0.3	0.4	0.3	0.4	0.0(▽)		
소매판매	0.0	0.4	0.2	0.0	0.1	-0.4	0.8	-0.3	0.3	0.2	-0.6(▽)	
HICP	2.2	2.1	2.1	2.0	1.7	1.9	2.6	3.0	3.2	2.8	2.9	3.3(△)
Core HICP	2.4	2.4	2.4	2.3	2.2	2.4	2.3	2.2	2.6	2.4	2.5	2.4(▽)
생산자물가	-0.2	-0.5	-1.4	-2.1	-2.2	-3.1	1.9	4.9	5.7	4.4	5.7(△)	
역외 수출	7.8	1.0	-3.4	3.6	-7.3	-6.6	-5.3	4.6	-0.1	14.4(△)		
역외 수입	7.0	-2.7	-0.4	5.1	-7.3	-2.2	6.4	9.5	10.1	13.1(△)		
가계대출	2.5	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8	2.9	3.0	3.0	2.9	3.1(△)	
기업대출	2.8	2.9	3.0	2.8	2.6	2.9	3.1	3.3	3.8	4.1	4.4(△)	
실업률(%)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.4	6.4	6.4	6.3	6.4	6.4(-)	
청년 실업률(%)	15.0	15.3	15.1	15.0	15.1	15.2	15.3	15.1	15.1	15.0	14.9(▽)	
제조업 PMI	49.8	50.0	49.6	48.8	49.5	50.8	51.4	52.2	51.6	51.4	51.9	52.7(△)
서비스업 PMI	51.3	53.0	53.6	52.4	51.6	51.9	50.1	47.4	47.7	49.4	51.7	51.6(▽)
독 Ifo 업황지수	87.6	88.4	88.0	87.6	87.6	88.4	86.3	84.5	85.0	85.7	86.7	88.8(△)
프 Insee 업황지수	96.3	97.3	97.5	98.4	99.2	98.6	97.5	94.1	93.9	95.0	97.3	98.1(△)
달러/유로	1.17	1.16	1.16	1.17	1.17	1.18	1.16	1.17	1.17	1.15	1.14	1.16(△)
독 국채 10년(%)	2.71	2.63	2.68	2.83	2.85	2.77	2.93	3.02	3.05	2.96	3.11	3.22(△)
프 국채 10년(%)	3.51	3.44	3.44	3.55	3.50	3.35	3.60	3.67	3.67	3.61	3.85	4.03(△)

주: 이전치 대비 상승(△), 하락(▽), 보합(-). 산업생산과 소매판매는 전월대비 등락률. 환율과 금리는 월평균

자료: Eurostat, European Central Bank, S&P Global, Ifo Institute, National Institute of Statistics and Economic Studies, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

일본

무난한 회복

- 소비는 둔화, 투자와 수출은 증가
- 2/4분기 GDP 예상 하회했으나 일회성 요인 감안하면 둔화 우려 제한
- 실질임금 완만한 상승 흐름 지속
- 금주 BoJ 금리 인상 전망. 물가 상방압력과 외환시장 안정 명분

[표6] 일본 주요지표

(% yoy, 지수)	9월	10월	11월	12월	26.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월
광공업생산	1.8	0.6	-2.0	0.6	4.3	-2.0	-0.4	0.5	0.1	1.9	0.1(▽)	
소매판매	-0.3	0.7	0.7	-1.0	3.0	-2.0	1.0	2.1	1.7	-3.9	2.4(△)	
실질가구소비동향	-0.4	-4.3	2.6	-1.0	0.5	-0.1	-0.5	1.5	0.4	-2.5(▽)		
실질소비활동	0.2	-0.1	0.5	-0.1	0.8	0.1	-1.0	1.5	1.1	-1.5	0.2(△)	
자본재 총공급	1.6	0.6	-0.8	1.9	-4.8	4.6	-4.4	6.6	-0.7	1.5	3.1(△)	
민간기계수주	3.2	5.8	-9.2	16.1	-5.5	13.6	-9.4	8.7	-12.4	9.7(△)		
신선식품 제외 CPI	2.9	3.0	3.0	2.4	1.9	1.5	1.7	1.4	1.4	1.6	1.8(△)	
명목임금	2.1	2.5	1.7	2.4	2.5	3.4	3.1	3.6	3.3	4.0	4.7(△)	
실질임금	-1.3	-0.8	-1.6	-0.1	0.7	2.0	1.4	2.0	1.6	2.2	2.4(△)	
수출	4.1	3.6	6.1	5.1	16.8	4.0	11.5	14.8	16.8	19.3	23.2(△)	
수입	3.3	0.8	1.4	5.4	-2.6	10.3	11.0	9.9	12.5	25.4	27.9(△)	
주택착공	-7.3	3.2	-8.5	-1.3	-0.4	-4.9	-29.3	11.4	33.9	18.6	8.2(▽)	
제조업 PMI	48.6	48.2	48.7	50.0	51.5	53.0	51.6	55.1	54.5	54.8	54.5	54.9(△)
서비스업 PMI	53.3	53.1	53.2	51.6	53.7	53.8	53.4	51.0	50.0	52.2	51.2	52.5(△)
엔/달러	147.9	151.4	155.2	156.0	156.7	155.1	158.7	159.2	158.2	160.8	162.2	158.9(▽)
일 국채 10년(%)	1.65	1.66	1.81	2.07	2.25	2.11	2.36	2.53	2.66	2.69	2.80	2.95(△)

주: 이전치 대비 상승(△), 하락(▽), 보합(-). 광공업생산부터 민간기계수주까지는 전월대비 변동률. 환율과 금리는 월평균

자료: Ministry of Economy, Trade and Industry, Statistical Bureau, Economic and Social Research Institute, Ministry of Health, Labour and Welfare, Ministry of Finance, Ministry of Land, Infrastructure, Transport and Tourism, S&P Global, 연합뉴스포맥스, 한화투자증권 리서치센터

신흥국

양호한 수출

- 인도: 대체로 무난한 실물경기
- 베트남: 수출 여전히 양호하지만 물가 부담도 가중
- 브라질: 수출 증가율 반등, 물가 상승세 둔화

[표기] 인도, 베트남, 브라질 주요지표

(% yoy)	9월	10월	11월	12월	26.1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월
인도												
산업생산	6.1	-0.9	7.0	6.7	4.1	4.4	3.0	4.9	5.0	8.8	6.7(▽)	
소비자물가	1.4	0.0	0.5	1.2	2.7	3.2	3.4	3.5	3.9	4.4	4.4(-)	
수출	6.0	-12.5	18.6	1.1	0.4	-0.8	-7.4	14.2	18.6	15.5	19.5(△)	
무역수지(\$bn)	-33.0	-42.6	-25.1	-26.2	-34.8	-27.1	-20.7	-28.2	-28.0	-30.4	-32.0(▽)	
루피/달러	88.3	88.4	88.8	90.0	90.8	90.7	92.8	93.5	95.5	94.9	95.9	95.4(▽)
베트남												
산업생산	13.9	11.5	10.7	12.3	25.2	3.6	8.5	8.9	10.7	13.7	16.7	16.1(▽)
소비자물가	3.4	3.3	3.6	3.5	2.5	3.4	4.7	5.5	5.6	4.7	4.4	4.9(△)
수출	24.7	17.5	15.1	23.8	29.7	5.7	20.1	21.0	18.0	28.1	25.0	26.0(△)
무역수지(\$bn)	2.9	2.6	1.1	-0.6	-1.8	-1.0	-0.7	-4.0	-5.2	-2.6	-3.6	-0.1(△)
동/달러	26387	26342	26343	26316	26212	25987	26270	26333	26327	26300	26295	26155(▽)
브라질												
산업생산	2.0	-0.4	-1.4	-0.1	0.2	-0.7	4.4	2.7	0.2	1.7	-0.5(▽)	
소비자물가	5.2	4.7	4.5	4.3	4.4	3.8	4.1	4.4	4.7	4.6	4.4(▽)	
수출	7.1	7.5	1.1	23.4	-3.2	15.5	10.6	14.8	5.5	22.2	5.0	12.2(△)
무역수지(\$bn)	3.1	6.7	5.8	9.3	3.7	4.1	6.5	10.7	7.4	9.0	6.6	7.4(△)
헤알/달러	5.37	5.39	5.34	5.46	5.34	5.20	5.23	5.04	4.99	5.13	5.12	5.16(△)

주: 이전치 대비 상승(△), 하락(▽), 보합(-). 환율은 월평균

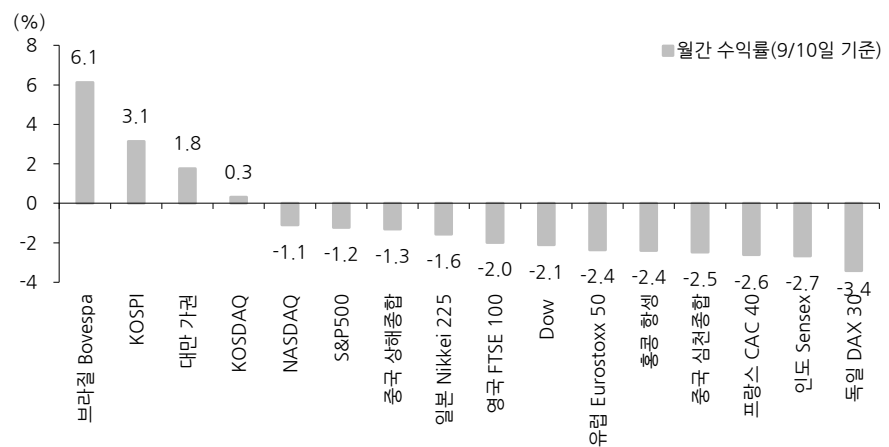
자료: Ministry of Statistics and Programme Implementation, Ministry of Commerce and Industry, National Statistics Office, Brazilian Institute of Geography and Statistics, Special Secretariat for Foreign Trade and International Affairs, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

금융시장

증시 부진, 금리 상승, 달러 보합

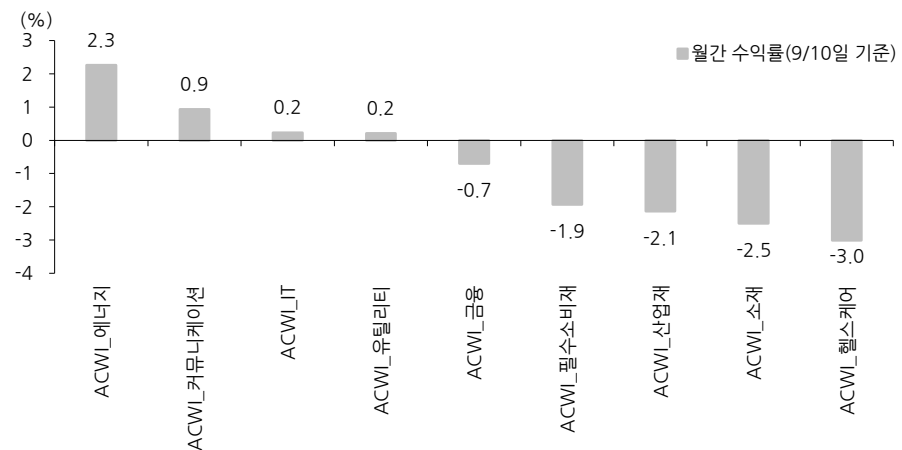
- 이번 달 글로벌 증시는 대체로 부진. IT와 소재/산업재 상대적 강세
- 시장금리는 물가 우려와 재정 부담 반영되면서 상승
- 두드러진 원화와 엔화 강세. 전쟁 불확실성 부각되면서 유가 급등

[그림26] 주요국 주식시장 수익률



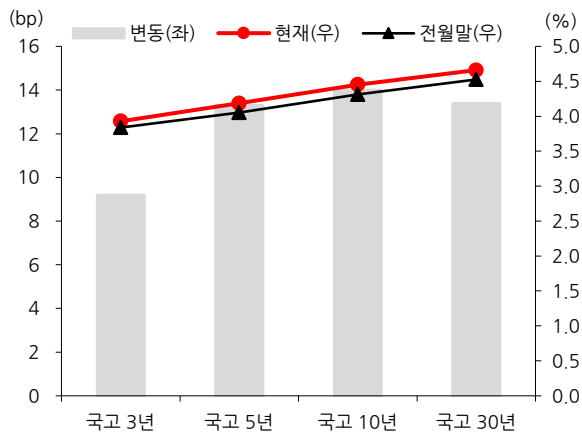
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] MSCI AC World 업종별 수익률



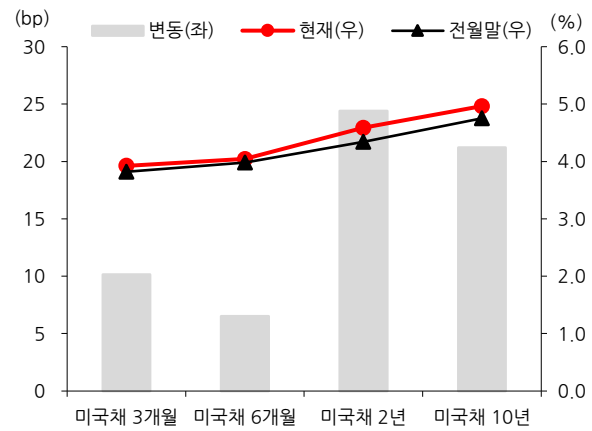
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 국고채 만기별 금리 변동



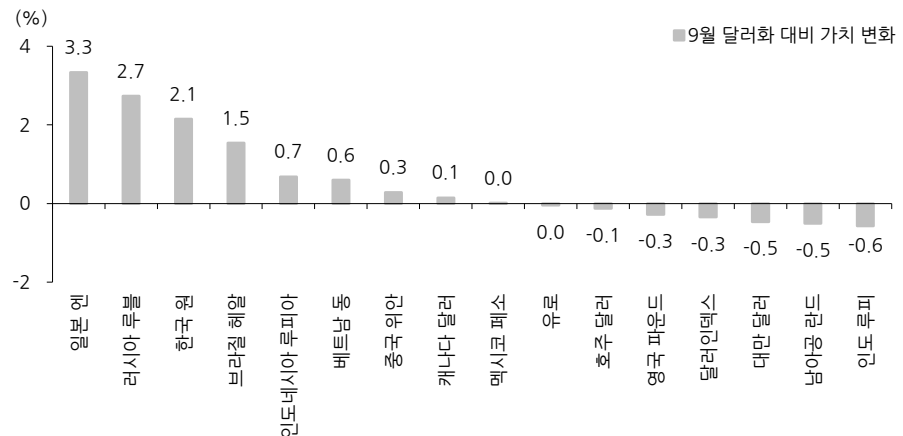
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 미국채 만기별 금리 변동



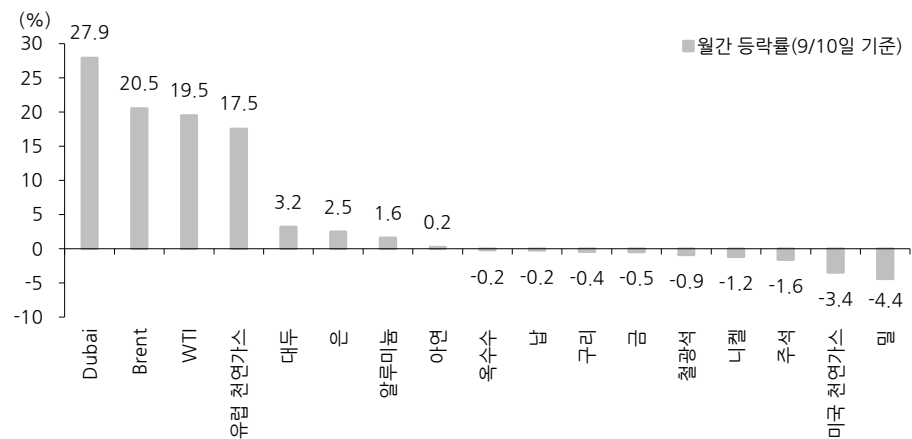
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 주요국 통화가치 변동



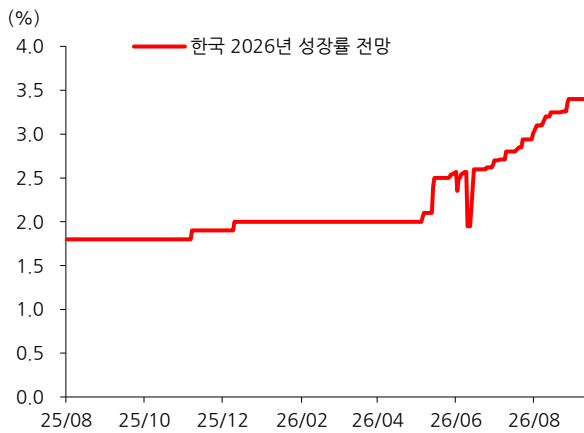
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 주요 원자재 가격 변동



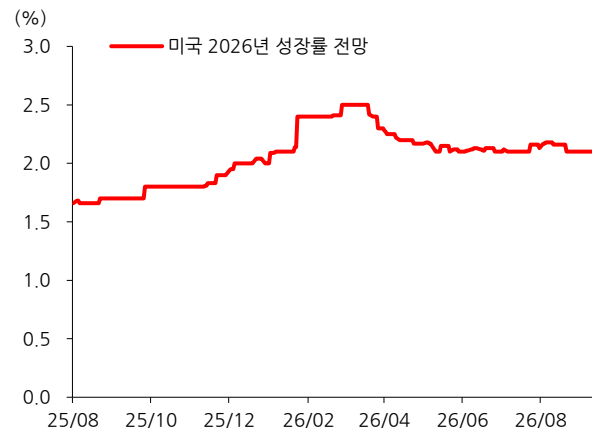
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 한국 경제성장률 컨센서스



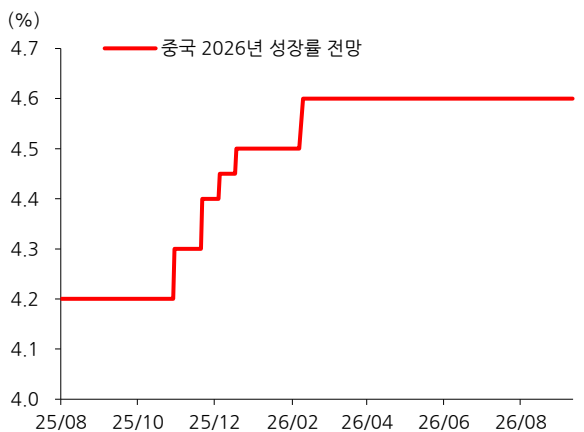
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 미국 경제성장률 컨센서스



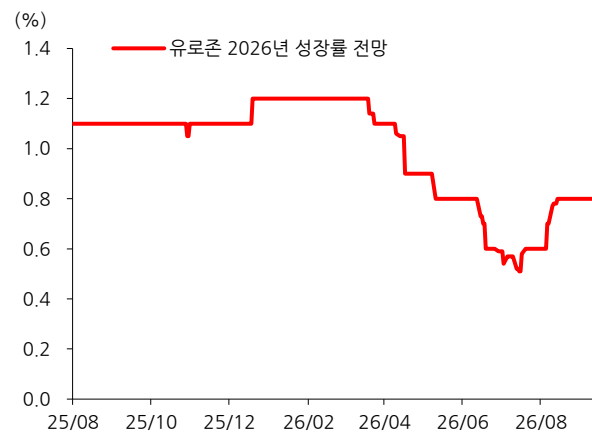
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 중국 경제성장률 컨센서스



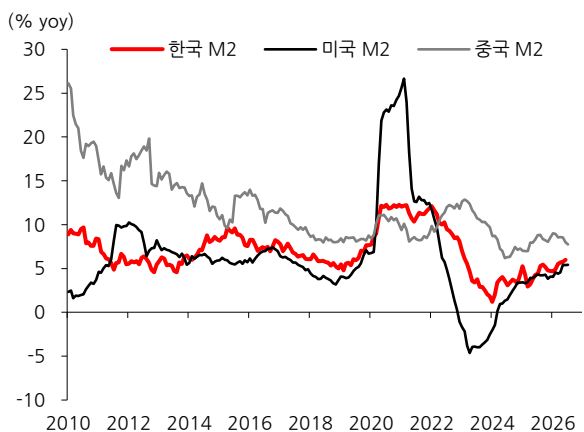
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 유로존 경제성장률 컨센서스



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 한국, 미국, 중국 M2



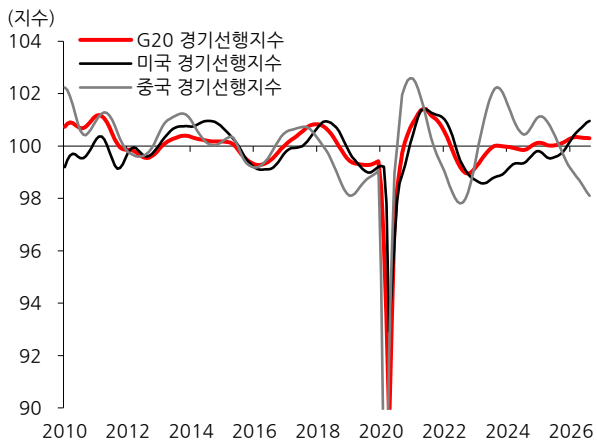
자료: 한국은행, FRB, The People's Bank of China, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 선물시장의 연준 금리 전망



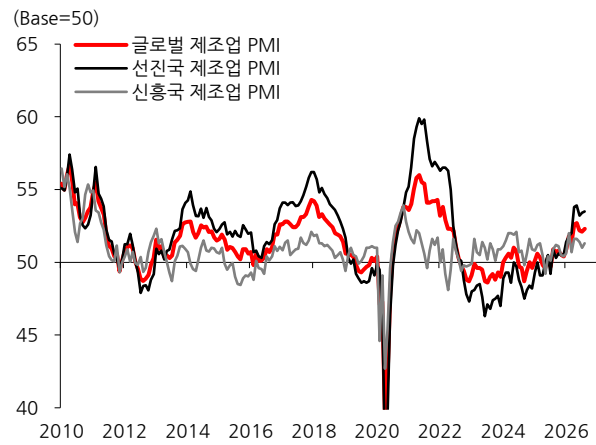
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] OECD 경기선행지수



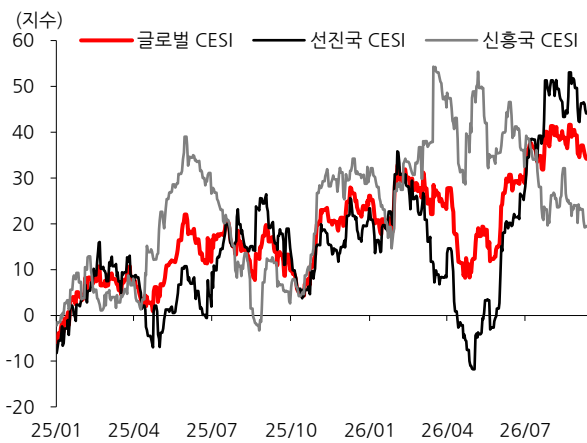
자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 제조업 PMI



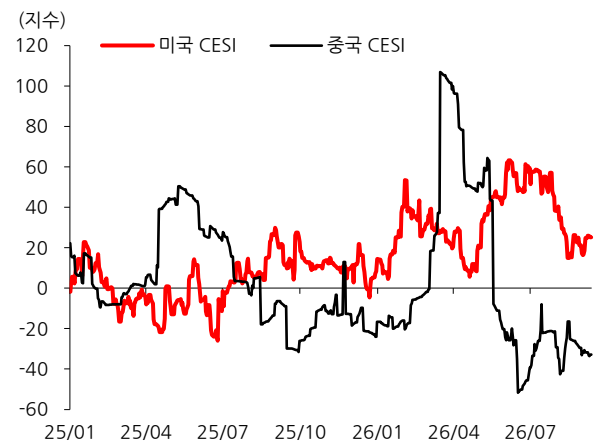
자료: S&P Global, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 주요지역 Citi Economic Surprise 지수



자료: Citigroup, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 주요국 Citi Economic Surprise 지수



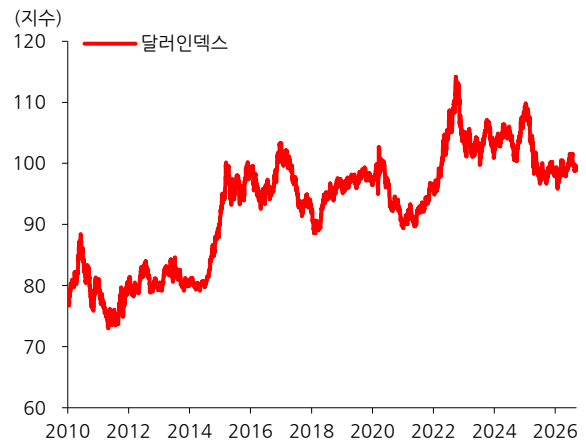
자료: Citigroup, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 원/달러 환율



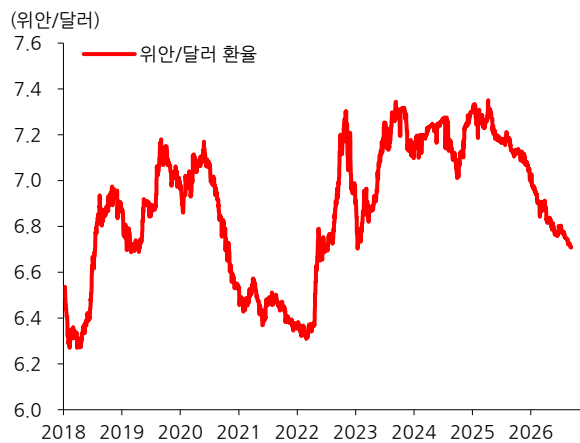
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 달러인덱스



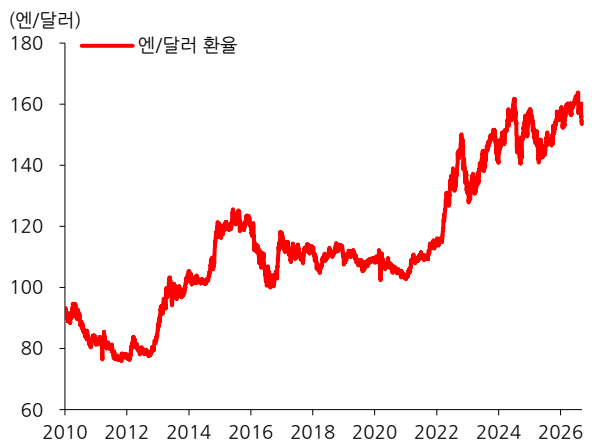
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 위안/달러 환율



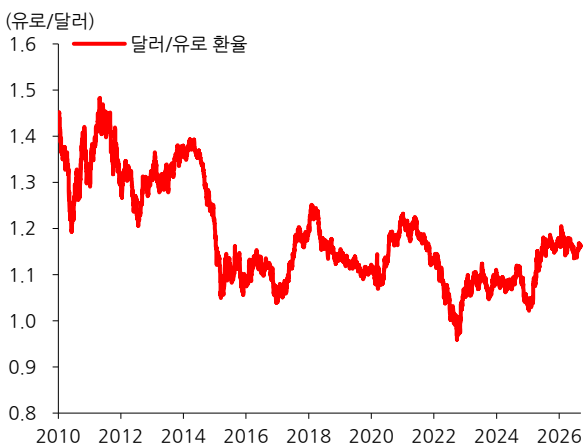
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 엔/달러 환율



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 달러/유로 환율



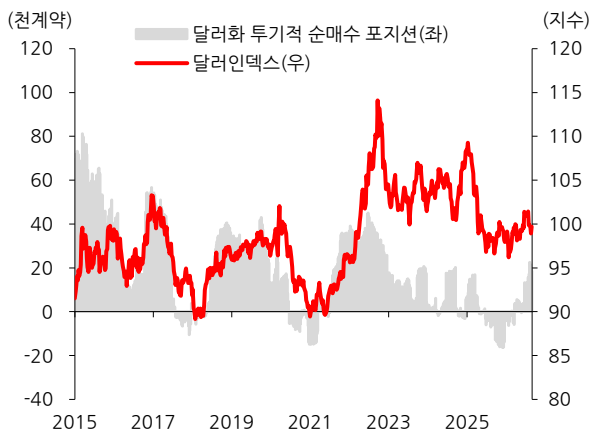
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 헤알/달러 환율



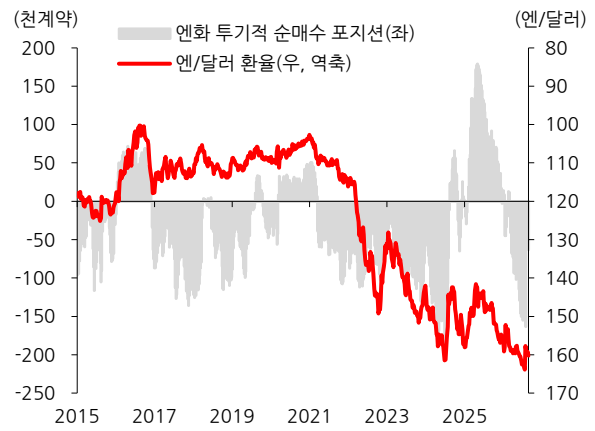
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 달러화 투기적 순매수 포지션과 달러인덱스



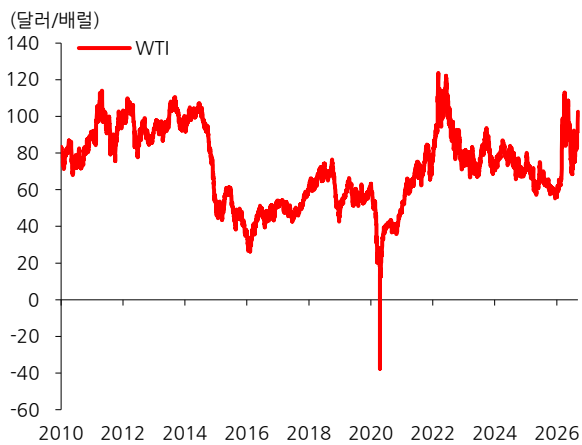
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 엔화 투기적 순매수 포지션과 엔/달러 환율



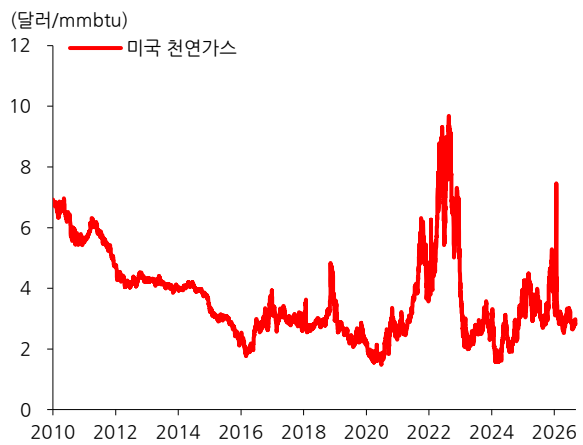
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] WTI



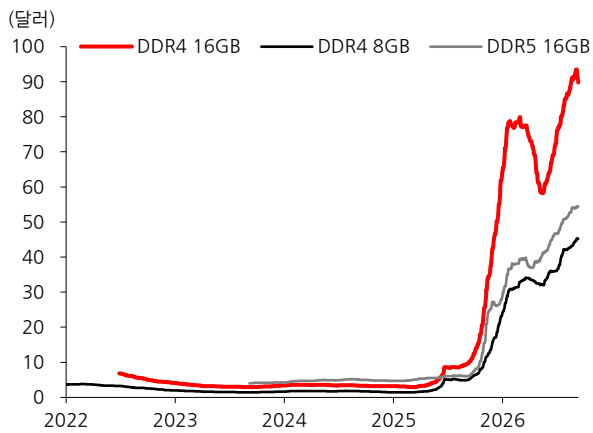
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 미국 천연가스



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] DRAM



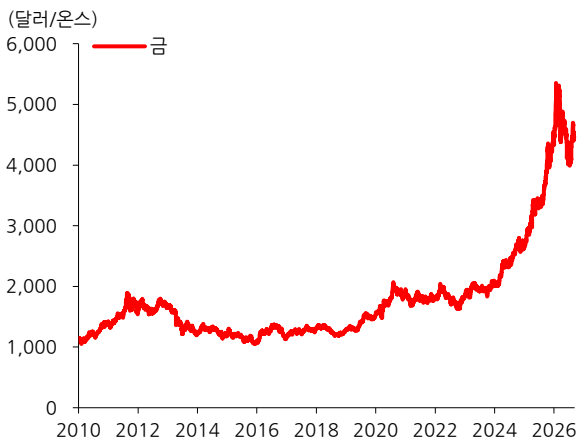
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 구리



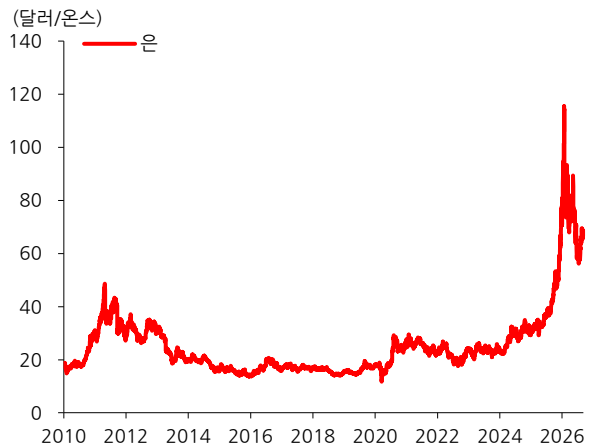
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 금



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 은



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

VI. 경제지표 캘린더

월요일	화요일	수요일	목요일	금요일
	9/1	2	3	4
	(한) 8월 수출입 YoY (68.7%/22.5%) (유) 8월 HICP YoY (3.3%) (미) 8월 ISM 제조업 PMI (54.6)	(한) 8월 CPI YoY (3.1%)	(미) 8월 ISM 서비스업 PMI (55.4)	(유) 7월 소매판매 MoM (-0.6%) (미) 8월 비농업부문 신규고용 (162K) (미) 8월 실업률 (4.1%) (미) 8월 시간당 평균임금 YoY (3.1%)
7	8	9	10	11
	(중) 8월 수출입 YoY (25.0%/28.2%)	(한) 8월 실업률 (2.7%) (중) 8월 CPI YoY (0.8%)	(유) ECB 통화정책회의 (미) 8월 PPI YoY (5.4%)	(미) 8월 CPI YoY (3.4%) (미) 8월 Core CPI YoY (2.5%) (미) 9월 미시간대 소비자심리지수 (51.7)
14	15	16	17	18
	(중) 8월 산업생산 YoY (4.5%) (중) 8월 소매판매 YoY (0.6%) (중) 8월 고정자산투자 YoY ytd (6.7%) (유) 9월 ZEW 경제심리지수 (31.4)	(유) 7월 산업생산 YoY (0.1%) (미) 8월 소매판매 MoM (-0.6%)	(미) FOMC 회의 (미) 8월 주택착공건수 (1,239K) (미) 8월 건축허가 (1,433K)	(한) 8월 PPI YoY (7.7%) (미) 8월 산업생산 MoM (0.2%)
21	22	23	24	25
(중) 9월 1년 만기 LPR (3.00%)	(유) 9월 소비자심리지수 (-15.5)	(한) 9월 소비자심리지수 (104.5) (유) 9월 S&P 글로벌 제조업 PMI (52.7) (유) 9월 S&P 글로벌 서비스업 PMI (51.6)		(미) 8월 내구재 주문 MoM (1.1%)
28	29	30		
	(한) 10월 제조업 기업심리지수 (102.5) (미) 9월 CB 소비자심리지수 (89.4)	(한) 8월 광공업생산 MoM (0.2%) (중) 9월 국가통계국 제조업 PMI (49.8) (중) 9월 국가통계국 비제조업 PMI (49.0) (미) 8월 개인소득 MoM (0.4%) (미) 8월 개인소비지출 MoM (0.2%) (미) 8월 PCE 물가 YoY (3.7%)		

주1: 한국시간 기준

주2: 괄호 안은 이전치. 직전 수치 없을 경우 그 이전치(9/10일 기준)

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, redisseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].
