

매크로/환율

가던 길을 간다

▪ 이정훈 jhoon.lee@daishin.com



2026년 하반기 경제 및 금융시장 전망



결국에는 긴장 완화, 에너지 가격 높은 수준 유지해도 하반기 경제 큰 이상 없어

- 2026년 상반기 글로벌 경제는 전쟁 충격을 예상 외로 잘 버텼음. 전쟁이 당초 예상보다 길어지고 있으나, 결국에는 긴장 완화 국면으로 갈 수밖에 없음. 종전 후 에너지 가격이 전쟁 이전으로 돌아갈 수 없다 하더라도, 글로벌 경기는 가던 길을 갈 것으로 전망
- 미국은 금리 인하 기대가 약해졌지만 확장적 재정정책과 굳건한 AI 투자에 힘입어 올해도 2% 이상의 성장을 이어갈 것이 유력함. 한국도 구조적인 반도체 수출 호조와 내수 회복이 동반되면서 올해 2% 후반, 내년에도 2%대의 성장률을 기록할 전망
- 글로벌 인플레이션 우려는 전쟁이 마무리되고 유가가 하락하는 3분기에 일시적으로 진정될 가능성이 높음. 하지만 그간 누적된 비용 상승 압력이 시차를 두고 4분기부터 영향을 미치며 인플레이션 우려가 재발할 위험이 잔존함
- 달러-원은 3분기 위험 선호 심리 회복과 함께 큰 폭으로 하락할 수 있으나, 대외 투자 확대라는 구조적 흐름은 아직 변하지 않았음. 여기에 인플레이션 우려가 겹치며 연말 무렵 반등하는 흐름을 예상

경제 및 환율 전망 테이블

		2026				연간		
		1Q	2Q	3Q	4Q	2025	2026	2027
성장률	미국(연율화)	2.0	2.0	2.8	2.4	2.1	2.3	2.1
	유로존	0.1	0.0	0.2	0.1	1.5	1.0	0.8
	중국(YoY)	5.0	4.5	4.7	4.8	5.0	4.8	4.6
	일본(연율화)	2.1	0.9	0.6	1.2	1.2	0.8	0.7
	한국	1.7	0.0	0.6	0.4	1.0	2.8	2.3
CPI	미국	2.7	3.9	3.4	3.6	2.7	3.3	3.9
	유로존	2.0	2.9	2.7	3.4	2.1	2.6	3.0
	중국	0.8	1.3	1.1	1.4	0.0	0.9	1.6
	일본	1.4	1.7	2.0	2.3	3.2	2.1	2.7
	한국	2.1	2.8	3.2	2.9	2.1	2.8	3.2
F/X	DXY	98.4	98.8	96.0	98.0	100.8	98.4	101.0
	유로-달러	1.17	1.17	1.19	1.17	1.13	1.17	1.14
	달러-엔	156.0	158.5	154.0	156.0	149.7	154.8	157.0
	달러-위안	6.92	6.80	6.75	6.70	7.19	6.79	6.85
	달러-원	1467.0	1470.0	1420.0	1440.0	1421.8	1446.0	1470.0

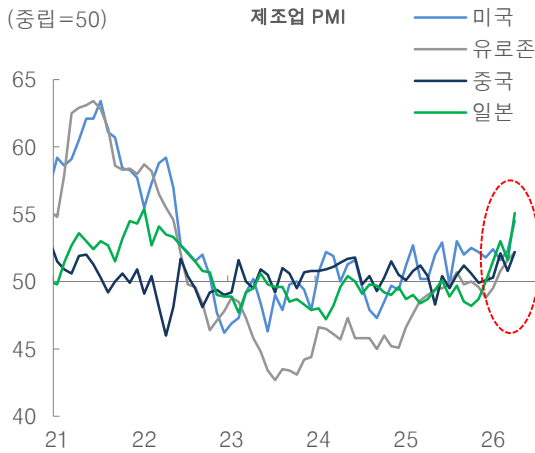
자료: 대신증권 Research Center
 주: 성장률은 QoQ 기준, 환율은 분기 평균

[미국] 아직 재고가 많지 않다

미국 재고 부담 크지 않아, 종전 후 제조업 경기 확장 유지될 전망

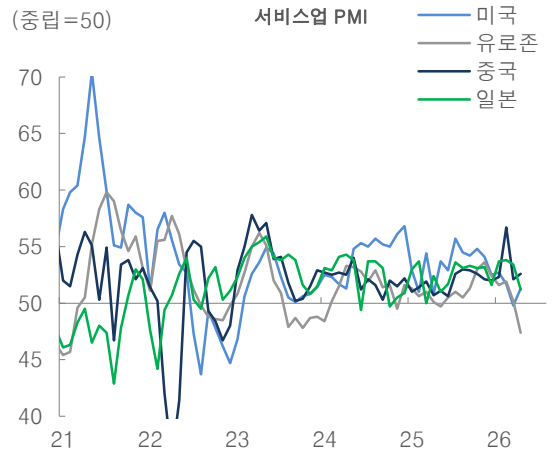
- 전쟁 발발 후 2개월이 넘게 경과했으나, 오히려 주요국 제조업 PMI는 일제히 추가 상승함. 수요가 너무 좋기 때문이 아니라, 물류 차질과 비용 인상을 우려한 선제적 조달 수요가 작용했기 때문
- 서비스업을 보면 에너지 가격 상승의 여파가 나타남. 하지만 유로존이 극심한 타격을 입은 반면, 에너지 위기에서 상대적으로 자유로운 미국과 중국은 비교적 양호했음
- 미국은 리오프닝 직후 과도했던 재고 축적 탓에, 지난 수년 간 보수적인 재고 투자를 지속해왔음. 전쟁 문제가 해결되면 재고 수준이 너무 낮다는 것 만으로도 제조업 경기 확장이 유지될 수 있음

제조업 PMI는 전쟁 발발 후 일제히 추가 상승



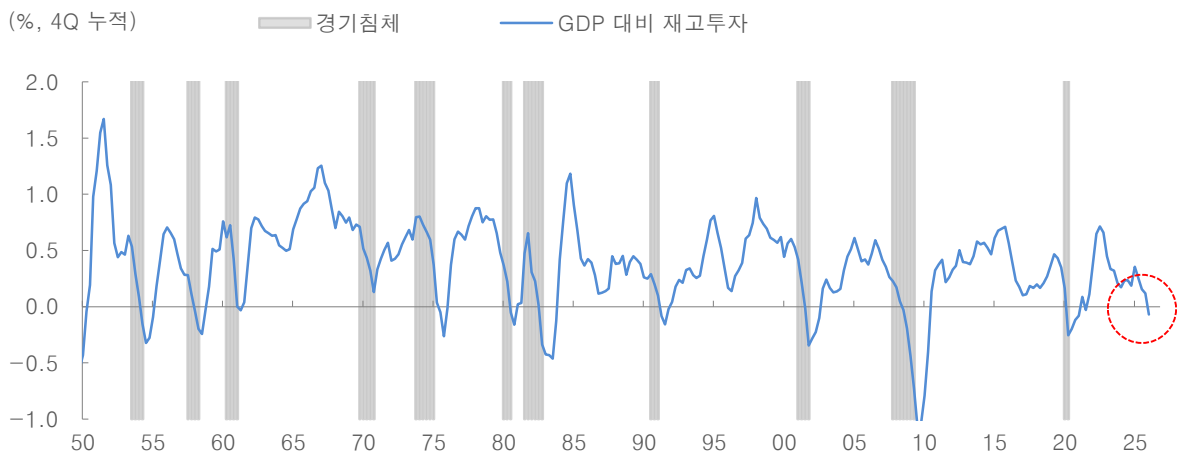
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

서비스업은 미국과 중국만 양호, 유로존은 급락



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

현재 미국 재고는 경기 침체 수준, 재고가 너무 부족한 것 만으로도 수요가 유지될 수 있음



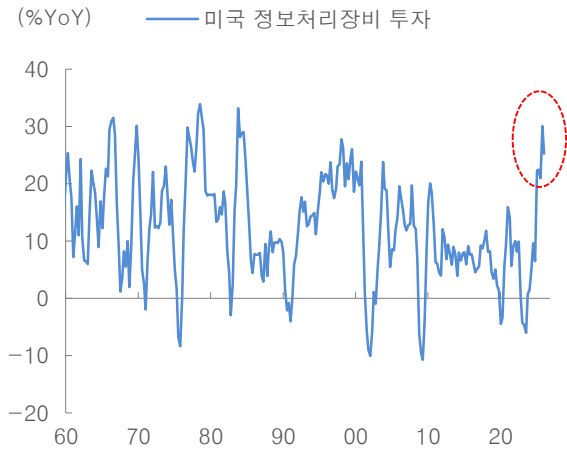
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

[미국] 정작 Tech 빼면 힘 잘 못쓰는 미국

올해도 2% 이상의 성장, 그러나 Tech 의존도는 점점 높아지고 있어

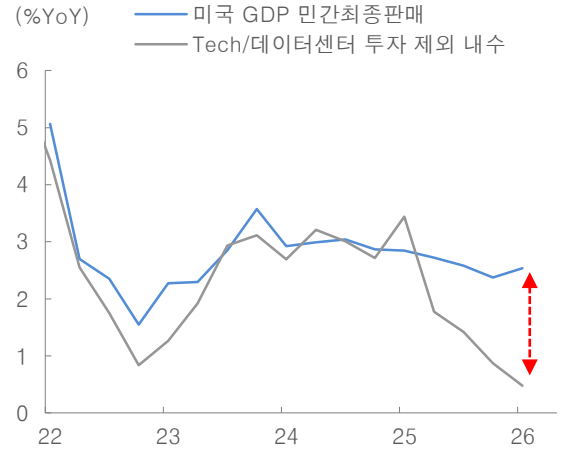
- 미국은 성장의 질적인 측면이 지난 몇 년에 비해 악화되고 있음. 올해 1분기 미국 GDP는 +2.0%QoQ 성장했으나, 전체 성장의 40%를 정보처리장비 투자가 차지함(+0.8%p). 지난해 중반 이후 미국 성장은 상당 부분이 AI 관련 투자에 기인함. 5%가 넘는 금리에도 끄떡 없던 소비도 둔화세가 완연하며, 점점 더 고소득층의 소비에 의존 중
- 아직은 미국 기업들의 AI 투자가 식을 조짐이 없음. 여러 우려에도 불구하고 올해에도 2% 이상의 성장을 기록할 여력은 충분함

엄청난 속도로 증가 중인 정보처리장비 투자



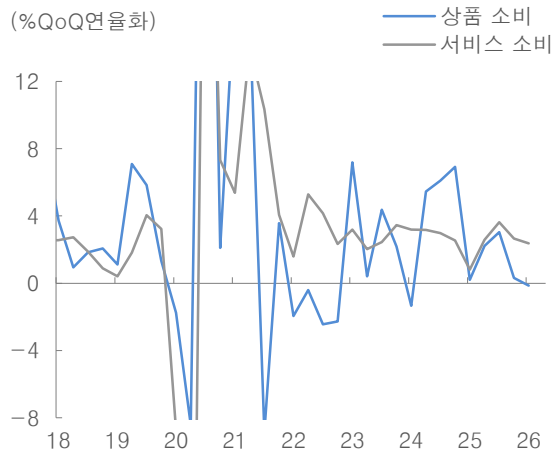
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

Tech 부문을 제외하면 성장 둔화 뚜렷



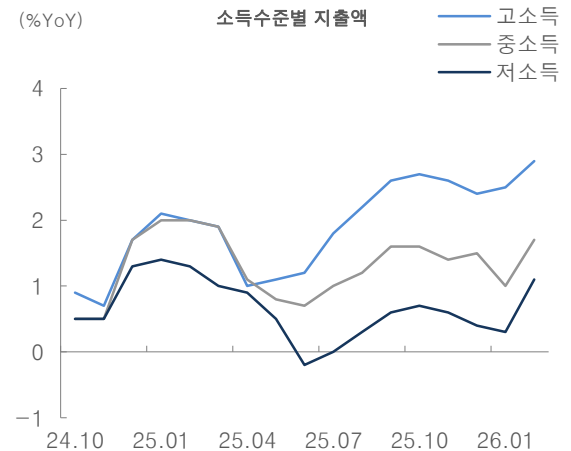
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

소비는 점점 둔화되고 있어



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

고소득층 의존도 계속



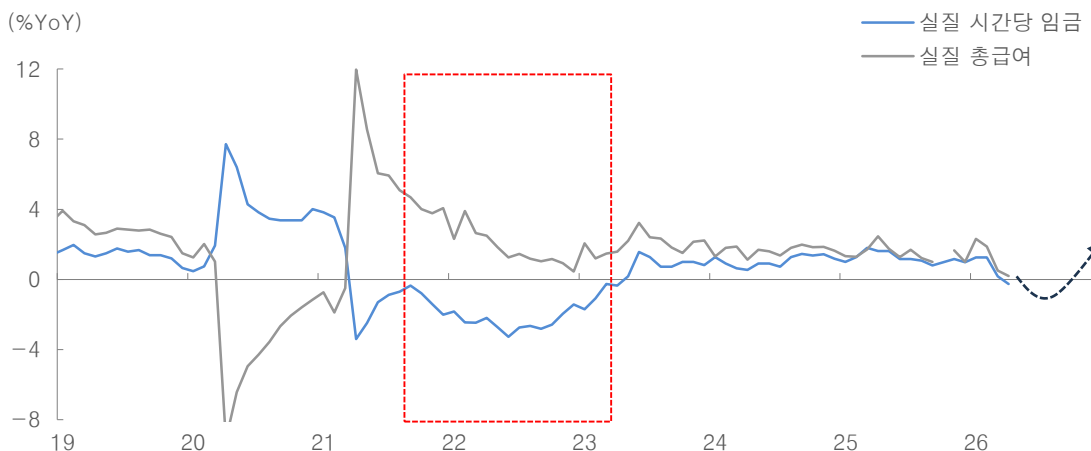
자료: BofA, 대신증권 Research Center

[미국] 결국에는 찾아올 인플레이션 청구서

3분기 일시적 둔화 이후 연말부터 인플레 재반등 전망

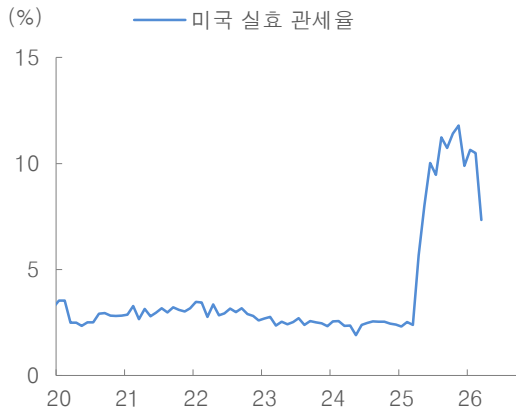
- 그러나 미국 Non-Tech 부문이 마냥 약해지지만은 않을 것으로 예상함. 중동 전쟁 이후 미국 경제가 예상보다 양호했던 데에는 에너지 수출, AI 투자 외에도 감세 정책과 관세 부담 완화(관세율 인하 & 환급)가 복합적으로 작용함
- 당장은 전쟁 발 인플레 부담이 가계의 소득을 옥죄 수 밖에 없음. 이는 물가 상승 압력에도 불구하고 연준이 일단은 금리 인상에 신중한 스탠스를 유지할 수 있는 이유임
- 그러나 이미 미국 기업들의 심리는 연초부터 회복되고 있었음. 여러 우려와 달리 고용이 예상보다 견조했던 이유임. 일부 섹터를 제외하면 기업들의 감원 계획은 전년비 급감함. 전쟁이 끝나고 유가가 어느 정도 하락하게 되면, 인플레 우려가 낮아지고 고용도 더 개선되면서 수요가 재차 회복되는 양상을 전망함
- 결국에는 인플레 청구서가 날아올 것으로 예상함. 유가가 전쟁 이전으로 돌아갈 수는 없으며, 가뜩이나 미국의 인플레이션은 아직 관세 전가를 채 끝내지도 못한 상황이었음
- 하반기 유가 하락과 함께 인플레이션 우려가 일시적으로 완화되었다가, 연말부터 다시 고조될 전망. 수요 회복과 인플레 반등이 동시에 재개되면 연준 금리 인상 우려가 비로소 본격화될 가능성 있음

2022년에는 실질임금 하락에도 고용 호조로 실질 총급여는 증가, 하반기 실질 소득 재반등 예상



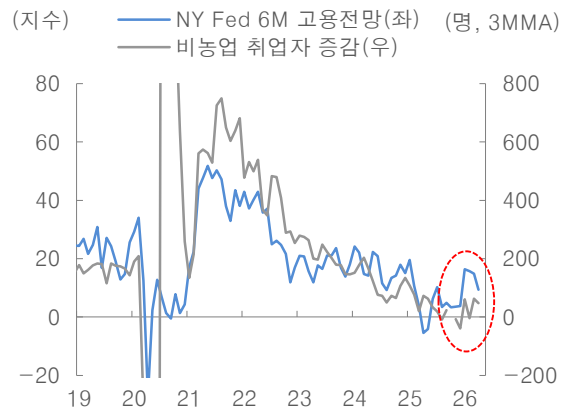
자료: CEIC, 대신증권 Research Center
 주: 총급여 = 시간당 임금 x 노동시간 x 취업자수

IEEPA 위헌 판결 이후 미국 관세율 급락



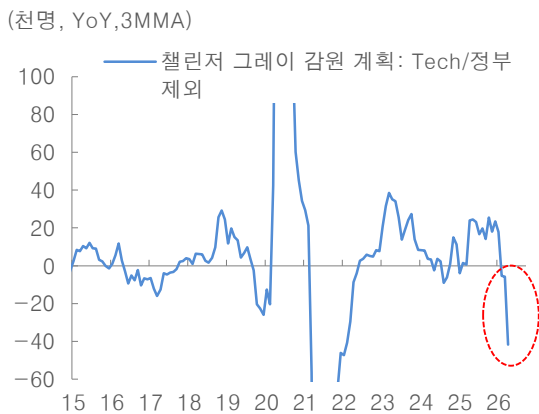
자료:CEIC, 대신증권 Research Center

연초 이후 기업들의 고용 전망 반등



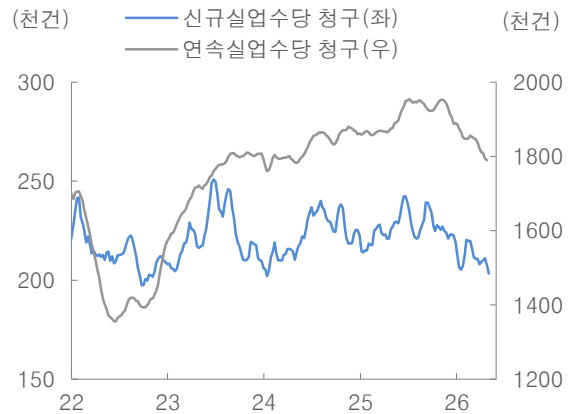
자료:CEIC, 대신증권 Research Center

일부 섹터 제외하면 감원 계획은 급감



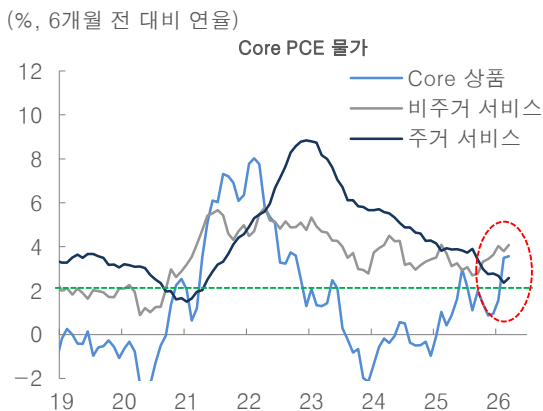
자료:CEIC, 대신증권 Research Center

실업수당 청구건수도 오히려 하락 추세



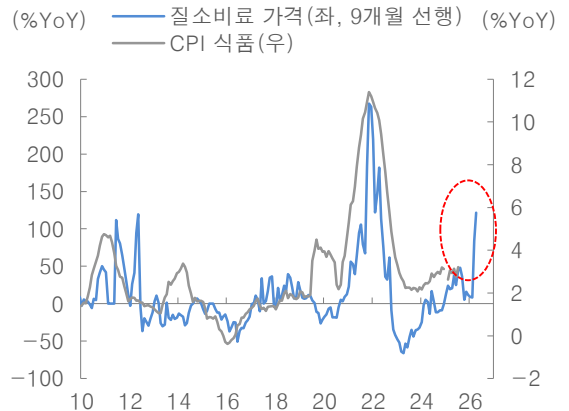
자료:CEIC, 대신증권 Research Center

이미 잘 잡히지 않던 인플레이



자료:CEIC, 대신증권 Research Center

추후 날아올 청구서가 꽤 많다



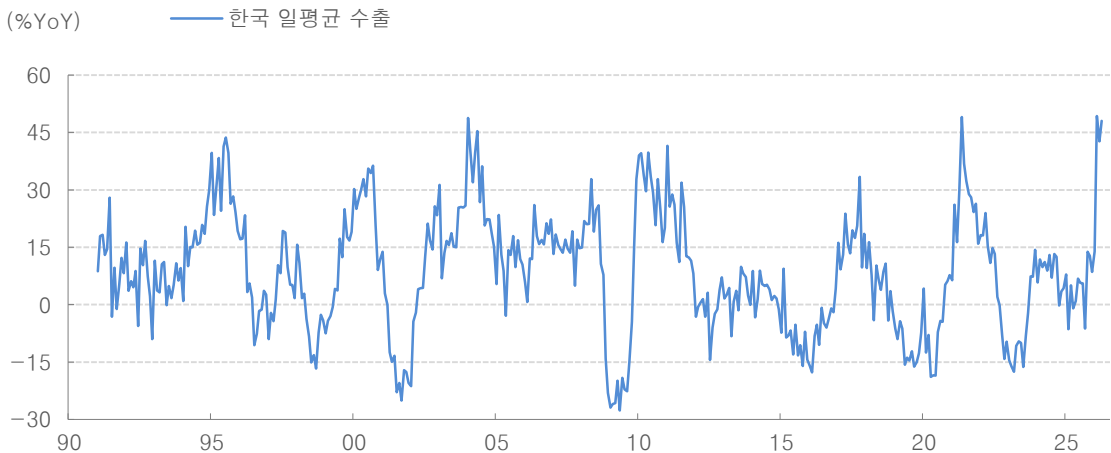
자료:CEIC, 대신증권 Research Center

[한국] 반도체를 빼고 봐도 나쁘지 않다

반도체가 너무 좋을 뿐, 내수도 함께 회복 중

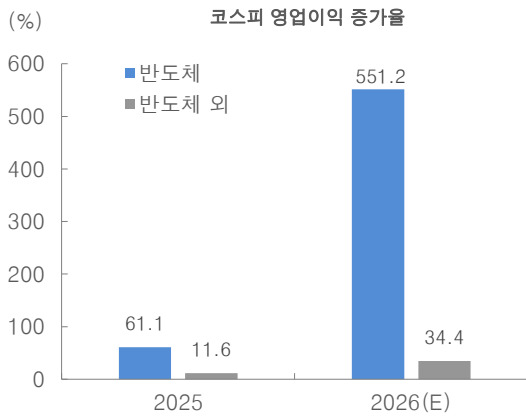
- 한국은 하반기에도 반도체 중심의 경기 호조가 계속될 것으로 예상함. 일평균 수출은 3개월 연속 40%대를 유지 중이며, 올해 들어 4월까지 반도체 수출은 +148%, 컴퓨터 수출은 +235% 증가. 올해 연간 통관 수출 증가율은 2004년 이후 처음으로 30%를 넘어설 전망
- AI투자는 내년까지도 꺾이지 않는다는 것이 컨센서스. 150%가 넘는 상승세를 보이고 있는 반도체 수출이 기저효과가 조금씩 작용하기 시작하는 올해 4분기에 얼마나 모멘텀을 유지할 수 있는지가 중요
- 하지만 한국 경제는 미국에 비해 오히려 고른 회복 중. 반도체와 수출만 좋다는 논리도 이제는 무색함. 기업들의 이익 지표나 GDP 내 계정들을 보면 반도체 외 부문에서도 개선세가 제법 뚜렷함
- 특히 소비는 최근 소비심리 하락과 달리 실제 소비 지출 데이터는 꺾이지 않고 있음. 정부의 석유류 최고가격제가 수요 위축을 효과적으로 방어하고 있는데다 주가 상승에 따른 자산 효과나 심리 효과가 작동. 여기에 정부의 피해 지원금까지 동반됨
- 소비 데이터는 3분기 지난해 추경에 따른 기저효과가 작용하겠으나, 이후 모멘텀은 크게 둔화되지 않을 가능성이 높음

역사적 고점 수준의 모멘텀을 유지 중인 수출



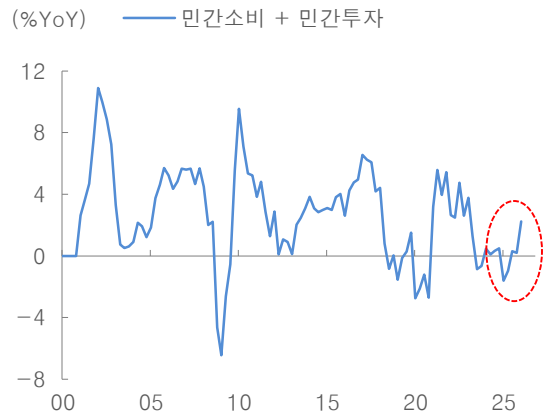
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

반도체 외 기업들도 제법 돈 잘 벌고 있어



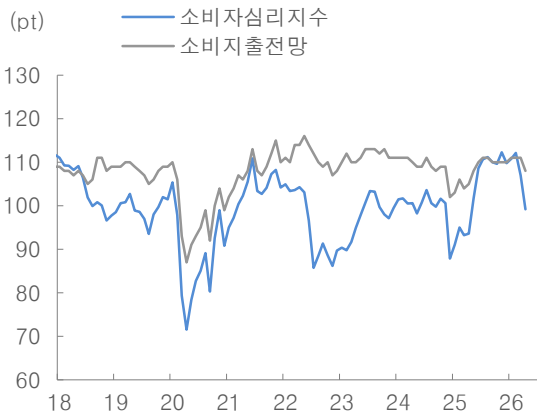
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

내수도 회복 중



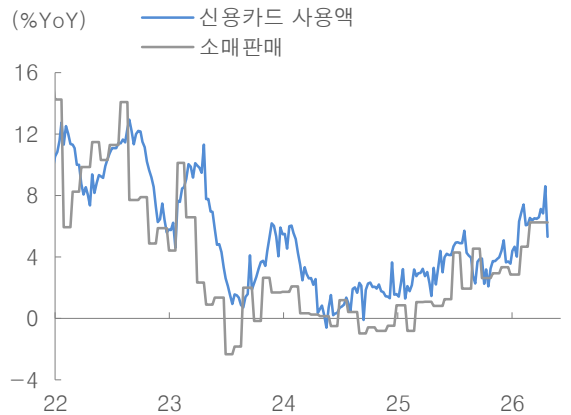
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

전쟁 후 둔화된 소비심리



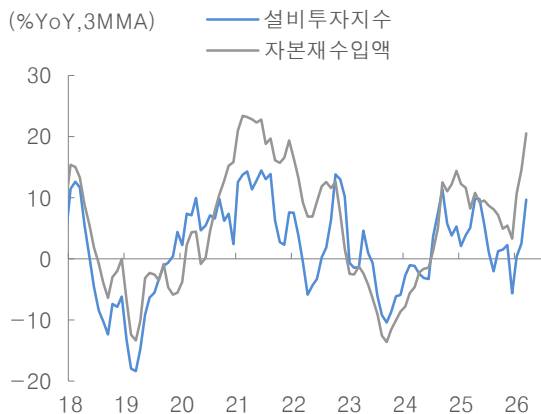
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

정작 소비는 눈에 띄는 둔화 없어



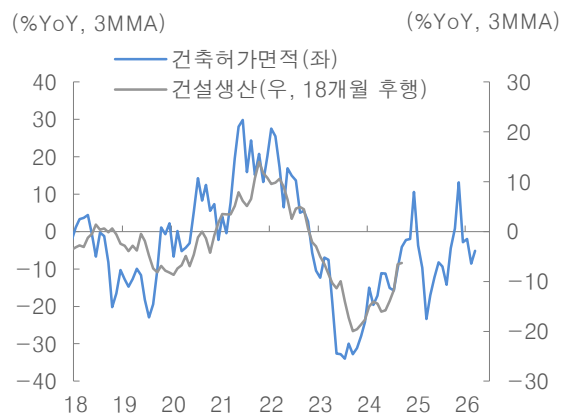
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

설비투자는 반도체 업황 호조에 빠르게 반등



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

건설경기는 (-)만 메꾸는 정도

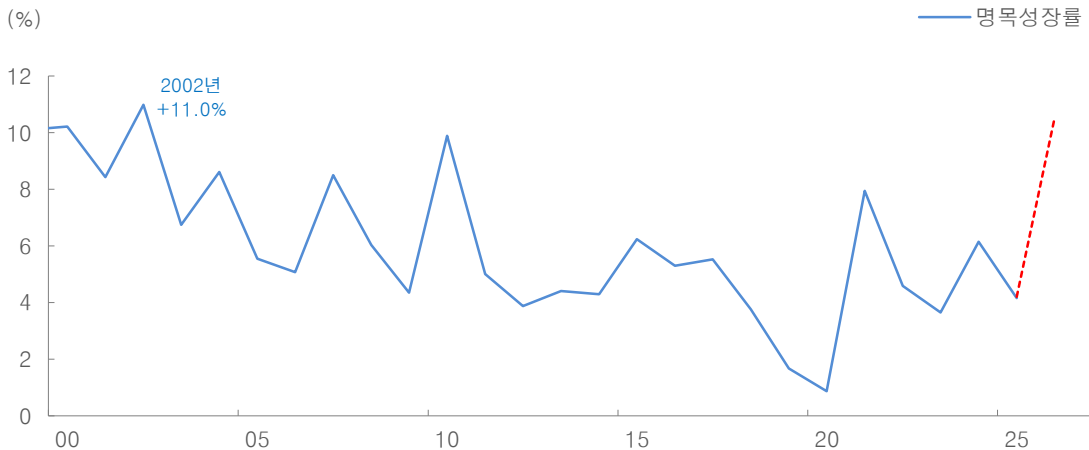


자료: CEIC, 대신증권 Research Center

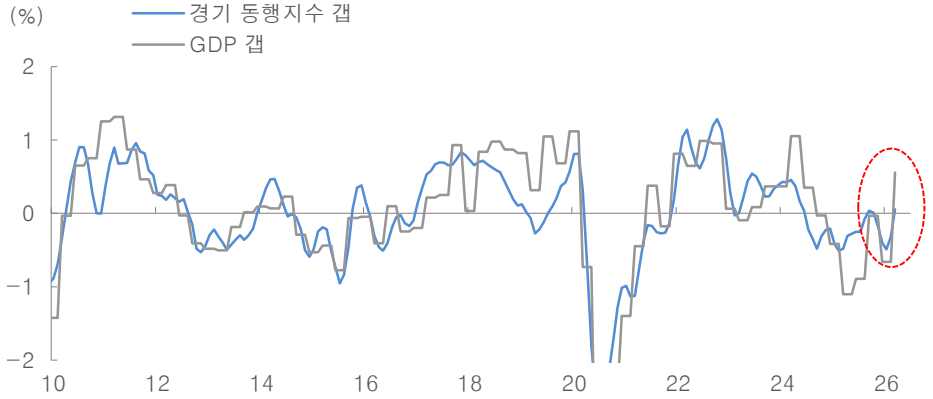
수출 호조의 파급효과 내년까지 계속

- 올해 한국 명목성장률은 막대한 대외 수지에 힘입어 2003년 이후 처음으로 10%를 상회할 것으로 예상. 이는 단순 물가 상승 때문이 아니라 국내 기업들이 해외에서 엄청난 돈을 벌어들이고 있기 때문으로, 임금 상승 및 초과 세수 등 어떤 경로를 통해서든 국내 경제에 파급효과가 나타날 가능성이 높음
- 올해 상장사 영업이익 기준으로 지난해 대비 법인세가 두배가 된다고 가정하면, 80조원 정도의 세수가 추가됨. 현 정부의 재정 기조를 감안할 때 내년 정부 부문의 기여도가 올해보다 더 높아질 수 있음
- 올해 1분기 깜짝 성장으로 GDP 갭은 이미 제로(0) 혹은 약간의 (+) 수준까지 회복된 것으로 추정. 호르무즈 해협 봉쇄에도 국내 정유/석유화학 산업 생산 차질 예상보다 심각하지 않아, 종전 후 견조한 성장 경로 유지할 전망. 올해 2.8%, 내년 2.3% 성장으로 내년까지 GDP 플러스 (+) 갭이 누적될 것으로 예상
- 한국 인플레이션은 유가 급등에도 불구하고 정부 정책으로 비교적 안정적. 그러나 역설적으로 시장 가격 대비 상당히 낮은 수준에서 석유류 가격을 통제하고 있기 때문에, 전쟁이 종료된다 하더라도 인플레이션 안정에 대한 기대감이 크지 않음. 3분기 중 물가상승률 3%대 진입이 예상되며, 인플레 압력과 명목 성장률의 강도를 감안하면 한국은행의 매파적 스탠스가 충분히 강화될만한 환경

올해 명목 성장률 2002년 이후 처음으로 10% 상회 예상

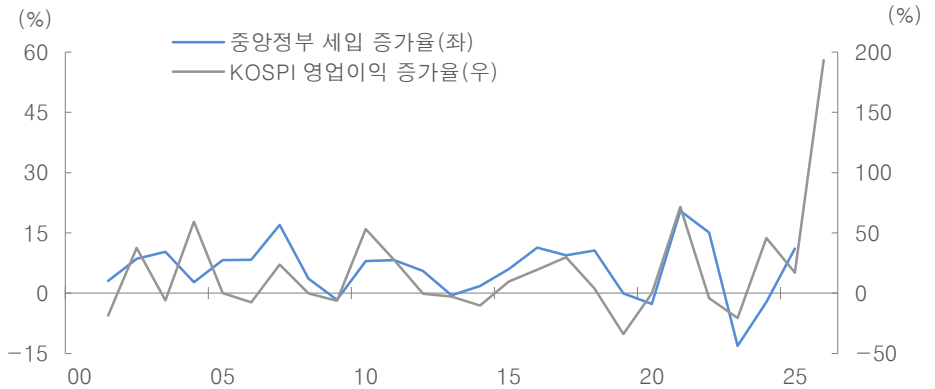


GDP 갭은 이미 0이나 약간의 (+) 수준으로 추정



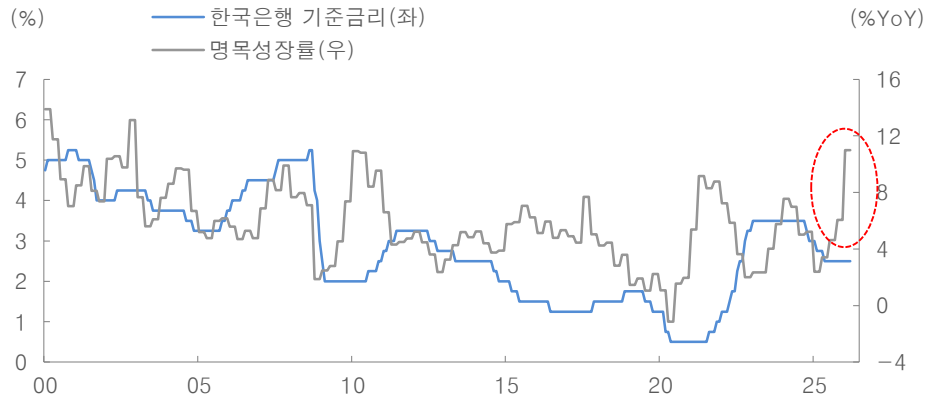
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

올해 상당한 수준의 초과 세수 예상돼



자료: FnGuide, CEIC, 대신증권 Research Center

명목 성장률 및 한국은행 기준금리 추이



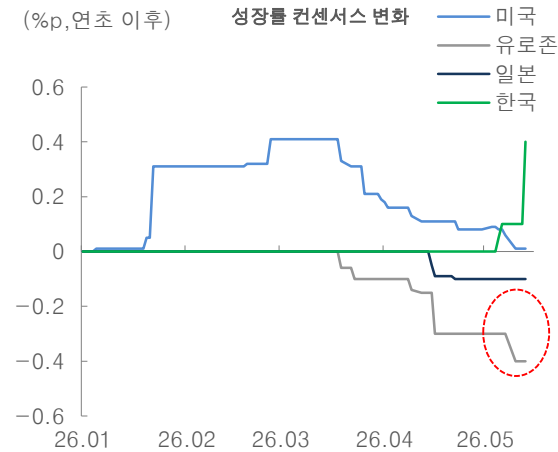
자료: CEIC, 대신증권 Research Center
 주: 올해 1분기 명목 성장률은 추정치 적용

[유로존] 얼마 못가 고개 숙인 기대감

에너지 위기 트라우마, 재정 확대 기대를 짓눌러

- 유로존은 전쟁 발발 이후 에너지 가격 상승의 직격탄을 맞은 국가. 당초 올해 독일 및 EU 차원에서의 국방 /인프라 투자 등 재정 확대 기대에 경기 회복이 기대되었으나, 에너지 위기 재발 후 큰 폭으로 약화됨
- 독일의 경우 지난해부터 제조업 수주가 정부 수주 등의 영향으로 빠르게 증가하고 있으나, 정작 산업생산이 이를 따라가지 못하고 있음. 에너지 가격 급등으로 생산차질이 더 심화될 위험에 처함
- 유로존은 미국이나 한국처럼 경기를 지탱해줄 요인이 부재함. 종전 후 경기 회복 예상되나, 에너지 가격이 이전 수준보다 높게 형성된다면 올해에 대한 기대를 낮출 수밖에 없음

유로존 성장률 전망치 하락 가장 두드러져



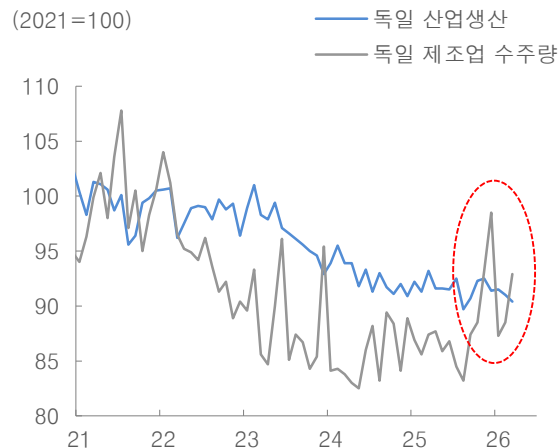
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

전쟁 발발 후 PMI 일제히 하락



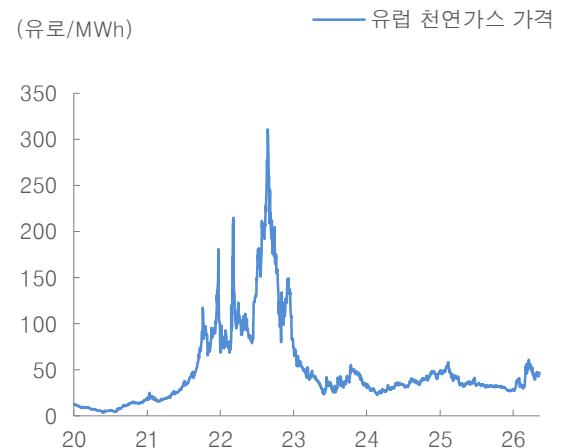
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

수주는 늘지만 생산이 따라가지 못하는 중



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그래도 이전에 비해서는 안정적인 가스 가격



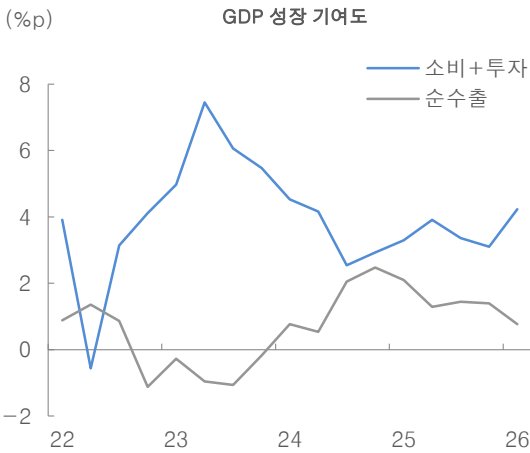
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

[중국] 부양의 완만한 효과

부양 기조 힘입어 추세적 내수 반등, 그러나 차별화는 계속

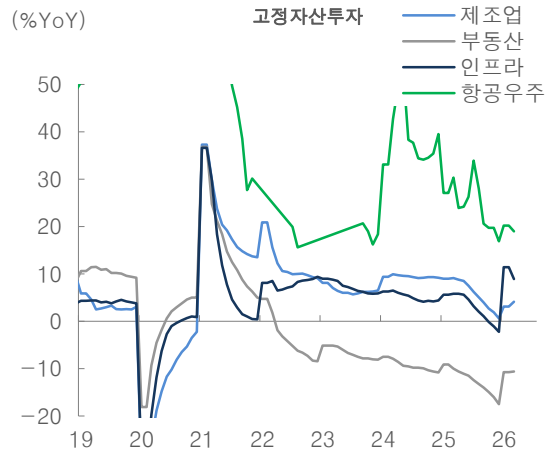
- 중국은 중동 전쟁 충격을 상대적으로 잘 견뎌내고 있음. 하반기 중국 경제는 기존 부양책들이 완만한 효과를 보이면서 올해 4.8% 성장 예상
- 2024년 하반기부터 시작된 부양 기조 전환으로 내수의 성장 기여는 추세적으로 회복되고 있음. 하지만 그 안에서도 기술/인프라 등 선별적인 지원 스탠스는 계속될 전망
- 내수 회복과 에너지 가격 상승으로 중국 내 디플레이션 압력은 점차 해소되고 있어, 인민은행의 추가 완화 유인은 약해진 상황. 과거 패턴으로는 경기가 예상보다 견조할 시 오히려 경기 부양 의지가 약해질 위험도 잔존

지난해부터 내수 기여도 추세적 반등



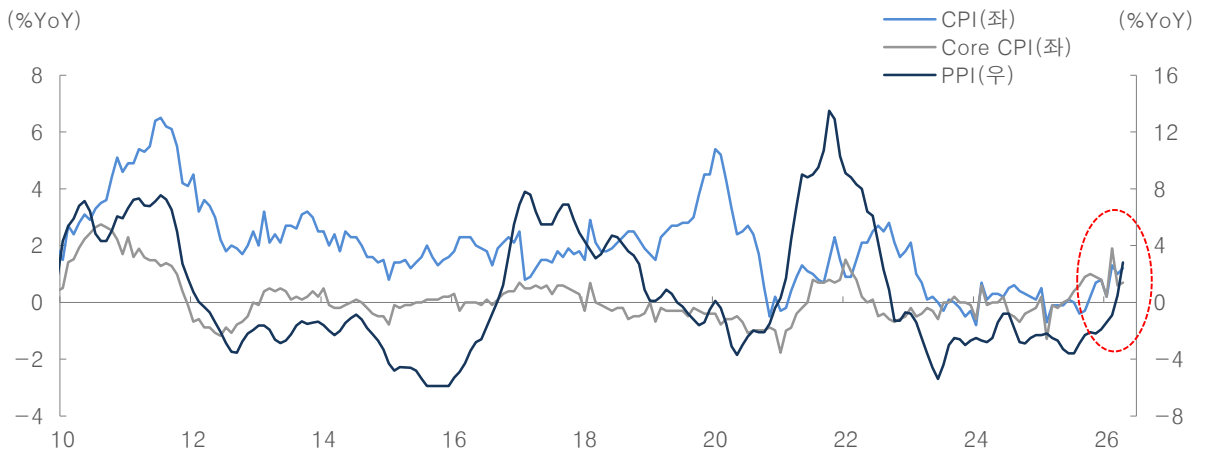
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

선별적 지원 기조는 계속



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

디플레이션 압력에서 벗어나고 있는 중국, 적극적인 통화정책 대응 유인은 약해져



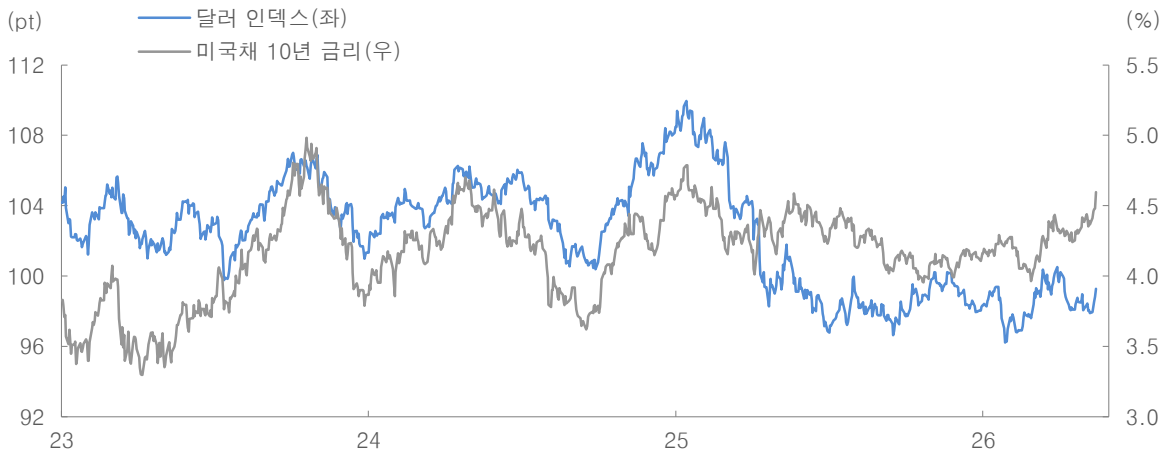
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

[달러] 종전 후 완만한 약세 재개, 그러나 연말에는

위험 선호 회복과 함께 약세, 하지만 인플레이 재반등 시점에서 다시 강세

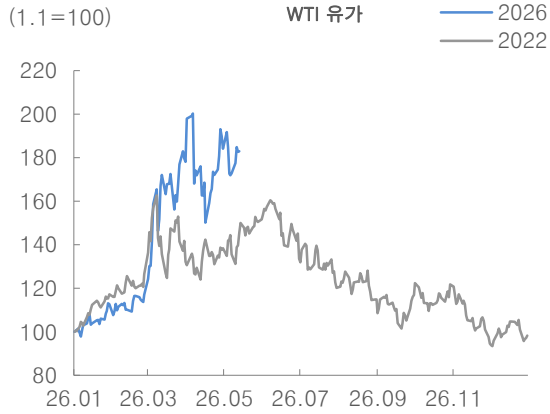
- 올해 들어 완만한 약세를 보이던 달러는 중동 전쟁을 기점으로 반등. 연내 금리 인하 기대가 거의 사라졌으며 오히려 긴축 우려도 일부 반영. 하지만 이러한 변화의 근본적인 원인은 전쟁이 끝나지 않고 있기 때문. 정작 종전이 구체화되면 유가 안정과 함께 위험 선호 심리가 회복되는 것 만으로도 약세 가능성은 충분함
- 다만 에너지 가격과 통화정책 기대감이 전쟁 이전으로 되돌아가기는 어려움. 이는 달러 약세 강도가 제한적임을 의미. 상반기 보았던 96~97선을 하단으로 예상
- 달러가 의외로 더 약해질 수 있는 요인들은 1) 에너지 가격이 예상보다 큰 폭으로 하락하거나, 2) 미국 고용과 경기가 예상 외로 빠르게 악화되는 경우, 3) 케빈 워시가 정말로 완화적인 통화정책을 밀어붙이는 경우 정도로 생각해볼 수 있음. 그러나 당사가 예상하는 하반기 유가 80~90 달러 시나리오에서는 이러한 가능성들은 제한적일 것으로 판단
- 트럼프가 미국의 신뢰를 스스로 파괴하고 있다는 점은 의심의 여지가 없지만, 이는 단기적인 달러 가치에 영향을 주기보다는 구조적인 변화로 읽는 것이 적절
- 오히려 올해 말 인플레이션 우려가 재고조되는 시점에서는 연준 긴축 가능성을 본격적으로 반영해 달러가 다시 강해질 여지가 있음. 하반기 이후 스페이스 X를 비롯해 미국 주요 기업들의 IPO가 추진되고 있는 것도 또한 다시 한번 미국으로의 자금 쏠림이 재발할 가능성을 높임

미국채 금리 및 달러 인덱스 추이



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

2022년 대비 유가 상승 속도는 훨씬 빨라



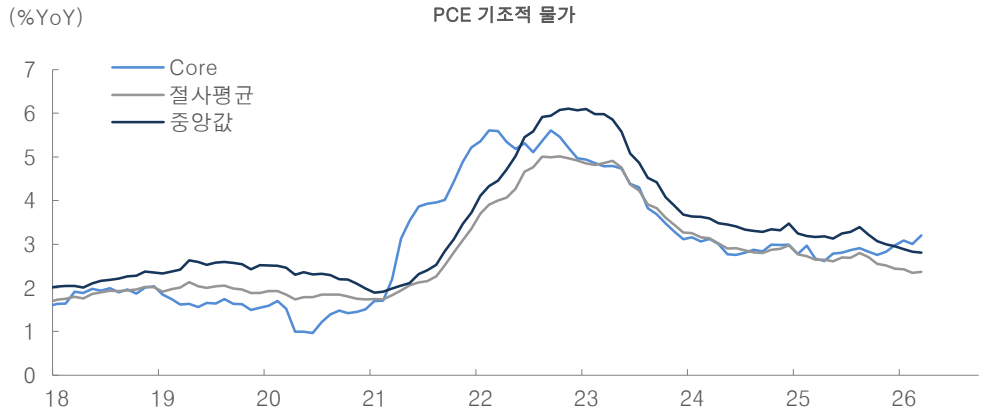
자료:CEIC, 대신증권 Research Center

반대로 달리는 훨씬 안정적



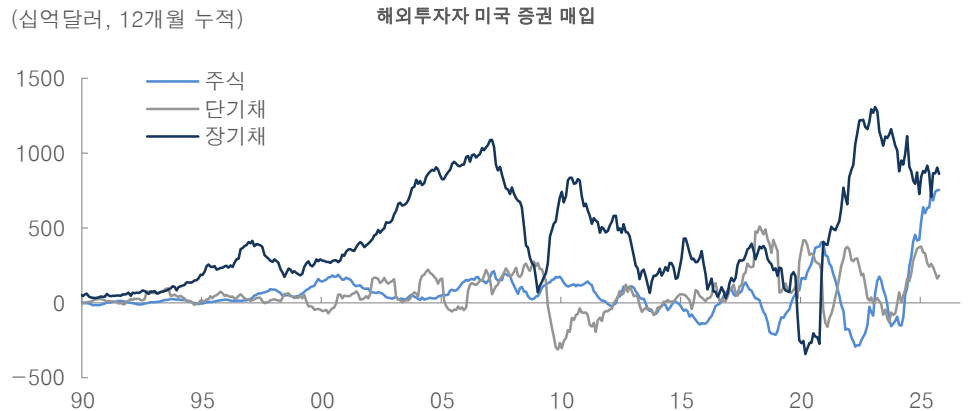
자료:CEIC, 대신증권 Research Center

주요 기초적 인플레이션 지표 추이



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

해외투자자들의 미국 채권 매입은 주춤, 주식은 계속



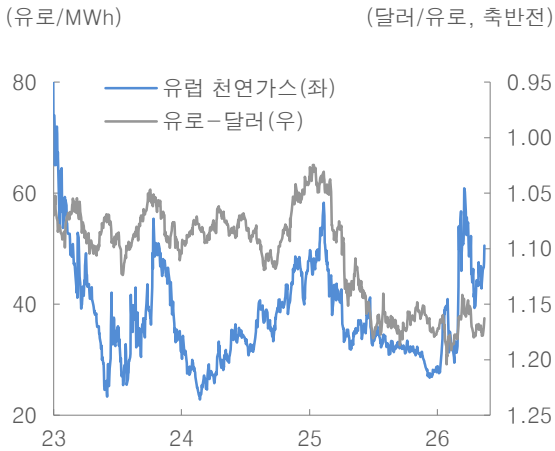
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

[유로화] 제한적 강세 예상

위든 아래든 크게 달라질 요인이 없어

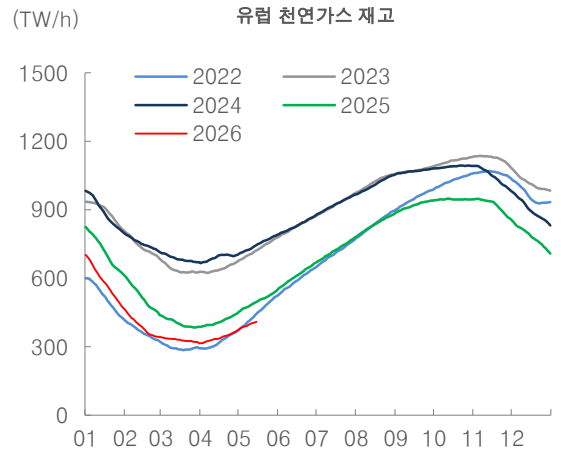
- 유로는 에너지 가격 상승에 취약한 경제 구조 탓에 전쟁 후 약세를 보였으나, 이후 종전 기대감과 ECB 금리 인상 가능성에 약세 폭을 축소
- 에너지 가격 상승으로 올해 유럽 경제에 대한 기대감이 상당히 약해진 가운데, 빠른 종전 혹은 전쟁 장기화 두 시나리오 모두 미국과의 금리 차가 크게 변할 여지는 없음. 하반기 제한적 강세 후 연말 재약세 예상
- 특히 전쟁 장기화 시 ECB의 매파적 스탠스가 강해질 수 있으나, 현재 유럽의 가스 재고 추이를 감안하면 해당 시나리오에서 유로화는 어느 순간 빠르게 약세를 보일 수 있음

에너지 가격 불안 진정이 유로화 강세 조건



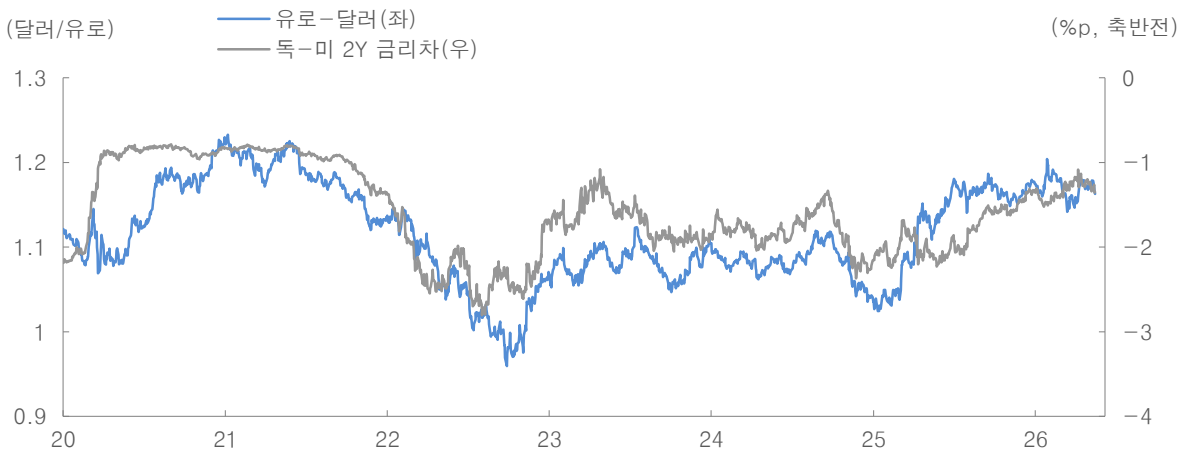
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

2022년 이후 최저 수준인 가스 재고



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

미국과의 금리 차이는 현 수준에서 큰 변화 없을 전망



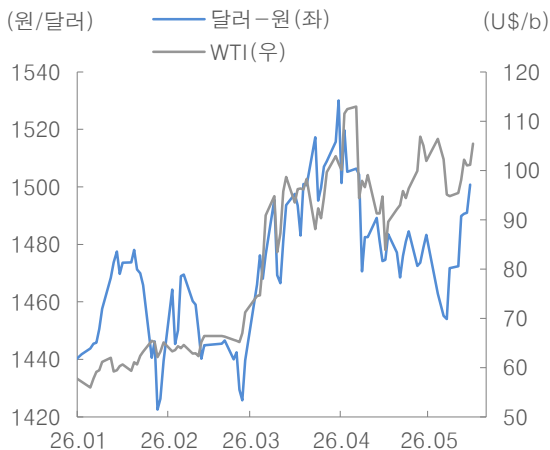
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

[원화] 위험 통화인 원화, 위험 선호 심리 회복과 함께 강세

3Q 달러 약세 따라 달러-원 최대 1,400원 부근까지 하락 예상

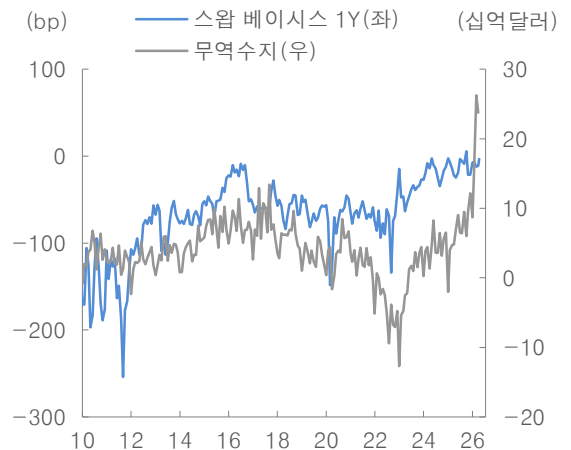
- 달러-원은 1월 뉴욕 연은의 엔화 레이트 체크 이후 전쟁 직전 1,420원대까지 하락했으나 전쟁 발발과 함께 한 달 만에 100원 넘게 급등. 4월 중순 ~ 말 기간을 제외하면 전쟁 후 원화 가치는 거의 유가에 연동
- 원화는 위험 통화답게 3월에는 다른 통화들 대비 더 큰 폭으로 약세를 보였다가, 미-이란 휴전 협상으로 위험 선호 심리가 개선될 때에는 강세가 두드러졌음. 종전이 구체화되고 국제유가가 하락하는 구간에서는 달러-원도 1,400원 부근까지 언더슈팅 가능하다고 판단
- 사상 최대 수준인 무역수지는 별다른 힘을 쓰지 못하고 있음. 기업들이 외화를 더 이상 기계적으로 매도하지 않는 환경에서, 막대한 무역수지는 환율 하락 요인 보다는 외환시장의 유희 유동성을 공급해주는 방파제 같은 역할로 볼 수 있음
- 국내 투자자들의 해외주식 매입 약화, WGBI 자금 유입 등으로 전반적인 수급 여건 자체는 지난해보다 훨씬 양호한 것이 사실임. 이들은 무조건적인 원화 강세 요인이라기 보다는 지난해 하반기처럼 달러가 약해지는데 달러-원이 내부적인 수급 문제로 상승하는 괴리를 막아줄 것으로 예상
- 비록 무역수지와와의 관계는 약해졌지만 한국 수출 경기가 아직 매우 양호한 것에 비해 원화는 지나치게 힘을 못쓰고 있는 측면이 있음. 하반기 한국은행 금리 인상에 따른 내외 금리차 축소도 원화 절하 압력을 완화시켜줄 전망
- 다만 올해 들어 외국인들의 국내주식 매도 영향력이 높아지고 있음. 이는 비관적 전망에 따른 적극적 매도 보다는 리밸런싱 수요가 크다는 것이 컨센서스이나, 해당 관점으로 보더라도 한국 경기 및 증시 호조 구간에서 환율 하락폭이 제한적일 수 있음을 시사

전쟁 발발 후에는 거의 유가에 연동된 원화



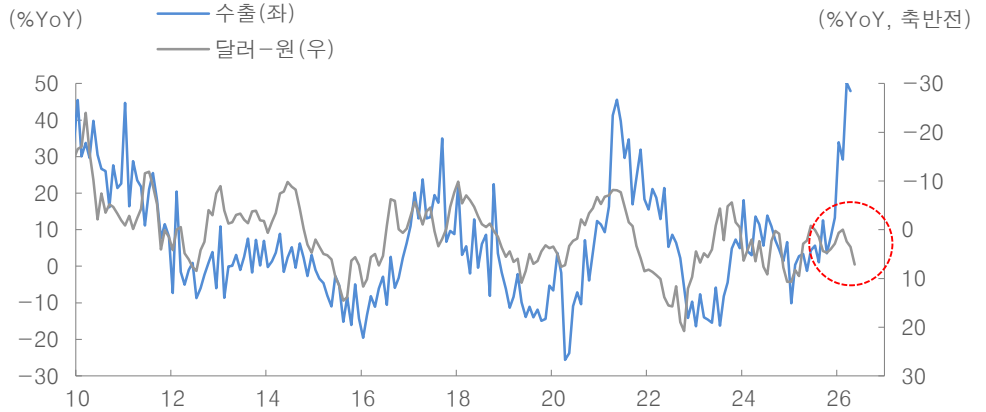
자료: 연합인포맥스, 대신증권 Research Center

무역수지 덕에 외화 유동성이 풍부한 것은 맞음



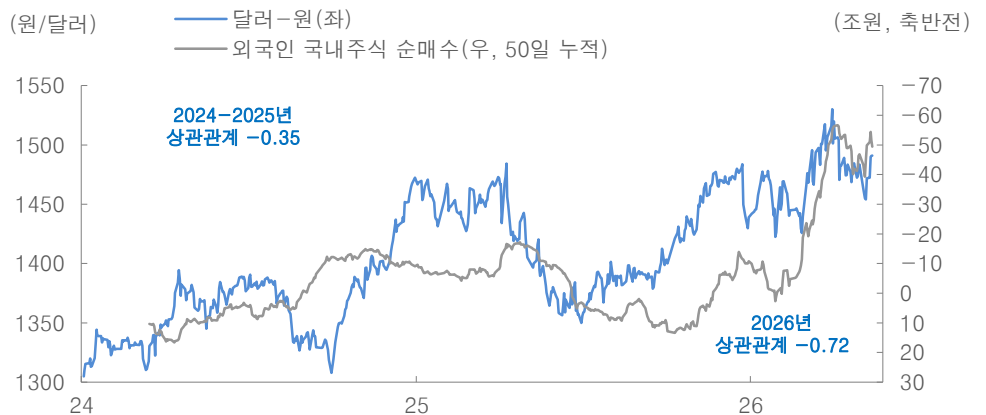
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

수출 경기에 비해 힘 못쓰고 있는 원화



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

올해 들어 외국인 주식 매도 영향력 높아져



자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

하반기 내외금리차 축소는 채권자금 유입 강화 요인



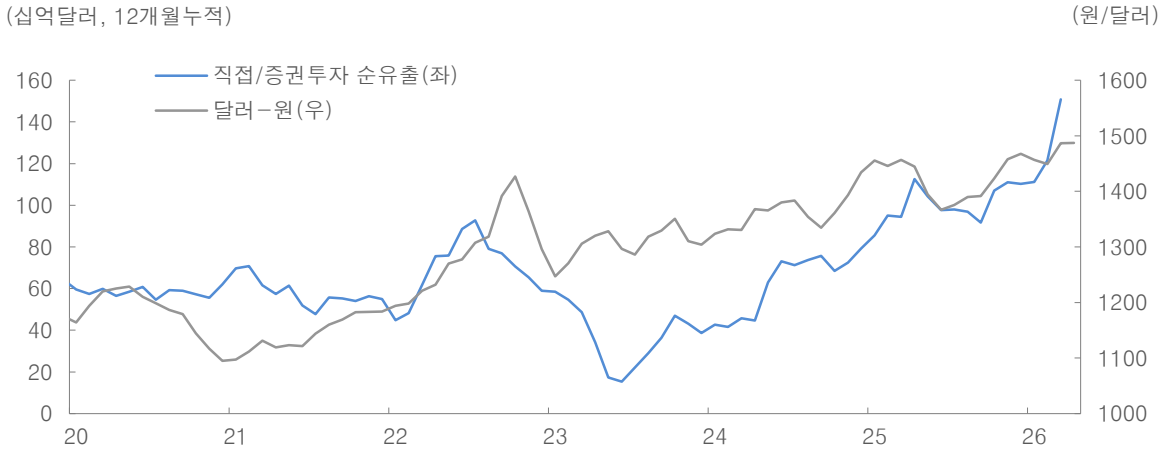
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

[원화] 1,400원 초반 가면 달러 사자

4Q부터 달러 강세, 수급 호재 약해지면서 반등

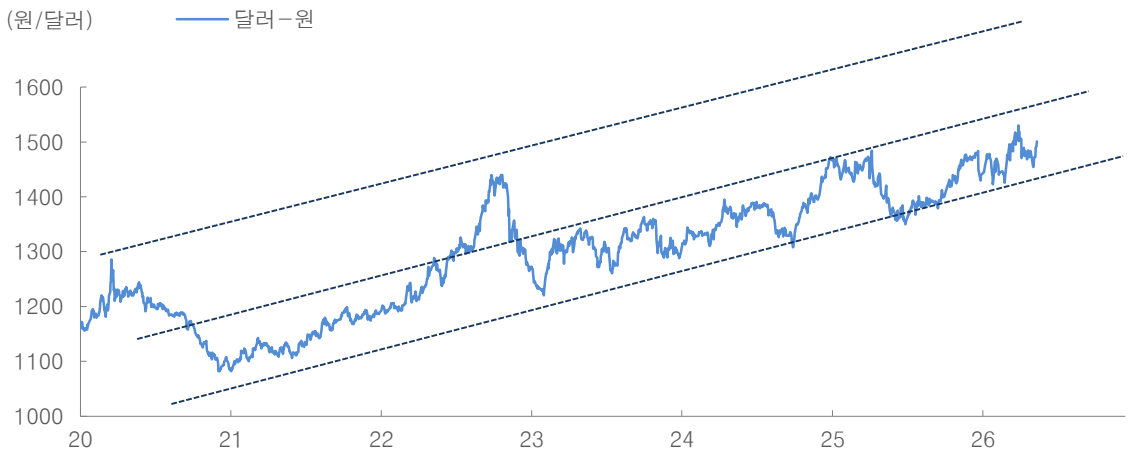
- 달러-원은 3분기를 저점으로 반등하는 흐름 예상. 4분기 미국 금리 인상 우려 고조에 따른 달러 강세 연동이 근본적인 원인이나, 그 외 요인들도 달러-원 반등 가능성을 지지. 하반기 이후 스페이스 X를 비롯한 미국의 메가테크기업들의 상장 예정되어 있어, 진정되었던 국내 투자자들의 미국 자산 매입이 재개될 수 있음. WGBI 편입에 따른 자금 유입도 4분기 중 마무리됨
- 달러-원은 팬데믹 이후 저점과 고점이 모두 높아지는 흐름이며, 국내 경제주체들의 중장기적 해외 투자 확대 추세가 아직 끝나지 않았음. 이번 사이클이 끝나고 연준이 금리를 크게 인하하기 전까지는 원화의 본격적인 강세 전환은 쉽지 않을 전망

적극적인 대외자산 매입 추세는 끝나지 않아



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

아직은 분명한 달러-원의 우상향 추세



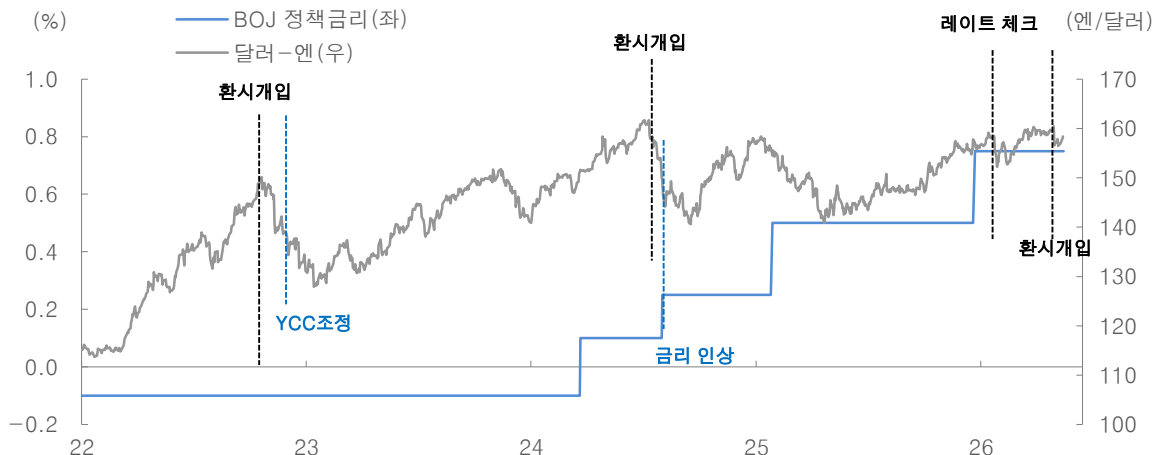
자료: 연합인포맥스, 대신증권 Research Center

[엔화] 우에다 보다 다카이치?

다가오는 BOJ 금리 인상, 그러나 재정 우려가 더 핵심 변수일 수 있어

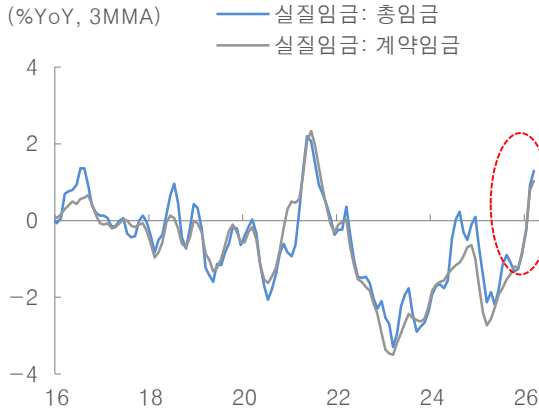
- 엔화는 지난해에 이어 올해도 지속적인 절하 압력에 노출. 지난해 말 BOJ 금리 인상에도 불구하고 연초 엔화 약세 심화로 미국의 '레이트 체크' 단행. 4월 말에도 달러-엔이 160 선을 상회하자 이번에는 통화당국이 2년 만의 환시개입에 나섰다
- BOJ 통화정책 정상화 경로를 돌아보면, 기본적으로 매우 신중한 정책 스탠스를 이어가되 유사시 당국이 나서 엔화 절하 압력을 일시적으로 완화시키는 방식으로 작동했음. 즉 BOJ 통화정책에 있어 엔화는 '과도하게 절하되지 않아야 할' 대상이지, 반드시 절상시켜야 할 대상은 아님. BOJ의 목적은 일본 내부의 인플레이션 압력이 확고하게 자리잡는 것임
- 다행히 일본의 인플레이션이 잘 자리 잡아가고 있음. 금리 인상기조는 계속될 것임. 그러나 BOJ의 신중한 인상 방식은 크게 변하지 않을 것이며, 기본적으로 일본에 비해 미국 통화정책에 대한 기대 조정이 훨씬 빠른 만큼, 오히려 연준의 스탠스가 달러-엔 방향을 결정할 수 있음
- 무엇보다 지난 1-2년 간 일본 엔화와 내외 금리차 간의 상관관계가 매우 약해짐. 최근 엔화 약세는 한국처럼 구조적인 해외투자 압력이나 일본 재정에 대한 우려가 더 강하게 작용하고 있는 것으로 보임
- 엔화 약세 베팅은 2년 만의 최대임. 당시에 내외 금리차에 비해 엔화 약세 베팅이 과도했으나 BOJ의 매파적 스탠스와 미국 경제지표 부진에 미국채 금리가 급락하자 '엔-캐리 청산'이 발생함. 지금도 내외금리차와 괴리가 상당한 만큼, 특정 트리거 발동 시 비슷한 상황이 발생할 가능성을 배제할 수는 없음
- 그러나 현재 엔화 약세에 대한 베팅은 재정에 대한 우려가 더 핵심에 있음. 이것이 맞다면 오히려 BOJ가 금리를 인상할수록 재정 우려는 악화될 수 있음. BOJ의 매파적 스탠스 보다는 다카이치 내각이 재정에 대한 우려를 해소시킬 수 있느냐가 엔화 강세를 결정할 전망

외환 시장 개입 후 통화정책 정상화 경로를 따라왔던 일본



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

실질임금 상승률(+) 반전



자료:CEIC, 대신증권 Research Center

지난 몇 년 해외투자 급격히 증가



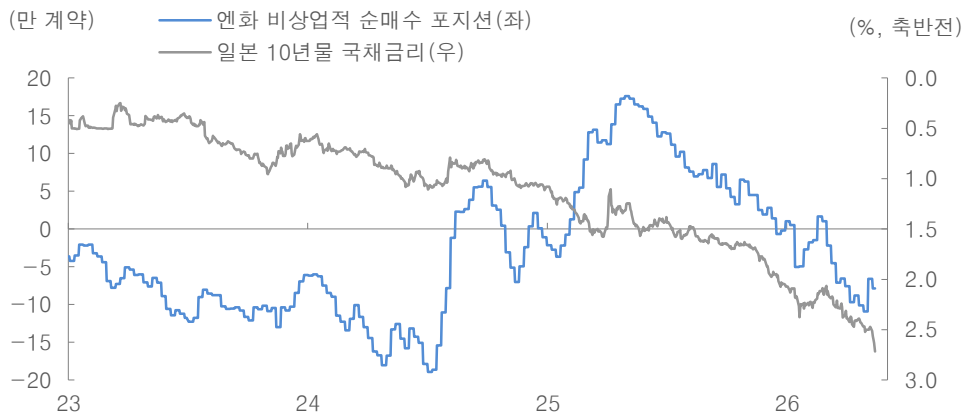
자료:CEIC, 대신증권 Research Center

2024년 엔 캐리 청산 당시처럼 내외 금리차와 엔화 약세 베팅 괴리 심화



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

하지만 지금은 재정에 대한 우려가 더 큰 것으로 보여

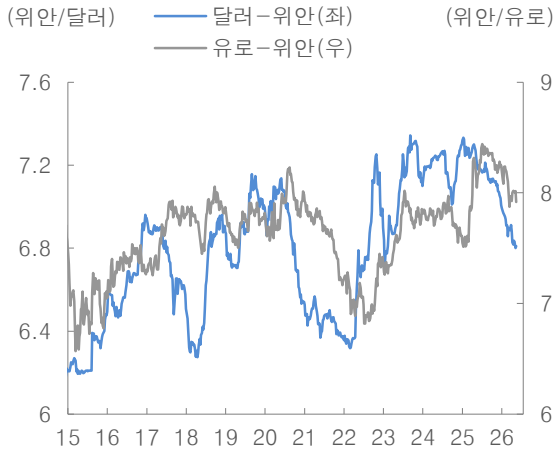


자료: CEIC, 대신증권 Research Center

연말까지 점진적 강세 계속

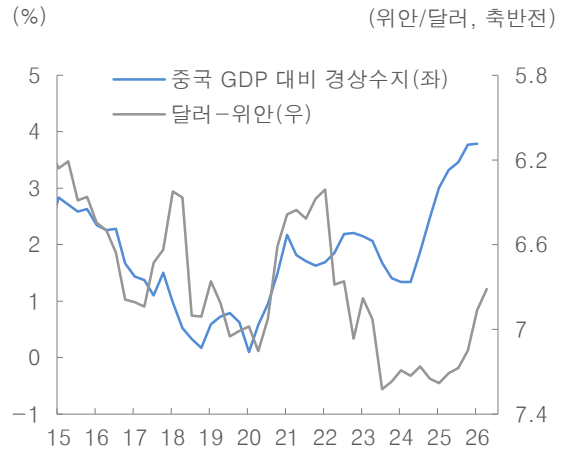
- 올해 기복없이 꾸준히 강세를 보인 통화는 위안화임. 중동 전쟁이 발발한 후에도 위안화는 오히려 강세 폭을 확대함. 지난해 내수 회복을 위해 점진적인 위안화 강세를 용인한 이후 방향성이 명확함
- 막대한 경상흑자 규모를 감안하면, 당국의 의지가 사라지지 않는 한 추가 강세 여력은 충분함. 정부는 당분간 과도한 절상을 막거나 속도를 조절하는 데에만 집중할 전망. 연말 6.70위안까지 점진적 강세 예상
- 최근 위안화 강세에도 불구하고 실질실효환율은 2022년 고점대비 -14% 가량 낮은 수준. 수출가격 경쟁력은 거의 훼손되지 않음. 중국 디플레 압력이 해소되고 있는 점도 당국이 절상을 용인할 수 있는 이유

달러 대비 위안화 가치는 3년 만 최고치



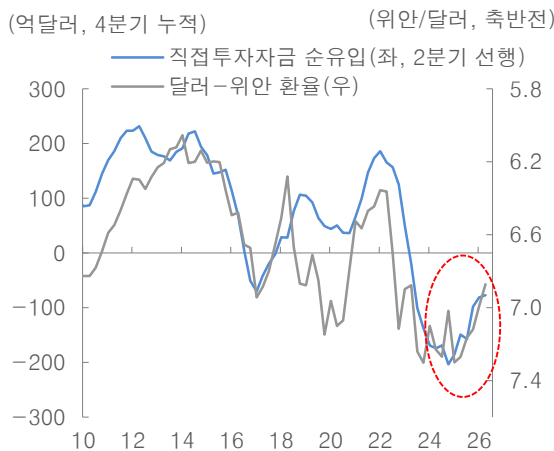
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

경상흑자 규모 감안 시 추가 강세 여지 많아



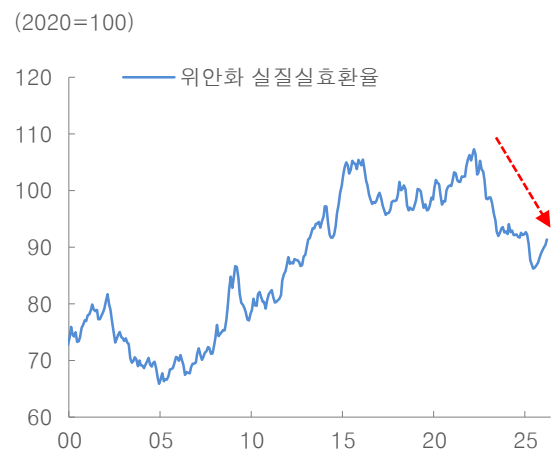
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

직접투자 유출 압력은 완화되는 중



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

위안화 절상에도 수출 경쟁력은 훼손되지 않음



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이정훈)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.