

불안 후 찾아오는 안정 구간

Economist 이정훈, CFA
jhoon.lee@daishin.com



Contents

I.	이상 없는 매크로, 조금 과도한 인상 우려	05
II.	고점을 지날 원화 약세	17
III.	진짜 펀더멘털을 찾아서	29

Summary

불안 후 찾아오는 안정 구간

- 달러-원은 6-7월 금융위기 이후 최고인 1,560원 수준까지 상승했다. 중동 정세 불안이 완화되었음에도 케빈 워시 의장의 첫 FOMC 전후로 금리 인상에 대한 우려가 커지며 달러가 다시 강세로 돌아섰다. 미국을 포함한 글로벌 매크로 여건은 여전히 별다른 이상이 없다. 미국의 AI 투자는 미국 외에도 아시아 국가들의 제조업 경기 호조로 이어지고 있다. 반면 미국 인플레이션은 더 안정될 여지가 남아있어, 유가가 현 수준에서 크게 반등하지 않는다면 현재 시장에 반영된 연준의 금리 인상은 다소 과도한 측면이 있다. 고용 시장도 과열에 가까운 흐름은 아니다. 당사가 바라보고 있는 연준의 인상 시점은 올해보다는 내년이다.
- 상반기 달러-원 상승 요인은 1) 중동 전쟁 이후 촉발된 달러 강세, 2) 외국인들의 국내주식 매도, 3) 엔화 약세 세 가지로 요약할 수 있다. 하반기 달러 강세 모멘텀이 주춤해지는 가운데, 원화를 유독 더 약하게 만들었던 수급 여건이 개선되면서 원화 약세도 단기적인 정점을 지날 것으로 보인다. 엔화 또한 구조적인 압력에도 불구하고 당국 의지를 감안할 때 하반기 중 약세 속도는 주춤해질 가능성이 있다. 유가가 불안해지지 않는 상황에서 외국인들의 주식 매도가 줄어든다면 달러-원은 충분히 추가 하락이 가능하다. 다만 대미 투자나 저가 매수 심리 등 구조적인 요인들을 감안하면 전저점 보다는 높은 1,460원 정도에서 하단이 지지될 것으로 예상한다.
- 지난해부터 계속된 극심한 원화 약세를 '펀더멘털과의 괴리'로 평가하는 시각이 다수 있다. 여기서 언급되는 '펀더멘털'은 주로 무역수지 등 경기 변동에 따른 것이다. 하지만 팬데믹 이후 내국인 해외투자의 패턴이 변화하면서 원화와 경기 민감성 간의 관계는 단절되었다. 오히려 한국의 진정한 펀더멘털은 경기 순환 과정에서 발생하는 호조가 아니라, 장기간 지속되는 성장 둔화에 있을 수 있다.
- 하반기 한국은행의 금리 인상 사이클이 시작되면서 내외 금리 역전 폭도 축소될 것이다. 하지만 중요한 점은 단순히 올해와 내년 한은이 금리를 인상하는 것보다, 한국의 성장 기율기 자체가 바뀌고 한은이 높은 금리를 얼마나 장기간 유지할 수 있는지에 달려 있다. 불확실성은 여전히 높지만, 얼마 전 발표된 대규모 반도체 투자 프로젝트는 성공한다면 성장의 추세 자체를 바꾸는 특이점이 될 수 있으며 이 경우 원화 가치도 장기적으로 상당한 강세를 보일 수 있다.
- 하지만 기대와 달리 현실에서는 아직 환율이 상승할 구조적 요인들이 더 많다. 달러-원은 팬데믹 이후 6년 여 간의 상승 과정에서 저점이 꾸준히 높아졌고 이러한 현상이 환율 상승에 대한 기대를 고착화 시켰을 수 있다. 단기적으로는 이 추세 자체가 꺾이는 것이 먼저다.

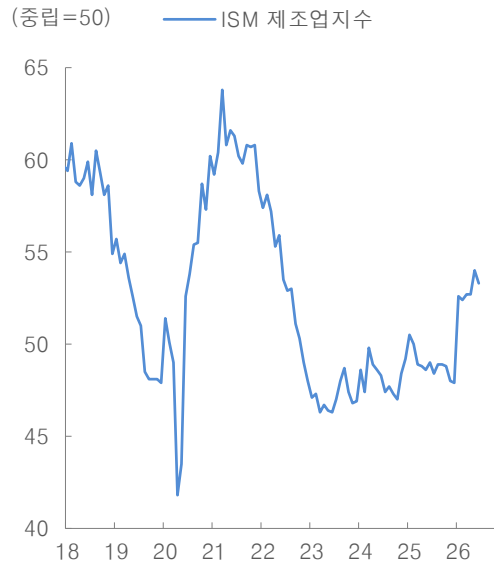
I . 이상 없는 매크로,
조금 과도한 인상 우려

매크로 환경은 여전히 양호

미국 경기는 아직 굳건해

- 하반기로 들어선 미국 경제는 여전히 굳건한 상황. 전반적인 경제지표들은 AI 투자 모멘텀 속 매우 양호한 흐름을 이어가고 있음
- 아직 글로벌 경기는 미국 위주의 호조이긴 하나, 미-이란 종전 MOU 타결 후 유럽의 지표 부진은 바닥에서 빠르게 회복 중
- 미국은 올해 4-5월부터 IEEPA 위헌 판결에 따른 관세 환급 절차가 본격화. 재무부에 따르면 5월 한 달에만 220억 달러의 관세가 환급
- CBP 추산으로는 총 환급액이 1,660억 달러에 육박할 것으로 예상됨. 이는 지난해 연간 관세 수입 2,640억 달러의 60%가 되돌려짐을 의미

제조업 경기는 여전히 양호한 편



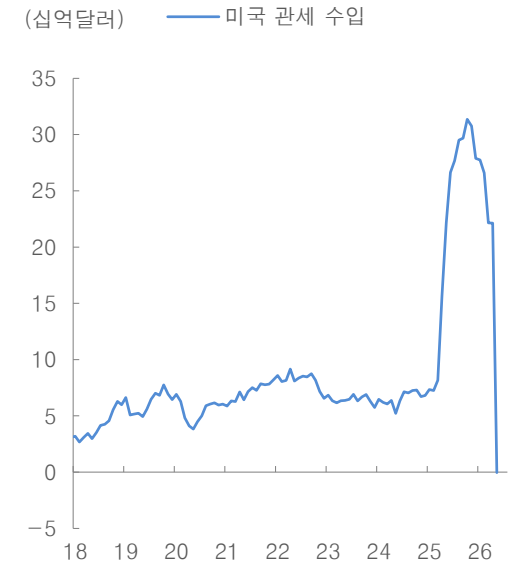
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

아직은 미국 위주 호조, 하지만 유럽도 개선



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

미국 관세 환급 본격화



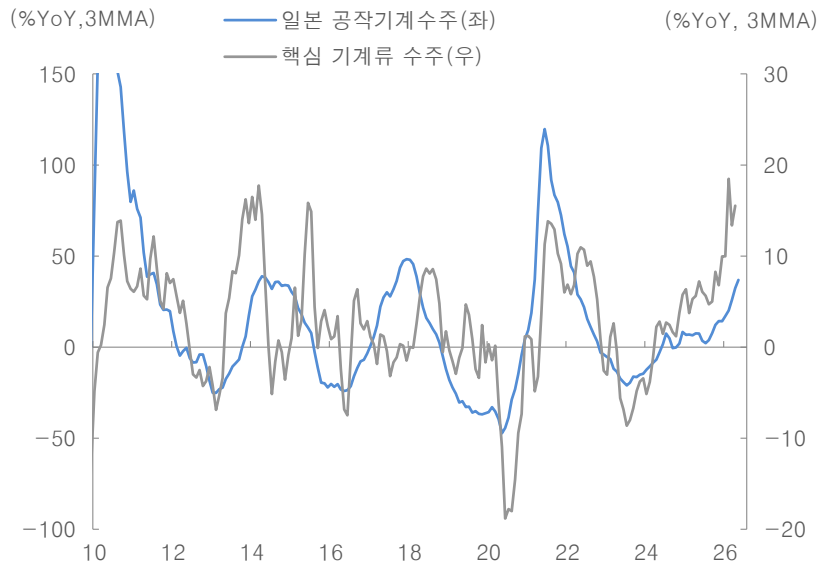
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

아시아 밸류체인도 호조

한국과 일본의 제조업 모멘텀 매우 가팔라

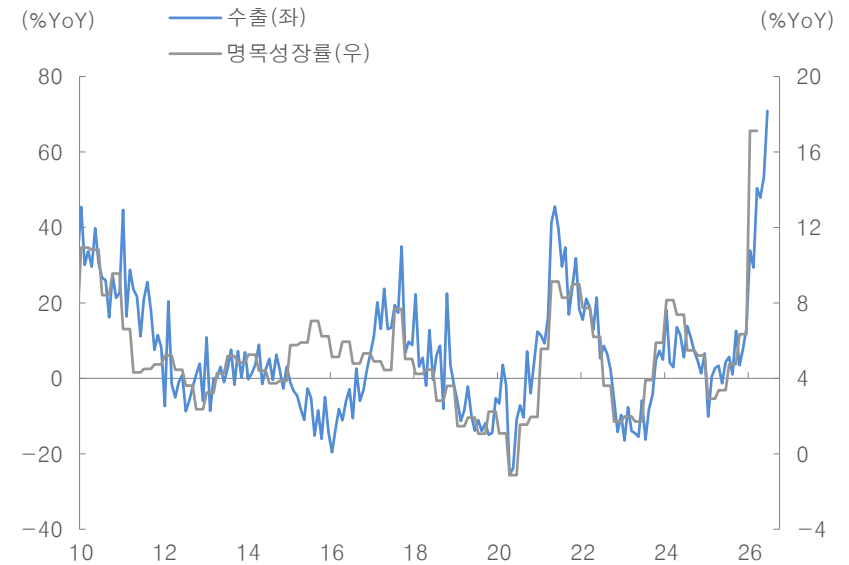
- AI 투자는 관련 밸류체인에 위치한 국가들의 지표에서도 잘 나타남
- 일본 기계류 수주는 십여 년래 가장 빠른 수준으로 증가하고 있음. 한국 수출도 6월 +70% 로 반세기 만의 최고 속도로 증가함
- 한국은 2분기 수출 모멘텀을 감안할 때 2분기에도 1분기(+17.1%) 수준의 명목성장률을 이어갈 가능성 높음

일본 기계류 수주 빠르게 증가 중



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

한국 2분기 수출 경기 반영 시 1분기 수준의 명목성장률 예상



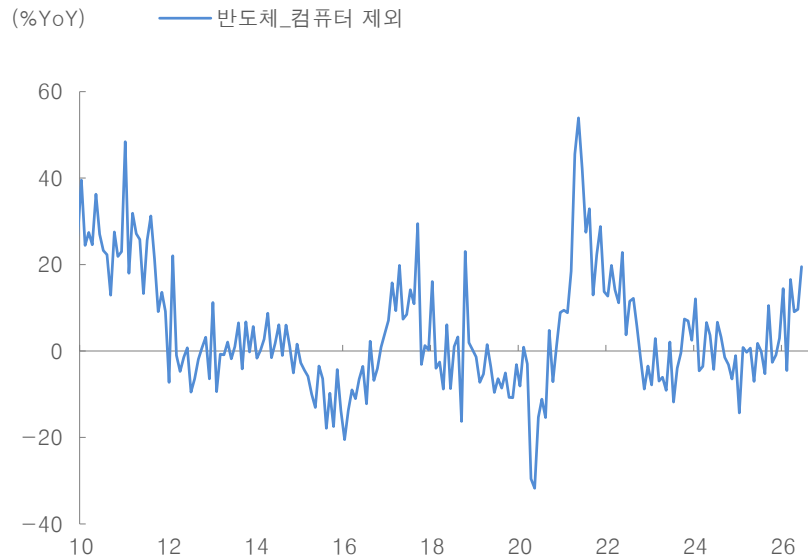
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

한국은 반도체 빼고도 나쁘지 않아

반도체에 가려진 수출

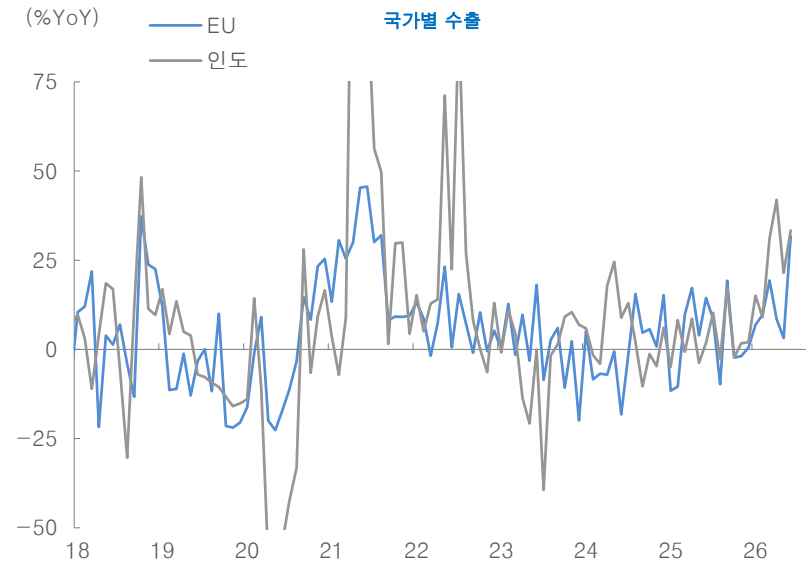
- 한국의 경우 현재 수출경기를 주도하는 부문은 당연히 반도체이나, 무선통신기기, 화장품 등 반도체를 빼고 보아도 수출 경기는 나쁘지 않음
- 6월 들어 그간 상대적으로 부진했던 EU, 인도 등으로의 수출 증가세가 반등함
- 에너지 가격이 현 수준에서 크게 흔들리지 않는다면 하반기에는 반도체 이외 부문의 수요도 더 회복될 수 있음

한국 AI 부문 제외한 수출도 나쁘지 않아



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

6월 EU 및 인도향 수출 반등



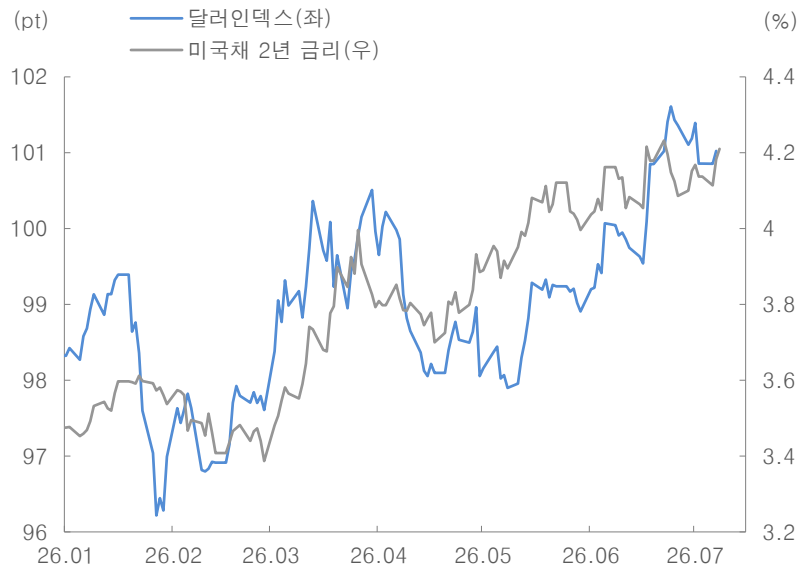
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

달러는 금리 인상 우려에 되려 상승

전쟁은 종료되었지만 인상 우려는 종료 안돼

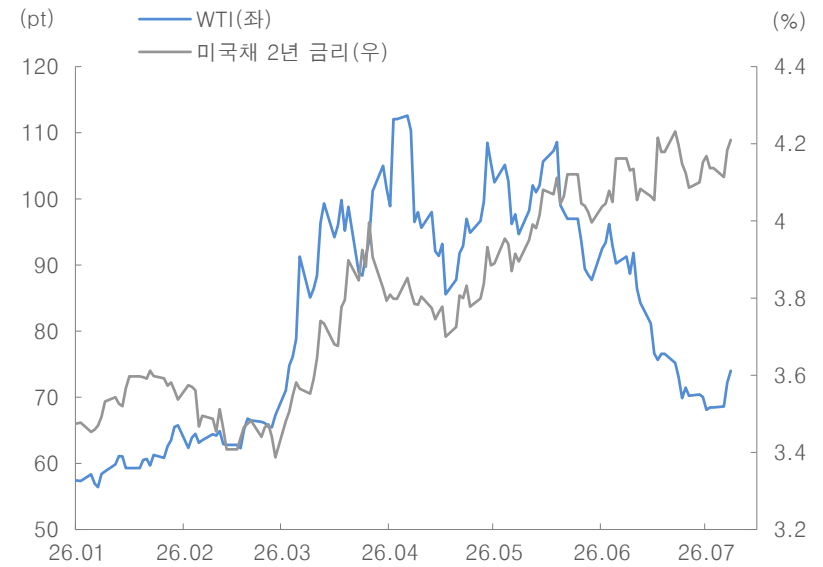
- 달러는 미-이란 종전 MOU 타결 이후에도 되려 강세를 보이며 100을 상향 돌파함
- 케빈 워시 연준 의장 취임 전후로 연준 금리 인상에 대한 우려가 지속되고 있기 때문
- 현재 미국 경기의 방향성을 감안할 때 금리 인하는 사실상 기대하기 어려워짐. 그러나 유가 하락에 비해 금리 인상 기대는 과도한 측면 있음

연준 금리 인상 우려 재발 속 달러 강세



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그러나 유가 하락 감안 시 시장 금리 상승 과도한 측면 있어



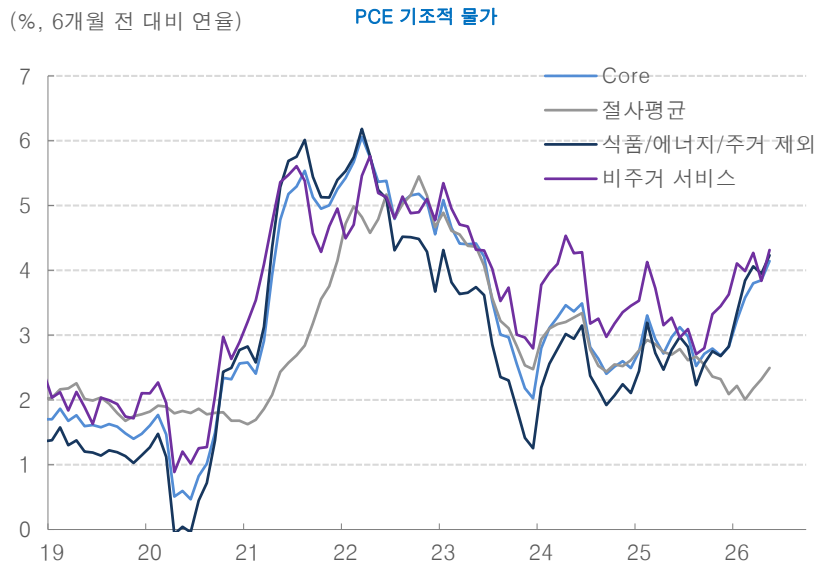
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

아직 불안할 수 밖에 없는 물가 수준

최근 전반적인 인플레이 수준 자체가 불편한 것은 맞아

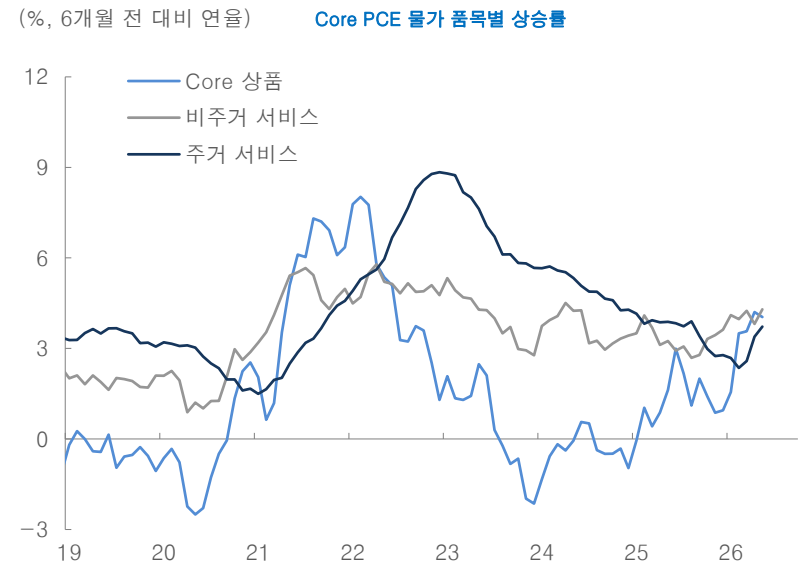
- 물론 시장의 우려도 어느 정도 일리가 있음. 최근 연준 내 일부 매파 위원들 사이에서도 유가 외 AI 투자에 따른 수요 견인 인플레이를 우려하는 목소리가 등장
- 주요 기저 인플레이션 지표들을 보면 지난 6개월 상황은 연준이 충분히 불편할 만한 수준임. 워시가 언급했던 절사평균 물가도 최근 모멘텀이 반등함
- 현재 Core 인플레이션을 부문별로 나누어 보면, 대체로 다 상승세가 빨라졌으나 특히 상품 쪽이 가파름

워시가 좋아하는 절사평균 물가도 반등



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

전부문이 문제이나, 최근 상품 인플레이션 확대가 가팔라



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

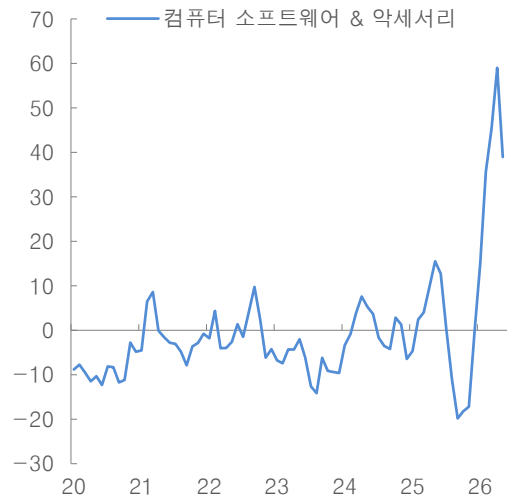
상품 물가만 안정되어도 부담은 덜어

최근 상품 물가 상승은 관세 + 기술적 이슈

- 미국 상품 물가는 지난해 트럼프 관세 부과 이후 다시 상승하기 시작했으나, 최근에는 컴퓨터 소프트웨어 관련 물가가 이를 더 밀어올렸음
- 지난 6개월 동안 소프트웨어 인플레이션이 Core, Core 상품 인플레이션에서 차지한 비중은 각각 14%, 64%에 육박함
- 해당 물가는 기술발전을 고려해 장기 우하향하는 것이 기본 성질임. 최근 가격 상승은 이러한 기술 발전과 통계 반영 간의 시차 탓이며, 연준도 이를 인지하고 있을 가능성이 높음
- 현재 상품물가는 전년비 +2%대의 상승세로, 이는 2010년대 평균 -0.4% 하락과 괴리가 여전히 큼. 상품 물가 진정만으로도 연준의 물가 부담은 크게 낮아질 수 있음. 5월 CPI 데이터에서 보았던 관세 여파 진정이 더 확실해질 수 있는지가 중요

컴퓨터 소프트웨어 물가 최근 급등

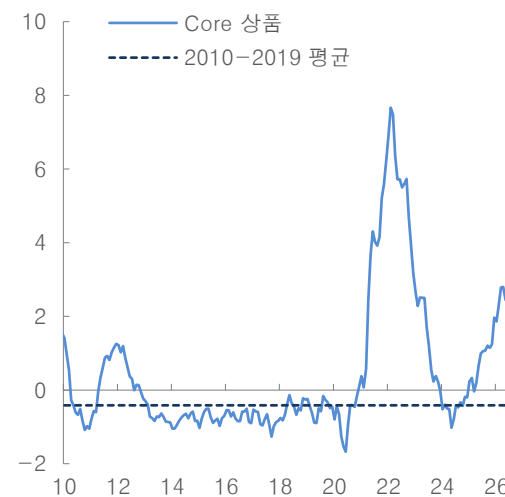
(% 6개월 연율화)



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

상품 인플레이, 과거 평균과 괴리 심해

(%YoY)

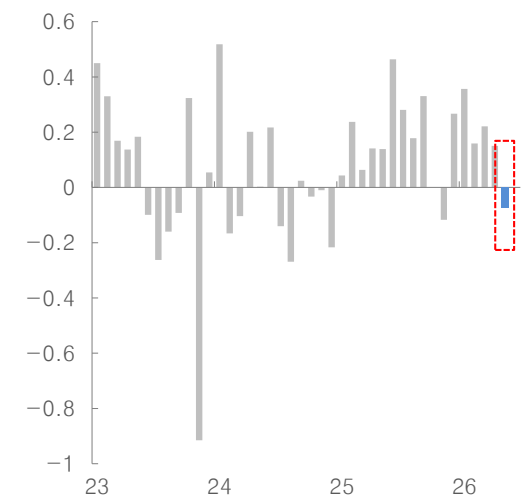


자료: CEIC, 대신증권 Research Center

관세 영향 줄어든 수 있는지가 중요

(%MoM)

■ 차량 제외 Core 상품 CPI



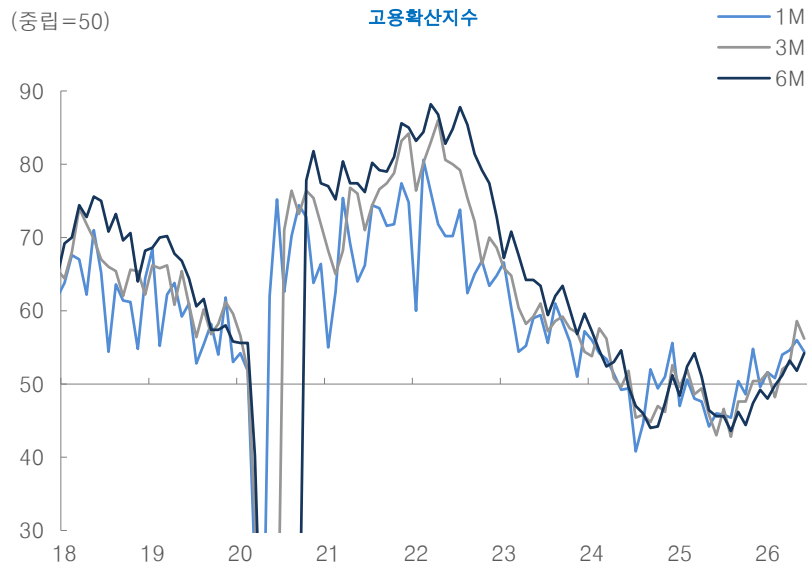
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

뜨겁지 않은 노동시장

회복세에는 이견 없으나 과열로 보기는 일러

- 3월 이후 내내 서프라이즈를 기록하던 미국 고용은 6월+5.7만 명 증가에 그쳤으며, 4-5월 고용도 하향 조정됨
- 미국 고용이나 경기의 방향성은 아직 아래보다는 위를 가리키고 있음. 하지만 고용 하향 조정과 함께 노동시장 과열에 대한 우려는 덜었다는 것이 중요
- 특히 양적 증가와 달리 임금 데이터를 보면, 아직까지 현재의 고용 시장 회복이 과열을 가리키고 있다고 보기는 어려움

고용 회복 추세는 분명해



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그러나 임금 상승률 등 감안하면 과열이라 보기는 어려워



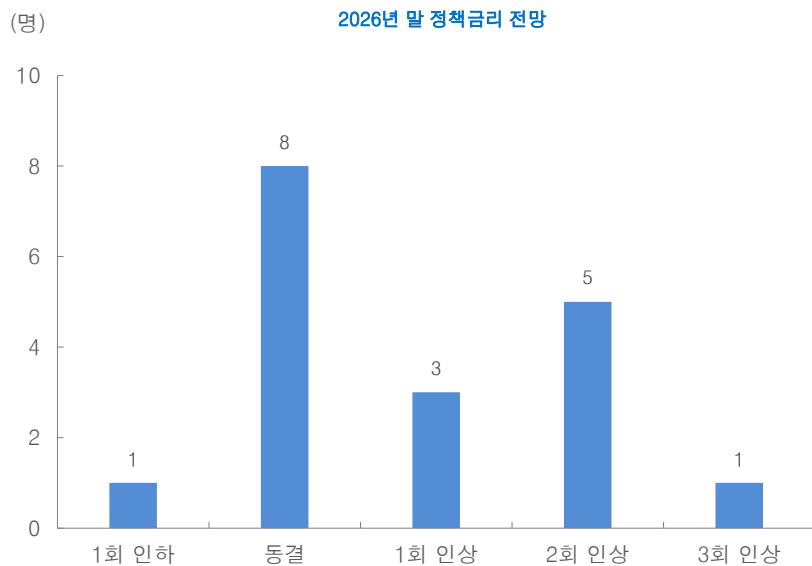
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

인상을 밀어붙이기에는 너무 양분화

인상을 위해서는 조금 더 많은 증거가 필요

- 6월 점도표가 너무 양분화되어 있다는 점도 아직 인상 가능성을 높게 보기 어려운 이유
- 워시 의장을 제외한 절반(9명)은 동결 내지 인하를 전망했고, 그 외 9명은 연내 1~3회 인상을 주장함. 매파들이 인상을 무작정 밀어붙이기에는 연준 인사들의 생각이 너무 갈려 있음
- 6월 FOMC 시기 상 최근의 유가 하락을 온전히 반영하지 못했을 가능성도 있음. 오히려 금리 인상 가능성을 보여줌으로써 인플레 기대를 통제하기 위한 것이 목적이었을 수도 있음
- 금리 인상을 위해서는 조금 더 많은 증거가 필요하며, 인상엔 나선다 해도 시점은 빨라야 연말 이후가 될 전망

인상 전망에도 불구하고 점도표 양극화 워낙 심해



자료: FRB, 대신증권 Research Center

아직 전쟁 이전대비 높은 국제유가, 그러나 기대 인플레는 연초 수준



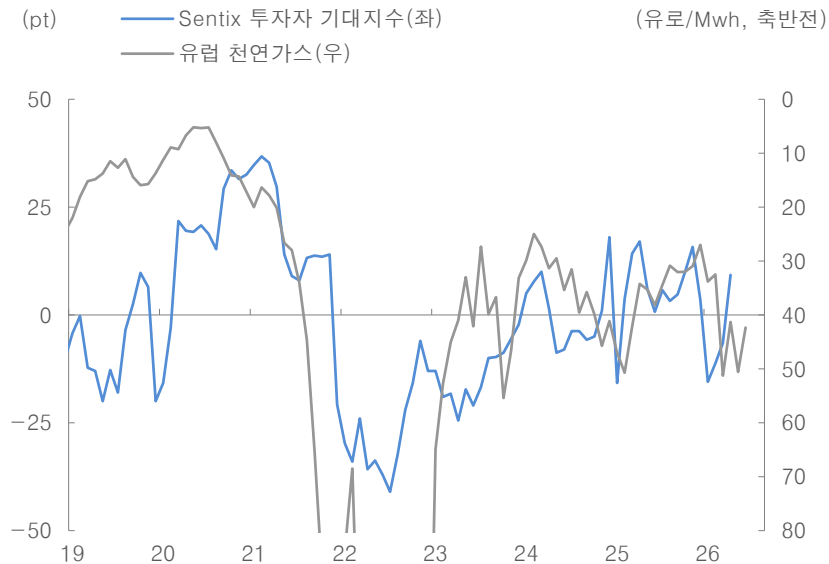
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

달러 하방을 지켜줄 유로

연말까지 달러는 박스권 예상

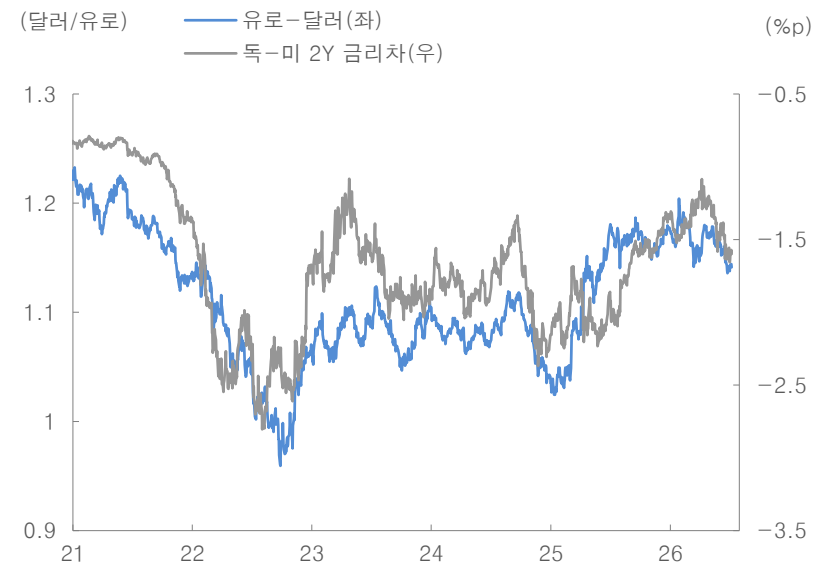
- 시장이 연준 긴축을 상당 부분 선반영하고 있어, 연준이 하반기 중 실제 인상에 나서더라도 달러가 추가 강세를 보일 여력이 크지 않음
- 그러나 유럽의 여건을 감안하면 달러 하방도 그다지 크게 열려 있지 않아 보임. 유가는 전쟁 이전 수준으로 거의 회귀했으나, 가스 가격은 아직 그렇지 않음
- 현재로는 에너지 가격이 지금보다 완만하게 상승 혹은 하락하는 경우 모두 미-유 간 통화정책 기대 격차는 큰 변함이 없을 전망(유가 상승 → 미&유 모두 인상, 유가 하락 → 미&유 모두 동결)
- 하반기 달러는 완만한 약세를 보이겠지만 박스권을 유의미하게 벗어나기는 어려워 보임(99~102)

유로존 경기 회복 조짐, 그러나 아직 한계 있어



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

하반기 미-유 간 통화정책 격차는 크게 변하지 않을 전망



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

신용 팽창은 매우 견고해

신용 팽창 → 실물 투자 경로 잘 작동 중

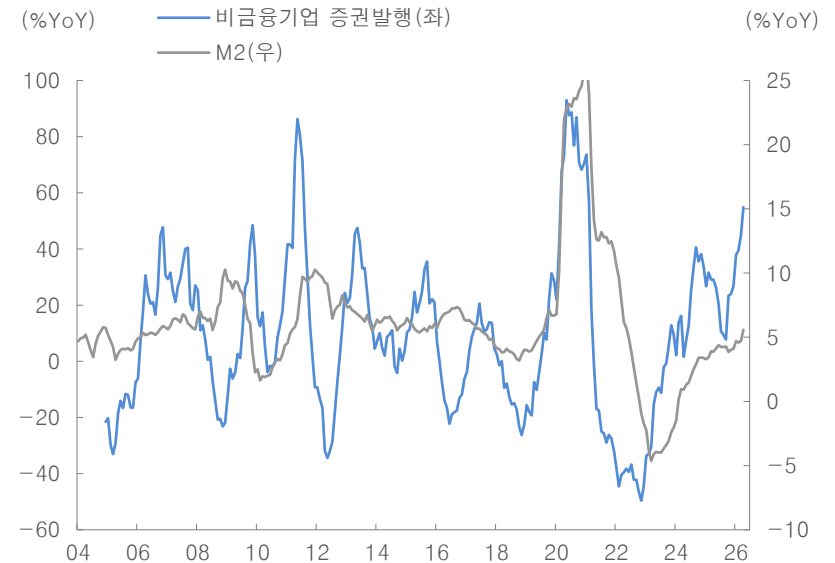
- 올해 들어 금리 동결 내지 인상 가능성을 반영하며 시장 금리가 상승했지만, 이와 별개로 민간의 신용 창출은 매우 견고하게 진행 중
- 은행들의 대출 외에도 비금융 기업들의 증권 발행이 매우 가파르게 증가하고 있음. 이는 통화량에는 반영되지 않지만, 금융시장의 완화 정도는 잘 보여줌
- 특히 이러한 신용 창출이 AI Capex라는 실물 투자로 이어지면서 신용 팽창을 통한 경기 확장 경로가 잘 작동하고 있음

지난해부터 잘 늘어나고 있는 은행 대출



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

완만한 통화량 증가 대비 증권 발행을 통한 신용팽창 매우 가팔라



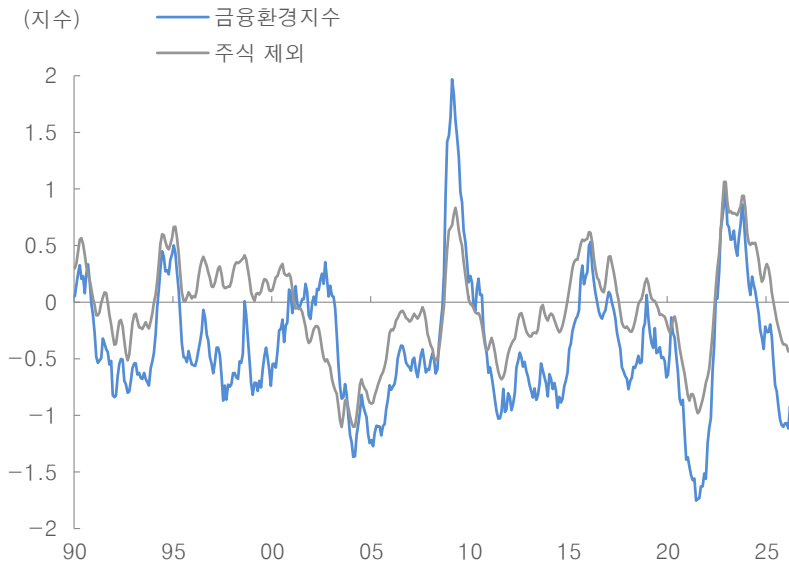
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

아직은 인상한다고 큰 일 안나

2회 정도의 인상이 맞다면, 금융시장에 유의미한 악재가 될 가능성은 낮아

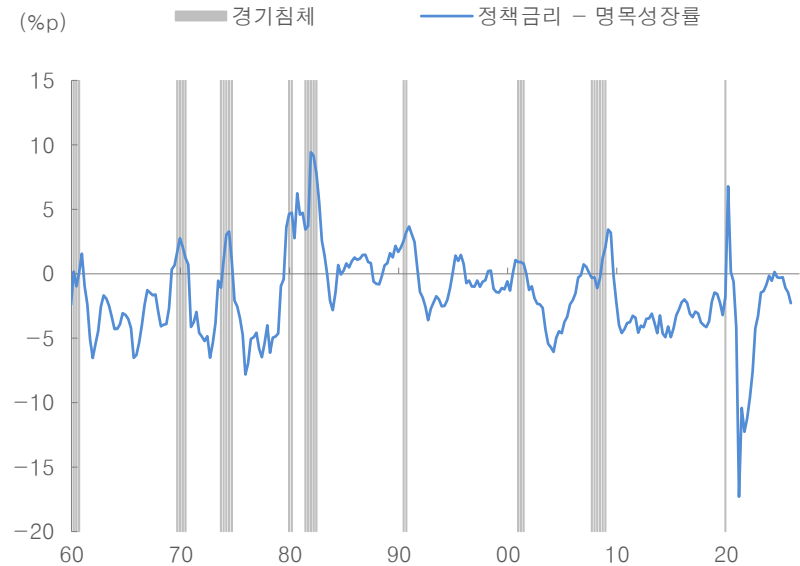
- 하이퍼스케일러들의 AI 관련 투자 및 자금 조달은 단순히 유동성 효과로 치부할 수 없음. AI는 금리 인상 외에도 그 자체가 가지고 있는 내러티브가 많음
- 아직 전반적인 금융시장 여건은 기업들이 투자자금을 조달하는 데 우호적임. 말 많던 스페이스 X의 회사채 발행도 결국엔 수요 호조를 보였음
- 점도표에 표기된 연내 2회 정도의 인상이라면, 실제 단행된다 하더라도 당장 싸이클을 부러뜨릴 위험은 낮음

금육 환경은 주식을 빼고 보아도 여전히 완화적인 상황



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

지금 미국의 성장 속도를 감안하면 2회 인상은 치명적이지 않아



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

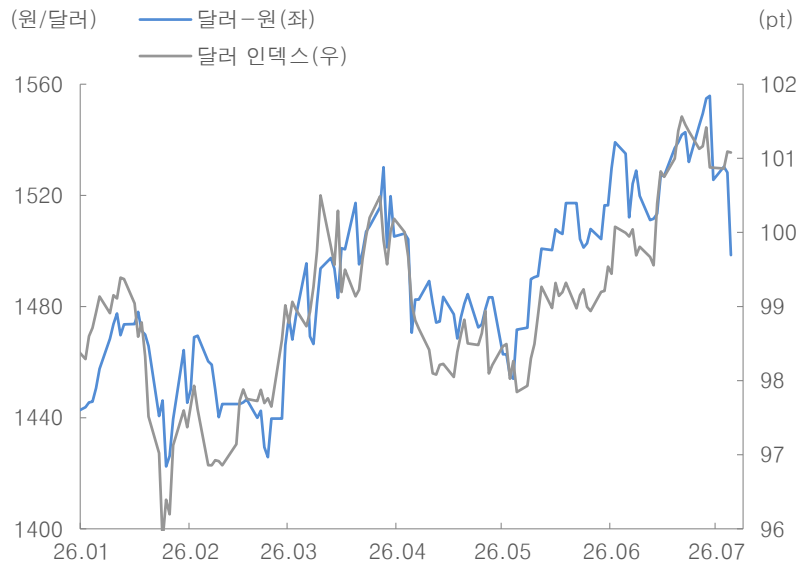
II. 고점을 지날 원화 약세

금융위기 이후 최고 환율

달러 방향과 큰 괴리 보이지는 않았어

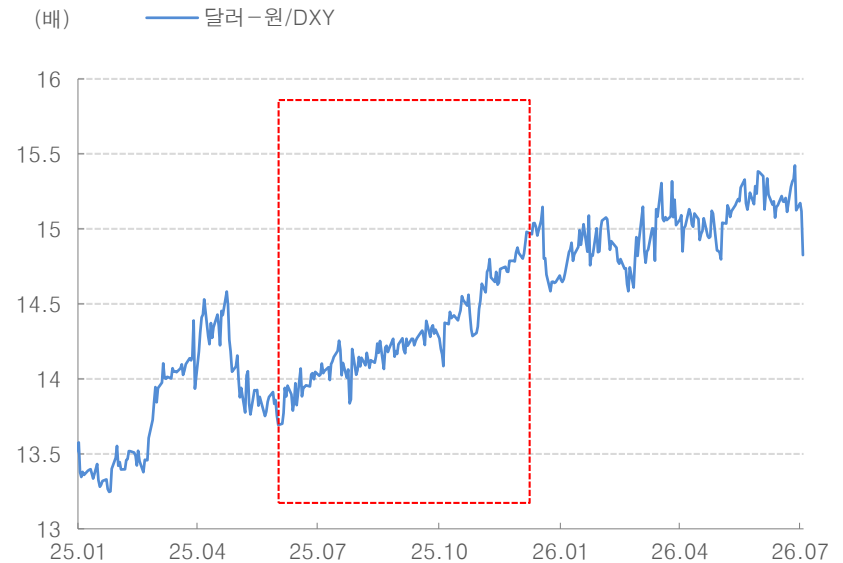
- 달러-원은 6월과 7월 금융위기 이후 최고치인 1,560원 부근까지 상승함
- 상반기 원화 약세의 요인은 세 가지로 요약할 수 있음. 1) 중동 전쟁 이후 달러 강세, 2) 외국인 국내주식 순매도, 3) 엔화 약세
- 다만 정도의 문제일 뿐 올해 상반기 달러-원의 움직임은 달러 인덱스와 동떨어지지 않았음. 수급 이슈가 있었으나, 이는 달러 인덱스 대비 달러-원의 비율이 심 없이 올라가던 지난해 하반기 보다는 양호했다고 볼 수 있음

그래도 올해 달러-원은 상당 부분 달러-원에 연동되어 등락



자료: 연합인포맥스, 대신증권 Research Center

수급 영향도 있겠지만, 지난해 하반기와 같은 상황은 아니야



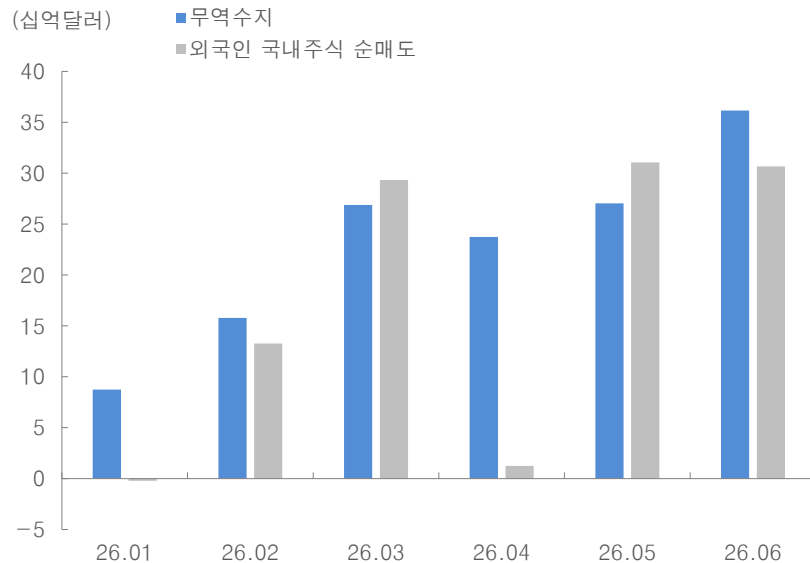
자료: 연합인포맥스, 대신증권 Research Center

꼬일 수밖에 없었던 수급

무역수지에 육박하는 수준으로 매도

- 올해 5월까지 내국인의 해외주식 순매수는 4,100억 달러로 지난해 동기간 대비 100억 달러 넘게 감소함
- 반면 외국인들의 국내주식 순매도가 급증하면서 외환시장 수급이 악화됨
- 상반기 중 1, 3월을 제외하면 외국인들은 월간 무역수지에 육박하는 금액을 매월 매도함. 외환시장 수급이 꼬일 수밖에 없었음
- 그러나 외국인들의 국내주식 매도가 리밸런싱 목적이 맞다면, 절대적인 매도 규모와 최근 국내증시 조정을 감안할 때 하반기 순매도 강도는 줄어들 가능성

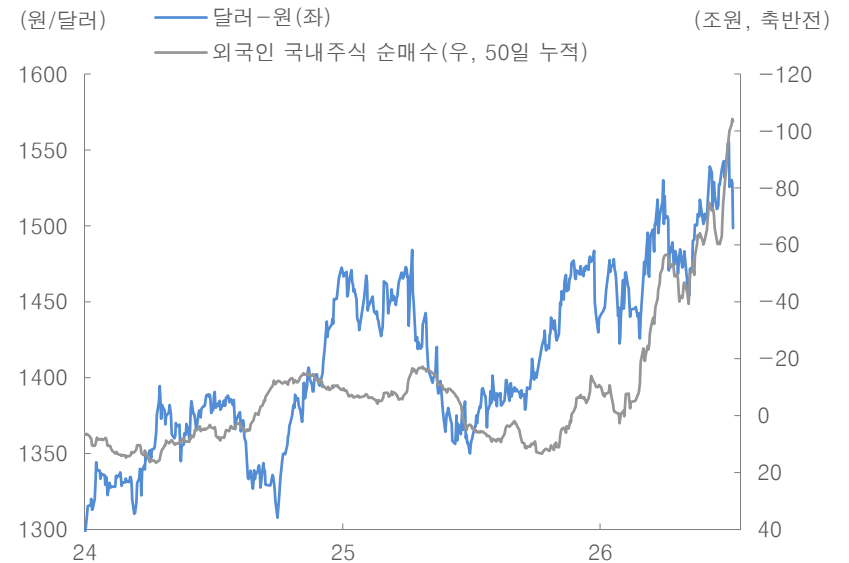
1, 3월 제외하면 무역수지에 육박하는 수준으로 주식 매도



자료: CEIC, QuantiWise, 대신증권 Research Center

주: 외국인 주식 매도는 5월까지의 국제수지 데이터, 6월은 국내주식시장 순매도 금액 달러 환산

올해 들어 외국인 매도와 달러-원 간 상관관계 매우 높아져



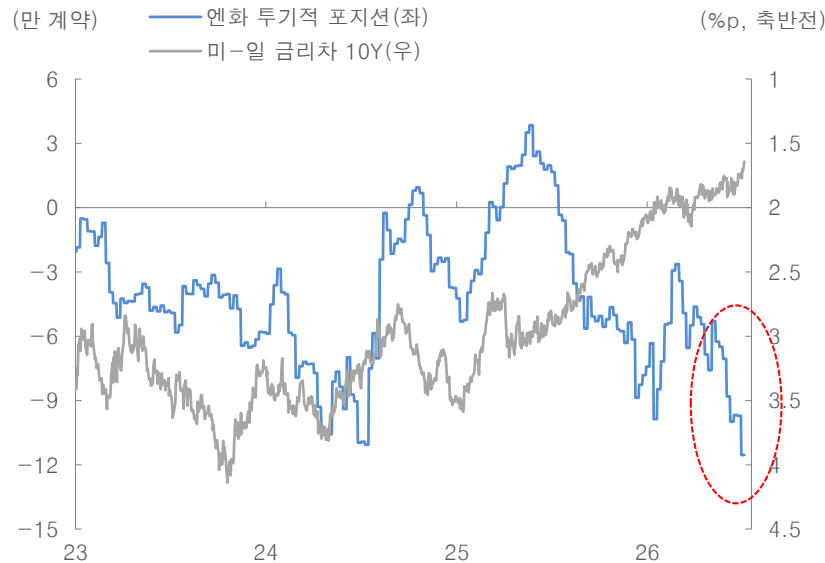
자료: QuantiWise, 대신증권 Research Center

끝나지 않는 엔화 약세

지금은 통화정책 외에도 재정

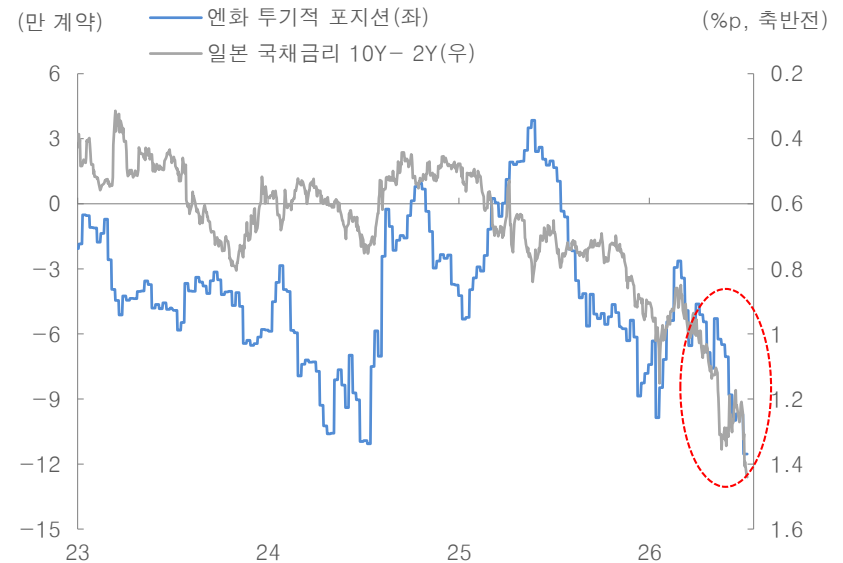
- 팬데믹 이후 한동안 달러-엔 및 엔화 약세 베팅은 미국과의 금리 차에 연동되었으나, 지난해부터 그 관계가 깨짐
- 금리 방향이 아니라 수준 차이에서 오는 약세 압력을 무시할 수는 없음. 하지만 최근에는 재정에 대한 우려가 더 강하게 작용하고 있는 것으로 보임
- 현재 레버리지 펀드들의 엔화 약세 베팅 규모는 2024년 여름 엔-캐리 청산 당시를 넘어섰음

2025년 이후 금리 차 축소에도 엔화 약세 베팅은 지속



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

최근에는 일본 장기금리 상승과 엔화 약세 베팅이 동반



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

굳건한 확장 재정 기조

성장을 위해 단기 재정 악화를 감수

- 다카이치 내각은 6월 말 2026년 회계연도 경제 및 재정운용 방식에서 대규모 투자가 포함된 계획을 발표
- 민관 합작 투자 370조엔은 일본 GDP 670조엔을 감안하면 상당해 보일 수 있으나, 신규투자가 아닌 총량일 뿐이며 14년이라는 기간을 감안 시 생각보다 엄청난 수준이라고 볼 수는 없음
- 하지만 다카이치 총리가 성장을 위해 단기적인 재정 악화를 감내할 수 있다는 기조를 재확인하면서 일본 재정에 대한 우려는 쉽게 사그라들기 어려울 전망
- 특히 다카이치 총리가 BOJ의 역할론을 강조했다라는 점에서 시장의 우려는 계속될 가능성 높음

다카이치 내각 재정 운용계획 확장 재정 기조 유지

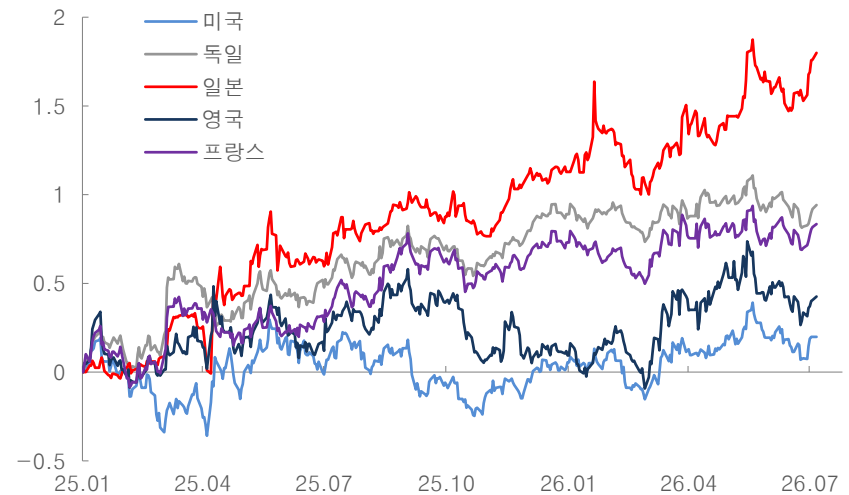
구분	핵심정책방향	세부 실행 계획 및 목표
재정 운용 기조	책임 있는 적극 재정으로 전격 전환	투자 전용 예산을 신설 예산상한 폐지해 지출 억제에서 탈피
재정 건전성 기준	기초재정수지(PB) 흑자 지표의 유연화	성장을 위한 일시적 재정 악화를 용인
민관 투자 규모	핵심 전략 분야에 대규모 자금 투입	AI·반도체 등 17개 분야에 향후 14년간 370조엔(약 3,500조 원) 이상을 투자
거시경제 목표	안정적인 성장 궤도 정착	조기에 실질 성장을 1% 이상, 명목 성장을 3% 이상을 달성하고 유지

자료: 대신증권 Research Center

지난 1년 반 동안 주요 선진국 중 일본 초장기 금리가 제일 크게 상승

(%p, 2025년 이후)

30년 국채 금리



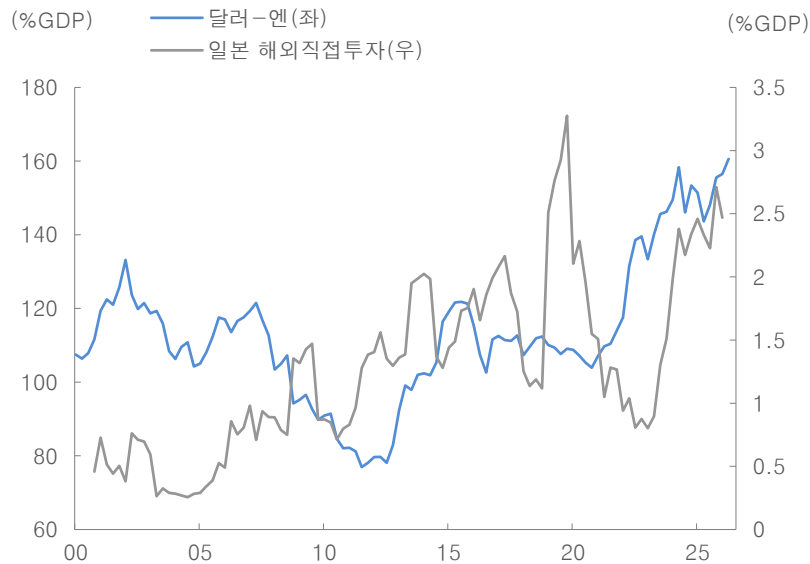
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

일본도 우리처럼 해외투자 압력

해외직접투자자와 개인들의 해외주식 매입 급증

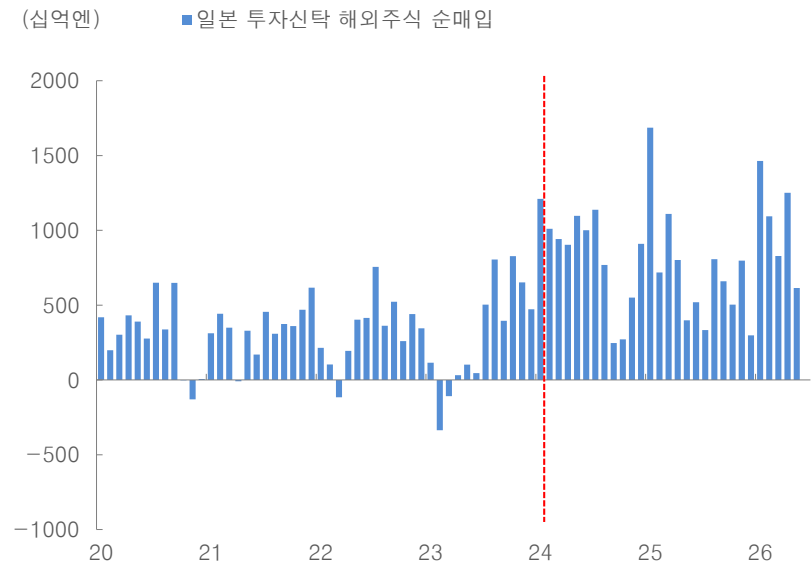
- 캐리 트레이드에 따른 절하 압력 외에도 일본은 한국과 마찬가지로 해외투자 압력에 노출되어 있음
- 일본의 해외직접투자는 2010년 이후 우상향 추세, 산업구조와 트럼프 2기 출범 이후 대미 투자 압박이 작용 중
- 여기에 2024년 1월 신 NISA 계좌 출범 이후 한국처럼 개인투자자들의 해외주식 매입이 빠르게 증가함

일본도 구조적인 직접투자 압력에 시달리고 있어



자료: CEIC, 대신증권 Research Center
주: 해외직접투자는 수익재투자 제외

신 NISA 계좌 출시 이후 개인들의 해외주식 매입 급증



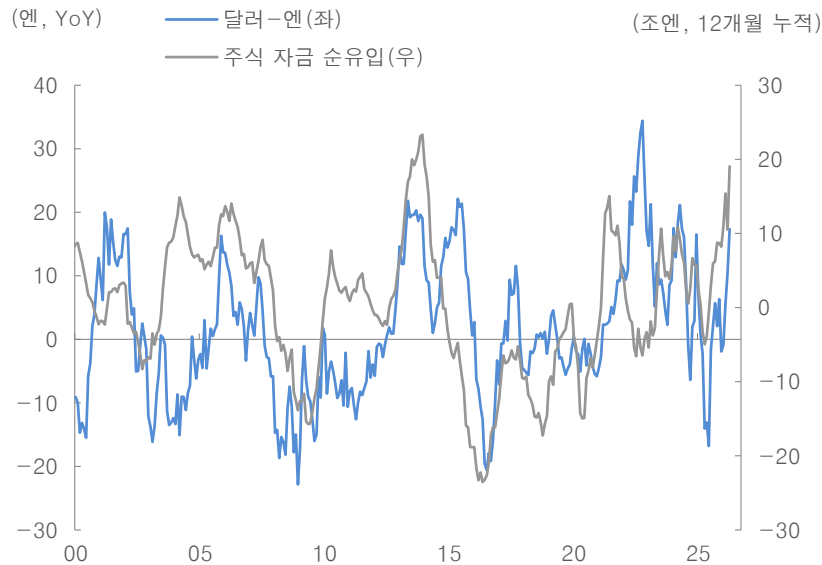
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

생각보다 튼튼하지 않을 수 있는 수급

엔화 약세 국면에서 증권투자자 유입, 그러나 환헤지 동반 가능성 높아

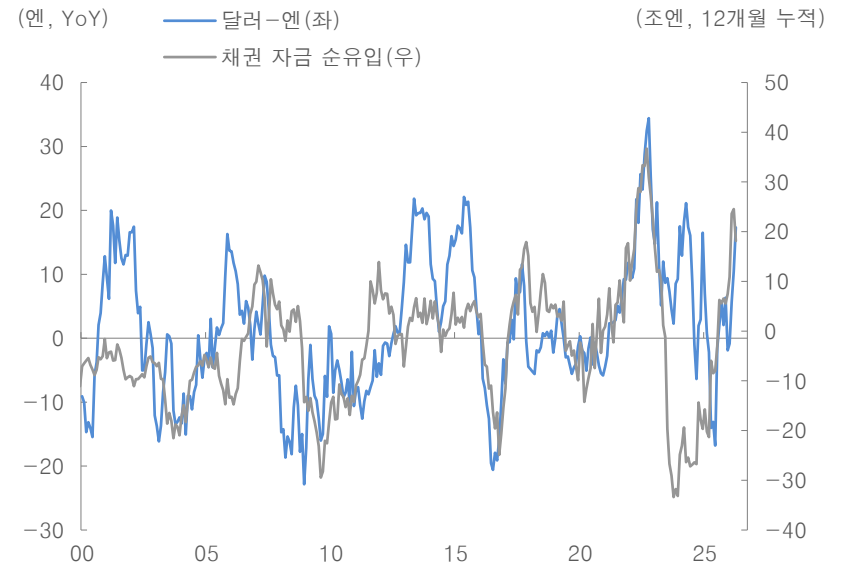
- 지난해 연간 직접투자자자금은 -25.7조엔, 수익재투자 제외 시 -17.9조엔 순유출됨. 반면 증권투자자자금은 +15.6조엔 순유입됨. 두 부문 격차가 크지 않음
- 일본의 특징은 대체로 엔화 약세 국면에서 증권투자자자금이 순유입되는 경향이 뚜렷하다는 점임
- 그러나 내국인 해외투자자와 달리 외국인들의 일본 증권 투자에는 환헤지가 일정 부분 동반될 가능성 높음. 일본의 낮은 금리 레벨 때문에 환헤지에서 금리 차이만큼 이익이 확보됨
- 특히 주식투자자자금의 경우 엔화 약세 시 일본 기업들의 이익이 증가하는 경향이 있기 때문에, 환헤지가 더 매력적인 수단임
- 일본도 외환시장의 수급 불균형이 겉으로 나타나는 숫자에 비해 견고하지 않을 수 있음

일본은 엔화 약세 시 주식 자금 순유입



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

마찬가지로 채권도 엔화 약세 국면에서 유입



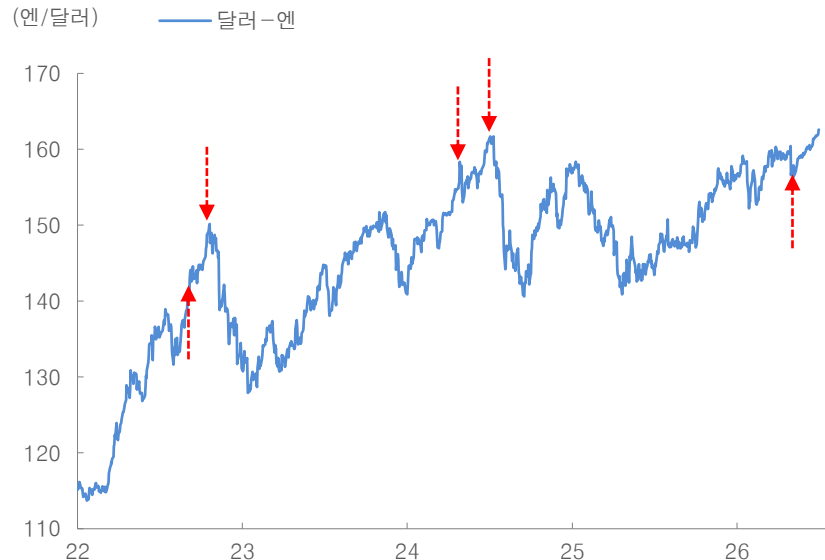
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

스스로 실타래를 모두 풀기는 어렵다

일본 보다 해외의 금리 조정이 훨씬 빠르고 커

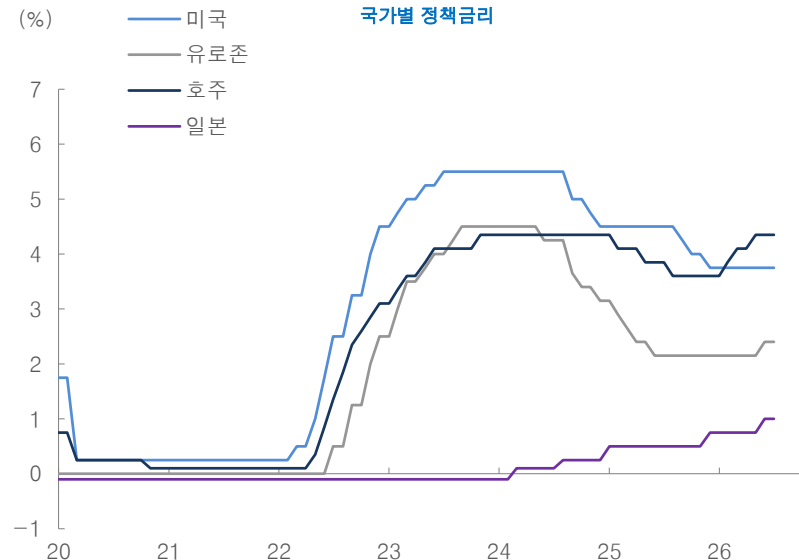
- 일본 외환당국은 2022년 이후 수 차례 환시 개입을 단행했으나 이는 늘 일시적인 속도 조절에 그쳤을 뿐 방향을 바꾸지는 못함
- 해외 자금유출이 구조적 요인이라면, 정책으로 해결할 수 있는 것은 재정 문제와 금리 역전 축소임. 그러나 현실적으로 둘 모두 해결이 어려움
- 일본의 금리 인상에도 여전히 낮은 금리 수준에서 오는 캐리 트레이드 유인이 엔화 약세를 괴롭히고 있는 것이 맞다면, 이는 일본이 독자적으로 풀 수 있는 상황이 아님. 일본은행이 금리를 추가 인상한다 해도 현 수준에서 1~2회에 그칠 가능성 높음
- 지난 2년 일본이 정책금리를 110bp 인상하는 동안 미국은 175bp, ECB는 200bp 인함. 대외 부문의 금리 조정 속도가 훨씬 빠름
- 엔화에는 일본 금리 인상 경로보다 미국이 금리를 얼마나 내릴 수 있는지, 혹은 달러가 지금보다 더 크게 약해질 수 있는지가 중요할 수 있음

연이은 환시 개입에도 엔화 약세 추세는 변함 없어



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

일본보다 다른 국가들의 금리 조정이 훨씬 빠르고 커



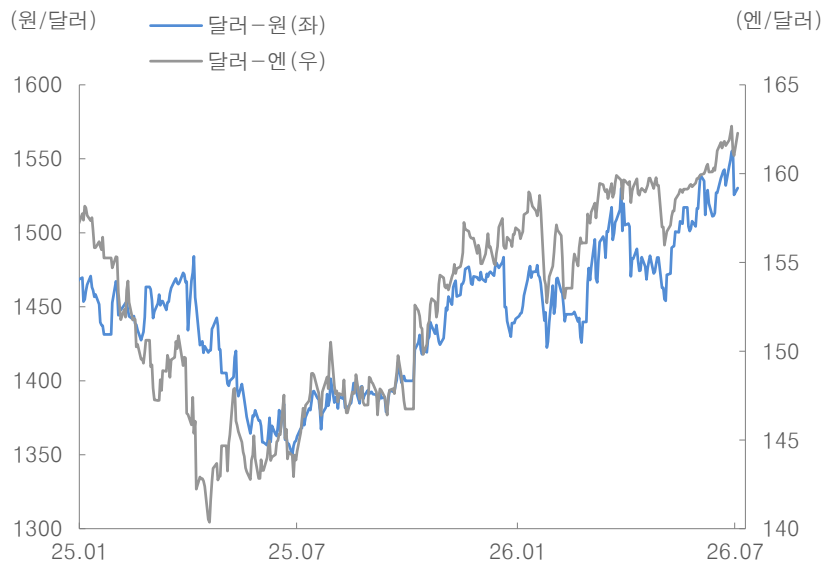
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

올해도 동조화, 하지만

2분기 재차 심화된 엔화 약세 동조화, 그러나 하반기에는 조금 나아질 듯

- 원화는 지난해 하반기 트럼프 행정부의 관세 협상과 다카이치 총리 당선 이벤트 등을 겪으며 엔화와 본격적으로 동조화되기 시작
- 하지만 당국의 환시개입을 통한 변동성 완화 의지가 강력하다는 점은 지난해 하반기와 차별화되는 요소
- 엔화가 가진 구조적 약세 압력은 분명하며, 환시 개입이 근본적 해결책이 아닌 것도 사실임
- 하지만 단기적으로 약세 베팅이 과도하게 쏠려 있는 점과 당국의 의지, 달러 모멘텀 약화 가능성 등을 감안하면 하반기 약세 속도는 주춤해질 수 있음
- 최근 한-일 양국 간 외환시장 협력이 강화될 조짐이 나타난 점도 이러한 불안 요인을 완화해줄 것으로 예상됨

지난해 하반기부터 심화된 동조화, 7월 들어 다소 완화



자료: 연합인포맥스, 대신증권 Research Center

한-일 양국 외환시장 관련 협력 강화



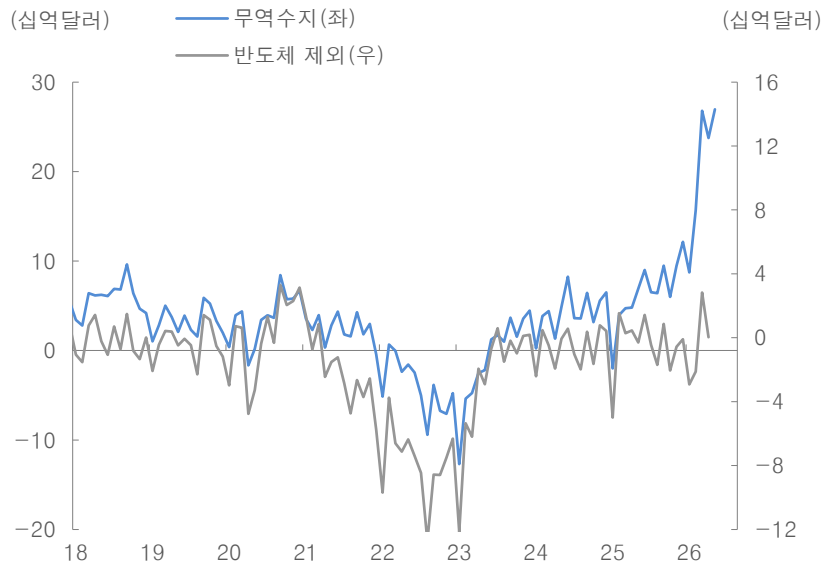
자료: 연합인포맥스

외환시장에도 양극화?

국내 투자 확대되면서 수급 개선 기대

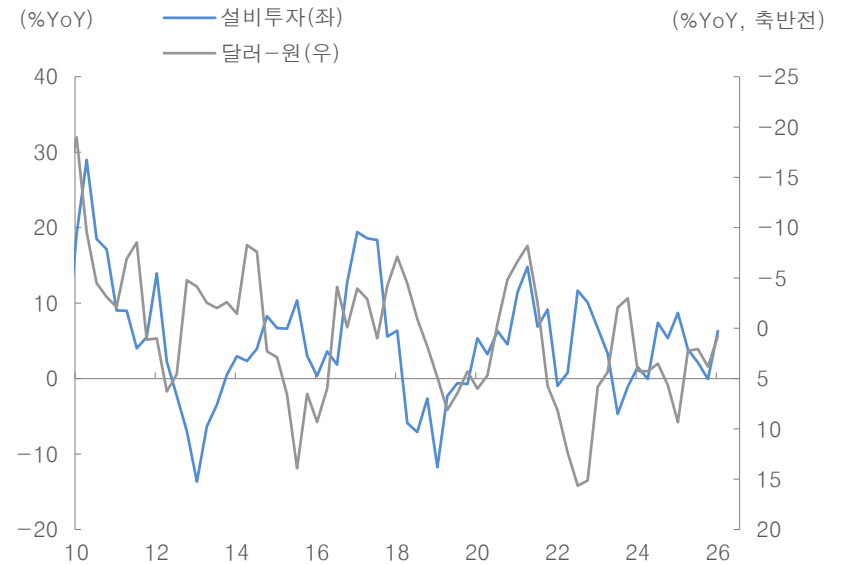
- 올해 한국 경제 성장을 두고 거론되는 양극화 논리가 외환시장에도 적용될 수 있음
- 무역흑자가 나날이 사상최고치를 경신하고 있지만 이는 사실상 소수 반도체 기업들에 집중. 그 외 수출 기업들은 해외투자 압력에 노출됨
- 따라서 반도체 기업들이 국내 외환시장에서 본격적인 달러 공급자가 되는 시점이 그만큼 중요함
- 다행히 용인 클러스터 조기 착공 등 하반기 설비투자가 더 탄력을 받을 가능성이 높아짐. 외환시장 수급을 일부 개선시킬 수 있음

반도체 빼면 과거와 큰 차이가 없는 무역수지



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

하반기 설비투자 확대되면서 원화 절하 압력 완화 예상



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

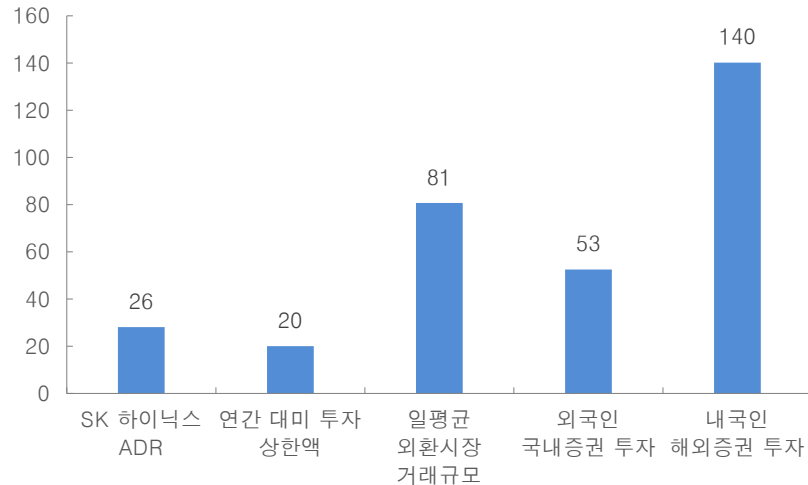
하이닉스 ADR 발 수급 개선

지난해 외국인 국내증권 매입 절반을 넘어서는 규모

- 단기적으로 외환시장 수급에 가장 큰 변수는 7/10일 SK하이닉스의 ADR 상장임
- 265억 달러에 달하는 발행 금액은 하반기 국내 투자 집행 등을 위해 원화로 환전될 것이 유력함
- 이는 지난해 연간 외국인들의 국내 증권 매입의 절반 수준이며, 연간 대미투자 금액보다도 많음
- 단순 분석으로는 해당 금액의 절반만 환전되어도 단기적으로 환율이 수십원 가량 하락할 수 있음. 적어도 외환시장에 만연했던 환율 상승에 대한 기대를 진정시키는 데에는 큰 역할을 할 수 있음

SK하이닉스 ADR 규모는 지난해 연간 외국인 국내증권 투자의 절반

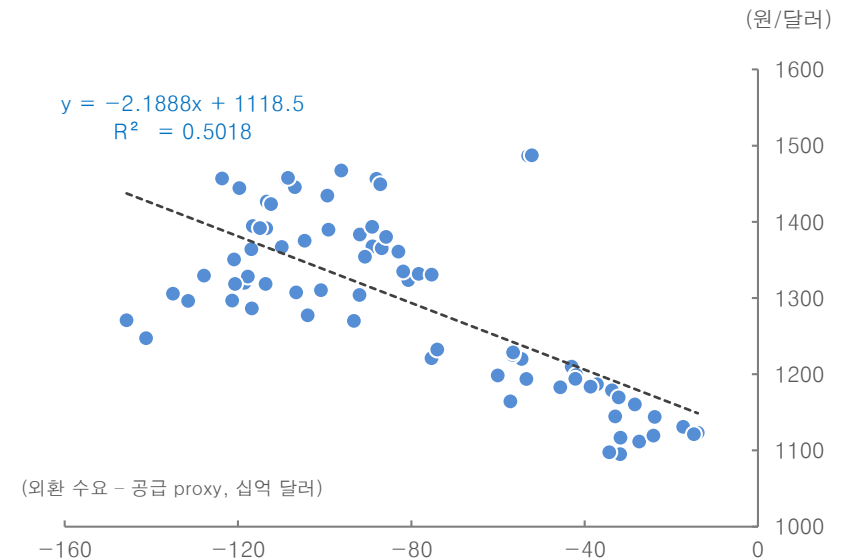
(십억달러)



자료: CEIC, 한국은행, 대신증권 Research Center

주: 외환시장 거래규모 및 내외국인 증권투자는 2025년 기준

ADR 발행액의 절반만 환전해도 수십원의 환율 하락 가능성



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

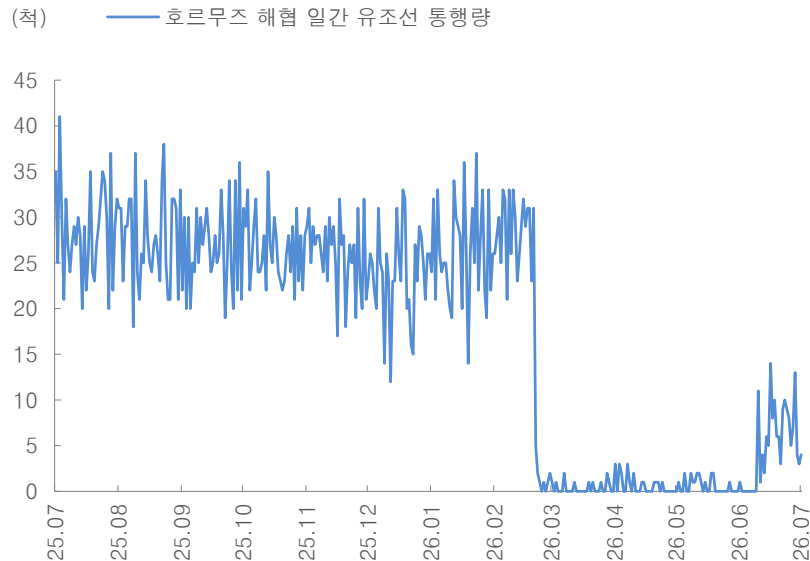
주: 외환 수요 - 공급 proxy는 무역수지에서 직접/증권투자자금 및 본원소득 유출 차감

원화 추가 강세 예상되나 하단은 높아질 듯

연말까지 1,460 ~ 1,560원 등락 예상

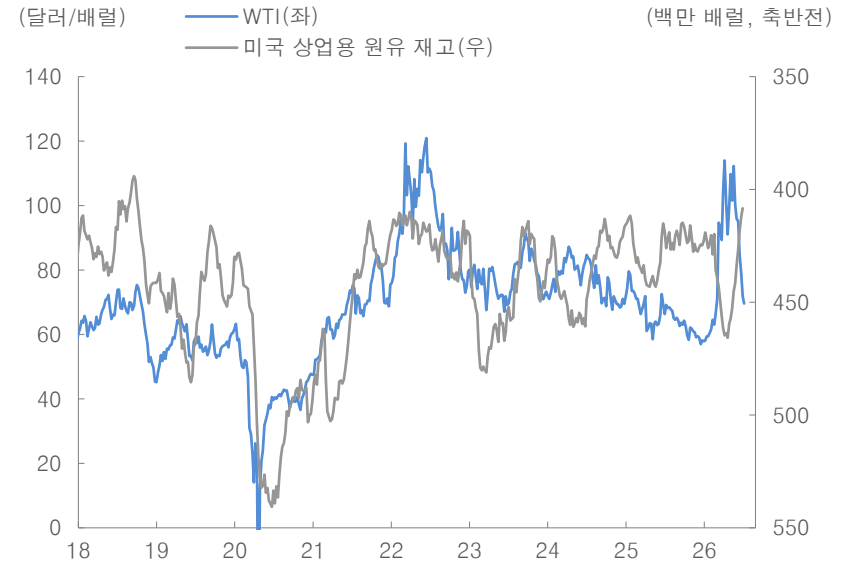
- 7월 들어 달러-원은 고점 대비 -60원 가량 하락. 1,550 원 위에서 당국의 대응을 연이어 경험한 만큼, 그간 만연했던 환율 상승에 대한 기대감은 일차적으로 진정될 것으로 예상
- 미-이란 간 산발적인 충돌이 계속되나, 아직은 부부싸움 정도의 수준을 크게 벗어나지 않고 있음
- 유가가 크게 흔들리지 않는 상황에서 외국인들의 주식 매도가 줄어든다면, 하반기 달러-원은 추가 하락을 기대해 볼 만함
- 그러나 대미투자 등 구조적 요인이나 강한 저가 매수 심리를 고려할 때, 4월 저점이었던 1,440원 수준을 시도하기는 어려울 것으로 예상. 연말까지 1,460 ~ 1,560원 등락 전망

호르무즈 해협 통행량 회복에도 정상화와는 거리 멀어



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

아직 재고 수준에 비해 유가는 낮은 상황



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

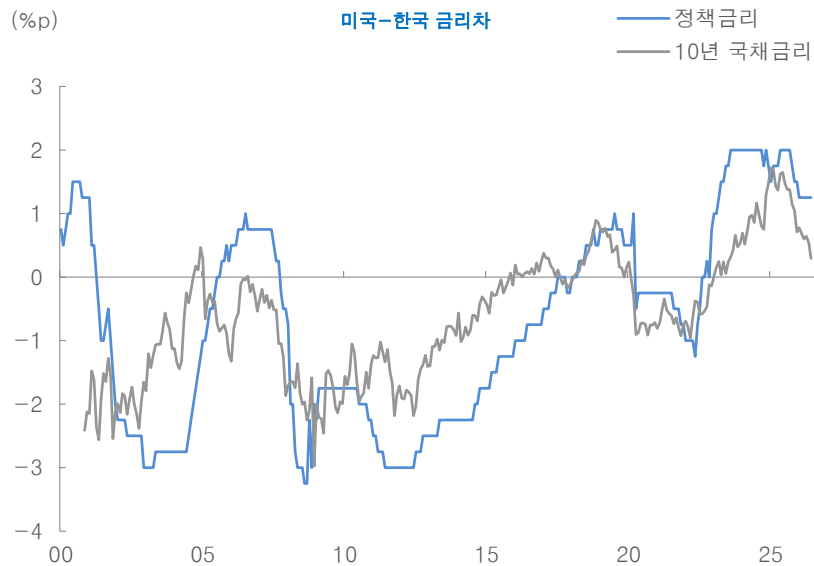
III. 진짜 펀더멘털을 찾아서

금리 인상하면 환율 떨어질까

우리 마음대로만 움직이지 않는 우리의 통화

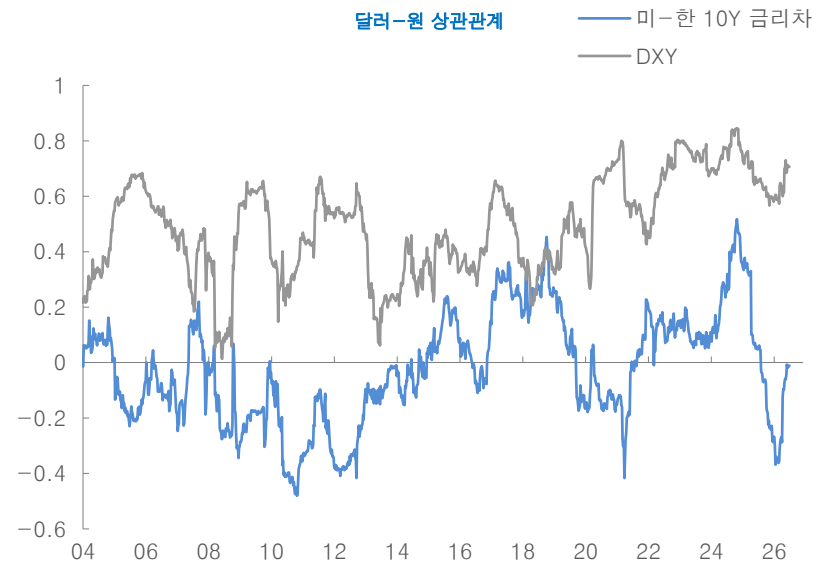
- 현재 시장에 반영된 금리 인상 경로를 감안하면, 연준이 올해 하반기 2회 인상에 나선다 하더라도 늦어도 내년 상반기까지는 내외금리 역전 폭이 축소됨
- 한은의 금리 인상이 원화 절상(혹은 절하 압력 완화) 요인으로 작용할 것이라는 이론적인 기대는 합리적임
- 그러나 역사적으로 달러-원 환율은 달러 가치 자체가 더 중요한 변수임. 소국개방경제인 한국의 금리 인상이 환율에 직접적으로 미치는 영향력은 작음
- 단순 금리 차이보다는 금리 역전이 장기화되면서 그에 따른 영향이 누적되고 있다는 의견도 있음. 하지만 이러한 주장은 말 그대로 한은 금리 인상이 즉각적인 원화 절상으로 이어지기 어렵다는 것을 반증함

한-미 정책금리 및 시장금리차 추이



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

달러-원 환율을 결정하는 것은 금리 차이가 아니라 달러 가치



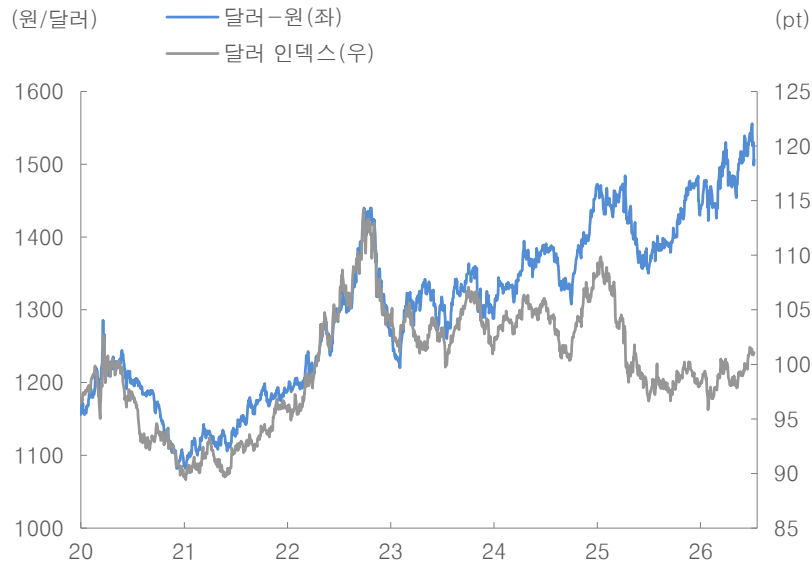
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

어느 순간 벌어진 달러와의 괴리

2023년부터 달러 대비 상대적 약세 심화

- 달러-원 환율이 달러 인덱스에 의해 좌우되는 것이라면, 현 시점에서 가질 수 있는 의문은 달러 인덱스가 피크 아웃했는데 왜 달러-원은 계속 오르나는 것
- 달러 인덱스와 달러-원의 괴리가 벌어지기 시작한 것은 2023년 전후임
- 흔히 원화가 달러 대비로만 약한 것이 아니라 유로나 위안 등 다른 통화 대비로도 약하다는 지적이 많음
- 이는 통화 바스켓인 DXY 대비 달러-원의 레벨이나 원화의 실효환율을 보면 잘 나타남. 즉 2023년 이후 원화 가치는 달러 대비 더 심하게 약해졌음

2022년 말 달러는 피크 아웃, 원화는 계속 약세



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

달러 인덱스 대비 달러-원 환율은 23년부터 가파르게 상승 중



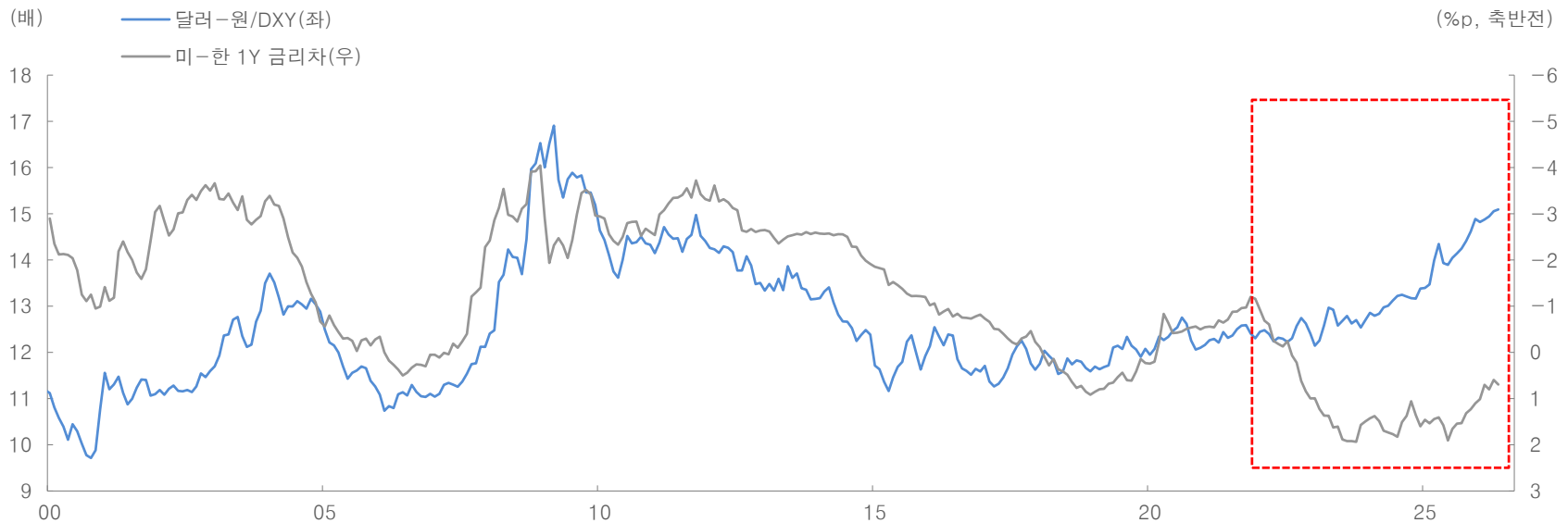
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

금리 차는 죄가 없다?

부러진 관계

- DXY 대비 달러-원 환율의 추이를 보면, 미국과 한국의 금리 차가 확대될 때 하락하고(원화 상대적 강세) 금리 차가 축소될 때 상승함(원화 상대적 약세)
- 이러한 관계에 대한 가장 직관적인 설명은, 소규모 개방경제국가인 한국은 자국 통화가 달러보다 강세를 보일 때는 금리 인하로 대응하고, 반대로 자국 통화가 약세를 보일 때는 금리 인상으로 대응한다는 것임
- 그러나 다른 설명도 가능함. 대체로 미국 금리가 상승하는 국면은 글로벌 수요가 호조인 상태를 의미하고, 이는 대외 의존도가 높은 한국에 긍정적 요인임. 즉 부분적으로는 한국 경제의 Cyclicality를 반영한 것일 수 있음
- 이유가 무엇이든 두 변수 간의 관계는 짧게는 2023년, 길게는 2010년대 후반부터 균열이 가기 시작함

과거 미국 금리의 상대적 매력력이 높아질 때 오히려 원화는 달러 대비 더 강해, 그러나 최근 관계 균열



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

고장난 경기민감성

글로벌 경기 개선에도 원화는 되려 약세

- 실제로 달러-원 환율은 상당 기간 미국 금리와 역으로 움직였음
- 그 밖에도 팬데믹 이전까지는 전반적인 글로벌 경기 변동에 강하게 연동됨
- 무엇보다 우리는 2023년 전후 원화 가치를 설명하던 가장 강력한 변수 하나를 잃었음. 바로 무역수지임

팬데믹 이전 달러-원은 미국채 금리와 역의 관계



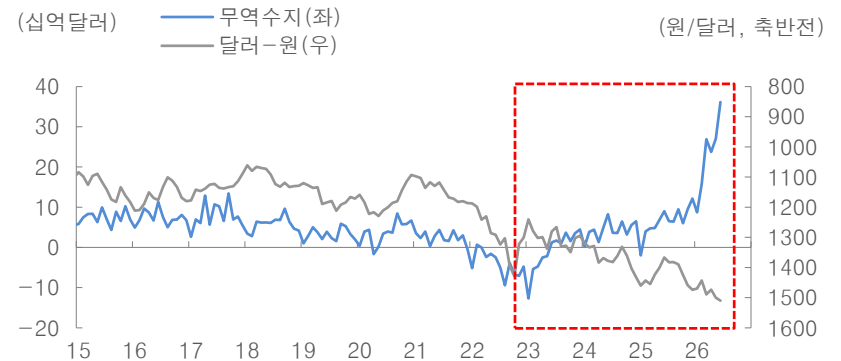
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

팬데믹 이후 글로벌 경기 변동과 괴리 심화



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

2023년 전후 무역수지와 원화 가치 간 연관성 붕괴



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

달라진 증권투자의 방향

환율과 증권투자의 관계도 비슷한 시기 단절

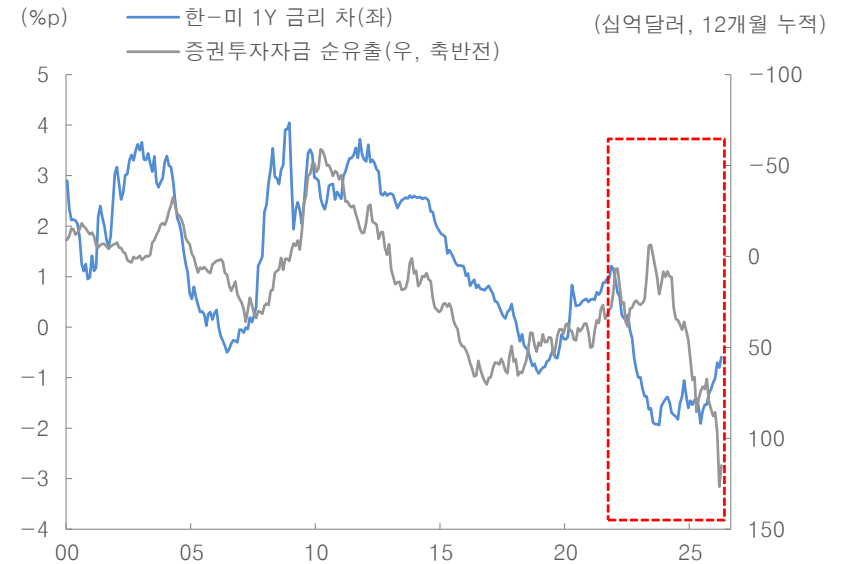
- 공교롭게도(?) 무역수지처럼 달러 인덱스 대비 달러-원과 증권투자자금 유출입의 관계도 같은 시기에 깨짐
- 이는 앞서 언급했던 내외금리차와 증권투자자금 유출 간의 관계도 깨졌다는 것을 의미함
- 사실 경상흑자와 해외자산 매입은 회계학적 항등식에 의해 같아야 함. 즉 무역수지 흑자가 늘어나는 시기에는 당연히 해외자산 매입이 늘어나야 함
- 따라서 단순히 해외증권투자금액이 늘어서 원화가 약하다고 치부하면, 이는 무역흑자가 늘어나서 원화가 약하다는 의미를 내포함
- 이 때문에 전체 해외투자금액의 추이 보다는 그 안의 패턴 변화를 읽어야 함

DXY 대비 달러-원 상승에도 증권투자 유출은 심화



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

내외금리차와 증권투자자금 유출 간 관계가 붕괴되었기 때문



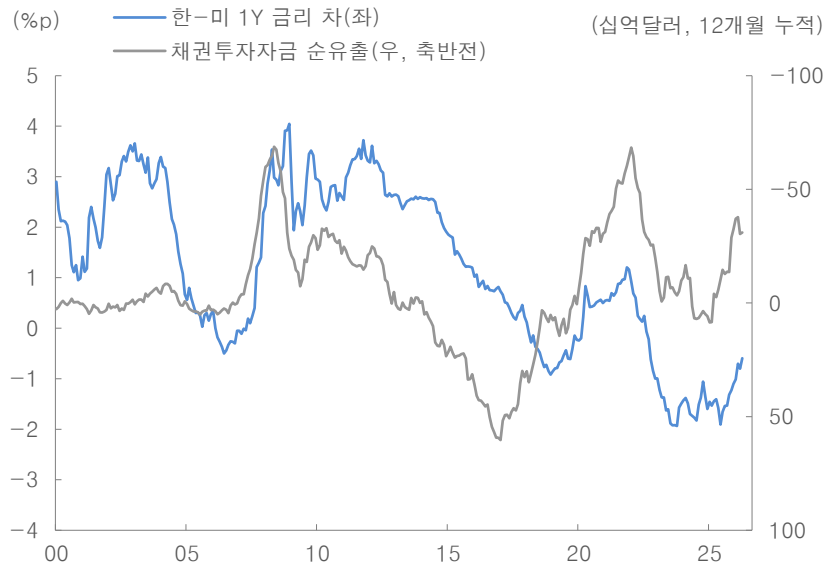
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

핵심은 증권투자의 패턴 변화

코로나 이후 해외증권투자는 채권에서 주식으로 쏠림

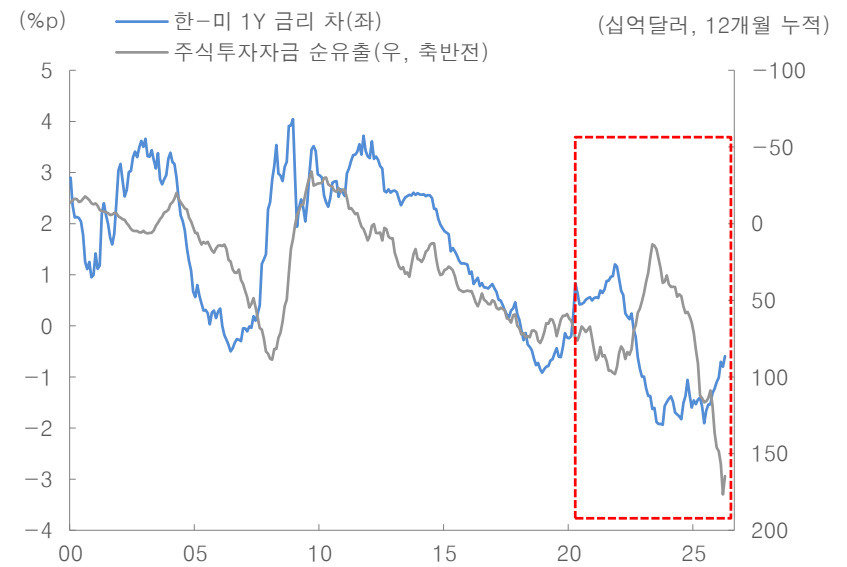
- 증권투자자금의 이동을 주식과 채권으로 나누어 보면, 채권 자금유출과 내외금리차와의 관계는 팬데믹 이후에도 대체로 유지됨. 오히려 금리 레벨에 비해서는 순유출 규모가 줄었음
- 반면 주식투자자금 유출과 내외금리차 간의 관계는 팬데믹 이후 뒤바뀜
- 즉 현재 원화의 경기민감성(= 무역수지와의 관계)이 약화된 데에는 내국인의 해외투자 패턴이 채권에서 주식으로 변화한 것이 영향을 미치고 있기 때문
- 정리해보면 팬데믹 이후 원화는 글로벌 경기 변동이 아니라 주식 자금 이동의 영향을 받고 있으며, 최근에는 그것이 외국인들의 국내 주식 매도에 집중됨

내외금리차와 채권 자금 관계는 대체로 잘 유지, 오히려 순유입 전환



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

반면 코로나 이후 주식 자금 유출입 간의 관계가 붕괴



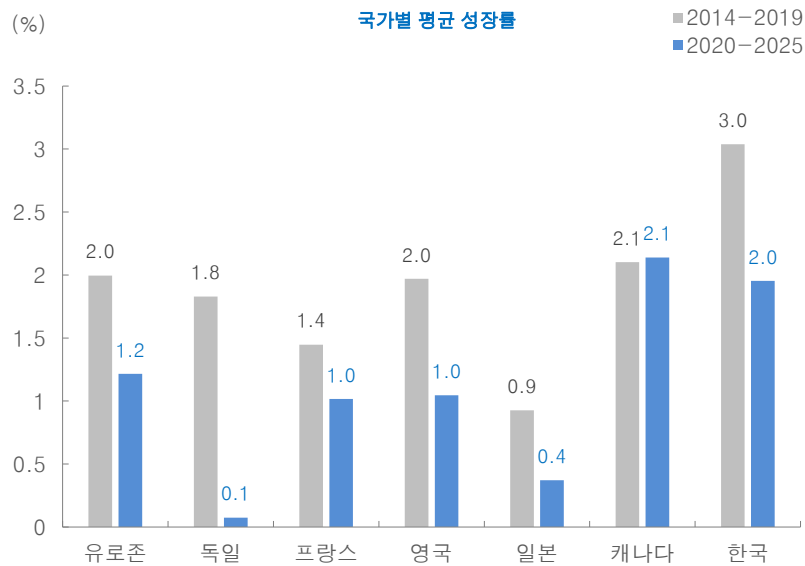
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

원화 약세, 억울한 부분도 있어

미국은 그렇다 치더라도 유럽은 왜..

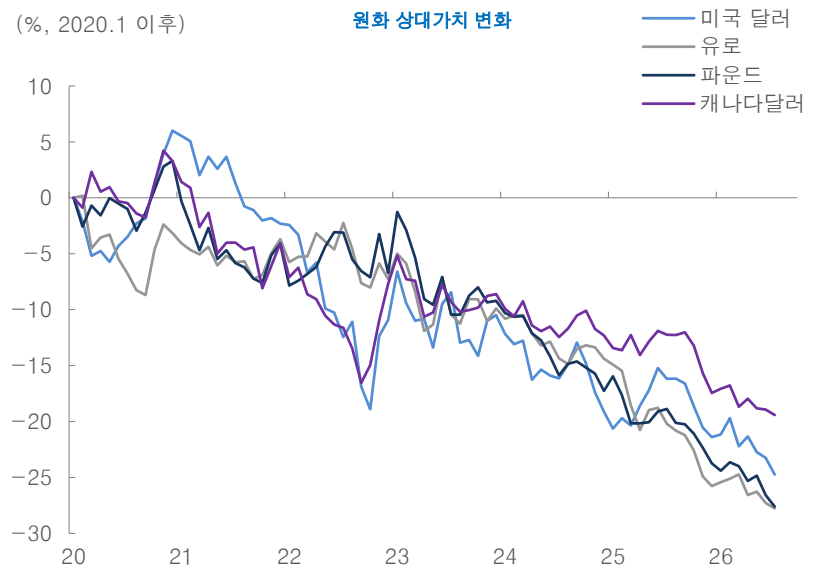
- 팬데믹 이후 원화 가치는 오히려 미국보다 유로, 파운드 등 유럽권 통화 대비 더 큰 폭으로 절하됨
- 이러한 달러 외 통화에 대한 동반 절하는 종종 한국의 펀더멘털을 골자로 한 과도한 원화 비관론의 재료가 됨
- 성장률 접근은 누구나 납득할 수 있는 직관적인 논리. 다만 한국의 성장률 둔화가 두드러진다고 해도 유로존 중심국들이나 성장률이 반 토막 난 영국 등과 비교할 때 과도하다고 볼 수는 없음

2020년대 한국 성장 큰 폭 둔화, 그러나 주요 유럽 국가들도 마찬가지



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

팬데믹 이후 미국 달러 보다 유럽권 통화 대비 절하폭 더 커



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

이유 같지 않은 이유

유럽의 상황을 보면, 펀더멘털은 과도한 원화 비관론의 이유가 되지 못해

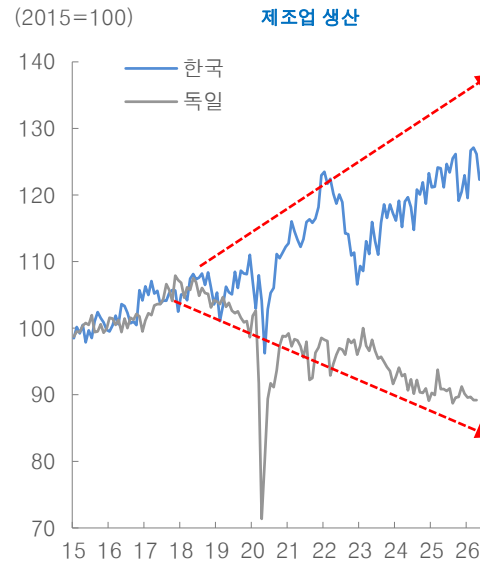
- 이는 직관과 달리 모든 환율이 두 국가의 상대적 힘의 격차에 의해서 적용되는 것이 아니라, 사실상 달러 대비 통화 가치가 먼저 결정되고 그에 따라 재정환율이 결정되기 때문임
- 즉 유럽 통화 대비 원화의 약세는 유로가 어떠한 이유들로 달러 대비 가치를 회복했기 때문이지 한국이 유럽보다 펀더멘털이 약해서가 아님
- 원화 자산이 국제적 지위를 인정받지 못하고 있는 것을 제외하면, 지난 10년 간 총리가 6번 바뀌는 영국이나 탈산업화가 가속 중인 독일 보다 한국의 펀더멘털이 취약하다고 볼 근거는 없음

영국 브렉시트 이후 10년간 6명 총리 사퇴

총리	재임 기간	소속 정당
데이비드 캐머런	2010.05 ~ 2016.07	보수당
테레사 메이	2016.07 ~ 2019.07	보수당
보리스 존슨	2019.07 ~ 2022.09	보수당
리즈 트러스	2022.09 ~ 2022.10	보수당
리시 수낙	2022.10 ~ 2024.07	보수당
키어 스타머	2024.07 ~ 2026.06	노동당

자료: 대신증권 Research Center

독일의 탈산업화



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

폭스바겐 인력 10만 명 감축 계획

VW weighs up to 100,000 job cuts, four plant closures in biggest overhaul yet, sources say

By Christine Amann and Christoph Steitz
June 26, 2026 4:36 PM GMT+9 · Updated June 28, 2026



[1/5] Volkswagen ID.7 electric cars are seen at the Volkswagen (VW) electric fleet lead plant in Emden, Germany. February 18, 2025. REUTERS/Carmen Jaspersen/File Photo Purchase Licenses Rights C3

자료: Reuters

아시아 통화 전반의 부진

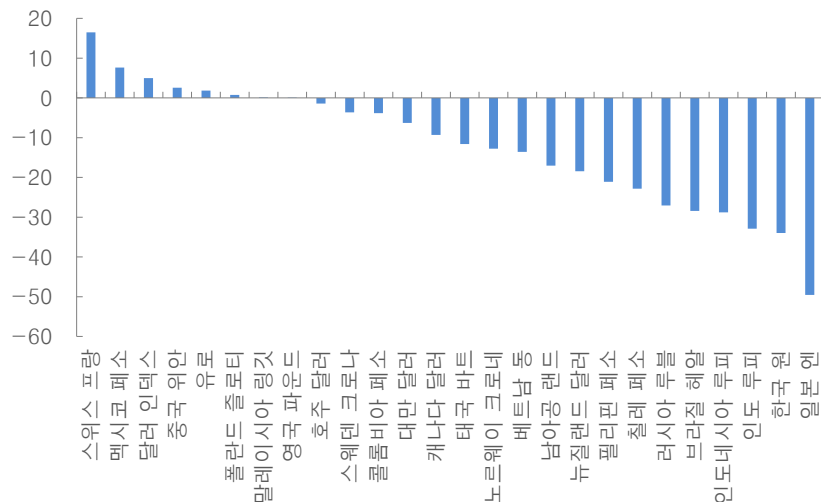
엔화와 루피가 맞으면 원화도 맞는다

- 이러한 배경에는 팬데믹 이후 전개된 아시아 통화 전반의 부진도 자리하고 있는 것으로 보임. 그 중 인도/한국/일본 세 국가의 통화가 특히 부진했음
- 일본 및 아시아 신흥국들은 대체로 선진국들만큼 금리를 인상하지 못했으며, 중국 경기 부진과 미국 보호무역주의 영향도 크게 받았음
- 한국은 인도를 비롯한 주요 신흥국들처럼 수출 의존 및 에너지 수입 의존도가 높은 반면, 훨씬 유동성이 풍부한 통화를 가지고 있음. 금융시장 충격 발생시 이들 아시아 신흥국 통화 약세에 베풀 때 원화가 proxy 통화로 작용하게 됨
- 마찬가지로 엔화와는 인구/산업구조, 해외투자 노출 등에서 너무 닮아 있음. 지난 1년 간 엔화와의 동조화가 극심해졌지만, 그 외에도 장기 추세 자체가 같아지고 있음

아시아 통화들의 부진, 그 중에서도 단연 압도적인 루피/원/엔

(%, 2020년 이후 달러대비)

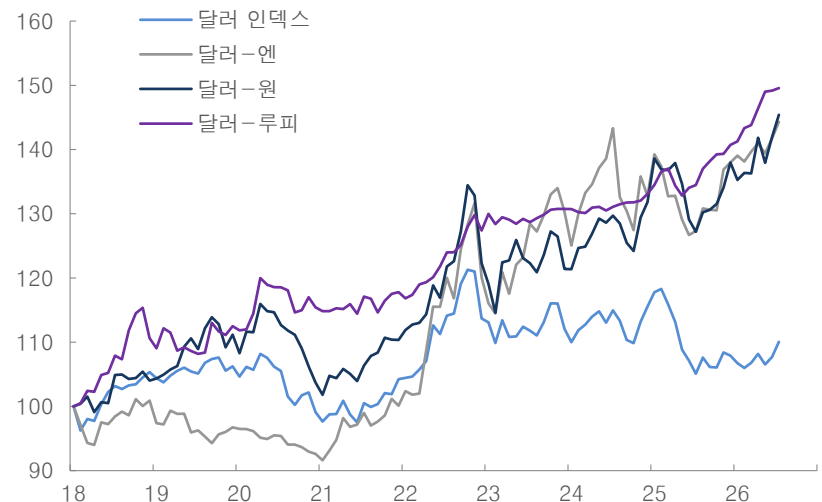
주요국 통화가치 변동



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

달러와 멀어지며 중장기 추세가 닮아가는 세 국가

(2018.1=100)



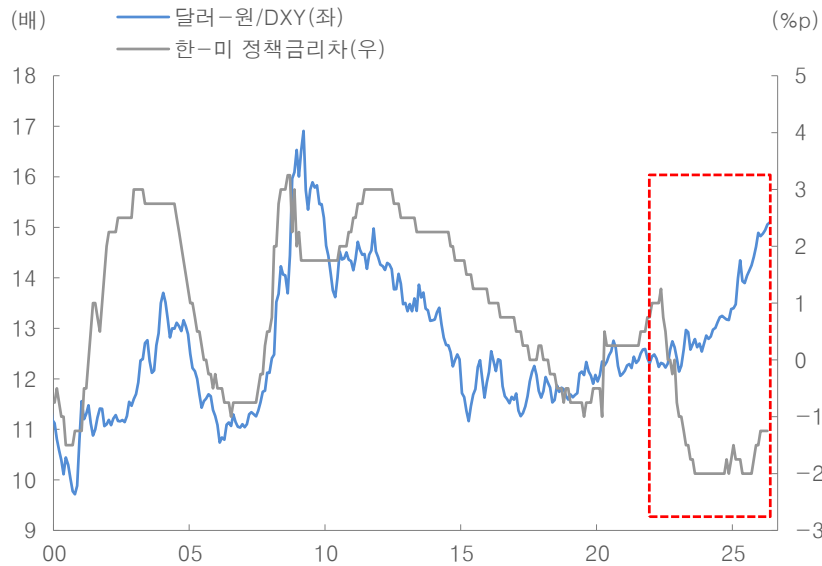
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

진짜 '펀더멘탈'과 괴리되었을까?

펀더멘탈은 누군가의 시선에서는 경기 변동이지만, 다른 시선에서는 구조적 성장

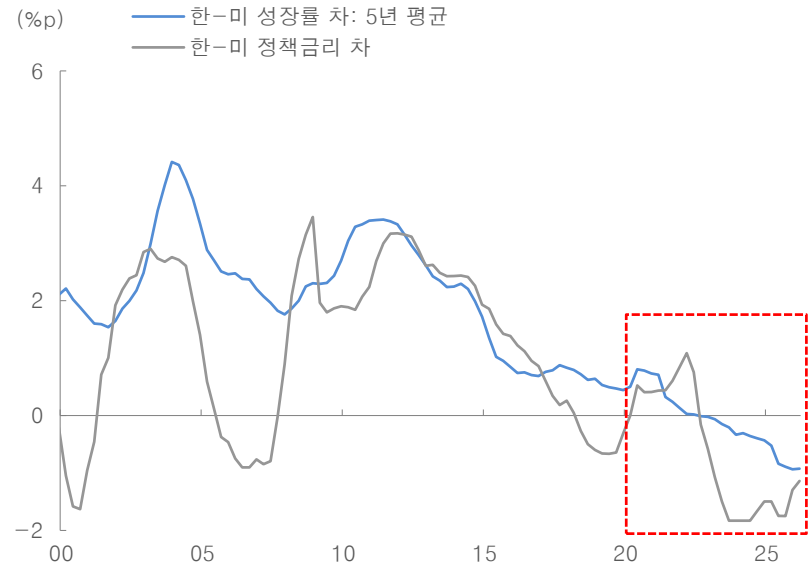
- 최근 원화 약세가 과도하다고 주장할 때 흔히 '펀더멘탈과의 괴리'를 의미함. 그런데 여기서 말하는 '펀더멘탈'은 앞서 언급한 대외수지, 즉 경기 변동 요인을 지칭함
- 한국 수출이 호조를 보이고 달러를 많이 벌어들이는 것과 괴리가 심하다는 것임. 하지만 이 관계는 상당 부분 단절됨
- 이 지점에서 앞서 언급한 내외 금리차와 달러 대비 달러-원 환율 간 관계의 다른 측면을 짚어볼 필요가 있음
- 두 관계의 괴리는 경기변동과의 단절 외에도, 원화가 너무 약함에도 불구하고 한국이 미국과의 금리 역전을 적극적으로 축소시키지 못했음을 의미함
- 이는 결국 중장기적인 성장의 문제로 귀결됨. 팬데믹 이후 한국의 구조적인 성장이 미국보다 낮아졌기 때문임

원화 약세에도 금리 차이를 좁히지 못했다



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

결국은 성장의 문제



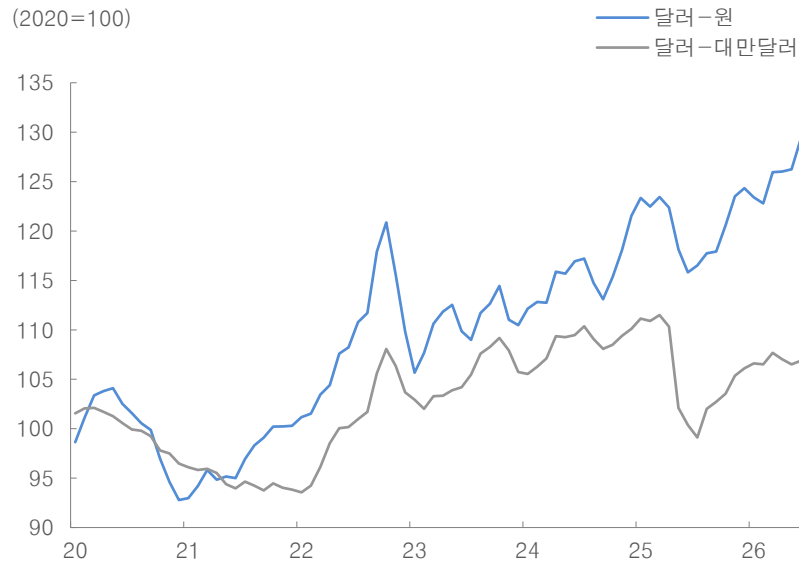
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

성장의 기울기가 바뀌어야 한다

높은 금리와 성장을 장기간 이어갈 수 있는지에 달려 있다

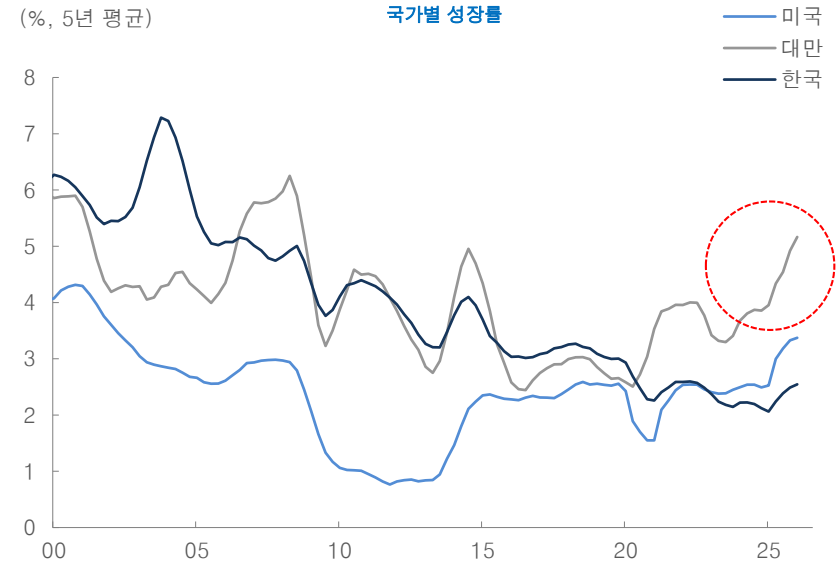
- 한국과 가장 비슷한 경제 구조를 가지고 있는 국가인 대만과 비교해보면 차이가 명확해짐
- 미국과 대만 모두 팬데믹 전후 성장률의 기울기 자체가 한층 가팔라짐. 반면 한국은 최근 성장률 호조에도 불구하고 아직까지 꾸준한 우하향 추세임
- 물론 대만은 한국과 달리 중앙은행이 환율을 컨트롤하는 측면이 강해, 완전한 비교는 어려움. 하지만 성장률이 주는 시사점을 무시할 수는 없음
- 결국 원화의 지독한 약세 해결은 단기적인 경제 호조로 한국은행이 금리를 인상하는 것이 아니라, 금리와 성장의 중장기적인 추세 자체가 바뀔 수 있는지에 달림

원화에 비해 선방 중인 대만 달러



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

성장 기울기 자체가 바뀐 대만, 한국은 아직 우하향



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

반도체 투자 프로젝트, 특이점이 될 수 있을까?

지금껏 본 적 없는 규모의 투자 계획

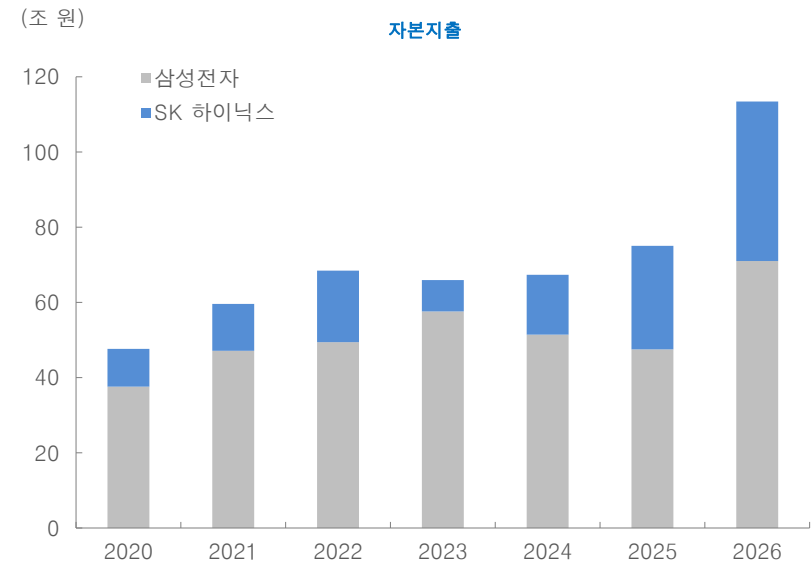
- 삼성 그룹과 SK 그룹이 발표한 '메가 프로젝트' 투자 계획의 총 규모는 약 4,700조 원으로 올해 연간 GDP의 150% 규모임
- 해당 투자는 향후 10~15년 계획으로 불확실성이 다소 크나, 용인 및 평택 반도체 투자가 앞당겨지는 것만 감안하더라도 단순 계산으로 2030년까지 200~300조원의 추가 투자가 필요할 수 있음. 올해를 제외한 지난 5년 여 간 반도체 2사 합산 자본지출 규모는 60~70조원 규모였음
- 장비 수입 등을 제외하고 해당 투자 금액의 절반이 국내 투자로 이어진다고 가정하면, 향후 4~5년 간 연평균 GDP의 1% 내외의 신규 투자가 발생

두 그룹 발표 투자액은 2026년 GDP의 150% 수준

그룹명	투자 규모	주요 계획	일정
삼성	2,655조원	• 용인·평택 등 : 1,650조원 • 호남(광주) 신규: 400조원	• 용인 국가산단 완공 2047→2040년 단축 • 평택 P5·P6 동시 건설 전환
SK	2,100조원	• 반도체 : 용인/호남 등 1,100조원 • AI 데이터센터 1,000조원	• 용인 클러스터 완공 2045→2033년 단축 • 데이터센터 2035년 15GW

자료: 언론보도 종합, 대신증권 Research Center

삼성전자 및 SK 하이닉스 CAPEX 추이



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

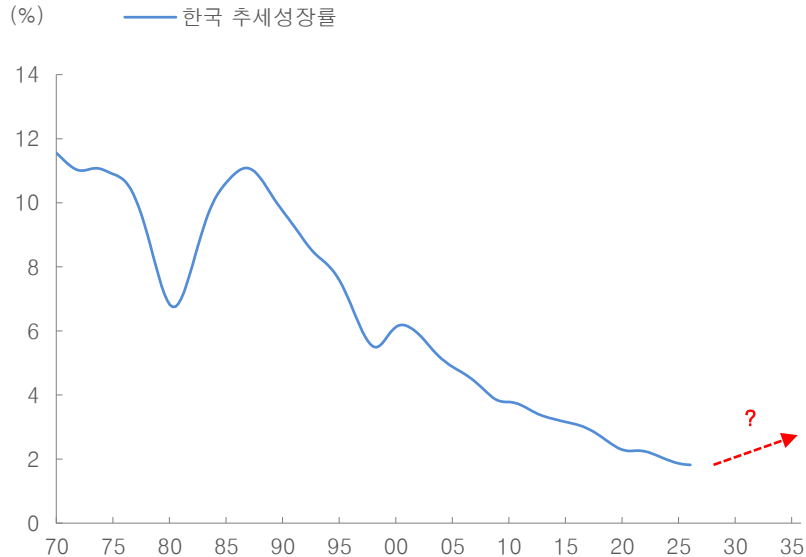
주: 2026년은 전망치

추세가 바뀐다면

메가 프로젝트, 현실화된다면 원화의 상당한 강세 가능성

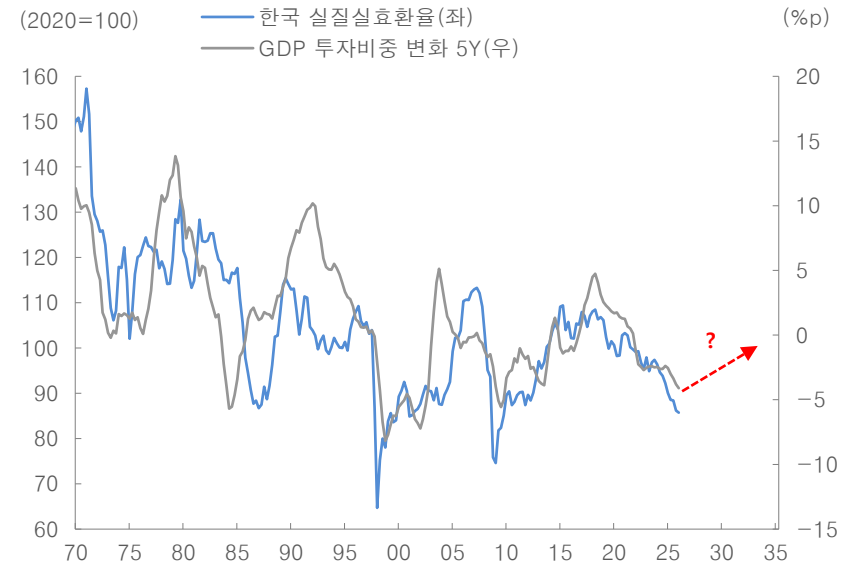
- 결국 핵심은 AI 시대가 도래하면서 정말로 메모리 반도체에 대한 수요가 폭발적으로 증가할 수 있느냐에 있음
- 만약 이것이 현실화된다면, 이는 앞서 언급했던 대로 수십년 간 줄곧 하락하기만 했던 한국 경제 성장의 기울기 자체를 바꾸는 이벤트임
- 이 경우 원화는 팬데믹 이후 누적된 과도한 비관론과 달리 장기적으로 상당한 강세를 보일 수 있음

30년간 꾸준히 하락한 한국의 잠재성장률



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

지난 10년간 지속된 환율의 추세가 바뀔 가능성



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

당장은 지금의 추세가 진정되는 게 먼저

계속 높아졌던 저점이 낮아질 수 있느냐

- 대규모 반도체 투자는 미래에 대한 기대이지만, 한국의 해외투자 압력은 당면한 현실의 문제임
- 장기적인 가능성과 달리 단기적으로는 환율의 증장기 상승 추세 자체가 진정되는 것이 우선. 코로나 이후 6년 여간 달러-원의 우상향 추세는 계속됨
- 이 과정에서 상승기 전고점을 돌파하지 못한 경우는 있었지만, 전저점을 유의미하게 하회한 적은 한번도 없음
- 이러한 현상이 환율 상승 기대를 고착화시켰을 수 있음. 현재의 추세를 감안할 때 1,400원대 초반에 안착할 수 있는지 지켜볼 필요

지난 6년간 저점이 계속해서 높아지는 추세가 바뀌는지가 중요



자료: 연합인포맥스, 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 하시기 바랍니다.