NH선물 리서치센터
2025.06.02

[2025년 하반기 FX 전망]

# 약달러의 조건


위재현 (FX/Economist)
02)3774-0430, jhwee11@futures.co.kr

## Summary

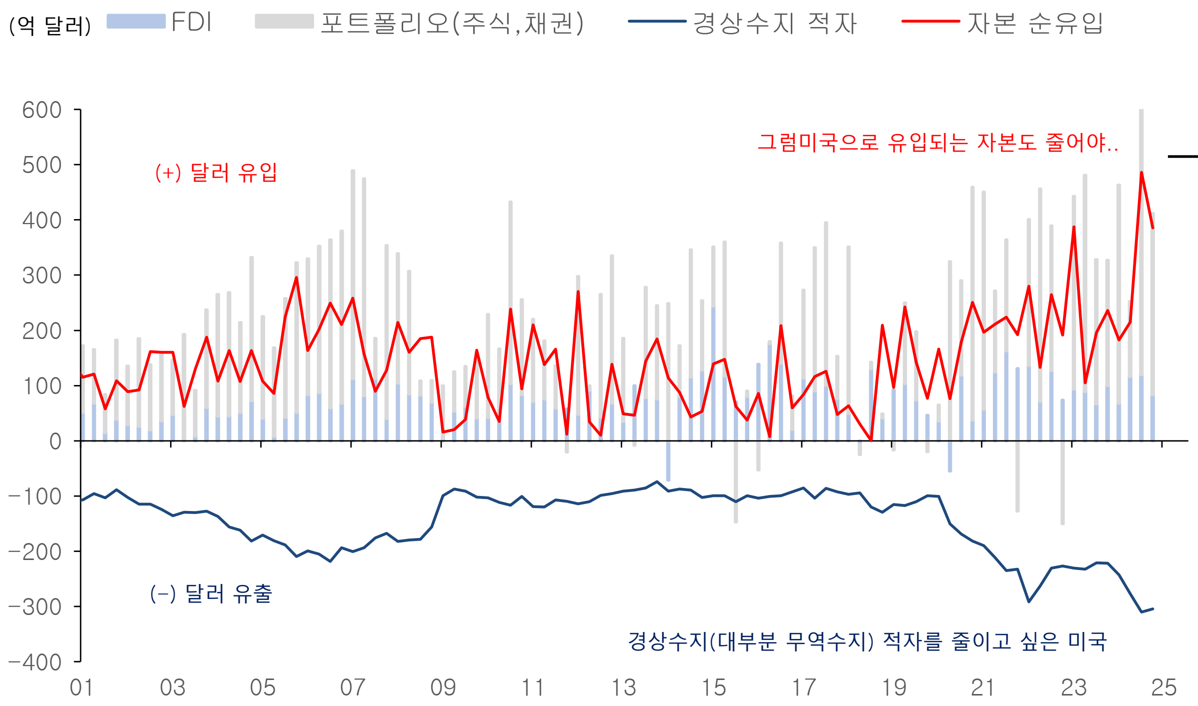
- **외환시장의 방향성은 이미 약달러로 굳혀졌다. 하반기 외환시장 전망은 달러화 약세의 폭과 속도를 추정하는 데 의미**가 있다. 이런 관점에서 최근 달러화 약세를 주도했던 요인과, 향후 달러화 약세를 이끌어갈 요인들을 살펴봤다. 우선 최근 달러화 약세를 주도했던 플라자 합의에 대한 시장의 우려는 과도한 측면이 있다. 1985년 사례를 보면 인위적 외환 개입이 달러화 약세에 일정 수준 기여한 건 맞지만, 근본적으로 미국의 금리 인하가 인하된 뒤에야 달러화 약세가 추세로 형성될 수 있었다. 게다가 1985년과 달리 현재는 외환시장 규모가 비대해져 인위적 개입의 실효성이 떨어진다. 무엇보다, 단순 통화가치 절하로 인해 미국의 무역적자가 축소되지 않는다. 결국은 미국의 물건을 사줄 수 있는 국가의 구매력이 증가해야 되며, 이는 미국도 역사적 사례를 통해 학습한 바 있다.

- 결국 달러화 약세가 추세로 형성되기 위해서는 연준의 금리 인하가 동반돼야 한다. 트럼프의 의도와 다르게 연준은 물가와 고용만을 바라보며 금리를 쉽게 인하해주지 않고 있다. 다만 물가와 고용 측면에서 보아도 올해 2회(9월, 12월) 수준의 인하는 가능할 것으로 보인다. 기준금리와 별개로 장기국채 시장의 변동성은 유지될 전망이다. 신용등급 강등에 이어 감세안에 따른 재정우려, 여기에 더해 부채한도 협상 이후의 유동성 충격까지 하반기 채권시장 변동성은 최소 9월까지 유지될 것으로 보인다. 그럼에도 미국은 이를 대비할 카드를 쥐고 있다. **늦어도 9월 이후 장기채 금리가 다시 하향 안정화되며 외환시장도 점차 달러화 약세 방향으로 움직일 전망이다.**

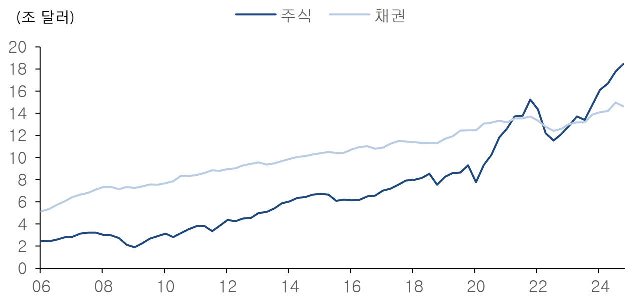
- **미국이 무역적자를 내면서 전세계에 공급한 달러는 결국 투자의 형태로 미국으로 돌아온다. 다만 미국 채권시장으로 유입됐던 과거 흐름과 달리 코로나 이후에는 주식으로 편중되는 현상이 나타났다.** 달러화 약세에 따른 달러 자산 수익률 하락은 이러한 흐름을 일정수준 되돌릴 전망이다. 미국 주식시장에 과도하게 투자됐던 자금이 신흥국으로 유입되며 신흥국 통화는 순환적 차원의 강세가 전망된다. 중요한 부분은, 미국의 주식시장 호황의 배경에는 독보적인 AI 산업 경쟁력이 자리한다. 이는 **과거와 달리 금리 인하 국면에서도 달러화가 빠른 약세를 보이기 어려울 가능성을 제공한다.**

# Key Chart: 달러화가 약세를 보이기 위해서는, 주식시장 자금의 신흥국 전이가 필수

## 무역적자를 통해 시장에 유통된 달러는, 다시 자본(채권,주식,FDI)의 형태로 미국에 유입




달러 리사이클링은 과거와 달리 주식 비중이 크게 확대




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

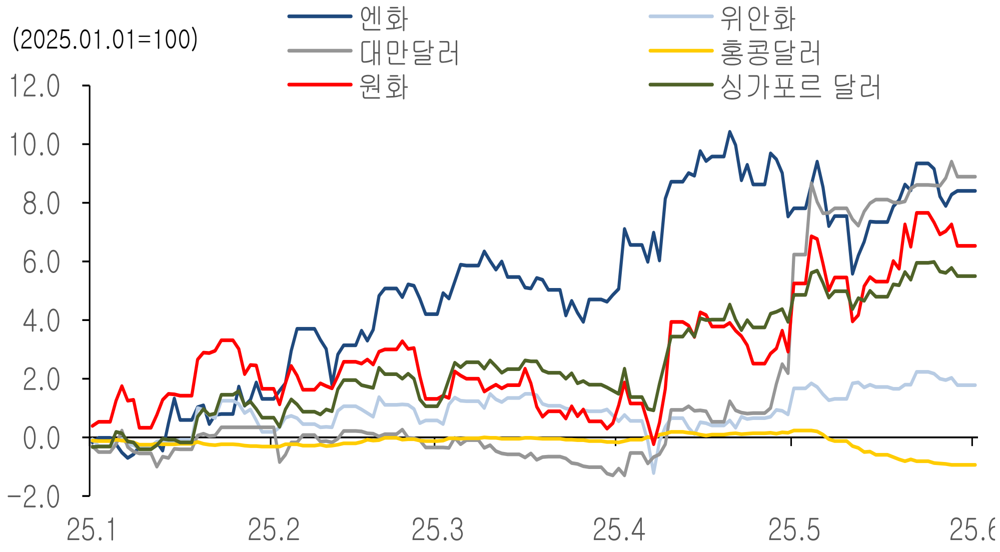
# Ⅰ.DXY($)

## 결국 금리의 중력에서 벗어나지 못한다

# 플라자합의(1985)보다 루브르합의(1987)

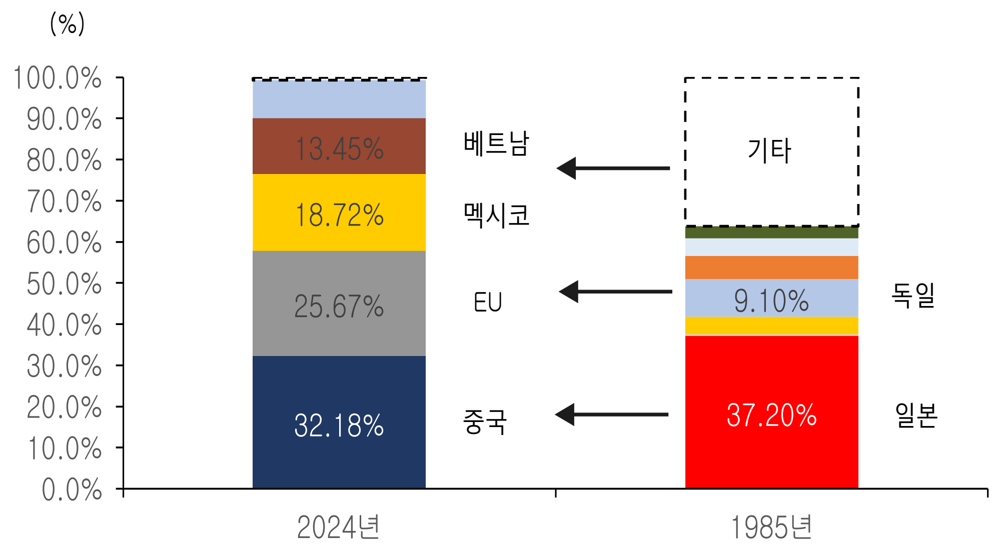
- 현재 외환시장을 관통하는 키워드는 미국의 쌍둥이(무역,재정) 적자 해소 의지
- 이에 25년 5월부터 아시아 통화는 제2의 플라자합의 가능성에 주목하며 나란히 강세
- 과거 플라자합의 당시 미국의 무역적자 상대국은 일본, 반면 현재는 베트남과 멕시코의 우회수출까지 감안하면 중국이 압도적.
- 만약 제2의 플라자합의를 이행한다면 이번 대상은 일본이 아닌 중국

### 5월 이후 아시아 통화의 동반 강세, 통화 절상 압박 우려




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

### 플라자 합의 당시와 현재 미국의 무역흑자 비중

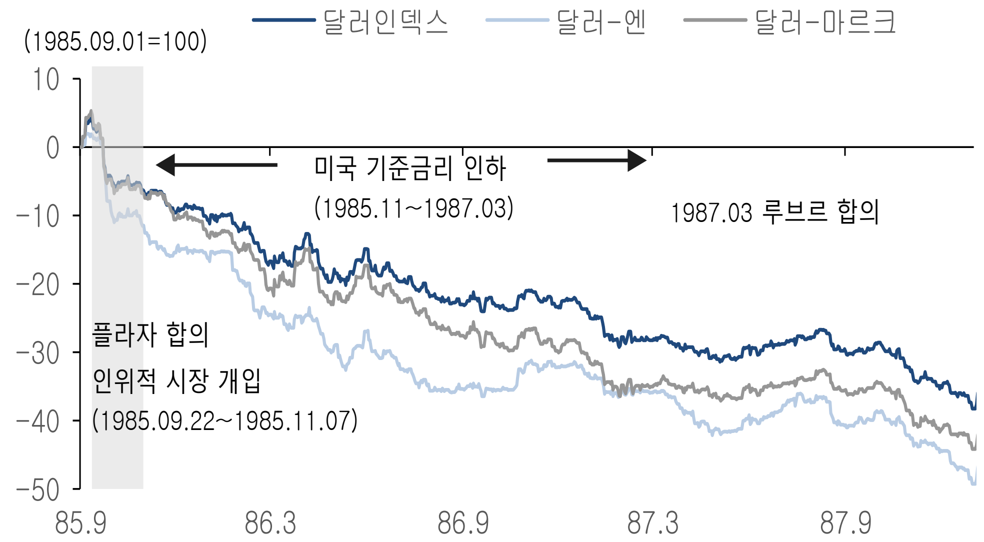



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

# 플라자합의(1985)보다 루브르합의(1987)

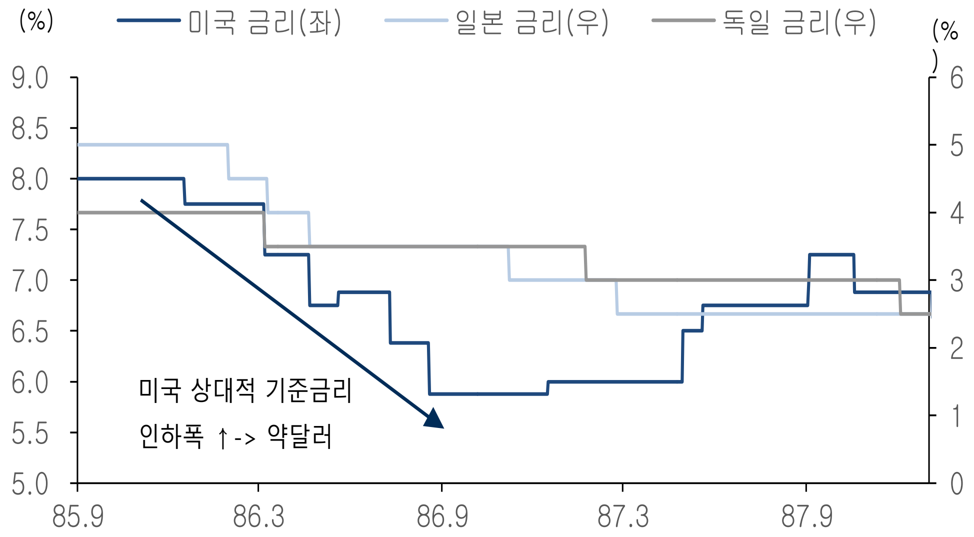
- 과거 플라자합의는 미국/일본/독일/프랑스/영국 5개국이 약 6주간(09.23~11.07) 100억 달러 규모로 시장에 개입 (달러화 매도)
- 이에 6주간 달러화 가치는 약 7% 하락, 1985.11.07 이후에는 미국 중심 기준금리 인하 사이클에 돌입하며 추가 20% 가량 하락

### 플라자 합의 당시 주요국 환율 흐름, 인위적 개입 기간은 짧아




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

### 결국 미국의 빠른 금리 인하가 달러화 약세를 견인




자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

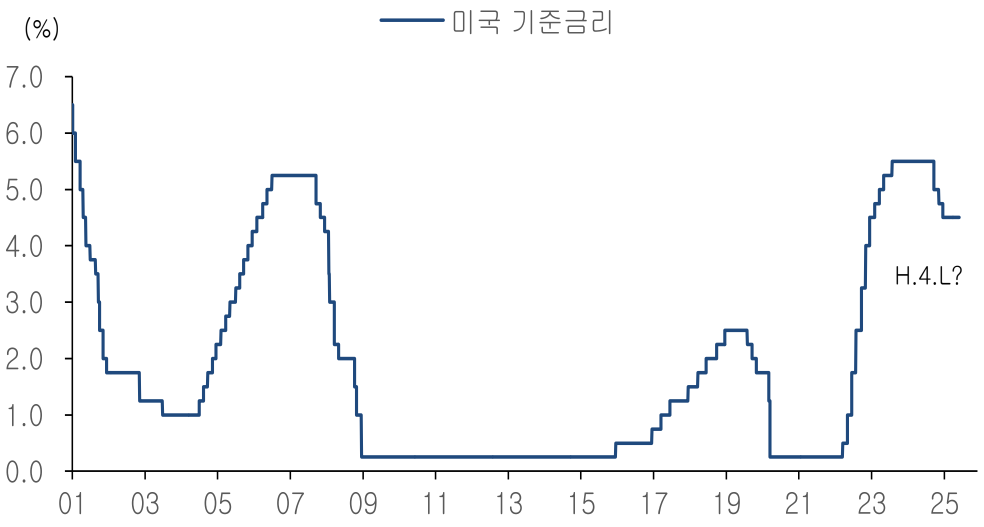
# 플라자합의(1985)보다 루브르합의(1987)

- 2025년 현재 달러화는 고평가 해소되며 이미 고점대비 10% 가량 하락했으며, 아직 미국은 추가 금리 인하에 제약적인 상황
- 현 시점에서 달러화 약세 흐름이 지속되기 위해서는, 충분조건으로서 하반기 미국의 금리 인하가 필요

**달러화 이미 연초대비 9% 이상 하락**


자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

**추가적인 약세를 위해서는 금리 인하가 동반돼야**

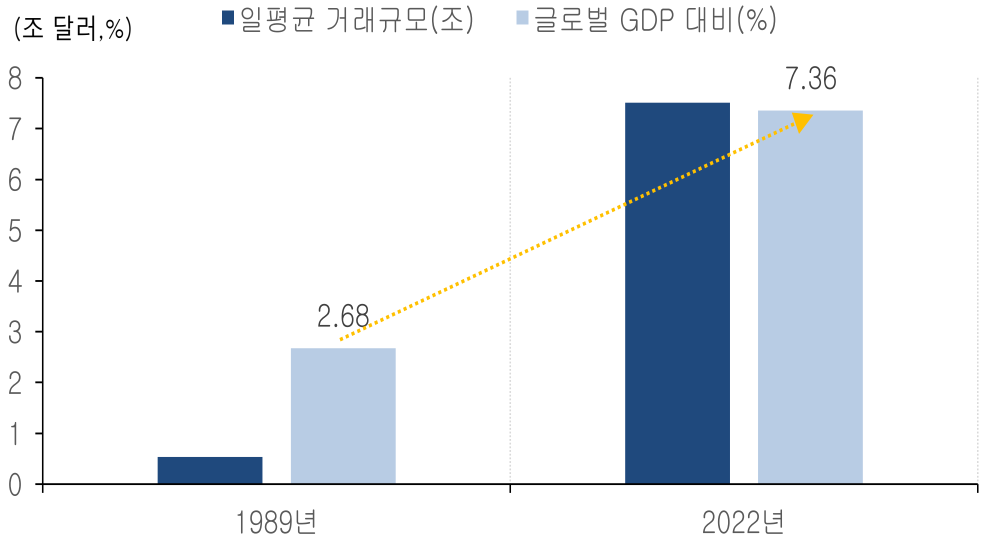



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

# 플라자합의(1985)보다 루브르합의(1987)

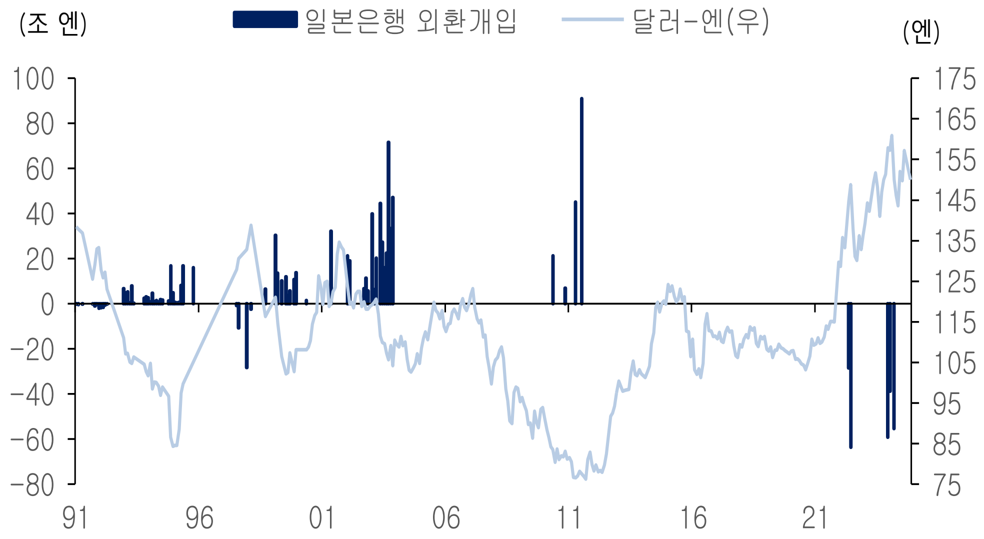
- 현재 시점에서 위안화 강세를 인위적으로 개입하기 위해서는 상당한 달러 매도가 필요
- 과거와 달리 현재 외환시장 거래 규모는 GDP 성장률과 대비해도 크게 확대
- 일본은행이 가장 최근 외환개입(달러화 매도)에 사용한 달러는 1,000억 규모 (당시 달러-엔 환율로 계산)
- 현재 미국채 보유를 지속적으로 줄여온 중국은 2025년 3월 기준 7,654억 달러를 보유중, 인위적 달러 매도 개입은 미국 입장에서도 부담

### 외환시장 규모, GDP 대비 3배 가량 증가




자료: BIS , NH선물 리서치센터

### 일본은행 인위적 외환개입, 상당한 자금 소모

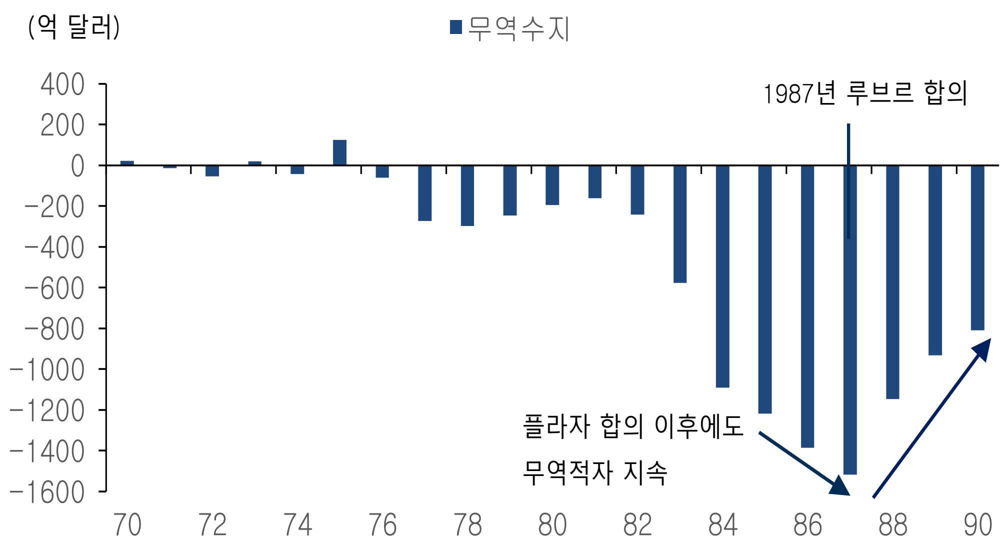



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

# 플라자합의(1985)보다 루브르합의(1987)

- 게다가 실효성 차원에서 단순 환율 절상으로는 미국의 무역적자 개선이 제한
- 1987년 루브르합의와 같이 결국은 협상 대상국(현재는 중국)의 내수 진작이 우선, 위안화 강세를 통한 순수입국 전환은 그 다음 문제
- 스콧 베센트 재무부 장관 "중국이 제조업을 줄이고 소비를 늘리는 방향으로 재균형을 맞춰야"

## 플라자 합의 당시 무역적자




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

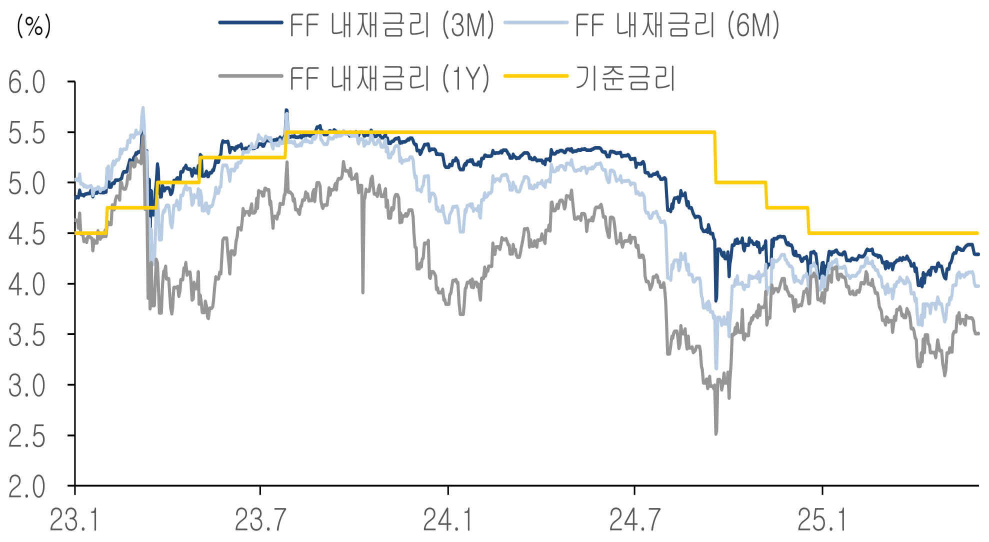
## 美 재무부 장관, 중국이 수출이 아닌 내수로 전환해야 한다고 강조


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

# 결국 약달러를 위해서는 금리 인하가 필요

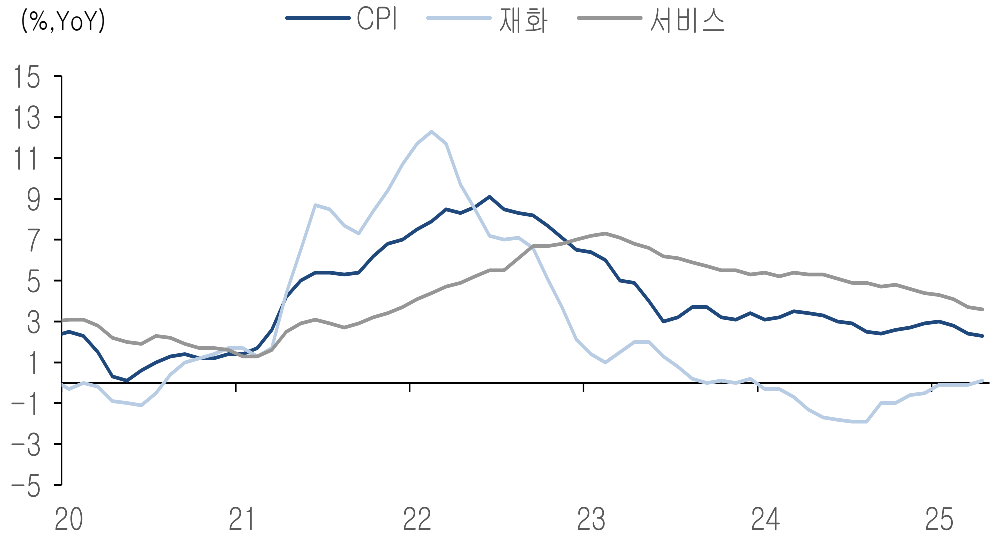
- 현재 연준의 기조는 “고용 시장이 크게 망가지지 않는다면, 관세가 물가에 미치는 영향을 평가하면서 금리 인하 시점을 늦출 것 "
- 이에 금리 선물 시장에서 반영중인 올해 금리 인하 횟수는 3회에서 2회로 축소, 그마저도 1회로 축소될 여지 존재
- 당사는 1) 관세가 헤드라인 물가에 대한 영향이 제한적인 점, 2) 완만한 경기 둔화를 바탕으로 하반기 2회 (9월, 12월) 인하를 전망

**금리선물 시장에 반영된 6개월 뒤 기준금리는 4.0%부근**




자료: Yale Budget Lab , NH선물 리서치센터

**연준의 발목을 붙잡는 물가**

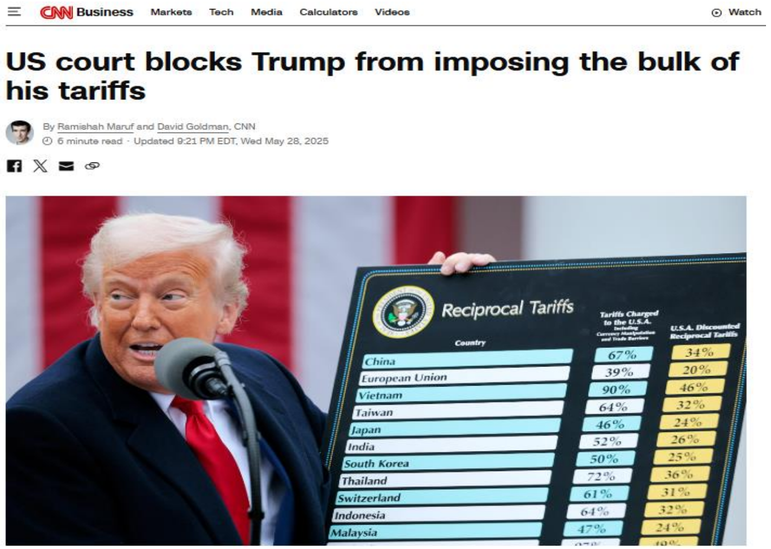



자료: FRB, NH선물 리서치센터

# 트럼프 관세 제동? 시간 걸리겠으나 결국 다른 방법을 찾아낼 것

- 미국과 주요국 간 협상이 진행 중인 가운데, 국제무역법원은 비상경제권한(IEEPA)를 근거로 한 상호관세 일절에 대해 무효화 판결
- 백악관은 이에 즉시 항소하겠다고 밝혔으나, 관세 중단은 즉시 효력이 발생. 항소 과정에서 '집행정지'를 신청하고 이를 법원이 승인하면 다시 관세가 발효
- 중요한 부분은 비상경제권한(IEEPA)를 제외한 무역확장법(232조), 무역법(301조)을 통한 관세 조치는 여전히 시행이 가능
- 향후 느리지만 다른 절차를 통해 국가별 관세를 부과할 수단이 여전히 존재해, 관세를 제외한 글로벌 환경을 상정하기는 어려워

## 5월 29일 미국 국제무역법원의 관세 무효화


CNN Business Markets Tech Media Calculators Videos Watch

**US court blocks Trump from imposing the bulk of his tariffs**

By Ramishah Maruf and David Goldman, CNN
6 minute read · Updated 9:21 PM EDT, Wed May 28, 2025



자료: CNN, NH선물 리서치센터

## 비상경제권한이 아닌 다른 법적 근거로 우회하며 관세 기조는 유지될 것

| 관세 부과 근거 | 관세 및 조치 대상 | 시행 여부 |
|---|---|---|
| 비상경제권한(IEEPA) | 1)국가별 상호관세<br>2)보편관세 (10%)<br>3)중국/멕시코/캐나다 펜타닐 관세 | X(즉시 효력 정지) |
| 무역확장법 232조 | 자동차, 철강, 알루미늄 25% 관세 | O |
| 무역법 301조 | 비관세 장벽(디지털세, 산업보조금) | O |

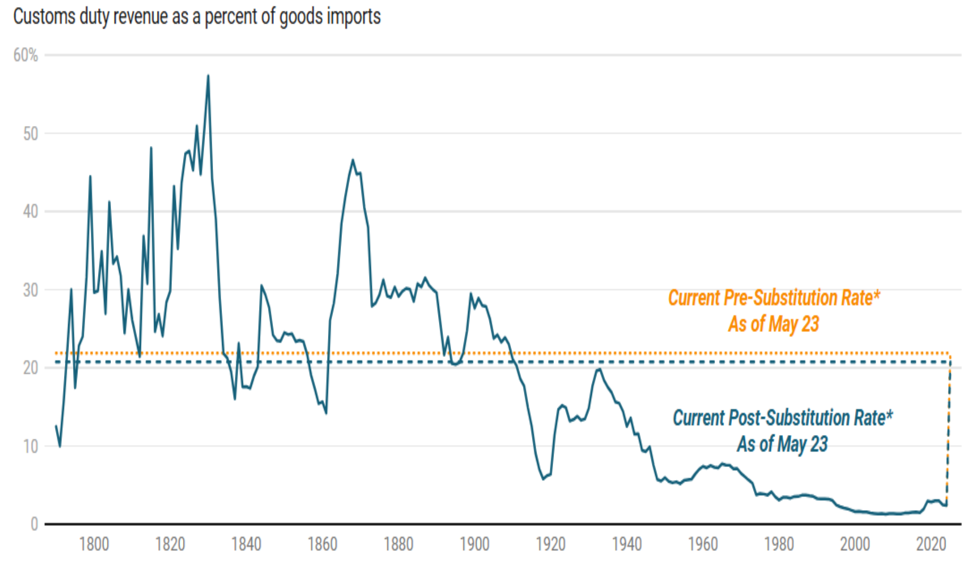
우회

자료: NH선물 리서치센터

# 미국 금리 인하의 조건 - 물가

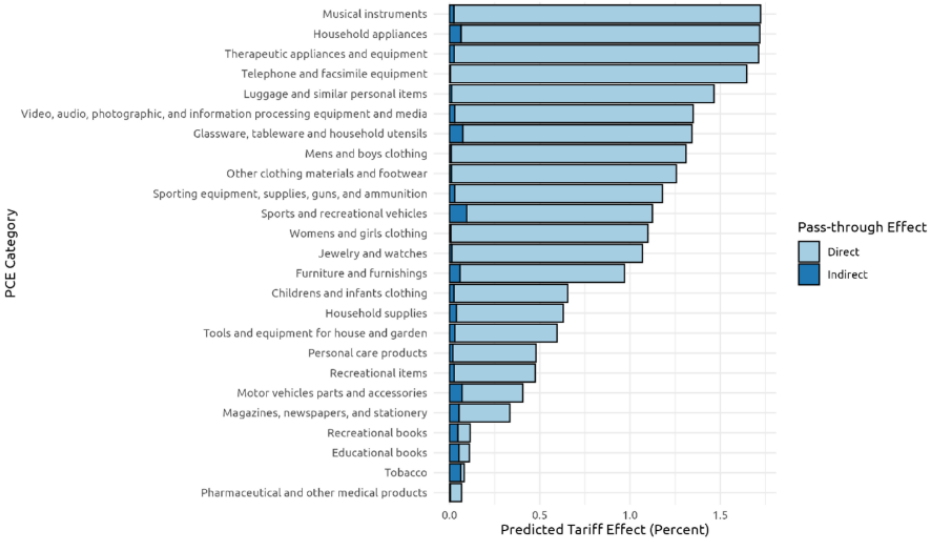
- 이미 부과 중인 관세로 인해 실효관세율은 2024년 2.5% 수준에서 올해 12.0%~19.4%(추정 기관별 상이)까지 상승, 물가 상승 압력은 불가피
- 다만 고민해야 할 부분은 CPI와 PCE 구조가 서비스업에 60%~70% 치중되어 있다는 사실. 관세의 직접적 영향을 받는 재화의 비중은 제한적
- 연준은 올해 2-3월에 거쳐 중국에 부과된 20%의 관세로 인해 근원 PCE 상품물가가 0.33%p, 근원 PCE 물가 전체는 0.08%p 상승한 것으로 추정

## 향후 무역협상에 따라 달라지겠으나 이미 실효관세율은 20% 수준




자료: Yale Budget Lab , NH선물 리서치센터

## 관세에 영향받는 PCE 상품 물가 리스트, 대부분 물가 비중 낮아

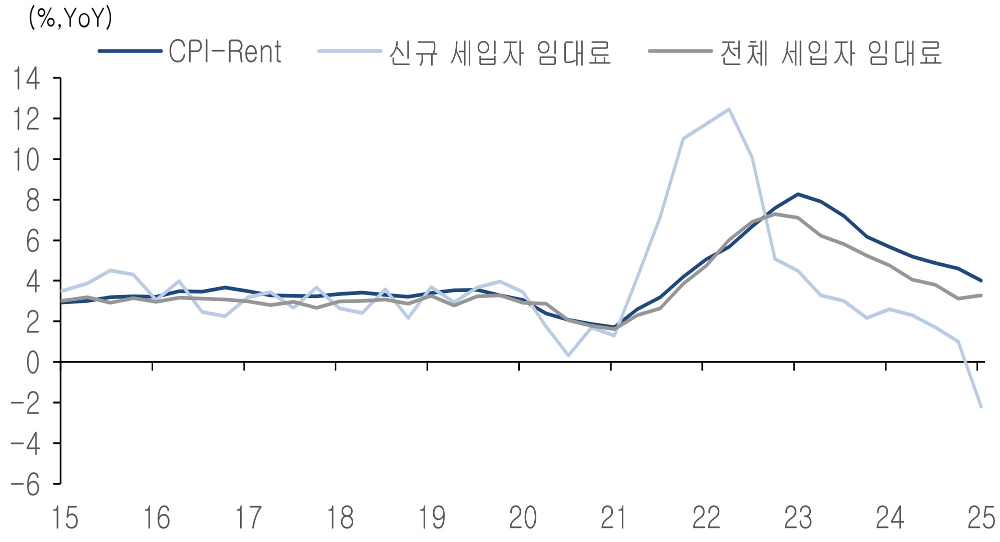



자료: FRB, NH선물 리서치센터

# 미국 금리 인하의 조건 – 물가

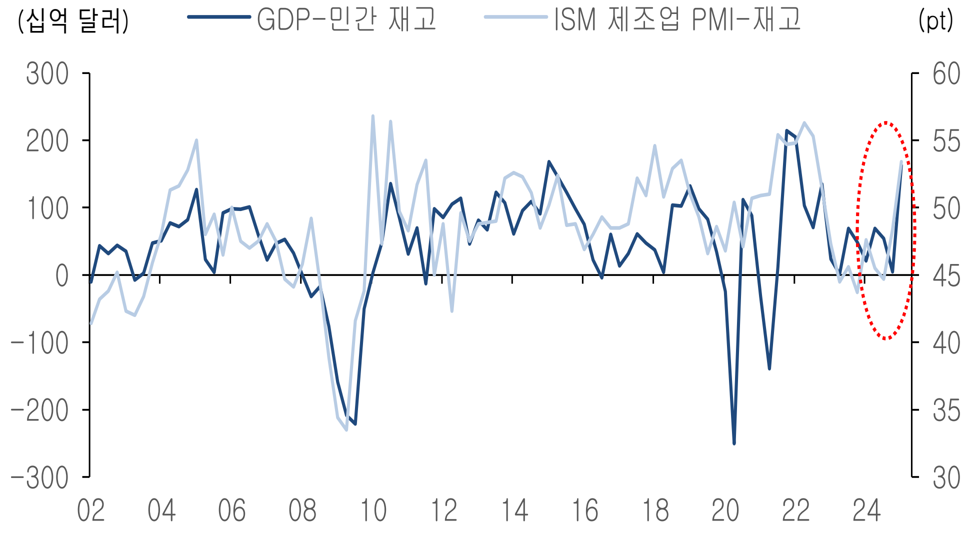
- 관세 인상과 소비자 사이 중간단계인 "수출업체->수입업체->중간재 생산자->최종 판매자" 사이에서 상당 부분 흡수될 가능성도 존재
- 서비스 물가의 큰 비중을 차지하는 주거비의 선행지표는 향후 완만한 서비스 물가 둔화 기조를 시사
- 물가와 소비의 경우 1분기 미국 수입업체들의 선제적(Front-loading) 수입과 재고 축적에 2분기 내내 잡음이 상당할 것

### 물가 비중이 가장 높은 주거비 선행지표는 서비스 물가 하락을 암시




자료: Cleveland Fed , NH선물 리서치센터

### 기업 재고, 수입




자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

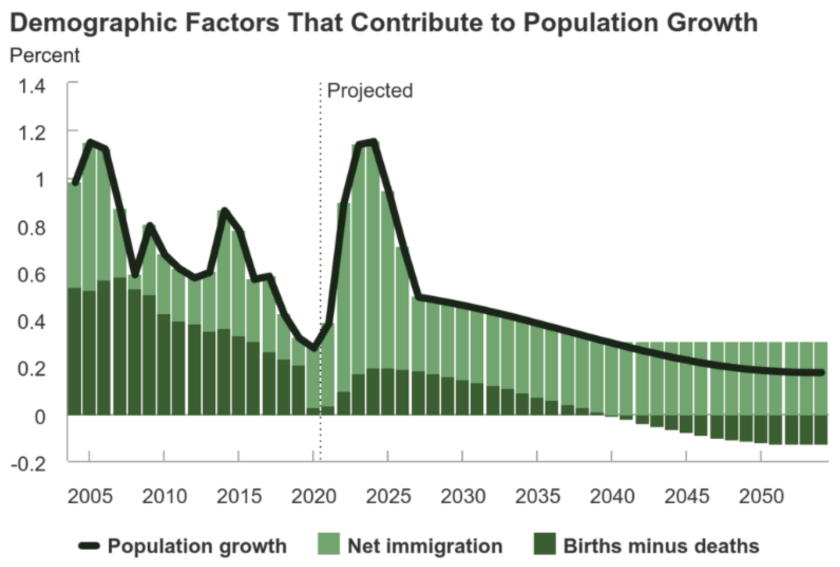
# 미국 금리 인하의 조건 - 고용

- 현재 미국 고용시장은 완전고용에 가까운 국면, 여기서 추가적인 고용 감소가 이어진다면 둔화 국면으로 진입
- 이민자 추방 정책으로 신규 노동자 유입은 제한적인 반면, 관세로 인한 제조업과 건설업 비용 상승은 관련 업종 고용을 위축시킬 재료
- 연초 DOGE(정부효율부)가 시행한 유예 퇴직(Buyout)에 해당되는 75,000명은 9월 30일 이후 실업자로 전환. 전체 노동인구(1.6억)에 비하면 미미한 수준이지만, 하반기 고용시장 악재가 겹친다면 실업률 반등 가능

### 실업자 한 명당 채용공고 수, 균형수준인 1에 근접


자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

### 미국 의회예산국이 추정하는 향후 인구 증가율, 이민자 중심 감소 전망




자료: CBO, NH선물 리서치센터

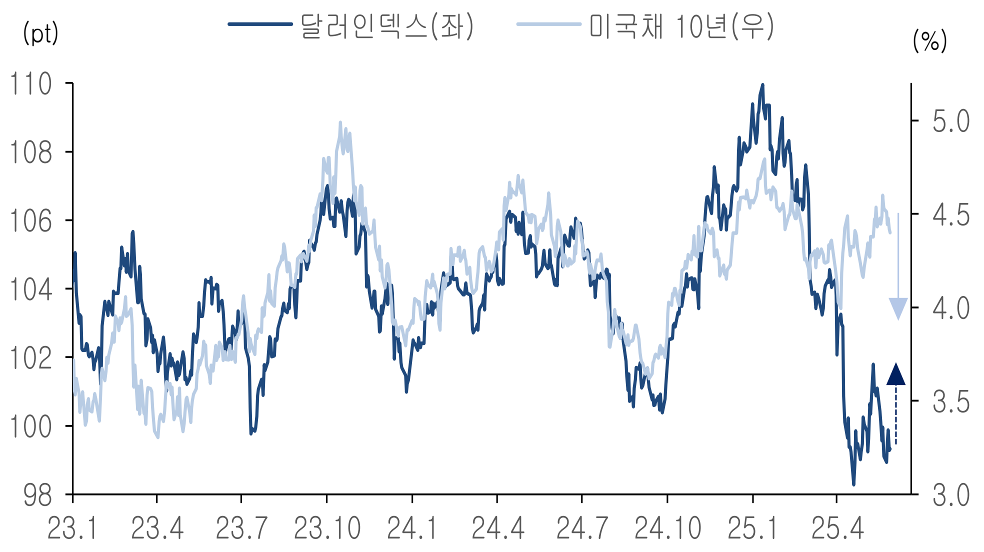
# 사실 금리 인하보다 더 시급한 문제, 장기채

- 연초부터 트럼프의 정책 불확실성 -> 과도한 관세 부과 -> Moody's 신용등급 강등 -> 대규모 감세안 하원 통과 등 이슈에 장기채 금리가 급등
- 이자비용이 급증하는 가운데 재정적자에 대한 우려가 더욱 불거지며 이례적으로 미국채 금리 상승과 달러화 약세가 동반
- 반대로 새로운 장기채 수요처가 확보되면서 장기금리가 하락한다면, 반대급부로 달러화도 단기적 반등이 가능한 시나리오

### 연초부터 지속된 미국 재정우려에 장기채 금리 급등


자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

### 과거와 달리 미국채 금리와 달러화 디커플링 현상 발생

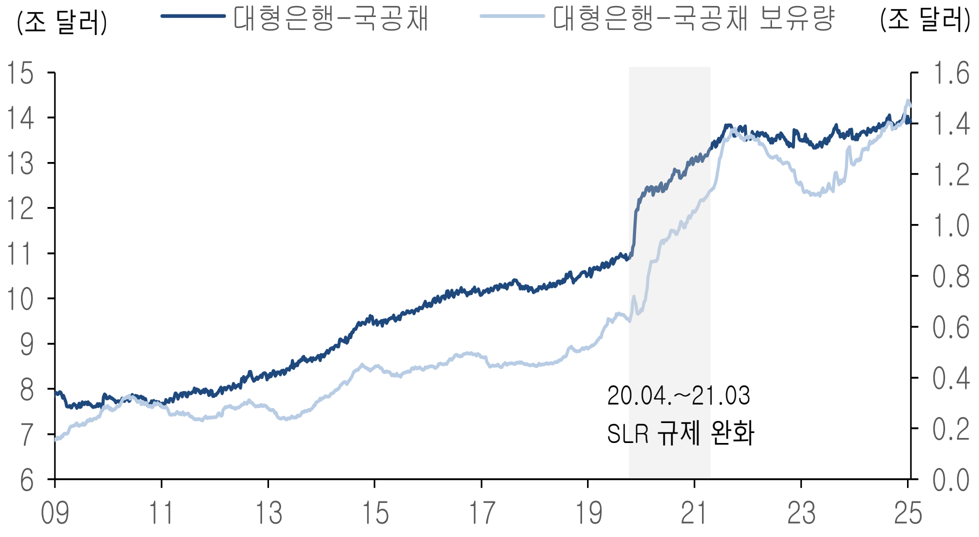



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

# 미국채 수요처 후보군: 1) SLR 규제 완화, 2) 스테이블 코인

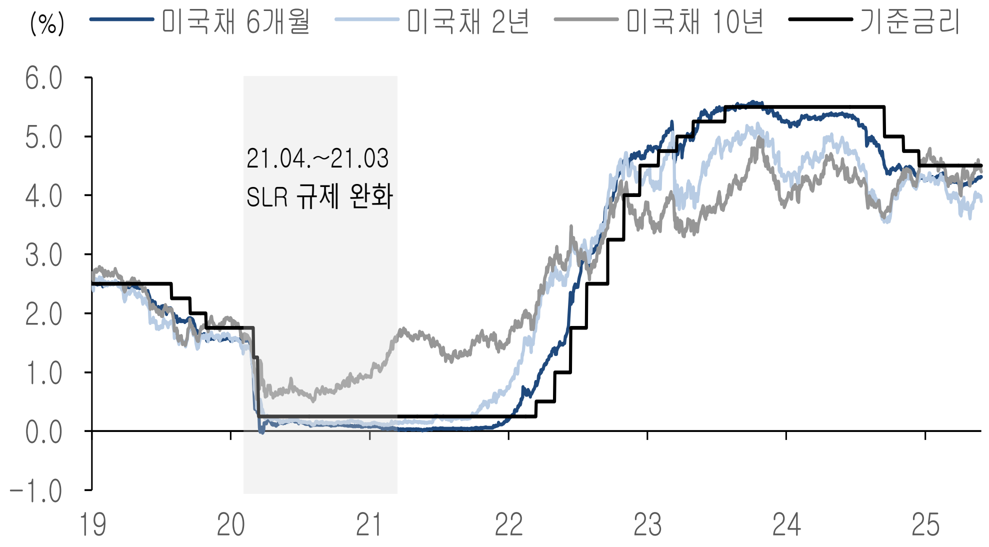
- 미 재무부 장관은 장기채 금리 상승에 대해 1) SLR 규제 완화와 2) 스테이블 코인 시장이라는 해법을 제시
- SLR(Supplementary Leverage Ratio) 규제완화의 경우 자본비율 산정시 국채를 제외하는 방식으로, 대형은행들의 국채 매수 확대와 유동성 공급을 유도
- 과거 2020년 3월 코로나로 인한 국채시장 충격에 대응해 이미 시행한 사례가 존재. 대형은행의 국채 매수 여력은 크게 증가
- 다만 전체 국채시장에서 차지하는 비중이 작아, 금리 하락보다는 상승 억제와 유동성 공급 측면의 의미가 커

### 코로나 기간 규제 완화로 대형은행 국공채 보유량은 급증




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

### 다만 장기채 금리 하락 효과보다는 상승 억제 효과

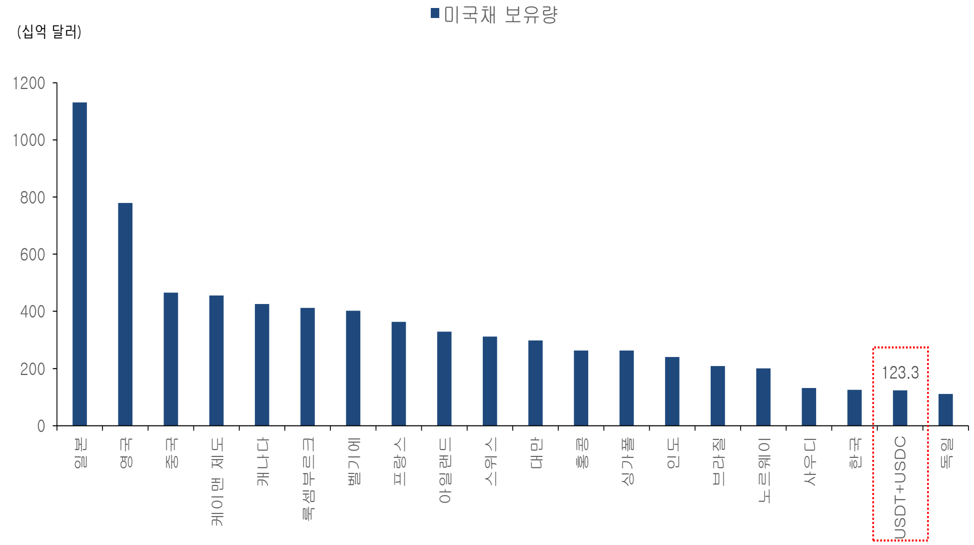



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

# 미국채 수요처 후보군: 1) SLR 규제 완화, 2) 스테이블 코인

- SLR규제 완화가 은행의 유동성 공급을 지원하는 한 편, 스테이블 코인 발행사들은 90일 이하 단기채의 매수처로 부상
- 가장 큰 발행사인 USDT와 USDC의 미국채 보유량은 올해 3월 기준 1,233억 달러. 이는 한국과 독일이 보유한 미국채와 유사한 규모
- 연준의 오퍼레이션 트위스트(OT), 혹은 재무부 바이백(Buy-back)을 통해 단기채를 매도하고 장기채를 매도하면서 장기 금리 조절할 가능성 존재

### 미국채 보유량 순위, 이미 독일을 넘어선 스테이블 코인 발행사




자료: Bloomberg, Tether, Circle, NH선물 리서치센터
주: 2025년 3월 기준

### 확보된 단기채 자금으로 장기채를 매입해 금리를 진정


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

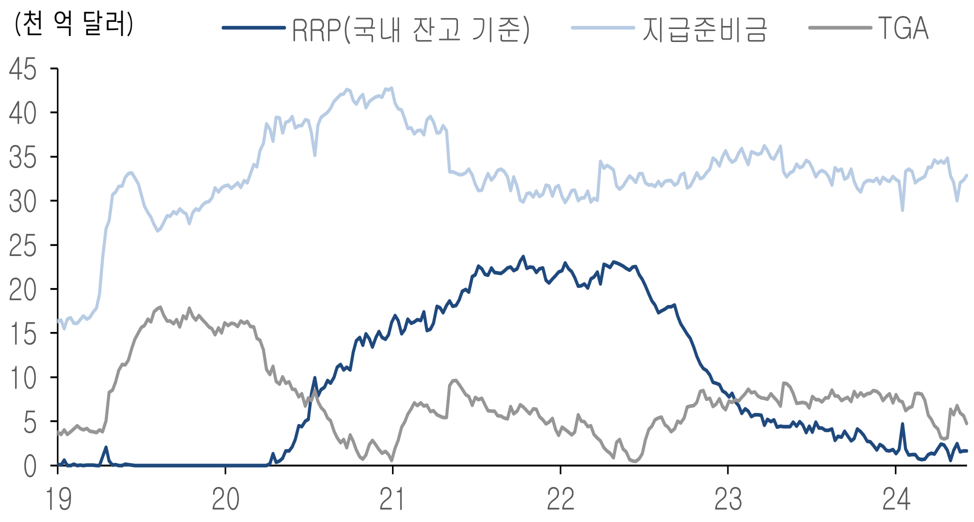
# 하반기 채권시장 변동성은 유지되겠으나, 결국 하향 안정될 금리와 달러

- 올해 상반기는 관세, 신용등급 강등, 감세안으로 채권시장 변동성이 확대
- 다만 하반기에도 감세안의 상원 의결(7월-8월)과 부채한도 협상 혹은 재무부 현금잔고 소진이 예정된 X-date 등(8월-9월) 변동성 재료가 다분
- 9월 이후 변동성 완화 + 금리 인하 논의가 수면 위로 부상하며 점차 금리의 하향 안정화와 이에 따른 달러화 약세가 동반될 전망

### 쉽게 진정되지 않는 텀프리미엄, 하반기도 지속될 전망


자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

### TGA 잔고 소진 시점 8월-9월 추정, 유동성 충격에 유의



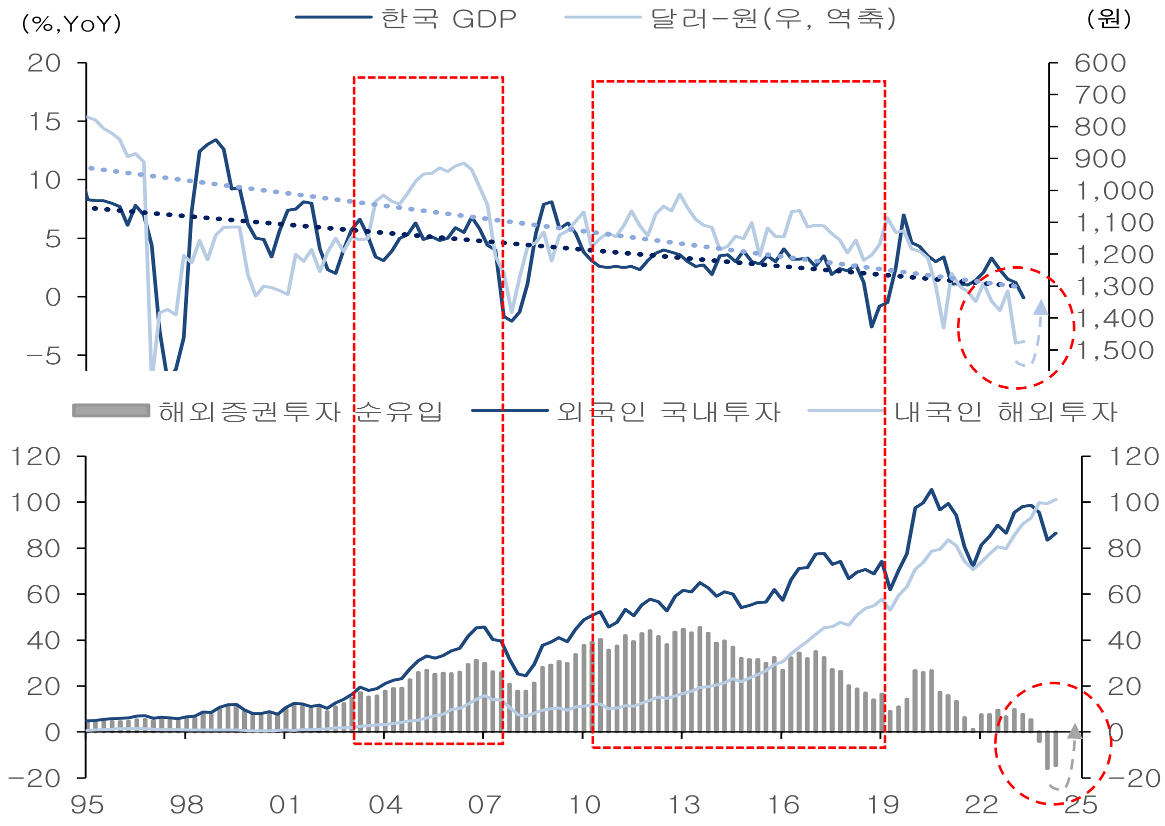

자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

# Ⅱ.KRW(₩)

추세적 약세, 순환적 강세

# 한국의 성장률 둔화에도 원화는 강세?

**장기적 관점에서 원화 약세의 추세는 지속, 다만 순환적 관점에서 하반기 저평가 해소 국면에 진입**



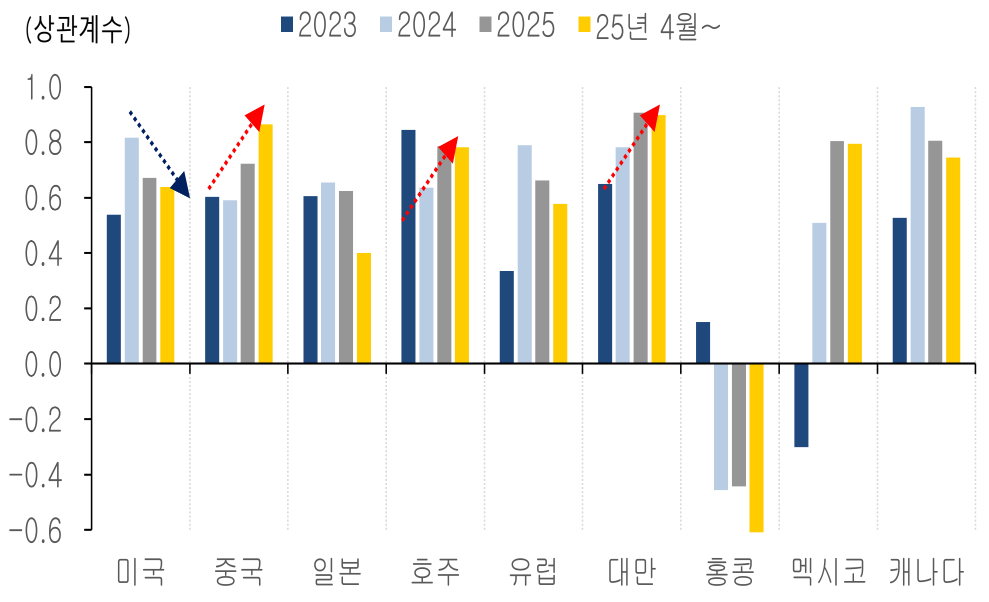

자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

- 한국의 1분기 성장률은 전년대비 -0.1% 감소하며 마이너스 성장을 기록. 경제성장률 전망치는 연내 꾸준히 하향 조정
- 장기적 관점에서 원화 가치는 성장률과 함께 추세적인 약세 흐름이 관찰. 다만, 과거 2000년대 초반, 2010년대 중반에는 외국인의 국내 투자 유입에 원화가 강세 흐름을 보였던 사례 존재
- 향후 원화 약세 기조는 완만히 지속될 것으로 보이나, 올해 하반기는 미국의 금리 인하와 맞물린 약달러, 이에 따른 외국인 자금 유입에 순환적 차원에서 저평가 해소 구간에 진입할 전망
- 미국 금융시장 불확실성 확대 국면인 3분기 달러-원 환율은 1,360-1,420원 넓은 레인지 장세를 보이겠으나, 4분기 약달러 기조 재개에 1,320-1,340원까지 완만히 하락할 전망

# 대외변수에 더욱 크게 영향 받는 원화

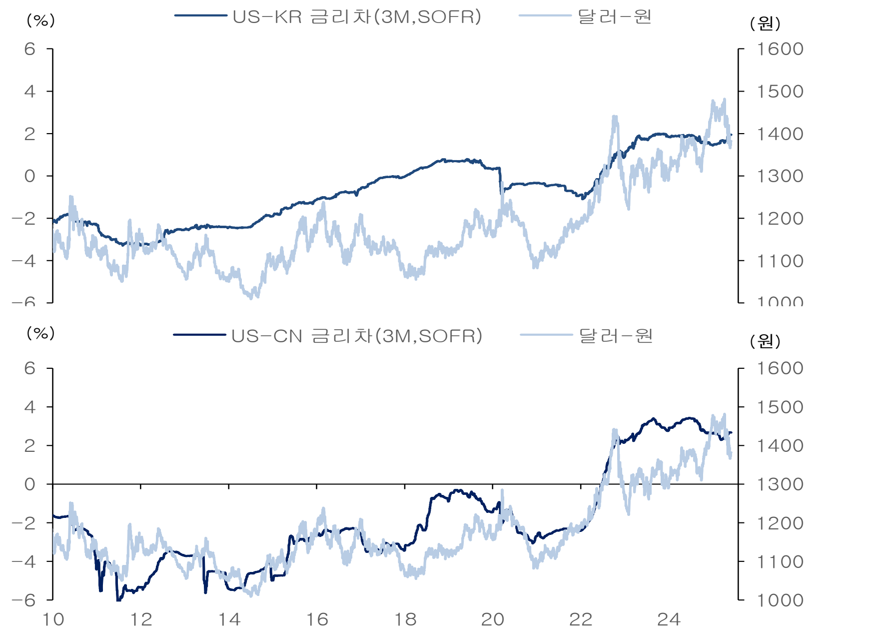
- 달러-원 환율은 대내요인보다 달러인덱스, 위안화 등 대외변수에 더욱 크게 반응
- 주목할 부분은 미국과 한국의 내외금리차 보다, 미-중 금리차가 달러-원 환율에 더욱 설명력이 높았던 사례가 많다는 점
- 특히 상호관세 발표 이후인 2025년 4월 이후, 원화는 위안화와 연동이 강한 모습, 후술할 위안화 강세 전환과 맞물려 달러-원 환율도 하락 기조가 유효

### 원화와 주요국 통화의 상관계수 달러보다 아시아 통화 설명력 ↑




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

### 내외(미국-한국)금리차보다 미중금리차에 더 연동된 달러-원 환율




자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

# 미국의 금리 인하 -> 신흥국 자금 유입 사이클에 기대

- 과거 미국의 기준금리 인하+ 약달러 조합에서는 미국 -> 신흥국 증시로 자금 이동 흐름이 동반
- 다만 코로나 이후 미국 증시로 자금이 집중된 배경에는 차별화된 AI 산업경쟁력이 존재, 따라서 과거와 같이 과도한 달러화 약세는 바라기 어려워

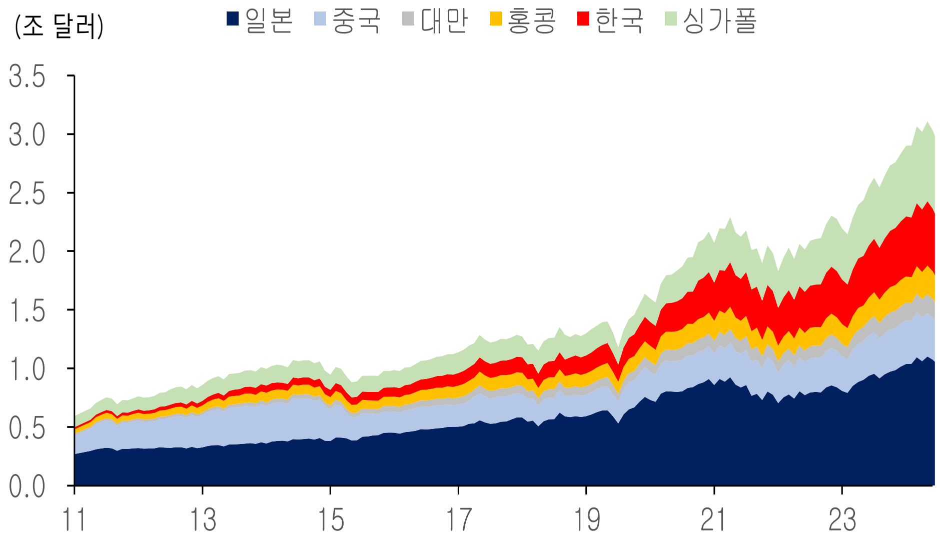
### 과거 미국의 금리인하, 달러화 약세가 선행되면 신흥국 주식시장이 아웃퍼폼


자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

# 미국의 금리 인하 -> 신흥국 자금 유입 사이클에 기대

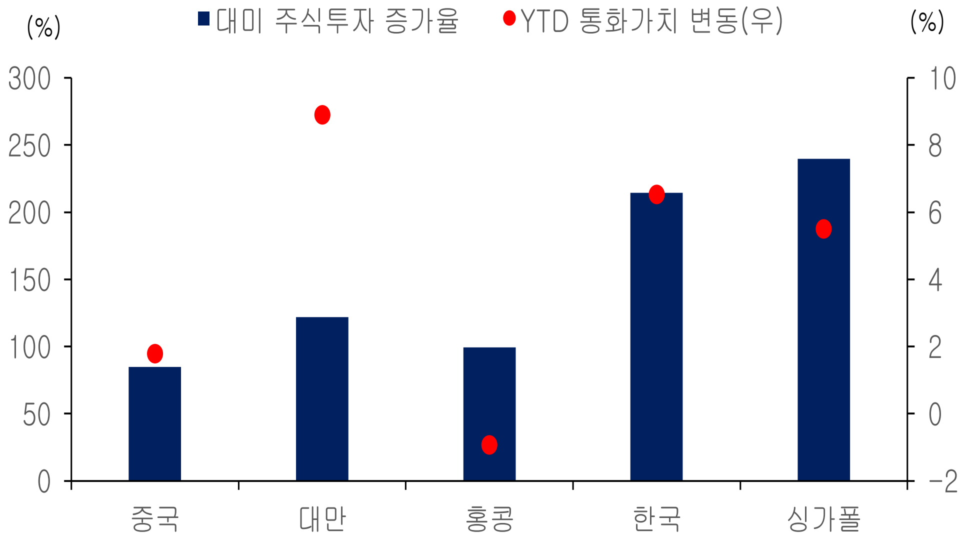
- 코로나 이후 아시아 국가들의 미국향 주식투자는 큰 폭 증가, 동시에 달러에 대한 과매수 포지션을 구축
- 달러화 약세 전환에 대한 기대감 + 제2의 플라자 합의 루머에 달러 포지션 Unwinding에 5월 아시아 통화 전반이 강세
- 특히 2019년 대비 미국 주식투자를 크게 늘린 한국과 싱가포르 중심으로 연초대비 통화가치가 가파르게 상승

### 코로나 이후 미국 주식시장에 대거 유입된 아시아 자본




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

### 2019년 대비 미국 주식투자 증가폭과 해당국 통화가치 변동

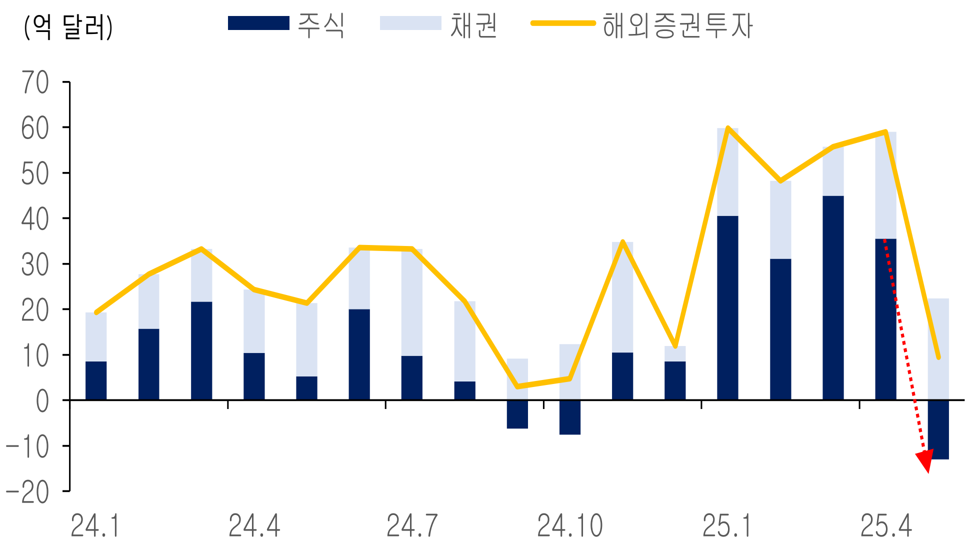



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

# 미국의 금리 인하 -> 신흥국 자금 유입 사이클에 기대

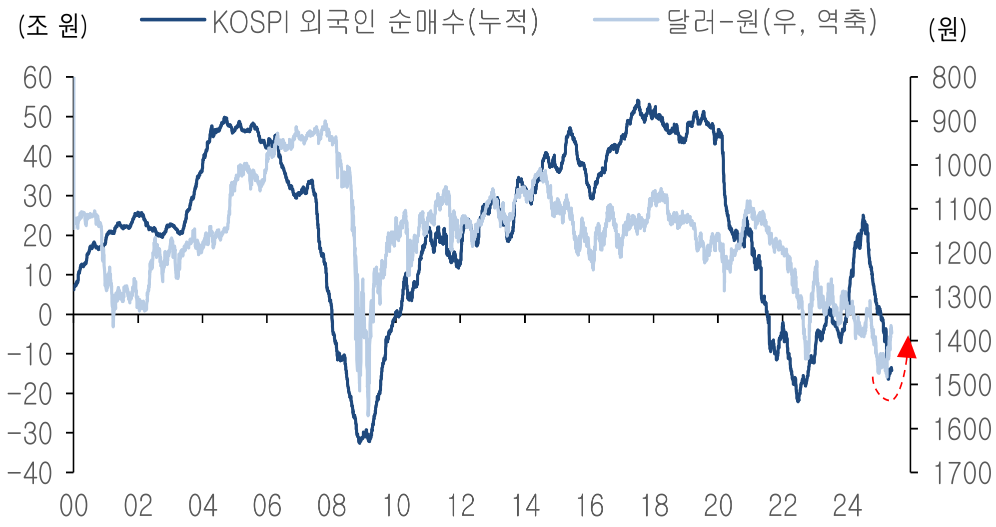
- 코로나 이후 원화 약세를 주도했던 내국인의 해외투자, 5월부터 주식을 중심으로 순매도 전환 (달러 수요 감소)
- 반면 외국인들의 국내 증시 투자는 5월들어 순매수로 전환되며 수급적 부담도 단기적 달러-원 환율 하락을 지지 (달러 공급 증가)

### 내국인 해외투자는 5월 빠르게 감소, 주식 중심 순매도




자료: 예탁결제원 , NH선물 리서치센터

### 외국인의 국내투자는 5월 조금씩 반등 중

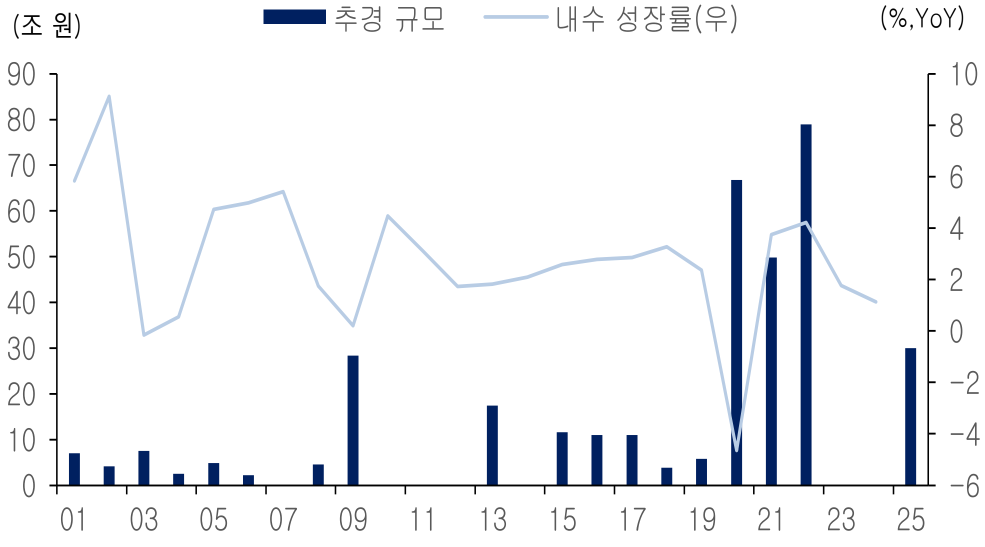



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

## 원화의 추세적 강세는 가능할까?

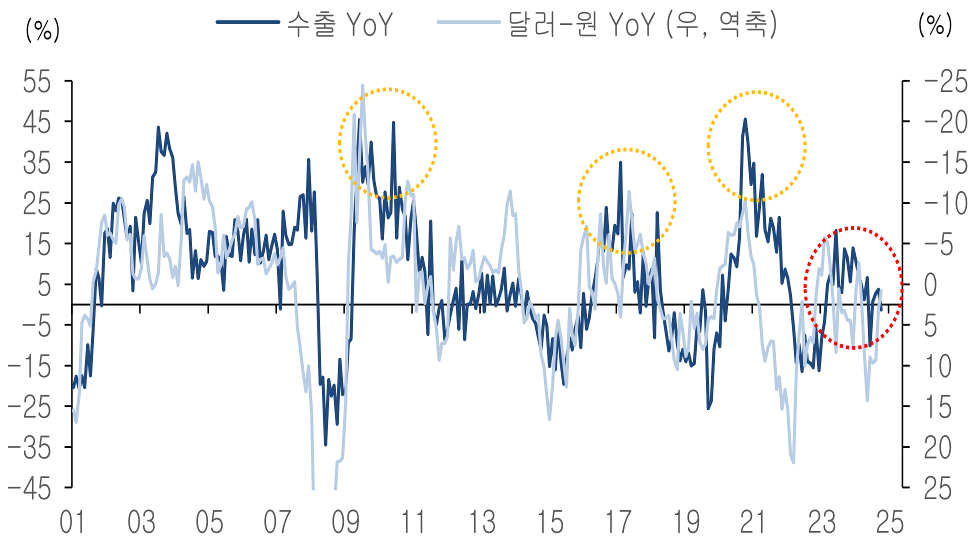
- 앞서 언급한 금융시장 리사이클 관점에서 원화 가치는 '순환적 차원' 의 강세가 예상되나, '추세적 차원' 의 강세는 기대하기 어려워
- 추경 편성과 정치공백 해소, 금리 인하에 따른 내수 회복은 일정 수준 국내 경기의 하단을 지지하겠으나
- 트럼프의 관세와 이에 따른 수출 불확실성은 여전히 성장률 반등에 제약을 가하는 재료

### 추경이 내수 성장률에 도움은 되겠으나




자료: 기획재정부 , NH선물 리서치센터
주: 25년 추경 규모는 30조원으로 가정

### 관세 영향에 수출이 부진할 경우 성장률 반등은 제한




자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

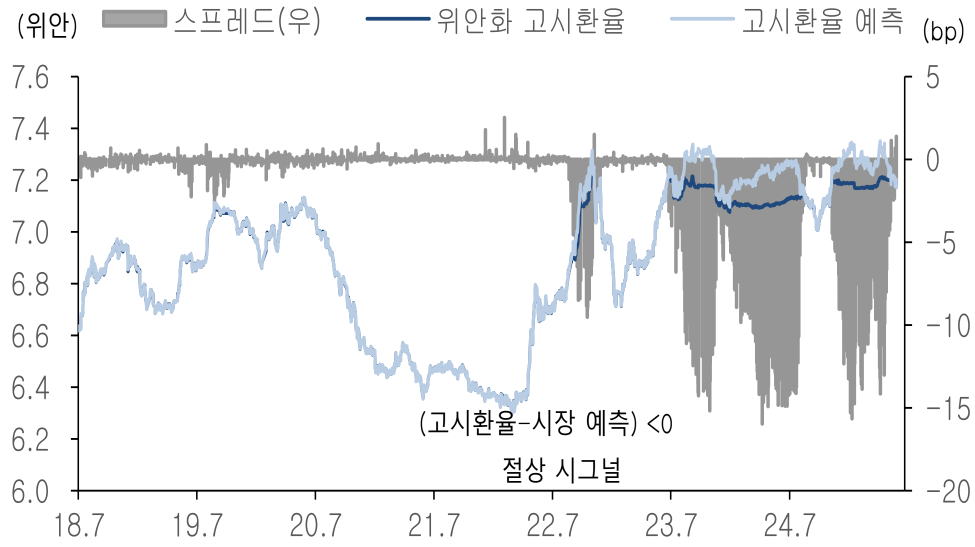
# Ⅲ.CNY(¥)

## 펀더멘탈보다 수급에 기대

# 위안화 약세에 대한 오해

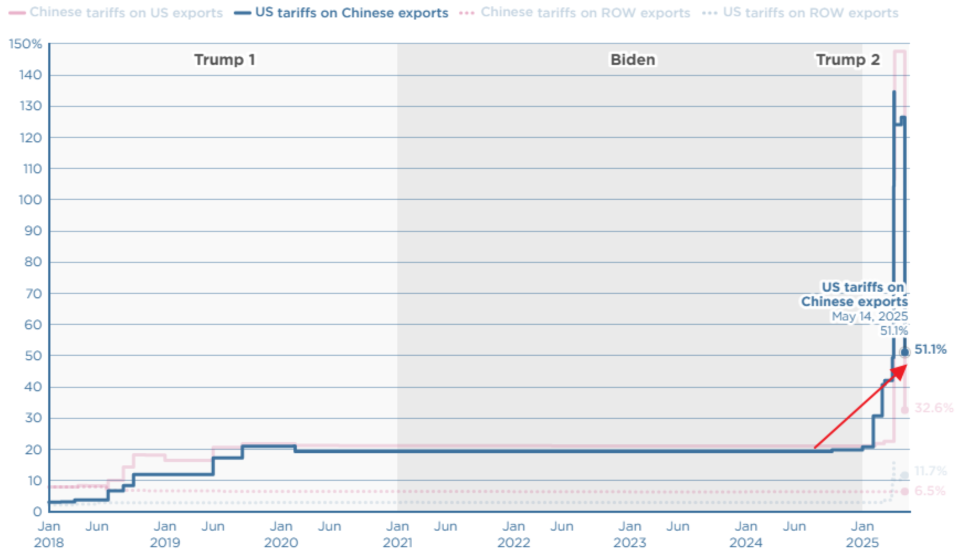
- 올해 트럼프의 대중 관세 인상 이후 시장은 위안화 약세에 대한 우려가 형성, 이는 2018년 미중 관세 전쟁 과정에서 위안화 절하를 경험했기 때문
- 다만 올해 중국 외환당국이 보여줬던 위안화에 대한 스탠스는 오히려 위안화 약세 방어 의지
- 2018년 미국의 대중 실효관세율이 19.3%였던 데 반해, 현재는 51.1%로 상승(관세율 145%->30% 반영, PIIE). 위안화 절하로 대응이 불가능한 수준

### 2022년 이후 지속적으로 위안화 약세를 방어했던 중국 외환당국




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

### 미국의 대중 실효관세율, 1기 대비 2배 이상 상승

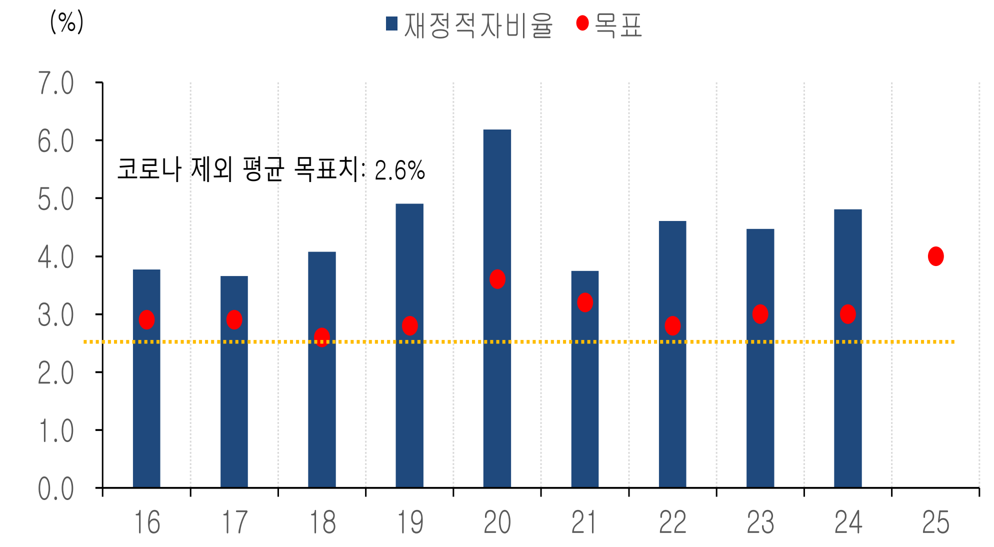



자료: PIIE, NH선물 리서치센터

# 위안화 약세에 대한 오해

- 중국 뿐 아니라 우회수출 경로인 베트남, 멕시코에 대한 미국의 관세 부과로 사실상 수출주도 성장의 길이 막힌 셈
- 이에 중국은 내수주도 성장을 시도, 최근 10년 대비 올해 적극적인 재정확장 의지를 표명
- 재정 뿐 아니라 통화환경 지속적으로 완화하며 시중 유동성 공급을 확대 중

### 올해 양회에서 재정적자 목표를 4%로 설정, 대규모 재정 투입 예정




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

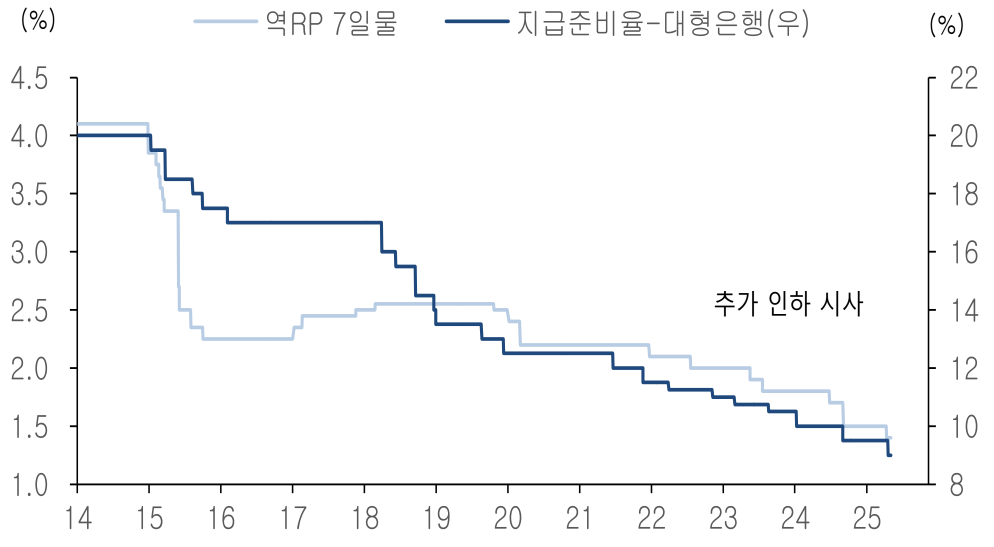
### 지속적으로 유동성 공급하며 시중 유통 통화량 반등 중


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

# 유동성 공급 -> 펀더멘탈 지표 반등에는 시차가 존재

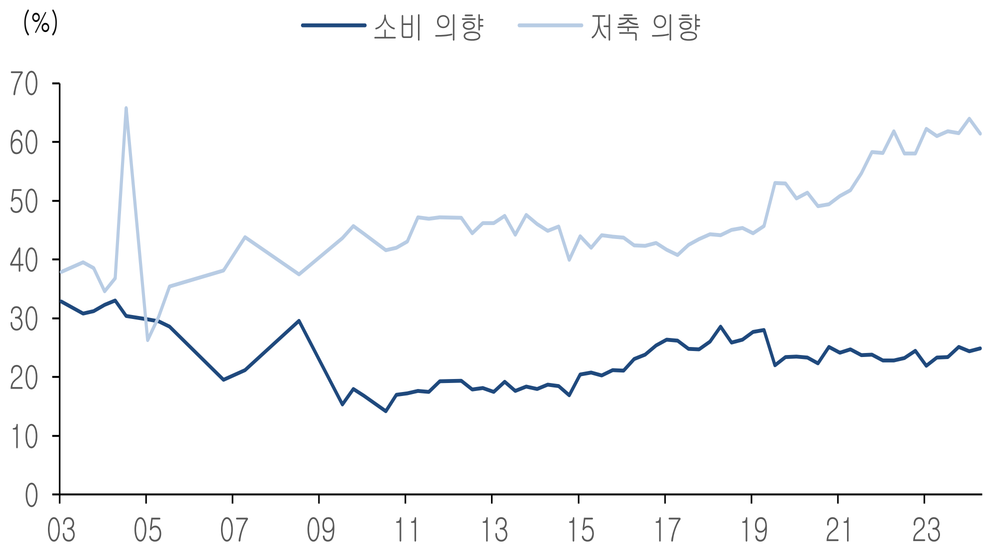
- 금리와 지준율 인하, RP공급을 통한 유동성 대규모 공급에도 과거 중국 가계는 저축만 늘리고 소비하지 않았던 사례가 다수
- 게다가 내수가 반등해도 수출 위축으로 인한 성장률 상쇄 효과로 올해 하반기 펀더멘탈 측면의 위안화 강세를 기대하기는 어려워

통화 완화는 계속 유지될 예정이나




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

소비의향 여전히 저조, 실제 소비로 이어질지는지켜봐야

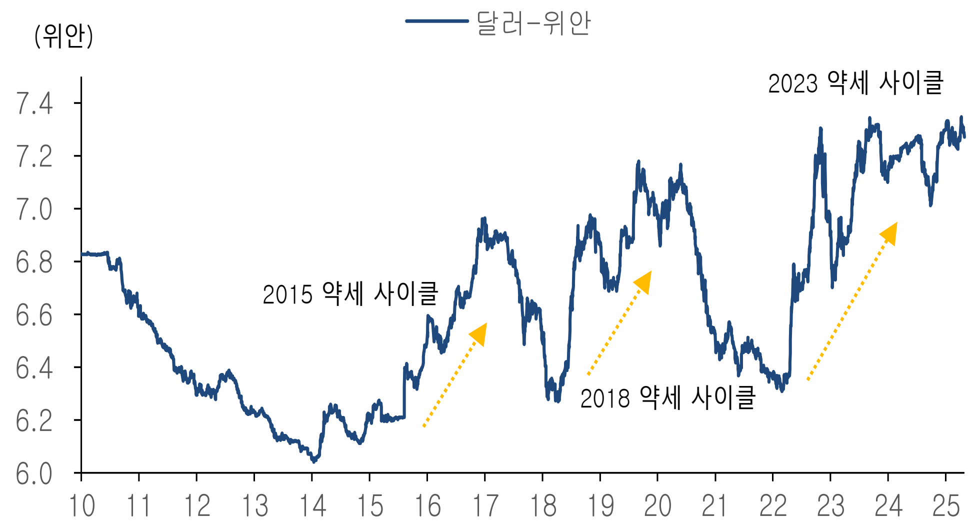



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

# 수급적 환경에서는 위안화 강세 환경이 조성

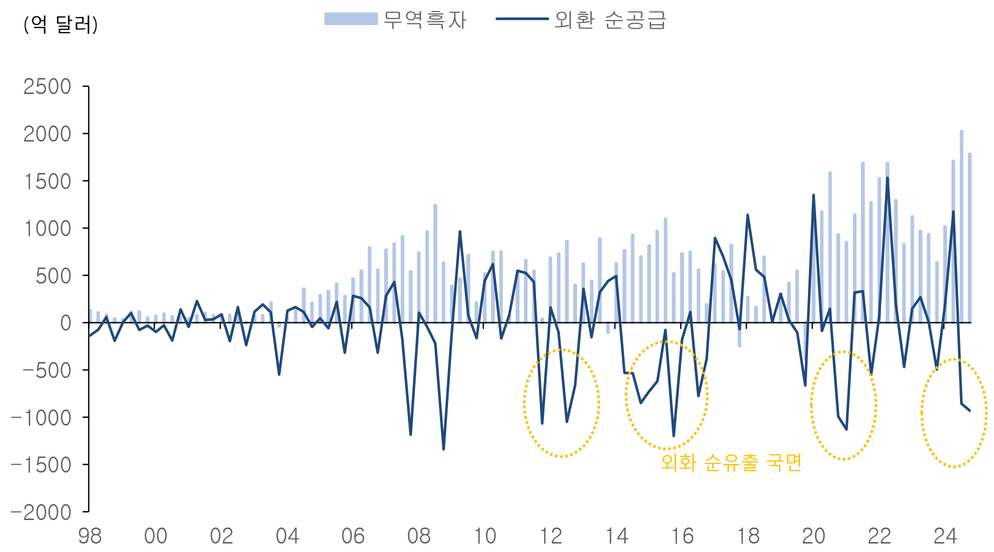
- 지속적인 무역흑자, 즉 달러 유입에도 위안화는 2015년, 2018년, 2022년 약세 사이클을 형성
- 이는 유입된 달러보다 유출된 달러가 더 많았기 때문. 다만 그 유출의 흐름이 과거와는 달리 2023년에는 민간자본의 해외투자에 의해 형성

### 미국이 중국에 던지는 질문, 무역흑자에도 위안화는 계속 약세?




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

### 해외투자와 비공식 외화유출을 감안하면 달러는 순유출 국면

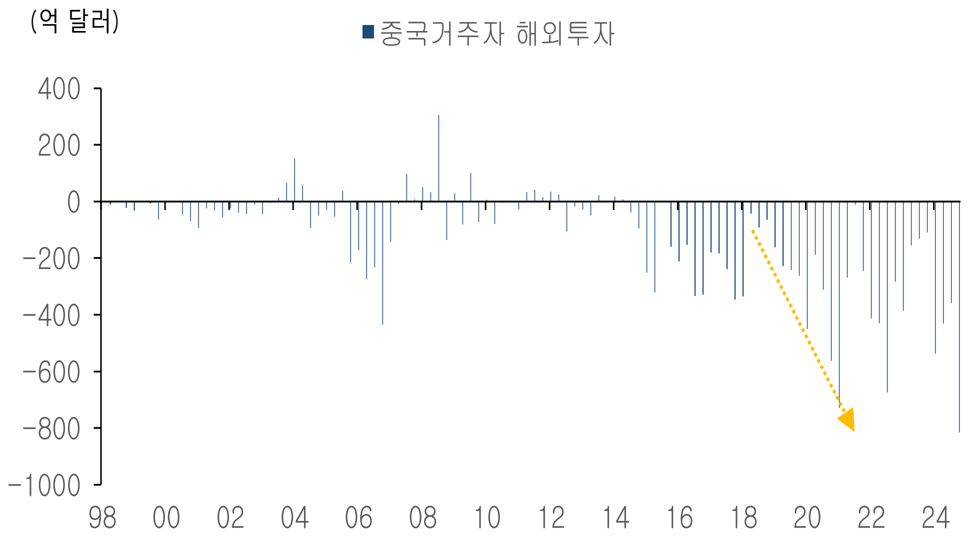



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터
주: 외환 순공급 규모의 경우, 자본 및 금융 계정에서 기타투자수지를 제외한 외화유출량(FDI+해외포트폴리오투자+팔생상품투자)과 경상수지 흑자규모를 통한 외환유입량을 합산하여 산출

# 수급적 환경에서는 위안화 강세 환경이 조성

- 중국 거주자의 해외투자는 주식과 채권을 중심으로 2020년 코로나 이후 크게 확대
- 게다가 중국 수출업체는 벌어온 달러를 은행에 환전하지 않고 커스터디에 예치하면서 꾸준히 높은 달러 이자를 추구

### 코로나 이후 확대되어 온 거주자 해외투자




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

### 수출업체 네고 물량의 커스터디 예치금액, 역대 최고치


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

# 수급적 환경에서는 위안화 강세 환경이 조성

- 거주자의 해외투자 자금과 수출업체의 커스터디 물량은 미국의 금리인하+약달러 조합에 직면할 경우 본국으로 복귀할 유인이 확대
- 다만 미국과 동일하게 지속해서 통화 완화 단계에 있는 점, 미국의 상대주식 성과의 급격한 상승이 AI 산업경쟁력이라는 점을 감안, 위안화 강세폭은 제한

### 달러-위안 환율과 미중금리차


자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

### 달러-위안 환율과 미중 주식 상대성과


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터
주: 주식 상대성과의 경우 S&P500과 CSI300지수로 산출

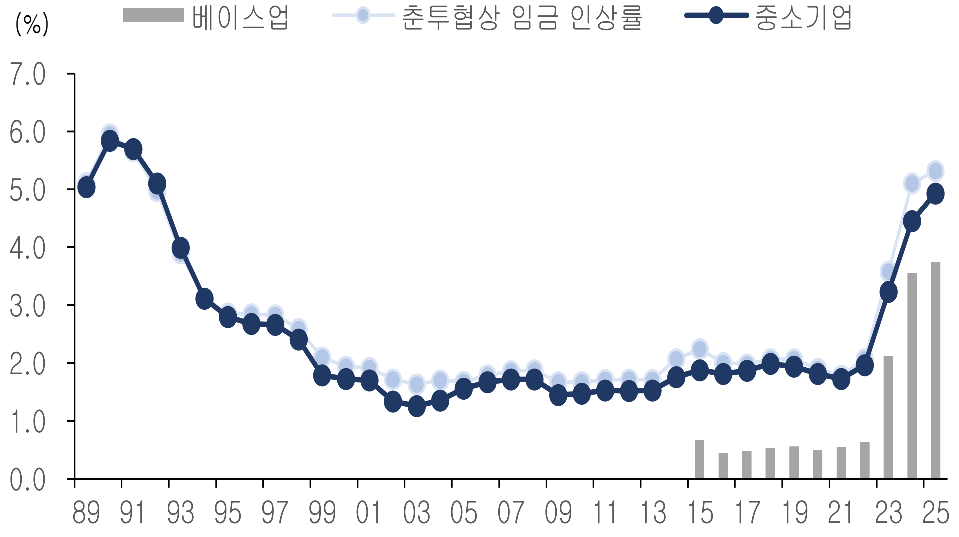
# Ⅲ.JPY(¥)

## 느릴 수 있지만 방향은 명확

# 방향성이 가장 명확한 엔화, 강세 기조 유지

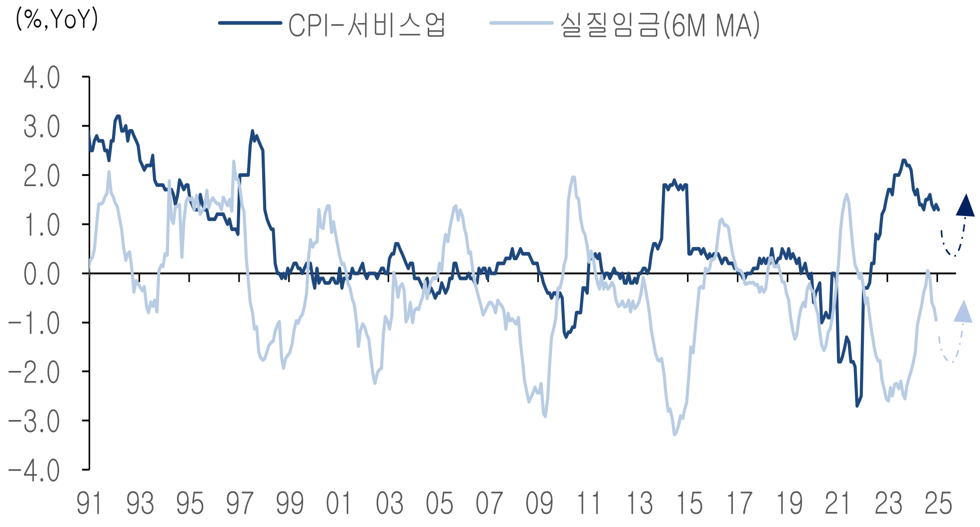
- 일본은 선진국 중에서 유일하게 금리 인상 사이클에 진입한 국가, 내외 금리차 축소에 따른 강세 기조는 지속될 전망
- 금리 인상에 필수적 조건인 임금-물가의 선순환은 이미 일본은행의 목표에 근접한 상황 (춘투 임금 협상+서비스 물가 상승)
- 게다가 물가를 감안한 실질금리는 여전히 대폭 완화적인 영역에 위치, 완만한 긴축기조는 유지될 것

### 춘투 임금협상, 올해도 5% 이상 인상될 전망




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

### 임금과 서비스 물가의 선순환 기조는 향후 지속

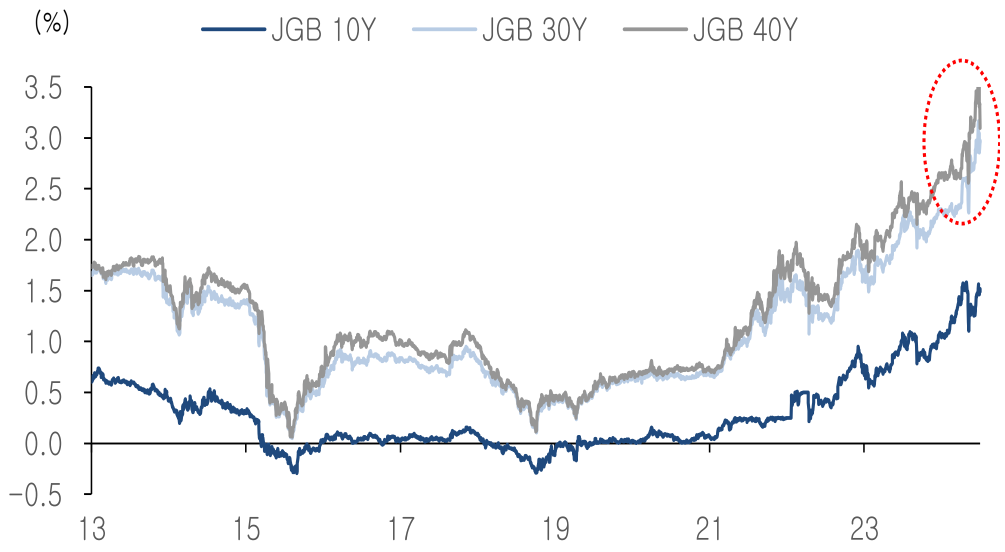



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

# 다만 금리 인상 속도가 늦춰진다면?

- 다만 시장에서는 올해 연말까지 추가 1회 인상만 반영, 금리 인상의 속도는 예상보다 더디게 진행될 가능성↑
- 이는 계속해서 지적되어 오던 1) 과도한 정부부채에 따른 이자비용 부담이 최근 장기채 금리 상승과 더불어 더욱 부각됐으며
- 2) 미국의 관세로 인한 수출 및 성장률 타격으로 금리 인상의 속도 조절 논의가 지속될 가능성 높기 때문

### 일본 초장기채 금리 급등락, 시장 변동성 확대




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

### 일본은행의 올해 성장률 전망치 1.1%->0.5% 하향 조정(5월)

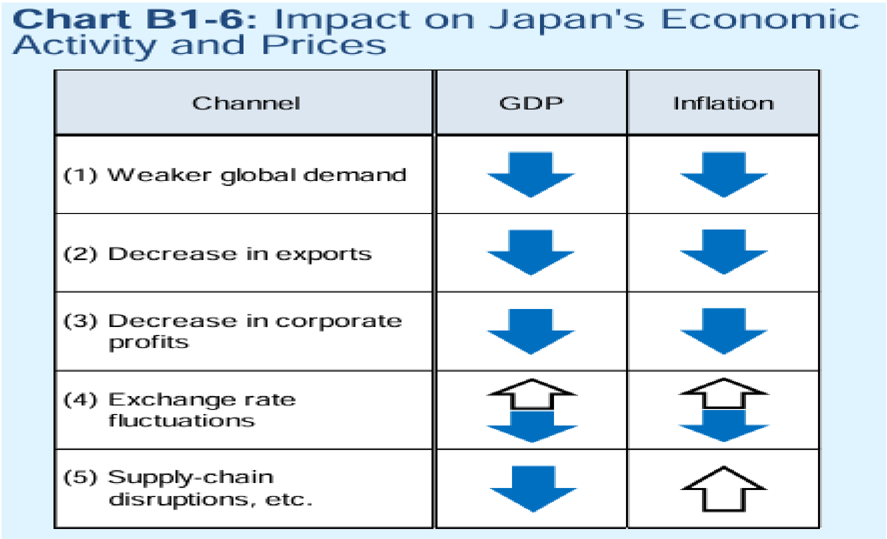


**Chart B1-6:** Impact on Japan's Economic Activity and Prices

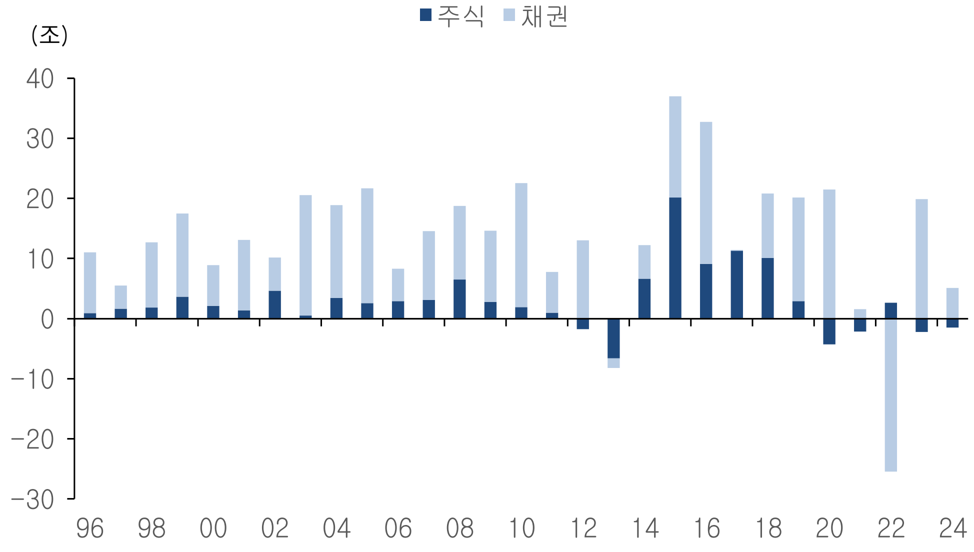
| Channel | GDP | Inflation |
|---|---|---|
| (1) Weaker global demand | ↓ | ↓ |
| (2) Decrease in exports | ↓ | ↓ |
| (3) Decrease in corporate profits | ↓ | ↓ |
| (4) Exchange rate fluctuations | ↑↓ | ↑↓ |
| (5) Supply-chain disruptions, etc. | ↓ | ↑ |

자료: Bank of Japan, NH선물 리서치센터

# 엔 캐리 트레이딩 중간점검

- 엔 캐리 트레이딩의 자금은 여전히 채권비중이 높아, 그 중에서도 일본 생보사와 연기금 중심 해외채권->일본JGB 전환이 캐리 트레이드의 트리거
- 다만 올해 4월 1일 진행된 보험사 대상 규제 요건에 맞추기 위한 생보사의 JGB 매입 확대는 대부분 종료, 추가적인 매수 여력이 부족
- 게다가 헤지비용 감소와 미국채 금리 상승이 겹치며 다시 환헤지 후 미국채 수익률이 JGB 수익률을 상회하는 구간에 진입

### 일본 거주자의 해외증권투자, 여전히 채권 비중 높아




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

### 환헤지 후 채권수익률, 다시 미국채 수익률이 우위

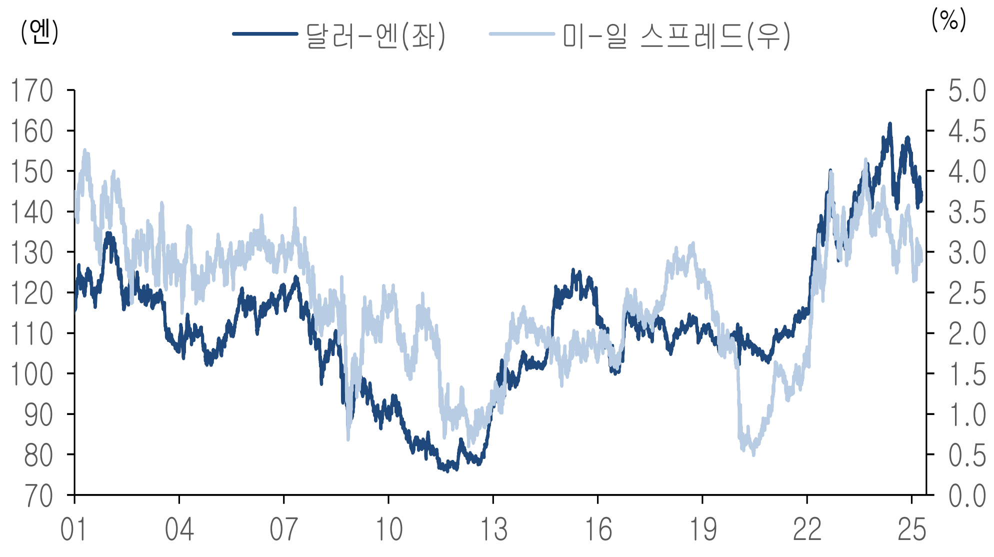

자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

주: 환헤지 비용의 경우 미일금리차와 베이시스 스프레드를 통해 산출, 3개월 단위 롤오버 가정

# 속도는 더디겠지만 엔화 강세 추세는 명확

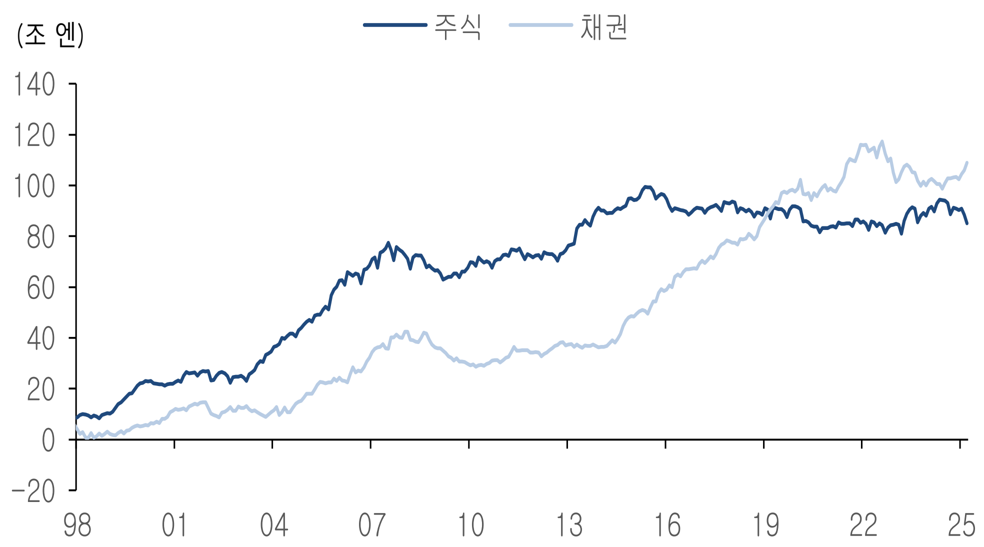
- 엔 캐리 트레이드의 청산이 완만하게 진행되겠으나, 결국 미국의 금리 인하에 따른 금리차 축소는 엔화 강세 지지 요인
- 게다가 일본의 금리 인상에 따른 외국인 투자자들의 채권시장 자금 유입도 엔화가 타국 통화 대비 빠른 강세를 보일 수 있는 수급적 재료

### 미일 금리차와 달러-엔 환율, 향후 강세 흐름 지속




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

### 일본 국채 금리 상승에 따른 외국인 투자자금 유입




자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

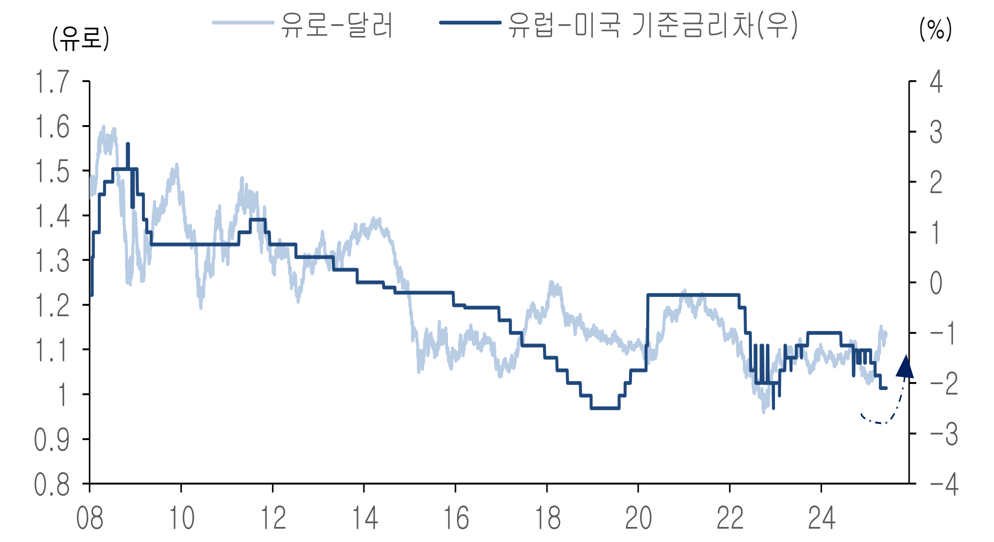
# Ⅲ.EUR(€)

## 드러난 장점, 숨겨진 단점

# 독일의 재정확장, 유로화에 부는 훈풍

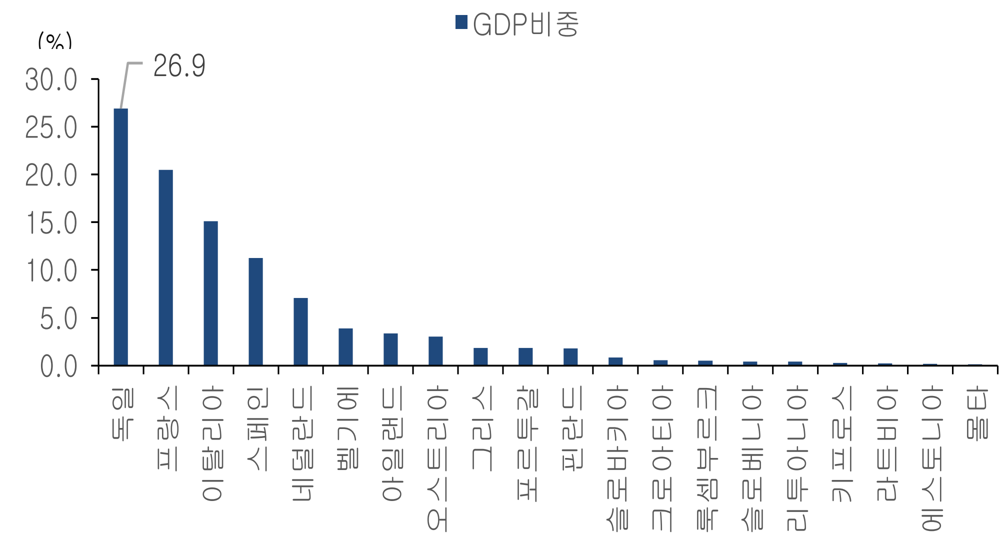
- 유럽 ECB는 미국 대비 빠르게 기준금리를 인하, 이미 ECB 금리는 실질중립금리 부근에 도달하며 유로존의 내외금리차는 향후 축소 공간이 더욱 커
- 게다가 올해 초 발표된 독일 중심 재정확장은 유로화에 긍정적 재료, 과거 보수적으로 재정을 운용하던 독일에게는 아직 재정 여력이 많아
- 유로존 GDP 내 독일이 차지하는 비중이 27%라는 점 감안, 독일의 성장 반등은 유로화에 유의미한 강세 재료

**미국 금리 인하가 동반된 유럽-미국 기준금리차 축소 기조 이어갈 전망**




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

**유로존 내 독일이 차지하는 비중은 27%로 가장 커**

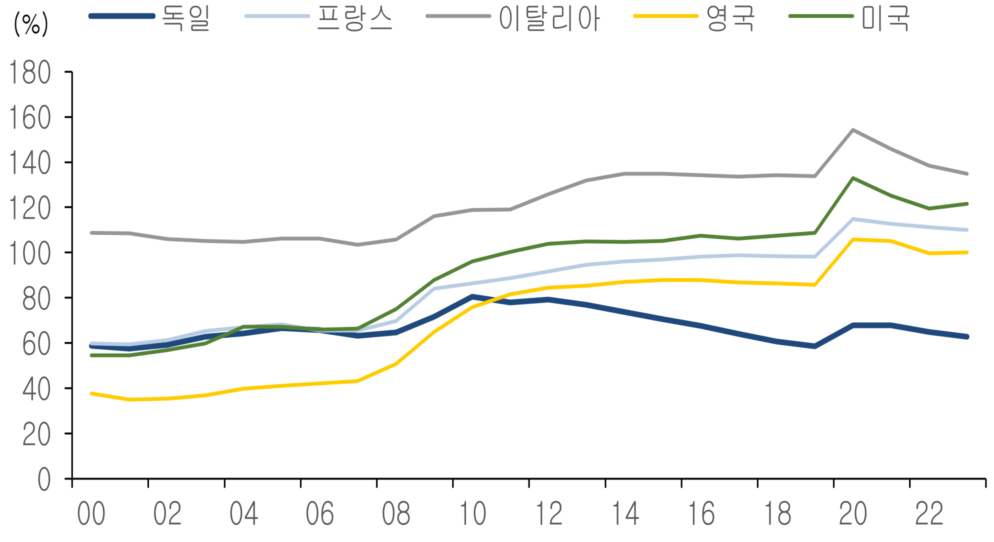



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

# 독일의 재정확장, 유로화에 부는 훈풍

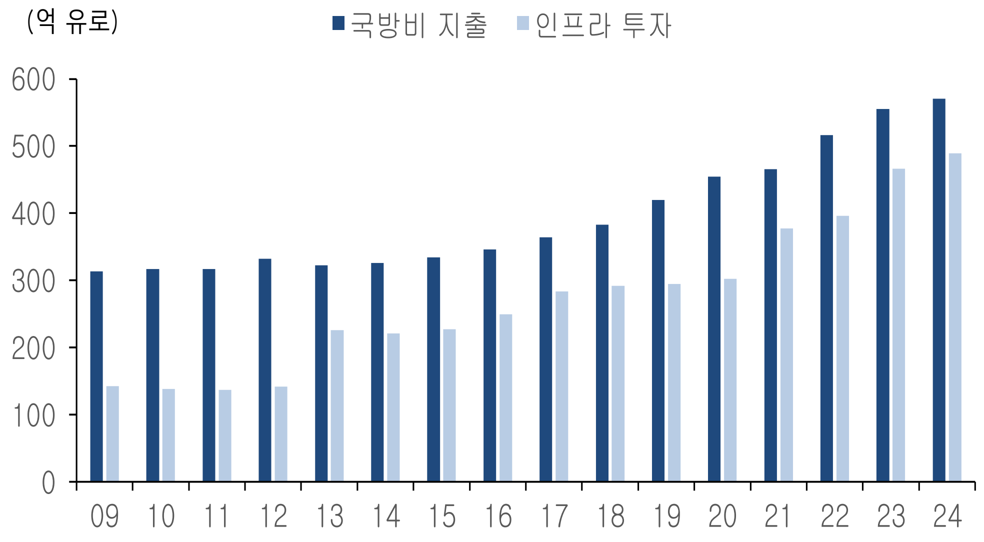
- 이번 독일 재정지출의 총 규모는 5,600억 규모로, 향후 12년간 GDP의 1% 이상 규모의 인프라 투자와 국방비 투자가 매년 투입될 예정
- 인프라 투자의 높은 재정승수를 감안하면 독일 중심 성장률 회복은 향후 완만히 이뤄질 전망

주요 선진국 GDP 대비 정부부채 비중, 독일은 여전히 재정여력 多




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

독일 재무부의 연간 국방비 지출, 인프라 지출

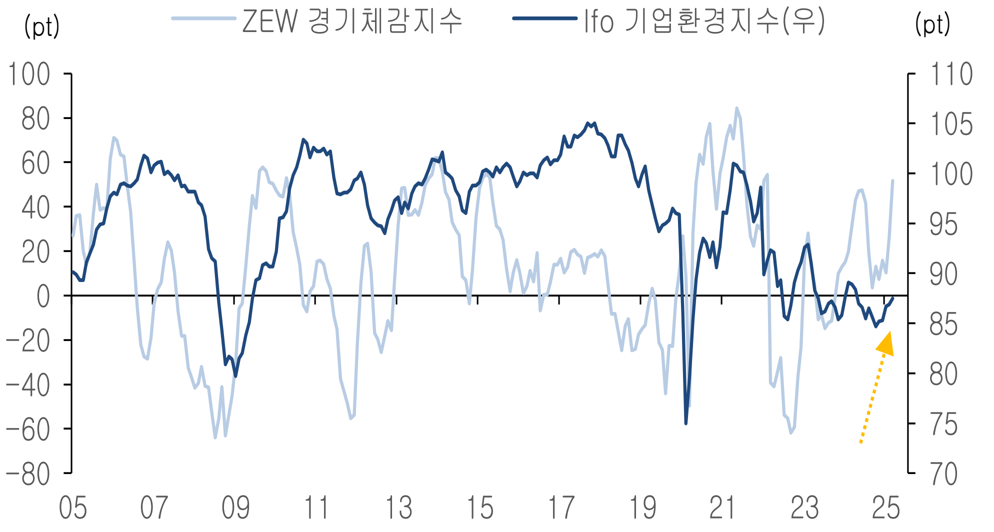



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

# 그럼에도 최근 유로화 강세는 과도, 속도조절에 유의

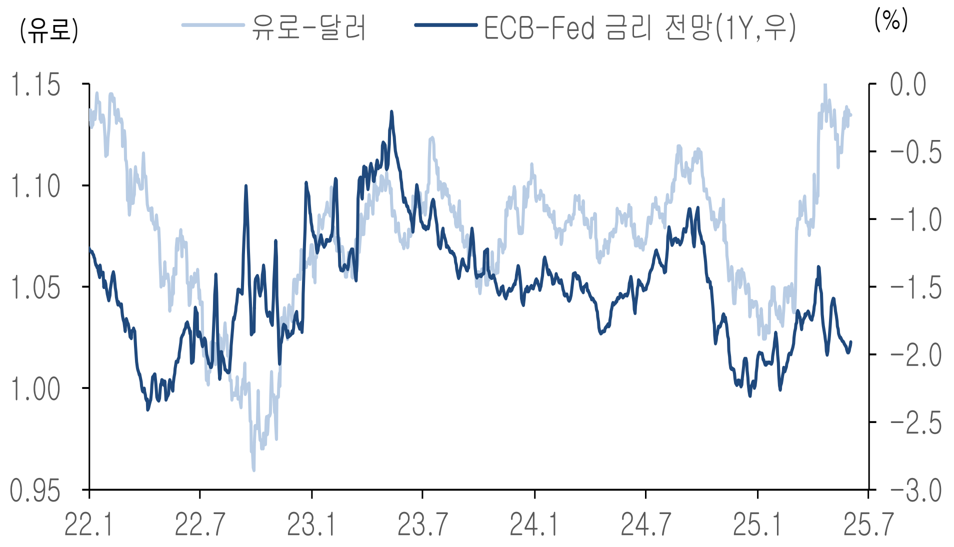
- 다만 독일의 재정지출은 아직 세부안이 발표되지 않았으며, 투자 집행 -> 실물경기로 전이되기 위해서는 시간이 필요
- 게다가 금리선물 시장에 내재된 기준금리 전망치 대비, 최근 유로화 강세는 과도한 측면이 있어
- 유로존 20개국 중 독일을 제외한 나머지 19개 국가들의 재정상황은 아직 반영되지 않은 유로화 리스크

### Soft data는 반등했으나 실물경기 반등은 아직




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

### 금리선물 시장 내재금리에 비해 유로화는 최근 강세가 과도




자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

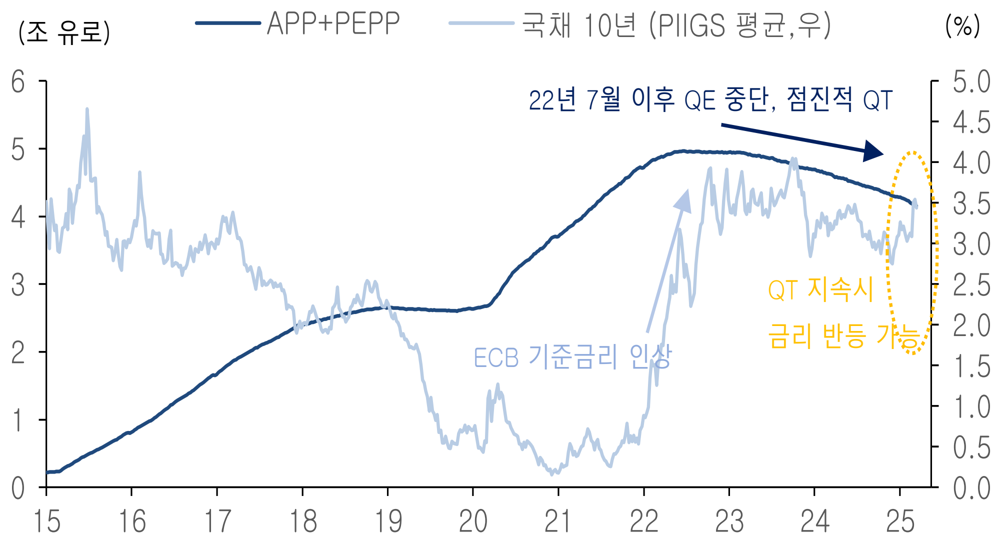
# 그럼에도 최근 유로화 강세는 과도, 속도조절에 유의

- 특히 2010년대 유로존 재정위기를 거쳐 PIIGS(포르투갈, 아일랜드, 이탈리아, 그리스, 스페인) 국가들의 국채 금리 상승은 유로화 약세 요인
- 2022년 7월 이후 ECB가 QE를 중단하고 점진적 QT를 진행하면서 PIGGS 국가들의 금리는 상승 위험에 노출
- 최근 재정우려에 따른 글로벌 채권시장 변동성 확대되고 있어 유로화 리스크가 재조명 될 경우 약세 압력 발생

### 과거 PIIGS 국채 10년물 금리 상승시 유로화는 약세


자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

### ECB QT지속시 PIGGS 금리 반등 가능




자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

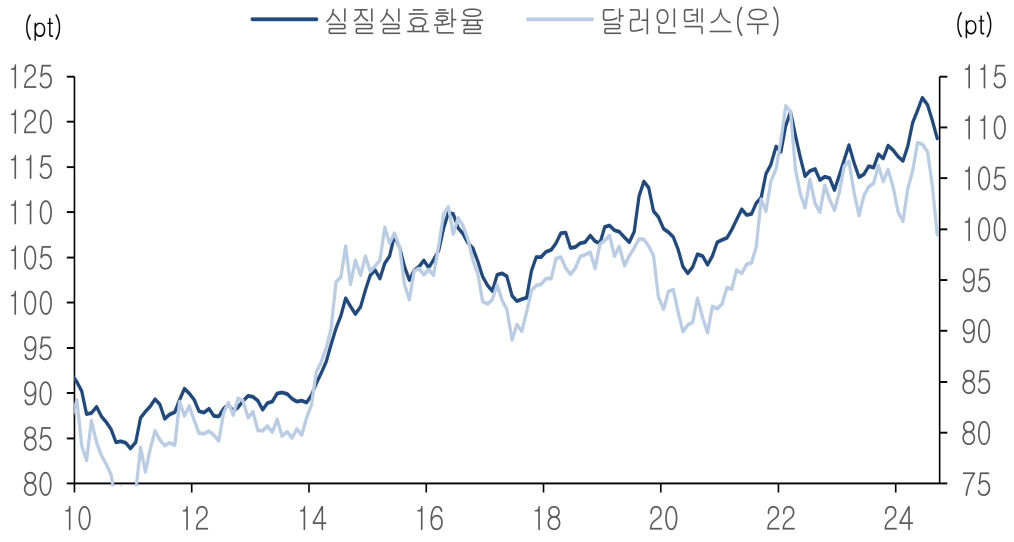
## 2025 환율 전망 Table

| | 구분 | 1Q | 2Q | 3Q(E) | 4Q(E) | 2025 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| KRW/USD | 밴드 | *1429~1478* | *1,365~1,482* | 1,340~1420 | 1,320~1,400 | **1,320~1482** |
| | 평균 | *1454* | *1423* | 1,380 | 1,360 | **1401** |
| DXY | 밴드 | *103~110* | *98~104* | 96~104 | 92~100 | **92~110** |
| | 평균 | *107* | *101* | 100 | 96 | **101** |
| USDCNH | 밴드 | *7.22~7.36* | *7.17~7.42* | 7.10~7.40 | 7.00~7.30 | **7.00~7.42** |
| | 평균 | *7.30* | *7.30* | 7.25 | 7.15 | **7.21** |
| USDJPY | 밴드 | *147~158* | *141~149* | 138~145 | 135~142 | **135~158** |
| | 평균 | *153* | *145* | 142 | 139 | **147** |
| EURUSD | 밴드 | *1.02~1.09* | *1.07~1.15* | 1.10~1.18 | 1.12~1.20 | **1.02~1.20** |
| | 평균 | *1.06* | *1.11* | 1.14 | 1.16 | **1.16** |

자료: NH선물 리서치센터

# Appendix

### 달러인덱스와 실질실효환율



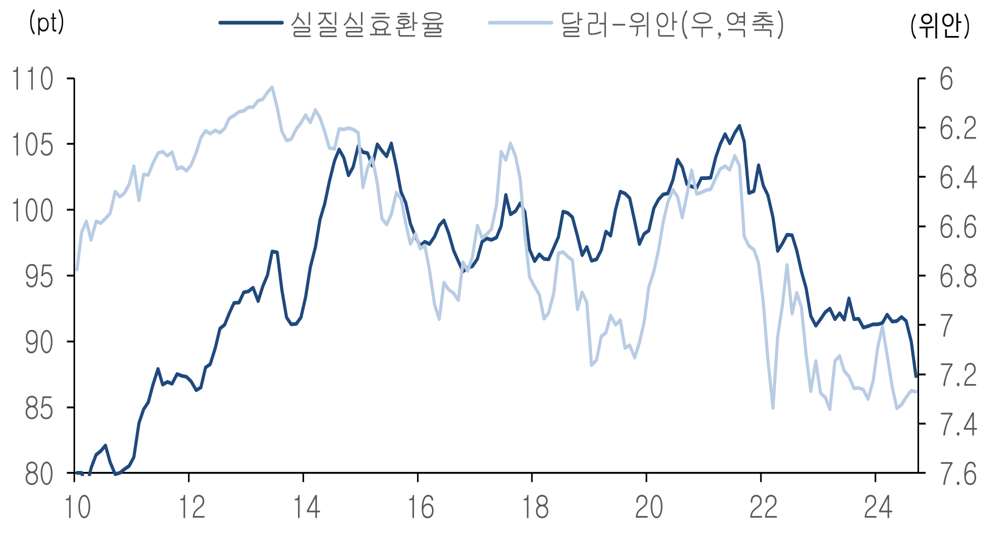

자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

### 달러-원 환율과 실질실효환율


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

# Appendix

**달러-위안 환율과 실질실효환율**




자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

**달러-엔 환율과 실질실효환율**


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

## Appendix

**유로-달러 환율과 실질실효환율**


자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터