

[2026년 외환시장 전망]

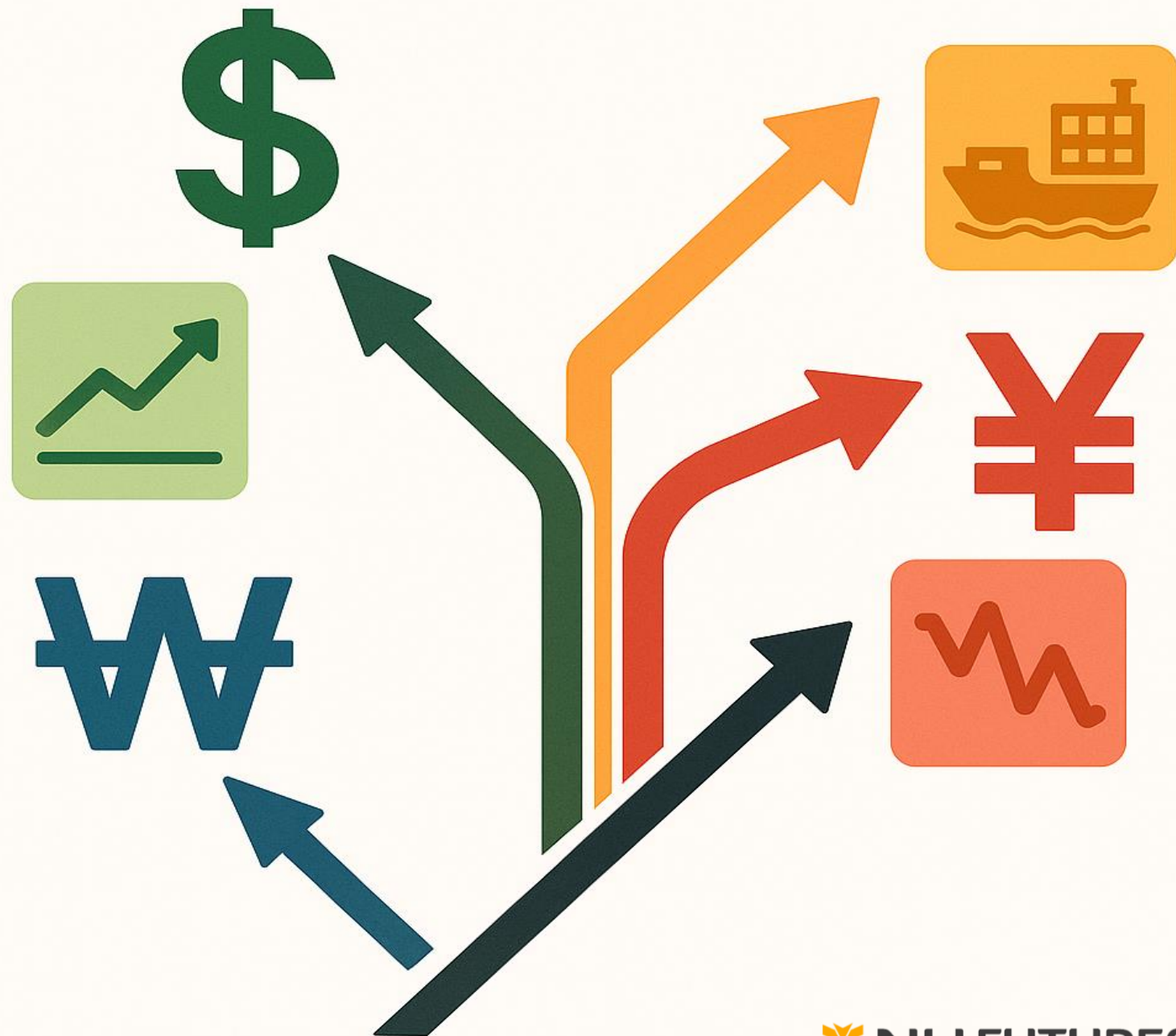
각자의 논리, 각자의 환율

NH선물 리서치센터

2025.11.19

위재현 (FX/Economist)

02)3774-0430, jhwee11@futures.co.kr



NH선물 준법감시인 심의필
제25-007호(2025.01.10-2026.01.09)

Summary

- (USD) 내년도는 제한적인 달러화 약세가 예상된다. 달러의 방향성을 결정짓는 근본적인 요소는 금리와 성장률이다. 그런데 최근 금리와 성장률은 서로 다른 이야기를 하고 있다. 미국과 주요국 금리 경로를 보면 올해 약달러는 합리적이었으나, 성장률 전망치의 격차를 보면 달러화는 저평가 되어 있다. 금리 경로가 아래로 방향을 잡은 데는 고용시장에 대한 불안이 반영되어 있고, 성장률 전망치의 상향 조정에는 AI 투자에 대한 기대감이 내재되어 있다. 이러한 불확실성은 어느 한 쪽이 뚜렷한 방향을 보일 때까지 내년에도 지속될 전망이다. 이번 전망에서는 달러 방향성을 금리도, 성장률도 아닌 유동성의 측면에서 살펴봤다. 통상 유동성이 많이 풀리면 달러화는 약해진다. 더 정확하게는 다른 국가 대비 미국의 유동성이 더욱 많이 풀릴 때 상대적으로 달러는 약해진다. 그동안 미국 연준은 대차대조표를 축소하며 유동성을 흡수했는데, 동시에 민간에서는 사모대출을 중심으로 유동성 확장이 일어났다. 내년에는 민간에 더해 연준이 유동성을 보조적으로 공급하며 달러화 가치가 완만하게 하락할 전망이다.

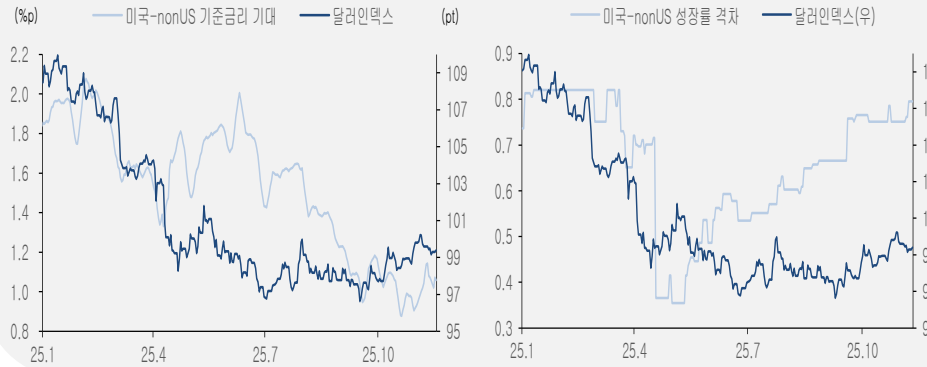
- (KRW) 반대로 달러-원 환율은 추세적인 상승이 지속될 전망이다. 작년부터 달러-원 환율은 달러인덱스와 디커플링이 심화되는 움직임을 보였는데, 그 이유는 성장률도 금리도 유동성도 아닌, 수급에 있었다. 문제는 이러한 수급을 해결할 뚜렷한 대안이 보이지 않는다는 점이다. 주식에 과도하게 쏠린 해외투자의 구조적 문제, 대미투자 합의로 인한 수출업체들의 더딘 환전 수요는 모두 환율의 추가 상승을 부추기는 재료다. 다만 수급으로 인해 움직이는 환율은 고무줄과 같아서, 올라가는 만큼 내려갈 때도 그 힘이 강할 수 있다.

- 위안화는 전통적으로 원화와 연동이 강했지만 최근에는 그 흐름이 깨졌다. 원화와는 반대로 수급에 힘입어 위안화가 올해 강세를 보였다. 엔화는 다카이치 내각 출범 이후 약세 압력을 받고 있는데, 여러 지표를 보면 추가 약세의 폭은 제한되어 있다. 유로화는 올해 주요국 통화 가운데 가장 높은 수익률을 보이며 고평가에 대한 시장 의구심을 받고 있다. 다만 내년부터 가시화될 독일의 재정부양의 효과를 보고 판단해도 늦지 않을 것으로 보인다. 최근 많은 경제지표 간의 상관관계가 깨졌다. 외환시장도 이러한 흐름을 이어받아, 금리와 펀더멘탈에 국한되지 않고 모든 통화가 각자의 논리를 가지고 움직일 것으로 예상된다.

Key Chart

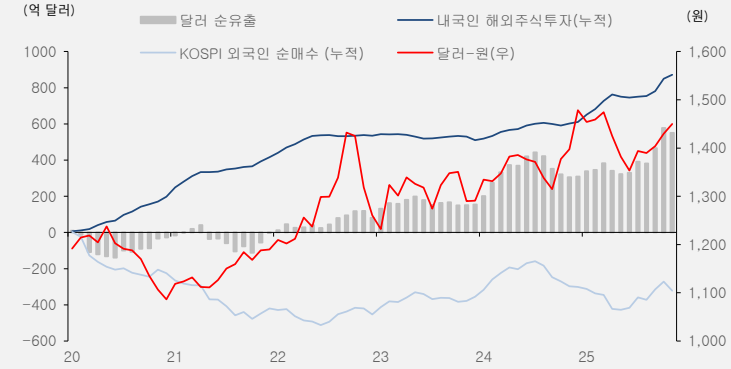
USD

금리와 성장률은 서로 다른 방향을 가리키고 있다



KRW

해외투자 수급 불균형은 쉽게 해소되기 어렵다



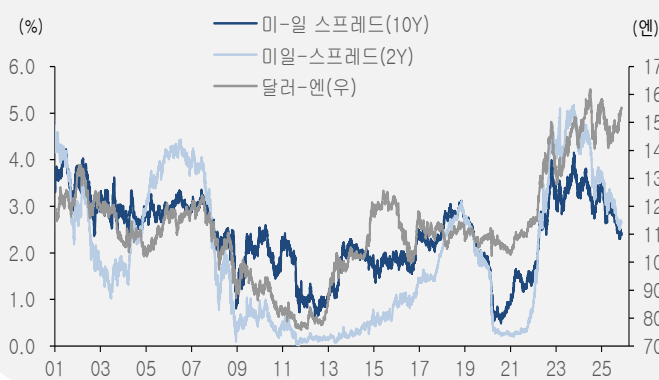
CNY

아직 중국 증시에 대한 외국인 자금의 추가 유입 공간 존재



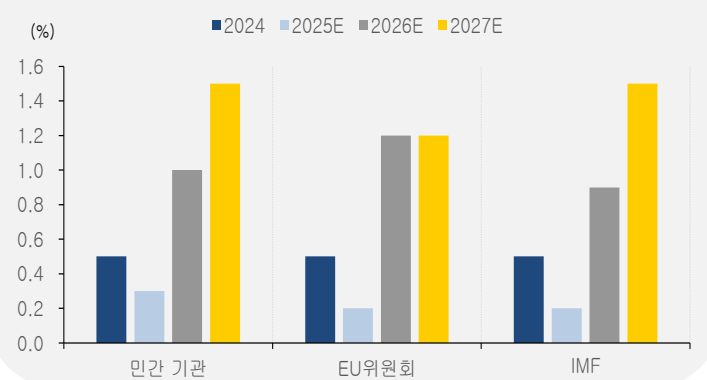
JPY

재정완화 우려와 별개로 엔화는 저평가



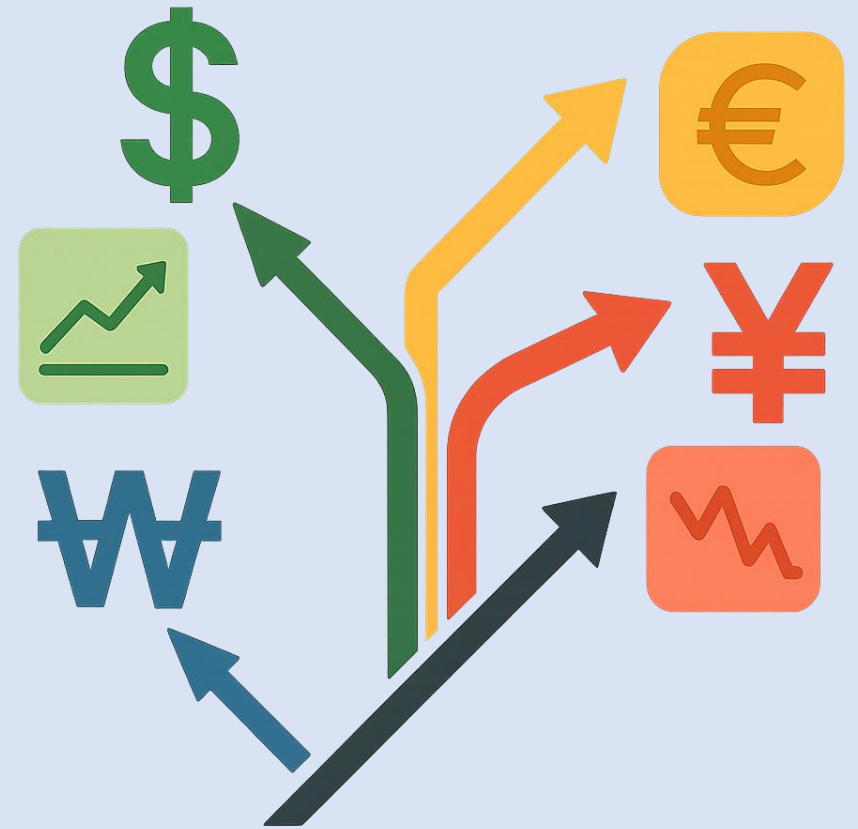
EUR

내년부터 본격화될 독일의 성장률 반등



I .USD

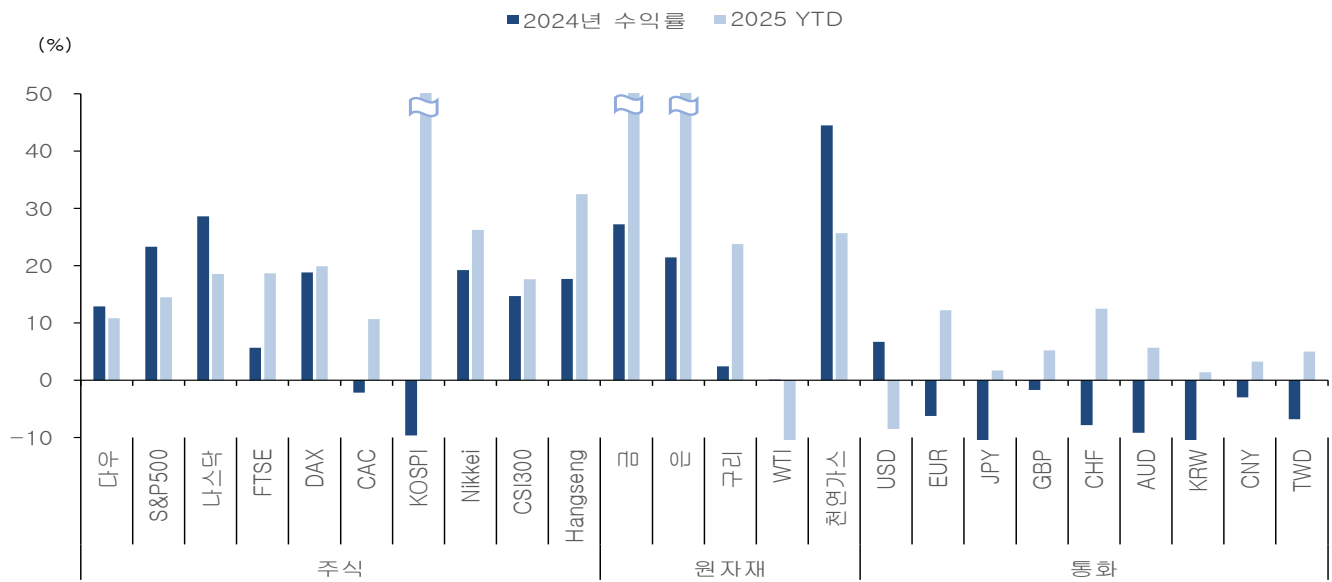
유동성으로 보는 달러



유동성 확장의 시대? 법정통화의 몰락?

- 미국 주식시장에 자금이 집중되었던 작년과 달리, 올해는 신흥국 주식/ 금/ 은과 같은 약달러에 영향 받는 자산군들의 가격 상승이 부각
- 다만 약달러의 폭(-7.8%)보다 금 가격의 상승폭(+52.5%)이 매우 컸으며, 이는 단순히 약달러로 설명되기 어려운 현상
- 전통적인 가치저장 수단인 금 가격의 급등은 통상적으로 법정통화(fiat) 가치의 하락을 의미
- 재정 건전성이 좋지 않은 국가들(미국/프랑스/일본 등)이 되려 정부지출을 늘리며 유동성이 크게 확장될 것이란 우려가 금 가격에 부분적으로 반영

2024년과 2025년 주요 자산 수익률, 2025년은 신흥국 주식과 귀금속 시장 강세

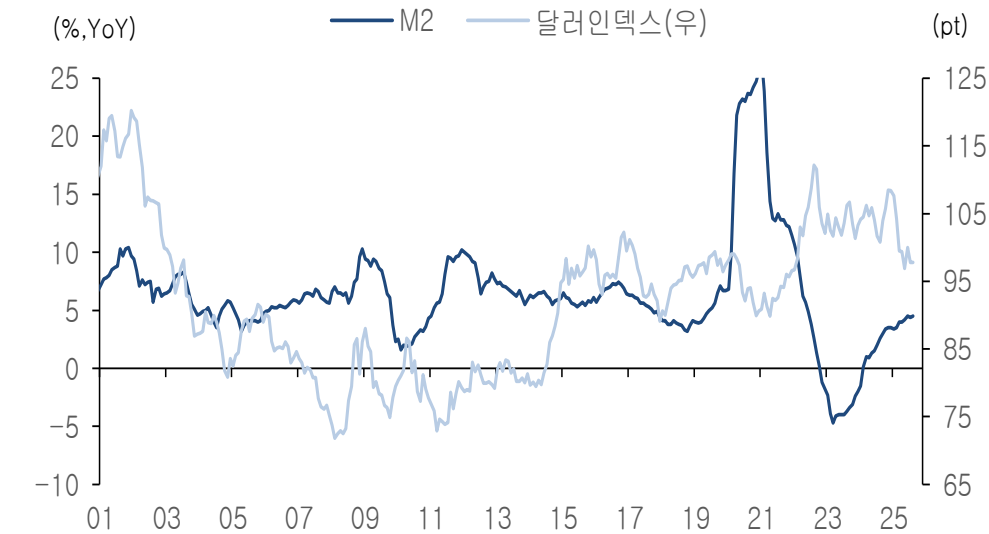


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

환율은 통화의 상대적 가치, 유동성도 상대적 측면에서 봐야

- 달러 유동성의 확장은 당연히 달러화 약세 재료. 다만 환율이 상대적 가치임을 고려하면, 대상국 통화의 유동성도 함께 고려해야
- 달러인덱스를 구성하는 6개 통화의 국가별 M2를 달러인덱스 비중과 동일하게 가중 평균하여 계산할 필요
- 이 경우 실제로 미국 중심의 유동성 확장이 일어나는 기간에 달러화가 약세를 보이며 역의 상관관계가 명확
- 따라서 내년도 달러화 약세를 전망하기 위해서는, 미국이 주도하는 유동성 방출이 필요

유동성이 풀리면 달러화는 약세



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

상대적 유동성 관점에서 보면 더욱 명확한 달러와 유동성의 관계



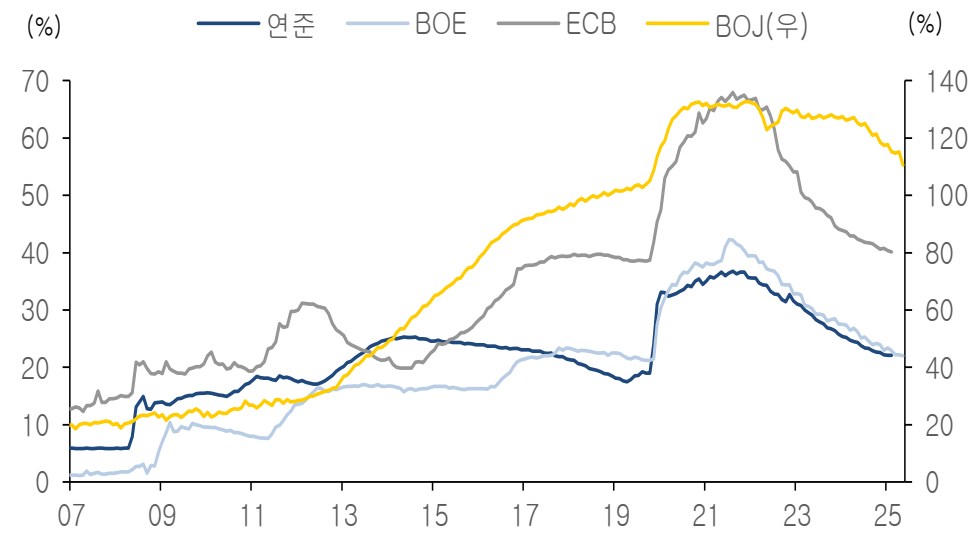
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

주: 기타국 M2의 경우 달러인덱스를 구성하는 통화들의 M2를 동일한 비중으로 가중평균

최근 확인된 유동성의 반등은 정부가 만들어 낸 결과?

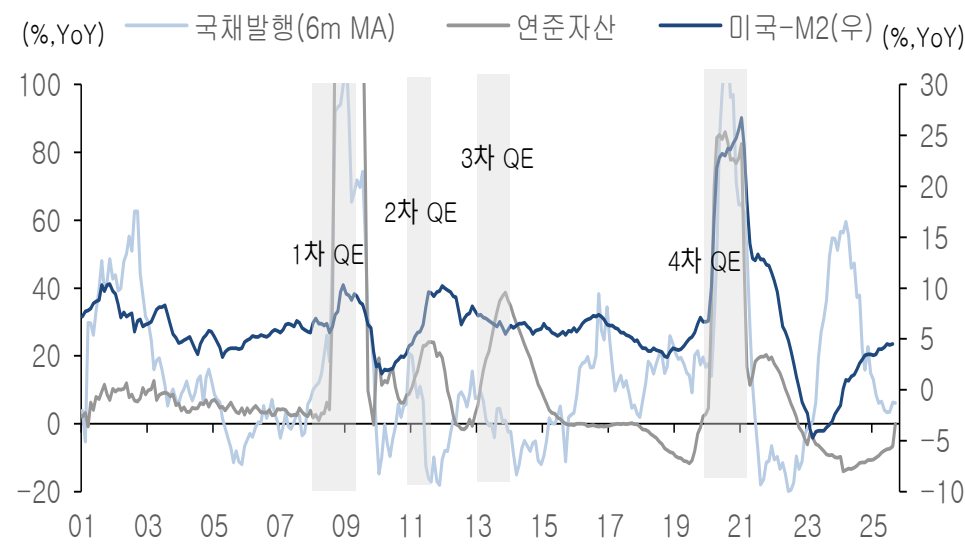
- 다만 최근 유동성(M2)의 반등은 사실이나, 앞서 언급했던 정부지출 주도의 유동성 확장은 사실과 반대
- 오히려 주요국 중앙은행들은 보유 자산 규모를 줄이며 유동성을 흡수, 12월 연준의 QT 종료 직전까지 정부발 유동성은 오히려 긴축적
- 정부 주도의 유동성은 주로 재무부의 국채발행 확대와 연준의 양적완화가 동시에 이뤄질 경우 유의미하게 확대, 현재와는 확실히 다른 상황

올해 주요국 중앙은행들은 유동성을 흡수



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

국채발행과 중앙은행의 자산매입(QE)은 유동성 확대의 직접적 경로

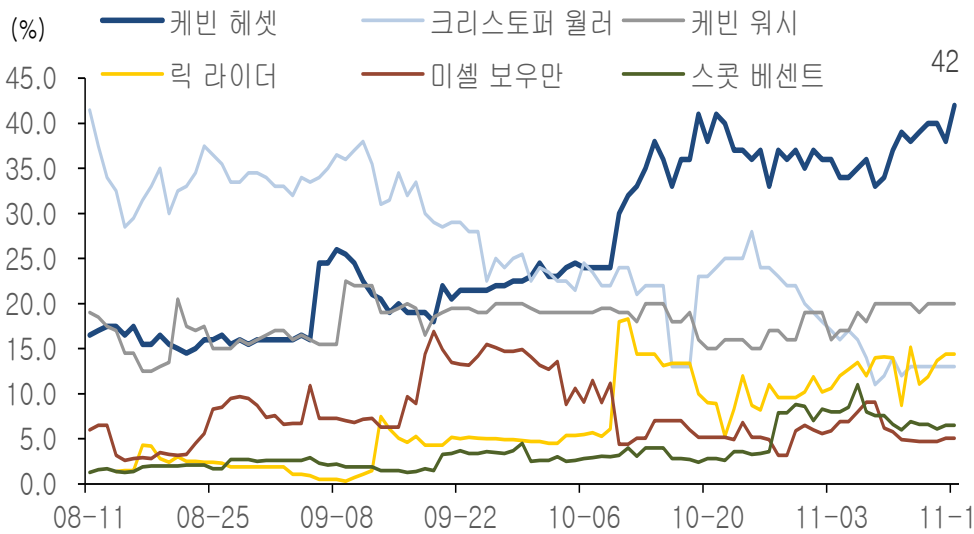


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

내년에는 정부 주도 유동성 확장이 이뤄질 수 있을까?

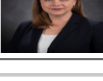
- 파월 의장의 공식 임기 종료일은 2026년 5월 15일, 이후 차기 연준 의장으로서 6명의 후보가 거론
- 내년 유의미한 정부 주도 유동성 방출을 위해서는 올해 12월 QT 종료 이후 내년 QE로 전환이 필요.
- 다만 거론된 차기 연준 의장 후보 중 릭 라이더 후보를 제외하면 대체로 QE는 “금융위기, 코로나와 같은 위기시에만 사용해야” 한다는 의견
- 폴리마켓에서 가장 유력한 후보로 꼽히는 케빈 헤셋 NEC 위원장은 되려 재정정책과 통화정책의 분리가 필요하다고 주장

내년도 연준 의장 후보군에 대한 폴리마켓 베팅



자료: Poly Market, NH선물 리서치센터

주요 후보들의 QE(QT)에 대한 최신 입장

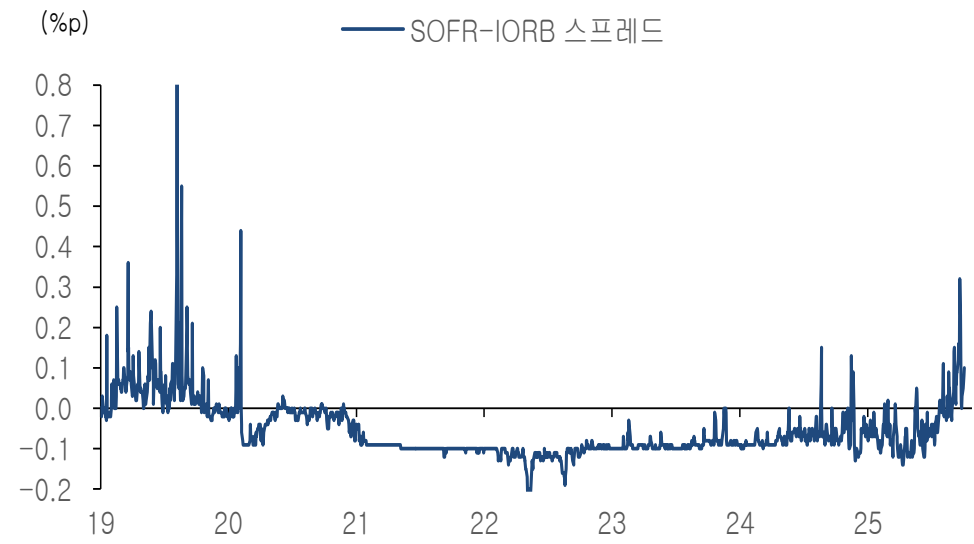
구분	인물(직함)	최근 발언 및 스탠스 정리
	케빈 헤셋 [국가경제위원회 위원장]	“연준의 확대된 영향력으로 인해 통화정책과 재정정책의 경계가 모호 해져 책임 확장이 발생. 중앙은행은 법적 의무에만 초점 을 맞춰야”
	크리스토퍼 월러 [연준 이사]	“연준 자산의 적정 수준은 5.8조 달러로 현재(6.5조) 기준 여전히 풍부, 다만 2007년 이전 수준으로 복귀는 불가능해 적정 준비금은 보유 필요 .”
	케빈 워시 [前 연준 이사]	“금융위기 같은 국면에서는 QE가 불가피 하나, 상시적 수단화에는 반대 . 또한 물가안정을 위해서는 QT가 필수 .”
	릭 라이더 [블랙록 글로벌 채권 CIO]	“QT를 지금 바로 중단하지 않을 이유가 없다”
	스콧 베센트 [재무부 장관]	“연준의 QT와 QE 같은 비전통적 통화정책은 일상적으로 사용되어서 안되고, 매우 제한적으로 사용해야 ”
	미셸 보우만 [연준 이사]	“QE는 긍정적인 도구가 맞지만 동시에 비용이 발생. 통화정책과 더불어 적절하게 활용 필요 .”

자료: NH선물 리서치센터

내년에는 정부 주도 유동성 확장이 이뤄질 수 있을까?

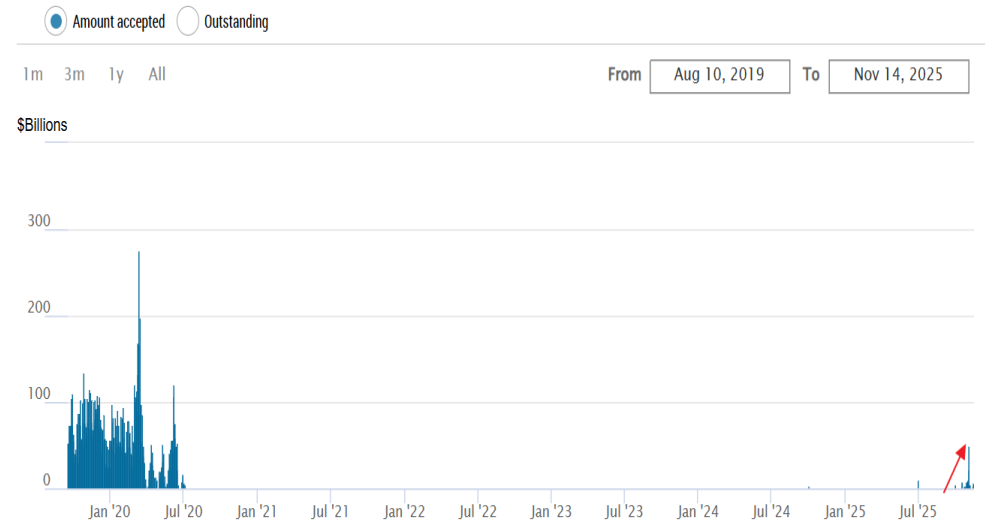
- 금융위기, 코로나와 같은 침체 위기를 제외하면 QE의 필요성은 크게 1) 제로금리 부근에서 추가적인 통화정책 여력이 제한된 경우 2) 자금시장이 심각한 유동성 경색을 겪는 경우, 혹은 3) 정부가 발행하는 부채를 시장이 소화하지 못하는 경우로 구분 가능
- 현재 기준금리는 여전히 주요국 대비 높은 수준(4.00%)이기 때문에, 가능한 경우의 수는 2)번과 3)번으로 좁혀서 살펴볼 필요
- 자금시장의 경색은 가장 최근인 2019년 레포금리 급등 사태와, 올해 9월부터 이어진 단기자금시장의 유동성 긴축 사례를 감안

SOFR이 IOBR 금리를 크게 상회할 경우 조달시장 유동성 부족 신호



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

긴급 유동성 지원 창구인 SRF 사용량, 19년도 대비하면 아직 미미

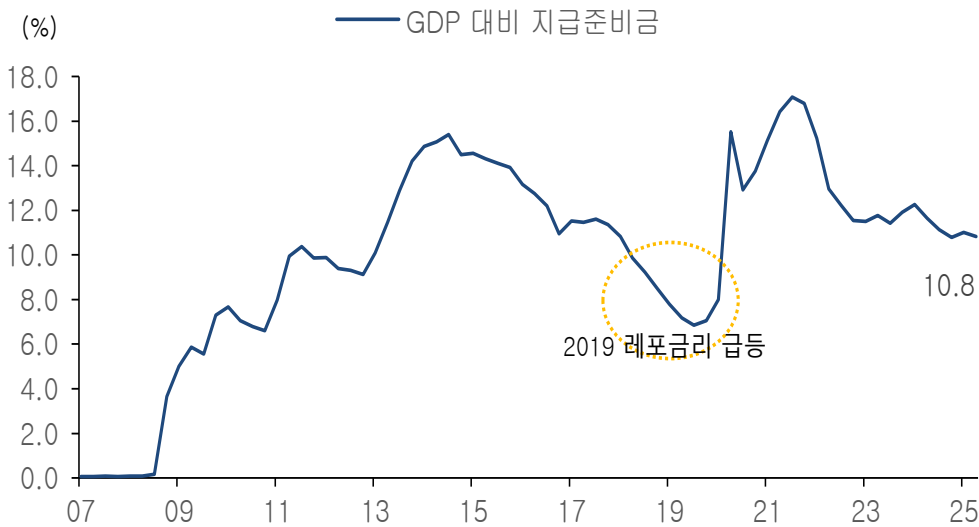


자료: NY Fed, NH선물 리서치센터

내년에는 정부 주도 유동성 확장이 이뤄질 수 있을까?

- 2019년 레포금리 급등에 이어 QT 종료가 언급된 최근에도 단기자금시장의 유동성 부족 신호인 SOFR-IORB 스프레드가 확대
- 국채를 담보로 한 긴급 유동성 공급 창구인 SRF 사용량도 최근 눈에 띄게 증가
- 다만 두 지표 모두 2019년 당시와 비교하면 미약한 수준. 또한 2019년 당시 QT 종료 시점의 GDP 대비 지급준비금도 현재 대비 매우 낮았던 상황
- 연방정부의 섣다운이 지속되며 TGA 잔고가 목표 수준(8,500억 달러)을 상회한 영향이 있는 만큼, 2019년과 같은 대규모 단기국채 매입 정책 필요성은 낮아

GDP 대비 지급준비금 비율도 2019년 당시 대비 높은 수준



자료: FRED, NH선물 리서치센터

섣다운 영향에 TGA는 목표 수준 이상까지 확대, 방출시 유동성 회복

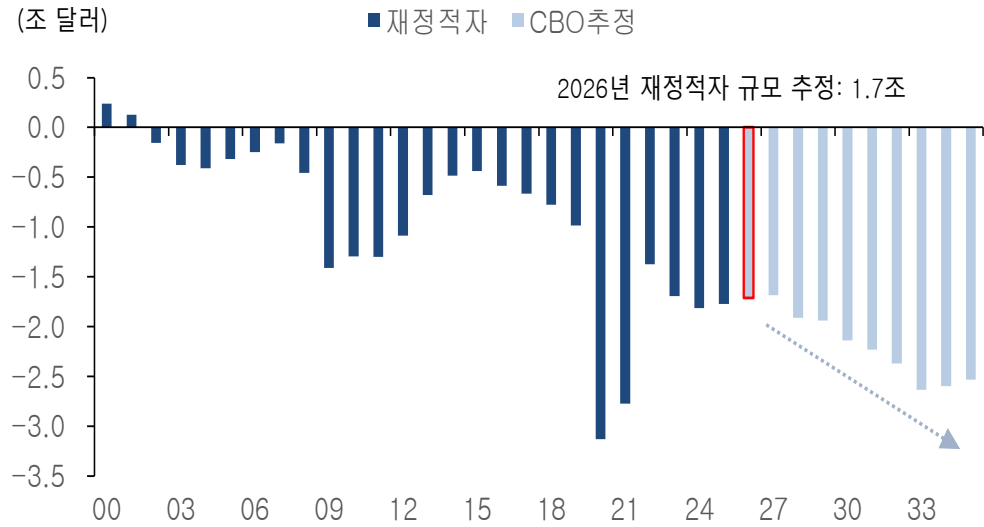


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

내년에는 정부 주도 유동성 확장이 이뤄질 수 있을까?

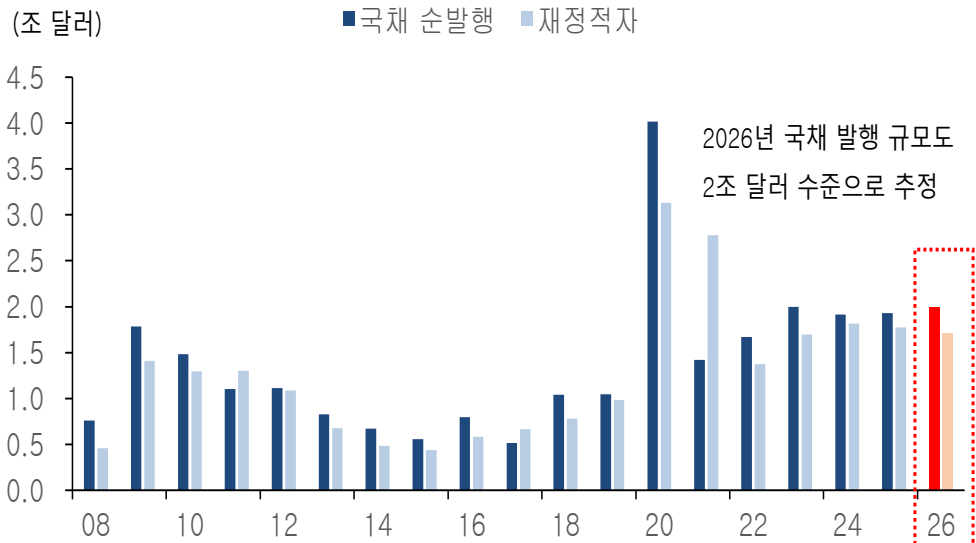
- 두번째 가능성은 정부가 발행한 국채를 시장이 소화하지 못하는 경우
- 통상적으로 재정지출 대비 부족한 재정수입분은 국채 발행으로 충당. 의회예산국(CBO)가 OBBBA 법안을 감안해 추정한 26년도 재정적자는 1.7조 규모
- 따라서 차환(Refinancing)을 제외한 국채 순발행 규모는 대체로 재정적자와 유사. 내년도 국채 순발행 규모는 1.7조~2조 달러 수준으로 예상

미국 의회예산국이 OBBBA 법안을 근거로 추정한 재정적자 규모



자료: CBO, NH선물 리서치센터

통상 국채의 순발행 규모는 재정 적자분과 유사

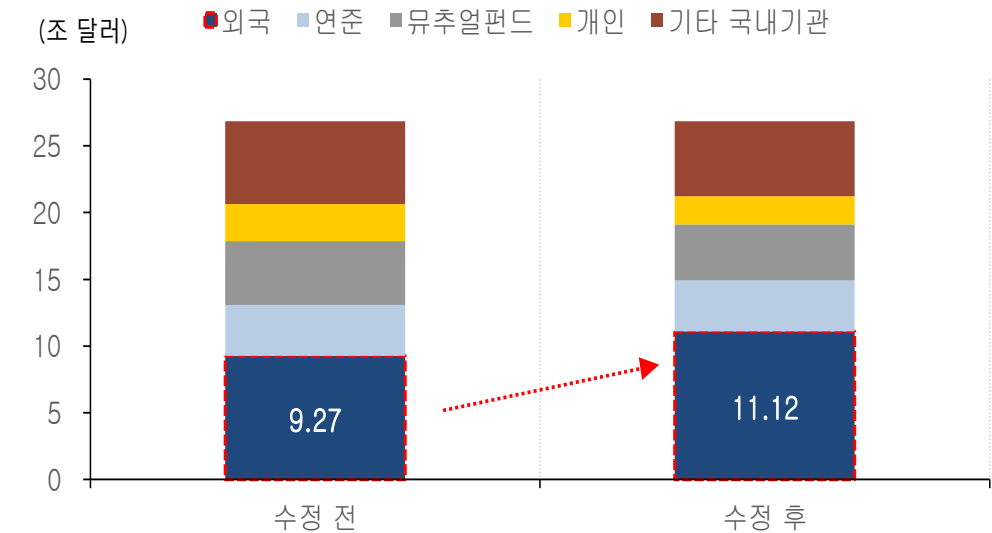


자료: SIFMA, NH선물 리서치센터

내년에는 정부 주도 유동성 확장이 이뤄질 수 있을까?

- 재무부가 발행한 유통 가능(Marketable) 국채 총 잔액은 올해 2분기 기준 26.8조 수준, 재무부 공식 통계에 따르면 외국기관의 보유액은 9.3조
- 다만 최근 연준이 발표한 보고서에 따르면 케이만제도에 등록된 헤지펀드가 1.8조 달러 규모의 미국채를 보유한 것으로 확인
- 케이만제도의 헤지펀드는 2022년~2024년 미국채 순발행량의 37% 흡수한 만큼, 외국인은 여전히 미국채의 가장 큰 수요처
- 통상적으로 외국이 매입 가능한 미국채 규모는 무역적자로 유출된 달러의 규모와 유사, 관세로 인해 무역적자가 축소될 경우 외국인 국채 수요는 감소

숨겨졌던 케이만제도의 미국채 보유량, 외국인 보유 비중 확대



자료: FRB, NH선물 리서치센터

외국인이 보유한 미국 국채 규모는 무역으로 유출된 달러 흐름과 유사

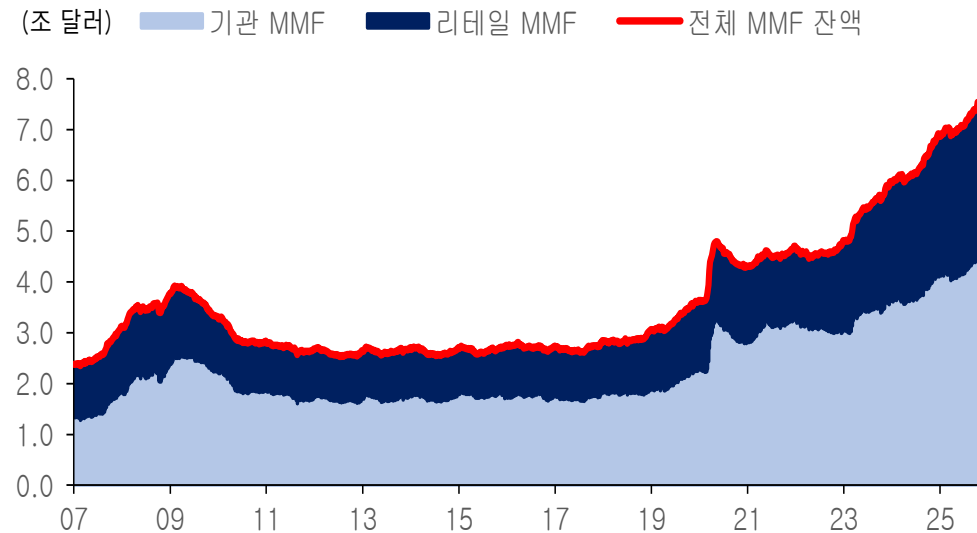


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

내년에는 정부 주도 유동성 확장이 이뤄질 수 있을까?

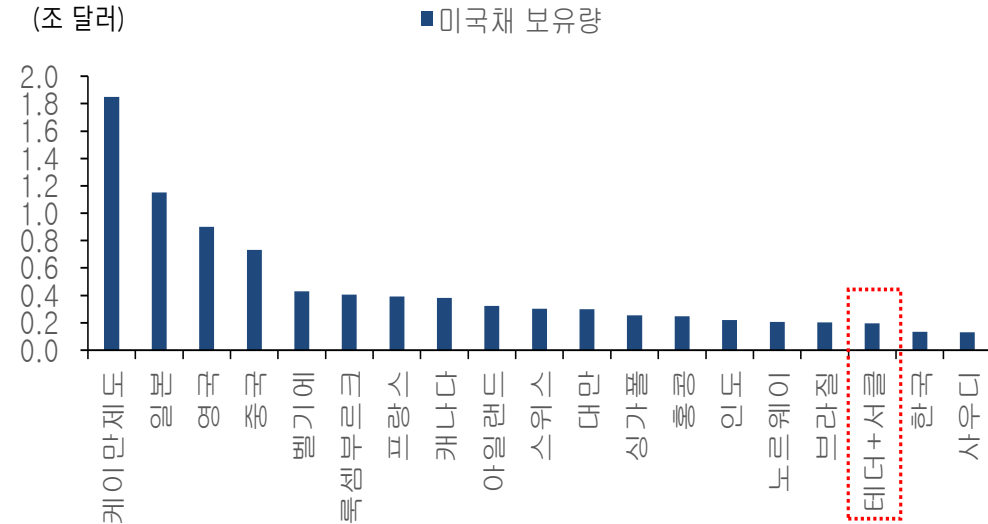
- 외국기관이 미국채를 사주지 않는다면 잔여 공급량은 국내 주체가 부담해야. 최근에는 MMF를 포함한 뮤추얼펀드의 미국채 보유 비중이 상승
- 금융시장 불확실성 확대에 따른 유동성 선호, 여전히 타국가 대비 높은 미국 금리 매력도에 MMF 잔액은 7.4조 달러를 상회하며 단기채 보유 주체로 급부상
- 이 외에도 SLR 규제 완화에 따른 대형은행들의 국채 매수 여력 확보, 스테이블코인 발행사의 준비금 확충에 따른 미국채 매수 등 국내 수요는 충분
- 문제는 MMF와 스테이블코인 발행사 등 단기채에 쏠린 비대칭적 수요, 다만 재무부의 단기채 위주 발행 추세와 결합해서 보면 구조적인 수급 불안은 부재

미국의 고금리 장기화에 MMF 잔액은 사상 최고



자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

스테이블코인 발행사의 미국채 보유량



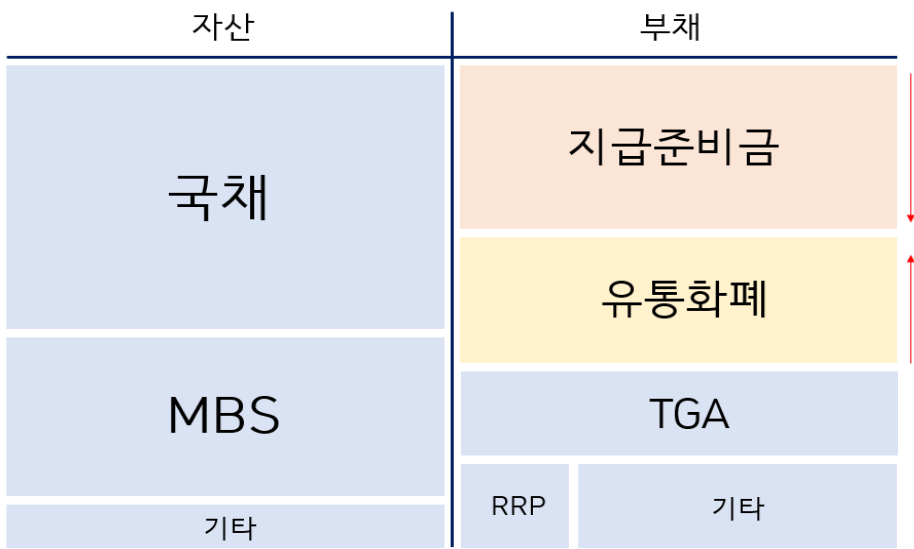
자료: Tether, Circle, NH선물 리서치센터

주: 테더의 경우 T-bill 보유량 외 RRP와 MMF 등 간접 보유량도 합산, 써클은 현금성자산의 90%를 기준으로 계산

연준이 구상하는 quasi-QE, 유동성 파이프라인 변경

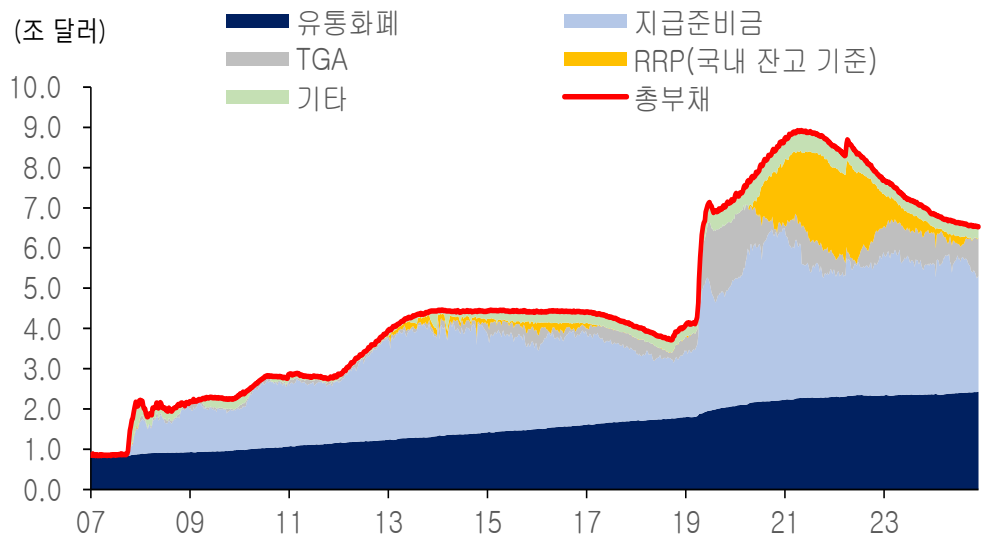
- 종합하면 현재 금융환경은 전폭적인 QE가 불필요하며, 차기 연준 의장 후보들 또한 QE에 대해 신중한 입장
- 그럼에도 10월 FOMC에서 파월 의장은 12월 QT 종료와 더불어, "경제 성장을 따라가기 위해 지급준비금을 증가시켜야 " 한다고 언급
- 이는 연준의 대차대조표 내 유통통화 항목이 증가하면(현금 수요 ↑), 자연스럽게 지급준비금이 하락하는 부분을 상쇄하는 정도의 지준 증가를 의미
- 동시에 연준은 자산 보유액 중 MBS 만기 상환액을 단기채로 전환할 계획, 이는 단기금리 안정과 더불어 은행의 조달비용을 낮춰 은행 대출여력을 확대

경제성장에 따라 유통화폐가 증가할 경우 지급준비금은 하락



자료: NH선물 리서치센터

연준 부채 보유규모 (유통화폐 + 지급준비금+TGA)



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

숨어있던 유동성 공급 주체, 사모대출(Private Credit) 시장

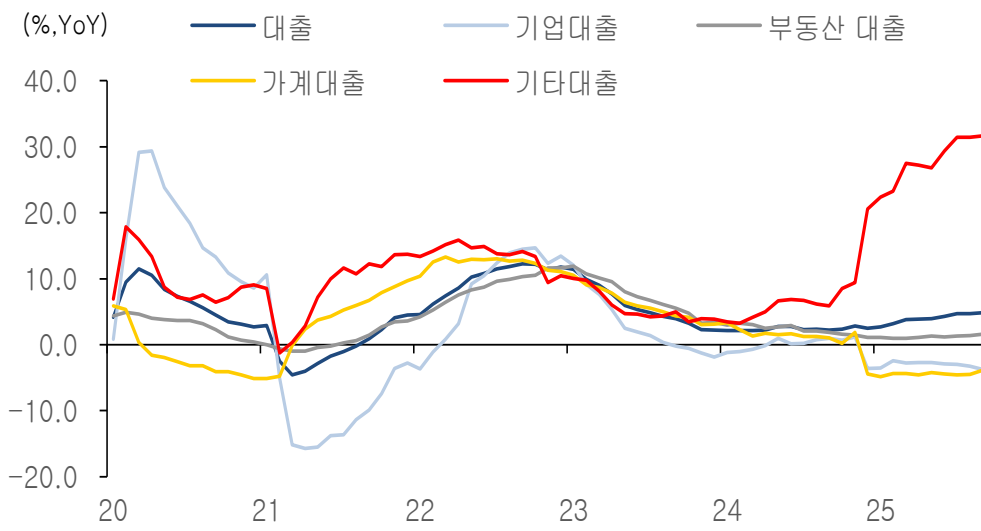
- 통상 정부 주도(QE+국채발행) 유동성 공급 국면을 제외하면, 유동성은 상업은행 대출의 화폐승수 효과에 의해 창출
- 다만 작년부터 증가하는 은행 대출의 세부항목을 보면, 가계/기업/모기지 대출은 모두 저조한 반면, 기타대출 항목이 크게 반등하며 유동성을 창출
- 기타대출(Loans to Nondepository Financial Institution) 항목에 대한 연준의 각주에 따르면 은행의 사모펀드/헤지펀드에 대한 대출이 이 항목에 포함
- 직접금융(은행->기업)이 아닌 간접금융(은행->사모펀드->기업) 규모는 10월 말 기준 1.7조 달러 수준으로, 전체 상업은행 대출의 13% 비중을 차지

QE가 없는 시기에는 은행 대출을 통해 민간 주도 유동성이 방출



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

최근 상업은행의 대출은 비은행금융기관(NBFIs) 대상으로 증가

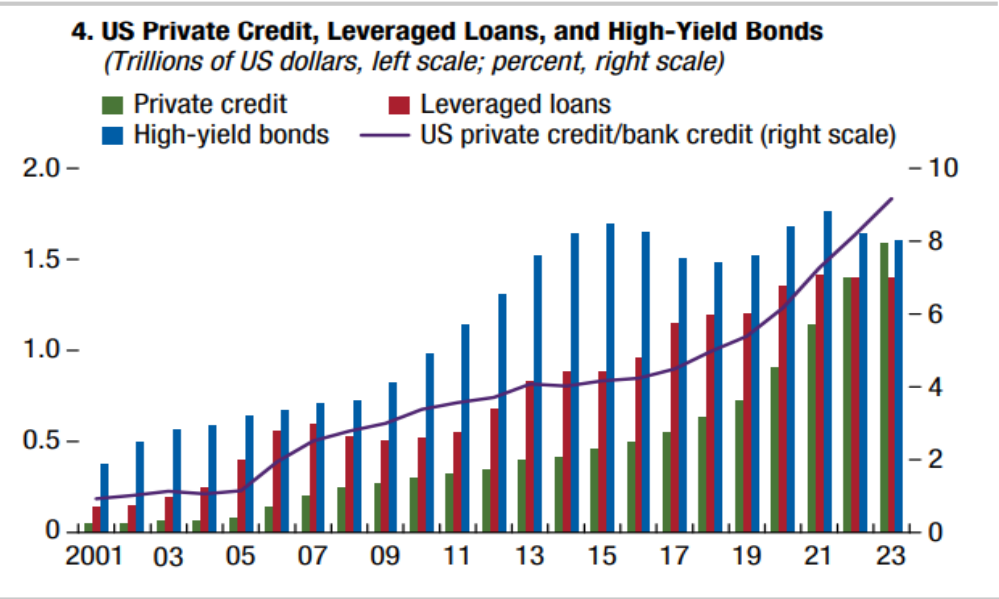


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

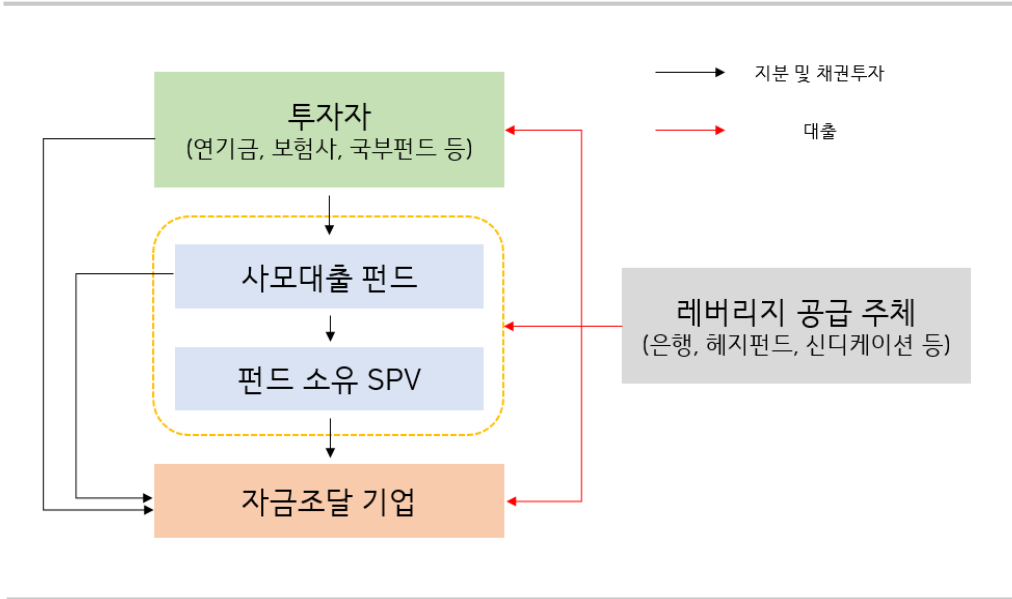
숨어있던 유동성 공급 주체, 사모대출(Private Credit) 시장

- 기업이 사모 시장을 찾는 이유는 전통적 자금 조달원의 접근성 제한. 특히 적자 상태이거나 높은 레버리지를 가진 기업일수록 은행 대출 가능성이 낮기 때문
- 최종 투자자는 보험사와 연기금, 국부펀드에 더해 최근에는 리테일(개인) 자금도 유입. 일반 하이일드 채권보다 높은 금리 수익률을 제공해 투자 매력도 ↑
- 반대로 차입자(기업) 입장에서는 상환 일정이나 담보 요건을 사모펀드와 유연하게 맞출 수 있으며, 현물지불(PIK) 구조 덕분에 지속 가능성도 높아
- 투자자(보험사, 연기금)과 사모펀드, 기업은 각기 다층 레버리지 구조를 활용할 수 있어 사모시장은 최근 민간 주도 유동성 창출의 주요 루트로서 역할

사모대출(초록막대) 시장은 전통 자금조달 시장을 대체하며 빠르게 부상



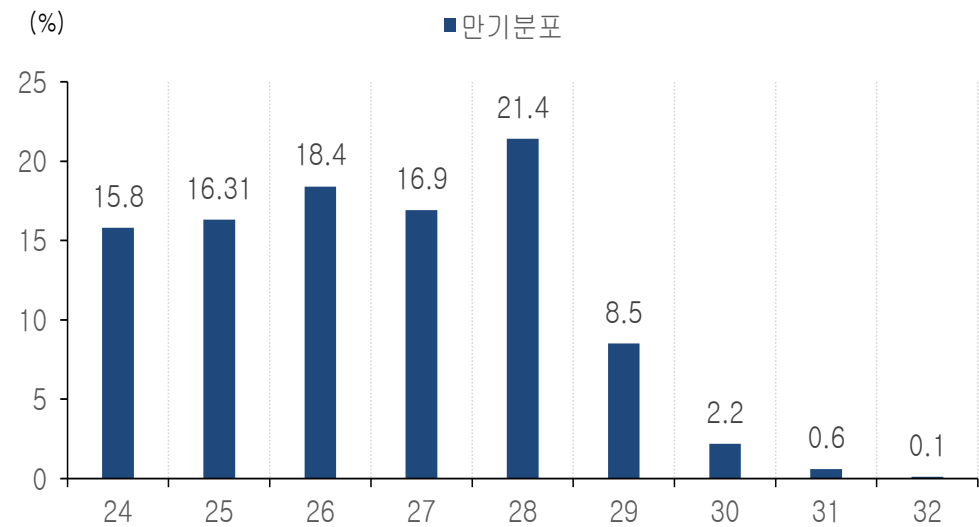
주요 투자자 구조와 레버리지 다층 구조



숨어있던 유동성 공급 주체, 사모대출(Private Credit) 시장

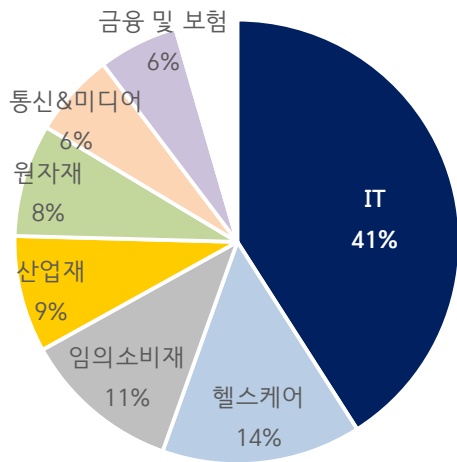
- 금융당국 입장에서 데이터 확보의 어려움과 규제의 느슨함은 있겠으나, 은행의 고유 리스크가 사모 시장으로 이전됨과 동시에 유동성 보완 측면의 장점이 있어 향후 몇 년간 사모시장은 유연한 규제 하에 성장이 지속될 전망
- 사모시장 대출의 만기는 대체로 3-4년, 22년 이후 고금리 환경에서 발행된 채권은 대체로 26-28년에 만기가 집중되어 있어 내년부터 상환 부담은 잔존
- 다만 사모대출은 대체로 변동금리를 적용받아 최근 금리 하락에 따라 이자부담이 경감. 게다가 펀드의 Closed-end 구조 덕분에 환매 압박도 크지 않아
- 만약 사모펀드가 대출기업에 발생한 스트레스가 일시적이라 판단될 경우 자기자본을 투입할 수 있는 스폰서(Sponsor) 구조 역시 디폴트 리스크를 완화

사모대출 잔액의 만기 분포 (2024년 연준 집계치)



자료: FRB, NH선물 리서치센터

사모대출 시장 내 주요 참여 기업들의 산업별 분포

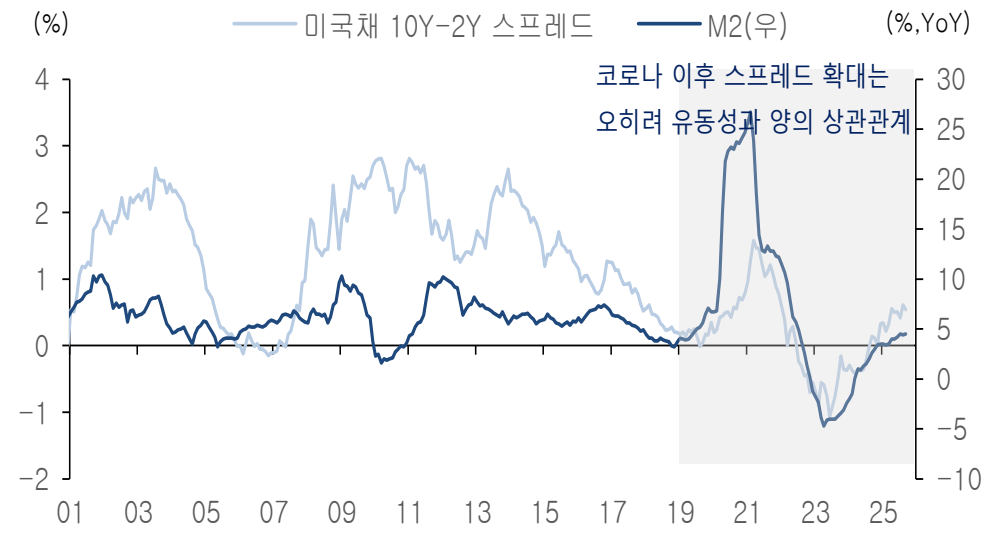


자료: IMF, NH선물 리서치센터

내년에도 민간 주도 유동성 방출은 지속

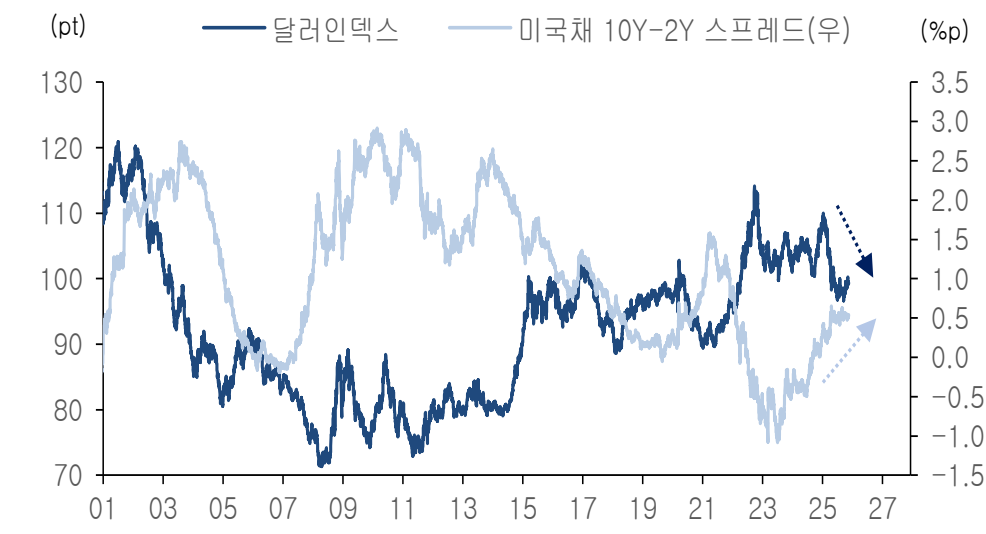
- 코로나 이전에는 미국채 금리 스프레드와 유동성의 명확한 상관관계가 부재, 다만 코로나 이후 스프레드 확대와 M2간 양의 상관관계가 확인
- 은행의 심사 기준, 자본비율 규제 강화 영향에 스프레드(순이자마진) 확대에도 유동성 방출이 제한된 과거와 달리, 사모대출 시장 영향에 은행 대출 여력 ↑
- 앞서 확인한 바와 같이 연준 자산에서 단기채 비중 확대, MMF와 스테이블 코인 등 단기채 매수 주체는 스프레드를 확대(유동성 ↑, 달러 ↓)시키는 요인
- 또한 미국 자산을 보유한 해외 금융 기관들도 스프레드 확대시 환헤지 유인이 커짐에 따라 달러화 약세 압력으로 작용할 전망

미국채 스프레드와 M2는 코로나 이후 양의 상관관계



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

스프레드 확대는 환헤지 유인을 확대해 달러 약세 압력으로 작용



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

금리와 성장률의 엇갈린 신호

- 달러인덱스는 통상 미국과 주요국간 상대적 금리, 성장률 격차에 의해 변동, 다만 최근 기준금리 인하 기대감과 성장률은 서로 다른 방향을 가리켜
- 선물시장에 반영된 금리 기대치와 비교하면 올해 달러 약세는 합리적이나, 성장률 전망치 격차로 본다면 달러는 저평가 구간
- 성장률 격차 확대의 원인은 주요 선진국의 전망치 하향이 아닌, AI 투자를 반영한 미국 성장률 전망치의 상향 조정
- 이는 앞서 언급했던 달러화 약세의 폭과 속도를 늦추는 재료, 금리 인하와 유동성 방출 환경에도 성장률 격차가 약달러의 속도를 제한할 것으로 예상

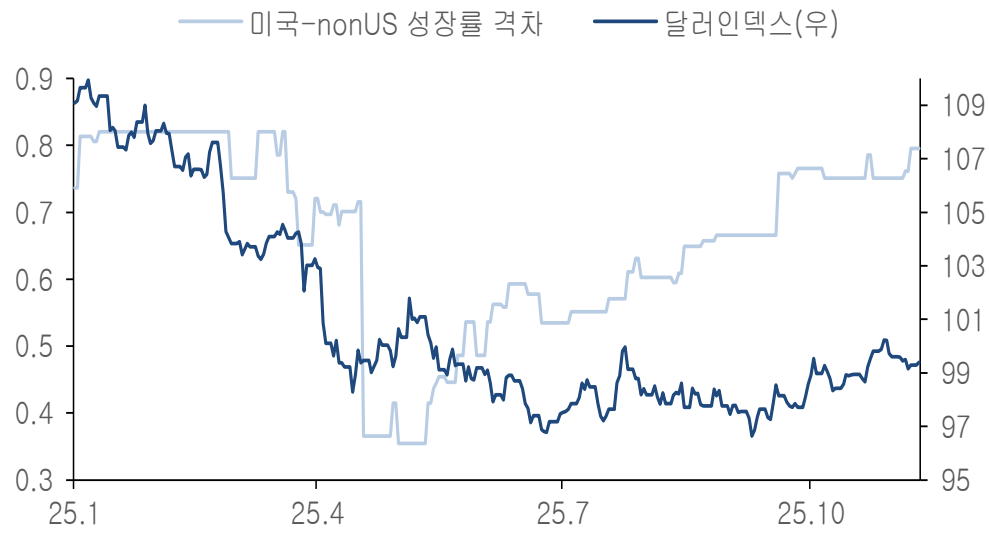
미국과 주요국의 상대적 금리차와 달러인덱스



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

주: non-US국가는 유럽/영국/일본. 각 국가의 비중은 달러인덱스 내 비중으로 동일하게 가중평균

미국과 주요국 상대적 GDP 차이와 달러인덱스

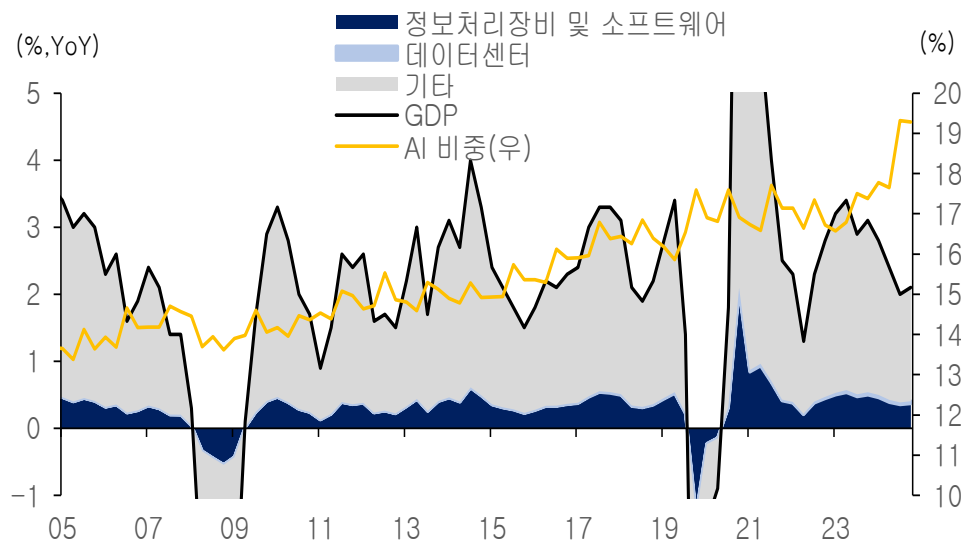


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

AI가 주도하는 미국의 성장, 그 이면에는?

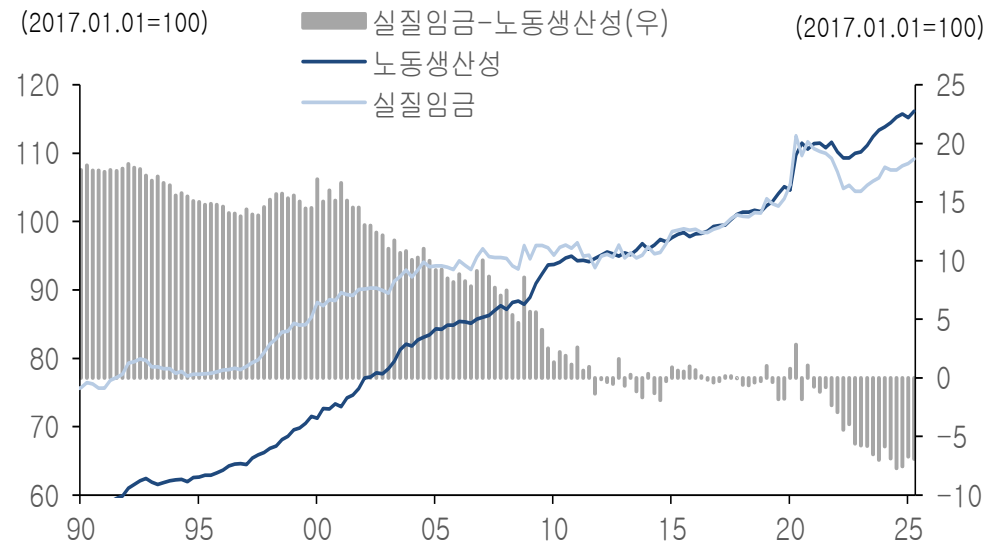
- 최근 빅테크들의 AI 투자는 꾸준히 확대, 정보처리장비와 소프트웨어, 데이터센터 투자가 GDP에서 차지하는 비중은 20% 수준까지 성장
- AI 투자가 지속 가능한 경제 성장으로 이어지기 위해서는 “1인당 생산성의 향상 -> 이에 상응하는 실질임금 성장 -> 소비 확대”의 루트가 필요
- 다만 실질임금 상승이 노동생산성을 상회하던 과거와 달리, 금융위기와 코로나를 거쳐 현재는 실질임금이 생산성을 따라가지 못하는 상황

GDP 성장률 전망치 상향은 AI 투자 확대에 기인



자료: BEA, NH선물 리서치센터

미국의 실질임금은 노동생산성 대비 상승폭 매우 낮아

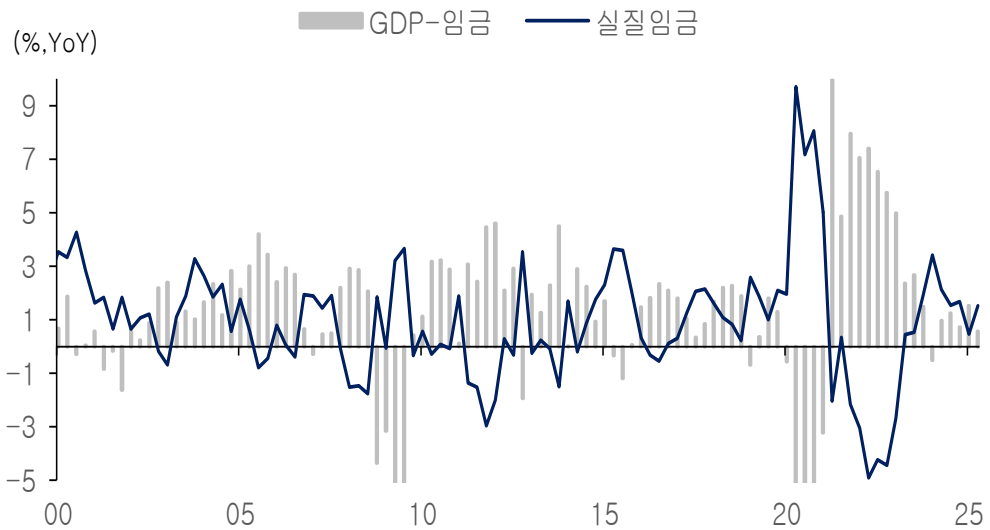


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

AI가 주도하는 미국의 성장, 그 이면에는?

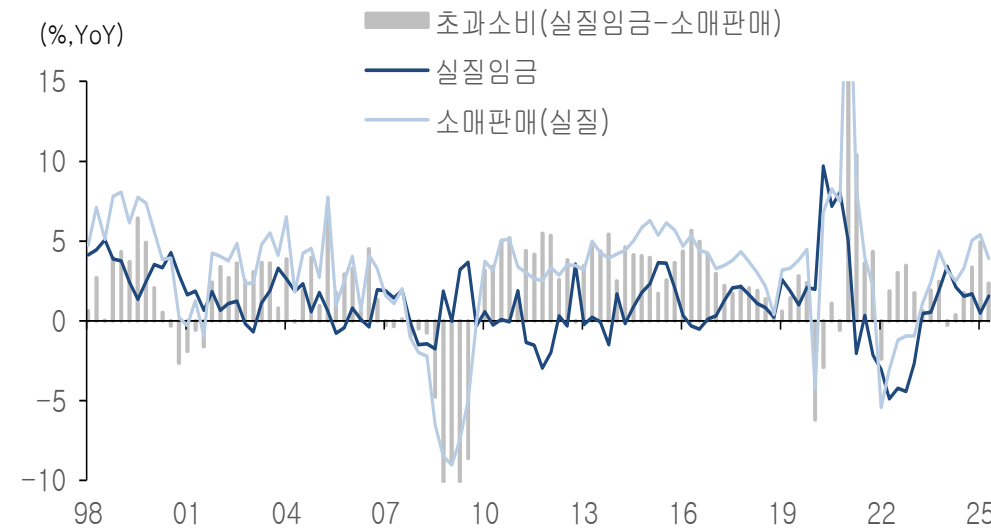
- 게다가 미국의 실질임금이 상승한다 하더라도, 임금 상승이 곧바로 소비 증가로 이어질지 여부는 불투명
- 대체로 장기간 미국의 실질임금은 경제성장률을 하회했음에도, 금융위기와 코로나를 제외하면 대체로 초과소비(소비 증가율>임금 상승률) 국면이 유지
- 금융위기 당시 GDP 대비 가계부채 비율이 98% 수준에서 최근 68%까지 빠르게 하락한 만큼, 초과소비 여력이 레버리지(차입)에 의존했다고 보기도 어려워
- 반면 소매판매와 S&P500의 전년대비 증가율이 유사한 궤적을 보이는 만큼, 가계의 소비 여력은 임금도, 레버리지도 아닌 금융자산 가격 상승에 기인

실질임금은 대체로 GDP 성장률을 하회



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

임금 상승률이 제한적인데, 소비는 임금 이상으로 증가

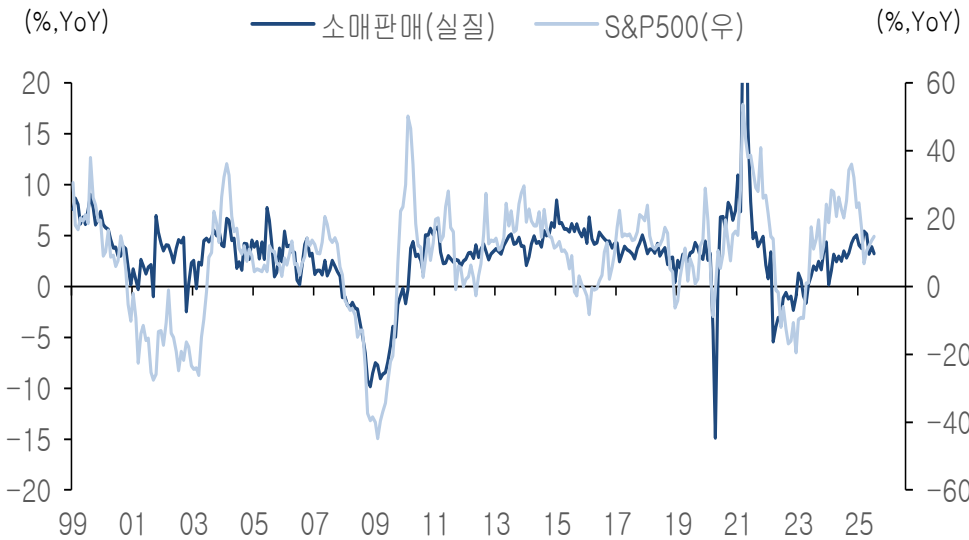


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

AI가 주도하는 미국의 성장, 그 이면에는?

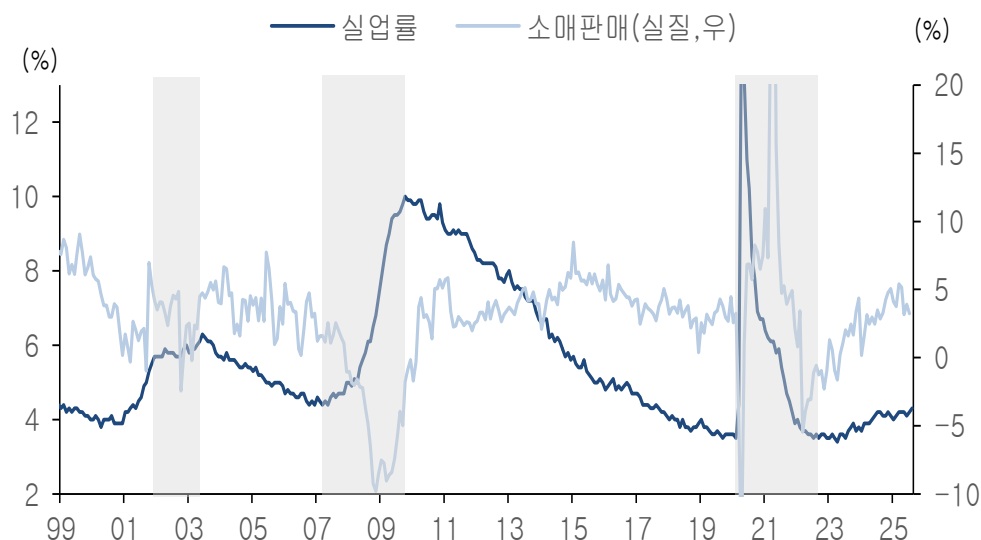
- 따라서 AI 투자는 전통적인 “기업투자->임금->소비”의 경로가 아닌, “기업투자->금융자산 가격 상승 -> 소비” 경로를 통해 실물경기에 전달
- 다만 금융자산 가격 상승에 대한 소비 탄력성이 0.03배¹⁾로(금융자산 100\$ 증가->소비 3.2\$ 증가) 매우 작은 만큼, 소비 상승 여력은 제한
- 단순히 계산해도 소매판매가 지속적으로 확대되기 위해서는 S&P500 지수의 전년대비 상승률이 매달 15~20% 이상을 유지해야 가능
- 무엇보다 소비는 실업률 상승에 민감하게 반응하는데, 최근 고용시장의 둔화가 실업률 상승으로 이어진다면 소비는 빠르게 위축

매우 유사한 궤적을 보이는 소매판매와 주식가격



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

주식가격 상승에도 실업률이 상승한다면 소비는 위축



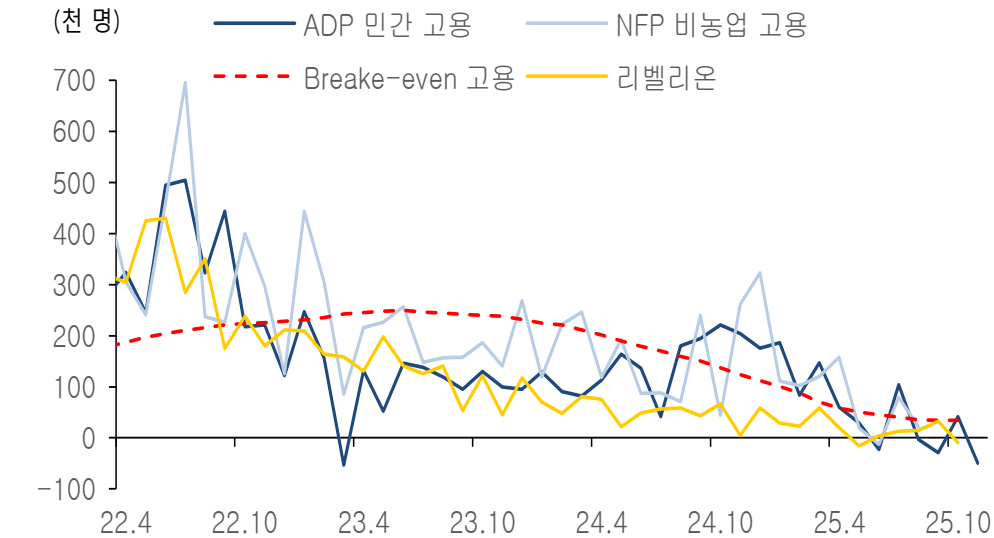
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

1) <Stock Market Wealth and the Real Economy: A Local Labor Market Approach>, Gabriel Chodorow-Reich, 2020.02 NBER

고용시장 둔화세 지속, 성장률보다 금리를 따라갈 달러

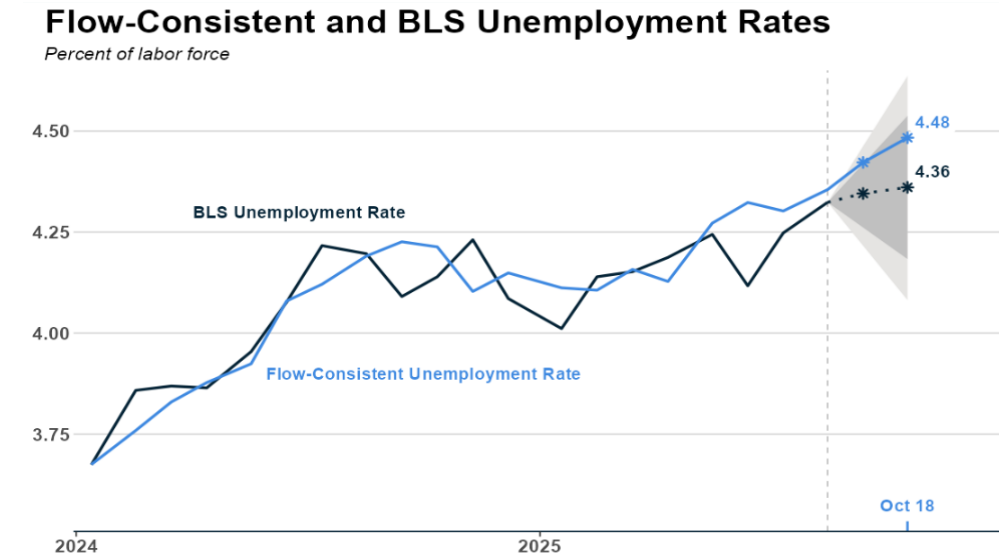
- 최근 연방정부의 섣다운으로 인해 대표적인 비농업고용(NFP) 지표는 발표가 지연, 이에 ADP와 Revelio 등 민간 지표를 통해 최근 고용 추세를 가늠
- 달라스 연은은 "실업률을 현 수준에서 유지하기 위한 고용 증가분"을 균형(Breakeven)으로 규정하고, 이민과 고령화로 인한 노동인구 변화를 이에 적용
- 그 결과 최근 이민자의 급감으로 현재 필요한 월간 신규 고용은 3만건 내외로 추정되나, 민간 지표를 보면 이를 하회하는 움직임이 관찰
- 이는 곧 실업률 상승 요인이며, 실제로 뉴욕 연은이 실시간으로 추정하는 실업률은 10월 기준 4.4%~4.5%까지 상승 (8월:4.3%)

최근 확인되는 민간의 신규 고용은 균형 수준을 하회



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

뉴욕 연은의 실시간 실업률 추정치, 10월 기준 4.4~4.5%

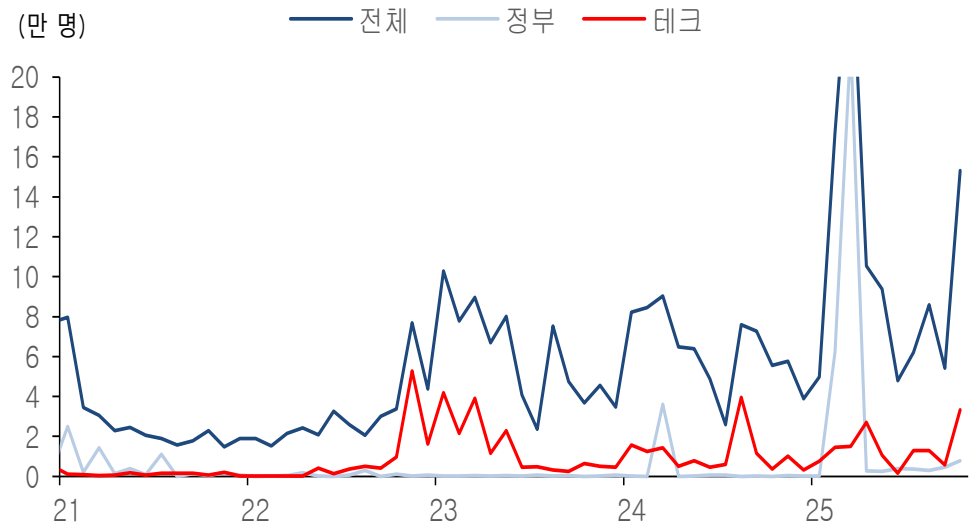


자료: NY Fed, NH선물 리서치센터

고용시장 둔화세는 아직 완만한 수준, 침체는 아니야

- AI로 인한 생산성의 획기적인 향상은 아직 숫자로 확인된 바 없어. 다만 지난 10월 이례적인 테크 기업들의 대규모 해고 소식에 일자리 감축 우려 부각
- 실제 테크 부문에서 해고가 일어난 것은 맞으나, 이는 2023년의 대규모 해고 추세와 비교했을 때 아직은 미약한 수준
- 컨퍼런스보드가 실시한 분기별 CEO 설문조사에서는 응답자 3분의 1 이상이 향후 12개월 동안 인력이 감소할 것으로 예상한다고 답변
- 기업과 노동자 모두 AI가 일자리를 대체할 것이란 공감대가 형성. 우려가 현실화 될 경우 실업률이 급등하겠으나 아직 우려할 수준은 아니야

최근 테크 기업의 해고 발표 늘었으나, 23년 대비 여전히 낮아



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

시장에 반영된 우려는 많지만, 아직 실업률 본격 상승 단계는 아니야



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

2026년 달러인덱스 전망

- 정리하자면 사모대출 중심의 민간 유동성 확장은 내년에도 지속될 전망이며, 연준의 QT 종료&단기채 중심 자산구조 재편은 보조적인 유동성 공급 수단
- 유동성 확장과 금리 인하는 분명 달러화 약세 재료이나, AI 투자의 확대에 의한 성장률 회복은 달러화의 하단을 지지할 재료
- 다만 AI투자가 지속적인 성장 동력으로 작용하기 위해서는 소비의 지지가 있어야 하나, 현재 고용시장의 둔화 추세가 이러한 영향을 일부 상쇄할 것
- 내년도 달러화는 제한적 약세 흐름이 전망되며, 달러인덱스 기준 연간 하단을 95pt로 제시 (현재 100pt 부근)

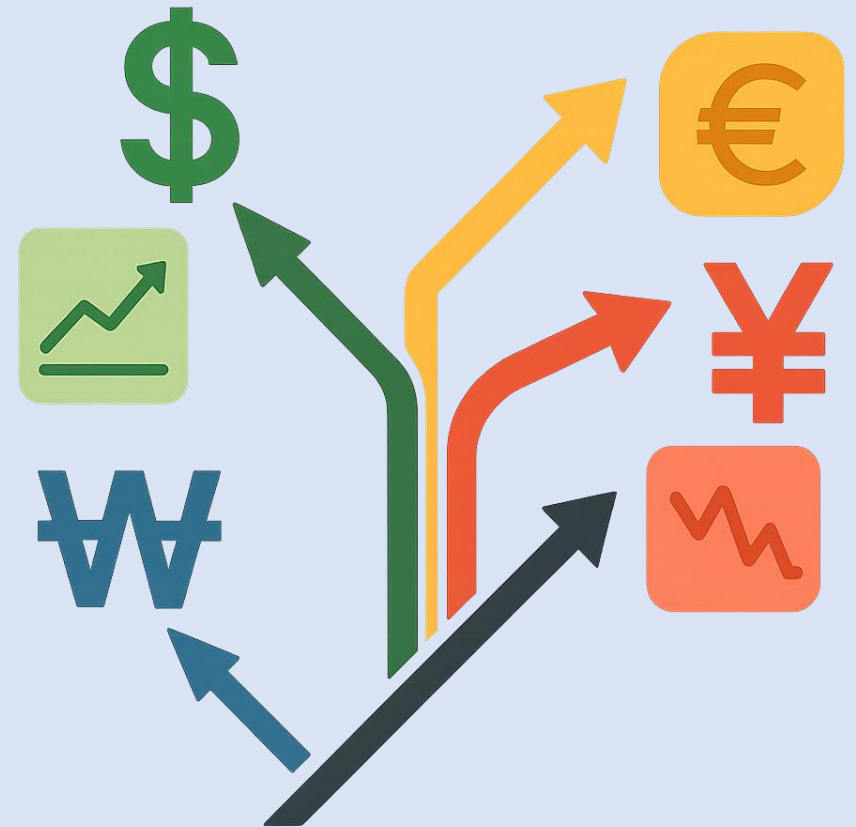
2026년 달러인덱스 전망: 제한적인 약세 추세 유지



자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

Ⅱ .KRW

위험한 고무줄놀이



국내 외환시장의 가장 큰 문제, 원화의 과도한 약세

- 올해 달러인덱스는 YTD 수익률 기준 -8% 하락했으나, 달러-원 환율은 보합권 수준. 달러인덱스와 동조하던 과거와 달리 현재는 명확한 디커플링이 확인
- 원화의 약세폭은 주요 신흥국 통화와 비교해도 과도한 수준이며, 이는 원화 고유의 약세 요인으로 판단
- 작년 말 비상계엄 이후 국내 정치 불확실성 확대, 올해 한미 관세협상에서 언급된 3,500억 달러 등 재료는 일부 해소됐으나, 원화 약세는 지속

달러인덱스와 달러-원 환율, 작년부터 심화된 디커플링 현상

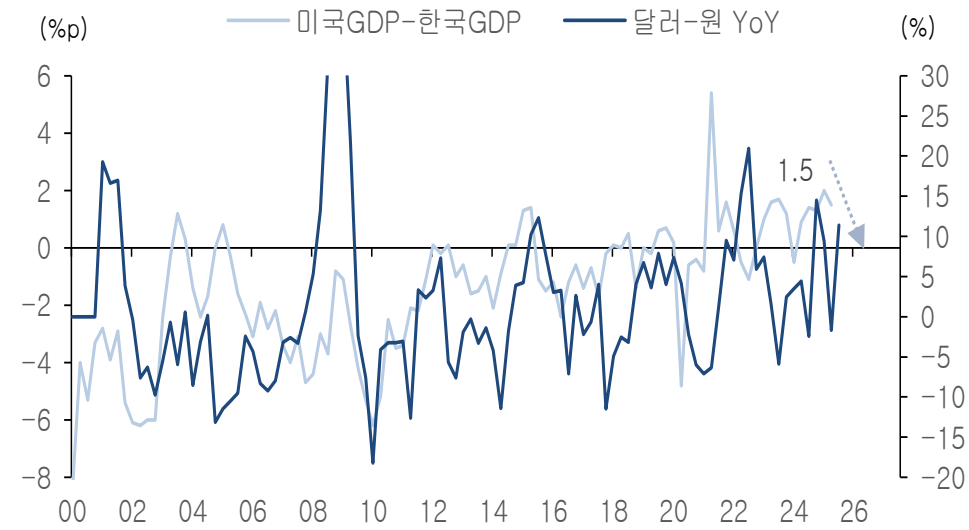


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

원화 디커플링의 배경- (1) 펀더멘탈?

- 원화가 달러화 대비 과도한 약세를 보일 수 있는 이유는 크게 1) 펀더멘탈(금리 혹은 성장률) 격차 2) 통화 유동성 3) 수급 불균형으로 분류
- 우선 성장률 격차를 보면 2Q25 기준 1.5%p (미국 2.1%/한국 0.6%), 다만 IMF가 전망하는 26년도 한미 성장률 격차는 0.3%p로 축소될 전망
- 한편 금리차는 대부분의 기간 달러-원을 설명하는 주요 변수가 아니었지만, 2022년 미국의 금리 인상은 환율 상승 재료로 작용
- 다만 최근 금리차 축소에도 환율은 상승세가 지속되는걸 보아, 최근 원화 약세가 성장률이나 금리차에 기인했다고 보기 어려워

성장률 격차로 보는 달러-원, 더 하락해야



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

금리차로 보더라도 원화 약세는 과도



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

원화 디커플링의 배경- (2) 통화 유동성?

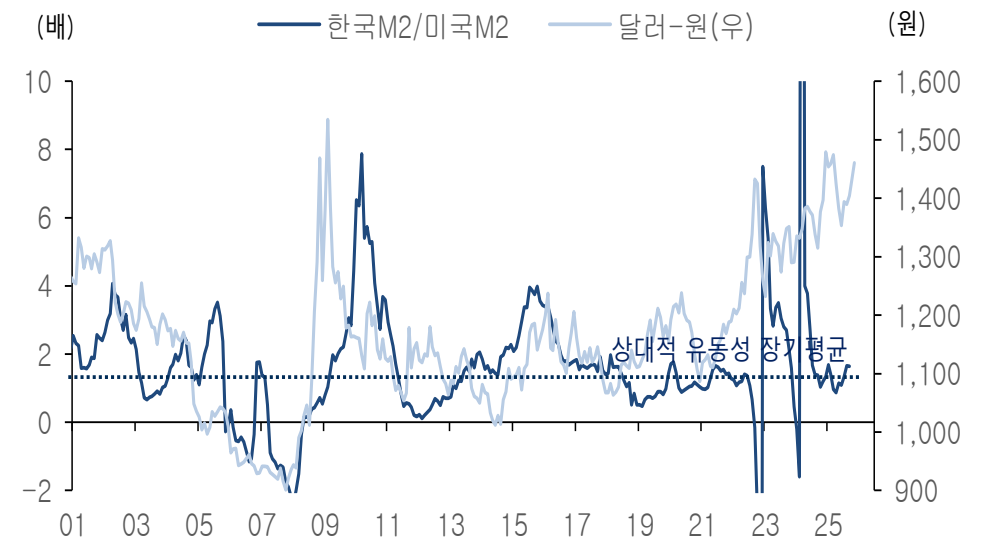
- 두번째는 원화의 유동성 환경. 최근 한국의 광의통화(M2)와 금융기관 유동성은 모두 작년부터 빠르게 반등
- 다만 환율은 상대적 가치임을 고려해 달러 유동성과 대비해 살펴보면, 원화의 유동성이 과도하게 풀렸다고 보기 어려워
- 상대적 유동성이 장기평균 수준과 크게 벗어나지 않은 만큼 통화 유동성이 환율 상승을 부추긴 요인은 아니라는 판단

최근 국내 유동성 환경이 완화된 것은 사실이나



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

미국과의 상대적 유동성 관점에서 보면 과거 평균 수준

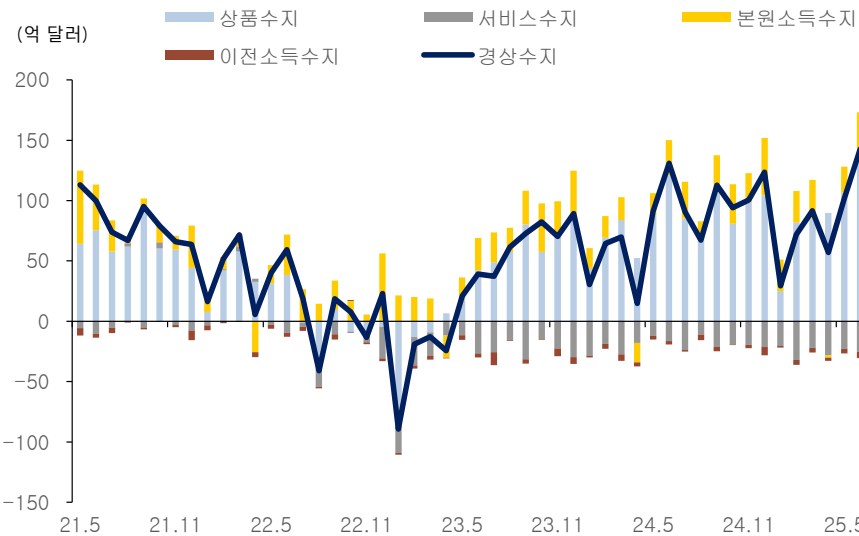


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

원화 디커플링의 배경- (3) 달러 수급 불균형

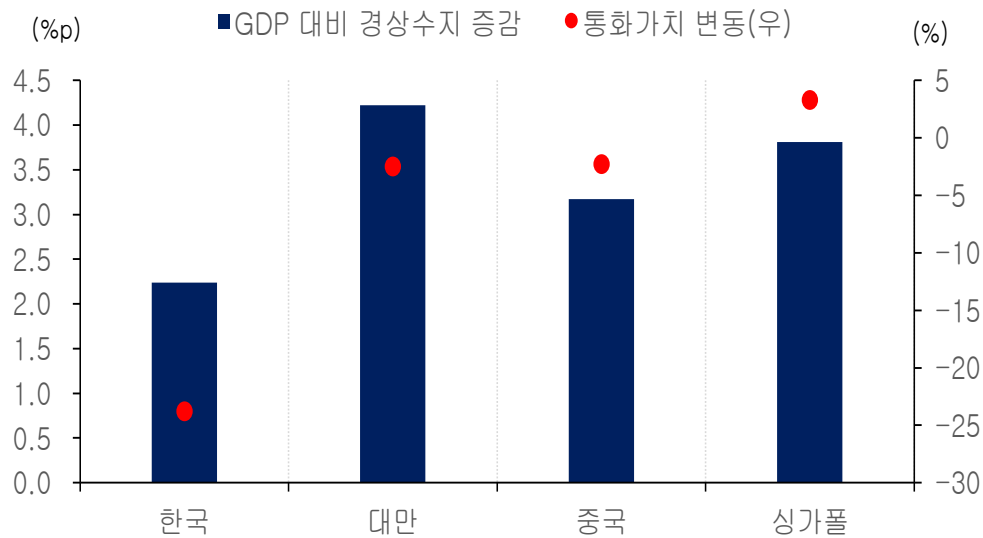
- 세번째 요인은 경상수지. 올해 수출은 반도체와 선박을 중심으로 크게 증가. 일평균 수출액은 10월 기준 3억 달러에 근접하며 역대 최고치를 경신
- 다만 수출 의존도가 높은 아시아 국가와 비교해 보면, 2020년 이후 경상수지 흑자 규모 대비 원화 가치는 유독 약세
- 이는 경상수지로 벌어들인 달러가 국내로 유입되지 않고 있다는 의미. 실제 유입이 되더라도 외환시장에서 원화로 환전을 하지 않고 외화계정에 예치

상품수지 흑자 지속, 경상수지를 통해 벌어들이는 돈은 많으나..



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

코로나 이후 GDP 대비 경상수지 증감과 통화가치 변동폭

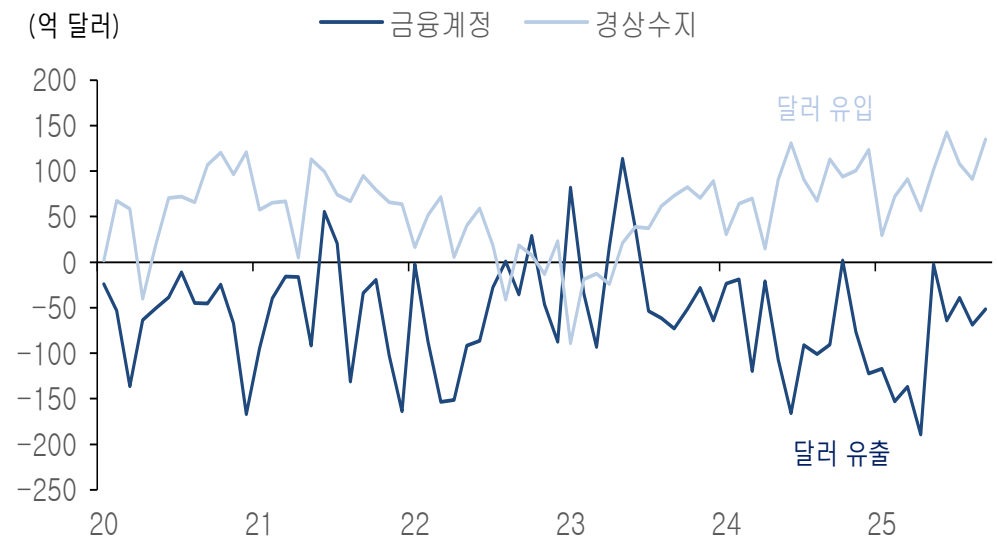


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

원화 디커플링의 배경- (3) 달러 수급 불균형

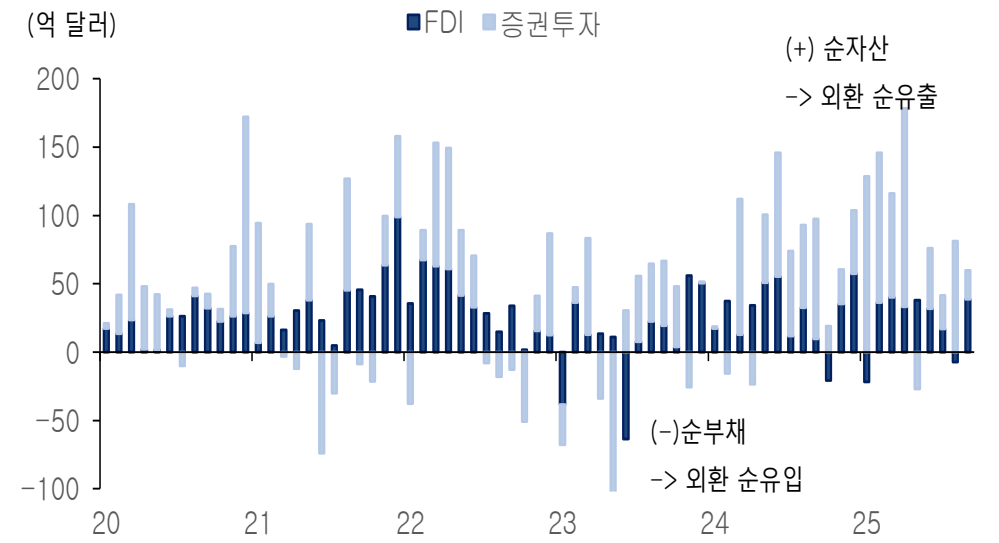
- 경상수지로 벌어들인 달러는 유입되지 않는 가운데, 금융계정을 통한 달러 유출은 지속되며 구조적인 수급 불균형이 형성
- FDI와 포트폴리오 투자(주식/채권)의 경우 최근 외국인 자금의 주식시장 유입에도 순자산 기준으로 보면 여전히 내국인의 해외투자가 우위 (달러 순유출)
- 코로나 이후 일부 기간을 제외하면 대체로 지속적인 외화 유출 국면이 지속

경상수지 흑자에도 달러 유입 제한, 금융계정으로 달러 유출은 지속



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

금융계정 세부항목을 보면 FDI와 포트폴리오투자 모두 달러 순유출

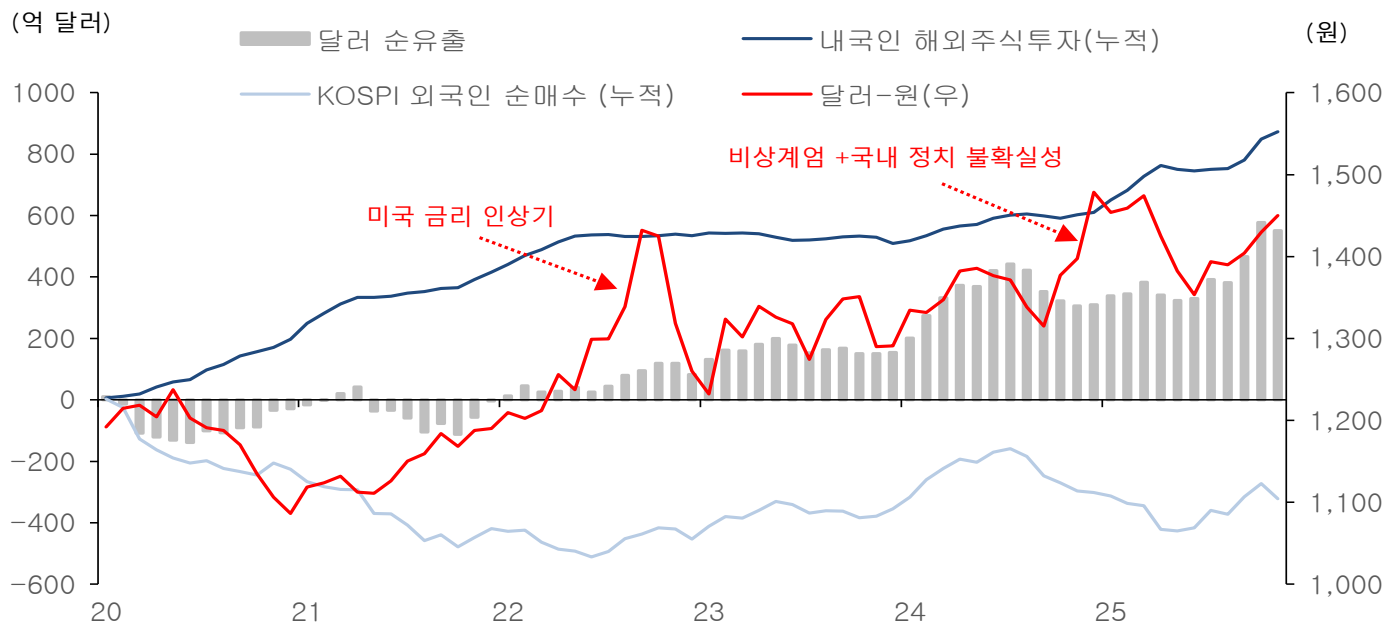


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

원화 디커플링의 배경- (3) 달러 수급 불균형

- 수급 불균형은 특히 주식시장에서 부각. 코로나 이후 기간동안 환율 상승은 대부분 주식시장의 달러 순유출에 의해 주도
- 올해만 하더라도 외국인의 누적 KOSPI 순매도 금액은 -15.2억 달러(환율 1,400원 적용), 내국인의 해외투자¹⁾ 금액은 +261.6억 달러로 총 276.8억 달러가 유출

코로나 이후 주식시장의 누적 수급을 보면, 대부분의 환율 설명분을 설명



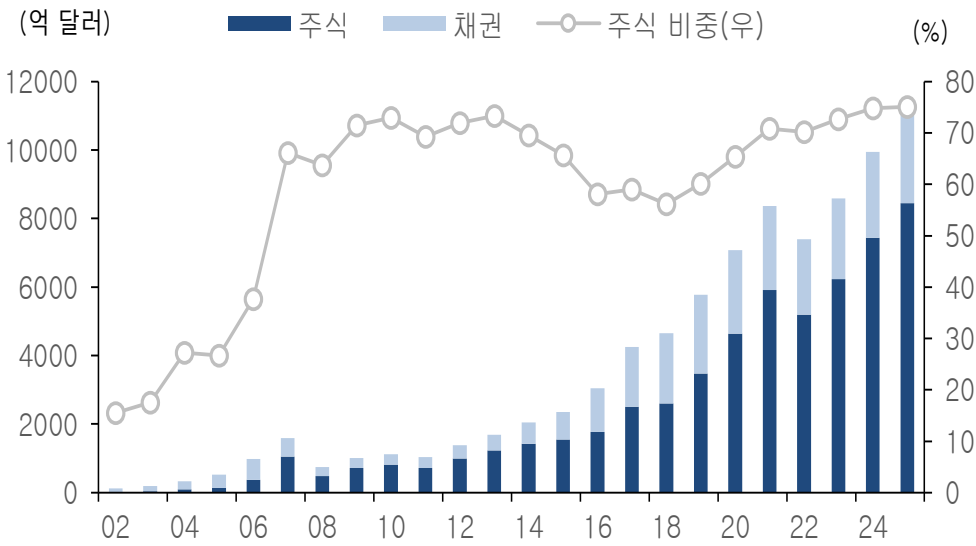
자료: 예탁결제원, Bloomberg, NH선물 리서치센터

1) 내국인의 해외투자 금액은 예탁결제원 자료를 활용했으며, 이는 일부 연기금 등 해외 예탁기구를 통해서 거래하는 금액을 제외

해외투자의 구조적 불균형, 환 리스크에 취약

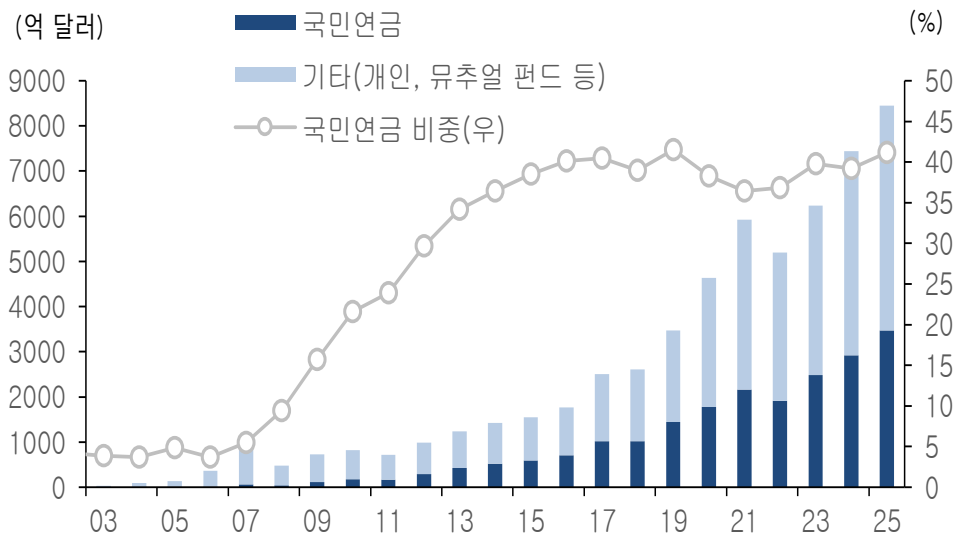
- 문제는 해외투자의 구조적 불균형. IIP 계정의 해외투자 총 잔액은 현재 1.13조 달러 수준인데, 이 중 주식이 8,450억으로 75% 비중을 차지
- 해외주식 보유 주체는 코로나 이전까지 국민연금의 비중이 컸으나, 최근 기타(개인, 뮤추얼펀드 등) 주체들도 대규모 투자자로 급부상
- 통상적으로 채권투자는 이자수익(Fixed Income)을 목표로 하기 때문에 환헤지가 동반되나, 주식투자는 환헤지 비중이 낮아
- 국민연금의 경우 해외주식 투자에 대해 일부 조건부 환헤지(최대 15%)를 단행하지만, 개인의 경우 환헤지 비중이 더욱 낮아 환 리스크 노출도 ↑

전체 해외투자 잔액에서株式이 차지하는 비중은 75%



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

해외 주식투자 잔액 중 국민연금의 비중

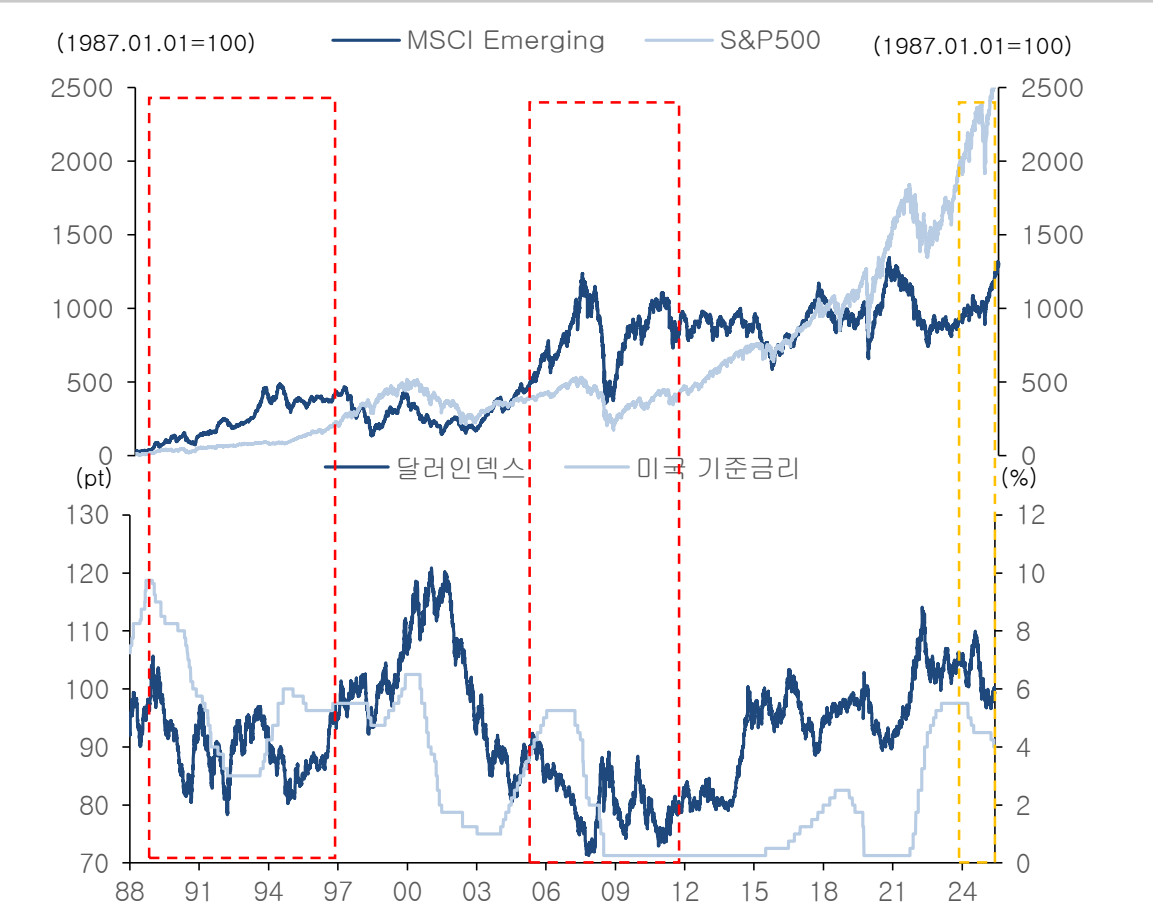


자료: 국민연금 기금운용본부, NH선물 리서치센터

주: 국민연금 해외투자 금액은 연도별 연말 환율을 기준으로 달러로 재환산, 25년 금액은 8월 기준

환율의 하락 재료는 뭐가 있을까? (1)

신흥국 주식이 미국 주식의 수익률을 상회하려면 가파른 금리 인하와 약달러가 필요



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

- 환율이 하락 하기 위해서는 첫째로 “약달러에 따른 신흥국 주식 수익률의 미국 주식 수익률 상회” 라는 조건이 필요
- 달러화가 약세폭이 가팔라질 경우, 유동성 확대와 달러 기반 자산의 평가 손실로 인해 통상 신흥국 주식시장으로의 자금 유입이 본격화
- 다만 앞서 언급한대로 당사는 달러화 약세 폭이 최대 5%로 제한될 것으로 전망. 이는 동시에 국내 증시로 유입되는 외국인 자금 규모를 제한하는 재료
- 따라서 국내 주식시장의 상대적 성과가 저조하다면, 내년에도 내국인의 해외투자는 지속되며 환율 하락 압력이 제한적일 전망.

환율의 하락 재료는 뭐가 있을까? (2)

- 두 번째는 국내외 연기금 및 보험사의 사후적 환헤지. 국내의 경우 국민연금이 일정조건¹⁾을 충족할 경우 전술적 환헤지(외화자산의 5%)가 발동
- 전술적 환헤지의 발동 조건은 대체로 1,450원으로 추정되고 있어 이미 적용 범위이며, 최대 200억 달러가 분할 매도 물량으로 시장에 나올 수 있어
- 또한 대만의 보험사가 올해 5월과 같이 원화를 통해 프록시 헤지를 진행할 경우(08.11 자료 참고) 달러-원 환율은 대규모 하락 압력을 받을 것으로 예상
- 다만 프록시 헤지가 단행되기 위해서는 역시나 “가파른 달러화 약세”가 조건, 이는 금융시장의 비정상적인 충격을 제외하면 충족되기 어려울 전망

국민연금 전술적 환헤지 발동조건과 종료조건 추정



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

1): 전술적 환헤지의 발동조건은 “환율이 2001년부터 현재까지의 환율 분포도의 99% 바깥인 극단값이 5거래일 이상 지속될 경우 ”

올해 5월 원화로 대규모 프록시 헤지를 했던 대만 보험사



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

환율의 하락 재료는 뭐가 있을까? (3)

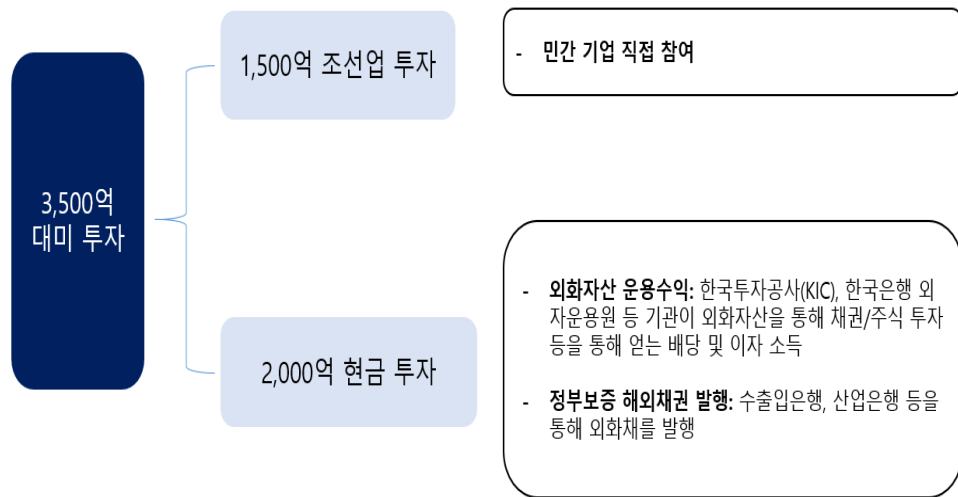
- 세 번째 환율의 하락 재료는 수출업체들의 네고 물량. 일반적으로 반도체 수출 금액이 가장 크나, 최근 선박 수출금액이 빠르게 증가 (올해 누적 236억 달러)
- 반도체 수출 금액은 해외 재투자, 원자재 구매 등으로 국내 유입이 제한되지만, 조선업체들의 환헤지나 네고 물량은 유의미한 환율 하락 재료
- 다만 이번 한미 관세협상에서 타결된 3,500억 달러 대미 투자 중 1,500억 달러는 MASGA 프로젝트로, 민간 조선업체들의 달러 매도 유인 하락
- 대미투자의 협상 결과는 최악은 면했으나, 최근 몇 년간 소극적으로 변한 수출업체들의 달러 매도 움직임을 한층 더욱 둔화시킬 것으로 전망

국내로 다시 유입될 가능성이 높은 선박 수출 증가



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

다만 MASGA 프로젝트로 인해 환전이 아닌 달러 보유를 지속할 것



자료: NH선물 리서치센터

2026년 달러-원 환율 전망

- 정리하자면 코로나 이후 환율 상승의 원인은 펀더멘탈도, 유동성도 아닌 구조적인 달러 수급 불균형 (경상수지/해외투자)
- 수급 불균형으로 인한 환율 상승은 동시에 특정 트리거 (달러화의 일시적이고 급격한 약세) 발생 시 환율의 하방 변동성을 증폭시키는 요인
- 다만 내년도 달러화는 완만한 약세가 예상되며, 정상적인 시나리오 하에서는 해외투자가 주도하는 환율 상승 추세가 지속될 전망

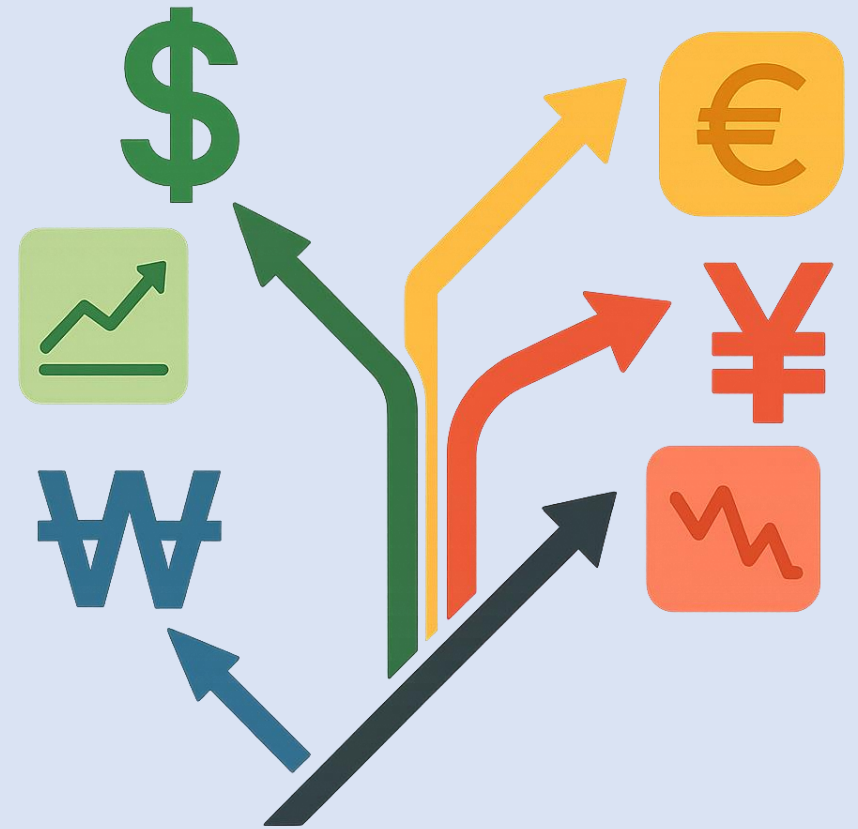
2026년 달러-원 환율 전망: 급격한 약달러 트리거 없을 경우 상승 추세 지속



자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

Ⅲ .CNY

어딘가 수상한 위안화 강세



올해 눈길을 끌었던 위안화의 완만한 반등

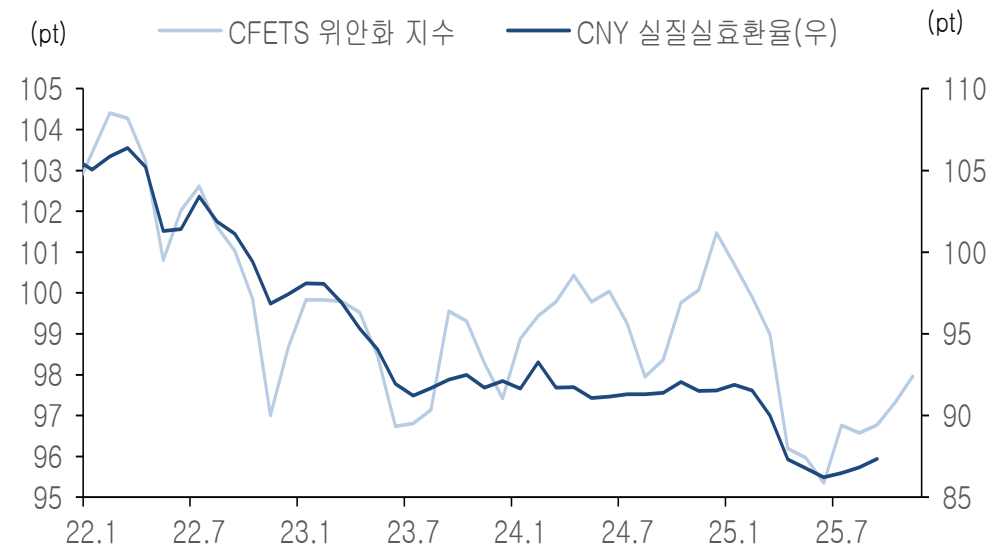
- 올해 위안화는 최대 달러당 7.4위안에서, 연말 7.1위안까지 하락하며 달러대비 약 +4.4% 가량 강세
- 전통적으로 위안화는 원화와 연동이 가장 강한 통화였으나, 올해 하반기부터 원화와 디커플링 되며 강세 추세를 유지
- 중국 외환당국이 발표하는 24개 주요 교역대상국 통화 바스켓 대비 위안화 가치인 CEFTS 지수, BIS의 실질실효환율 모두 하반기 위안화 강세를 지지

강한 연동을 보였던 원화와 위안화 환율, 올해부터 디커플링



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

CEFTS 위안화 지수, 실질실효환율 모두 위안화 반등을 시사



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

어딘가 이상한 '위안화 강세'

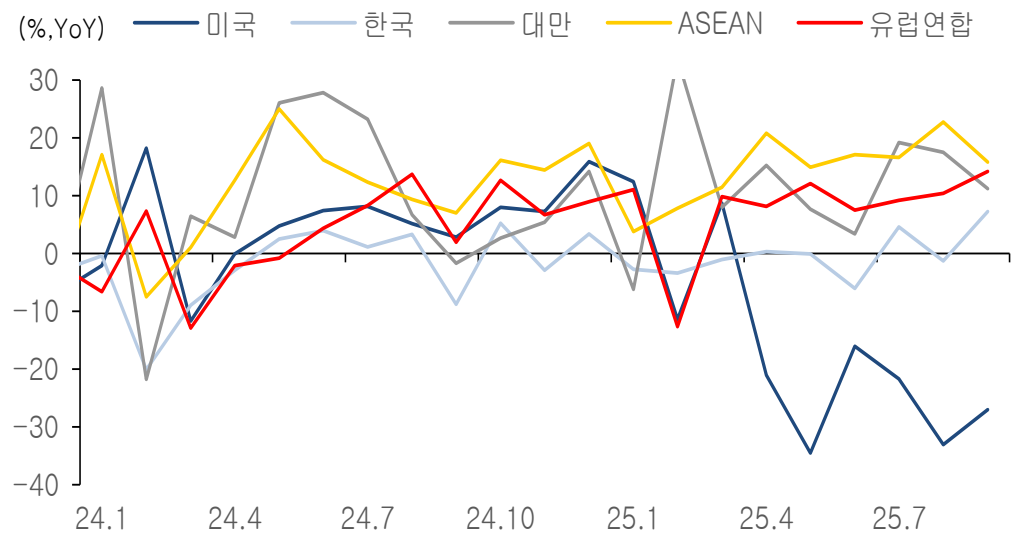
- 다만 특이한 점은 위안화는 달러화 대비 강세를 보였으나, 그 외 주요 무역 대상국 통화와 비교하면 오히려 약세
- 자체적 요인으로 약세를 보인 한국 원화와 태국 바트화를 제외하면, 대체로 올해 위안화는 non-Dollar 통화에 약한 모습
- 특히 유로화 대비 위안화는 약 10% 가량 절하되었는데, 이는 미국의 관세에 따른 대체 수출 다각화 과정의 일환으로 보여

각국 통화가치 대비 위안화 흐름, 달러를 제외하면 대체로 약세



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

중국의 주요국 수출, 미국의 관세로 인해 대미 수출 급감

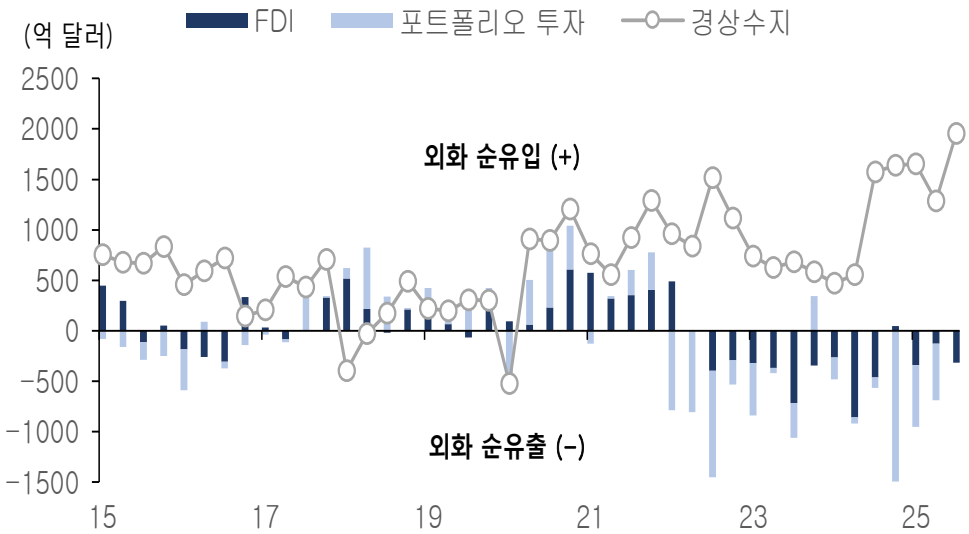


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

위안화 강세 기대감에 중국 수출업체들의 환전 수요 발생

- 수급적으로 보면 올해 중국 증시에 적극적인 외국인 자금이 유입되었음에도, 중국인의 해외투자가 이를 상회하며 금융계정 측면에서 외화는 유출
- 다만 미국의 관세에도 non-US 국가들에 대한 수출 다각화를 통해 경상수지로 유입된 외화가 금융계정으로 유출된 외화를 상회
- 게다가 위안화의 구조적 약세를 주도했던 수출업체들의 래깅(Lagging) 전략도 당국의 지속적인 절상고시에 따라 해소되며 벌어들인 달러를 시장에서 환전

금융계정으로 유출된 외화에도 경상수지 흑자가 이를 상회



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

한국과 다른 점은 수출업체의 적극적인 매도 물량이 출회



자료: CEFTS, NH선물 리서치센터

주식시장 자금 유입은 위안화 추가 강세를 이끌 재료

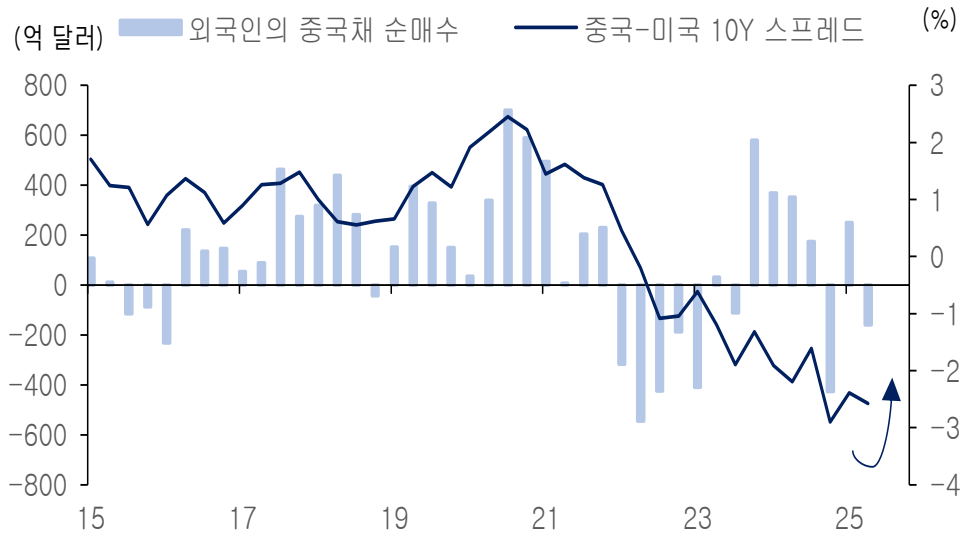
- 수출업체 뿐만 아니라 2분기부터 중국 주식시장으로 본격 유입된 외국인 자금도 위안화 강세 요인으로 작용
- 통상 리스크 프리미엄이 하락하는 위험선호 국면에서 위안화는 강세를 보이는데, 벨류에이션 측면에서 여전히 위안화 강세 공간은 남아있어
- 한편 올해 외국인들은 중국 시장에서 “주식 매수 & 채권 매도” 움직임을 보였으나, 채권 매도세도 미중 금리차 축소에 따라 진정될 전망

중국 주식시장은 아직 외국인 자금 유입 공간이 남아있어



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

금리차 역전 완화시 외국인의 채권 매도세도 진정

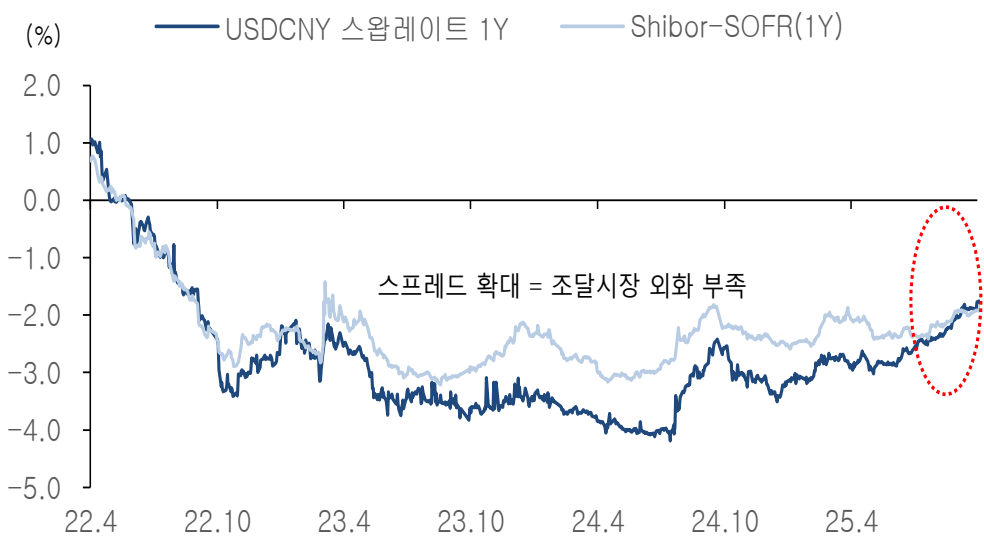


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

구조적인 외화 부족 현상도 해소?

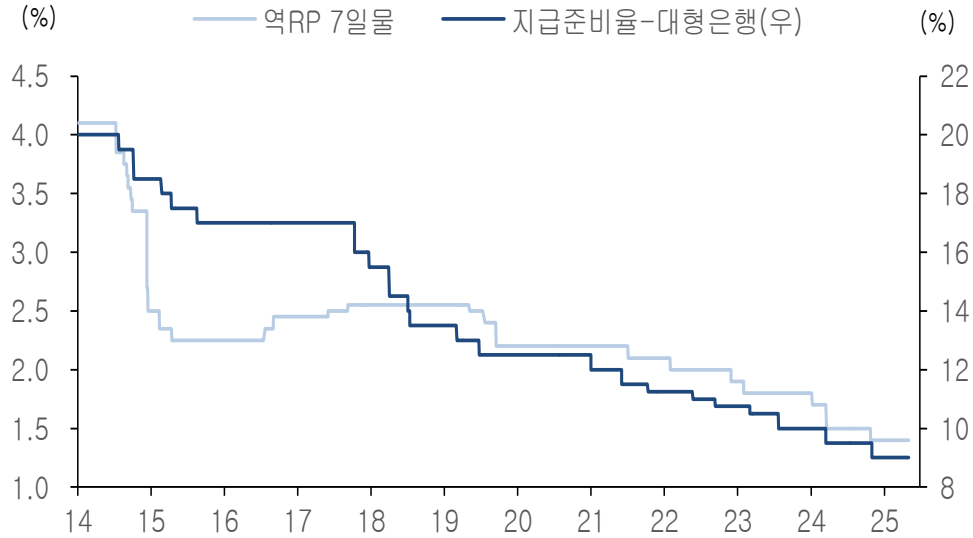
- 한편 22년 미국 금리 인상 사이클 이후 중국 자금조달 시장에서는 지속적인 외화 부족 현상이 관찰 (스왑레이트<미중금리차)
- 다만 최근 미중 금리차 축소와 더불어 외국인 자금 유입, 수출업체의 네고 물량 출회에 외화부족 현상이 대부분 해소
- 중국 금융당국은 내년에도 금리 인하와 유동성 확대 등 통화 완화 사이클을 유지할 전망이나, 이미 금리가 낮아 미국 대비 추가 인하 공간은 제한

22년 이후 관찰된 지속적인 외화부족 현상, 최근 해소



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

역RP 7일물과 지급준비율의 꾸준한 인하, 향후 인하폭은 상대적 제한



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

언제든 약세로 전환해도 이상하지 않을 위안화 (1)

- 장기간 저금리 환경이 지속되면 위안화를 조달해 해외에 투자하는 “위안 캐리 트레이딩” 유인이 확대. 최근 위안화 캐리 수익률은 엔 캐리 수익률을 상회
- 다만 중국 거주자의 외화예금 확대에도 위안화 대출은 여전히 저조. 또한 캐리 트레이딩의 핵심인 레포시장 성숙도가 낮아 투자 유인 ↓
- 미국의 관세와 환적 루트 차단에 중국 기업들은 해외 생산기지로 확장 필요성 ↑, 당국의 외화대출 규제 완화시 다시 외화 수요가 확대될 전망

당국의 외화대출 규제로 예금 대비 대출은 저조



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

위안화 캐리 유인은 높으나, 트레이딩 환경 미비로 가능성은 낮아



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

언제든 약세로 전환해도 이상하지 않을 위안화 (2)

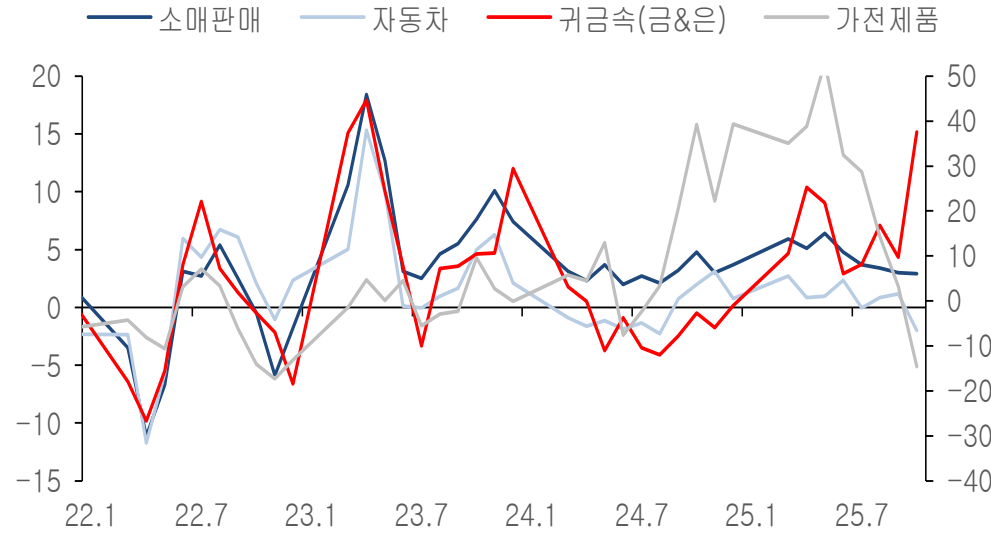
- 한편 펀더멘탈의 부진도 위안화 약세 요인. 올해 9월부터 중국의 제조업/인프라/부동산 투자는 급격히 위축
- 중국 당국은 과잉생산 해소와 신흥 산업(자동차/항공우주/AI와 반도체 등) 투자로 가는 질적 전환 과정이라 판단하고 있으나, 성장률 타격은 불가피
- 게다가 소비는 올해 완만한 플러스 성장을 유지하고는 있으나, 이는 실물경제에 큰 영향이 없는 귀금속(금&은)에 대한 소비 확대가 일정 부분 기여
- 정부의 이구환신 정책에 소비가 증가하는 듯 했던 자동차와 가전제품은 연말 들어 다시 감소추세로 전환

올해 9월 들어 중국의 투자 둔화 가시화



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

소매판매는 양호? 금에 대한 수요는 실물경제에 긍정적 요인 아니야

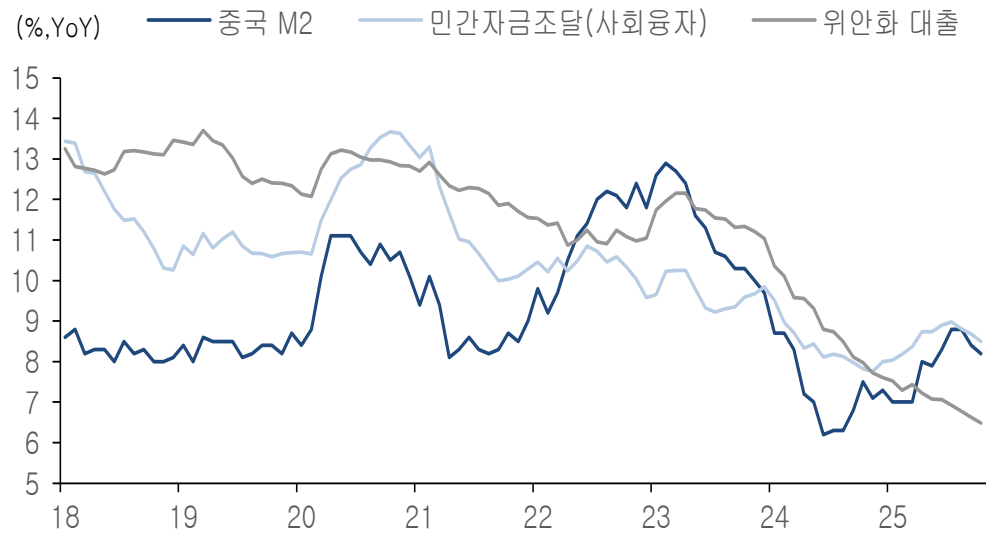


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

언제든 약세로 전환해도 이상하지 않을 위안화 (3)

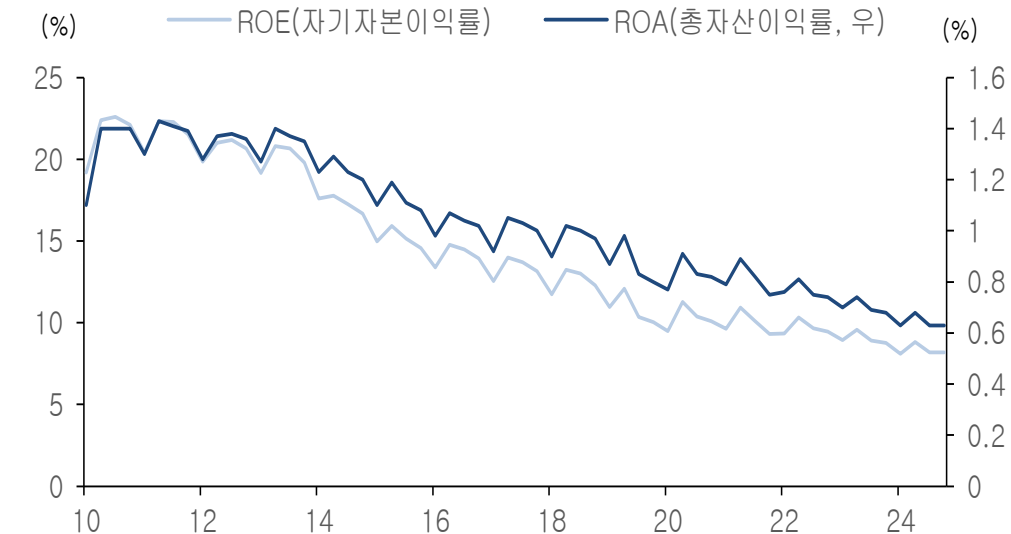
- 당국의 유동성 공급에도 실제 중국 실물경기로 파급효과도 상당히 제한적
- 작년 하반기부터 확대되던 M2 통화량 증가에도, 실제 민간의 자금 조달이나 은행 대출은 눈에 띄는 반등세가 없어
- 게다가 중국 상업은행들은 당국 금리 인하와 부실 부동산 대출 등으로 수익성이 꾸준히 악화. 유동성 공급을 통한 경기부양도 현재 제약적인 상황

당국의 유동성 방출에도, 여전히 시중에 풀리지 않는 돈



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

중국 상업은행의 수익성도 꾸준히 하락해 대출여력 ↓



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

2026년 달러-위안 환율 전망

- 올해 위안화 강세는 수출업체들의 환전과 주식시장 외국인 자금 유입 영향. 주식시장 자금 유입은 여전히 지속되며 위안화 강세가 이어질 공간을 제공
- 게다가 미국의 고율 관세로 인해 위안화의 의도적인 절하 유인이 사라졌으며, 진행중인 미중 협상에서 위안화 절상이 협상도구로 사용될 가능성 존재
- 중국의 수출 다각화는 일시적으로 해소될 수 있겠으나, 근본적으로 미국과 같은 소비국이 부재하다면 수출과 성장률 둔화는 불가피한 수순
- 내수 주도 성장, 혹은 AI와 같은 신기술 투자로 질적 전환 시도는 계속되겠으나, 민간 유동성이 부족해 펀더멘탈로 보면 위안화는 약세 압력이 여전

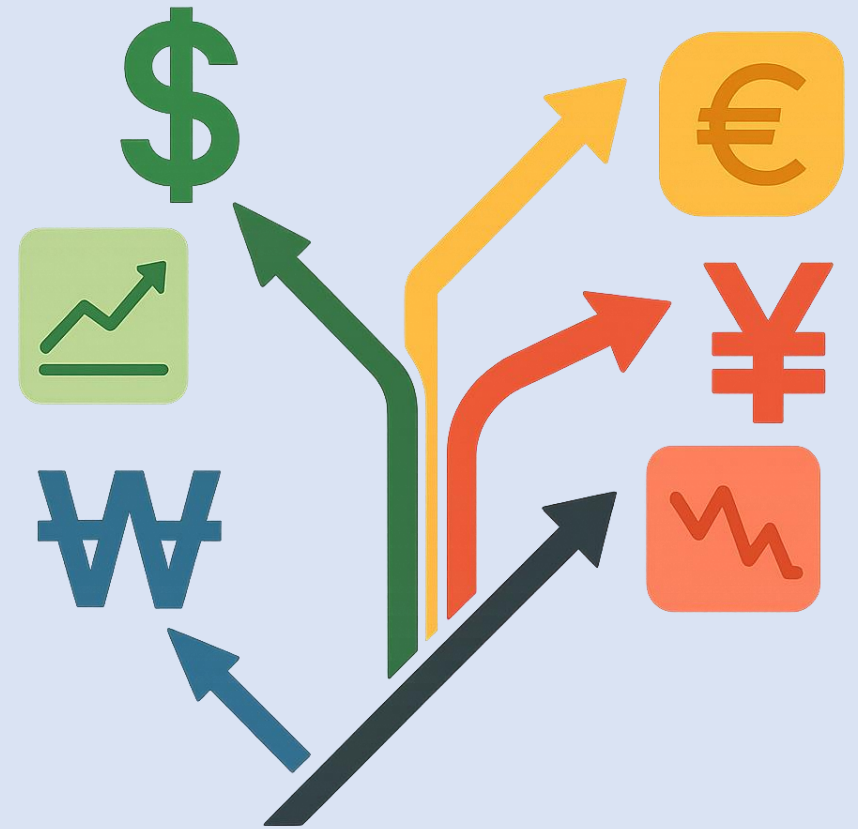
2026년 달러-위안 환율 전망: 미중 관세협상 종료 전까지는 완만한 강세폭 유지



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

Ⅲ .JPY

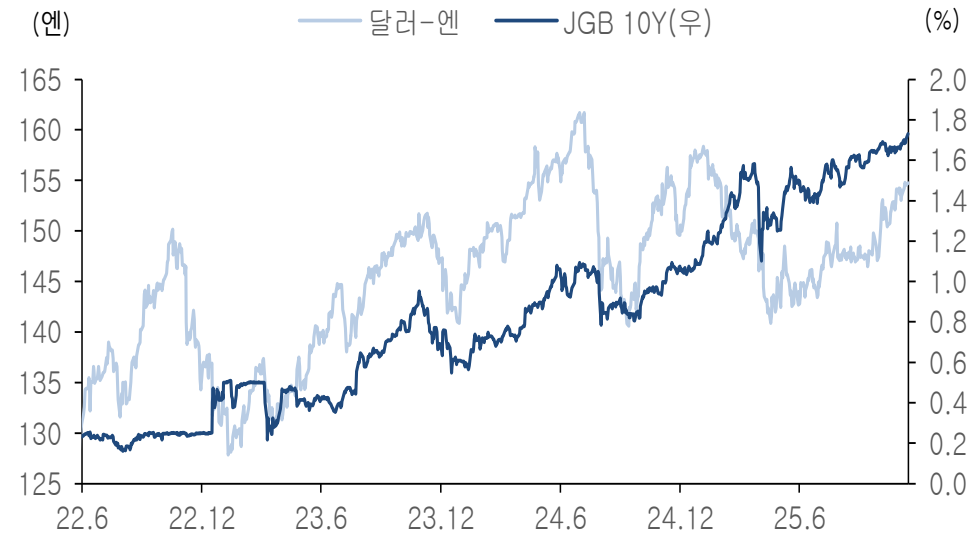
더이상 약해질 공간이 없다



다카이치 내각 출범, 약해지는 엔화

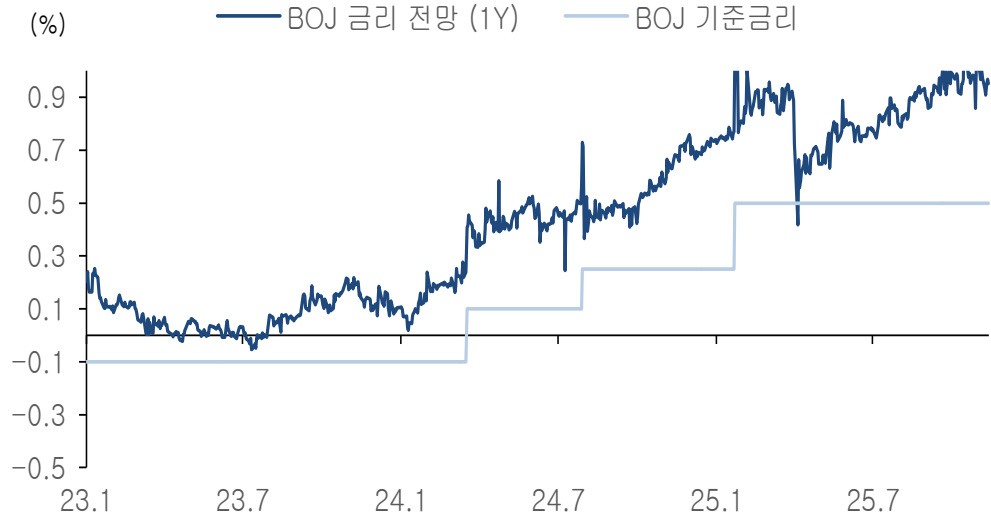
- 올해 10월 다카이치 내각 출범 이후 달러-엔 환율은 155엔 부근까지 상승하며 엔화 약세 압력이 심화
- 다카이치 총리는 취임 이후 줄곧 “적극적 재정지출을 통한 소득 • 소비 • 세수 증가의 선순환”을 강조하며 재정을 활용한 경기부양 의지를 시사
- 이에 최근 재정우려가 확산된 선진국(미국/프랑스/영국) 시장에서 확인됐던 장기채 금리 상승&통화 약세 흐름이 관찰
- 다만 시장에 반영된 기준금리 인상 경로에는 큰 변화가 없어, 최근 엔화 약세는 통화정책보다는 재정정책 우려를 반영

다카이치 취임 이후 다시 약세로 전환된 엔화



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

시장에 반영된 BOJ 금리 경로는 큰 변화 없어



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

다카이치 정부의 재정 리스크 (1)

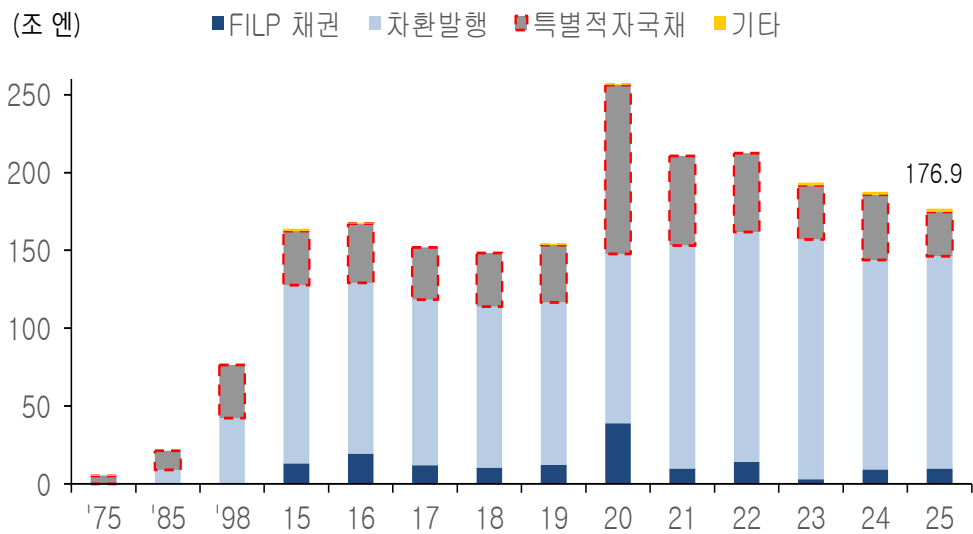
- 다카이치 정부가 최근 제시한 경기부양 패키지는 약 17조엔 규모 (소득세 면제 확대, 유류세 감면, 공공요금 비용 절감 등)
- 이는 2024 회계연도의 재정적자 규모인 16.2조엔과 유사한 수준, 재정적자를 현 상태로 유지하기 위해서는 공약 외 모든 부문의 비용 절감이 필요
- 통상 재정적자로 인한 자원 부족분은 국채를 통해 발행하는데, 2025년도 일본 재무부가 발행할 것으로 추정되는 국채 규모는 약 177조 엔
- 즉, JGB의 50% 이상을 보유중인 BOJ가 매입 규모를 축소를 지속한다면, 일본 채권 시장에서 소화해야 되는 국채 발행량은 올해 대비 +20% 이상 증가할 가능성

일본의 재정적자, 2024년 기준 16.2조엔 수준



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

경기부양책이 현실화 될 경우 특별적자국채 발행량 확대

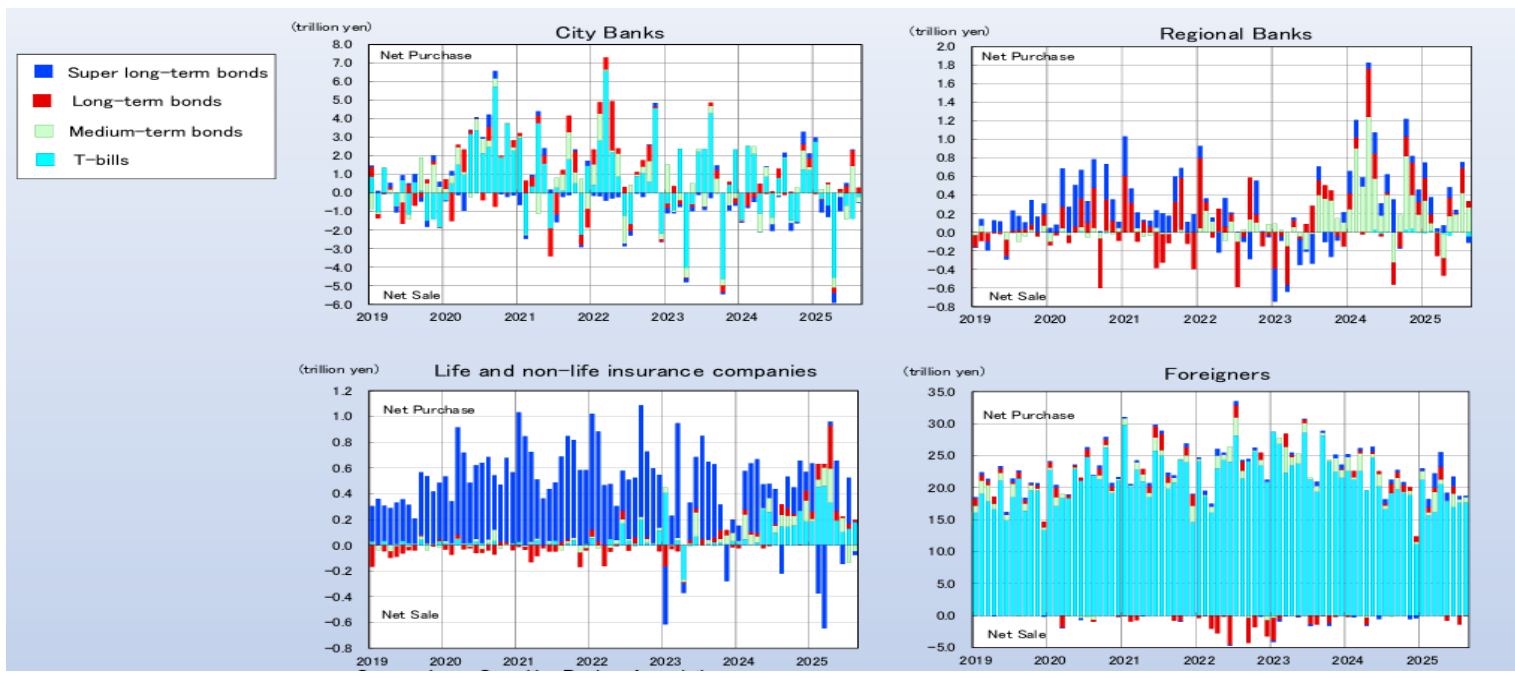


자료: 일본 재무성, NH선물 리서치센터

다카이치 정부의 재정 리스크 (2)

- 문제는 공급과잉뿐 아니라 수요부족. 일본 국채시장 발행 잔액 중 10년 이상 장기채 비중은 33% 이상, 다만 장기채를 매수할 주체가 부재
- 과거 일본 장기채의 주요 매수 주체인 보험사들은 규제상 요구되는 장기 JGB 비중을 이미 맞춰놓은 상태, 2024년 하반기 이후 장기채 매입을 사실상 중단
- 이렇게 되면 일본 재무부는 발행 구조를 단기채와 중장기채 위주로 전환할 방법밖에 없어. 이는 단기채 유동성을 늘려 엔-케리 트레이딩 유인을 확대

일본 주요 주체별 JGB 순매수 규모, 눈에 띄는 부분은 보험사들의 초장기채 매입량 감소

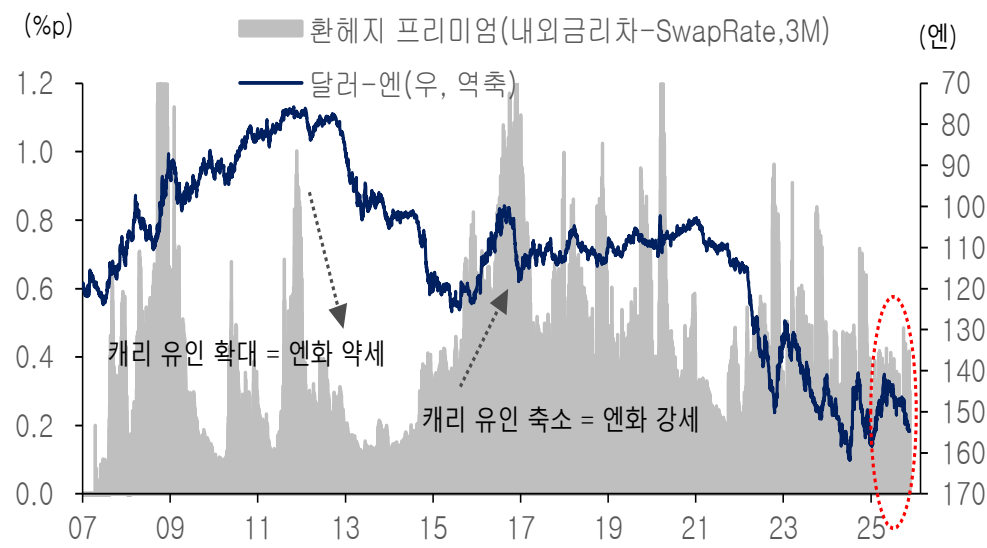


자료: 일본 재무성, NH선물 리서치센터

다카이치 정부의 재정 리스크 (3)

- 케리 트레이딩의 루트는 다양하지만, 외환시장에 즉각적으로 드러나는 루트는 “일본 T-bill 매입 -> 레포시장 레버리지 활용 -> 해외 자산 투자 ”
- 동시에 FX스왑시장에서 달러 현물환 매수, 선물환 매도 과정을 통해 외화를 조달. 다만 이 과정에서 소요되는 조달비용은 최근 높은 수준으로 상승
- 즉 단기채 유동성 증가와 별개로 현재는 스왑시장의 달러 부족 현상으로 인해 케리 트레이드 유인이 악화
- 게다가 전통적인 엔화 설명변수인 미-일 금리 스프레드로 봐도 현재 엔화는 상당히 저평가 구간. 재정 리스크가 추가적인 엔화 약세 요인으로 작용하기 어려움

현재 일본 외환시장은 엔-캐리 유인이 높지 않은 상황



자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

미-일 스프레드로 보면 달러-엔 약세는 과도



자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

BOJ의 통화정책 리스크 (1)

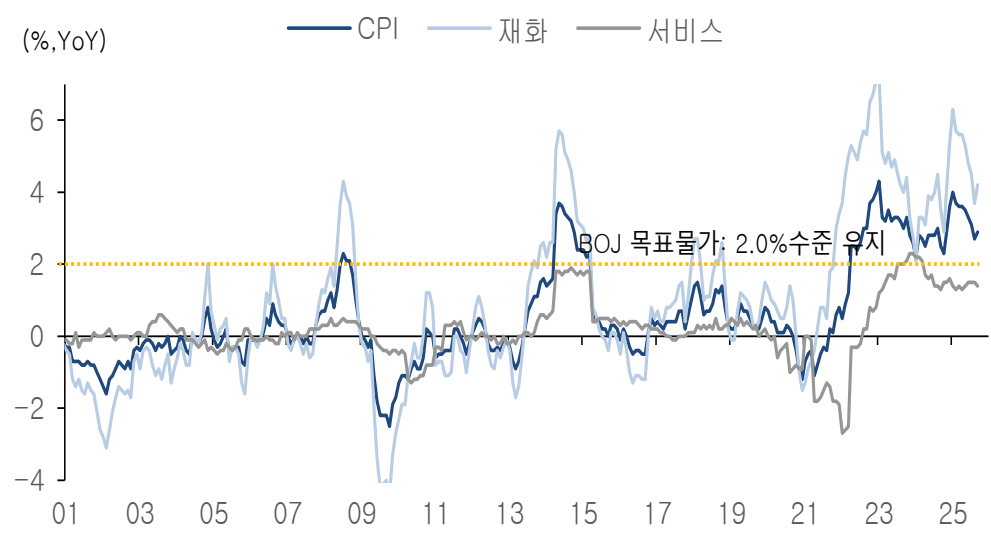
- 다카이치 총리는 “통화정책은 중앙은행의 책임이지만, 정부의 정책 방향과는 부합되어야 한다”며 사실상 금리 인상 속도 조절을 압박
- 반대로 BOJ 우에다 총재는 “더 많은 데이터를 확인해야 하지만 물가는 2% 목표로 가고있다”고 언급하며 인상 경로 유지를 시사
- 정치적 압박과 별개로 현재 엔화 약세는 수입물가 상승->재화 물가의 부담으로 이어지는 상황. 추가 약세시 공급궤 물가 상승 압력 확대 가능

엔화 약세는 시차를 두고 수입물가 상승에 영향



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

일본 CPI는 목표 수준을 넘었으나, 이는 재화가격 상승에 기인



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

BOJ의 통화정책 리스크 (2)

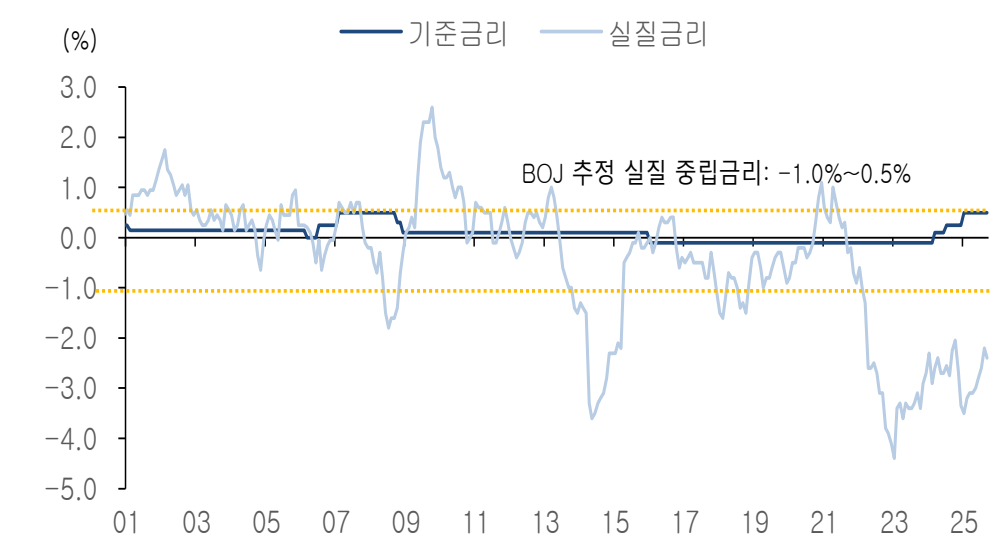
- 다카이치 총재와 BOJ 위원들의 의견이 일치하는 부분은 “임금 상승->소비 확대->물가 상승의 선순환 구조 ”
- 다만 최근 명목임금의 플러스 성장과 별개로 물가 상승을 감안한 실질임금은 하락세. 엔화 약세가 지속될 경우 역설적으로 선순환 구조 달성이 불가
- 게다가 현재 일본의 실질금리는 BOJ가 추정하는 중립금리 범위에서 최소 1.5% 벗어난 수준. 여전히 완화적 영역에 있는 만큼 금리 인상 사이클은 지속될 전망

엔화 약세가 지속될 경우 실질임금과 소비가 동반 하락할 여지



자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

일본의 실질금리는 아직 한참 완화적인 단계



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

2026년 달러-엔 환율 전망

- 최근 엔화의 약세는 통화정책보다 재정정책에 우려에 기인. 다카이치 정부가 경기부양책을 시행할 경우 일본 채권시장 수급 압력 불가피
- 보험사의 장기채 매수 여력 악화로 일본 재무성은 국채 발행의 만기 구조를 축소해야 하며, 이는 엔 캐리 트레이드를 통해 엔화 약세 압력으로 작용
- 다만 현재 시장에 반영된 캐리 트레이드의 비용은 높은 수준, 미국채 금리와 대비해도 엔화 약세는 과도한 레벨, 당장 추가 약세는 제한될 것
- 다카이치 정부가 BOJ의 금리 인상을 늦추면 엔화는 약세 압력 받겠지만, 현재 경제 환경은 금리 인상 기조가 여전히 유효함에 따라 엔화의 완만한 강세를 전망

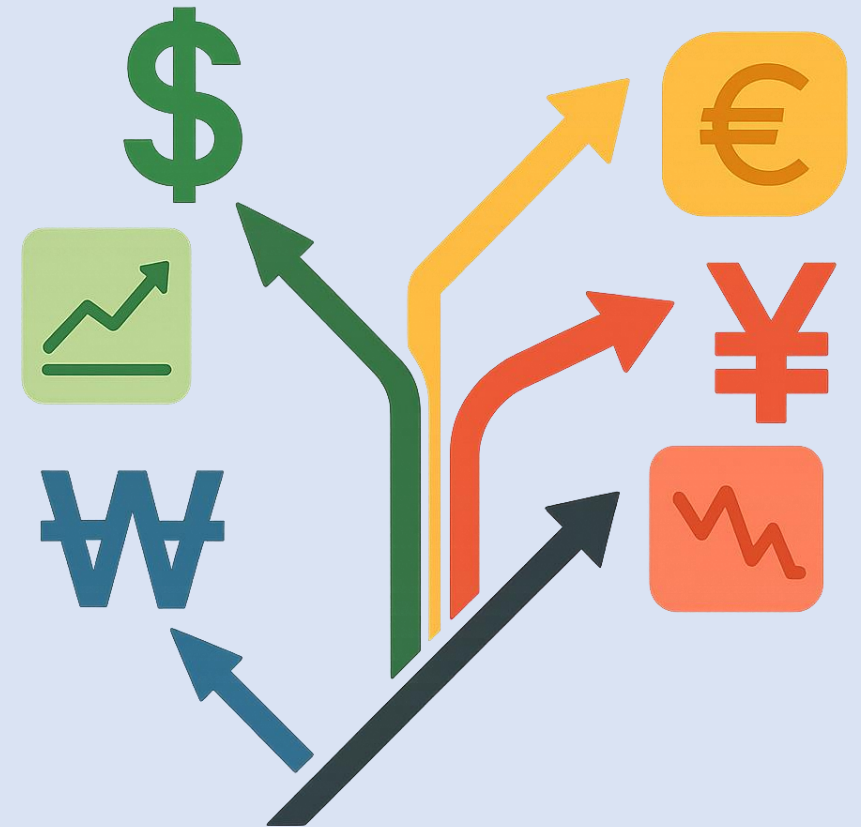
2026년 달러-엔 환율 전망: 당분간 다카이치 정책으로 약세 압력 받겠지만, 결국은 방향을 전환할 것으로 예상



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

IV.EUR

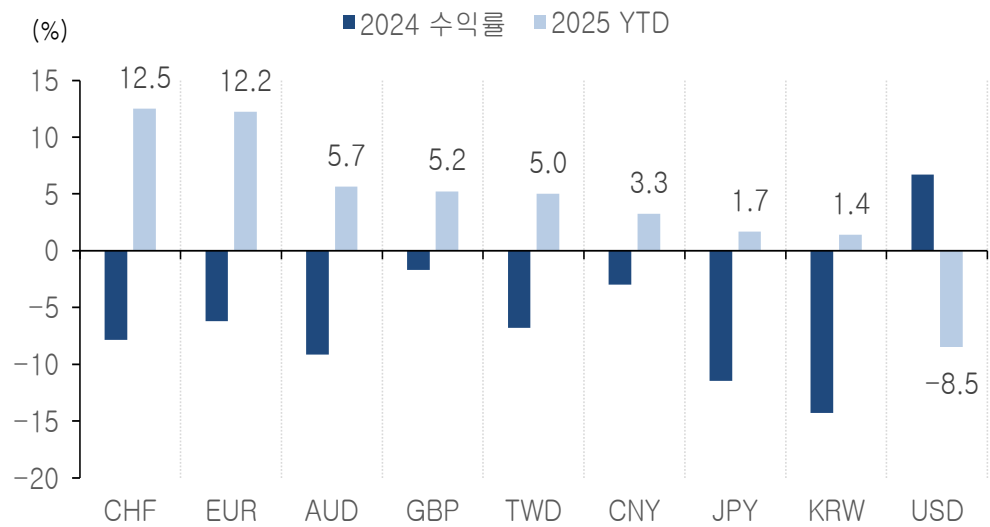
아직 고평가라고 판단하기 이르다



유로화가 강한걸까, 달러가 약한걸까

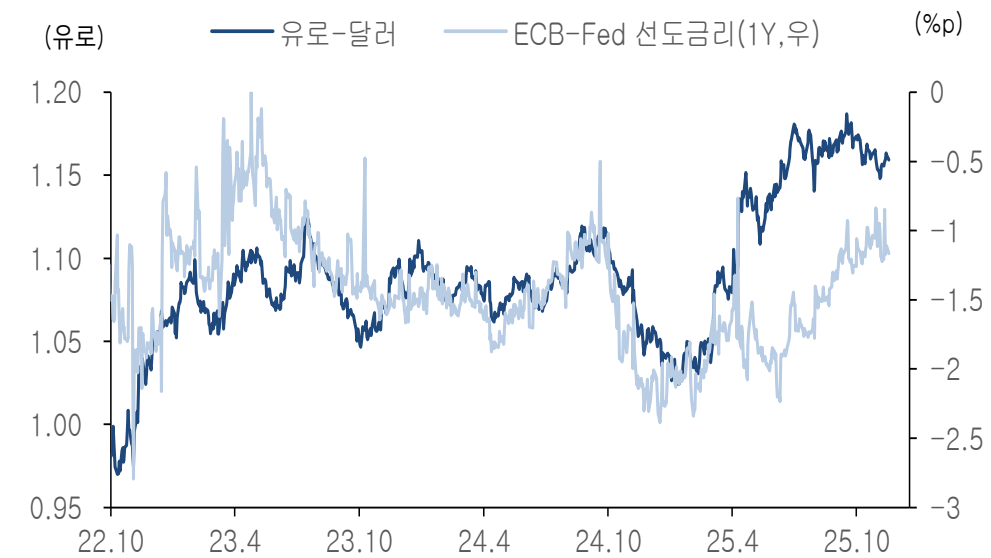
- 올해 외환시장에서 달러대비 통화가치가 가장 상승한 통화는 스위스 프랑(12.5%)과 유로화(12.2%)
- ECB는 기준금리를 2.0%까지 연속적으로 인하하며 사실상 인하 사이클이 종료, 반면 미국은 여전히 인하 공간이 존재
- 금리차로 유로화를 본다면 강세가 합리적이나, 선물시장에 반영된 내년도 금리 경로를 보면 유로화는 다소 고평가된 부분이 존재

올해 FX 수익률 상위에 위치한 유로화



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

유로-달러 환율과 시장에 반영된 선도금리, 유로화 여전히 고평가?



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

독일의 성장이 중요한데, 막혀버린 수출길

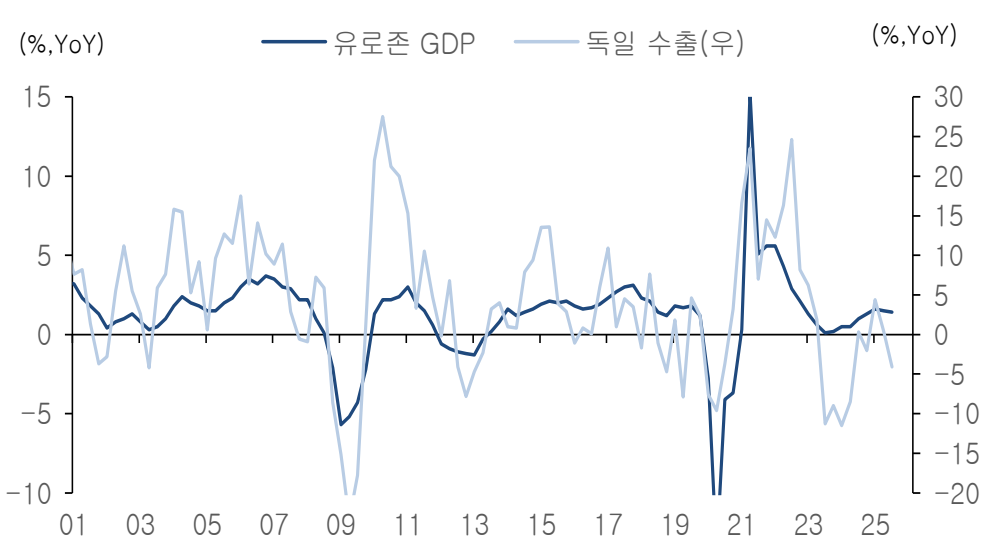
- 올해 유로화가 고평가된 부분은 독일 성장률 회복에 대한 기대감. 재정지출에 소극적이던 독일이 메르츠 총리 취임과 동시에 재정부양으로 선회
- 독일의 재정 부양책 규모는 인프라 투자부터 제조업 전기세 인하를 포함해 25/26/27년 각각 약 90억/380억/190억 유로 가량 투입될 예정
- 다만 올해 4월 트럼프의 상호관세 영향에 독일의 수출이 부진하며 올해 성장률은 매우 저조한 0.2% 수준으로 추정

올해 유로화 강세는 독일의 재정부양책 기대감이 반영



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

다만 관세 영향에 독일의 수출이 부진, 유로존 경제에도 타격

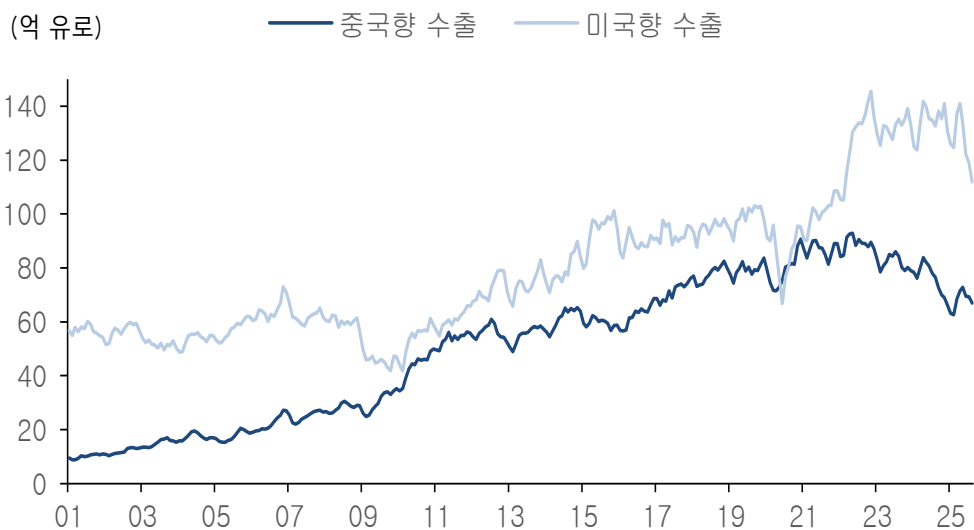


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

미국은 관세로 막고, 중국은 환율로 막는다

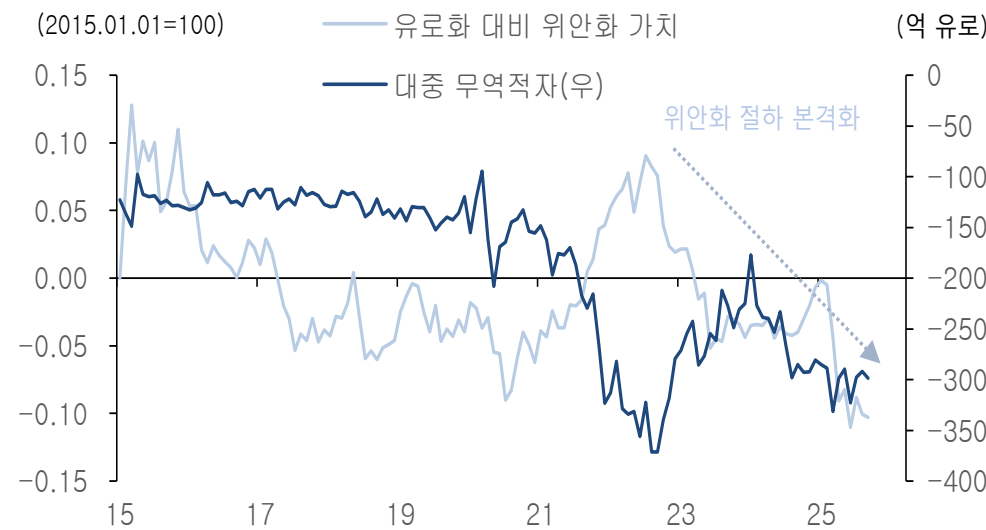
- 2022년 이후 유로화 대비 위안화 가치는 꾸준히 절하되며 독일의 중국향 수출은 둔화세가 지속
- 동시에 독일은 대미 수출을 확대하는 움직임 보였으나, 이마저도 최근 트럼프 행정부의 관세로 크게 감소
- 향후 유럽은 중국의 환율조작과 저가공세를 빌미로 중국과의 무역 통로도 점진적으로 좁혀나갈 것. 따라서 수출 주도 성장은 당분간 둔화세 지속

독일의 대중 수출과 대미 수출, 중국과 미국 모두 막힌 수출길



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

2022년 유로화 대비 위안화의 지속적인 약세에 무역적자 급증

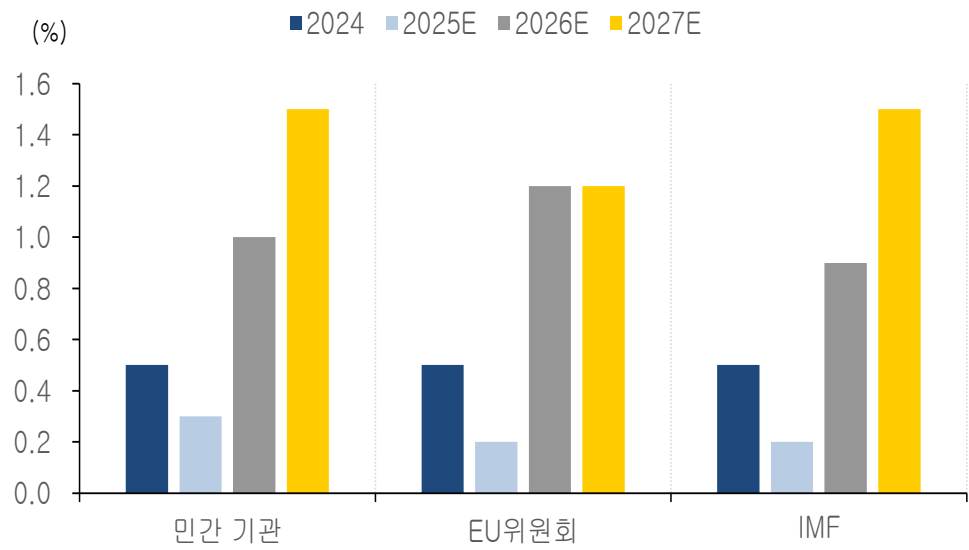


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그럼에도 재정 부양책에 거는 기대

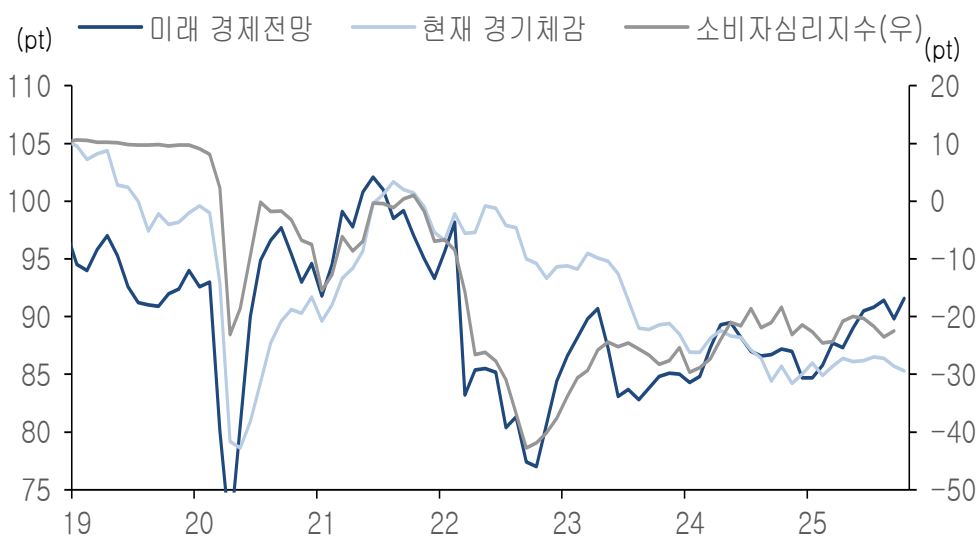
- 독일의 수출 둔화 전망이 유지됨에도, 주요 기관들은 내년도부터 독일의 성장률 반등을 전망. 이는 재정부양책에 대한 기대효과
- 재정부양의 효과는 아직 데이터로 드러나지 않았으나, 기업들의 현재 경기체감이 부진한 반면 미래에 대한 전망은 올해 꾸준히 반등
- 재정정책은 기업들의 설비 투자와 건설 활동을 확대하고, 낮아진 물가로 인한 실질 소득 상승 효과가 나타나며 독일 경제 회복에 기여할 것으로 예상

주요 기관들의 독일 성장률 전망치, 내년부터 반등 기대



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

기업의 향후 경제전망과 소비자의 심리지수는 올해부터 반등

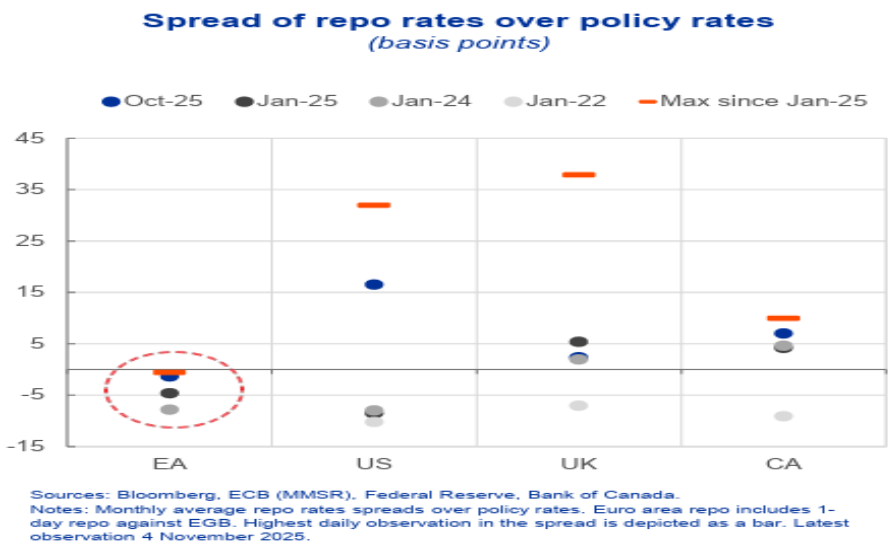


자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

유로존도 QT를 종료하고 유동성을 공급할까?

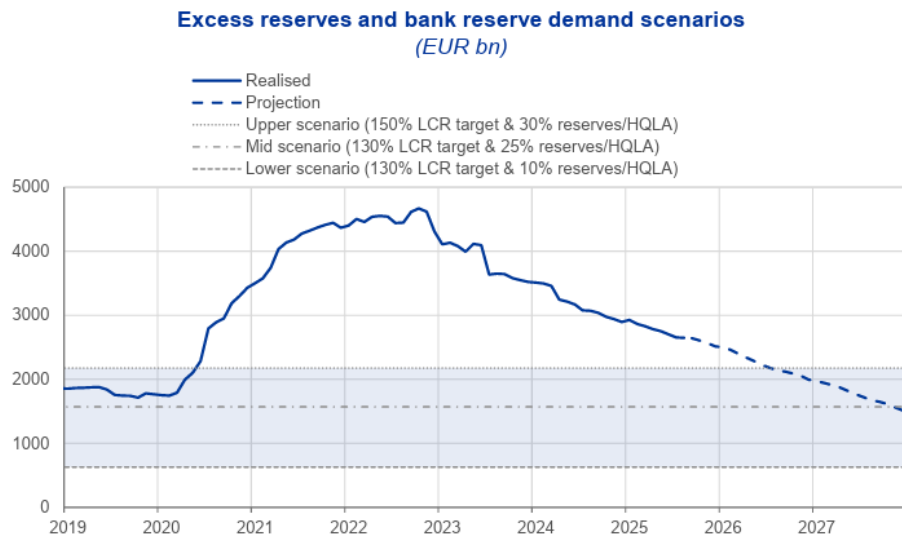
- ECB도 현재 주요국 중앙은행과 함께 QT를 진행 중. 다만 미국(22%)과 달리 유로존 ECB의 GDP대비 자산은 여전히 다소 높은 40% 수준
- 게다가 QT의 종료 조건인 시장 유동성 충격(레포금리의 기준금리 상회)도 아직 나타난 적 없어, 아직 ECB는 QT 여력이 존재
- 또한 ECB가 추정하는 충분한 지급준비금 대비 현재는 여유분이 많아 최소 내년 말까지 QT는 지속될 전망
- 프랑스를 중심으로 장기국채 금리 상승 위험은 있으나, 유로존 재정위기와는 다른 상황. 달러 대비 유동성 부족 또한 유로화의 강세 요인

주요국 레포금리와 기준금리 스프레드, 유로존은 타국 대비 안정적



자료: ECB, NH선물 리서치센터

유럽 은행들의 초과지급준비금 수준은 2026년 말까지 충분한 수준

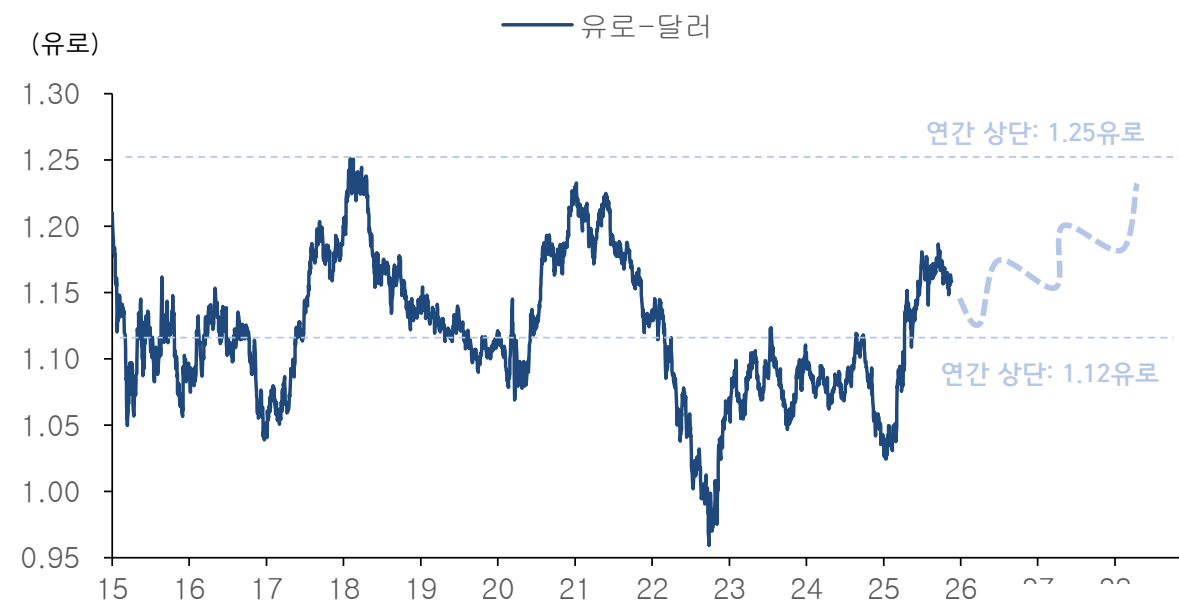


자료: ECB, NH선물 리서치센터

2026년 유로-달러 환율 전망

- 올해 유로화의 강세는 독일의 재정확장 기대감에 일부 기인. 다만 재정확장의 효과는 아직 드러나지 않았으며, 반대로 독일의 수출 둔화세가 부각
- 다만 내년부터는 본격적으로 재정정책의 효과가 드러날 것으로 기대. 독일 중심 성장률 반등은 유로화 강세 요인
- 미국 연준은 올해 말부터 본격적으로 QT를 종료할 예정이나, ECB는 준비금 여력이 남아있어 QT가 지속될 전망, 유동성 측면에서도 유로화는 강해질 여지

2026년 유로-달러 환율 전망: 독일의 성장률 반등과 유로존의 QT 지속은 여전히 유로화 강세 재료



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

2026 환율 전망 Table

	구분	1Q	2Q	3Q	4Q	2026
USDKRW	밴드	1,410~1,480	1,430~1,500	1,450~1,520	1,470~1,540	1,410~1,540
	평균	1,440	1,460	1,480	1,500	1,470
DXY	밴드	98~103	98~103	96~101	95~100	95~100
	평균	100	100	98	97	98
USDCNH	밴드	7.15~7.30	7.05~7.20	6.90~7.05	6.80~6.95	6.80~7.30
	평균	7.22	7.12	6.97	6.87	7.05
USDJPY	밴드	152~160	147~155	142~150	140~148	140~160
	평균	156	151	146	141	150
EURUSD	밴드	1.12~1.19	1.14~1.21	1.16~1.23	1.18~1.25	1.12~1.25
	평균	1.15	1.17	1.19	1.21	1.12

자료: NH선물 리서치센터

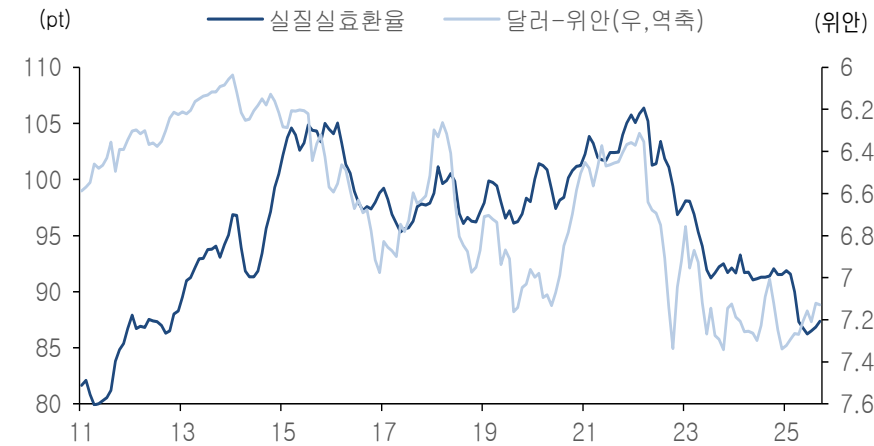
DXY vs 실질실효환율



USDKRW vs 실질실효환율



USDCNH vs 실질실효환율



USDJPY vs 실질실효환율



자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터

EURUSD vs 실질실효환율



자료: Bloomberg , NH선물 리서치센터