

별 걸 다 보여주는 매트로

FX 환경 변화와 디커플링의 대응

김호정 Economist
02 3770 3630
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
02 3770 3527
jiyeon.lim@yuantakorea.com

 유안타증권
Yuanta Securities (Korea)

달러: 과평가 해소 국면에 진입

지난해 달러지수는 연간 9% 이상 하락하며 2024년 초 고점 대비 가파른 되돌림 시현했다. 2026년 1월에는 -1.9% 하락하며 98pt 선에 안착해 있다. 올해 달러지수에 대한 컨센서스는 추가 하락 가능성이 형성되고 있다. 이에 EUR/USD 레벨이 1.25 수준까지도 상향 조정되고 있는데, 이는 단순한 가격 조정을 넘어 달러인덱스의 다운트렌드의 초입으로 해석할 수 있는 레벨이다. 매크로 상황면에서도 미국 외 지역(유럽 인프라 투자, 중국 수출 회복)의 성장 모멘텀이 상대적으로 부각되며 기존에 형성된 미국으로 자본집중이 완화되는 국면이 도래할 수 있다.

통화정책 차별화의 역전은 추가적인 달러 가치 하락으로 연결될 수 있다. 2025년까지 이어진 Fed 단독 긴축의 프리미엄이 소멸되었고, 2026년 Fed가 2회 추가 인하를 통해 중립 금리 수준에 도달하는 과정에서, ECB와 BoE는 금리 동결을 유지하며 내외 금리차는 올해 하반기를 기점으로 축소될 것으로 예상된다. 미국과 주요국의 내외 금리차 축소는 달러의 추가 프리미엄을 약화시킬 핵심 변수 중 하나이다.

NBER 등 주요 학술기관 분석에 따르면 **달러 실질실효환율(REER)은 장기 평균 대비 약 20% 상회하는 과평가 구간을 지나 반락 국면 진입했다고 주장**하고 있다. IMF 또한 달러화가 경제 펀더멘털 대비 10%~20% 과평가 상태임을 수치로 제시한 바 있다. Obstfeld&Rogoff의 연구에서는 지난 10년간 달러는 미국의 고성장과 고금리에 힘입어 달러지수는 장기 평균 대비 20~30% 과평가된 상태를 유지하였다고 분석했다. 2026년 미국은 잠재 성장률 수준으로 성장률이 회귀하고 내외 금리차는 좁혀지는 과정에 진입함에 따라 달러화의 '평가 절상 프리미엄'은 점차 약해질 수 있다.

이러한 구조적 하락 압력에 더해, 2월 중 계절적 유동성 공급 및 재무부의 수급 관리 조치는 달러화의 약세 흐름을 더욱 가속화할 것으로 예상된다. 재무부의 2월 초 Bills 발행을 통한 대규모 자금 조달(2/3일 423억 달러, 2/5일 219억 달러 등)에 따른 공급 부담이 존재하나, 연준의 월 400억 달러 규모 준비금 관리 매입(RMP)이 지준의 하방 경직성을 확보하고 있다. 또한 재무부의 바이백 계획을 살펴보면 1월 말~2월 초에 걸쳐 TIPS, Nominal Coupons 등에 대한 바이백 일정이 잡혀있다. 계절적으로 2월은 세금 환급이 집중되는 시기로, 재무부 TGA 잔고가 민간으로 방출되며 시중 유동성이 확대되는 계절적 특성을 지닌다는 점도 참고할 필요가 있다. 결국 세금 환급 및 재무부 바이백에 따른 유동성 확대라는 수급적 요인이 결합됨에 따라, 2월 달러화는 하방 압력이 우월한 흐름을 지속할 것으로 예상된다.



위안화: 구조적 가치 절상 국면

2025년 중국 무역흑자는 1.19조 달러를 기록하였다. 반면, 지난해 중국 인민은행(PBoC)의 공식 외환보유고 증가액은 약 1,600억 달러 수준에 그쳤다. 무역 흑자로 유입된 약 1.2조 달러 중 실제 중앙은행 비축분으로 흡수된 것은 약 13%에 불과하며, 나머지 약 1조 달러 상당의 달러 유동성이 공식 통계 밖에 머물고 있다는 분석이 가능하다. 즉 중국의 수출 기업들이 역외에 보유한 미환전 대금은 약 1조 달러 규모 수준으로 추정할 수 있다.

2026년 1월 역내 위안화는 6.9위안선을 하회하며 본격적인 강세 압력을 받고 있다. 글로벌 IB들은 2026년 상반기 USD/CNY 예상치를 6.70~6.80위안으로 제시하고 있다. 이는 지난 2년여 이어진 절하 국면이 종료되고, 절상으로 이동하는 구조적 분기점에 진입했음을 의미한다. 이처럼 위안화가 강세로 전환된다는 신호가 확고해지면, 기업들은 환차손을 피하기 위해 보유한 달러를 급격히 위안화로 환전할 유인이 발생한다.

최근 중국의 기술 도약은 단순한 산업 고도화를 넘어 통화 가치의 구조적 재평가를 정당화하는 '발라사-사무엘슨(BS) 효과'를 촉발하고 있다. Penn World Table 및 주요 싱크탱크 분석에 따르면, 중국의 총요소생산성(TFP)은 첨단 제조업 및 운송 분야를 중심으로 이미 독일과 일본 등 주요 선진국 수준을 추월하였다. 이론적으로 교역재 부문의 급격한 생산성 향상은 임금 상승과 서비스 물가 상승을 유도하여 실질환율의 절상을 귀결시킨다. 현재 중국은 AI 및 로봇틱스 기반의 압도적 제조 효율성(예: 테슬라 상하이 기가팩토리의 비대칭적 생산성)을 바탕으로, 위안화 가치가 5~10% 절상되더라도 수출 경쟁력을 유지할 수 있는 충분한 생산성 쿠션을 확보한 것으로 판단된다.

중국의 '금융강국' 로드맵은 위안화 국제화를 위해 안정적이고 강한 통화 위상을 유지하려는 정책적 의지를 내포하고 있다. 과거 부동산 경기 침체기에도 금리 인하를 극도로 절제하며 환율 방어에 주력했던 **PBoC의 기조는, 미국 예외주의 둔화와 맞물려 통제된 수준의 절상을 허용하는 방향으로 선회할 가능성**이 높다. 또한, 미국 테크 기업의 성장성 프리미엄 희석으로 인해 저평가된 Non-US 자산으로의 로테이션이 진행된다면, 중국 자산에 대한 글로벌 기관 투자자들의 환헤지 비율 상향 및 비중 확대에 따라 위안화의 추가 강세가 발생하는 핵심 수급 변수가 될 것이다.





엔화: 재정지배 우려와 BOJ의 통화정책 딜레마 (1)

일본 외환 및 채권 시장은 타카이치 사나에 총리 취임 이후 가속화된 재정예 대한 우려에 영향을 받고 있다. 2026년 2월 조기 총선을 앞두고 발표된 식품 소비세 동결 및 대규모 경기 부양책은 재정 건전성에 대한 시장의 신뢰를 훼손하며, 장기채 금리가 4%를 상회하는 등 25년 만의 최대 매도세를 유발하고 있다. 결국 '타카이치 트레이드'는 JGB 수익률 급등과 기간 프리미엄 상승을 초래하며, 이는 내외 금리차 축소에도 불구하고 재정 리스크 프리미엄이 반영된 '나쁜 금리 상승'으로 인식되어 엔화 약세를 더욱 심화시키는 역설적 상황이 연출되고 있다.

BOJ는 2026년 상반기 각 1회씩 총 2회 추가 금리인상을 통해 최종 금리를 1.25%로 끌어올리려 할 것이나, 재정 확대를 주장하는 정부와의 정책 갈등이 통화정책 효과의 제약 요인으로 작용하고 있다. 특히 재정지배 하에서는 통화 긴축이 오히려 국채 이자 부담을 늘려 재정 적자를 심화시키고, 결과적으로 기대 인플레이션을 높여 엔화 가치를 떨어뜨리는 구조에 놓여있다.

엔화 가치는 1월말 소폭 회복했으나 달러 대비 153~155엔대의 약세를 지속함에 따라 일본 재무성의 추가 구두 개입 및 실물 개입 가능성이 상존해있다. 그러나 **재정 정책이 확장 국면에 머무는 상황에서의 FX 개입은 그 효과가 매우 제한적이며 여전히 일시적 반등에만 연결될 가능성이 높다.** 구두개입이 외환시장에 실질적인 영향력을 미치기 위해서는 신호 전달 경로의 회복이 선행되어야 한다.

시장 개입에 따른 엔화 강세 효과는 일시적



자료: 일본 재무성, 유안타증권 리서치센터

엔화: 재정지배 우려와 BOJ의 통화정책 딜레마 (2)

현재 글로벌 시장이 재무성의 경고를 무시하는 핵심 이유는 정부의 막대한 부채 이자 부담이 BOJ의 추가 인상을 가로막을 것이라는 재정지배에 대한 우려 때문이다. 따라서 **구두개입이 효과를 보기 위해서는 BOJ는 정부의 재정 확장 기조에 구속되지 않는다는 강력한 독립성 증명이 필요하다.**

현행 0.75% 수준의 기준금리는 명목상 30년 만의 고점이나, 기대인플레이션을 감안한 실질금리는 여전히 깊은 마이너스 영역에 머물고 있다. 이는 엔화가 캐리 트레이드의 타겟 통화로 지속 사용되게 하는 근본 원인이다. **재정 리스크에 따른 '나쁜 금리 상승'을 '통화 가치지형 금리 상승'으로 전환하기 위해서는, 시장의 예상치를 상회하는 공격적인 금리 인상을 통해 실질금리를 플러스 영역으로 회복시켜야 한다.** 이러한 금리 정상화 경로는 엔화 약세 베팅에 대한 비용을 실질적으로 높여, 향후 있을 외환당국의 개입 및 구두 경고에 대한 시장의 경계심과 신뢰성을 복원할 수 있는 경로일 것으로 생각된다.

현재는 야당까지 가세한 영구적 감세 공약 등 정치적 불확실성이 해소되지 않는 한 엔화의 캐리 매력 회복은 지연될 것으로 보인다. 결국 엔화의 방향성은 BOJ의 금리 인상 속도보다는 일본 정부의 재정 규율 회복 여부에 달려 있으며, 당분간 엔화 가치는 하방 압력을 보이며 변동성 장세를 이어갈 전망이다.

일본 구두개입 히스토리

날짜	배경	개입 방향	참여 국가	상세 요인
1985-09-22	플라자 합의	달러 매도 / 엔화 매수	일본, 미국, 영국, 프랑스, 서독 (G5)	미국의 무역 적자 해소를 위해 달러 가치를 인위적으로 떨어뜨리기로 합의. 이후 엔화 가치가 급등(엔고).
1987-02-22	루브르 합의	달러 매수 / 엔화 매도	일본, 미국, 영국, 프랑스, 서독, 이탈리아, 캐나다 (G7)	플라자 합의 이후 달러가 지나치게 폭락하자, 이를 멈추고 환율을 안정시키기 위해 반대 방향(달러 부양)으로 개입.
1995-07-07	역플라자 합의	달러 매수 / 엔화 매도	일본, 미국	엔화 가치가 79엔대까지 폭등하자, 일본 경제 침체를 우려하여 미-일이 협력해 달러를 사들이며 엔화 강세를 저지.
1998-06-17	아시아 외환위기	달러 매도 / 엔화 매수	일본, 미국	아시아 위기로 엔화 가치가 급락(엔저)하자, 시장 안정을 위해 미국이 일본과 함께 엔화를 사들이며 방어.
2000-09-22	유로화 출범 초기 불안	달러 매도 / 유로 매수	일본, 미국, 유로존, 영국, 캐나다	유로화 도입 초기 가치가 급락하자, G7 차원에서 유로화를 매수하여 가치를 방어.
2011-03-18	동일본 대지진	달러 매수 / 엔화 매도	일본, 미국, 유로존, 영국, 캐나다	대지진 후 보험금 지급 등을 위해 해외 자산이 일본으로 복귀할 것이란 기대로 엔화가 폭등하자, G7이 공조하여 엔화를 매도.

자료: 유안타증권 리서치센터



FX 환경 변화에 따른 대응 전략 및 시사점

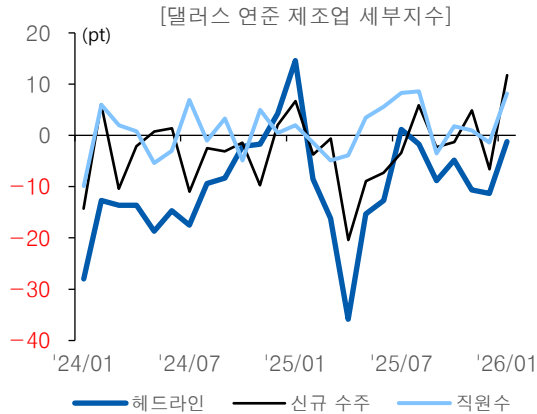
글로벌 유동성은 미국 중심 자산에 대한 과도한 쏠림을 점차 해소하고 저평가된 Non-US 지역으로 이동하는 국면에 진입을 고려하는 문턱에 도달했다. 이러한 자본의 재배분은 미국 대형 테크 기업에 집중되었던 밸류에이션 부담을 완화하는 동시에, 유럽 및 아시아 우량 자산들의 멀티플이 재평가되는 우호적인 환경을 조성할 것으로 생각된다. 특히 달러화 조정에 따른 자본 조달 비용의 하향 안정화는 다국적 기업의 재무 건전성을 개선하고 설비 투자 확대를 위한 가용 자원을 확보하는 데 긍정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

글로벌 교역 측면에서는 달러 인덱스의 하향 안정이 실질 구매력을 제고하여 교역량의 완만한 회복을 견인하는 촉매제가 될 것으로 보인다. 달러화의 급격한 변동성보다 제한적인 수준의 조정이 이어질 경우, 유가 및 주요 원자재 가격의 투기적 변동성이 억제되어 기업의 매출원가 관리 부담이 줄어들고 전반적인 영업이익률 개선에 기여할 수 있다. 또한, 생산성 향상에 기반한 위안화의 실질적 가치 상승은 중국 내수 시장의 실질 구매력을 높여 글로벌 소비재 및 IT 기업들에게 새로운 매출 성장 모멘텀을 제공할 가능성이 높다.

향후 **FX 리스크 관리**는 **통화별 디커플링 현상에 대응하여 보다 정교한 개별 전략이 요구되는 시점**이다. 위안화의 구조적 강세와 엔화의 재정 리스크에 따른 약세 압력이 공존하는 상황에서, 과거와 같이 통합적인 대응보다 각국의 펀더멘털과 재정 정책에 기반한 개별 통화별 헤지 전략을 수립해야 한다. **명목 금리차보다 물가를 반영한 실질 금리가 통화 가치를 결정하는 핵심 변수로 부각됨에 따라, 자산 운용 및 조달 전략 수립 시 각국의 기대 인플레이션과 실질 수익률에 기반한 접근이 필수적인 환경이다.**

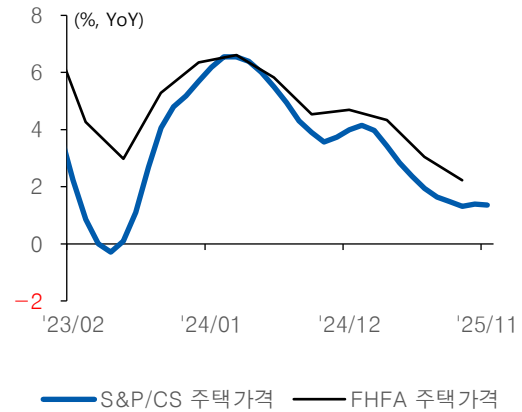


미국 1월 달러스 연준 제조업 지수(-1.2pt) 컨센 대폭 상회



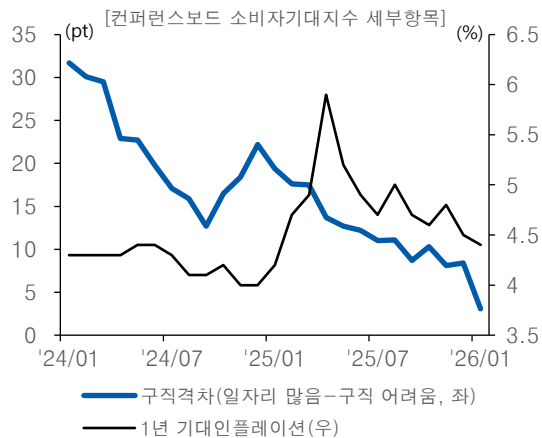
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 11월 S&P/CS 주택가격지수(YoY 1.4%) 컨센 상회



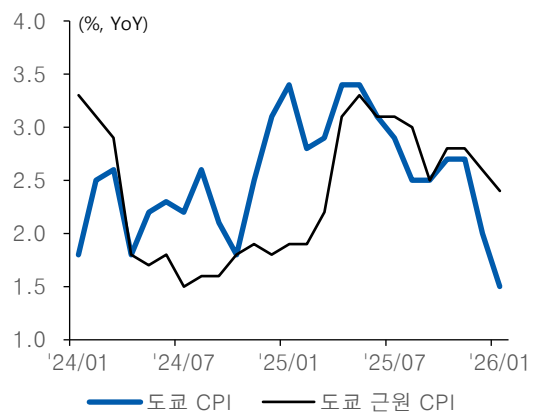
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 1월 CB 소비자지대지수(84.5pt) 이전·컨센 모두 하회



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

일본 1월 도쿄 CPI(1.5%)·근원 CPI(2.4%) 모두 컨센 하회



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

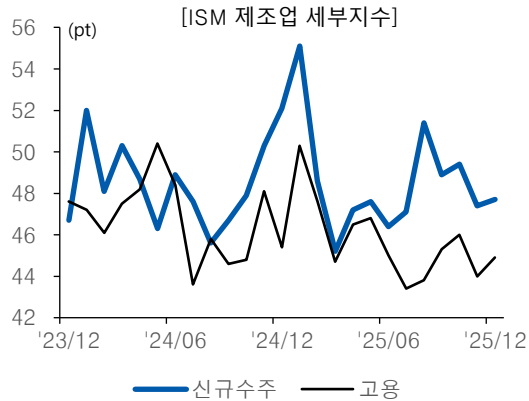
지난주 주요 경제 지표 발표 결과

발표일자 (한국시간 기준)	국가	경제지표 (이벤트)	기간	예상치	발표치	이전치
1월 26일(월)	미국	내구재 주문 MoM	11월	1.1%	5.3%	-2.1%
1월 27일(화)	미국	달러스 연준 제조업 지수	1월	-6.0	-1.2	-11.3
	미국	S&P/CS 주택가격지수 YoY	11월	1.2%	1.4%	1.3%
1월 28일(수)	미국	컨퍼런스보드 소비자지대지수	1월	88.0	84.5	94.2
1월 29일(목)	미국	FOMC 금리결정	1월	3.50~3.75%	3.50~3.75%	3.50~3.75%
1월 30일(금)	일본	도쿄 CPI YoY	1월	1.7%	1.5%	2.0%
	유로존	GDP QoQ	4분기 A	0.2%	-	0.3%
	미국	PPI MoM	12월	0.2%	-	0.2%
2월 1일(일)	한국	수출액 YoY	1월	30.1%	-	13.4%

주: A 예비치, P 잠정치, F 확정치

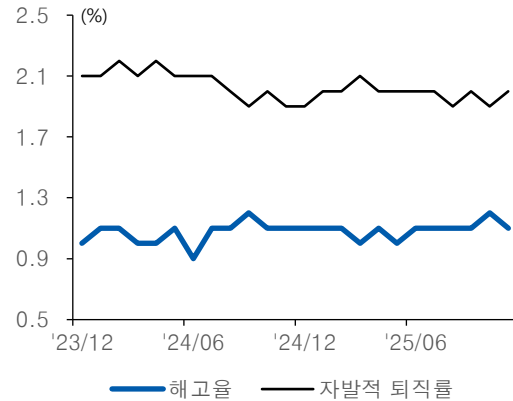
유안타증권 리서치센터

미국 1월 ISM 제조업 발표 예정 (이전: 47.9pt)



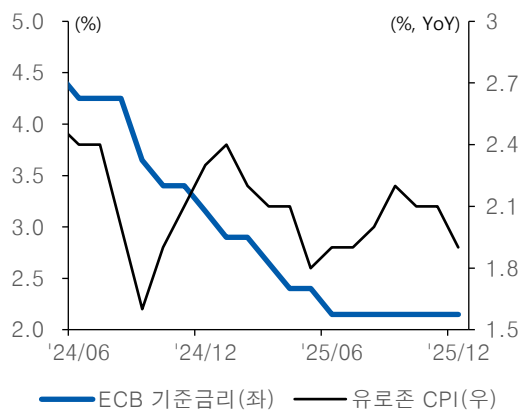
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 12월 JOLTs 구인건수 발표 예정 (이전: 714만 6천 건)



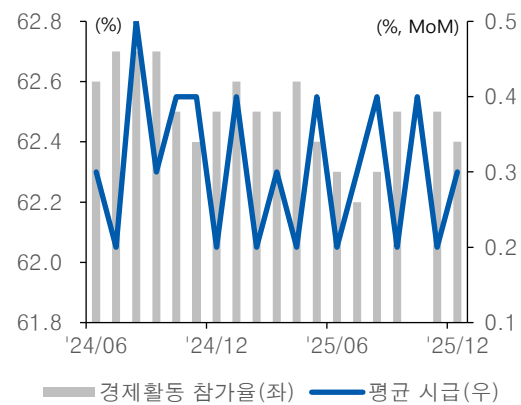
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

ECB 2월 5일 금리결정 예정 (5회 연속 2.15% 동결 전망)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

미국 1월 비농업고용·실업률 발표 예정 (컨센: 70k·4.4%)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

이번주 주요 경제 지표

발표일자 (한국시간 기준)	국가	경제지표 (이벤트)	기간	예상치	발표치	이전치
2월 2일(월)	중국	레이팅독 제조업 PMI	1월	50.0	-	50.1
2월 3일(화)	미국	ISM 제조업 PMI	1월	48.3	-	47.9
	한국	CPI YoY	1월	2.1%	-	2.3%
2월 4일(수)	미국	JOLTs 구인건수	12월	710.0만 건	-	714.6만 건
	유로존	CPI YoY	1월 P	-	-	1.9%
2월 5일(목)	미국	ISM 서비스업 PMI	1월	53.3	-	54.4
	유로존	ECB 금리결정	2월 5일	2.15%	-	2.15%
2월 6일(금)	미국	비농업고용	1월	7만 건	-	5만 건
	미국	실업률	1월	4.4%	-	4.4%

주: A 예비치, P 잠정치, F 확정치

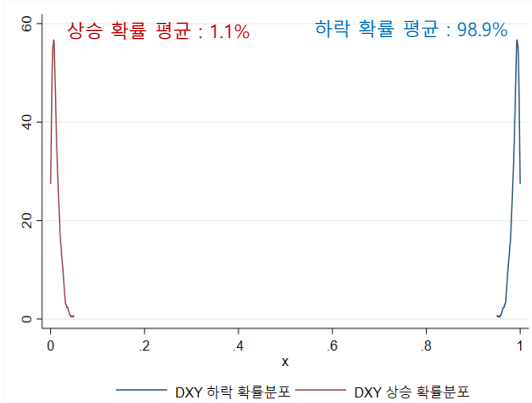


다음주 KRW 상승/하락 확률 분포



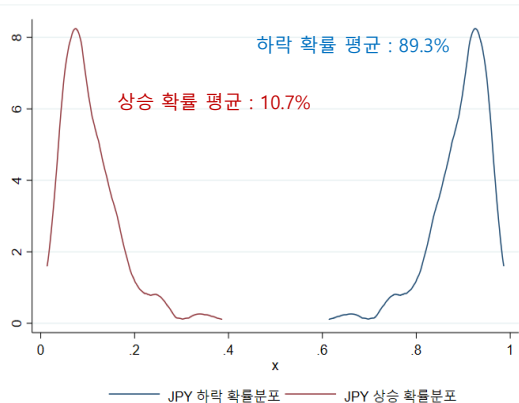
주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석

다음주 DXY 상승/하락 확률 분포



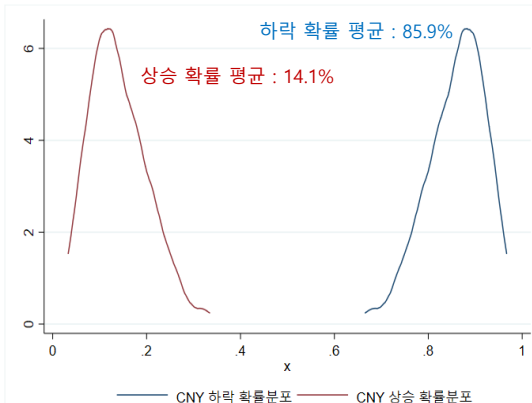
주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석

다음주 JPY 상승/하락 확률 분포



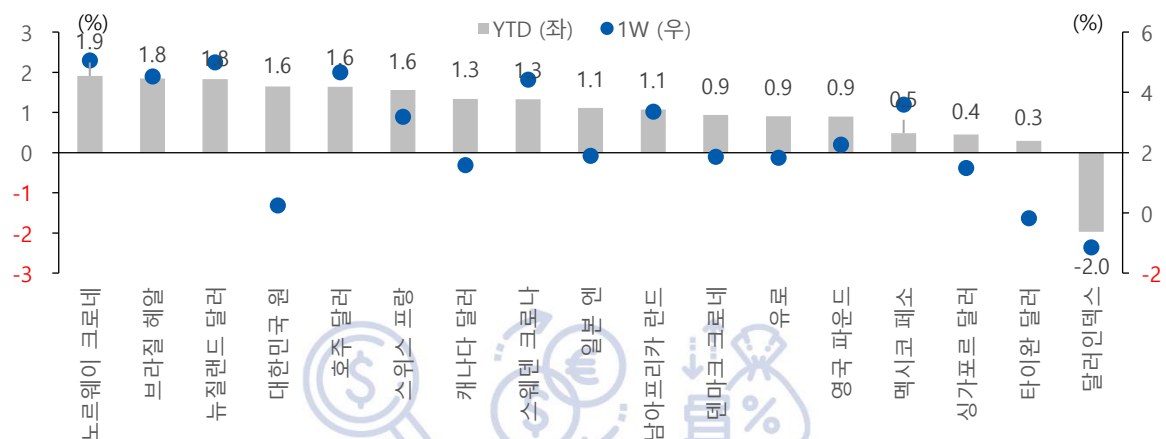
주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석

다음주 CNY 상승/하락 확률 분포



주: 신경망모형을 통해 필자 직접 분석

주요 통화 YTD & 주간 변동률



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터 / 주: 2025년 1월 29일 종가 기준

별걸 다보여주는 매크로



- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정, 임지윤)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.