

이달의 환율 | 2024. 12

숨 고르기



Research Center

Economist **이하연** hayeon.lee@daishin.com

Economist /FX **이주원** joowon.lee2@daishin.com

Daishin 증권

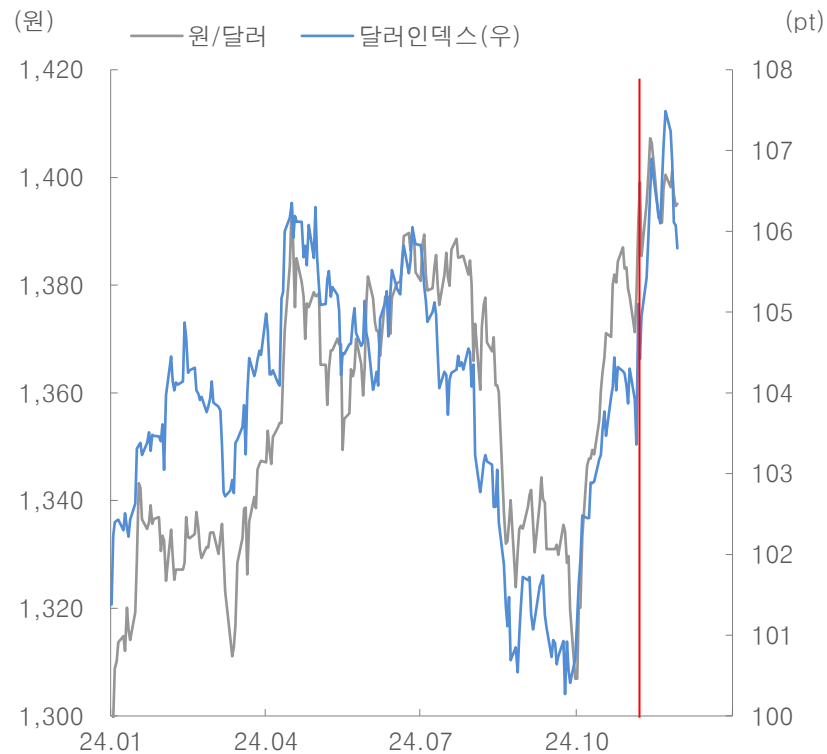
요약



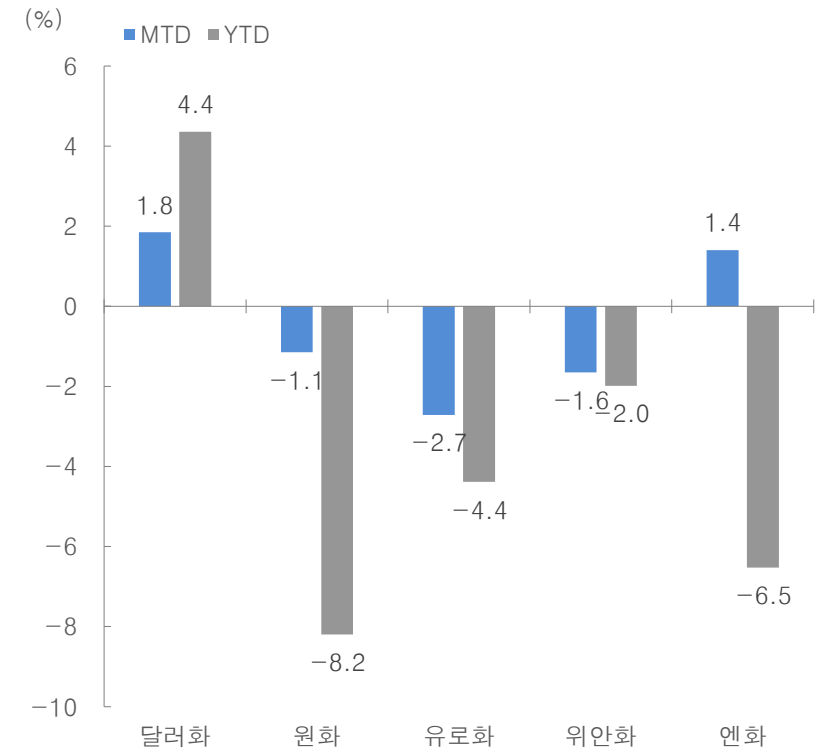
11월 FX Review: 달러 강세 재개

- 미 대선은 Red Sweep으로 마무리, 결국 트럼프 2.0 시작. 트럼프 당선으로 중장기 물가상승 압력 및 재정적자 확대 우려가 시중금리 상승 압력으로 작용, 달러 가치 상승. 미국 예외주의 지속 가능성에 대미 투자 수요가 확대된 점도 달러 강세 압력. 달러인덱스는 월중 2년만에 최고수준인 107.5pt까지 상승
- 미국 외 변수도 등장, 중국 11월 상무위 결과에 따른 실망감이 위안화 약세, 유로존 경기 침체 우려 및 정치 리스크 부각 등이 유로화 약세 압력으로 작용하며 달러원환율은 1407원까지 상승. 이후 엔화 강세 전환, 트럼프 정책 경계감 완화 등에 하락 전환, 1,395원에 마무리

미 Red Sweep, 달러 추가 강세 초래



국가별 통화가치



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center
주: 11/29 기준

12월 FX Preview: 숨 고르기

- 가파른 상승을 이어온 달러원환율은 12월 숨고르기에 나설 것으로 예상. 주요국 통화정책회의 결과 확인까지는 대기모드 지속 가능성
- 12월 주요국 통화정책회의(ECB, FOMC, BOE, BOJ), 중국 경제공작회의 결과에 따라 변동성 확대 경계 필요
- 한편, 일본 정부 내수 부양 강화 및 높은 물가상승세가 BOJ 금리인상 기대 및 엔화 강세 압력으로 작용, 엔 캐리 트레이드 청산 우려 유입

향후 3개월 FX 전망

	USD	EUR	JPY	CNY
Fundamental	<ul style="list-style-type: none"> • 양호한 소비여력 확인 • 제조업/투자 회복 기대 + <ul style="list-style-type: none"> • 기저효과, 양호한 수요 등에 이 전보다 높은 수준의 물가상승세 지속 	<ul style="list-style-type: none"> • 유로존 경기 회복 지연 우려 • 전반적인 수요압력 완화에도 겨울 계절효과에 따른 일시적 물가 상승 재개 가능성 -	0 <ul style="list-style-type: none"> • 엔화 약세에도 무역적자가 지속 되는 가운데 물가 부담만 확대 	0 <ul style="list-style-type: none"> • 미국의 대중관세 위협 본격화 • 내수 바닥 다지기
Policy	0 <ul style="list-style-type: none"> • 금리인하 사이클 유효 • 트럼프 정부 재정적자 확대 경계 	- <ul style="list-style-type: none"> • ECB 빅컷 기대 유효 • 유럽 경기 침체 우려에 과도한 재정긴축 요구되지 않을 가능성 	+ <ul style="list-style-type: none"> • BOJ 12월 금리인상 기대 확대 • 내수 진작 위한 부양정책 발표 	+ <ul style="list-style-type: none"> • 11월 정책 실망감에도 내수 부양 기조 지속 기대 • 일회성 부양 보다 미국의 대중정책 확인하며 경기부양 발표 예상
Sentiment/Trading	+ <ul style="list-style-type: none"> • 상대적으로 미국 우위 성장 흐름 지속 예상, 이는 대미 투자 수요로 이어져 달러 강세 압력 	0 <ul style="list-style-type: none"> • 유럽 경기 침체 및 재정관련 불확실성은 시장에 상당 수준 반영 • 정책당국 경기부양 의지 강화 시 유로화 반등 예상 	+ <ul style="list-style-type: none"> • 기준금리 인상 및 엔화 강세 흐름에 엔 캐리 트레이드 청산 경계 확대 	+ <ul style="list-style-type: none"> • 정부 내수 부양의지 및 정책 구체 확인될 때까지 수요 대기
Range	102~108	1.00~1.12	140~155	7.00~7.30
KRWUSD	미 트럼프 대통령 당선 및 Red Sweep에 따른 정책 경계감, 비미국 성장 동력 약화 우려가 중장기적 달러원환율 상승 압력으로 작용 다만, 트럼프 정책 공포가 상당 수준 반영된 것으로 판단하며, 한국을 포함한 비미국 경기 부양 기조가 빨라질 가능성, 이는 달러원환율 상승 속도 조절 요인 연말까지는 주요국 통화정책회의 결과에 따른 변동성 장세가 불가피할 전망 Range: 1,330~1,430원			

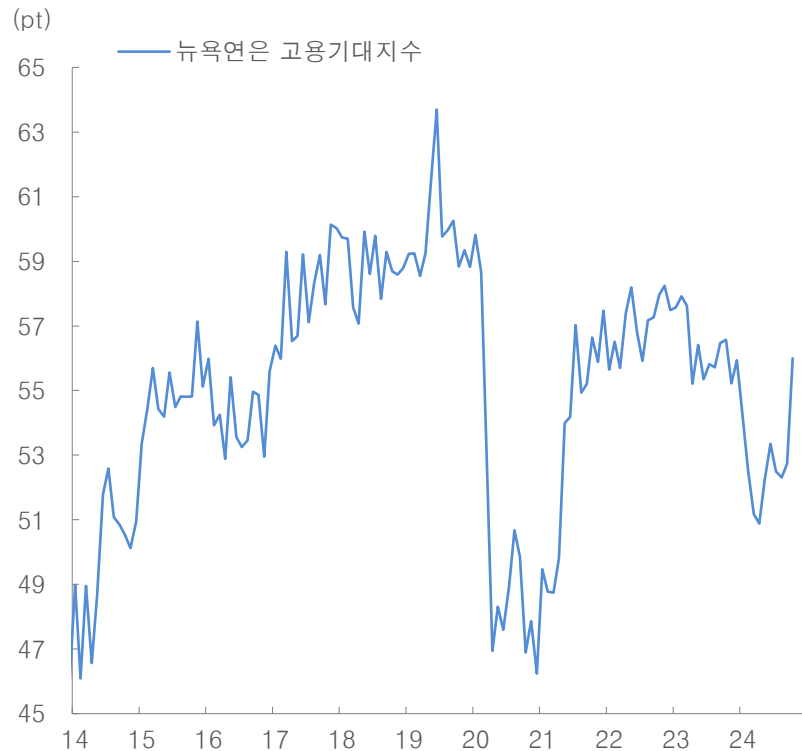
USD: 너무 빠르게 반영된 정책 모멘텀



[펀더멘털] 당분간 물가 경계감 지속

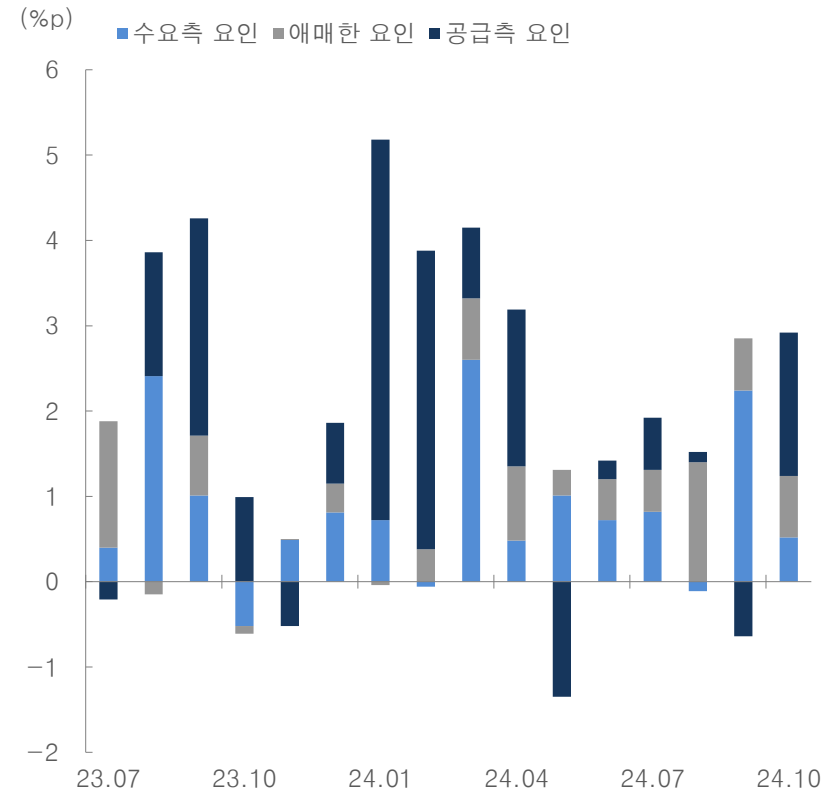
- 소비심리 회복, 예상보다 견조한 가계소득 등이 연말 소비 뒷받침, 양호한 경기 흐름 지속. 10월 허리케인 등 일시적 요인이 더해져 부진했던 고용 지표 개선 여부 확인 필요. 여전히 높은 시장금리는 부담이나, 대선 불확실성 해소되면서 노동수요 개선될 가능성
- 10월 물가상승률 반등 확인, 파업 및 허리케인과 같은 공급측 압력 영향. 다만 수요측 물가상승 압력 반등 가능성에 기저효과 등으로 당분간 이전보다 높은 물가상승세가 지속될 전망. 이미 시장에서 물가 눈높이를 높인 만큼, 시장 기대 수준 충족 여부가 중요

최근 소비심리 내 고용지표 개선



자료: NYFED, 대신증권 Research Center

공급 견인 물가상승압력 확대

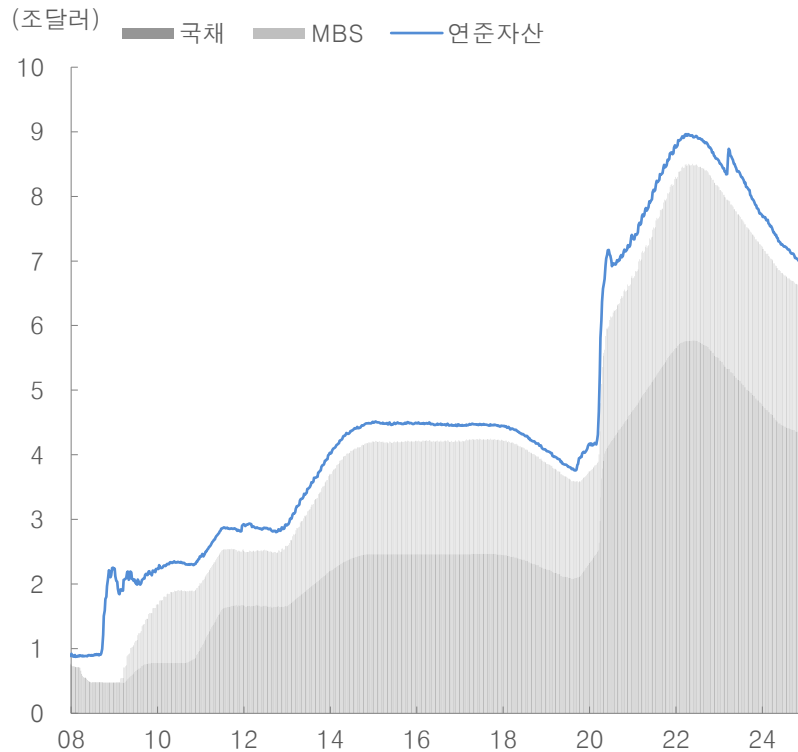


자료: FRB of SF, 대신증권 Research Center

[정책] 금리인하 사이클 유효

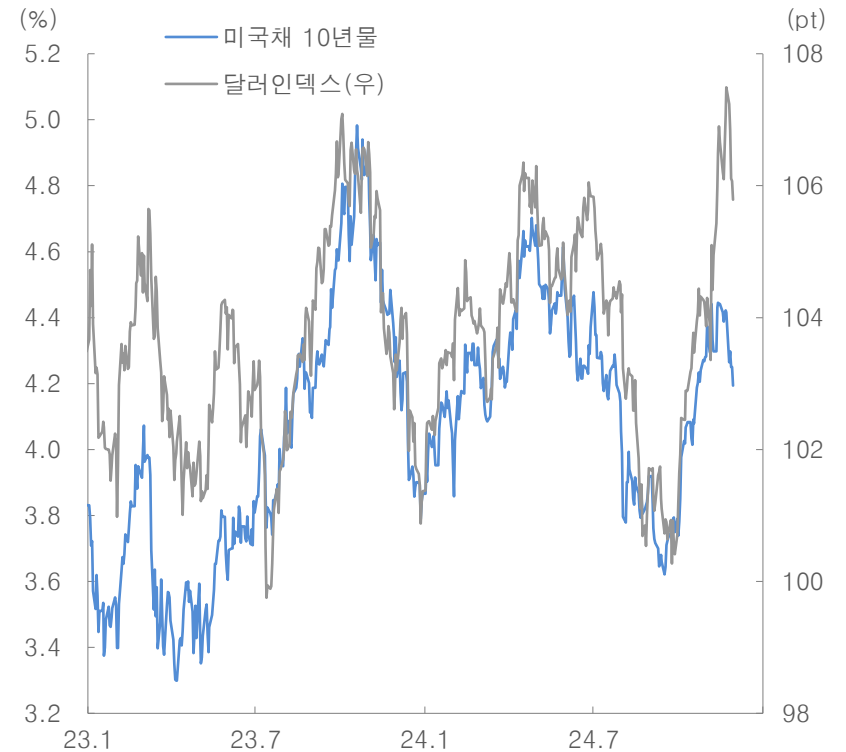
- 파월 연준의장을 비롯해 연준 정책 스탠스가 이전보다 다소 매파적인 모습을 나타내며, 금리인하 속도 조절 및 인하기조 조기 마무리 가능성 재기. 다만 여전히 현 금리 수준은 중립금리보다 높은 수준이며, 연준의 시중 유동성 우려 발언 등을 감안하면 완화 기조 지속 전망. 점도표, QT 정책 변경 여부 등이 환율 향방에 영향
- 취임 전부터 트럼프 대통령의 관세부와 위협이 지속, 미국 내 물가상승압력을 높이는 반면 장기 제조업/투자 회복 기대는 확대

연준, QT 정책 기조 전환 가능성 확인 필요



자료: FRB, 대신증권 Research Center

미국채 10년물 금리와 달러인덱스

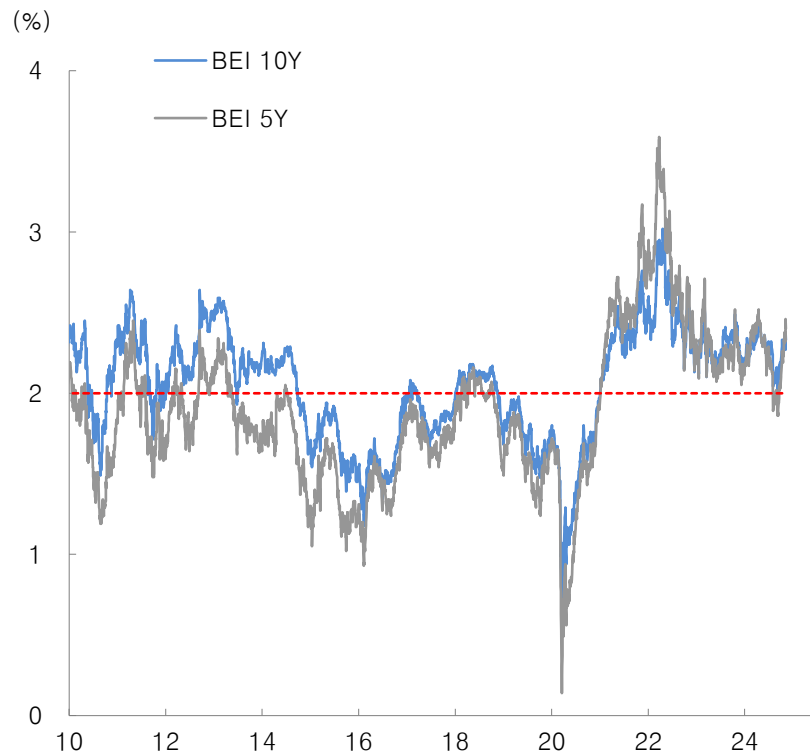


자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

[센티/수급] 미국으로의 자금 쏠림 지속

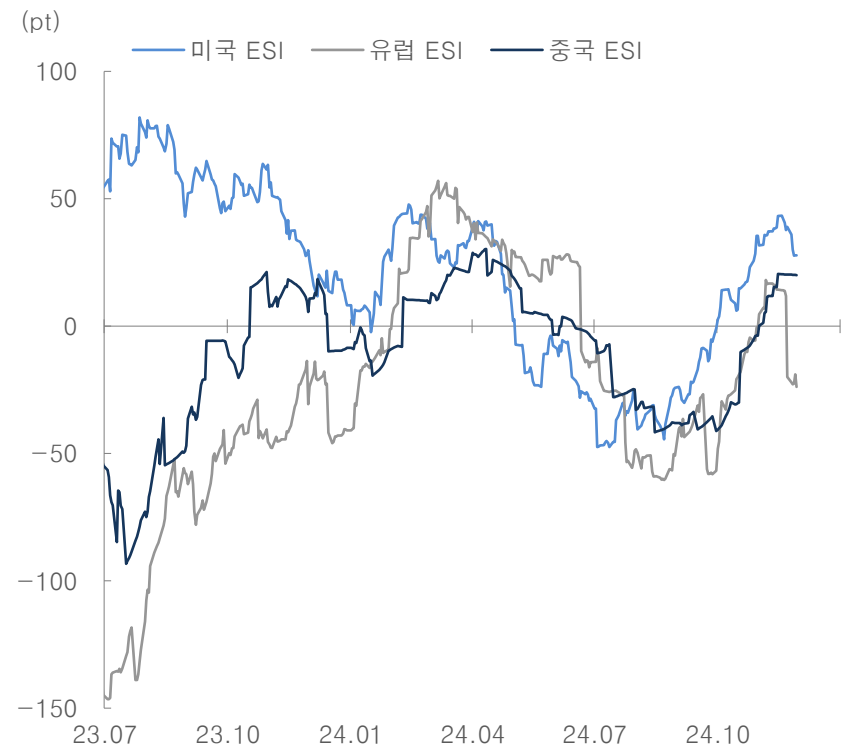
- 미국 중심 견조한 성장 기조가 지속되는 가운데, 트럼프 대통령 당선으로 미국내 물가상승 재개, 재정적자 확대 가능성이 달려 수요를 촉진. 반면 비미국 경기 회복 지연이 우려된다는 점 또한 달러 강세 요인
- 최근 유럽 내 정치 불확실성 부각이나 신흥국 외환시장 변동성 확대에 따른 안전자산 선호 유입 가능성도 경계

장기 기대인플레이션 상승, 인플레이션 고착화 우려 반영?



자료: FRED, 대신증권 Research Center

미국 vs. 비미국 경기 격차 지속



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

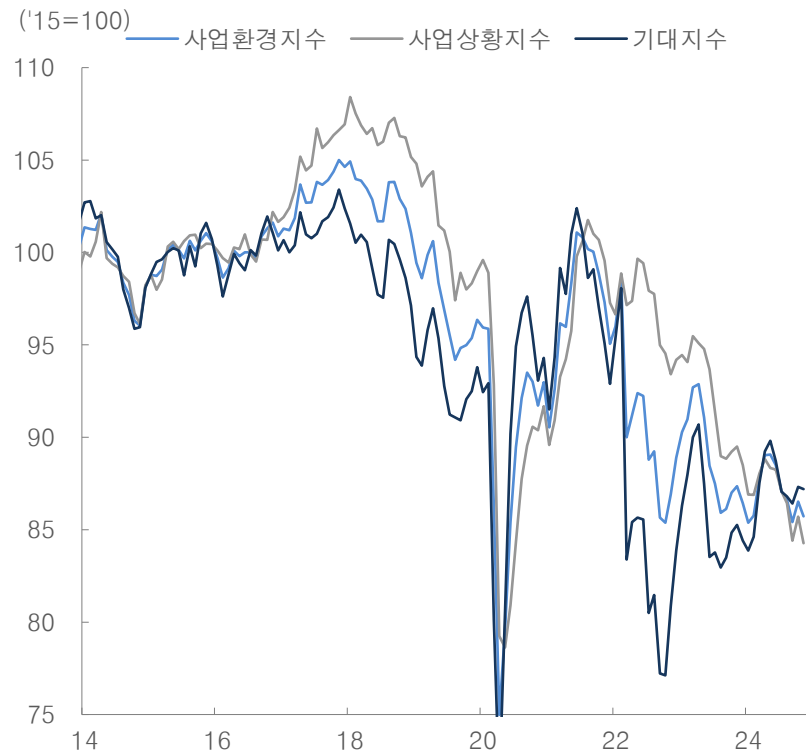
EUR: EURUSD 패리티 가능성



[펀더멘털] 경기 회복 지연

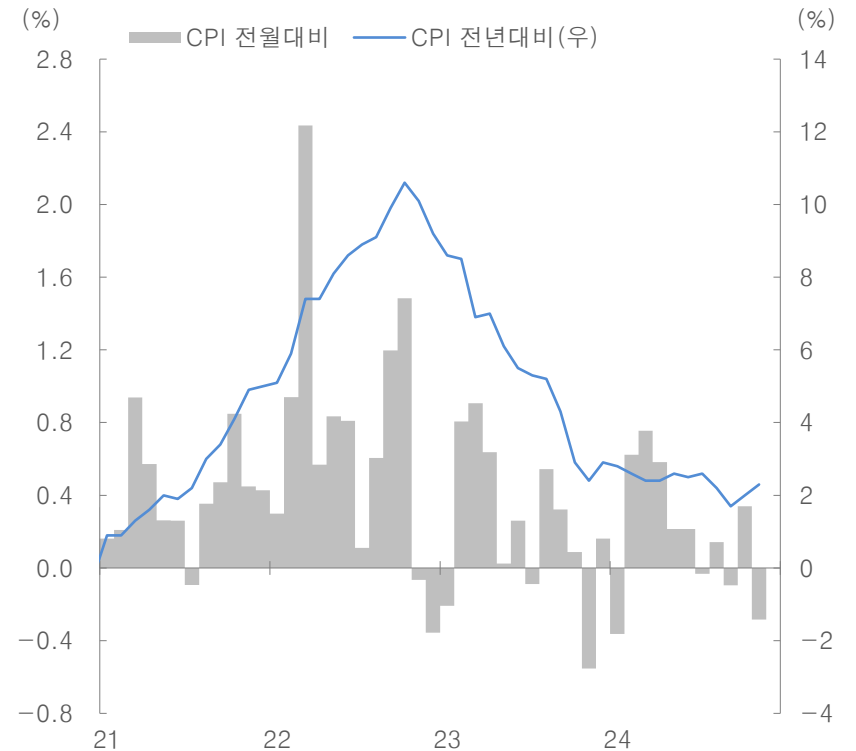
- 독일 제조업 중심 경기 회복 지연 지속. 특히 자동차 산업 부진 장기화 우려. 다만, ECB 금리인하 기조 지속되는 가운데, 신용 반등이 예상되는 만큼, 내수 회복 기대 유효
- 기저효과 영향으로 11월 전년비 소비자물가상승세는 중앙은행 목표 수준을 상회했으나 전월비 하락, 시장 예상 하회 흐름 지속되면서 디플레이션 우려 점증

독일 IFO 기업환경 지수



자료: IFO, 대신증권 Research Center

유로존 디플레이션 우려



자료: Eurostat, 대신증권 Research Center

[정책] 통화정책 의존도 확대

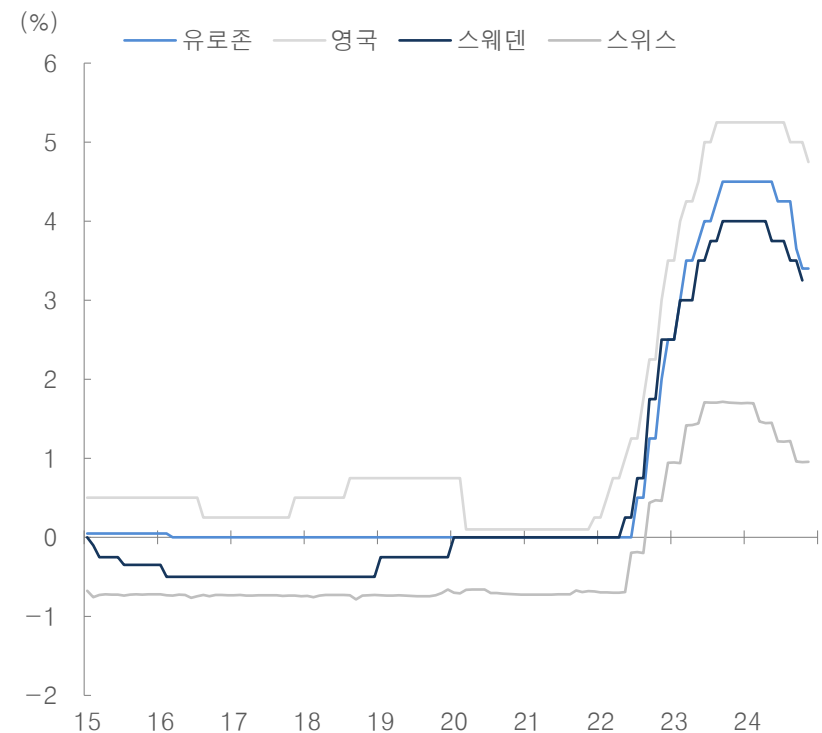
- 유로존 내 주요국 정치 불확실성 잔존, 프랑스 긴축 예산안 반대 및 내각 해산 가능성, 독일 조기 총선 예정. 주요국 대부분 재정적자 감축을 목표로 하고 있으나, 경기부진이 지속되는 만큼 과도한 재정긴축이 요구되지 않을 가능성
- 국가별 재정 차별화되며 ECB 통화정책 의존도 확대. 최근 부진한 경기, 예상 하회하는 물가 수준에 ECB 빅컷 기대도 유입. 통화정책 완화가 경기 개선 기대로 이어지기보다 금리차만 부각될 수 있다는 점 경계

프랑스-독일 금리차 높은 수준 지속



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

유럽 주요 중앙은행 금리 인하 기조 지속



자료: Eurostat, ECB, 대신증권 Research Center

[센티/수급] 유로화 수요 약화

- 기존에는 중국 소비 모멘텀 개선이 유럽 명품/자동차 수요 증가로 이어져 유로존 주가 상승. 그러나 중국의 소비 트렌드 변화 및 무역 갈등으로 점차 디커플링 되는 점 또한 감안하면, 중국 경기 회복이 유로화 수요로 이어지기 어렵다는 판단
- 유로7 도입으로 친환경 규제를 강화하는 등 구조적인 문제도 직면하여 시장의 기대치가 높지 않은 상황, 이 또한 유로화 수요를 약화

유로존 친환경 규제 강화, 2027년부터 적용 예정인 유로7

	유로6D	유로7
질소산화물(NOx)	0.4	0.09
미세먼지(PM)	0.01	0.008
일산화탄소(CO)	1.5	0.2
비메탄유기가스(NMOG)	-	0.05
암모니아(NH2)	-	0.065
아산화질소(N2O)	-	0.1
메테인(CH4)	-	0.35
브레이크 분진	-	브레이크 마모로 인한 미세입자(PM10) 방출량 제한
타이어 분진	-	타이어 마모로 인한 미세 플라스틱 방출 제한
배출가스 보증기간	70만km	87.5만 km

자료: EU, 언론보도, 대신증권 Research Center

중국과 유럽 자산 디커플링



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

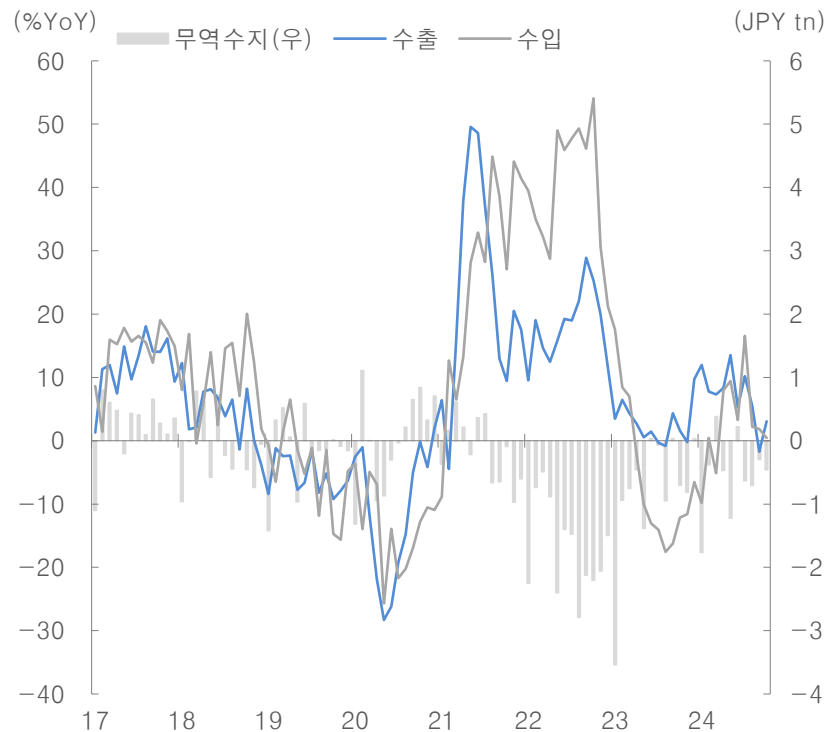
JPY: 엔화 강세를 자극하는 내수 부양



[펀더멘털] 엔화 약세 효과에 대한 부정적 시각

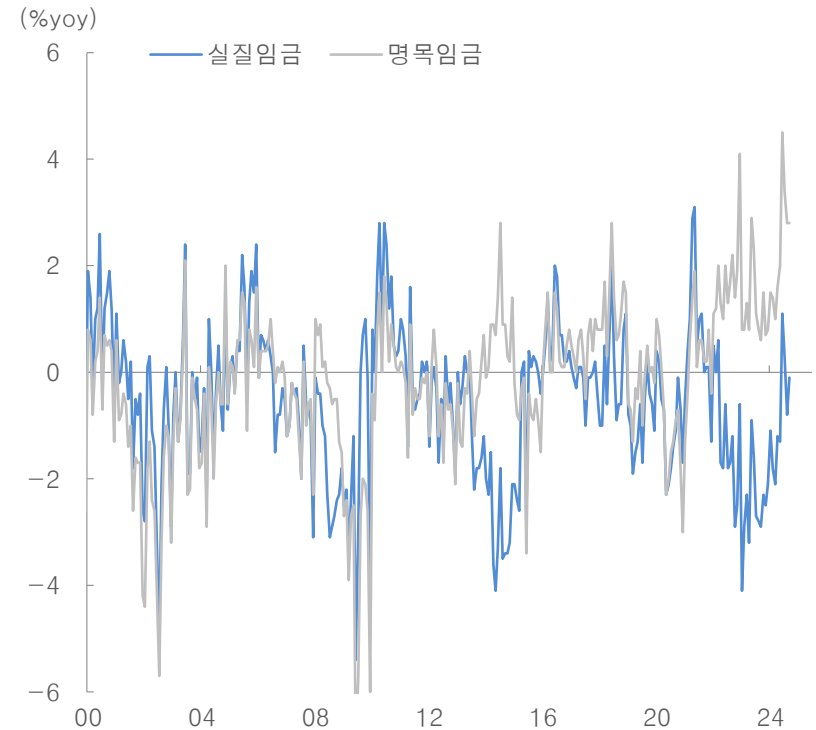
- 엔화 약세에도 일본 대외부문 부진이 지속. 10월 수출이 증가 전환했지만 수입 증가세가 지속되면서 4개월 연속 무역적자 기록
- 내수 또한 물가 부담에 개선 속도가 더디게 진행. 올해 춘투에서 33년 만에 최고 수준의 임금 인상 이뤄지며 실질임금 플러스권에 진입했으나, 2개월 만에 다시 마이너스 국면에 위치

4개월 연속 무역 적자 지속



자료: 일본 재무성, 대신증권 Research Center

실질임금 2개월 만에 다시 마이너스 국면 진입

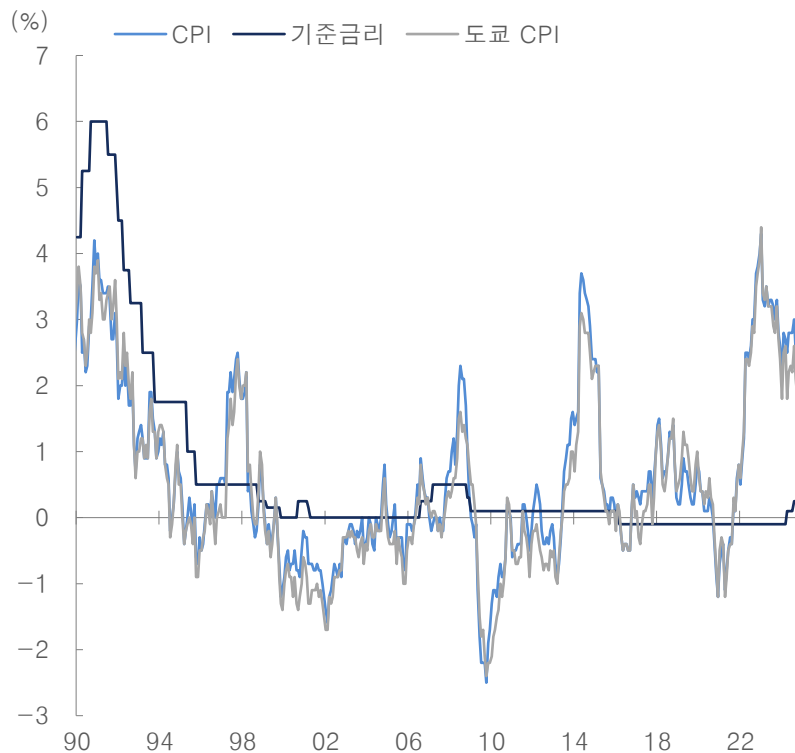


자료: 일본 후생노동성, 대신증권 Research Center

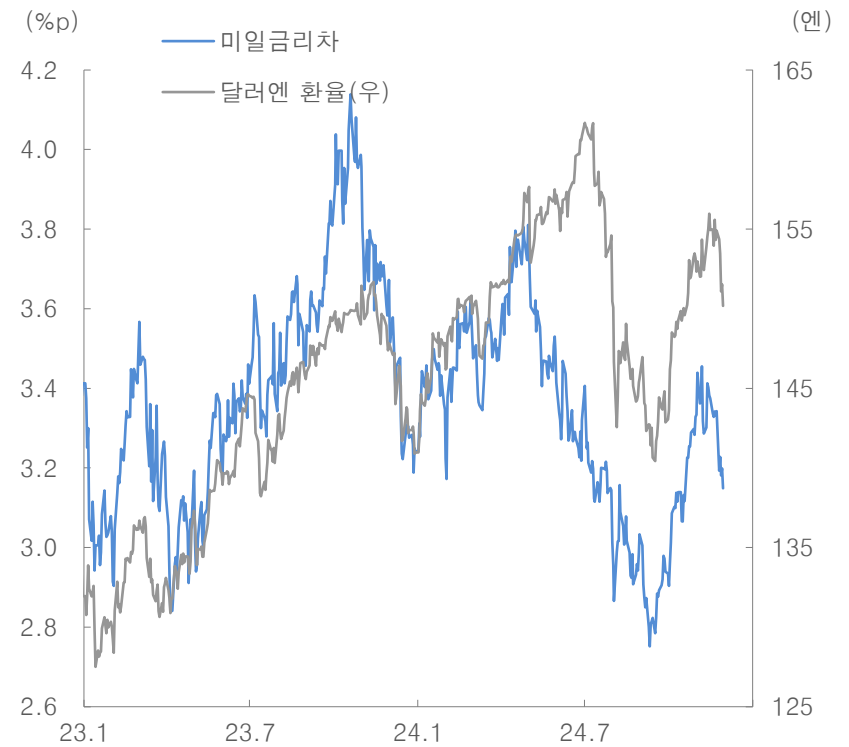
[정책] 12월 BOJ 금리 인상 가능성 경계 확대

- 이시바 신정부, 향후 여소야대 구조가 정책 추진력에 대한 의구심을 높이고 있으나, 내수 중심 부양 방향성은 유효. 전월 정책당국은 보조금 지급 등이 포함된 추경, 소득세 부과 기준 상향 조정안 등 내수부양책 다수 포함된 경제대책 발표, 연중 통과 목표
- 추경이 포함된 내수 부양에 국채 발행 증가가 예상되는 상황에서 11월 도쿄 CPI 까지 서프라이즈를 기록하며 12월 BOJ 금리인상 기대 확산, 미일 금리차 축소, 달러엔 환율 빠르게 하락 전환. 단, 12월 금정위에서 금리 동결 시, 변동성 확대 경계 필요

12월 금리 인상 가능성 점증



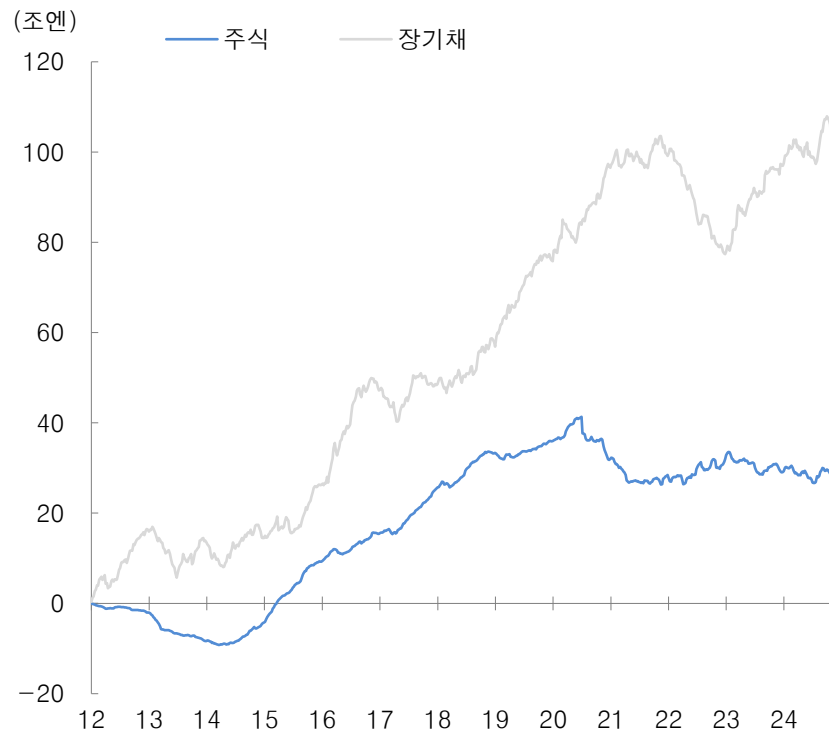
미일 금리차 다시 축소 전환



[센티/수급] 엔 캐리 트레이드 청산 경계

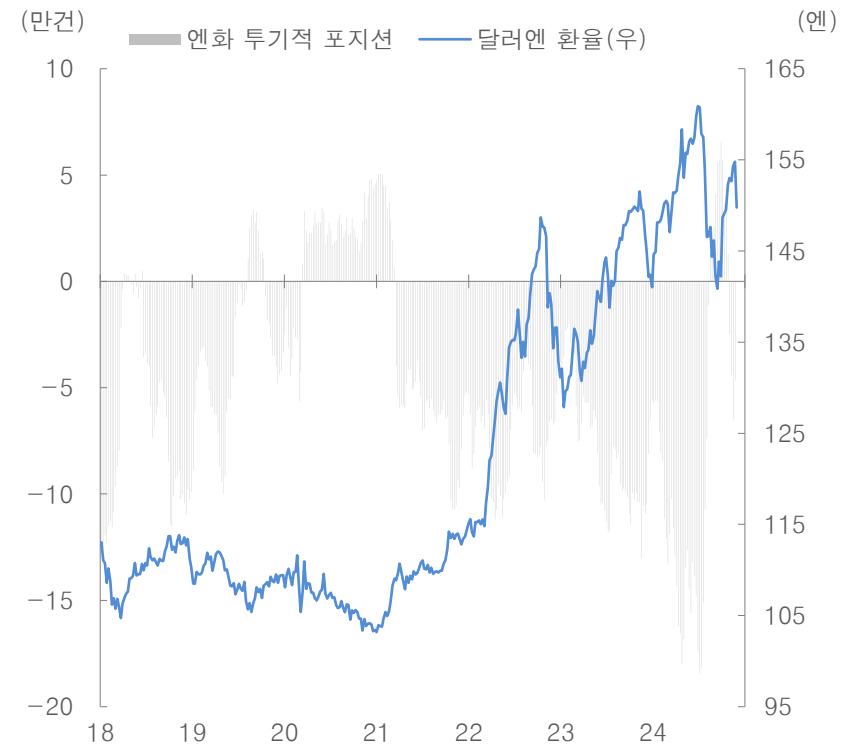
- BOJ가 더디지만 금리인상 기조를 지속함에 따라 내국인의 대외투자 수요는 둔화되기 시작. 그러나 여전히 해외채권과의 금리차가 높다는 점을 감안하면, 내국인의 급격한 엔 캐리 트레이드 청산 가능성은 제한적
- 다만, 미 대선 전후 엔화 매도 포지션이 다시 유입되고 있다는 점에서 엔 캐리 트레이드 추가 청산 우려 경계 필요

내국인 대외투자 수요 둔화



자료: 일본 재무성, 대신증권 Research Center

엔화 투기 포지션과 달러엔 환율



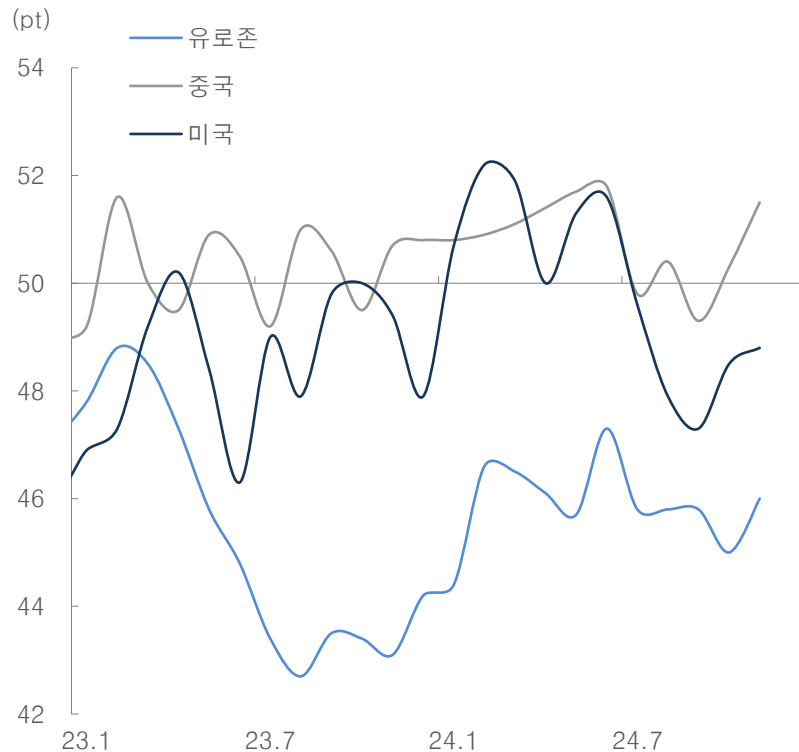
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

CNY: 부양 신경 회복이 중요

[펀더멘털] 아직은 양호한 제조업 경기

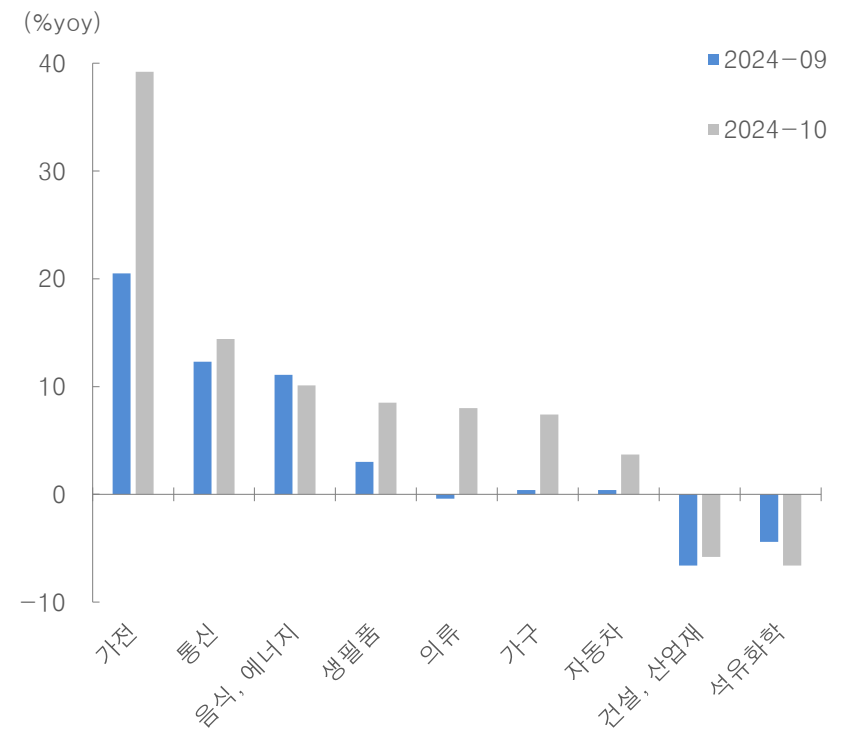
- 수출 중심 성장 흐름을 유지해온 중국은 미 대선 이후 대외 불확실성 확대. 다만 트럼프 취임 전, 선수요가 유입되면서 오히려 제조업 경기 개선. 중장기적 회복 기대는 낮아 노동수요는 여전히 더딘 회복
- 미국과의 무역 마찰이 불가피하다는 점을 감안하면, 중국 내수 회복 확인 중요. 부동산 가격의 빠른 반등 기대는 낮지만, 거래량 회복이 가격 하락 제한. 부동산 가격 안정에 이구환신 효과 등이 소비 회복 견인할 가능성. 10월 소매판매는 내구재 중심으로 반등

올해 상대적으로 양호했던 중국 제조업 경기 (S&P PMI 기준)



자료: S&P Global, 대신증권 Research Center

10월 소매판매 증가율, 내구재 중심 개선

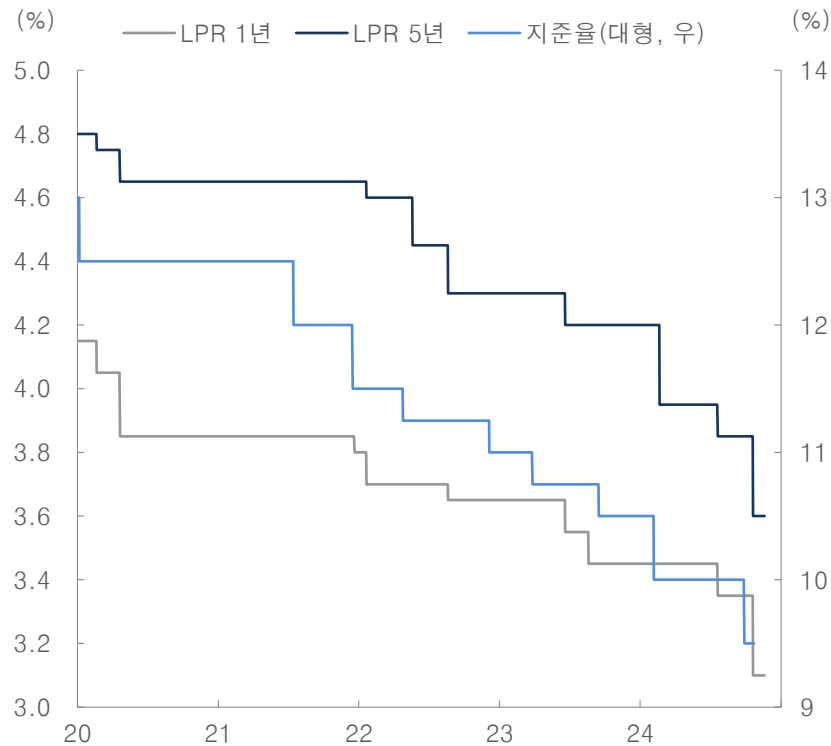


자료: 국가통계국, 대신증권 Research Center

[정책] 통화/재정 정책 공조, 내수 중심 부양 기조 유효

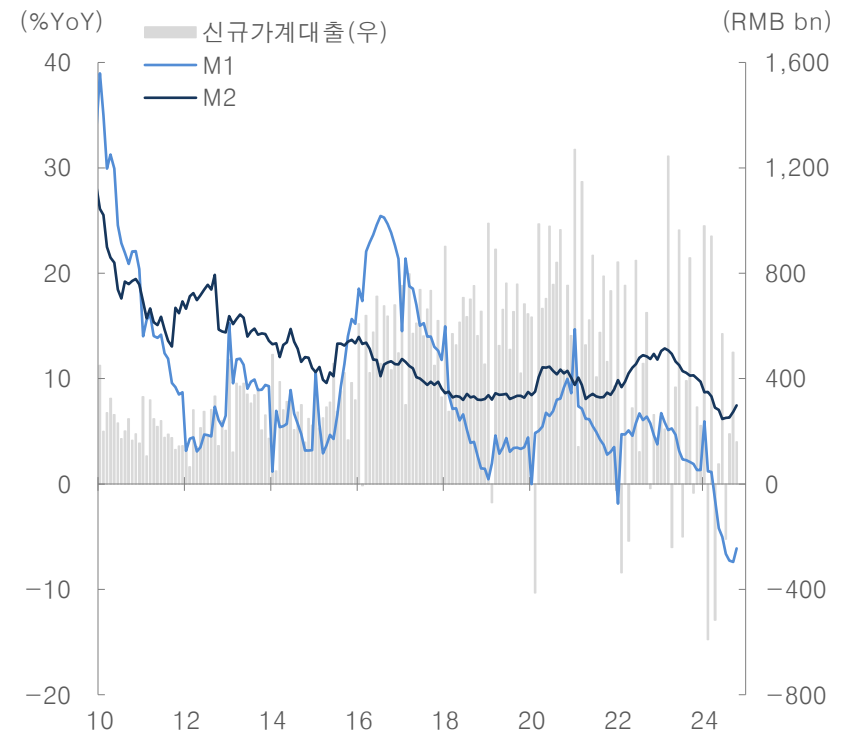
- 11월 상무위는 지방정부 부채 치환 계획 중심으로 발표하여 실망감 유입. 미국의 대중 고율관세 부과를 앞두고 정책 발표가 지연된 것으로 판단. 내부적으로 2~3조위안 규모 내수진작을 위한 증액이 논의된 것으로 파악. 12월 경제공작회의, 1월 양회 모니터링 필요

미 금리인하 확인 후 중국 통화정책 본격적으로 완화



자료: CEIC, PBoC, NIFC, 대신증권 Research Center

중국 디레버리징 마무리 기대, 유동성 지표 턴어라운드

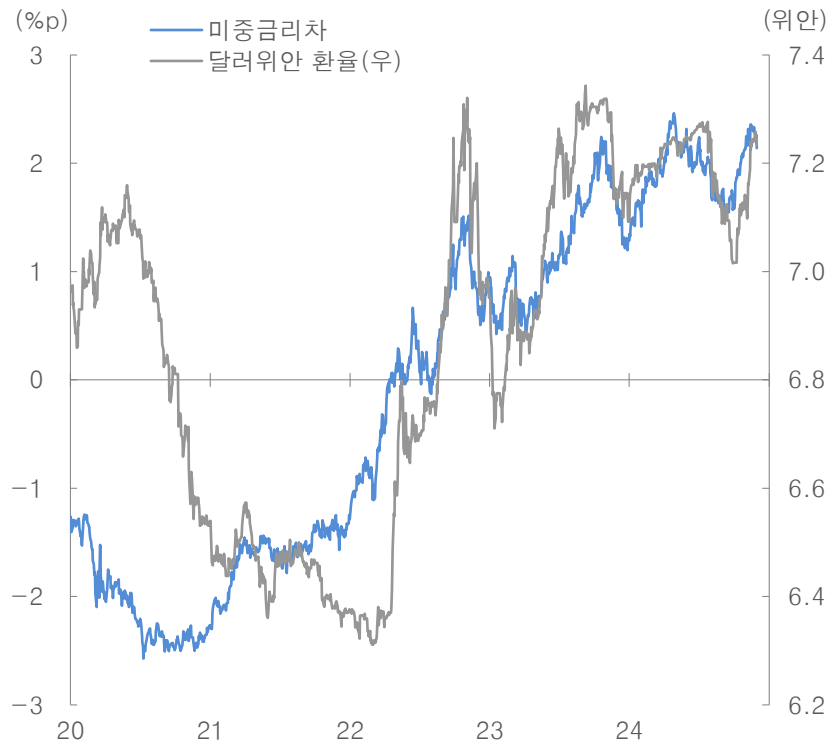


자료: PBoC, 대신증권 Research Center

[센티/수급] 자산가격 반등이 첫 단추

- 중국 금리인하는 위안화 약세요인이기도 하나, 내수 경기 부양의지 확인은 위안화 수요 회복에 기여. 외국인의 중국채권 투자수요는 지속되고 있으나 주식투자는 다소 주춤
- 트럼프 당선으로 대중 무역장벽 강화 경계가 높은 수준으로 유지. 취임 전부터 관세에 이어 환율에도 개입 확대. 중국발 마약유입, BRICs의 달러 외 통화 결제 비중 확대 시도에 추가 관세 부과 언급, 위안화 약세 압력으로 작용

미중금리차와 달러위안 환율



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

부양 기대로 투자심리 개선되는지 여부가 중요



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

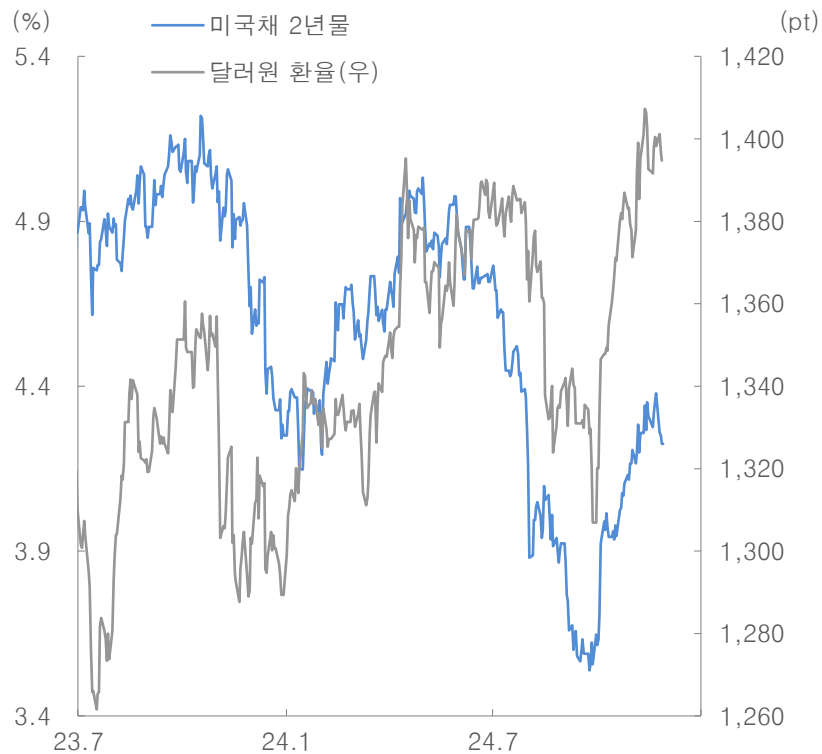
KRW: 반락 가능성 염두에 둘 필요



12월 중순 달러원환율 하락 전환 가능성 점검

- 12월 달러원 환율에 있어 주요 이벤트는 미 FOMC회의와 중국 중앙경제공작회의
- 트럼프 취임 전부터 공포심리가 달러원환율에 상당 수준 반영된 가운데, 12월 미 금리인하 사이클 유효함(+QT 종료 가시화)이 확인되거나, 중국 정책 당국의 경기 부양 의지가 확인될 경우, 달러원 환율 하락 압력으로 작용

달러원 환율에도 중요한 미 통화정책 방향성



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

위안화에 연동되는 원화

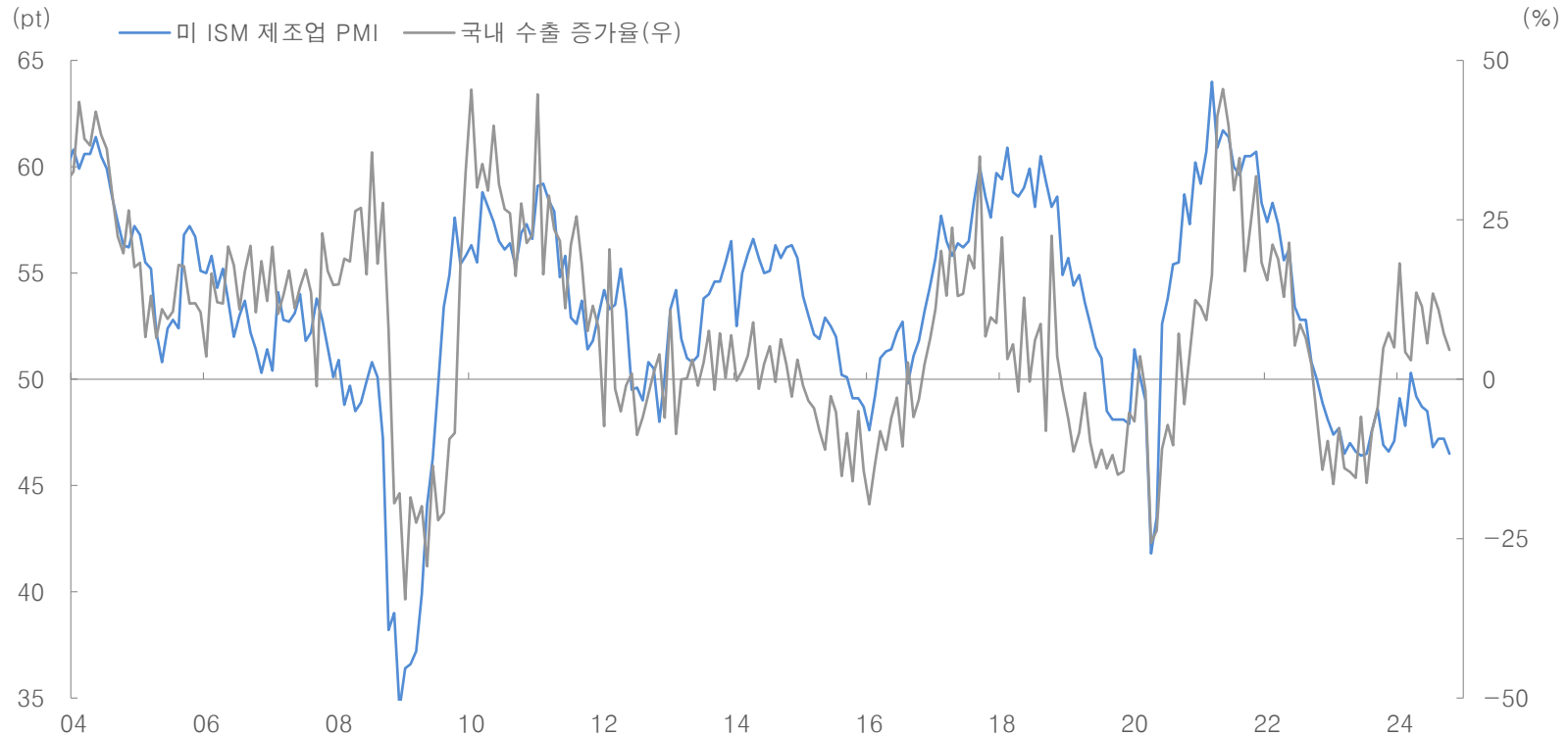


자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

내년 상반기 국내 수출 회복에 달러원환율 되돌림

- 최근 달러원 환율 상승은 대외 요인 외에 대내적인 요인도 영향. 국내 수출 증가세가 둔화되며 국내 경기에 대한 눈높이 하향 조정
- 중장기적으로 달러 강세 기조 유효, 트럼프 대통령 취임 이후 정책 우선순위 확인에 따라 금융시장 향방 결정될 예정. 다만, 미 대선 불확실성 해소에 따른 제조업 경기 개선, 관세부과 등 정책 불확실성 앞둔 선수요 등이 내년 상반기 국내 수출 개선 견인할 가능성

미국 제조업 경기 개선 시, 국내 수출 경기 뒷받침 가능



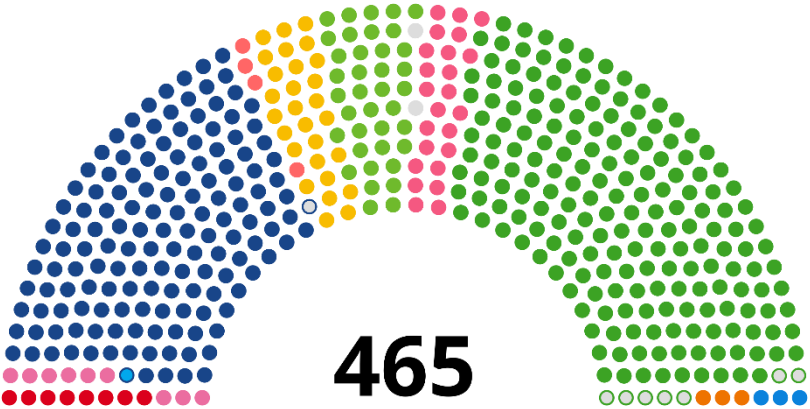
일본의 내수부양 본격화



이시바 내각의 첫 경기부양책

- 이시바 정부, 중의원 선거 실패로 여소야대 정국에서 첫 경기부양책 발표. 입헌민주당 등 야당, 경제대책이 미흡하다는 입장
- 39조엔 규모의 경제대책과 함께 소득세 부과 대상 소득 범위 상향 조정 등 내수 부양 중심
- 경제대책 재원 마련을 위한 13.94조엔 규모(6.69조엔 신규 국채 발행 필요) 추경 실시 예정

일본 내각 구성(중의원)



여당(자민당, 공명당)	215
야당	238
기타(무소속)	12

자료: 언론취합, 대신증권 Research Center

일본 종합경제대책

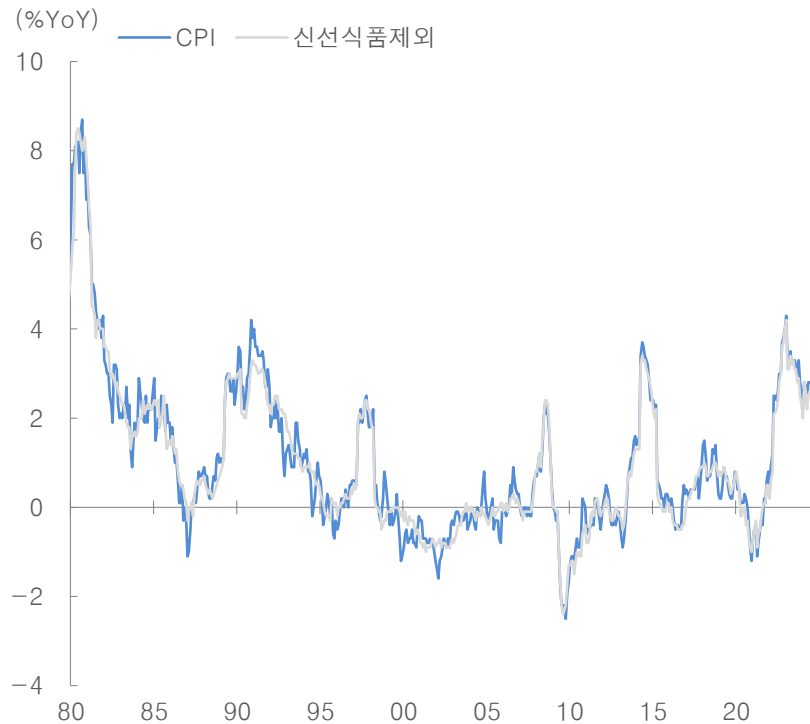
항 목	재정지출 (추경)	사업규모
일본 경제 및 지방 경제 성장 - 반도체·AI 지원 등	10.4조엔 (5.8조엔)	19.1조엔
물가 상승 극복 - 에너지 비용 보조금 지급 등	4.6조엔 (3.4조엔)	12.7조엔
국민의 안심 및 안전 확보 - 재해 방지 및 복구	6.9조엔 (4.8조엔)	7.2조엔
합계	21.9조엔	39조엔

자료: 언론취합, 대신증권 Research Center

일본 엔저 효과 약화

- 당초 일본은 아베노믹스(엔화 약세)로 1) 디플레이션 탈피, 2) 수출 증대 및 기업이익 개선, 3) 자산가격 회복 및 수익 증대 기대
- 일본 물가상승률이 중앙은행 목표 수준인 2%대를 유지하고 있으나 이는 엔화 약세 및 수입비용 상승이 주로 견인. 수출/대기업의 기업이익은 양호한 수준이 지속되는 가운데, 내수/중소기업은 비용 부담이 확대, 이익이 개선된 기업은 대내투자보다 해외투자 확대해 기업이익 증가에 대한 내수 개선 효과 미약

버블붕괴 이후 지속되었던 디플레이션 탈피 기대



자료: BOJ, 대신증권 Research Center

달러엔 환율 및 주가 동반 상승

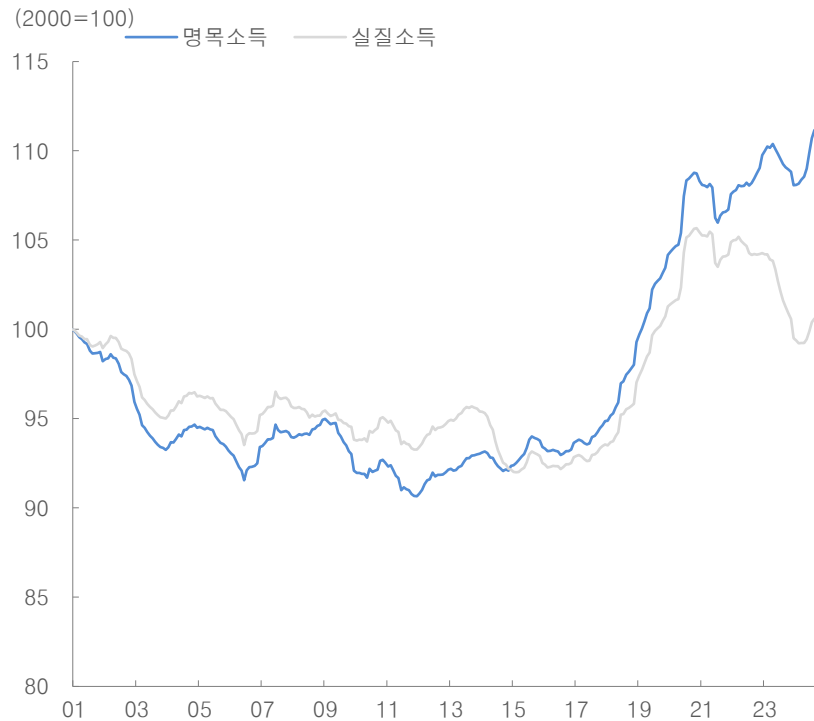


자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

내수 부양 강화: 소비 여력 개선

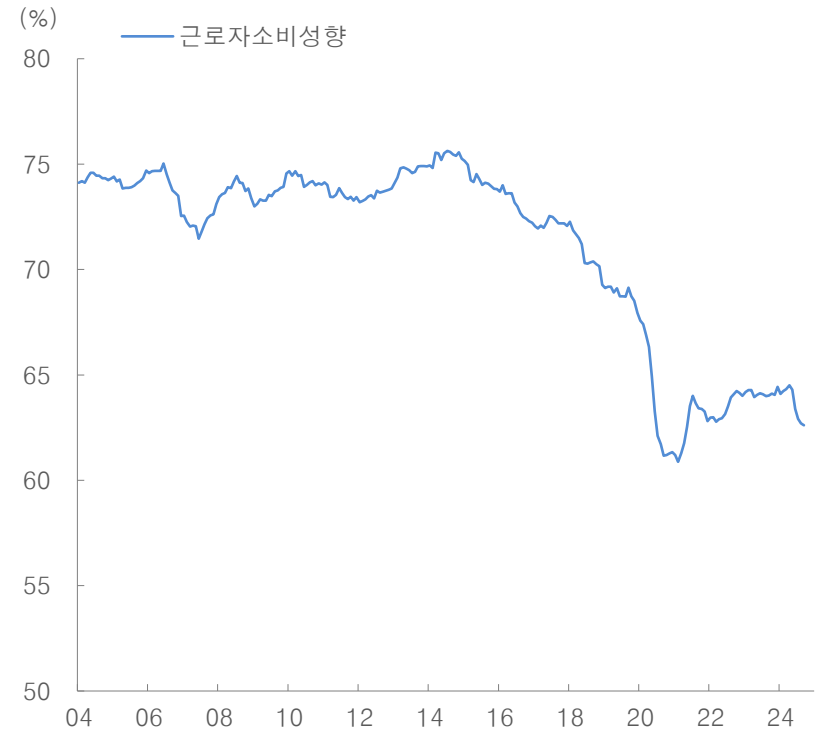
- 물가 상승에 대응하기 위한 에너지 비용 보조금 지급 확대
- 야당인 국민민주당과 세제 협의 실시 예정, 소득세 과세 대상 기준 상향 조정으로 저소득층~중산층 소비 여력 개선 기대

물가 상승을 따라오지 못한 가계소득



자료: 일본 통계청, 대신증권 Research Center

소비성향 개선 필요

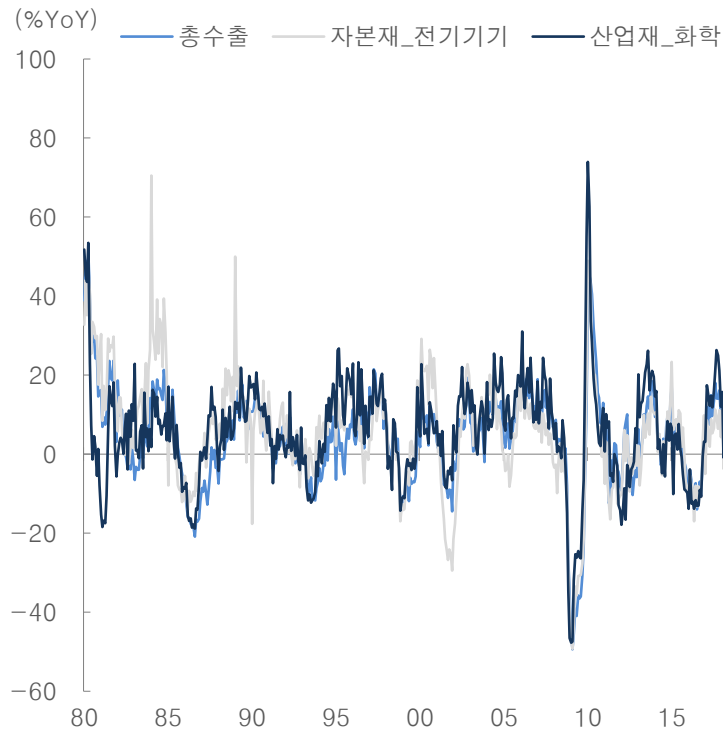


자료: 일본 통계청, 대신증권 Research Center

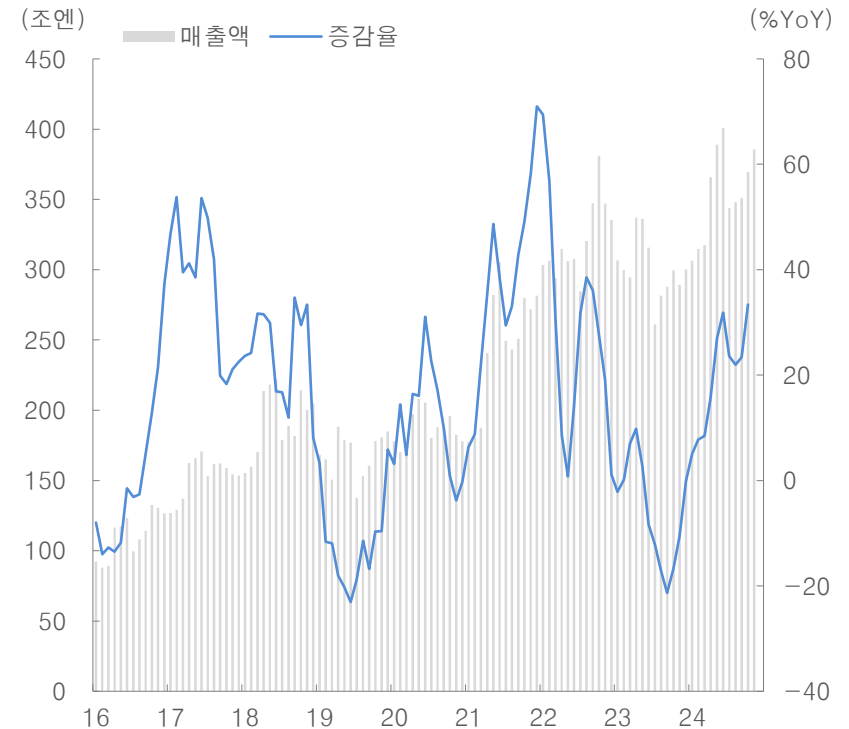
산업 정책 강화: 반도체 부활의 꿈

- 아베: 2021년 '반도체·디지털산업전략'을 수립하고 3년간 약 3조9000억 엔의 지원예산 확보. ①제조시설 확보, ②차세대 기술 확보를 위한 미/일 연계, ③미래 기술 개발 등 반도체 산업 부활을 위한 로드맵을 제시
- 기시다: TSMC 제1공장, 제2공장에 최대 약 1조2000억 엔 지원 계획. 차세대 반도체의 국산화를 위해 일본 기업 8개가 73억엔 출자해 만든 라피더스(Rapidus) 공장에 3년간 총 9200억 엔 규모 지원 발표 → 2027년 본격 양산 목표

버블붕괴 이후 지속되었던 디플레이션 탈피



일본 종합경제대책



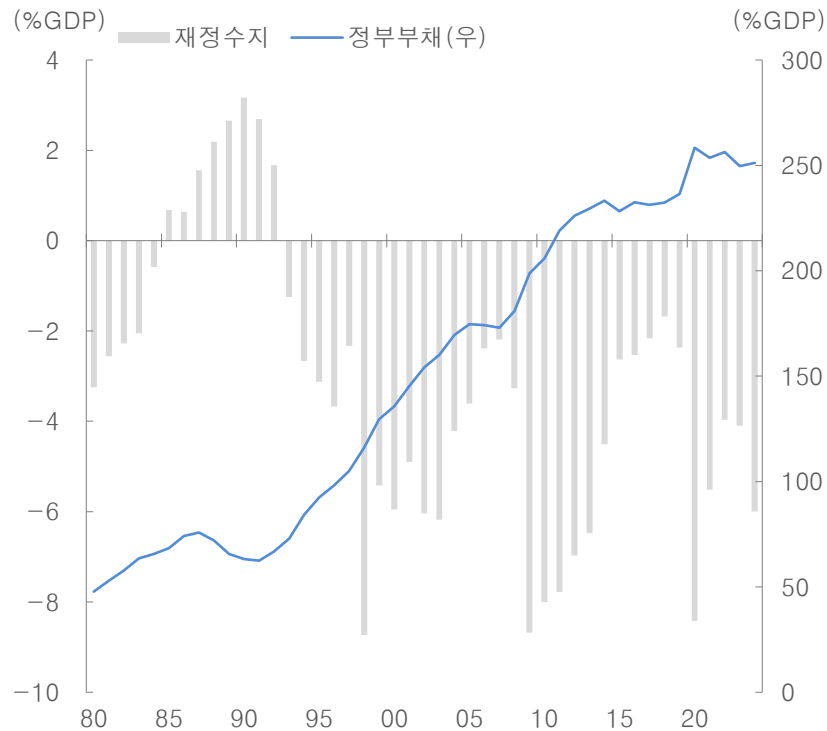
자료: MOF, 일본 통계청 대신증권 Research Center

자료: 일본 반도체제조장치협회(SEAJ), 대신증권 Research Center

정부 재정지출 확대+BOJ 금리인상 조합=엔화 강세

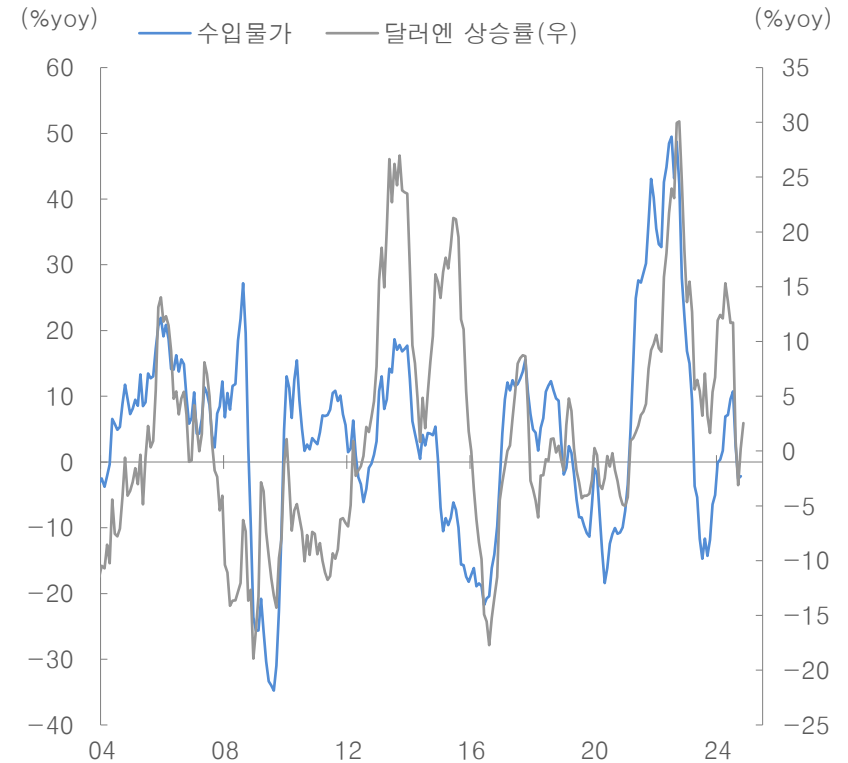
- 추경의 절반 수준을 신규 국채 발행을 통해 충당, 정부 재정 부담 확대 불가피. 국채 발행 증가 또한 금리 상승 압력으로 작용
- 미 트럼프 당선 확정 이후, 달러 강세 재개. 달러엔 환율 상승에 물가 부담 지속 우려
- 다만, 일본 정책 당국이 금융시장 변동성 확대에 대한 경계가 지속되고 있고, 국민민주당이 금리 인상에 반대 의견. BOJ 금리 인상에 신중할 가능성

일본 정부 부채 부담 지속



자료: IMF, 대신증권 Research Center

달러엔 환율 상승, 수입물가에 부담



자료: BOJ, Refinitiv, 대신증권 Research Center

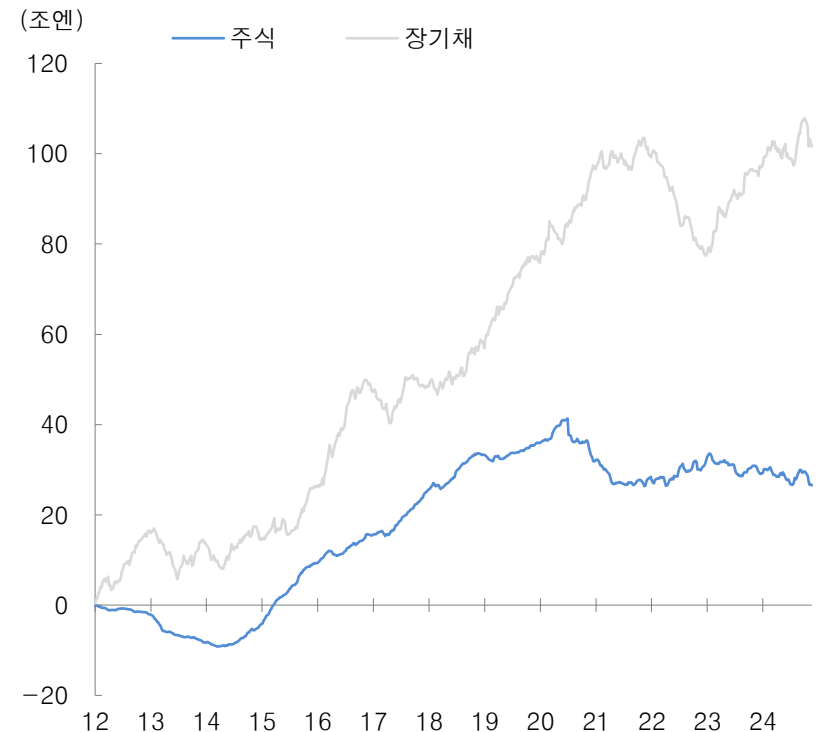
외국인 엔 캐리 트레이드 자금은 상당 수준 청산

- 지난 BOJ 금리 인상 이후, 엔 캐리 트레이드 청산이 글로벌 금융시장 변동성 확대 초래. 일본 금리 상승 및 엔화 강세 전환 영향도 있었으나 미국내 경기 지표 부진에 따른 미국 주식 차익실현 수요 또한 엔 캐리 청산을 가속화
- 다만 외국인의 엔 캐리 트레이드 투자 자금은 상당 수준 해소된 것으로 판단. 내국인의 엔 캐리 트레이드 자금은 주로 해외채권(선진국 TB 및 IG)에 투자되었으며 금리 매력을 감안하면 급격한 자금 회수 가능성은 제한적일 가능성

엔(+미국 무위험이자) 받고 달러 빌려준 외국인, 단기채 투자



내국인 엔 캐리 트레이드 자금은 채권 투자로



Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이하연, 이주원)
- 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.