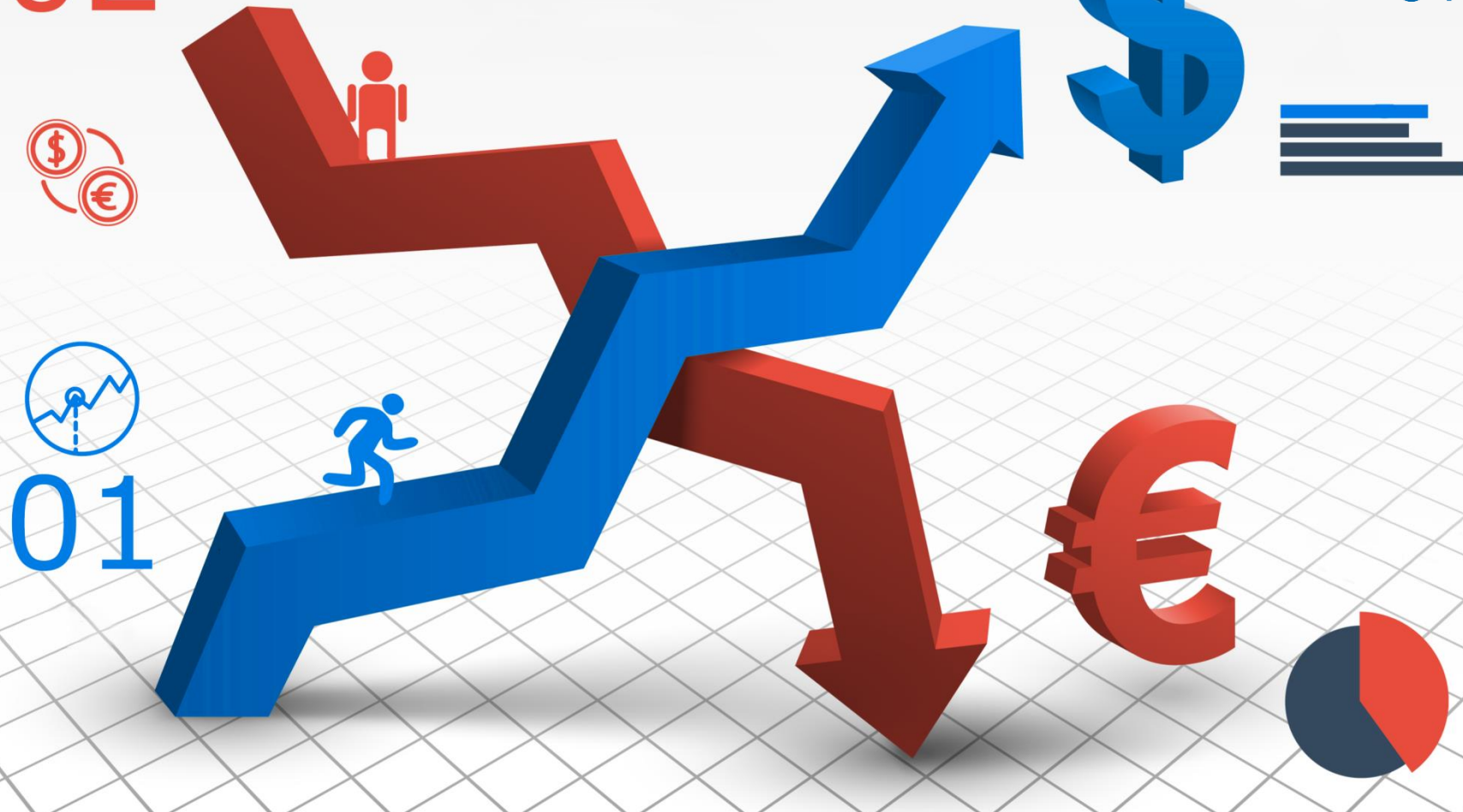


02 FOREIGN EXCHANGE



2026년 외환시장 전망

- 위험통화 마스코트 원화의 탈세계화 적응기, 달러/원 상고하'중' 시나리오

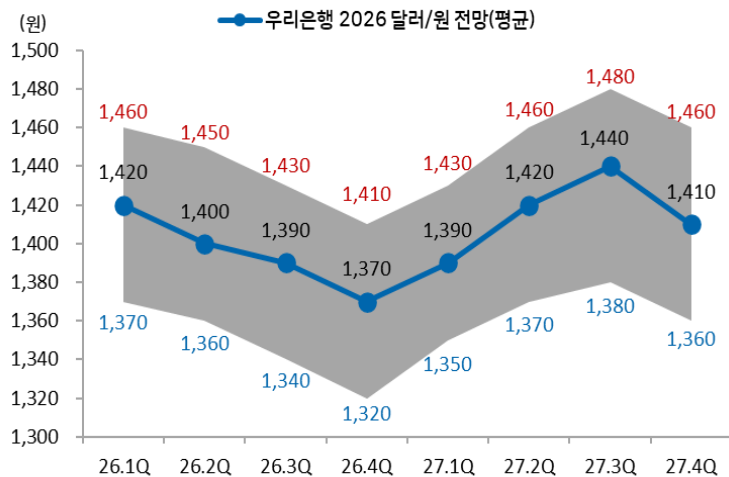
FX/Economist 민경원
eco_min1230@wooribank.com

Summary

2026년 글로벌 FX, 엔화 강세가 촉발할 달러화 상고하저 전망



달러 실수요 증가에 약달러 제한적 추종, 달러/원 상고하'중' 시나리오



Global FX: 글로벌 FX 달러 '용두사미', 연초 일시적 강달러 소화 후 약달러로 전환

- 연말, 연초까지는 미국 자산성과 우위를 바탕으로 한 달러 선호도가 높아지며 강달러를 지지
- 엔화는 BOJ 금리인상 재개를 시작으로 상반기 달러 약세 전환을 주도할 수 있는 유력한 후보군, 약 300~500억 달러로 추정되는 일본 생보사 선물환 매도도 엔화 강세/달러 약세 재료
- 일본 생보사 환헤지가 재개될 경우 작년 8월 엔 캐리 트레이드 청산 및 올해 5월 대만 생보사 선물환 매도와 같은 하방 변동성 확대 요인으로 작용할 것이란 판단
- 유로화는 높은 대외 의존도, 제조업 불황 장기화가 걸림돌로 작용하겠지만 연준 금리인하, 엔화 강세로 인한 달러 약세를 쫓아 점진적 우상향 전망
- 파운드 강세는 재정우려 해소라는 전제 필요, 위안화는 무역분쟁 재발 경계 속 수출 회복에 상승

달러/원 전망: 2026년 1,320~1,460원, 구조적 수급변화로 달러 약세 제한적 추종

- 원화는 거주자 해외 주식투자 확대, 기업 생산기지 이전으로 실물경기와 금융시장에서 달러 수요가 구조적으로 증가하는 난관에 봉착
- 실질실효환율, 경상수지 접근법을 기준으로 원화 가치가 저평가 되어 있다는 분석은 타당해 보이지만, 탈세게화로 인한 대미투자 확대로 무역흑자는 더 이상 원화 강세를 의미하지 않아
- 또한 높은 미국 주식시장 선호도, 환율 하락 기대 약화에 따른 주식시장 외국인 자금 선제적 환헤지 등으로 환율 하단이 경직된 현상은 쉽게 해결되기 어렵다는 판단
- 다만 팬더믹 이후 원화와 엔화 동조화 경향이 강해짐에 따라 엔화발 달러 약세에 달러/원도 반응, 민감도는 떨어지겠지만 우하향 흐름에는 동참할 가능성이 높아
- 또한 달러/원 낙폭이 커지는 구간에서 원화 환전을 미뤘던 수출업체 네고 유입이 재개될 경우 환율 하향 안정화에 일조할 전망

I. 미국 21세기형 경제적 고립주의 제도화 단계 진입, 탈세계화 리스크 클라이막스 진입

미국 경제적 고립주의로 복귀, 초당적 합의를 전제로 한 점진적 탈세계화(De-globalization)

미국 전통적 고립주의(1930s), 21세기 고립주의(2020s)는 정책, 이념적 연속성

현대판 고립주의(2020s)	
핵심 구호	'America First'(트럼프, 바이든)
정책 목적	1) 글로벌 공급망 의존도 축소 2) 생산기지 이전을 통한 공급망 재편 3) 전략산업(반도체 등) 자국 내 복귀 추진
경제 논리	국가안보기반 무역정책 추진 1) 리쇼어링을 통한 제조업 경쟁력 회복 필요 2) 전략산업 육성 및 대외 의존도 축소
정책 수단	1) 보편 및 상호관세(10-25%) 2) IRA/CHIPS 보조금 지급 도입 3) 대중국 수출통제 강화
지지 정당	초당적(Bipartisan) 지지(민주당, 공화당 공통)
전통적 고립주의(1930s)	
핵심 구호	'America First'(루즈벨트, 2차 세계대전 이전)
정책 목적	1) 글로벌 분쟁 개입보다 자국 경제 회복에 중점 2) 자국 산업 지원을 위한 보호무역 조치 도입
경제 논리	자국 산업 경쟁력 회복을 위한 무역정책 추진 1) 대공황 부작용으로 인한 대외 개입 어려움 제한 2) 경제 회복을 위해 자국 농업, 제조업 보호 필요
정책 수단	1) 스무트-홀리 관세법 제정, 수입품 고율 관세 부과 2) 특정 품목 수입할당제 및 수입 허가제 도입(농산물, 철강 등)
지지 정당	공화당 중심 경제, 외교적 고립주의 추진

금융위기 이후 미국 점진적 탈세계화는 초당적 합의 속에서 전략적으로 추진

미국 무역 및 공급망 전략의 역사적 변화		
시기	정책 기초	정책 수단 및 추진 방향
1990s-2000s (클린턴-부시Jr.)	글로벌 세계화 주도 1) GATT->WTO 전환 2) NAFTA 체결	1) 중국 2001년 WTO 가입 2) 제조업 생산기지 해외이전 가속화 3) 미국 산업 금융, 서비스업 위주 재편
2009-2016 (오바마)	'공정무역(Fair Trade)' 강조 1) 미국산 구매 지원 정책 2) 대중국 무역 견제 개시 3) 글로벌 교역 질서 재편	1) 중국산 타이어 반덤핑 2) 'Buy American Act'(2011) 3) 환태평양경제동반자협정(TPP) 추진
2017-2020 (트럼프 1기)	보호무역 주의로 회귀 1) 동맹국 대상 관세 인상 2) 중국 경제적 압박 강화 3) 주요국 환율 정책 비난	1) '탈세계화' 선언 2) Section 201(보호관세)/301(무역구제) 관세인상 3) 중국과 본격적인 무역전쟁 개시
2021-2024 (바이든)	'친환경&동맹국 중심 공급망' 1) 미국 리쇼어링 보조금 지급 2) 대중국 반도체 수출 통제 3) Buy America 정책 강화	1) '친환경', '전략물자 자국 생산'을 지원(IRA Act) 2) 반도체 국내 생산, R&D 투자, 해외 의존도 축소(Chip Act) 3) 반도체 생산 장비, HBM 대중국 수출통제 강화 4) 리쇼어링, 프렌드쇼어링 등 미국 중심 경제 블록화 추진
2025- (트럼프 2기)	극단적 보호무역 주의 강화 1) '보편 및 상호 관세' 도입 2) 주요국 미국 FDI 투자 압박	1) 동맹국 중심 공급망 재편 정책 폐기, 비동맹국과 동일 취급 2) 보편관세(10%)와 상호관세(국가별 상이) 부과 3) USMCA 재협정 추진, 자동차를 포함한 산업 보호 강화 4) 주요 교역대상국 직접투자 압박, 지분투자 강요

출처: 언론사 보도자료 정리, 우리은행 외환시장운용부

I. 미국 21세기형 경제적 고립주의 제도화 단계 진입, 탈세계화 리스크 클라이막스 진입

트럼프발 극단적인 보호무역, 무분별한 관세인상은 2026년 글로벌 경제, 금융시장의 뇌관

- ✓ PIIE는 향후 무역분쟁 시나리오를 크게 1) 긴장 완화, 2) 보호무역 강화, 3) 상호 보복관세 부과, 4) 무역전쟁 & 금융시장 충격으로 제시
- ✓ 미국과 주요 교역대상국이 보복 관세를 통한 대치 구도를 형성한다면 전세계 성장률 하방 위험, 인플레이션 압력 확대는 불가피한 결과
- ✓ PIIE는 무역전쟁 수위가 극단으로 치달을 경우 달러화 자산 위험 프리미엄 상승, 즉 글로벌 탈달러화 현상이 발생할 수 있다고 경고

피터슨 경제연구소(PIIE) 무역분쟁 시나리오 제시, 1) 10% 보편관세 vs 2) 미국 고강도 관세 & 무대응 vs 3) 무역전쟁 전면전 vs 4) 무역전쟁 & 금융시장 충격

시나리오	무역 분쟁 시나리오 기본 가정	미국 실질 GDP 영향 (2026년 기준 대비)	글로벌 실질 GDP 영향 (2026년 기준 대비)	미국 인플레이션 영향 (2025년 기준 대비)	글로벌 인플레이션 영향 (2025년 기준 대비)	달러화 가치 영향	미국 국채금리 영향
긴장 완화 (저강도 관세)	1) 미국 모든 수입품 보편관세 10% 부과 2) 철강 및 알루미늄 25% 관세 적용 3) 자동차 25% 관세 부분 유예 및 예외 적용 4) 대중국 기본 10% 관세 부과, 중국 보복 없음	(0.03)%p	영향 미미	+0.40%p	+0.10%p	+3.00%	(40)bp
긴장 완화 + 중국 맞대응 (저강도 관세 + 보복)	1) 보편관세, 철강 및 알루미늄, 자동차 관세 유예 유지 동일 2) 중국 미국산 수입품 10% 대칭 보복관세 부과 3) 중국 외 주요 교역대상국 보복관세 없음	(0.60)%p	(0.30)%p	+1.00%p	+0.50%p	+8.00%	+10bp
보호무역 강화 + 무대응 (고강도 관세)	1) 중국산 수입품 45% 평균 관세 부과(펜타닐 관세 포함) 2) USMCA 비협정품 25%, EU20% 등 고율 관세 부과 3) 주요 교역대상국 미국산 제품 보복관세 배제	(0.30)%p	(0.10)%p	+0.50%p	+0.20%p	+1.00%	(50)bp
무역분쟁 전면전 (고강도 관세 + 전면 보복)	1) 고강도 관세 부과 시나리오와 미국 정책은 동일함 2) 중국 미국산 수입품에 45% 대칭 보복관세 도입 3) EU 미국산 수입품에 20% 보복관세 부과 등	(1.50)%p	(0.50)%p	+1.30%p	+0.70%p	+2.00%	+30bp
무역전쟁 + 금융시장 충격 (고강도 관세 + 전면 보복 + 위험 프리미엄)	1) 무역분쟁 전면전(미국 고강도 관세 + 주요국 보복)과 동일 2) 미국 달러화 자산 위험 프리미엄 상승(미국채 보유 축소)	(2.10)%p	(0.8)%p	+1.80%p	+1.00%p	(5.00)%	+75bp

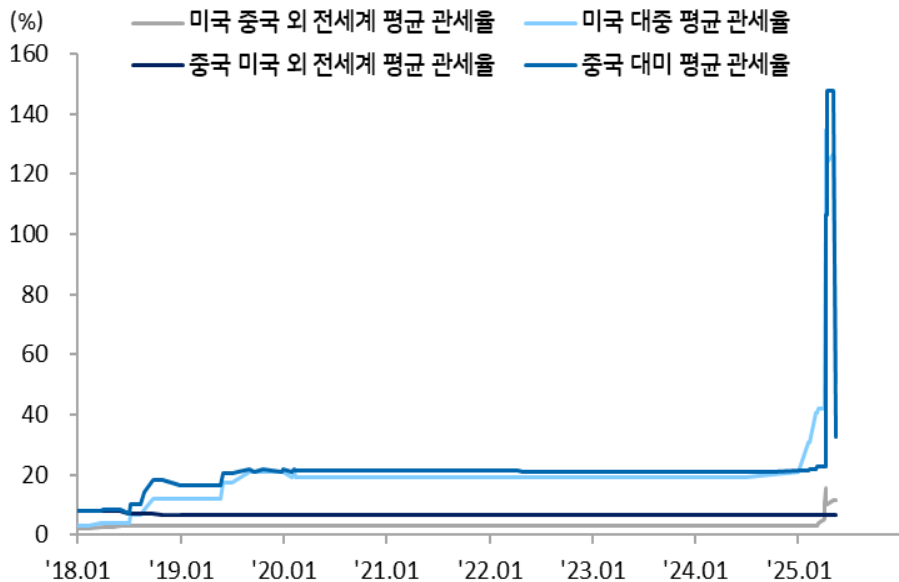
출처: PIIE, 우리은행 외환시장운용부 / 주석: PIIE 무역분쟁 시나리오 중 저강도 관세, 저강도 관세 + 중국 대칭 보복은 1) 긴장 완화 시나리오 하나로 해석해 분류함

1. 미국 21세기형 경제적 고립주의 제도화 단계 진입, 탈세계화 리스크 클라이막스 진입

미국은 주요 교역대상국 평균 관세율 인상과 더불어 중국에 대한 고강도 관세 부과 예정

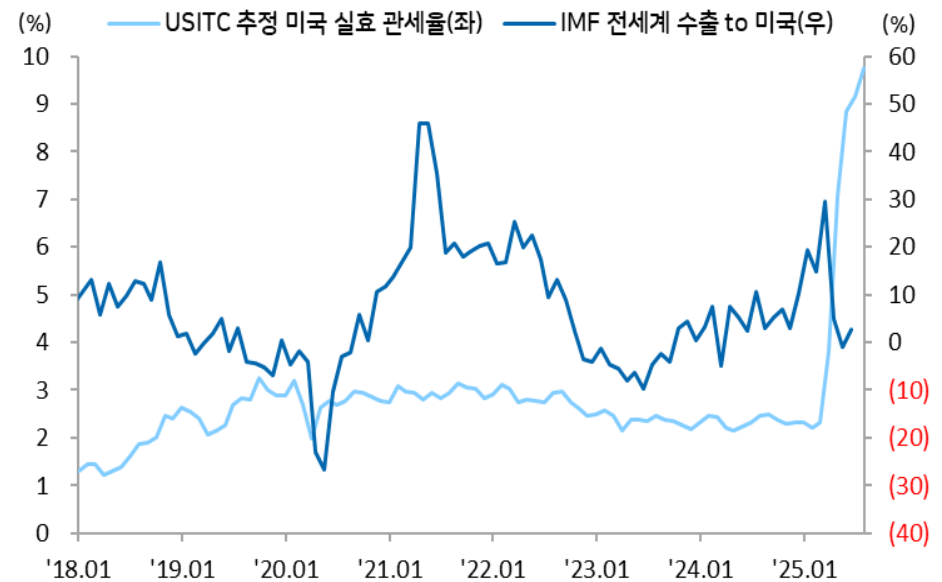
- ✓ 미국과 중국이 관세 휴전에 들어갔지만 반도체, 희토류 수출통제 완화 등 주요 조치가 1년 유예된 것이 그쳤다는 점에 주목할 필요
- ✓ 대중 관세 유예와 별개로 중국을 제외한 전세계 평균 관세율은 10%를 상회, 2020년 대비 3배 이상 높아지며 글로벌 교역 환경 위축
- ✓ 실제로 미국 실효 관세율이 급등한 뒤 전세계 대미 수출액은 6월말 기준 전년대비 2.8% 증가로 크게 둔화되며 보호무역 부작용 확인

미중 상호 관세가 유예됐으나 추가 인상 확률 高, 중국 외 국가 관세율도 상승



출처: USITC, Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

미국 실효 관세율이 급등하면서 전세계 대미 수출 증가율은 한 자릿수로 감소

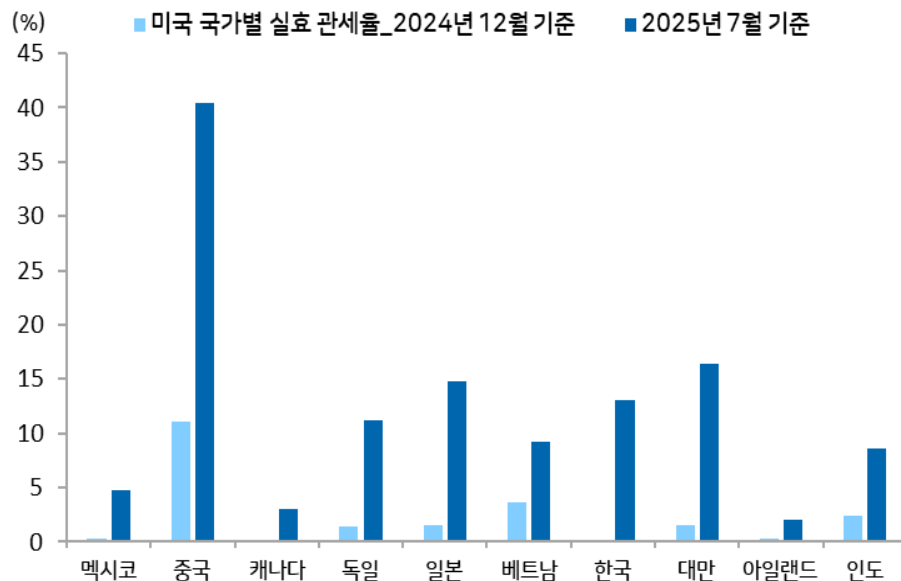


1. 미국 21세기형 경제적 고립주의 제도화 단계 진입, 탈세계화 리스크 클라이막스 진입

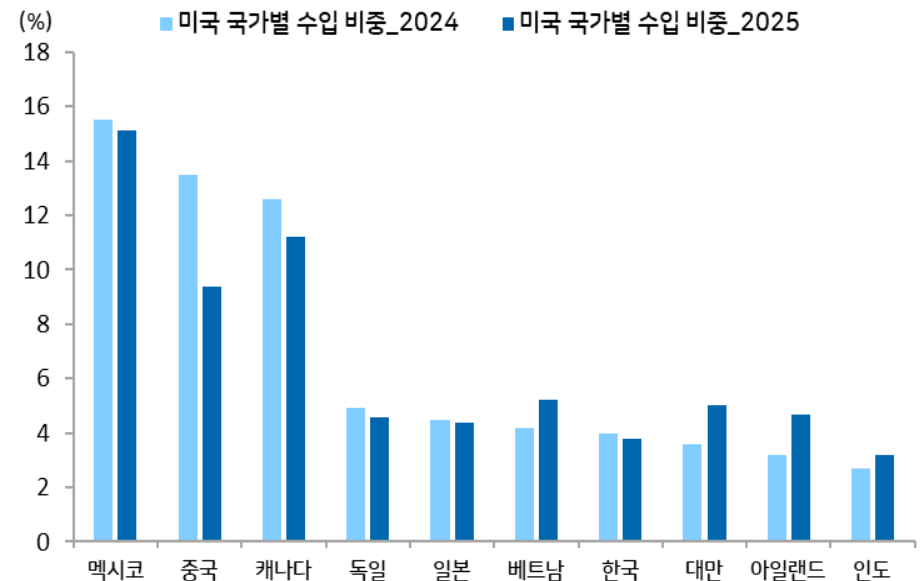
대중국 관세가 급등하면서 미국 중국산 제품 수입 감소, 일부 국가는 공급선 대체에 수혜

- ✓ 국가별 수입 관세율은 작년 12월 대비 대폭 상승했고 USMCA로 거의 무관세였던 멕시코, 캐나다와 FTA 체결 국가인 한국 관세 급등
- ✓ 중국은 10% 초반이었던 실효 관세가 트럼프 2기 출범 이후 관세인상 유예 조치에도 불구하고 40%까지 급등하며 수입 비중이 축소
- ✓ 베트남, 대만은 중국산 제품 고관세에 따른 공급망 다변화 영향에 관세 인상에도 불구하고 미국 전체 수입에서 차지하는 비중이 증가

미국 수입 비중 TOP 10 국가 실효 관세율은 작년 연말과 비교해 대폭 상승



미국 국가별 수입비중을 보면 중국산 수입 대폭 감소, 베트남과 대만은 수혜



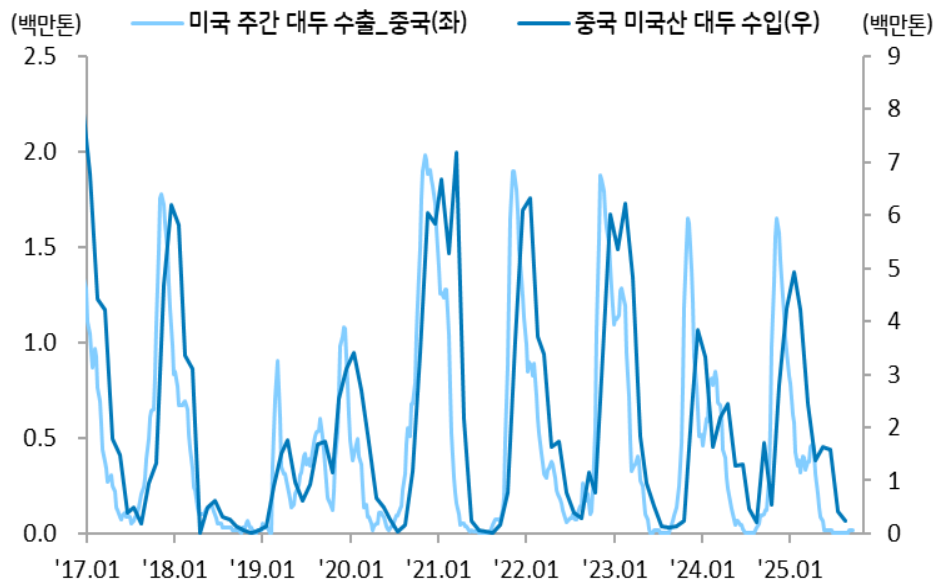
출처: USITC, Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부 / 주석: 대만 실효관세율은 USITC 공식 통계 부재로 뉴욕 연에서 추정된 수치를 인용해서 삽입

1. 미국 21세기형 경제적 고립주의 제도화 단계 진입, 탈세계화 리스크 클라이막스 진입

중국은 미국산 농산물 수입 중단, 희토류 수출통제를 활용한 트럼프 관세압박 대응 전략 유지

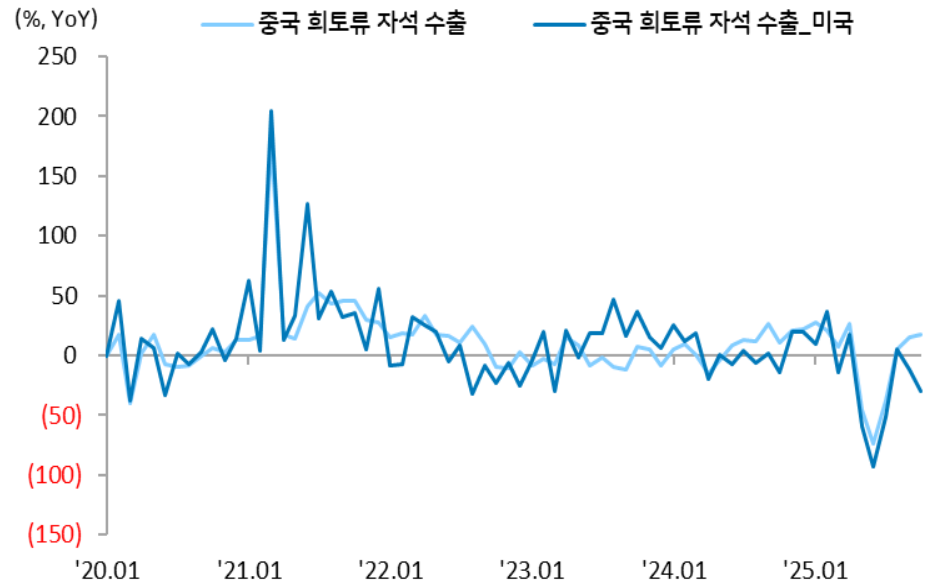
- ✓ 중국은 트럼프와 무역전쟁 1차전이 한창이던 2018년 미국산 대두 구입을 중단해 공화당 지지기반을 직접적으로 압박하며 대응
- ✓ 또한 전세계 희토류 생산에서 자국이 차지하는 비중이 높다는 점을 이용해 희토류 수출 허가제를 도입, 미국 고율 관세 전략에 보복
- ✓ 중국은 아르헨티나산 대두 수입을 늘리고, 희토류 수출 통제를 재도입하면서 미국의 노골적인 보호무역 조치에 맞대응 수위를 높여

중국은 올해 2018년처럼 미국산 대두 수입을 중단해 미국 관세인상에 보복



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

중국 희토류 수출 통제 이전 대미 희토류 자석 수출물량 전년대비 30% 급감

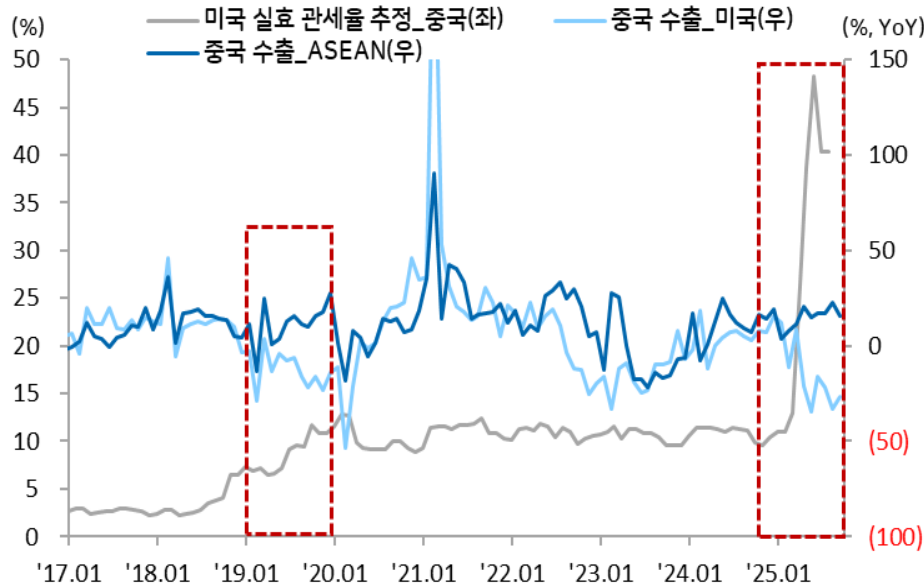


1. 미국 21세기형 경제적 고립주의 제도화 단계 진입, 탈세계화 리스크 클라이막스 진입

중국이 우회수출로 고관세를 회피하자 미국은 교역 대상국에 중국산 수입관세 인상 요구

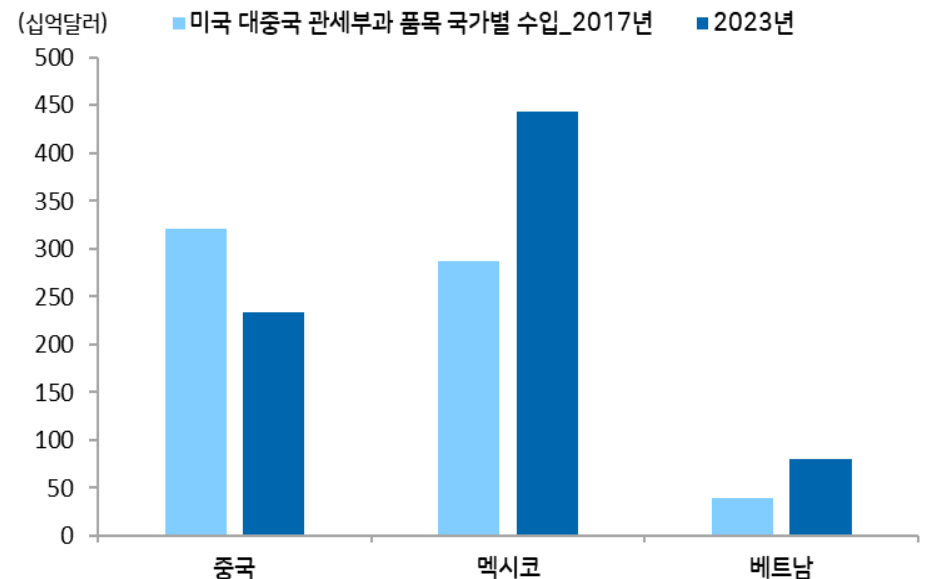
- ✓ 또한 중국은 트럼프가 부과한 고율 관세에 2019년처럼 미국향 수출을 줄이고 베트남을 비롯한 ASEAN 지역 우회수출을 통해 대응
- ✓ 미국은 동남아, 멕시코를 경유하는 중국 우회수출에 대해 인지하고 있으며 베트남, 멕시코 무역협상에서 중국 수입 관세 인상을 요구
- ✓ 베트남은 중국 우회수출 추가 40% 관세 부과 조항에 합의했고, 멕시코는 중국산 자동차 수입 관세 최대 50% 인상을 논의하고 있어

올해 중국은 2019년처럼 동남아를 경유한 대미 우회수출로 고관세에 대응 중



출처: USITC, 한국무역협회, Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

2017년 이후 301조 대중국 관세부과 품목 대미 직접수출 감소, 우회수출 증가

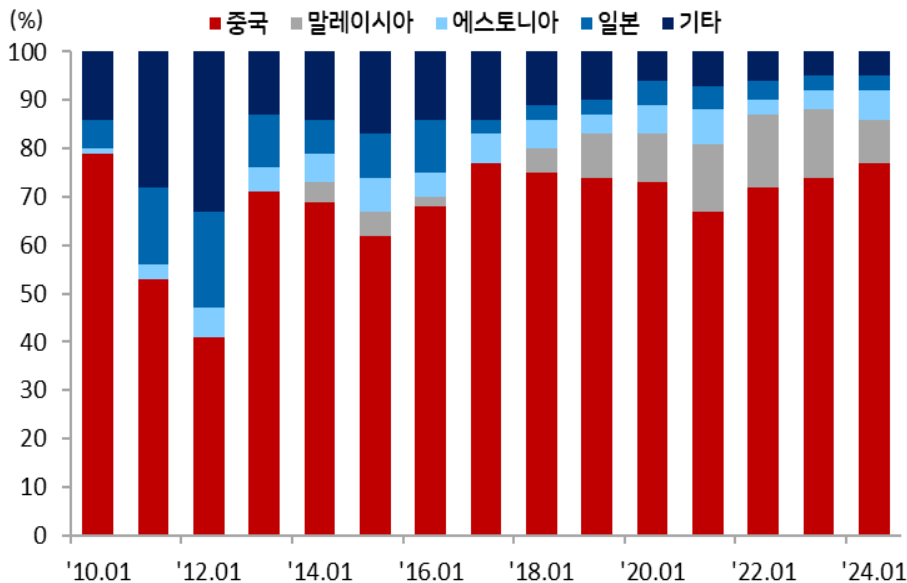


1. 미국 21세기형 경제적 고립주의 제도화 단계 진입, 탈세계화 리스크 클라이막스 진입

희토류를 비롯한 핵심광물 국내, 동맹국 투자 확대를 통해 중국산 광물 의존도 축소 병행

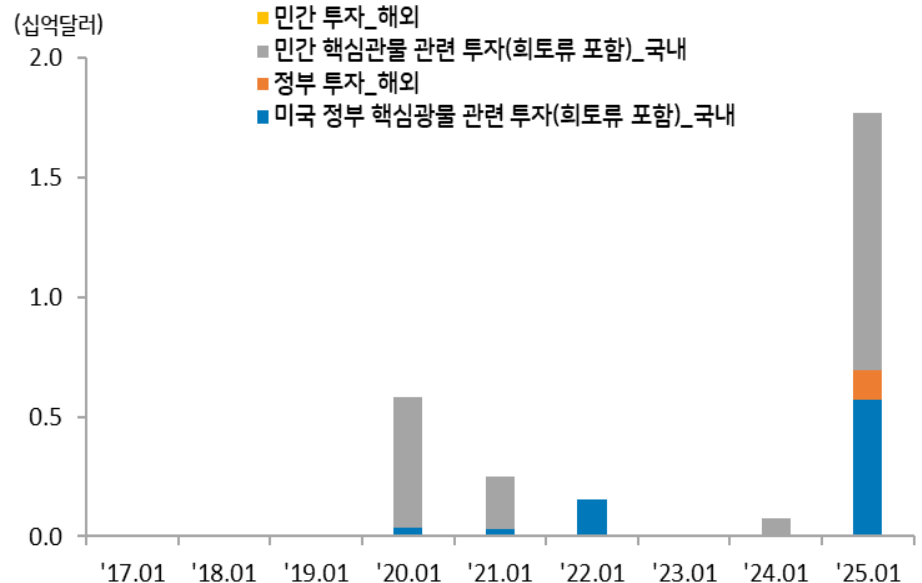
- ✓ 트럼프 1기 희토류 수출 통제를 경험한 이후 바이든과 트럼프 2기 행정부는 안정적인 광물자원 공급망 구성에 박차를 가하기 시작
- ✓ 미국 정부는 국내 핵심광물 정제, 분리 패키징 기업 투자를 확대하고 호주, 그린란드 등 주요국 희토류 프로젝트에 공동 투자를 추진
- ✓ 10월 말 트럼프는 호주 총리와 정상회담에서 핵심광물 & 희토류 공동투자 발표, 중국을 배제한 새로운 희토류 공급라인 확보에 집중

미국 희토류 수입에서 중국은 2020년 이후 평균 70% 중반 이상 비중을 차지



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

미국은 정부, 민간 투자를 확대해 희토류 포함 핵심광물 중국 의존도 축소 시도

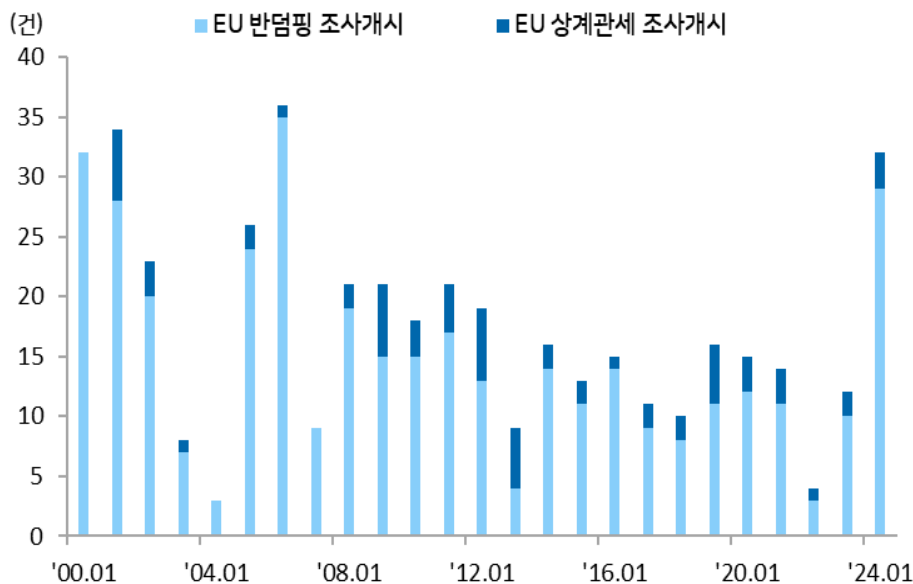


1. 미국 21세기형 경제적 고립주의 제도화 단계 진입, 탈세계화 리스크 클라이막스 진입

유럽연합도 전통 제조업 만성 불황, 기술혁신 열세 때문에 보호무역 대열에 합류하기 시작

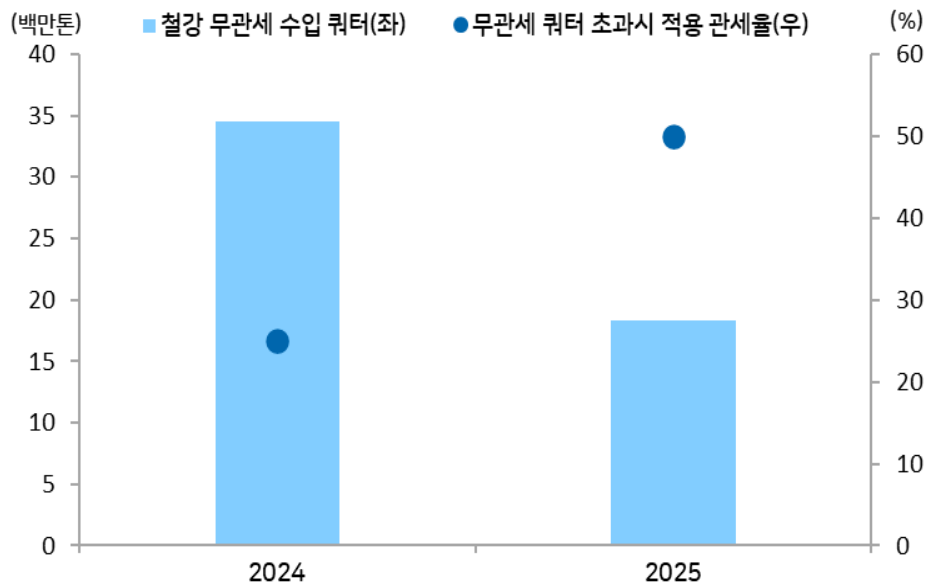
- ✓ EU도 'Buy European' 정책 도입에 박차를 가하고 있으며, 철강 무관세 수입 쿼터 축소, 공공조달 자국산 우선 정책 강화를 추진 중
- ✓ 유럽연합은 유럽 제조업 불황 장기화, 기술혁신에서 뒤쳐져 경쟁력이 약화됐다는 평가 속 작년 반덤핑, 상계관세 조사건수를 대폭 늘려
- ✓ 또한 트럼프 정책을 벤치마크해 철강 무관세 수입 쿼터를 축소하고, 유럽 기업에 공공조달 사업 수주 우선권을 부여하는 정책을 제안

EU 반덤핑, 상계관세 조사개시 건수 2024년에 2023년 대비 2배 이상 증가



출처: WTO, EU, 우리은행 외환시장운용부

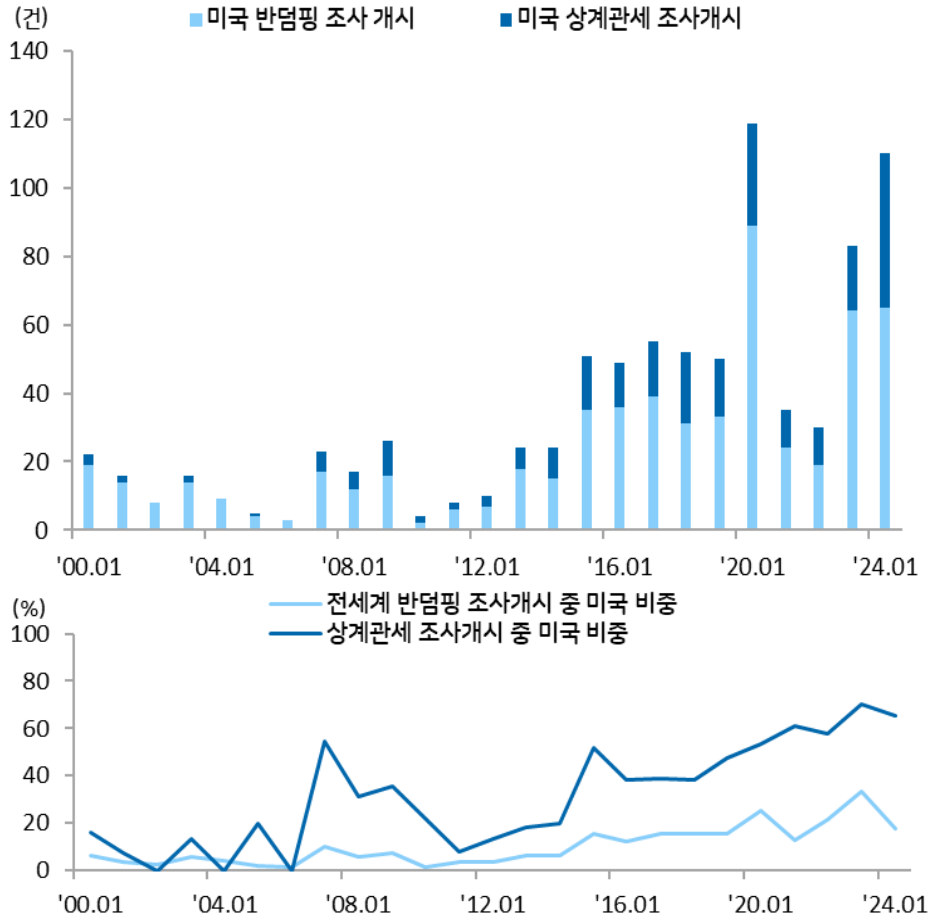
EU 철강 수입 쿼터 2024년 대비 절반으로 낮추고 50%로 관세 인상 계획



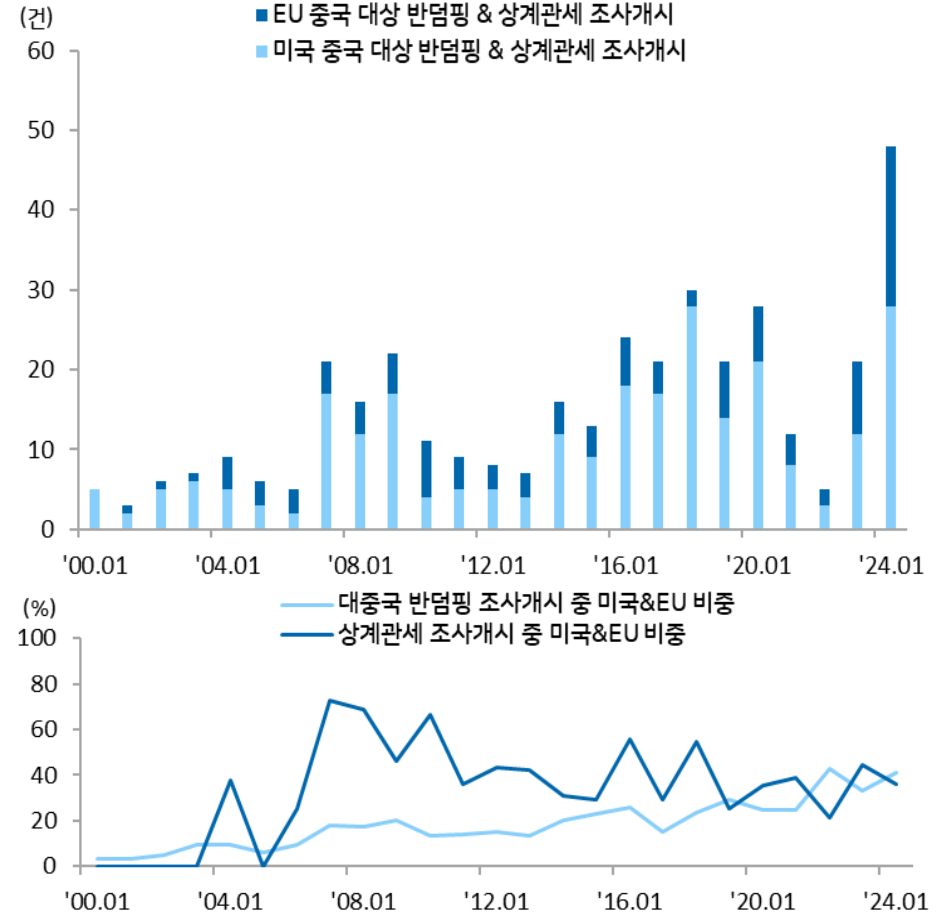
1. 미국 21세기형 경제적 고립주의 제도화 단계 진입, 탈세계화 리스크 클라이막스 진입

2010년대 글로벌 보호무역을 선도하는 미국 & 대중국 통상압박 수위를 높이는 미국 & EU

2010년대 미국 반덤핑 & 상계관세 조사 개시 건수 급증, 탈세계화 흐름을 상징



미국은 오바마 집권 말부터, EU는 팬데믹 이후부터 중국과 무역마찰 빈도 증가

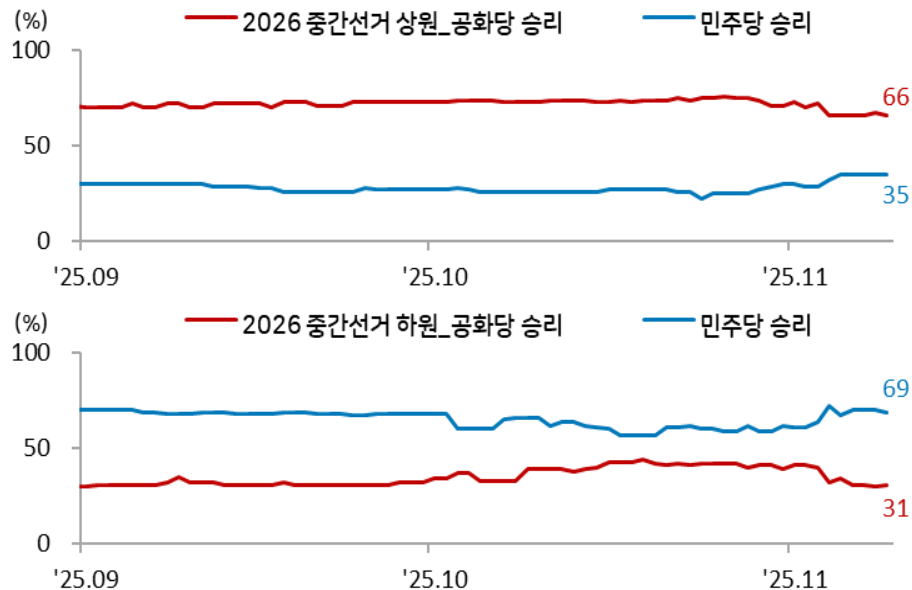


1. 미국 21세기형 경제적 고립주의 제도화 단계 진입, 탈세계화 리스크 클라이막스 진입

트럼프가 중간선거 전 지지층 결집을 위해 중국과 무역갈등을 키울 가능성을 배제할 수 없어

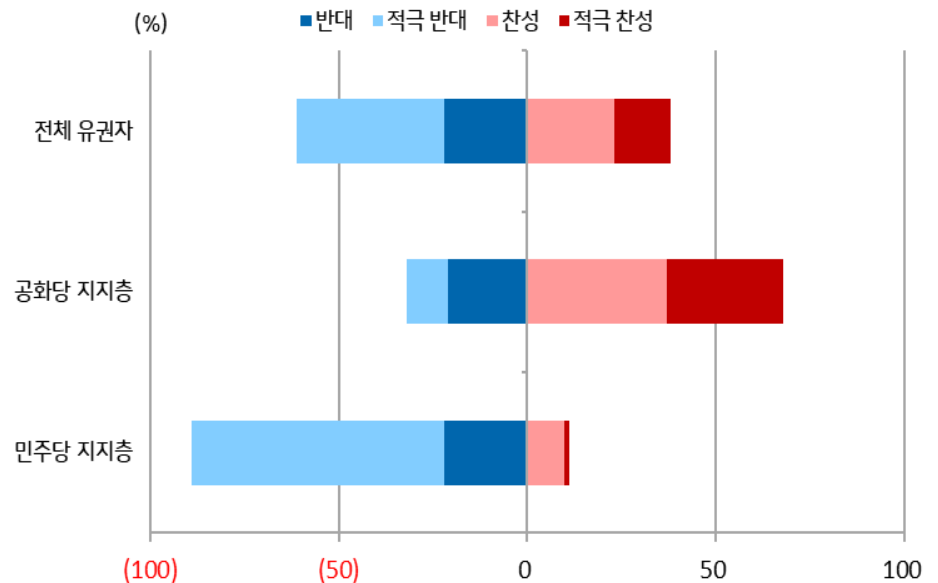
- ✓ 2026년 11월 예정된 미국 중간선거는 트럼프가 정치적 목적을 달성하기 위해 통상정책 불확실성을 인위적으로 키울 수 있는 변수
- ✓ 11월 주지사 선거에서 민주당이 승리했고, 내년 상하원 선거에서 민주당이 하원에서 공화당에 승리할 가능성이 높다는 것이 중론
- ✓ 공화당 지지층은 관세인상 등 트럼프 보호무역 정책을 결사반대하는 민주당 지지층과 달리 찬성한다는 응답 비중이 훨씬 더 높아

11월 주지사 선거 민주당 승리, 내년 중간선거 민주당 하원 장악 베팅 상승



출처: PEW Research, Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

미국 지지 정당별 트럼프 관세인상 찬반 조사, 공화당 지지층 관세에 우호적

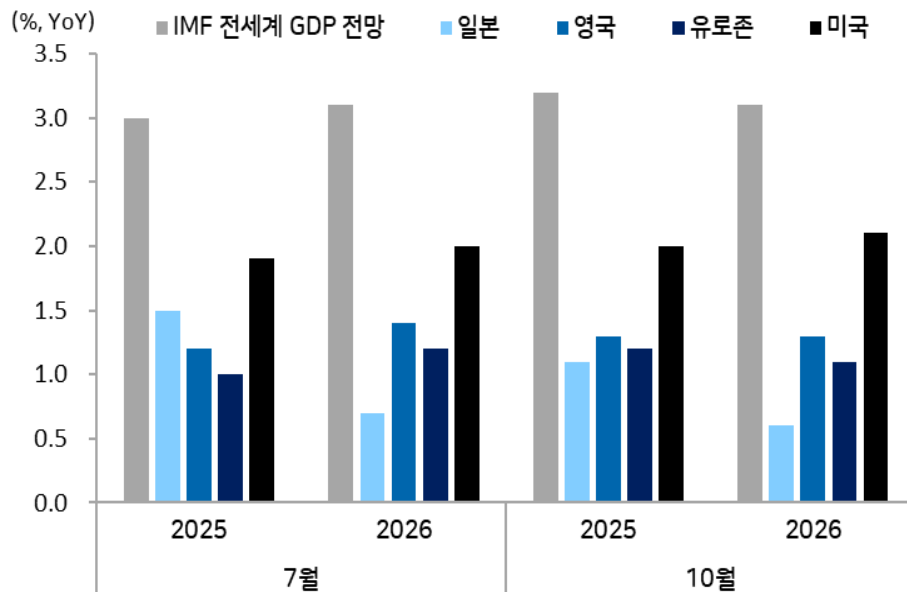


II. 성장 모멘텀 둔화 속 소방수 역할을 강요당하는 중앙은행, 구조적 유동성 공급 확대

IMF 2026년 경제전망은 기존과 동일, 일부 글로벌 교역 민감 국가들은 정상궤도로 복귀 예상

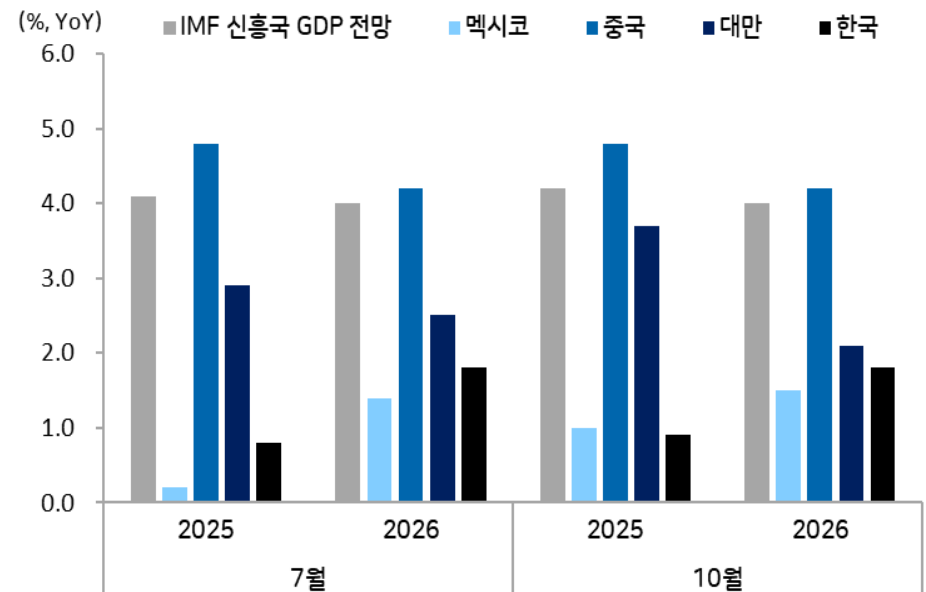
- ✓ IMF는 관세협상 타결 및 유예, 공급망 재편에 따른 주요 수출국 성장 회복, 달러 약세를 토대로 올해 전망은 상향, 2026년 전망은 유지
- ✓ 다만 경제전망 불확실성이 해소됐다고 보기 어려우며 관세 인상 대응 차원의 선제적 수입과 재고투자 효과가 컸다는 한계점을 지적
- ✓ 특히 글로벌 교역은 무역 분절화 지속에 2024년 3.5% 증가에서 평균 2.9% 증가에 그칠 것으로 예상하고, 경제전망 하방 위험으로 경고

IMF 10월 경제전망, 내년 전망은 종전 7월 전망과 대부분 유사한 수치를 발표



출처: IMF, 우리은행 외환시장운용부 / 주석: 대만 직전 경제전망은 4월 IMF WEO 전망치

신흥국, 글로벌 무역에 민감한 신흥국 경제전망도 대부분 정상궤도로 회복 전제

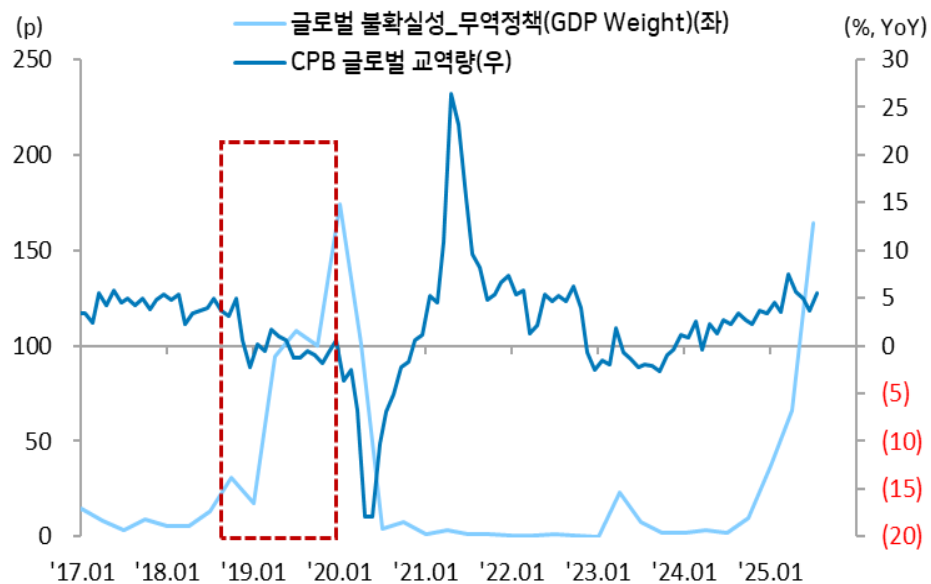


II. 성장 모멘텀 둔화 속 소방수 역할을 강요당하는 중앙은행, 구조적 유동성 공급 확대

탈세계화, 보호무역 강화는 교역활동을 위축시킬 뿐만 아니라 주요 제조업 수출국 경기에 악재

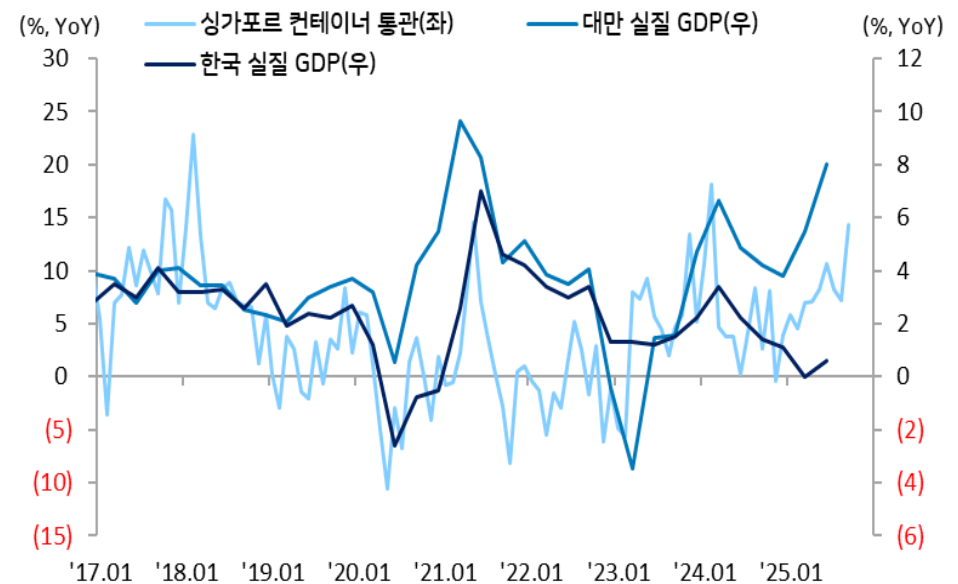
- ✓ 트럼프 1기 무역전쟁은 지금보다 미국의 통상압박이 다소 더디게 진행됐음에도 팬더믹 이전까지 교역량이 둔화되는 결과를 야기해
- ✓ 올 상반기는 선행적 재고투자로 교역량이 예상과 달리 증가했지만 통상정책 불확실성 확대 시 무역활동 위축 가능성을 배제할 수 없어
- ✓ 당행은 내년 상반기까지 보호무역이 전세계적으로 확산됨에 따라 한국, 대만 등 주요 제조업 수출국 경제가 타격을 입을 것으로 가정

트럼프 1기 무역정책 불확실성 확대 구간에서 글로벌 교역량 감소현상 확인



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

교역량 감소는 무역 의존도가 높은 한국, 대만 등 제조업 수출국 경제에 타격

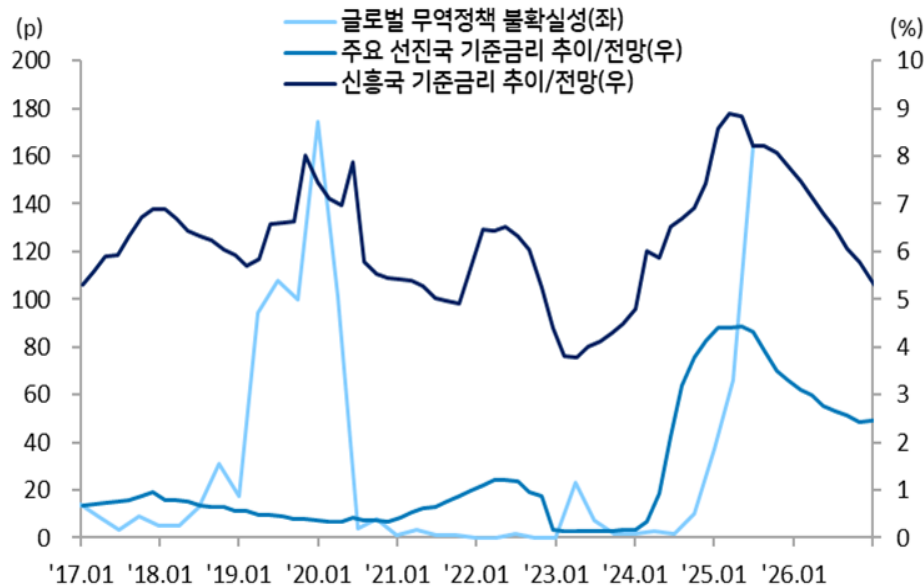


II. 성장 모멘텀 둔화 속 소방수 역할을 강요당하는 중앙은행, 구조적 유동성 공급 확대

보호무역 중심 통상정책이 유발할 경기 하방위험은 중앙은행 완화적 통화정책 확대를 압박

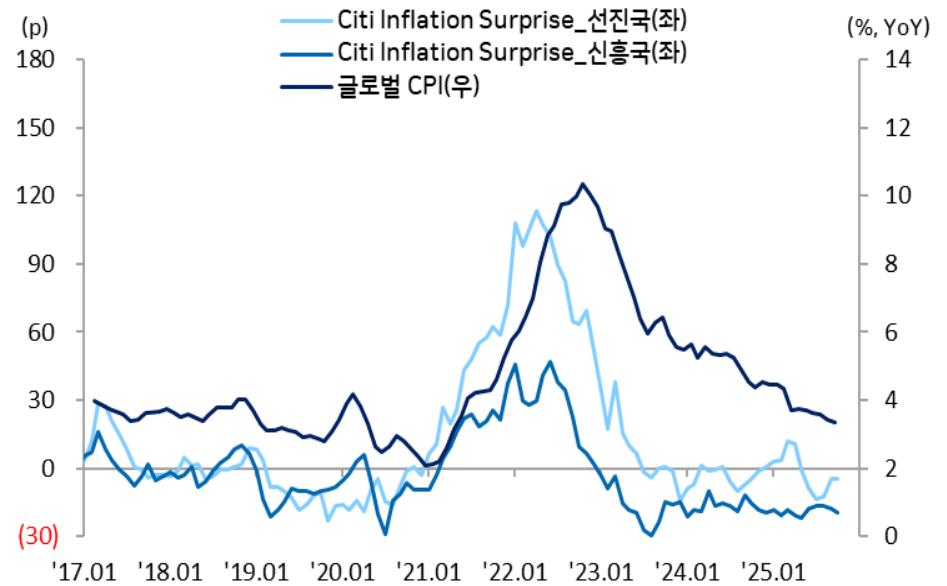
- ✓ 수출 의존도가 높은 신흥국은 미국을 중심으로 보호무역이 강화됨에 따라 경기부양을 위해 2026년 공격적인 금리인하를 단행할 전망
- ✓ 연준보다 한 발 앞서 금리를 낮췄던 유럽, 영국 등 주요 선진국도 정책 포커스가 물가에서 성장으로 이동하면서 추가 인하 가능성 高
- ✓ 관세인상發 인플레이션 우려에도 선진국, 신흥국 모두 물가 모멘텀이 하향 안정화 구간으로 접어들며 완화적 통화정책 여력을 확보

글로벌 교역 불확실성은 경기 하방위험을 키워 중앙은행에 금리인하를 압박



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

관세인상 불확실성에도 기저 인플레 압력 우하향, 완화적 통화정책 여력 충분

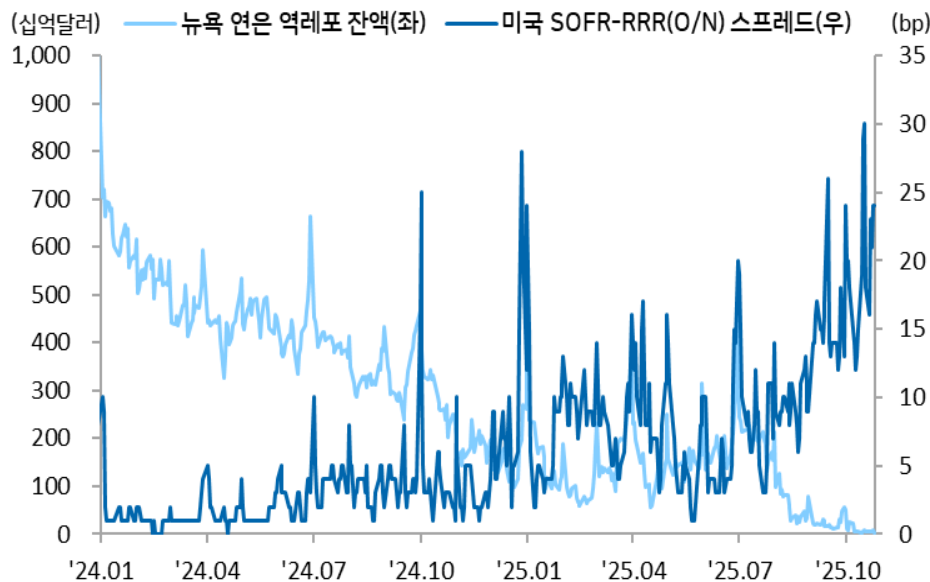


II. 성장 모멘텀 둔화 속 소방수 역할을 강요당하는 중앙은행, 구조적 유동성 공급 확대

한편 연준은 유동성 경보에 대응하기 위해 10월 금리인하 & QT 종료 선언, 12월 인하는 신중론 강조

- ✓ 금융시장 내 유동성 공급 여력을 측정하는 역레포 잔액이 대부분 소진된 상황에서 10월 들어 미국 단기 조달시장 유동성 경색 관찰
- ✓ 통상 자금수요가 몰리는 분기말 이후에도 연방정부 현금 조달 증가로 SOFR, 역레포 금리 스프레드는 우상향해 유동성 고갈을 경고
- ✓ 연준은 10월 FOMC에서 25bp 인하, 양적긴축 종료를 발표하며 선제적 대응에 나섰으나 12월 금리인하를 확신하는 시장 기대는 일축

역레포 잔액이 급감한 가운데 10월 미국 단기자금 조달시장 유동성 경색 신호



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

연방정부 현금조달이 대폭 증가해 시중 유동성을 대부분 흡수한 것으로 판단

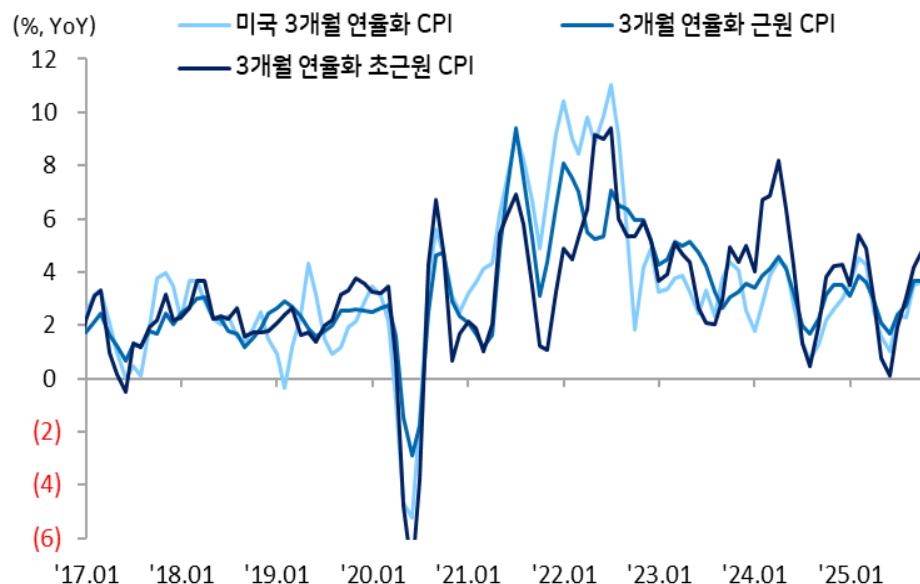


II. 성장 모멘텀 둔화 속 소방수 역할을 강요당하는 중앙은행, 구조적 유동성 공급 확대

내년 상반기 미국 금리인하는 조기, 선제적 대응보다 물가지표 추세를 확인하며 점진적 진행 예상

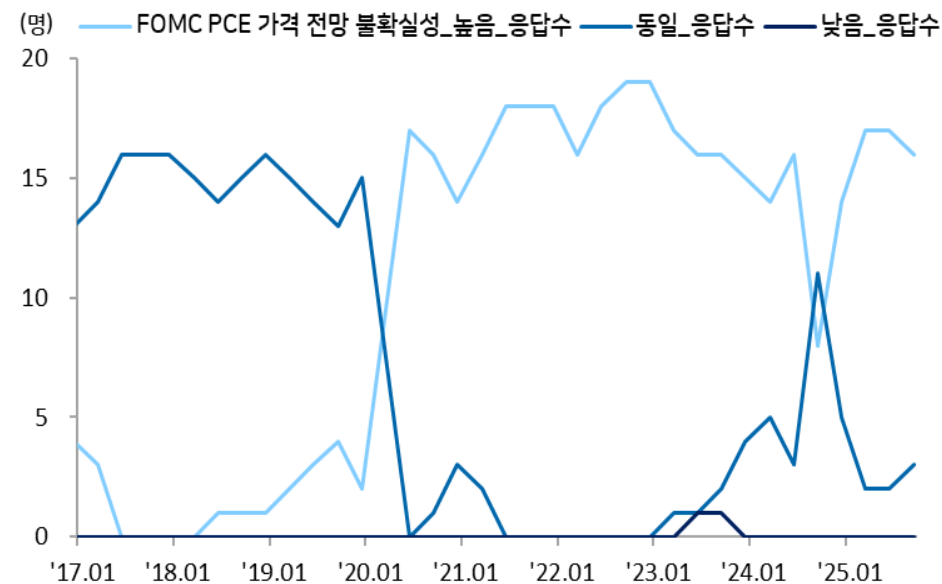
- ✓ 우리는 내년 3월, 6월 금리인하를 파월 체재 막판 통화정책 시나리오로 설정했으며 인플레 추세가 안정될 때까지 점진적 인하 전망
- ✓ 9월 CPI 예상 하회에도 3개월 연율화 소비자물가 3% 중반, 초근원 CPI는 4% 후반으로 높게 유지 단기적으로 물가 오름세는 꺾이지 않음
- ✓ 지난 2년간 계절적으로 물가 추이는 1분기에 정점을 찍고 둔화, 내년 3월 FOMC까지 높은 물가전망 불확실성이 유지될 확률이 높아

9월 CPI 예상치 하회에도 단기 인플레이션 추세는 2% 목표와 아직 괴리가 커



출처: Federal Reserve, Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

높은 연준 물가전망 불확실성으로 빠른 속도의 금리인하를 기대하기는 어려워

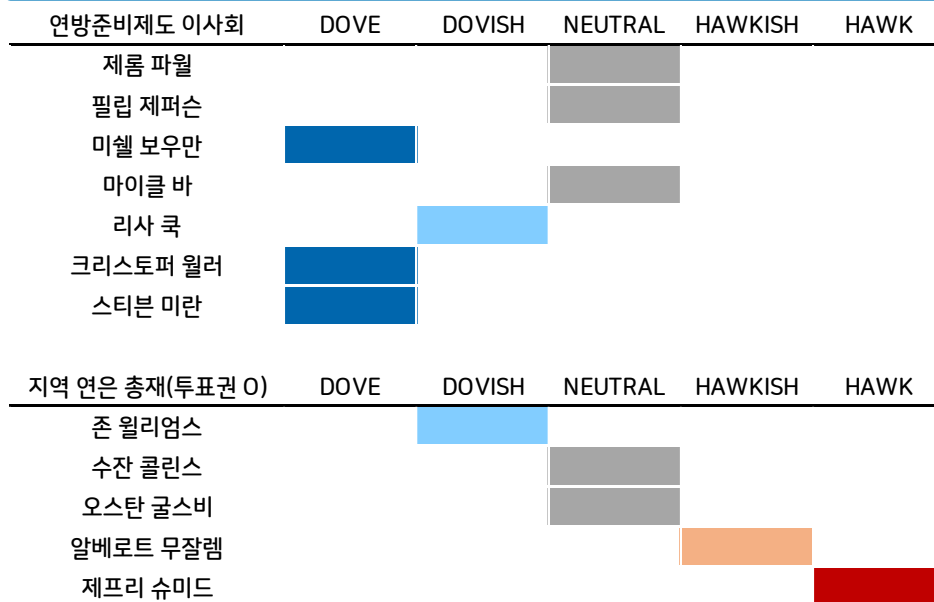


II. 성장 모멘텀 둔화 속 소방수 역할을 강요당하는 중앙은행, 구조적 유동성 공급 확대

2026 FOMC 구성 멤버는 비둘기가 우세하지만 물가 안정을 중시하는 중도 성향이 캐스팅 보트

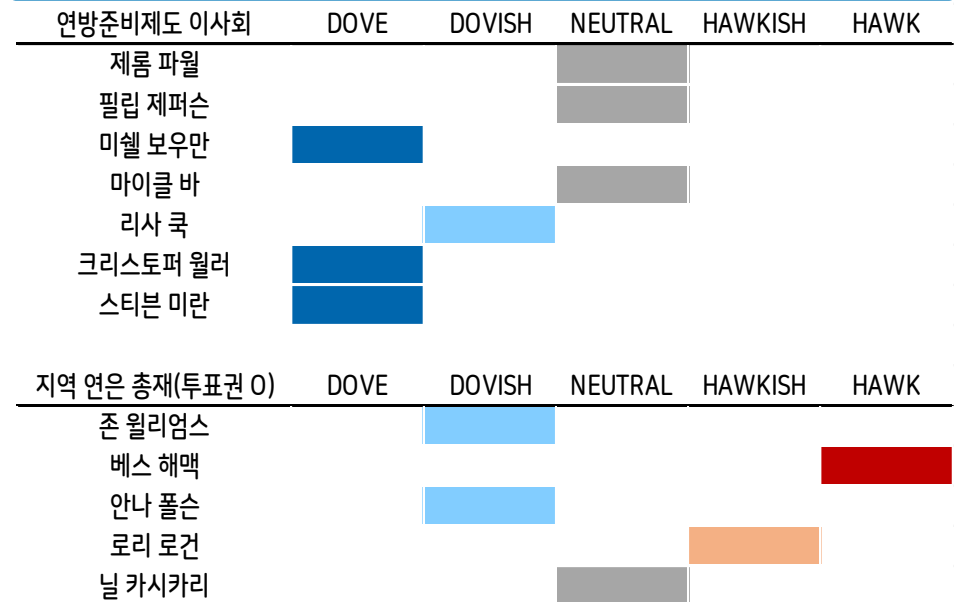
- ✓ 2026년 FOMC 투표권을 보유한 연준 이사, 지역 연은 총재 성향은 올해보다 비둘기 성향이 우세하나 4명 중도 위원 결정이 키포인트
- ✓ 9월 의사록은 다수가 인플레 상방 위험을 지적했다고 밝혔고, 비둘기로 분류된 폴슨 필라델피아 연은 총재도 물가안정 목표 달성 강조
- ✓ 파월 임기가 종료되는 5월까지 중도 성향이 물가안정에 주목해 점진적 인하를 이어가겠으며, 신임 의장 취임 후 인하 폭, 속도 확대 예상

2025년 9월 FOMC 기준 연준 이사회, 투표권을 지닌 지역 연은 총재 성향



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

9월 FOMC 기준 2026년 투표권을 지닌 연준 이사회 & 지역 연은 총재 성향

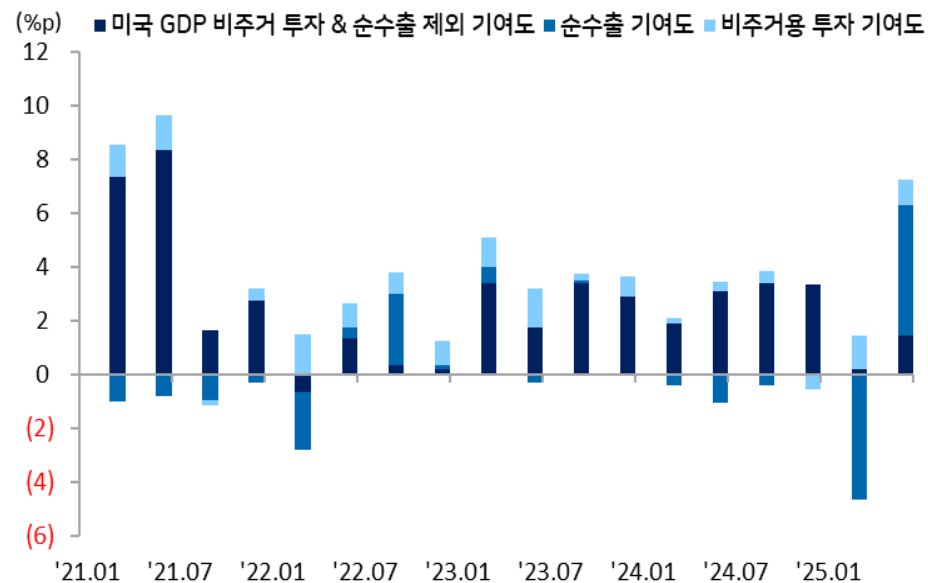


II. 성장 모멘텀 둔화 속 소방수 역할을 강요당하는 중앙은행, 구조적 유동성 공급 확대

AI 데이터센터, 전력 및 인프라 투자는 2026년에도 미국 성장, 연준의 점진적 금리인하를 지지

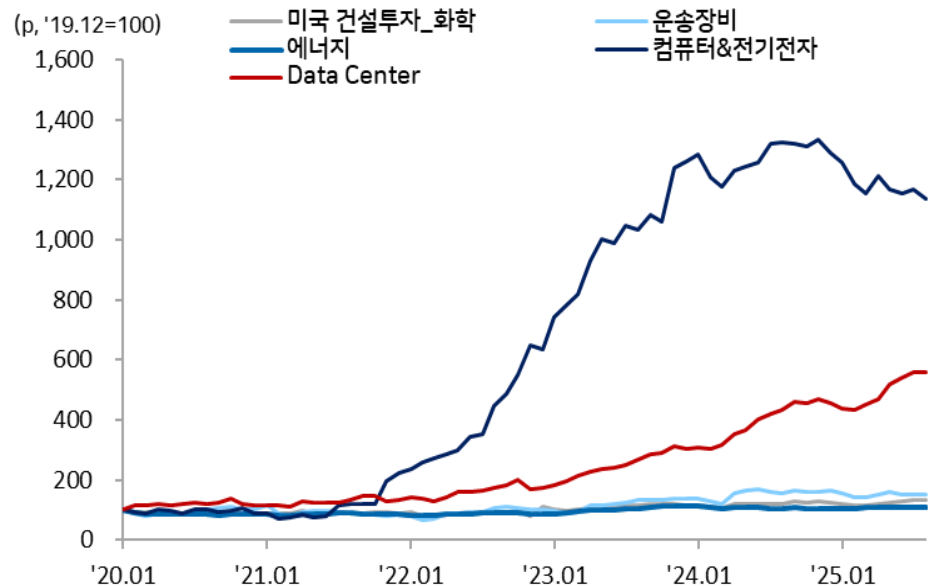
- ✓ 데이터센터 중심 민간 AI 투자 붐은 2026년 미국 경기 회복을 전담하면서 연준에게 정책대응을 서두르지 않아도 된다는 명분을 부여
- ✓ 일각에서 상반기 AI 투자 GDP 성장 기여도를 1% 초반으로 평가하고, AI 투자 제외 시 미국 경제가 0% 성장에 그쳤다는 주장을 제기
- ✓ 물론 특정 항목에 편중된 성장은 리스크가 크지만 전력, 인프라 투자까지 수반될 경우 내년 미국 경기에 호재로 작용할 것이란 의견이 다수

미국은 순수출 기저효과, AI 투자 제외 시 성장 개선이 부재하다는 지적 증가



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

2022~2024년 반도체 위주 민간투자처럼 AI 투자 수요가 성장을 견인하는 중

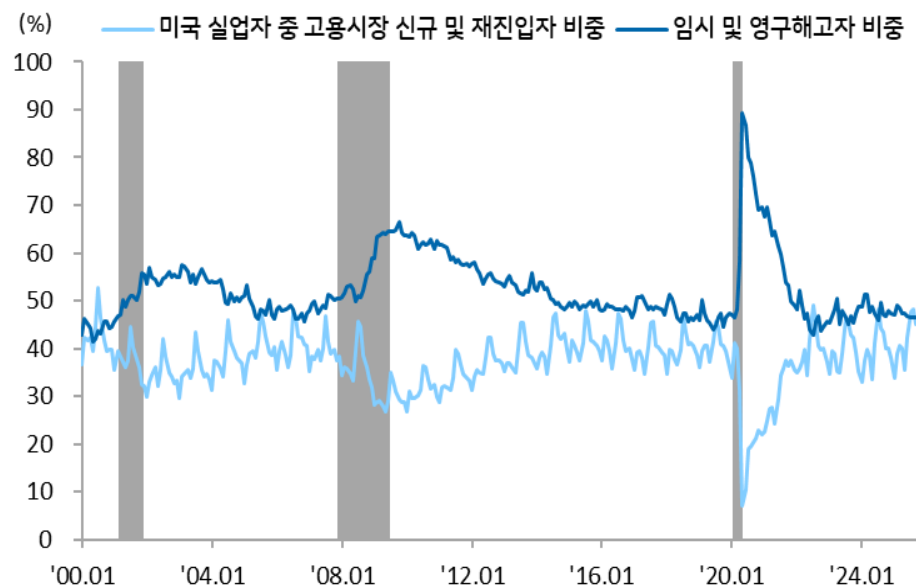


II. 성장 모멘텀 둔화 속 소방수 역할을 강요당하는 중앙은행, 구조적 유동성 공급 확대

미국 고용지표 양적성장 둔화와 별개로 경기 침체를 의심할만한 실업 관련 데이터도 부재한 상황

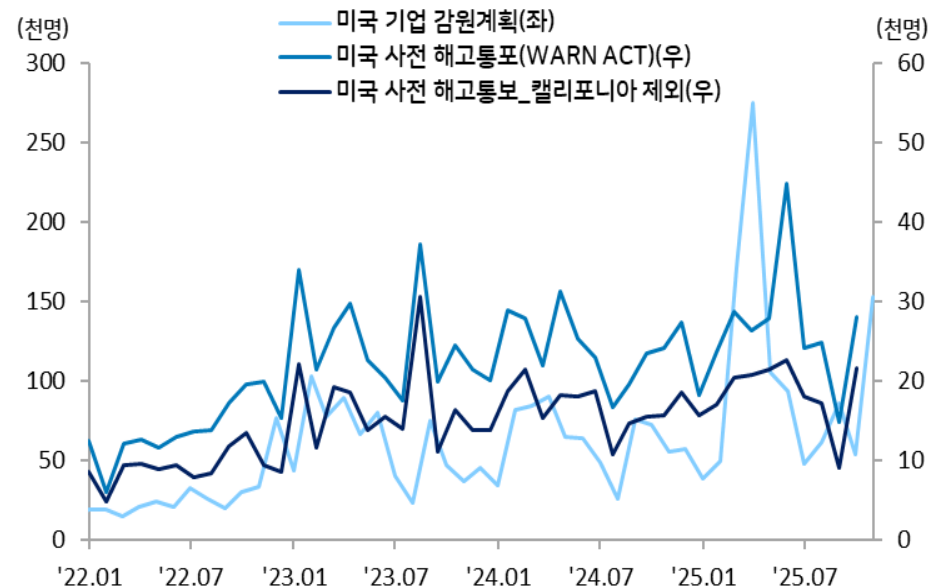
- ✓ 또한 연준이 고용둔화 신호를 경계하는 상황에서 노동력 수급 동반 감소, 안정적인 실업 지표를 고려하면 정책 대응이 시급한 상황은 아님
- ✓ 미국 실업자 중 임시, 영구해고자 비중은 8월 기준 47%로 소폭 하락하며 2000년대 중후반과 유사한 고용침체 가능성이 없음을 시사
- ✓ 연방정부 섯다운으로 단기적인 통계 공백이 발생했지만 기업 감원계획, 사전 해고통보를 봤을 때 대규모 해고가 발생할 확률은 높지 않아

미국 실업자 통계에서 임시, 영구해고자 비중은 상승 징후 없이 우하향 유지



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

10월 기업 감원 계획 시 도입 여파로 증가, 고용 침체를 우려할 수준은 아냐

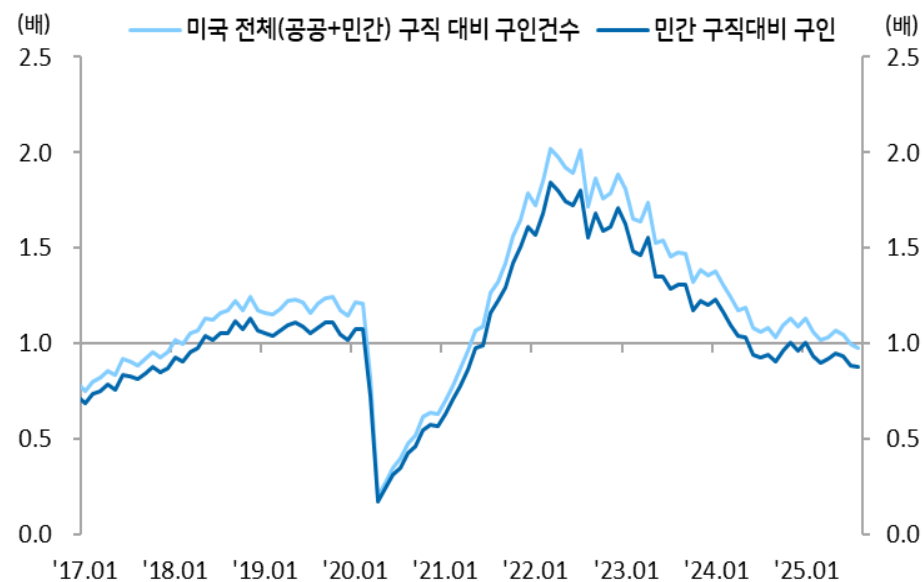


II. 성장 모멘텀 둔화 속 소방수 역할을 강요당하는 중앙은행, 구조적 유동성 공급 확대

6월 FOMC부터는 노동력 수요 감소가 두드러지면서 연준 금리인하가 가속화될 경우의 수를 염두

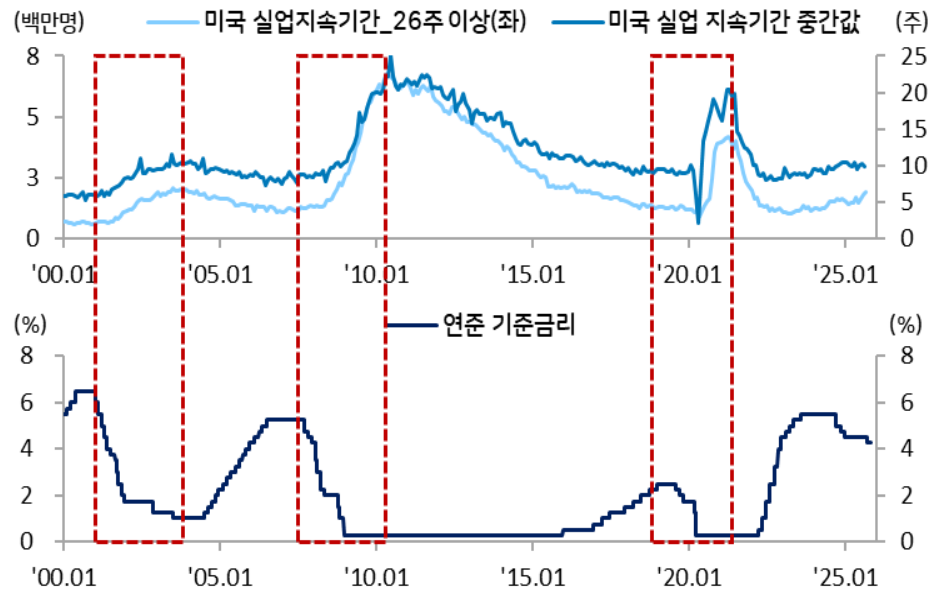
- ✓ 트럼프 2기 고용시장 분석에서 가장 큰 화두는 이민 감소에 따른 노동력 공급 축소, 경제 불확실성 확대에 따른 기업 인력 수요 둔화
- ✓ 아직 구직자 1명 당 일자리가 공공, 민간을 합쳐 1개가 유지되고 있지만 내년 상반기는 인력 수요 감소로 1배를 하회할 확률이 높아
- ✓ 또한 미니애폴리스 연에서도 경고했듯이 장기실업자 증가에 따른 실업 지속기간 장기화는 향후 더 많은 금리인하를 압박하는 요인

노동력 수요 둔화가 공급 감소보다 앞서가는 중, 신규고용 둔화 신호는 명확



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

27주 이상 장기실업 증가, 실업 지속기간 중간값 상승 시 연준 금리인하 가속

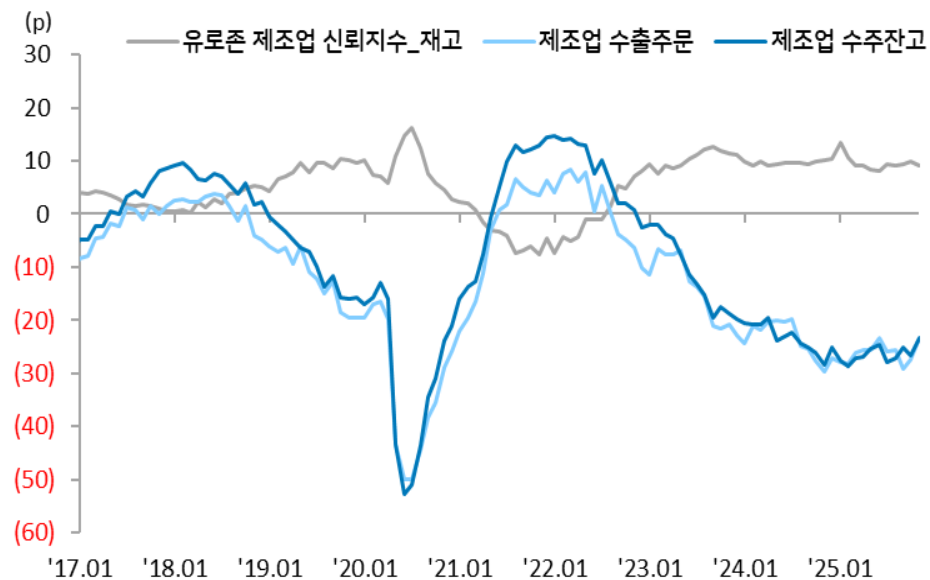


II. 성장 모멘텀 둔화 속 소방수 역할을 강요당하는 중앙은행, 구조적 유동성 공급 확대

ECB는 유로존 제조업 L자형 불황, 대미 & 대중 수출 급락 장기화로 내년 상반기 추가 금리인하 예상

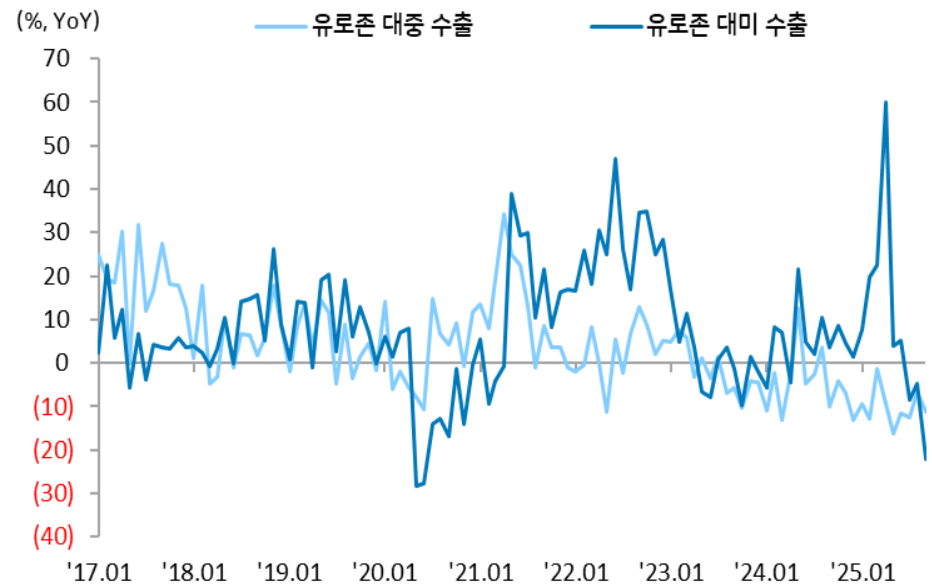
- ✓ ECB는 선제적 금리인하로 대응해 왔으나 유로존 제조업 반등 신호 부재, 대외 수요 급감 등을 고려했을 때 추가 정책 대응이 필요해
- ✓ 제조업 수요를 가늠하는 수출 주문과 수주잔고는 2017년 이후 가장 낮은 수준에서 벗어나지 못했고 재고도 꾸준히 증가하는 상황
- ✓ 1분기 미국 기업 선제적 재고투자로 급증했던 대미수출도 두 자리 수감소를 기록, 유럽 제조업에 중요한 중국발 대외수요도 하락세

유로존 제조업은 신규수주 감소, 재고 증가로 시작된 L자형 불황이 장기화



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

1분기 GDP 서프라이즈 주역이었던 대미 수출 급락, 중국발 수요 부진도 지속

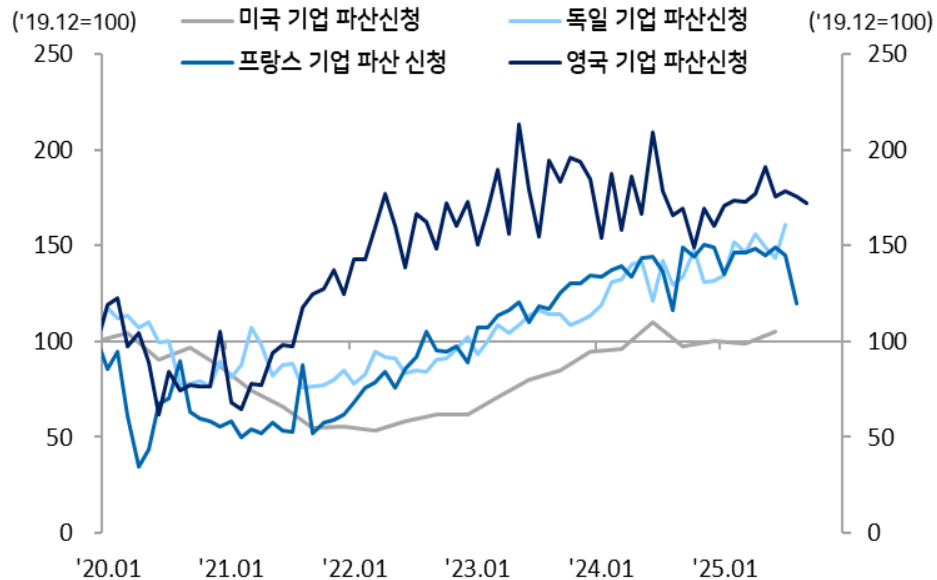


II. 성장 모멘텀 둔화 속 소방수 역할을 강요당하는 중앙은행, 구조적 유동성 공급 확대

독일을 중심으로 증가하고 있는 유럽 기업 파산, 고용시장 부진도 금리인하를 압박하는 또 다른 요인

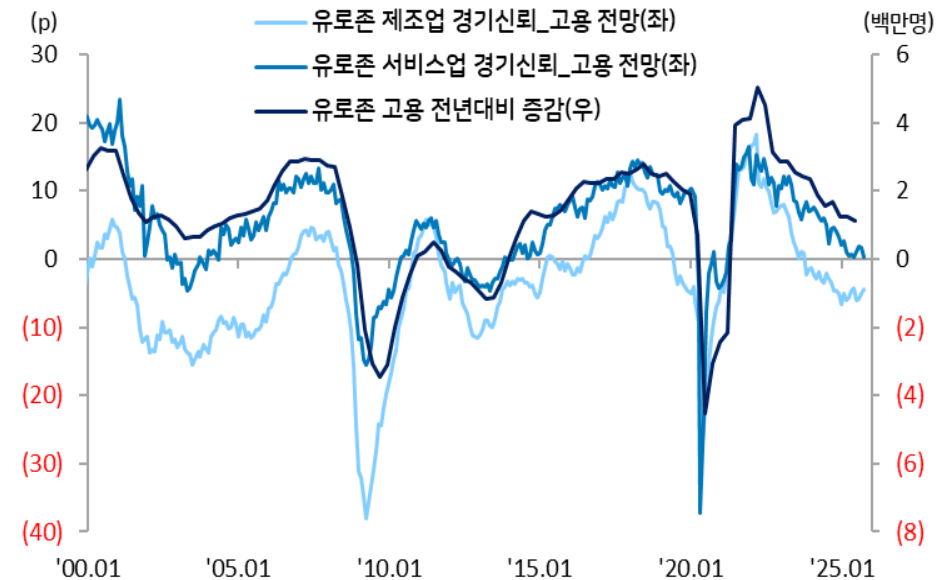
- ✓ 올해 유로존 성장 회복을 낙관한 시장 전망과 다르게 기업 파산건수는 독일을 중심으로 계속 증가하고 있으며 고용도 정체된 상황
- ✓ 독일 1~7월 기업 파산신청은 14,206건으로 작년 동일 기간과 비교해 12.4% 급증했고, 상반기만 놓고 보면 10년내 최고치를 기록
- ✓ 실업률은 안정적인 수준을 유지 중이지만 제조업 고용은 장기 부진, 서비스업 고용도 '정체에 가까운 증가'라는 부정적 평가를 받아

유럽 제조업 대국인 독일은 기업 파산 증가, 전년동기(YTD) 대비 12.4% 급증



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

유로존 고용도 기업 구인 의사가 약화됨에 따라 정체에 가까운 증가에 그쳐

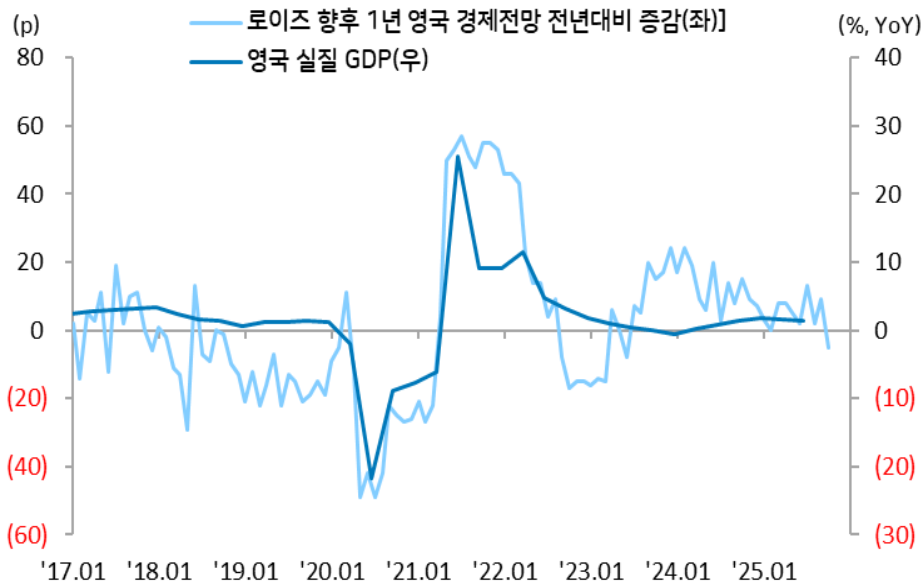


II. 성장 모멘텀 둔화 속 소방수 역할을 강요당하는 중앙은행, 구조적 유동성 공급 확대

영국도 민간 수요 감소에 다른 성장 모멘텀 부진에 상반기 중 BOE 2회 추가 인하 가능성이 높아

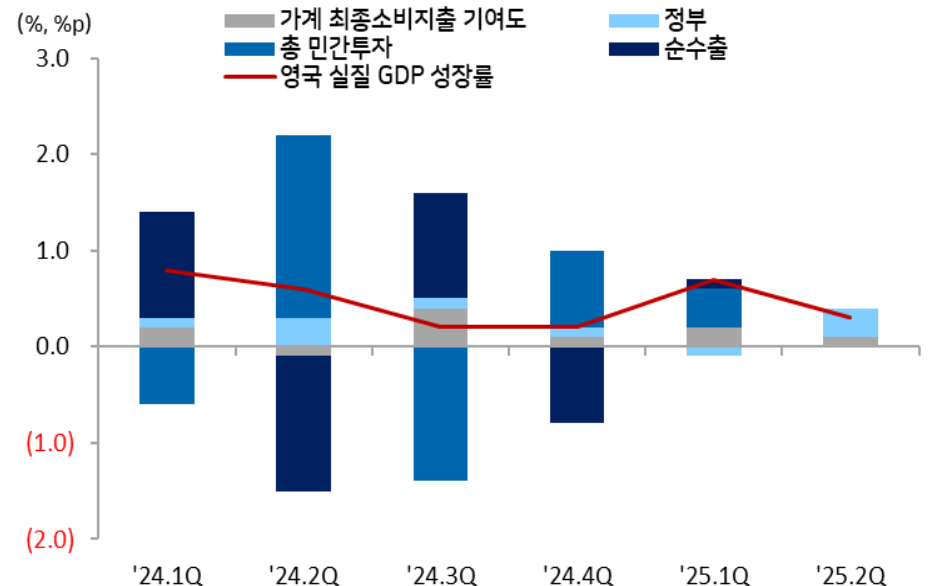
- ✓ 영국 상반기 성장은 전분기대비 0.7%, 0.3%로 양호한 모습을 나타냈으나 민간투자 정체, 가계소비 둔화를 확인하며 모멘텀 약화
- ✓ 낙관적인 경제 전망도 9월을 기점으로 마이너스 구간으로 하락하면서 하반기 영국 성장 부진 가능성을 암시하고 있다는 점에 주목
- ✓ 특히 2분기 GDP는 정부 지출이 없었다면 1분기 대비 성장률이 제로까지 떨어질 수 있었기 때문에 BOE 추가 금리인하 필요성이 높아

영국 상반기 성장은 양호했지만 9월 향후 경제전망이 예상보다 크게 하락



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

올해 2분기 성장은 민간투자가 정체됐고 가계 소비도 둔화, 정부지출만 증가

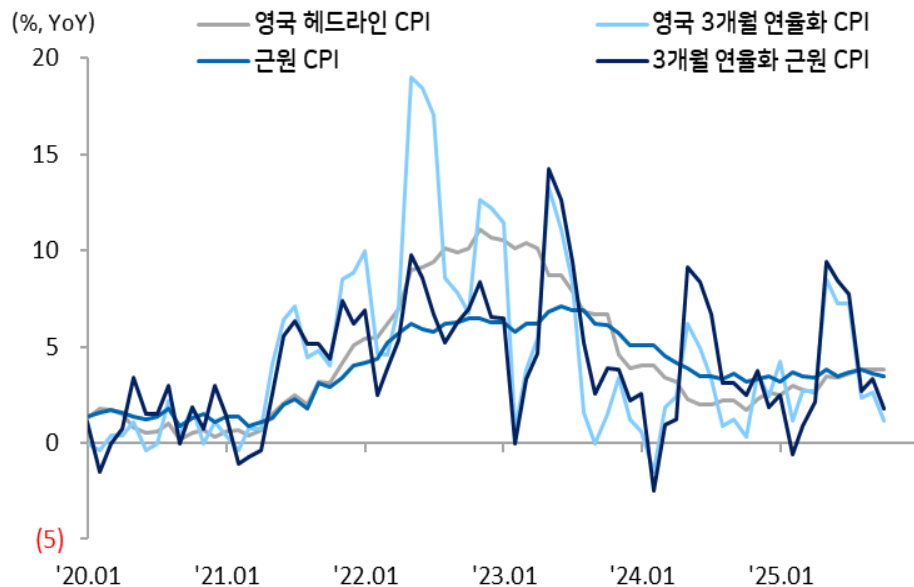


II. 성장 모멘텀 둔화 속 소방수 역할을 강요당하는 중앙은행, 구조적 유동성 공급 확대

3%대 물가 상승은 부담으로 다가올 수 있지만 인플레이 추세 하락으로 BOE 상반기 2회 인하 프라이싱

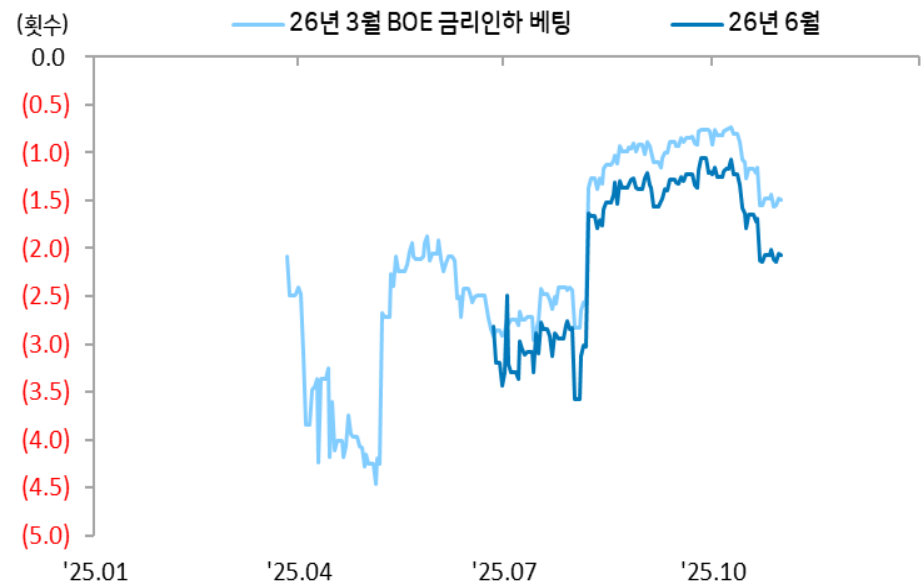
- ✓ 다만 3% 중후반대 헤드라인, 근원 물가 상승은 BOE 금리인하 결정을 주저하는 변수가 될 수 있으나 단기 물가 추이에 주목할 필요
- ✓ 9월 영국 3개월 연율화 헤드라인, 근원 CPI는 각각 1% 초반, 1% 후반 상승에 불과하기 때문에 물가 안정 기조는 유효하다고 판단
- ✓ 시장도 서비스업 선방과 대비되는 제조업 부진, 성장 모멘텀 둔화를 근거로 내년 상반기 BOE 2회 금리인하를 이미 가격에 반영 중

영국 CPI는 3% 중후반 상승을 기록했으나 단기 추세는 1%대 상승에 그쳐



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

BOE 통화정책 컨센서스도 내년 6월까지 2회 추가 인하를 가격에 반영 완료

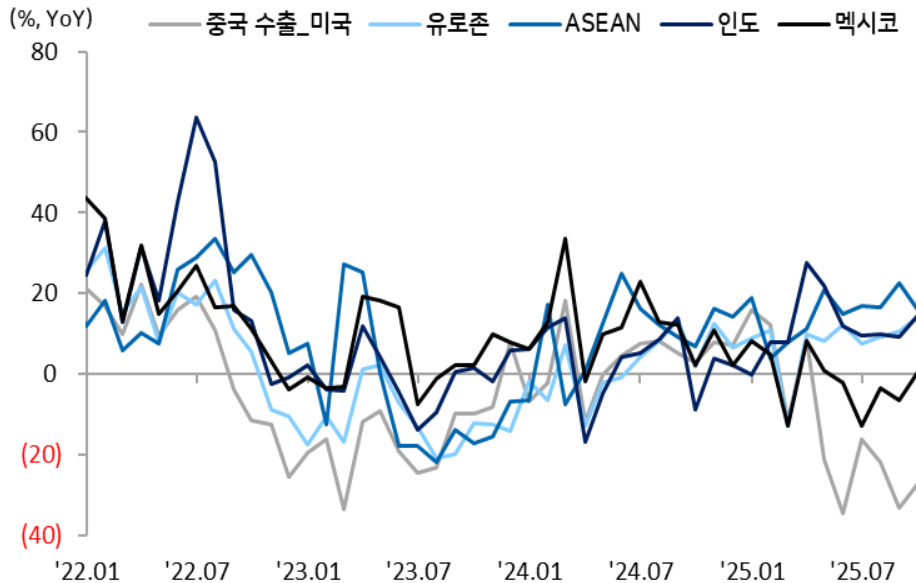


II. 성장 모멘텀 둔화 속 소방수 역할을 강요당하는 중앙은행, 구조적 유동성 공급 확대

중국인 예상 밖 수출 호조에도 정책 지원 효과 소멸로 역내 소비 회복이 기대 이하의 성적을 기록

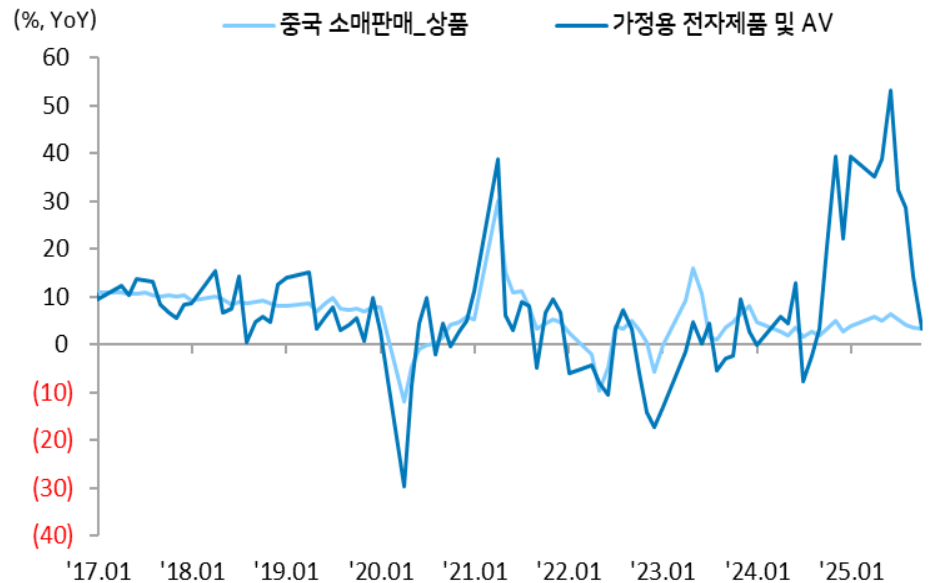
- ✓ 올해 중국은 예상과 달리 대EU 수출과 ASEAN, 인도, 멕시코 등 대미 우회수출이 크게 늘었으나 당초 목표로 했던 내수 회복은 부진
- ✓ 유럽향 수출은 유럽의회 중국 전기차 기술이전 강제, 보호무역 조치 강화 등에 비춰봤을 때 지속 여부가 불투명하다는 한계가 존재
- ✓ 10월 연휴에 국내 여행객, 지출 총액은 증가했지만 1인당 지출 규모는 1,000위안을 하회해 3년래 최저치를 기록했고, 소매판매도 부진

중국 대미 직접 수출 급감 vs 대EU 수출 10%대 증가 vs 우회수출 대폭 증가



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

전자제품 판매 역기저 효과로 증가폭 축소, 상품 구매도 3% 초반 증가에 그쳐

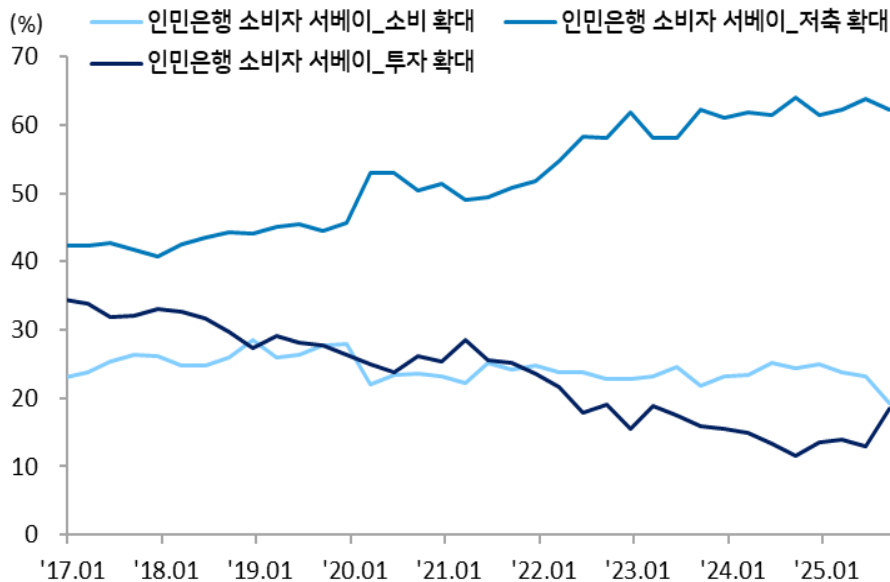


II. 성장 모멘텀 둔화 속 소방수 역할을 강요당하는 중앙은행, 구조적 유동성 공급 확대

인민은행 소비자 서베이에서 투자를 늘리겠다는 응답은 늘어났지만 지출 확대 비중은 큰 폭 감소

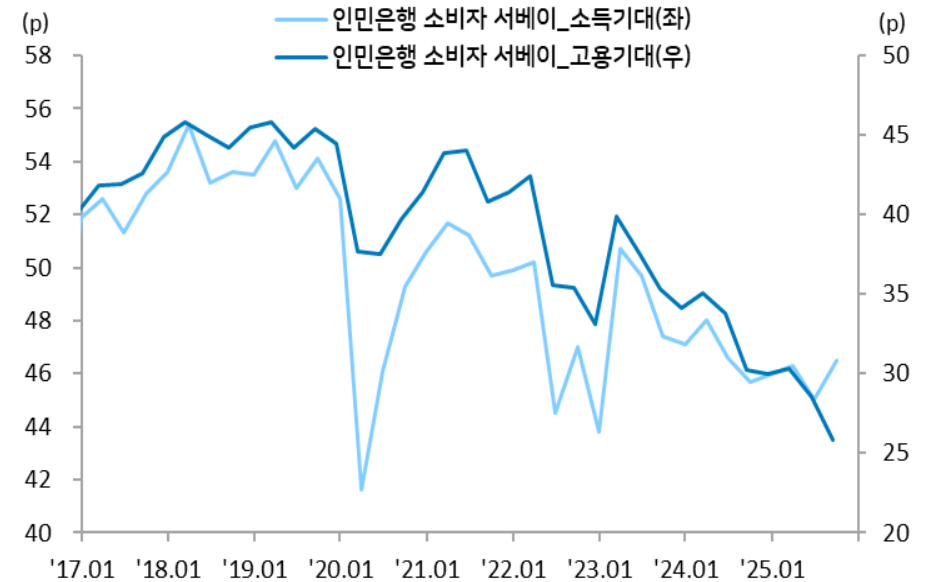
- ✓ 중국 정부가 내수를 촉진하기 위해 노력하고 있음에도 가계는 팬더믹 이전보다 저축을 많이 하고, 소비는 절제하는 패턴을 유지 중
- ✓ 인민은행 3분기 소비자 서베이에서 투자 확대 비중은 증가했지만 높은 저축률 때문에 구매의사는 2015년 2분기 이후 최저치를 기록
- ✓ 우리는 중국 가계의 높은 저축률, 소비 지출 최소화 원인 중 하나로 낮은 소득 증가 기대치, 고용안정성에 대한 부정적인 평가를 꼽아

중국 소비자는 부동산 투자 의사가 반등했지만 소비 확대 응답 비중은 감소해



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

가계 구매의사 부진은 고용안정성과 소득 기대치가 낮은 영향이 크다는 분석

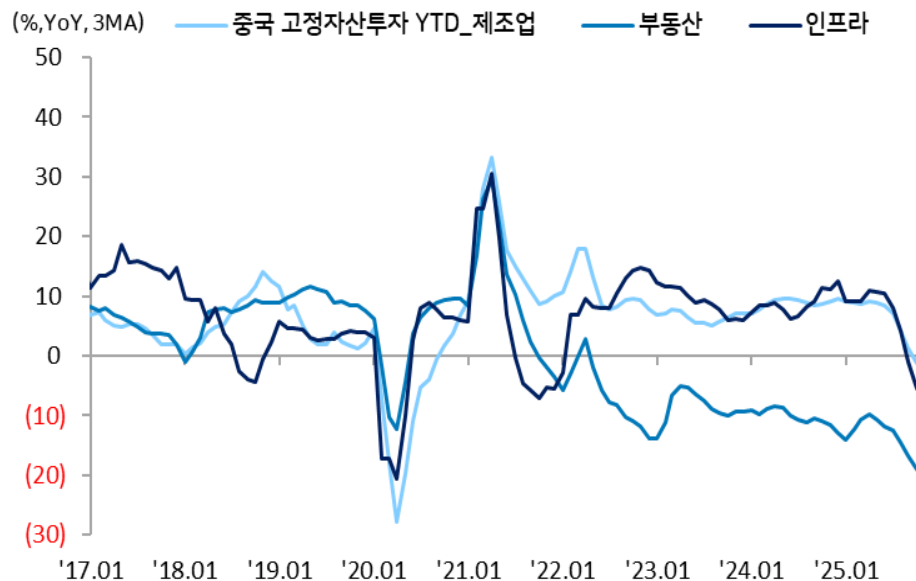


II. 성장 모멘텀 둔화 속 소방수 역할을 강요당하는 중앙은행, 구조적 유동성 공급 확대

중국 주요 경제성장 동력으로 꼽는 투자활동 위축도 PBOC 금리인하 필요성을 상기하는 변수

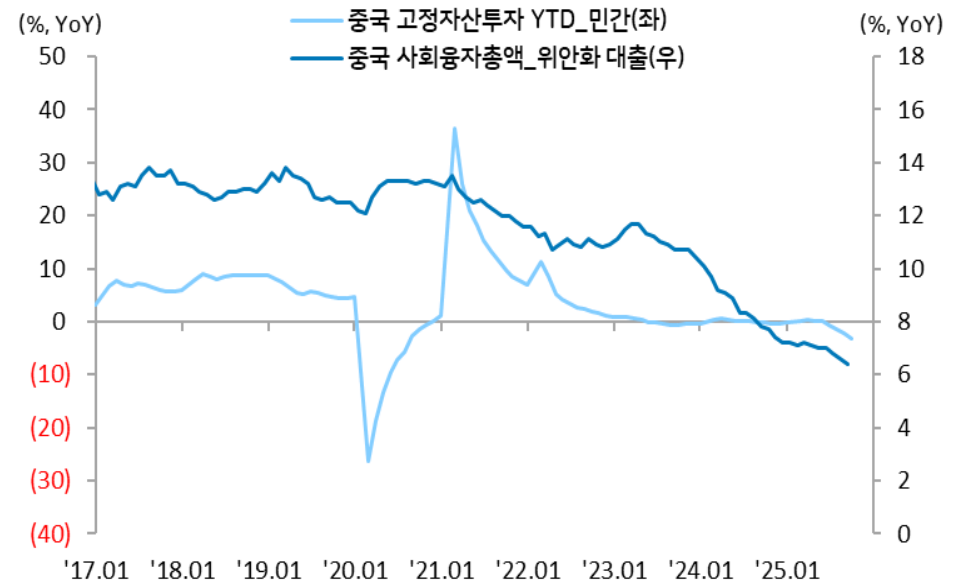
- ✓ 금융위기 이후 중국 성장 주요 동력을 꼽으라면 인프라, 부동산 투자를 빼놓을 수 없어, 올해 모든 고정자산 투자가 전년대비 급감
- ✓ 2022년 부동산 경기 침체 이후 그나마 성장 버팀목으로 작용하던 인프라, 제조업 투자는 올해 전년동기대비 마이너스로 돌아서
- ✓ 민간부문 투자 감소로 자금조달 수요를 보여주는 위안화 대출 마이너스 전환, 성장동력 약화를 저지하기 위해 상반기 금리인하 예상

금융위기 이후 중국 성장을 견인해 온 부동산, 인프라 투자 급감, 제조업도 감소



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

특히 민간부문 투자 감소로 자금조달 수요가 약해지면 위안화 대출 증가폭 둔화

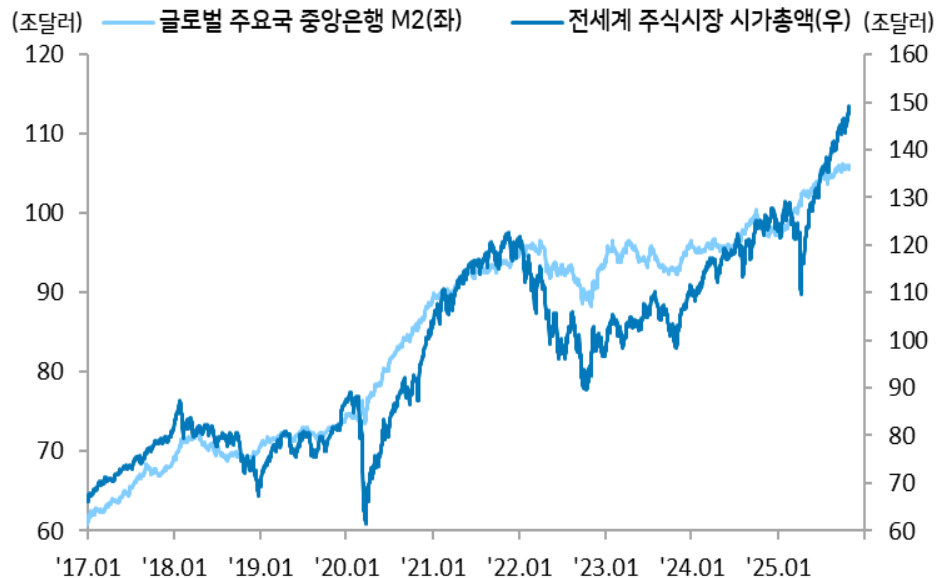


III. 2026 글로벌 FX '용두사미' 시나리오, 연초 일시적 강달러 소화 후 약달러로 빠른 전환

주요국 중앙은행 유동성 투입은 연말, 내년 상반기 글로벌 자산가격 추가 상승 토대를 마련

- ✓ 글로벌 통화정책이 구조적 유동성 공급 확대를 재개하면서 연말 산타랠리, 내년 상반기까지 AI 주도하의 위험자산 랠리는 계속될 전망
- ✓ 연준의 양적긴축 종료 선언과 주요국 추가 금리인하 시나리오까지 감안하면 주식시장 유동성 장세는 여전히 끝났다고 보기 어려워
- ✓ 명목 GDP 대비 시가총액이 팬더믹 고점 수준에 근접하고 있지만 중앙은행의 완화적 통화정책은 밸류에이션 부담을 덜어줄 수 있어

연준과 주요국 중앙은행 유동성 공급 확대는 자산가격 상승에 직접적인 영향



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

구조적 유동성 공급 확대는 명목 GDP 대비 높은 밸류에이션 부담을 상쇄시켜



Ⅲ. 2026 글로벌 FX '용두사미' 시나리오, 연초 일시적 강달러 소화 후 약달러로 빠른 전환

내년 글로벌 위험자산은 미국 나홀로 랠리를 나타냈던 2024년과 달리 범세계적 상승 가능성

- ✓ 전세계 시가총액은 트럼프 관세 압박이 본격화됐던 4월 초 저점을 찍고 반등했으며 미국 주식시장이 주요국 중 가장 견조한 성과 기록
- ✓ 올해는 2024년 성장 예외주의를 등에 업은 미국 자산성과 초격차와 달리 미국 외 전세계 시가총액도 동반 상승했다는 차이점 존재
- ✓ AI 랠리가 메인 테마로 자리잡아 상대적 자산성과에서 미국 우위는 계속되겠지만, 유동성 공급 확대로 주요국 주가도 동반 상승 기대

올해 시가총액 저점인 4월 9일 기준 미국 자산성과는 다른 주요국보다 우위



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

작년과 달리 올해는 미국, 미국 외 전세계 버핏지수가 함께 상승하는 위험자산 붐

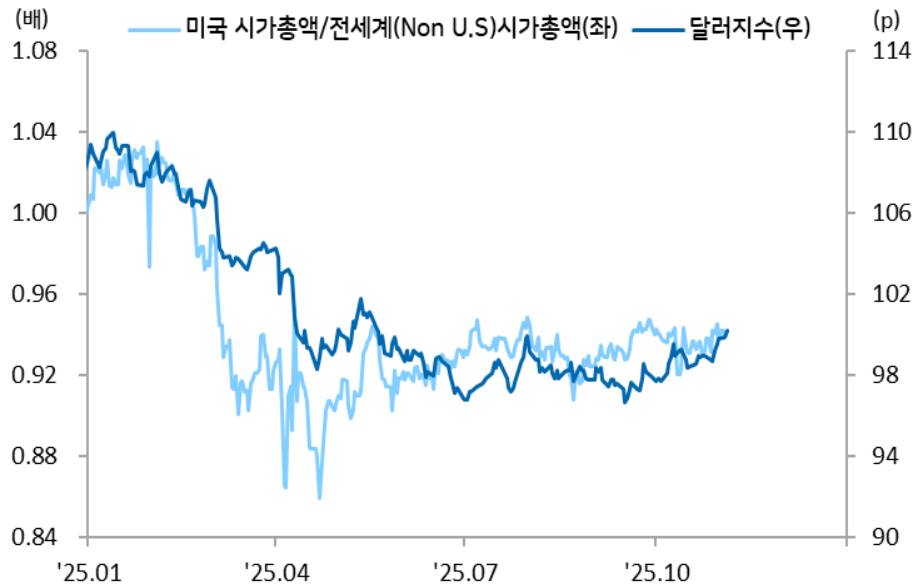


Ⅲ. 2026 글로벌 FX '용두사미' 시나리오, 연초 일시적 강달러 소화 후 약달러로 빠른 전환

미국 주도하의 위험자산 붐은 달러화 자산성과 우위로 연결, 연말 & 연초 강달러 지지 요인으로 소화

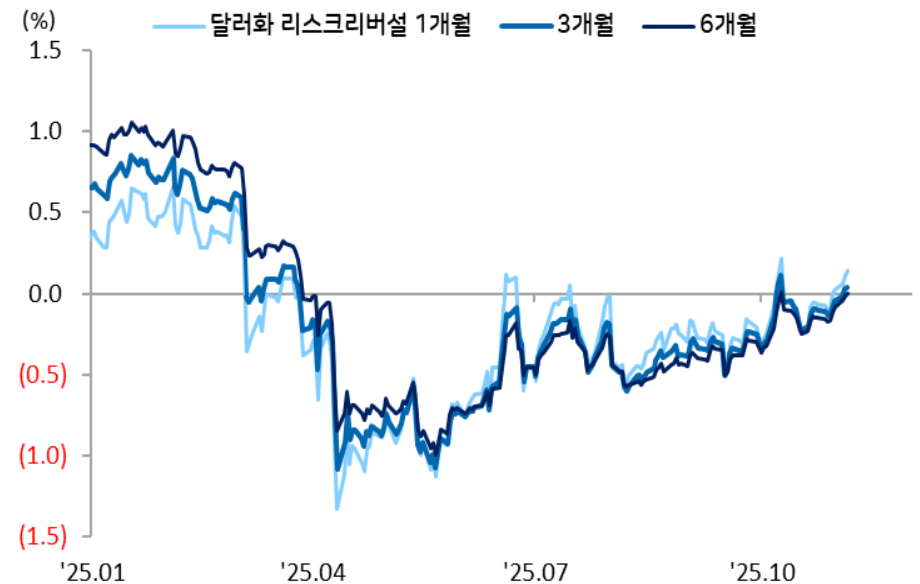
- ✓ 미국이 AI 랠리에서 우위를 점하면서 미국과 미국 외 전세계 자산가격 상승에서 차별화가 발생할 확률이 높으며 강달러 재료가 반영
- ✓ 연준 12월 금리인하를 기정사실로 받아 들이고 있던 시장 낙관론 되돌림도 연말 달러화 강세 환경을 만들어낼 수 있는 변수 중 하나
- ✓ 달러 리스크 리버설은 1, 2개월 모두 9월 중순부터 우상향하며 단기적인 달러지수 상방 변동성 확대를 시장이 대비하고 있다는 의미

미국 주도하의 AI 랠리가 계속된다는 가정 하에 내년 연초까지는 강달러 전망



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

달러지수 리스크 리버설 1개월 위주로 상승, 옵션시장 달러 강세 기대감이 투영

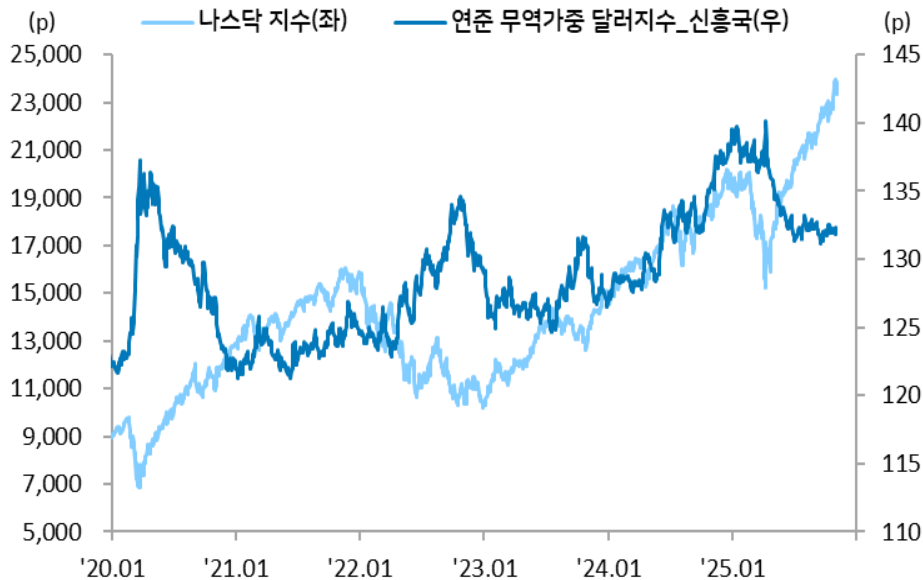


III. 2026 글로벌 FX '용두사미' 시나리오, 연초 일시적 강달러 소화 후 약달러로 빠른 전환

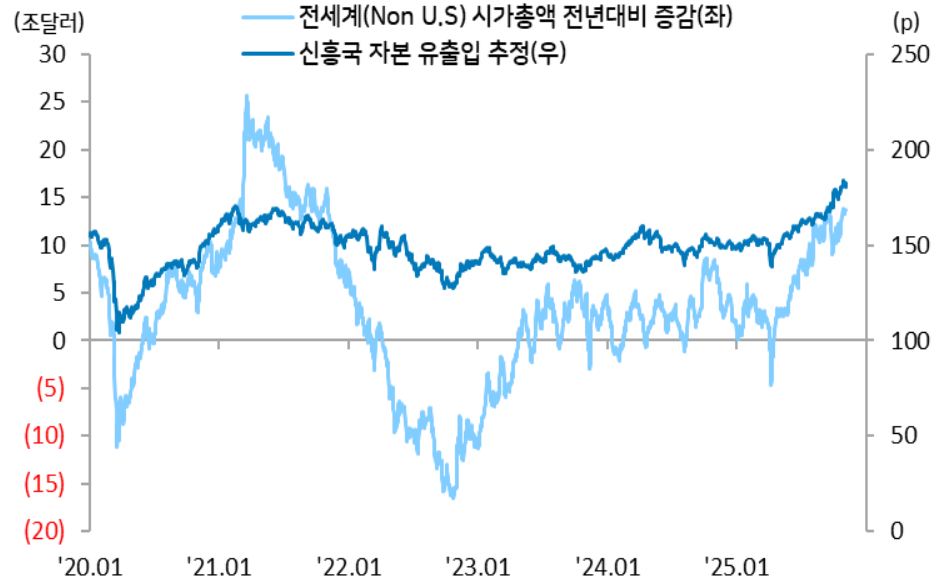
신흥국 통화는 성장주 리스크 온 분위기가 고조되면서 연말 강달러 부담 상쇄 vs 2026년은 상승

- ✓ 다만 신흥국 통화는 글로벌 위험선호 낙수효과를 반영한 외국인 자금 유입을 고려했을 때 연말 달러 강세 영향을 제한적으로 반영
- ✓ 성장주를 대표하는 나스닥 상승은 신흥국 통화가치에 긍정적인 모멘텀으로 작용, 연말 위험자산 상승에 반사이익을 얻을 확률이 높아
- ✓ 올해 전세계 위험자산 상승에서 신흥국 금융시장으로 대규모 자본이 유입되면서 9월 이후 달러지수 반등에도 신흥국 통화지수 횡보

신흥국 통화는 성장주 위험선호가 회복되는 국면에 달러 강세를 제한적으로 추종



자산가격 상승 흐름 속 신흥국 외국인 자본 유입 증가는 통화가치 방어 수단

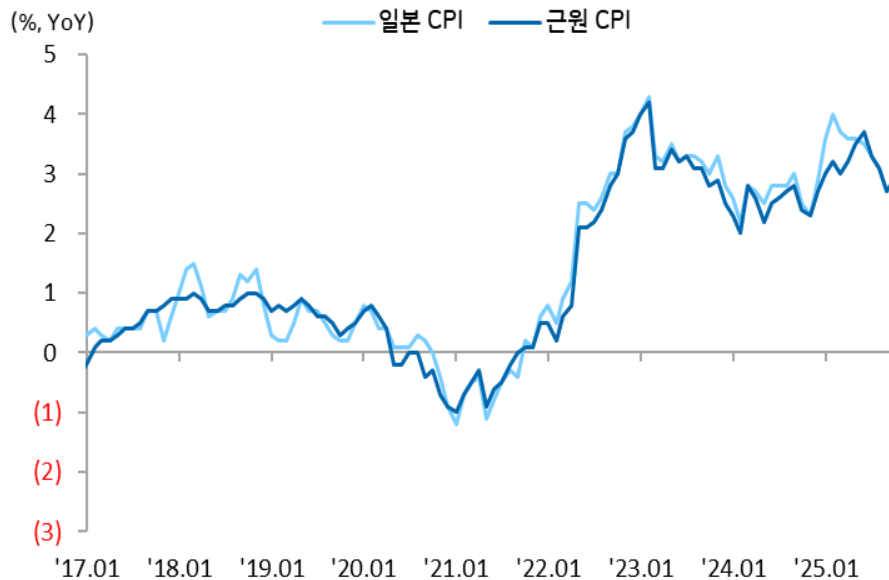


III. 2026 글로벌 FX '용두사미' 시나리오, 연초 일시적 강달러 소화 후 약달러로 빠른 전환

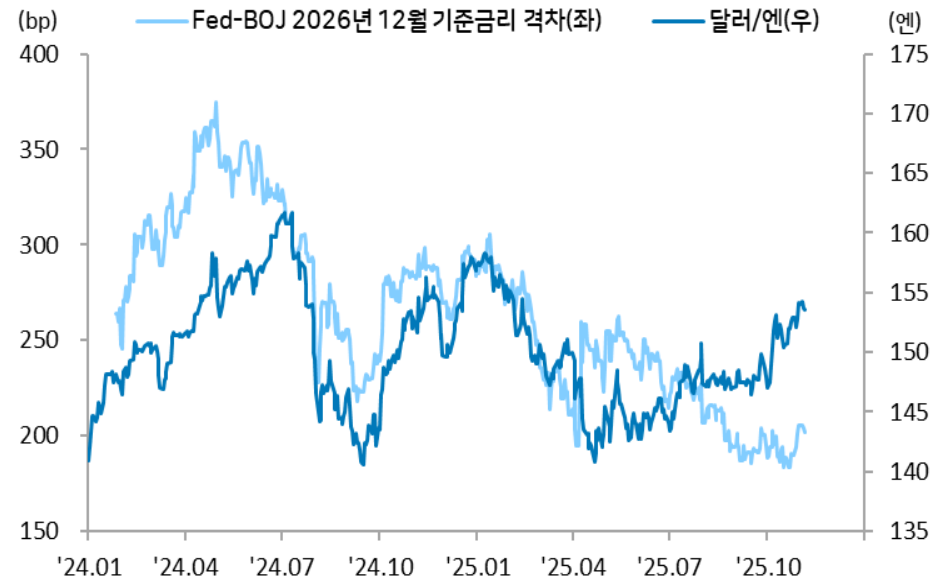
엔화는 BOJ 금리인상 재개를 시작으로 내년 상반기 달러를 약세로 돌려 세울 수 있는 유력 후보

- ✓ 연초 반짝 강달러 이후 엔화 가치 상승이 달러를 약세로 만들 것으로 내다보고 있으며 BOJ 금리인상이 달러/엔 하락을 예상하는 근거
- ✓ 일본 헤드라인, 근원 CPI가 9월 2.9% 상승을 기록했고, 미일 관세협상과 총리 선출 등 금리인상을 지연시켰던 불확실성도 해소됨
- ✓ 시장은 내년 3월까지 1회 인상 가능성을 높게 점치고 있으며 연준 금리인하와 맞물릴 경우 엔화 강세 압력을 키우는 요인으로 작용

일본 헤드라인, 근원 CPI 상승률은 3%에 육박, BOJ 금리인상 필요성이 높아



채권시장 BOJ 3월 인상 기대와 달리 외환시장 엔화 강세 반응은 아직 제한적

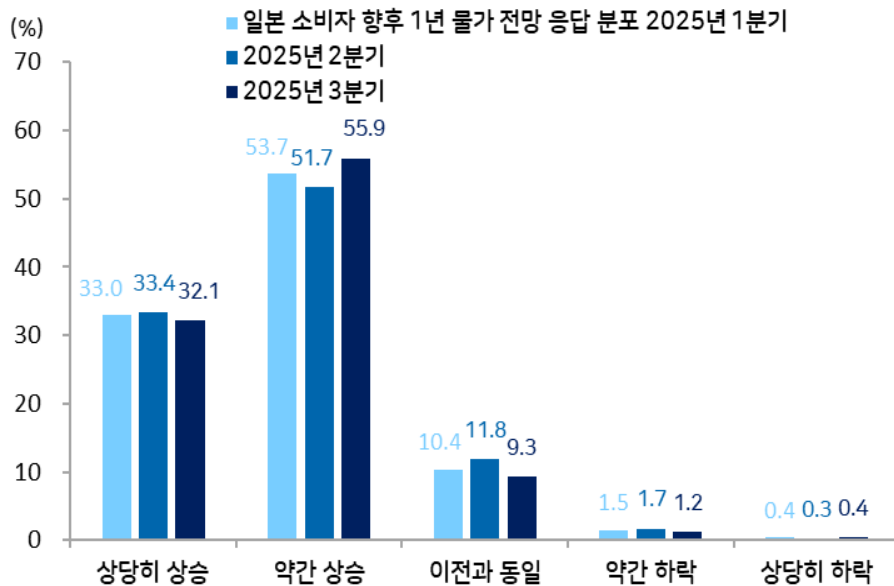


III. 2026 글로벌 FX '용두사미' 시나리오, 연초 일시적 강달러 소화 후 약달러로 빠른 전환

높은 소비자 기대 인플레이션과 낮은 가계 구매의사도 BOJ 긴축 정책을 압박하는 재료 중 하나

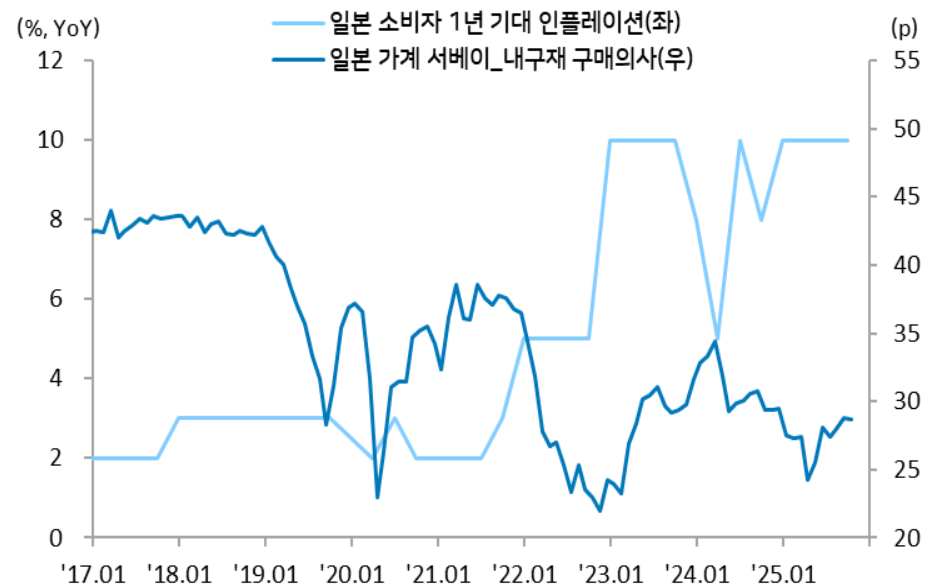
- ✓ 중앙은행이 실제 물가 상승과 기대 인플레이션을 모두 관리한다는 점을 고려했을 때 BOJ 금리인상은 명분이 충분한 상황으로 진단
- ✓ 3Q 일본 소비자 서베이에서 향후 가격 상승 응답 비중은 88%를 기록했고, 가격 인상 부담 때문에 가계 구매의사도 높지 않은 상황
- ✓ 당행은 일본 중앙은행이 물가상승 부담을 줄이고, 기대 인플레이션을 낮추기 위해 내년 상반기 최소 2회 금리를 인상할 것으로 예상

일본 소비자 기대 인플레 서베이에서 3Q 가격 상승 응답이 88% 비중을 차지



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

높은 기대 인플레이션이 일본 가계 구매의사를 위축시키는 원인으로 꼽혀

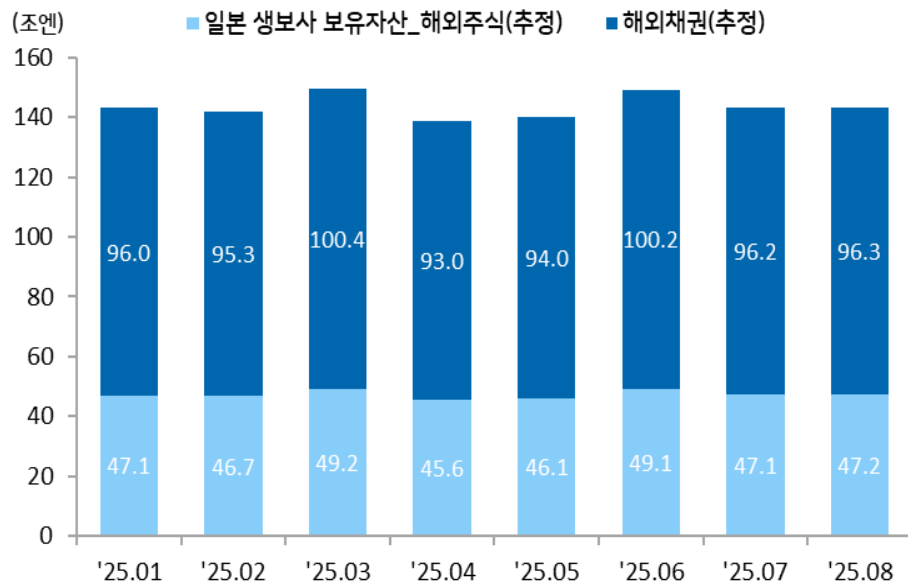


III. 2026 글로벌 FX '용두사미' 시나리오, 연초 일시적 강달러 소화 후 약달러로 빠른 전환

일본 생보사의 막대한 해외자산과 낮은 환위험 헤지 비중은 외환시장에서 주목해야 할 변수

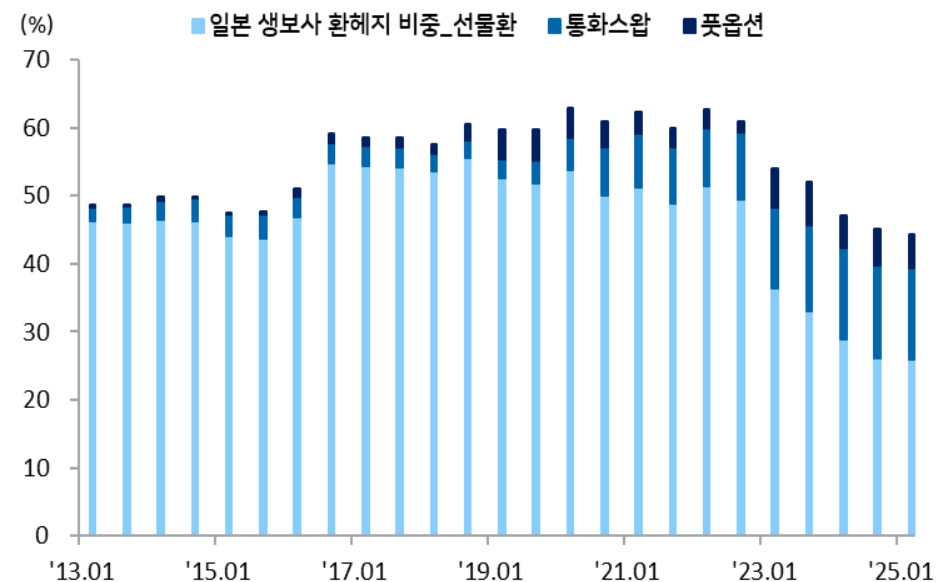
- ✓ 일본 생보사 해외투자자산 규모는 101조 엔 수준으로 평균 자산배분 비중을 대입하면 8월말 기준 채권 96.3조, 주식 47.2조엔 상당
- ✓ 2026년 일본 해외투자를 글로벌 외환시장에서 눈 여겨봐야 하는 이유는 40% 중반에 머무르고 있는 낮은 환위험 헤지 비율 때문임
- ✓ 생보사가 환헤지 비중을 2016~2022년 평균인 60%로 다시 확대한다면 해외채권 선물환 매도는 약 300~500억 달러로 추정 가능

일본 생보사 올해 해외 투자자산 큰 변동 없이 전년대와 동일한 수준을 유지



출처: 일본 생명보험협회, Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부 / 주식: 해외자산 중 해외채권만 환헤지 가정, 선물환 매도 추정은 96.3조엔 중 선물환 거래 비중 최소(30%), 최대(50%)로 추정된 결과임

일본 생보사는 올해 3월 기준 환위험 헤지를 14년 만에 최저 수준으로 낮춰

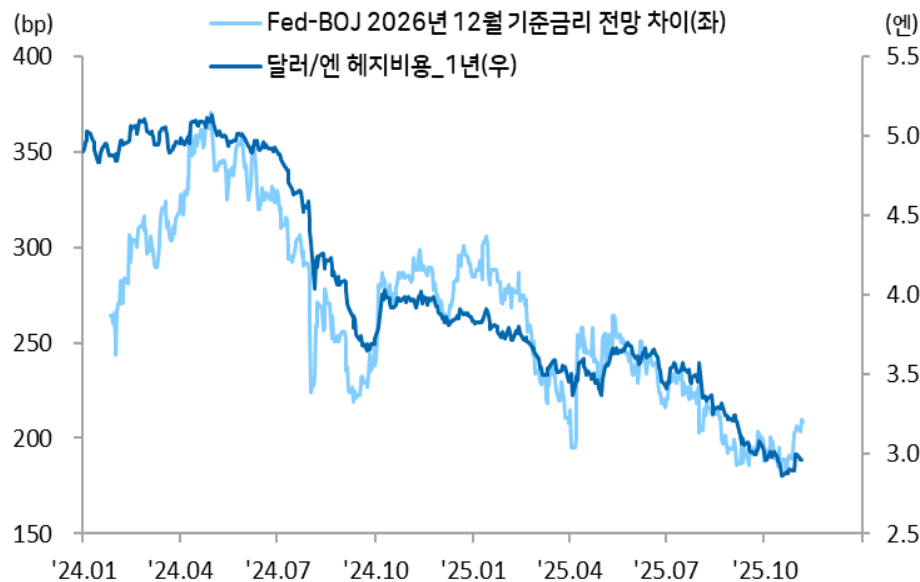


III. 2026 글로벌 FX '용두사미' 시나리오, 연초 일시적 강달러 소화 후 약달러로 빠른 전환

일본 생보사 환헤지 재개로 올해 5월 대만 달러가 촉발한 약달러 충격 반복 가능성을 주시

- ✓ 1) 고용지표 둔화로 인한 연준 금리인하 가속화, 2) BOJ 금리인상 전망 재부상은 달러/엔 헤지 비용 추가 개선으로 이어질 소지가 다분
- ✓ 헤지 비용이 낮아질 경우 일본 생보사가 해외자산 환노출 포지션을 줄이기 위해 달러/엔 선물환 매도 포지션을 대거 늘릴 위험이 존재
- ✓ 올해 5월 대만 달러 선례를 보면 생보사 선물환 매도로 환율이 급락, 달러/엔도 작년 8월처럼 하방 변동성 확대 요인으로 작용할 전망

고용지표 둔화로 연준 인하 기대가 높아지면 헤지 비용 추가 개선 가능성 높아



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

올해 5월 대만 생보사 선물환 매도가 대만 달러 환율 급락으로 이어진 선례 존재

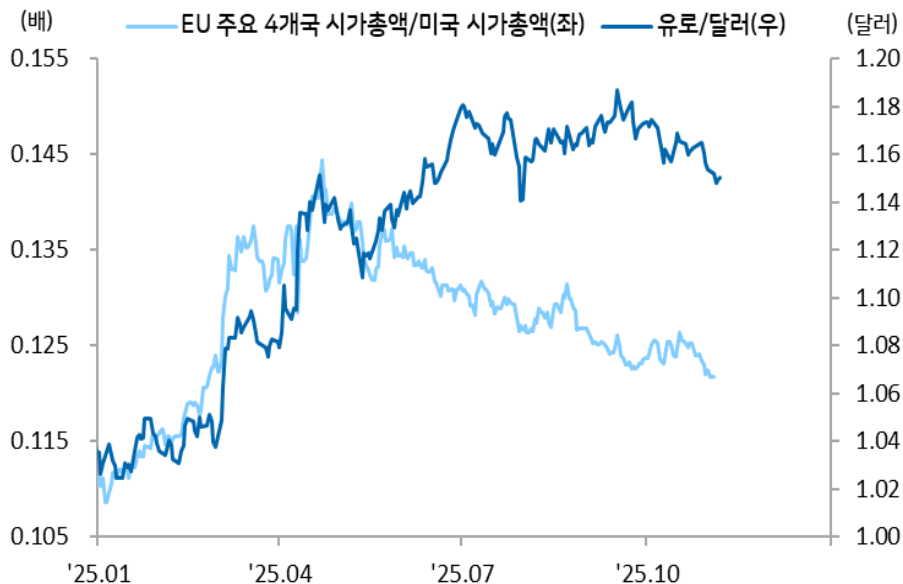


III. 2026 글로벌 FX '용두사미' 시나리오, 연초 일시적 강달러 소화 후 약달러로 빠른 전환

유로화는 미국-EU 성장, 자산성과를 비교해 고평가 진단 유지, 연말 1.13달러 후반까지 조정

- ✓ 연말까지 유로화는 앞서 언급한 유로존 제조업 장기 불황, 상대적 자산성과 열세를 반영해 달러화 강세를 받아줄 유력 후보로 주목
- ✓ 상반기는 유럽으로 글로벌 유동성 리밸런싱이 발생하여 유로/달러 상승을 지지했으나, 하반기는 유로화 자산성과가 달러에 뒤처져
- ✓ 옵션시장은 단기 유로화 약세 베팅이 증가했을 뿐만 아니라 중기 시계에서도 풋옵션 거래가 증가하며 유로/달러 상승 의구심이 커져

성장, 상대적 자산성과 고려 시 유로화 고평가 진단 유지, 연말 추가 하락 예상



옵션시장 1개월 유로화 약세 베팅 증가, 3, 6개월도 유로/달러 상승 기대 약화

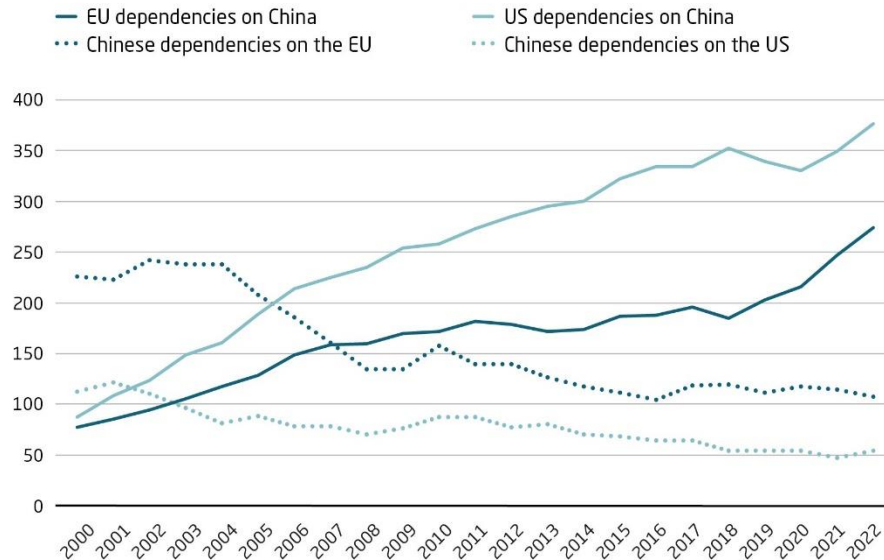


Ⅲ. 2026 글로벌 FX '용두사미' 시나리오, 연초 일시적 강달러 소화 후 약달러로 빠른 전환

높은 중국 수입 의존도, 대외수요 부진이 유로/달러 상승에 걸림돌, 제한적인 약달러 추종 전망

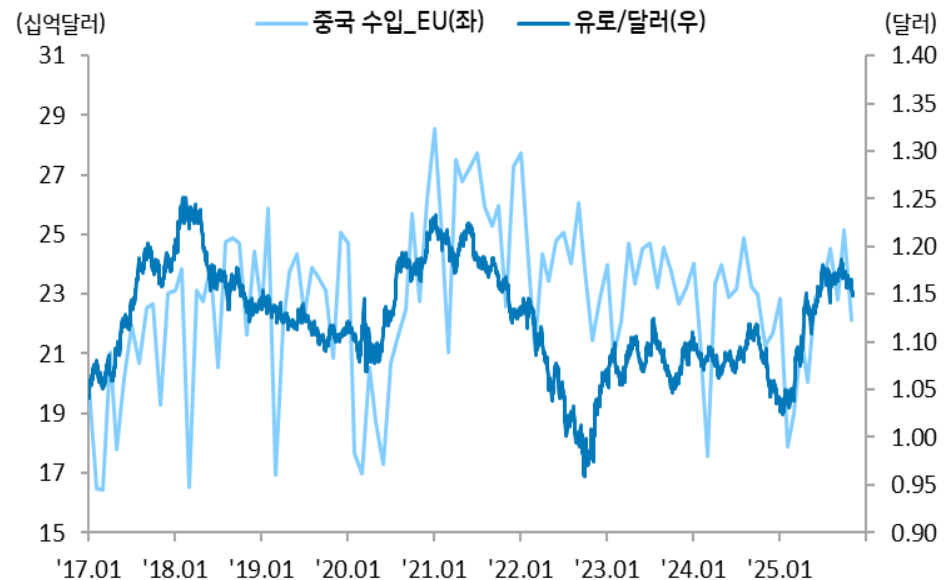
- ✓ 2026년 달러화가 엔화 강세로 용두사미 시나리오로 흘러가도 유로화는 대외수요 부진에 따른 제조업 불황에 발목을 잡힐 공산이 커
- ✓ EU 교역품목 중 중국 의존도는 2018년을 기점으로 전자제품, 희토류를 중심으로 크게 높아진 반면 중국 유로존 교역 의존도는 감소
- ✓ 잠재적인 EU-중국 무역마찰 위험이 중국 유럽산 제품 구매 축소로 연결될 확률이 높다는 점도 내년 유로화 상승 억제 요인으로 고려

미국, EU와 중국 교역 의존 상품수, 2018년 이후 EU 중국 교역 의존도 급등



출처: Merics, Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부 / 주석: EU dependencies on China의 경우 차트가 우상향 할수록 중국산 제품에 의존하는 교역 항목이 많아진다는 의미

잠재적인 EU-중국 무역마찰을 고려했을 때 올해 같은 유로화 상승은 쉽지 않아



Ⅲ. 2026 글로벌 FX '용두사미' 시나리오, 연초 일시적 강달러 소화 후 약달러로 빠른 전환

2026년 유로/달러는 1.14~1.22 달러 전망, 상반기는 1.16 달러 중심 강보합 vs 하반기 우상향 전환

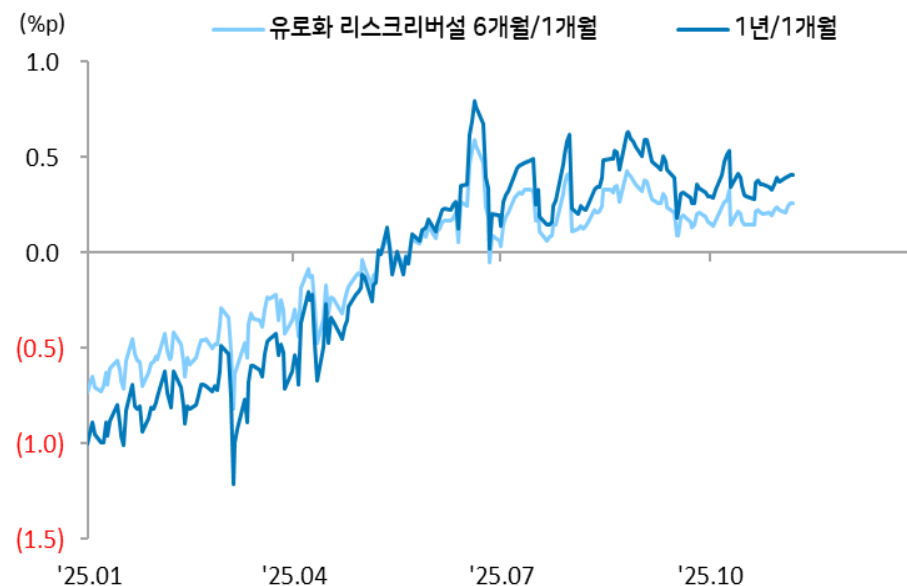
- ✓ 정리하자면 내년 유로화는 성장, 상대적 자산성과 열세에 강보합 흐름을 이어가다 하반기 연준 금리인하 가속화 구간에서 상승 예상
- ✓ 시장이 내년 ECB 추가 인하 확률을 낮게 보지만 당행은 상반기 1회 인하 예상, 연준 2회 + @를 고려하면 유로화 입장에선 강세 재료
- ✓ 옵션시장은 단기 유로화 약세를 전망하는 동시에 6개월, 1년 범위에서는 유로화 강세 전망을 고수, 유로/달러 상승 베팅은 유효해

연준 상반기 점진적 인하 + 하반기 인하 가속화는 유로/달러를 지지하는 재료



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

유로화 리스크리버설 장단기 스프레드 우상향, 옵션시장 유로 강세 기대 확인

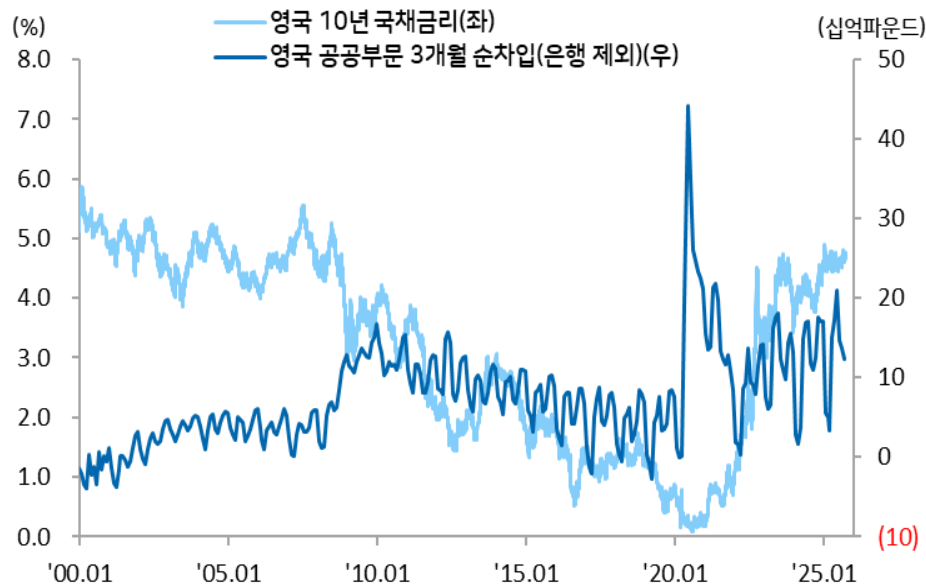


Ⅲ. 2026 글로벌 FX '용두사미' 시나리오, 연초 일시적 강달러 소화 후 약달러로 빠른 전환

파운드는 영국 정부 재정우려 해소가 향후 전망의 키, 경상수지 구조적 적자 개선이 필요해

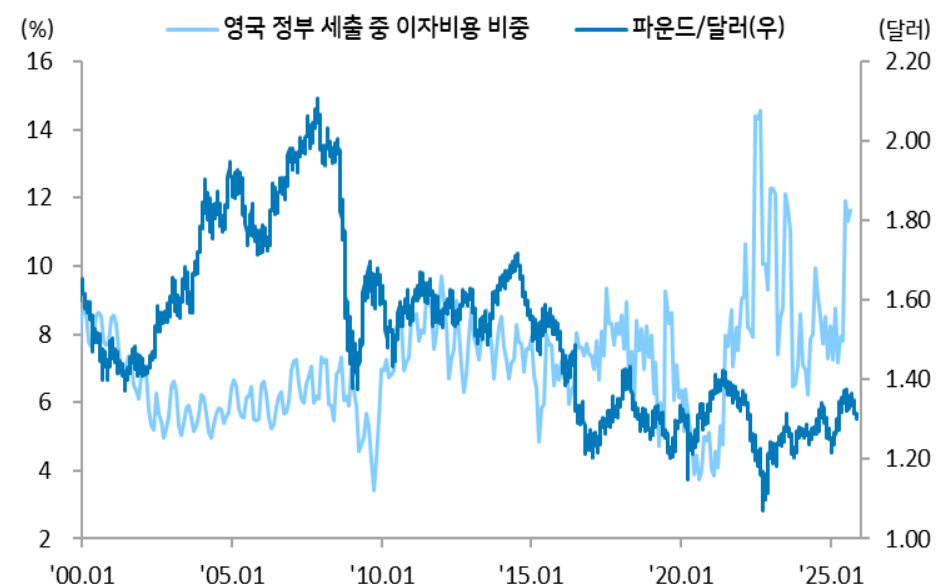
- ✓ 리브스 영국 재무부 장관이 추진하는 '성장 친화적 긴축'은 단순한 재정 건전성 확보에 그치지 않고 자본유출 리스크 관리도 동반 추진
- ✓ 영국은 고질적인 무역적자를 본원수지 흑자로 상쇄해왔으나 국채금리 상승과 정부 차입이 맞물리면서 2023년부터 경상수지 악화
- ✓ 정부 세출 중 이자비용 비중이 높아진 가운데 재정우려가 쉽게 해소되지 않을 경우 파운드화 약세 부담이 커질 수 있다는 점에 주목

영국 국채금리가 2000년 후반 수준으로 높아진 가운데 정부 차입 증가 추세



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

정부 세출 중 이자비용 비중이 증가하면서 정부 재정우려가 파운드 약세 유도

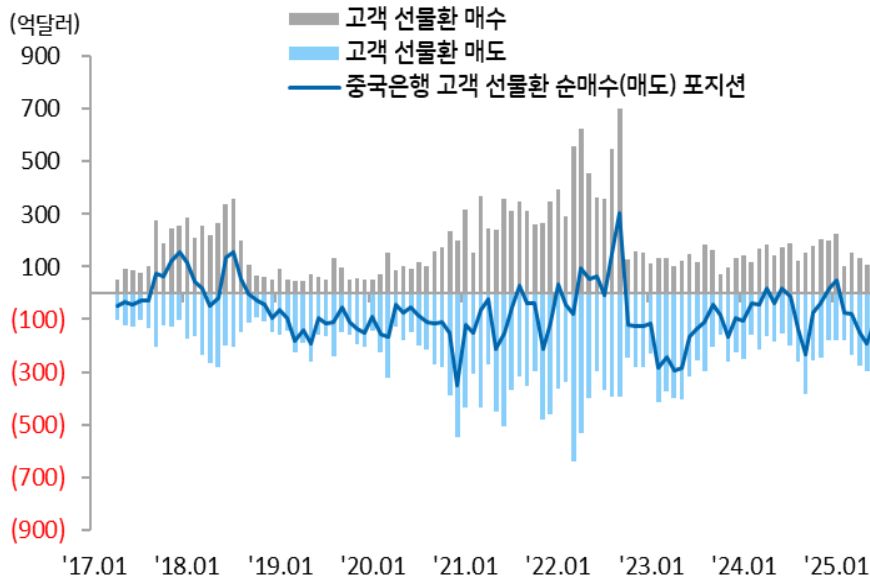


Ⅲ. 2026 글로벌 FX '용두사미' 시나리오, 연초 일시적 강달러 소화 후 약달러로 빠른 전환

중국 수출 회복 지속 여부에 따라 2026년 위안화 추가 상승 or 하락이 결정될 공산이 커

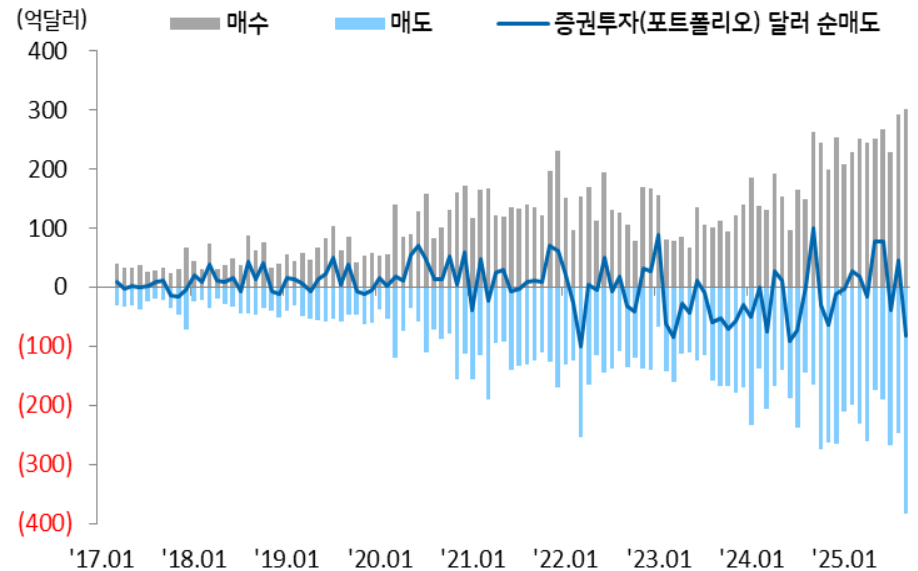
- ✓ 올해 위안화는 정부 경기부양 기대, 예상보다 견조한 수출 회복세에 힘입어 미진한 내수 회복에도 불구하고 달러에 상승폭을 확대
- ✓ 중국 기업 선물환 매도는 2023년 수준까지 증가, 8월 이후에는 중국 증시 랠리에 동참하는 외국인 자본 유입이 위안화 강세를 견인
- ✓ 다만 미국 통상정책 불확실성이 기본으로 깔린 상황에서 수출 회복에 큰 기여를 했던 EU와 무역갈등 불확실성이 더해졌다는 점이 변수

중국 수출 회복에 기업 달러를 비롯한 외화매도 우위, 위안화 강세 일등공신



출처: SAFE, Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

8월 중국 증시 랠리에 외국인 자금 유입도 재차 증가해 달러/위안 하락에 일조

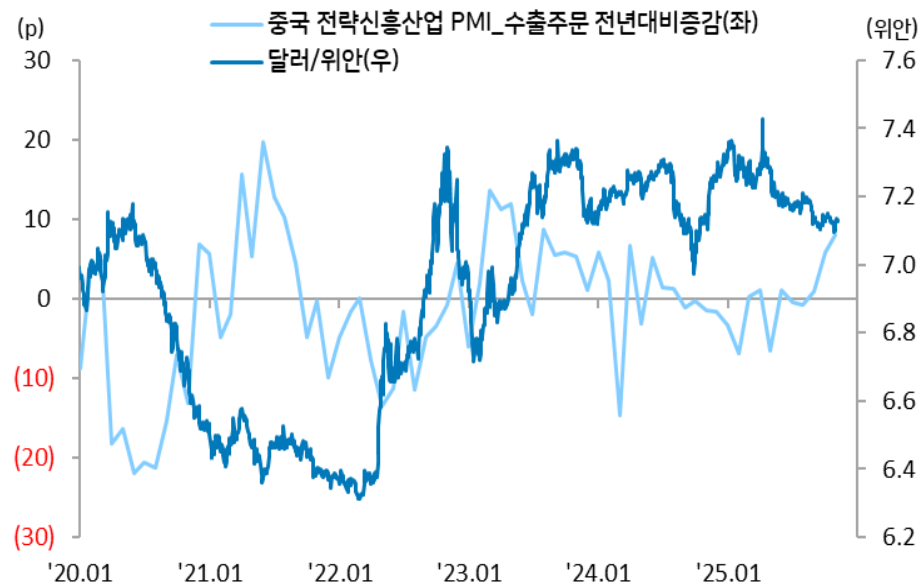


Ⅲ. 2026 글로벌 FX '용두사미' 시나리오, 연초 일시적 강달러 소화 후 약달러로 빠른 전환

단기적으로 수출 주문 증가가 위안화 지지 vs 잠재적 리스크인 무역분쟁 재발에는 주의 필요

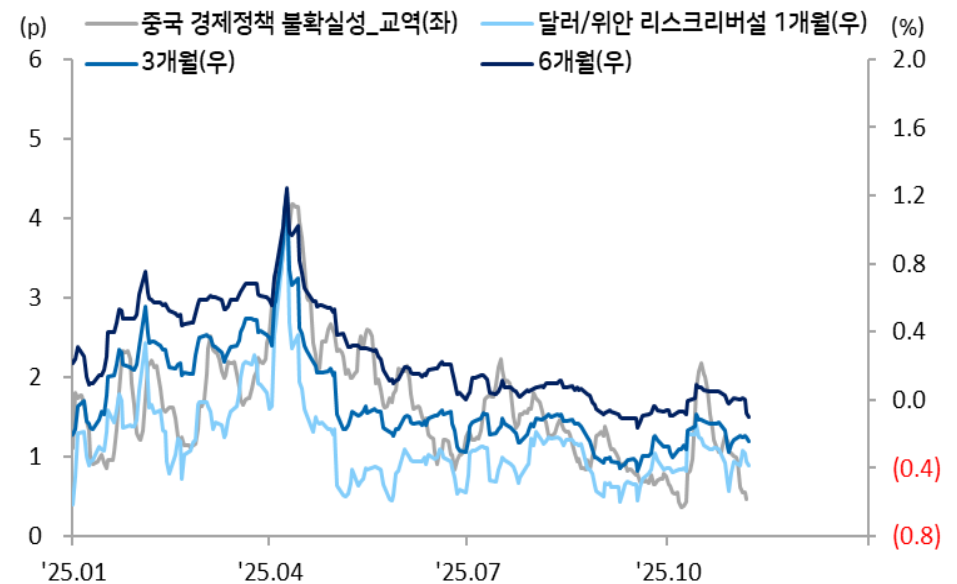
- ✓ 2026년 위안화 전망은 수출 회복 덕에 점진적 우하향을 예상하며, 미국, EU와 통상분쟁이 발생할 경우 변동성이 확대될 것으로 분석
- ✓ 중국 첨단제품 제조업 수출주문 증가, APEC 미-중 무역분쟁 휴전 선언은 단기적으로 달러/위안 하향 안정화를 지지하는 요인임
- ✓ 물론 미국과 EU 무역분쟁이 다시 발생한다면 지난 4월, 10월처럼 위안화 약세 위험으로 이어질 수 있다는 점은 변수가 될 수 있어

중국 전략신흥산업 수출 주문 증가, 단기적인 달러/위안 하향 안정화 시그널



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

다만 미국, EU 등 주요국과 무역마찰이 발생할 경우 위안화 약세 위험 증가

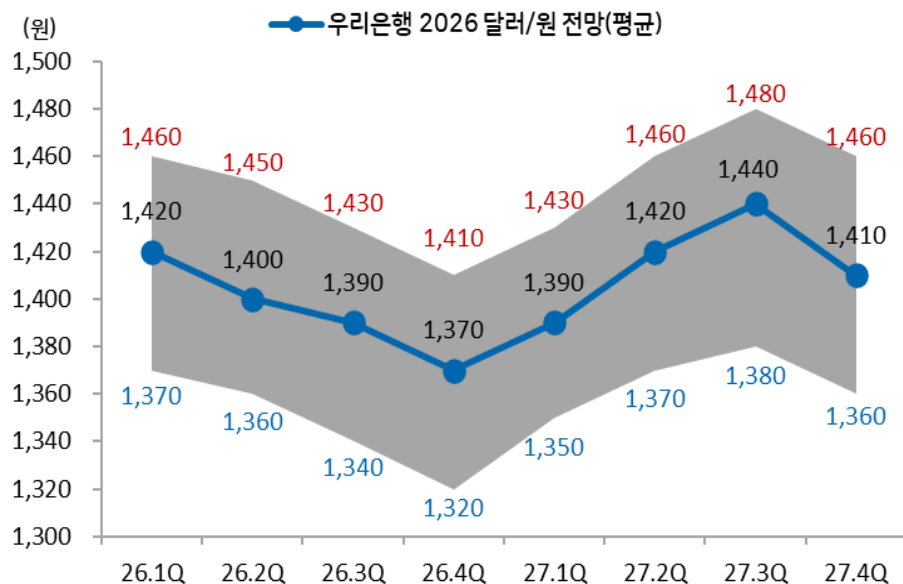


IV. 위험통화 마스코트 원화의 탈세계화 적응기, 2026 달러/원 시나리오는 '상고하중'

2026년 달러/원 1,320~1,460원, 실물 및 금융시장 달러 실수요 증가 속 약달러 제한적 추종 예상

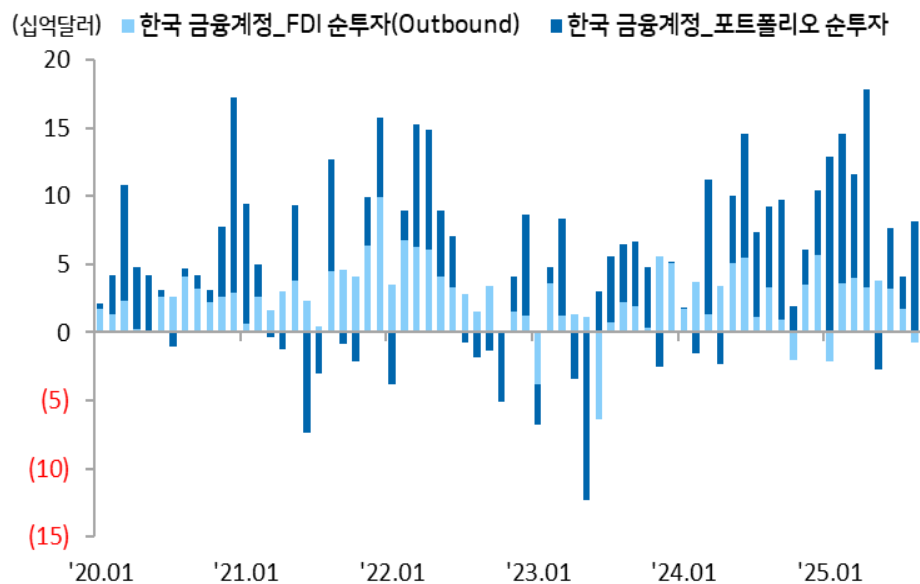
- ✓ 당행은 외환시장 수급 변화 때문에 원화의 구조적 약세 부담이 커지고 있다고 판단, 달러 약세 민감도 둔화를 전제로 상고하'중' 제시
- ✓ 거주자 해외주식투자 확대, 미국 보호무역 여파로 인한 기업 생산기지 이전은 내년에도 실물, 금융시장에서 달러 실수요 증가로 연결
- ✓ 원화는 이 같은 구조적 수급 변화로 인해 내년 글로벌 달러 약세에 둔감하게 반응, 달러/원 낙폭을 제한하는 요인으로 소화될 전망

우리은행 2026년 달러/원 전망 베이스 시나리오 상고하'중', 1,320~1,460원



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

기업 생산기지 이전, 거주자 해외주식투자 확대는 달러 구조적 수급변화 유도

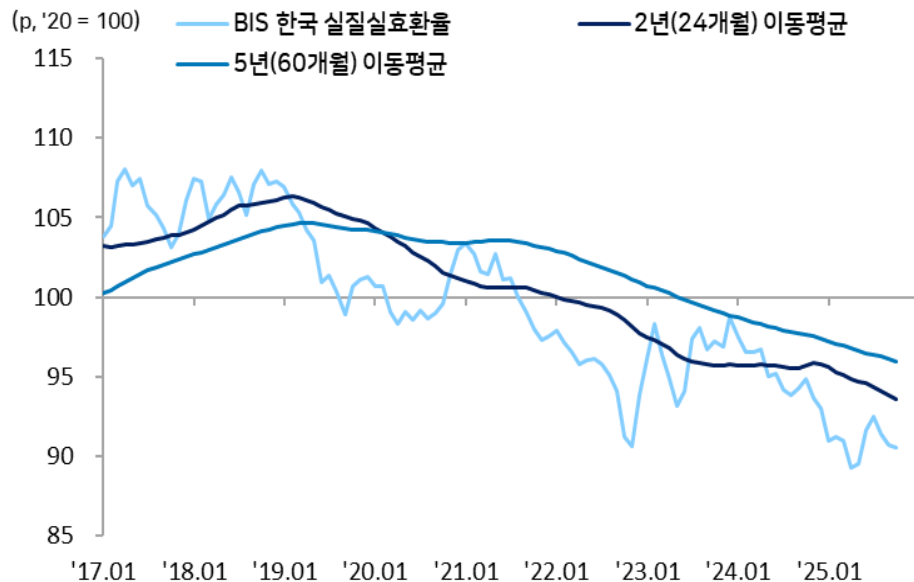


IV. 위험통화 마스코트 원화의 탈세계화 적응기, 2026 달러/원 시나리오는 '상고하중'

글로벌 IB 원화 저평가 진단처럼 경상수지 접근법을 대입하면 원화 약세가 이례적인 것은 맞아

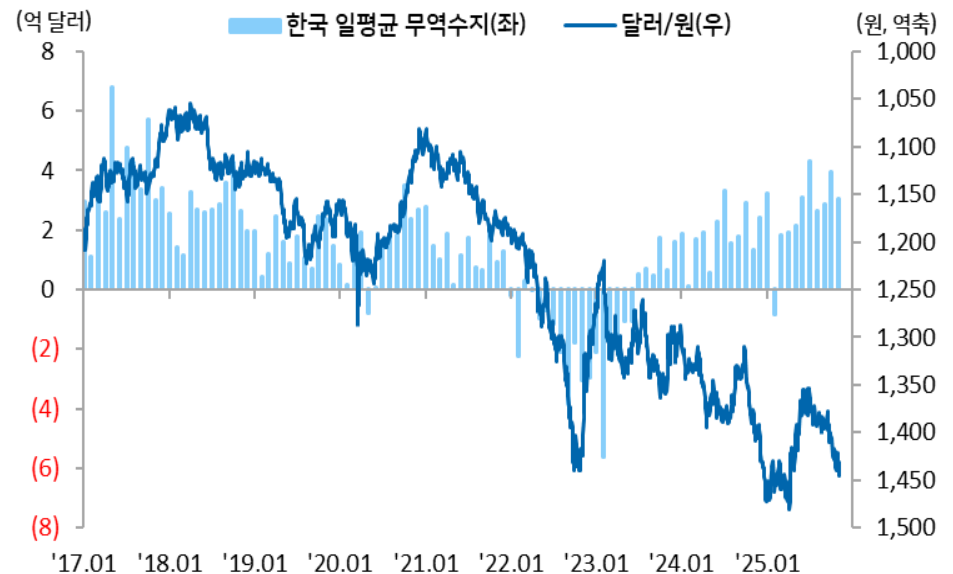
- ✓ 일부 IB는 원화가 실질실효환율을 기준으로 10% 전후로 저평가 되어 있다는 분석을 바탕으로 향후 달러/원 하락을 주장하고 나서
- ✓ 실질실효환율 24, 60개월 이동평균을 기준으로 비교해도 현재 원화 가치는 최소 4%, 최대 10% 정도 저평가라는 분석이 가능해
- ✓ 한국 무역수지 9개월 연속 흑자에도 1,450원대 레벨과 상승일변도 방향성은 무역흑자 = 원화 강세라는 기존 상식과 어긋나는 움직임

BIS 실질실효환율을 기준으로 원화는 저평가, 최근 2년 & 5년 평균보다 낮아



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

한국 무역수지가 9개월 연속 흑자를 기록했지만 환율 레벨, 방향성과 괴리 발생

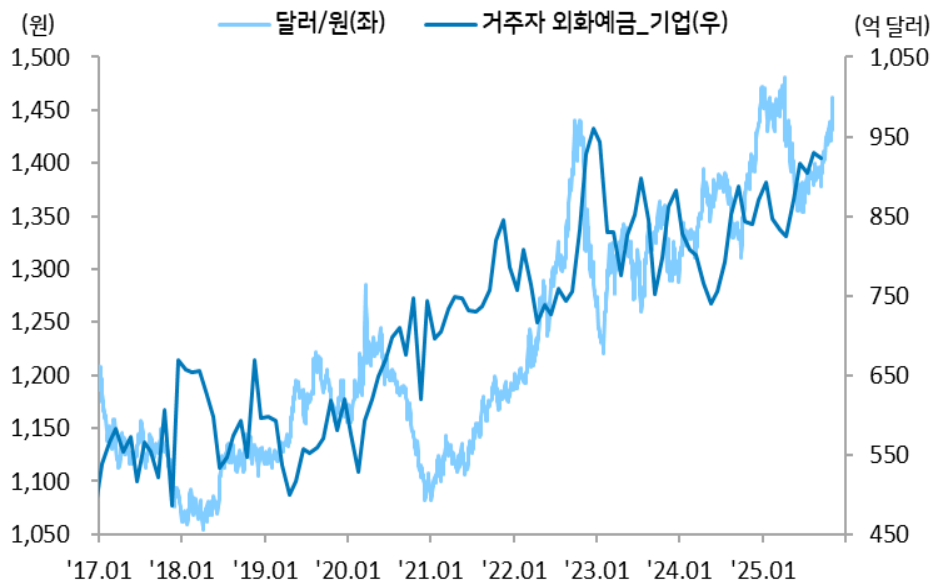


IV. 위험통화 마스코트 원화의 탈세계화 적응기, 2026 달러/원 시나리오는 '상고하중'

무역흑자 = 원화 강세 공식 붕괴는 기업 해외투자 확대에 따른 수출 실적과 달러 공급 불일치 때문

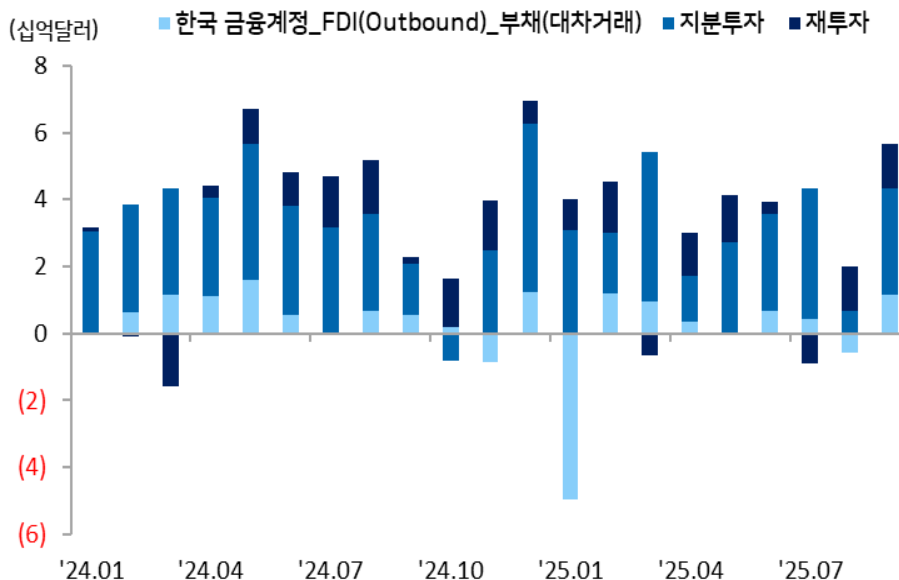
- ✓ 한미 관세협상 3,500억 달러 대미 투자와 민간기업 생산기지 이전까지 감안하면 실물경기 달러 실수요는 빠르게 증가할 수밖에 없어
- ✓ 2022년 1,400원 레벨 확인 후 국내기업이 원화 약세에 대응해 외화 보유비중을 확대하면서 수출 경기 회복에도 원화 환전 수요 감소
- ✓ 또한 미국 수출대금으로 받은 달러를 해외 현지법인에서 재투자 형태로 사용하고, 부족한 달러는 지분투자를 위해 외환시장에서 구매

2022년 달러/원 급등 이후 국내기업 외화보유 비중 확대, 원화 환전 수요 감소



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

기업 생산기지 이전이 지분투자, 재투자 위주로 증가하면서 달러 실수요 증가

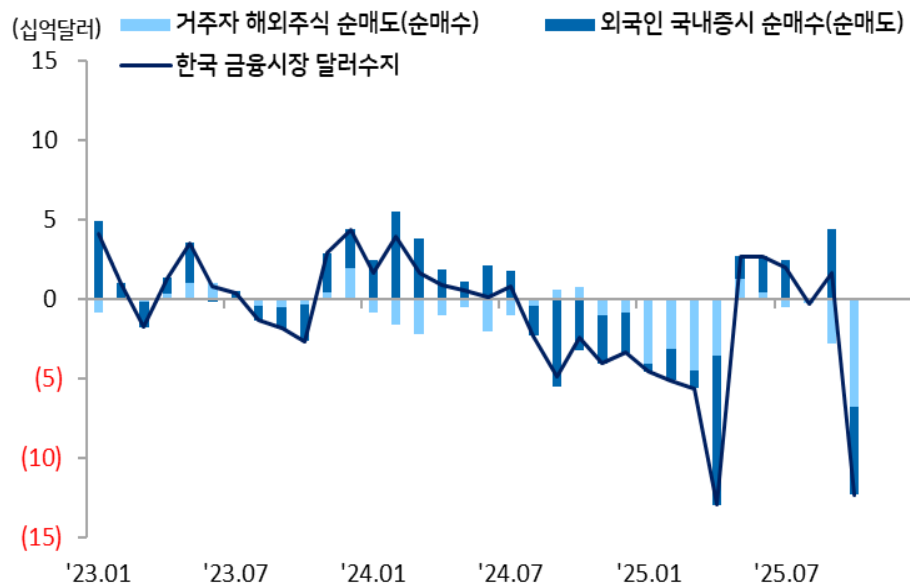


IV. 위험통화 마스코트 원화의 탈세계화 적응기, 2026 달러/원 시나리오는 '상고하중'

거주자 해외주식투자 증가에 따른 금융시장 달러수지 마이너스도 원화의 구조적 약세를 유도

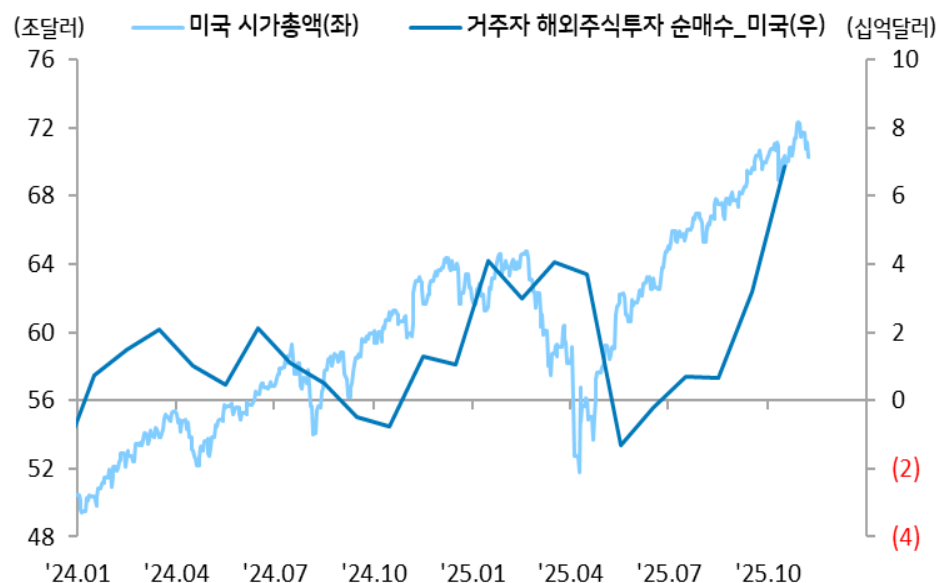
- ✓ 과거보다 거주자 해외주식투자 선호도가 높아지면서 서학개미가 외환시장에서 새로운 달러 실수요 주체로 존재감이 커지기 시작
- ✓ 올해 코스피가 4,000p를 돌파하는 과정에서 외국인 순매수가 대거 유입됐으나 해외주식투자 때문에 금융시장 달러수지는 마이너스
- ✓ 연초 이후 거주자 미국 주식 순매수는 247억 달러를 기록했고 연준 금리인하, AI 랠리 고려 시 내년에도 높은 선호도가 유지될 전망

국내증시 외국인 복귀를 압도하는 해외주식 순매수로 금융시장 달러 유출 발생



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부 / 주석: 247억 달러는 2025년 1~10월 거주자 미국 주식투자 순결제(순매수) 기준

거주자 해외주식투자는 AI 랠리를 쫓아 대부분 미국 주식시장에 집중된 양상

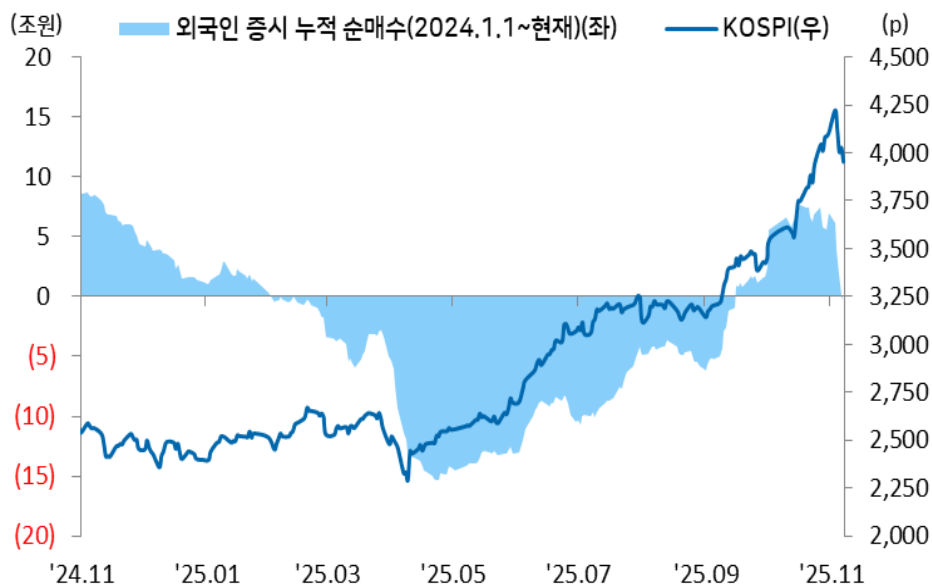


IV. 위험통화 마스코트 원화의 탈세계화 적응기, 2026 달러/원 시나리오는 '상고하중'

외국인 자금 원화 위험자산 순매수 확대는 호재지만 자산성과 우위에도 원화 약세는 지속

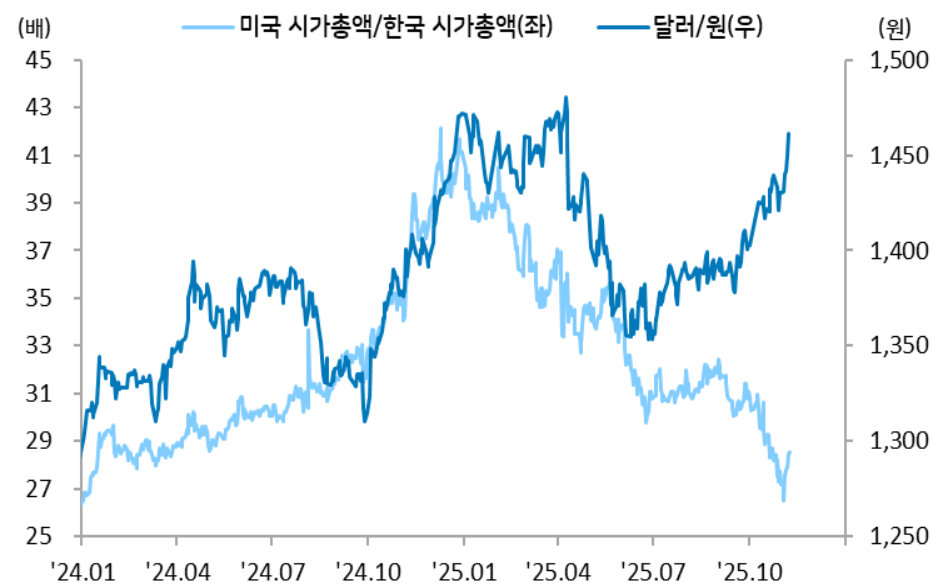
- ✓ 물론 외국인 투자자도 지난 5월 이후 국내 주식시장으로 복귀하면서 대규모 자금 유입이 발생했고, 코스피 사상 최고치 랠리를 견인
- ✓ 올해 국내증시가 주요국 중 시가총액 상승에서 가장 압도적인 성적을 내고 있는 상황에서 환율 상승은 얼핏 이해하기 어려운 기현상
- ✓ 당행은 9월 이후 상대적 자산성과 우위와 달러/원 레벨 사이에 괴리가 심해진 원인을 외국인 주식자금 조달 방식 변경에서 찾고 있어

5월 이후 국내증시로 외국인 자금이 대거 유입되며 코스피 사상 최고치 경신



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

9월 이후 상대적 자산성과의 압도적 우위에도 불구하고 원화 약세 압력 확대

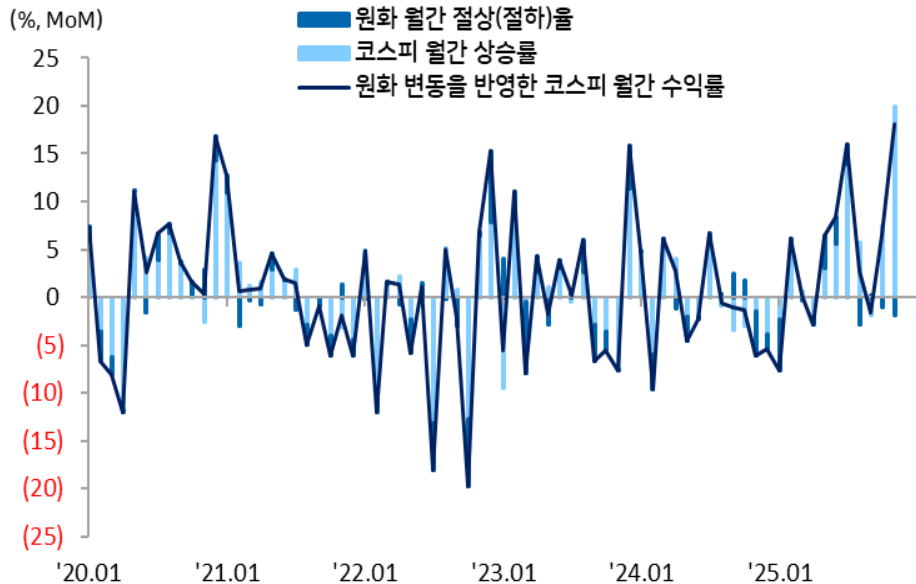


IV. 위험통화 마스코트 원화의 탈세계화 적응기, 2026 달러/원 시나리오는 '상고하중'

외국인 주식자금 유입 형태가 환위험 오픈에서 선제적 환헤지로 변경되며 환율 영향력 축소

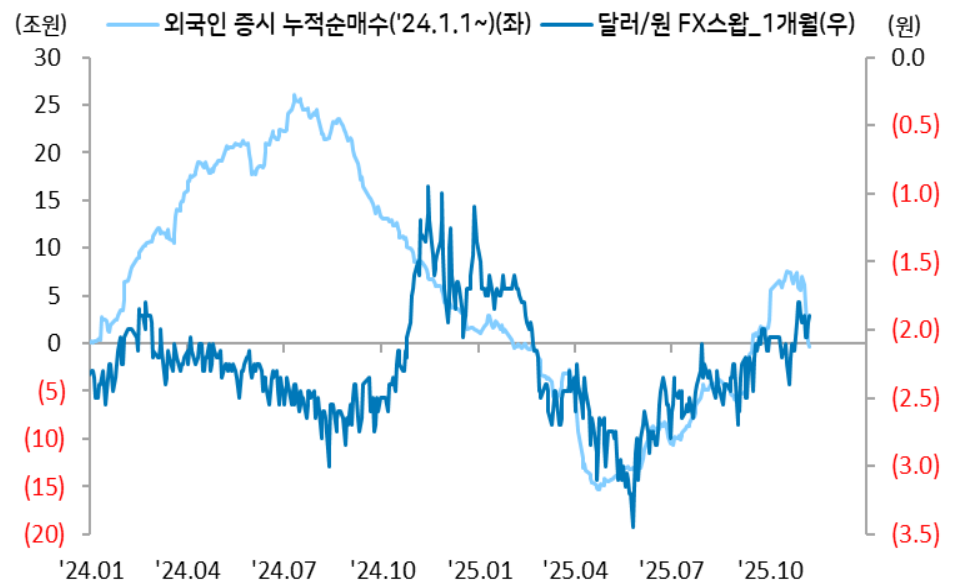
- ✓ 해외 주식투자는 대상국 통화가치 절상 및 주가지수 상승을 통해 수익을 달성하는 전략이므로 환 변동 위험을 오픈하는 것이 일반적
- ✓ 코스피와 원화도 양의 상관관계를 지니고 있으나 올 하반기 코스피 사상 최고치 경신에 비해 원화 가치는 하락하며 디커플링이 관찰
- ✓ 이는 구조적 변화로 원화 약세 부담이 커지자 외국인 투자자가 FX스왑으로 원화를 조달, 환위험을 사전에 헤지했기 때문인 것으로 분석

높은 코스피 수익률 덕분에 원화 절하에도 외국인 국내증시 투자 메리트 높아



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

외국인 자금 유입 시점에서 단기 FX스왑 동반 상승, 주식자금 환헤지 수요 추정



IV. 위험통화 마스코트 원화의 탈세계화 적응기, 2026 달러/원 시나리오는 '상고하중'

결과적으로 외환시장 수급 변화, 외국인 원화조달 방법 변경이 달러/원 하방을 경직시키는 형국

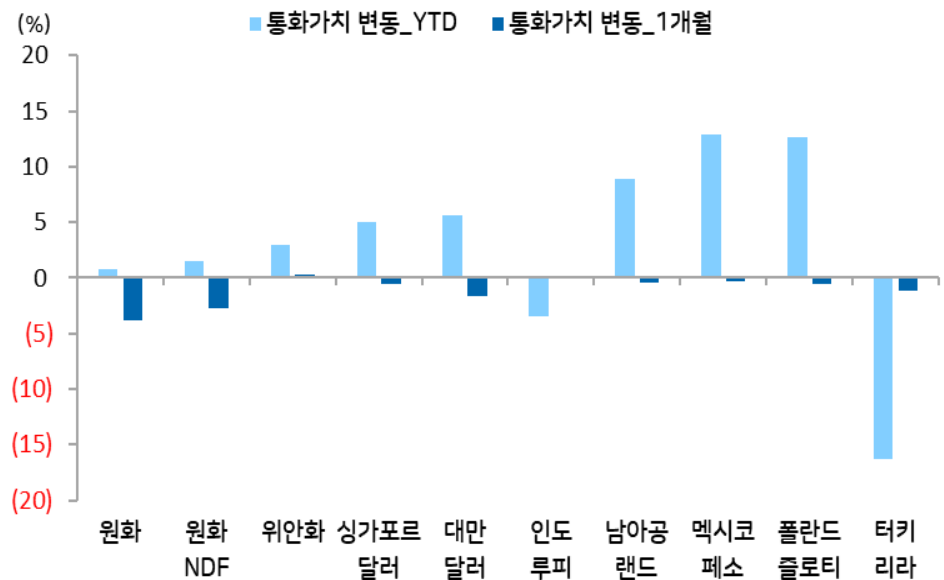
- ✓ 옵션시장에서도 환율이 1,350원까지 하락했던 6월과 달리 단기적으로 달러/원 상승에 베팅하며 투기적 수요 달러 매수가 우세해
- ✓ 종합해보면 원화는 실물경기, 금융시장 구조적 변화로 주요 아시아 통화와 달리 달러 대비 성과가 부진할 수밖에 없는 환경에 직면
- ✓ 따라서 당행은 내년 달러/원이 글로벌 달러화 상고하저 시나리오를 제한적으로 추종, 1,340원 이상 레벨을 낮추기 쉽지 않다고 진단

옵션시장 달러/원 단기 상승 헤지, 투기적 & 환헤지 목적의 외인 달러 매수 증가



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

원화는 주요 아시아 통화와 비교했을 때 가장 부진한 성과를 기록하고 있어



IV. 위험통화 마스코트 원화의 탈세계화 적응기, 2026 달러/원 시나리오는 '상고하중'

엔화가 주도하는 글로벌 약달러 부담이 커질 경우 수출업체 외화보유 비중 일부 축소 기대

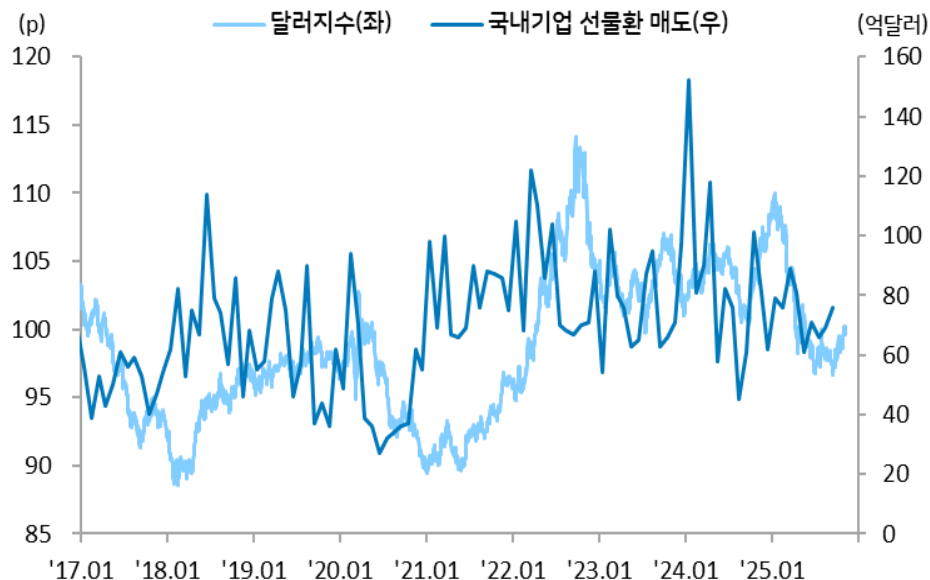
- ✓ 여러 불리한 조건에도 달러/원 제한적 하락을 전망하는 근거는 1) 엔화 강세 동조화, 2) 달러 낙폭 확대에 따른 네고 물량 유입 재개
- ✓ 팬더믹 이후 외환시장이 달러와 非달러화 구도로 굳어지면서 작년 8월 엔캐리 청산 이슈와 같은 엔화발 변동성 확대에 원화 민감도 상승
- ✓ 역사적으로 달러가 하락할 경우 수출업체가 외화를 원화로 환전하는 선물환 매도를 늘렸다는 통계도 달러/원 우하향 전망을 지지

2020 팬더믹 이후 안전통화 엔, 위험통화 원화 동조화 빈도가 높아지기 시작



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부

달러지수 낙폭이 커지는 구간에서 국내 수출업체 선물환 매도가 늘어나는 경향

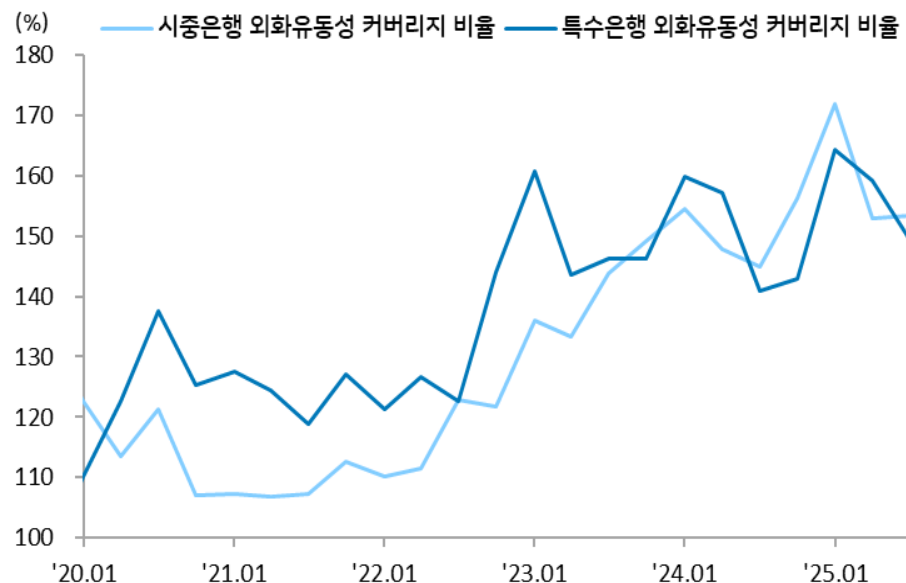


IV. 위험통화 마스코트 원화의 탈세계화 적응기, 2026 달러/원 시나리오는 '상고하중'

환율 '레벨'은 높지만 금융시스템 내 달러 유동성이 안정적으로 유지되고 있다는 점은 고무적

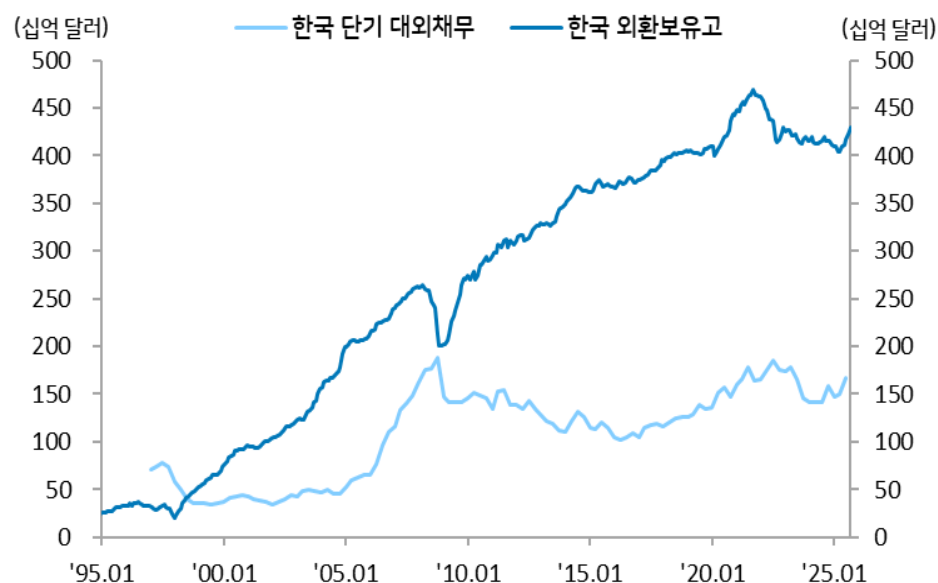
- ✓ 줄곧 우상향 중인 달러/원 레벨은 외환위기 트라우마를 자극하는 재료이나 시중은행과 한국은행은 외화 재고를 충분히 확보해 놨
- ✓ 은행 외화 유동성 수준을 고려하면 팬더믹 이전과 비교해 고환율이 경제, 금융시장에 충격을 줄 시스템 리스크로 확대될 위험은 낮아
- ✓ 4,000억 달러를 지속적으로 상회하고 있는 한국은행 외환보유고도 원화가치 급락 우려를 완화시키는 안전망 역할을 하기에 충분

시중은행과 특수은행 외화유동성 커버리지 비율 6월말 기준 153%, 149%



출처: Bloomberg, 우리은행 외환시장운용부 / 주석: 외화유동성 커버리지 비율은 '시스템 위기 상황'에서 30일간 예상되는 외화 순 유출 대비 외화 고유동성 자산 비율.

한국은행이 보유한 외환보유고 커버리지 비율도 2배 중반 수준 안정적 유지



Appendix: 2026년 환율전망

주요국 환율전망 Table

Range	12월	2026년				2027년			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
USD	100	99	97	95	93	95.0	96.0	98.0	96.0
	98.0~102.0	97.0~102.0	95.0~100.0	92.0~98.0	91.0~97.0				
KRW	1,440	1,420	1,400	1,390	1,370	1,390	1,420	1,440	1,410
	1,400~1,460	1,370~1,460	1,360~1,450	1,340~1,430	1,320~1,410				
EUR	1.145	1.15	1.17	1.18	1.20	1.18	1.17	1.15	1.18
	1.137~1.146	1.140~1.170	1.145~1.180	1.160~1.190	1.170~1.22				
JPY	152	150	144	142	138	140.0	145.0	145.0	142.0
	149~154	146~153	142~149	139~146	135~144				
CNH	7.13	7.10	6.90	6.90	6.80	7.00	7.10	7.20	7.00
	7.10~7.18	6.90~7.20	6.70~7.10	6.70~7.10	6.50~7.00				
USD/KRW FX Swap	(18.0)	(15.0)	(10.0)	(15.0)	(12.0)	FX Swap Point 1Y 기준, 분기 평균			

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 민경원).

본 자료는 고객의 투자를 돕기 위한 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당행이 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당행이 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고 자료로만 활용하시기 바라며 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종 결정을 하시길 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없으며 직간접적 손실이 발생해도 당행은 책임을 지지 않습니다.

본 자료는 자본시장법 상 조사분석자료가 아니며 조사분석의 독립성을 확보하기 위한 법적 제한을 받지 않습니다. 또한 법령 상 허용되는 범위 내에서 당행이 본 자료에 언급된 통화 및 관련 금융상품 등을 거래하거나 관련 금융서비스를 제공할 수 있으며 이와 관련해 당행이 이해관계를 가질 수 있습니다.

본 자료에 기재된 의견은 예측에 불과하며 별도 통지 없이 변경될 수 있고 일정한 주기로 업데이트 되지 않을 수 있습니다.

본 자료는 어떠한 경우에도 당행의 사전동의 없이 복사, 인용, 배포, 전송, 대여 및 변경될 수 없습니다

