Macro

그 많던 경상 흑자는 누가 다 먹었을까

Economist 이주원
joowon.lee2@daishin.com

- 최근 수급 측면 달러유출 압력으로 원화 약세폭이 여타 통화대비 과도
- 환율에 경상수지 흑자보다 자본흐름의 영향력이 확대되고 있는 것
- 국제수지를 통해 자본이동과 달러수급 변화, 환율에의 영향을 점검

최근 원화 약세폭이 여타 통화대비 과도한 국면 지속

환율은 상대적인 통화가치 개념으로 중장기적으로 주로 펀더멘털 격차에 수렴. 올해 한국 9 월까지 누적 경상수지 흑자는 역대 최고수준 기록했으며, 정책측면에서도 금리인하 재개한 미국과 달리 한국은 금리 동결. 이에 협상 관련 불확실성 해소되며 원화 약세폭을 빠르게 줄일 수 있을 것이라 전망한 바 있음

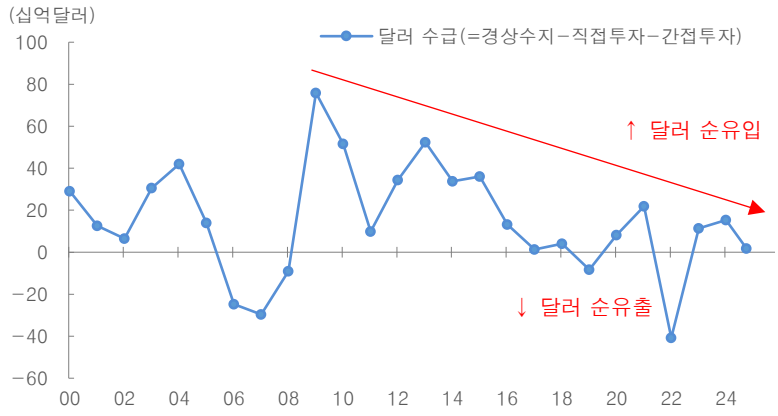
그러나 수급측면에서 달러 유출 및 원화 약세 압력이 지속되고 있음. 내국인의 해외투자 수요가 꾸준히 유입된 가운데, 최근 채권 중심으로 외국인의 국내자산 매도세 확대되며 달러원환율은 오히려 상승폭을 확대. 환율에 경상수지 흑자보다 자본흐름의 영향력이 확대되고 있는 것. 이에 국제수지를 통해 자본이동과 달러수급 변화, 그에 따른 환율에의 영향을 점검

대외 투자수요로 달러 유출 불가피하나, 결국 국내 자산소득으로 유입

글로벌 공급망 재편 및 국내 생산인구 축소에 한국 국제수지는 성숙채권국 구조로 점차 변화 예상. 달러원환율에도 수출경기보다 투자 자금 유출입 및 소득수지 변동이 미치는 영향이 더 커질 전망

장기적으로는 이렇게 누적되는 한국의 해외투자가 결국 수익을 창출하며 국내 자산소득으로 유입될 전망. 소득수지 흑자 폭이 구조적으로 확대하기까지 시차가 있겠으나, 소득수지가 무역수지 흑자 축소를 만회해주는 국면에 진입할 경우 대외 투자 수요에 따른 원화 약세압력 완화가 가능. 결국 새롭게 재편하는 공급망이 자리잡고 한국 국제수지가 성숙 채권국에 진입하면 달러원환율 역시 새로운 레인지에서 균형을 잡아갈 것으로 예상

달러 수급: 달러 순유입 축소 흐름



주: 2025년은 9월까지 누적, 자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

FX 애널리스트의 구차한 변명

어쩌다 1,500 원? 그 많던 경상수지 흑자는 어디로 갔을까?

상반기 달러약세, 국내 정치 불안 완화에 가파르게 하락했던 달러원환율은 4분기 들어 상승 전환, 지난 4월 미국의 관세 발표 이후 최고수준까지 상승했다. 대외적으로 달러가치가 반등하기도 했지만, 원화 약세폭은 여타 통화대비 과도한 국면이 지속되고 있다. 현재 달러인덱스가 고점대비 9.5%, 달러위안환율은 3.1% 하락한 반면, 달러원환율은 고점대비 1.6% 하락한 수준에 불과하다.

한미 협상 불확실성 해소에도 오히려 상승한 달러원환율

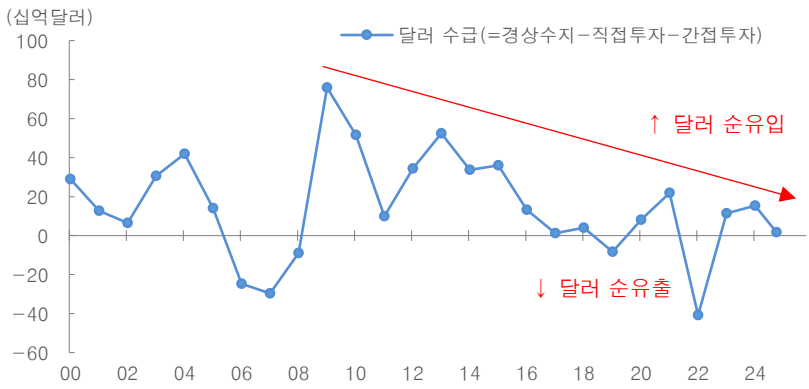
환율은 상대적인 통화가치의 개념으로 양국의 펀더멘털 격차, 수급, 센티먼트 등에 의해 결정된다. 중장기적으로는 주로 펀더멘털 격차에 수렴해왔다. 펀더멘털 측면에서 국내 경제가 3분기 우려보다 나은 성장률을 기록했으며, 반도체 중심으로 수출 역시 견조한 모습을 나타내고 있어 원화 강세 압력이 기대됐다. 특히 국내 경제 구조 상 오랜기간 경상수지 흑자는 원화 강세 요인으로 인식되어 왔는데, 올해 9월까지 누적 경상수지 흑자 규모는 지난해 같은 기간 대비 23% 증가해 역대 최고 수준을 기록했다.

정책을 고려해도 금리인하를 재개한 미국과 달리, 3분기 한국은행이 기준금리를 동결하며 금리차 부담도 제한적인 환경이다. 이에 여타 통화대비 약세를 나타냈던 원화가 협상 관련 불확실성이 해소된다면 약세폭을 빠르게 줄일 수 있을 것이라 전망한 바 있다.

하지만 수급측면에서 달러 유출, 즉 원화 약세 압력이 지속되고 있다. 내국인의 해외투자 수요가 꾸준히 유입된 가운데, 최근에는 채권 중심으로 외국인의 국내자산 매도세가 확대되며 달러원환율은 오히려 상승폭을 확대했다. 환율에 경상수지 흑자보다 자본흐름의 영향력이 확대되고 있는 것이다.

본 자료에서는 경상수지 뿐만 아니라 금융계정이 포함된 국제수지를 통해 자본이동 및 달러 수급 변화에 대해 점검해 보고자한다.

그림 1. 달러 수급: 달러 순유입 축소 흐름



주: 2025년은 9월까지 누적
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

한국 국제수지의 변화

성숙채권국으로 향하는 한국

한국은행에 따르면 국제수지표는 '일정기간 동안 거주자와 비거주자 사이에 발생한 모든 경제적 거래를 체계적으로 기록한 표'다. 이는 국제적으로 IMF의 국제수지 매뉴얼에 따라 작성되며, 경상수지, 자본수지와 금융계정으로 구성되어 있다.

한국은 미성숙 채권국

국제수지 발전 단계설에 따르면 경제발전 수준에 따라 국제수지 구조가 달라진다. 국제수지와 대외자산 구조의 변화로 국가의 흥망성쇄를 단계별로 설명한다. 경상수지와 무역수지, 소득수지 3개 항목이 각각 흑자인지 적자인지에 따라 미성숙채무국부터 채권소진국까지 6단계로 분류한다.

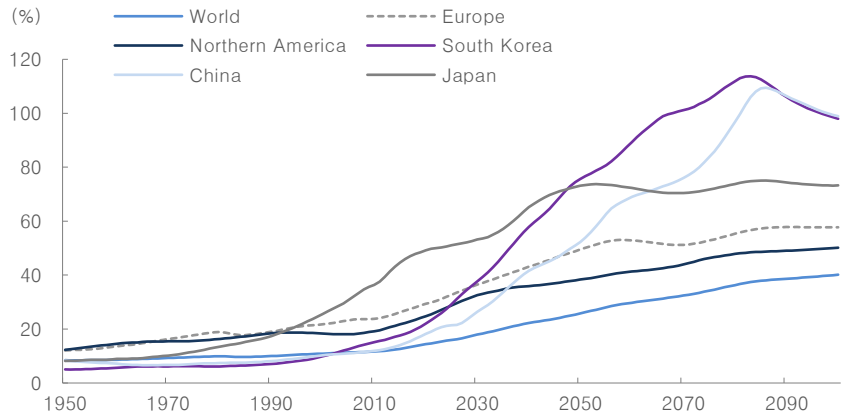
향후 무역수지보다 소득수지 비중 확대 가능성

현재 한국은 3개 항목이 모두 흑자를 지속하고 있어 4단계 미성숙채권국에 해당한다. 교역 확대 및 수출 고도화에 힘입어 상품수지는 구조적으로 흑자를 보이고 있으며, 투자소득수지가 최근에 흑자 전환한 단계라고 볼 수 있다. 한국보다 먼저 고령화 및 경제 선진화가 진행된 일본의 경우 2022년부터 무역수지 적자를 지속했으나, 소득수지와 경상수지는 흑자를 유지하고 있어 5단계 성숙채권국에 해당한다. 자본흐름이 경상흐름보다 영향력이 커지며, 상품수지 적자를 소득수지 흑자가 상회하는 단계다.

최근 한국 경상수지 구조도 5단계로 진입할 조짐이 나타나고 있다. UN은 2049년에 한국의 고령인구 비중이 일본을 넘어설 것으로 전망하는 등 고령화가 빠른 속도로 진행되며 경제 성장동력이 약해질 위험이 확대되고 있다. 고령화가 빨라질 경우 노동인구가 줄어들어 내수 기반이 약해질 뿐만 아니라, 생산비용 상승에 제조업 경쟁력이 약해질 수 있다. 여기에 탈글로벌화 및 공급망 재편 과정에서 주요 산업 생산기지가 해외로 옮겨가며, 향후 수출에 추가 하방리스크로 이어질 가능성을 배제할 수 없다. 국내 산업 생산기지를 해외로 이전하는 과정에서 직접투자 확대가 예고된 것이다. 게다가 팬데믹 이후로 내국인의 해외 포트폴리오투자 금액 누적 속도 역시 빨라진 상황이다.

경상수지 구조 변화로 소득수지 흑자가 누적될수록 달러원환율이 소득수지 추이에 연동되는 모습을 확인할 수 있다. 과거에는 견조한 수출 증가세가 주된 원화 강세요인으로 작용하며 수출 증가세와 달러원환율 추이가 유사했는데, 최근에는 커플링이 약해진 모습이다. 2015년 이전과 그 이후를 비교했을 때, 달러원환율과 소득수지의 상관계수가 높아졌다. 이 역시 국제수지 구조가 변화하는 과정에서 품목별로 환율에 미치는 영향력이 달라질 수 있음을 시사한다. 이러한 변화는 과거 일본에서 나타난 흐름과 유사하다. 이에 한국 경상수지 변화가 어떻게 나타날지, 환율에의 영향은 어떨지 가늠하는 데 일본 사례를 참고할 필요가 있다고 판단했다.

그림 2. 한국의 빠른 고령화(15-64 세 인구대비 65 세 이상 인구 비중)



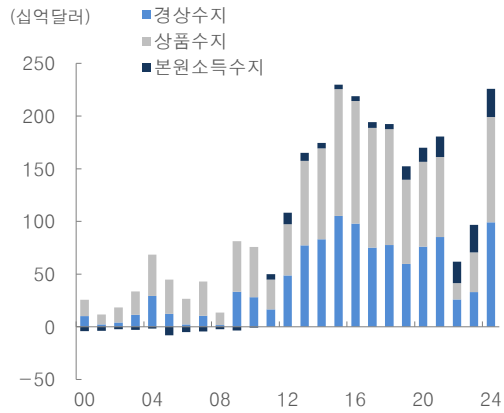
자료: UN, 대신증권 Research Center

그림 3. 국제수지 발전의 여섯단계

	무역수지	경상수지	소득수지
미성숙채무국	-	-	-
성숙채무국	+	-	-
채무반제국	+	+	-
미성숙채권국	+	+	+
성숙채권국	-	+	+
채권소진국	-	-	+

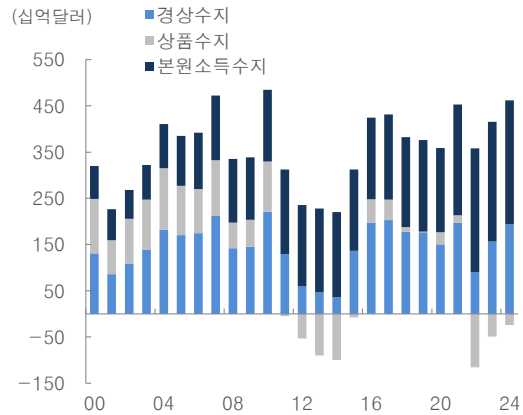
자료: Kindleberger(1985), 대신증권 Research Center

그림 4. 한국 무역수지, 소득수지, 경상수지



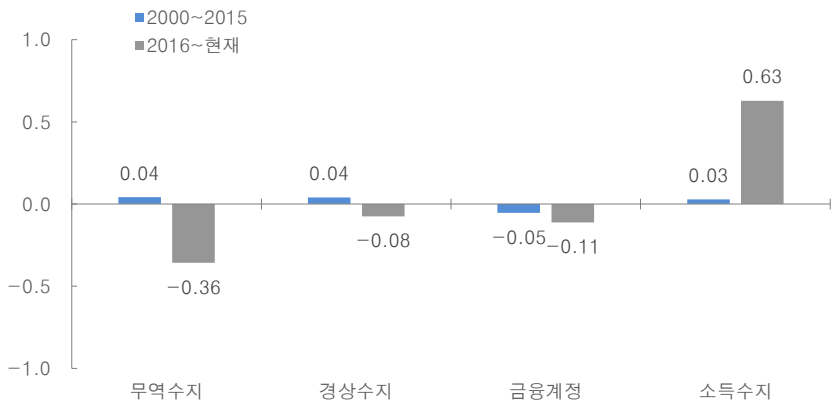
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 5. 일본 무역수지, 소득수지, 경상수지



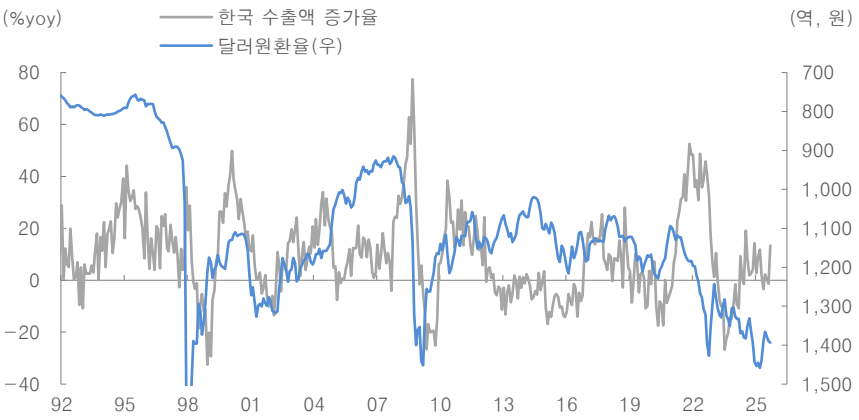
자료: IMF, 대신증권 Research Center

그림 6. 달러원환율과 각 항목의 상관계수 변화 (2015 년 이전과 이후)



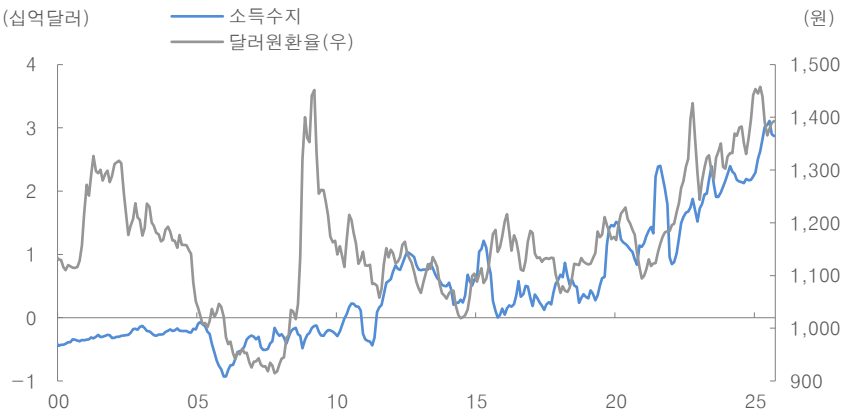
자료: 관세청, 한국은행, Refinitiv, 대신증권 Research Center

그림 7. 한국 수출 증가율과 달러원환율



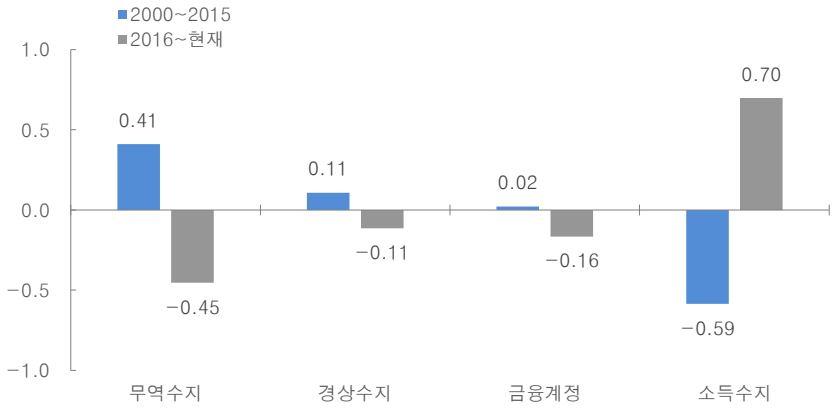
자료: 관세청, Refinitiv, 대신증권 Research Center

그림 8. 한국 본원소득수지와 달러원환율



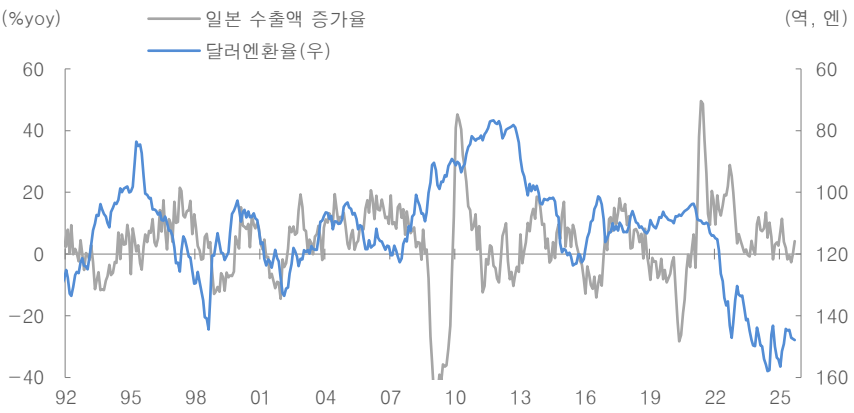
자료: BOK, Refinitiv, 대신증권 Research Center

그림 9. 달러엔환율과 각 항목의 상관계수 변화 (2015 년 이전과 이후)



자료: BOJ, Refinitiv, 대신증권 Research Center

그림 10.일본 수출 증가율과 달러엔환율



자료: MoF, Refinitiv, 대신증권 Research Center

그림 11. 일본 본원소득수지와 달러엔환율

자료: BOJ, Refinitiv, 대신증권 Research Center

국제수지 품목별로 뜯어보기

경상수지

경상수지에는 거주자와 비거주자 간의 상품 및 서비스 거래, 배당 및 이자의 소득거래, 대가 없이 이뤄진 이전거래를 포함한다. 경상수지 흑자는 외국에서 벌어들인 금액이 외국에 지불한 금액을 상회한 것을 의미한다. 경상수지는 상품수지, 서비스수지, 본원소득수지 및 이전소득수지 4개 항목으로 나뉜다.

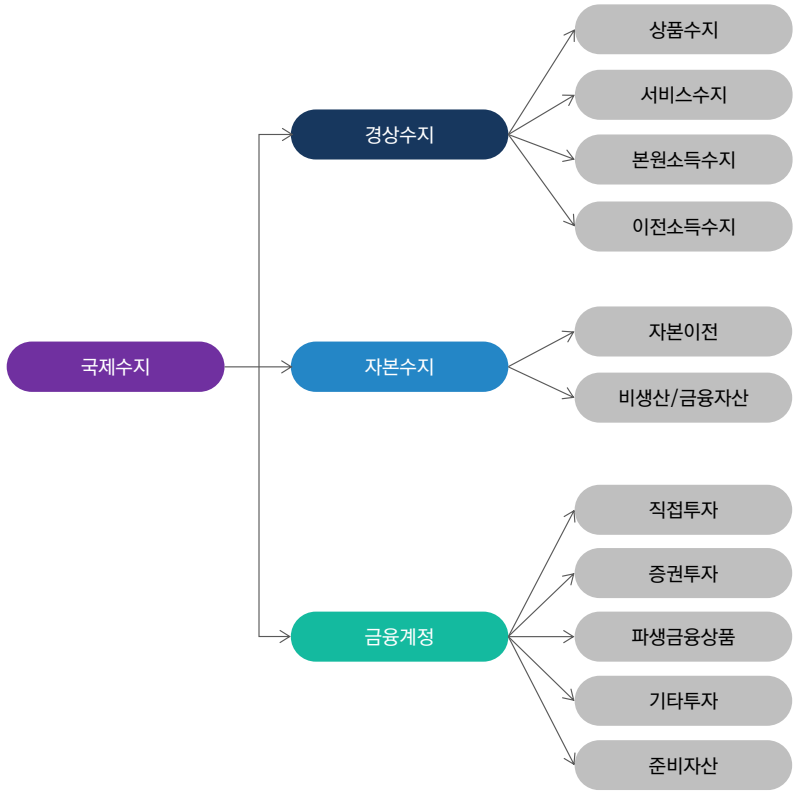
아직은 상품수지 중심 경상수지 흑자

앞서 언급했듯이 한국은 그동안 (상품)수출 중심 경제 구조를 갖고 있어 경상수지에서 상품수지가 차지하는 비중이 지배적이다. 다만 주요 수출 산업 생산기지를 해외로 옮기고 있어 상품수출 축소가 예상되는 반면, 내수 기반 약화로 상품수입 역시 축소될 것으로 예상된다. 상품 교역량 시차를 두고 결국 뿐만 아니라 상품수지 흑자 기조는 점차 축소될 가능성이 크다.

그러나 점차 늘어날 소득수지 흑자

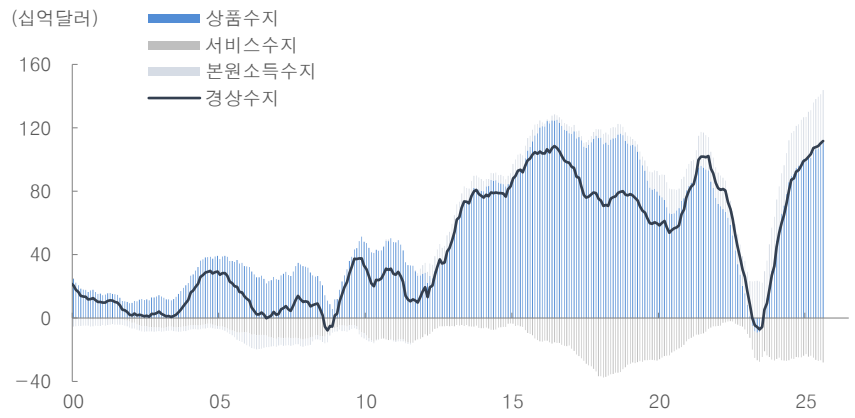
한편 2000년대 후반부터 해외투자를 확대해온 가운데, 시차를 두고 배당, 이자 등의 자산소득이 유입되며 2010년대 후반부터는 소득수지 흑자 폭이 조금씩 늘어나고 있다. 이러한 부분이 상품수지 흑자가 축소되는 부분을 일부 상쇄할 수 있을 전망이다. 경상수지 품목별 흐름을 다음 파트에서 살펴보았다.

그림 12. **국제수지표의 구성**



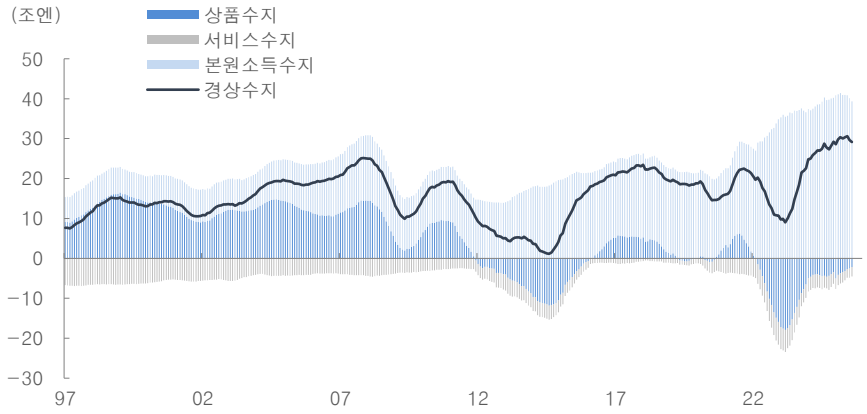
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 13.한국 경상수지



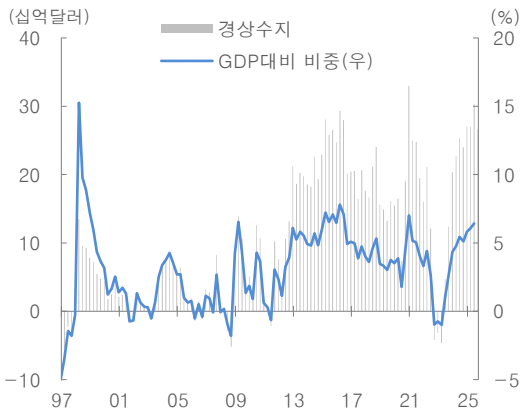
자료: MoF, 대신증권 Research Center

그림 14. 일본 경상수지



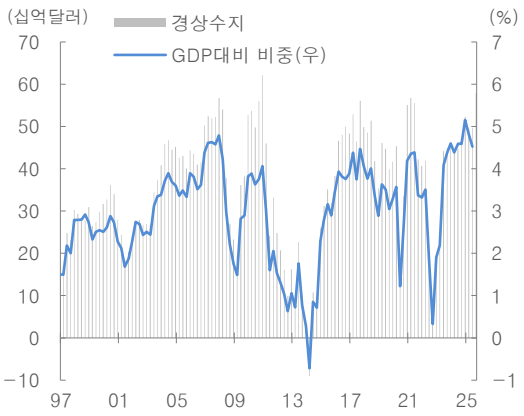
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 15. 한국 경상수지와 GDP 대비 비중



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 16. 일본 경상수지와 GDP 대비 비중



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

1) 상품수지: 당분간 흑자 기조 유지

여전히 구조적으로 흑자 지속

상품수지는 상품의 수출액과 수입액의 차액으로, 무역수지와 그 개념은 같다. 다만 수출입 가격 평가기준과 계상시점이 차이가 있어 그 금액이 서로 다르다.

한국의 수출 중심 경제구조 및 무역수지 흑자 기조는 2000년대 전후 성립되었다. 글로벌화가 본격적으로 진행되는 과정에서 한국이 중국의 중간재 공급기지 역할을 하며 수출이 빠르게 성장했다. 글로벌 제조업 공급망이 안정화된 가운데 2010년대에는 원유가격이 하락하며 무역수지 흑자 기조를 견고하게 유지했다. 2020년대 들어서는 유가 및 환율 등락에 따라 변동성을 보이고 있으나 구조적인 무역수지 흑자 기조는 유지되고 있다.

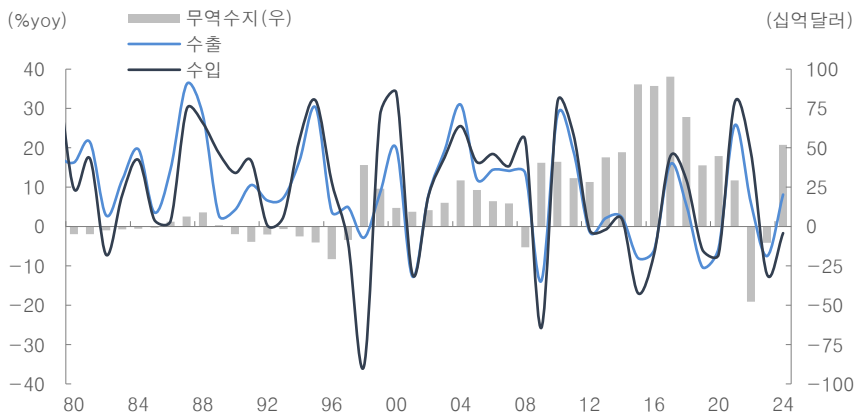
일본의 경우, 1980년대 후반 플라자합의 이후 엔고, 고령화 등이 자국 내 수출 경쟁력 약화를 초래해 해외로 생산기지를 옮기며 현지화 전략을 시작했다. 그럼에도 일본의 무역수지는 2000년대 초반까지 흑자를 유지했으나, 2008년 금융위기, 2011년 동일본 대지진, 2020년 팬데믹 등을 거치며 결국 적자 전환한다.

그러나 수출 경기 하방리스크 부각

한국 역시 당장 무역수지 흑자가 급격하게 축소되거나 구조적으로 적자 전환할 가능성은 제한적이다. 다만 팬데믹 이후 탈글로벌화 및 공급망 재편 흐름이 본격화되며, 한국 주요 수출 산업 생산기지가 국외, 특히 미국으로 옮겨가고 있지만 미국이 단기간 내에 제조업 공급망 및 제조업 경쟁력을 완전히 확보하기는 현실적으로 어렵기 때문이다. 게다가 생산기지가 이전된 만큼 수입 역시 줄어들 가능성이 크다. 다만 시차를 두고 공급망이 재편되는 과정에서 한국 무역수지에는 구조적으로 하방압력이 불가피한 상황이다.

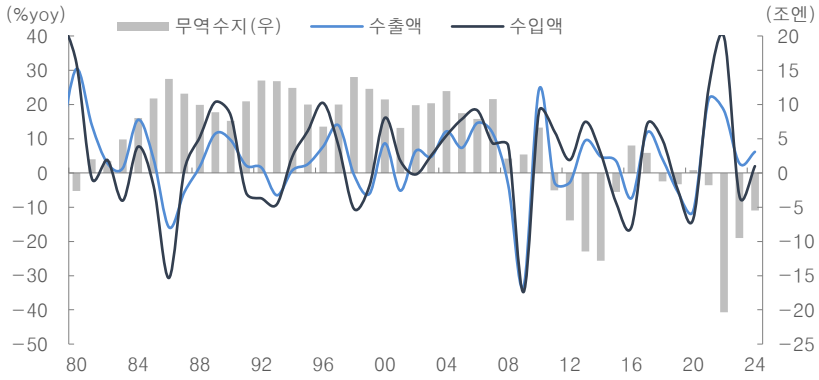
문제는 무역수지 흑자가 단기적으로 지속되더라도 원화 강세로 이어지는 연결고리는 약해질 수 있다는 점이다. 수출로 벌어들인 달러를 기업은 향후 해외투자 수요 등을 위해 달러로 보유하고 있을 가능성이 크다. 기업이 보유한 달러는 환율 급등에 따른 차익 실현이나 국내 원화 유동성 부족 발생 시 원화 환전으로 이어져 달러원 환율 상단을 제한하는 역할을 할 것으로 기대된다.

그림 17.한국 무역수지 장기 추이



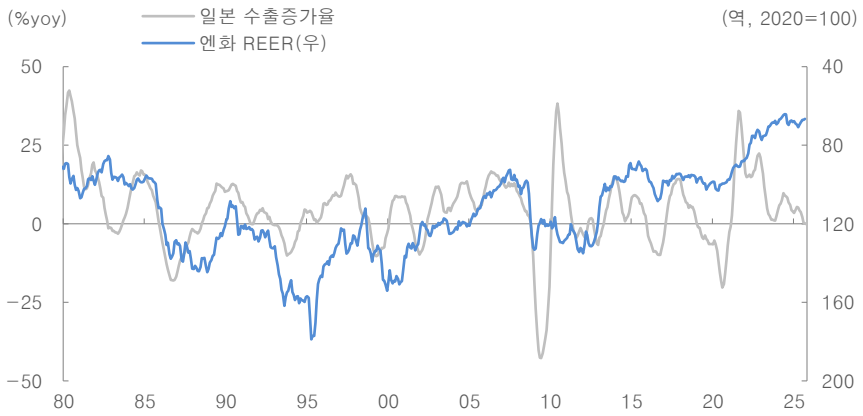
자료: 관세청, 대신증권 Research Center

그림 18. 2008 년 이후 일본 무역수지 흑자 부진



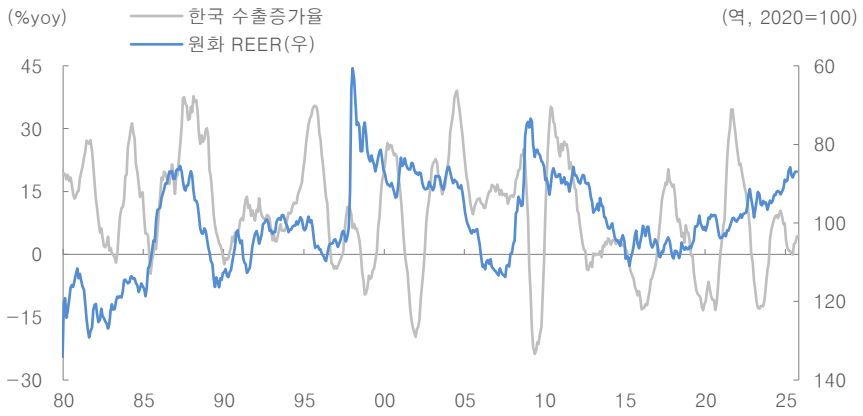
자료: MoF, 대신증권 Research Center

그림 19. 엔화 실질실효환율과 수출 증가율



자료: BIS, MoF, 대신증권 Research Center

그림 20. 원화 실질실효환율과 수출 증가율



자료: BIS, 관세청, 대신증권 Research Center

2) 서비스수지: 아직은 적자 압력 우세

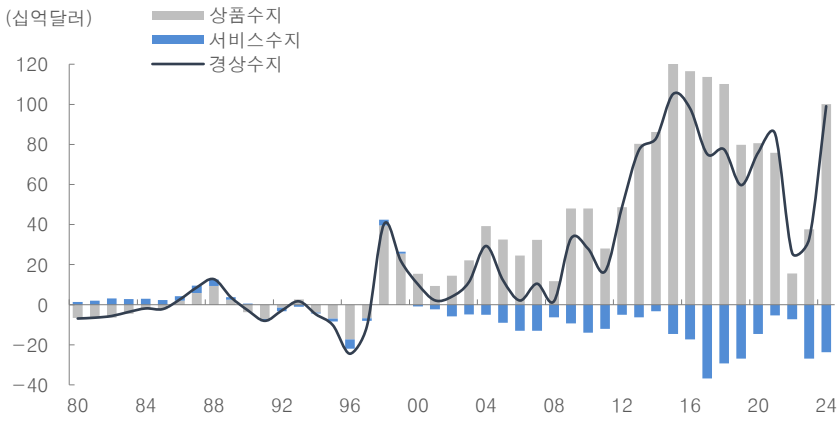
서비스 수지는 적자를 지속

서비스수지는 서비스 거래로 수취한 돈과 지급한 돈의 차이를 의미한다. 외국으로부터 받은 운임, 관광객이 국내에서 쓴 돈 등이 서비스 수입이며. 한국이 외국에 지급한 운임이나 해외여행 경비는 서비스 지급이다. 한국 서비스수지는 2000년대 이후 제조서비스 및 여행서비스 중심으로 적자 폭을 확대하고 있다. 여기서 제조 서비스는 한국에서 생산한 중간재를 해외에서 가공/조립할 경우 제조 서비스 수입으로 취급한다. 최근 기술 발달 등으로 상품생산 과정에서 중간재로 서비스 투입 비중이 확대되고 있다.

여행 수출 증가가 적자를 일부 상쇄할 수 있을지?

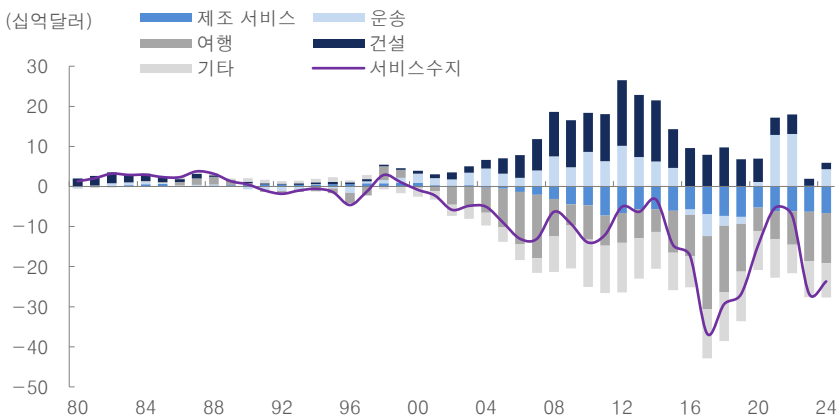
한편, 여행서비스의 경우 내국인의 해외출국이 외국인의 국내입국을 상회하는 국면이 지속되고 있다. 그러나 최근 K-문화가 각광받으며 한국에 방문하는 외국인이 증가하는 것으로 파악된다. 기타 서비스 중 문화/여가 서비스 수출이 2014년 이후 흑자폭을 확대하고 있는 점 역시 K-문화 트렌드를 뒷받침한다. 팬데믹 이후 레벨을 높인 달러원환율 역시 여행 수출에 기여할 수 있다. 서비스 수지 적자폭을 줄이는 데 주요 산업으로 작용할 가능성을 고려해볼 필요가 있다.

그림 21.한국 서비스 수지는 2000 년대 이후 적자 지속



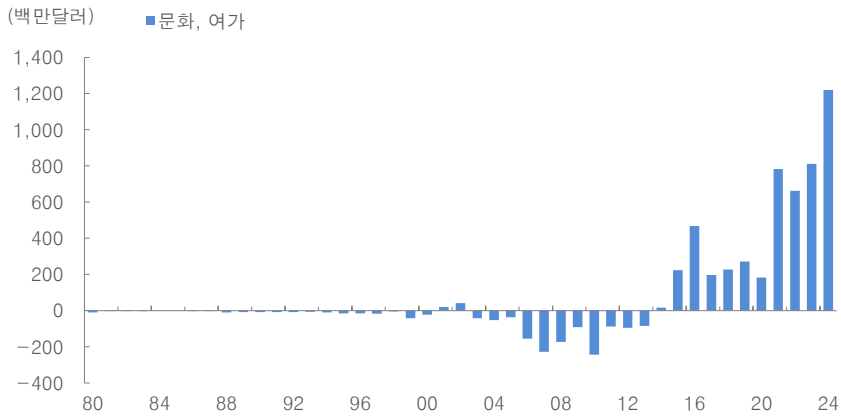
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 22. 한국 서비스 수지 품목별 분류



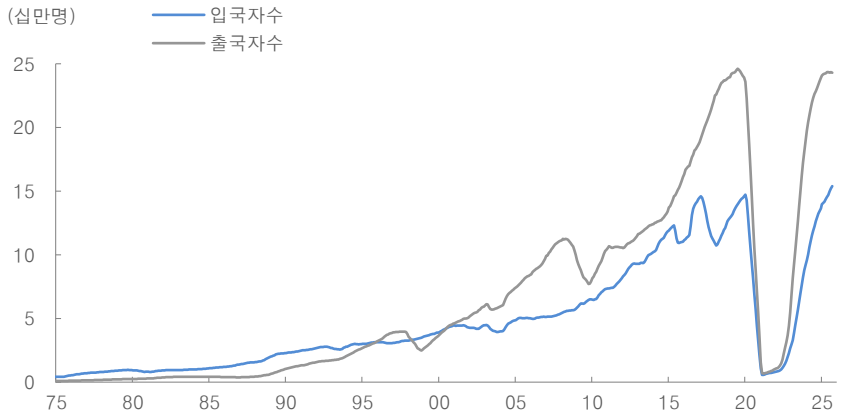
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 23. 문화, 여가 서비스 수지



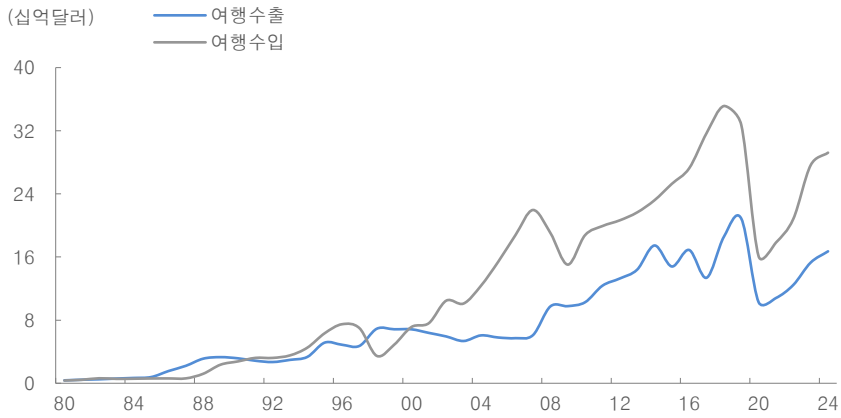
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 24. 한국 출입국자 수 추이



자료: 한국관광공사, 대신증권 Research Center

그림 25. 여행서비스 수출입 금액 추이



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

3) 소득수지

그러나 해외투자는 시차를 두고 국내 소득으로 유입될 것

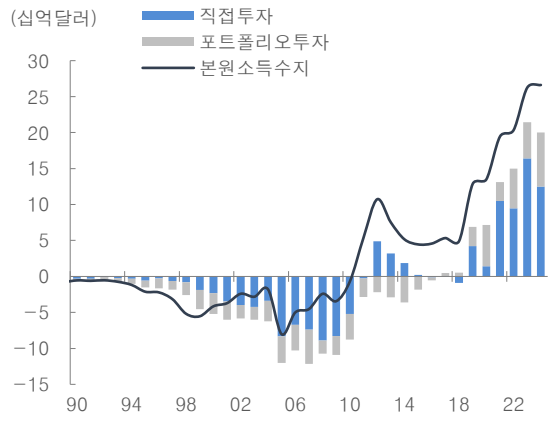
경상수지 내 소득수지는 본원소득수지에 포함된 투자소득 비중이 지배적이다. 거주자가 외국에 투자하여 벌어들인 금액과 국내에 투자한 비거주자에게 지급한 배당금 및 이자의 차액을 의미한다. 한국의 소득수지는 2011년부터 흑자 전환했다. 그 전까지는 한국의 해외투자보다 외국인의 대내투자가 더 먼저 활발하게 진행되며 적자를 유지해왔다. 2000년대 후반부터 한국 기업들이 직접투자를 본격화한 가운데, 금융위기 전후 외국인의 대내투자가 정체되며 소득수지는 흑자로 전환하게 된다. 2019년부터 그간 투자했던 기업들이 수익을 내는 시기가 되며 직접투자를 중심으로 소득수지 흑자 폭이 확대되었다.

한국보다 이른 시기부터 해외투자를 확대했던 일본 소득수지의 경우 1985년부터 꾸준히 흑자를 유지했다. 2000년대 들어서며 일본의 무역수지가 둔화했음에도 소득수지가 확대됨에 따라 경상수지 흑자는 견고하게 유지되고 있다. 특히 아베 총리 취임 이후 리쇼어링 정책에도 일본의 직접투자 금액이 빠르게 확대된 가운데, 2018년부터 소득수지 흑자 중 직접투자소득 비중이 포트폴리오투자소득 비중을 상회하는 모습을 확인할 수 있다.

투자소득이 누적될 경우 경상수지 흑자 및 원화 강세에 기여

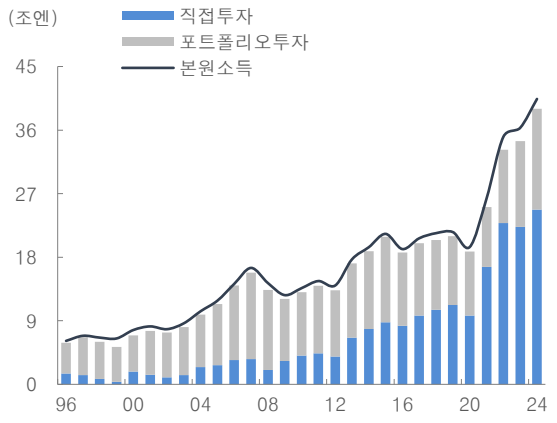
해외투자는 추후에 배당을 받거나, 재투자이익 및 이자가 발생할 수 있어 이는 투자소득수지 흑자 요인이다. 결국 당분간 자금유출이 누적될 수밖에 없더라도, 시차를 두고 소득이 유입될 경우 소득수지가 경상수지 흑자 유지에 기여할 수 있다. 아직은 소득수지 흑자분이 국내 원화 수요로 이어지기 보다는 해외재투자 수요로 이어지고 있는 것으로 판단된다. 하지만 고령화가 진행 중인 국내 인구구조를 감안하면 한국 역시 일본과 마찬가지로 자산소득이 가계(혹은 개인) 소득에서 차지하는 비중이 커질 수 있으며, 결국은 생활비 마련 등을 위한 원화 환전 수요로 이어질 것으로 예상된다. 장기적으로 소득수지 흑자가 환율에 영향력이 확대될 수 있는 것이다.

그림 26.한국 소득수지



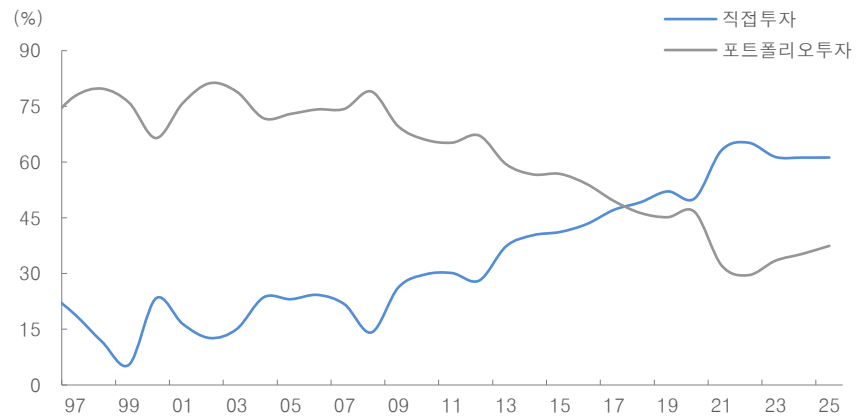
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 27. 일본 소득수지



자료: BOJ, 대신증권 Research Center

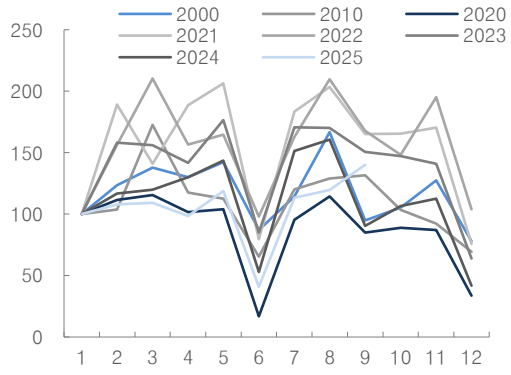
그림 28. 일본 소득수지 비중



자료: BOJ, 대신증권 Research Center

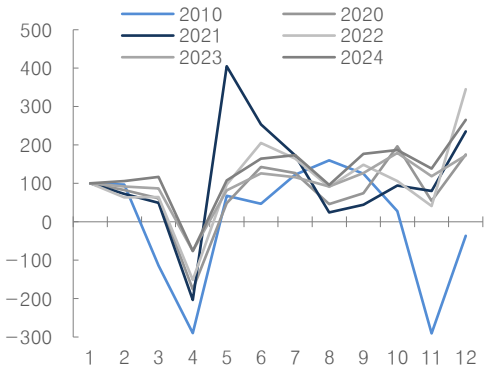
한국보다 이른 시기부터 소득수지 흑자을 유지해온 일본 사례를 통해 소득수지 및 환율의 월별 계절성을 예측해볼 수 있다. 일본의 경우 5월, 8월에 해외로부터 배당금을 수취하고 6월, 12월에는 해외에 배당금을 지급하여 소득수지가 뚜렷한 계절성을 보이고 있다. 한국 역시 소득수지가 흑자로 전환하며 계절성이 점차 명확해지고 있다. 과거에는 4월, 11월에 해외에 배당을 지급하며 소득수지가 적자로 전환했다면, 최근에는 연말에는 해외로부터 수취하는 배당금이 늘어나 흑자폭을 오히려 확대하는 모습이다. 이렇게 해외로부터 이자 및 배당을 수취하는 금액이 커질수록 원화에 계절적으로 강세 요인으로 작용할 수 있음을 감안해야 할 것이다.

그림 29. 일본 소득수지 계절성



자료: BOJ, 대신증권 Research Center

그림 30. 한국 소득수지 계절성



자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

금융계정

이렇게 경상거래로 유입된 외화를 활용하여 외채를 줄이거나 해외투자로 새로운 소득을 창출한다. 일정 기간동안 쌓인 경상수지 흑자를 어디에 사용했는지는 금융계정에서 파악할 수 있다.

금융계정은 직접투자, 증권투자, 파생금융상품, 기타투자와 준비자산으로 구성된다. 자산은 거주자의 해외투자를, 부채는 비거주자의 국내투자를 의미한다. 자산에서 부채를 차감한 금액이 금융계정이다. 국제수지표는 복식부기원칙에 따라 차변 대변에 동시에 계상되기 때문에, 경상수지에서 금융계정을 차감하면 0이 된다.

1) 직접투자: 생산기반 해외 이전에 투자 확대

직접투자는 직접투자관계에 있거나, 모기업을 공유하는 동료기업관계의 거래를 의미한다. 관계를 발생시키는 최초의 거래뿐만 아니라 투자자와 투자 대상기업 간의 차입과 대출 등 후속거래 내용도 포함된다.

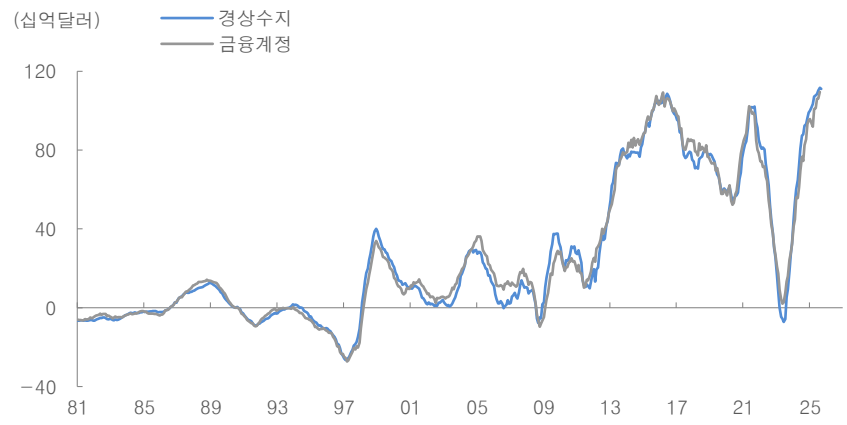
미국 주도 공급망 재편에 직접투자는 빠르게 증가 지속

한국의 직접투자는 2006년 이후 지금까지 순유출 국면을 유지하고 있다. 2000년대 전후 한국경제가 성장, 인건비가 상승하며 국내 생산비에 부담이 확대되자 주요 기업들은 일부 생산기지를 해외에 마련하기 시작했다. 대외적으로 2001년 중국의 WTO 가입으로 글로벌화가 나타나며 비용 절감 및 시장 접근성 개선에 대한 필요성도 부각된 결과다. 이에 주요 산업이 중국, 베트남 등 신흥국에 생산기지를 마련했다.

이는 기업 및 정부의 달러 수요

여기에 미·중 패권경쟁이 심화되며 공급망 재편 흐름이 나타나고 있다. 세제 혜택을 동력으로 반도체, 배터리, 조선 등을 포함한 주요 기업들은 미국 내 생산능력을 강화하고 있다. 최근에는 미국과 관세협상에서 대미 투자를 약속한 상황이다. 이로 인해 당분간 미국 중심으로 직접투자 자금 유출은 지속될 공산이 크며, 이는 정부 및 기업의 달러수요로 이어질 것으로 예상한다.

그림 31.한국 경상수지와 금융계정



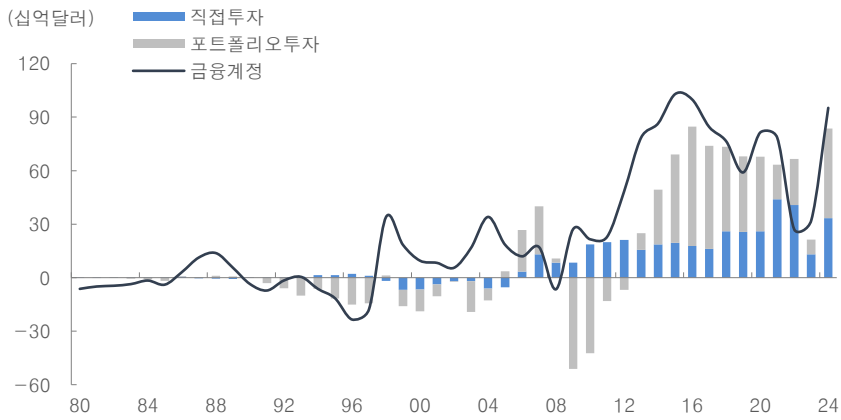
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 32. 복식부기 원칙에 따른 국제수지 거래 기장

	차변	대변
경상수지	– 상품수입(실물자산 증가) – 서비스지급 – 본원소득지급 – 이전소득지급	– 상품수출(실물자산 감소) – 서비스수입 – 본원소득수입 – 이전소득수입
자본수지	– 자본이전지급 – 비생산/비금융자산 취득	– 자본이전수입 – 비생산/비금융자본 처분
금융계정	– 금융자산 증가 – 금융부채 감소	– 금융자산 감소 – 금융부채 증가

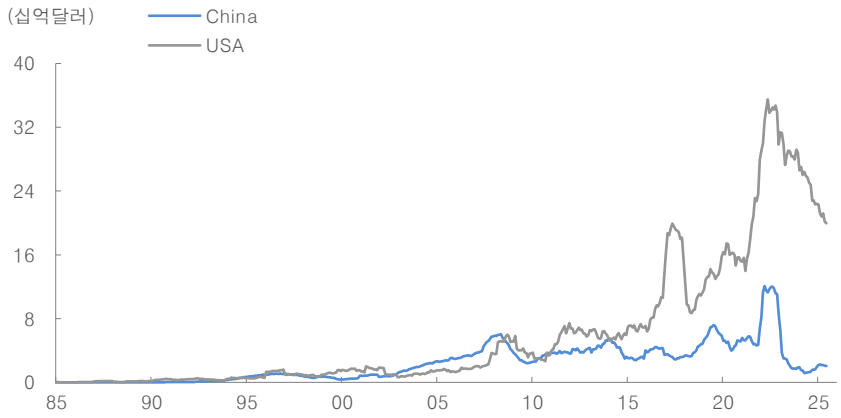
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 33. 한국 금융계정



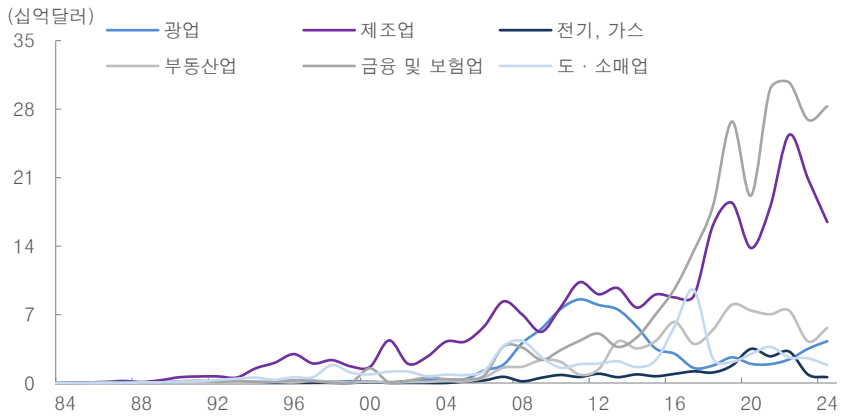
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 34. 미국, 중국향 직접투자 금액 추이



자료: 한국수출입은행, 대신증권 Research Center

그림 35. **산업별 FDI**



자료: 한국수출입은행, 대신증권 Research Center

2) 포트폴리오투자(증권투자): 기대수익률에 따른 변화 가능

해외증권투자 역시 꾸준히 누적

증권투자는 거주자와 비거주자 사이에서 이뤄진 주식 및 채권 거래를 계상한다. 자산은 거주자가 외국이 발행한 증권을 투자한 금액이고, 부채는 거주자가 발행한 증권을 비거주자가 투자한 금액이다. 직접투자와 증권투자 외에 대출, 차입이나 무역신용, 현금 및 예금 등의 금융거래는 기타투자에 포함된다.

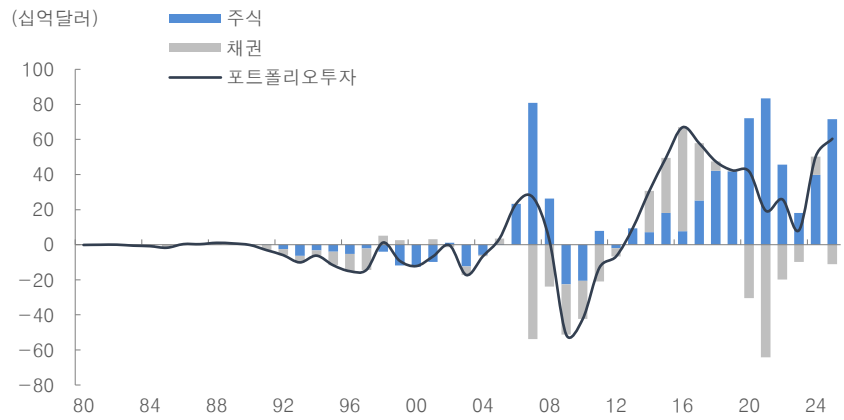
한국은 팬데믹 이후 주식 투자가 빠르게 누적, 이 역시 원화 약세 및 변동성 확대 요인

한국 포트폴리오투자는 2010년대 들어 국내 자산시장의 성과부진에 2013년 순유출로 전환, 해외투자 금액이 본격적으로 확대된다. 국내 금리가 낮은 수준을 유지했던 한편, 미국 증시는 상승 사이클에 진입하며 자본차익 뿐만 아니라 환차익을 확보할 수 있는 환경이었다. 팬데믹 이후로는 미국의 고금리 및 강달러가 지속되자, 기관투자자 뿐만 아니라 서학개미와 같은 개인투자자 자금도 더해져 한국의 포트폴리오 투자자산은 주식을 중심으로 누적 속도가 빨라졌다. 이에 투자자금의 차익실현 혹은 본국 송환 유인이 유입되는지 여부가 환율에 미치는 영향이 점점 커지고 있다.

일본 포트폴리오 투자 흐름을 살펴보면, 2013년 아베노믹스 하에서 주가 상승 기대가 커지며 외국인 자금이 빠르게 유입되었다. 한편 일본의 초저금리 환경이 장기화되며 내국인 입장에서는 해외채권의 금리 매력도가 상당했기 때문에 채권을 중심으로 투자가 활발히 이뤄졌다. 이 부분이 포트폴리오 투자가 주식 중심으로 나타난 한국과는 다른 점이다.

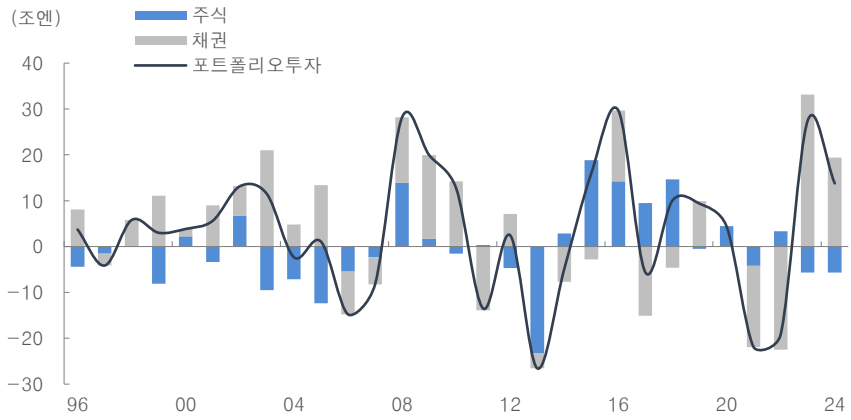
한국보다 먼저 고령화가 진행된 일본의 경우 연금에서 가입자 대비 수급자가 빠르게 늘어나고 있어 안전자산인 채권에 대한 수요가 크며, 재투자로 해외자산 증가로 누적되기보다 자국 내로 송환될 여지가 클 것으로 판단된다. 이러한 흐름은 뒤에서 살펴볼 IIP에서 확인 가능하다.

그림 36.한국 포트폴리오 투자



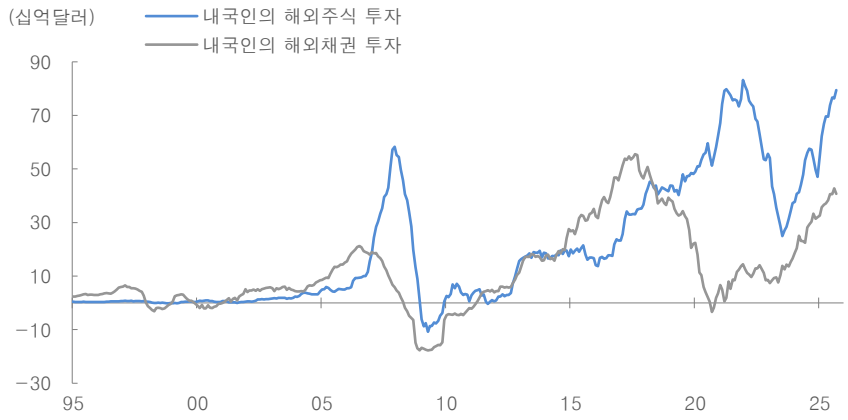
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 37. 일본 포트폴리오 투자



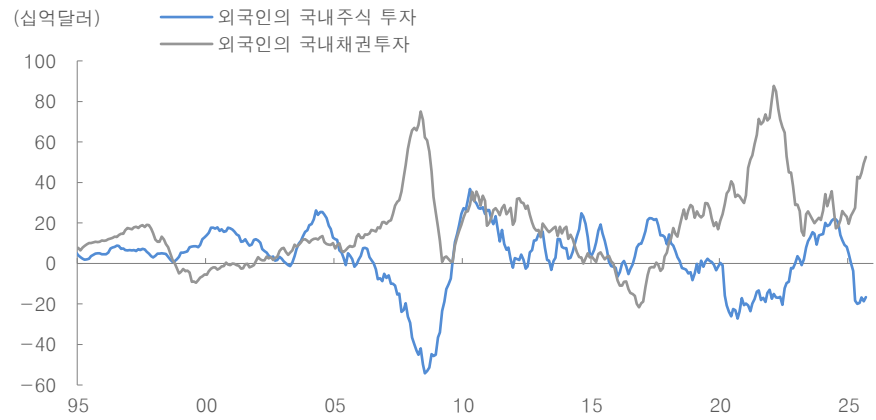
자료: MoF, 대신증권 Research Center

그림 38. 한국 내국인의 해외 증권투자



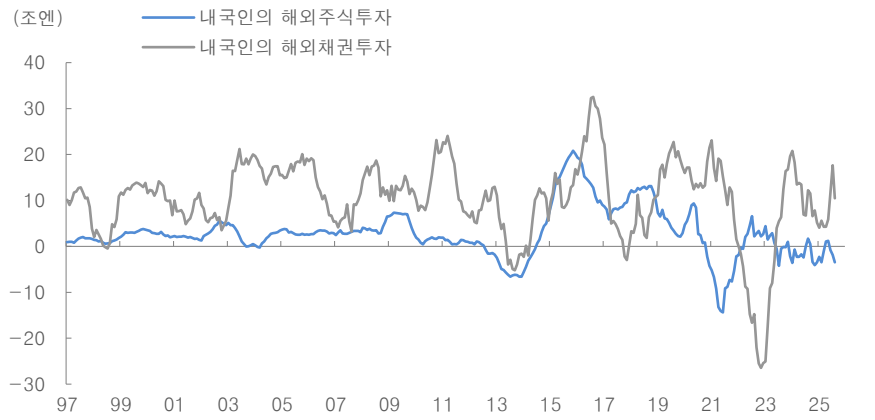
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 39. 외국인의 국내 증권 투자



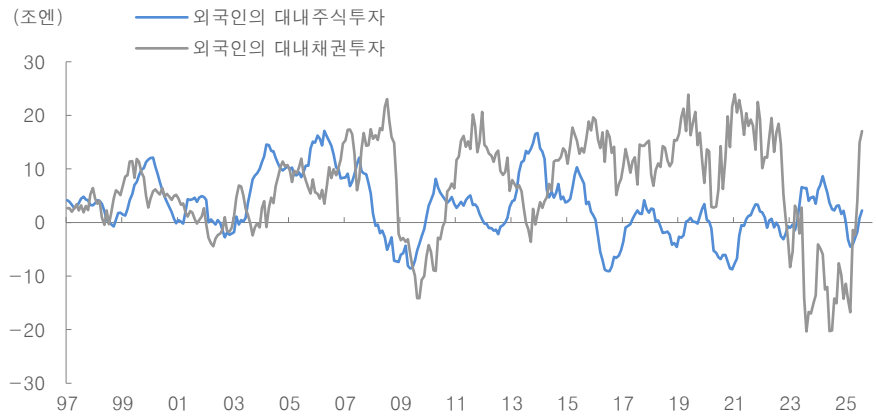
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 40. 일본 내국인의 해외 증권 투자



자료: BOJ, 대신증권 Research Center

그림 41. 외국인의 일본 증권 투자



자료: BOJ, 대신증권 Research Center

순대외자산(IIP)

한국도 대외 순채권국

장기간 지속된 해외투자가 누적되어 일본은 GDP 대비 순대외자산 비중 1위를 차지하고 있다. 한국의 순대외자산은 2014년 3분기 플러스(+)로 전환, 대외 순채권국이 되었고 해외투자 규모가 빠르게 늘어나 6월 기준 GDP 대비 55% 수준을 나타냈다. 순대외금융자산의 경우 올해 세계에서 7번째로 1조달러를 달성하기도 했다. 보유한 자산의 가격 및 환율 변동까지 감안한 순대외자산의 잔액은 국제투자대조표(IIP)에서 확인할 수 있다.

국제투자대조표는 '특정시점에서 한 나라의 거주자가 보유하고 있는 모든 대외금융 자산 및 부채의 잔액을 체계적으로 정리한 통계표'이다. 국제수지와 동일한 IMF의 분류체계를 따르고 있어 앞서 정리한 금융계정과 항목이 같다. 국제수지표가 일정기간 동안 발생한 거래를 기록한 유량(flow) 통계라면, 국제투자대조표는 특정시점을 기준으로 상품가격, 환율 등 거래 외적으로 나타난 금액의 변동까지 반영한 저량(stock) 통계다.

대외순자산의 증가는 소득수지 개선 및 대외 건전성 개선 측면에서는 긍정적인 판단이 가능하나, 자본의 해외유출이 지속되고 있음을 시사한다. 결국 국내 자본시장의 투자기반 약화가 잠재성장률 하락 압력으로 작용하고, 이는 또다시 자본의 해외유출을 자극하는 악순환으로 이어질 수 있다는 점에서 경계 요인이다.

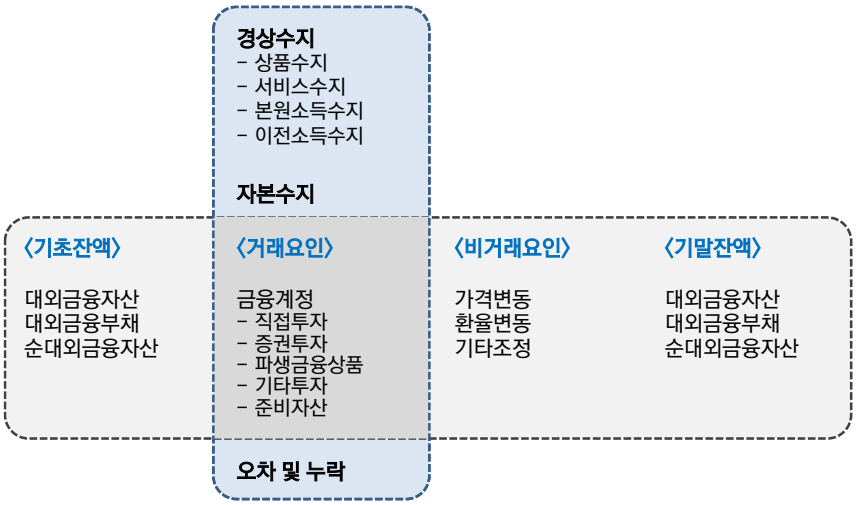
일본과 같은 국가는 보유한 순대외자산이 큰 탓에, 글로벌 금융시장에 위험회피 심리가 확산할 경우 안전자산으로서 해당 통화가 주목 받는다. 해외에 누적되어 있는 일본의 자금이 금융시장 변동성이 확대되어 본국으로 송환될 경우, 엔화 수요가 급증할 수 밖에 없기 때문이다. 또한 투자를 통해 소득 및 자산이 쌓이며 외환보유고도 축적하기 때문에, 외환시장 변동성이 커질 경우 대응할 여력이 충분하다는 점 역시 안전자산의 여건이다.

내국인의 해외투자 확대에 한국 소득수지 및 대외금융자산 누적 예상

아직 한국의 소득수지나 순대외금융자산, 준비자산 규모는 일본과 비교했을 때 상대적으로 작다. 그러나 대내외 환경 변화로 내국인의 해외투자가 확대되며 한국의 소득수지 및 대외금융자산도 점차 누적될 것으로 보인다. 이에 앞으로는 경상수지와 환율 간의 관계를 고려할 때, 무역수지 흐름 뿐만 아니라 투자수요 및 본국송환/원화 환전 수요가 있는지가 더 중요하게 작용할 수 있음을 감안해야 할 것이다.

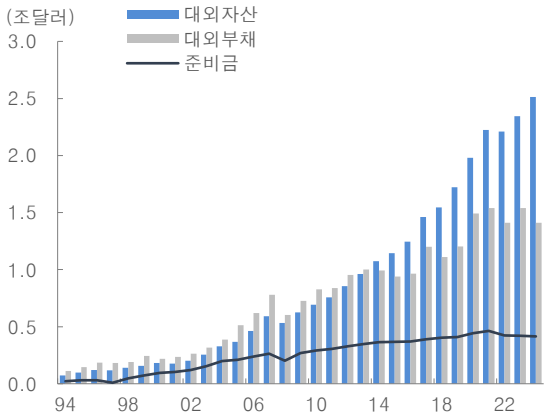
앞서 언급했듯이 외환 관련 리스크 발생 시, 한국 역시 일본처럼 대외자산의 자국통화 환전 수요가 유입되면서 외환 수급 안정에 기여할 수 있다. 하지만 최근 국내 대외자산 추이를 보면, 공공부문보다 민간부문의 해외자산규모가 빠르게 확대되고 있다. 경상수지 흑자로 유입된 달러에서 민간부문의 해외투자수요가 확대된 만큼 공공부문의 해외자산 증식 여력이 제한될 수 있다는 점은 우려되는 부분이다. 실제로 공공부문의 해외자산이라 할 수 있는 준비자산은 2022년 이후 꾸준히 감소하고 있다.

그림 42.국제투자대조표(IIP)와 국제수지표(BOP)의 관계



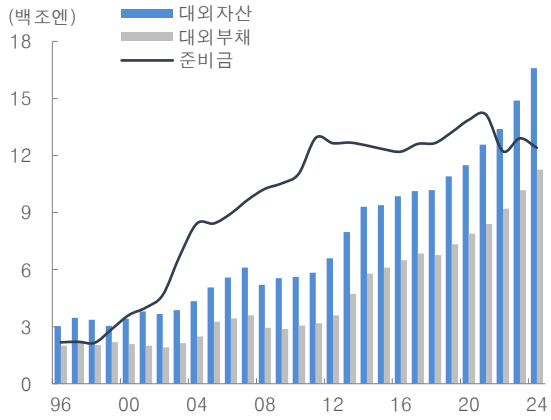
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

그림 43. 한국 순대외자산과 준비금



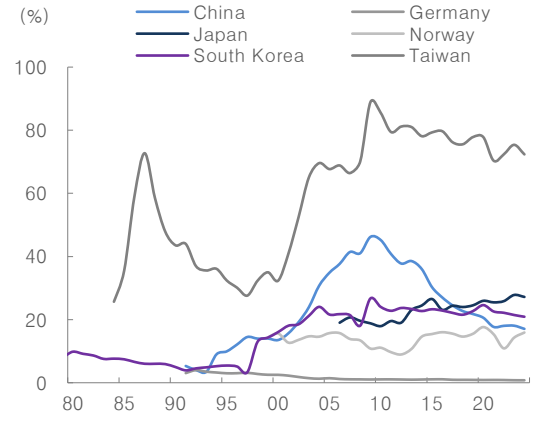
자료: IMF, 대신증권 Research Center

그림 44. 일본 순대외자산과 준비금



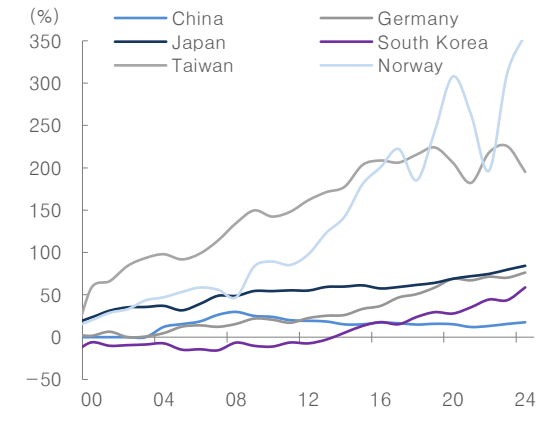
자료: BOJ, 대신증권 Research Center

그림 45. 국가별 GDP 대비 외환보유액



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 46. 국가별 GDP 대비 대외순자산



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

국제수지 구조 변화가 환율에 미치는 영향

새로운 균형을 찾아나갈 달러원 환율

직/간접 대외투자 수요는 달러원환율의 하단을 높이는 요인

글로벌 공급망 재편 흐름 및 국내 생산인구 축소에 한국 국제수지는 성숙채권국 구조로 점차 변화해갈 것으로 보인다. 이로 인해 달러원환율에도 한국 수출경기보다 투자 자금 유출입 및 소득수지 변동이 미치는 영향이 더 커질 것으로 예상한다. 경상수지 흑자가 지속되더라도 대외자산 직접/간접투자 수요 확대 시 달러 수급 측면에서 달러 순유출이 발생할 수 있다.

내년 국내 경상수지는 올해보다 흑자폭이 소폭 축소될 것으로 전망한다. AI 성장에 따른 반도체 수출 수요가 견조하게 유지되고 있음에도, 트럼프 정부의 관세 여파는 미국 뿐만 아니라 유로존, 중국 등의 수요 약화 요인으로 작용할 수 있기 때문이다. 하지만 향후 민간기업 뿐만 아니라 정부의 대미 직접투자 수요까지 달러 순유출 압력으로 더해질 것으로 예상된다. 경상 흑자 축소로 달러유입은 제한적인 한편, 민간부문의 직/간접 대외투자 수요가 유지될 경우 준비자산 축소 등에 따라 외환 관리 부담이 확대될 수 있다. 이는 달러원환율의 하단을 높이는 요인이다.

민간부문의 포트폴리오 투자 수요의 경우, 자산 가격 흐름에 따라 축소될 여지도 남아있다. 올해(YTD 기준) 국내 주가지수(KOSPI) 상승률은 미국 주가지수(S&P500) 보다 높다. 밸류업 프로그램 등 주식 가치 제고 등을 위한 정책이 시행되면서 국내 주식시장 활성화가 해외자산으로의 투자 쏠림 완화에 기여할 수 있다.

그러나 장기적으로 해외투자는 결국 자산소득으로 유입될 것, 이는 원화 약세압력 완화 요인

장기적으로는 이렇게 누적되는 한국의 해외투자가 결국 수익을 창출하며 국내 자산소득으로 유입될 것이다. 소득수지 흑자 폭이 구조적으로 확대하기까지 시차가 있겠으나, 소득수지가 무역수지 흑자 축소를 만회해주는 국면에 진입할 경우 대외 투자 수요에 따른 원화 약세압력 완화가 가능하다. 결국 새롭게 재편하는 공급망이 자리잡고 한국 국제수지가 성숙 채권국에 진입하면 달러원환율 역시 새로운 레인지에서 균형을 잡아갈 것으로 예상한다.

그림 47.주요국 주가지수 장기 추이

자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

그림 48. 미일금리차

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 49. 한미금리차

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 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.