IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

IBKS Economy Monitor

Focus on Week: 높은 환율을 받아들여야 하는 이유, 높아진 환율을 지나치게 불안해 할 필요 없는 이유

3Q 국제대차대조표에서 가장 눈에 띄는 점은 해외증권투자가 크게 늘었다는 점과 순대외금융자산 확대 ➡ 구조적인 금리 역전과 이를 반영한 대외자금 흐름의 변화는 높아진 환율이 이례적이지 않음을 보여줌

환율이 쉽게 하락하지 않고 있다. 당초 무역협정 관련 불확실성이 사라지고 나면 비교적 큰 폭의 하락을 시장 참여자들은 기대했지만 환율은 오히려 더 높은 수준으로 올라서 있고 1달러 당 1,500원 선에 도달 할 것이라는 의견도 분분해진 상황이다. 환율 변동성도 더 커져 있는 상황이고 이는 환율 불안이라는 용어가 지속적으로 금융시장에 머물게 하고 있다. 환율 불안은 그 자체로 수입물가나 수입 의존도가 높은 산업 등에 부담 요인이지만 금융시장 참여자들이나 경제주체들에 심리적으로 더 큰 부담으로 다가오는 모습이다. 1998년 외환위기 겪은 트라우마로 인해 오랫동안 환율 급등은 위기로 연결되었기 때문이다. 지금의 환율을 어떻게 봐야 할까? 앞으로 이 환율 추세는 얼마나 지속될까?

이미 우리는 여러 자료들을 통해 지금 환율은 이례적인 수준이 아니라 변화된 경제 구조를 반영한 정상적인 수준이라는 점과 이례적인 수준이 아닌 만큼 향후에도 우리 원/달러 환율은 지금 수준(1,380원 ± 100원)에서 지속적으로 움직일 가능성이 높다고 전망했다. 또한 이례적이지 않은 만큼 과거 대비 높아진 환율을 위기 상황의 방증으로 연결 지을 필요가 없는 만큼 지나치게 불안한 시선으로 볼 필요도 없다는 판단이다. 이번 주 발표된 2025년 3/4분기 국제대차대조표(IIP: International Investment Position)는 이와 관련한 중요한 시사점을 주고 있다.

우선, 현재 고환율을 구조적으로 잘 설명하고 있고 이를 기반으로 볼 때 지금 환율이 향후 장기적으로도 당연한 수준임을 확인해 부고 있다. 3분기 국제대차대조표에서 가장 눈에 띄는 점은 해외투자, 특히 해외증권투자가 크게 늘었다는 점이다. 우리 주식시장에 대한 외국인 주식 매수가 늘어나며 대외금융부채도 많이 늘어나기는 했지만 대외금융자산 증가 폭이 더 커 해외로 나간 자금이 더 많은 만큼 수급 측면에서 환율을 상승시키는 요인으로 작용했다. 이 흐름은 이번 4분기 더 확대될 가능성이 크다. 최근 외국인 주식 매도에서 보듯 대외금융부채는 둔화될 가능성이 높고 해외 투자는 그대로 유지될 가능성이 높기 때문이다. 시야를 조금 더 넓혀보면 이 추세가 구조화 되고 있다는 점이다. 우리나라 대외자산과 대외부채는 2014년 역전되기 시작했고 이후 팬데믹을 거치며 크게 벌어지는데 이 흐름이 올해도 지속되고 있기 때문이다. 대외자금 흐름의 변화를 반영하는 이 국제대차대조표의 구성 변화는 그대로 환율에 반영되며 팬데믹 이전 1,100원 ± 50원 범위에서 움직이던 우리 원화 환율을 200원 가까이 상승시켜 1,380원 ± 100원 선에서 움직이는 흐름으로 변화 시켰다. 대외 자금 흐름이 이렇게 크게 변한 것은 경제 구조의 변화를 반영하지만 구체적인 변수로 보면 우리나라와 미국의 금리가 역전된 것이 가장 크게 영향을 미쳤다.

Economist
정 용 택
02) 6915-5701
ytjeong0815@ibks.com

RA
김 예 슬
02)6915-5526
chchu93@ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

그런데 주목할 점은 이 금리 역전이 가까운 시일 내에 해소될 수 있는 일시적인 현상이 아니라 구조적인 현상이라는 점이다. 실제로 우리나라와 미국 시장 금리의 장기적인 추세를 보면 팬데믹을 거치며 완연한 차이를 보여준다. 미국 금리는 40년 넘는 우하향 장기 추세를 마무리하고 급격하게 상승 반전된 추세를 보이고 있지만 우리나라 금리는 약간 반등하기는 했지만 아직 기존의 장기 추세를 벗어나지 못하고 있다. 금리의 장기 추세가 이처럼 크게 엇갈리는 가장 중요한 동인은 통화정책의 차이에 기인한다. 비전통적인 양적완화라는 직접적인 대규모 통화공급 정책 도입 여부가 금리의 장기 추세를 가른 것이다. 경제적 필요성 때문에 적극적인 양적완화를 추진한 미국은 긍정적인 경제적 성과를 거두었지만 그 반대 급부로 인플레이션의 기준 점이 크게 높아졌고 이를 시장금리(명목)가 반영하며 양적완화가 도입되기 전과는 다른 추세로 접어든 것이다. 반면 여전히 전통적인 통화정책을 지속한 우리나라는 금리 역시 이전 추세대를 벗어나지 못한 것이다. 이런 금리 추세의 엇갈림은 당연히 향후 대외 자산과 부채에도 영향을 미칠 수 밖에 없다. 우리라 시계열로 추산해보면, 2030년까지 우리나라 대외금융자산은 연율 8% 수준으로 증가할 것으로 전망된다. 명목성장률이나 대외금융부채 증가율을 크게 웃도는 것이고 당연히 순대외금융자산도 급증하는 흐름이다. 지금의 고환율이 향후에도 이어질 것임을 시사하는 부분이다.

이번 3/4분기 국제대차대조표는 환율 상승이 과거처럼 위기로 연결되는 상황은 아니라는 점도 잘 보여줌 ➡ 늘어난 안전판과 안정적으로 관리되고 있는 단기외채 ➡ 신용도에 문제가 없다면 지금 고환율의 긍정적인 측면도 주목

다만, 이번 3/4분기 국제대차대조표는 환율 상승이 과거처럼 위기로 연결되는 상황은 아니라는 점도 잘 보여주고 있다. 우리 외화유동성이 상당히 안정적이고 단기 부채가 잘 관리되고 있음을 보여주기 때문이다. 안전판으로 작용하는 외화유동성을 이야기할 때 주로 외환보유고를 이야기하지만 실질적으로는 주요 금융기관이나 기업들이 보유하고 있는 대외 금융자산도 비슷한 역할을 한다. 1997년말 우리나라 외환위기는 단순히 외환보유고가 고갈되었기 때문만이 아니라 대외금융자산 대비 지나치게 높은 대외금융부채로 인해 순대외금융자산의 마이너스가 가파르게 늘어났기 때문이다. 하지만 지금은 4,000억 달러 수준의 적지 않은 외환보유고 이외에 1조 달러 넘는 순대외금융자산이 쌓여 있다. 유동성 관리에서 또 하나 중요한 부분은 단기부채 관리다. 이번에 발표된 단기외채 부분을 보면, 3분기 우리나라 단기외채는 1,616억 달러 수준인데 지난해 보다는 조금 늘어난 수준이지만 경기 변동에 따른 변화일 뿐 대외준비자산(외환보유고)대비 30~40% 사이에서 안정적으로 유지되고 있다. 전체 외환부채대비 단기외채 비중은 지속적으로 낮아져 20%대 초반(21.9%)에서 관리되고 있다. 중국의 단기외채 비중이 60% 대라는 점을 감안하면 우리나라 외채 구조가 상당히 안정적이라는 점을 알 수 있다. 이런 안정적인 부채구조는 당연히 글로벌 금융시장에 반영된다. 팬데믹 이전 대비 원/달러 환율이 큰 폭으로 상승했고 변동성도 크게 높아졌음에도 불구하고 우리나라 경제나 금융시장에 대한 신용 우려(또는 부도위험)를 보여주는 CDS(Credit Default Swap, 신용부도스와프) spread가 큰 변동없이 지금도 안정적으로 낮게 유지되고 있는 것은 이를 잘 보여준다.

환율 수준을 위기와 연결 짓는 시각은 이제 교정 필요가 있다. 한편 신용도에 문제가 없다면 지금의 고환율을 부정적인 시선 일변도로 볼게 아니라 긍정적인 부분에도 주목할 필요가 있다. 특히 미국 관세 부과가 현실화되는 국면에서는 더욱 그렇다. 최근 한국 은행 분석에 따르면 미국 관세 부과로 우리나라 GDP는 올해와 내년 각각 -0.4%pt와 -0.60%pt 영향을 받는 것으로 나타났다. 높아진 환율은 이 충격을 완화할 수 있기 때문이다. 특히 가격 경쟁력에 도움이 된다. 과거 한국은행(2009년)은 계량모형을 활용해 환율 변동이 실물경제에 미치는 영향을 추정했는데 환율 상승이 수입이나 설비투자에 마이너스로 작용하지만 수출과 소비에 플러스 영향을 미쳐 실질환율이 1% 상승할 때 실질 GDP는 +0.12%pt 상승하는 것으로 분석했다.(분석기간 1981년~2008년) 최근까지 분석 기간을 늘리면 플러스 효과가 조금 하락하기는 하겠지만 그래도 여전히 0.1%pt내외는 영향을 미칠 것으로 보인다. 드러내 놓고 이야기 할 수는 없지만 과거와 비교해 볼 때 우리나라 통화당국이나 정부가 환율 급등에도 불구하고 외환시장에 대한 개입에 소극적인 것은 인위적인 개입을 주시하는 미국의 눈치도 있지만 이런 효과에 대한 인식도 작용하고 있다는 판단이다.

그림 1. 3분기 국제대차대조표에서 가장 눈에 띄는 점은 해외증권투자가 크게 늘었다는 점. 외국인 주식 매수가 늘어나며 대외금융부채도 많이 늘어나기는 했지만 대외금융자산 증가 폭이 더 커 해외로 나간 자금이 더 많은 만큼 수급 측면에서 환율을 상승시키는 요인으로 작용

대외금융자산 현황 (단위: 억달러)

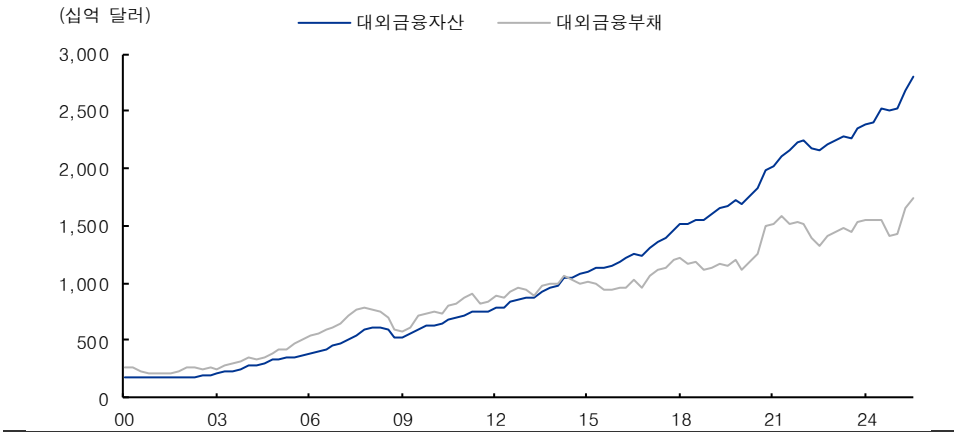
	2024		2025			분기 중 증감	거래요인	비거래요인
	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4			
대외금융자산	25,277	25,126	25,168	26,818	27,976	1,158	570	587
직접투자	7,757	7,626	7,784	8,048	8,135	87	105	-18
(지분투자)	6,688	6,585	6,760	6,989	7,069	80	95	-15
증권투자	9,972	9,943	10,118	11,250	12,140	890	297	593
(지분증권)	7,394	7,436	7,490	8,446	9,260	814	232	582
(부채성증권)	2,578	2,507	2,628	2,804	2,880	76	65	11
파생금융상품	419	458	356	404	397	-6	-	-6
기타투자	2,929	2,942	2,813	3,015	3,083	68	83	-14
준비자산	4,200	4,156	4,097	4,102	4,220	118	86	33

대외금융부채 현황 (단위: 억달러)

	2024		2025			분기 중 증감	거래요인	비거래요인
	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4			
대외금융부채	15,527	14,105	14,328	16,514	17,414	900	236	663
직접투자	3,122	2,870	2,911	3,172	3,135	-37	57	-93
(지분투자)	2,500	2,261	2,298	2,537	2,471	-67	24	-91
(채무상품)	623	609	613	635	665	30	33	-3
증권투자	9,558	8,349	8,650	10,510	11,395	885	170	715
(지분증권)	5,551	4,512	4,727	6,204	7,101	896	79	818
(부채성증권)	4,007	3,837	3,923	4,306	4,295	-11	91	-102
파생금융상품	427	603	468	417	462	45	-	45
기타투자	2,420	2,283	2,298	2,415	2,421	6	10	-4

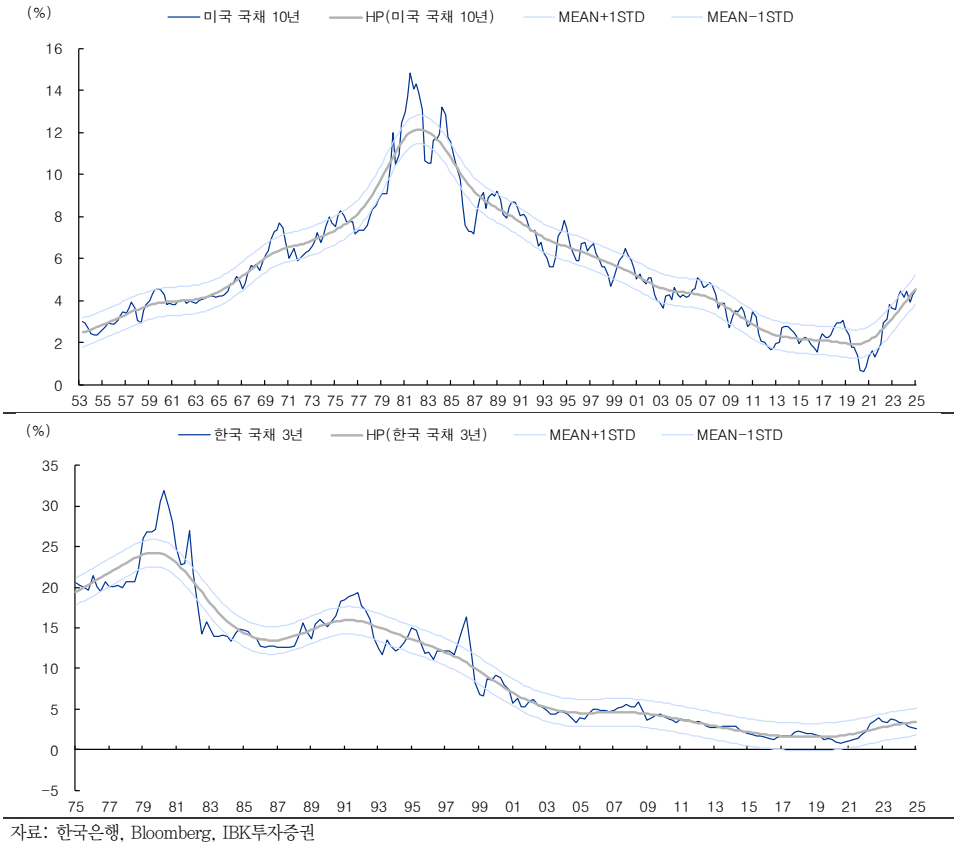
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 2. 우리나라 대외자산과 대외부채는 2014년 역전되기 시작했고 이후 팬데믹을 거치며 크게 벌어지는데 이 흐름이 올해도 지속 ➡ 환율 중심이 옮겨진 이유



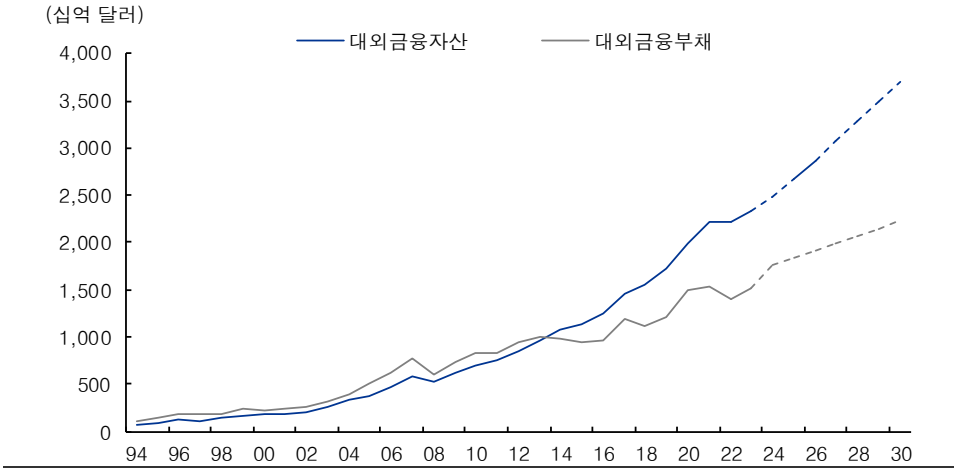
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 3. 대외 자금 흐름이 이렇게 크게 변한 것은 경제 구조의 변화를 반영하지만 구체적인 변수로 보면 우리나라와 미국의 금리가 구조적으로 역전된 것이 가장 크게 영향을 미침 ➡ 금리의 장기 추세가 이처럼 크게 엇갈리는 가장 중요한 동인은 통화정책의 차이 (양적인 정책의 도입 여부)에 기인



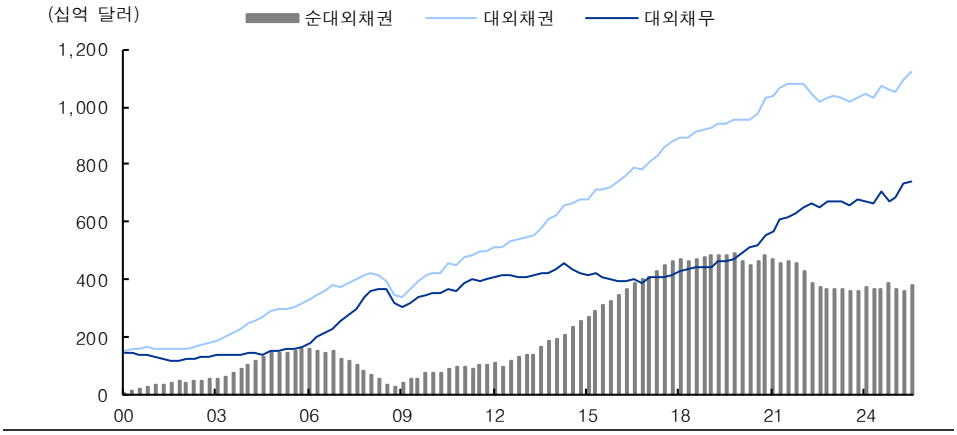
자료: 한국은행, Bloomberg, IBK투자증권

그림 5. 한미 금리의 구조적 변화 감안하면 대외금융자산과 부채의 격차는 더 확대 가능성 높음



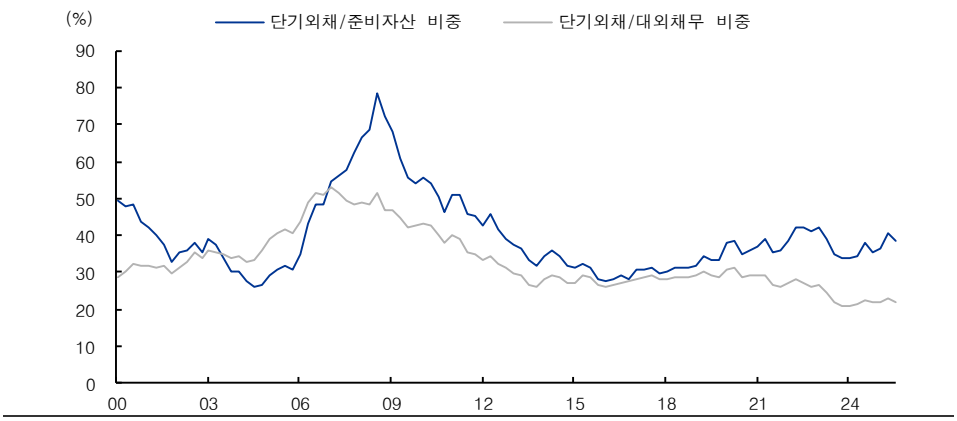
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 6. 3분기 국제대차대조표는 대외 채권과 채무가 안정적으로 관리되고 있음을 보여줌



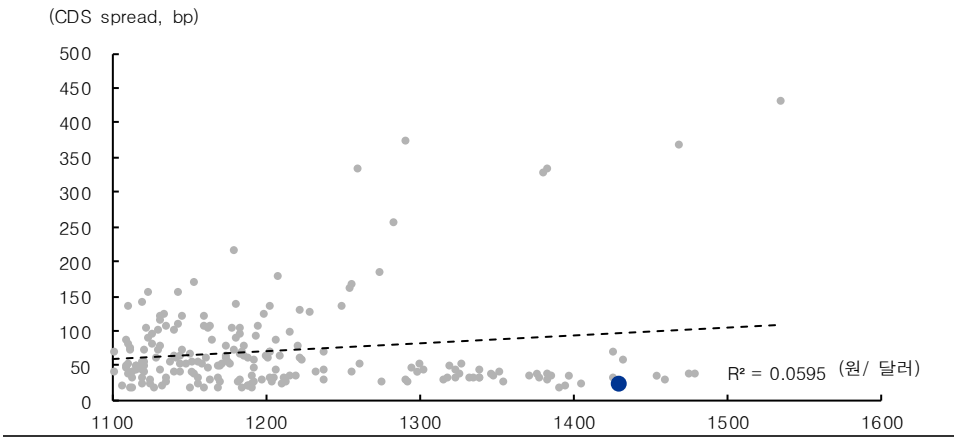
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 7. 특히 안정적으로 관리되고 있는 단기외채는 주목할 필요



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 8. 안정적인 부채구조는 당연히 글로벌 금융시장에 반영 ➡ 원/달러 환율이 큰 폭으로 상승했고 변동성도 크게 높아졌음에도 불구하고 CDS(Credit Default Swap) spread가 큰 변동없이 지금도 안정적으로 낮게 유지되고 있는 이유



자료: 한국은행, Bloomberg, IBK투자증권