IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

IBKS Economy Monitor

Focus on Week: 환율, 높아진 변동성은 관리 하지만 높아진 수준은 용인

환율은 누적된 정부의 외환시장 안정화 조치 및 개입을 계기로 한 풀 꺾이고 내년 상반기 환율은 지금보다 조금 더 낮고 안정적인 흐름 보일 가능성

연말 정부와 금융시장 참여자들의 가장 큰 관심사는 환율이다. 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 상황이 지속됨에 따라 통화당국에는 정책 결정의 걸림돌로 작용하고 있고 경제주체들에는 체감 경기를 악화시키는 요인으로 작용하고 있으며 투자자들에게는 불안감을 높이는 요인이 되고 있다. 이로 인해 정책 당국은 당초 구두 개입에서 최근 들어서는 적극적인 환율 안정 조치들을 내놓는 쪽으로 선회했다. 국민연금과 외환 통화스왑을 연장했고 선물환 포지션 한도 상향이나 외화유동성 자본규제 완화 등의 조치를 지난 주 시행했고 이번 주에는 국내 시장 복귀계좌에 대한 세제지원과 개인용 선물환 도입 그리고 해외 자회사 수입배당금 익금불산입률 상향 등을 골자로 한 외환시장 수급불균형 해소를 위한 세제지원 방안을 발표했다. 정부의 적극적인 조치를 바탕으로 당장 연말 원/달러 환율은 안정될 수 있을까? 그리고 내년 상반기 환율 흐름은 어떻게 전개될까?

1,480원을 넘어서며 1달러 당 1,500원을 위협했던 환율은 누적된 정부의 외환시장 안정화 조치 및 개입을 계기로 한 풀 꺾이는 모습을 보일 가능성이 높아 보인다. 그리고 이러한 흐름은 내년 상반기로 이어지며 올해 4분기보다는 내년 상반기 원/달러 환율은 조금 더 낮고 안정적인 흐름이 만들어질 가능성이 높아 보인다.

이런 판단의 근거는 우선, 올해 연말 환율 급등은 펀더멘탈 측면의 요인도 있지만 수급 요인과 수급요인이 만들어낸 가격 변동에 의해 심리가 과열되어 다시 환율을 밀어 올리는 흐름이 반복되며 펀더멘탈과 괴리가 커진 측면이 있다는 판단인데 정부의 조치들은 이 수급 요인의 과열을 식히는 쪽에 집중되어 있기 때문이다. 물론 실제 효과에 대해서는 여전히 불확실성이 남아있는 상황이지만 개인투자자뿐 아니라 금융기관과 기업 부문 등 외환시장과 관련한 전 주체들에 대한 조치가 광범위하게 발표된 만큼 수급 측면에서 정부가 원하는 움직임이 나올 가능성은 높다고 할 수 있다. 더욱이 연이은 강도높은 조치들이 발표되며 추가 환율 상승을 저지하겠다는 정부의 강한 의지가 천명된 것도 원/달러 환율이 추가 상승하는데는 걸림돌이 될 가능성이 높아 보인다. 또 하나 환율 급등이 한풀 꺾일 가능성 관련해 주목할 필요가 있는 것은 우리 정부와 '동병상련'인 일본 정부의 환율 안정화 대책 발표도 임박해 있다는 점이다. 지난 10월 이후 우리나라 원화 약세에는 우리나라 자체 이유도 있지만 다카이치 내각이 들어선 후 일본은행 금리 인상에도 불구하고 가파르게 하락한 일본 엔화 약세도 중요한 요인이었던 만큼 우리 정부의 조치만큼이나 일본 정부의 환율 안정 조치도 원화 안정에는 중요한 시너지 요인이 될 수 있다는 판단이다.

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 이 조치보다 더 주목해 보아야 하는 것은 수급에 의해 펀더멘탈과의 괴리가 많이 벌어져 있다는 점이다. 실제로 경제 이론으로 볼 때 환율 결정에 가장 큰 영향을 미치는 금리 차를 보면 가파르게 원화가 절하되던 올해 하반기 시장금리차는 축소되는 흐름을 보여 주었다. 환율이 펀더멘탈 추이보다는 매우 유동적이고 불확실성이 큰 요인들을 더 크게 반영해왔다는 점과 이에 기반한 수급 영향이 더 많이 반영되었음을 보여준다. 하지만 앞서 언급한 정부의 조치들로 인해 수급에 대한 편향된 심리가 주춤하게 되면 금리차와 같은 펀더멘탈과 환율의 괴리는 축소되는 방향으로 움직일 가능성이 높다. 연준은 추가 금리 인하를 예상하고 있지만 한국은행은 높은 환율과 부동산 가격으로 인해 당분간 금리 인하 재개 가능성이 낮아진 만큼 내년 상반기 들어서도 우리나라와 미국의 금리차는 더 축소될 가능성이 높다. 금리 뿐 아니라 올해 크게 벌어졌던 경제성장률 차이도 내년에는 조금 축소될 가능성이 높다. 환율 역시 내년 상반기 원화가 추가적으로 절상될 여지가 있음을 의미한다. 한편, 내년 상반기에는 펀더멘탈 요인과 환율의 괴리가 추가적으로 축소될 수 있는 수급 요인이 존재한다. 2026년 4월부터 11월까지 8회에 걸쳐 단계적으로 이루어지는 FTSE 세계국채지수(WGBI) 편입이다. 우리나라는 전체 지수 중 2.08%의 비중으로 편입되게 되는데 이 지수를 추종하는 글로벌 채권 패시브 자금 규모가 약 3,400조원(2.5조 달러)에 달하는 만큼 시장에서는 최대 50~70조원 규모의 자금 유입을 기대하고 있다. 실제 유입 자금이 이 규모일지는 알 수 없으나 외국인 채권매도가 올해 하반기 환율 상승의 중요한 요인이었음을 감안하면 내년 상반기는 다른 상황이 전개될 가능성이 높아진 것이다.

다만, 환율 하락 폭에 대한 과도한 기대는 경계 ➡ 환율 균형점 높아진 상황이고 정부 조치 역시 근본적인 상황이나 추세를 바꾸기 보다는 높아진 지금의 변동성을 관리하겠다는 의미로 해석

다만, 환율 하락 폭에 대한 과도한 기대는 경계할 필요가 있다. 최근 불안요인으로 야기된 부분만큼은 되돌림이 발생하겠지만 그 폭이 크지 않을 가능성이 높고 내년에도 환율 수준에 대한 눈높이는 여전히 높게 유지할 필요가 있다는 판단이다. 이전 자료들(11월 21일 IBKS Economy Monitor '높은 환율을 받아들여야 하는 이유, 높아진 환율을 지나치게 불안해 할 필요 없는 이유" 등 참조)에서 언급했듯 한국과 미국의 금리 역전과 고착화나 우리나라 국제수지 구성의 변화, 글로벌 교역 구조의 변화 등 팬데믹 이전과 달라진 구조적인 요인들이 이미 원화 환율의 균형 점을 크게 높여 놓았기 때문이다. 내년 상반기 우리나라와 미국의 금리차는 줄어들 가능성을 높게 보고 있지만 이 역시 지속되기보다는 하반기 이후는 오히려 다시 완만하게 확대될 가능성이 더 높다고 판단한다. 경제상황을 반영한 수요 측면의 인플레이션 압력인 GDP gap은 우리나라와 미국의 기대인플레가 축소되는 것이 아니라 오히려 확대되는 방향임을 보여주기 때문이다. 또 한 이전 자료에서 여러 번 언급했던 것처럼 내년에는 트럼프 정책의 중심이 '관세'에서 '감세'로 옮겨갈 가능성이 높은데 이 경우 세수 부족 및 재정적자에 대한 우려를 자극함으로써 미국 장단기금리차를 본격적으로 확대하는 요인이 될 수 있다는 점도 우리나라와 미국의 금리차가 더 확대될 수 있는 요인이다.

지난 주와 이번 주 종부가 내놓은 여러가지 정책들 중에서 가장 눈에 띄고 여러 번 반복되는 단어는 '한시적'이라는 용어들이다. 세제혜택이나 포지션한도 등에서 한시적인 조치들이 발표된 것인데 이는 정부의 시각도 앞서 언급한 시각과 다르지 않음을 보여준다고 생각된다. 대부분의 조치들이 한시적 조치의 꼬리표가 붙어 있다는 것은 근본적인 상황이나 추세를 바꾸기 보다는 높아진 지금의 변동성을 관리하겠다는 의미로 해석할 수 있기 때문이다.

그림 1. 해외 증권투자 증가는 하반기 원화 원/달러 환율 상승의 가장 주된 동인

대외금융자산 현황 (단위: 억달러)

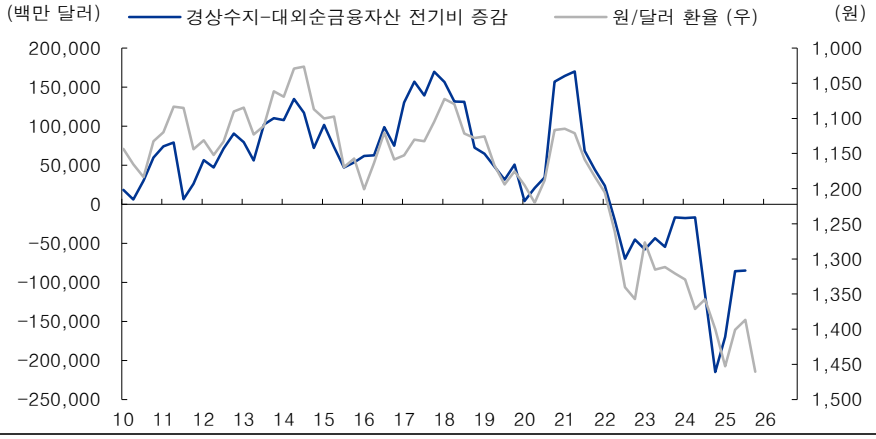
	2024		2025			분기 중 증감	거래요인	비거래요인
	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4			
대외금융자산	25,277	25,126	25,168	26,818	27,976	1,158	570	587
직접투자	7,757	7,626	7,784	8,048	8,135	87	105	-18
(지분투자)	6,688	6,585	6,760	6,989	7,069	80	95	-15
증권투자	9,972	9,943	10,118	11,250	12,140	890	297	593
(지분증권)	7,394	7,436	7,490	8,446	9,260	814	232	582
(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

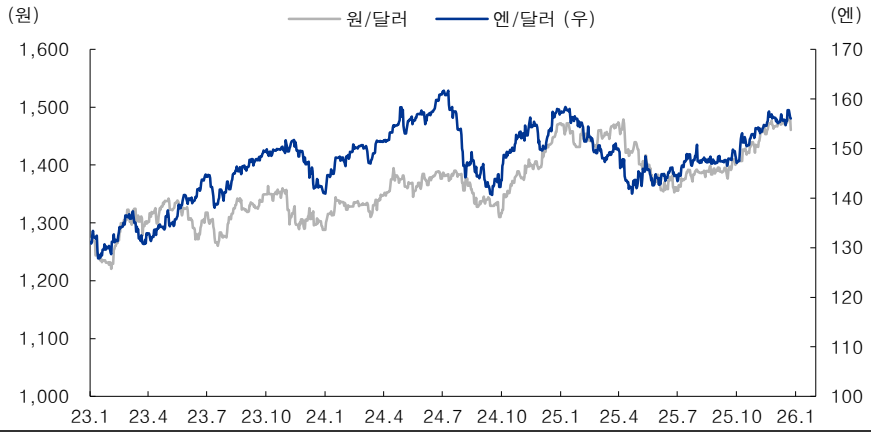
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 2. 대규모 경상수지 흑자에도 불구하고 크게 늘어나 대외금융투자는 환율의 추세적인 방향을 바꾸고 금리나 성장률 차 등 펀더멘탈 지표의 설명력을 약화시키는 요인으로 작용



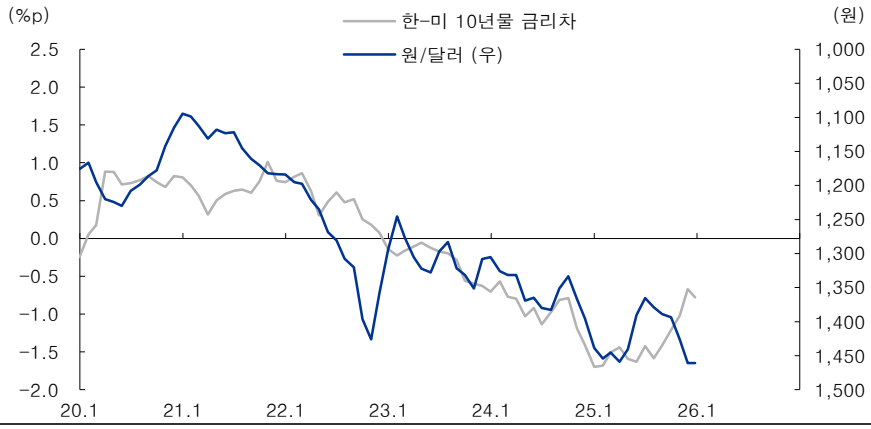
자료: Bloomberg, 한국은행, IBK투자증권

그림 3. 엔화와 연동되는 원화 환율 ➡ 우리 정부의 조치만큼이나 일본 정부의 환율 안정 조치도 원화 안정에는 중요한 시너지 요인이 될 수 있다는 판단



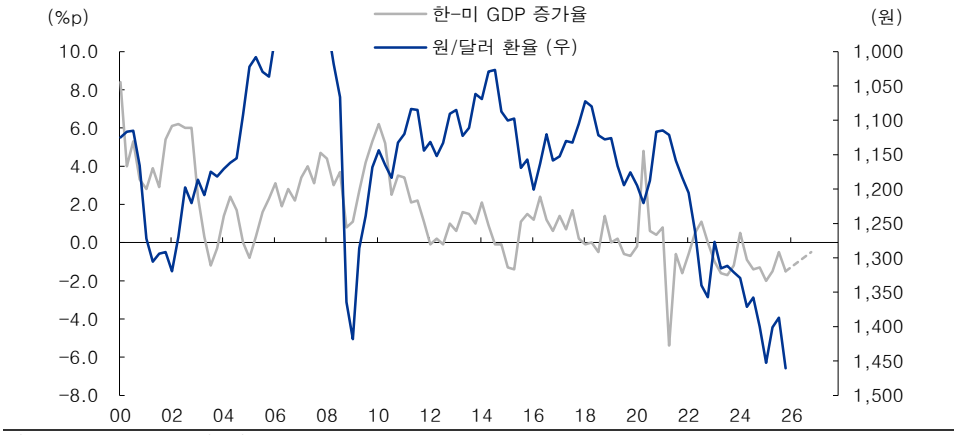
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 4. 수급 요인에 의해 환율과 괴리가 발생한 금리차 ➡ 정부의 외환 시장 조치와 내년 글로벌 채권지수 편입 등 수급 개선 요인으로 금리 차와 환율의 괴리 다시 축소되는 쪽으로 움직일 가능성



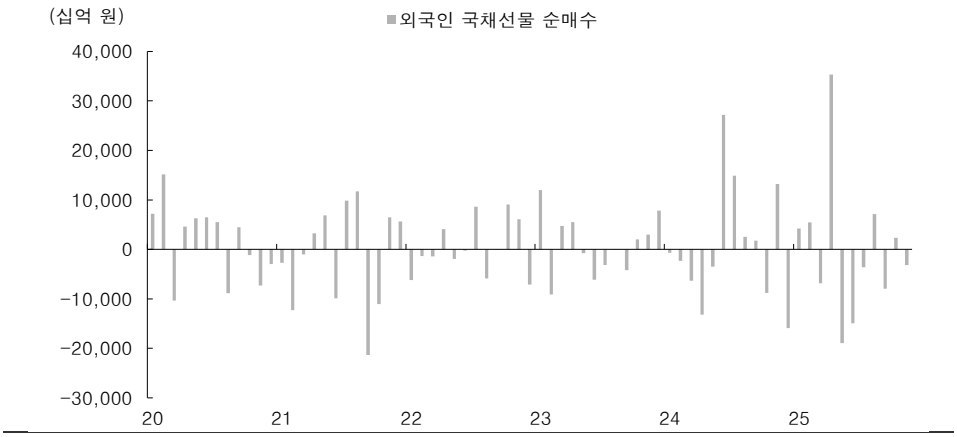
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 5. 금리 뿐 아니라 내년 우리나라와 미국 성장률 차 축소 기대도 상반기 환율 안정 요인



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 6. 하반기 외국인 채권 매도가 원/달러 환율 상승의 중요한 원인 중 하나였음을 감안하면 FTSE 세계국채지수(WGBI) 편입이 예정된 내년 상반기는 다른 상황 전개도 기대



자료: 예탁결제원, IBK투자증권