meritz Strategy Daily

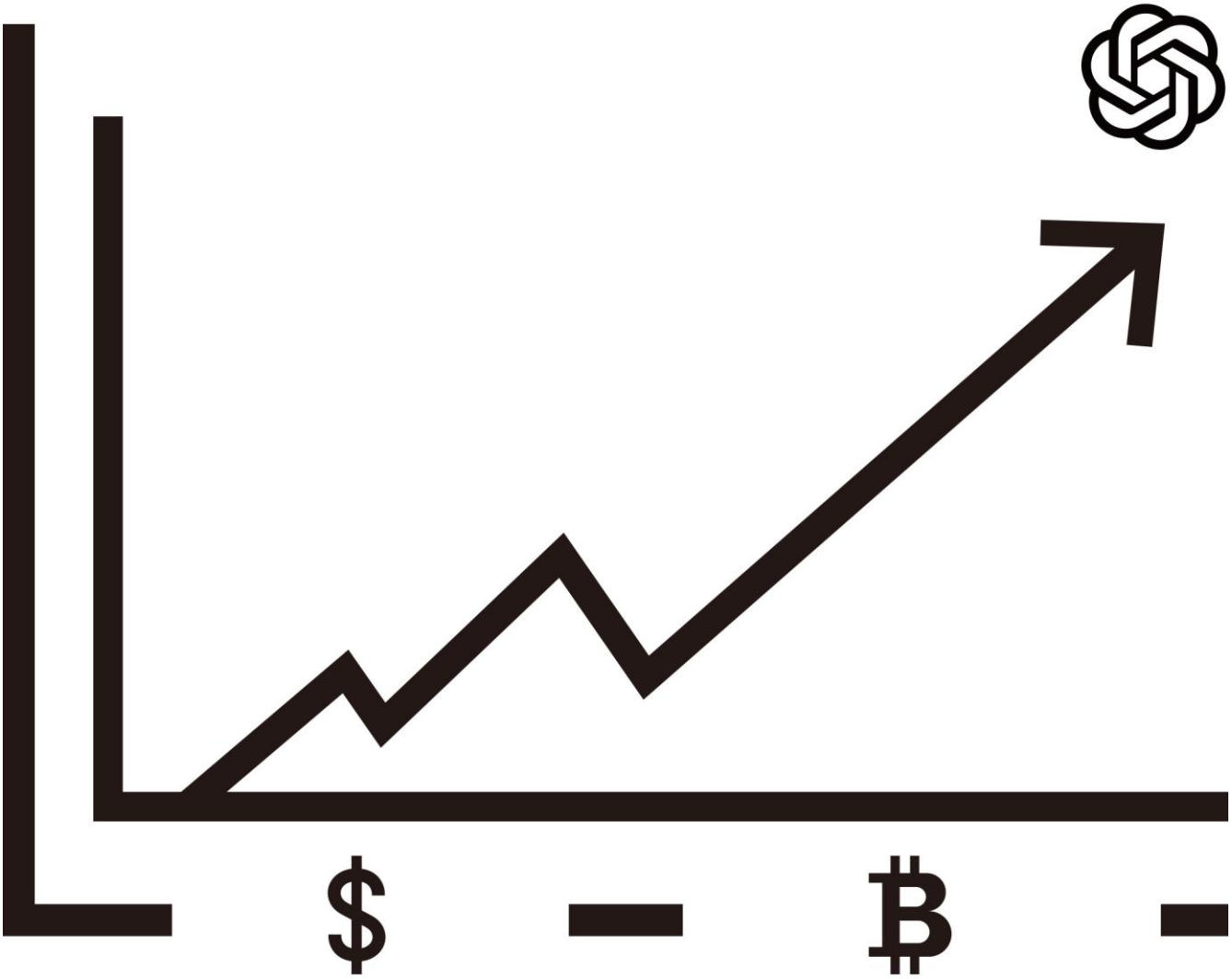
전략공감 2.0

2026. 1. 15 (목)

Strategy Idea
최근 원화 약세 원인과 전망

오늘의 차트
고평가 이슈에도 매수해야할 미국 하이일드

칼럼의 재해석
AI 시대의 구리



본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

meritz 메리츠증권

Strategy Idea

최근 원화 약세의 원인과 전망

경제분석
Economist **이승훈**
seunghoon.lee@meritz.co.kr

- ✓ 최근 원화 약세 요인 중 유의미한 변수는 1) 엔화 동조화, 2) 해외투자 확대, 3) 기업부문 소극적 달러공급 (대미투자 불확실성), 4) 생산성 악화 등
- ✓ 12월 중순 이후 외환시장 안정화 조치는 2)~3)의 문제를 겨냥한 것. 1)은 완화될 것
- ✓ 올해는 WGBI 편입 영향으로 달러/원 밴드가 작년보다 내려올 것. 중장기적으로는 생산성 중요

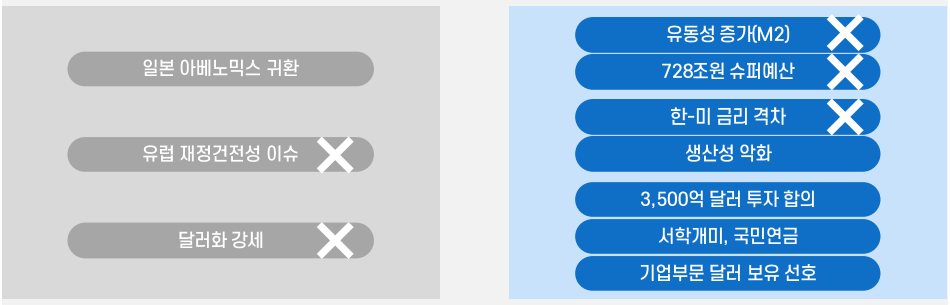
원화 약세 원인에 대한 오해와 진실(?)

연말까지 소위 "자기실현적 원화 약세" 가 이어지면서 일부에서는 원화 약세를 유발한 원인으로 최대 10가지를 지목하고 있다(그림 1).

여기에서 지목되는 해외 요인 중 유럽과 달러화는 본질이 아니다. 유럽 재정건전성 문제는 프랑스 만의 이슈이며 사안이 불거졌을 때 유로화가 계속 약하지 않았기 때문이다. 달러화 가치는 절대적으로는 강세이지만 작년 한 해 9.5% 하락했기 때문이다. 국내 요인의 경우도 유동성 증가나 정부예산 규모 확대가 거론되지만 이는 본질이 아니다(이는 후술). 한-미 금리차 확대라면 채권투자 순유출이어야 하나, 작년은 순유입이었다.

이처럼 데이터에 기반하여 진단하고 이것이 정확해야 전망의 정합성이 개선된다. 이런 취지에서 오늘 전략공감2.0은 1) 최근 제기되고 있는 원화 약세 원인들에 대한 생각과 2) 앞으로의 달러/원 향방에 대한 견해를 제시한다.

그림1 **최근 원화 약세 요인으로 지목되는 글로벌(3개) 및 국내(7개) 변수들**



자료: 메리츠증권 리서치센터

대외 요인: 엔화와의 동조화

원인 및 현상

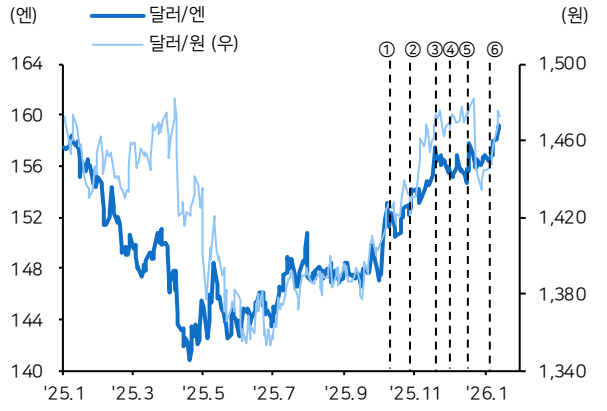
2025년 원화 약세의 유의미한 대외 요인은 엔화와의 동조화라 생각한다. 작년 1~4월까지는 국내 정치불안-펀더멘털 악화 우려가 맞물린 전형적인 나홀로 원화 약세였다. 그러나 관련 우려가 완화되면서 하반기부터 엔화와의 동조화가 본격화 되었다. 하반기 중 엔/원은 9.25~9.50의 좁은 박스권에서 등락했다.

엔화 약세가 급물살을 타기 시작한 것은 10월 1일 다카이치 현 총리가 자민당 총재로 선출된 시점부터이다. 아베노믹스(확장재정, 엔화 약세 용인) 부활을 주장하는 인사가 총리로 내정되면서, 재정건전성 우려와 BOJ 인상 지연 기대가 반여되기 시작했다. 약세가 진정되기 시작한 시점은, 역설적이게도 신임 내각이 21.3조엔 규모의 경기종합대책(추경 포함)을 발표한 때(11월 20일)이다. 이 때까지 진행된 엔화 약세가 인플레이션을 키울 수 있다는 취지로 매파, 비둘기파에 관계 없이 12월 일본은행의 금리인상 필요성을 주장했기 때문이다.

최근 엔화 약세가 심화되는 것은 2월 조기총선 가능성의 반영이다. 현재 지지율이 높은 다카이치 총리가 총선을 승리하면, 확장재정이 더욱 강화되면서 건전성을 해칠 수 있다는 우려가 엔화 약세로 투영되고 있다. 다른 한편에서 추가 인상을 시사하는 BOJ 인사들의 발언이 나올 때마다 엔화 약세가 진정되는 모습이다.

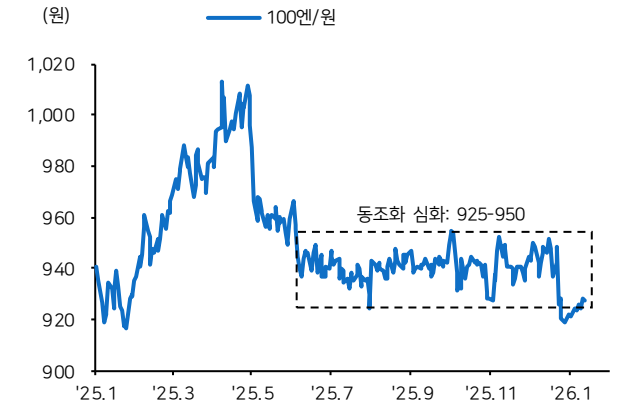
철저히 엔화의 관점에서 보면, 확장재정 강화는 이미 GDP대비 230%를 상회하는 일본의 국가채무 비율을 추가적으로 올릴 수 있다는 우려를 유발하는 약세 요인이다. 반면, BOJ의 금리인상 기대는 일본 국채금리 상승을 유발한다는 점에서는 확장재정과 유사할 수 있지만 엔화 약세의 입장에서는 소방수 역할이다.

그림2 **2025년 이후 달러/엔과 달러/원**



주: ① 다카이치 자민당 총재 선출, ② 10월 BOJ 동결, ③ 부양책 발표 시사, ④ 추경 통과, ⑤ 12월 BOJ 인상, ⑥ 조기총선 시사
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 **2025년 이후 100엔/원**



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

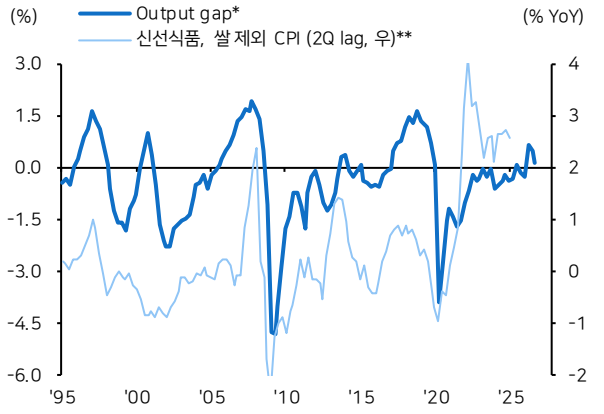
일본 확장재정 필요성 및 엔화 방향성에 대한 논점

우리는 현재의 일본이 아베노믹스가 시행되었던 2013년과 분명 다른 환경에 있다고 판단한다. 2013년의 일본은 1) 금융위기와 동일본 대지진을 겪으면서 부(-)의 Output gap 상태가 장기화되었고, 2) 만성적인 디플레이션을 경험하던 시기였다. 과감한 부양과 통화완화를 통한 인플레이션 기대의 부활이 절실했다.

반면, 현재 일본 경제는 잠재성장률(0.7%: 일본은행 추계)을 상회하는 성장세를 시현 중이다(당사 일본 GDP 성장률 전망: 2025년 1.4%, 2026년 1.0%). 이미 정(+)의 Output gap만으로도 수요측 인플레이션 압력이 유발되는 환경 하에서, 노조의 임금인상 요구 압력도 거셀 것으로 보인다. 일본의 노동조합 "연합(Rengo)"은 올해에도 5% 인상의 임금 인상을 요구할 것이며, 이는 시차를 두고 서비스 물가를 자극할 것이다. 다카이치 총리 취임 전후의 엔화 약세도 눌려 있던 수입물가 압력을 유발할 요인이다. 이런 환경에서 추경이나 확장재정 강행은 자칫 경기를 과열로 보내, 인플레이션 안정화를 지연시킬 소지가 있다.

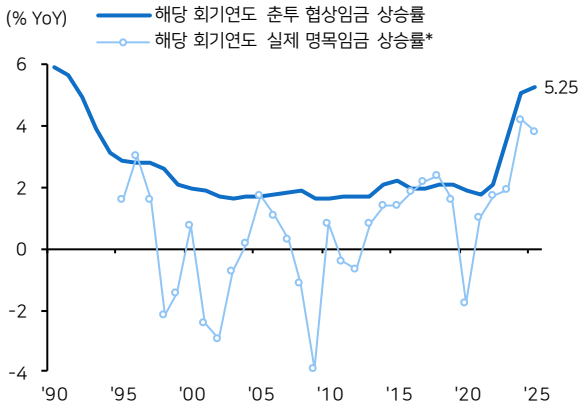
이러한 위험이 내재하기에, 일부 일본은행 통화정책 위원은 유사시 금리인상의 interval을 6개월에서 3개월로 단축해야 한다는 주장도 일삼고 있는 것이다. 우리는 1월 BOJ에서 경제/물가전망 상향 조정이 이루어지고, 물가압력에 대한 강경한 대응 어조가 가시화될 경우 엔화 약세가 진정될 것으로 예상하고 있다.

그림4 **일본 Output gap과 신선식품, 쌀 제외 CPI**



주: * 4Q25 이후 Output gap은 당사 추정임, ** 소비세 인상 효과 제외
자료: 일본은행, 일본 통계청, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림5 **일본 회기연도별 춘투 협상임금, 실제 명목임금 상승률**



주: * 국민계정 방식으로 집계하는 총고용자소득. FY25는 11월까지 누계임
자료: 일본 내각부, Japanese Trade Union, 메리츠증권 리서치센터

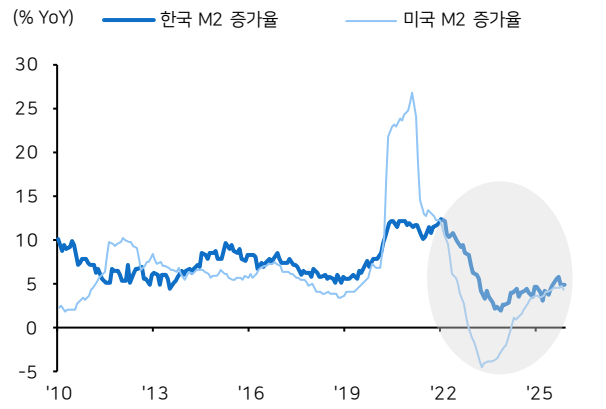
국내 요인 (1) 통화팽창: 원화 약세 요인으로 보기 어려워

M2 증가가 원화 약세 주범인지에 대해

일각에서는 2022년 이후 한국 M2 증가율이 미국 M2 증가율을 상회했던 점을 원화 약세의 주된 원인이라 설명하고 있다. 장기에서는 설명력이 높아 보이며 2010년 이후의 흐름도 그럴 듯 하게 보인다. 그러나 유동성 팽창이 통화 약세를 유발했다는 가설이 합당하려면, 통화량 증가가 인플레이션을 유발하여 화폐의 실질가치를 떨어뜨렸을 경우이어야 한다. 1970년대부터 글로벌 금융위기 전까지 구간에서는 미국에 비해 한국의 M2 증가율과 물가상승률이 모두 높았기에, 설득력을 지니지만 2010년대 이후 한국의 물가 상승률은 대체로 미국 물가상승률을 밑돌았다.

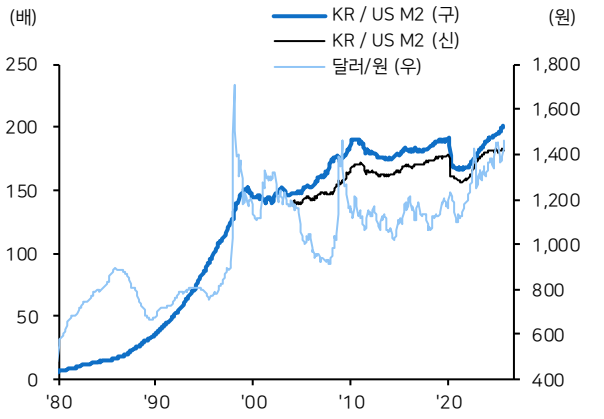
즉, 돈이 많이 풀려 있다는 것만으로 통화가치의 일방적 절하를 주장하기 어려움을 시사한다. 화폐수량설(MV=PY)에서는 통화량(M)이 늘어 실물경제(Y)나 물가(P)가 자극되지 않았다면 유통속도(V)가 하락한 것이다. 이 때 화폐는 실물/금융자산으로 유입되며, 해외자산 취득을 위해 돈이 움직일 때 비로소 환율도 영향을 받는다는 것으로 이해해야 할 것이다.

그림6 한국과 미국의 M2 증가율 비교



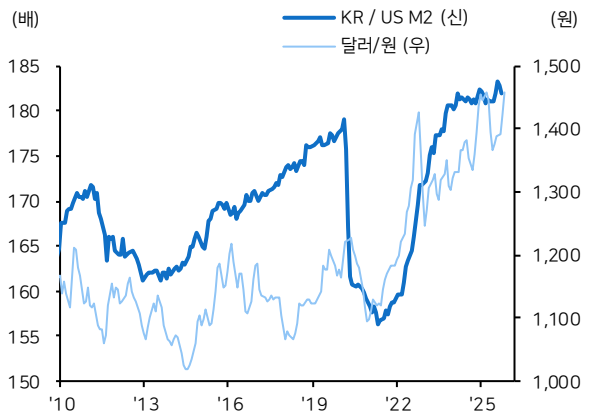
자료: 한국은행, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림7 한국 M2 / 미국 M2 배율과 달러/원 (1980~)



자료: 한국은행, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림8 한국 M2 / 미국 M2 배율과 달러/원 (2010~)



자료: 한국은행, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

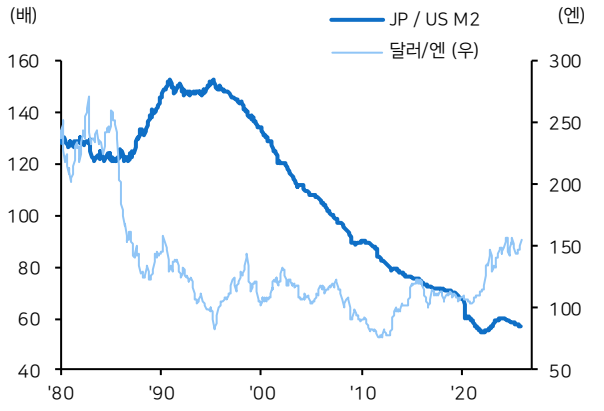
그림9 한국과 미국 소비자물가 상승률 추이 (2010~)

자료: 국가데이터처, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

같은 가설을 일본에 적용할 경우, 장기적으로도 엔화가 설명되지 않음이 확인된다 (그림 10). 진정 통화량 팽창 속도의 차이가 변수라면, 일본 엔화는 1990년대부터 강세가 "더욱 심화" 되어야 맞다. 특히 2020년 코로나19 이후로 그러한 현상이 두드러져야 하는데, 2020년대 들어 엔화는 약세를 시현 중이다. 엔화 약세의 전부를 설명하는 것은 아니지만 1) 여타 선진국 대비 일본은행이 통화완화를 장기화한 점, 그리고 2) 일본 인플레이션 부활이 약세에 일조했을 것으로 보인다.

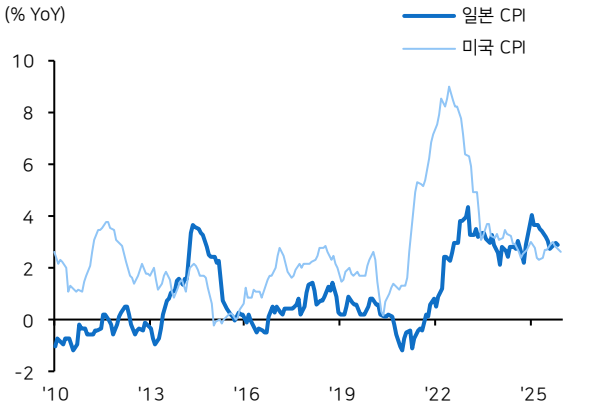
양국간 통화가치를 각각의 물가로 할인하여 실질환율을 계산하고, 이를 1980년대 이후 역사적 평균 및 ±1표준편차로 환산하여 달러/원과 달러/엔을 그린 것이 그림 12~13이다. 전술한 대로 한국의 경우, 2010년대부터 한국 물가상승률이 미국 물가상승률을 밑돌면서 실질환율의 역사적 평균은 원화 강세 방향으로 기울어 있다. 달러/엔 실질환율 역사적 평균의 경우, 장기간의 하락세가 최근에 와서 진정되는 정도이다.

그림10 **일본 M2 / 미국 M2 배율과 달러/엔 (1980~)**



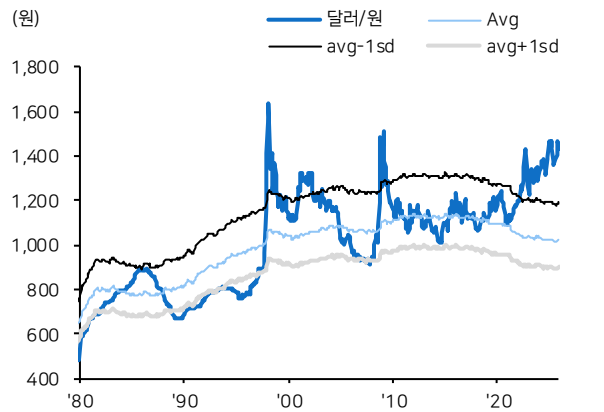
자료: 일본은행, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림11 **일본과 미국 소비자물가 상승률 추이 (2010~)**



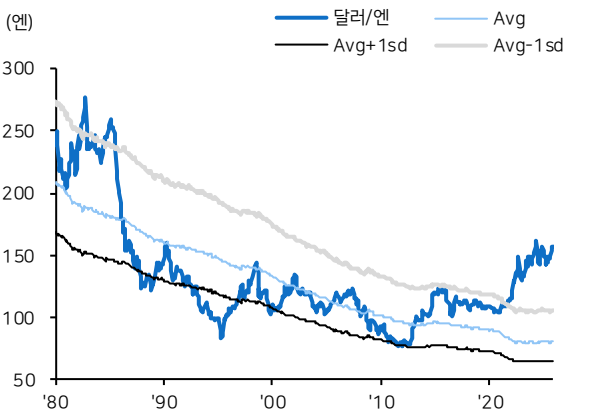
자료: 일본 통계청, US BLS, 메리츠증권 리서치센터

그림12 **달러/원과 PPP기준 환율**



자료: US BLS, 국가데이터처, IMF Financial Statistics, 메리츠증권 리서치

그림13 **달러/엔과 PPP기준 환율**



자료: US BLS, 일본 통계청, IMF Financial Statistics, 메리츠증권 리서치

[참고] 광의통화 팽창의 주범은 정부가 아니다

한국에서 광의통화(M2)가 팽창했다는 사실을 인정하더라도, 정부 확장재정 및 재정적자 용인이 통화량 증가의 주범이라 이야기할 수 없다. 이는 예금취급기관의 대차대조표를 통해서 설명할 수 있다. M2의 대부분은 예수금이며, 이는 당연하게도 예금취급기관 부채이다. 자본이 일정하다면 부채는 자산과 같이 가야 한다. 자산은 국내와 해외에 공여한 신용이며, 이는 채권, 주식, 대출을 포함한다.

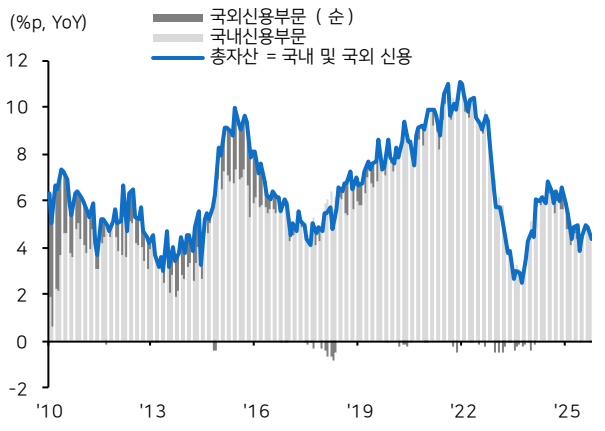
그림 14는 예금취급기관의 자산을 국내와 국외 신용으로 분해한 것이고, 그림 15는 부채와 자본 항목을 나눈 것이다. 국내 신용의 팽창이 M2 증가로 연결되었음을 보여 주는 증거이다. 만약 정부가 통화팽창의 주범이었다면, 정부신용(채권발행 잔액)의 증가가 국내 신용증가에 기여한 바가 커야 한다. 11월 국내신용 증가율 5.44% 중에서 정부신용 기여도는 0.38%p에 불과하며, 기업과 가계 등 민간신용의 기여도가 3.49%p로 높다. 이는 정부 재정보다는 대출정책이 오히려 통화팽창에 더욱 중요한 요인임을 방증한다.

표1 **예금취급기관 개관표의 구성**

자산	부채 및 자본
국내 및 국외 신용	**부채**
국내신용부문	M2
중앙정부 (순)	예수금
지방정부	금융채(M2에 포함)
사회보장기구	예수금, 채무증권(M2 미포함)
비금융기업	차입금
가계 및 비영리단체	파생상품
기타금융기관	기타(순)
보험/연금	**자본계정**
기타금융중개기관	통합조정(순)
금융보조기관	
전속기관/대부업체	
국외신용부문 (순)	

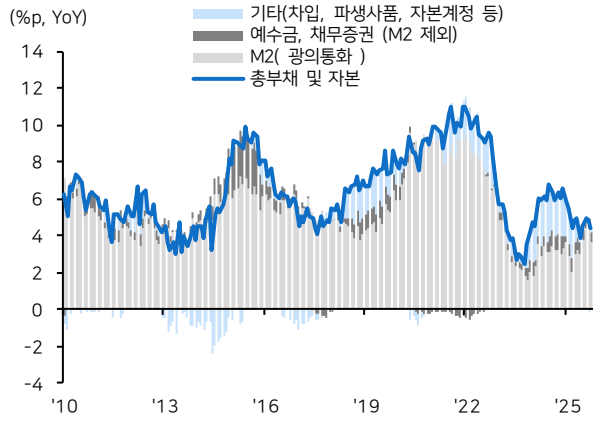
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림14 **예금취급기관 자산(국내 및 국외신용) 증가율 및 기여도**



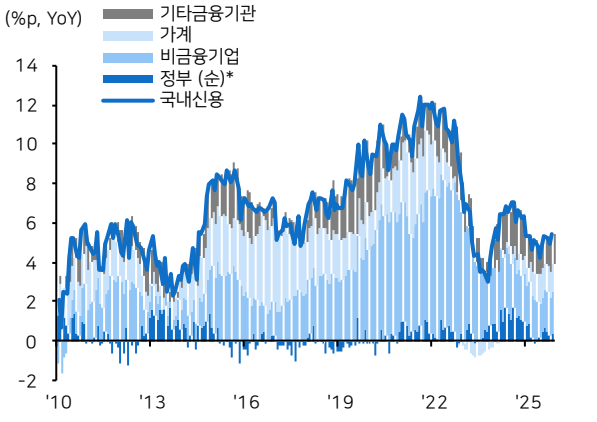
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림15 **예금취급기관 부채/자본(M2 등) 증가율 및 기여도**



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림16 **부문별 국내신용 증가에 대한 기여도**



주: * 중앙정부, 지방정부, 사회보장기구
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

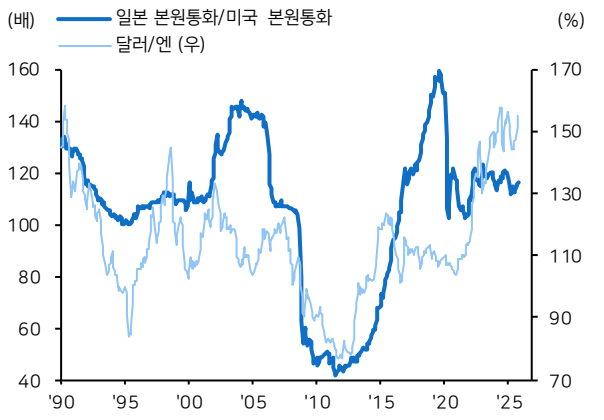
특정 통화가 Funding currency라면 통화량 상대비교가 의미 있을 것

만약 특정 통화가 캐리 트레이드의 원천인 이른바 “funding currency” 라면 통화량의 상대 비교를 통해 환율을 설명하는 것이 바람직한 접근일 수 있다. 실제, 2000년대 초반 엔화의 움직임을 설명하는 방식 중 하나로 일본 본원통화를 미국 본원통화를 나눈 값을 사용한 사례가 있었다. 조지 소로스가 경제를 설명하는 프레임워크를 따르고, PT에 자주 언급되었다 하여 이를 “Soros chart” 라 불렀다.

이 그림의 이론적 배경은 다음과 같다: 1) 일본은행이 2001~2006년까지 양적완화를 했고, 2) 이렇게 늘어난 유동성이 "시차를 두고“ 엔화 약세를 유발한다는 것이다. 설득력이 있었던 이유는 일본 엔화가 캐리 트레이드의 funding currency였고, 당시 일본의 대외 투자가 활발했던 시기였기 때문이었다.

이를 한국의 사례에 그대로 적용하기는 어렵다. 최근 우리나라도 금융계정 순유출이 심화되며 그 때의 일본을 닮고 있지만, 한국 원화는 funding currency로 보기 어려우며 외환시장 내에서도 위험통화(risk-on currency)로 인식되고 있다. 또한, 한국 본원통화 팽창이 중앙은행 주도가 아니라 내생적 원인에 기인한다는 점도 2000년대 초반의 일본과 현재의 한국을 동일시하기 어려운 근거 중 하나이다.

그림17 日 본원통화(엔화표시)/美 본원통화(달러 표시) vs 달러/엔



자료: 일본은행, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

표2 2000년대 초반 일본과 현재의 한국 환경 비교

구분	일본 (2000년대)	한국 (현재)
양적완화(QE)의 지배적 역할	있음	없음
본원통화 충격의 성격	외생적	내생적
통화의 국제적 역할	자금조달 통화 (funding currency)	위험자산 신흥국 베타 통화
자본 흐름 구조	순유출 중심 (대외 투자 주도)	양방향 (유입 · 유출) → 대외투자 우위
환율의 핵심 결정 요인	유동성의 해외 유출	글로벌 위험 선호 + 기대 수익률

자료: 메리츠증권 리서치센터

국내 요인 (2) 증권투자수지: 달러 수요 우위

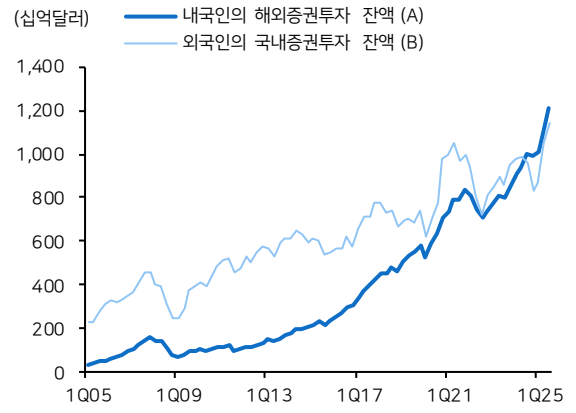
앞서 필자는 실물경기로 유입되지 않은 화폐가 실물/금융자산으로 유입되며, 해외 자산 취득을 위해 돈이 움직일 때 비로소 환율도 영향을 받는다고 주장했다. 외국인이 국내 증권(채권 및 주식)을 취득하기 위해 외화를 원화로 바꾸고, 내국인이 해외 증권을 취득하기 위해 원화를 외화로 바꾸면 외환수급이 영향을 받게 된다.

한국 원화는 내국인의 해외증권투자 잔액에서 외국인의 국내증권투자 잔액을 차감한 값에 밀접하게 움직여 왔으며, 글로벌 금융위기와 코로나19를 거치며 상관성은 더욱 강화되었다. 증권투자수지 혹은 증권투자 잔액의 차이가 원화에 미치는 영향이 커졌다는 것은, 1) 외국인의 국내자산 취득과 2) 내국인의 해외자산 취득의 흐름을 면밀히 봐야 함을 의미한다.

지금까지는 외국인의 국내증권투자 잔액이 내국인 해외증권투자 잔액을 웃돌았던 경우가 대부분이었다. 후자가 전자를 역전하기 시작한 것이 2024년 4분기의 일이다. 이 때부터 외환시장에서 내국인의 힘이 강화되었다고 봐도 무방할 듯 하다.

다음 페이지 그림 20~23을 통해, 2025년 초 이후 현재까지의 누적 증권투자수지를 전체, 채권, 주식으로 나누어 도해하였다. 이 중 작년 달러/원의 움직임에 유의미한 변화를 보인 구간인 ① 2025년 4~6월과 ② 2025년 10~12월의 동향을 설명하고자 한다. 4분기 이후의 원화 약세에는 내국인의 영향이 커진 것으로 해석된다.

그림18 한국: 내국인 해외증권투자 vs 외국인 국내증권투자 잔액



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림19 In/Outbound 증권투자 잔액 차이와 달러/원

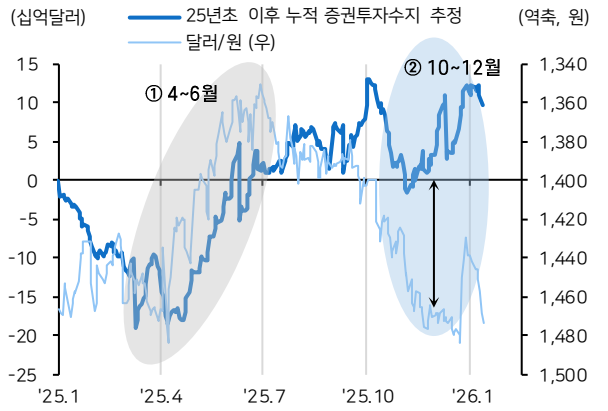
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

① **2025년 4~6월:** 달러/원이 1,470원에서 1,350원까지 내려 오는 원화 강세가 나타났던 시기로, 증권투자수지도 순유입 기조. 당시 외국인의 국내주식 순매수 및 내국인의 해외주식 순매수 모멘텀 부재. 대신, 외국인의 국내채권 순매수(250억 달러)가 활발. 이 때 채권자금은 환헤지를 하지 않았을 가능성 시사.

② **2025년 10~12월**: 3분기 달러/원이 1,370~1,400원 범위에서 움직이다가, 대미 투자 불확실성 및 엔화 동조화 여파로 1,400원을 넘어 지속 절하되었던 구간. 이 때 원화 약세 주도한 증권투자 flow는 내국인 해외주식투자(10월 68억 달러, 11월 55억 달러). 11월은 외국인 국내주식 순매도(107억 달러)보다 많은 외국인 채권투자 순매수(200억 달러)가 있었으나, 후자가 환헤지를 하고 차익거래 목적으로 들어 왔을 가능성 있어, 외국인 주식 매도의 환율 영향이 가중.

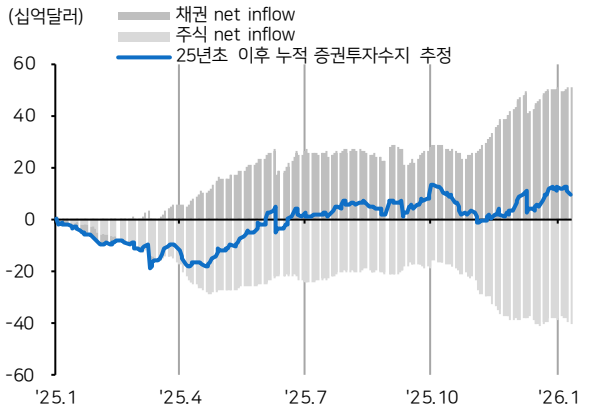
③ **2026년 1월:** 연초 이후 12일까지 외국인 국내채권 13억 달러 순매수, 내국인 해외주식 24억 달러 순매수.

그림20 **한국 증권투자수지 proxy와 달러/원**



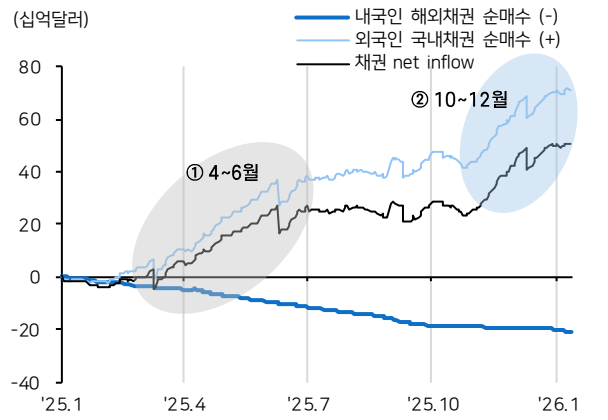
자료: 금융감독원, 한국예탁결제원 SeiBro, 메리츠증권 리서치센터

그림21 **2025년 초 이후 누적 주식/채권 순매수 추이**



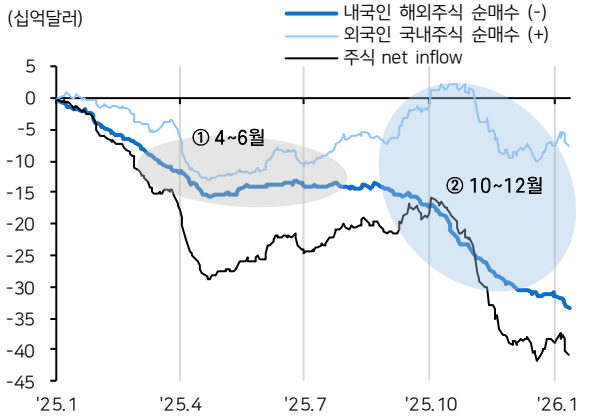
자료: 금융감독원, 한국예탁결제원 SeiBro, 메리츠증권 리서치센터

그림22 **내국인 해외채권 순매수 vs 외국인 국내채권 순매수**



주: 2025년 초 이후 누계 기준임
자료: 금융감독원, 한국예탁결제원 SeiBro, 메리츠증권 리서치센터

그림23 **내국인 해외주식 순매수 vs 외국인 국내주식 순매수**



주: 2025년 초 이후 누계 기준임
자료: 금융감독원, 한국예탁결제원 SeiBro, 메리츠증권 리서치센터

국내 요인 (3) 대미 투자 협상: 불확실성 잔존에 따른 달러공급 위축 요인

10월 말 APEC 정상회담에서 타결된 한-미 관세/투자 협상은 우리 입장에서 외환시장 불안을 유발할 최악의 시나리오를 면하는 순간이었다고 생각한다. 대미 투자 3,500억 달러 중 현금투자 2,000억 달러의 연간 상한을 200억 달러로 설정하고, 외환시장 불안이 우려되는 경우 납입 시기 및 금액 조정을 요청할 수 있도록 한 근거를 마련한 것이 그것이다. 그러나 협상타결 직전까지 1) 협상 결렬 우려가 컸고, 2) 3,500억 달러를 선불로 납입토록 하겠다는 트럼프 대통령의 압박도 있었다.

협상 이후에도 불확실성은 잔존해 있는 것 같다. 우선, 대미 투자가 상업적 합리성이 있는 프로젝트를 추진하는 것이다 보니, 대미 투자 재원 마련의 주체가 기업일 수도 있다는 의구심이 제기될 수 있다. 이는 1) 코로나19 이후 수출입 대금의 적절한 환전 시점을 관망하는 행태의 보편화[1]에 더해 2) 기업들의 소극적 원화 환전으로 귀결되었다. 기업의 외화예금이 좀처럼 줄어들지 못하고 달러 공급이 제한되고 있는 이유일 수 있겠다.

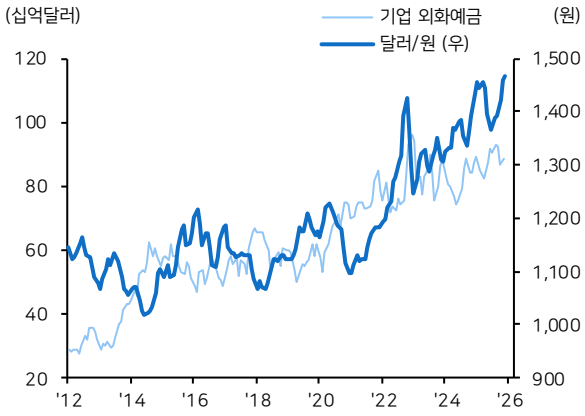
이에 더해, 3) 외환당국이 외화자산운용 수익을 통한 조달을 이야기하자 외환보유액 증가 여력 축소 우려가 번졌다. 이는 개입 여력에 대한 의심으로 연결, 심리적(기대) 요인에 의한 원화 약세를 유발했다. 이들이 외국인의 국내주식 순매도, 내국인의 해외주식 투자 확대 등 달러 순수요 증가 요인과 맞물리면서 약세를 심화시키는 요인으로 자리했다는 생각이다.

표3 한미 관세/투자협상 세부 합의 주요 내용

구분	내용
대미투자 구조	▪ 총 3,500억 달러 ▪ 현금투자 2,000억 달러: **연간 투자 상한 200억 달러** ▪ 조선협력 1,500억 달러: 한국 기업 주도 추진, 보증 포함 ▪ 투자 약정 : 2029년 1월(트럼프 2기 대통령 임기 종료) ▪ **외환시장 불안이 우려되는 경우 납입 시기/금액 조정 요청 가능한 근거 별도 마련**
투자 이익 배분 구조	▪ 원리금 상환 이전 5:5 배분, 원금 회수 안전장치 마련 ▪ **상업적 합리성 있는 프로젝트에 대해서만 추진, MOU 명시** ▪ 20년 내 원리금 전액 상환 불가능할 경우 수익배분 비율 조정 가능
주요 관세율	▪ 자동차 관세: 25% → 15% ▪ 상호관세: 7/30 합의 이후 15%로 이미 적용 중 ▪ 품목관세: 의약품/목재 등 최혜국 대우 ▪ 무관세: 항공기 부품/제네릭의약품/미국 내 생산되지 않는 천연자원
기타	▪ 반도체: 대만에 비해 불리하지 않은 수준의 관세 적용 ▪ 쌀/소고기 포함 농업 분야: 추가 개방 없음

자료: 연합인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

그림24 기업 외화예금 잔액과 달러/원



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

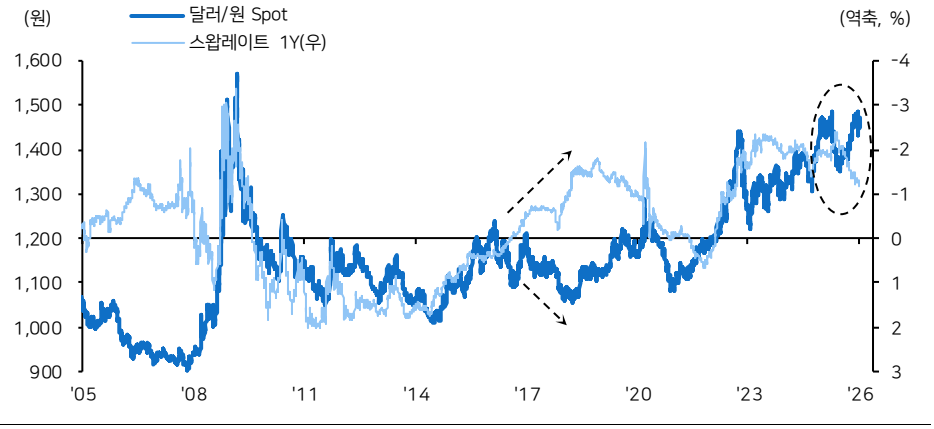
[1] 코로나19 이후 외환변동성이 커지며 수출기업 현물환 매도 및 수입기업 현물환 매수 감소하는 대신 외화예금 증가 ("환율 변동과 수출입 기업의 현물환 거래 행태", 김민/편주현, 한국은행 경제분석, 2025)

[참고] 스왑레이트와 현물환의 디커플링

한편, 작년 상반기 말 이후 3개월과 1년 스왑레이트의 (-) 폭이 점차 줄어들고 있음에도 원화 약세가 나타나는 현상은 의외로 자연스러운 것일 수 있다. Negative swap rate의 축소는 일견 달러 유동성 여건으로도 해석된다. 사실은 달러 조달(헤지) 비용이 줄어든다는 의미인 반면, 원화 현물환의 약세는 달러 자산에 대한 순수요일 수 있기 때문이다.

실제로 스왑레이트와 달러/원 현물은 모든 경우에 동행하지 않으며, 2017~18년은 미국 금리인상에 따른 헤지 비용 증가가 있었음에도 원화는 강세였다. 앞서 언급한 내국인의 해외증권투자 및 달러 공급의 축소가 원화 현물환의 절하를 유발하고 있을 가능성을 높게 본다.

그림25 **1년 스왑레이트와 달러/원 현물**



자료: 인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

12월 중순 이후 외환당국 대응의 시사점

상황이 여기에 이르자, 12월 중순 이후 기획재정부와 한국은행을 중심으로 외환시장 안정화 조치들이 잇따라 발표되었다. 정책의 핵심은 3가지이다.

① 금융권과 기업부문 달러공급 확대이다. 외화 유동성 스트레스 테스트 면제 및 은행권 외화부채에 대한 거시건전성 부담금 면제(금융권) 및 해외배당금 국내 환류시 전면 비과세, 수출입자 외환거래 점검(기업) 등이 여기에 해당한다.

② 해외투자 확대시의 원화 약세 압력 완화이다. 국민연금-한국은행 스왑 확대, 국민연금 전략적 환헤지, 개인용 선물환 도입-환헤지 유도 등이 해당된다.

③ 국내증시 복귀 계좌(RIA) 신설을 통한 비과세 확대이다. 이는 말그대로 내국인 해외투자의 국내 환류를 유도하는 정책이다.

여기에, 12월 24일 이후 수 일간은 강력한 구두개입("앞으로도 원화 절하될 것이란 기대 유리하지 않을 수 있다"와 더불어 실개입을 통해, 개입 여력 의구심도 일

축했다. 미봉책이라는 비난과 원화 약세 재개라는 위험이 있었지만, 기대 관리 차원에서 언젠가 필요했던 카드였다는 생각이다.

12월 29일 원화는 장중 1,430원까지 하락했으며, 새해 들어 다시 상승했으나, 당국이 1,480원대 환율을 용인하지 않을 것이라는 신호를 명확히 부여한 만큼 이 레벨 이상으로 원화가 절하될 가능성은 낮다는 판단이다. 기대가 이렇게 형성되면 저항선이 공고해 지기 때문이다.

그림26 2025년 12월 1일 이후 달러/원 추이 (60분봉)

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 12월 중순 이후 외환시장 안정화 관련 조치

구분	내용
① 4자 협의회 (12.15)	▪ BOK-NPS 통화스왑 연장 ▪ NPS 전략적 환헷지 재개 시사
② 외환건전성 제도 탄력적 조정방안 (12.18)	▪ 외화 유동성 stress test 6 월말까지 유예 ▪ 한국시티, SC 은행 선물환포지션 제도 완화 (자기자본 대비 75% → 200%) ▪ 거주자 원화용도 외화대출 허용 확대
③ 한국은행 (12.19)	▪ 은행권 비예금성 외화부채 건전성 부담금 면제 (~6 월) ▪ 한은 예치 외화예금 초과지준 이자 지급(~6 월)
④ 국내투자/ 외환안정 세제지원 (12.24)	▪ 국내시장 복귀계좌(RIA) 세제지원 신설 (해외주식 양도세 비과세) ▪ 개인용 선물환 도입, 환헤지시 양도세 공제 ▪ 해외자회사 수입배당금 환류시 비과세 100%
⑤ 외평채 발행 검토 (12.29)	▪ 달러표시 외평채 입찰제안요청서(RFP)를 배포 ▪ 주관사 5 개사 선정 (26.1.13)
⑥ 관세청, 외환거래 점검 계획 (1.13)	▪ 수출입 대금의 지급 · 수령 시점을 조정하거나, 부당 이득을 보려는 움직임을 차단 ▪ 세관에 신고된 수출입 금액과 은행을 통해 지급 · 수령된 무역 대금 간 편차가 큰 기업들 대상 (1,138 개사)

자료: 한국은행, 기획재정부, 언론종합, 메리츠증권 리서치센터 정리

향후 전망: 연말 달러/원 1,420원 전망 유지

연초 들어 원화가 다시 달러 대비 약세를 시현 중이나, 우리는 올해 달러/원 밴드가 작년보다 낮은 수준을 대체로 유지하며, 연말 달러/원이 1,420원 전후에 수렴할 가능성을 여전히 크게 보고 있다.

가장 큰 이유는 국내 채권시장 WGBI 편입에 따른 외국인 채권투자 자금 유입이 있기 때문이다. WGBI가 자국 통화 채권을 벤치마크로 삼고 있기에 이를 추종하는 자금들은 환헤지를 하지 않는 것이 보편적 방식이다. 4~11월의 8개월 동안 월평균 78~91억 달러 유입 재료로, 작년 10~11월 내국인 해외주식투자 급증 당시의 규모인 68억 달러와 55억 달러를 넘어 선다. 작은 금액이 아니라는 것이다.

여기에 2~3월 중 발생할 달러 약세 재료(관세위법 판결, 연준 독립성 문제)와 외환수급 개선 위한 정부 정책이 상반기 중 효과를 낼 수 있다는 점까지 고려한다면 상반기 말 전후 달러/원은 일시적으로 1,400원을 하회할 가능성도 있다. 문제는 채권지수 편입에 따른 글로벌 투자자 리밸런싱이 끝나는 2027년 이후이며, 이 때 중장기 원화가치 안정을 도모하고자 한다면 생산성 개선이 필수일 것이다.

일례로, 원화 실질실효환율 deflator가 CPI일 때 3Q25 값(달러/원 1,386원)은 1980년 이후 장기평균 대비 14.2%나 저평가되어 있는 것으로 계산되며 역사적 평균의 1표준편차 수준도 하회한다. 반면 deflator가 단위노동비용이라면 저평가 정도는 3.7%에 불과하다. 단위노동비용이 높다는 의미이다.

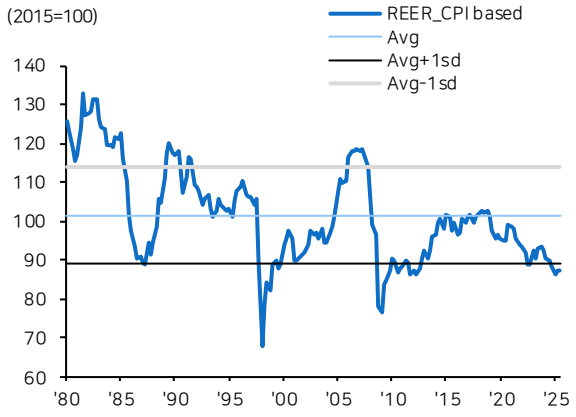
단위노동비용은 노동비용을 생산량으로 나눈 것이다. 이것이 높다는 것은 1) 생산성 정체, 2) 기술/투자 부족 등에 기인한다. 국민성장펀드 등 이른바 생산적 금융이 마중물 역할을 하여 실제 경제의 생산성 제고를 이끄는 한편, 산업 및 기업의 자유로운 퇴출 및 구조조정이 이루어지는 것이 중요하다. 국내 성장 잠재력 제고뿐 아니라 중기적 원화 가치 지지에 핵심적인 요소라는 판단이다.

표5 **한국 국채시장 WGBI 편입 효과 시산**

	금액	비고
전체 WGBI Market Value (A)	33.3조 달러	
예상 국고채 편입 잔고 (B)	0.71조 달러	
지수내 비중 (B/A=C)	2.08%	
WGBI 추종 펀드 (D)	3.0~3.5조 달러	환율 1,400원 고려
총 자금 유입 (C×D)	**624~728억 달러**	**(87~102조원)**
월평균 (8개월, 4~11월)	**78~91억 달러**	**(10.9~12.7조원)**

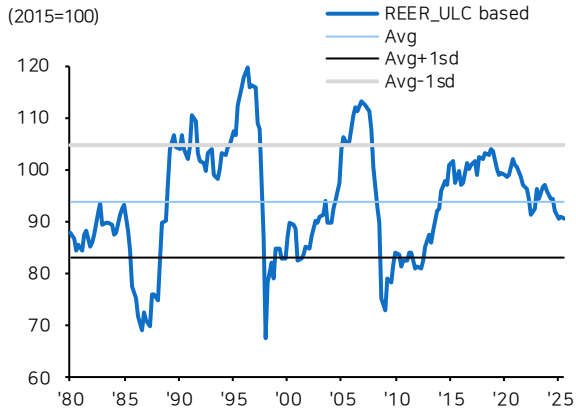
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

그림27 **원화의 실질실효환율: Deflator가 CPI인 경우**



자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림28 **원화의 실질실효환율: Deflator가 단위노동비용인 경우**



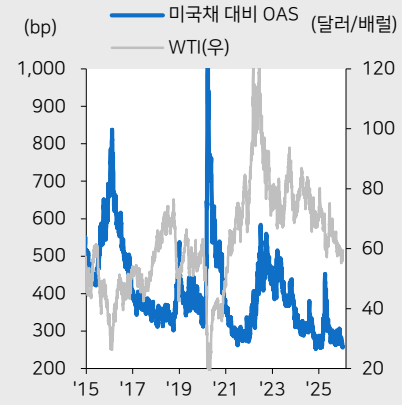
자료: OECD, 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

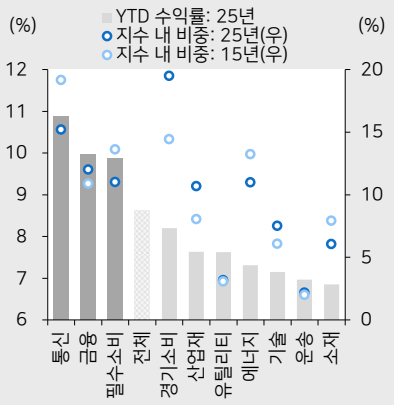
김영준 연구원

고평가 이슈에도 매수해야할 미국 하이일드

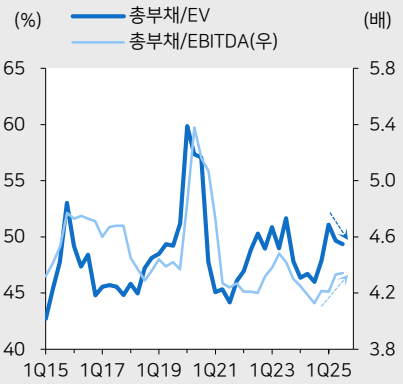
역사적 저점 국면에 위치한 하이일드 스프레드



지수 내 에너지 섹터 비중 낮아진 것에서 기인



미국 하이일드 구성종목 펀더멘탈 현황



주: 세번째 그래프는 상하위 10% 양극단 값을 제외하는 윈저라이징 기법을 통해 평균 수치를 도출
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

연준이 인하 속도를 조절하는 가운데 6% 이상의 YTW를 제공해주는 미국 하이일드가 각광을 받고 있다. 견조한 실물 데이터와 뉴욕증시 호조는 스프레드의 역사적 저점 수준이 유지될 수 있도록 뒷받침하고 있다. 다만 스프레드의 축소 여력이 제한적인 만큼 하이일드 고평가 논란이 일고 있다. 블룸버그 페어모델은 소비 및 주식 수익률 둔화 가정시 스프레드는 연내 300bp를 상회할 것으로 제시했다.

과거 미국 하이일드는 유가 변동이 기업실적에 미치는 영향이 컸기 때문에, 스프레드와 유가 움직임이 반대로 움직였다. 그러나 '22년 유가 급등은 실적 개선보다는 섹터 전반의 비용 부담으로 인식되었다. 그래서 최근의 유가하락 흐름은 스프레드 확대 압력으로 작용하지 않고 있다. 또한, 하이일드 지수 내 섹터 비중 변화로 에너지 섹터 외 영향력이 커진 점이 주효했다. 대부분이 벤치마크보다 부진했지만, 비중 상위업종의 선방으로 전체 수익률은 높은 숫자를 기록했다.

레버리지 관련 펀더멘탈 지표는 혼재된 모습이다. 총부채/EBITDA는 발행량 확대에 상승세를 기록하고 있다. 그럼에도 해당 지표는 장기 평균과 비교하면 과도하다고 보기 어려운 수준이다. 한편 총부채/기업가치는 증시의 강세에 힘입어 직전 분기 동안 개선되어 49%까지 하락했다.

하이일드는 투기등급이기 때문에 투자하기 망설여질 수 있다. 그러나 지난 40년간 하이일드는 33번의 수익을 기록했으며, 길게는 6년 이상 지속되었다. 연간 수익률 중앙값이 9%인데 반해 두 번 연속 손실을 기록한 적이 없으며 그 마저도 금리 인상기에 발생했다. 뿐만 아니라 S&P500 수익률의 연간 변동성보다 평균적으로 4배 가량 낮다(현재 6배). 기준금리 인하는 계속되고 있지만 통화정책 여력이 축소됨에 따라 미국채 금리 하단이 경직적이다. 비록 스프레드가 벌어질 여지는 있으나, 캐리 관점에서 하이일드에 대한 접근은 유효하다.

칼럼의 재해석

김아현 연구원

AI 시대의 구리 (S&P Global)

2026년 구리는 경기 선행 지표인 '닥터 코퍼'를 넘어 경제 안보와 미래 산업 생존을 결정짓는 핵심 전략 자재로 격상되었다. 전 세계적인 전동화와 에너지 전환 흐름 속에서 구리 수요는 폭발적으로 증가하고 있으며, 이는 (1) 전통적 경제 성장 (건설·가전), (2) 에너지 전환, (3) AI·데이터센터 인프라, (4) 국방 현대화, 그리고 (5) 휴머노이드 로봇이라는 5대 핵심 동력에 의해 주도되고 있다. 가장 강력한 변수는 AI 데이터센터와 휴머노이드 로봇의 상용화다. 24시간 막대한 전기를 소비하며 전기를 나르는 전선과 배전 설비의 핵심 소재가 바로 구리다. 2040년까지 수백만 톤의 신규 구리 수요를 창출하며 원자재 시장의 수급 밸런스를 변화시킬 것으로 전망된다.

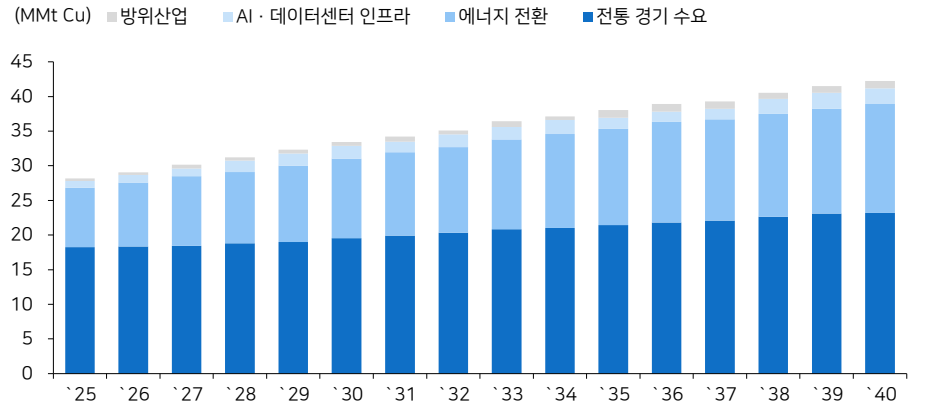
반면 공급 측면에서는 '저비용 생산' 시대가 막을 내렸다. 인허가와 채굴 환경 모두에서 위기에 봉착했다고 진단되며, 2040년경 약 1,000만톤 규모의 공급 부족이 예상되는 등 구조적인 병목 현상이 우려된다. 구리 가격 상승은 전력 인프라 및 기술 발전 비용을 좌우하는 결정적 재무 변수가 되었다. 미래 경제는 구리를 통해 비로소 구현 가능한 패러다임으로 전환될 것이며, 이를 위해서는 기술 혁신을 넘어선 거버넌스의 혁신과 장기적 관점의 자원 안보 전략이 시급히 요구된다.

구리의 재발견

과거 금융 시장은 구리를 '닥터 코퍼(Dr. Copper)'라 지칭하며 가격 변동을 통해 글로벌 실물 경기의 회복과 침체를 가늠하는 선행 지표로 활용했다. 그러나 2026년 현재, 구리의 위상은 단순한 보조적 지표에서 벗어나 경제 안보와 산업 생존을 위한 필수 전략 자재로 격상되었다.

현재의 전례 없는 구리 수요 급증은 다음 4가지 핵심 요인에 기인한다. 1) 경기 순환적 수요다. 건설, 가전, 기계 등 전통적인 제조업 기반의 수요는 여전히 경제 성장의 기초 체력을 담당, 글로벌 GDP 성장과 높은 상관관계를 유지한다. 2) 에너지 전환 가속화: 탄소 중립 목표 달성을 위한 글로벌 정책 기조는 전기차, 이차전지, 신재생 에너지 발전 설비 확충에 따른 구조적 수요 증가를 이끈다. 3) AI 및 데이터센터 인프라 확장은 가장 주목해야 할 신규 수요처다. AI 연산 처리를 위한 하이퍼스케일 데이터센터 구축과 이에 수반되는 전력망 보강 만으로도, 2026년~2040년 약 200만 톤 규모의 추가적인 구리 수요가 발생할 것으로 전망된다. 4) 국방 및 안보 현대화. 드론, 고성능 통신 장비, 정밀 유도 무기 등 현대전 수행을 위한 방위 산업 분야에서도 구리의 전략적 중요성이 확대되고 있다.

그림1 전세계 산업별 구리 수요 (2025-2040)



자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

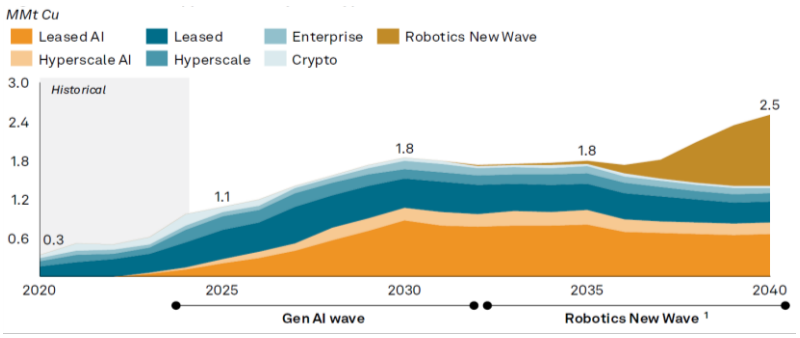
5번째 수요의 부상: 휴머노이드 로봇

앞선 4대 핵심 동력에 이어, 휴머노이드 로봇이 구리 수요의 다섯 번째 구조적 성장 축으로 부상하고 있다. 제한된 공간에서 단순 반복 작업을 수행하는 고정형 산업 로봇과 달리, 휴머노이드 로봇은 AI의 인지 능력과 기계적 정밀함을 결합하여 환경과 상호작용 한다.

이러한 로봇의 구동 메커니즘은 구리의 전기적·열적 전도성에 절대적으로 의존한다. 배터리 전극, 센서 및 반도체 배선은 물론, 특히 인간과 유사한 관절 움직임을 구현하는 모터와 액추에이터의 핵심 부품인 권선(Winding)은 자기장 형성을 위해 구리를 필수적으로 사용한다. 휴머노이드 로봇 1대당 약 4~8kg 구리가 사용되며, 이는 전체 중량 (약 60kg) 대비 상당한 비중이다.

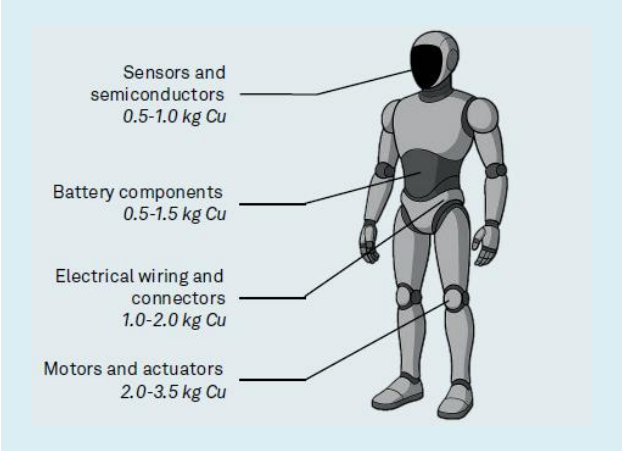
현재 다수 테크 기업들은 휴머노이드 로봇 파일럿 단계를 넘어 본격적인 양산 체제로 전환을 서두르고 있다. S&P Global 시나리오에 따르면 2040년까지 10억 대의 휴머노이드 로봇이 가동될 경우 연간 160만 톤의 구리가 추가 창출될 것으로 전망된다. 이는 현재 글로벌 구리 수요의 약 6%에 달하는 규모, 휴머노이드 로봇 상용화는 글로벌 원자재 시장의 수급 밸런스를 좌우할 강력한 변수가 될 것이다.

그림2 **데이터센터 유형별 구리 수요 (2020-2040)**



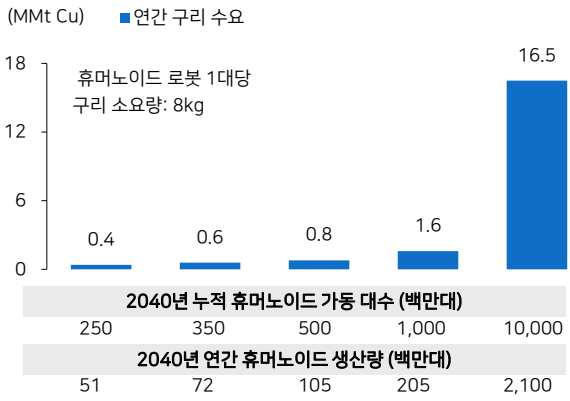
자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

그림3 **휴머노이드 로봇 내 구리 적용 부품**



자료: S&P Global

그림4 **휴머노이드 로봇에 의한 구리 수요**



자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

'비싼 구리'의 시대

구리 산업은 '저비용 생산' 시대의 종언을 고하고 있다. 지질학적 여건 악화로 인해 상업성을 확보하기 위해서는 더 깊은 심도로의 채굴이 불가피하며, 이에 따른 장비 및 에너지 투입 비용은 기하급수적으로 증가하고 있다.

그림5는 구리 시장이 직면한 냉혹한 현실을 시사한다. 2025년 평균 구리 가격인 톤당 $9,500 수준을 기준으로 했을 때, 현재 계획된 신규 광산 프로젝트의 약 60%만이 손익분기점을 상회하는 것으로 분석된다. 나머지 40%는 인허가 절차의 지연이나 추가적인 비용 상승이 없다는 낙관적 시나리오 하에서도 경제성 확보가 불투명하다. 이는 구리의 공급 확대를 유도하기 위해서는 구조적으로 더 높은 가격 레벨이 전제되어야 함을 의미한다.

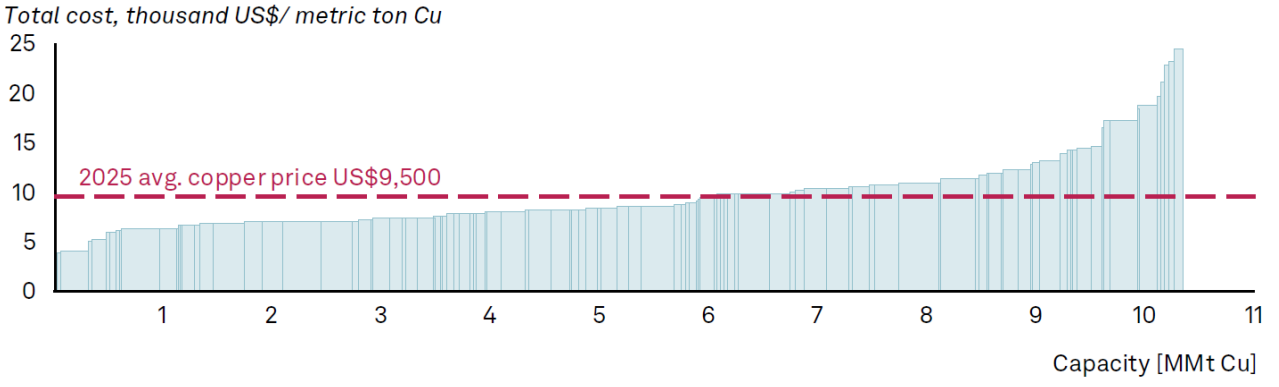
광산 개발의 자본 집약도 및 한계 비용 상승은 단순히 원자재 섹터의 문제에 국한되지 않는다. 상승한 구리 가격은 가치 사슬 전반으로 전이되어 전력 인프라, 재생 에너지, 데이터센터 구축 비용(CAPEX)을 직접적으로 견인한다.

- 인프라 비용 민감도: 일례로 2,500KVA급 전력 변압기의 경우, 전체 질량의 약 30%인 1톤 이상이 구리로 구성되어 있어 원자재 가격 변동에 대한 민감도가 매우 높다.

- AI 데이터센터의 비용 부담: 최근 구리 가격이 톤당 $11,500 (2025년 12월 기준)를 상회함에 따라, 하이퍼스케일 데이터센터 구축 시 구리 조달 비용은 수천만 달러 규모로 확대되었다. 이는 구리가 단순한 물리적 자재를 넘어, 전동화와 디지털화의 속도를 제어하는 핵심적인 재무 변수가 되었음을 시사한다.

2040년경으로 예상되는 약 1,000만 톤 규모의 공급 부족은 단순한 수급 불균형을 넘어, 글로벌 기술 진보 자체를 지연시키는 치명적인 병목 요인으로 작용할 잠재적 위험을 내포하고 있다.

그림5 **2035년 신규 구리 프로젝트: 가격에 따른 생산능력 분포**



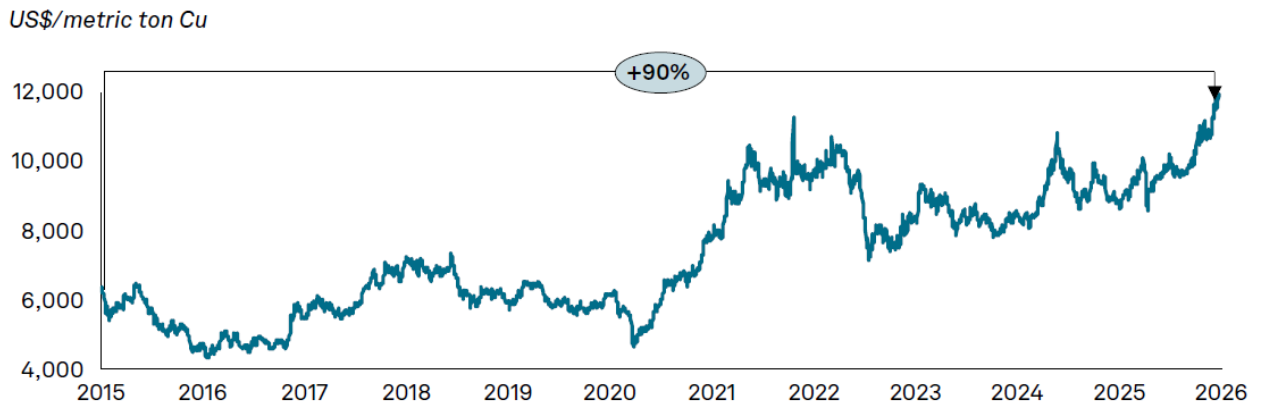
자료: S&P Global, 메리츠증권 리서치센터

구리 확보를 위한 전략적 과제

이러한 구조적 간극을 메우기 위해서는 채굴 기술의 혁신을 넘어선, 거버넌스의 혁신이 시급하다. 수십년이 소요되는 광산 개발의 불확실성을 제거할 수 있는 투명한 인허가 절차와 안정적인 정책, 그리고 특정 국가에 편중된 제련 공급망을 다변화하는 다자간 협력만이 치솟는 자본 비용을 낮추고 적기의 공급을 가능케 할 것이다. 한국 정부와 기업이 해외 광산 지분을 직접 확보하고, 폐전선 등 재활용 시스템을 고도화하는 등 자원 안보 차원의 선제적 대응 전략을 마련해야 하는 이유다.

미래 경제는 단순히 구리를 많이 소비하는 (Copper-intensive) 단계를 넘어, 구리에 의해 비로소 구현 가능한 (Copper-enabled) 패러다임으로 전환되고 있다. 디지털 코드의 연산부터 재생 에너지 발전, 그리고 휴머노이드 로봇의 구동에 이르기까지, 모든 기술 혁신의 흐름은 구리라는 인프라를 통해서만 연결될 수 있다. 구리는 혁신과 성장을 연결하고 에너지를 전달하며 변화를 촉매하는 가장 전략적인 자산이다. 현재 시장 참여자들에게 요구되는 것은 단기적인 가격 변동성에 대한 대응이 아닌, 이 필수불가결한 '미래 산업의 혈관'을 어떻게 안정적으로 확보할 것인가에 대한 장기적 자원 안보 전략과 과감한 정책적 결단이다.

그림6 **LME 구리 현물 가격 추이**



자료: London Metals Exchange, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Copper in the Age of AI (S&P Global)*