유진투자증권

Global Macro | 2026.1.19

Equity Strategy

환율과 외국인 매매 다시보기

Equity Strategy Overview

주식시장에 비해 원화가치 불안은 좀처럼 가라앉지 않고 있다. 그러나 국내 기업이익에 AI와 공급망의 영향이 더 확대되면서 환율 영향에 덜 민감해진 것이 사실이다. 흥미로운 점은 외국인 투자가들이 반도체/자동차 보다 전통 경기민감 산업인 산업재에 대한 관심을 더 높이고 있다는 점이다.

글로벌 전략 **허재환**_ 02)368-6176_ jaehwan.huh@eugenefn.com

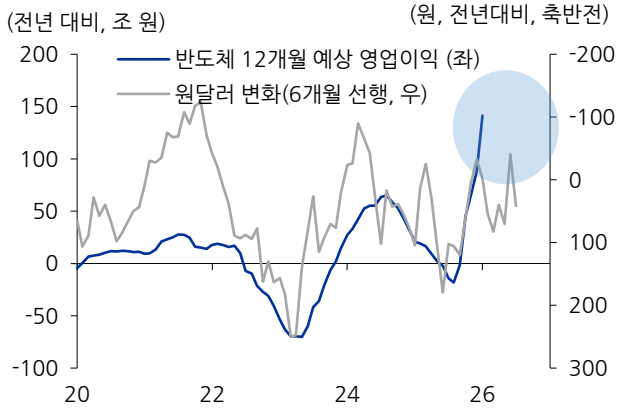
- 잘 나가는 코스피에 비해 원화가치는 수난시대임. 다행히 예전에 비해 주가와 환율 관계가 달라졌음. 악재는 아님.
- 과거 국내 기업이익이 글로벌 경기에 좌우되었음. 이제는 국내 기업이익이 AI와 공급망 변화에 민감 해졌음.
- 그렇다고 해서 환율 영향을 무시할 수는 없음. 1월 들어 외국인 투자가들은 반도체/자동차에 대해 뜨겁지 않음.
- 외국인 투자가들은 유틸리티, 상사자본재, 조선 등 전통 경기민감산업인 산업재에 관심이 높다는 점에 주목.

코스피 질주는 멈추지 않고 있다. 반면 원화가치는 12월 정부개입 이전 수준으로 되돌아왔다. 일본 조기 총선에 따른 엔화 약세 영향도 있지만 해외 투자자금 유출 영향이 지속되고 있기 때문이다. 그러나 정부의 환율 안정 의지를 무시해서는 안된다. 또한 **2024년 이후 환율과 주가 및 외국인 순매수 간 관계가 달라졌다**. 원화가치 하락 속도가 어느 정도를 넘지 않는다면(원달러가 전년대비 70~80원 이상 상승), 심각한 악재가 될 가능성은 낮다.

더 중요한 것은 이런 변화가 나타난 배경이다. 필자의 소견으로는 과거 국내 기업이익은 글로벌 경기에 좌우되었다. **국내 기업이익이 브랜드 가치가 상대적으로 떨어지는 중간재 형태의 자본재 수출에 좌우**되었기 때문이다. **하지만 최근 국내 기업이익은 AI와 공급망 변화로 환율 등 경제 여건에 덜 민감**해지고 있다고 추정된다.

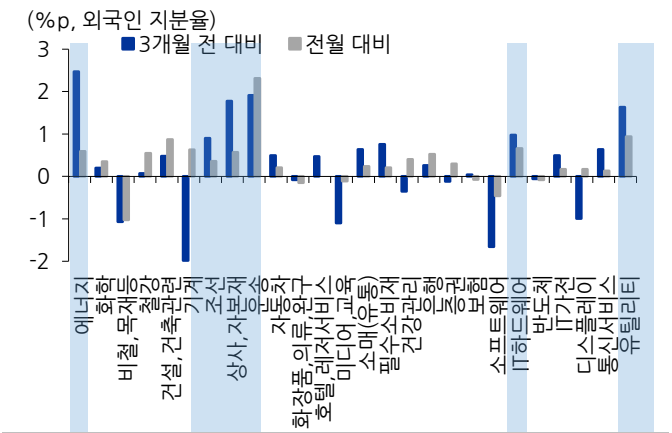
그렇다고 흥분해서는 안된다. 외국인 투자가들은 연일 사상 최고치를 갈아치우는 국내 증시 분위기에 비해 차분하다. 외국인 투자가들은 1월 들어 뜨거운(?) 반도체/자동차에 대해 매도우위다. 반면 **유틸리티, 상사자본재, 조선 등 주로 산업재에 대한 매수 강도가 강하다**. 외국인 투자가들은 보유 비중 자체가 이미 높은 업종들보다 경기에 민감하지만, 상대적으로 보유율이 낮은 업종 중심으로 분산하고 있는 것으로 판단된다.

환율 영향에 덜 민감해졌지만, 무시할 수도 없어



자료: Quantiwise, 유진투자증권

반도체/자동차보다 산업재 비중을 높이고 있는 외국인



자료: Quantiwise, 유진투자증권

결국 한계를 보인 정부의 환율 대책

코스피는 연일 사상 최고치를 갈아치우고 있다. 반면 12/23 일 이후 54 원 이상 하락했던 원달러는 다시 1,470~80 원대로 돌아왔다. 결과적으로 12 월 이후 나타난 정부정책 효과가 별로 없었던 것이다(도표 1).

역시 정부 정책은 속도 조절용

원인은 다양하다. 원화와 관련성이 높은 엔화가 다음달 일본 조기 총선 기대로 재차 약해졌다. 정부의 세제 혜택에도 해외투자 열기도 식지 않고 있다. 2023 년 이후 본격화된 해외 투자에 따른 자금 유출 추세가 이어지고 있다(도표 2). 역시나(?) **정부 정책은 속도 조절용이지, 추세 전환용은 아니었다**.

이제 외환보유액을 써서라도 환율시장 개입

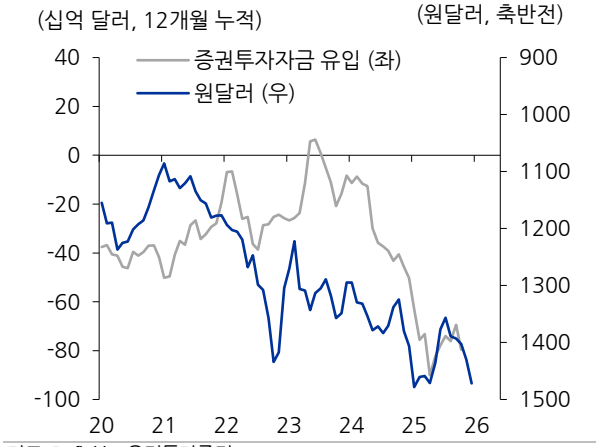
그렇다고 정부의 환율 안정 의지를 의심해서는 안된다. 원달러 1,480~1,500 원대에서는 정부 개입이 강화될 것으로 예상된다. **지난 12 월 외환보유액은 12 월 무역흑자 121 억 달러였는데도, -26 억 달러 감소**했다. 그동안 양전했던 정부가 외환보유액을 통해 개입한 것이다(도표 3). 이번에도 그러지 말라는 법은 없다.

도표 1. **25/12 월 이후 발표된 정부의 환율 안정 정책**

날짜	주요 정책 내용	비고
12.05	구두 개입	"과도한 쏠림 시 적극 대응"
12.15	외환 스와프(FX Swap) 증액 (500 억달러)	시장 달러 수요 차단
12.18	외환건전성 부담금 한시적 감면	금융권 외화 조달 비용 절감
12.22	공공기관 해외투자 환헤지 비율 상향	공공부문 달러 매수 수요 억제
12.24	강력한 구두 개입, 수급불균형 해소 정책	해외 주식 매각, 국내 주식 장기 투자 시 1 년간 양도소득세 감면
12.26	국민연금 외환 스왑 한도 증액 (600 억 달러)	연기금의 해외 투자용 달러 공급,
26.1.1	외환거래 시간 연장(9:00~익일 02:00)	실시간 대응력 강화
26.1.13	환율 쏠림 과도' 기획재정부 구두 개입	1,450 원대에서 개입 경고

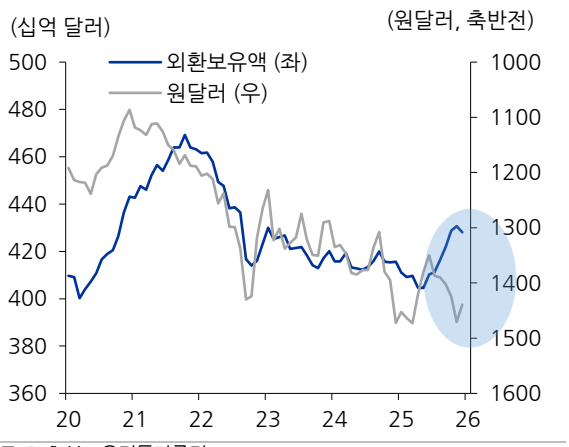
자료: 유진투자증권

도표 2. **여전히 유출 우위의 증권투자 자금**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

도표 3. **외환보유액을 소진하더라도 환율 방어**



자료: Refinitiv, 유진투자증권

AI와 공급망 변화 영향

달라진 환율과 주가 및 외국인 순매수 관계

원화가치가 불안하지만 주식시장에 미치는 영향은 심각하지 않다. 원화가치 하락이 주가에 악재가 되지 않은 것은 2023 년 이후다(도표 4). 지난 해 이후 원화가치가 하락해도 외국인 투자가들의 매수세가 유입되기도 했다(도표 5).

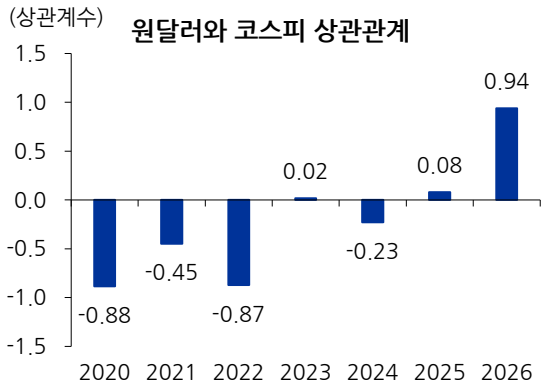
원화가치 하락보다 이익 기대가 높아

왜 변화가 나타난 것일까? 2023 년 이전에는 원화가치가 올라갈 때 6~9 개월 정도 시차를 두고 기업이익 기대가 높았다. 지금은 반드시 그렇지 않다(도표 6).

AI와 공급망 차원

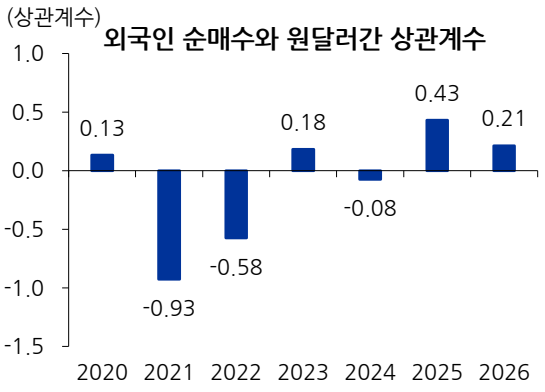
전통적으로 국내 기업들은 자본재 또는 중간재 수출이 많다. 희소하지 않기 때문에 글로벌 경기가 중요했다. **반면 최근 국내 기업이익은 AI 와 공급망에 더 좌우되기 시작**했다. 글로벌 경기가 엄청나게 좋지 않아도, 반도체/전력기기/조선 등 수요가 생긴 것이다. 그러나 반도체 제외 업종은 자유롭지 못하다(도표 7). **1 분기 이후 반도체를 제외한 국내 기업이익 추정치는 더 높아지지 않을 가능성**이 있다.

도표 4. **2023 년 이후 환율과 주가 관계 변해**



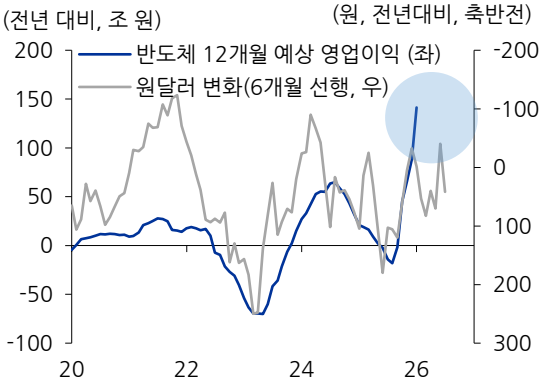
자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 5. **환율과 외국인 순매수 간 관계도 변화**



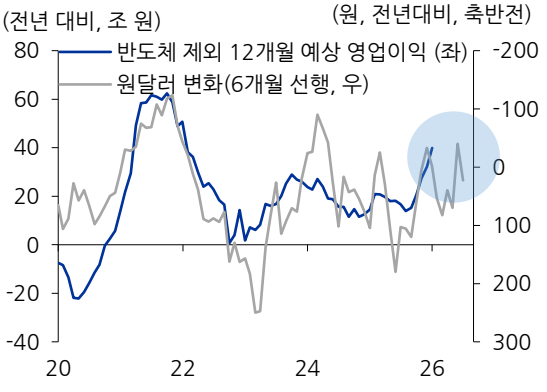
자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 6. **환율 영향을 넘어서는 반도체 이익 기대**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 7. **반도체 제외 시 환율을 무시하기 어려워**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

외국인 투자가들은 흥분하지 않는다

주목할 점은 **1) 원화가치 하락 영향은 6~9 개월의 시차를 두고 나타날 가능성이 높다는 점**과 2) 그 때문인지 **코스피의 고공행진과 Non-US 시장의 선전에도 불구하고, 외국인 투자가들의 매수세가 뜨겁지는 않다**는 점이다.

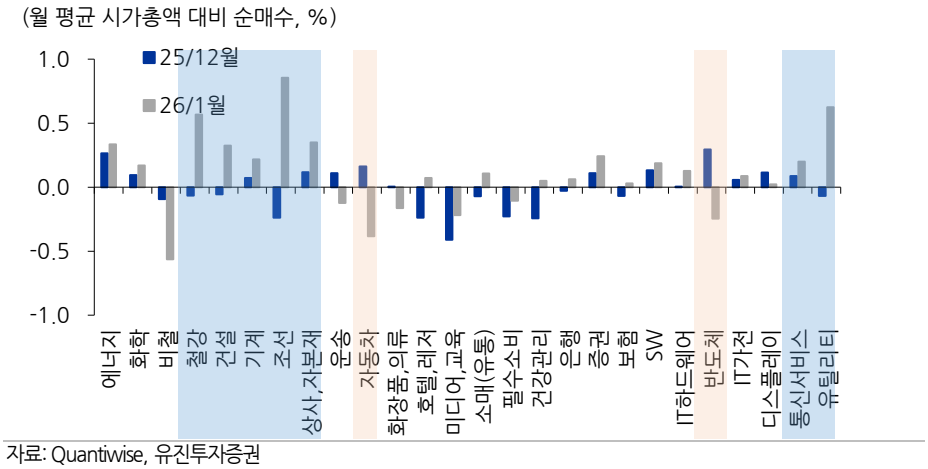
외국인은 반도체/자동차 오히려 순매도

지난 12 월과 올해 1 월 주요 업종별로 평균 시가총액 대비 외국인 순매수 비중을 비교해 보았다. 순매수 강도를 보기 위해서다. **반도체와 자동차주들의 폭발적인 상승에도, 외국인 투자가들은 이달 들어 매도우위**다. 반면 **외국인 투자가들은 조선, 유틸리티, 철강, 건설, 증권업종을 더 순매수**하고 있다(도표 8).

이미 높아진 보유 비중

외국인 투자가들의 주식 보유 비중이 높아지고 있지만 한계는 있다. 코스피와 반도체에 대한 외국인 보유율은 2004 년과 2018~19 년보다 낮다(도표 9). 최근 주가와 이익 전망에 고조되고 있는 낙관론과는 온도 차이가 있다(도표 10).

도표 8. **시가총액 대비 조선/유틸리티/철강 순매수, 반면 반도체/자동차 순매도**

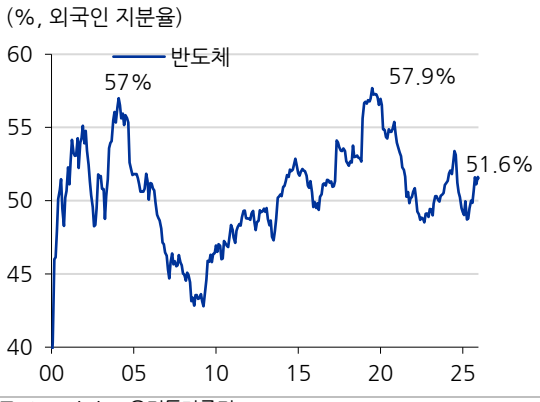


자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 9. **현재 외국인 국내 주식 보유율 36.9%**

자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 10. **외국인들의 반도체 지분율 50% 이상**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

산업재/유틸리티를 중심으로 분산

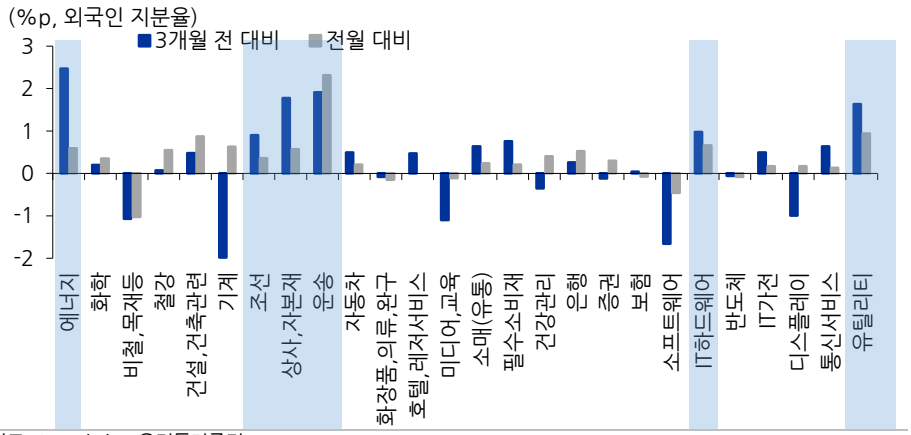
외국인 투자가들의 반도체와 자동차 매도를 비관적으로 볼 필요는 없을 것이다. 이미 보유 비중이 높기 때문이다. 그래도 외국인투자가들의 매매패턴에서 참고할 필요는 있다. 바로 분산이다.

반도체 이외 자동차, 조선, 유틸리티 선호

외국인 투자가들의 순매수 및 지분율 변화를 보면 **외국인 투자가들은 최근 3 개월동안 유틸리티, IT 하드웨어, 운송, 상사자본재, 에너지 등 업종 비중을 늘려가고 있다**. 반도체 비중은 더 늘리지 않고 있고, 요즘 관심이 높은 자동차 비중은 소폭 늘렸을 뿐이다(도표 11).

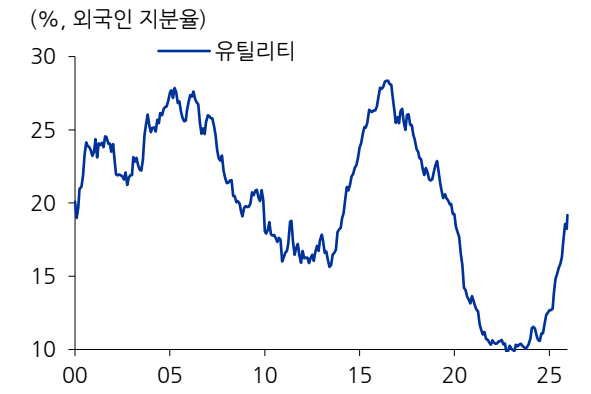
2024 년 이후 외국인 투자가들이 비중을 늘리고 있는 업종은 **유틸리티 업종**이다(도표 12). 이익 반전과 배당 확대 기대 등에 기인한 것으로 보인다. 마찬가지로 지주사와 방산업체들이 포함된 **상사자본재 비중**도 높아지고 있다(도표 13).

도표 11. **지분율 기준 유틸리티/IT 하드웨어/운송/상사자본재 비중 확대**



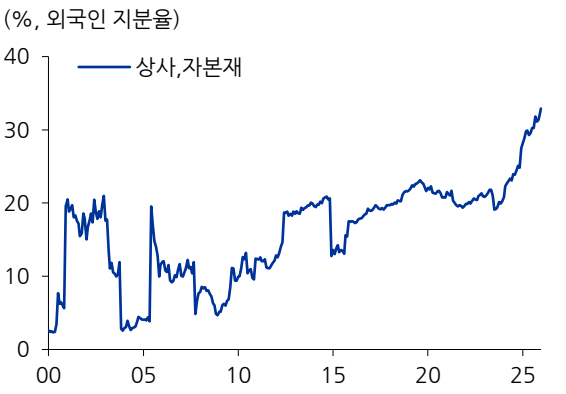
자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 12. **외국인 지분율이 높아지고 있는 유틸리티**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

도표 13. **상사자본재도 마찬가지**



자료: Quantiwise, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다