2026년 1월 20일 | Global Asset Research

DIN (Doo It Now)

원화 실효환율 약세국면에는 공격이 최고의 방어

Equity

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

국내외 주식시황 김두언 kimdooun@hanafn.com
RA 안범수 beomsooahn@hanafn.com

하나증권 리서치센터

(결론적으로) AI 등 **기술변화 시기 달러는 강**하다. 트럼프식 보호무역 국면일수록 환율은 교역상대국 전체를 가중해 산출한 실효환율로 판단해야 한다. **현재 실효환율 기준으로 원화는 약세국면에 있다**. 원화 실효환율은 **일본 엔화보다 강하고 위안화보다 약한 국면이 이어지고** 있다. 이 시기 코스피 지수는 **월평균 0.8% 상승**했다. 코스피 지수가 상승하는 국면에서 **반도체, 운송**이 상승률이 컸다. 코스피 하락 국면에서 **보험, 증권**이 상승률이 컸다. 코스피 지수의 상승과 하락에 무관하게 시세를 낸 업종은 **기계, 조선**이다. 관련 업종들에서 종목을 선별할 시기이다.

오천피 시대가 임박했다. 하나증권은 2026년 초주식시대를 맞이하여 반도체 중심의 포트폴리오 전략을 권고한다(25.11/24, 초주식시대). 과거와 다른 수준의 달러-원 환율이 예상되고, 원화 약세에도 한국 주식에 대한 유인이 이어진다. 지난해 6.7조 원 순매도한 외국인도 2026년 들어서는 1.5조 원 순매수로 전환했다. 다만 1월 둘째 주부터 다시 외국인 매도세가 확대되고 있어 K자 상승, 쏠림, 외인 이탈 등 오천피 달성 가능성과 함께 불안감 역시 불거지고 있다. 다양한 요인들이 있지만 우려의 근간에는 심상치 않은 원화 약세가 자리하고 있다.

연초부터 원화가 추세적으로 약세다. 한국 정부가 3주 만에 외환 시장에 개입했다. 이번에는 미국 베센트 재무장관을 통해서였다. 그는 자신의 SNS X 계정에 '원화 가치 하락이 한국의 견고한 경제 기반에 부합하지 않는다'라고 글을 올렸다. 직후 달러-원 환율은 14원 넘게 하락하다가 궁극에는 7.8원 하락한 1,469원으로 마감했다. 올해 들어 첫 하락이다. 경험적으로 시장 참가자들의 기대와 포지션을 조정하는 구두 개입 효과는 일시적이다. 2011년 이후 12번의 구두 개입은 달러-원 환율의 추세를 바꾸지 못했다. 개입 이후 2주 동안 평균 0.6% 상승했다. 구두 개입은 추세 전환의 트리거보다는 속도 조절 장치에 가깝다. 단기 변동성은 낮추지만 원화의 추세는 결국 달러 사이클, 펀더멘털을 감안한 대외 수급, 금리차 기대 등에 의해 결정된다.

달러 강세의 본질은 단순히 금리 수준이 아니라 자본의 방향에 있다. 자본은 성장과 혁신이 있는 곳으로 쏠린다. 과거 1990년대 중반 IT 혁명기 미국은 생산성 기대와 투자 확대를 기반으로 자금이 유입되었고, 그 과정에서 달러 강세 압력을 받았다. 현재 진행 중인 AI 혁명도 유사하다. AI 인프라(반도체, 데이터센터, 전력 등) 중심의 확대는 미국의 성장 모멘텀을 높이고 위험 선호가 높아지는 구간에서도 달러 가치를 지킨다. Chat-GPT가 처음으로 출시된 2022년 4분기 이후 미국 경제는 연평균 2.6% 성장 중에 있다. GDP에서 절대적 비중(약 67%)을 차지하는 개인 소비를 제외하면 설비투자의 GDP 성장 기여도가 부분별 두 번째로 크다(+0.7%p). 설비투자는 제조업 생산성을 높이고 생산성 향상은 달러 강세 요인

이다. 여기에 지난 12월 FOMC의 매파적 인하 이후, 금리인하 기대가 하락했다. 차기 연준 의장 지명을 둘러싼 연준의 독립성 문제도 중장기 영향에는 전문가마다 이견이 분분하지만, 단기적으로는 안전자산 선호를 강화하며 변동성 국면에서 달러가 더 강해질 수 있다.

원화는 특히 한 가지 변수로 설명되기 어려운 국면에 놓여 있다. 경상수지와 외환보유고 등 원화 가치를 평가하는 펀더멘털을 보면, 당장 원화 가치의 급락을 견인할 만큼 확연하게 나빠졌다고 볼 수 없다. 무역수지, 경상수지 그리고 외환보유고가 각각 GDP 대비 4.4%, 6.4%, 95%를 기록 중이다. 하지만 팬데믹을 거치면서 달러 수급 측면에서는 분명 경계가 필요한 시기다. 1년 이내 상환해야 하는 단기 대외채무가 10년 전에 비해 50% 이상 증가했고, 장기 채무는 2배 이상 증가했다. 1월 한국은행은 기준금리를 동결한 이후, 시장 금리에는 금리 인상이 반영 중이다. 원화 강세 압력으로 해석될 수 있는 요인이지만 이번에는 다르다. 앞서 언급한 것처럼 미국도 추가 인하 기대가 낮아졌고, 일본은 금리 정상화에 박차를 가하고 있다. 금리차 기대가 원화의 방향성을 당장 바꾸기 어렵다는 의미이다.

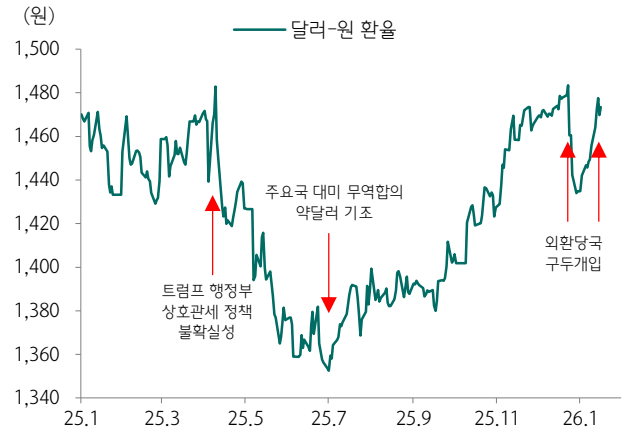
따라서 원화 향방을 통한 주식시장 전략은 실효환율 기준으로 접근해야 한다. 트럼프 행정부의 보호무역이 강화되는 시기에 달러 기준만으로 원화를 평가하면 시야가 좁아질 수 있다. 교역 상대국 전체를 가중해 원화의 종합 가격을 보여주는 실효환율을 개념을 활용해야 한다. 트럼프 행정부의 보호무역 충격이 어느 나라를 통해 우회 혹은 전가 되는지 확인해야 한다

실효환율 기준으로 원화는 약세 국면에 있다. 명목 실효환율 기준뿐만 아니라, 물가를 감안한 실질 실효환율 기준으로도 약하다. 지난해 9월 이후 G20 국가들의 실효환율 변동률은 한국 원화(-5.6%)가 일본 엔(-7.0%) 다음으로 약하다. 직간접적으로 한국과 무역 경합하는 일본과 중국 등과의 실효환율 관계가 중요하다. 현재 실질 실효환율 기준으로 원화는 엔화보다 강하고 위안화보다 약한 국면이 이어지고 있다. 원화가 위안화 대비 가격 경쟁력 측면에서 저평가 국면에 진입한 반면 엔화 대비에는 가격 경쟁력에 부담을 느끼는 고평가 국면에 있다. 이 시기 코스피 지수와 코스닥 지수는 각각 월평균 0.8%, 0.6% 상승했다.

트럼프 관세 부과와 주요국들의 통화정책 기조 등을 감안하면 당분간 실질 실효환율 기준으로 현재 흐름이 지속될 전망이다. 따라서 과거 원화가 엔화 대비 강하고 위안화 대비 약한 4번의 기간 동안 코스피와 코스닥 업종별 수익률을 살펴봤다. 코스피 지수가 상승한 시기에는 반도체, 운송 업종이 시세를 냈고, 코스피 지수가 하락한 시기에는 증권과 보험 업종이 시세를 냈다. 코스피 상승과 하락에 상관없이 시세는 낸 업종은 기계와 조선 등이다. 참고로 코스닥 지수도 상승한 시기에는 헬스케어, 조선, 비철 및 목재 업종이 상승했고, 코스닥 지수가 하락한 시기에는 화학과 IT 가전 업종이 시세를 냈다. 코스닥은 상승과 하락에 상관없이 시세를 낸 업종은 없었다.

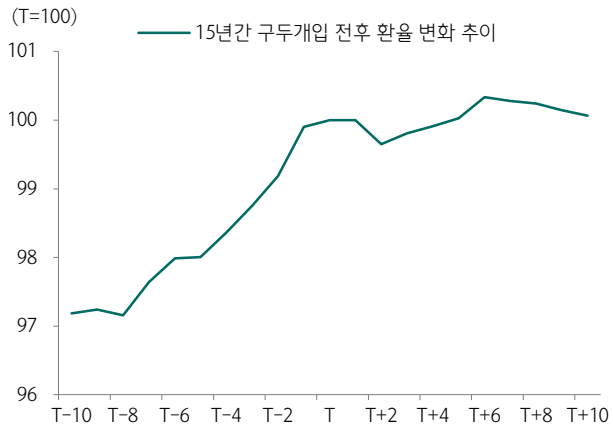
추세적 원화 약세를 감안하면 정부의 구두 개입은 간헐적으로 있을 것이다. 일시적 효과에 그치는 구두 개입에 무게를 두지 말고, 지금과 같은 원화 실질 실효환율 국면에 시세를 낸 업종 내에서 종목을 선별할 필요가 있다.

도표 1. 달러-원 환율 추이와 이벤트



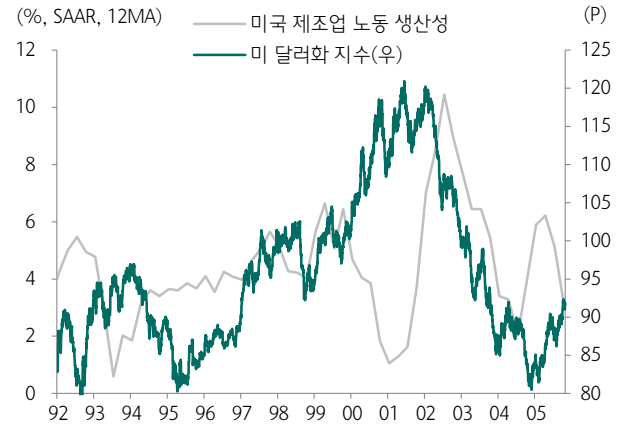
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 2. 역사적으로 정부 구두개입 효과는 일시적



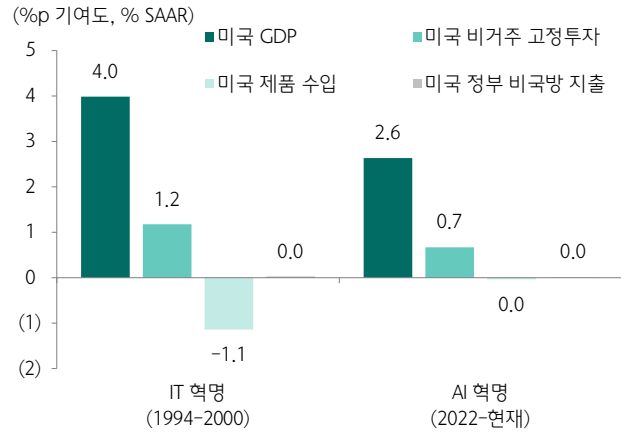
주) 2011년 이후 외환당국 구두개입 12회 전후 평균 환율 추이
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 90년 중반 IT 혁명시기 생산성 제고와 함께 달러는 강세



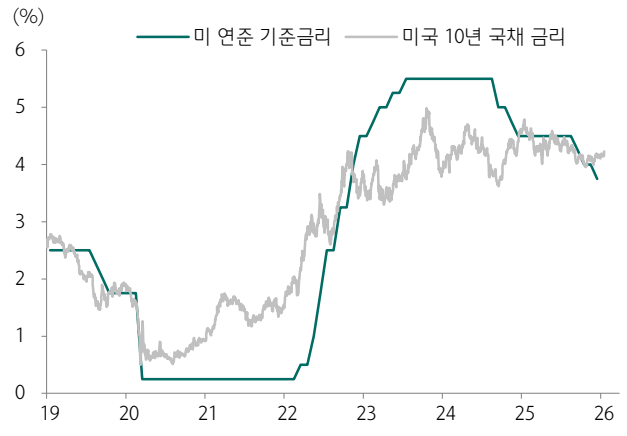
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 4. 현재 AI 혁명 시기도 생산성을 높이기 위한 투자 확대 지속



자료: Refinitiv, 하나증권

도표 5. 미 연준 25년 12월 FOMC 이후, 금리 인하 기대 하락



자료: Refinitiv, 하나증권

도표 6. 한국은행 26년 1월 금리동결 이후, 추가 인하 기대 하락

	2026				2027
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
씨티	2.50	2.50	2.50	2.25	2.50
골드만삭스	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
제이피모간	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
바클레이즈	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
HSBC	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
모건스탠리	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
노무라	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
BNP	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
하나증권	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25

주) 음영은 금리인하 시기
자료: Refinitiv, 하나증권

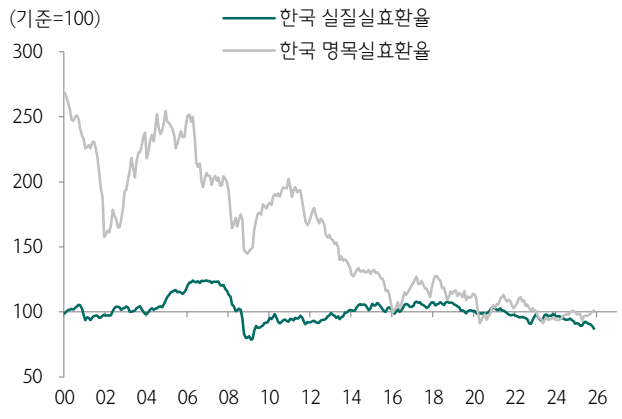
도표 7. 원화 펀더멘털 변화 추이

구분	무역수지 (GDP 대비 %)	경상수지 (GDP 대비 %)	외환보유고 (GDP 대비 %)	대외 채무		달러-원 환율
				단기	장기	
2016년 말	89.2(5.9%)	97.9(5.9%)	371.1(95.8%)	104.8	277.4	1207.8
2021년 말	29.3(1.6%)	85.2(4.3%)	463.1(96.4%)	165.1	465.6	1188.9
현재	77.7(4.4%)	114.2(6.4%)	428.1(95.0%)	161.6	576.5	1474.9

주) 무역수지, 경상수지, 외환보유고, 대외 채무 단위는 십억 달러, 현재 무역수지, 경상수지 값은 2025년 데이터를 사용했고 최근 12개월 데이터를 1년으로 집계, 현재 대외 채무 값은 2025년 3분기 말 기준, 달러-원 환율은 2026년 1월 16일 종가

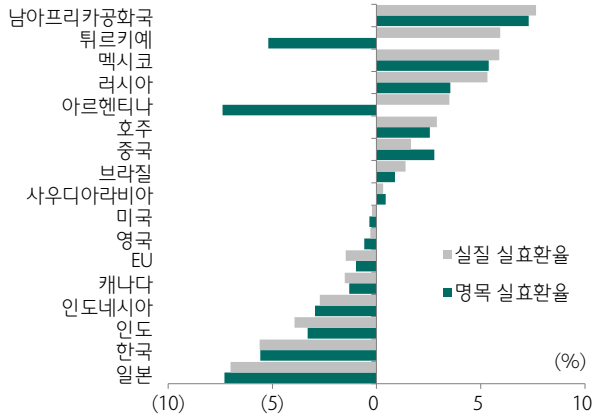
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 원화 실효환율 추이(명목 VS 실질)



자료: Refinitiv, 하나증권

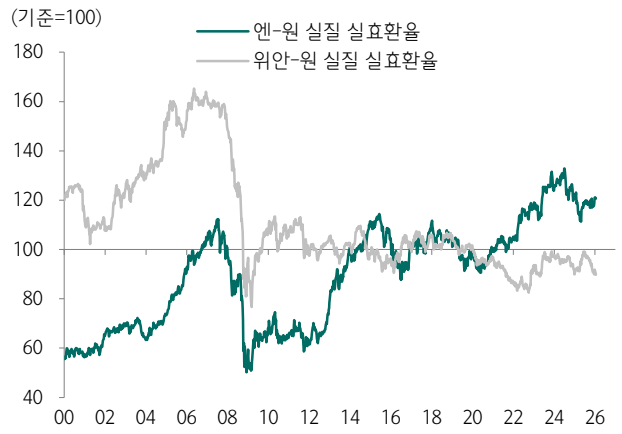
도표 9. G20 국가중 한국은 일본 다음으로 통화가 약해진 국가



주: 2025년 9월 이후 YTD

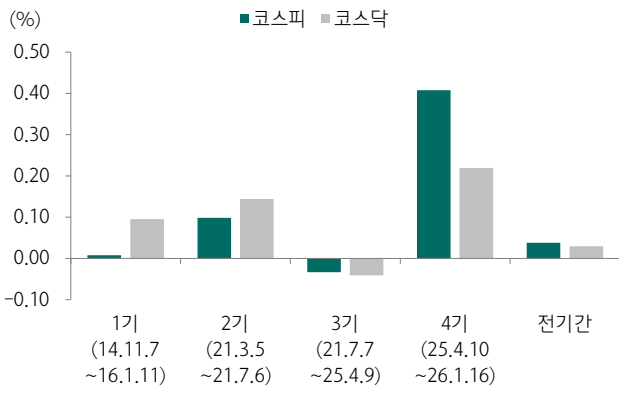
자료: Refinitiv, 하나증권

도표 10. 엔-원 실질 실효환율과 위안-원 실질 실효환율 추이



자료: Refinitiv, 하나증권

도표 11. 실질 실효환율 기준으로 원화가 엔화보다 강하고 위안화 보다 약할 때 한국 증시 추이



주) 기간별 코스피, 코스닥 일간 수익률의 평균 계산

자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 12. 실질 실효환율 기준으로 원화가 엔화보다 강하고 위안화 보다 약할 때 시세를 낸 한국 업종들

		1기		2기		3기		4기		전기간	
		업종	수익률	업종	수익률	업종	수익률	업종	수익률	업종	수익률
코스피	Top1	건강관리	0.28	기계	0.49	조선	0.09	반도체	0.66	기계	0.13
	Top2	에너지	0.17	운송	0.38	기계	0.04	기계	0.65	상사, 자본재	0.10
	Top3	화학	0.16	건설, 건축관련	0.36	보험	0.04	상사, 자본재	0.50	조선	0.10
코스닥	Top1	비철, 목재등	0.23	유틸리티	0.63	화학	0.08	기계	0.46	화학	0.11
	Top2	건강관리	0.20	에너지	0.49	IT가전	0.02	통신서비스	0.36	IT가전	0.07
	Top3	상사, 자본재	0.20	철강	0.41	조선	0.00	반도체	0.35	건강관리	0.07

주) 기간은 도표 11과 동일하게 설정, 지수가 하락한 3기는 음영으로 표시, 기간별 코스피, 코스닥 업종의 일간 수익률의 평균 계산
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 13. 시세를 낸 업종들 중에서 2026년 현재 시가총액 상위 TOP3 종목들

코스피 지수 상승 국면 강세 업종

	종목	시가총액 (억 원)	25년 대비 주가수익률 (%)	연초 대비 주가수익률 (%)	외국인 지분율 (%)	EPS	PER	26년 영업이익률 (%)	26년 당기순이익 성장률 (%YoY)
반도체	삼성전자	9,721,705	180	24	55	15,632	10	28	252
	SK하이닉스	5,503,698	335	16	54	103,730	7	59	187
	한미반도체	170,132	116	40	8	4,284	42	52	168
운송	현대글로비스	192,750	118	42	49	24,463	11	7	107
	HMM	188,648	13	-2	7	1,227	16	9	63
	대한항공	89,745	8	8	16	2,607	10	6	103

코스피 지수 하락 국면 강세 업종

	종목	시가총액 (억 원)	25년 대비 주가수익률 (%)	연초 대비 주가수익률 (%)	외국인 지분율 (%)	EPS	PER	26년 영업이익률 (%)	26년 당기순이익 성장률 (%YoY)
증권	미래에셋증권	197,178	289	34	13	1,885	15	10	112
	메리츠금융지주	184,684	1	-7	14	15,190	7	-	104
	한국금융지주	109,925	156	13	36	30,681	6	12	93
보험	삼성생명	341,200	80	8	23	12,895	14	-	103
	삼성화재	235,312	36	-2	54	44,784	11	-	104
	DB손해보험	87,650	20	-6	44	23,770	5	-	111

코스피 지수 상승 및 하락 국면 강세 업종

	종목	시가총액 (억 원)	25년 대비 주가수익률 (%)	연초 대비 주가수익률 (%)	외국인 지분율 (%)	EPS	PER	26년 영업이익률 (%)	26년 당기순이익 성장률 (%YoY)
기계	두산에너빌리티	610,455	443	27	23	1,074	146	7	211
	HD현대일렉트릭	326,587	137	17	37	26,690	34	26	132
	효성중공업	217,542	494	31	26	79,407	30	14	148
조선	HD현대중공업	652,859	116	22	15	26,150	24	16	173
	한화오션	450,428	294	29	11	4,692	31	13	149
	HD한국조선해양	310,340	92	8	34	58,304	9	16	144

주) 시가총액, 주가수익률, 외국인 지분율은 2026년 1월 16일 기준, EPS와 PER는 12개월 선행 기준
자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

도표 14. 시세를 낸 업종들 중에서 2026년 현재 시가총액 상위 TOP3 종목들

코스닥 지수 상승 국면 강세 업종

	종목	시가총액 (억 원)	25년 대비 주가수익률 (%)	연초 대비 주가수익률 (%)	외국인 지분율 (%)	EPS	PER	26년 영업이익률 (%)	26년 당기순이익 성장률 (%YoY)
건강관리	알테오젠	277,160	67	15	14	8,620	60	70	562
	에이비엘바이오	108,872	561	-1	13	-	-	-	-
	HLB	69,800	-28	4	19	-	-	-	-
조선	현대힘스	6,907	45	10	7	-	-	-	-
	인화정공	4,321	56	1	1	-	-	-	-
	오리엔탈정공	3,837	62	9	2	695	12	17	133
비철, 목재	에이치브이엠	8,617	196	23	4	-	-	16	248
	풍텍코리아	6,770	26	5	17	4,609	13	16	120
	국일제지	3,946	-19	1	0	-	-	-	-

코스닥 지수 하락 국면 강세 업종

	종목	시가총액 (억 원)	25년 대비 주가수익률 (%)	연초 대비 주가수익률 (%)	외국인 지분율 (%)	EPS	PER	26년 영업이익률 (%)	26년 당기순이익 성장률 (%YoY)
화학	에코프로	125,729	64	2	20	-	-	-	-
	레이크머티리얼즈	9,183	27	-5	7	-	-	-	-
	동성화인텍	8,022	79	6	21	2,558	10	12	131
IT가전	에코프로비엠	142,594	33	-1	12	835	203	4	161
	에스피지	20,492	295	14	5	1,240	19	6	158
	엔켐	13,744	-53	-	4	-	-	-	-

주) 시가총액, 주가수익률, 외국인 지분율은 2026년 1월 16일 기준, EPS와 PER는 12개월 선행 기준

자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권