2026년 02월 27일

Market Comment

Strategy 변준호 02) 6915-5670 / ymaezono@ibks.com

정책, 반도체 다음은 환율?

1. 외인 매도 vs 금융투자 매수: 원화 강세로 우호적 수급 여건 지속

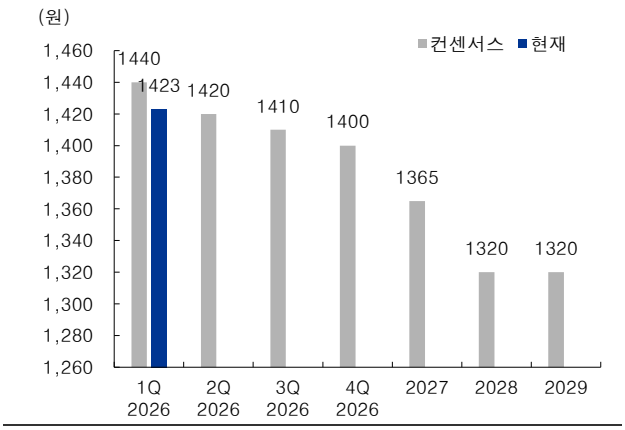
원화 강세가 새로운 시장 변수로 대두될 전망이다. 작년 2분기부터 정부의 정책 기대감, 반도체 호황 등이 강세장 환경을 견인하고 있고 지금도 그와 같은 영향이 3차 상법 개정안과 반도체 실적 상향으로 지속되고 있다. 한편, 시장이 급등하는 약 9개월 기간 동안 이례적으로 원화 강세 현상은 나타나지 않았는데 이는 후행적 원화 강세 가능성을 야기할 가능성이 크고 그로 인해 대내외 자금이 증시로 추가 유입될 가능성을 시사한다. 환율은 이미 컨센서스를 하회하기 시작하고 있다.

연초 이후, 수급 주체는 철저하게 금융투자 매수, 외국인 매도 형태로 전개되고 있다. 기관 내에서는 은행만 소폭 매수 우위이고 나머지 대부분 소폭 순매도 우위 양상을 보이고 있다. 금융투자는 연초 이후 약 19조원 대규모 순매수하면서 시장 상승을 견인하고 있고 특히 2월 들어서는 2월 2일과 5일을 제외하고 전일 순매수를 기록하며 지속적 매수 스탠스를 보이고 있다. 약 19조원 가운데 약 15조원이 2월 이후 순매수 금액이다.

금융투자 매수 안에는 상당 부분 개인 ETF 매수 영향이 큰 것으로 추정되고 있는데, 2월 이후 개인 ETF 자금 유입이 본격화되는 것은 크게 2가지 요인으로 추정된다. 2월 들어 KOSPI가 정부 공약대로 5,000pt를 돌파하면서 정부 정책에 대한 신뢰도가 크게 높아졌을 것으로 보이고, KOSPI의 1월 초 강세 현상을 확인한 뒤 올해 강세장에 대한 자신감이 확대됐을 것으로 추정된다. 1월 증시가 그 해 증시의 복선 역할을 하는 경우가 많았기 때문이다.

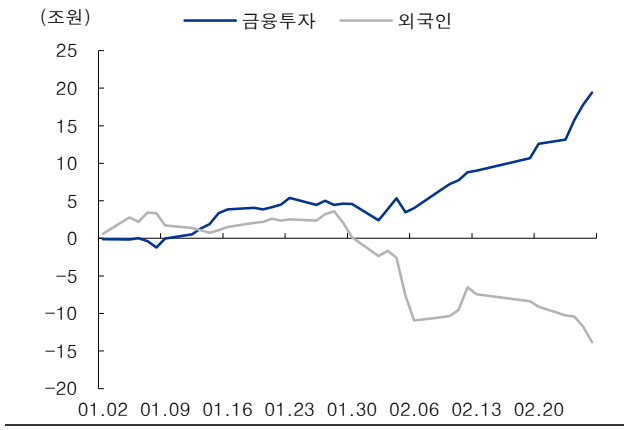
3~4월 원/달러 환율이 예상외로 크게 하락하며 원화 강세에 대한 자신감이 확대되면서, 외국인의 매도 압력보다는 금융투자의 매수 압력이 더욱 강하게 작용할 가능성이 높다고 판단된다. 단기적인 원화 강세는 외국인의 최근 매도 흐름이 둔화시키거나 순매수 전환시킬 수 있다. 또한, RIA 정부 정책을 통해 미국 증시 투자 자금이 국내로 유입되면서 개인 ETF 매수세가 더욱 강화되며 매수 기조를 이어갈 가능성이 높다. 이는 정책, 반도체에 이어 환율이 우호적 수급 여건을 더욱 강화시키며 새로운 시장 상승 요인으로 작용할 가능성을 암시해 준다.

그림 1. 원/달러 환율 장기 컨센서스



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 2. 연초 이후, 수급 주체별 순매수 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

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 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙 자료로 사용될 수 없습니다.

2. 3~4월 원화 강세 기대감 확대 요인들

(1) 한미 금리차 축소 기대감 지속

현재 한국과 미국의 금리차는 전형적인 축소 국면에 있다. 이는 과도하게 확대됐던 한미 금리차의 역전 현상의 해소 현상으로 2026년 지속될 가능성이 높다고 판단된다. 이 부분은 급격한 원화 약세 우려를 완화시켜주는 요인으로 작용할 전망이다.

올해도 한미 금리차 축소가 지속될 것으로 보이는 이유는 성장률 갭 축소와 중앙은행의 스탠스 등을 고려할 때 우리나라보다 연준의 금리 인하 명분이 좀 더 커 보이기 때문이다. 우리나라는 2025년을 바닥으로 성장률이 개선되는 흐름 중에 있고, 미국의 성장률은 엔데믹 전환 이후 점진적 둔화 국면이 지속되고 있다. 올해 한국과 미국의 성장률 전망은 유사하게 나타난다. 단기적으로 한미 중앙은행 모두 금리 인하 사이클이 멈추고 관망 혹은 매파적 스탠스이나, 기준금리와 시중금리와의 갭을 볼 때 연내 BOK가 Fed보다 더 매파적이고 미국의 금리 인하가 더 강하게 반영되고 있는 것으로 추정된다.

한미 기준 금리가 축소되는 시점에서 곧바로 환율이 안정화된다는 담보력은 높지 않다. 시장 참여자들이 금리 차 축소의 추세성을 인지하기 위해서는 시간이 필요하다. 금리 차 레벨에 대한 부분도 고려해야 한다. 또한 침체나 금융위기가 동반된 급격한 기준 금리 인하에 의한 금리 차 축소 시기에는 금리 상황과 무관하게 달러가 안전자산으로서 강세를 보이며 환율이 상승하는 경향을 보이기도 한다.

일반적으로 한미 금리차 축소가 일정 부분 지난 시점에서 원/달러 환율이 하락 압력을 받는 것으로 나타났고, 특히 한국과 미국의 기준 금리가 유사해지거나 역전되는 과정에서 본격적인 환율 안정화 양상을 보였다. 한국과 미국의 시중 금리(국채 2, 3년물의 비교와 10년물의 비교 등) 차이에서도 결과는 유사하게 나타난다.

현재 한국과 미국의 기준 금리 인하 사이클을 가정해 보면 올해 금리차가 크게 축소되거나 한국과 미국의 기준 금리가 유사한 수준까지 근접할 가능성은 높지 않다고 판단된다. 여전히 미국이 더 높은 금리 수준을 유지할 전망이다. 이는 큰 폭의 원/달러 환율 흐름을 기대하기가 쉽지 않음을 시사해 준다.

결국 한미 금리차에 의한 환율의 하락 압력은 레벨보다는 방향성에 치중해서 봐야할 대목으로 추정된다. 금리 차 축소로 인해 환율이 크게 하락할 것이란 폭에 대한 기대감은 높지 않을 수 있으나, 하방 압력의 방향성에 대한 기대감이 더 크게 작용할 가능성이 높다. 그로 인해 컨센서스도 완만한 원/달러 환율 추이를 기대해 볼 수 있는 상황이다.

하지만 2024년 이후에는 한미 금리차와 원/달러 환율의 음의 상관성이 크게 떨어지고 있다. 기준 금리 차에서는 오히려 양의 상관이 나타나고 있고 시중 금리 차에서도 뚜렷한 음의 상관성이 현저히 약화됐다. 2024년 이후의 환율은 금리 차 외에 해외 투자 증가 등 다른 변수들에 의해 많은 영향을 받고 있음을 알 수 있다. 사실, 2000년 이후 장기 추세로 보더라도 한미 금리차와 원/달러 환율의 상관성이 생각보다 높게 나타나지 않는다. 소폭 음의 상관계수를 보이지만 수치가 작아 의미있는 상관성을 나타낸다고 보기 어렵다. 단순한 금리 차 외에 고려해야 할 변수들이 많다.

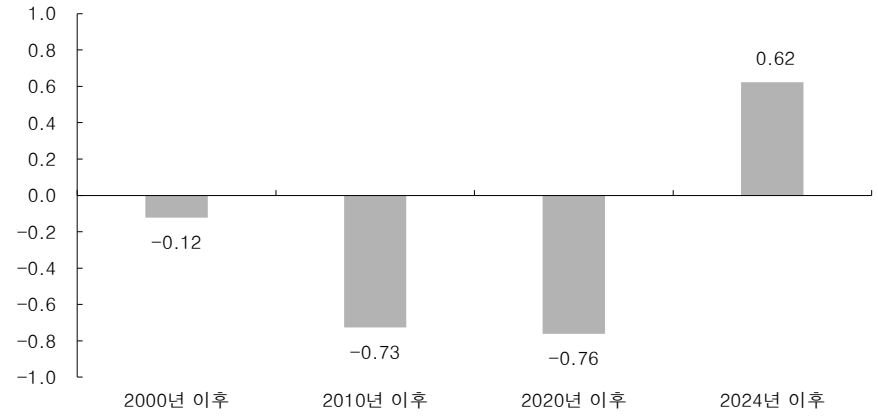
그림 3. 2000년 이후 한미 기준 금리 차와 원/달러 환율 추이

자료: Bloomberg, IBK투자증권. 주: 2000년 2월부터 작성

그림 4. 2001년 이후 한미 장기 금리 차와 원/달러 환율 추이

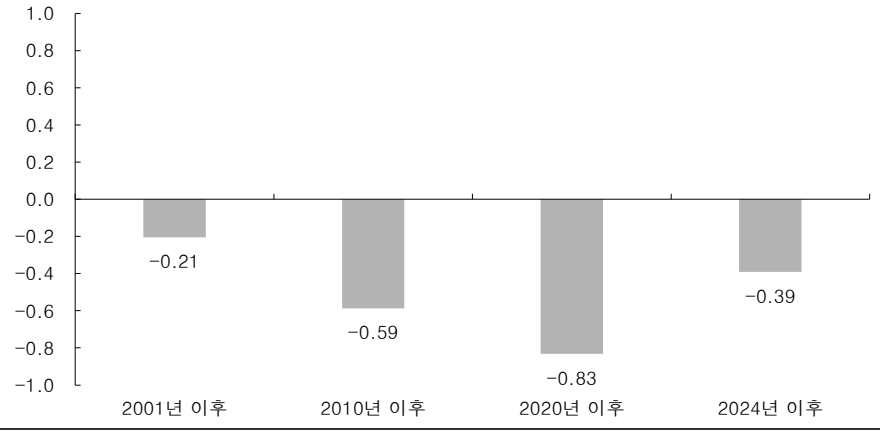
자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 장기 금리는 각국 국채 10년물 기준

그림 5. 한미 기준 금리 차와 원/달러 환율의 기간별 상관 계수



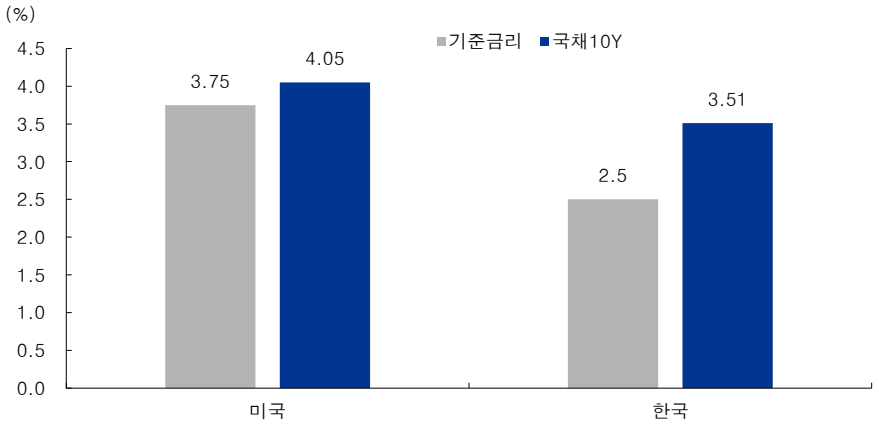
자료: Bloomberg, IBK투자증권. 주: 2000년 3월 이후 data 활용

그림 6. 한미 장기 금리 차와 원/달러 환율의 기간별 상관 계수



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 2001년 2월 이후 data 활용. 장기 금리는 각국 국채 10년물 기준

그림 7. 한미 기준 금리와 국채10Y



자료: Bloomberg, IBK투자증권

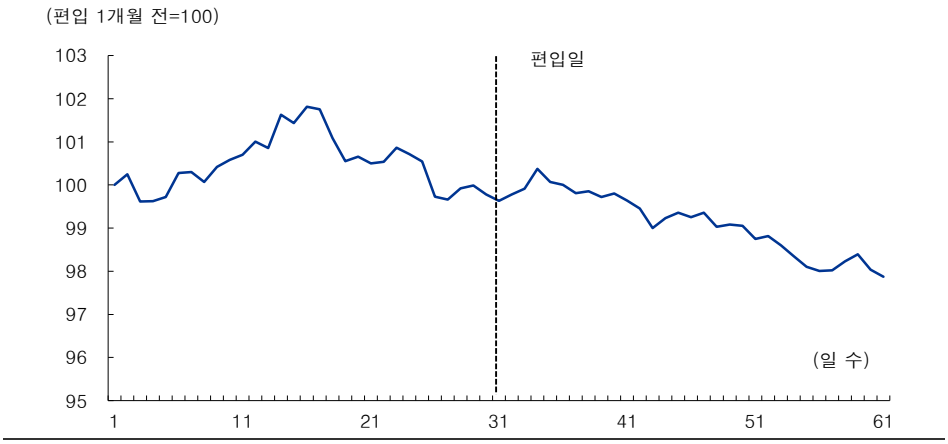
(2) 4월 WGBI 편입 기대감

4월 WGBI 편입으로 인한 환율 안정화 기대감이 3월부터 본격 반영될 가능성이 높다. WGBI 이슈는 80조원 전후의 대규모 해외 자금 유입이 기대되고 있는 이슈로 환율 하락 요인으로 작용할 가능성이 크다. WGBI 자금이 대부분 환헤지를 하고 유입된다면 그 영향은 크지 않을 수도 있으나 경험적으로 WGBI 이슈는 대체로 통화 강세 요인으로 작용했다.

금융위기 이후 최근 2010년 이후로 WGBI 편입 사례를 살펴 보면, 멕시코(2010년 4월 편입), 남아공(2012년 4월 편입), 이스라엘(2020년 4월 편입), 중국(2021년 11월 편입), 뉴질랜드(2022년 11월 편입) 등의 사례에서 대체로 편입 전후 통화 강세 현상이 나타났다. 편입 전부터 선제적으로 통화 강세가 나타나기도 했고 편입 이후 강세 흐름이 나타나기도 했다. 2012년 남아공 통화의 단기 약세 현상은 유럽 재정위기에 따른 Fragile 국가들의 통화 약세 현상에 기인하고, 2020년 3월 이스라엘 통화 약세 현상은 코로나에 기인한다.

평균적으로 WGBI 편입 국가들의 통화 강세는 실제 편입의 약 보름 전부터 나타나기 시작했고 편입 전후로 한 2개월 간 약 2% 수준의 강세를 보였다. 편입 전후 한달을 기준으로 해서 두 달 동안 고점대비 하락률은 약 4% 수준까지 확대되기도 한다. 자본시장연구원 보고서에 따르면, Broner et al. 연구 결과에서 지수 편입에 따른 환율 효과는 유의한 양의 관계로 추정되었으나, 자본 유입 규모와 통화 절상폭과는 유의한 상관관계가 추정되지 않았다고 분석되어 있다. 이와 같은 연구 결과와 과거 편입 국가들의 경험적 사례 결과는 WGBI 편입에 따른 통화 강세라는 공통된 시사점을 제시해준다. 단, 통화 강세의 폭은 유입 규모에 대한 기대보다는 제한될 수 있다.

그림 8. 2010년 이후 WGBI 편입 국가 5개국 편입 전후 환율 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 5개국은 멕시코, 남아공, 이스라엘, 중국, 뉴질랜드

(3) 미국 상호 관세 위법 판결 영향

미국의 상호관세 위법 판결로 인해 달러는 약세 압력을 받을 전망이다.

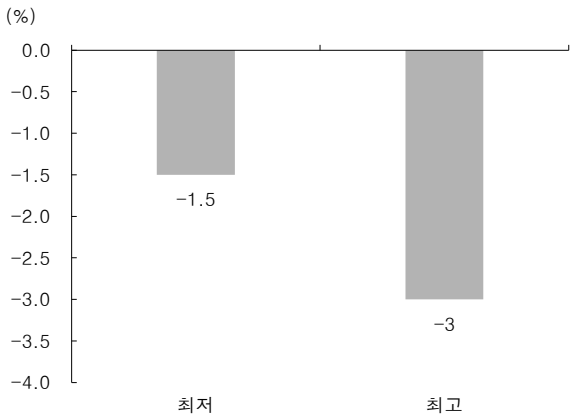
우선 관세 동력이 약화될 가능성이 상당히 높아졌다. 무역법 122조에 의해 150일 10~15% 관세가 재발동되더라도 최장 기간이 150일로 한정되어 있어 한시적일 수 있다. 그 이후 국회의 승인이 필요하나 현재 언론 상으로 표출되는 분위기는 민주당이 이미 반대하고 있고 공화당 내에서도 중간선거를 앞두고 반대파들이 출현할 수 있어 국회 승인이 쉽지 않을 전망이다. 또한, 무역법 122조와 추가적으로 고려하고 있는 무역확장법 232조, 무역법 301조 등 대안에 대해서도 정치적으로, 법적으로 논란에 직면할 수 있다는 점을 배제할 수 없다.

관세 둔화 가능성은 향후 환급 이슈, 미래 고정적 관세 유입 기대감 약화를 야기하면서 재정 건전성 우려를 불러일으킬 수 있다. 또한, 트럼프가 예고한 관세 배당금과 감세 정책 등 미국을 위대하기 위한 경제 성장 정책들에 제동이 걸릴 수 있다. 이는 전반적으로 미국의 재정과 경제에 대한 의구심을 높일 수 있으며 달러에 대한 신뢰도를 약화시킬 수 있다.

또한, 실질적인 관세 인하 효과가 나타나면서 물가 하락 압력으로 작용할 것으로 보인다. IEEPA 관세 판결에 따라 관세율은 High-single-digit %p로 하락할 것으로 보이나 무역법 122조에 의해 관세 리스크 확대 가능성이 낮아졌고, 재 관세가 시행되더라도 일시적일 가능성이 높아 지속 가능성에 의구심이 있을 수 있어 관세 영향에 따른 물가 불확실성은 둔화될 전망이다. 이번 관세 대법원 판결로 인해 중장기적으로 미국 PCE가 하향 안정화될 것이란 기대감은 좀 더 현실화 가능성이 높아질 것으로 예상된다. 따라서, 하반기 미국의 금리 인하 가능성은 열려 있다고 판단된다.

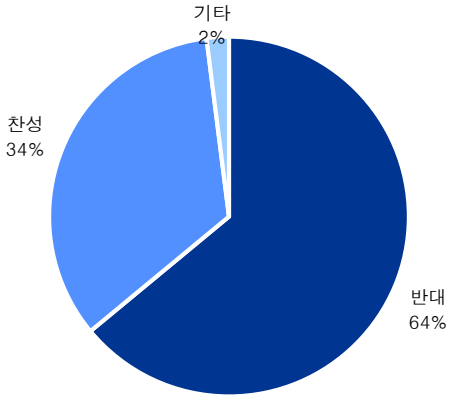
한편, 트럼프 정부 자체적으로 중간선거를 앞두고 관세 의지가 약화될 가능성도 있다. 중간선거를 수개월 앞두고 고 강도 관세를 부과한다는 점은 물가 우려를 재 생산하는 꼴이 될 수 있다. 이는 현재 고물가로 신음하고 있는 미국 국민들 입장에서는 상당히 불편한 재료로 인식될 가능성이 있다. 현재 미국 국민의 관세 정책을 옹호하는 비율은 34%에 불과하다.

그림 9. IEEPA 관세 판결에 따른 실효관세율 인하 추정



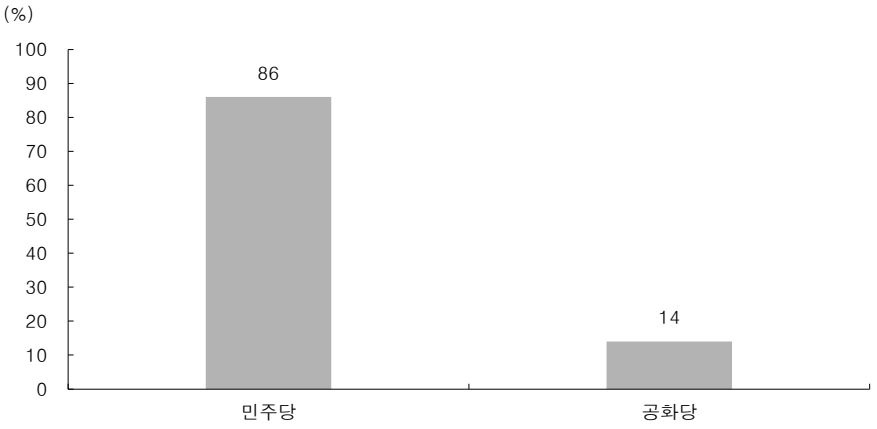
자료: 국제금융센터, IBK투자증권
주: 무역법 122조 시행 가정하에서의 수치

그림 10. 미국민 관세 찬반 여론조사



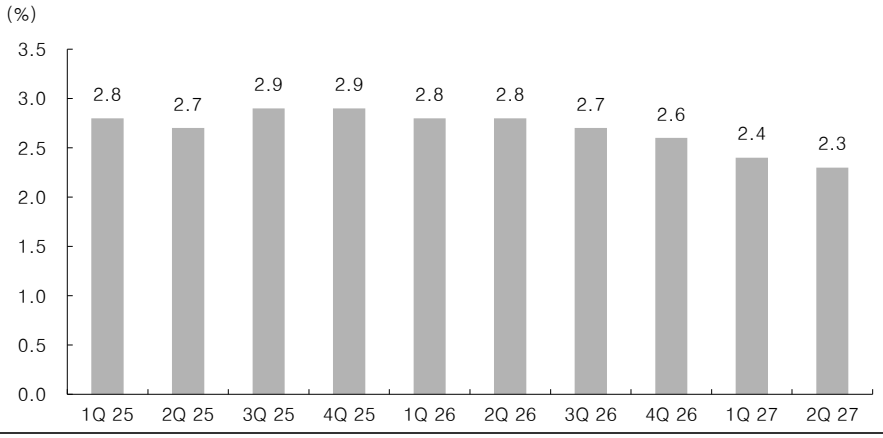
자료: WP-ABC조사, 뉴시스 언론 보도 인용, IBK투자증권

그림 11. 2026 미국 하원 중간선거 정당별 지지율



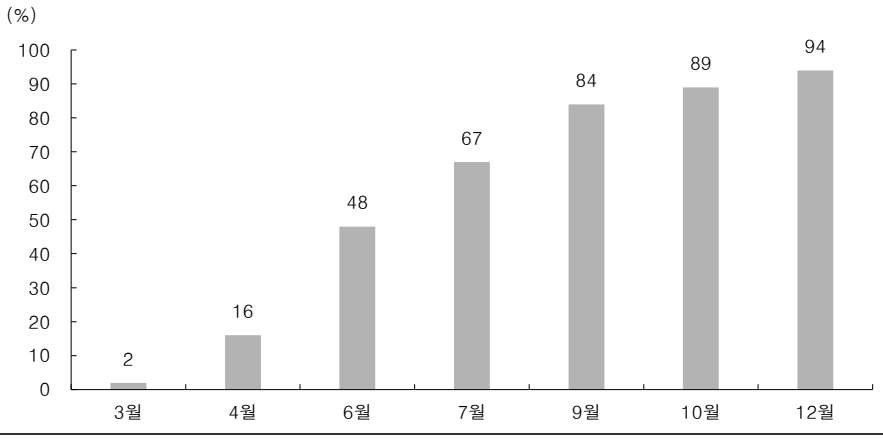
자료: Polymarket, IBK투자증권. 주: 2월 26일 기준

그림 12. 미국 근원 PCE 물가 추이 및 전망



자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: 26년 이후는 컨센서스 추정치

그림 13. 2026년 미국 FOMC 금리 인하 확률



자료: FedWatch, IBK투자증권

(4) RIA 출시 기대감

RIA(국내시장 복귀 계좌) 출시로 인해 미국 투자 자금이 국내 증시로 일정 부분 회귀할 것으로 예상된다. 이는 원화 강세 압력을 자극할 전망이다. 그리고 원화 강세가 심화될수록 자금 회귀 가능성은 더욱 커지면서 상호 순환 과정을 보일 수 있다.

RIA로 인해 미국 주식 투자자들의 자금 일정 부분 나타날 것으로 보는 몇가지 이유를 살펴 보자.

첫째는 세금 감면이다. 1분기 내로 회귀할 경우 양도세 100% 감면 혜택을 받을 수 있고 2분기 80%, 하반기 50% 감면 받을 수 있다. 그런데 정부의 법안 심사가 늦어지면서 본회의 통과 시점이 지연될 것으로 예상된다. 현실적으로 3월 안에 법안 통과가 어려워지면서 100% 감면 혜택 기간이 4월이나 2분기로 연장될 가능성도 열려 있다. 조기 자금 이동을 유도하기 위해 100% 감면 시기는 연장하더라도 하반기 감면율은 낮아질 수도 있다. 출시 지연 가능성으로 기존 정책에서 수정 가능성이 있으나 정부의 정책 추진 의지가 높은 만큼 3월 안에는 결론이 도출될 것으로 기대된다. 세금 감면 혜택이 큰 미국 투자자들은 이번 기회를 활용해 국내 증시로 일부 회귀할 가능성이 열려 있다.

둘째는 국내 증시 폭등에 따른 수익률 추종 자금의 복귀 가능성이다. 25년 상반기까지 한미 증시가 과도하게 벌어지면서 국내 증시가 미국 증시 대비 뚜렷한 열위 현상을 보였다. 24년 트럼프 대통령 재선을 전후로 MAGA 기대감으로 미국 증시는 초 강세를 보였다. 하지만 작년 1월말 트럼프 취임 이후 최근 약 1년간 아이러니하게도 한국 증시가 미국 증시를 132%p 대폭 아웃퍼폼하고 있다. 국내 증시도 조기 대선 이후 정책 기대감이 반영되면서 트럼프 효과 보다 더 강하게 작용했고 AI 모멘텀이 레거시 반도체 시장으로 확산됐다.

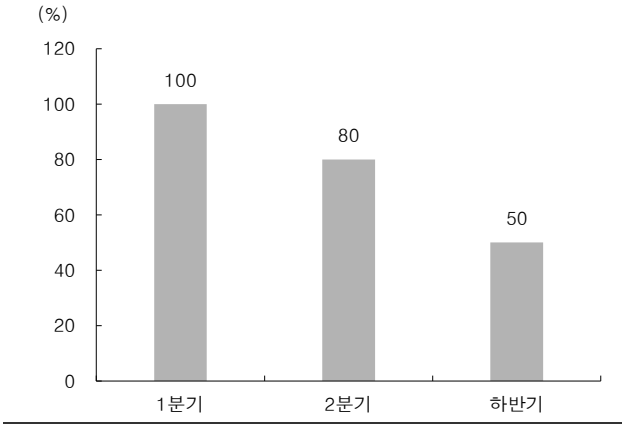
좀 더 긴 호흡에서는 여전히 국내 증시의 상대 성과가 열위에 있다. 트럼프 첫 대선이 있었던 2016년부터 10년 등락률을 비교해 보면 KOSPI는 아직도 S&P500을 약 30% 정도 언더퍼폼하고 있다. 밸류에이션 측면에서 KOSPI 12M F. P/B 수준이 S&P500 F. P/B 수준 대비 37%까지 회복됐다. 이 상대 P/B 평균 수준은 2007년 이후 39%, 2010년 이후 37%, 2020년 이후 24%로 산출된다. 즉, 현재 미국 대비 KOSPI 밸류에이션은 P/B 관점에서 금융위기 이후 이제 평균 수준에 도달했다고 볼 수 있다. 장기적인 측면에서 아직 미국 대비 국내증시의 할인율이 과도하게 축소됐다고 보기에는 이르다고 판단된다.

셋째는 원화 강세 가능성이다. 원화 강세가 전개될 경우 미국 투자자들의 상대적 투자 센티멘트는 더욱 악화될 것으로 예상된다. 원화 강세가 본격화될 경우 환 손실까지 가정해야 하기 때문에 한미 수익률 격차의 체감도는 더욱 커질 수 밖에 없다.

결국 세금 감면 기대, 수익률 추종 효과, 환 손실 가능성 등을 고려해 볼 때 미국 투자 자금의 일정 부분은 국내 증시로 회귀할 가능성이 크다. 또한, 감면율을 고려할 때 자금 회귀는 RIA 출시 직후 강하게 나타날 가능성이 높다고 판단되며 그 시기는 4월이 될 가능성이 유력하다. 그로 인해 외환시장은 선제적으로 3월부터 그 기대감을 반영할 가능성이 있어 RIA 이슈 역시 3월 원화 강세 요인으로 작용할 가능성이 크다고 판단된다.

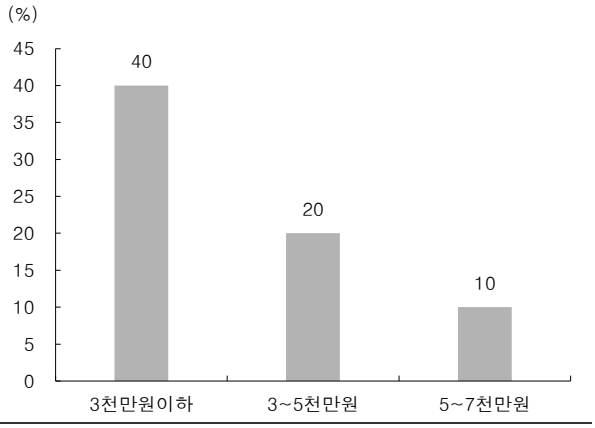
작년 11월 AI 거품론이 대두되기 시작하면서부터 미국 주식 보관액 추이는 정체되고 있고 최근 소폭 하락 전환하는 조짐을 보이고 있다. 미국 주식 보관액은 약 250조원 규모로 KOSPI 시가총액 약 5000조의 약 5%에 해당하는 규모로 적지 않은 규모로 볼 수 있다. 또한, RIA와 더불어 6~7월 출시 예정인 국민성장펀드 역시 세금 감면 효과와 신성장 산업 투자 기대감 등으로 인해 증시로의 자금 유입 요인이 될 가능성이 크다.

그림 14. RIA, 해외 주식 매도시점별 양도세 감면율(조정 가능성)



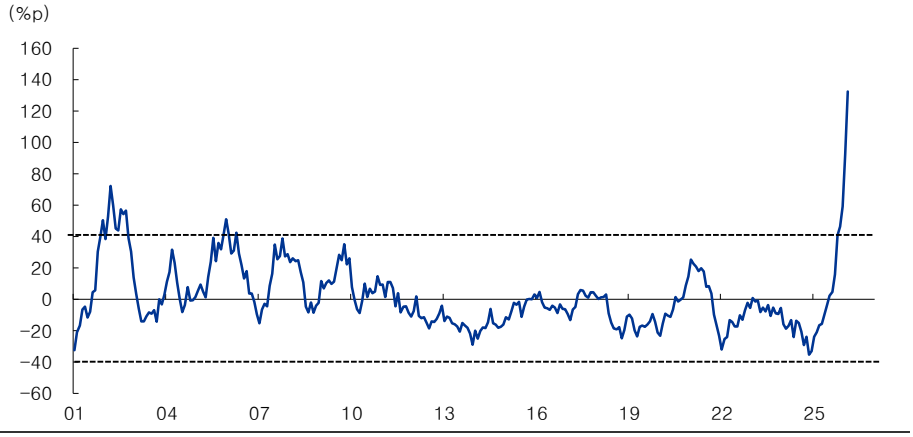
자료: 재정경제부, IBK투자증권

그림 15. 국민성장펀드, 투자 금액별 소득공제율



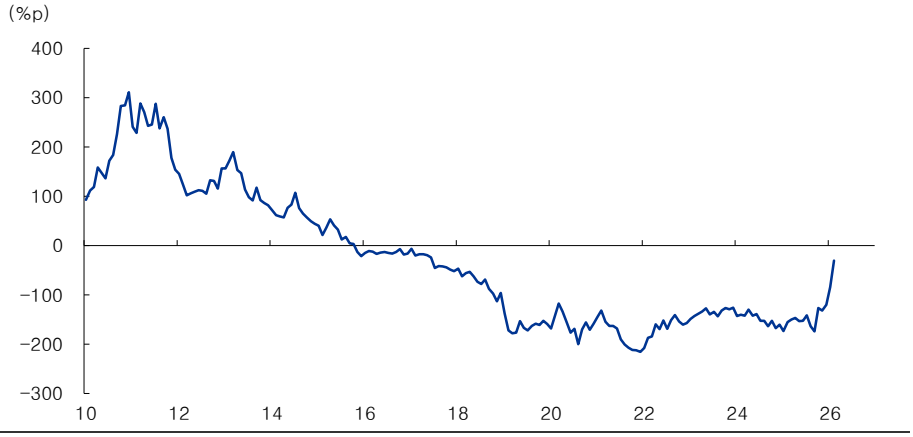
자료: 재정경제부, IBK투자증권

그림 16. 미국대비 한국 증시 1년 상대 수익률 추이



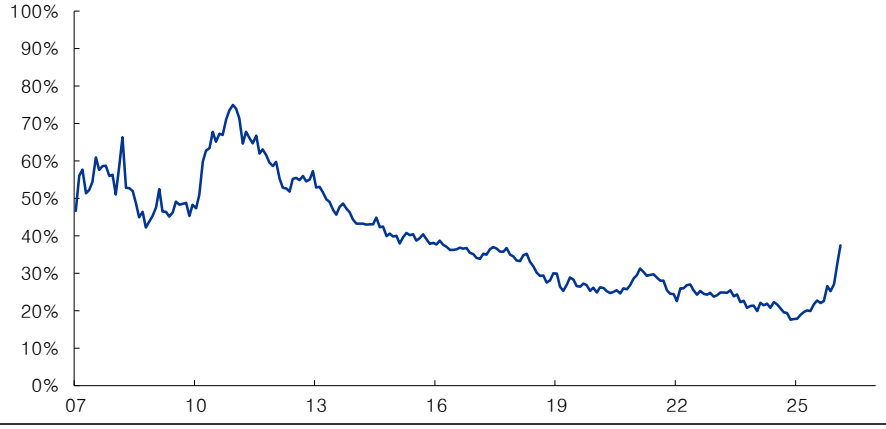
자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권
주: KOSPI 1년 등락률 - S&P500 1년 등락률

그림 17. 미국대비 한국 증시 10년 상대 수익률 추이



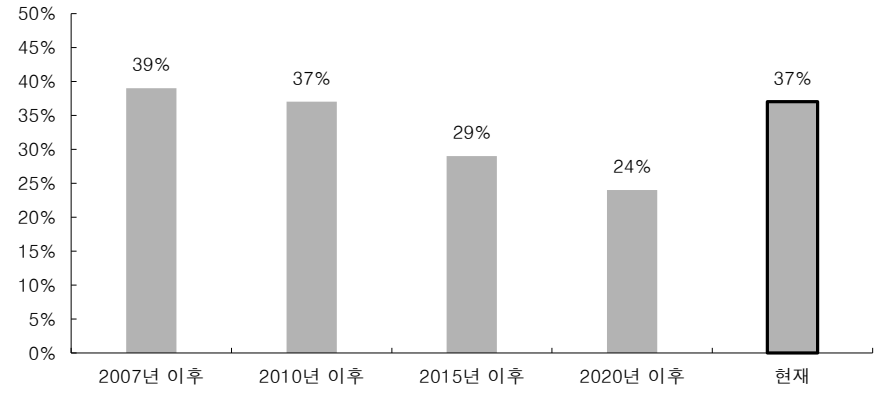
자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권
주: KOSPI 10년 등락률 - S&P500 10년 등락률

그림 18. 미국대비 한국 증시 상대 P/B 추이



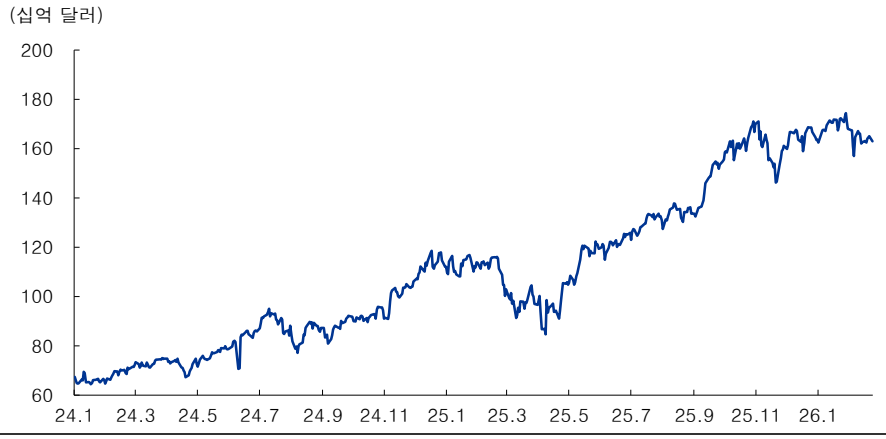
자료: Bloomberg, IBK투자증권
주: KOSPI 12M F. PB / S&P500 12M F. PB

그림 19. 미국대비 한국 증시 상대 P/B 평균 수준과의 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 20. 미국 주식 보관액 추이



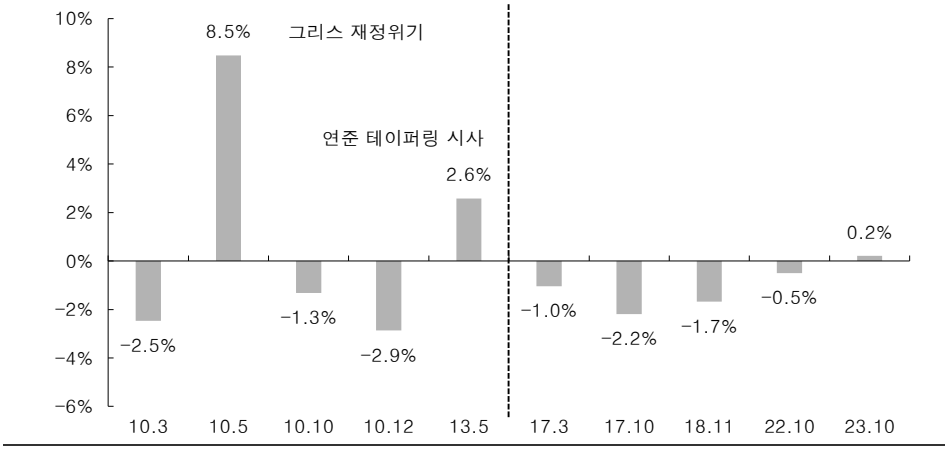
자료: Seibro 증권통계포털, IBK투자증권

(5) 미중 정상회의

4월 초 미중 정상회의가 대기하고 있다는 점은 환율의 하방 압력을 더욱 높여주는 요인으로 작용할 전망이다. 이번 미중 정상회의에서는 무역 전쟁 휴전 연장과 관세 완화 등이 논의 될 것으로 예상된다. 이번 상호 관세 위법 판결로 인해, 중국의 협상력이 높아지면서 미국에 의해 촉발될 수 있는 일방적이고 강력한 조치들이 부각되기는 쉽지 않을 전망이며 글로벌 금융 시장에서 부정적 혹은 실망적 결과 도출 가능성은 낮아졌다고 판단된다.

일반적으로 미중 정상회의는 금융 시장 내 기대 요인으로 작용하며 위험 자산에 대한 선호도가 높아지는 경향을 보였다. 그래서 대체로 정상 회의 전월 원화는 강세를 보이는 경향이 뚜렷했다. 2010년 5월과 2013년 5월 두 차례는 각각 그리스 재정 위기와 연준의 테이퍼링이 시사됐던 달로 이례적인 이벤트 영향에 따라 달러가 일시적으로 강세를 보였던 시기였다. 그 두번의 사례를 제외하면 미중 정상회의 개최 전월 원/달러 환율은 대부분 하락했고 평균 하락률은 1.5%를 나타냈다.

그림 21. 2010년 이후, 미중 정상회의 개최 전월 원/달러 환율 등락률



자료: 애프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

(6) 일본 선거 이후, 엔화 약세 우려 제한적

일본은 선거 이후 엔화가 약보합 흐름을 보이고 있다. 소비세 인하를 통한 재정 확대 정책과 BOJ의 금리 인상 간의 정책 Miss-matching 형성 가능성에 따라 뚜렷한 방향성을 보이지 않고 있다. 다카이치 총리는 2년간 식료품 소비세 0%라고 하는 소비세 인하 정책을 총선 핵심 공약으로 제시했고 여야 모두 동의하는 상황이어서 실행 가능성은 높아 보인다. 다만, IMF의 재정 건전성 경고, 여론 조사에 나타나는 일본 기업의 낮은 정책 효과 기대감, BOJ 금리 인상과의 정책 상충 등 고려해야 할 요인들이 많다. 또한 일본 국민들의 약 절반이 재원 확보 없는 감세 반대 의견을 보이고 있다.

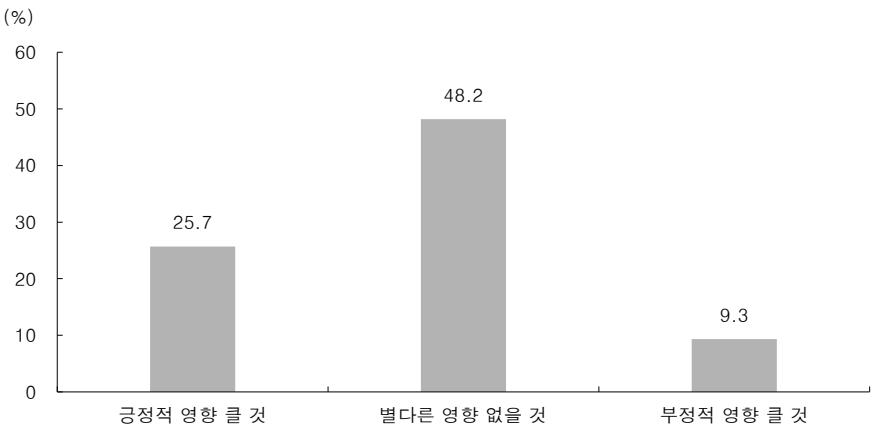
또한, 결과적으로 소비세 인하 정책으로 인해 엔/달러 환율이 160엔 돌파를 시도하거나 최근 둔화세를 보이는 일본 물가가 재차 반등할 수 있어 한시적 소비세 인하의 후유증이 발생할 수 있다. 일본 국채 10년물 금리는 총선 추진과 소비세 인하 의지를 드러낸 지난 1월에 2000년 이후 역사적 저항대였던 2%를 상향 돌파하며 금리 급등 우려가 높아졌다. 따라서, 소비세 인하 정책이 시행되더라도 그 강도는 약화되는 조심스러운 전개가 예상된다.

대상 품목을 줄이거나, 시행 시기를 미루거나, 0%가 아닌 Middle 혹은 Low-single-digit으로 인하 폭을 축소할 수도 있다. 한편, BOJ는 지속적인 매파적 스탠스를 통해 금리 인상을 계속해서 저울질하고 있다. 소비세 인하로 인한 엔화 약세가 심화될 경우 3월 혹은 4월 BOJ에서 금리 인상 가능성이 높아질 수 있어 단기적으로 엔화 약세 압력은 제한적일 것으로 예상된다. 이는 원화의 단기적인 약세 압력이 동반 완화될 수 있음을 시사해 준다.

그림 22. 일본 국채 10년물 추이

자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 23. 일본 소비세 감세 영향에 대한 기업 설문 조사



자료: NHK,데이코쿠데이터뱅크, 연합뉴스 보도 인용, IBK투자증권. 주: 1546개 기업 대상 설문 조사

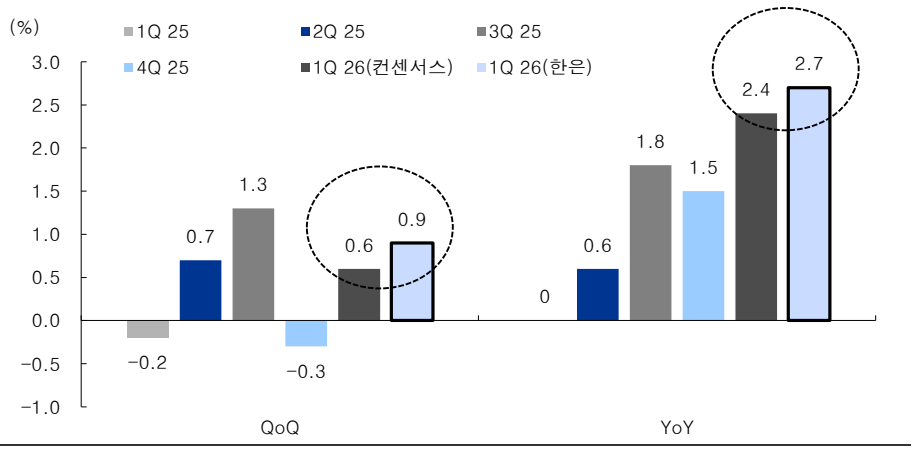
(7) 1분기 실적 및 성장률 서프라이즈 기대감

반도체를 중심으로 한 실적 전망 상향 흐름이 지속되는 가운데 4월에 발표될 대형 기업들의 1분기 어닝 시즌이 양호할 것으로 예상된다. 또한, 4월 하순에 발표될 1분기 경제 성장률이 기저 효과, 수출 호조 지속, 증시 상승 효과 등으로 서프라이즈를 기록할 가능성이 높아지고 있다.

2월 26일 발표된 한은의 경제 전망 보고서에서 올해 성장률을 2%로 기존대비 0.2%p 상향했다. 분기별로는 QoQ, YoY 모두 시장의 컨센서스인 0.6%, 2.4%를 크게 상회하는 0.9%, 2.7% 수치로 발표했다. 이는 작년 1분기와 작년 4분기 상대적으로 부진했던 성장률 대비 기저 효과가 강하고, 반도체를 중심으로 한 수출 호조가 강화되고 있는데다 자산시장 상승 효과에 따른 소비 개선 기대감이 상승하는 것으로 보여진다.

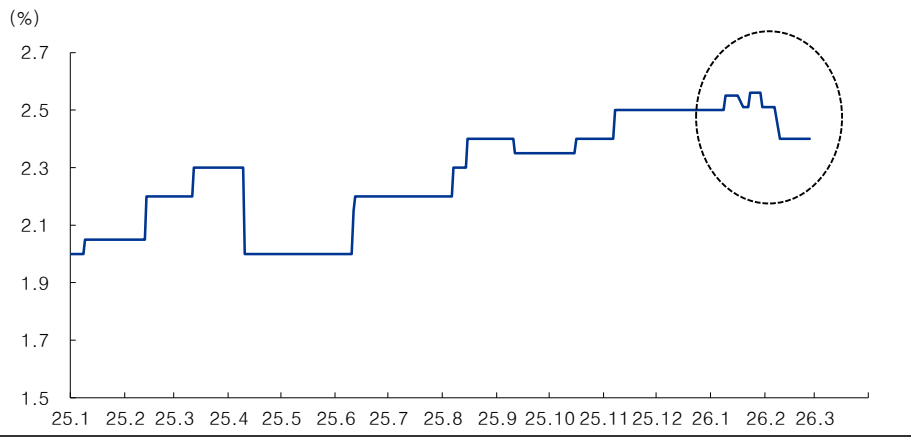
특히, Bloomberg 컨센서스는 1월 2.56%까지 상승한 이후 오히려 현재 2.4%로 다소 하향 조정된 상태여서 시장의 예상치를 상회할 가능성은 더욱 높아질 수 있다. 1분기 경기와 실적에 대한 자신감이 4월에 수치로 들어날 것으로 예상되는 만큼 그 기대감을 반영하는 3월의 외환 시장은 펀더멘탈 측면에서 원화 강세로 전개될 가능성이 크다.

그림 24. 작년 이후, 분기별 성장률 추이 및 전망



자료: Bloomberg, IBK투자증권, 주: 1분기는 전망 수치

그림 25. 작년 이후, 26년 1분기 성장률 컨센서스 추정치 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

3. 환율 하락 민감도, 예상보다 클 수 있는 이유

환율 하락 민감도가 예상보다 클 수 있는 이유들이 있어 금융 시장은 환율 하락에 좀 더 민감하게 반응할 가능성이 있다.

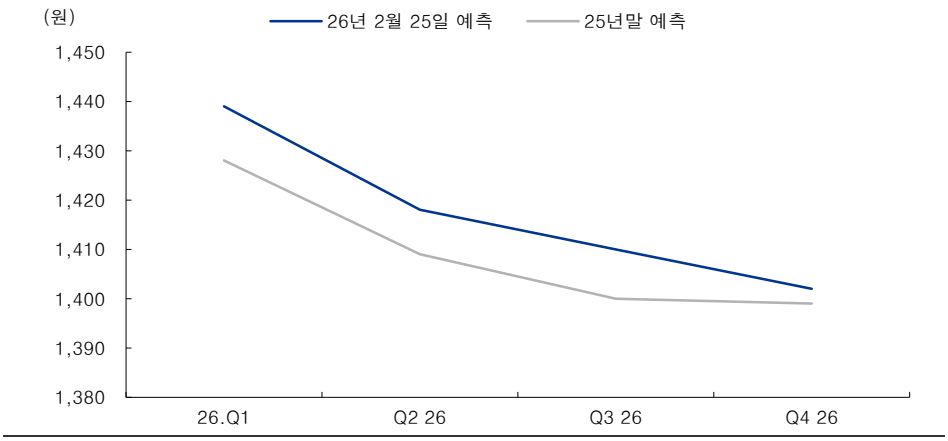
우선 미국 상호 관세 위헌 판결, 일본 선거 이후 제한적인 엔화 약세, 2월도 미국증시대비 한국증시의 압도적인 아웃퍼폼 현상 지속 및 강화 등 환율 하락의 요인들이 2월 들어 더 많아졌다는 점이다.

두 번째로는 올해 분기별 원/달러 환율 전망이 작년말 대비 상향 조정되어 있다는 점이다. 환율 컨센서스 상향은 하락 시 금융 시장 민감도를 높이는 요인으로 작용할 수 있다. 연초 이후 환율 상향 조정은 달러인덱스 하락 폭 둔화, 미국의 국내 주식 순매도 등이 영향이 미쳤을 것으로 추정된다.

다만, 2월 들어 재차 하향 전환 조짐이 나타나고 있고, 금융투자협회 채권시장지표 보고서에서도 나타난다. 3월 채권시장지표 분석 보고서에 따르면, 환율 BMSI는 120p로 전월대비 38p 상승했는데 이는 환율 관련 채권시장 심리가 크게 개선됐음을 의미한다. 익월 전망에 대한 환율 상승 응답자는 전월 28%에서 12%로 급락했고, 환율 하락 응답자는 전월 10%에서 32%로 크게 상승했다. 3월에 대해, 채권 시장 참여자들의 환율 하락 전망이 크게 높아진 것이다.

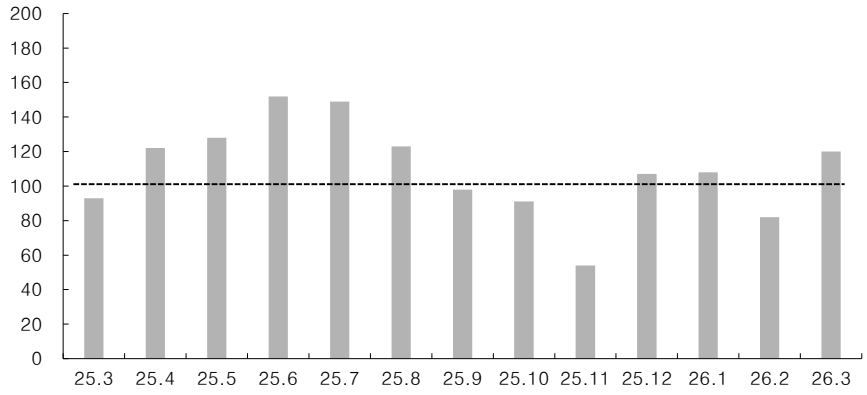
또한, 달러인덱스가 금융위기 이후 장기 상승 추세의 저점 연결 지지대를 하향 이탈할 조짐을 보이고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 만약 달러인덱스가 현재 96대의 레벨을 유지하지 못할 경우 장기 상승 추세에 대한 신뢰도가 약화되면서 기술적으로 단기 급락할 가능성도 배제할 수 없다. 그럴 경우, 달러 하락 요인에 의해 원/달러 환율이 예상 외로 크게 하락할 수도 있다.

그림 26. 2026년 원/달러 환율 컨센서스(작년말 vs 현재) 컨센서스



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 27. 환율 BMSI 월별 추이



자료: 금융투자협회, IBK투자증권. 주: 2/10~13 채권 보유 및 운용 관련 종사자 100명 대상

그림 28. 달러 인덱스 추이

자료: Bloomberg, IBK투자증권

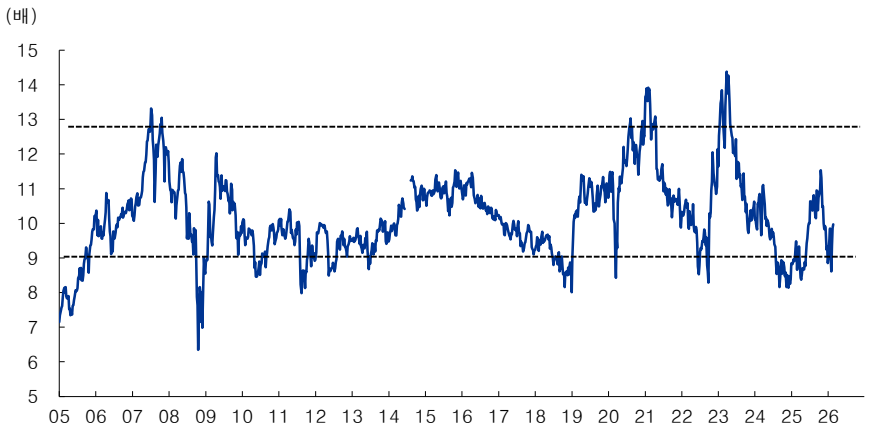
4. 원화 강세 환경 가정과 P/E 밸류에이션을 반영하여, KOSPI 밴드 상향

앞서 언급한 원화 강세 환경을 가정할 경우, 증시의 추가 상승 가능성이 높다고 판단된다. 반도체를 중심으로 한 실적 상향, 주주환원 정책과 ROE 상승 등 실적 전망 개선 추세도 지속되고 있어 KOSPI 밴드를 상향 조정한다.

KOSPI 12M F. P/E 9배~12.5배를 적용하여 KOSPI 밴드를 5,500pt ~ 7,600pt로 상향한다. 12M F. P/E 12.9배는 과거 세 차례의 강세장(2007년, 2017년, 2021년) 고점 P/E의 평균 수치를 산정한 것이고, 9배는 연내 과거 강한 경기 둔화를 반영했던 8배대로의 진입 가능성이 높지 않다고 판단되기 때문이다. P/B 관점에서는 2007년 당시 고점 수준인 12M F. P/B 2배를 고려할 경우 7,800p까지 상승 여력이 확대된다.

향후 AI 모멘텀이 Physical AI 모멘텀으로 확산되고 있는 점, 반도체를 중심으로 한 실적 전망 상향이 지속될 수 있다는 점, 그리고 미국 주식 투자 자금의 회귀 가능성과 부동산 시장에서의 자금 이동 가능성 등 향후 전개될 수 있는 강력한 유동성 장세를 가정할 경우 지수 전망의 추가 상향 조정 가능성은 지속적으로 열려 있다고 판단된다.

그림 29. KOSPI 12M F. P/E 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 30. KOSPI 12M F. P/B 추이

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권