2026/04/01

[경제/환율]

위재현 선임연구원 Jhwee11@iprovest.com

환율 오버슈팅 구간, 살펴볼 재료

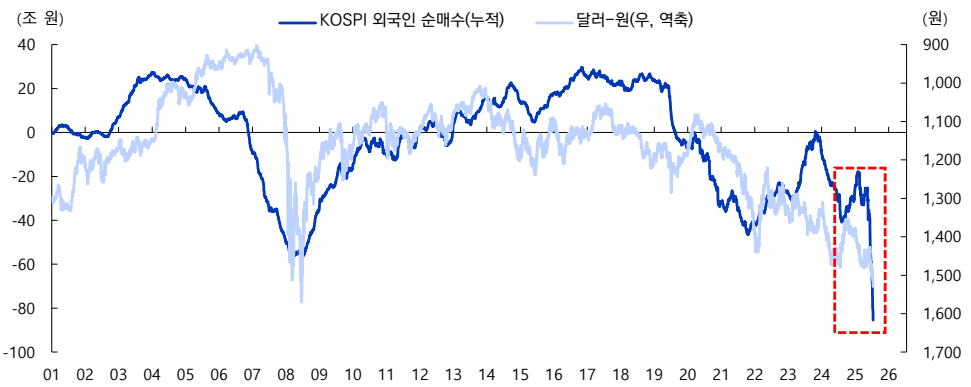
주식시장 수급, 금융시장 유동성, 지정학 리스크, 외국인 배당 역송금과 WGBI

달러-원 환율은 3월말 장중 1,536.9원을 터치하며 가파른 약세를 보이고 있다. 원화와 강하게 연동됐던 대만달러, 일본 엔화 대비해서도 급격하게 약해진 점을 감안하면, 현 레벨은 지정학 리스크를 감안해도 오버슈팅 구간인 것으로 판단된다. 오버슈팅은 주식시장 외국인 자금 이탈 영향이 가장 컸던 것으로 보인다. 국내 주식시장은 연초 이후 글로벌 시장에서 가장 양호한 성과를 보였던 만큼, 분기말 포트폴리오 리밸런싱 영향도 가장 많이 받을 수밖에 없다. 중요한 부분은 외환시장의 수급 플레이어가 교체된 점이다. 작년말 환율 상승을 주도했던 내국인 해외투자 수요는 현재 주춤하고 있어, 외국인들의 순환적 매도 조정이 끝나면 환율 상승 압력이 완화될 수 있다.

주식시장 수급 뿐만 아니라 정부의 추경과 외국인 배당 역송금, WGBI 등 외환시장과 관련 이슈들이 끊임없이 나오고 있다. 결과부터 정리하자면 1) 이번 추경과 같은 재정지출 확대는 외환시장 영향이 미미하며, 2) 외국인 배당 역송금은 4월에 계절적인 달러 수요를 유발할 수 있다. 3) 다만 동시에 4월부터 유입되는 WGBI 자금 유입은 규모가 작지만 연말까지 지속적인 달러 공급 재료로 작용할 수 있어 하반기로 갈수록 수급 불균형은 완화될 전망이다.

지정학 리스크는 지속 기간에 따라 외환시장에 미치는 영향이 달라질 수 있다. 현 시점에서는 외환시장 영향을 심리적 측면과 실제 달러 수급으로 나누어 볼 필요가 있다. 호르무즈 해협 봉쇄에 브렌트유 가격은 120달러 부근까지 상승한 바 있다. 이는 원유 수입업체의 달러 수요로 이어지며 환율 상승 재료로 작용할 수 있지만, 유가의 상승세보다 반도체 수출의 증가 속도가 더 빠르다는 점을 감안해야 한다. 외환시장을 현물환 시장과 조달시장으로 합쳐서 본다면 달러는 부족하지 않고 오히려 풍부하다. 당분간 지정학 리스크에 따라 고환율 기조가 지속될 수 있겠으나, 긴장 완화 국면에 접어들면 환율의 추가 상승은 제한될 것으로 예상된다.

[도표 1] 달러-원 환율과 외국인 주식시장 수급: 올해 3 월 기록적인 수준의 주식 순매도 영향에 환율도 오버슈팅

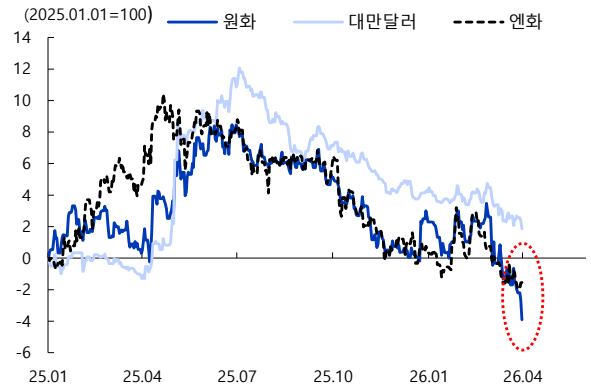


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

원화는 3월 한달만에 약 6.7% 수준의 약세를 보였다(2월말:1,440원→3월말:1,535원). 미국과 이란을 둘러싼 지정학 리스크도 물론 원화 약세의 한 요인이지만, 최근 환율 레벨을 모두 설명하기는 부족하다. 중동 지역 에너지 수입 의존도가 유사하고, 작년부터 환율 연동 흐름도 강했던 대만달러(-2.7%), 엔화(-2.3%) 대비해서 봐도 원화약세는 과도하기 때문이다(도표2). 원화가 기타통화 대비 더욱 약세를 보였던 원인은 주식시장 수급 영향이 컸던 것으로 판단된다. 외국인은 국내 주식시장에서 3월 한달간 약 36조원, 1분기 기준 57조원 가량을 순매도 했는데, 연초 이후 KOSPI가 글로벌 주식시장에서 가장 양호한 성과를 보였던 만큼 분기말 포트폴리오 리밸런싱 수요가 강하게 작용했던 것으로 보인다.

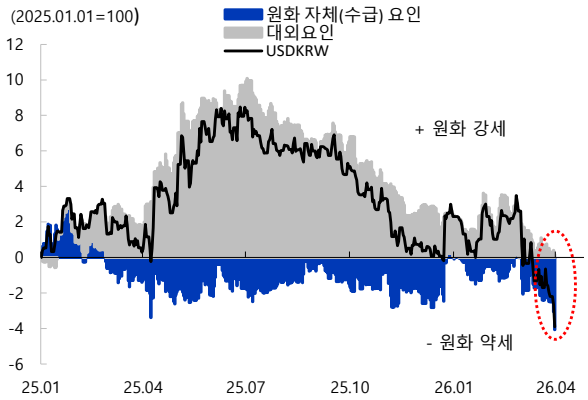
주목할 부분은 주식시장 수급주체의 변화다. 작년부터 달러-원 환율의 흐름은 주식시장 수급과 매우 유사한 궤적을 그렸는데(도표4), 주식시장 내 달러 수요의 주체가 내국인에서 외국인으로 전환되는 상황이 관찰되고 있다(도표5). 내국인의 해외투자 수요는 추세적인데 반해, 외국인의 국내주식 수요는 순환적 패턴에 가깝다는 점을 고려하면, 포트폴리오 리밸런싱 효과가 일단락 되는 2분기 이후에는 달러 수요가 다소 진정될 수 있다.

[도표 2] 2025 년 이후 주요국 통화가치 변동폭 추이



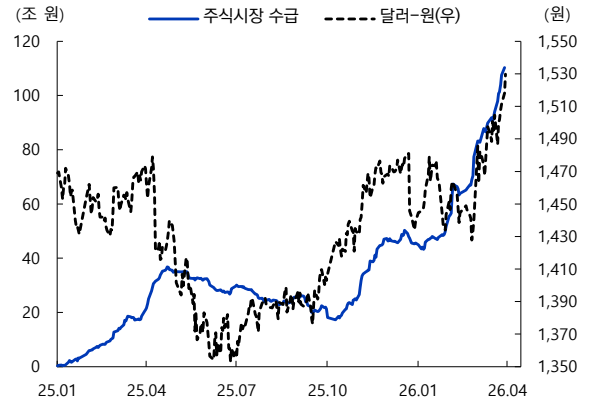
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 환율 변동 요인 분해: 최근 약세는 원화 자체 요인으로 판단



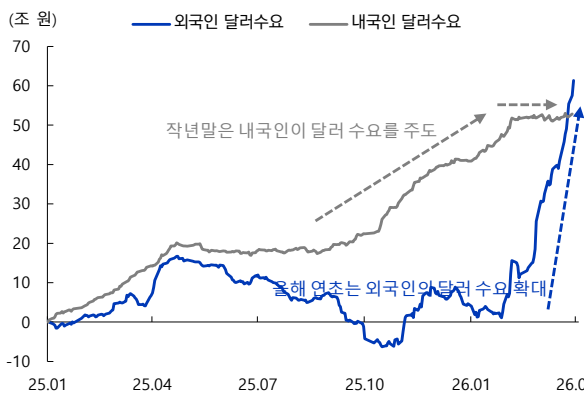
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 작년 4 월 이후 주식시장 수급과 달러-원 환율



자료: SEIBro, Infomax, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 주식시장 달러 수요 주체 변화, 내국인->외국인

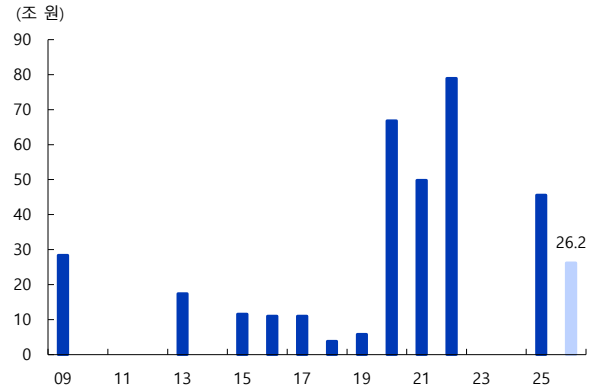


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터
주: 내국인 달러수요는 내국인 해외투자 순매수 금액의 누적 원화 환산액(일별 달러-원 환율 종가 기준), 외국인 달러수요는 KOSPI내 외국인 주식시장 순매도 대금 누적

한편 정부의 추경 논의는 원화 약세 요인으로 보기 어렵다. 중동전쟁에 따른 26.2조의 추경은 규모 자체로 봐도 과거 대비 과도한 수준이 아니며, 올해 예산안(737조) 대비 추경의 비율 또한 약 4% 미만으로 작년대비 작다. 무엇보다 재정지출이 유동성 확대로 이어지기 위해서는 민간으로 유입된 자금이 신용창출을 통해 시장에서 재확대되는 과정을 거쳐야 하는데, 추경의 대상이 대체로 저소득층이며, 지원범위 또한 대체로 유류비 경감과 소득 지원이라는 점을 고려하면 이번 재정지출이 신용창출과 유동성 확대로 이어지는 연결고리는 약할 것으로 보인다.

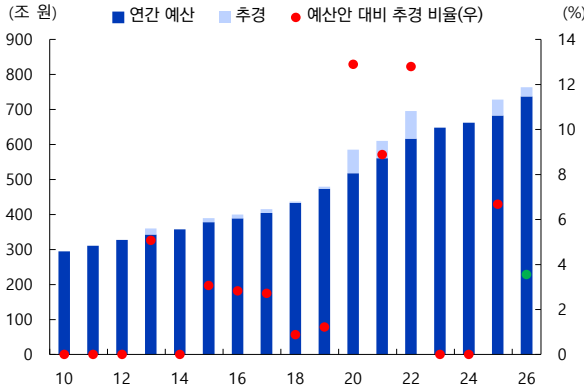
오히려 최근 정부의 주택대출 규제로 인해 M2 증가율은 둔화되는 추세다. 만약 유동성이 풀린다면 원화 가치는 하락하는 것이 맞지만 최근 원화 약세가 유동성 증가에 기인했다고 보기는 어려운 구간이다(도표8). 게다가 환율은 상대적 가치임을 고려하면 유동성 또한 상대적 관점에서 접근해야 한다. 국내 유동성이 확대된다 하더라도 미국의 유동성이 더욱 크게 늘어난다면 원화는 강세를 보이게 된다. 그런데 작년부터 미국의 유동성이 상대적으로 크게 늘어났음에도 원화가 약세를 보였다. 상대적 관점에서 보더라도 최근 원화 약세를 유동성으로 설명하기는 어렵다(도표9).

[도표 6] 정부의 과거 추경 규모와 올해 예상 규모



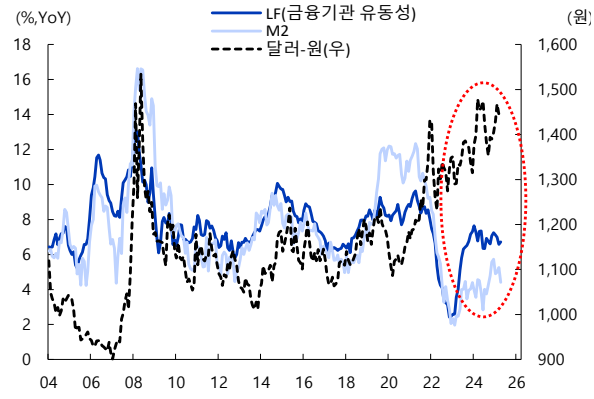
자료: 기획재정부, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 연간 정부 예산안 대비 추경 비율은 올해 크지 않아



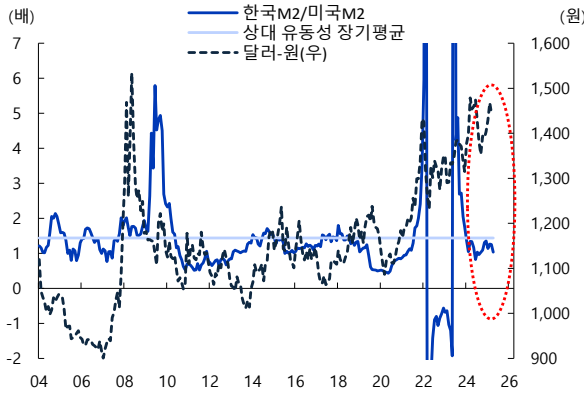
자료: 열린재정, 기획재정부, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 유동성과 환율의 관계는 최근 설명되기 어려워



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 상대적 유동성 관점에서 봐도 원화 약세는 과도



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

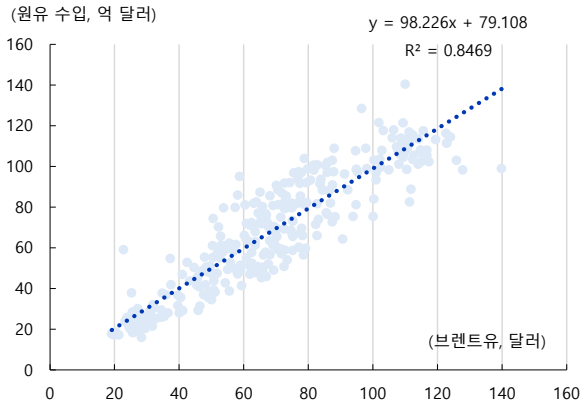
반면 중동 전쟁의 장기화는 명확한 환율 상승 요인이다. 위험회피 심리에 현금화 수요(위험자산 매도)가 확대되고, 원자재 결제 통화인 달러에 대한 수요 증가를 유발하기 때문이다. 다만 현물환 시장이 아닌 무역수지 관점에서 보면 환율 상승이 과도한 측면은 있다. 국내 원유와 석유제품 수입금액의 경우 브렌트유 가격과 1:1 매칭이 되는 수준으로 상당히 유사한 흐름을 보이는데(도표 10,11), 호르무즈 해협 봉쇄로 브렌트유 가격이 120달러로 지속될 경우 수입업체가 부담해야 하는 월간 추가 달러 수요는 약 40억 달러 내외로 추정된다. 한편 반도체 중심의 수출 증가 속도는 유가 상승세보다 빠르다. 연초부터 월간 무역흑자가 100억 달러에 달했던 점을 감안하면 40억 달러의 추가 달러 수요는 흑자 규모를 줄일지언정 적자로 바꿀 충격이 아니다(도표12).

이런 상황을 반영해 현물환 시장이 아닌 조달시장에서 달러화는 오히려 풍부한 상황이다. 다만 환율이 하락하기 위해서는 실제 현물환 시장에서 달러 매도가 이뤄져야 하는데, 지속적인 환율 상승 국면에서 수출업체들이 보유한 달러를 팔지 않는 래깅현상은 더 장기간 지속될 수 있다. 지정학 리스크는 이러한 수출업체들의 심리적인 경로를 통해 환율에 반영되고 있지만, 거꾸로 말하면 환율이 하락 반전할 경우 매도될 달러 물량은 여전히 충분한 상황이다. 전쟁의 지속 기간에 따라 시장 영향은 다르겠지만 긴장 국면이 완화된다면 환율은 다시 하방 압력을 받을 전망이다.

[도표 10] 유가가 120 달러로 지속될 경우 수입금액도 증가

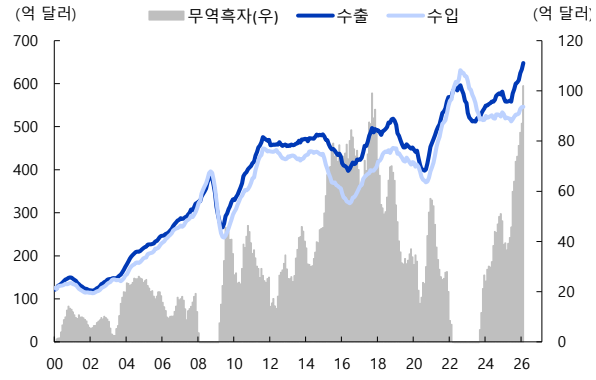
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 국내 원유 수입에 필요한 달러는 유가 흐름과 거의 동일



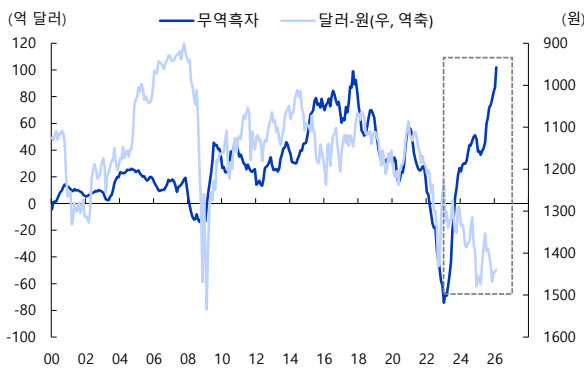
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 현재 반도체 수출의 큰 폭 확대로 무역흑자는 100 억 달러



자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

[도표 13] 무역흑자로 벌어들인 달러가 아직 시장에 풀리진 않아

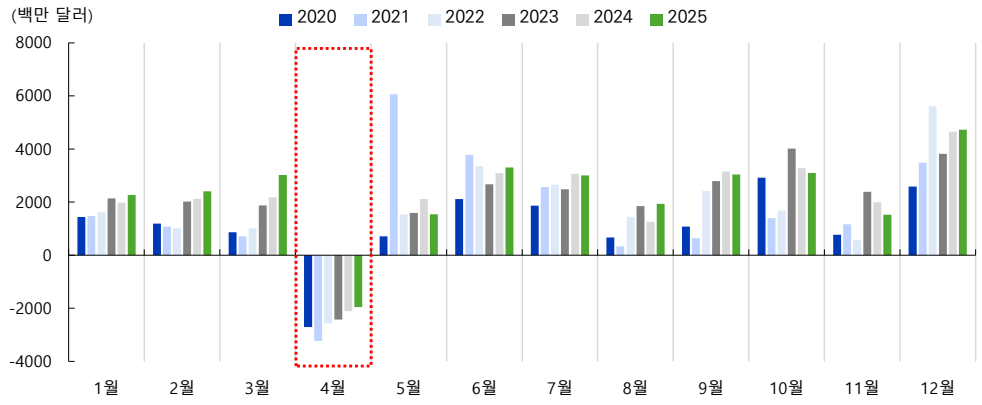


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

4월에는 추가로 외환시장에서 참고할 수급 변수들이 있다. 우선 4월은 계절적으로 국내 상장사의 외국인 배당 역송금이 발생하는 기간이다. 국내 KOSPI 상장사들의 올해 결산배당 규모는 약 40조원 수준인데, 이 중 외국인 지분율(약 32%)을 감안하면 4월에 약 12조원의 외국인 배당이 예정되어 있다. 3월 한달간 환율 상승을 주도했던 외국인 주식 매도 대금이 36조원이었던 점을 감안하면 상당한 달러 수요 규모로 소화될 수 있다.

다만 동시에 WGBI 편입이라는 달러 공급 주체도 추가된다. 4월부터 8개월간 최소 500억 달러의 기관 자금이 유입되는데, 환헤지 비중이 절반 가량이라는 가정 하에 월간 유입되는 원화 규모는 월 4.7조원(1,500원 환율 기준) 수준으로 추정된다. 4월 한달은 외국인 배당 송금 규모(12조원)가 WGBI 유입액(4.7조)을 상회하며 당분간 달러-원 환율의 하방 제약적 흐름이 지속될 수 있다. 다만 외국인 배당은 일시적 이벤트임에 반해, WGBI 편입은 지속성이 있어 연말로 갈수록 수급 여건은 개선될 것으로 판단된다. 전쟁 리스크가 해소된다면 연간 달러-원 환율은 추가 상승 보다는 여전히 하락 압력이 더욱 강할 것으로 판단된다.

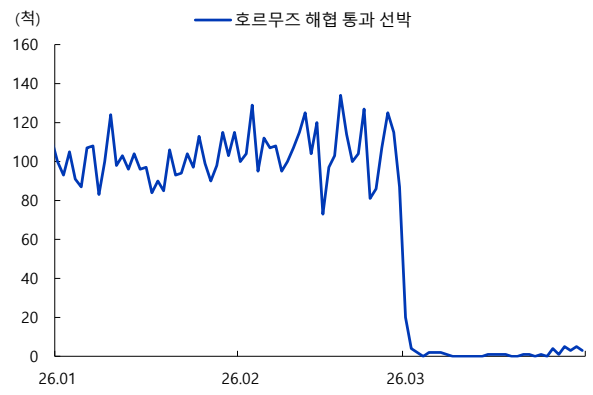
[도표 14] 2020 년 이후 본원소득수지의 월별 추이: 4 월은 국내→해외 배당 영향에 계절적으로 적자



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

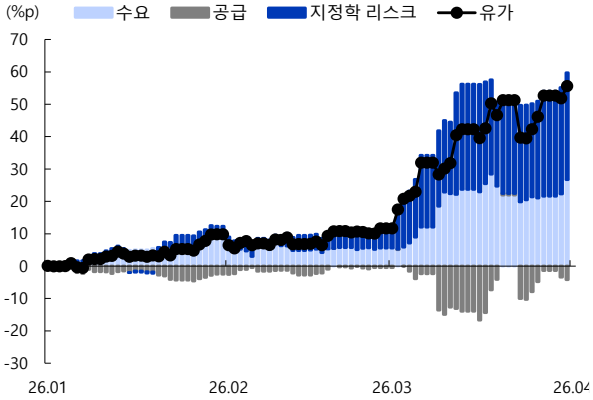
Appendix

[도표 15] 호르무즈 해협 통과 선박은 아직



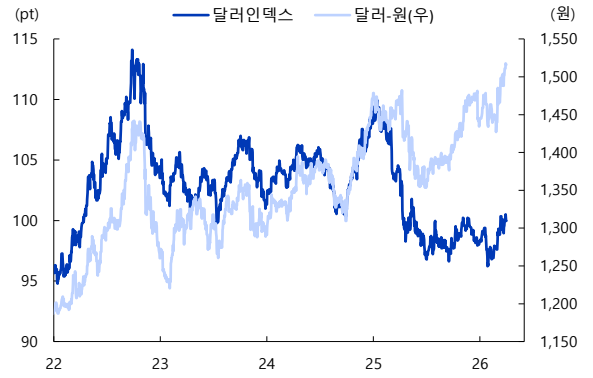
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 유가 상승요인 분해: 지정학 리스크가 주도



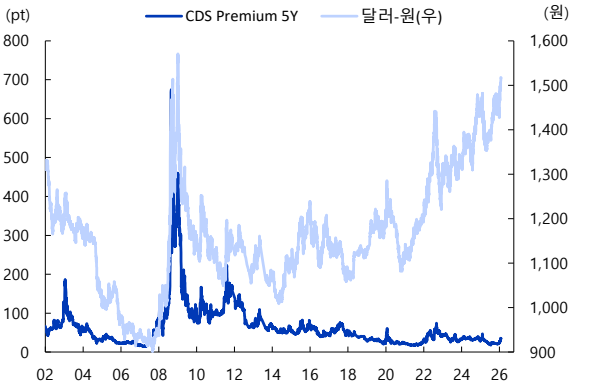
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 달러인덱스 대비 괴리 심화되는 원화



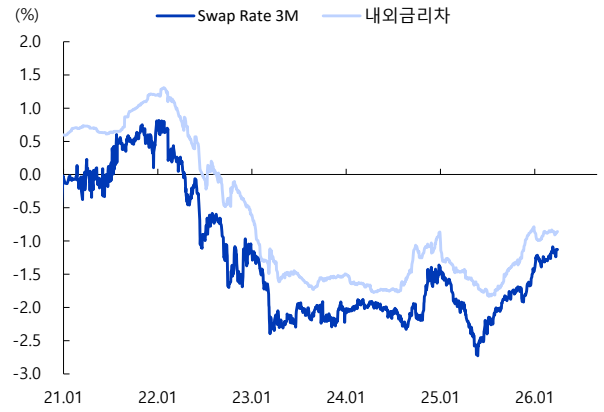
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 원화 약세가 시스템 리스크를 반영한 것은 아니야



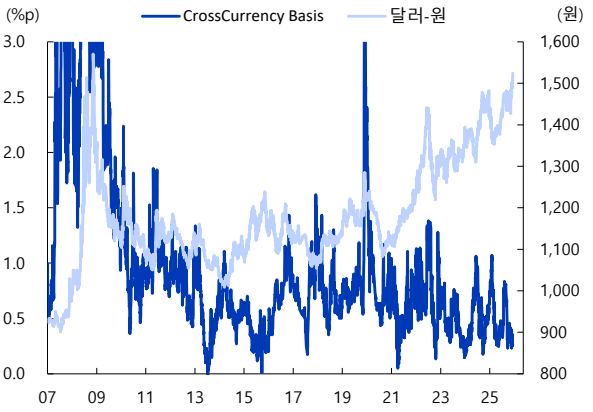
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 조달시장 원화 헤지비용과 내외금리차



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 조달시장 가산금리는 역사적 저점 수준(달러 유동성 풍부)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.