

전략공감 2.0

Strategy Idea

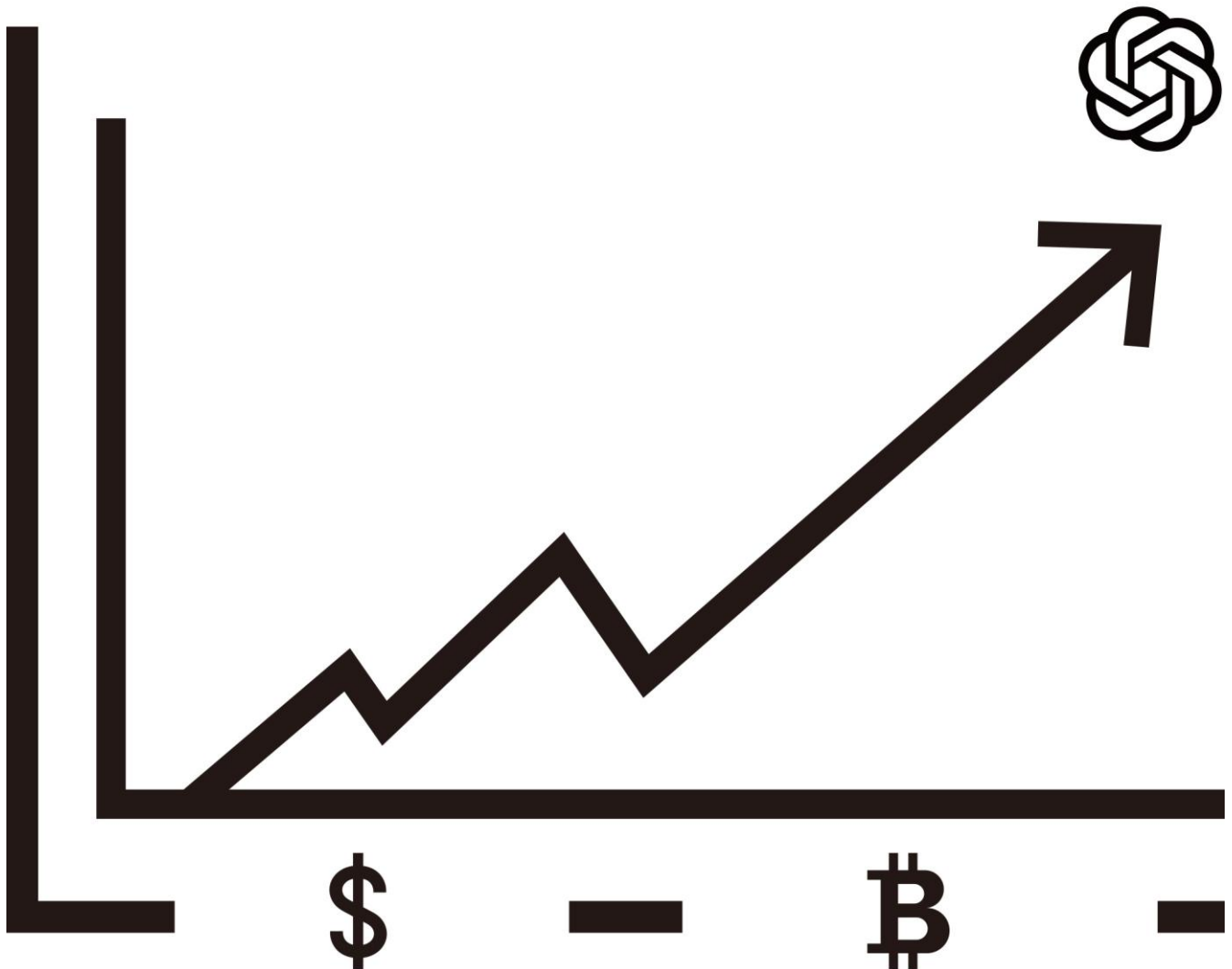
원화 약세 심화 배경과 향후 안정 조건들

오늘의 차트

빅테크의 주식시장 활용, 전환점일까?

칼럼의 재해석

남들이 달려나가는 와중, 걸어도 모자랄 판에 넘어지고 있는 레거시 자동차 OEM



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.

Strategy Idea

원화 약세 심화 배경과 향후 안정 조건들



경제분석
Economist 이승훈
seunghoon.lee@meritz.co.kr
RA 박민서
mspark@meritz.co.kr

- ✓ 약세 심화 배경: 1) 2022년 이후 국내 거주자의 달러수요 확대, 2) 국내 수출입 기업들의 환전 보류, 3) 외국인의 국내 주식 순매도 확대(일부 전쟁변수)와 4) 달러화 지수와의 재동조화. 6월 5거래일만에 원화가 달러대비 3.3% 절하된 것은 3)과 4)의 영향이 큼
- ✓ 안정 조건: 1) 호르무즈 해협 봉쇄 해제와 유가 하락, 2) 한국 증시 선진국 지수 편입 논의, 3) 기업 환전 유도책 수립과 경상흑자 리사이클링, 4) 국내 저축의 국내 투자 활용

1. 원화가 여기까지 오게 된 여러 배경들

6월 5일 야간거래에서 달러/원 환율 증가는 1,559원을 기록하며, 2009년 3월 5일 글로벌 금융위기 정점에서 기록한 1,582원에 거의 근접하였다. 5월 말 1,508원에 머물러 있던 달러/원이 불과 5거래일만에 3.3%나 절하된 것이다.

원화의 약세 심화는 어제 오늘의 일이 아니며, 2021년 1월부터 5년반 쯤 진행되고 있는 현상이다. 다른 한편에서 보면 원화만의 문제도 아니다. 한국 원화는 글로벌 금융위기 수준에 근접한 것이지만, 아시아 지역 내에서 경상적자를 시현하고 있는 인도 루피, 인도네시아 루피아, 필리핀 페소 등은 그들의 통화가치가 아시아 외환 위기 수준보다 낮은 상태로 지금도 계속 절하되고 있다.

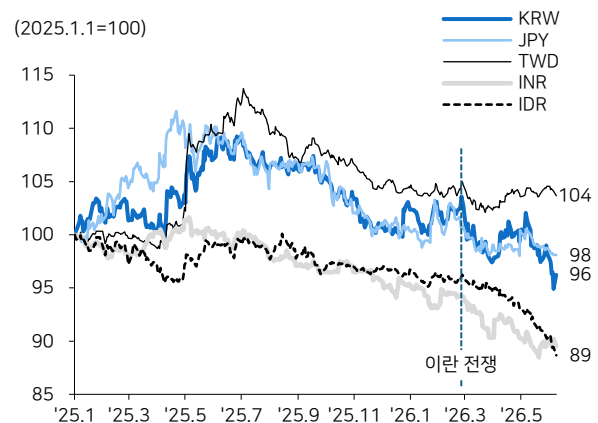
오늘 전략공감2.0에서는 원화가 여기에 이른 요인들과, 향후 원화가치 안정을 위한 조건들을 다룬다. 그 과정에서 한국은행의 여러 연구결과를 인용한다.

그림1 2000년 이후 달러인덱스와 달러/원



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025년 이후 달러대비 아시아 통화가치 추이



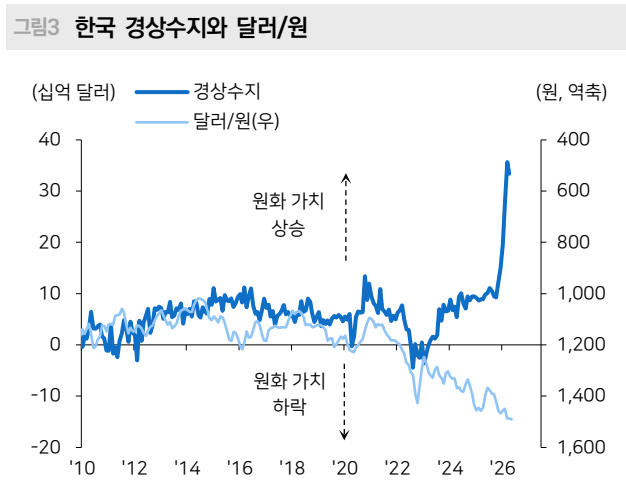
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원화 약세 요인(1): 경상수지와 디커플링

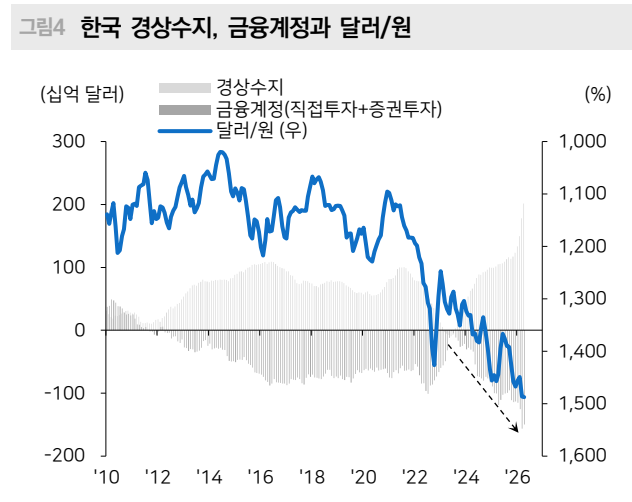
수출이 늘어나면 경상흑자를 통해 외환(달러화)이 공급되고 곧 원화로 환전되어 원화 강세를 유발한다는 것은 장기간 성립했던 공식이었다. 그러나 이러한 공식은 2022년부터 깨지기 시작한다. 2022년부터 한국 경상수지와 달러/원은 완벽히 디커플링 되었고, 원화는 오직 금융계정 순유출에 반응하는 함수가 되었다. 환율을 설명하는 변수들에 대한 중대한 “Regime change” 가 발생한 것이다.

이에 대해 한국은행은, 지난 4월 17일 발간한 “우리나라 대외부문의 구조적 변화가 환율에 미치는 영향” 이라는 연구를 통해, 2022년부터 달러수요 충격(거주자의 달러자산 수요 증가)과 저축수요 확대가 실질 “환율”의 상승, 즉 실질 원화가치의 절하를 유발한 것으로 해석하고 있다.

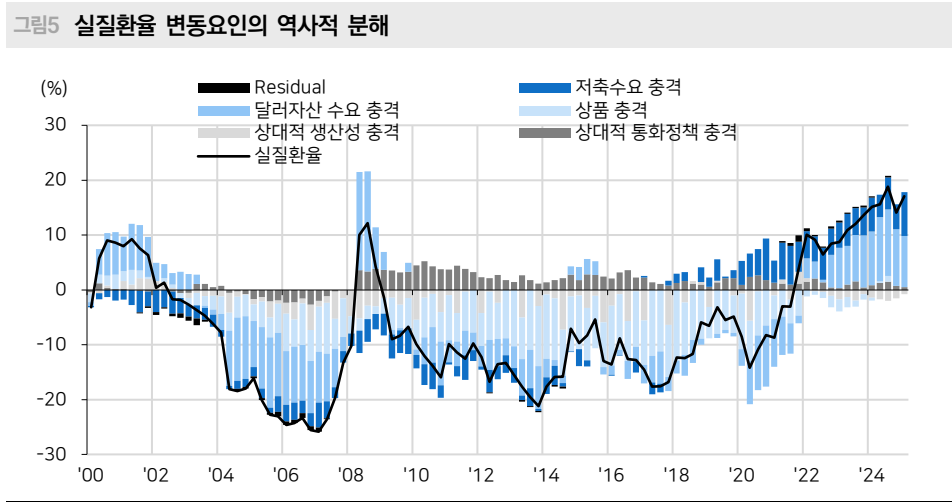
전자는 환율에 미치는 거주자의 자본이동의 중요성, 그리고 후자는 가계와 비금융법인의 순저축 증가(혹은 순저축률 상승)이 국내 투자로 리사이클링 되지 못하고, 해외자산 축적으로 연결되고 있을 가능성을 시사하는 것이다.



자료: 한국은행, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



자료: 한국은행, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



자료: 김지현, 김민, “우리나라 대외부문의 구조적 변화가 환율에 미치는 영향”, BOK 이슈노트 2026-9

Why 2022?: 2022년에 이 같은 Regime change가 나타났던 이유는, 유독 미국에서 수요측 인플레이션 압력이 강하게 나타나면서 전세계 중앙은행 중 미 연준이가 가장 공격적으로 금리인상을 했기 때문이다. 이는 단기물 및 장기물 모두에서 한-미 금리가 역전(미국 금리 > 한국 금리) 되었다. 내국인이 해외투자를 할 때 환해지를 선호하기 보다 환을 노출하여 투자할 유인이 훨씬 크다는 것을 의미한다.

여기에, 1) 성장률 측면에서의 미국 예외주의 확대, 그리고 2) 전세계적인 달러 표시 자산비중 확대는 달러화에 대한 구조적 수요를 일으키며, 원화를 포함한 비달러 통화의 동반 약세를 유발하게 되었다.

그림 6은 앞으로 3년 뒤에 미국 연방기금금리와 한국은행 기준금리가 어디에 가 있을 지에 대한 기대를 선반영하는 선도금리들의 차이이다. 장기 시계이기에 10년물 국채금리차와 함께 그려도 유사한 결과가 나온다. 코로나19 발발 시기인 2020년 이후 2025년 9월까지의 양국간 금리차가 달러/원의 방향성을 좌우했음이 뚜렷하게 관찰된다.

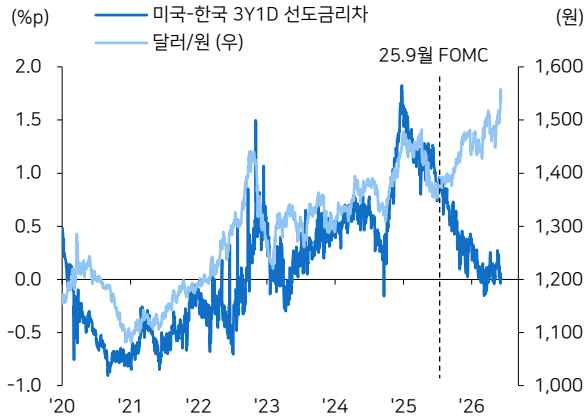
원화 약세 요인(2): 수출입 기업들의 “lead-lag” 행태

그 이전부터 나타났던 변화도 있다. 수출입 기업들의 소위 “lead-lag(리드-래그)” 행태가 보다 뚜렷해진 것이다. 이는 2025년 6월, “환율 변동과 수출입 기업의 현물환 거래 행태” 라는 한국은행 경제연구원 연구에 수록되어 있는 내용이다.

기업이 환율 상승(원화 평가절하)이나 환율 변동성 확대를 예상하여 수출기업이 나중에 달러를 매도하는 것을 lag, 수입기업이 먼저 달러를 매수하는 것을 lead라 정의한다. 수출기업의 lag 행태를 “수출-현물환 매도-외화예금 증분”으로 계산해본 결과, 특히 2018년부터 환율의 변화율이 (+)일수록(즉, 절하 압력이 있을수록) lag 행태에 준하는 값이 커지며, 수출기업이 나중에 달러를 매도하는 행태가 강화된 것으로 분석되고 있다(그림 8~9). 여기에는 여러 가지 원인이 있다.

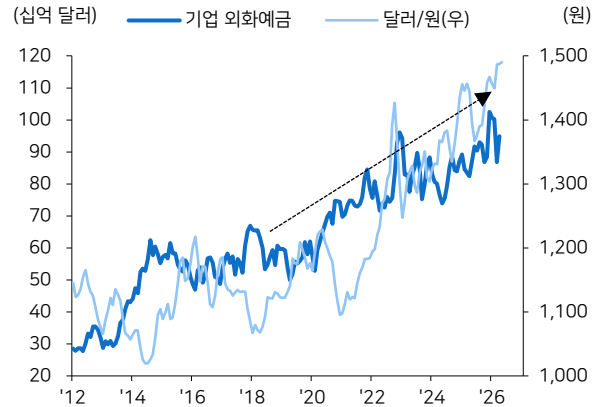
- 첫째, 2018년은 미-중 무역분쟁이 발발하면서 약세를 보였던 달러화가 강제 전환했다. 그리고 2020년 초 미-중 1단계 무역합의가 있기 전까지는 미-중 양국간 스몰딜 성사 여하에 따라 달러화가 등락하였다.
- 둘째, 2017년 외국환거래법 개정으로 수출대금 등 대외채권의 국내 회수의무가 폐지(외국환거래법 제7조, “채권의 회수명령” 조항 삭제: 과거에는 건당 미화 50만 달러 초과 채권 회수의무 부여)되면서, 수출기업이 달러매출을 국내 외환시장에 즉시 공급해야 하는 제도적인 강제력이 약해졌다.
- 셋째, 2021년 이후로는 항구적인 원화 약세가 수출입 기업들의 리드-래그 행태를 강화시켰다. 특히 2022년 이후 기업부문 외화예금 증가는 달러/원 상승과 궤적을 대체로 같이 하고 있음이 관찰된다. 2025년 10월 한-미 투자협상은 투자목적의 기업부문 달러 조달에 대한 불확실성을 유발하면서 기업 외화예금의 꾸준한 증가도 유발했다.

그림6 향후 3년 한-미 정책금리 기대 차이와 달러/원



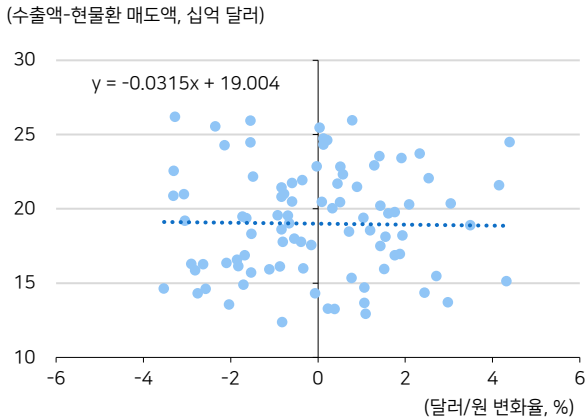
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 한국의 기업부문외화예금 잔액과 달러/원



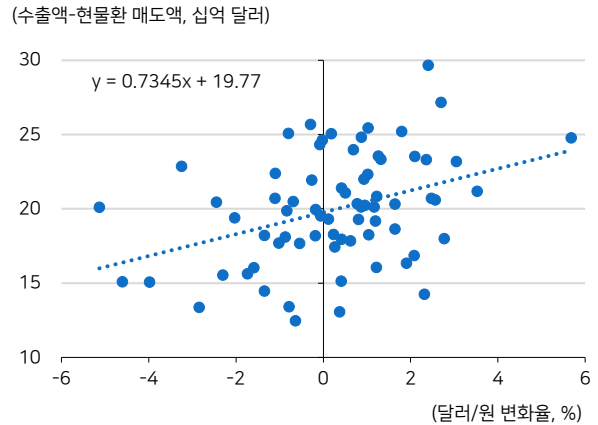
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림8 수출기업의 리드-래그 행태 (2010~17)



자료: 김민, 편주현, "환율 변동과 수출입 기업의 현물환 거래 행태", 경제분석 제31권 제2호, 한국은행 경제연구원

그림9 수출기업의 리드-래그 행태 (2018~23)



원화 약세 요인(3): 증권투자의 힘 (feat. 외국인 매도)

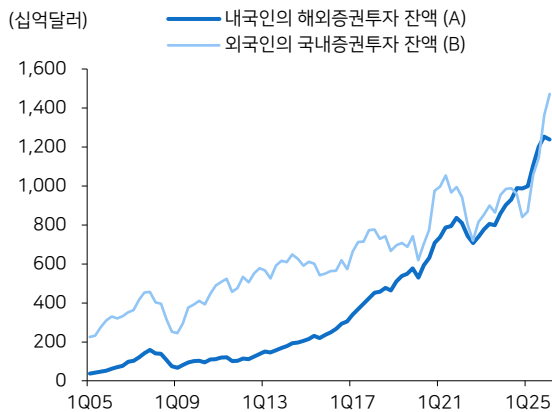
증권투자는 장기간 한국 원화의 방향성을 좌우했던 요인이었다. 글로벌 금융위기 이전부터 내국인의 해외증권투자 잔액과 외국인 국내증권투자 잔액의 차이가 달러/원의 방향성을 좌우했음을 보여 준다. 전술한 한-미 금리 역전도 채권 flow에 영향을 미쳤을 것이다. 2024년 4분기부터 2025년 3분기까지의 4개 분기는 이례적으로 내국인 해외증권투자 잔액이 외국인 국내증권투자 잔액을 초과했던 시기였다. 이 구간은 소위 “서학개미”와 주요 연기금의 해외투자가 달러/원에 영향을 더 크게 미쳤다고 볼 수 있다.

특이한 점은 2025년 4분기와 2026년 1분기 외국인의 국내증권투자 잔액이 다시 역전하면서 외국인의 영향력이 강화되었다는 것이다. 그림 11은 증권투자 잔액 차이와 달러/원을 도해한 것이고, 2025년 4분기 외국인 국내투자 잔액의 재역전 이후 달러/원이 추가적으로 절하되는 움직임을 보인다. 이는 보유잔액(stock)보다 거래행위(flow)가 더욱 중요해졌기 때문이다.

작년 9월부터 본격화된 국내 증시의 랠리는 최근 대량매도에도 불구하고 외국인 보유시가총액을 계속 끌어올리는 동인이 되었다. 반면, 한국 비중 초과 혹은 리밸런싱 필요성 때문에 외국인은 특히 올 들어 국내 주식을 대량 매도하면서 원화 약세를 심화시키고 있다. 특히 최근의 원화 약세는 외국인의 순매도 금액이 커진 올해 3월(코스피 35.7조원, KS+KQ+NXT 40.3조원)과 5월(코스피 44.5조원, 3대 거래소 합산 48.5조원)에 두드러지고 있다. 6월 초 이후 5거래일 만에 외국인 투자자는 코스피에서만 18.9조원, 3대 거래소에서는 21.3조원이나 순매도했다.

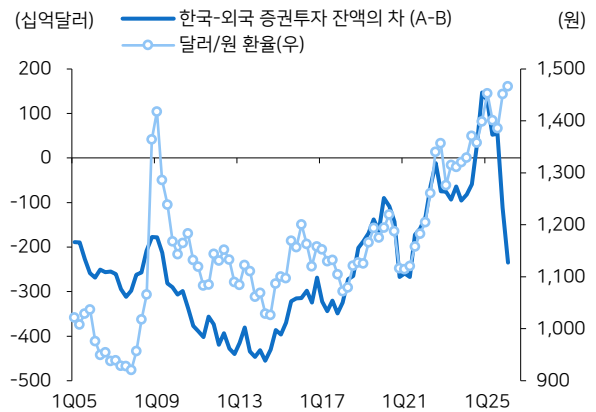
물론, 3월의 외국인 매도는 차익실현/리밸런싱이라기 보다는 이란 전쟁 발발 이후 동아시아 통화의 동반 절하와 맥을 같이 한다고도 볼 수 있다(2월 말까지 한국 포함 동아시아 통화는 절상이었음). 그러나 그 가운데에서도 유독 원화가 경상적자 신흥국에 비해 약세를 보인 것은, 국내 고유 요인인 주식 flow의 영향이 매우 컸다는 점을 방증하는 것이다.

그림10 한국: 내국인 해외증권투자, 외국인 국내증권투자 잔액



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림11 한국-외국 증권투자 잔액 차이 vs 달러/원



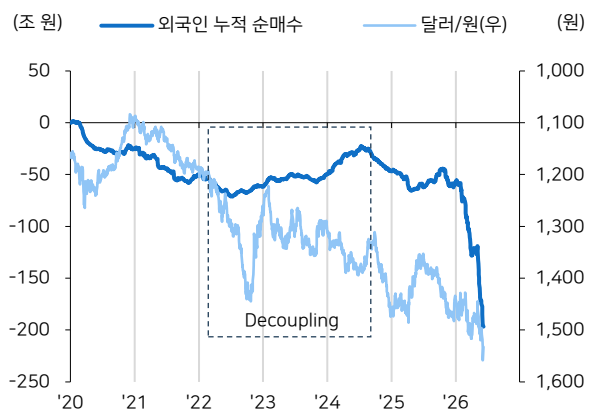
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림12 국내 주식 외국인 보유시가총액과 외국인 지분율



자료: KRX, 메리츠증권 리서치센터

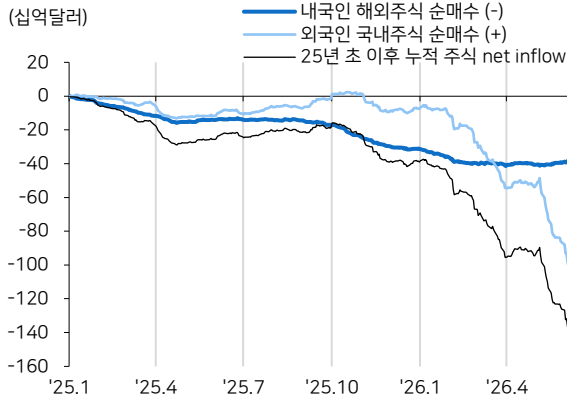
그림13 2020년 이후 외국인 주식 누적 순매수와 달러/원



자료: FnGuide, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

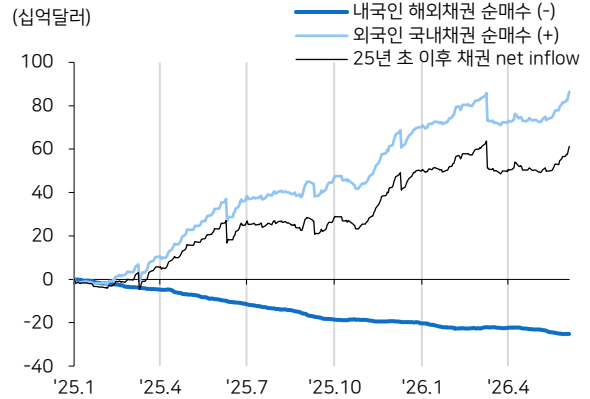
참고로, 내국인 해외증권투자 규모가 컸다고 지목되는 작년 10월과 11월의 순매수 금액은 68억 달러와 55억 달러에 달한다(현재는 국내로 환류 중). 이것도 역대급이라고 평가받지만, 2026년에 발생한 외국인의 대량 순매도에는 비할 바가 못된다. 올해 3월과 5월의 코스피 순매도 규모만 달러화로 환산하면 각각 270억 달러와 327억 달러이다. 앞자리가 다르다.

그림14 내국인 해외주식, 외국인 국내주식 순매수 (2025~)



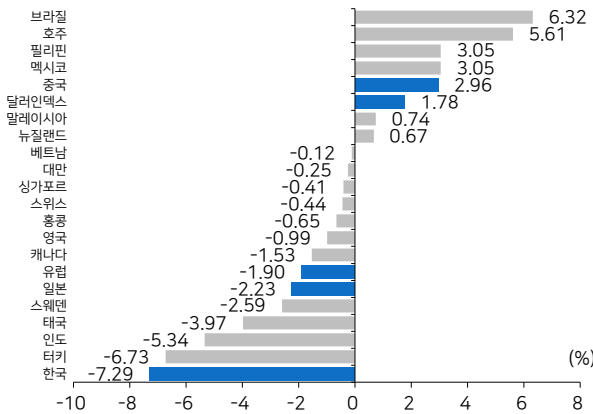
자료: KRX, SeiBro, 메리츠증권 리서치센터

그림15 내국인 해외채권, 외국인 국내채권 순매수 (2025~)



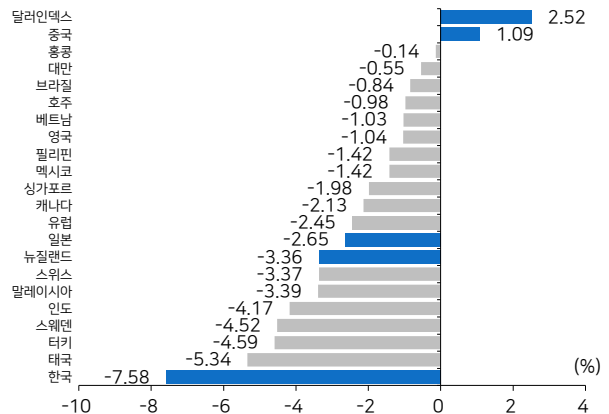
자료: 금융감독원, SEIBro, 메리츠증권 리서치센터

그림16 달러화 대비 주요 통화 절상률 (26.1.1~6.5)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 달러화 대비 주요 통화 절상률 (26.2.27~6.5)



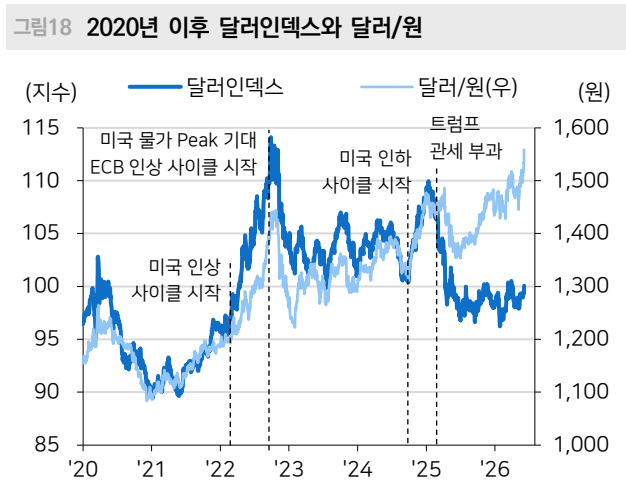
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원화 약세 요인(4): 2026년, 다시 높아진 레벨에서 달러화와 재동조화

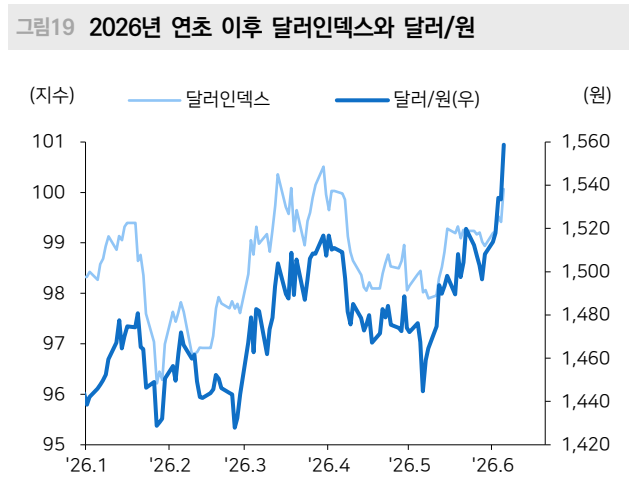
2020년 이후 달러화 지수와 달러/원 흐름을 보면, 2025년 해방의 날(4월 2일: 보편/상호관세 예고일) 직후 달러화와 원화의 디커플링이 진행된 것으로 보인다. 달러화는 신뢰를 잃어 직전 수준으로 복원이 되지 못한 반면, 원화는 지속적인 약세를 이어가고 있다는 것이 차이이다. 그렇다면 달러화가 달러/원에 미치는 영향이 소멸된 것인가? 그렇지 않다.

2026년 연초 이후 달러화 지수와 달러/원을 그리면, 높아진 달러/원 레벨에서 재차 달러화 지수와 연동되는 흐름을 보인다. 즉, 국내 고유 요인뿐 아니라 달러화 자체의 강제 요인에도 달러/원은 상승(=달러 대비 원화 평가절하)한다는 것이다.

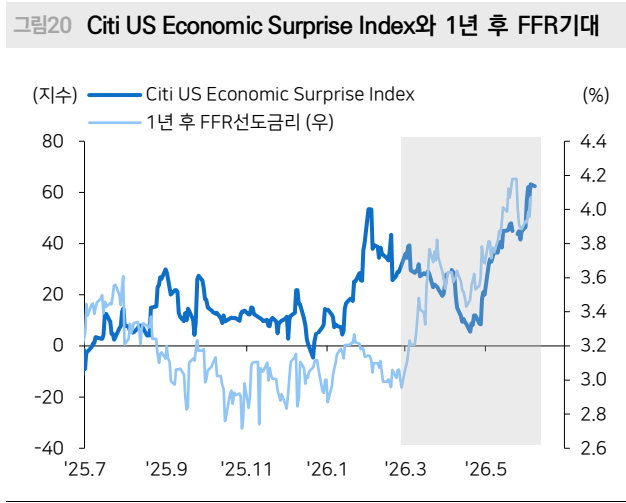
흥미로운 점은 3월 이후 달러화 지수는 1년 후 연방기금금리 수준에 대한 기대에 연동되었고, 4월부터는 전쟁에도 미국 경기지표가 기대를 상회할 때 연준의 인하 무산(혹은 인상) 가능성과 달러화 강세가 함께 진행되었다. 6월 5일, 원화가 일시에 1,550원을 상회한 것도 사실은 5월 비농업 취업자수의 예상 상회 때문이었다.



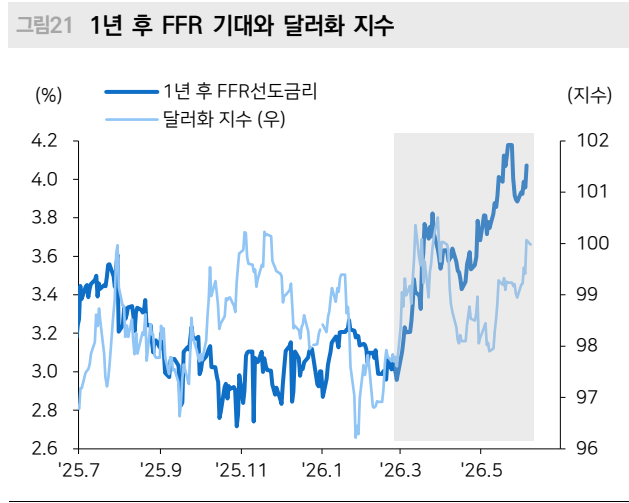
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



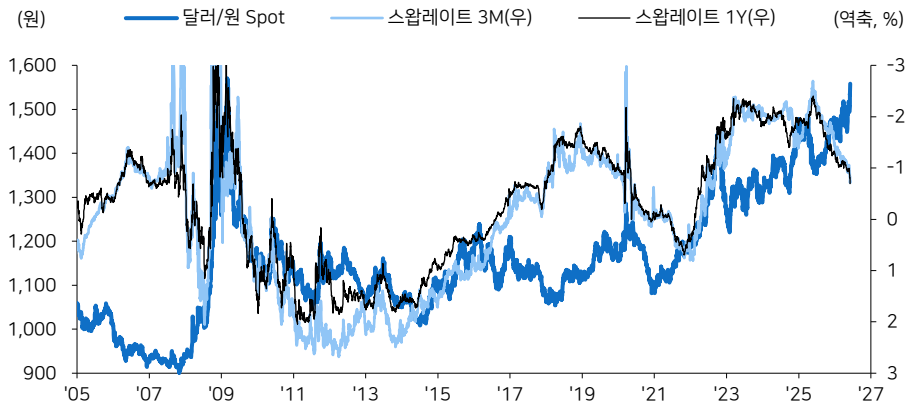
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2. 원화 가치 안정의 조건

지금까지 우리는 달러/원이 한 때 1,550원을 상회하여 금융위기 당시 고점에 근접하게 된 여러 배경을 살폈다. 구조적으로는 1) 2022년 이후 진행된 경상수지와 디커플링, 그 중에서도 국내 거주자의 달러수요 확대와 2) 국내 수출입 기업들의 즉시 환전 보류(리드-래그 행태)를 살펴보았다. 최근의 원화 약세에 영향을 미친 변수들로 3) 외국인의 국내 주식 순매도 확대와 4) 달러화 지수와의 재동조화를 들었다. 그리고 4)의 경우 미국 경기호조와 연준 금리인상 기대가 달러화 강세를 유발했음도 확인할 수 있었다.

6월의 5거래일간 원화가 3.3%나 절하된 것은 3)과 4)의 영향이 커 보이며, 원화 약세가 심화되자 기업부문의 달러예금 잔액도 빠르게 늘었다(6월의 첫 3영업일 만에 시중 5대 은행의 법인 달러예금 잔액이 35억 달러 내외 증가). 이는 원화 공급을 더욱 제약했다. 현재 원화 약세는 달러 유동성 자체가 부족해서 나타나는 것은 아니다. 작년 상반기 말 이후 3개월과 1년 스왑레이트의 (-) 폭은 계속 줄고 있다. **달러 조달은 수월하나, 원화 현물환 환전 수요가 적다는 의미인 것이다.**

그림22 3개월, 1년 스왑레이트와 달러/원 현물

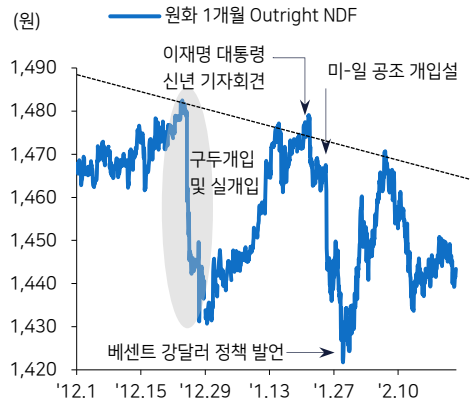


자료: 인포맥스, 메리츠증권 리서치센터

이유를 불문하고 통화 가치가 한 방향으로 쏠리면 쏠림을 방지하기 위한 긴급 처방은 필요하다. 작년 12월, 원화 가치 안정을 위한 다양한 조치들(국민연금 전략적 환헤지, 외화 유동성 스트레스 테스트 및 거시건전성부담금 면제 등)이 있었음에도 원화 약세가 진정될 조짐이 보이지 않자, 당국은 구두개입에 이어 강력한 실개입을 통해 기대관리(expectation management)에 나섰다. 그 이후 전쟁이 터지기 전까지 달러/원은 고점을 낮춰가며, 1,440원대까지 밀렸다.

6월 8일 개장 직후 국민연금이 선물환 매도에 나선 것은 당시와 유사한 행보로 풀이된다. 또한 정부는 7일, 1) NDF 거래 쏠림 분석, 2) 시장교란 의심 행위 점검, 3) 수출입 기업들이 수입대금 지급을 앞당기거나 수출대금 수령을 과도하게 지연시키는 불법거래에 대한 조사 등을 천명하고 나섰다. 이는 8일 달러/원을 1,529원 내외까지 하락시키는 동인이 되었고, 단기적으로 필요한 조치임에는 분명하다.

그림23 2025년 12월~2026년 2월 원화 NDF



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림24 2025년 12월 ~ 2026년 1월 외환안정 대책

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

자료: 메리츠증권 리서치센터

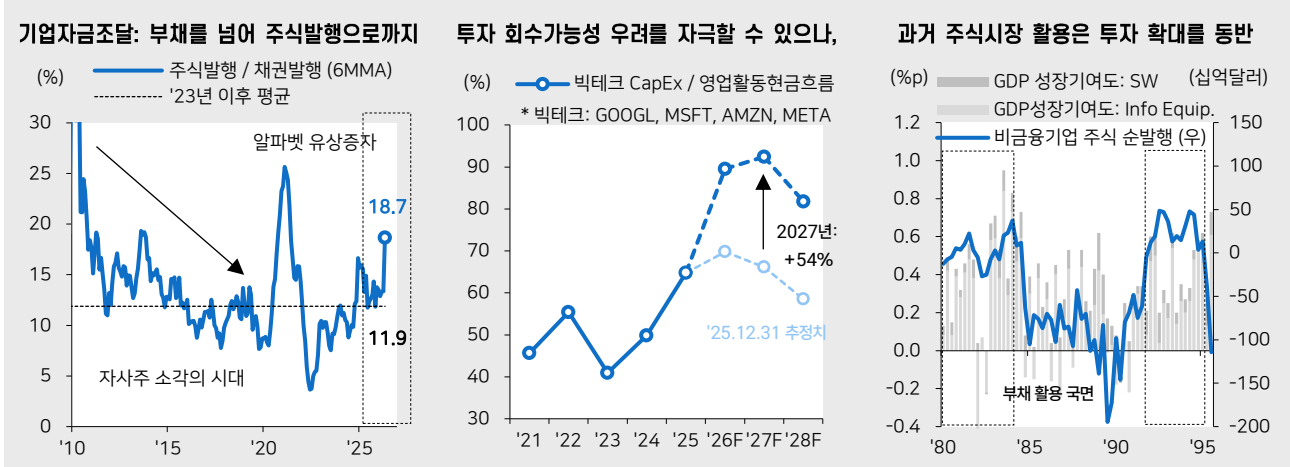
다만 원화 가치가 추가적으로 안정되기 위해서는 지금껏 원화 약세 압력을 계속 누증시켜 왔던 요인들이 하나 둘씩 완화되어 가는 것이 중요하다.

- 첫째, **호르무즈 해협 항행 재개와 유가 하락이 중요하다.** 이는 미국 인플레이션 부담을 낮춰 적어도 연준의 연내 금리인상 기대를 누그러뜨리는 재료가 될 수 있다. 한국 입장에서는 해협을 통해 원유를 받는다는 이유로 할인되었던 통화 가치 복원 요인도 될 수 있다. 아울러 160엔을 상회하는 달러/엔 수준에서 **일본 외환당국 대응 여부**도 예의 주시해야 한다.
- 둘째, **외국인의 대량 순매도가 진정되어야 한다.** 이는 우리가 할 수 있는 것은 아니다. 그러나 중기적으로 **MSCI 선진국 지수 편입 논의가 가속화된다면** 현재 전세계 시가총액 6위에 달하는 한국 증시로의 새로운 자금유입 재료가 될 수 있다. 그 사이 WGBI를 추종하는 채권자금들이 지속 유입되어야 한다.
- 셋째, 기업들이 높아지는 환율 변동성과 원화의 추가 절하 위험을 우려하여 환전 시기를 조절하는 것은 자유이다. 다만 **적절한 시기에 환전이 이루어질 수 있도록 유인책과 제도 개편을 검토해 보는 것도 방법**일 수 있다. 올해 한국 경상수지는 3,300억 달러 내외에 달할 전망이다. 국내 설비투자나 비용지급을 위한 원화 수요가 커질 수 있는 환경에서 더욱 중요할 수 있다.
- 넷째, 글로벌 투자 시대에서 거주자의 달러화 수요가 커지는 것은 막을 수 없겠지만, **국내 저축이 유의미한 투자로 리사이클링 될 수 있는 토대를 만들어 가는 것은 매우 중요하다.** 이것이 생산성 개선을 유발한다면 원화 가치의 복원 요인이 될 수 있을 것이다.

우리는 1) 정책당국의 기대관리가 쓸림을 진정시키고 2) 상기한 요인들이 하나 이상 작동하면서, 수 주 혹은 수 개월 내에 달러/원이 1,500원을 재차 하회할 가능성이 여전히 높은 것으로 판단한다.

오늘의 차트 박보경 연구원

빅테크의 주식시장 활용, 전환점일까?



자료: Federal Reserves System, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

지난주 알파벳이 800억 달러 유상증자를 발표한 것과 더불어, Meta 또한 주식시장을 통해 자금을 조달할 가능성이 제기되고 있다. 작년 11월 빅테크의 부채발행이 본격화된 것에 이어, 최근에 조달원이 주식시장으로도 확장되는 모습이다.

빅테크의 자금조달방식 확장은 이들의 2027 CapEx 추정치가 작년 말 대비 +54% 상향된 것과 맥을 함께한다. 투자규모가 막대해짐에 따라 자금조달 가능성에 대한 의문이 따라붙기도 하나, 투자수요는 충분해 보인다. 알파벳이 유상증자 첫 라운드에서 50억달러 초과 청약을 달성한 것이 이를 방증한다. 버크셔의 참여 역시 장기자본이 AI의 투자 수익성을 인정하고 있음을 상징적으로 드러낸다.

일각에서는 주식 자금조달의 본격화를 투자사이클 국면 전환의 징후로 바라보기도 한다. 지금까지의 AI 인프라 투자가 개별 기업의 자본지출이었다면, 외부자금이 유입되는 순간 시장 전체의 판단이 개입되는 자본형성으로 확장되기 때문이다. 동시에 시장 평가기준이 더 엄격해지기 때문에, 투자자금을 회수할 수 있는 컴퓨팅 인프라 기업에 대한 선별이 진행될 것이라는 주장으로 이어지기도 한다.

지금으로서는 어떤 기업이 AI 인프라의 경제성을 개선시켜줄 지 불분명하다. 비교적 명확한 점은 과거 투자사이클에서 외부자금 유입은 오히려 투자 확대를 가능하게 한 금융조건이었다는 점이다. 이는 8-90년대 PC사이클에서도 확인 가능하다. 대표적으로 1984년 주식 순발행액이 400억달러를 달성함과 동시에, 정보처리장치·SW 투자의 실질GDP 성장기여도가 0.95%p까지 상승한 바 있다.

빅테크 유상증자 흐름은 단기적으로는 투자 주체들의 주주가치희석, 회수가능성 우려를 상기할 수 있다. 다만 과거 주식 자금조달이 투자 확대를 동반했던 만큼, 기존 투자수혜 논리의 훼손으로 이어질 가능성은 제한적이라는 판단이다.

칼럼의 재해석

배현서 연구원

남들이 달려나가는 외중, 걸어도 모자랄 판에 넘어지고 있는 레거시 자동차 OEM (BBC)

일본의 Honda가 전기차 시장 투자 실패로 상장 이래 69년 만에 처음으로 연간 적자(약 4조원의 영업 손실)를 기록했다. Honda뿐만 아니라 다른 많은 레거시 자동차 업체들 또한 전기차 전환 사업의 실패를 인정하고 대규모의 손실을 연간 실적에 반영했다. Stellantis는 2025년 실적에서 EV 사업 계획 재조정 비용으로 147억 유로의 비용을 반영했고, Ford는 전기차 사업 부문에서 약 195억 달러 규모의 손실을 기록했으며, GM은 전기차 관련 비용으로 76억 달러를 반영했다. 이들은 개음을 극복하지 못하고 실패를 선언했다. 신기술에 대한 호기심을 넘어 안정적인 수요를 이끌 가격 경쟁력도, 기술력도 충분하지 못했기 때문이다.

자동차 산업 내 중국 업체들과 레거시 업체들의 관계가 역전되었다. 단순히 전기차 분야에서 뒤처지는 것이 문제가 아니다. 지금은 기술 발전에 투자해야 할 때다. Tesla를 포함한 선두 기업들이 자율주행 기술을 고도화하고, 휴머노이드 로봇을 만들어 피지컬 AI 생태계 장악을 위해 달려나갈 때 이들은 넘어지고 있다. 자동차 산업 패러다임 대전환의 시대다. 레거시는 몰락하는 것일까?

레거시 자동차 업체들의 잇단 대규모 전동화 실패 선언

2025년 12월, EU는 2035년부터 내연기관 자동차 판매를 금지하기로 했던 규정을 없애기로 했다. 중국 전기차 유럽 시장 장악 견제의 일환이다. 美 트럼프 행정부는 2025년 4분기부터, 신에너지 차량 구매 시 최대 7,500달러의 세금을 깎아주었던 세액공제 혜택을 종료했다. 기후 위기 대응책으로서 혹은 일종의 신기술로서, 전기차 시장에 호기롭게 진출하려고 했던 업체들은 타격을 입지 않을 수 없었다.

이런 상황에서 레거시 업체들의 잇단 전기차 사업 실패 소식이 들려왔다. 글로벌 판매량 2위, 유럽 내 최대 자동차 업체인 Volkswagen은 독일 드레스덴 공장 폐쇄를 선언하며 독일 내 일자리를 35,000개 이상 줄이기로 노사가 합의했다. Stellantis 그룹은 전기차 전략 재조정 비용으로 2025년 실적에 147억 유로의 비용을 반영했고, Ford는 전기차 사업 부문에서 약 195억 달러 규모의 손실을 기록했으며, GM은 전기차 관련 비용으로 86억 달러를 반영했다.

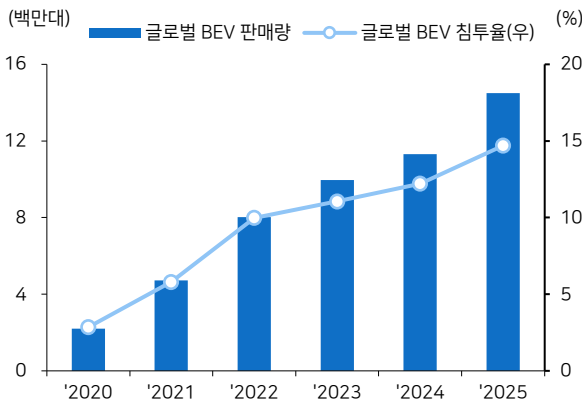
유럽과 미국 기업들만의 상황이 아니다. 일본의 Honda는 북미 시장 핵심 전기차로 준비했던 '0 시리즈' 살롱·SUV와 아큐라 RSX 프로젝트를 잇달아 중단했다. 또 Sony그룹과의 합작사인 'Sony Honda Mobility'를 통해 계획했던 전기차 'Afeela 1'의 출시를 취소하고, 2028년 이후 출시를 목표로 개발하던 후속 모델들도 모두 접기로 했다. 5월에는 한국 시장 전격 철수를 선언했고, 기존 캐나다 온타리오주에 추진하려던 110억 달러 규모의 전기차·배터리 생산단지 계획 또한 사실상 백지화하기로 결정했다. 이와 관련하여 2025회계연도에 총 4,239억 엔(약 4조원)의 영업 손실을 기록했다.

Nissan의 경우 2024회계연도에 6,709억엔(약 6.3조원)의 순손실을 기록한 것에 이어, 2025회계연도에는 5,311억엔(약 5조원)의 순손실을 기록했다. 올해 5월에는 미 시시피 캔톤공장 전기차 생산 계획 중단을 선언했고, 영국 내 최대 완성차 조립 공장인 Nissan의 선덜랜드 공장에서는 생산 라인을 2개에서 1개로 통합한다고 발표했다. 이에 부품 자회사 JATCO의 전기차 파워트레인 공급 계획도 백지화되었다. Subaru 또한 연간 영업이익 90% 폭락 이후 당초 2028년으로 설정했던 자체 개발 전기차 출시 계획을 무기한 연기하였다.

캐즘이 원인의 전부는 아니다

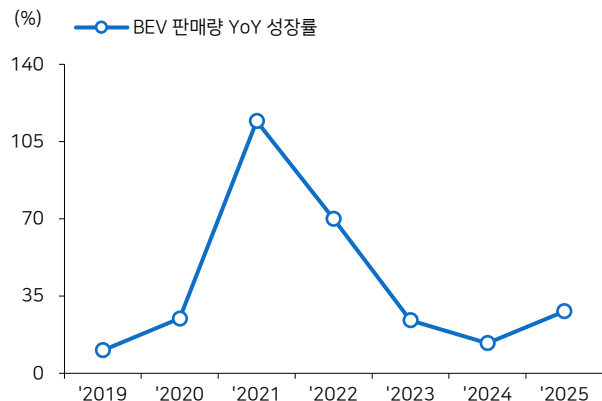
레거시 업체들의 전동화 사업 실패 주요 원인 중 하나로 전기차 캐즘이 꼽힌다. BEV 시장의 성장세가 2021년을 정점으로 급격하게 둔화된 것이 사실이다. 하지만 이것이 원인의 전부는 아니다. 둔화되는 성장률 속에서도 판매량 자체는 꾸준히 증가하였고, 일부 중국 기업들의 판매량은 지속적으로 증가하였다. 캐즘 시기에도 전기차 수요는 분명히 있었으나, 그들은 그 수요를 끌어올 매력이 부족했던 것이다. 더이상 신기술에 대한 호기심만으로는 수요를 창출해낼 수 없다는 점, 그것이 바로 캐즘의 진정한 의미이기 때문이다. 가격 경쟁력을 확보하거나, 불충분한 충전소 인프라·짧은 주행거리 등의 문제를 상쇄할 만한 품질과 기술이 필요했다.

그림1 글로벌 BEV 판매량은 꾸준히 증가



자료: SNER, Marklines, 메리츠증권 리서치센터

그림2 다만, 성장률이 급격히 둔화된 것은 사실



자료: SNER, 메리츠증권 리서치센터

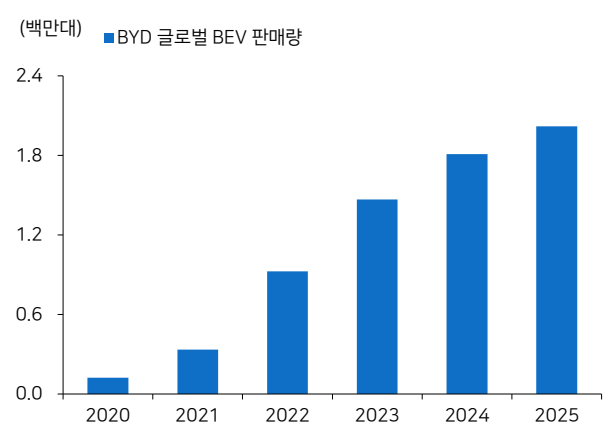
일례로 BYD는 매우 강력한 수직계열화 구조를 이루어냈다. 배터리, 전기모터, 반도체, 전력 전자장치 등 핵심 부품을 외부에 의존하지 않고 자체 생산한다. 2020년대 초반, 글로벌 차량용 반도체 공급 부족 대란으로 인해 타 업체들이 대규모 감산을 진행할 때에도 자체 반도체 생산 능력을 바탕으로 피해를 최소화할 정도였다. 이러한 수직계열화 능력을 바탕으로 형성된 저렴한 원가 구조를 통해, BYD는 타 업체들이 넘보기 어려운 가격 경쟁력을 확보할 수 있었다.

Tesla의 경우 2023년을 정점으로 그 이후로는 오히려 판매량이 감소하는 추세이다. 하지만 자본시장은 이를 결코 Tesla의 위기나 실패로 보지 않는다. 압도적인 시가총액 규모가 그것을 증명한다. 당장 판매되는 하드웨어의 숫자가 아닌, 소비자가 체감하는 독보적인 FSD의 수준을 보며 자율주행과 로보택시 시장을 선점했을 때 뒤따라올 폭발적인 미래 가치에 베팅하고 있기 때문이다.

반면 레거시 업체들은 당장 차량이 잘 팔리지 않는 것뿐만 아니라 미래 생존 가능성마저 불투명함을 느꼈다. 중국 업체들과의 가격 경쟁에서 밀리는 것은 불 보듯 뻔한 일였고, 야심차게 추진했던 기술 고도화 사업들도 대부분 무산되어 버렸기 때문이다. Volkswagen은 선제적으로 '소프트웨어 중심 자동차'를 만들고자 자회사 Cariad를 설립했으나 브랜드 간 갈등, 레거시 조직 문화, 이로 인한 개발 지연이

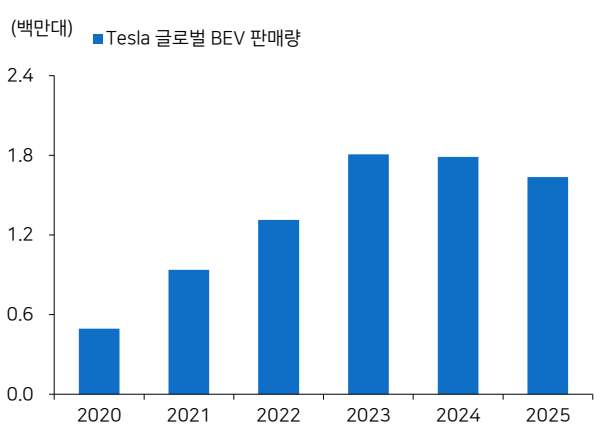
겹치면서 프로젝트가 사실상 무산되었다. GM 역시 자율주행 기술 선점을 위해 2016년 스타트업 Cruise를 인수하고 대규모 투자를 진행했으나 무인 로보택시 운행 중 발생한 일련의 보행자 충돌 사고로 인해 프로젝트가 장기간 중단되었다. Ford는 2017년 자율주행 스타트업 Argo AI를 전격 인수한 뒤, Volkswagen의 공동 투자까지 이끌어내며 완전자율주행 차량의 양산을 꿈꿨다. 하지만 운전자의 개입이 없는 완전 자율주행 스마트카를 양산하는 것이 자신들의 역량으로 어렵다는 냉정한 결론을 내리고 2022년 10월 사업 포기를 선언했다. 결국 가격 경쟁력과, 기술력 모두 한계에 부딪힌 레거시 업체들은 전동화 실패를 선언하며 전략적 후퇴를 감행할 수밖에 없었다.

그림3 BYD 글로벌 BEV 판매량 추이



자료: SNER, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Tesla 글로벌 BEV 판매량 추이



자료: SNER, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 레거시 업체들의 실족과 중국 업체들의 성장, 관계의 역전

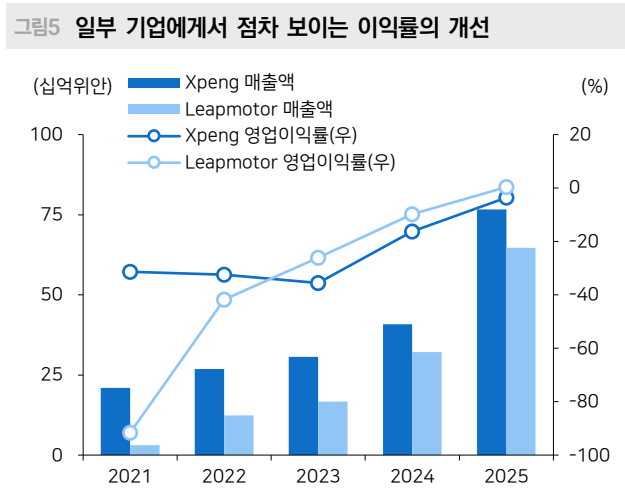
이러한 상황 속에서 최근 중국 전기차 업체들이 자동차 가격 인상을 시작했다. 중국 업체들의 경우 판매량은 증가했으나, 꾸준히 이익을 내는 기업이 많지 않았다. 우연일지 필연일지, 여러 경쟁자들이 고꾸라지는 상황에서 줄라땀던 허리끈을 풀고 있는 듯한 모습이다. 반도체와 리튬 등 원자재 가격 상승이 주요 배경으로 지목되고 있지만, 저가 공세 및 출혈 경쟁이라는 키워드가 중국 업체들의 국내외 업황을 설명해왔던 상황에서 가격 인상이라는 상징성은 눈여겨볼 만하다.

중국 업체들의 안정화 조짐이 일부 보이기 시작한다. 중국 자동차 업계에서 기술 선두 주자로 여겨지는 Xpeng, 2025년 4분기에 최초 분기 흑자를 달성했다. 2021년 연간 영업이익률 -91.6%에 달하였던 Leapmotor는 2025년 최초 연간 흑자를 달성했다. 물론 이처럼 긍정적인 사례만 있는 것은 아니다. 자국 내 경쟁에 못이겨 실패한 중국 내 업체들이 부지기수이다. 다만 치열한 적자생존의 과정에서 햇빛을 받지 못한 잠목들이 사라지는 것은 시장의 관심사가 아니다. 숲의 지형도가 바뀔 때 우리가 목격하는 본질은 두 가지다. 지각변동을 일으키며 자라난 새로운 거목들의 모습과 기존에 숲을 지키던 고목나무들이 쓰러지는 모습만이 보일 뿐이다.

표1 2026년 주요 중국 자동차 업체 가격 인상 목록

업체명	가격 인상 내용
BYD	ADAS "God's eye" 가격 9,900위안(약 218만원)에서 12,000위안(약 264만원)으로 5월 1일부터 인상
Changan	Q07 텐수 인텔리전트 레이저 에디션 가격 3,000위안(약 66만원) 인상
GAC	아이온 Y 영거 / 아이온 S 플러스 가격 3,000~6,000위안(약 66만원 ~ 132만원) 인상
Xiaomi	신형 SU7가격 전 트림에 걸쳐 4,000위안(약 88만원)씩 인상
Nio	주요 SUV 모델 가격 최대 1만 위안(약 220만원) 인상 및 무료 배터리 교환 혜택 축소
Huawei	LIDAR 사양 업그레이드와 함께 일부 모델 가격 약 1만위안(약 216만원) 인상
Chery	고급 브랜드 Xingtu 가격 5,000위안(약 108만원) 인상

자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

상기 언급된 레거시 업체들 중 일부는 기존에 중국 업체들과 오랜 기간 합작 관계를 이어왔다. Stellantis는 Dongfeng과 합작 법인을 설립한지 30년이 넘었고, Nissan은 Dongfeng과 합작 법인을 설립한 지 20년이 넘었다. 다만 2, 30년 전의 중국과 중국 자동차 산업을 상상해보라. 중국과의 협력은 그저 중국 시장에 진입하기 위해 현지 업체와 합작 법인을 설립해야 하는 법적 절차였을 뿐이다. 이제 협력의 성격이 바뀌고, 전세가 역전되었다. Stellantis의 캐나다 공장에서 중국의 Leapmotor의 전기차를 조립하는 방안이 검토되고 있다. Nissan이 소유하고 있던 영국 선덜랜드 공장의 라인 통합으로 남은 1개 라인은 중국의 Chery가 활용하기로 논의 중이다. 전기차에서 더 나아가 자율주행 단계에서는 Volkswagen과 Xpeng의 라이선싱 협력, 중국 자율주행 기업 Pony AI와 Toyota의 협력까지 중국 자동차 업계의 위상은 이전과는 비교할 수 없을 만큼 달라졌다.

패러다임 대전환, 넘어질 때가 아니다

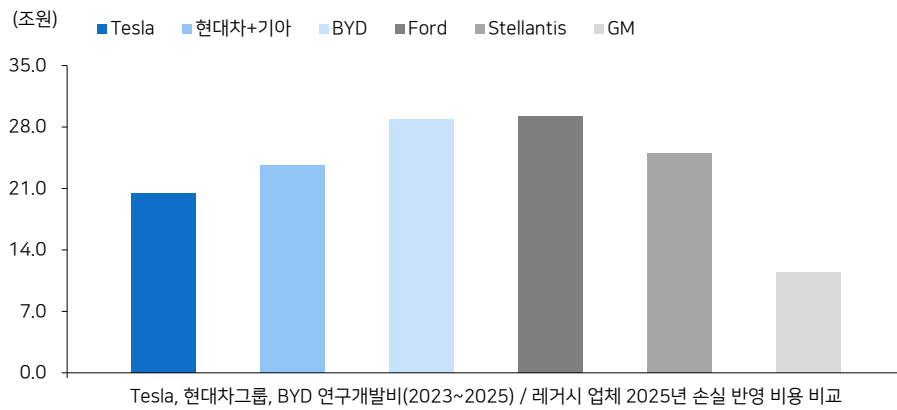
현재 자동차 업계가 직면한 변화의 본질은 단순히 파워트레인의 전환이 아니다. 글로벌 전기차 판매량과 이익률 측면에서 선두에 선 BYD조차 전기차 제조에 안주하지 않는다. BYD는 최근 자체 개발한 4나노미터 공정 기반의 자율주행 칩 'Xuanji A3'를 공개했으며, 자사의 운전자 보조 시스템(ADAS) God's Eye의 도심 내비게이션 기능 사용 중 발생한 사고의 손실을 회사가 전액 보장하겠다고 발표했다. 나아가 왕찬푸 회장 직속의 휴머노이드 로봇 사업부를 신설하며 피지컬AI 및 무인 생산 체제로의 확장을 본격화하고 있다.

Xpeng은 독자 개발 칩을 탑재한 L4 로보택시의 양산 단계에 진입했다. Tesla 역시 미국 텍사스주 등지에서 로보택시 상용 서비스를 검증 중이며, 유럽 내 여러 국가에서 감독형 FSD가 승인받기 시작했다. 휴머노이드 로봇 Optimus 3세대의 양산 시점도 연내로 다가왔다. 현대차그룹도 동일하다. 자율주행 기술을 고도화하고, 로보택시 사업에 진출하고 휴머노이드 로봇을 아울러 피지컬 AI 생태계 전쟁을 위해 사활을 걸고 있다. 반면, 전동화에 실패한 레거시 업체들은 대규모 손실을 입고 있다. 미래 기술에 재투자할 체력을 잃어가고 있다. 전기차 사업 실패 비

용을 반영한 주요 레거시 업체들의 손실 규모는 글로벌 선두기업 R&D 비용의 3년치에 육박한다.

자동차 산업의 구조조정 속도는 가속화되고 있다. 승자가 정해지는 속도보다 패자가 정해지는 속도가 빠르다. 새로운 전쟁의 시대에 선두 업체들이 앞을 향해 달려나가고 있을 때, 일부 레거시 업체들은 걸어도 모자랄 판에 돌에 걸려 넘어지고 있다. 세상은 변화했다. 자동차 산업 패러다임 대전환이 한창이다. 레거시 몰락의 조짐이 보인다. 패러다임의 대전환기 속 레거시 업체들은 살아남을 수 있을까?

그림6 손실 반영 규모, 글로벌 기업 R&D비용 3년치(2023년 ~ 2025년)에 육박



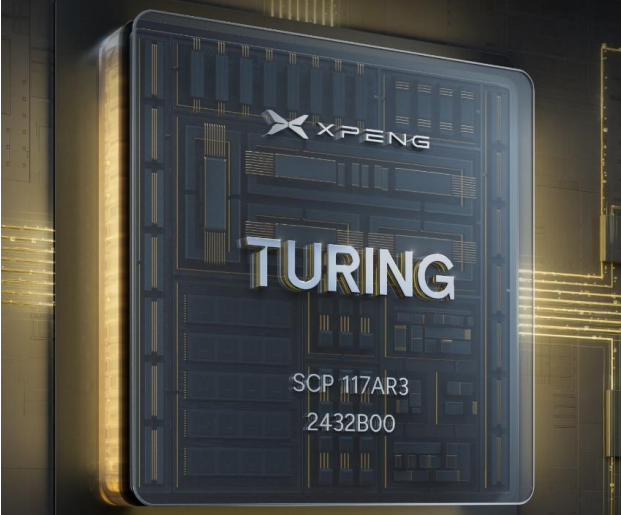
주: 레거시 업체 손실 규모는 원/달러 1,500원, 원/유로 1,700원으로 단순 계산
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 BYD의 자체 자율주행 칩 Xuanji A3



자료: BYD

그림8 Xpeng의 자체 자율주행 칩 Turing AI



자료: Xpeng

원문: Honda makes its first annual loss in 70 years (BBC)