

FX Comment

원화 약세 원인 진단

- 원화, 양호한 펀더멘털(경상수지 흑자 > 자본유출) 대비 약세 폭 과도. 변동성 높고, 쓸림도 관찰
- 원화 약세 요인은 중동 전쟁, 달러화 강세, 엔화 약세, 외국인 국내 주식 순매도 지속 등 다양
- 그 중에서도 올해는 특히 외인 주식 순매도 영향이 강하게 작용(YTD 환율 누적변동 절반 기여)
- 외인 주식 순매도 시 일부 시차 존재하나 대부분이 해당월에 국제수지상 주식자금 유출로 연결
- 단기적으로는 외인 주식 순매도발 환율 상승압력 남아있으나 당국 개입 강화가 상단을 제한
- 하반기 중동 전쟁 해소, 대규모 경상수지 흑자발 외환순공급 확대 지속이 원화 강세 지지할 전망

올해 원화 약세 주범은 외국인의 국내 주식 순매도 누적에 따른 수급 부담

- 원화 약세 원인은 다양 1) 중동 지정학적 이슈(유가 상승)발 대외 약재, 2) 달러화 강세, 엔화 약세, 유가 민감도 높은 신흥통화 약세, 3) 외인 국내 주식 순매도 누적에 따른 자금유출 압력, 4) 역외(NDF) 투기적 수요 영향 확대, 5) 자기 실현적인(self-fulfilling) 환율 상승 기대 악순환
- 여러 약세 요인중에서도 가장 영향력이 큰 요인은 대규모 외국인 주식 순매도(YTD 114조원)
- 국내 외환시장 일평균 거래대금(현물 기준)은 46.3조원(1~6월초). 올해 5월 7일부터 외국인 이 20일간 순매도를 지속(66조원)하는 동안 일평균거래대금 대비 외국인 순매도 규모의 비중은 5.6%를 기록(25년 일평균거래대금 대비 외인 순매수·매도 비중 1.5%)
- 올해 원/달러 환율 변동분(로그 수익률 누적, +6.8%)을 요인별로 분해하면 달러화 기여도가 +1.27%p, 달러/엔 환율이 +0.52%p, 유가가 +1.44%p, VIX가 +0.16%p 그리고 국내 고유 요인 중 외국인 주식 순매도의 기여도가 +3.43%(실제 누적 영향은 +4.27%p이나 기타 고유 요인(거주자 해외투자 축소, 경상수지 흑자 등)이 상쇄). 올해 외국인 주식 순매도 누적이 YTD 환율 상승분의 약 50%를 설명
- 외국인 주식 순매도는 금융계정의 증권투자·주식(부채) 항목 변화를 통해 실제로 자금 유출로 이어졌는지 사후적으로 판단할 수 있는데 실제로 매우 강한 연결고리가 확인(2015년부터 2026년 4월까지 데이터 기준 월별 상관계수 0.96, 3개월 누적 상관계수 0.98, 월별 부호 일치율 84.6%, 26년 1월~4월 외국인 주식 순매도 53.9조원, 동기간 국제수지상 주식자금 유출 64.5조원(원/달러 환율을 해당 월 평균 환율을 사용했으므로 과다 계상됐을 가능성)
- 월별로 보면 3월에는 전쟁으로 인한 유가 상승과 안전자산 선호(달러화 강세), 외국인 주식 순매도가 복합적으로 작용, 5월에는 외국인 주식 순매도 영향이 가장 크게 작용했고, 6월에는 외인 주식 순매도와 더불어 달러화 상승(연준 인상 기대 강화 등)이 원화 약세 주도

Economist 최제민 jmchoi@hmsec.com

RA 조준우 jjw980803@hmsec.com

코스피, 수출, 성장을 눈높이 변화가 일시적이 아니라면 원화 약세 폭 과도 → 하반기 강세 전환에 무게

- 단기적으로는 외인 주식 순매도발 환율 상승압력 남아있으나(단순 계산 기준 코스피 1만포인트 도달 시 추가 외인 순매도 약 56조원 추정) 당국 개입이 상단 제한할 것. 대외여건 악화 시 1,600원 터치할 가능성 있으나 국내 펀더멘털과의 괴리 감안하면 빠른 되돌림 나타날 것으로 예상
- 하반기 중동 전쟁 해소, 대규모 경상수지 흑자발 외환순공급 확대가 원화 강세를 지지해 펀더멘털과 원/달러 환율 괴리 축소될 전망
- 올해 경상수지 흑자는 4개월만에 1,027억달러로 작년 연간 경상수지 흑자 규모(1,231억\$)에 근접(연간 경상수지 흑자 규모는 2,700~3,000억달러 추정)
- 반도체 수출 실적 기반 수출과 경상수지 흑자 규모 눈높이 빠르게 업그레이드 중. 금융계정에서 자본유출(거주자 대외투자, 외국인 자금유출) 감안해도 경상수지 흑자발 외화 공급 우위 환경 이어질 전망(다만, 수출기업의 달러화의 원화 환전 여부, 규모, 시점은 불분명)
- 외환순공급(경상수지에서 거주자의 해외투자와 외국인 자금 유출 제외하고 외화예금 변화분도 조정) 측면에서 보면 2023년까지는 외환순공급 감소가 원화 약세의 주요 원인으로 작용했으나 24년부터는 외환순공급이 지속적으로 쌓이고 있음에도 불구하고 대외 약재, 경제주체의 원화 약세 기대 강화가 자기실현적인 약세 고리로 작용하는 것으로 보임
- 또한 야간시장(24년 7월부터 연장)의 얇은 호가와 유동성 부족이 NDF시장의 투기적 수요와 대외 약재 민감도 높이는 방향으로 작용하고 있을 가능성 있으므로 이와 관련된 정부 대책이 추가로 마련될 것
- 최근 당국 개입 강화 시그널은 열려 있는 환율 상단을 누르는 요인으로 작용한다는 점에서 긍정적이나 대외 약재가 있을 경우 환율 상승을 비교적 쉽게 용인하는 경향은 환율 상단에 대한 레드라인 인식과 경계감을 희석할 수 있음. 이러한 점 고려할 때 향후 신임 한은 총재하의 한은과 재경부의 환율 쓸림에 대한 경계와 시장 모니터링은 더 강해질 전망
- 한편, 외국인은 국내 주식 순매도 이어가고 있으나 속도는 둔화, 주식 보유 비중은 오히려 늘어나고 있어 셀 코리아로 보기는 어려움, 코스피 상승에 따른 기술적인 비중 축소로 해석
- 종합해볼 때 외인 주식 순매도 측면에서 원화 약세 압력이 여전히 남아 있는 것으로 보이나 대규모 경상수지 흑자 누적으로 국내 외환순공급이 지속적으로 확대될 가능성이 높은 만큼 수급 측면에서의 부담은 점차 완화될 전망(대미 투자 200억불 하반기에 집행한다 해도 부담은 제한적).
- 중동 전쟁이라는 특수한 환경도 하반기에 점차 해소될 가능성이 높고, 외환시장 24시간 거래 연장과 더불어 당국의 시장 모니터링과 쓸림에 대한 개입 스탠스가 더 강해질 공산이 커 원화 약세 압력도 점차 완화될 전망(하반기 평균 1,460원 수준)

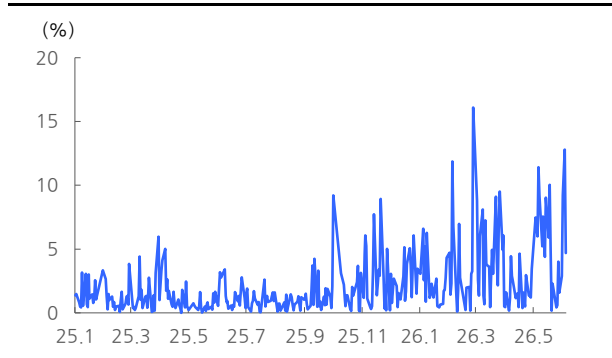
Key Charts

<그림 1> 달러로 설명하기 어려운 원/달러 환율 상승



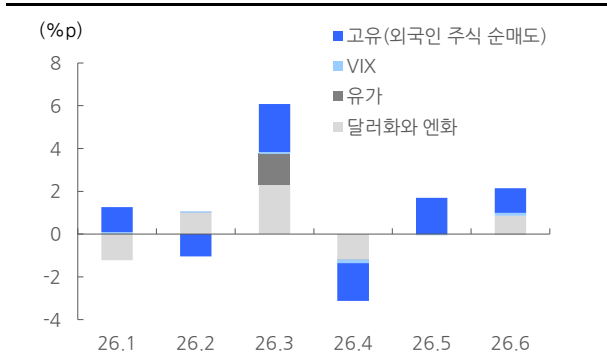
자료: 인포맥스, 현대차증권

<그림 2> USDKRW 거래대금 대비 외인 국내 주식 순매도 규모 비중



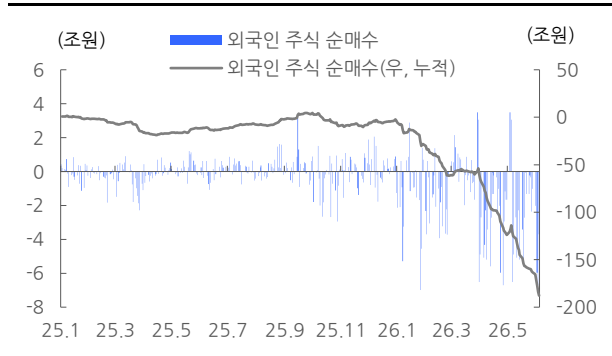
자료: 인포맥스, 현대차증권

<그림 3> 원/달러 환율 변동(로그수익률 누적) 분해



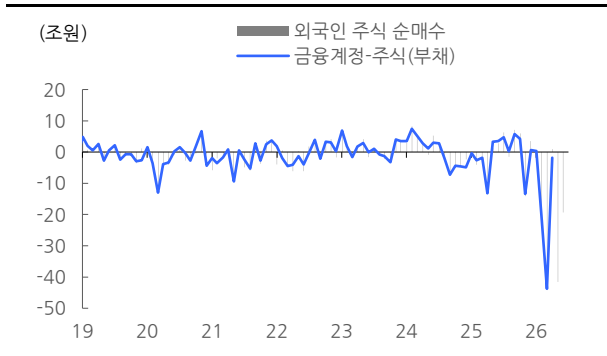
주: 로그 수익률 누적을 요인별로 분해, 내외금리차는 26년 환율 변동에 영향 미미
해 결과값 제시에서 제외
자료: 현대차증권

<그림 4> 외인 주식 순매수 추이와 누적 규모



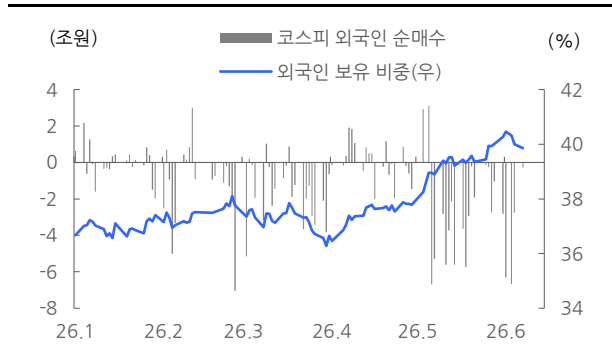
주: 플러스 부호는 순매수, 마이너스 부호는 순매도를 뜻함
자료: 인포맥스, 현대차증권

<그림 5> 외국인 국내 주식 순매도의 대부분이 국제수지 금융계정 주식(부채) 자금으로 유출



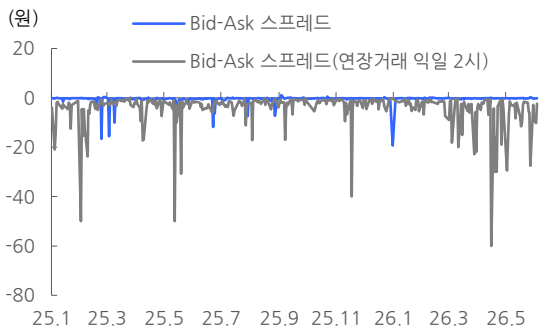
자료: 인포맥스, 현대차증권

<그림 6> 외국인 국내 주식 순매도 지속되는 와중에도 보유 비중은 지속 상승하다가 최근에 하락



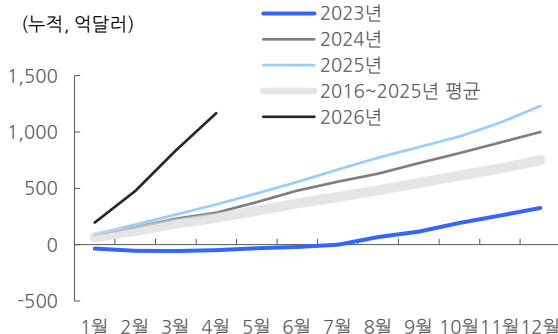
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 7〉 야간시장 호가 얇고, 유동성 부족해 투기적 수요와 대외 이슈 취약할 소지. 앵커링 효과도 우려



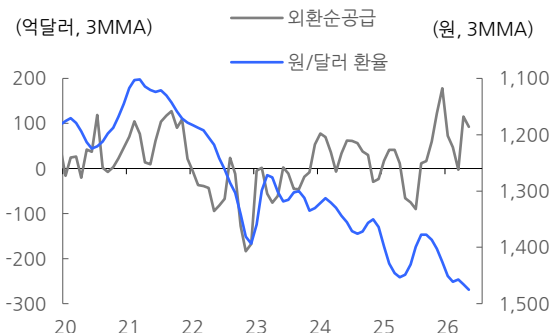
자료: 인포맥스, 현대차증권

〈그림 8〉 올해 1월부터 4월까지 경상흑자 천억달러 초과, 4개월만에 작년 연간 경상 흑자 규모 근접



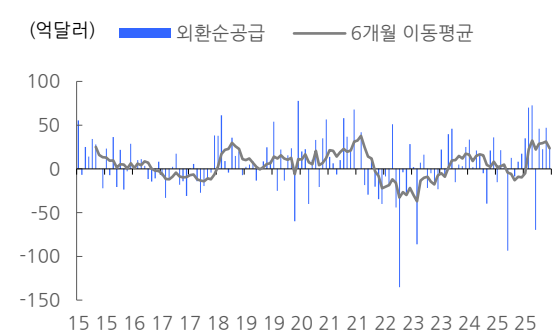
주: 경상수지 계절조정계열 사용
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 9〉 외환순공급 부족하다고 보기 어려우나 방향성 변화에 대한 민감도 높아 보임, 대외 악재와 수급 변화 누적으로 경제주체의 원화 약세 심리 강화 가능성 시사



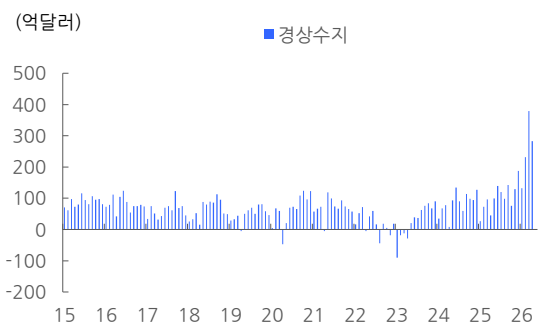
주1: 외환순공급=경상수지+직접투자+증권투자+기타투자+외화예금 변화분
주2: 외화예금은 ECOS 은행총수신 외화예금을 원/달러 환율로 달러화 기준으로 변환, 4월 외화예금은 보도자료의 4월 증분(+84억불)을 활용
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 10〉 외환순공급 양호, 늘어나는 모습



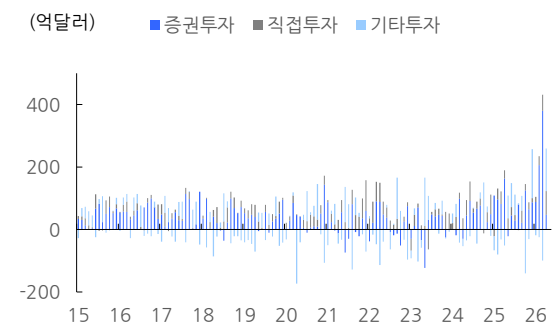
자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 11〉 경상수지 추이



자료: 한국은행, 현대차증권

〈그림 12〉 직접투자, 증권투자, 기타투자 추이



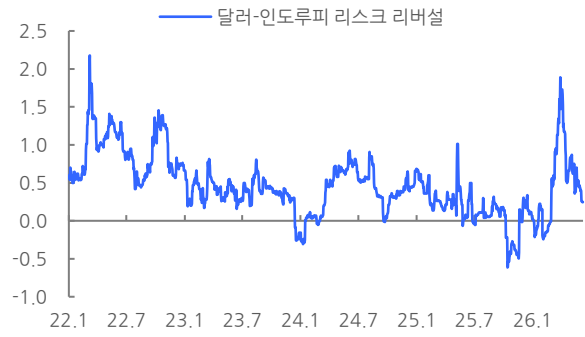
자료: 한국은행, 현대차증권

<그림 13> 달러-원 리스크 리버설



자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림 14> 달러-루피 리스크 리버설



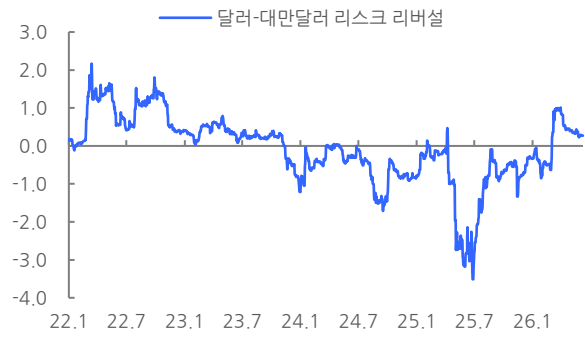
자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림 15> 달러-루피아 리스크 리버설



자료: Bloomberg, 현대차증권

<그림 16> 달러-대만달러 리스크 리버설



자료: Bloomberg, 현대차증권

▶ Compliance Notice

-
- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
 - 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 최제민의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
 - 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
-

-
- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
 - 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.
 - 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
-