

2026/07/02

[경제/환율]

위재현 선임연구원

Jhwee11@iprovest.com

거인의 어깨에서 바라본 환율

환율 상승 압력 당분간 지속, 3분기 환율 상단 1,600원까지 열어둘 필요

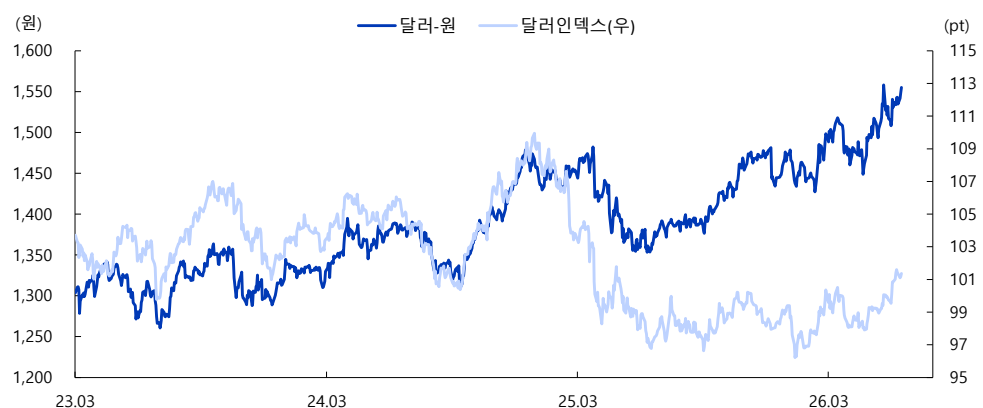
달러-원 환율은 5월 중 1,500원 돌파 이후 꾸준히 레벨을 높여 7월 들어 1,550원까지 상승했다. 환율 상승을 주도한 요인은 해외 페시브 펀드의 리밸런싱 매도로 판단되는데, 글로벌 주식시장의 상대적 수익률을 보면 리밸런싱 매도는 당분간 지속될 여지가 높다. 리밸런싱이 문제인 부분은 지속성 뿐만 아니라 규모에 있다. 연초부터 누적된 외국인들의 국내 주식 매도 자금은 환율 하락 재료로 거론되던 대규모 무역흑자와 비견되는 수준이다. 높아진 환율에 외환당국의 실개입과 구두개입이 지속되고 있지만, 하반기에도 리밸런싱 매도가 지속될 경우 상단을 막아줄 눈에 띄는 재료가 부재하다. 3분기 내 달러-원 환율의 상단을 1,600원까지 열어둘 필요가 있다.

장기적 관점에서 수출업체의 환전 행태 변화 기대, 외환수급 구조 변화도 고려

다만 장기적 관점에 있어 환율 안정에 우호적인 재료는 여전히 존재한다. 최근 정부에서 발표한 메가프로젝트는 반도체 기업들을 중심으로 대규모 국내투자를 약속했다. 이는 이미 체결된 3,500억 달러 대미투자과 공급망 개편 수요에 따른 개별 기업들의 자발적 해외투자 모두를 합산한 수치보다 많은 것으로 추산된다. 따라서 향후 수출업체들은 해외 재투자를 위해 유보했던 수출대금을 국내로 환류시킬 유인이 확대될 것으로 예상된다.

더욱 큰 틀에서 보면 외환수급의 구조가 달라지고 있는 점도 생각해 볼 필요가 있다. 코로나 이후 확대되던 해외투자는 투자 시점에 달러 수요를 확대해 환율 상승 재료로 해석됐지만, 배당과 이자 소득의 형태로 투자가 회수되는 시점에는 환율 하락 재료로 작용할 수 있다. 해외투자의 규모 자체가 아직 기타국 대비 크지 않아 유의미한 규모라고 할 수는 없겠으나, 국내 해외투자 형태의 특수성을 고려하면 환율 상승 압력을 조금이나마 완화시킬 수 있을 것으로 판단된다.

[도표 1] 달러-원 환율과 달러인덱스: 여전히 달러 대비 과도한 약세 국면

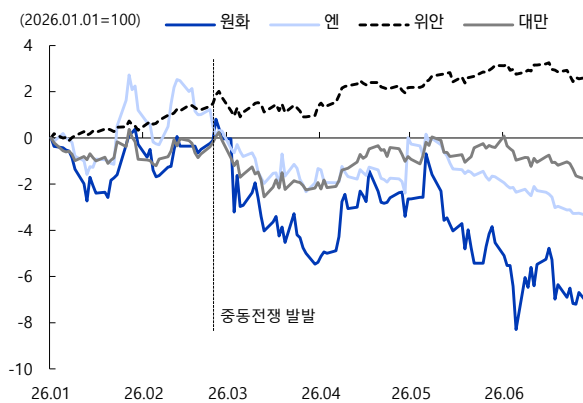


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

최근 달러-원 환율이 주요 통화 대비 높은 변동성을 보이는 데는 주식시장 수급 영향이 강한 것으로 드러난다. 특히 해외 패시브 추종 자금의 리밸런싱 매도가 유의미하게 환율 상승에 영향을 주고 있다. 문제는 리밸런싱 매도 압력은 당분간 지속되며 1,500원대 환율이 최소 3분기까지 고착화될 가능성이 높다. 패시브 펀드의 매도는 단순히 코스피 내 외국인 보유 비중이 낮아지거나, 코스피가 큰 폭으로 하락한다고 해서 종료되지 않는다. 코스피가 포함되는 대표적인 패시브 펀드인 MSCI EM 지수 대비 코스피의 상대적 강도가 더욱 중요하기 때문이다. 최근 코스피가 고점 대비 하락하긴 했으나, 벤치마크인 MSCI EM 지수 대비 상대 수익률은 여전히 높은 것으로 드러난다(도표4).

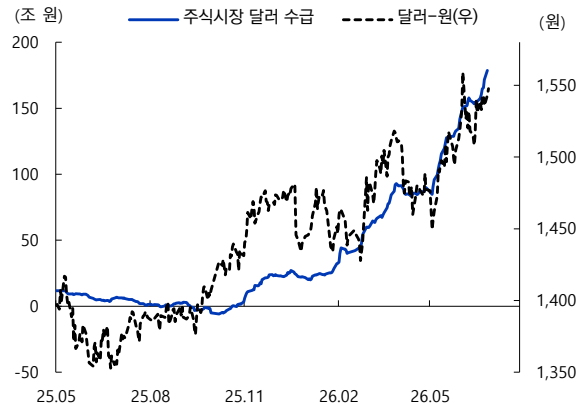
한편 6월 말 발표된 MSCI DM지수 편입 불발 소식에 당분간 추가적인 패시브 자금 유입을 기대하기도 어려운 상황이다. 외국인의 매도 과정에서 개인들의 강한 매수세가 버텨주는 상황에서 단일종목 레버리지 ETF의 상장까지 더해지며 구조적인 매도 압력도 고착화됐다. 무엇보다 하반기에도 글로벌 증시 흐름을 따라 반도체 중심으로 수급 풀림이 지속될 경우, 리밸런싱 매도로 인한 환율 상승 기조는 당분간 유지될 것으로 보인다.

[도표 2] 중동전쟁 이후 주요 아시아 통화 대비 변동성 확대된 원화



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 환율 상승 주도 요인은 여전히 주식시장 수급



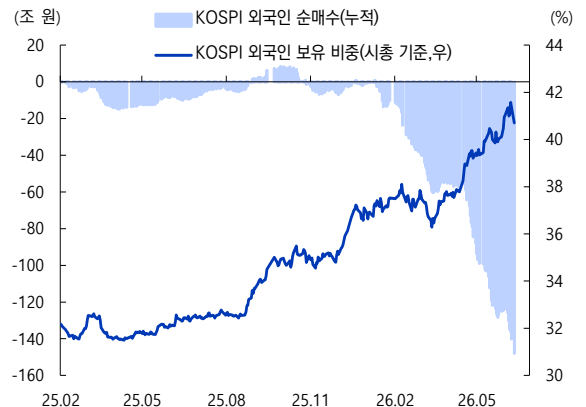
자료: SEIBro, Infomax, 교보증권 리서치센터
주: 주식시장 달러 수급=내국인의 해외투자 순매수 금액과 외국인의 KOSPI 순매도 금액의 합

[도표 4] KOSPI와 MSCI EM 지수 상대 수익률로 보면?



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 5] KOSPI 내 외국인 비중도 여전히 높아

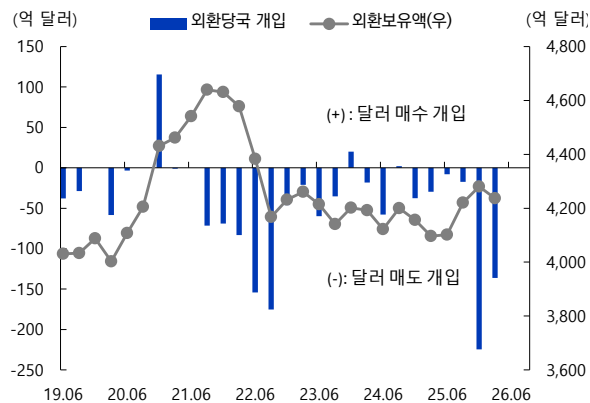


자료: Infomax, 교보증권 리서치센터

외국인 리밸런싱이 문제가 되는 부분은 지속성 뿐만 아니라 규모에 있다. 원화 저평가 해소 재료가 기대됐던 부분은 역대 최대 규모의 무역수지 흑자였으나 외국인의 국내 주식 순매도 누적 규모도 이와 비견되는 수준이다. 연초 이후 6월 말까지 누적 무역수지 흑자는 약 1,380억 달러인데, 동기간 외국인들이 국내 주식을 순매도한 금액은 980억 달러에 달한다(1,500원 환율 적용). 반도체 기업들의 자연 헤지 성향을 감안하면 수출업체들은 벌어들인 달러를 전부 환전하지 않으며, 반대로 외국인 매도세는 앞서 언급한대로 당분간 지속될 수 있어 환율은 하반기 1,500원 대로 높은 수준을 유지할 수 있다.

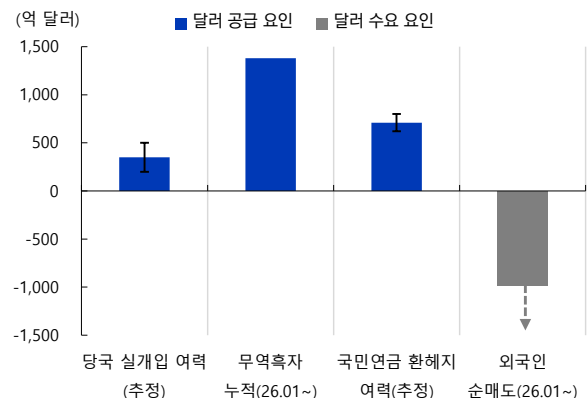
환율의 급격한 상승에 대응할 만한 뚜렷한 대책이 부재한 측면도 있다. 최근 패턴을 보면 외환당국은 외환보유액을 활용한 달러 매도 개입과 국민연금 환헤지 유도를 통해 환율 상승 압력을 완화하고 있지만, 가용규모가 크지 않을 것으로 판단된다. 한국은행이 실개입 규모를 공개한 19년 이후 개입 패턴과 외환보유액 잔액을 고려하면 올해 하반기에 시장 안정화에 사용할 수 있는 금액은 최대 500억 달러 내외로 추정되며, 국민연금의 환헤지 규모는 뉴프레이밍워크 이후 공개되지 않지만 4월 기준 해외투자 잔액과 과거 환헤지 비율(15%~20%)을 고려하면 최대 700억 달러 내외로 계산된다. 외국인의 리밸런싱이 하반기에도 지속될 경우 대응 여력이 부족해질 수 있다.

[도표 6] 한국은행 외환보유액과 시장 안정화 조치 규모



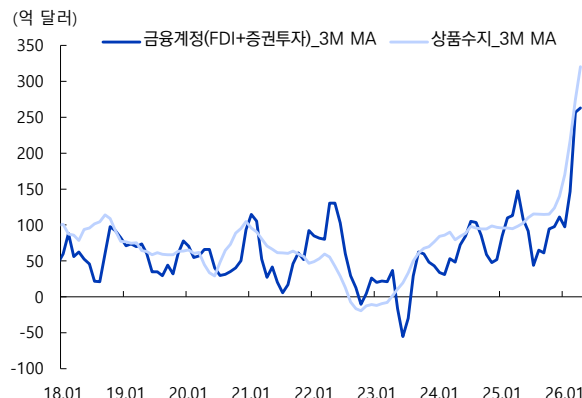
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 달러 공급 요인과 수요 요인 분해



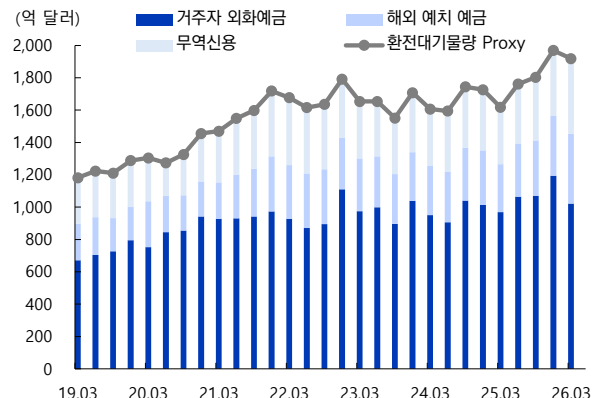
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 8] 대부분의 무역수지 흑자를 금융계정 달러 유출이 상쇄



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 수출업체의 환전 대기 물량(추정치)은 꾸준히 상승



자료: 한국은행, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

다만 장기적 관점에서 보면 원화 강제 여력은 여전히 남아있다. 우선 무역수지 흑자가 과거에 비해 더 큰 규모로 국내에 환류될 가능성이 있다. 최근 정부에서 발표한 메가프로젝트 규모는 삼성과 SK그룹만 합산하더라도 4,755조 규모인데 이는 대부분 국내투자에 해당된다. 미국과 협약이 완료된 대미투자(3,500억 달러)와, 이와 별개로 공급망 재편 수요에 따른 기업들의 자발적인 해외 투자 규모를 전부 합산해서 비교해 봐도 국내투자 금액이 해외투자 금액을 크게 상회한다(도표 10). 따라서 수출업체 입장에서 국내투자에 필요한 자금을 충당하기 위해서는 장비와 원자재 수입대금을 제외한 잔여 수출대금을 국내로 환류시킬 필요성이 증대된다.

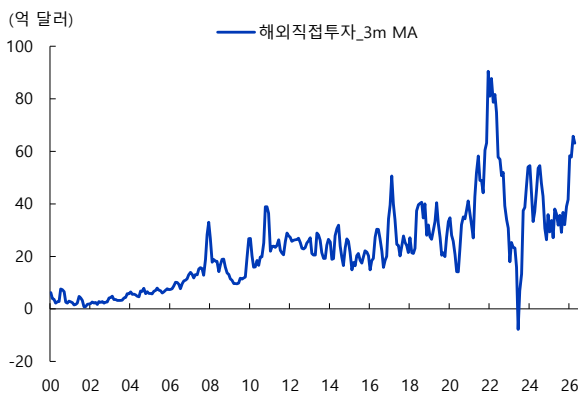
한편 이미 협약이 완료된 대미투자는 연 200억 달러로 조달금액 상한을 갖고 있고, 투자금 조달 또한 외화자산 운용수익과 정부보증채권 발행을 통해 이뤄질 예정이다. 달러 조달은 현물환 시장 부담을 최소화하는 한편 수출금액의 원화 환전 수요는 점차 강해질 수 있다는 의미다. 2023년 이후 해외 자회사로부터 국내에 유입되는 배당소득에 대해 세제 혜택이 적용된 이후 국내로 배당 환류의 비중이 높아지고 있는데(도표12), 향후 이런 흐름이 점차 가속화되며 환율 방향성이 장기적 관점에서 변화할 수 있다.

[도표 10] 메가프로젝트를 감안한 국내투자 및 해외투자 규모

구분	투자주체	투자 규모	투자 방향	집행 타임라인	달러 환산액 (1,500원 환율 기준)
국내투자	삼성	2,655 조원	반도체(HBM)·로봇 (평택, 용인, 호남권, 영남권)	미정	3.17조 달러
	SK	2,100 조원	AI 데이터센터·반도체 (용인, 서남권, 청주)	미정	
해외투자	대미투자(정부)	2,000억 달러	에너지반도체·의약품·핵심광물·AI·양자컴퓨팅 등	사업선정은 2029년 1월까지, 납입금은 진척도에 따라 연간 최대 200억	4,373억 달러
	대미투자(민간)	1,500억 달러	조선협력투자(MASGA)	수주 연동 구조이기 때문에 정해진 시한 없음. 선박금융으로 자금 조달	
	삼성전자	370억 달러	반도체 (텍사스 테일러 공장)	~2030	
	현대차 그룹	260억 달러	자동차/2차전지 (조지아 공장)	~2028+	
	삼성 SDI	74억 달러	2차전지 (인디애나 공장)	2027	
	LG에너지솔루션	80억 달러	2차전지 (애리조나 공장)	~2028	
	한화오션	50억 달러	조선소 (필라델피아)	진행	
	SK하이닉스	38.7억 달러	반도체 (인디애나 공장)	착공 준비	

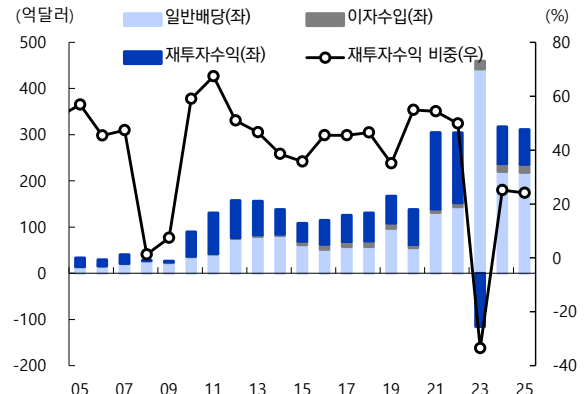
자료: 언론 보도, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 글로벌 공급망 재편 수요에 최근 해외투자 확대



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 해외직접투자의 재투자수익 하락 -> 국내 배당 환류 증가

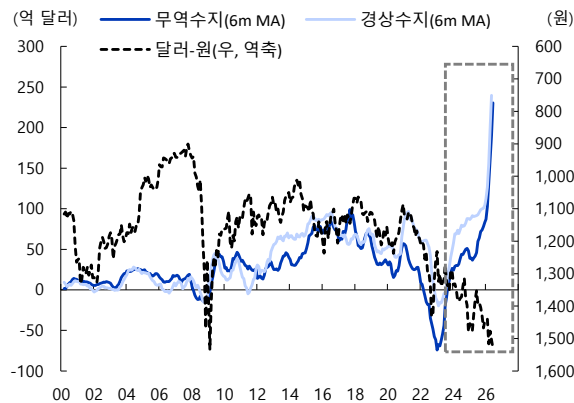


자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

두번째 원화 강제 재료는 외환수급의 구조 변화에서 찾을 수 있다. 과거 달러-원 환율이 경상수지와 수출입에 크게 연동됐던 패턴과 달리 해외증권투자라는 변수가 생기면서 두 지표의 상관관계가 깨졌다(도표13). 다만 해외증권투자 집행 시점에 환율은 상승(통화 약세) 압력을 받지만, 배당과 이자소득이 환류되거나 투자금이 회수되는 시점에 반대로 환율은 하락(통화 강세) 압력을 받게 된다. 코로나 이후 확대된 내국인의 해외투자 영향에 최근 국내 경상수지 흑자에서도 본원소득수지가 차지하는 비중이 점차 높아지는 추세다. 향후에는 수출입 뿐만 아니라 자산 소득으로 인해 환율이 영향 받을 수 있는 구조다.

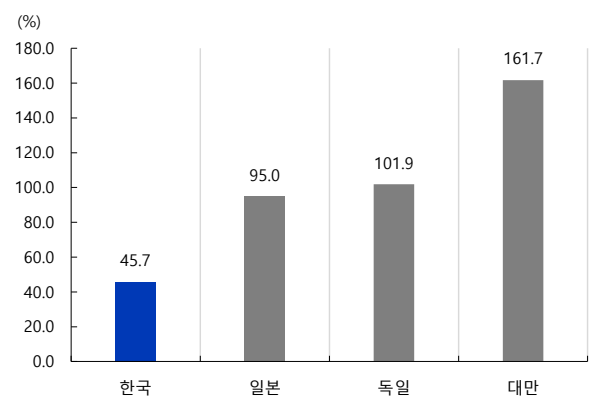
과거부터 해외투자를 누적해 온 일본의 경우, 이미 경상수지 흑자의 대부분은 무역을 통한 상품수지 흑자가 아니라 해외투자에서 발생한 배당과 이자소득이다. 국내는 최근 내국인 해외투자 흐름이 다소 주춤하긴 하나, 일본과 독일, 대만 등 제조업 국가들의 선례를 감안하면 해외투자 수요는 당분간 기초적으로 확대될 여지가 있다. 제조업 국가들의 경상수지 흑자 금액은 필연적으로 해당 국가의 외환보유고로 흘러가거나 해외투자의 형태로 다시 외화 자산에 투자되는데, 이 과정에서 투자 자산의 형태(주식/채권)와 환헤지 유무, 국내외 자산 수익률 차이에 따라 환율의 장단기 방향성이 크게 달라지게 된다.

[도표 13] 과거와 달리 깨진 경상수지와 환율의 상관관계



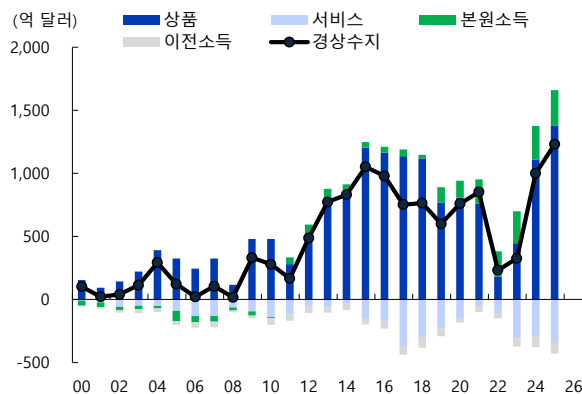
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 제조업 국가들의 GDP 대비 순대외금융자산 비중



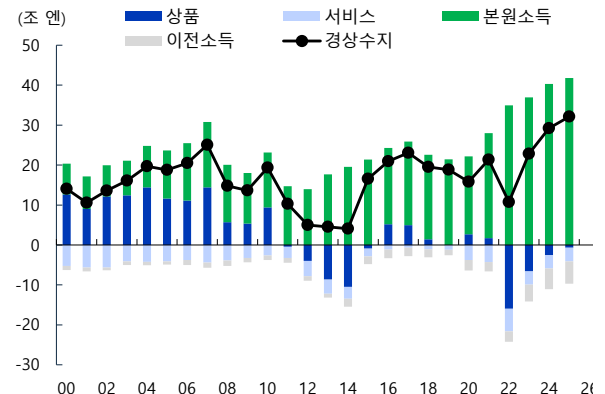
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 국내 경상수지 규모와 구성: 본원소득수지 점차 확대



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 일본 경상수지 규모와 구성: 이미 대부분이 본원소득수지

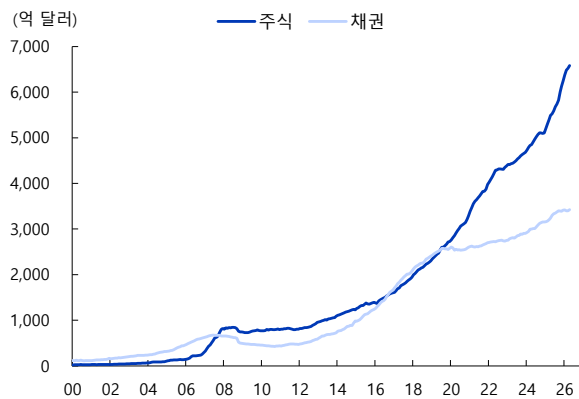


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

해외투자 자산의 형태나 수익률을 보면 원화는 강제 압력을 받을 수 있는데, 이는 일본의 사례와 비교해서 보면 더욱 명확하다. 최근 원화와 엔화의 환율 동조 현상이 강하게 나타나고 있지만 두 통화는 근본적으로 성격이 다르다. 일본의 경우 1990년대 이후 기초적인 저금리를 유지하며 캐리 트레이드 유인을 제공했고, 이는 일본 거주자의 해외투자 형태가 채권으로 집중되는 현상으로 나타났다. 채권 투자는 통상 투자기간이 길고 만기가 고정되어 있어 환헤지를 하게 되는데, 이 경우 헤징 활동이나 자산의 상대적 수익률 전반이 금리에 민감하게 반응하게 된다. 금리 변화에 따라 투자금 회수나 이자소득의 재투자 경향 또한 결정되어 금리차가 환율에 그대로 전이된다.

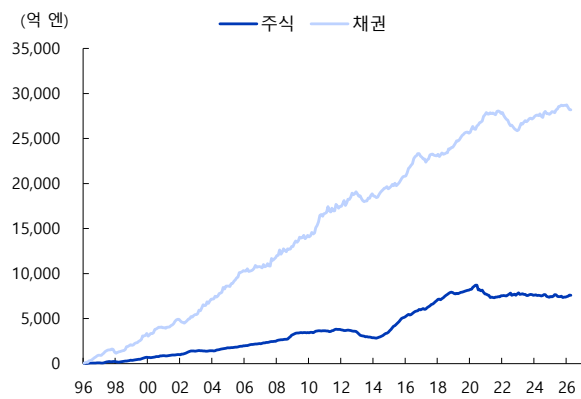
반면 국내 해외투자는 주식을 중심으로 빠르게 증가했다. 주식 투자로 집중되는 경향은 자산수익률 차이에 기인하는데, 특히 코로나 이후 미국 주식시장의 상대적 수익률이 높아지자 거주자의 해외 주식투자도 증가했다(도표19). 주식투자는 투자기간이 짧고 유동성이 높아 환헤지를 하지 않는게 일반적이다. 따라서 원화 환율의 경우 금리차보다 주식시장 상대적 수익률에 더 즉각적으로 반응하게 된다. 이런 측면에서 보면 최근 국내 증시의 상대적 강세가 해외투자 유인을 줄여 당분간은 해외투자로 인한 환율 상승 압력이 완화될 수 있다. 외국인 투자자들의 리밸런싱 수요가 일단락 된다면 장기적 관점에서 환율은 여전히 하락 압력을 받을 수 있다.

[도표 17] 국내 거주자의 해외투자 자산별 추이 (매입금액 기준)



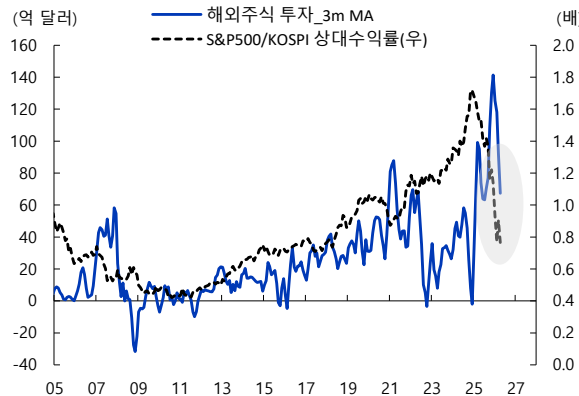
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 일본 거주자의 해외투자 자산별 추이 (매입금액 기준)



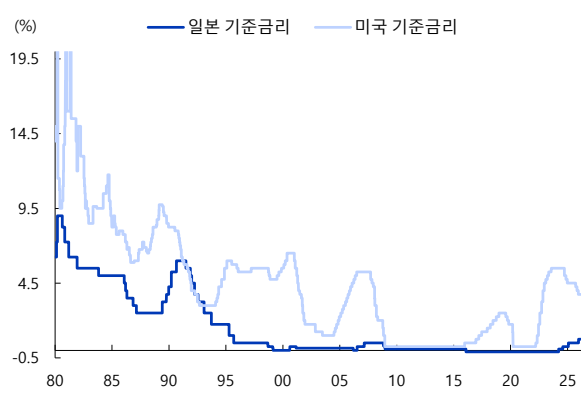
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 미국/한국 주식 상대 성과와 국내 거주자 해외주식 투자



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

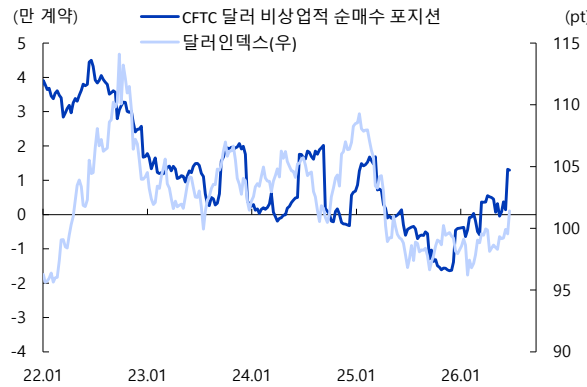
[도표 20] 미국과 일본의 기준금리: 장기간 캐리 트레이딩 유인 ↑



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

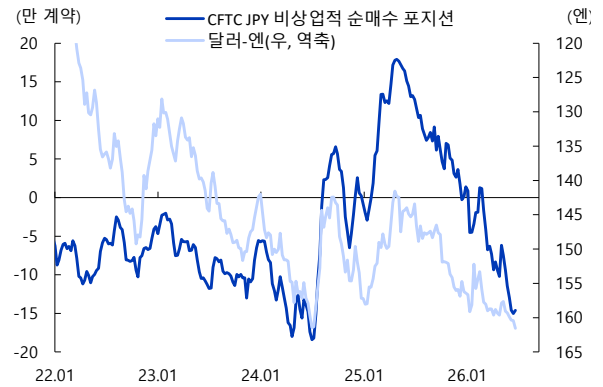
Appendix. Chart Book

[도표 21] CFTC 투기적 순매수 포지션과 달러인덱스



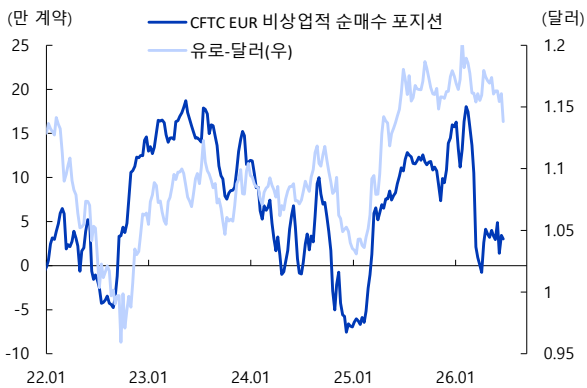
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 22] CFTC 투기적 순매수 포지션과 달러-엔 환율



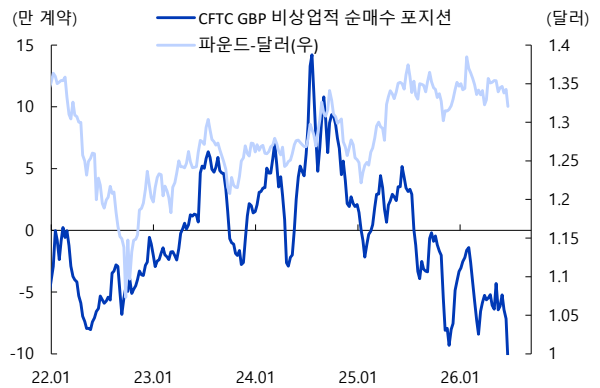
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 23] CFTC 투기적 순매수 포지션과 유로-달러 환율



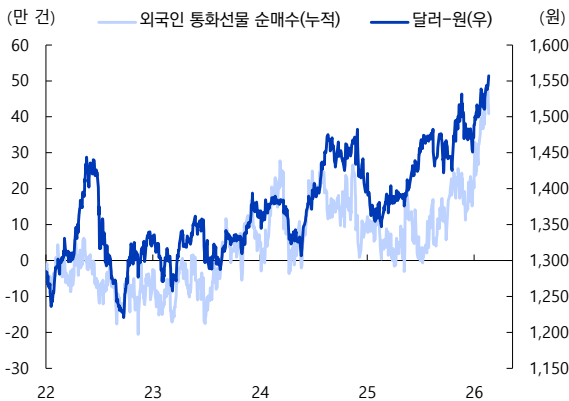
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 24] CFTC 투기적 순매수 포지션과 파운드-달러 환율



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 외국인 통화선물 순매수와 달러-원



자료: 연합인포맥스, 교보증권 리서치센터

[도표 26] 중국 위안화 고시환율과 달러-위안 환율



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 실질실효환율과 달러인덱스



자료: BIS, 교보증권 리서치센터

[도표 28] 실질실효환율과 달러-엔 환율



자료: BIS, 교보증권 리서치센터

[도표 29] 실질실효환율과 유로-달러 환율



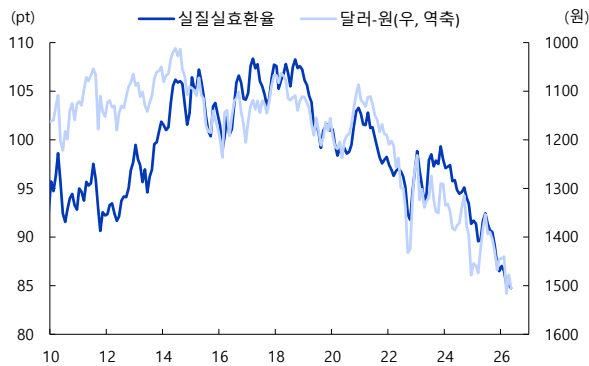
자료: BIS, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 실질실효환율과 파운드-달러 환율



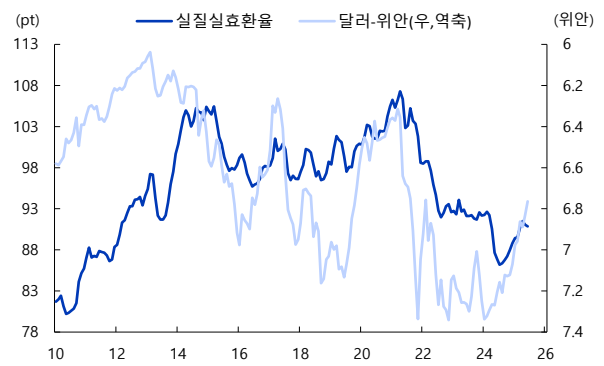
자료: BIS, 교보증권 리서치센터

[도표 31] 실질실효환율과 달러-원 환율



자료: BIS, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 실질실효환율과 달러-위안 환율



자료: BIS, 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.