

▷▷▷ 2026년 7월 27일

## KIWOOM 매크로 따라잡기



키움증권 리서치센터 투자전략팀

Economist 김유미 / RA 김정현

## 원화 강세와 엔화 약세, 구조적 배경과 향후 조건

최근 달러/원 환율은 대외 변수보다 기업들의 환전 수요 확대, 외국인 주식 순매도세 진정, 내외금리차 축소 등 국내 펀더멘털과 외환시장 수급 개선에 기인하며 이러한 흐름이 지속될 경우 단기적으로 1,400 원 초반까지 가능해 보인다. 다만 미국 AI 투자사이클에 대한 의존과 내국인의 해외투자 확대에 따른 구조적인 달러 수요를 감안하면 원·달러 환율의 하락세 지속은 제한될 수 있다. 원화의 추가 강세를 위해서는 반도체 중심의 성장세가 산업 전반으로 확산되고 국내 자산의 기대수익률이 해외 자산보다 높아져 해외투자 자금이 국내로 유입되는 환경이 뒷받침될 필요가 있다. 반면 엔화는 미·일 금리차 축소에도 일본의 재정건전성 우려와 무역적자, 해외투자 중심의 자금순환 구조로 인해 약세가 지속되고 있다. 단기적으로는 미국의 긴축 우려 완화와 일본은행의 추가 긴축, 정책당국의 외환시장 개입 등이 엔화 반등 요인이 될 수 있으나, 구조적인 강세 전환을 위해서는 일본 자산의 투자 매력 제고와 해외자금의 환류가 뒷받침될 필요가 있다.

최근 원·달러 환율은 1,460원 수준까지 하락하며 지난 6월 1,600원에 근접했던 급등세와는 상반된 흐름을 나타내고 있다. 미국과 이란 간 지정학적 갈등이 지속되면서 국제유가 변동성이 이어지고 있으며, 달러인덱스 역시 100선 내외에서 등락을 반복하는 등 달러를 둘러싼 대외 여건은 여전히 불안정하다. 이에 따라 달러 이외 주요 선진국 통화들도 뚜렷한 방향성을 나타내지 못하고 있다. 그럼에도 원화가 강세를 보이고 있는 것은 달러 약세에 따른 결과라기보다 국내 펀더멘털과 외환시장 수급 여건이 개선된 영향이 크게 작용하고 있기 때문이다.

상반기 원·달러 환율이 급등했던 배경에는 미국의 인플레이션 우려와 연준의 긴축 강화 기대에 기인하고 있다. 중동전쟁으로 국제유가가 상승하면서 미국의 물가 상승 압력이 확대됐고, 이는 연준의 긴축 장기화 기대를 높이며 달러 강세를 견인했다. 동시에 국내 주식시장에서 외국인의 대규모 순매도가 이어지면서 원화 약세 압력이 확대됐다. 이후 7월 들어 미국 소비자물가 상승률이 둔화되면서 인플레이션 우려와 연준의 긴축 부담은 이전보다 완화됐지만, 중동 지역의 지정학적 불안과 국제유가 변동성은 여전히 지속되고 있다. 이에 따라 달러인덱스도 100선 내외에서 뚜렷한 방향성을 형성하지 못하고 있다.

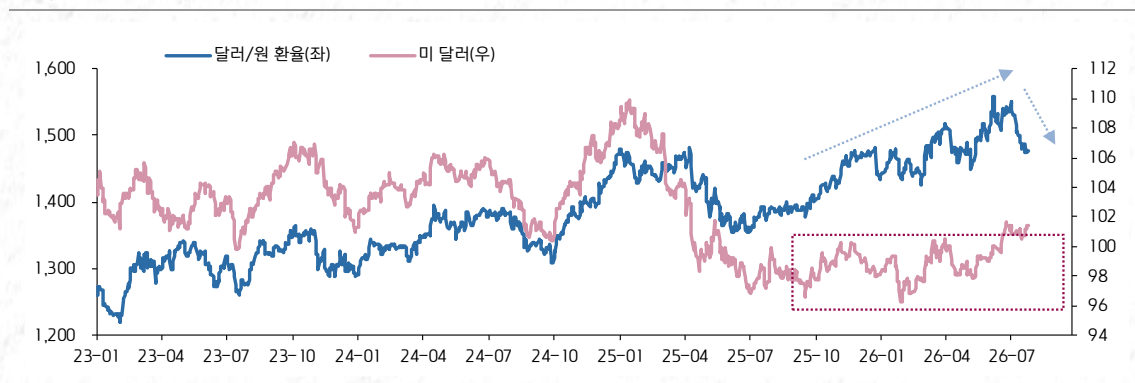
이러한 대외 여건에도 불구하고 원화가 강세를 나타내는 것은 국내 요인의 영향이 크다. 우선 국내 주식시장에서 외국인의 순매도세가 진정되며 순매수로 전환되고 있다. 또한 반도체 수출 호조에 따른 성장률 전망 상향과 한국은행의 기준금리 인상으로 한·미 금리차가 축소되면서 원화의 펀더멘털이 개선되고 있다. 여기에 SK 하이닉스 ADR 관련 원화 환전 수요에 대한 기대와 중공업체들의 선물환 매도 확대 등 외환시장 수급 측면에서도 달러 공급이 증가하고 있다. 이러한 요인들은 원·달러 환율이 단기적으로 고점을 형성했다는 인식을 확산시키며 환율 상승 기대심리를 약화시키고 있고, 이에 따라 수출기업들의 원화 환전 수요도 점차 확대되는 모습이다.

단기적으로는 이러한 흐름이 이어질 가능성이 높다. 환율 상승 기대가 약화될 경우 기업들의 원화 환전 수요가 지속될 수 있으며, 향후 중동 지역의 지정학적 리스크가 완화되고 미국 물가 둔화세가 지속될 경우 연준의 긴축 우려도 추가로 진정될 가능성이 있다. 이는 달러 강세를 제약하는 요인으로 작용하며 원·달러 환율의 추가 하락 압력을 높일 것으로 예상된다. 이에 따라 원·달러 환율은 단기적으로 1,400 원 초반까지 하락할 가능성이 존재한다.

다만 원화의 구조적인 강세를 기대하기에는 아직 이르다. 연준의 긴축 우려가 완화되더라도 통화정책의 방향은 여전히 긴축 기조를 유지할 가능성이 높다. 또한 국내 증시의 상승세가 반도체 업종을 중심으로 전개됐다는 점을 고려하면, 관련 모멘텀이 다시 강화된다는 것은 미국 하이퍼스케일러를 중심으로 한 AI 투자사이클에 대한 기대가 회복된다는 의미이기도 하다. 이는 글로벌 자산의 기대수익률 측면에서 미국 자산의 투자 매력이 여전히 높다는 것을 의미하며, 한국 자산이 미국 대비 차별화된 수익률을 제공하기는 쉽지 않다는 점을 시사한다.

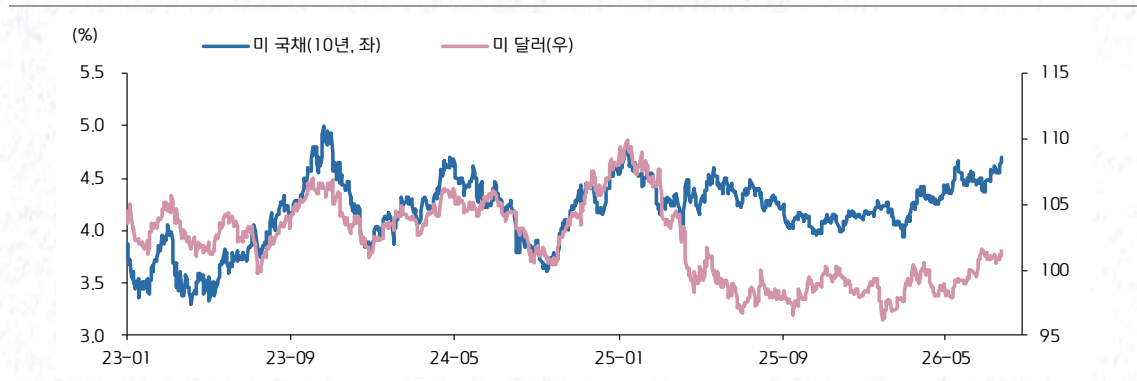
결국 국내 투자자의 해외투자가 지속되면서 발생하는 구조적인 달러 수요는 원·달러 환율의 추가 하락을 제한하는 요인으로 작용할 전망이다. 원·달러 환율이 기업들의 환전 수요를 바탕으로 단기적으로는 1,400 원 초반까지 하락할 수 있겠지만, 추가적인 하락을 위해서는 반도체 중심의 성장 구조를 넘어 산업 전반으로 성장 동력이 확산되고 국내 자산의 기대수익률이 해외 자산보다 우위를 유지하는 환경이 뒷받침될 필요가 있다.

#### 달러/원 환율과 달러인덱스



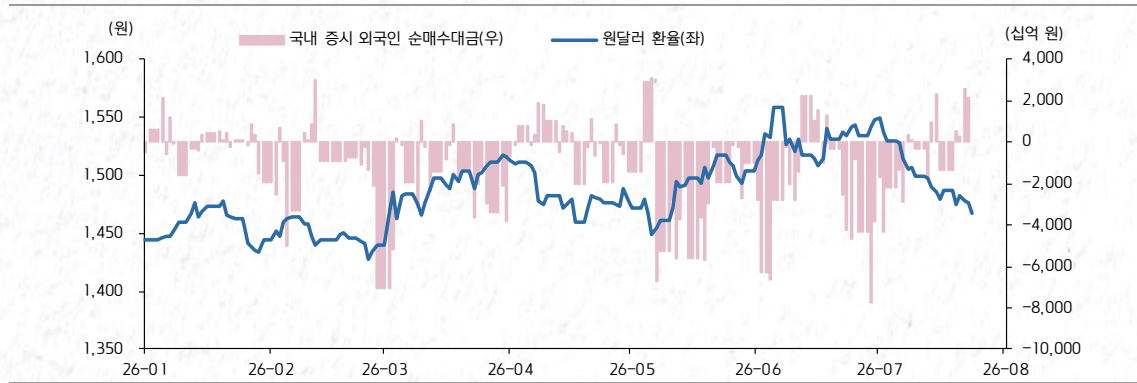
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 달러인덱스와 미국 국채(10년)



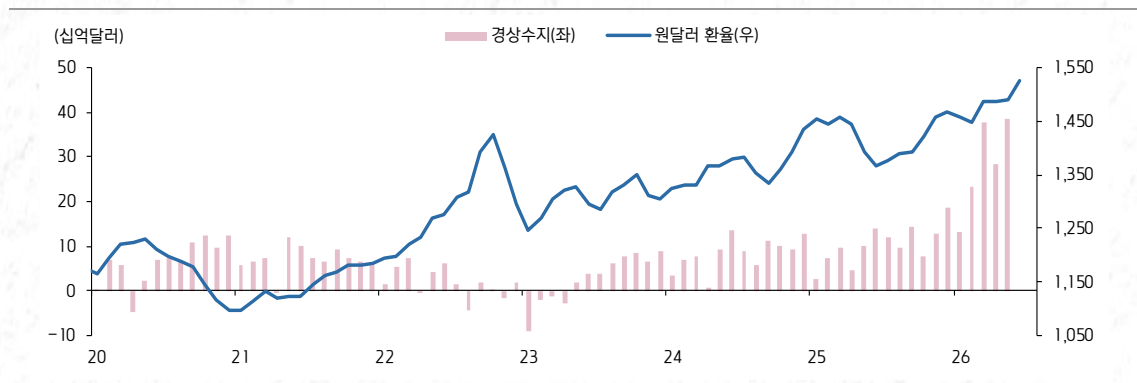
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 국내 주식시장 외국인 자금 흐름과 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

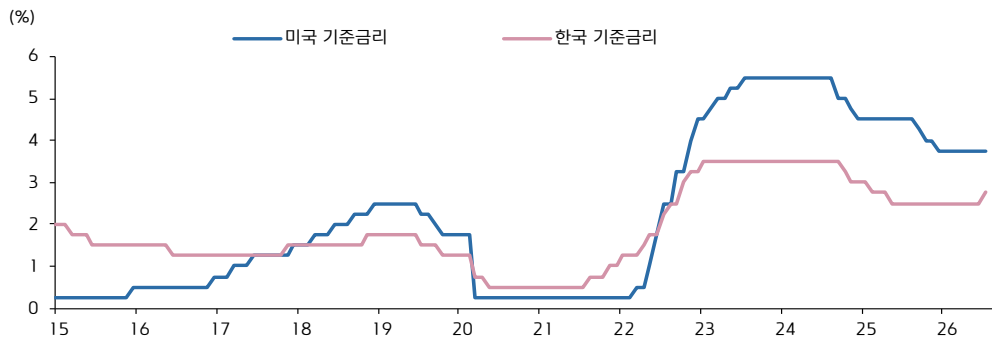
### 국내 경상수지와 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

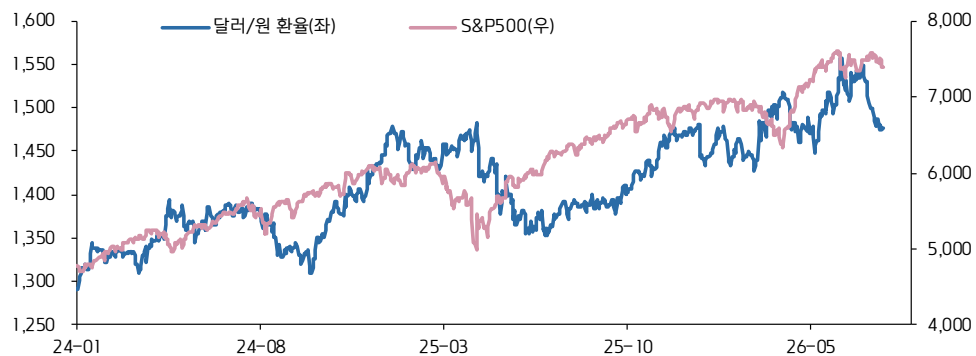


## 한국과 미국 기준금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 달러/원 환율과 미국 주가(S&amp;P500)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

반면, 엔화는 원화와 달러 약세 흐름이 이어지고 있다. 최근 미국과 일본의 10년물 국채금리 차이는 점진적으로 축소되는 모습을 보이고 있지만, 이러한 변화가 엔화 강세로 이어지지는 못하고 있다. 일본 장기금리 상승의 상당 부분이 경기 회복이나 통화정책 정상화 기대보다 재정건전성에 대한 우려를 반영한 결과라는 점에서 금리 상승이 통화가치를 높이는 요인으로 작용하지 못하고 있기 때문이다. 또한 미국과 일본의 기준금리 차이 역시 축소되고 있으나 그 속도가 매우 점진적이어서 시장의 기대를 바꾸기에는 부족한 상황이다. 오히려 미국의 물가 상승 우려나 연준의 추가 긴축 가능성이 부각될 때마다 미국 금리가 재차 상승하면서 미·일 금리차가 빠르게 축소되지 못하고 있으며, 이는 엔화 약세 압력을 지속시키는 요인으로 작용하고 있다.

여기에 일본 경제성장을 전망 하향과 지속적인 해외투자 확대 역시 엔화 약세를 심화시키고 있다. 한국 역시 내국인의 해외투자 확대에 따라 달러 수요가 발생하고 있지만, 무역수지 흑자가 이어지면서 수출기업들의 원화 환전 수요가 함께 유입되고 있다는 점에서 일본과 차이를 보인다. 특히 지난해에는 수출기업들이 달러를 확보하고도 환전을 미루는 경향이 강했지만, 최근에는 국내 설비투자과 임금 지급 등의 자금 수요가 확대되면서 원화 환전이 증가하고 있으며, 이는 원화 강세를 뒷받침하는 요인으로 작용하고 있다.

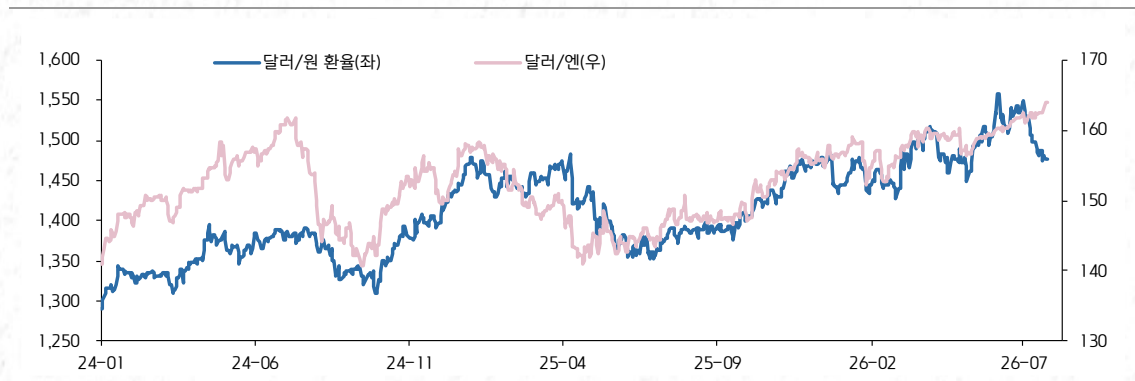
반면 일본의 경상수지 흑자는 무역수지가 아닌 해외투자에서 발생하는 배당 및 이자수익 등 소득수지 흑자에 기반하고 있다. 이러한 수익이 해외에서 재투자되거나 일본으로 환류되지 않는다면 엔화 수요 증가로 이어지기 어렵다. 더욱이 일본은 무역적자가 지속되고 있어 한국과 같은 수출기업의 환전 수요를 크게 기대하기 어려운 구조이다. 즉, 한국과 일본 모두 AI 투자사이클의 수혜를 받고 있다는 공통점은 있지만, 한국은 무역흑자를 기반으로 환전 수요가 발생하는 반면 일본은 무역적자와 해외투자 중심의 자금순환 구조로 인해 엔화 수요가 제한된다는 점이 양국 통화 흐름을 차별화하는 핵심 요인으로 작용하고 있다.

단기적으로 엔화 약세가 완화되기 위해서는 무엇보다 미국의 물가 둔화와 연준의 긴축 우려 완화에 따른 달러 강세 진정이 선행되어야 한다. 이후 일본은행의 추가 금리 인상 기대가 유지되고 일본 정책당국의 외환시장 개입이 병행될 경우 엔-달러 환율은 160 엔 아래로 하락할 가능성이 있다. 특히 최근 시장에는 엔화 순매도 포지션이 상당 규모 누적되어 있는 만큼 달러 강세가 제약될 경우 숏커버링이 나타나며 엔화 강세를 추가적으로 확대할 가능성도 존재한다.

다만 구조적인 엔화 강세를 기대하기는 쉽지 않다. 일본은행의 추가 금리 인상 가능성은 열려 있지만 내수 경기의 불안정성을 고려할 때 공격적인 긴축은 제한적일 가능성이 높다. 또한 최근 일본 정부가 적극적인 재정 확대 기초를 유지하고 있다는 점은 재정건전성에 대한 우려를 높여 엔화 강세를 제약할 수 있다. 최근 일본 공적연금의 국내 투자 확대가 지속적으로 거론되는 것도 해외로 유출된 자금을 일본 내부로 유도해 엔화 수요를 확대하려는 정책적 노력으로 해석할 수 있다.

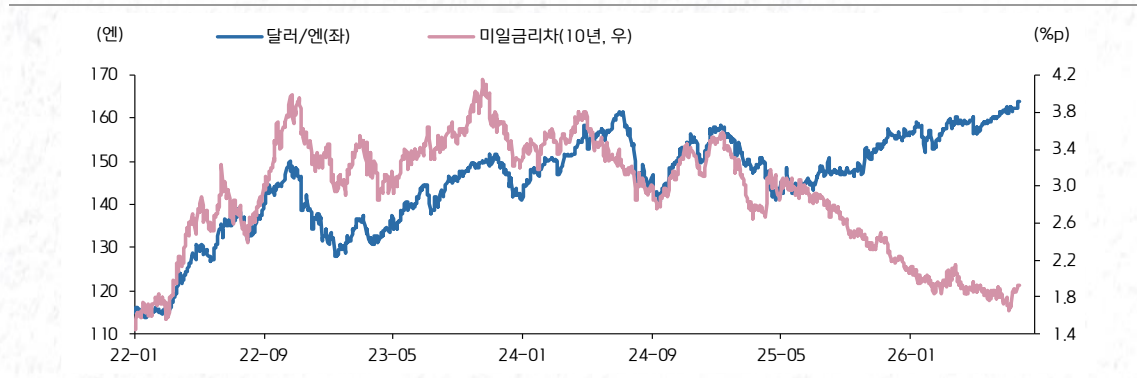
결국 단기적으로는 달러 강세가 제약될 경우 엔화도 반등할 가능성이 있지만, 구조적으로는 일본 내 자산의 기대수익률을 높여 해외투자 자금이 일본으로 환류되는 환경이 마련되지 않는다면 엔-달러 환율의 하락은 제한적인 수준에 그칠 가능성이 높다.

#### 달러/원 환율과 달러/엔 환율



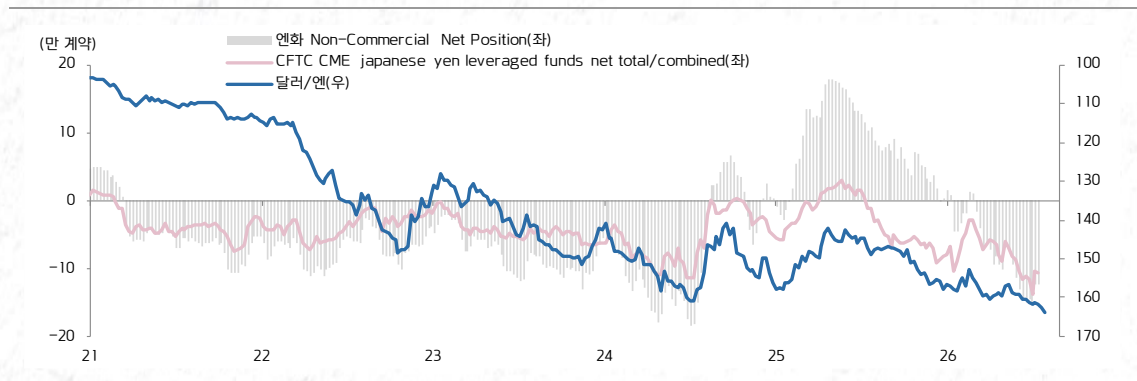
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 달러/엔 환율과 미일 금리차(10년)



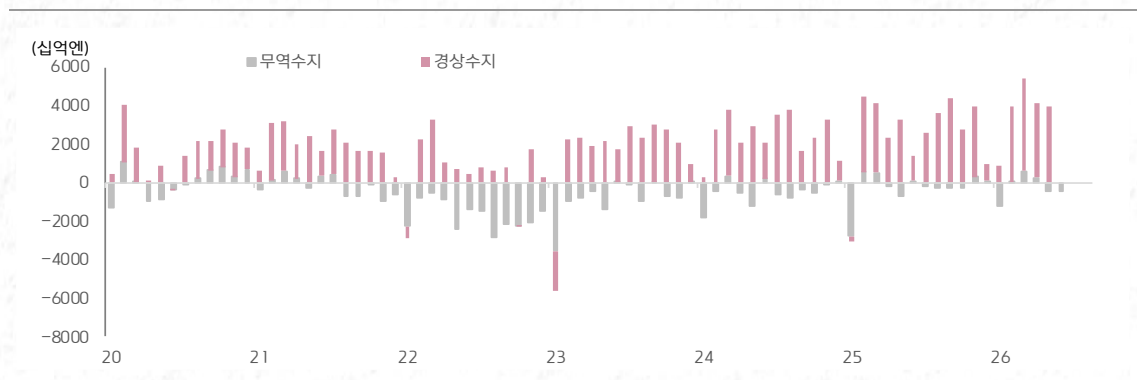
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 달러/엔 환율과 엔화에 대한 투기적 포지션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 일본 무역수지와 경상수지



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



#### Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

#### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.