



경제분석 Macro In-depth | 2026.07.29

# 외환

## 한국의 중장기 환율 전망 및 대외건전성 점검



- | 현상진단: 원화는 왜 이렇게 저평가 되었나?
- | 국제수지 발전단계: 이전 환율로 돌아갈 수 없는 이유
- | 중장기(~2030년) 환율: 1,400~1,650원 전망
- | 대외건전성에서 경계할 부분은 있으나, 위험 상황은 아님

Analyst 최예찬 | 경제/원자재/FX 02-3779-3519, yc.choi@sangsanginib.com

---

# CONTENTS

## 외환 한국의 중장기 환율 전망 및 대외건전성 점검

### 1. 현상진단: 한국의 외환시장 점검

|                        |   |
|------------------------|---|
| 1) 달러/원 환율 추이와 상승 배경   | 5 |
| 2) BEER을 활용한 원화 저평가 판단 | 7 |
| 3) 수급 영향 진단            | 9 |

### 2. 환율의 균형 회귀 가능성 점검

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 1) 균형 회귀 여부 판단: 공적분과 오차수정 | 15 |
| 2) 코로나 이후 균형 회귀가 제한적인 이유  | 16 |
| 3) 국제수지 발전단계와 한국의 위치      | 20 |
| 4) 달러/원 환율 중장기 경로 전망      | 22 |

### 3. 한국의 대외건전성 점검

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 1) 적정 외환보유액 추정             | 32 |
| 2) 외환보유액이 부족해진 이유?         | 34 |
| 3) 위험 단계는 아니나 정책 여력 축소 불가피 | 36 |

# 외환

최예찬 | 경제/FX/원자재  
02-3779-3519  
yc.choi@sangsanginib.com



QR코드로 간편하게  
상상인증권  
투자전략팀 채널

## 한국의 중장기 환율 전망 및 대외건전성 점검

### 경상흑자에도 원화가 약한 이유

2022년 초 1,190원이던 달러/원 환율은 2026년 6월 1,549원까지 올랐다. 약 27%p의 절하 폭 가운데 글로벌 달러 강세로 설명되는 부분은 +6%p에 그치고, 나머지는 국내 요인으로 분해된다. 경상수지 흑자가 만든 절상 압력(-29%p)을 내국인의 해외증권투자(+29%p)가 그대로 상쇄했고, 외국인 자금 이탈(+6%p)과 위험프리미엄 성격의 미설명 요인(+15%p)이 더해지며 지금의 환율 수준이 만들어졌다. 수출로 벌어들인 달러가 해외자산 매입으로 다시 빠져나가는 구조가 이어지고 있다. 한편 생산성과 교역조건 등 펀더멘털을 반영해 추정한 균형환율은 반도체 등 교역조건 개선에 힘입어 오히려 원화 절상 방향으로 이동해 왔다. 개선된 펀더멘털을 환율이 따라가지 못하면서 원화는 균형 대비 26% 안팎 저평가된 상태다.

### 원화 저평가, 단기간 내 해소 가능성 낮음

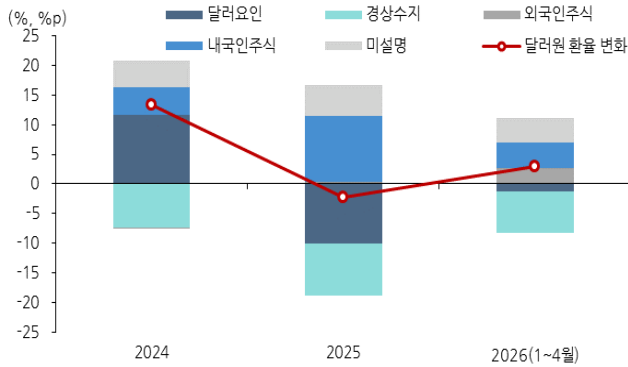
관건은 이 저평가가 시간이 지나면 해소되느냐인데, 통계는 회의적이다. 코로나 이전에는 환율이 균형에서 벗어나면 14개월 안팎의 반감기로 되돌아오는 복원력이 확인됐지만 '20년 이후 공적분 관계가 사라졌다. 상품수지와 순대외자산의 GDP 대비 비율로 구성된 국제수지 발전단계 사분면으로 보면 한국의 현재 좌표는 대만의 '00년, 독일의 '18년과 겹친다. 두 나라 모두 상품 수지 흑자가 유지되었으나, 해외자산 축적이 동반되면서 의미 있는 통화 절상을 경험하지 못했다. 대만으로의 경로를 따른다면 달러/원 환율은 2030년까지 1,500~1,600원대의 높은 수준이 지속될 전망이다. 독일의 경로로 돌아간다면 해도 1,430~1,490원의 박스권으로, 균형 수준으로의 복귀를 전제하기는 어렵다. 다만 앞선 국가들의 사례를 보면 고환율은 경제 성장의 장애물이나 위기의 전조로 해석하기 보단 흑자를 해외자산으로 축적하는 채권국 단계의 구조가 남기는 가격에 가깝다.

### 외환위기 신호는 아니나 정책 여력은 축소

IMF 방식으로 계산한 한국의 적정외환보유액 대비 실제 보유액 비율은 2026년 91.5%로 추정된다. 1997년 이후 처음 100%를 밑돌았다. 다만 이는 보유액이 줄어서가 아니라 국내 증시 랠리로 외국인 보유 주식의 평가액이 불어남에 기준선이 올라간 결과다. 단기외채 커버율을 비롯한 부채 기반 지표로 보면 대외 지급 능력은 대체로 양호하며, 외환위기의 신호로 읽기 어렵다는 의미다. 그러나 외환보유액을 사용하는 적극적인 환율 방어에 부담이 커진 것은 부정하기 어렵다.

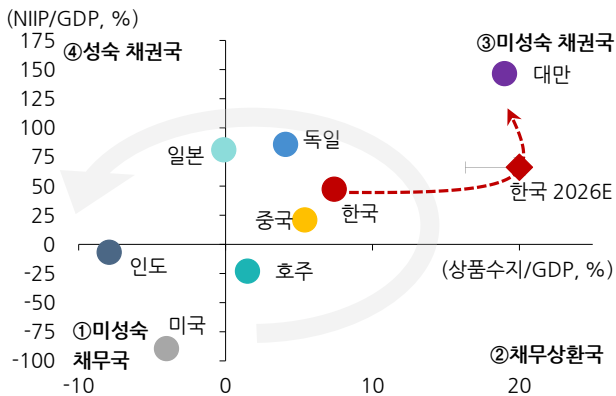
## Focus Chart

그림 1. 최근 달러/원 환율 변동과 기여 요인 분해



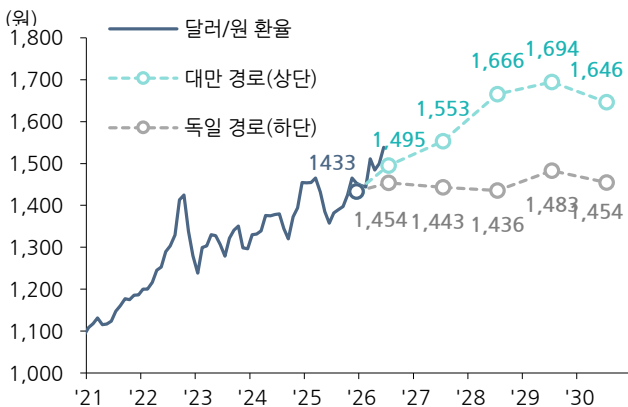
자료: 한국은행, FRED, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 국제수지 발전단계 사분면과 한국의 2026년 예상 좌표



자료: IMF, 한국은행, 대만 중앙은행, 상상인증권 리서치센터

그림 3. 달러/원 환율 중장기 시나리오: 대만화 vs 독일화



자료: BIS, 한국은행, 상상인증권 리서치센터

- 2024년 달러/원 환율 상승은 달러 강세와 내국인 해외 투자가 주도. 2026년은 달러 요인 없이도 내국인 유출이 환율을 견인
- 펀더멘털을 반영한 행태 균형 환율 BEER 기준 원화는 균형 대비 26% 안팎 저평가 상태이며 해소되지 않고 있음.
- 기록적 경상흑자는 일반적으로 원화 강세 요인이지만 해외증권투자 재유출이 상쇄하는 동시에 외국인 투자 자금 유출까지 겹치면서 '26년 5~6월 환율 급등을 야기
- 펀더멘털보다 수급이 환율을 결정하는 구조가 고착화되는 모습

- 코로나 이전에는 실질실효환율 기준 펀더멘털 상 균형 이탈 시 반감기 14개월의 되돌림 확인. 다만 2020년 이후 공적분 소멸 -> 균형 회귀가 불확실
- 이는 코로나 기간 이후 증가한 자본수출이 원인. 상품 흑자도 중요하나, 순대외 채권국이면서 성숙기에 접어든 국가는 흑자로 벌어들이 자본의 유출입이 중요한 환율 결정 요인
- 국제수지 발전단계 사분면에서 한국 좌표는 상품수지율 7%, 순대외자산율 47%에서 2026년 20%, 66%로 이동 전망. 대만의 2000년 자리와 겹침
- 해외자산 축적 단계에서는 통화의 저평가가 고착

- 대만(2000년~)과 독일(2018년~)의 실질실효환율 실측 궤적을 한국의 2025년 기준값 1,433원에 이식한 두 개의 참조 경로
- 대만 경로(대규모 흑자와 재유출의 동반 팽창): 2026년 1,495원에서 출발해 2030년까지 1,600원대로 상승
- 독일 경로(흑자 둔화, 완만한 재유출 구조 유지): 1,430~1,490원의 박스, 평균 1,452원 전망
- 다만 양국 모두 향후 5년간 견조한 성장과 대외 건전성을 유지
- 즉 고환율은 위기의 신호가 아니라 해외자산 축적 과정에서 남겨지는 가격으로 해석
- 경제 성장 경로와 외환위기 등 펀더멘털 리스크와는 무관

**외환** 한국의 중장기 환율 전망 및 대외건전성 점검

**01**

**현상진단: 현재 한국의 외환시장**

## 현상진단: 한국의 외환시장 점검

### 1) 달러/원 환율 추이와 상승 배경

2026년 6월 평균 달러/원 환율은 1,528원으로 2020년 이후 평균치인 1,297원을 상회하고 있다. 7월 중 환율 하락이 확인되었으나, 여전히 1,400원 중반 레벨로 장기 평균 위다. 달러/원 환율 상승의 배경을 명확히 하기 위해 달러/원 환율의 월별 변동을 글로벌 달러요인과 국내(원화)요인으로 분해했다. 광의 명목달러지수에 대한 회귀( $\Delta \ln KRW = \alpha + \beta \cdot \Delta \ln DXY$ )에서 달러지수가 끌고 간 부분을 달러요인, 그 잔차를 원화요인으로 정의하였다. 이 경우에서  $R^2$ 는 0.44로, 월별 환율 변동의 절반 이상은 달러로 설명되지 않는 한국 고유 요인으로 설정하였다. 2022년 이후 누적으로 보면 달러/원 환율은 +23.4% 올랐는데, 이 중 달러요인은 +3.2%p에 그쳤고 원화요인이 +20.3%p로 절대적이었다. 즉, 최근의 고환율은 강달러의 결과가 아니라 원화 자체의 약세로 해석하는 것이 맞겠다.

앞서 분리한 원화요인은 다시 펀더멘털 요인과 수급 요인으로 나누어 볼 수 있다. 펀더멘털 요인은 환율의 중장기 적정가치를 좌우하는 구조적 변수로, 생산성과 교역조건 등 실물 기초여건, 한·미 간 성장률·실질금리 격차, 대외건전성이 여기에 해당한다. 이는 균형 환율을 결정하는 가장 기본적인 국가별 펀더멘털이다.

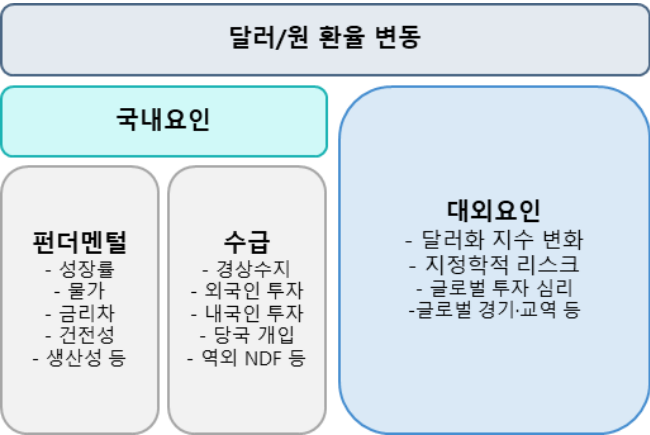
반면 수급 요인은 국내 외환시장에서 달러화 및 원화의 수요 공급에 따른 환율 변동 요인이다. 최근 달러 공급 측에는 경상수지 흑자, 수요 측에서는 내국인의 해외증권투자, 외국인 투자자금의 환류, 배당 역송금, 기업·기관의 환헤지 및 수출대금 매도 물량이 자리하고 있다. 여기에 당국 개입, NDF, 등 미시 수급이 더해진다. 다양한 경제주체들의 거래 동기와 포지션 변화에 따라 달러/원 환율의 수급측 요인이 결정되기 때문에, 수급은 펀더멘털이 제시하는 균형보다 단기적이고 변동성이 크며, 환율을 균형에서 이탈시키는 오버슈팅의 원천이 된다.

그림 1. 달러/원 환율 추이



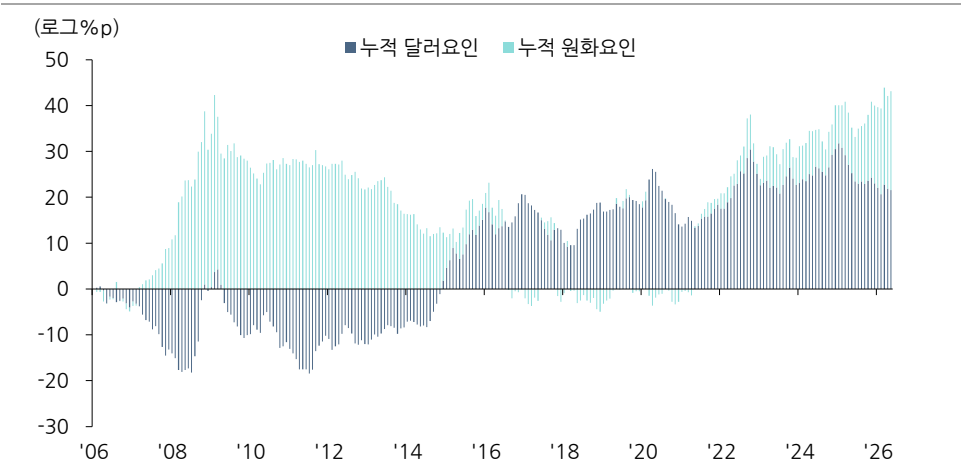
자료: Bloomberg, 삼성증권 리서치센터

그림 2. 환율 변동 요인 점검



자료: 상상인증권 리서치센터

그림 3. 달러/원 환율 변동에 대한 요인 분해



자료: 한국은행, FRED, 상상인증권 리서치센터

주: 달러/원 로그 변화율을 달러지수 기여(달러 요인)와 원화 요인으로 분해

## 2) BEER을 활용한 원화 저평가 판단

달러/원 환율은 얼마나 저평가 되었을까? 가장 기본적으로 통화의 실질 가치를 평가하는 평가하는 지표가 바로 실질 실효 환율이다. 교역상대국과의 물가 차이까지 반영한 실질실효환율(REER, Real Effective Exchange Rate) 기준으로 원화는 장기 평균을 밑돌고 있다. 실질 실효환율은 장기적으로 구매력의 균형 수준으로 회귀하려는 성향이 강하다. 문제는 평균 회귀까지의 시차가 존재하고, 균형점이 이동이 가능하다는 점이다. 한국의 펀더멘털과 투자 자금 유출입의 변화 등으로 균형점이 이동했다면, 평균 회귀가 작동하지 않을 가능성도 존재한다. 이렇게 이동하는 균형점을 고려한 것이 행태균형환율(BEER, Behavioral Equilibrium Exchange Rate)이다. 단순 구매력평가가 균형을 고정된 과거 평균으로 보는 반면, BEER은 균형 자체가 경제 기초여건에 따라 움직인다고 전제하고 그 이동하는 균형선을 데이터로 추정한다. 즉 실질실효환율을 중장기 펀더멘털에 회귀시켜 현재 기초여건에 맞는 적정 REER을 구하고, 실제 REER과의 차이를 괴리로 해석하는 방법이다. 이에 따라 네 가지 기초여건을 사용해 한국의 균형 REER\*을 직접 추정했다. 구성요소와 산식은 다음과 같다.

$$\ln(\text{REER}^*) = 2.38 + 1.74 * \text{생산성} + 0.58 * \text{교역조건} - 0.12 * \text{순대외자산} - 0.01 * \text{실질금리차}$$

- ① 생산성 =  $\ln(\text{韓 CPI/PPI}) - \ln(\text{美 CPI/PPI})$ ,
- ② 교역조건 =  $\ln(\text{순상품교역조건지수})$
- ③ 순대외자산 =  $(\text{대외금융자산} - \text{부채}) / \text{명목GDP(달러환산)}$ ,
- ④ 실질금리차 =  $(\text{韓 기준금리} - \text{韓 CPI}) - (\text{美 FFR} - \text{美 CPI})$

생산성은 비교역재 상대가격(CPI/PPI 비율) 대용했는데, 이는 생산성이 오르면 서비스 등 비교역재 물가가 상대적으로 비싸지고 통화가 강해지는 형식의 측정으로, 원조 BEER이 채택한 방식과 동일하다. 추정은 2000년 이후 월별 자료로 계산하였다. 추정 결과, 균형 REER을 끌어올리는 핵심 동인은 생산성(계수 +1.74)과 교역조건(약 +0.58)이라는 두 실물 펀더멘털이었다. 실질금리차는 사실상 0에 가까워 균형 수준을 좌우하지 못했고, 순대외자산은 이론과 반대인 음(-)의 계수가 나왔다. 이는 한국이 순채권국으로 전환됐음에도 원화가 그만큼 강해지지 않았다는 사실을 의미한다. 즉, 한국은 소규모 개방경제이면서 수출의존도가 높은 나라인 만큼 균형점은 순대외채권과 실질금리 같은 금융 변수보다 수출입(교역조건)·생산성 같은 실물 펀더멘털에 더 크게 좌우되어 왔다.

펀더멘털을 반영한 균형 REER과 실제 REER을 비교하면, 26년 5월 기준 원화는 균형 대비 약 26%(최근 12개월 평균 기준으로는 약 11%) 낮은 저평가 영역에 있다. 이는 교역 조건이 급등(98→112)하며 균형 REER이 위로 올라간 데 따른 결과다. 즉, 균형점이 환율 기준 위(원화절하)가 아닌 아래(원화 절상)로 이동해왔다는 의미다. 한국의 개선된 펀더멘털을 환율이 따라오지 못한 원화 저평가 국면이 유지되고 있음을 보여준다. 향후 반도체 가격 상승, 전쟁 불확실성 축소에 따른 유가 하락이 전망되는 상황은 교역 조건 우위로 인한 균형 환율의 추가 하락 가능성이 농후하다. 결국 펀더멘털 대비 원화의 저평가 국면에 위치해 있음은 명백해 보인다.

그림 4. 원화 실질실효환율 추이



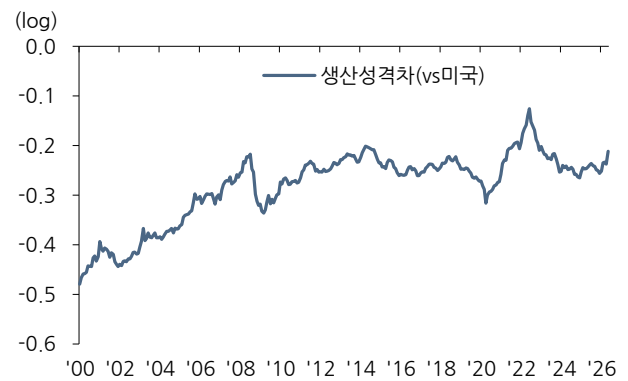
자료: BIS, 상상인증권 리서치센터

그림 5. 균형환율 설명변수: 교역조건



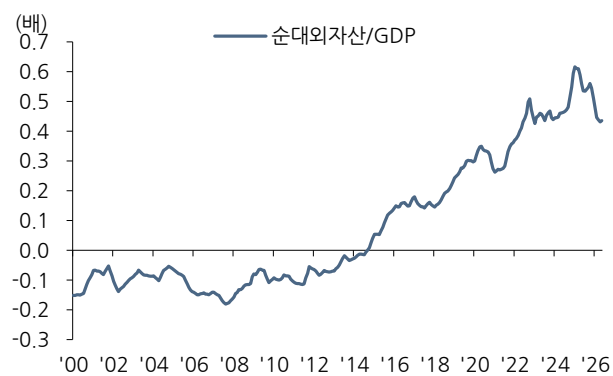
자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 균형환율 설명변수: 한·미 상대 생산성



자료: 한국은행, BIS, 상상인증권 리서치센터

그림 7. 균형환율 설명변수: 순대외자산/GDP



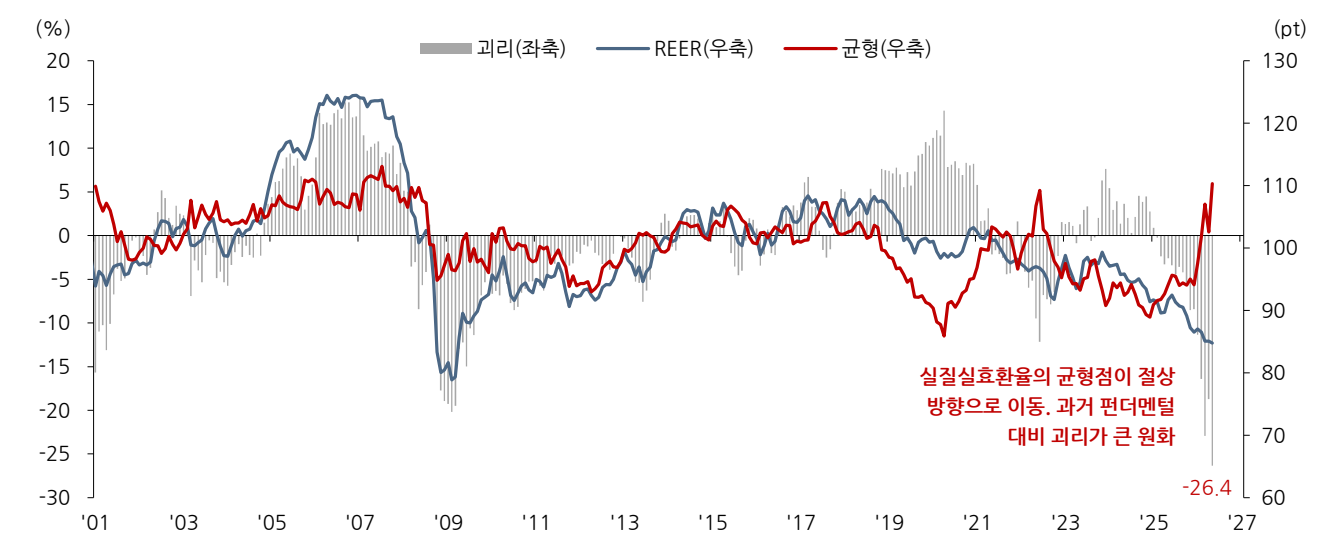
자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

그림 8. 균형환율 설명변수: 한·미 실질금리차



자료: 한국은행, FRED, 상상인증권 리서치센터

그림 9. 실질실효환율(REER)과 펀더멘털을 반영한 균형 REER



자료: BIS, 한국은행, 상상인증권 리서치센터

### 3) 수급 영향 진단

원화 약세를 글로벌 달러요인과 국내요인으로 나누고, 국내요인을 다시 펀더멘털과 수급으로 구분했다. 그런데 펀더멘털(적정환율, BEER)은 오히려 원화가 더 저평가 되었음을 보여주었다. 펀더멘털로 설명되지 않는 약세라면, 답은 수급에 있다. 외환 수급은 국제수지를 통해 확인할 수 있다. 국제수지는 일정 기간 한 나라의 거주자와 비거주자 사이에 이루어진 모든 대외 경제 거래(상품·서비스·소득·자본 이동)를 체계적으로 기록한 통계로, 경상수지·자본수지·금융계정으로 구성된다. 국제수지 항등식상 [경상수지 + 자본수지 = 금융계정 + 오차 및 누락]이 성립하여, 회계상 외화의 순유출입은 항상 0으로 균형을 이룬다.

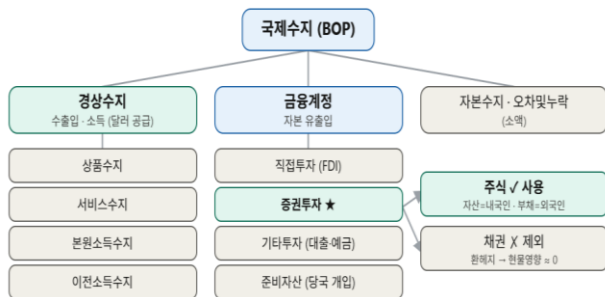
다만 환율을 움직이는 것은 국제수지 전체가 아니라 실제 현물환 시장에서 거래되는 요인들의 순압력이다. 핵심 요인은 ①경상수지, ②외국인의 국내 투자, ③내국인의 해외 투자다. 여기서 중요한 조건이 하나 있다. 투자 자금은 주식과 채권으로 대분되는데, 외국인의 국내 채권 투자는 환헤지 비중이 상대적으로 높다. 환헤지를 거치면 현물환 매입과 선물환 매도가 동시에 일어나 현물 환율에는 영향이 거의 없다. 실제로 검증해 보면 채권 자금의 환율 영향은 통계적으로 유의하지 않았던 반면 주식 자금은 t값이 절대값 2 이상으로 유의성을 가졌다. 따라서 외국인과 내국인의 투자자금 유출입은 채권은 제외, 주식자금만을 고려한다.

$$\text{달러 순 공급 핵심요인} = \text{경상수지} + \text{외국인의 국내 주식 투자} - \text{내국인의 해외 주식 투자}$$

환율과 자금흐름은 서로가 서로를 움직이는 동시결정(내생) 변수다. 따라서 단순 회귀로는 인과를 깨끗이 가려낼 수 없으며, 본 분석은 인과가 아니라 귀속으로 해석해야 한다. 더불어 이 동시성을 완화하기 위해 흐름마다 반영 속도가 다르다는 점을 이용하였다. 외국인 자금은 빠른 거래자여서 같은 달에 환율에 반영되는 반면, 내국인 투자와 경상수지는 환전까지 이어지는 경로가 상대적으로 느려 한 달의 시차를 두고 작동한다. 전월 흐름을 쓰면 이번 달의 환율 충격이 이미 지나간 흐름을 거꾸로 건드릴 수 없으므로 경상수지와 내국인 투자의 역인과는 상당 부분 차단된다.

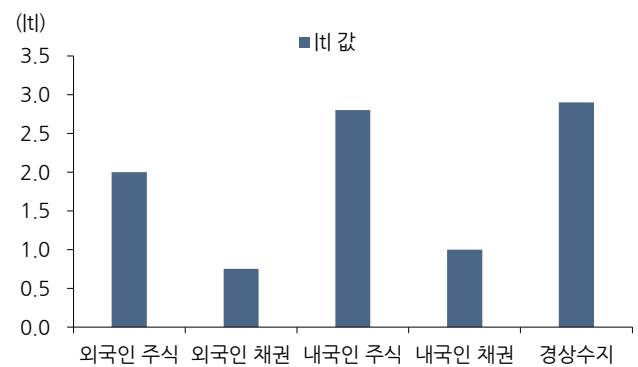
실제로 시차를 두지 않은 회귀에서는 내국인의 해외투자 계수가 0에 수렴하고, 1개월 시차 회귀에서는 반대로 외국인 계수가 0에 수렴하였다. 각 흐름을 제 속도에 맞춰 결합한 추정에서 비로소 세 흐름이 모두 유의해지고 설명력도 가장 높았다( $R^2=0.56$ ). 다만 시차는 역인과를 줄일 뿐 완전히 제거하지는 못한다는 한계는 분명하다. 엄밀한 인과 식별에는 도구변수가 필요하나, 본 고에서는 이를 깊게 다루지 않았다. 본 분석의 목적이 인과 추정이 아니라 수급 요인의 기여를 가늠하는 데 있기 때문이다. 계수의 크기는 외국인 주식 유입 10억 달러당 원화 약 0.06% 강세, 내국인 주식 유출 10억 달러당 약 0.11% 약세, 경상흑자 10억 달러당 약 0.08% 강세로 나타났다.

그림 10. 국제수지의 구성과 달러 순 공급 핵심 요인들



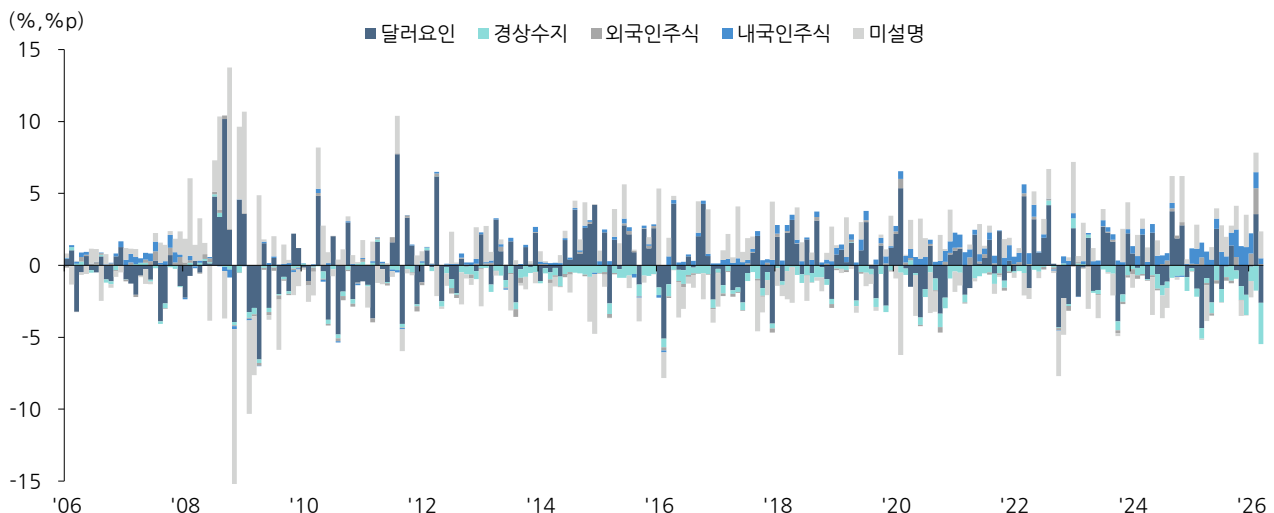
자료: 상상인증권 리서치센터

그림 11. 달러 순 공급 핵심 요인들의 t값



자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

그림 12. 달러/원 환율 변동과 기여 요인 분해



자료: 한국은행, FRED, 상상인증권 리서치센터

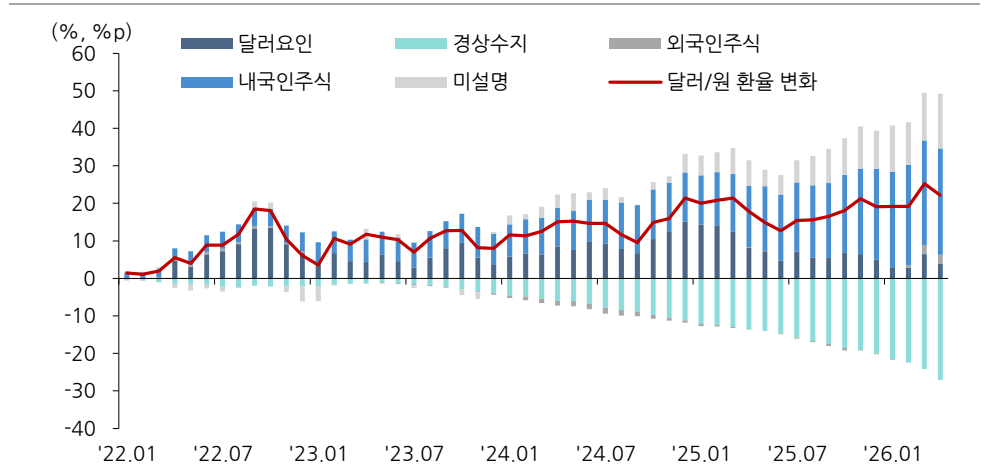
## 거주자 해외투자가 경상수지 흑자를 상쇄

2022년 이후 누적 기여를 보면 한국 외환시장의 구조가 선명해진다. 경상수지 흑자는 그 자체로 원화를 약 -27%p 끌어내리는(강세) 강력한 달러 공급원이었다. 그러나 같은 기간 거주자의 해외 증권투자가 +28%p의 약세 압력으로 이를 상쇄하였다. 경상흑자국임에도 원화가 약세를 유지한 이유다. 흑자가 공급한 달러를 거주자의 해외투자가 흡수해 외환 순공급이 사실상 사라진 것이다.

연도별로 보면 이 구조가 시기마다 다르게 작동한다. 2025년 원화 강세 즉, 달러원 환율은 하락(-2.3%p)했다. 내국인의 해외투자가 강한 약세 압력(내국인 주식 +11.0%p)으로 작용함에도 불구하고, 글로벌 달러 약세(-10.1%p)와 경상흑자(-8.8%p)가 이를 상쇄했기 때문이다. 즉 2025년의 안정은 국내 수급이 좋아서가 아니라 달러가 약했던 덕이었다. '26년(1~4월) 원화는 다시 약세(+3.0%p)로 돌아섰다. 내국인 주식(+4.2%p)에 더해 외국인 주식 순매도(+2.7%p)까지 가세해 주식발 유출이 약세를 주도했고, 경상흑자(-7.0%p)는 원화 강세 요인이었으나 역부족이었다.

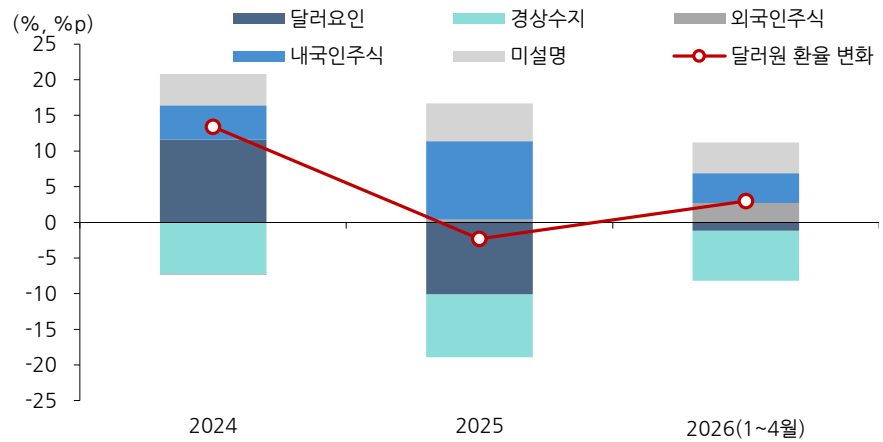
마지막으로, 위 수급측 세 가지 요인으로도 설명되지 않는 달러/원 환율의 미설명 부분이 존재한다. 여기에는 달러/원 환율 로그 변화율의 상수항(월 +0.17%p, 연 약 +2.0%p)과 잔차가 포함된다. 상수항은 세 흐름과 무관하게 매달 일정하게 깔리는 원화 약세 드리프트로, 기업의 직접투자 순유출 같은 모델에 담기지 않은 구조적 요인들을 반영한다. 잔차에는 환율에 대한 기대, 위험회피 국면의 위험프리미엄, 당국 개입, 측정오차가 작용하며, 수급 모형에 포함되지 않은 펀더멘털 변화의 효과도 일부 반영된다. 다만 '24년 이후 펀더멘털은 교역조건 개선 등 영향으로 원화 절상 방향으로 작용해 왔다. 즉, 이 시기 미설명항의 절하 누적은 기대-위험프리미엄의 힘을 오히려 과소평가한 하한으로 해석하는 것이 타당하다. 최근 미설명항이 커지는 것은 수급으로 설명되지 않는 비수급 요인, 특히 기대와 위험프리미엄이 쏠림을 강화시켰다고 볼 수 있다.

그림 13. 달러/원 환율 누적 변동(2022.01~)과 기여 요인 분해



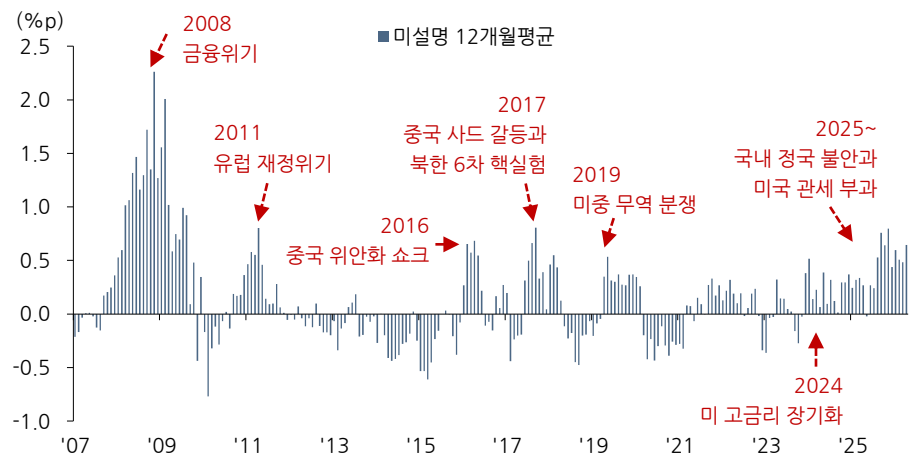
자료: 한국은행, FRED, 상상인증권 리서치센터  
주: 로그 기여 누적. 미설명항은 상수(드리프트)와 잔차

그림 14. 최근 환율의 수급측 기여도



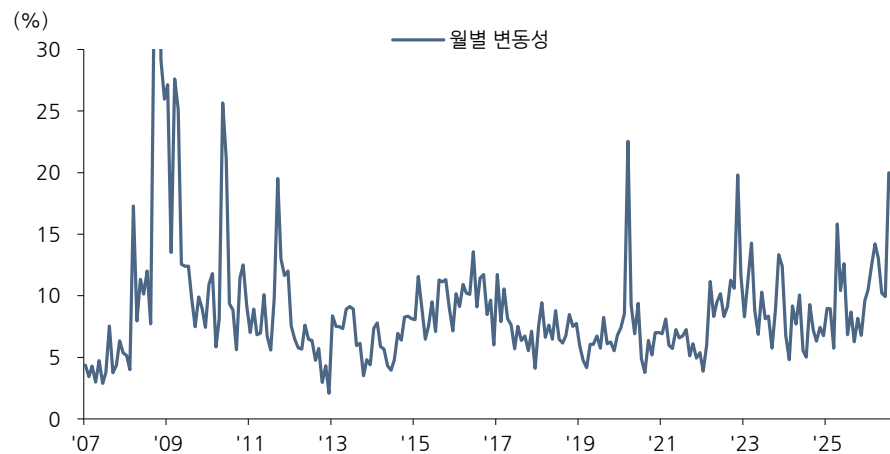
자료: 한국은행, FRED, 상상인증권 리서치센터

그림 15. 미설명 요인의 12개월 평균 흐름. 수급 이외의 리스크 프리미엄이 반영



자료: 상상인증권 리서치센터

그림 16. 달러/원 환율 변동성



자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

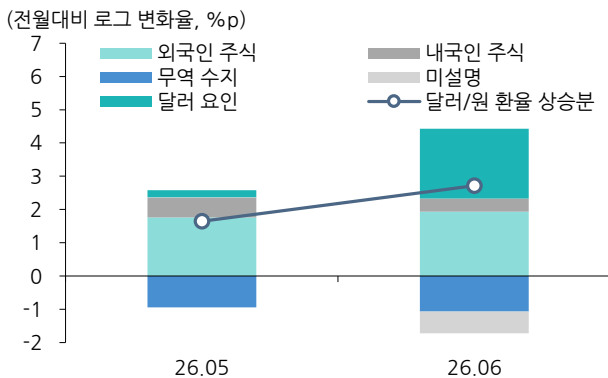
주: 월내 일별 변동률의 표준편차를 연율화

## 최근(5~6월) 수급은 외국인 주도

국제수지 통계의 시차로 인해 5~6월 환율 상승에 대한 수급측 영향을 직접 파악하기는 어렵다. 5~6월간 달러/원 환율은 1,483원에서 1,549원으로 4.5% 절하되며 금융위기 이후 최고치를 기록 중에 있다. 국제수지 데이터를 적시성이 높은 프록시 데이터로 대체해, 국내 증시 외국인 순매수(5~6월 누적 -589억 달러)와 내국인 해외주식 순매수(거주자 예탁결제 기준, 5~6월 누적 +23억 달러), 무역수지(1M 시차 고려, 4~5월 누적 +508억 달러) 등을 통해 근사치로 계산해볼 수 있다. 이를 통해 달러/원 환율의 로그 변화율(+4.4%p)을 나누면 글로벌 달러요인은 +2.3%p, 외국인 요인은 +3.7%p, 내국인은 +1.0%p, 수출입은 -2.0%p 상수·잔차 등 기타요인 -0.6%p로 구성된다. 외국인 주도의 환율 상승이 5~6월에도 지속되었음을 확인하였다.

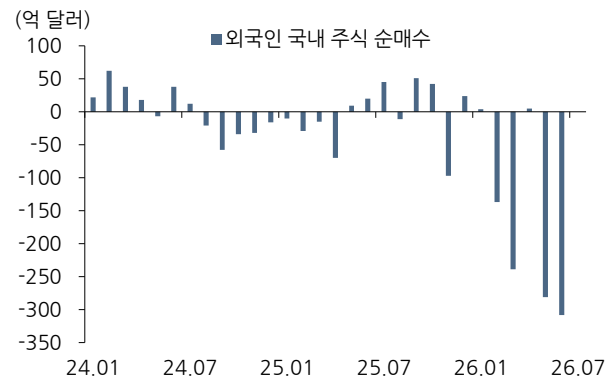
여기서 주목할 점은 내국인 해외주식 순매수가 5~6월에 오히려 둔화되었다는 사실이다(5월 +13억 달러, 6월 +9억 달러로 2025년 월평균 약 +20억 달러를 하회). 즉 이번 급락은 2022년부터 이어진 내국인 대외투자의 가속이 아니라 2026년의 특징인 외국인의 대규모 이탈이 주도한 것으로 확인된다.

그림 17. 2026년 5~6월 달러/원 환율 변화와 기여요인 분석



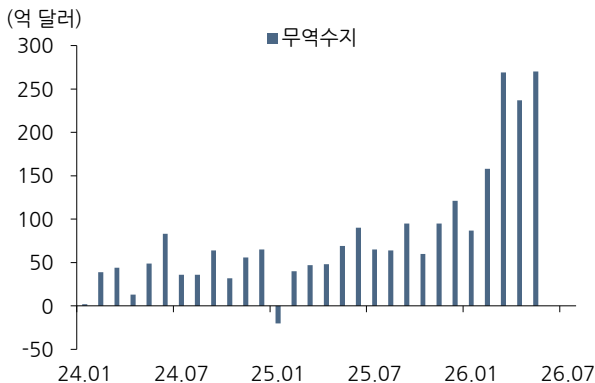
자료: 한국은행, 한국예탁결제원, 상상인증권 리서치센터

그림 18. 외국인의 국내 주식 순매수



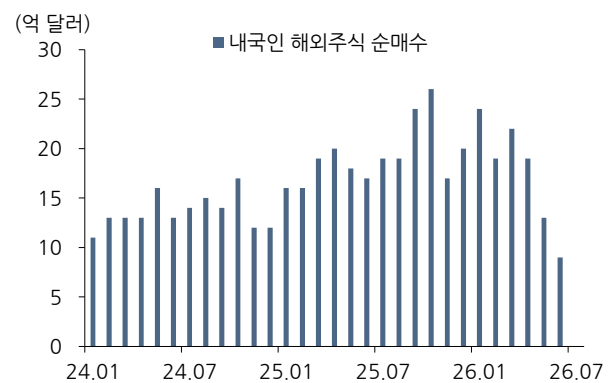
자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

그림 19. 한국 무역수지



자료: 관세청, 상상인증권 리서치센터

그림 20. 내국인의 해외주식 순매수(예탁결제 기준)



자료: 한국예탁결제원(SEIBro), 상상인증권 리서치센터

**외환** 한국의 중장기 환율 전망 및 대외건전성 점검

**02**

**환율의 균형 회귀 가능성 점검**

## 수급으로 인한 오버슈팅. 균형으로 돌아올까?

### 1) 균형회귀 여부 판단. 공적분과 오차수정

저평가가 언젠가 해소된다는 주장은 실제 REER과 균형 추정치가 비슷하게 움직인다는 사실만으로는 성립하지 않는다. 복원력을 말하려면 실질실효환율과 펀더멘털 사이에 안정적인 장기관계가 존재하고, 그 관계에서 벗어난 괴리가 다시 좁혀진다는 통계적 증거가 필요하다. 검정 대상은 BIS 실질실효환율과 생산성, 순상품교역조건으로 구성된 장기식이다. 수준 진단에 쓴 4변수 BEER과 달리 시계열 검정은 월별 가용성이 확보되는 두 변수 사양으로 수행했다. 단위근 검정 결과 세 변수 모두 수준에서 비정상, 차분에서 정상인  $I(1)$ 로 확인되어 공적분 분석의 전제를 충족한다. 복귀 속도는 오차수정모형의 조정계수  $\lambda$ 로 추정하였다.

$$\Delta \ln(\text{REER}) = \gamma + \lambda \cdot \text{gap}(t-1) + (\text{단기 변동 항}) + u$$

### 코로나 이전 환율 균형 이탈시 반감기는 14개월

코로나 이전(2001.1~2019.12)에는 모형이 이론대로 작동했다. 실질실효환율과 두 펀더멘털 사이에 공적분 관계가 5% 수준에서 확인됐고(EG 통계량 -3.95, 5% 임계 -3.78), 오차수정계수  $\lambda$ 는 -0.049( $t=-2.55$ )로 유의했다. 원화가 장기관계에서 벗어나면 약 14개월의 반감기로 되돌아왔다는 뜻이다. 이 시기의 저평가와 고평가는 시간이 지나면 좁혀지는 일시적 이탈이었다.

코로나 이후에는 이 관계가 무너졌다. 같은 사양을 2020년 이후 표본에서 재추정하면 계수의 부호가 뒤집히고 유의성이 사라지며 공적분도 성립하지 않는다. 코로나 이전 계수를 고정한 채 2020년 이후 펀더멘털을 대입하면 괴리는 복귀 없이 확대되어 2026년 5월 -39%에 이르고, 이 괴리의 정상성은 기각되며 조정계수도 +0.008로 복원력이 확인되지 않는다. 전체 표본에 코로나 더미와 펀더멘털 교차항을 넣은 구조변화 검정에서도 계수변화가 강하게 유의하다(결합  $F=17.9$ ). 코로나 이후, 이전의 장기관계 자체가 이후 유지되지 않았다는 것이 검정의 결론이다. 따라서 공적분이 확인되지 않는 코로나 이후 구간의 적합치는 균형이 아니라 모형상 적정 REER로 부르는 것이 맞겠다.

방법론적 유보점은 존재한다. 코로나 이후 표본은 짧고 팬데믹, 고인플레이, 강달러의 대형 충격이 중첩되어 있어, 복원력의 소멸이 영구적 단절인지 더 높아진 환율 수준을 중심으로 새로운 균형이 형성되는 과도기인지는 시간이 더 지나야 판별할 수 있다. 다만 어느 쪽이든 새 균형의 원화 가치는 과거보다 약할 가능성이 크며, 이는 구조적으로 높아진 환율 레벨이 지속될 수 있음을 시사한다.

그림 21. BEER 균형 복원 속도 추정: 코로나 이전과 이후

| 구분                   | 코로나 이전<br>(2001~2019)    | 코로나 이후<br>(2020~2026.4)     |
|----------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 표본수                  | 228                      | 75                          |
| 설명력(R <sup>2</sup> ) | 0.54                     | 0.01                        |
| 공적분 검정               | -3.95 (p=0.028)<br>→ 성립  | -0.17 (p=0.994)<br>→ 불성립    |
| 오차수정계수 λ             | -0.049 (t=-2.55)<br>→ 유의 | +0.014 (t=0.57)<br>→ 복원력 소멸 |
| 괴리 반감기               | 약 14개월                   | 해당 없음                       |
| 고정계수 투영 괴리           | 평균 0% (기준)               | 최근 -39%, 복귀 없음              |

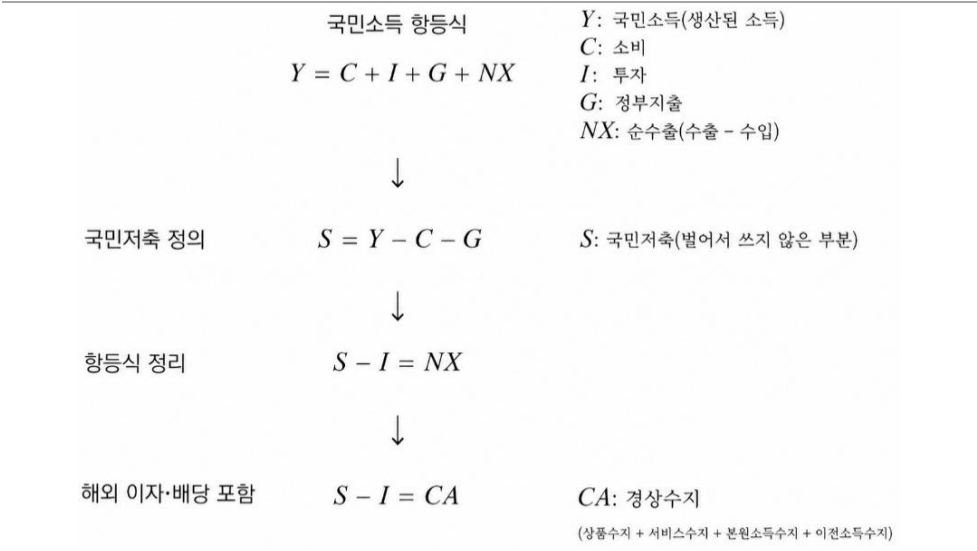
자료: 상상인증권 리서치센터

## 2) 코로나 이후 균형 회귀가 제한적인 이유

현재 한국 외환시장 분석의 결론은 세 문장으로 요약된다. ①원화는 전통적 펀더멘털 대비 저평가되어 있다. 생산성과 교역조건이 가리키는 균형 실질환율은 절상 방향으로 이동해 왔고, 실제 원화는 이 기준 대비 약 11%(최근 12개월 평균) 낮은 수준에 있다. ②괴리를 만든 것은 경기-물가 같은 전통적 펀더멘털의 악화가 아니라 자본의 흐름이다. 2022년 이후 누적 기준으로 경상수지 흑자가 공급한 달러는 약 27%p의 강세 압력에 해당했으나 내국인의 해외 증권투자(28%p)가 이를 고스란히 상쇄했고, 2026년에는 외국인의 국내 주식 이탈까지 가세하며 외환 순공급이 사실상 소멸했다. 이 수치는 국제수지 플로우에 대한 분해로, 유입된 달러가 원화 매수로 이어지기 전에 재유출로 상쇄되는 구조를 보여준다. ③이 괴리는 스스로 좁혀지지 않고 있다. 코로나 이전 약 14개월의 반감기로 작동하던 균형 복원력이 2020년 이후 표본에서는 확인되지 않는다.

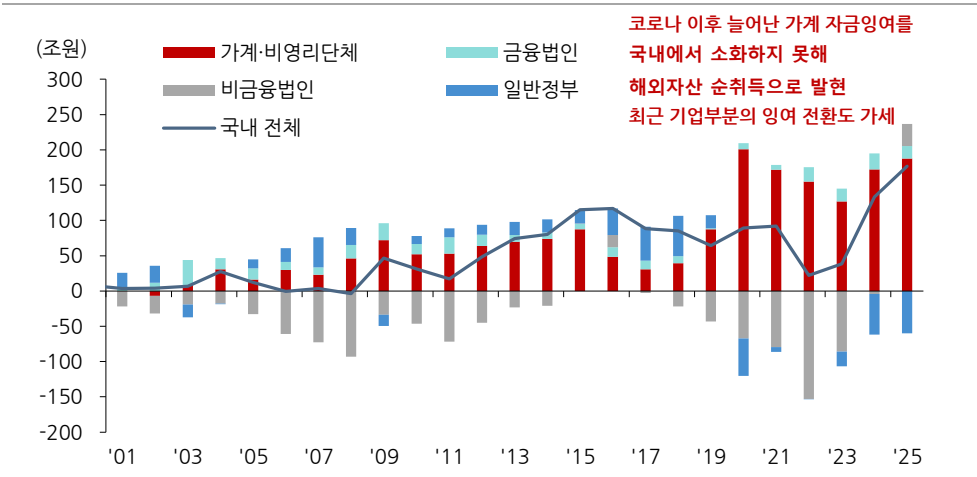
왜 코로나를 기점으로 복원력이 사라졌을까. 경상흑자 자체는 그 이전에도 컸다. 달라진 것은 흑자가 대외자산으로 쌓이는 형태, 즉 취득의 주체다. 국민소득 항등식[Y = C + I + G + NX]에서 국민저축을 [S = Y - C - G]로 정의하면 [S - I = NX], 해외에서 받는 이자·배당까지 포함하면 [S - I = 경상수지]가 된다. 항등식에서 인과의 방향은 알 수 없다. 다만 어느 방향이든, 국내에서 소화되지 못한 저축과 대외 순자산 취득이 같은 금액의 양면이라는 사실은 변하지 않는다. 가계가 저축에서 실물투자를 하고 남겨 금융시장에 공급하는 자금은 '19년 87조 원에서 '20년 201조 원으로 사상 최대를 기록했고, 이후에도 연 130~190조 원 수준을 유지하고 있다. 코로나 직후에는 급증한 정부의 순차입이 이 잉여의 상당 부분을 국내에서 흡수했으나, 이후 정부의 차입 폭이 줄고 최근에는 기업마저 잉여 부문으로 돌아서면서, 국내에서 흡수되지 못해 대외로 향하는 국내 전체 순자금운용은 명목 기준 사상 최대로 확대되었다. 특히 '22~23년 교역조건 악화로 경상흑자가 일시 급감한 구간에도 내국인의 해외증권투자는 멈추지 않았는데, 이는 유출이 흑자의 기계적 결과가 아니라 독립적인 수요임을 시사한다.

그림 22. 국민소득 항등식으로 본 저축·투자과 경상수지



자료: 한국은행 국민계정(2020년 기준년), 상상인증권 리서치센터  
주: 마지막 단계의 Y와 S는 국민총처분가능소득(GNDI) 기준으로 확장

그림 23. 주체별 저축·투자 차액(≈경상수지)



자료: 한국은행 국민계정, 상상인증권 리서치센터

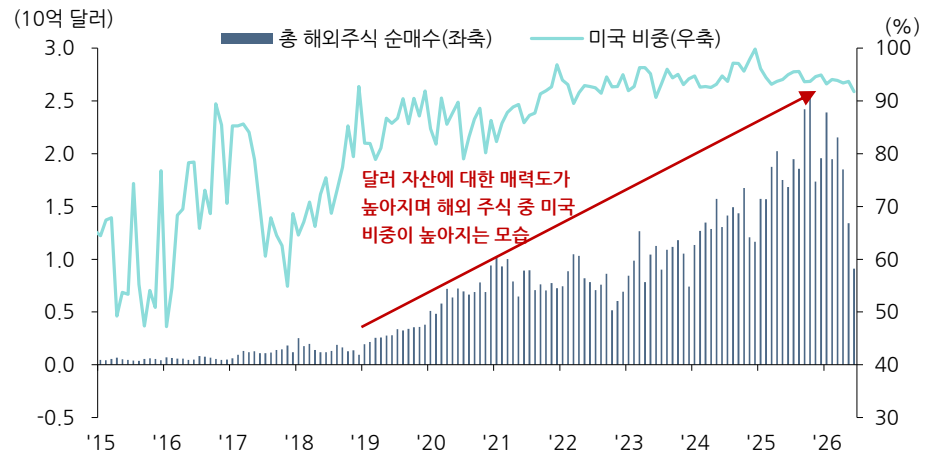
## 고령화와 높은 저축률이 만든 해외자산 축적

이 흐름을 표면에서 가장 상징적으로 보여주는 것이 거주자 해외주식 투자의 대중화다. 비대면 거래 환경과 코로나 직후 미국 성장주의 압도적 수익률 경험의 결합하며, 예탁결제 기준 거주자의 해외주식 순매수는 2020년 약 80억 달러에서 2025년 약 230억 달러로 3배 가까이 늘었고 2026년에도 상반기에만 106억 달러로 이어지고 있다. 순매수의 미국 비중 역시 2020년 85%에서 최근 90%대로 높아졌다. 절대 규모로는 연기금·보험 등 기관의 해외투자가 여전히 크지만, 기관의 해외 배분이 오래 진행된 추세라면 개인의 대중화는 가계 잉여가 국내 금융시장을 거치지 않고 해외로 향하는 새로운 경로가 열렸음을 뜻한다. 달러 자산 쏠림이 규모만이 아니라 저변과 집중도에서 함께 심화된 것이다.

이 경로의 뿌리에는 고령화가 있다. 생애주기가설에 따르면 사람들은 근로기에 저축을 쌓고 은퇴 후 이를 털어 소비를 평탄화하는데, 한국은 가장 두터운 세대가 아직 은퇴 직전의 저축 정점 구간을 통과하고 있다. 실제로 한국의 총저축률은 2024년 35.0%로 OECD 38개국 중 3위(노르웨이·덴마크 다음)로 최상위 수준이며, 코로나를 전후해서도 이 수준은 흔들리지 않았다(2015~19년 평균 35.6% → 2020~24년 평균 35.0%). 여기서 격차의 원인을 정확히 할 필요가 있다. 코로나 이후 저축률이 더 높아진 것이 아니다. 고령화가 수반하는 저성장으로 국내 자본의 기대수익률이 낮아지면서, 세계 최상위 수준으로 유지되는 저축을 국내 투자가 소화하지 못하는 구조가 고착된 것이다. 남은 저축이 해외로 향하는 것은 포트폴리오 이론이 예측하는 방향이다. 국내 자산만으로 분산과 기대수익률을 확보하기 어려워지면 자국 자산에 편중되던 관성이 약해지고, 거대해진 기관 자금은 국내 시장의 규모·수익률 한계 때문에 해외 배분을 지속 확대해 왔다. 여기에 코로나 기간 대규모 유동성 공급과 뒤이은 미국의 금리·수익률 우위가 달러 자산의 상대 매력을 고착시키면서, 흑자로 벌어들인 달러가 원화로 환전되지 않고 곧바로 해외자산 취득으로 재유출되는 경로가 자리 잡았다.

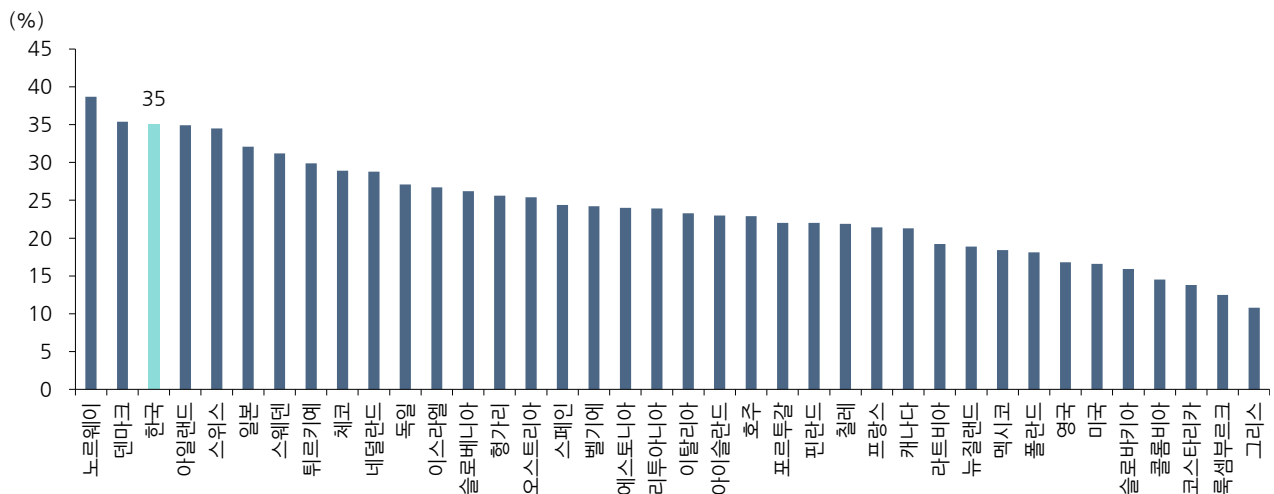
최근(2025년 이후)의 약세 가속은 이 구조 위에 순환 요인이 없힌 결과다. 트럼프 행정부의 관세·통상정책 불확실성은 수출의존도가 높은 한국에 집중되는 위험이고, 여기에 국내 정치 불확실성도 겹쳤다. 실제로 세 흐름(경상수지, 내국인 해외투자, 외국인 국내투자)으로 설명되지 않는 잔차가 2024년 이후 뚜렷하게 확대되었는데, 그 확대 시점이 이들 이벤트와 겹친다는 점에서 원화 고유의 위험프리미엄 상승으로 해석할 수 있다. 동시에 AI 투자 붐은 글로벌 자금을 미국 자산으로 끌어모으며 내국인의 해외주식 쏠림과 외국인의 신흥국 비중 축소를 같은 방향으로 자극했다. 약세가 반복될수록 약한 원화가 시장의 기본 기대로 자리 잡고 그 기대가 다시 유출을 앞당기는 영향까지 더해지며, 괴리는 좁혀지기보다 유지되는 쪽으로 기울어졌다.

그림 24. 국내 거주자의 해외주식 순매수 및 미국 비중



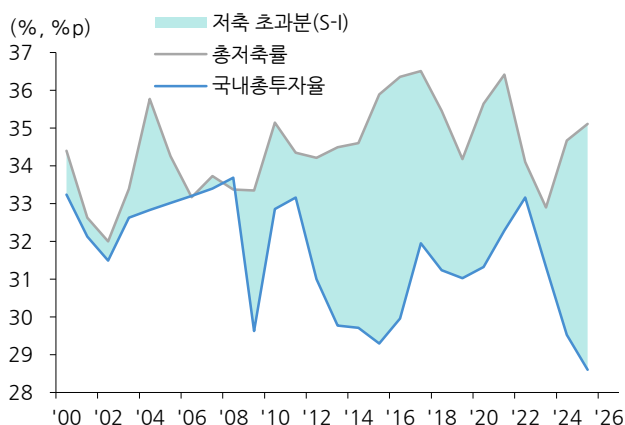
자료: 한국예탁결제원(SEIBro), 상상인증권 리서치센터

그림 25. OECD 국가들의 GDP 대비 저축률(2024년 기준)



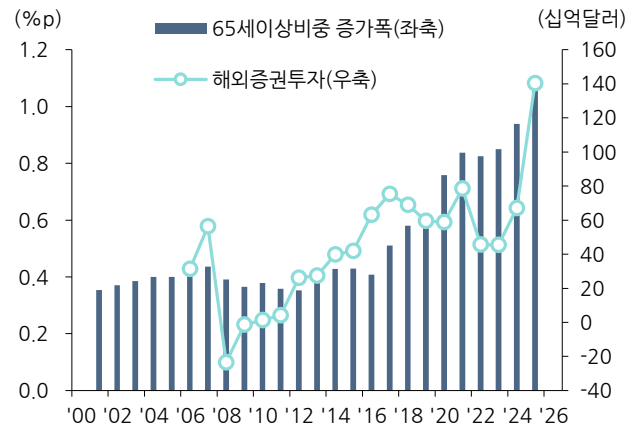
자료: WB, 상상인증권 리서치센터

그림 26. 한국의 저축과 투자



자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

그림 27. 65세 이상 비중 증가폭과 해외증권투자 추이



자료: 통계청, 한국예탁결제원, 상상인증권 리서치센터

### 3) 국제수지 발전 단계와 한국의 위치

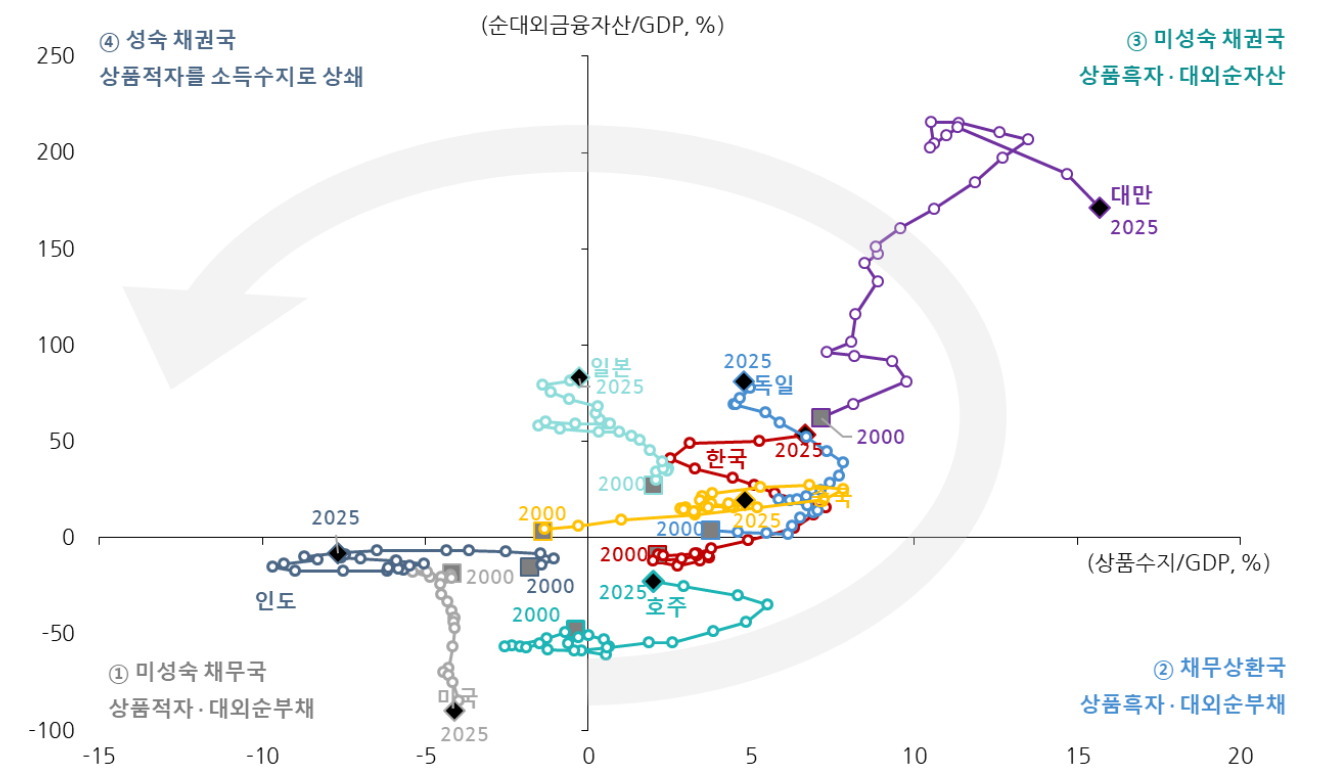
이러한 해외자산의 축적은 국제수지 발전단계설 상의 자연스러운 발전 경로다. Crowther(1957)는 한 나라의 국제수지가 경제 발전에 따라 미성숙 채무국, 성숙 채무국, 채무상환국, 미성숙 채권국, 성숙 채권국, 채권소진국의 여섯 단계를 밟는 장기 순환을 제시했다. 본고는 이를 상품수지와 순대외자산의 부호를 기준으로 미성숙 채무국, 채무상환국, 미성숙 채권국, 성숙 채권국의 네 사분면으로 단순화해 사용했다. 발전 초기에는 개발자금을 해외에서 조달해 상품적자와 대외부채가 함께 쌓이고(미성숙 채무국), 수출 경쟁력이 갖춰지면 상품흑자로 돌아서 부채를 갚아 나간다(채무상환국). 흑자가 이어져 순채권국으로 전환되면 벌어들인 외화가 해외투자로 재순환되며 본원소득수지 흑자가 커지고(미성숙 채권국), 마지막 단계에서는 상품수지가 적자로 반전되지만 쌓아둔 자산의 소득수지가 이를 상쇄하며(성숙 채권국), 자산을 쓰는 국면까지의 사이클을 순환한다. 중요한 점은 채권국 단계의 경제가 흑자로 벌어들인 외화를 국내로 환류시키는 대신 대외자산 취득으로 재순환한다는 것이다. 이 단계에서는 무역이 만드는 흑자만큼이나 그 흑자가 해외로 되돌아 나가는 속도, 즉 자본수출의 속도가 통화가치를 좌우하는 하나의 축이 된다는 것이다.

본고의 사분면은 이 단계 구분을 따르되, 판별축으로 경상수지 대신 상품수지를 사용하였다. 이유는 두 가지다. 첫째, 단계 이행의 신호가 상품수지에서 가장 먼저 나타난다. 채권국이 성숙할수록 흑자의 원천이 무역에서 투자소득으로 교체되는데, 소득수지가 버티는 동안 경상수지는 오랜 기간 흑자로 남는다. 실제로 일본은 경상수지 기준으로는 여전히 GDP의 5% 안팎 흑자국이어서 경상수지 축으로는 한국·독일과 구분되지 않지만, 상품수지는 이미 균형까지 내려와 있어 단계의 차이가 명확히 드러난다. 둘째, 경상수지는 평가손익을 제외하면 세로축인 순대외자산의 연간 증가분에 해당해, 경상수지를 축으로 쓰면 두 축이 사실상 같은 정보를 공유하게 된다. 상품수지는 이 중복을 걷어내고 실물 무역의 위치라는 독립적인 정보를 더하기 위함이다.

이 사분면(가로축 상품수지/GDP, 세로축 순대외금융자산/GDP) 위에 한국과 주요국의 2000년 이후 연간 궤적을 그렸다. 한국은 2000년 흑자로 부채를 갚아 나가던 채무상환국 사분면(순대외부채, GDP의 -7%)에서 출발해, 2014년 순채권국 전환과 함께 우상단의 미성숙 채권국 사분면에 진입했고, 2025년말 순대외자산을 GDP의 47%까지 쌓았다. 같은 좌표계 위 각국의 위치와 궤적은 단계론이 지금도 작동하고 있음을 보여준다. 독일(순대외자산 GDP의 86%)과 대만(146%)은 한국과 같은 미성숙 채권국 위치에 있고, 인도는 여전히 미성숙 채무국, 호주는 채무상환국 사분면에 머물러 있다. 일본은 순대외자산 81%에 상품수지가 균형 수준(2025년 GDP의 -0.1%)까지 내려와 성숙 채권국의 문턱에 서 있다. 미국은 순대외부채가 GDP의 90%에 달하는 극단에 있는데, 기축통화 발행국으로서 대외적자를 자국 통화로 조달하는 예외적 지위가 순환의 압력을 흡수해 온 경우기에 적용 범위 밖의 특수사례다.

사분면 위 한국의 최근 좌표는 순대외자산 비율 기준으로 독일의 2018년, 일본의 2007년과 겹치고, 대만의 2000년, 중국의 2008년과도 멀지 않다. 일본은 그 지점을 지난 뒤 글로벌 금융위기 직후의 안전통화 절상 국면을 예외로 하면, 대외투자 재순환이 본격화된 2010년대 중반부터 장기 엔화 약세로 이행했다. 독일은 유로라는 공동통화가 절상 압력을 차단하는 동안 순대외자산을 2018년 GDP의 51%에서 2025년 86%까지 불렀다. 채권국 단계가 깊어져도 통화 강세가 자동으로 뒤따르지 않았다는 두 나라의 경험은 한국의 참조 경로가 된다.

그림 28. 국제수지 발전단계설 사분면 위 주요국의 궤적(2000~2025)



자료: IMF, 한국은행, 대만 중앙은행, 상상인증권 리서치센터  
주: 3년 이동평균으로 스무딩

#### 4) 달러/원 환율 중장기 경로 전망

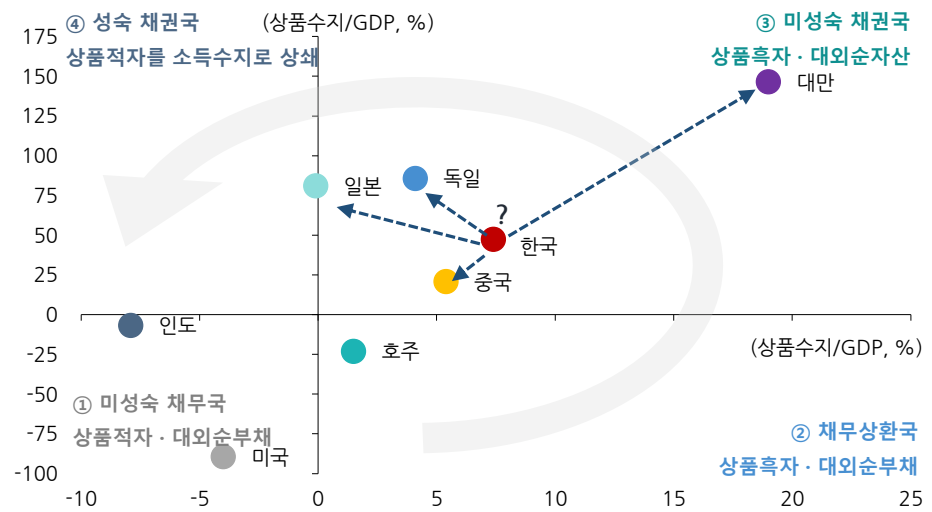
사분면 상 좌표가 던지는 질문은 하나로 좁혀진다. 같은 자리를 먼저 지나간 네 나라 가운데 한국은 어떤 길을 갈것인가다. 네 나라가 한국의 현재 좌표를 통과한 뒤의 5년을 실질 실효환율(BIS, 연평균)로 재면 경로는 세 갈래로 갈린다. 중국(2008~13년)은 20%, 일본(2007~12년)은 21% 절상됐고, 독일(2018~23년)은 1.5% 절하로 사실상 횡보했으며, 대만(2000~05년)은 13% 절하됐다. 네 경로를 가른 것은 나라의 고유성이 아니라 두 조건, 즉 성장의 속도와 상품흑자의 유지 여부다. 절상은 흑자가 줄어드는 국면에서만 나타났고, 흑자가 유지된 나라에서 통화 강세는 제한되었다.

절상으로 간 두 사례부터 보면, 중국의 절상은 흑자 축소를 대가로 한 내수 고성장의 산물이었다. 수출을 54% 늘려 세계 1위 수출국이 되고도 수입이 72%, 명목 GDP가 109% 커지면서 흑자율이 7%에서 4%로 희석됐고, 두 자릿수 성장이 절상의 부담을 흡수해 주었다. 성장률을 그 수준으로 끌어올릴 동력이 없는 한국이 이식할 수 있는 조건이 아니다. 일본의 5년 엔고는 성장이나 수출이 아니라 위기 때 자금이 몰려드는 안전통화 지위의 산물이었다고 같은 기간 상품수지는 GDP의 3% 흑자에서 적자로 소멸했다. 그 절상마저 이후 전부 되돌려져 장기로는 앞 절에서 본 약세로 귀결됐다(실질실효환율 2007년 106 → 2025년 72). 안전자산통화가 아닌 원화가 따라가기 어려운 조건이다.

결국 남는 참조 경로는 대만과 독일이다. 두 나라의 공통점은 흑자가 유지되는 동안 그 흑자가 대외자산 취득으로 재순환되며 절상 압력을 상쇄한 데 있다. 대만은 ICT 수출 호조와 견조한 성장 속에서도 13% 절하됐고, 독일은 성장 둔화 속에서 흑자가 버티며 횡보했다. 물론 독일은 유로화라는 공동통화를 사용하기에 절상 압력이 희석되는 효과를 감안해야 한다. 두 사례가 한국에 주는 함의는 방향이 아니라 조건이다. 수출과 성장이 함께 버티든, 성장이 둔화된 채 흑자만 남든, 벌어들인 외화가 대외자산으로 재순환되는 구조가 살아 있는 한 흑자 그 자체는 절상을 보장하지 않았다. 한국 역시 흑자가 유지되는 동안에도 자본이 환류되지 않는 한 환율이 절하와 횡보 사이의 범위를 크게 벗어나기 어렵다는 뜻이다.

반대로 흑자 자체가 훼손되는 시나리오라면 원화에는 일본형 절상을 만들어 준 안전통화 방어막이 없다는 점에서, 그 경우는 제3의 경로가 아니라 절하 위협으로 읽어야 한다. 결국 원화의 의미 있는 절상은 흑자의 크기가 아니라 재순환의 속도가 꺾일 때, 즉 순 외국인 & 내국인 자금이 국내로 돌아올 유인이 생길 때 비로소 가능해진다.

그림 29. 국제수지 발전단계설 사분면 위 주요국의 최신점(2025년 기준)



자료: IMF, 한국은행, 대만 중앙은행, 상상인증권 리서치센터

그림 30. 한국의 2025년과 유사한 지점에서부터 국가별 발전경로

| 구분        | 상품수지 유지·확대                                                                                                                                                                                    | 상품수지 축소                                                                                                                                                                                  |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 성장률<br>건조 | <b>- 대만 (2000→05)</b><br>- GDP(%): 6% → 5%대<br>- 상품수지/GDP(%): +7% → +7%<br>- 성장 [↗]: ICT 수출·설비투자 기반<br>- 수출 [↗]: 글로벌 IT 중간재 수출 호조<br>- 실질실효환율: 122.1 → 106.3 (-13%)<br>- 원화 환산: 1,433 → 1,646 | <b>- 중국 (2008→13)</b><br>- GDP(%): 10% → 8%<br>- 상품수지/GDP(%): +7% → +4%<br>- 성장 [↗]: 부양·투자·도시화<br>- 수출 [↘]: 성장 내수 중심, 흑자 반감<br>- 실질실효환율: 77.6 → 93.2 (+20%)<br>- 원화 환산: 1,433 → 1,194    |
| 성장률<br>둔화 | <b>- 독일 (2018→2023)</b><br>- GDP(%): +1.0% → -0.3%<br>- 상품수지/GDP(%): +6% → +5%<br>- 성장 [→]: 성숙 경제<br>- 수출 [↗]: 자본재·자동차 흑자 견고<br>- 실질실효환율: 100.7 → 99.3 (-1.5%)<br>- 원화 환산: 1,433 → 1,454      | <b>- 일본 (2007→12)</b><br>- GDP(%): 2% → 1%<br>- 상품수지/GDP(%): +3% → -1%<br>- 성장 [→]: 고령화·성장엔진 부재<br>- 수출 [↘]: 엔고+유가상승으로 흑자 소멸<br>- 실질실효환율: 106.1 → 128.9 (+21%)<br>- 원화 환산: 1,433 → 1,180 |

자료: IMF, 대만 중앙은행, 상상인증권 리서치센터

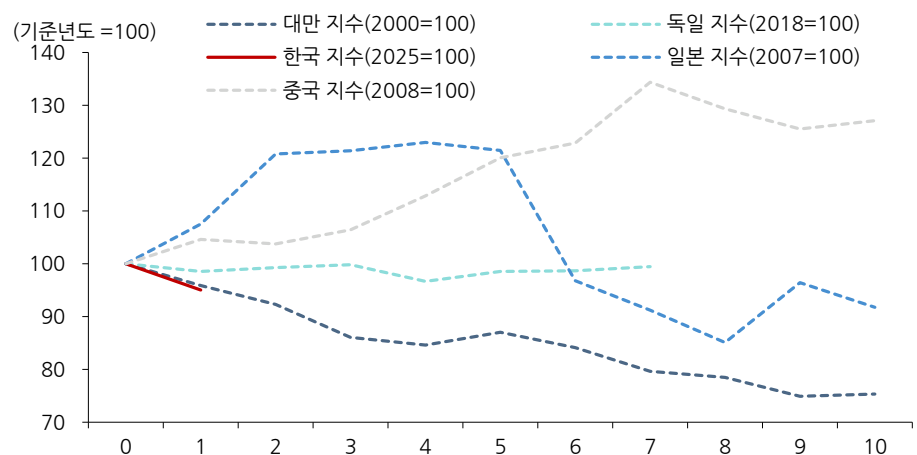
## 2026 상반기까지 보면 대만의 경로

대만의 2000년은 성장률 6%대의 경제에서 수출과 흑자가 성장을 앞지르기 시작한 지점이었다. 이후 상품수지율(상품수지/GDP)은 5.8%에서 2025년 19%까지 올랐고, 순대외자산율은 5년 만에 58%에서 92%로, 2023년에는 226%까지 증가했다. 성장률 증가 속도보다 수출 증가율이 높고, 그 격차가 고스란히 순대외자산의 축적으로 이어지는 구조다.

한국의 2026년 상반기는 이 구조에 들어섰다. 올해 성장률 전망은 3% 안팎인데 통관 수출은 3~5월 연속 전년 대비 50% 전후 상승률을 보였고, 반도체 단가 급등으로 순상품교역조건지수가 반년 만에 15% 상승했다. 이를 연율화 할시 상품수지/GDP 비율은 25년 7.4%에서 26년 약 20%로 급등할 전망이다. 이는 대만의 2025년 수준에 육박한다. 이러한 흑자는 순대외자산의 누적으로 이어질 가능성이 높다. 앞 절의 47%(2025년 말)에서 출발해, GDP 대비 연 19%의 상품수지 흑자가 온전히 쌓이면 산술적으로는 한 해에 순대외자산은 60%대 중반까지 증가하는 규모다.

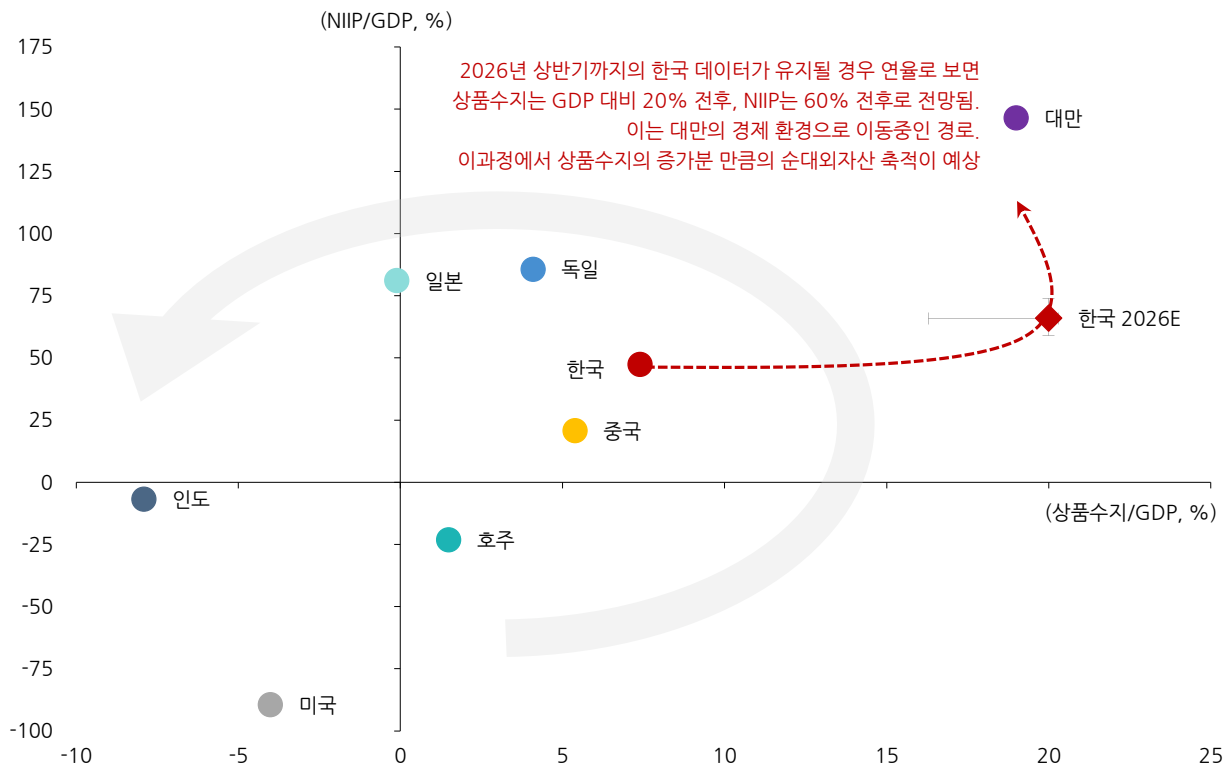
결정적인 것은 통화의 첫해 반응이다. 한국의 2025년과 매칭된 각국의 연도를 100으로 둔 실질실효환율은 1년차에 대만이 95.9로 내려갔고 독일은 98.5에 머물렀는데, 한국의 2026년 5월까지의 평균 값은 95.0를 기록 중이다. 올해 상반기 누적된 절하 폭이 독일이 아니라 대만의 궤적 위에 올라가 있다는 의미다. 반도체 중심 경제구조인 대만화는 직관적 예측이기 전에 진행 중인 관찰이다.

그림 31. 2025년 한국의 좌표와 유사한 국가들의 연도 매칭 이후 실질실효환율



자료: BIS, FRED, 상상인증권 리서치센터

그림 32. 주요국 최신점과 한국의 2026년 예상 좌표



자료: IMF, 한국은행, 대만 중앙은행, Lane-Milesi-Ferretti EWN, 상상인증권 리서치센터

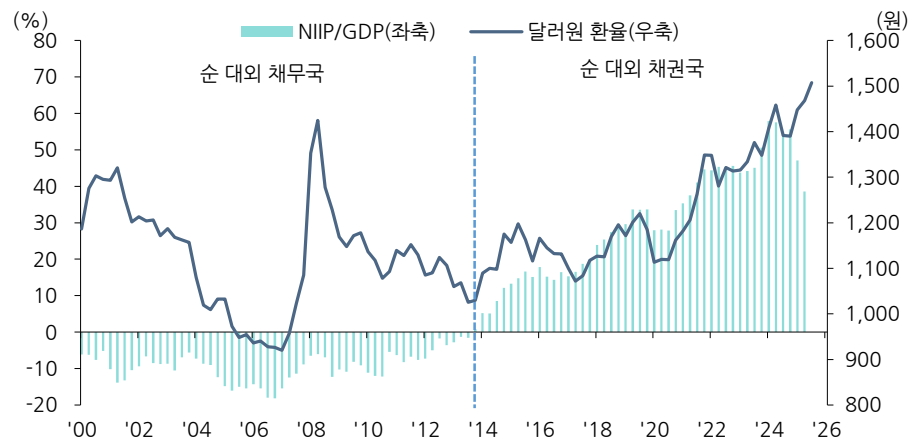
주: 한국 2026E는 성장률 3%, 상품수지 상반기 실적의 연율화 가정. 범위 표시는 연율화 방식과 증시 평가효과 시나리오

### 자본수출의 속도와 통화가치

한국이 순채무국이던 2014년 이전에는 순대외자산의 개선이 원화에 우호적인 신호였다. 부채를 갚아 나가는 흑자는 대외건전성의 회복이었고, 외환위기와 금융위기에서 원화를 때렸던 취약성이 줄어드는 과정이었기 때문이다. 그런데 같은 지표가 0을 넘어서는 순간 함의가 뒤집힌다. 순채권국 단계의 자산 축적은 더 갚을 부채가 없는 경제가 흑자를 해외 자산 매수로 내보낸 결과, 곧 자본유출의 누적 기록이다. 채무국 시절에는 순대외자산이 좋아질수록 위험프리미엄이 줄어 원화가 강해질 이유가 됐다면, 채권국 전환 후에는 순대외자산이 쌓일수록 그만큼의 달러가 시장에서 빠져나갔다는 뜻이라 원화 약세와 동행한다. 발전단계설의 언어로 옮기면 채무상환국의 흑자는 통화의 신인도를 사고, 미성숙 채권국의 흑자는 해외자산을 산다. 지표는 하나인데 단계가 부호를 정하는 것이며, 축적과 약세의 동행이 2014년 이후에만 나타나는 이유가 이것이다. 물론 2008년처럼 위기가 외국인 보유 주식의 평가액을 무너뜨려 순대외부채를 기계적으로 줄인 국면도 있으나, 이는 건전성의 개선이 아니라 반대 방향의 평가효과였다.

이 메커니즘이 일회성이 아니라는 것을 대만이 25년에 걸쳐 실증한다. 순대외자산율이 58%에서 226%로 가는 동안 대만의 실질실회환율은 2000년 수준을 단 한 번도 회복하지 못했고(2025년에도 18% 아래), 대만달러 명목환율은 달러당 31 안팎에서 31.6으로 오히려 소폭 절하됐다. GDP의 1.7배를 쌓는 동안 통화의 순절상은 0에 수렴하였다. 벌어들이 만큼 되사 나가는 나라에서는 흑자가 클수록 재순환도 크고, 따라서 축적의 속도는 절상의 이유가 아니라 절상이 없는 이유가 된다. 한국도 같은 그림을 이미 12년째 그리고 있다. 2014년 순채권국 전환 이후 순대외자산이 쌓이는 내내 달러/원은 1,050~1,100원에서 1,550원으로 추세 절하했다. 앞 절의 명제, 채권국 단계가 깊어져도 통화 강세가 뒤따르지 않는다는 사실의 한국 버전이다.

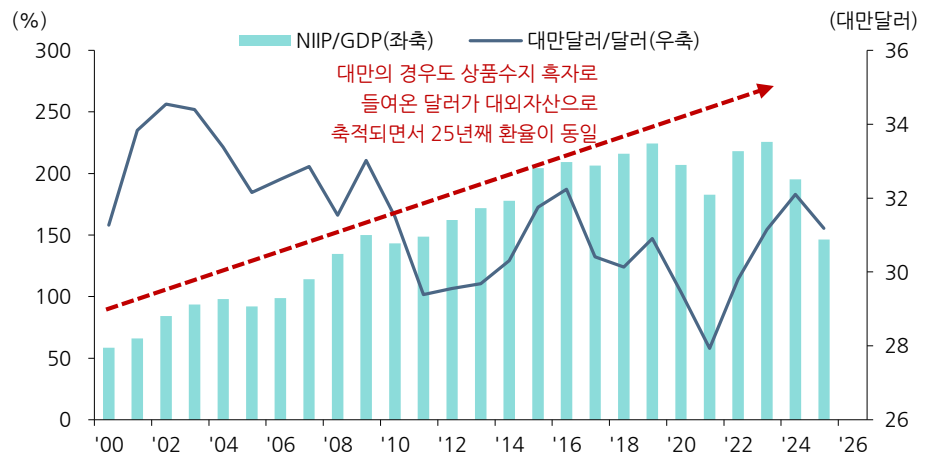
그림 33. 한국 순대외자산율과 달러/원 환율. 순 대외 채권국은 순대외자산의 증가가 통화 절하요인



자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

주: 순대외자산율은 분기(GDP=4분기 이동합의 달러 환산), 환율은 분기 평균

그림 34. 대만 순대외자산율과 대만달러: 25년의 축적, 절상 없는 통화



자료: 대만 중앙은행, FRED, 상상인증권 리서치센터

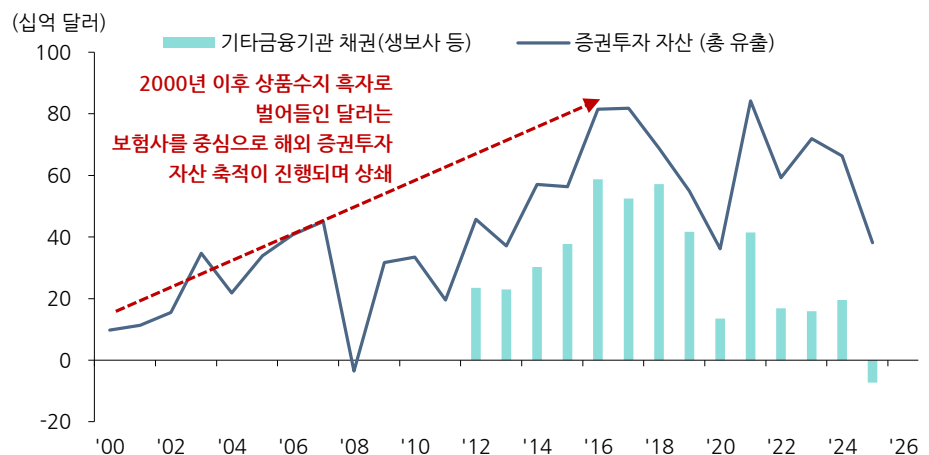
주: 대만 순대외자산율은 연간 통계(CBC-EWN). 환율 축은 반전(위=대만달러 약세)

## 시나리오 ①: 대만의 2000년 경로

대만의 실질실효환율 궤적을 한국의 2025년 기준값 1,433원에 이식하면(연평균 실측, 물가 격차 무시) 달러/원의 중장기 중심선이 나온다. 2026년 1,495원에서 출발해 2029년 1,694원의 1차 정점을 지나고, 2030년 1,646원까지 열려 있다. 이 경로를 만든 동력은 수출이 아니라 자본수출이다. 국제수지 금융계정으로 확인하면 대만은 2000년부터 2025년까지 누적 1조 1,300억달러를 대외증권에 재유출했고 그중 8,170억달러가 채권이였다. 자본수출이 본격화된 2012~2019년에는 연평균 604억달러, GDP의 10% 안팎이 매년 해외증권으로 빠져나갔으며, 그 몸통은 연 400억달러어치 해외채권을 사들인 생보 중심의 기관자금이었다. 생보사의 국외투자 잔액은 2025년 10월말 22조 3천억 대만달러, 달러로 약 7,200억달러에 이르러 운용자산의 3분의 2를 차지한다. 여기에 중앙은행이 절상 저지 개입으로 잔여 물량을 흡수하며 외환보유액을 세계 6위 규모까지 쌓았다.

벌어들인 달러가 현물환시장에 도달하기 전에 대외자산으로 전환되는 구조가 완성되자, GDP의 10%를 넘나드는 경상흑자에도 절상 압력은 만들어지지 않았다. 그 결과 GDP 대비 순대외자산은 2000년 58%에서 2023년 226%까지 올라갔고, 실질실효환율은 25년째 2000년 수준을 회복하지 못했다. 한국도 같은 경로에 이미 들어와 있다. 내국인의 해외증권투자, 기업의 해외직접투자자 현지 유보가 대만의 생보사가 했던 역할을 나눠 맡고 있으며, 한국의 순대외자산을 47%는 대만이 축적을 시작하던 2000년의 58% 근방에서 있다. 대외자산 축적기의 원화 적정 밸류는 균형이 아니라 균형에 자본수출 프리미엄을 얹은 수준, 곧 향후 5년 1,500원대에서 1,600원대까지 열려 있다. 균형으로의 복귀는 이 경로 안에 없다. 대만은 25년째 돌아가지 않았다. 다만 이 미복귀를 리스크로 해석할 필요는 없다. 축적기의 고환율은 위기의 증상이 아니라 흑자를 대외자산으로 바꾸는 구조가 남기는 가격일 뿐, 경제의 성패와는 별개였다. 실질실효환율이 2000년 수준을 밑도는 동안 대만은 세계 6위 순채권국으로 올라섰고, 시장환율로 환산한 1인당 GDP는 2020년대 들어 한국을 앞질렀으며, 2025년 성장률은 8.6%로 15년 만의 최고였다. 통화 약세는 장애물이라기 보다 대외자산 축적의 결과에 가깝다.

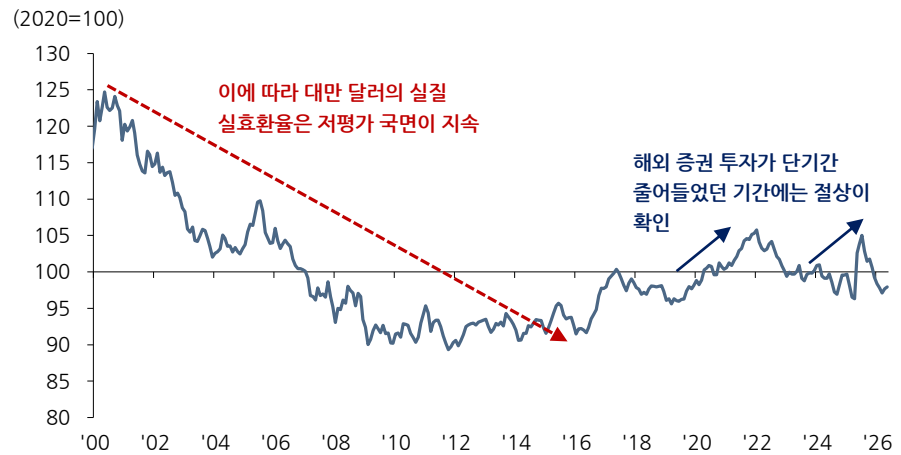
그림 35. 대만 기타금융기관(생보사 등)의 해외 채권 매수와 총 해외 증권 투자 자산 추이



자료: 대만 중앙은행, 상상인증권 리서치센터

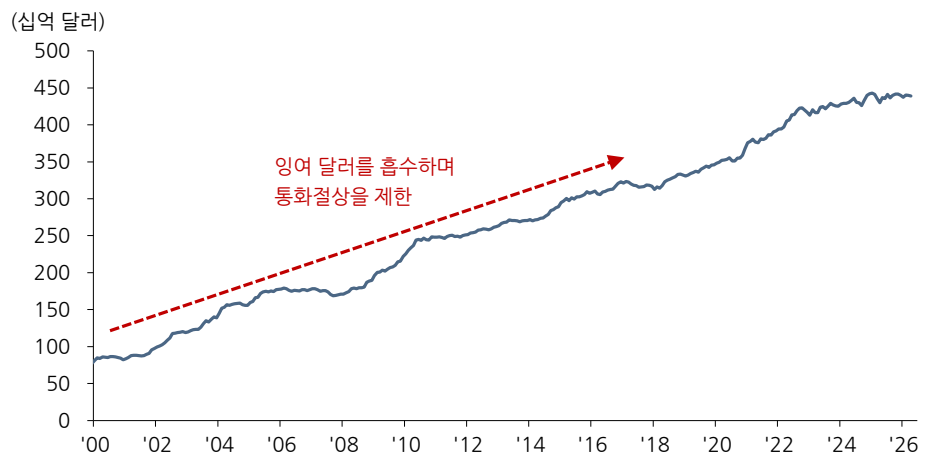
산 순취득(+)=해외증권 순매수. 부문 분해(기타금융기관)는 2012년부터 제공.

그림 36. 대만 실질 실효환율 추이



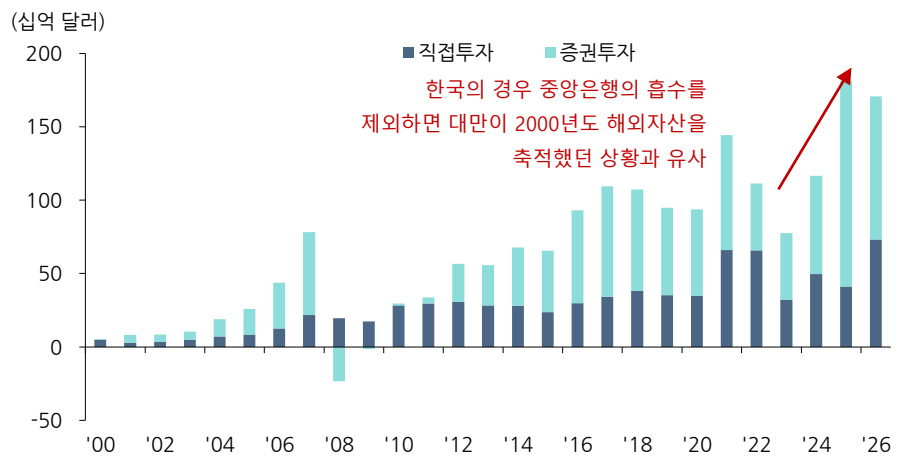
자료: FRED, 상상인증권 리서치센터

그림 37. 대만 중앙은행 외환보유액(금제외)



자료: FRED, 상상인증권 리서치센터

그림 38. 국내 직접 투자와 증권투자(유출) 현황



자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

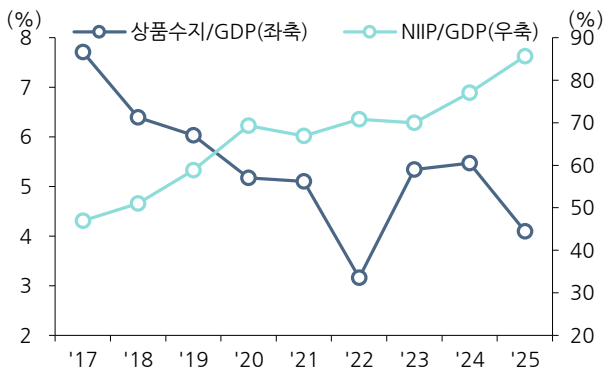
주: 2026년은 1~5월까지의 데이터를 연간화

## 시나리오 ②: 독일의 2018년 경로

대만화는 대규모 흑자와 대규모 재유출이 함께 굴러간다는 조건 위의 전망이다. 흑자의 규모가 꺾이면 한국은 남은 하나의 참조 경로, 독일로 돌아간다. GDP 대비 상품수지율이 20%에서 예년의 5~7%로 둔화되더라도 사라지는 것은 흑자의 크기일 뿐, 흑자를 밖으로 내보내는 자본수출 구조 자체는 유지될 가능성이 높다. 독일이 그 원형이다. 독일은 코로나와 에너지 충격을 관통하면서도 흑자를 유지했고, 그 흑자는 보험과 연기금의 대외증권 투자, 기업의 해외직접투자로 기계적으로 재유출됐다. 여기에 유로라는 공동통화가 독일 단독의 절상 경로를 원천 차단하면서, 실질실효환율은 2018년 이후 7년간 횡보했고 순대외자산율은 51%에서 85%로 올라갔다. 흑자가 줄어도 절상은 제한적인 시나리오다. 같은 방식으로 원화에 반영하면 달러/원은 1,430~1,485원의 구간이 예상된다.

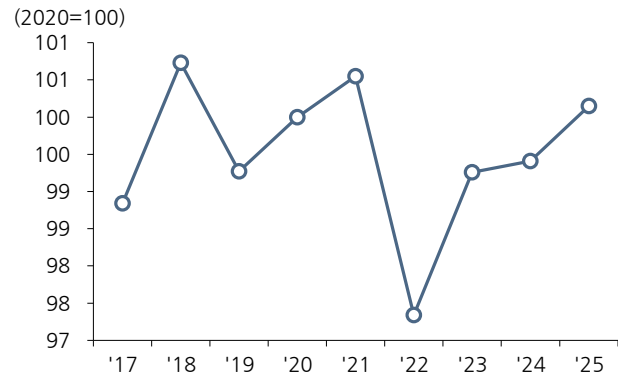
주목할 것은 두 시나리오의 공통점이다. 수출업황과 관계 없이 대외자산 유출이 지속된다면 환율의 하단은 1,400원 부근이 예상된다. 두 경로 모두 흑자를 절상 없이 자본수출로 상쇄하는 나라의 궤적이기 때문이다. 시나리오가 가르는 것은 흑자와 재유출의 강도, 곧 약세의 기울기일 뿐이며, 어느 쪽이든 과거 대비 높은 수준의 환율이 지속된다는 결론은 같아진다. 국제수지 발전단계설 하에서 강세로 가는 길은 안전통화 지위(일본)나 내수 성장(중국)처럼 한국이 갖기 어려운 조건을 요구하므로, 향후 5년 환율의 방향성은 하방보다 상방으로 기울어 있을 전망이다.

그림 39. 독일 상품수지/GDP와 NIIP/GDP



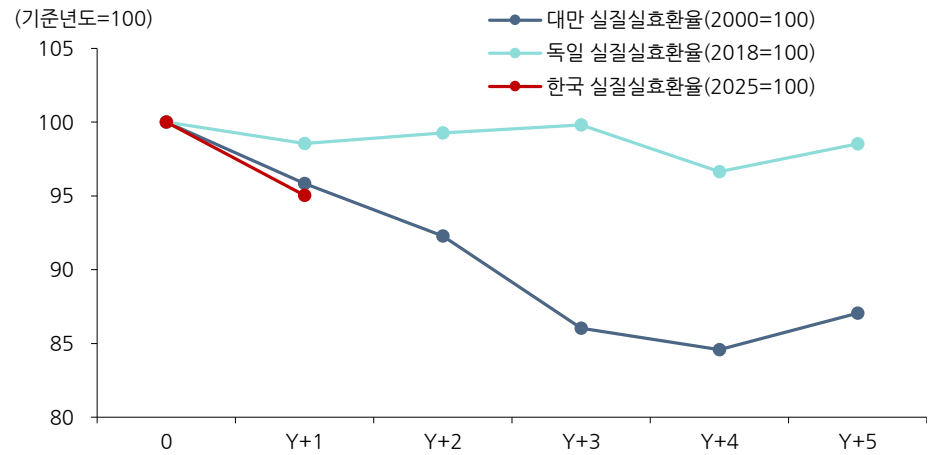
자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

그림 40. 유로화 실질실효환율



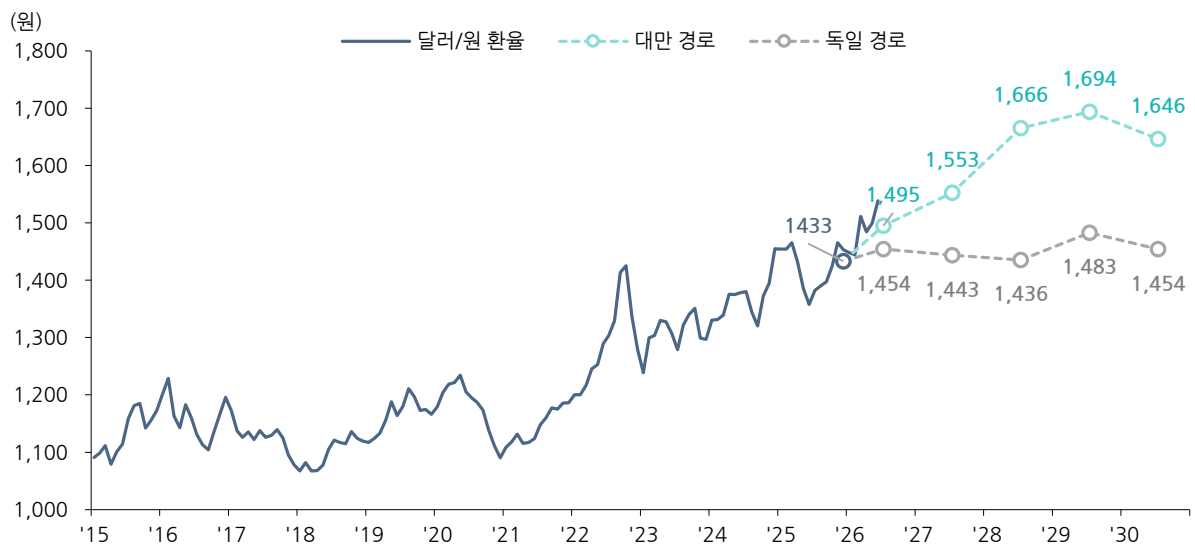
자료: 통계청, 한국예탁결제원, 상상인증권 리서치센터

그림 41. 한국의 2025년과 사분면상 유사한 지점 국가들의 실질 실효 환율 비교



자료: BIS, 한국은행, 상상인증권 리서치센터

그림 42. 달러/원 시나리오 경로: 대만화 vs 독일화



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

주: 대만(2000년~)·독일(2018년~)의 실질실효환율 경로를 한국 2025년 평균치 1,433원에 이식(인플레이션 격차는 생략)

**외환** 한국의 중장기 환율 전망 및 대외건전성 점검

## 03

### 한국의 대외건전성 점검

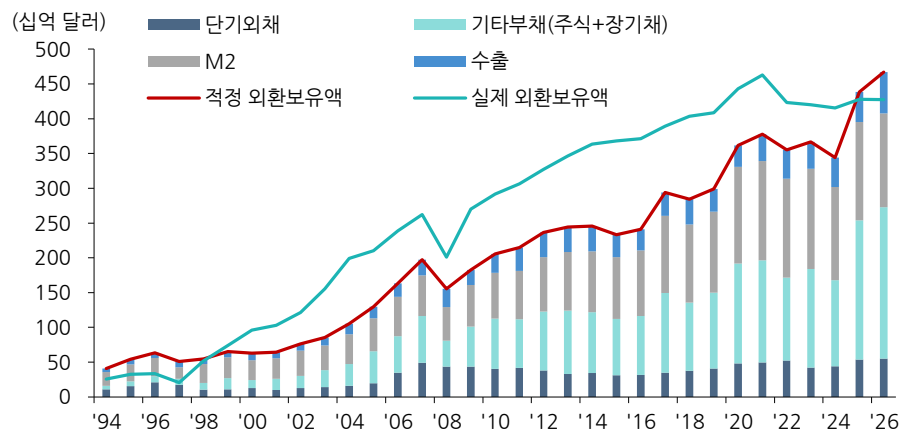
## 한국의 대외건전성 점검

### 1) 적정 외환보유액 추정

원화 약세가 길어질 때 남는 마지막 의구심은 건전성이다. 1997년 외환위기의 기억 때문에 한국에서는 특히 민감한 요인이다. 대외 건전성은 외환보유액에서 1차적으로 확인되며, 점검 도구는 IMF의 적정외환보유액(Assessing Reserve Adequacy, ARA) 지표다. ARA는 신흥국의 적정 보유액을 계량하기 위해 고안된 체계로, 위기 국면에서 외화가 빠져나가는 경로를 네 갈래로 나눠 잴다. 변동환율국 기준으로 만기 1년 이내 단기외채(가중치 30%), 외국인이 보유한 주식과 장기채(15%), 국내 유동성 M2(5%), 그리고 12개월 수출액(교역 충격에 따른 수출대금 감소, 5%)이다. 네 채널의 가중합이 위기 시 필요한 외화, 곧 적정 보유액의 추정치이고, 실제 보유액이 그 100~150%면 적정으로 판정한다. 한국은 IMF 분류상 선진국이어서 공식 데이터베이스에 포함되지 않는다. 다만 한국은 다른 선진국과 달리 연준과의 상시 스왑라인이 없고, 원화가 국제화되지 않아 자국 통화 대외차입이 제한적이기에 신흥국의 기준을 적용해서 계산하였다.

한국은행 데이터로 계산하면 세 구간이 나뉜다. 첫째는 외환위기 전이다. 1994~1996년 보유액은 적정 수준의 52~63%에 그쳤고 1997년에는 40%까지 떨어졌다. 2011년에 고안된 지표를 소급 적용한 결과이지만 위기 임계를 정확히 가려낸다. 둘째는 재건 국면이다. 1998년 이후 비율은 빠르게 회복되어 '03년부터 '24년까지 22년간 115~189%의 적정 범위를 유지했다. 세번째 국면이 '25년 이후다. '25년 97.6%로 100%를 하회했고, 2026년 5월까지의 데이터에 올해 수출을 연율화 할 시 91.5% 다. 여기서 쓴 단기외채는 계약만기 기준으로, 잔존만기를 쓰는 IMF 원식을 적용하면 비율은 이보다 더 낮아질 수 있다. 글로벌 신흥국과 비교하면, IMF가 공표하는 공식 비율(2025년)은 태국 231%, 필리핀 196%, 브라질 121%, 인도네시아 120%, 인도 112%, 말레이시아 103%, 남아공 88%, 튀르키예 79%, 중국 57%(자본통제 조정 전)로 나라마다 크게 갈리는데, 한국(97.6%)은 중하위권이다. 물론 IMF는 한국에 대해 변동환율과 1조달러대 순대외자산을 근거로 보유액이 대체로 적정하다는 입장을 유지해 왔다. 본고의 초점도 수준의 적정성 그 자체보다 기준선이 왜 이렇게 빨리 올라갔는가에 있다.

그림 43. IMF 적정외환보유액(ARA) 구성요소 기여도



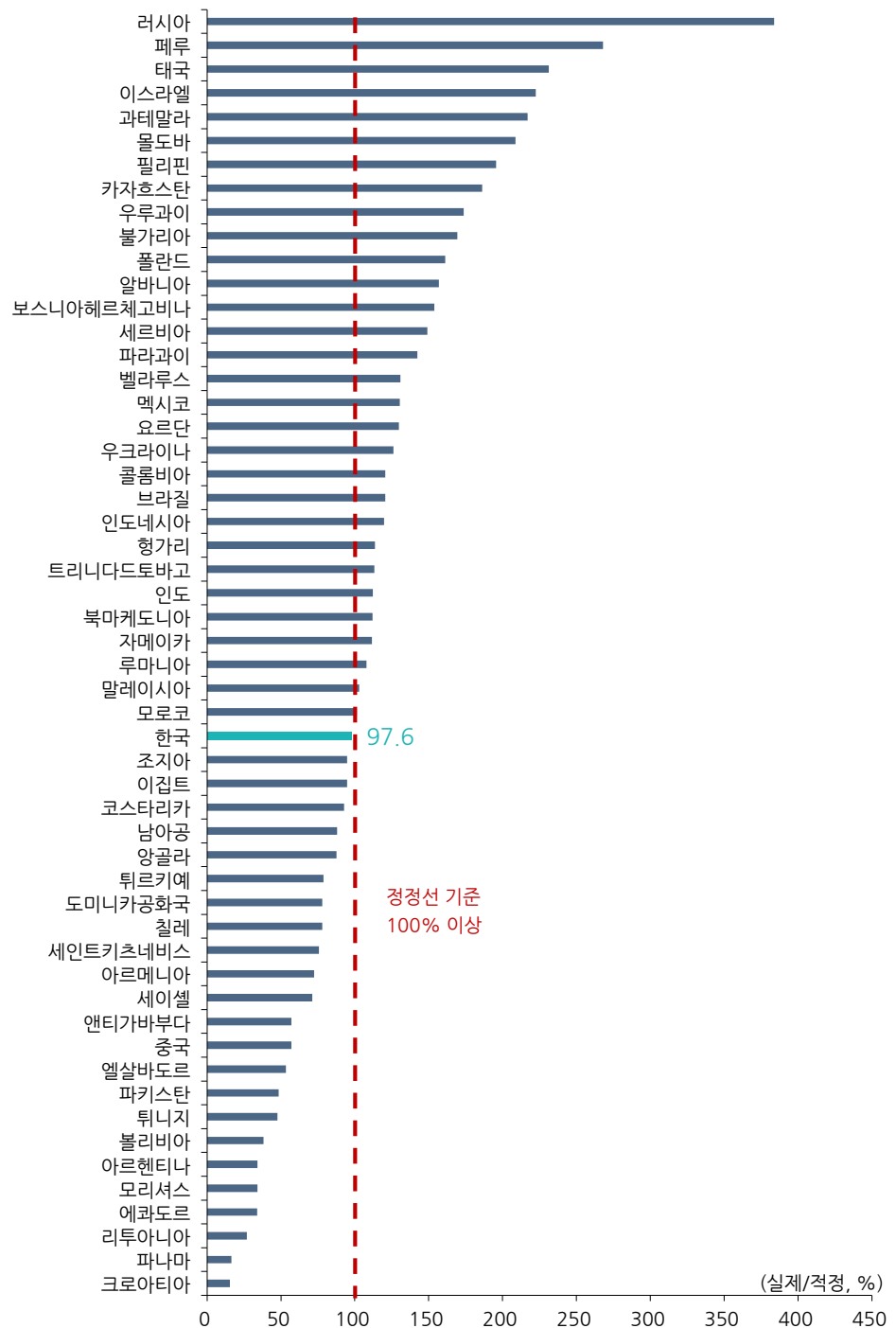
자료: 한국은행, IMF, 상상인증권 리서치센터

그림 44. IMF 적정외환보유액(ARA) 구성요소 및 비중

| (in percent)    |                | Short-term Debt | Other Liabilities | Broad money | Exports |
|-----------------|----------------|-----------------|-------------------|-------------|---------|
| Revised Weights | Fixed Floating | 30              | 20                | 10          | 10      |
|                 |                | 30              | 15                | 5           | 5       |

자료: IMF, 상상인증권 리서치센터

그림 45. 신흥국 적정 외환 보유액 대비 실제 외환보유액 비중(2025년 기준)



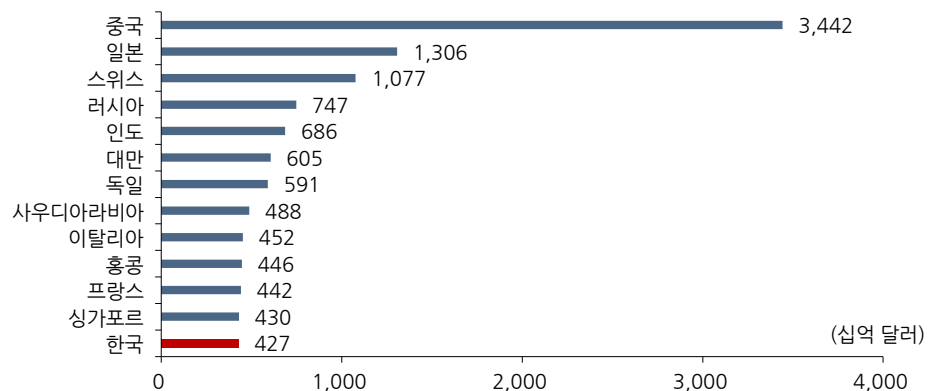
자료: IMF ARA metric, 상상인증권 리서치센터. 한국은 자체 계산

## 2) 외환보유액이 부족해진 이유?

결론부터 말하면 비율 하락의 원인은 분자가 아니라 분모다. 한국은행이 발표한 외환보유액은 '26년 6월말 4,273.6억달러로, 2022년말 이후 4년째 4,200억~4,300억달러대에서 유지되었다. 규모 순위로도 중국, 일본, 스위스 등에 이어 세계 13위다. 보유액은 건조한 데도 적정 보유액 대비 비율이 2024년 121%에서 2026년 91.5%로 하락한 것은, 결국 지표가 요구하는 필요 외화의 기준선이 보유액보다 훨씬 빠르게 높아졌다는 뜻이다.

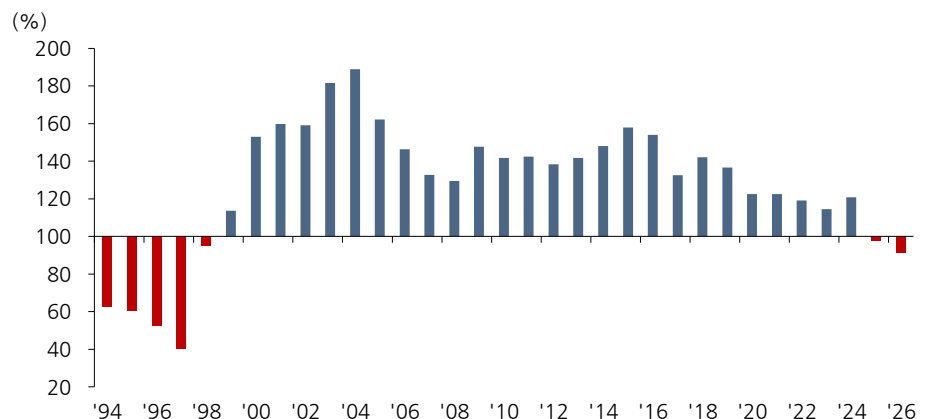
무엇이 얼마나 늘어서 기준선이 높아졌는지부터 보자. 지표가 요구하는 필요 외화는 2024년 3,440억 달러에서 2026년 4,670억 달러로 2년 새 1,230억 달러 커졌다. 증가분의 핵심은 외국인 보유 주식·장기채 항목으로, 기여액이 1,240억에서 2,180억 달러로 940억 달러 늘었다. 그 안의 지분증권 부채가 9,100억 달러로 불어난 것이 원인이고, 이는 차입이 늘어서가 아니라 외국인이 이미 들고 있던 국내 주식의 평가액이 증시 랠리로 급증한 결과다. 다만 이것을 장부상 착시로만 볼 수는 없다. 부채의 시가가 커졌다는 것은 증시 이탈시 빠져나갈 수 있는 외화의 규모가 실제로 커졌다는 뜻이고, 실제로 외국인의 증시 순매도 규모가 커지고 있기 때문이다.

그림 46. 글로벌 외환 보유액 순위(26년 5월 기준)



자료: IMF, 상상인증권 리서치센터

그림 47. 한국 IMF 적정외환보유액 대비 실제 외환 보유액 비율



자료: 한국은행, IMF, 상상인증권 리서치센터

주: 적정범위 100~150%. 2026년은 ~5월 데이터 기준

## 다른 방식으로 본 적정 외환보유액

ARA가 유일한 측정 방식은 아니다. 가장 오래된 측정 방식인 ①수입 개월수 기준은 위험이 경상거래뿐이던 시절의 유산으로, 한국은 6.0개월로 기준(3~6개월)을 통과한다. 아시아 외환위기가 남긴 ②가이도티-그린스펜 룰은 위기의 방아쇠가 무역이 아니라 단기외채의 차환 거부라는 인식에서 1년 내 만기 외채의 전액 커버를 요구하는데, 한국은 233%로 이 비율이 30%대였던 1997년과 비교할 수 없는 수준이다. 내국인 자본도피를 재는 ③보유액 대비 M2 비율은 15.8%로 가이드라인(5~20%) 안이고, 국가위험 가중을 도입해 ARA의 전신이 된 ④Wijnholds-Kapteyn 지표로는 한국처럼 위험이 낮은 나라에 합당한 가중치(5~10%)에서 94~134%로 사실상 통과권이다. ⑥신용평가 기준인 대외취약성지표(EVI)는 1년 안에 나갈 수 있는 자금(단기외채, 만기도래 장기채, 비거주자예금)과 보유액을 비교하는데 한국은 54%로 임계(100%)와 거리가 멀다. 종합하면 한국의 단기 대외지급능력은 대체로 양호하지만, 다양한 잠재적 자본유출을 함께 반영하는 ⑤ARA 기준에서는 외환보유액이 적정 범위 하단을 밑돈다는 점도 함께 평가할 필요가 있다.

그림 48. 다양한 방식의 외환보유액 적정성 평가

| 방법                  | 비고               | 기준            | 한국 최신   | 판정    |
|---------------------|------------------|---------------|---------|-------|
| ① 수입 개월수            | IMF 전통 기준        | 3~6개월         | 6개월     | 통과    |
| ② 가이도티-그린스펜         | 단기외채 전액 커버       | 단기외채의 100% 이상 | 233%    | 통과    |
| ③ 보유액/M2            | 자본도피 커버          | 5~20%         | 16%     | 통과    |
| ④ Wijnholds-Kapteyn | 저위험국 5~10% 가중 기준 | 100% 이상       | 94~133% | 통과권   |
| ⑤ IMF ARA           | 현행 표준            | 100~150%      | 91%     | 소폭 미달 |
| ⑥ EVI 근사            | 잔존만기 미반영 근사      | 100% 미만       | 54%     | 통과    |

자료: 각 이론 취합, 상상인증권 리서치센터

### 3) 위험 단계는 아니나 정책 여력 축소 불가피

ARA 기준 적정 외환보유액의 수준을 끌어올린 지분부채의 성격은 양면적으로 볼 필요가 있다. 외국인이 보유한 국내주식은 만기 상환 의무가 없는 위험분담 자본이다. 자금이 이 탈하더라도 정부나 기업이 원금을 상환해야 하는 것은 아니며, 주가와 환율의 조정을 통해 손실의 상당 부분을 매도 주체가 부담한다는 점에서 롤오버 위기를 유발하는 단기외채와는 위험의 성격이 다르다.

그러나 주식자금은 채권보다 이동 속도가 빠르다. 본고의 수급 분석에서 확인했듯 2026년 상반기 원화 약세의 가장 큰 요인은 외국인의 국내주식 순매도였다. 외국인 주식 보유액이 늘어났다는 것은 향후 일부 자금이 차익실현에 나설 때 발생할 환전 수요도 그만큼 커졌음을 의미한다. 증시 활황이 외환건전성에 일방적으로 우호적이라고 보기 어려운 이유다. 한국이 순대외채권국으로서 민간 대외자산이라는 2선 방어력을 갖추고 있다는 점은 1997년이나 2008년과 구조적으로 다른 조건이지만, 1선 방어 수단인 외환보유액의 운용 여력이 줄어든 것 역시 부인하기 어렵다.

종합하면 한국의 외환 방어력은 5개 지표가 일관되게 보여주듯 위기 임계와는 거리가 멀지만, 마냥 여유롭다고 평가하기도 어렵다. ARA 비율의 미달 폭은 기준선 100% 대비 8.5%포인트로 아직 한 자릿수에 불과하며, 1997년 당시 약 40% 수준과 비교할 정도는 아니다. 연중 수출의 연율화 수준과 외환보유액 변동에 따라 연말 수치가 달라질 가능성도 있다. 다만 분명히 달라진 것은 정책의 운신 폭이다. 필요 외화의 기준선이 4,670억달러까지 높아진 만큼, 보유액을 적극적으로 투입해 환율을 방어하기는 과거보다 어려워졌다.

이러한 결론은 앞서 제시한 환율 전망과도 맞닿아 있다. 원화 절하는 국제수지 발전단계에서 나타날 수 있는 자연스러운 현상이며, 25년간 통화 절상 없이도 외환위기를 겪지 않았던 대만이 그 실물적 사례다. 한국의 특수성은 변화의 속도에 있다. AI 투자 확대를 배경으로 상품수지 비율이 대만이 25년에 걸쳐 도달한 수준까지 이례적으로 빠르게 상승했고, 대만의 경로를 따른다면 시차를 두고 순대외자산 역시 이에 비례해 증가할 가능성이 크다. 다만 그 과정에서 환율은 과거와 다른 방향(절하)으로 움직일 수 있다.

순채무국 시기에는 대외포지션 개선이 건전성 회복을 의미해 원화 강세의 근거가 됐다. 반면 순채권국의 대외자산 축적은 자본수출의 누적을 의미하므로, 동일한 대외건전성 개선이 오히려 환율에는 상방 압력으로 작용할 수 있다. 여기에 외환보유액의 정책적 여유까지 줄어든 상황을 고려하면, 현재의 높은 환율은 건전성 붕괴의 신호라기보다 경성확자를 해외자산으로 전환해 축적하는 성숙한 채권국의 이행 과정에서 나타나는 가격에 가깝다. 당분간 펀더멘털 대비 저평가된 환율이 불가피할 전망이다.

#### Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최예찬)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

