

전략공감 2.0

Strategy Idea

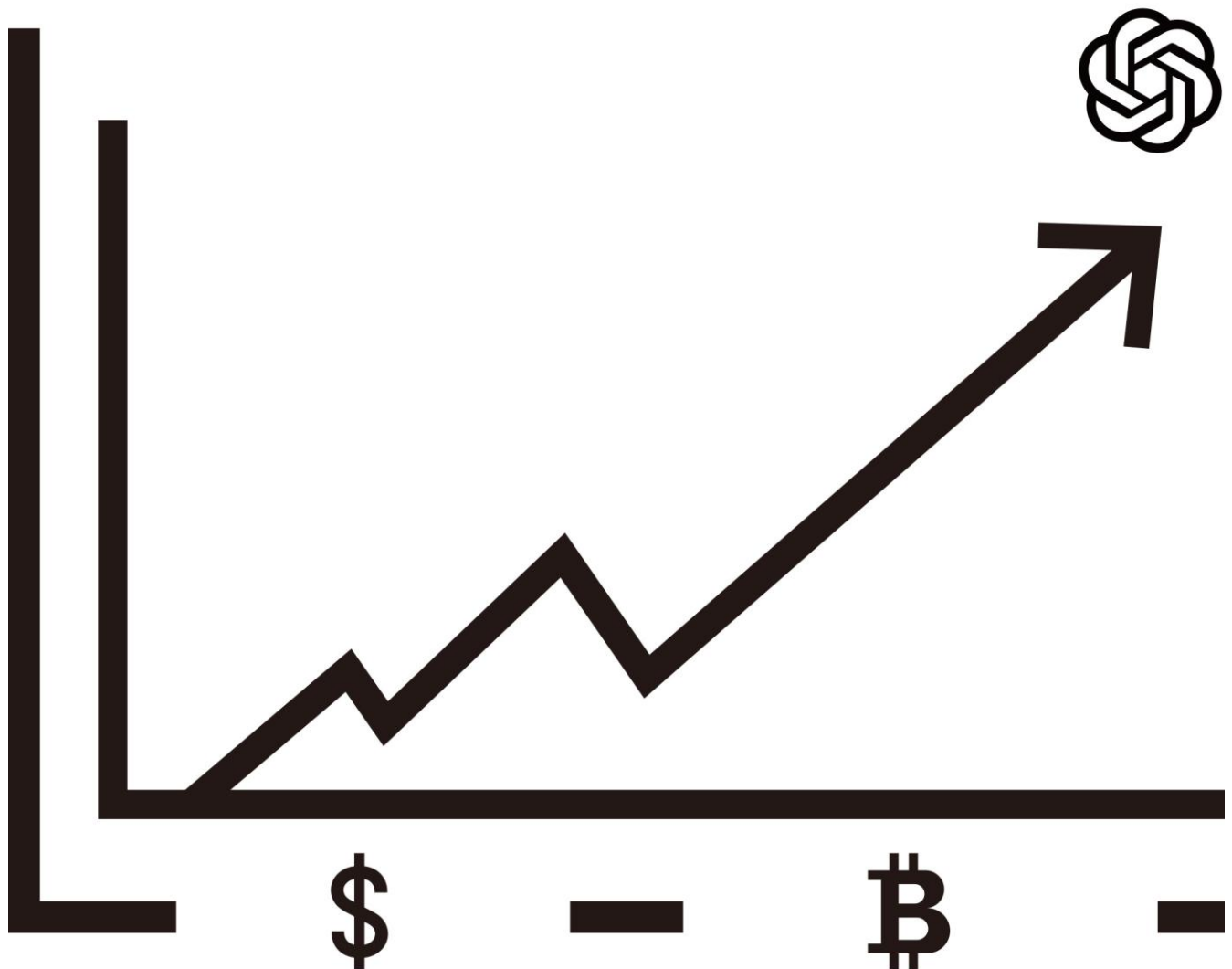
미-일 외환시장 공조 개입의 여러 논점들

오늘의 차트

상승종목 비율 86%, 그럼에도 KOSPI는 -5%

칼럼의 재해석

콘솔은 비싸지고 디스크는 사라진다, 바뀌는 것은 도달 방식이다



본 조사분석자료는 제 3 자에게 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

미-일 외환시장 공조 개입의 여러 논점들



경제분석

Economist 이승훈

seunghoon.lee@meritz.co.kr

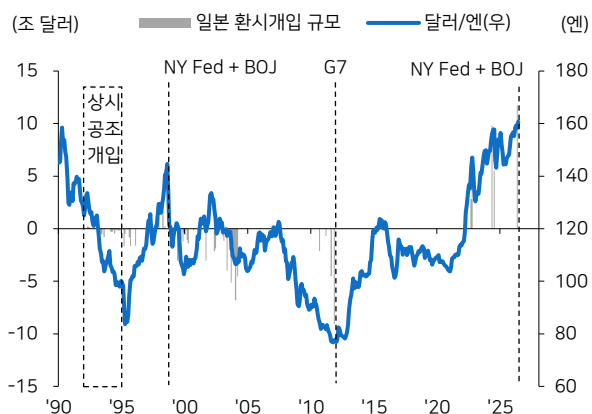
- ✓ 15년 만의 미-일 환시 공조개입, 28년 만의 엔화 매수 공조 개입이 명문화됨
- ✓ 미 국제금리 상승 압력을 제어하며 개입: Sell EUR-Buy JPY, 일본의 보유외환 소진도 방어
- ✓ 4가지 추가 논점: 1) 엔 캐리의 대규모 청산 없었고, 미국 계산에서는 있어서도 안됨, 2) 공조 개입으로 엔화 추세적 강세 전환 어려움, 3) 엔 약세/JGB 상승세 완화는 국내 재정건전성 문제가 선결되어야 할 것, 4) 원화 입장에서는 향후 엔화 강세 추가 진전 여부가 중요

15년 만의 미-일 공조 개입, 28년 만의 엔화 매수 공조 개입: 배경은?

지난 7월 31일, 미국-일본 양국은 2011년 동일본 대지진 이후 15년 만에 처음으로 “명시적인” 공동 외환시장 개입을 단행했다. 작년 9월 11일, 미국-일본 재무장관의 공동성명에 따르면, 양국은 외환시장 변동성이 극심해지거나, 질서 없는 통화 가치 절상/절하(excessively volatile or disorderly depreciation or appreciation)가 발생한 경우, 이에 맞서기 위한 개입 가능성을 열어 둔 바 있었다. 9월 30일 한국과도 거의 동일한 환율 공동성명 발표가 있었다.

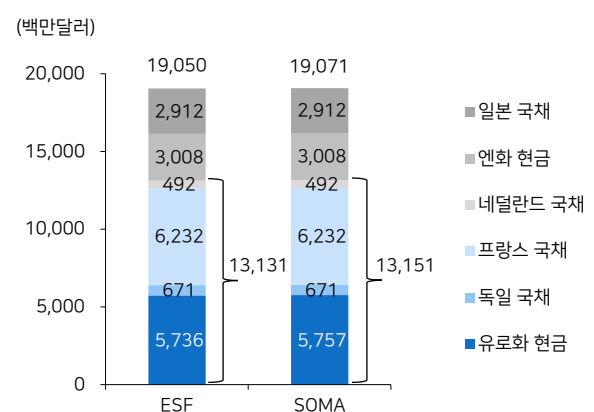
9월 공동성명 이후 미국 뉴욕 연은의 개입 가능성으로 해석되었던 “Rate check”이 2026년 1월 23일에 있었지만, 사후적으로 뉴욕 연은과 재무부 공히 실제 개입하지 않았다고 언급했다. 이번 개입은 양국의 공동 개입 사실이 명시화된 것이다.

그림1 일본 환시개입규모와 달러/엔



자료: FRED, 일본 재무성, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 ESF와 SOMA 보유 외환 규모(26년 3월말 기준)



자료: NY Fed, "Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations, Jan-Mar 2026"

이번 개입의 특이점은 미국 외환당국이 달러 매도-엔화 매수 방식을 택한 것이 아니라, 보유한 유로화를 매도하면서 엔화를 매수했다는 것에 있다. 외환안정기금과 연준이 보유한 유로화 표시 자산은 총 260억 달러에 달한다. 공개된 베센트 재무장관 메모에 따르면, 개입 규모는 50~100억 달러로 추산된다. 아울러, 일본도 외환시장 개입시 미 국채를 시장에 매도하는 것이 아니라, 코로나19 당시 대외부문 상설 달러조달 창구로 신설된 FIMA(Foreign and International Monetary Authorities) Repo Facility를 사용, 보유한 국채를 '미 연준의 공개시장 조작 창구(open market account)에 매각'하여 달러를 조달한 이후 7일 이내에 되사주는 조건으로 시장 개입에 나설 가능성을 밝히고 있다(7월 30일 개입의 FIMA 활용 여부는 아직 불분명). FIMA를 통한 달러 조달도 통상적인 환시 개입 형태와 다르다.

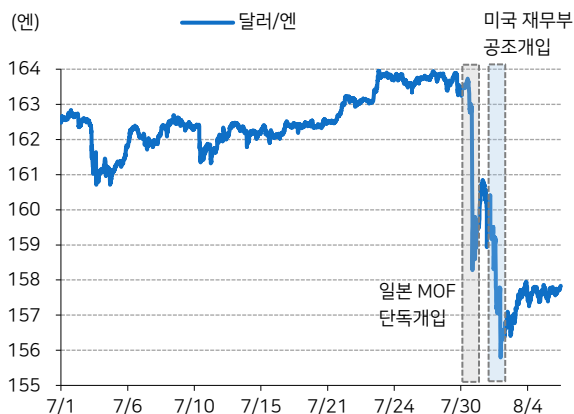
이 같은 창의적인 대안들이 나왔던 이유는, 현재 경제 및 금융시장 전반에 걸쳐 미국 장기금리 상승 민감도가 높아져 있는 상태이기 때문이다. 미국 이외 지역의 외환당국이 미 국채를 매각하면서 달러화를 조달할 경우, 이미 높아진 미국 장기금리의 추가 상승 요인으로 작용할 가능성이 있다. 가장 최근월인 2026년 5월 말 기준, 해외부문의 미 국채 보유잔액은 9.37조 달러이며, 이 중 일본이 1.14조 달러로 1위를 점하고 있어, 외환시장 개입을 위한 달러 매도일 경우 다른 나라가 같은 행동을 취하는 것에 비해 충격이 클 소지가 발생한다.

표1 2025년 9월 미-일, 한-미 재무부 공동성명 비교: 환율 관련 조항들

비교 항목	미-일 재무장관 공동성명 (링크)	미 재무부-한 재정부 공동성명 (링크)
발표일	2025년 9월 11일	2025년 9월 30일
시장결정 환율 원칙	명시적으로 포함	별도 문장으로는 포함되지 않음
과도한 변동성의 부작용	경제·금융안정에 부정적이라고 명시	독립된 문장으로는 없음
거시건전성·자본이동 조치	경쟁적 환율목적 사용 금지	동일
외환개입 조건	과도한 변동성과 무질서한 움직임에 한정	동일
절하·절상 대칭성	동일하게 개입 가능	동일하게 개입 가능
개입 내역 공개	최소 월 단위로 대외 공개	양국 당국 간 월 단위로 정보 교환
외환보유액·선물환	매월 공개	매월 공개
외환보유액 통화구성	매년 공개	매년 공개

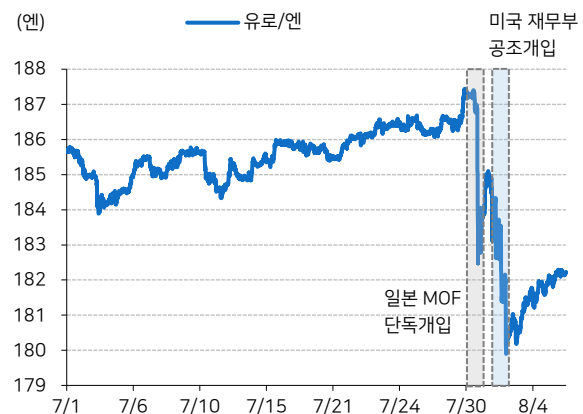
자료: U.S. Department of Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림3 7월 이후 달러/엔 (10분봉)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 7월 이후 유로/엔 (10분봉)



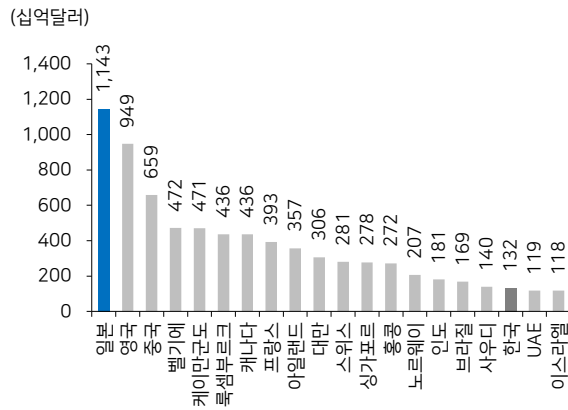
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

다른 한편에서 미국 스스로 개입하여 엔화를 지지해줄 경우, 선진국 금리의 바닥(floor) 역할을 해주었던 일본 국채(JGB) 금리 안정을 유발하면서, 간접적으로 미국 장기금리 하향 안정화를 유발할 수 있을 것이라는 계산도 있었다.

이 밖에 아시아 국가들의 통화가치가 안정화되어야 약속한 대미투자를 원활히 이행할 수 있다. 따라서 엔화를 건드리면, 엔화에 동조화되어 움직이는 아시아 통화의 절하 추세를 멈출 수 있다는 기대도 작용했다(한국은 외환시장 불안시 대미투자를 지연시킬 수 있다는 조항이 있음).

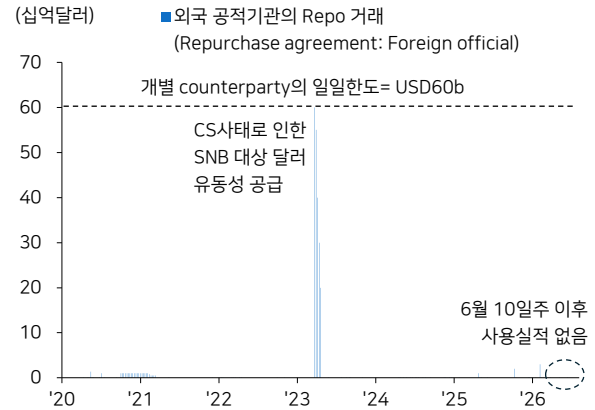
표 2의 주요 통화간 상관계수를 보면, 2026년 들어 달러 강세는 곧 엔화 약세였고, 엔화와 아시아 통화간 계수는 0.6을 일제히 상회하며, 2020년대 전구간에서도 엔-원 0.94, 엔-대만달러 0.85, 엔-인도 루피 0.91 등 높은 계수가 유지되었다는 사실(위안화는 엔화 대비 아시아 통화와 동조화 약화)도 이번에 미국이 특히 엔화에 대한 적극적인 환율정책(currency activism)에 나선 배경이었을 것으로 추정된다.

그림5 국가별 미 국채 보유잔액 (2026년 5월)



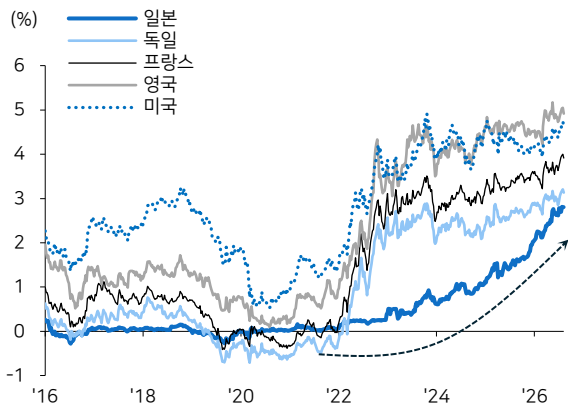
자료: U.S. Department of Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림6 연준 FIMA Repo Facility 잔액



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림7 주요 선진국 국채 10년물 수익률 추이 (주봉)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표2 연도별 주요 통화와 아시아 통화간의 상관계수

(상관계수)		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026*	전구간**
DXY	JPY	0.82	0.84	0.97	0.57	0.79	0.43	0.91	0.69
	CNY	0.85	-0.44	0.91	0.46	0.83	0.70	-0.55	0.68
	KRW	0.83	0.89	0.97	0.54	0.82	0.55	0.63	0.65
	TWD	0.89	-0.22	0.95	0.60	0.55	0.80	0.70	0.77
	INR	0.20	0.72	0.86	0.62	0.39	-0.26	0.63	0.47
	MYR	0.72	0.71	0.95	0.52	0.38	0.82	0.77	0.75
JPY	PHP	0.93	0.82	0.94	0.63	0.68	0.28	0.68	0.71
	KRW	0.64	0.84	0.95	0.59	0.66	0.73	0.64	0.94
	TWD	0.84	-0.29	0.96	0.93	0.61	0.41	0.60	0.85
	INR	-0.19	0.69	0.89	0.74	0.13	0.60	0.69	0.91
	MYR	0.37	0.76	0.95	0.94	0.47	-0.06	0.67	0.38
CNY	PHP	0.82	0.72	0.93	0.73	0.76	0.88	0.74	0.97
	KRW	0.95	-0.46	0.92	0.58	0.62	0.10	-0.42	0.65
	TWD	0.90	0.76	0.97	0.91	0.48	0.54	-0.36	0.84
	INR	0.36	-0.33	0.94	0.64	0.10	-0.76	-0.87	0.54
	MYR	0.80	-0.25	0.95	0.94	0.66	0.94	-0.33	0.62
	PHP	0.81	-0.33	0.93	0.73	0.56	-0.32	-0.77	0.64

주: * 2026. 1.1 ~ 8.7, ** 2020.1.1 ~ 2026.8.7

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

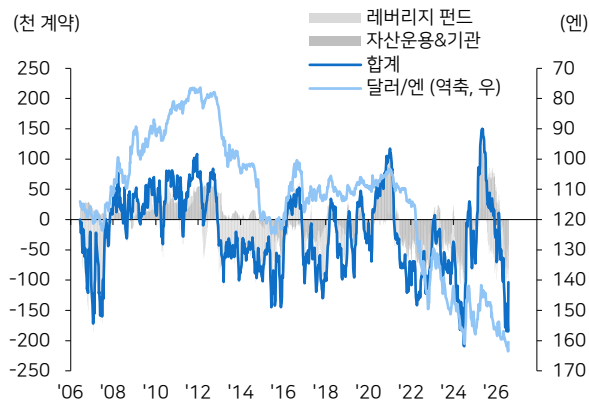
4가지 추가 논점들: 엔 캐리 청산 여부와 추세적 엔화 강세 전환 여부

15년 만의 공조 개입이자, 28년 만의 엔화 매수 개입이라는 특이점을 넘어, 채권/외환시장은 향후 다음의 4가지 논점에 관심을 기울일 것으로 판단한다: 1) 이번 공조 개입을 계기로 엔 캐리가 청산될까, 2) 이번 공조 개입이 1998년과 같은 추세적 엔화 강세의 신호탄일까, 3) 엔 약세와 JGB 상승세는 진정될 수 있는 문제인가, 그리고 4) 한국 원화 시사점은 무엇인가. 각각을 살펴보기로 한다.

1) 엔 캐리는 청산인가: 일부 포지션 되돌림 있었으나, 대규모 청산은 없었음

이번 개입 직전, 레버리지 펀드 중심의 엔화 비상업용 선물 순매도 포지션이 크게 누적되었다(레버리지 펀드 순매도 포지션: 개입 직전 10,199, 6월 말 11,540 계약). 개입 후 숏포지션의 되돌림이 있었으나, 여전히 순매도 6,082 계약이며, 2024년처럼 순매도가 순매수로 급격히 전환되는 청산은 아니었다. 한편, 엔화 FX 마진 거래 순매도 포지션도 올해 6월 중 2010년 이후 최고치인 2.6조엔이었다. 이 역시 포지션이 일부 되돌려졌을 것이다. 해외증권투자 flow가 바뀌었을 가능성은 낮다.

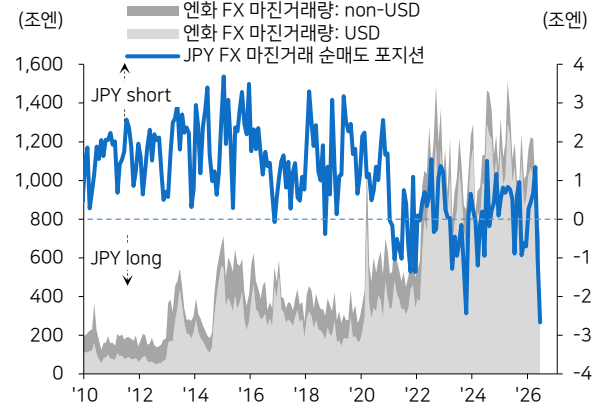
그림8 엔화 CFTC 비상업용 선물 순매수 포지션



주: 8월 첫째주까지의 데이터임

자료: Commodity Futures Trading Commission, 메리츠증권 리서치센터

그림9 엔화 FX 마진거래량 및 FX 마진거래 순매도 포지션



주: USD, EUR, GBP, AUD, CHF, CAD, NZD, ZAR. 6월까지 데이터임

자료: 일본금융선물협회, 메리츠증권 리서치센터

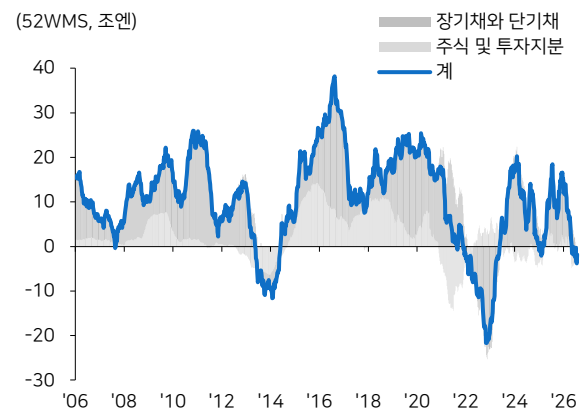
그림10 외국은행 일본지점의 외국본점 송금액



주: 6월까지 데이터임

자료: 일본은행, 메리츠증권 리서치센터

그림11 일본 투자자의 해외증권투자 누적 flow



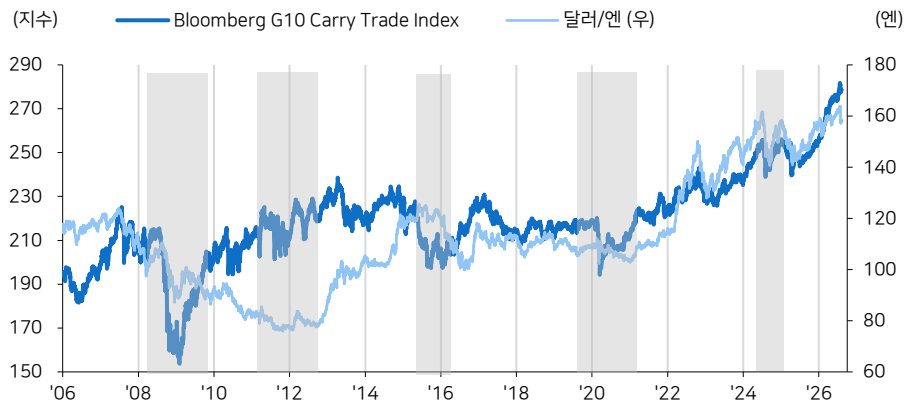
주: 7월 마지막주까지의 데이터임

자료: 일본 재무성, 메리츠증권 리서치센터

캐리 트레이드 전반의 전방위적 “청산” 이 부재했다는 신호는 Bloomberg가 집계하는 G10 Carry trade index의 흐름을 통해서도 재확인된다. 캐리 트레이드의 성과는 금리차에서 비롯되는 차익과 환율의 변화로 계산된다. 이번 개입으로 달러/엔은 163엔에서 157엔까지 내려왔으나, 일본 장기금리 하락이 동반되지 않았다. 이것을 보는 이유는, 해외에 투자한 자금들의 환류가 이루어졌을 경우 상대적으로 일본 엔화 표시 자산의 매력이 증대되었을 가능성 때문이다. 과거의 청산 사례에서는 Carry trade index의 하락과 더불어 일본 장기금리 하락이 동반되었다.

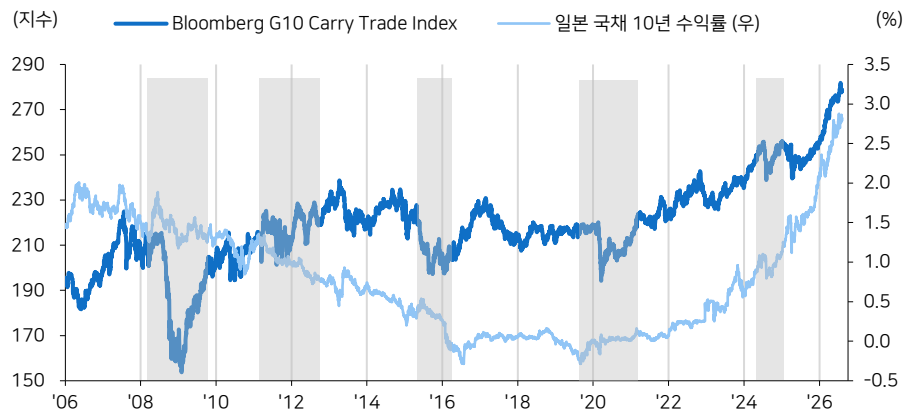
더욱이, 미국 재무부가 개입했을 때도, 과격한 엔 캐리 청산이 수반되지 않는 것에 목적을 두었을 가능성이 크다. 일본이 외환보유액을 소진하면서 미 국채에 매도압력을 가할 것을 우려해 직접 개입을 한 것인데, 민간 자금이 움직여 같은 압력이 부여된다면 공조 개입의 의미가 없기 때문이다. 공조 개입을 통해 추세적 엔화 강세를 만들고자 한다면, 매우 점진적인 방향을 도모할 가능성이 크다는 생각이다. 달러/엔이 158엔으로 반등했음에도 추가 움직임이 부재한 이유일 것이다.

그림12 Bloomberg G10 Carry Trade Index와 달러/엔



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 Bloomberg G10 Carry Trade Index와 JGB 10년 수익률



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2) 이번 공조 개입이 1998년과 같은 추세적 엔화 강세의 신호탄일까?

Fatum & Hutchison(2003)는 한 달 미만의 단기 구간에서 환율에 유의한 영향을 미치고, Ito(2002)는 추정에 따라 효과가 20~50배까지 클 수 있다고 분석한다.¹ 미국의 공조가 가세하며 신호 효과(signaling effect)가 강화되기 때문이다.

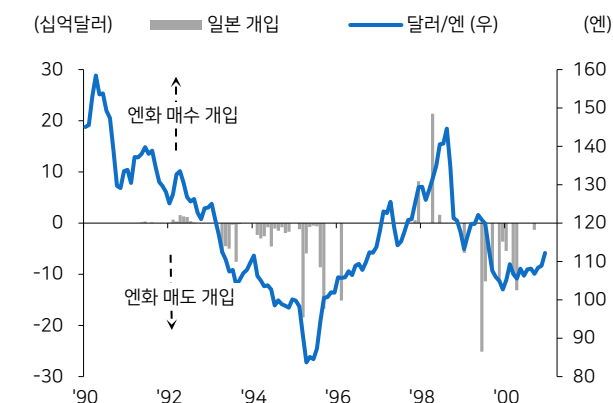
그러나 공조개입과 추세 반전과는 거리가 있다. 1998년의 경우도 뉴욕 연은과 일본 은행이 6월에 개입했지만, 엔화 강세 전환은 1) 러시아 모라토리엄과 2) LTCM 파산과 같은 매크로 리스크 표면화가 계기였다. 당시 엔화는 금, 스위스 프랑과 함께 안전자산으로 취급받았던 것도 한 몫 했다. 1995년과 같이 미국의 달러 약세 용인 기조 전환과 반복적인 국제 공조개입 (독일 마르크화 포함) 정도의 변화가 수반된 이후에야 엔화 추세가 반전되었다는 점을 상기해야 한다.

그림14 1998년 달러/엔 환율 추이



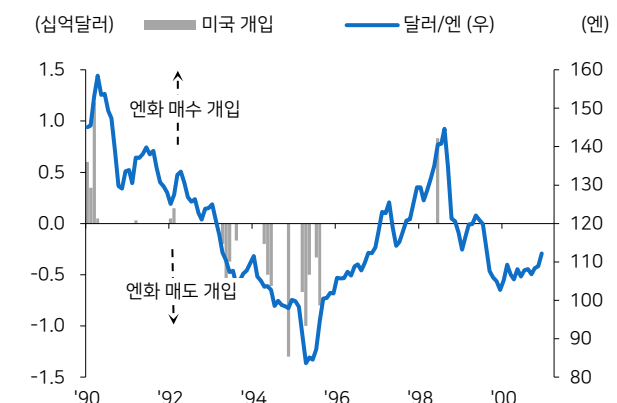
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 1990년대 일본 환시개입과 달러/엔



자료: 일본 재무성, 메리츠증권 리서치센터

그림16 1990년대 미국 환시개입과 달러/엔



자료: FRED, 메리츠증권 리서치센터

¹ Rasmus Fatum and Michael M. Hutchison, "Effectiveness of Official Daily Foreign Exchange Market Intervention Operations in Japan" NBER Working Paper No. 9648 April 2003
Takatoshi Ito, "Is Foreign Exchange Intervention Effective?": The Japanese Experiences in the 1990s", NBER Working Paper No. 8914 April 2002

3) 엔 약세와 JGB 상승세는 진정될 수 있는 문제인가?

외환시장 개입은 시장의 과도한 엔화 숏포지션을 되돌리고, 속도와 변동성을 바꾸는 데에는 효과적일 수 있다. 반복적인 개입이라면 선진국 환율 정책의 변화로 읽히며 추세를 바꿀 수도 있다.

그러나, 최근 엔화에 영향을 미쳤던 요인들을 생각해 본다면 개입만으로 해결될 수 없는 고질적인 문제들이 있는 것 같다. 이들을 열거해보면, 1) 미국과 일본의 금리차가 200bp가량 벌어져 있는 상태에서 2) 일본 재정위험과 BOJ의 독립성 훼손 이슈가 공존한다. 더불어 3) 일본의 대외투자 확대 역시 중기 엔화 약세 요인이라는 지적도 있다. JGB 금리 상승과 엔화 약세가 궤를 같이 한 것은 2)의 문제가 다카이치 총리 취임 이후 불거졌고, 최근 들어 1) 식료품 소비세 감세 영구화 우려, 2) 국방지출 확대 자원 문제와 더불어 3) 2040년까지 370조엔 전략투자 자원 배분 문제 등이 복합적으로 얹히면서 심화되었다.

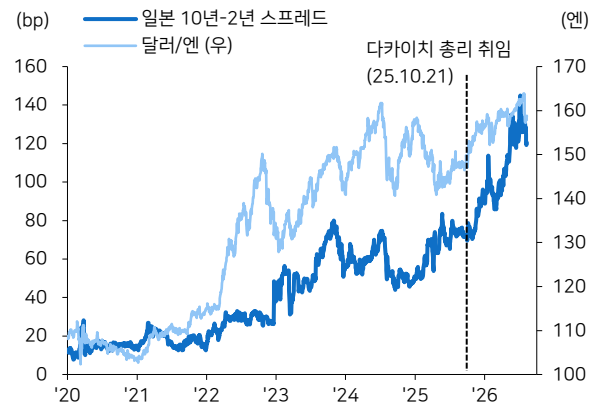
따라서 국내 문제에 따른 장기금리 상승 및 엔화 약세 압력을 방어하려면, 1) 식료품 소비세가 2년 한정으로 인하된다는 약속과 더불어, 2) 국방지출 증액과 370조엔 전략투자 집행시의 자원 마련 방안을 구체화해야 할 것이다.

그림17 미-일 금리차와 달러/엔



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 일본 10-2년 스프레드와 달러/엔



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 일본의 재정건전성 문제를 유발하는 국내 요인들

정책	내용	성격
감세	식료품 소비세	8% → 1%, 2027년 4월부터 2년
	휘발유 잠정세율 폐지: 경유 잠정세율 폐지:	기존 추가세율 25.1엔/L 폐지, 2025년 말부터 2026년 4월 1일 폐지
(참고)	전기·가스 지원: 유류가격 보조:	전기·가스 요금 보조 (전쟁 충격 대응) 세율 폐지 전후 가격충격 완화를 위한 보조
재정지출	국방비 확대	2022년 기시다 정부가 수립한 계획 2023~27년 5년간 방위력정비계획에 43조엔 지출
	전략투자	17개 전략분야, 62개 제품/기술에 대한 370조엔 규모 중장기 공공/민간투자 로드맵

자료: 일본 내각부, 재무성 등의 자료를 참고하여 메리츠증권 리서치센터 정리

다른 한편에서, 다카이치 일본 총리는 지난 5월에 이어 8월 초에도 일본은행에 장기금리 급등을 억제하기 위한 일본 국채매입을 주문했다. BOJ는 6월 회의에서 2027년 4월부터 월간 JGB매입액을 2조엔으로 고정하여 시중금리에 구조적으로 대응하고, 무질서한 금리 급등시에만 한시적으로 매입액을 늘리는 방침을 정했는데, 정치권에서 국채매입 압력이 꾸준히 들어오고 있는 것이다.

상기한 일본은행의 독립성 훼손 우려는 당연히게도 장기금리 상승 요인(기간 프리미엄 확대)이자, 엔화 약세 요인이다. 일본은행은 기초적 물가압력이 2%를 넘을 환경에 대비하여 금리인상 기조를 이어갈 필요가 더욱 커진 것으로 판단한다. 따라서 상기한 1), 2) 조건 외에 일본은행의 역할은 **3) 늦어도 10월에는 금리인상을 단행하는 것이다**. 현재 선물시장이 9월 인상 확률을 63%, 10월 인상 확률을 100%로 반영하고 있기 때문이다. 조건들이 충족되지 않는다면 미국 금리인상 우려 후퇴에 따른 달러 약세분 만큼의 되돌림 (혹은 그 이하)만 가능할 것이다.

4) 원화 시사점은?

원화에는 이번 조치가 의미 있는 것이다. 엔화가 아시아 통화의 약세 기준점을 추가적으로 낮출 위험을 줄였기 때문이다. 미국 입장의 경우, 아시아 역내 통화가 지나치게 평가절하되었을 경우 대미투자를 저해할 수 있기에 추가 개입 여지도 열어 놓았다. 따라서 이는 달러/원 상방을 방어하는 재료로도 해석할 수 있다.

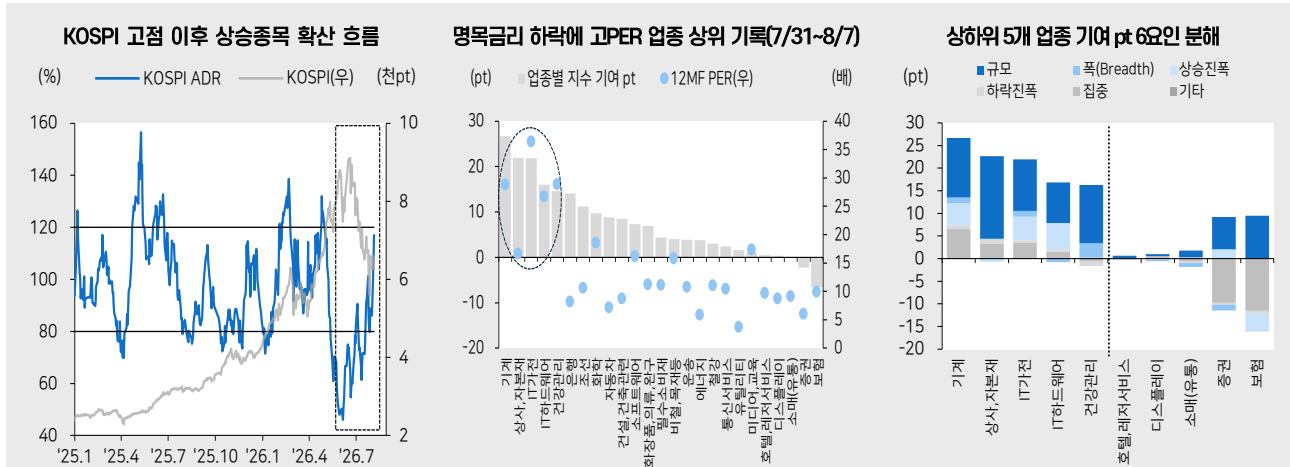
한편, Reuters 보도에 따르면, 한국 외환당국도 미-일 공조개입 시점인 7월 30일에 이례적인 개입을 단행한 것으로 알려졌다. 정책공조 차원이다. 향후 원화는 당국이 미-일 공조개입에 동참하는 지 여부보다는, 1) 국내 외화자금 유출입, 2) 연준 연내 금리인상 기대 변화 여부, 그리고 3) 아시아 통화 중 코로나19 이후 상관계수가 계속 높았던 엔화 시장가격 움직임에 연동될 전망이다. 향후 엔화의 점진적 강세가 진행될 경우 원화 강세의 추가 진전 요인이 될 것이다.

당사는 달러 대비 원화 가치가 재차 약세로 전환하기 보다는 중기적으로 1,400원 혹은 그 이하 수준에 수렴할 가능성을 여전히 높게 본다. 연내 기대할 수 있는 강세 요인으로는 1) 연준 인하 기대 후퇴, 2) 주요 수출기업의 경상흑자 recycling (국내투자, 성과급 지급, 주주환원), 그리고 3) 상기한 엔화 약세 방어 요인 중 일부 혹은 전부 현실화에 따른 엔화의 점진적 강세 시현 등을 들 수 있을 것이다.

오늘의 차트

염승준 연구원

상승종목 비율 86%, 그럼에도 KOSPI는 -5%



주1: ADR(Advance Decline Ratio)은 20거래일 동안 상승종목 누계를 하락종목 누계로 나눈 백분율 지표. ADR이 100%인 경우 상승종목수와 하락종목수가 균형
 주2: 업종별 지수 기여 pt 산정은 7월 31일 종가 대비 8월 7일 종가로 계산. 반도체 업종은 제외
 주3: 규모(업종 시가총액 크기만으로 기대되는 pt), 폭(Breadth)(상승종목 비율 차이), 상승진폭(오른 종목이 시장 평균보다 더 올랐는지), 하락진폭(빠진 종목이 시장 평균보다 더 빠졌는지), 집중(업종 내 대형주가 소형주보다 더 올랐는지), 기타(지수 구성 변경에 따른 기계적 항)
 자료: FnGuide, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

지난 주 KOSPI는 종목 85.6%가 올랐는데(상승종목 691개, 하락종목 87개, 유지종목 29개) 지수는 -5.1%(6,595.45pt → 6,258.77pt, -333.68pt) 하락한 한 주였다. 반도체 (-520.60pt), 보험(-6.60pt), 증권(-2.25pt), 소매(유통)(-0.04pt) 이외 모든 업종이 양(+)의 기여를 했으며 반도체 하락분을 22개 업종(+192.81pt)이 만회한 모습이다. 기여 상위 업종으로 기계(+26.67pt), 상사/자본재(+21.93pt), IT가전(+21.89pt)이 꼽힌다.

KOSPI 지수 자체는 6,000pt 선에서 등락을 거듭하고 있지만 내부를 들여다보면 상승종목 확산 흐름이 뚜렷이 관찰된다. KOSPI ADR은 7월 31일 88.8에서 8월 7일 117.0까지 상승했다. 종목과 업종 선별 역량이 중요해진 종목 장세이다. 지난 주 시장 색깔을 분석해보면 전반적인 금리 커브 하락(미 2년물 -9.0bp, 10년물 -8.5bp, 30년물 -6.4bp)에 기계(28.9배), IT가전(36.5배), IT하드웨어(26.8배), 건강관리(28.9배)와 같은 고PER 업종이 기여 pt 상위를 기록했다(명목 금리 하락 수혜 자산군인 금 현물 주간 +7.4%).

다만 업종별 기여 pt를 산출하는 로직상 시가총액 규모 효과가 상당 부분을 차지하기에, 기여 pt 단일 지표만 보는 것은 한계가 있다. 예를 들면, 상사/자본재는 규모 효과가 전체 기여의 83%를 차지한다. 반면 기계 업종(+26.67pt)은 규모(+13.12pt, KOSPI 내 시총 비중 3.14%), 폭(Breadth)(+1.28pt, 상승종목 비율 91.4% vs 시장 85.6%), 상승진폭(+4.88pt, 상승률 평균 +10.60% vs 시장 +7.94%), 하락진폭(+0.77pt, 하락률 평균 -0.02% vs 시장 -3.30%), 집중(+6.55pt, 시총가중 수익률 +12.85% vs 동일가중 +9.69%) 요인별로 분해할 수 있다. 이처럼 상승이 확산되는 국면에선 업종이 어떤 경로로 지수에 기여했는지 분석해 시장 색깔을 읽어내는 것이 중요하다는 판단이다.

칼럼의 재해석

김수민 연구원

콘솔은 비싸지고 디스크는 사라진다, 바뀌는 것은 도달 방식이다 (EUROGAMER)

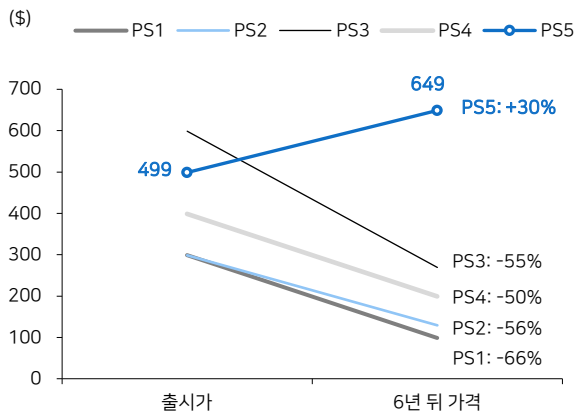
콘솔 시장에서는 두 가지 변화가 동시에 진행되고 있다. 하나는 하드웨어 가격 상승이고, 다른 하나는 물리적 유통의 축소다. 주요 플랫폼 사업자들이 세대 중반에 가격을 인상하면서 하드웨어 판매량이 감소하는 가운데, 소니는 2028년 1월 이후 출시되는 신작의 디스크 생산을 종료하기로 했다. 다만 디스크 생산 중단은 변화의 원인이라기보다 이미 진행된 디지털 전환의 결과에 가깝다. 소니의 풀게임 소프트웨어 매출 중 디지털 비중은 이미 82%에 달하고, 캡콤은 93%까지 높아졌으며 GTA VI는 디스크가 존재하지 않는 사전 예약 판매를 택했다. 중요한 것은 디스크가 사라진다는 사실 자체가 아니다. 물리적 유통의 축소는 1) 리테일과 중고시장으로의 신규 물량 유입을 제한하고, 2) 유통 비용을 줄여 타이틀당 퍼블리셔 수익액을 높이는 동시에, 3) 매대라는 무료 광고 지면을 없애 신규 IP의 발견 비용을 높인다. 결국 이번 콘솔 전환은 단순히 시장 규모의 문제가 아니라, 게임이 소비자에게 도달하는 방식과 그 과정에서 발생하는 수익 및 비용 구조가 바뀌는 문제라고 판단된다.

40년 만에 깨진 콘솔 가격 공식

콘솔 산업에는 40년간 이어진 수익 공식이 있었다. 하드웨어를 역마진에 가깝게 출시한 뒤 원가 하락에 따라 가격을 낮춰 설치 기반을 확대하고, 이후 소프트웨어와 서비스에서 수익을 회수하는 구조다. 하드웨어는 이용자를 확보하기 위한 수단 이었고, 시간이 지날수록 제조사에 유리한 구조였다. 2026년 이 공식이 깨졌다. 주요 플랫폼 사업자 전원이 세대 중반에 가격을 인상했고 일부는 두 차례 올렸다. PS5는 499.99달러에서 649.99달러(+30%), Xbox Series X는 799.99달러(+60%)로 인상했고 스위치2는 9월 1일부터 499.99달러(+11%), 스팀덱은 790달러(+44%)로 오른다. 세대 6년 차인 현시점에 399달러 PS5 번들이 매대를 채우고 있어야 정상 이나, 실제로는 기기가 노후화될수록 가격이 오르고 있다.

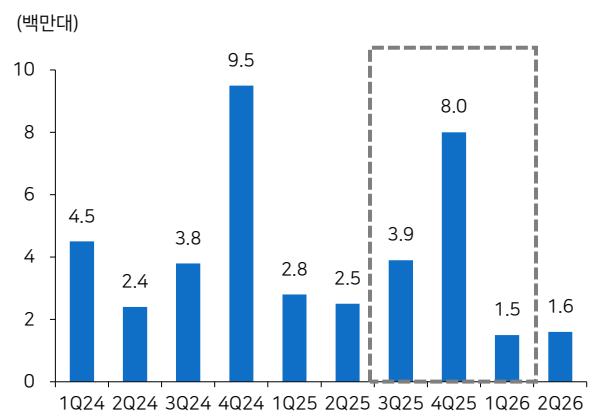
원인은 부품 원가 상승이다. AI 데이터센터 수요가 메모리 등 주요 부품을 흡수하면서, 마진이 낮고 소비자 가격 저항이 큰 게임 하드웨어의 조달 여건이 악화됐다. 옴디아에 따르면, PS5 기본형 원가의 최소 20%가 메모리인데, 이 항목이 두세 배가 되면 남은 선택지는 손실 감수, 사양 축소, 가격 인상 셋뿐이다. 하드웨어 가격을 낮춰 설치 기반을 확대하는 전략이 어려워진 만큼, 플랫폼 사업자는 기존 이용자 기반에서 더 많은 수익을 확보하는 방향으로 움직일 수밖에 없다.

그림1 세대별 콘솔 가격 궤적, PS5만 6년 차에 반등



자료: 소니, 메리츠증권 리서치센터

그림2 PS5 분기 출하량, 가격 인상 직후 역대 최저 기록



자료: 소니, 메리츠증권 리서치센터

하드웨어는 안 팔려도 이익은 늘었다

가격 인상의 영향으로 하드웨어 출하는 크게 감소했지만, 소프트웨어와 서비스 수익은 오히려 증가했다. 2026년 1~3월 PS5 출하는 150만대로 46%, 4~6월 출하는 160만대로 36% 감소했다. 반면 같은 기간 월간 활성 이용자는 1억 2,500만 계정으로 사상 최고치를 기록했고, 소니의 게임·네트워크 서비스 영업이익은 2,020억 엔으로 YoY 37% 증가했다.

이는 하드웨어 판매량 감소가 반드시 플랫폼 수익성 악화로 이어지는 것은 아니라는 점을 보여준다. 이미 확보한 설치 기반과 이용자를 바탕으로 소프트웨어 및 네트워크 서비스에서 수익을 확대하는 구조가 자리 잡고 있기 때문이다. 콘솔 사업의 무게중심이 하드웨어 판매에서 소프트웨어와 서비스 수익으로 이동하고 있음을 보여주는 대목이다.

2028년 1월 디스크 종료, 소니만의 이야기가 아닐 수도

소니의 디스크 생산 중단은 갑작스러운 전략 변화라기보다 이미 진행된 디지털 전환을 공식화한 결정에 가깝다. 지난 7월 1일, 소니는 2028년 1월부터 플레이스테이션 신작의 물리 디스크 생산을 종료한다고 발표했다. 2027년까지 출시되는 타이틀과 이미 유통 중인 디스크에는 영향이 없어 시장이 단기간에 사라지는 것은 아니지만, 적어도 신규 타이틀이 물리 유통망에 추가되는 경로는 차단된다.

중요한 것은 이 결정이 이미 진행된 현실을 반영한 점이다. 2Q26 기준 소니의 풀 게임 소프트웨어 매출 중 디지털 비중은 82%에 달하며, 캡콤은 판매 본수 기준 디지털 비중이 93%다. 소비자에게는 소유권과 선택권의 문제지만, 플랫폼과 퍼블리셔 입장에서는 유통 비용과 수익성의 문제다. 시장이 이 결정을 향후 PS6의 디스크 드라이브 부재 가능성을 보여주는 신호로 해석하는 이유도 여기에 있다.

시장 전체로 봐도 미국에서 2026년 PS 실물 디스크판 10만장을 넘긴 타이틀은 7개뿐이고, GTA VI는 디스크 없이 다운로드 코드만 담아 나온다. 플랫폼별로는 방향이 갈린다. 마이크로소프트는 차세대 프로젝트 헬릭스가 디스크 드라이브 없이 나올 것으로 관측되며 보유 디스크를 디지털 권리로 전환하는 기능을 시험 중인 데, 엑스박스 원 초기 구상의 재현에 가깝다. 반면 닌텐도는 스위치2에서 게임카드 병행을 유지해 3사 중 물리 매체를 남기는 유일한 사업자가 될 가능성이 높다.

표1 주요 사업자 디지털 판매 비중 (최근 실적 기준)

기업·플랫폼	디지털 비중	기준 시점	산정 기준	물리 유통 방침
소니 (PlayStation)	82%	CY 2Q26	풀게임 소프트 매출	2028년 1월 신작 디스크 종료
캡콤	93%	CY 2Q26	디지털 다운로드 비중	차기 계획 95.4% 전망
스퀘어에닉스	81.3%	FY 2026	게임 판매 본수	패키지 498만본 / DL 2,170만본
닌텐도	61.5%	CY 2Q26	소프트웨어 매출	게임카드 병행 유지
테이크투 (GTA VI)	디지털 다운로드 코드	2026년 11월 출시	신작 단일 타이틀	디스크 없이 코드 인 박스

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터 정리

리테일과 중고, 먼저 무너질 쪽

디스크 생산 중단에 직접적인 충격은 게임 개발사가 아니라 물리적 유통 생태계에 먼저 나타날 가능성이 높다. 특히 중고시장은 신규 게임이 물리 매체로 유통되어야 거래될 수 있다는 점에서 구조적인 영향을 받는다.

Dataintel에 따르면 글로벌 세컨드핸드 게임 시장은 2025년 72억달러 규모로 추정되며, 2034년에는 138억달러까지 성장할 것으로 전망된다. 지역별로는 북미가 36.8%로 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 미국에서는 2025년 게임 거래의 38% 이상이 중고 거래였던 것으로 추정된다.

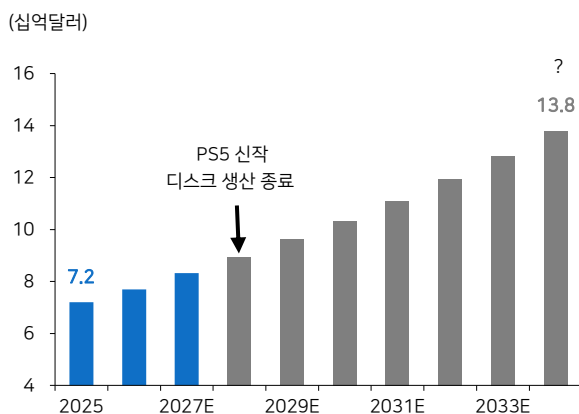
역사적으로 과거 판매된 게임의 최소 3분의 1이 중고로 거래되었고 판매된 게임은 게이머들에게 현금처럼 작용하여 새 게임을 구매하는 데 사용되었다. 기존에 유통된 게임의 중고 거래는 당분간 지속되겠지만, 시간이 지날수록 거래 가능한 신작의 공급이 줄어들면서 시장 자체가 축소될 가능성이 높다.

퍼블리셔가 얻는 것, 소비자가 잃는 것

퍼블리셔에게는 반대다. 중고 거래는 퍼블리셔 매출로 환류되지 않으므로 그 경로가 사라지면 일부 수요가 신작으로 이전된다. 더 직접적인 것은 유통 마진이다. \$70 게임 기준 퍼블리셔 수취액은 실물보다 디지털 판매에서 더 높다. 서드파티 퍼블리셔의 경우 실물 게임은 제작·배송·소매 및 플랫폼 라이선스 비용 등으로 약 50%가 비용으로 발생해 판매가의 약 50%인 \$35만 수취하는 반면, 디지털 게임은 플랫폼 수수료 30%(약 \$21)를 제외한 약 70%인 \$49를 수취할 수 있다. 디지털 전환만으로 타이틀당 퍼블리셔 수취액이 약 \$14 증가하는 셈이다.

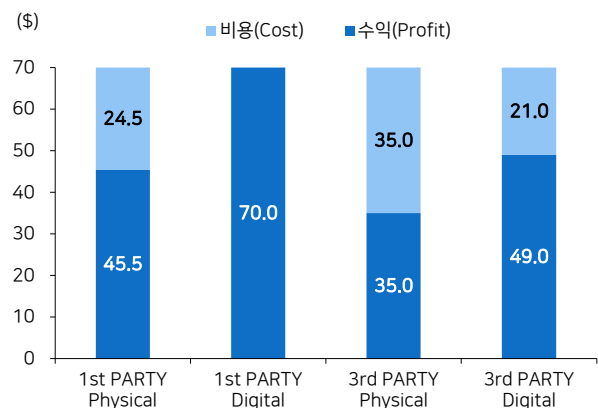
특히 퍼스트파티 게임은 플랫폼 수수료 부담이 상대적으로 낮아 디지털 판매를 확대할 경제적 유인이 더욱 크다. 디스크 생산 및 물리 유통의 축소가 플랫폼과 퍼블리셔에게 수익성 개선 요인으로 작용하는 이유다.

그림3 중고 게임 시장, 2028년 이후 신작 유입 중단



자료: Dataintel, 메리츠증권 리서치센터

그림4 \$70 타이틀 1장당 퍼블리셔 수취액, 피지컬 vs 디지털



자료: GAMERANT, 메리츠증권 리서치센터 정리

반면 소비자가 잃는 것은 중고 거래 경로만이 아니다. 물리적 유통은 시간이 지날수록 게임 가격이 자연스럽게 낮아지는 할인 경로로도 기능했다.

네덜란드 웹사이트 Tweakers가 PS5 게임 16종의 4년간 가격을 추적한 결과, 소매 가격은 시간이 지나면서 하락했지만 PS Store에서는 출시 이후에도 정가가 유지되는 경우가 많았다. 디지털 가격은 세일 기간에만 일시적으로 낮아졌다가 다시 원가격으로 돌아오는 경우가 많았으며, 특히 퍼스트파티 타이틀은 물리판보다 저렴해지는 사례가 드물었다. 조사 대상 중 영구적으로 가격이 인하된 타이틀은 「Horizon Forbidden West」 한 종에 불과했다.

즉, 디지털 전환은 퍼블리셔의 수익성을 높이는 대신 소비자가 이용할 수 있는 가격 경쟁과 구매 경로를 줄일 가능성이 있다. 다만 소매점이 코드 인 박스나 바우처를 계속 취급할 경우 디지털 코드 가격 경쟁이 남아 있을 가능성은 있다.

그림5 같은 게임, 실물 디스크 가격이 더 싸다

Verkoopprijs Elden Ring

PlayStation Store-prijs vergeleken met de laagste prijs in de Pricewatch.



Data begint op 8 juli 2022.

주: 「Elden Ring」의 PlayStation Store 디지털 가격 VS. 소매점 판매 기반 최저 실물 가격

자료: Tweakers Pricewatch, PSPrices.com, 메리츠증권 리서치센터

손익의 반대편에 놓이는 또 하나는 발견 비용이다. 리테일 지점 매대의 패키지는 그 자체로 무료 광고 지면이었고 인지도가 낮은 신규 IP에는 특히 중요했다. 디지털 스토어에서 발견은 알고리즘과 유료 마케팅에 영향을 받으며, 결국 마진 절감분의 일부는 마케팅비로 재배분될 가능성이 높다.

시장은 줄지 않는다, 경로가 바뀔 뿐

결국 콘솔 시장의 변화는 시장 규모보다 수익 구조와 유통 방식의 변화에 주목할 필요가 있다. 하드웨어 판매가 정체되더라도 디지털 전환을 통해 플랫폼과 퍼블리셔의 수익성은 개선될 수 있다. 반면 물리적 매대가 사라지면서 신규 IP가 소비자에게 노출될 기회가 줄어들고, 이에 따라 마케팅 비용은 높아질 수 있다. 결국 달라지는 것은 시장의 크기보다 게임이 소비자에게 도달하는 방식이다.

원문: Sony's decision to kill off PlayStation discs could destroy the \$7.2bn used game market

(EUROGAMER)