

외환 한눈에보는상상인지

최예찬 | FX/원자재

02-3779-3519

yc.choi@sangsanginib.com



QR코드로 간편하게
상상인증권
투자전략 채널

반도체 기업들의 300조 주주환원, 외환시장 영향은?

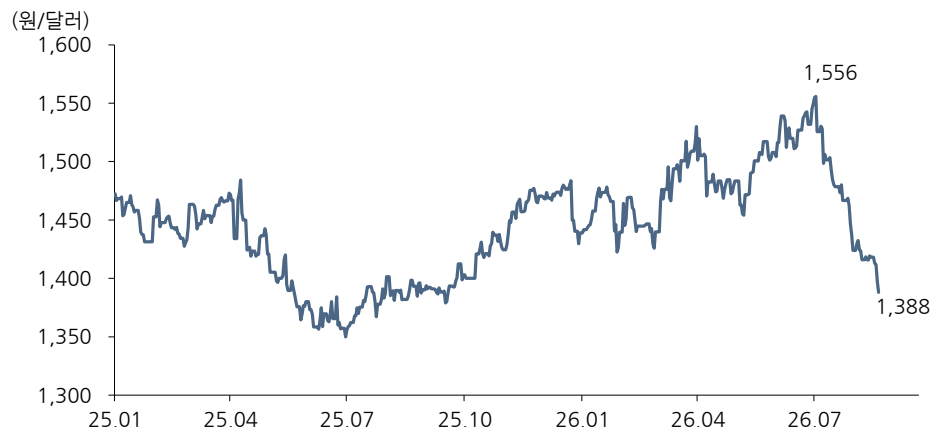
최근 환율 하락의 원인은 전자&닉스의 주주환원 기대가 반영

8월 19일 달러/원 환율은 1,300원대에 진입했다. 이는 달러 약세에 편승한 움직임이 아니라 원화만의 고유한 강세였다. 원화는 7월부터 뚜렷한 강세로 돌아섰는데, 여러 요인들 중에서도 7월 중 강세는 SK하이닉스 ADR 조달자금의 유입 효과가 컸다. 하이닉스는 시장 충격을 줄이기 위해 ADR 자금을 20~30영업일에 걸쳐 하루 10억달러 전후로 분할하여 환전한 것으로 추정되며, 7월 중순 개시 기준 25영업일 가량 지났기에 8/19 기준 일추 마무리되는 일정으로 보인다. 그럼에도 원화가 추가 강세를 보인다는 것은 또 다른 동력이 가세했다는 뜻이다. 당사는 삼성전자와 SK하이닉스의 대규모 주주환원에 대한 기대감이 원인인 것으로 판단한다.

300조 원화 마련을 위해서는 대규모 환전 불가피

구체적인 주주환원 발표는 아직이지만 시장에서는 삼성전자 100조~200조원, SK하이닉스 100조원 수준을 예상하고 있다. 두 회사 모두 3개년 잉여현금흐름(FCF)의 50% 가량 환원하는 정책을 운영 중이기 때문이다. 최대 300조원을 원화로 조달해야 하는 기업 입장에서 대규모 환전이 불가피하다는 계산이 외환시장에 반영되는 것으로 판단된다. 300조원은 약 2,110억달러이며 하이닉스 ADR 조달액 265억달러(40조원)와 비교할 경우 7~8배 수준이다. 이 기대가 선반영되며 수출업체 네고가 선제적으로 출회되고 투기적 달러 매도까지 가세하며 환율을 1,300원대로 낮추고 있는 요인으로 판단한다. 환원 방식과 역송금을 감안한 환율의 순 영향은 -180원~+51원 구간으로 판단, 환전 비중과 환원 방식에 따라 외환시장 영향의 편차가 클 전망이다. 당사 Base Case 환율 영향은 -18원~77원(50~60% 환전, 6~12개월 분할)으로 전망. 시차 구조상 단기는 하방 경로가 우세할 전망이다. (12개월 환율 레인지: 1,325~1,400원)

그림 1. 달러/원 환율 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

하이닉스 ADR 사례를 참고한 환전 영향 측정: 10억 달러당 -4.9원

구체적인 발표 전이므로 주주환원의 환율 영향은 규모와 방식에 대한 가정 하에서 추정할 수밖에 없다. 기업별 원화 보유 현황과 조달 방식에 따라 편차가 크다는 점 또한 감안하여야 하겠다. 우선, 환전 규모가 외환시장에 미치는 영향 자체는 최근의 가장 좋은 사례인 하이닉스 ADR로 측정해 볼 수 있다. ADR 관련 보도가 유통되기 이전인 1/2~6/13(112영업일)의 자료로 달러/원과 주요국 통화(달러인덱스·엔·위안·대만달러)의 정상 관계를 추정한 뒤, 6/16일부터 최근일인 8/18일까지를 표본외 예측해 실제 환율과의 잔차를 구했다. 잔차를 원화 고유 요인으로 보고, 더미변수로 하이닉스 환전의 영향력을 구분했다.

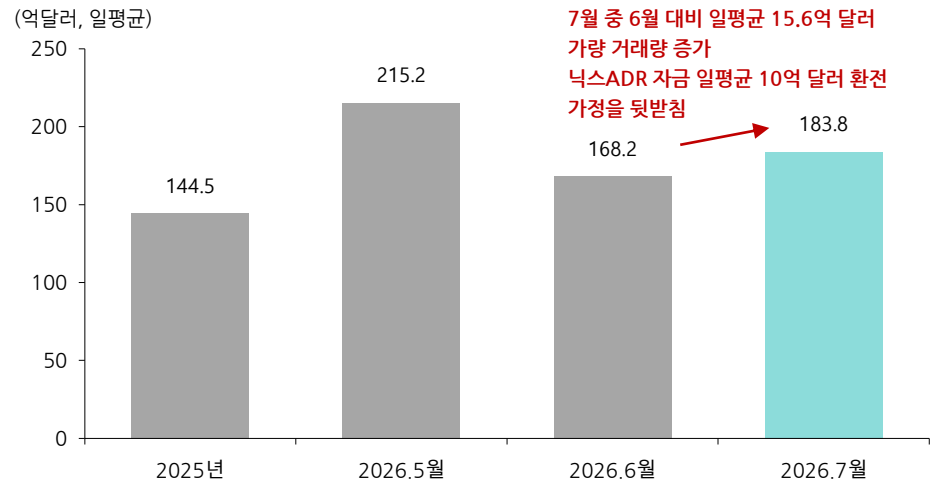
다만 하이닉스 자금의 구체적인 환전 방식은 공시되지 않기에, 전적으로 보도자료와 당사의 추정에 기인한다. 하이닉스는 시장 영향을 최소화하기 위해 20~30영업일에 걸쳐 나눠 환전한 것으로 판단되며, 일평균 10억달러를 가정했다. 이는 7월 달러/원 현물환 일평균 거래대금의 5% 수준이다. 실제 7월 원/달러 현물환 일평균 거래대금이 전월 대비 15.6억달러 가량 증가하였기에, 하루 10억달러 안팎의 분산 환전 가정과 방향이 부합한다.

효과는 세 구간으로 나뉜다. 국면①: 환전 기대효과(환전 계획 보도와 선물환 매도 등 영향이 겹친 7/3~7/14), 국면②: 실제 환전 진행 구간의 추가 효과(보도된 분할환전 기간인 20영업일에 해당하는 7/15~8/11), 국면③: 환전 막바지 구간(8/12~8/18)이다. 기타 통화 기준 환율(8/18 기준 1,551원) 대비 차액(잔차)은 누적으로 -9.9%(-142원)이며, 이 중 국면①이 -57원(일평균 -0.48%), 국면②가 -74원(일평균 -0.25%)을 설명하고, 국면③은 -3원(일평균 -0.05%)으로 사실상 영향이 종료된 것으로 판단 가능하다. 원화 고유의 절상이 환전 추정 기간이 끝나는 시점과 함께 소멸한 것으로, 효과가 실제 자금 집행과 동행했음을 보여준다. 국면①과 ②는 동일한 265억달러 자금의 선반영과 실현이므로 하나의 총 누적 가격효과로 해석해야 하며, 그 합계는 -8.9%로 원화 환산 시 약 129원이다.

국면①에서의 효과가 큰 이유는 기대반영 및 선물환 매도가 같은 구간에 겹쳤기 때문이다. 환전 계획이 보도되면서 시장은 향후 유입될 260억달러 이상을 한꺼번에 가격에 반영하기 시작했고, 같은 기간 하이닉스의 선물환 매도를 받은 은행들이 환위험 헤지를 위해 현물시장에서 달러를 즉시 매도하면서 실제 매도 압력까지 더해진 것으로 추정된다. 1,500원대 달러 강세에 기대던 롱 포지션의 손절 물량도 가세했다. 반면 국면②에서는 환전 스케줄이 이미 알려진 상태라 시장이 물량을 예상하고 소화했고, 일평균 충격이 절반 수준으로 줄었다.

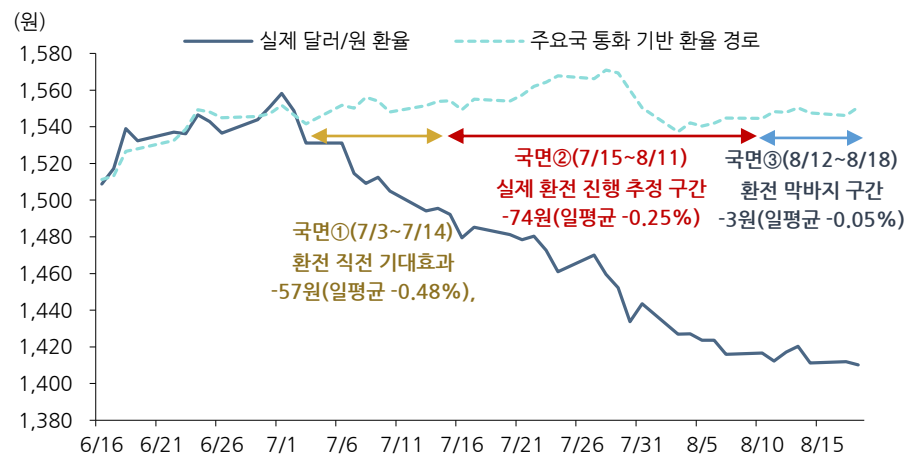
ADR의 총 누적 가격효과를 계수로 환산하면 환전수요(달러 매도, 원화 매수) 10억달러당 환율 -4.9원(129원/265억달러)이다. 분모를 조달액 265억달러로 잡은 수치이며 전액 환전을 전제한 하한으로, 실제 환전이 180억달러에 그쳤다면 10억달러당 7.1원까지 커진다. 자금 유입이 시작된 7/15부터 8/18까지는 광복절 대체휴일(8/17)을 제외하면 24영업일로 20~30영업일 분할 가정의 중후반부에 해당하며, 국면③의 잔차 소멸을 감안하면 환전은 사실상 마무리 국면인 것으로 추정된다. 이하 시나리오에는 10억달러당 -4.9원을 적용하였다.

그림 2. 달러/원 현물환 일평균 거래대금



자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

그림 3. 달러/원 실제 환율과 주요국 통화 기반 환율 경로



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

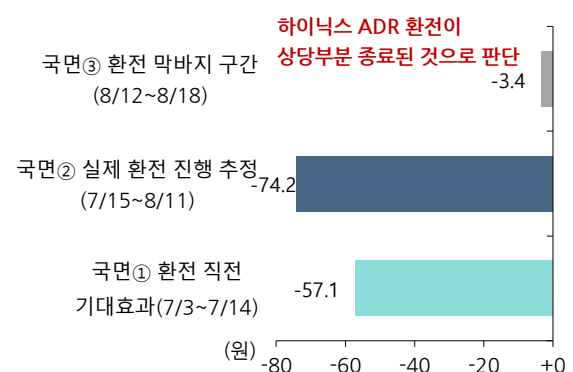
주: 달러인덱스-엔-위안-대만달러 기반, 1/2~6/13 추정 관계의 표본외 예측 경로

표 1. 달러/원 실제 환율과 주요국 통화 기반 환율 간 잔차 요인 분해

구간	일수	일평균(%)	기여(%)	원화(원)
국면① 환전 직전 기대효과 (7/3~7/14)	8	-0.483	-3.86	-57.1
국면② 실제 환전 진행 추정 (7/15~8/11)	20	-0.252	-5.04	-74.2
국면③ 환전 막바지 구간 (8/12~8/18)	5	-0.046	-0.23	-3.4
기저 (6/16~7/2 수준)	46	-0.016	-0.73	-11.0
잔차 합계			-9.86	-141.7
ADR 총 누적효과 (①+②)			-8.90	-128.5
환율 영향(원/10억달러)				+4.9

자료: 상상인증권 리서치센터

그림 4. 잔차의 변수별 환율 누적 기여



자료: 상상인증권 리서치센터

실제 환전 규모와 순 영향 추정

삼성전자와 하이닉스가 최대 300조원을 환원한다 해도 300조원을 전부 환전하지는 않는다. 주주환원 방식 중, 배당과 신규 자사주 매입은 원화 현금이 요구되기에 환전 수요를 유발하나, 기존 보유 자사주의 소각은 현금이 나가지 않는다. 따라서 배분은 다음과 같이 가정하였다. 삼성전자 200조원 가정은 기존 정기배당 9.8조원 + 추가환원 190.2조원의 30%(당사 가정)인 57조원을 특별배당으로 할당, 나머지 133조원을 자사주 매입으로 배분할 것으로 가정하였다. 하이닉스 100조원은 8월 19일 확정된 자사주 매입 및 소각 40조원과 나머지 금액을 배당으로 가정하였다. 두 기업을 합산하면 배당 127조원(42%), 자사주 173조원(58%)이다. 기보유 자사주 소각은 전체 300조원 주주환원 계획의 일부가 기존 보유분 소각으로 충당될 가능성을 감안해 최대 10%(30조원)까지 열어두었다. 다만 본 보고서의 300조원은 2026년을 포함한 주주환원 사이클 전체를 기준으로 하며, 삼성전자와 하이닉스가 2026년 초 이미 각각 14.6조원, 12.2조원 규모의 자사주를 소각한 점을 고려하면 추가로 활용할 수 있는 기보유 자사주 소각 여지는 약 3조원 수준으로 제한적이다. 이에 따라 향후 환원의 대부분은 신규 배당과 자사주 취득을 통해 집행될 것으로 가정하였다.

실제 8/19 장마감 이후 하이닉스는 40조원 규모의 자기주식 취득 후 전량 소각을 공시했다(취득기간 8/20~11/19). 시장 매입하여 소각하는 방식이라 현금 유출은 매입 시점에 원화 40조원 전액 발생하게 된다. 다만 하이닉스의 ADR 조달액이 약 40조원으로 이번 취득 규모와 유사하고, 상당 부분의 환전이 이미 진행된 것으로 추정되는 만큼 추가 환전 수요는 제한될 가능성이 있다.

1)배당의 경우 원화의 상당분은 다시 달러로 환전될 공산이 크다. 배당은 외국인 지분을 고려해야 하기 때문이다. 외국인 지분율은 삼성전자 46.7%, 하이닉스 50.8%로 약 50%를 적용하고, 외국인이 받은 배당은 배당소득세(15%로 가정)를 제한 금액의 상당 부분이 재투자되지 않고 해외로 환류된다는 보수적 가정에 90%를 적용하였다. 약 49조원($127조 * 0.5 * 0.85 * 0.9$)이 역송금 되는 가정이다.

2)자사주 매입은 매도 주체에 따라 환시 영향이 다르다. 외국인이 매도하면 받은 원화를 다시 달러로 바꿔 나가면서 기업의 환전과 상쇄되고, 국내 투자자가 매도하면 달러환전 수요는 제한된다고 가정하였다. 매도 주체를 외국인과 국내투자자가 반반으로 보고 0.5를 곱하여 신규 매입 170조원 중 85조원이 역환전(달러 매수, 원화 매도) 될 것으로 추정하였다. 국내 투자자가 매도대금으로 해외주식을 매수하며 환전되는 경로도 고려할만 하나, 보통 시차를 두고 나타나는 경향이 있고 측정에 어려움이 있어 이번 계산에서는 생략했다.

한편 실제 환전 규모는 기업의 원화 유동성과 자금조달 방식에 따라 크게 달라질 수 있다. 삼성전자는 2025년에도 대규모 영업현금흐름과 원화 차입 여력을 보유하고 있었던 만큼, 배당 및 자사주 매입에 필요한 원화를 반드시 외화자산 환전으로 조달했다고 보기는 어렵다. 향후 대규모 주주환원 역시 보유 원화, 국내에서 창출되는 현금흐름, 계열사 배당 및 원화 차입 등을 우선 활용하고 부족분만 외화 환전을 통해 조달할 가능성이 높다. 따라서 명목상 주주환원 규모가 크더라도 실제 외환시장에 유입되는 달러 매도 수요는 이에 크게 못 미칠 것으로 판단한다.

표 2. 주주환원 300조원 배분 가정

구분	항목	금액(조원)	비고
삼성전자	기존 정기배당	9.8	연 9.8조원 정책
	특별배당	57.1	추가환원 190.2조원의 30%
	자사주 매입 및 소각	133.1	잔여분
	소계	200.0	
SK하이닉스	배당	60.0	가정
	자사주 매입 및 소각	40.0	8/19 공시 확정 (8/20~11/19)
	소계	100.0	
합산	배당 합계	126.8	42%
	자사주 매입 합계	173.2	58%
	기보유분 소각	3.2	30조 - 기소각 26.8조(전자 14.6+닉스 12.2) 반영
	신규 자사주 매입(현금성)	170.0	
	현금성 환원 합계	296.8	

자료: 한국은행, 상상인증권 리서치센터

표 3. 배당 역송금 가정

단계	적용률	금액(조원)
배당 총액		126.8
× 외국인 지분율	50%	63.4
× 배당소득세 차감(세후)	85%	53.9
× 본국 인출률	90%	48.5
=배당 역송금 (배당 총액 대비)	38%	48.5

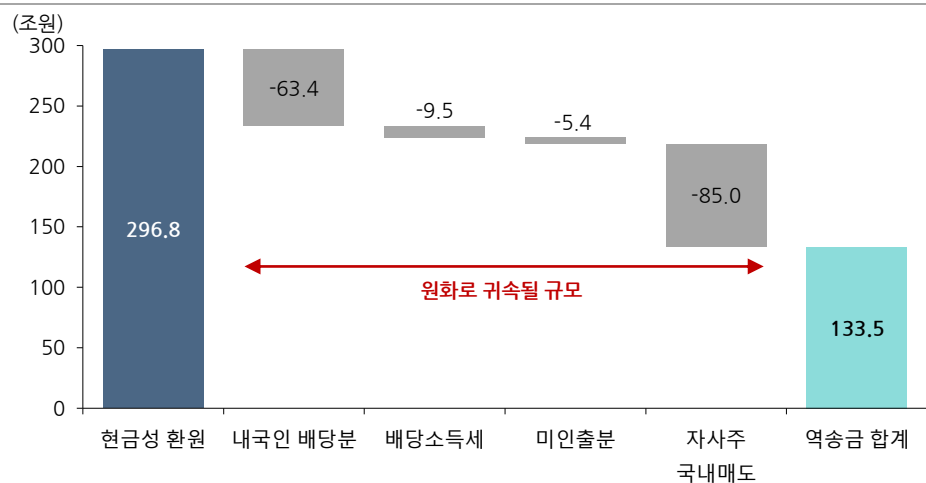
자료: 상상인증권 리서치센터

표 4. 자사주 매입 및 총 역송금(환전) 가정

단계	적용률	금액(조원)
신규 자사주 매입		170.0
× 외국인 매도 비중	50%	85.0
=자사주 역환전		85.0
역송금 합계 (배당+자사주)		133.5
손익분기 환전비율 (133.5/296.8)	45%	

자료: 상상인증권 리서치센터

그림 5. 당사 가정 하에서의 현금성 환원 296.8조원 중 역송금은 133.5조원



자료: 상상인증권 리서치센터

시나리오별 달러/원 환율 영향: Base Case 1,325~1,400원, 단기 하방 우위

이를 종합하면 역송금은 현금성 환원 297조원에 대해 약 134조원으로 추정되고, 기업의 현물환 매도는 환전비용에 따라 74조~237조원 구간이 예상된다. 손익분기 환전비용은 45%(약 134조원)로, 이를 상회하여야 순 효과가 원화 강세로 이어진다. 시나리오는 ①최소환전(25%, 24개월), ②50% 환전(12개월), ③적극환전(80%, 6개월)의 세 가지로 설정했다.

①최소환전에서는 역송금이 기업 환전을 상회해 순 59조원의 달러 수요가 발생하며 환율은 51원 상승한다. ②50% 환전은 손익분기를 소폭 웃돌아 15조원의 달러 순공급, 18원 하락에 그친다. ③적극환전에서만 104조원의 달러 순공급으로 180원 하락하는데, 이는 이론적 상한에 해당한다. 일평균 강도도 거래대금의 3.2%(5.9억달러)에 달해 시장 적응과 당국 대응을 감안하면 실현폭은 작아질 가능성이 높다.

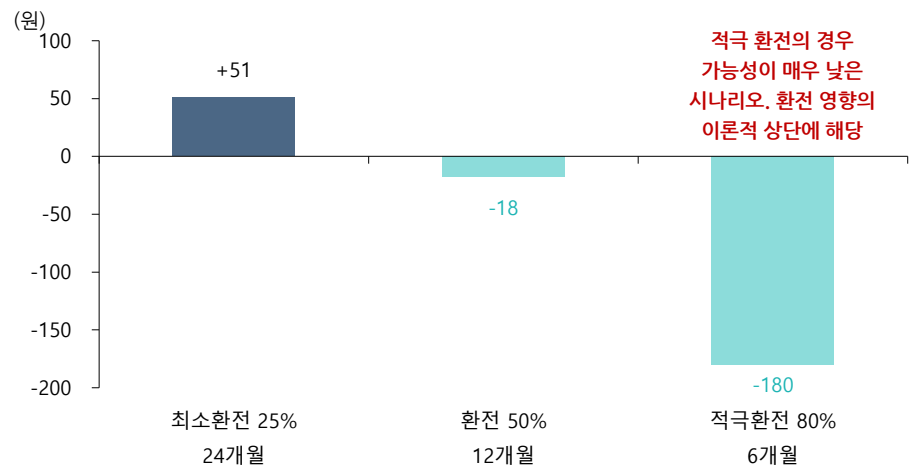
구체적인 기업의 환원 정책 발표 전이라 가정이 많고 편차가 큰 점도 감안할 필요가 있다. 더불어 계수 -4.9원이 추정된 당시 달러/원은 1,500원대로 금융위기 이후 최고 수준이었고, 고점 인식 속 롱스탑 물량이 연쇄적으로 출회되는 등 하방 민감도가 이례적으로 높았다. 같은 규모의 유입이라도 포지션 정리가 끝난 1,400원 안팎에서는 가격 반응이 축소될 가능성이 크다. 따라서 적극환전 시나리오의 -180원은 환율 영향의 최극단으로 보아야 하겠다.

다만 추정의 함의는 분명하다. 단기 수급측 환율 추가 하락 요인이 발생했으며, 단기와 중기의 영향이 다르다는 점이다. 당사 베이스 케이스는 환전 50~60%(148~178조원), 6~12개월 분할 집행이다. 대규모 환전은 원화 절상을 통해 수출 마진을 스스로 훼손하는 만큼, 기업들은 현금성 환원 297조원 전액이 아니라 50~60% 수준을 분할하여 환전할 가능성이 높을 것으로 판단하였다. 이 경우 역송금 133조원을 상쇄한 달러 순공급은 15~45조원, 누적 환율 영향은 -18원~-77원으로 반영될 전망이다. 즉 12개월 환율 레인지는 1,325~1,400원 수준으로 계산된다.

더 중요한 부분은 누적 효과보다 시차에 있다. 환전의 영향은 ①발표 전후 기대 선반영(선물환, 포지션 조정), ②실제 환전에 따른 원화 수요, ③배당 역송금과 자사주 매도대금의 역환전에 따른 달러 수요 순으로 시장에 영향을 미칠 전망이다. 환율 하락 요인인 ①과 ②가 먼저 나타나기에 총합 누적 영향은 제한적이더라도 단기 환율 하락은 확실시된다. ADR 사례의 기대효과 국면에서 나타난 -57원 하락에 대입하면 구체화 발표 전후 -50원 수준의 추가 하락이 가능하며, 이미 일부 진행 중인 것으로 판단된다. 배당 지급과 역송금 간 시차 역시 단기 하락 폭을 키우는 요인이다.

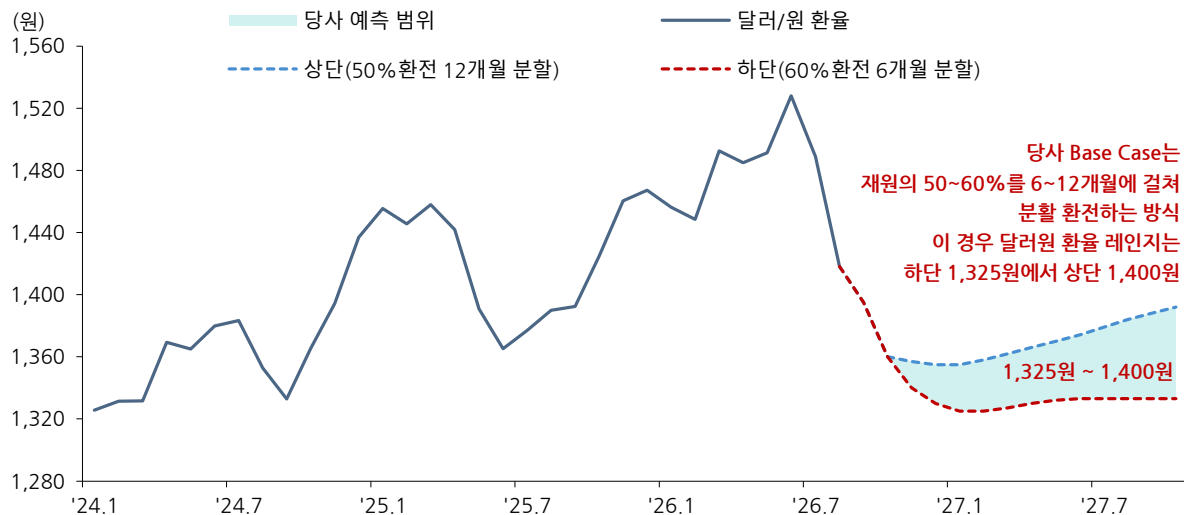
그러나 이후에는 배당 역송금과 매도대금 역환전이 누적되며 되돌림 압력이 커진다. 적극적 환전이 확인되지 않는 한 주주환원발 원화 강세를 추세로 연장하려면 추가 이벤트가 필요하다. 결론적으로 단기 환율은 하방 우세, 중기는 되돌림의 비대칭 경로를 전망하며, 구체적인 영향은 환원 규모와 방식 발표 이후 추가 검증이 필요하겠다.

그림 6. 시나리오별 주주환원 원화 조달 환전의 달러/원 환율 영향



자료: 상상인증권 리서치센터

그림 7. 월평균 달러/원 환율 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

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 당사에 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.