

달라지는 환율결정 메커니즘 :견고한 중심값 탐색 방법론

자료의 목적

최근 원/달러 환율은 수출, 경상수지 등 전통적 펀더멘털 변수만으로 설명하기 어려운 흐름이 반복되고 있다. 본 자료에서는 달라진 관계 변화의 원인을 파악하고, 보다 Robust한 환율 중심값 추정을 위한 아이디어를 도출하고자 시도했다. 금융수급과 대외 B/S 변화에 주목해, NFA를 활용한 환율 중심 수준과 향후 상/하방 요인을 점검했다

Key Point

- **전통적인 환율 설명변수의 영향력 약화:** 최근 원/달러 환율은 수출, 경상수지 등 전통적인 펀더멘털 변수만으로 설명하기 어려운 움직임이 반복. 특히 상반기 원화 약세와 7~8월 급격한 강세 전환은 수급 영향력 확대 가능성을 시사
- **금융거래 확대와 환율 결정구조 변화:** 2020년 이후 금융거래 규모가 실물거래를 상회하는 구조가 정착되면서, 내국인 해외투자과 외국인 국내투자, 기업 환전 및 환헤지 등 자산배분 변화의 영향력이 확대된 것으로 판단
- **Flow와 Stock 양 측면의 동시 고려가 필요:** 단기 환율은 자금 유출입이라는 유량(flow)이 좌우하지만, 그 누적 결과는 대외자산과 부채라는 저장(stock)에 반영. 이에 이 두 누적치의 차이인 대외금융순자산(NFA)을 환율 중심 수준을 가늠하는 상태변수로 활용하고자 함
- **NFA를 이용한 중심환율 추정:** 2026년 2분기 이례적인 변화가 나타났지만, 밸류에이션 효과에 대한 효과를 축소하고, 최종 값에 대해 민감하지 않은 추세(trend)를 적용해 본 결과 최근 4년 간의 NFA 중심값을 기준으로 외생변수 제거 시 약 1,413원 수준의 환율 중심값을 도출 가능. 향후 NFA의 수렴점에 따라 원/달러 환율의 기준 높이가 바뀔 가능성도 존재
- **연내 환율 전망:** 단기로는 추가 하락보다 되돌림 가능성. 7~8월 원화 강세를 지지했던 글로벌 달러, 주요 통화, 외국인 수급, 환헤지 등의 압력은 향후 일부 완화될 가능성이 높음. 원화 약세 근거가 많아진다는 관점보다, 7~8월 극단적 강세를 야기했던 요인들의 완화 정도로 볼 수 있음. 따라서 현 수준에서는 추가 급락보다 중심값 방향으로의 반등 가능성에 무게

I. 기존의 법칙이 통하지 않는 환율 움직임

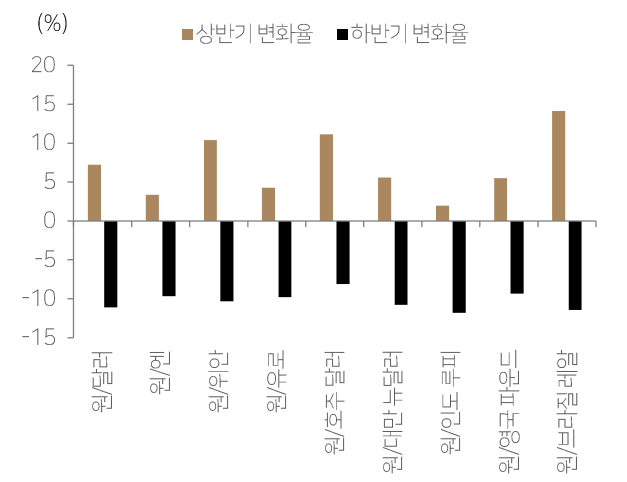
최근 원/달러 환율 전망의 난이도가 매우 높아졌다. 전망뿐만 아니라 사후적으로 나타난 움직임을 해석을 하는 것조차 상당히 난해한 경우가 많다. 과거 환율을 설명해 왔던 경기와 무역 사이클, 금리차 논리 등 전통적인 설명 변수들의 설명력이 예전보다 약해졌거나 심지어 반대 방향의 움직임을 보일 때도 많다.

올해 진행된 원/달러 환율의 흐름을 복기해 보자. 지난 연말을 1,445원 수준에서 마무리했던 원/달러 환율은 6월 1일 장중 고점 기준 1561.98원(+7.2%)으로 상반기 내내 상승 흐름(원화 약세)을 보였다. 비단 달러에 대해서만 약세를 보인 것이 아니라, 글로벌 대부분의 통화에 대해 약세를 기록한 것으로 나타난다.

문제는 해당 구간이 한국의 매크로 펀더멘털이 빠르게 개선되는 구간이었다는 점이다. 7월까지 한국 수출은 월 평균 +47.5%의 이례적인 증가세를 보였고, 월별로 사전 전망치를 평균 7% 가량 상회하는 서프라이즈 국면을 이어갔다. 경상수지 역시 GDP 대비 10%를 상회 (12개월 누적 기준, 4월 이후 10%대 지속)할 정도의 호조를 보였다. 그럼에도 불구하고 상반기 내내 원화 약세가 지속됐다는 점에서 환율이 한 국가의 경제 펀더멘털로 설명된다는 전통적인 관계가 훼손된 것이 아닌지 의심해 볼 필요도 있어 보인다.

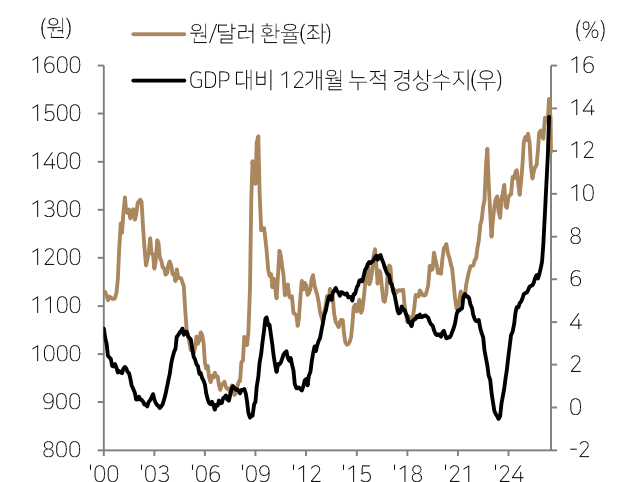
반대로 7월을 기점으로 나타난 환율의 급격한 방향전환 또한 해석이 쉽지 않은 부분이다. 6월 말 원/달러 환율은 정규장 1,559.34원으로 마감했는데, 7월 30일 장 중 저점 1,418.28원까지 급락했고, 8월 들어서는 1,380원대에서의 등락을 이어가고 있다. 원화 기준 최근 1개월 간 글로벌 주요 통화 환율을 계산해 보더라도, 대부분의 국가대비 원화의 강세가 진행됐다.

Fig. 1: 상반기 약세만큼이나 급격한 강세 전환을 보이고 있는 원화



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 2: 역사적인 경상수지 규모에도 상반기 내내 원화의 약세 국면을 경험



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 3: 원달러가 1,560원대까지 경험한 6월과 급락이 나타난 7월, 방향성에 대한 설명이 모호한 부분이 있다

전통적 원화 설명 변수		지표	변수 방향과 원/달러 방향성		의미		6~7월 동향	
경제펀더멘털		수출, 무역(경상)수지	수출↑ → 환율↓		원화 측 가치평가 요인		호조 지속	
주요 유관 통화		달러인덱스, 엔화, 위안화	달러↑ → 환율↑		상대 가격 결정 요인		달러 제한된 등락, 7월 엔/위안 강세	
한/미 금리차		기준금리 혹은 국고금리 스프레드	금리차↑ → 환율↑		통화정책 + 단기자본 이동 근거		저점대에서 소폭 반등	
유가		WTI	유가↑ → 환율↑		에너지 순수입국, 대외수지 영향		6월 하락, 7월 반등	
글로벌 위험선호도		MRI, 한국 CDS 프리미엄	리스크↑ → 환율↑		risk-on/off 판단		미미한 상승	
외국인 투자자금 유입		외국인 주식 순매수	순매수↑ → 환율↓		외화자금 유출입		순매도 지속	
	MRI(pt)	한국 CDS 프리미엄(bp)	달러인덱스(%)	위안화(%)	엔화(%)	유가(%)	한국 수출 증가율(%)	무역수지 (십억\$)
6월	+0.06	+0.16	+2.3	+0.31	+2.1	-20.4	70.7	35.9
7월	+0.06	+0.50	-1.3	-0.52	-3.2	+21.8	62.9	30.4
8월	-0.14	-1.16	-0.2	-0.33	+1.7	-1.5	63.0	30.5

Source: Bloomberg, 다올투자증권
참고: 8월은 28일 장 마감 기준, 한국 수출증가율과 무역수지는 블룸버그 컨센서스

기본적으로 6~7월 사이 한국의 펀더멘털 여건이 크게 변한 것이 없고, 7월 중 한국 주식시장이 기록적인 급락을 기록했다는 점과 유가 및 금리 변동성이 다시 높아진 상황이었다는 점 등을 감안할 때, 원화 강세 흐름에 대한 해석이 쉽지 않다. 7~8월 이어 붙이고 보면 원화 강세 기조가 어느정도 설명이 될 수 있지만, 적어도 위 표 기준으로 보면 6월과 7월의 급반전은 기존의 판별 변수들로는 쉽게 해석되지 않는 모습인 것은 분명하다.

변동성 측면에서도 최근의 움직임은 이례적이다. 경험적으로 환율은 변동성이 그리 큰 지표가 아니었다. 특성값들을 보면 2000년 이후 KOSPI의 월 평균 수익률이 +0.83%인 반면 원/달러 환율의 평균 변화율은 +0.12% 수준, 그리고 표준편차 역시 각각 6.92%와 3.04% 수준이다. 이를 감안 시 한달만에 -6.8% 하락한 7월 환율 변화는 동일 분포 가정 시 -2.3σ 수준, 누적 확률로 하위 약 1% 수준에 해당하는 극단치이다.

물론, 한달 사이 두 자릿수 증감을 경험한 것은 아니다. 과거 글로벌 금융위기와 같이 글로벌 규모의 신용리스크나 IMF 구제금융 같은 극단적인 내부 리스크 요인 발현 시 원/달러 환율의 두 자릿수 상승은 수 차례 찾아볼 수 있으며, 해당 원인이 해소되는 과정에서 급락 구간이 나타났던 경험도 다수 존재한다. 그러나 6~7월이 이 같은 범주에 해당된다고 보기 어렵다.

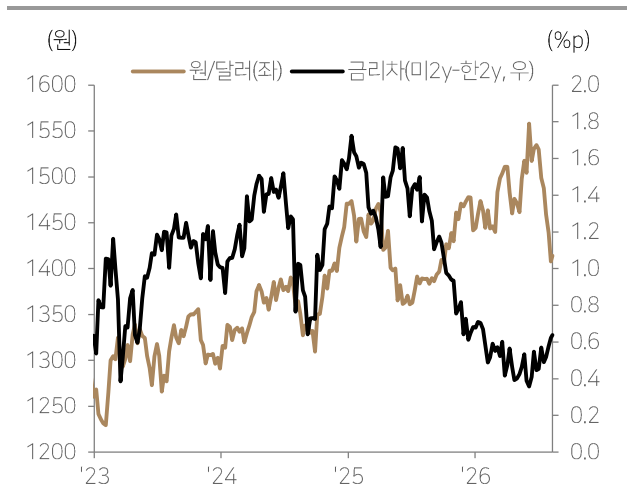
살펴 본 바와 같이 기대 수익률이나 변동성 같은 특성값 관점에서도 원/달러 환율이 최근 보여주고 있는 움직임은 과거 경험칙에서 크게 벗어나 있다. 이는 단순히 원화의 방향성만 바뀐 것이 아니라 환율을 움직이는 동인의 구성 자체가 달라지고 있는 것이 아닌지 의심해 볼 필요가 있는 대목이다.

여기까지 정리해 둔 몇 가지 그래프와 표만 보더라도 전통적인 환율 방향성 유관 변수들과 환율 간의 관계가 더 이상 일률적이지 않은 국면이 전개되고 있음을 확인할 수 있다. 결국 원/달러 환율의 동인이라는 관점에서 모종의 변화가 진행되고 있으며, 이 같은 변화를 파악하고 이해하기 위해서는 전통적인 설명 변수들 이상의 범위를 살펴 볼 필요가 있을 듯 하다.

지금까지 논의한 내용 그리고 최근 환율 시장에서 나타났던 상황들을 정리해 볼 때, 다음 몇 가지 사안은 충분히 받아들일 만해 보인다. ①추세성을 가지는 펀더멘털 지표들의 설명력이 낮아졌고, ②설명력이 있다 하더라도 기존 관계와는 달라진 모습들이 나타나고 있다는 점, ③돌발적인 리스크 지표의 부각에는 민감히 반영하되, 해소에 둔감한 비대칭적 경향도 있다는 점, ④ 자금의 이동에서 발생하는, 즉, 수급 흐름이 미치는 영향력이 상당히 커졌다는 점 등이다.

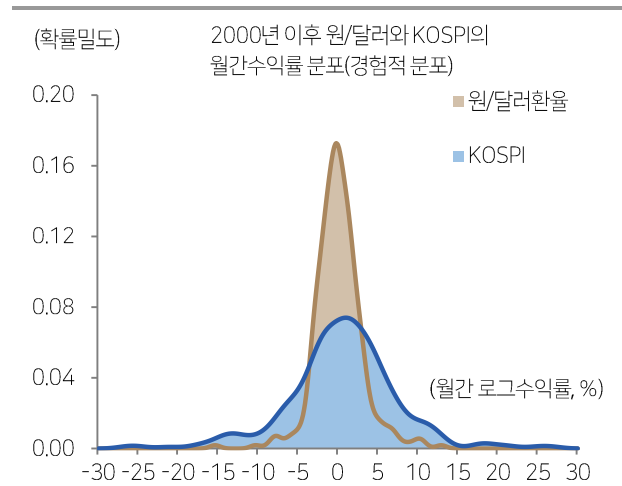
그렇다면 향후 환율은 기존과 같이 펀더멘털에 기반한 추세적인 움직임을 보이기 보다, 각 시기 별 균형 값을 중심으로 수급 변수들에 의해 높은 변동성을 가진 채널 형태의 움직임을 보일 가능성이 높다는 추론 또한 가능해 보인다. 결과적으로 환율 전망의 주안점 역시 원화의 추세적 흐름보다 수급 등 단기성 방향 결정 요인들이 진정됐을 때, 환율의 중심 값이 어디에 형성될 것인가에 주안점을 둘 필요가 있다는 생각이다.

Fig. 4: 미국-한국 간 금리차 역시 최근 보여지는 관계에 있어서는 연관성이 떨어지는 모습



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 5: 2000년 이후 월간 데이터 기준 환율과 KOSPI의 분포도. 환은 증시보다 매우 낮은 변동성을 보임



Source: Bloomberg, 다올투자증권

II. 유량과 저량으로 나누어 가늠하는 환율

II-1. 최근 환율 움직임에 대한 가장 직접적인 설명 변수는 수급

나눔스퀘어OTF Light
10pt 장평 90

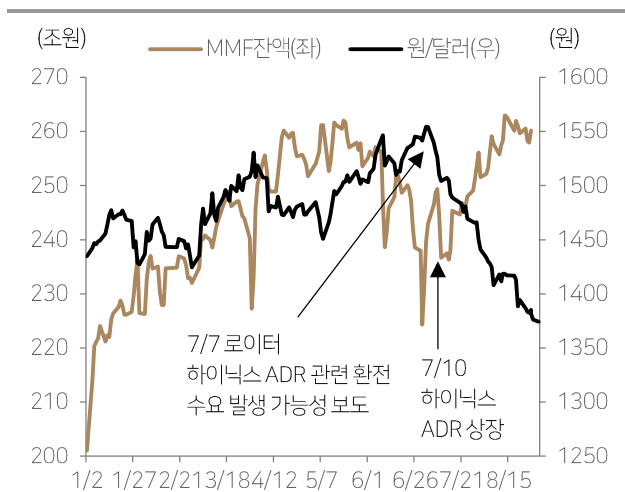
앞 장에서 살펴 본 바와 같이 절대 명제처럼 인식되고 있는 수출이나 무역수지 관점에서의 환율 주도력은 이미 찾아보기 힘든 상황이 상당기간 이어지고 있다. 기존의 설명 변수가 가지는 설명력이 희석된 상황이 이어지면서 사람들은 수급에 주목하기 시작했다. 실제로 Fig 7. 을 보면 이 같은 포트폴리오 투자 부문의 투자자금 유출입이 단기 환율시장 방향성에 지대한 영향을 미친 것이 적어도 2025년 이후로는 뚜렷하게 나타나고 있음을 확인할 수 있다.

전역적인 관통변수를 찾기 어려운 만큼 가까운 국면부터 하나씩 살펴 보자. 원/달러 환율이 한 달에 130원 가까이 하락하는 이례적인 하락 구간이 형성된 올해 7~8월 설명이 어렵다고는 했지만, 다음과 같은 몇 가지 사안들이 환율의 하락 원인으로 지목되고 있다.

우선, 펀더멘털 측면에서 한국 수출의 예상 외 호조, GDP 서프라이즈, 한국은행 기준금리 인상 등의 요인이 존재하지만, 사실 펀더멘털 지표들의 호조는 상반기 내내 거듭된 것이고, 최근 한-미 시중금리 스프레드는 정체되다가 오히려 재확대가 나타난 만큼 원인으로 보기 어렵다.

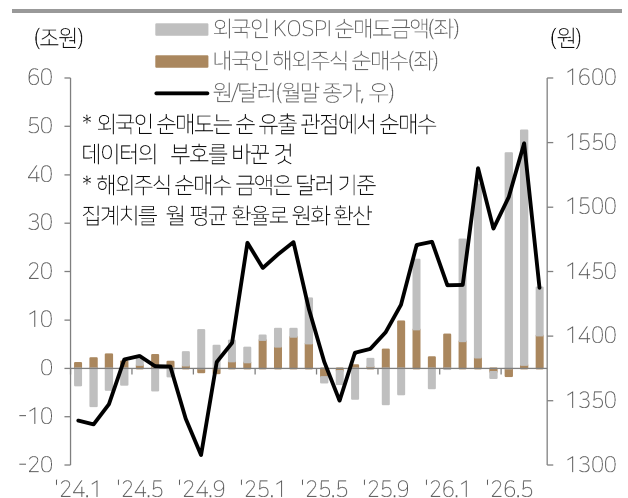
결국 특정 시점에 집중된 대형 달러 공급 플로우 형성과 수급 부담 완화에서 이유를 찾아 볼 수 있다. 전자의 대표적인 소재는, SK하이닉스의 미국 ADR 상장 이후 관련 자금 유입이 있다. 7월 10일 ADR 상장으로 조달한 265억달러를 용인, 청주 반도체 설비자금으로 쓰기 위해 7월부터 순차적으로 원화 환전을 진행한 것으로 언론 등을 통해 알려졌다, 환전 물량이 8월에 집중될 것이라는 기대까지 증첩되면서 연쇄작용을 유발했을 것으로 추론해 볼 수 있다.

Fig. 6: SK하이닉스 ADR 상장 이후 MMF 잔액 증가와 원/달러 환율 하락이 함께 진행



Source: Bloomberg, Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 7: 국내 투자자의 해외주식 순매수+외국인 투자자의 국내주식 순매도 규모가 크게 감소한 7월



Source: Bloomberg, Quantiwise, 다올투자증권

이와 관련해 정확한 집행 및 유입 규모를 확인하기는 어렵지만, 7월 초부터 해외 언론 등을 중심으로 ADR 발행 후 환전 수요 발생가능성이 언급됐고, 7/10일 상장 이후 국내 MMF 잔액이 의미 있는 증가세를 보이기 시작했음을 감안하면 정황 근거는 존재한다.

물론 규모 측면에서 보면, 아주 크다고 보기는 어렵다. 조달 금액 265억\$를 모두 환전한다 해도 한국의 2분기 평균 일평균 외환시장 거래 규모(현물환+파생상품 합계) 1,214억\$의 20% 수준이다. 한달 이상 지속적인 환율 하락을 이끌 규모라고 보긴 어렵다. 그러나 한 방향으로 지속적인 물량이 발생한다는 점에서 추가적인 효과를 발생시킨 것으로 볼 수 있다.

더불어 원/달러 환율이 역사적인 고점 수준까지 접근하면서 원화의 저평가 및 레벨 부담이 인식되고 있던 상태에서 하이닉스발 원화 강세 기대가 형성되자, 이 과정에서의 헷지성 수요와 투기성 물량의 이동 등이 순환적으로 발생하며 급한 원화 강세를 만들어 낸 경로도 생각해 볼 수 있다. 예를 들면 기업들의 환헷지 비율 상향, 네고 물량의 조기 집행 등이 있다. 일부 수출 대기업들이 8월 법인세 중간예납을 위해 대규모 원화 환전을 진행할 것이라는 원화 수요 측면의 언급도 찾아볼 수 있다. 이는 실제 뉴스 플로우 등을 통해 일부 확인도 가능하다.

후자와 관련해서, 포트폴리오 투자 부문에서 수급 부담도 완화 흐름이 7월에 전개됐다. 물론, 국내 증시 변동성 확대 국면에서 국내 투자자들의 해외주식 순매수는 전월 대비 큰 폭으로 증가했고, 외국인의 국내주식 순매도도 이어진 것이 사실이다. 하지만, 외국인 국내주식 순매도 규모의 절대 값이 직전 2개월에 비해 크게 감소(6월 -48.4조원, 7월 -9.9조원)하면서 두 항목의 합산치 절대값이 6월 49.1조원에서 7월 16.7조원으로 1/3 수준으로 감소했다. 여전히 유출 흐름이 존재하고 있지만, 그 규모가 크게 감소된 자체가 원화의 가치 회복에 영향을 미친 것으로 볼 수 있다.

Fig. 8: 기업 발 환시장 달러 공급 관련 뉴스 정리

날짜	관련 기업	관련 뉴스 내용
7/8	SK하이닉스	로이터 등 언론, ADR 조달자금 가운데 일부가 7/15 전후 현물환으로 유입될 수 있고, 나머지도 7~8월 중 현/선물환을 통해 처리될 것이라 보도. 7/3일부터 관련 선물환 거래 시작됐을 가능성도 언급
7/10, 14	SK하이닉스	10일 ADR 나스닥 상장, 265억\$ 조달. 14일 ADR 공모대금 납입일. 15일부터 관련 달러 현물 외환시장 유입
7/10	한화오션	20억달러 규모 선물환매도 집행. 6/15일 환헤지비중 상향 보도 확인. 사실상 환오픈 기조에서 환헤지비율을 70% 이상으로 높이기로 한 전략을 실제 집행하기 시작. 7월 들어 지속적으로 헤지를 확대했다고 보도
7/21	재경부, 삼성전자, SK하이닉스, 현대차, 기아, HD한국조선해양, 한화오션, 삼성중공업 등	정부, 주요 수출기업과 외환시장 간담회를 열고 수출대금 및 외화예금 환전, 해외 유보자금의 국내 유입 확대 요청 재경부도 당시 환율 하락 배경으로 수출기업 네고 확대 + 조선사 선물환매도 + 하이닉스 ADR을 공식 언급
7/28	SK하이닉스, 삼성전자	SK하이닉스는 당일 20억\$ 이상을 매도, 삼성전자도 월말을 맞아 네고 물량 대거 출회한 것으로 보도. 이 같은 기조 속 기타 수출기업들의 월말 네고 물량 중첩. 달러 매도 우위 지속
7/15	SK하이닉스	ADR 관련 달러 현물이 실제 서울 외환시장에 유입되기 시작. 당일 원/달러는 1,484.7원으로 전일 대비 8.3원 하락

Source: 언론 보도, 다올투자증권

결국 1,550원대에서 형성되고 있던 원/달러 환율이 심한 원화 저평가 상황으로 인식됐고, 수급 부담이 완화되는 과정에서 정상화 방향으로의 이동이 나타났던 것으로 추론해 볼 수 있다. 즉, 최근 환율의 방향을 결정한 것은 특정 펀더멘털의 변화라기보다 한계적인 외환 수급의 방향 전환이었던 것으로 판단된다. 기존 변수간의 인과관계로 파악하기 어려워 보이는 최근의 환율 변동이었지만, 수급 상 움직임을 상당히 정확하게 반영하고 있었다는 평가도 가능하다.

II-2. 방향뿐만 아니라 얼마나 보유하고 있는지도 중요도가 높아졌다

여기서 한 가지 질문이 생길 수 있다. 최근에는 왜 과거보다 포트폴리오 투자와 같은 자금 이동에서 발생하는 환율시장 영향력이 더 커졌을까라는 근본적인 질문이다.

살펴본 바와 같이 최근 원/달러 환율은 경상수지나 수출과 같은 전통적인 펀더멘털 지표만으로 방향성을 설명하기가 어려워지고 있다. 특히 한국은 올해 1조\$를 넘보는 역사적 수준의 수출신장을 보여왔고 이를 바탕으로 GDP 대비 10%를 상회하는 경상수지 흑자를 이어가고 있음에도 불구하고 추세적인 원화 약세를 경험했다. 과거 경험칙을 따른다면 수출 증가와 경상수지 흑자는 국내로 유입되는 외화 공급을 늘리고, 이는 원화 강세 압력으로 연결되는 것이 자연스럽다. 그러나 최근에는 이 같은 연결고리가 예전만큼 뚜렷하지 않다.

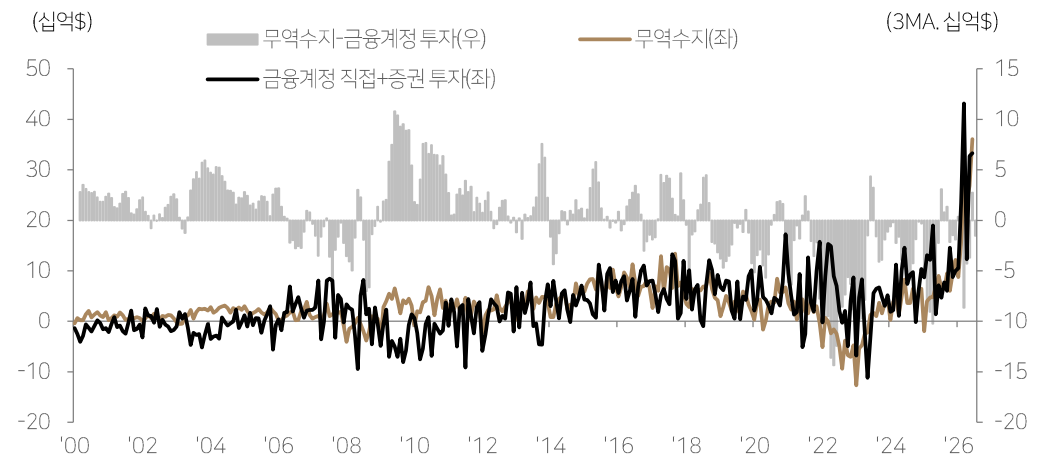
단순하게 생각해 보면, 양적인 부분에서 답을 찾아볼 수 있을 것으로 생각된다. 이미 금융자산 규모가 과거에 비해 커진 만큼 자산 자체의 증감뿐 아니라 포트폴리오 배분이나 환헤지 비율의 작은 변화도 상당한 규모의 외환 거래를 발생시킬 수 있다. 즉, 누적된 자산의 규모 자체가 발생하는 자금 이동이 가지는 환율 영향력을 증폭시킬 수 있다는 추론이다.

이 같은 변화는 수출이나 경상수지 흑자의 의미가 사라졌기 때문이라기보다 자금의 규모와 구성, 운용 측면의 변화가 발생했기 때문이 아닐까 생각해 볼 수 있다.

먼저 규모다. 앞서 언급한 단순한 추론과 같은 맥락의 이야기인데, Fig. 9를 통해 무역수지의 변동 규모와 금융계정 내 투자의 변동 규모를 직접 비교해 보면 차이가 분명하다. 과거에는 무역수지의 절대값이 큰 상황이 일상적이었다면, 지금은 금융계정 내 투자활동의 절대값이 만성적으로 더 큰 상황이 이어지고 있다. 적어도 외환 수급의 규모 측면에서는 금융거래가 차지하는 상대적인 중요성이 과거보다 크게 높아진 것으로 볼 수 있다.

구성과 운용 측면에서는 수출 대금과 경상수지를 통해 확보된 외화의 거취가 문제가 된다. 즉, 과거에는 수출과 무역을 통해 확보된 외화가 국내로 환전되며 외환시장의 달러 공급으로 직접 연결되는 경향이 강했다면, 최근에는 국내 경제주체들의 해외투자 확대와 함께 외화소득의 상당 부분이 다시 해외 금융자산 취득으로 이어지는 구조가 강화되고 있다.

Fig. 9: 단순히 규모 측면에서 보더라도 과거에는 무역수지 변동 규모가 금융계정의 규모를 상회했었지만, 2020년대로 오면서 그 관계는 역전이 고착화된 상태

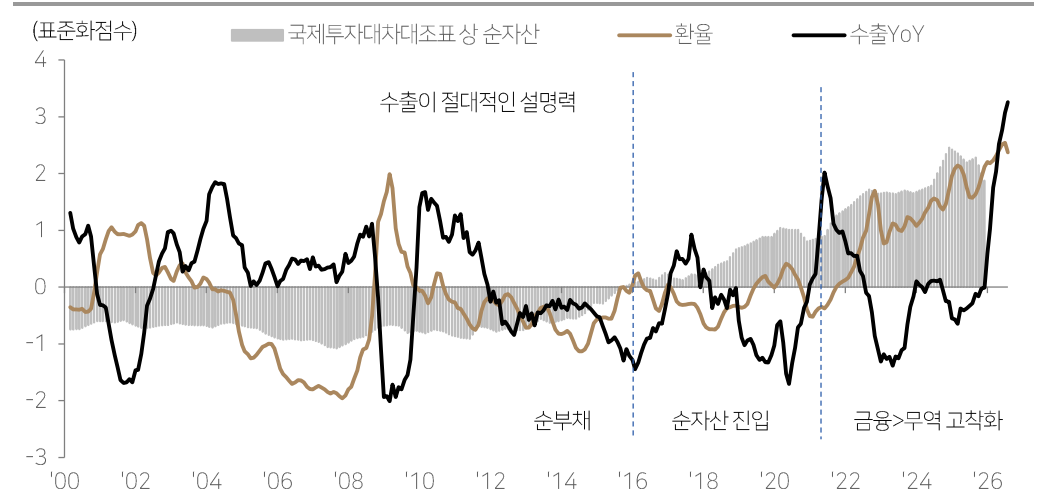


Source: 한국은행, Bloomberg, 다올투자증권

국내 기업의 해외 직접투자, 기관투자자의 해외 주식 및 채권 투자, 개인의 해외주식 투자 등이 지속적으로 확대되면서 경상수지 흑자로 발생한 외화가 국내 외환시장에 유입되거나 남아 있기보다 해외에 머물거나 해외 자산으로 전환되는 비중이 커졌다. 해외에서 발생한 배당이나 이자소득 역시 국내로 송환되지 않고 현지에서 재투자될 경우 외환시장 내 달러 공급 증가로 연결되지 않아 환율 측면에서 원화의 강세 유인을 제공하지 못한다.

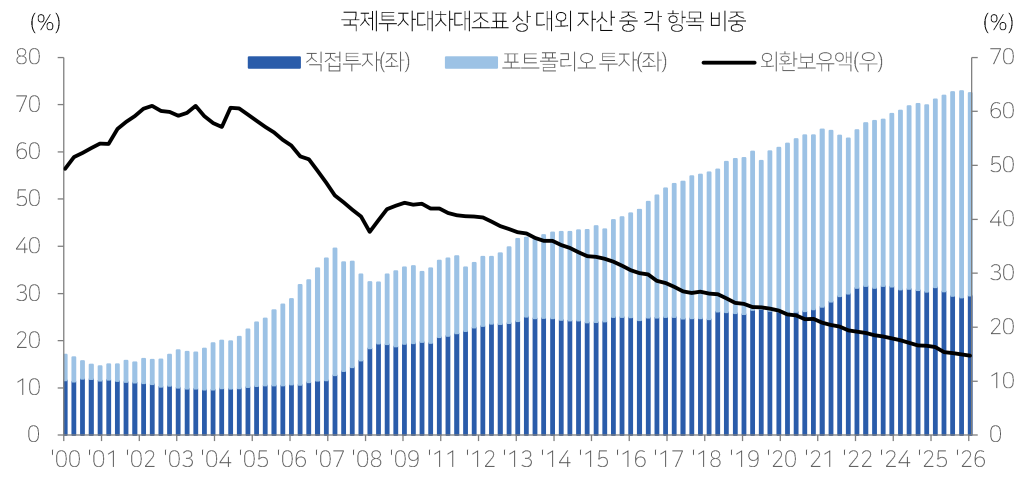
이처럼 양적인 부분이 중요해졌고, 실질적인 영향력을 미치고 있다면, 환율을 바라보는 시각에 있어서 당장의 외환 유출입이라는 유량(flow) 관점의 접근뿐 아니라, 이 같은 유량 움직임이 일정 기간 누적되는 과정에서 형성된 국내외 금융자산이라는 저량(stock) 관점까지 함께 살펴볼 필요가 있다는 직관을 가져볼 수 있다.

Fig. 10: 순부채에서 순자산국가로의 변화 시점에도 모종의 변화는 있었지만, 환율의 우상향 기울기가 보다 가시화된 시점은 금융계정>무역수지 역전이 나타난 이후



Source: 한국은행, Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 11: 대외자산의 구조적인 측면에서도 통화당국보다 민간 부문의 비중이 크게 증가



Source: 한국은행, Bloomberg, 다올투자증권

한편, 대외자산의 보유 주체와 형태가 달라진 점도 의미 있는 변화 중 하나다. 다음 장에서 보다 자세히 보겠지만, 과거 한국의 대외자산 축적이 외환보유액 등 통화당국의 준비자산을 중심으로 이루어졌다면, 최근에는 민간부문의 비중이 크게 확대됐다. 이는 단순한 자산 구성의 변화 이상의 의미를 가진다. 준비자산이 외환시장 안정과 대외지급능력 확보라는 정책적 목적에 따라 운용되는 반면, 민간이 보유한 해외자산은 기대수익률과 포트폴리오 배분, 환헤지 등의 의사결정에 따라 보다 빈번하게 조정될 수 있기 때문이다.

각 시점의 거래, 즉, 유량 측면의 움직임이 누적된 결과물이 저량이다. 매 시점의 경상수지 흑자와 해외투자 증감액은 그 자체로 소멸하는 것이 아니라 대외금융자산이라는 저량으로 축적된다. 그 규모가 커진 동시에 보유 주체가 민간 중심으로 이동했다는 것은 동일한 비율의 자산배분이나 환헤지 변화도 과거보다 훨씬 큰 외환 수급을 만들어낼 수 있다는 의미가 된다. 저량은 단순히 정지해 있는 잔액이 아니라, 시장 상황에 따라 다시 유량으로 전환될 수 있는 잠재적 수급으로 볼 수도 있다.

여기서 생각해 본 내용들을 정리해 보자. 과거에 비해 금융 거래 등의 환율 영향력이 높아졌다. 단기 환율의 등락은 포트폴리오 투자, 환헤지, 기업의 네고와 결제 등 유량 변화에 의해 좌우되는 경향이 강해졌고, 이는 양적인 측면의 변화에서 일정부분 기인하는 것으로 볼 수 있다. 이처럼 자금 이동의 절대 규모가 커지고 실제 환율에 미치는 영향력도 높아졌다는 점을 받아들인다면, 앞서 언급한 바와 같이 국내의 금융자산이라는 저량(stock)의 관점까지 함께 살펴볼 필요성도 보다 분명해진다.

단기 환율의 등락은 포트폴리오 투자, 환헤지, 기업의 네고와 결제 등 유량 변화에 의해 좌우될 수 있고, 이 부분의 단기적인 변동을 예측하는 것은 상당히 어려울 것으로 생각된다. 그렇다면 조금 관점을 바꾸어 상기 수급 영향이 중립화된 이후 환율이 어느 수준에서 중심값을 형성할 것인지를 가늠한다는 관점도 생각해 볼 여지가 있다. 이 같은 관점에서 다수의 거래 결과가 축적된 저량 개념은 환율의 중심 수준을 판단하는 데 의미를 가질 수 있을 듯 하다.

이 같은 논리 하에서 대외금융자산과 부채, 그리고 그 차이인 순대외금융자산의 규모와 구조까지 함께 살펴보는 것이 하나의 아이디어가 될 수 있다. 물론 순자산 개념에도 실제 거래뿐 아니라 환율과 자산가격 변화에 따른 평가효과까지 포함되기 때문에 특정 환율 수준과 직접 대응시키는 데에는 오류의 소지와 한계가 있다. 다만 단기 수급이 환율의 현재 위치를 결정한다면, 누적된 대외자산의 규모와 구조는 그 수급이 중립화된 이후의 중심 수준을 가늠할 구조적 단서 정도는 충분히 될 수 있다는 판단이다.

II-3. 순대외금융자산(NFA)의 특성과 양면성

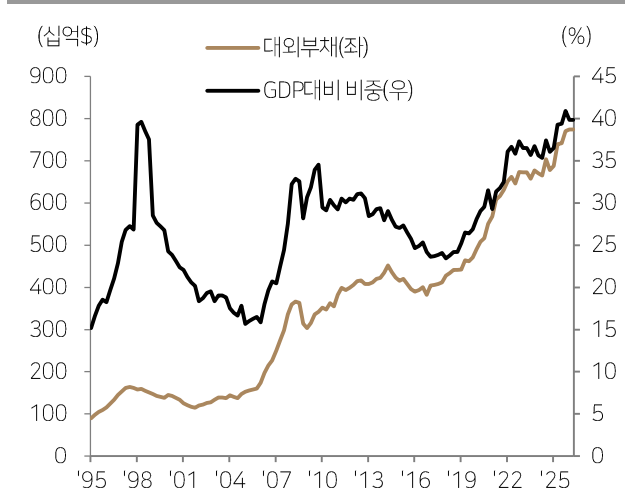
순대외금융자산(Net Foreign Assets, 이하 NFA)은 한 국가의 대외금융자산에서 대외금융 부채를 차감한 값이다. 즉 국내 경제주체가 해외에 보유하고 있는 금융자산에서 외국인이 국내에 보유하고 있는 금융자산을 제외한 순자산의 개념이다. 지속적인 경상수지 흑자와 해외투자가 누적되면서 한국은 2010년대 중반 순대외부채국에서 순대외자산국으로 전환했고, 이후 NFA 규모가 꽤 빠른 속도의 증가 추세를 형성하고 있다. (Fig. 10 참고)

직관적으로 인식하기에 NFA의 확대는 통화가치에 우호적인 펀더멘털 여건으로 받아들여지기 쉽다. 아무래도 해외에 보유한 자산이 대외 부채보다 많다는 것은 대외 부채에 대한 상환 능력이 충분하고, 유사 시 외부 충격에 대응할 수 있는 완충력이 갖춰져 있다는 의미로 볼 수 있기 때문이다. 즉, 대규모 순대외자산은 해외에서 이자와 배당 등 투자소득을 창출하는 기반이 되고, 위기 상황 시 해외 자산 매각을 통한 유동성 확보로 위기 대응력의 기반이 될 수 있다.

이러한 측면에서는 한국의 NFA 확대가 과거보다 원화의 구조적인 취약성을 낮춰주는 요인이라는 해석에 큰 무리가 없다. 최근 GDP 대비 대외 채무 비율이 추세적으로 증가하고 있음에도 불구하고 한국의 CDS 프리미엄 등 위험지표가 저점 영역에서 안정적으로 유지되고 있는 것도 이 같은 상황에서 기인한 것일 수 있다.

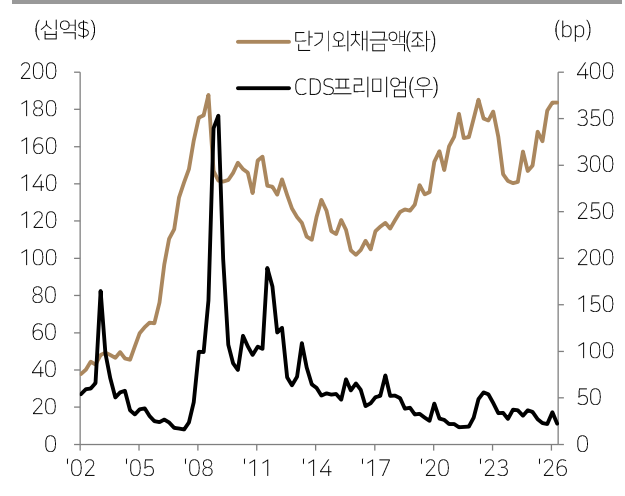
그러나 NFA의 양적 수준이 가지는 의미와 변화 과정이 환율에 미치는 영향력은 구분할 필요가 있다. 높은 NFA 레벨과 증가 움직임이 일률적으로 달러의 공급, 원화가 강세를 나타낸다고 해석할 순 없다. 위에서 살펴 본 직관과 달리 오히려 NFA의 증가와 원화 약세가 동시에 나타나는 경향을 쉽게 확인할 수 있다. NFA는 순(net)의 개념인 만큼 구성하는 자산과 부채 양쪽의 움직임을 각각 살펴볼 필요가 있다.

Fig. 12: 한국의 대외부채 규모와 GDP 대비 비중 추이



Source: 한국은행, Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 13: 단기외채 증가에도 CDS 프리미엄은 낮은 영역



S Bloomberg, 다올투자증권

NFA는 국제투자대조표(IIP)의 대외금융자산에서 대외금융부채를 차감한 값인 만큼, 자산과 부채 양측 변화를 나누어 살펴볼 필요가 있다. 구체적인 구성이나 금액은 다음 장에서 살펴 보고, 본 장에서는 방향성과 관련된 내용만 먼저 다루도록 한다.

먼저 대외자산 측면을 보자. 국내 경제주체가 해외 주식이나 채권을 매입하는 포트폴리오 투자를 진행하거나 해외 직접투자를 확대하면 한국의 대외금융자산은 증가한다. 다른 조건이 동일하다면 이는 NFA의 증가로 연결된다. 그러나 해외자산을 취득하기 위해서는 원화를 외화로 환전하는 과정이 필요할 수 있으며, 이는 외환시장에서는 달러 수요 확대와 원화 공급 증가로 나타난다. 즉 거주자의 해외투자 확대는 NFA를 늘리는 동시에 원/달러 환율에는 상방 압력을 가할 수 있다.

이러한 관계는 최근 국내 경제주체의 해외투자 규모가 크게 확대됐다는 점에서 중요성을 더한다. 기관투자자의 해외 주식/채권 투자, 기업의 해외 직접투자와 현지 재투자, 개인의 해외주식 투자는 모두 대외금융자산을 증가시키는 요인이다. 국가 전체의 대외건전성을 개선시킨다는 관점에서는 긍정적인 자산 축적이지만, 해당 자산을 취득하는 시점의 외환시장에서는 오히려 원화 매도/외화 매수라는 거래 흐름을 만들어낼 수 있다. 그리고 이 같은 관점에서 보면, NFA의 레벨이 누적적으로 높아졌다는 것은 원/달러 환율의 상방 압력이 누적되며, 높은 레벨을 설명할 수 있는 명제가 된다.

이제 대외부채 측면을 보자. 외국인이 한국 주식이나 채권을 매입하면 국내로 외화가 유입되고 원화자산에 대한 수요가 증가하면서 통상 원화 강세 압력으로 작용한다. 하지만 국제투자대조표상으로는 외국인이 보유한 국내 금융자산이 증가하는 것이므로 대외금융부채가 늘고, 대외금융자산이 같다면 NFA는 감소하는 방향으로 움직이게 된다.

반대로 외국인이 국내 주식이나 채권을 매도하고 자금을 회수하는 경우, 외국인의 국내자산 보유가 감소하면서 대외금융부채가 줄어들기 때문에 NFA는 증가하는 방향으로 움직인다. 이 과정에서 외환시장에서는 원화를 매도하고 달러를 매입하는 수요가 발생할 가능성이 높아 원화 약세 압력으로 작용한다. 결국 외국인의 국내자산 매도 후 이탈은 NFA를 증가시키면서 동시에 환율을 상승시키는 경로가 될 수 있다. 부채관점에서 보더라도 NFA의 증가는 높은 환율 레벨에 대응되는 것으로 볼 수 있다.

이상의 내용을 단순화해 보면 다음과 같다.

- 1) 거주자의 해외자산 매수 → 대외자산 증가 → NFA 증가
(달러 매수/원화 매도) → 원화 약세 압력
→ 상기 작용 누적으로 높아진 NFA → 높은 원/달러 레벨
- 2) 거주자의 해외자산 매도 → 대외자산 감소 → NFA 감소
(달러 매도/원화 매수) → 원화 강세 압력
→ 상기 작용 누적으로 낮아진 NFA → 낮은 원/달러 레벨
- 3) 비거주자의 국내자산 매수 → 대외부채 증가 → NFA 감소
(달러 매도/원화 매수) → 원화 강세 압력
→ 상기 작용 누적으로 낮아진 NFA → 낮은 원/달러 레벨
- 4) 비거주자의 국내자산 매도 → 대외부채 감소 → NFA 증가
(달러 매수/원화 매도) → 원화 약세 압력
→ 상기 작용 누적으로 높아진 NFA → 높은 원/달러 레벨

Fig. 14: 전통적 환율 영향 변수들의 6~7월 동향. 6월의 상승과 7월의 하락을 설명할 근거가 부족

움직임	거래방향	IIP 변화	NFA 영향	외환시장 수급	원/달러 영향
거주자 해외자산 매수	내국인 해외자산 주식/채권 매입, 투자 확대	대외자산 ↑	NFA ↑	원화 매도 / 달러 매수	상승 압력 = 원화 약세
거주자 해외자산 매도	내국인 해외자산 매각 후 자금 회수	대외자산 ↓	NFA ↓	달러 매도 / 원화 매수	하락 압력 = 원화 강세
외국인 국내자산 매수	외국인 국내 주식/채권 매입, 투자 확대	대외부채 ↑	NFA ↓	달러 매도 / 원화 매수	하락 압력 = 원화 강세
외국인 국내자산 매도	외국인 국내자산 매각 후 자금 회수	대외부채 ↓	NFA ↑	원화 매도 / 달러 매수	상승 압력 = 원화 약세

Source: 다올투자증권

정리해 보면, 거주자의 해외자산 매수는 대외자산과 NFA를 증가시키는 동시에 달러 수요를 통해 원화 약세 압력으로 작용할 수 있고, 외국인의 국내자산 매도 역시 대외부채 감소를 통해 NFA를 증가시키면서 달러 수요를 발생시킨다. 반대로 거주자의 해외자산 회수나 외국인의 국내자산 매입은 NFA를 감소시키는 방향으로 작용하지만 외환시장에서는 원화 강세 압력을 만들 수 있다. 결국 거래 측면에서는 NFA의 증가와 원화 약세, NFA의 감소와 원화 강세가 함께 나타나는 경로가 충분히 존재한다. 1차적으로는 각 거래가 일어나는 과정에서의 흐름(유량)이 환율 방향성에 영향을 미치고, 그 거래의 누적으로 형성된 NFA의 레벨(저량)이 원/달러 환율의 수준과 경험적인 대응관계를 형성할 수 있다.

여기에 한가지 더 생각할 부분이 있다. 바로 밸류에이션 효과, 평가가치 효과이다. 보유 자산에 대한 개념인 만큼 국내외 자산가격 자체의 변화도 거래 이상의 변화를 야기할 수 있고, 이를 고려하기 시작하면 관계는 더욱 복잡해진다.

국내 투자자가 보유한 해외 증권의 가치 상승은, 예를 들면 미국 주식의 상승과 같은, 실제 자금 이동 없이도 대외자산과 NFA를 증가시키고, 국내 주가 상승은 외국인이 보유한 국내자산의 평가가치를 높여 대외부채 확대를 통해 NFA를 낮추는 방향으로 작용한다. 이 경우 특별한 자금이동 없이 대외부채 증가를 통한 NFA의 감소를 유발하는 요인이 된다. 반대로 국내 주가가 하락할 경우 외국인이 보유한 국내자산의 평가액이 감소하면서 대외부채가 줄어들고, 이는 NFA를 높이는 요인이 된다.

이처럼 NFA의 변화는 실제 자금 이동과 평가효과를 복합적으로 반영하며, 동일한 NFA 증가라 하더라도 거주자의 해외투자 확대, 외국인의 국내자산 회수, 해외자산 가격 상승, 원화 약세에 따른 평가효과 등 발생 원인이 서로 다를 수 있고 각각이 외환시장에 미치는 영향 역시 동일하다고 보긴 어렵다. 그러나 여기서 동적인 요인들을 배제하고 최종적으로 형성된 B/S의 관점에 조금 더 집중해서 생각해 보자.

해외자산 가격 상승은 국내 거주자가 보유한 외화자산의 평가액을 높여 대외자산의 상승을 유발한다. 이는 NFA의 확대 요인이다. 반대로 국내자산 가격 상승은 외국인이 보유한 원화자산의 평가액을 높여 대외부채를 확대시킨다. 이는 NFA의 감소 요인이다. 실제 외환거래 없이 발생하는 평가효과인 만큼 동적인 관점에서 환율에 별다른 영향을 미치지 못할 것처럼 보인다.

하지만, 결과론적으로 국내 거주자의 외화자산과 비거주자의 원화자산이라는 양측 저량(stock)의 상대적 크기를 변화시키게 된다. NFA의 레벨이 직접적으로 국내에 있는 달러와 해외에 있는 달러의 상대량을 의미하는 것은 아니지만, 거주자의 대외자산과 비거주자의 국내자산이 어느 정도 규모로 축적돼 있는지를 압축적으로 보여줄 수 있다.

Fig. 15: Valuation 효과 정리

평가요인	IIP 평가효과	NFA 영향	환율과의 해석
거주자 보유 해외자산 가격 상승	대외자산 평가액 ↑	NFA ↑	높은 NFA 레벨 형성 높은 원/달러 환율
거주자 보유 해외자산 가격 하락	대외자산 평가액 ↓	NFA ↓	낮은 NFA 레벨 형성 낮은 원/달러 환율
외국인 보유 국내자산 가격 상승	대외부채 평가액 ↑	NFA ↓	낮은 NFA 레벨 형성 낮은 원/달러 환율
외국인 보유 국내자산 가격 하락	대외부채 평가액 ↓	NFA ↑	높은 NFA 레벨 형성 높은 원/달러 환율
원화 약세	외국인 보유 원화자산의 달러 환산가치 ↓ → 대외부채 ↓	NFA ↑	원화 약세가 NFA를 높이는 역인과 발생 가능
원화 강세	외국인 보유 원화자산의 달러 환산가치 ↑ → 대외부채 ↑	NFA ↓	원화 강세가 NFA를 낮추는 역인과 발생 가능

Source: 다올투자증권

B/S의 관점에서 높은 NFA는, 해외 보유 자산가치의 증가로 NFA 레벨이 높아진 것을 포함해서, 국내 경제주체의 대외 자산이 상대적으로 국내보다 해외에 더 많이 축적돼 있거나, 반대로 비거주자의 국내자산 보유가 상대적으로 작게 형성돼 있음을 의미한다. 이는 장기간의 자산배분과 자금 이동이 국내 원화자산보다 대외 외화자산 쪽으로 상대적으로 기울어져 온 결과로 볼 수 있으며, 이러한 구조는 높은 원/달러 환율 레벨과 경험적으로 함께 나타날 수 있다.

즉, 달러의 매수, 원화의 매도와 같은 거래 움직임이 아니라, B/S 관점에서 거주자의 대외자산과 비거주자의 국내자산 중 어느 쪽이 상대적으로 크게 축적되어 있는지가 해당 시기에 형성된 환율 레벨과 일정한 경험적 대응관계를 가질 수 있다는 것이 필자의 생각이다.

물론 이를 ‘NFA가 증가하면 원/달러 환율이 상승한다’는 단순한 인과관계로 해석하기엔 무리가 있다. 높은 NFA는 대외지급능력과 외화유동성 측면에서 원화의 구조적 취약성을 낮추는 요인이기도 하며, 원화 약세 자체가 평가효과를 통해 NFA를 증가시키는 역의 관계 역시 존재하기 때문이다.

따라서 보다 적절한 해석은 높은 NFA를 만들어 온 대외자산, 부채의 축적 구조가 높은 원/달러 환율을 지지할 수 있고 반대로 낮은 NFA가 형성되는 과정에서 발생한 B/S의 구조 변화나 거래 방향이 원/달러 환율의 상대적으로 낮은 상태를 설명할 수 있다는 점이다.

결론적으로 NFA를 환율의 단기 방향을 결정하는 선행변수로 인지하기 보다는, 여러 수급 충격이 중립화된 이후 경제 전체의 대외자산, 부채 구조를 나타내고 이에 정합될 수 있는 환율 수준이 어디에 형성되어야 하는지를 판단하는 일종의 상태변수에 가깝게 보는 것이 바람직해 보인다는 생각이다.

이에 다음 Part에서는 NFA의 레벨과 원/달러 환율 간 경험적 관계를 이용해 수급 충격이 중립화된 상황에서의 환율 중심값을 추정하는 문제를 다루어 보고자 한다.

III. 적정환율 추정

III-1. 현재 한국의 B/S, NFA의 구성과 현황

나눔스퀘어OTF Light
10pt 장평 90

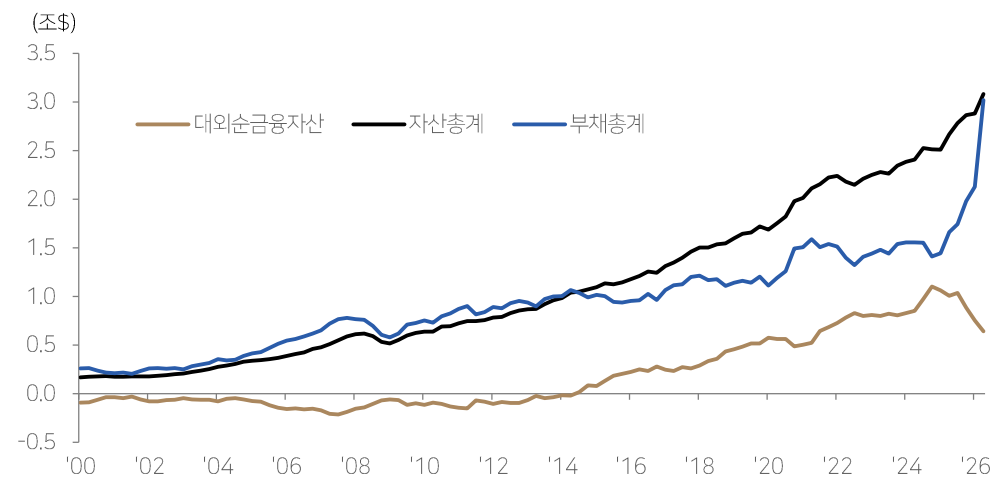
우선 대외금융자산과 부채의 개략적인 흐름 및 현황 그리고 구성에 대해 먼저 살펴 보자. 하나 먼저 언급할 부분은 올해 2분기 한국 증시의 역사적인 변동성으로 인해, 상당히 안정적인 흐름을 보이던 대외부채와 NFA가 유래를 찾아볼 수 없는 수준의 변동을 시현했다는 점이다.

해당 데이터는 한국은행이 발표하는 분기 별 국제투자대조표(international investment position, IIP)에서 확인할 수 있다. 분기 종료 2개월 후 하순경 발표되며 2026년 2분기 데이터가 8월 20일 발표됐다. 총계 측면에서 한국의 대외자산과 부채 그리고 NFA는 각각 3.1조\$, 3.0조\$ 그리고 640억\$로 집계됐다. 언급한 바와 같이 이번 분기 급변이 발생했는데, 1분기 기준은 각각 2.9조\$, 2.1조\$ 그리고 7,536억\$ 였다. 대외부채가 직전 분기 대비 +41.8% 급증하면서 NFA가 한 분기만에 -91.5% 감소한 상태이다. 2014년 4분기 이후 최저 수준이다.

일단 현황을 살펴 봤는데, 구성에 대해서도 살펴 보자. 대외자산은 크게 직접투자, 증권투자(포트폴리오투자), 파생금융상품, 기타투자 그리고 준비자산으로 구분된다.

직접투자(Direct Investment)는 국내 기업이나 개인이 해외 기업에 경영참여 목적의 지분을 보유하거나, 해외 자회사 및 관계사에 대출한 자금을 의미한다. 증권투자(Portfolio Investment)는 국내 거주자가 보유한 해외 주식, 펀드, 채권 등 직접투자처럼 경영참여 목적이 아니라 투자수익을 목적으로 보유한 금융자산을 의미한다. 파생금융상품(Financial Derivatives)은 선물, 옵션, 스왑 등 파생상품 계약에서 국내 거주자에게 발생한 대외 채권 성격의 평가액을 의미하며, 기타투자(Other Investment)는 위 분류에 포함되지 않는 대외 금융자산을 의미하는데 대표적으로 해외 예금, 대출(대외 대출채권), 무역신용, 미수금 등이 있다.

Fig. 16: 역사적으로 유례가 없는 극단적인 변화가 발생한 국제투자대조표 상 부채 금액



Source: 한국은행, 다올투자증권

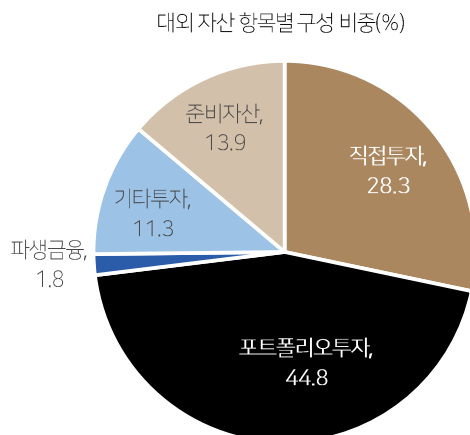
마지막으로 준비자산(Reserve Assets)이 있는데, 이는 한국은행 등 통화당국이 외환시장 개입이나 대외지급을 위해 보유하는 외화자산으로 외화예치금, 해외채권, 금, SDR 등이 포함된다. 앞의 네 가지 카테고리가 대부분 민간의 시장성 자산이라면 마지막 준비자산은 통화당국의 정책성 자산이다.

우리나라의 현재 대외자산 보유 현황을 보면, 26년 2분기 3.1조\$의 대외자산 구성상 직접투자는 28.3%, 포트폴리오투자는 44.8%로 두 항목이 70% 이상을 차지하고 있다. 기타 투자는 11.3% 그리고 준비자산 13.9%를 차지하고 있다. 현재는 준비 자산이 15% 내외로 낮은 수준이지만 2000년대는 준비 자산이 60%대, 2010년 중반까지만 해도 3~40%의 높은 준비자산 비중을 가지고 있었다.

반대편인 대외부채 측면에서도 살펴 보자. 현재 3.0조\$ 수준의 대외부채 가운데 포트폴리오 투자 계정의 규모가 전체의 77% 가까이를 차지해 상당히 높은 비중을 가지고 있다. 특히 포트폴리오 투자를 주식과 채권으로 구분해 보면,株式이 전체 부채의 62.3%, 채권이 15.0%로 집계되고 있어 외국인 보유 주식의 평가 증감이나 매매의 영향력이 상당히 클 수 있음이 확인된다.

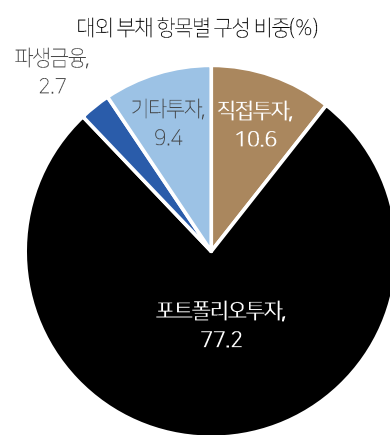
사실 대외부채 부문은 2000년대부터 뚜렷한 구성 변화가 발생한 대외자산과 포트폴리오 투자 중심의 구성이 크게 바뀌진 않았다. 그러나 한국 증시가 본격적인 상승국면을 시작한 2025년 2분기부터 포트폴리오 투자 비중이 급격하게 증가하는 모습이 나타나고 있으며, 특히 2026년 2분기는 외국인들의 국내 주식 평가 금액의 급증(QoQ +82%)과 함께 급격한 변화가 발생한 상황이다. 앞에서 살펴 봤던 밸류에이션 효과가 극단적으로 나타난 것인데, 이 부분은 기존의 환율 과의 관계를 상당히 왜곡시킬 수 있는 변수이고, 실제로 이번 추정 과정에서도 상당한 곤란함을 야기했다.

Fig. 17: 대외자산 항목별 구성 비중



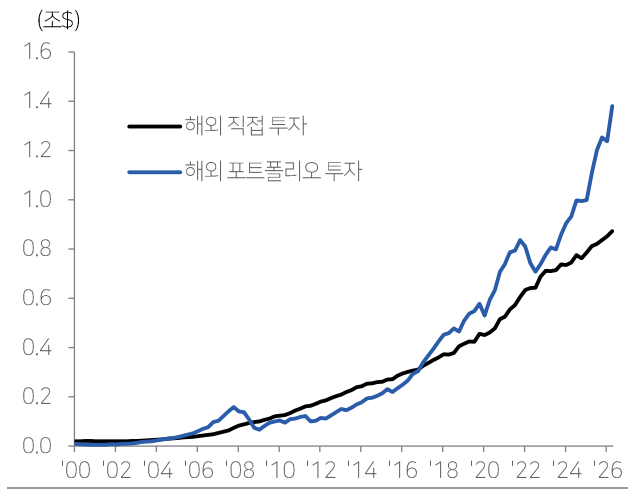
S 한국은행, 다올투자증권

Fig. 18: 대외부채 항목별 구성 비중



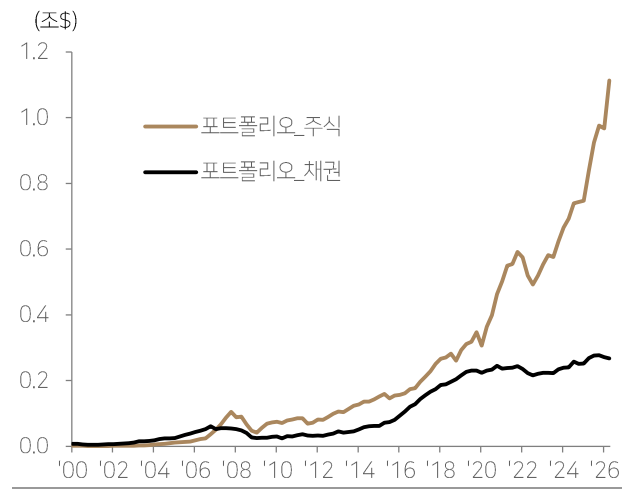
Source: 한국은행, 다올투자증권

Fig. 19: 대외자산 투자 성격 별 추이



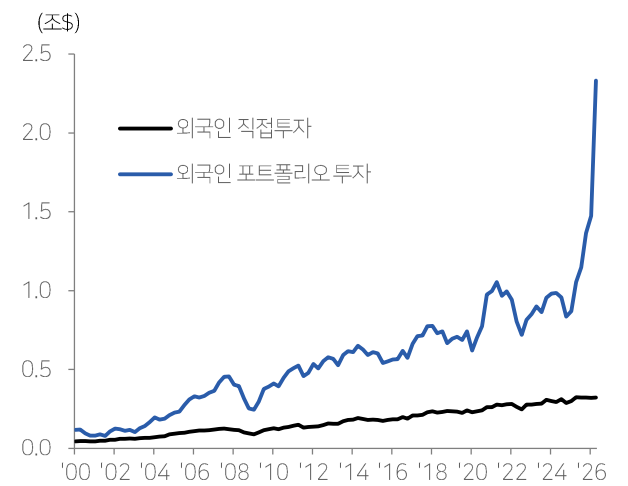
Source: 한국은행, 다올투자증권

Fig. 20: 대외자산 포트폴리오 투자 중 자산 별 추이



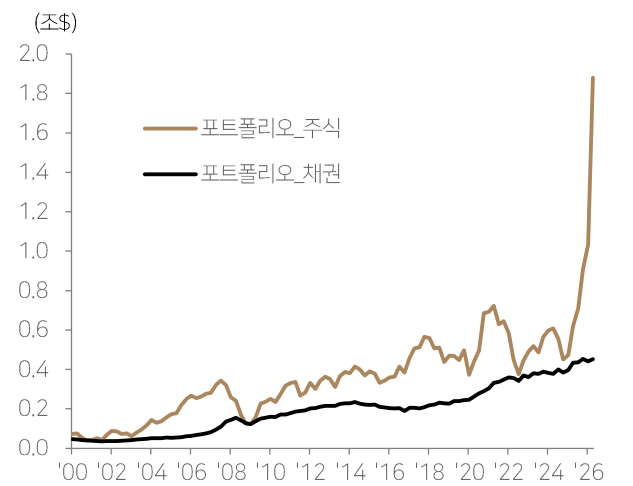
Source: 한국은행, 다올투자증권

Fig. 21: 대외부채 투자 성격 별 추이



Source: 한국은행, 다올투자증권

Fig. 22: 대외부채 포트폴리오 투자 중 자산 별 추이



S 한국은행, 다올투자증권

현황을 마저 정리해 보면, 1분기 기준으로 대외부채의 구성비는 직접투자 15.1%, 포트폴리오 투자 69.2%였다. 주식과 채권은 각각 48.5%와 20.7%였다. 한국 증시의 급등이 시작되기 직전인 25년 상반기 말 기준으로 보면 직접투자 19.5%, 포트폴리오 투자 63.4%의 구성이었으며, 주식과 채권은 37.3%와 26.1%였다.

부채 측면에서 가파르게 증가한 포트폴리오 투자의 규모는 재귀적으로 주가 등 자산 가격들의 변화에 따른 밸류에이션 효과가 상당히 커질 수 있음을 나타내는 것으로 볼 수 있다. 이는 결국 환율의 변동성 자체가 과거에 비해 커진 최근의 상황을 설명해 주는 근거 중 하나로도 볼 수 있다는 생각이다.

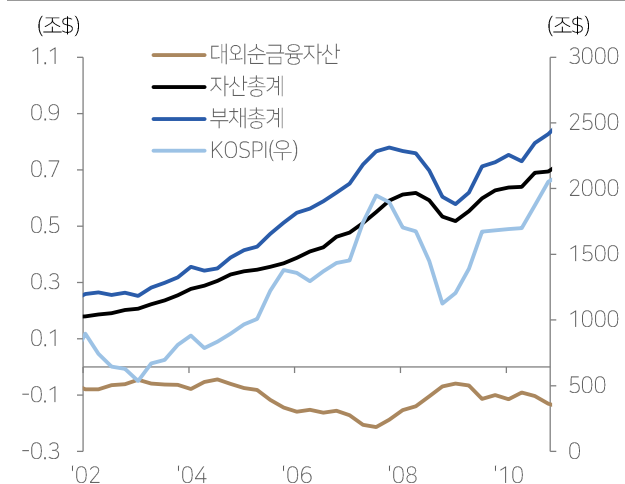
한편, 한국은 소규모 개방경제인데다 과거 외환위기의 경험을 가지고 있기 때문에, 대외금융부채의 증가, 순자산의 감소라는 명제는 상당한 불안감으로 연결될 수 있다. 그러나 이 같은 IIP 상 대외부채의 급증을 곧바로 한국의 대외건전성 악화나 외화상환 부담의 증가로 해석할 필요는 없다.

우선, IIP에서 집계되는 대외금융부채는 일반적으로 생각하는 ‘갚아야만 하는 빚’의 개념 보다는 조금 더 개념적이고 범위가 넓다. 이와 관련해 한국은행의 설명을 인용하면 대외금융부채(external financial liabilities)와 대외채무(external debt)는 다르다. 후자가 전자의 부분집합 혹은 하위개념이다. 앞서 부채 구성에서 살펴 본 바와 같이 부채에는 직접투자, 채권, 차입금, 예금, 무역신용 등 계약에 따라 원금이나 이자를 지급해야 하는 대외채무뿐 아니라 외국인이 보유한 국내 주식과 직접투자 지분처럼 만기나 원금 상환의무가 없는 지분성 부채도 포함된다.

특히 이번 2분기 대외금융부채 급증은 새로운 외화차입이 크게 늘어난 결과라기보다 국내 주가 급등으로 외국인이 보유한 국내주식의 평가액이 크게 증가한 영향이 크다. 주가 상승에 따라 통계상 대외금융부채는 늘어났지만, 국내 기업이 그 증가분만큼 추가적인 상환의무를 부담하는 것은 아니다. 실제로 7월 이례적인 급락이 진행되고, 외국인들의 국내 주식 매도흐름이 지속됐음을 감안하면, 대외부채 감소와 NFA의 증가 방향으로의 되돌림이 3분기 상당 폭 진행됐을 가능성이 높아 보인다.

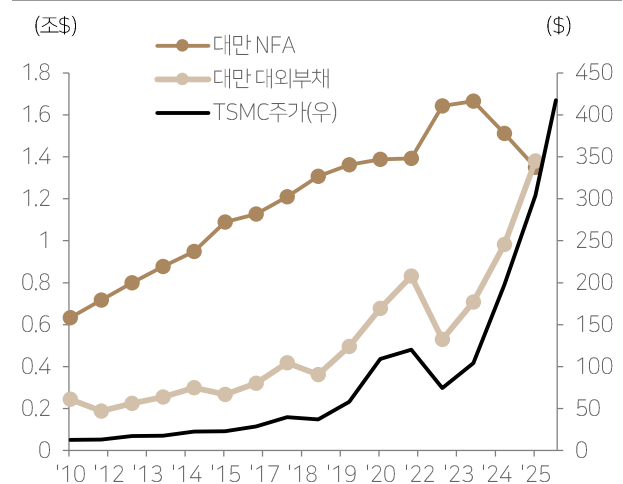
대외금융부채에 기인한 NFA의 급변동이 즉각적인 한국 대외 건전성의 리스크 요인으로 작용하지 않을 수 있다는 가장 직접적인 근거는 앞서 살펴 본 한국 CDS 프리미엄 흐름에서 짐작해 볼 수 있다. 동 지표는 역사적 바닥권에서 안정적인 흐름을 보여주고 있다.

Fig. 23: 브릭스 붐 당시의 한국 증시 급등과 NFA 추이



Source: 한국은행, Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 24: TSMC 주가 급등과 대만의 NFA 변화



Source: Bloomberg, 다올투자증권

대외채무 관점에서 본다면 최근 절대 금액의 증가는 크게 나타나고 있지만, 이로 인해 NFA가 급감한 상황에서도 GDP 대비 단기외채 비중 등은 매우 안정적으로 유지되고 있으며, 결국 최근 나타난 NFA의 급격한 감소는 한국의 대외지급능력이 한 분기 만에 크게 훼손됐다는 의미라기보다, 이례적인 증시 변동성의 반영, 즉, 밸류에이션 효과가 본질이다. 대외 건전성에 대한 이슈와는 별개로 볼 수 있다.

우리나라의 과거 국면에도, 해외에도 이번 2분기 같은 수준은 아니라도 비슷한 상황이 연출됐던 경험은 있다. 2005~2007년 신흥국 붐과 한국 증시의 레벨업 구간에서 외국인들 보유 지분 가치가 급증하면서 NFA의 감소가 추세적으로 나타난 경험이 있었고, 해외 사례로는 최근 한국과 마찬가지로 AI 붐 국면에서 TSMC 주가가 급등하며 대만의 대외금융부채와 NFA가 극적으로 움직이고 있는 사례를 찾아볼 수 있다. 당시의 한국 CDS 프리미엄은 안정적으로 하락했었고, 대만 역시 NFA의 급감에도  부각된 것으로 보기는 어렵다.

따라서 NFA의 단기 증감을 심각한 대외건전성 상의 변화로 해석하기보다, 거래와 평가효과가 누적된 대외 B/S의 상태변수라는 관점에서 접근할 필요가 있다. 다음 장에서는 이러한 NFA의 레벨과 원/달러 환율 간의 경험적 관계를 이용해 현재 환율의 중심 수준, 즉 경험적 균형점을 추정해 보고자 한다.

III-2. 시기 별로 변화가 관찰되는 NFA와 환율 간의 관계

우선 일반적인 NFA와 원/달러 환율 간의 관계에 대해 정리해 보자. NFA를 포함한 IIP의 각 항목들과 환율 간의 관계를 장기 시계열로 살펴보면 한 가지 흥미로운 특징을 확인할 수 있다. 전반적으로 2000년 이후 환율과 NFA 간의 (+) 상관관계가 도출되긴 하지만, 종합적으로 보면 대외금융자산과 부채, NFA 그리고 원/달러 환율 간의 상관관계가 일정하게 유지됐다고 보다는 대외 B/S의 구조 변화에 따라 구간별로 상이한 관계가 발생하고 있다.

앞서 Fig. 10 에서 살펴 본 바와 같이 2000년 이후 NFA의 역사적 흐름을 ①순부채 + 무역효과 > 금융효과(무역수지>금융계정, 이하 표현 생략) 국면(~2014년 상반기) ②순자산 초기 + 무역 ≒ 금융효과 국면, ③순자산 + 무역 < 금융효과 등 3개의 국면으로 나누어 놓고 보면, 각 국면마다 환율과 IIP 각 항목간의 관계가 다르게 나타난다. 다음의 그림들과 같이 국면 별로 나누어 살펴 보면 보다 명확하게 관계의 차이점을 확인할 수 있다.

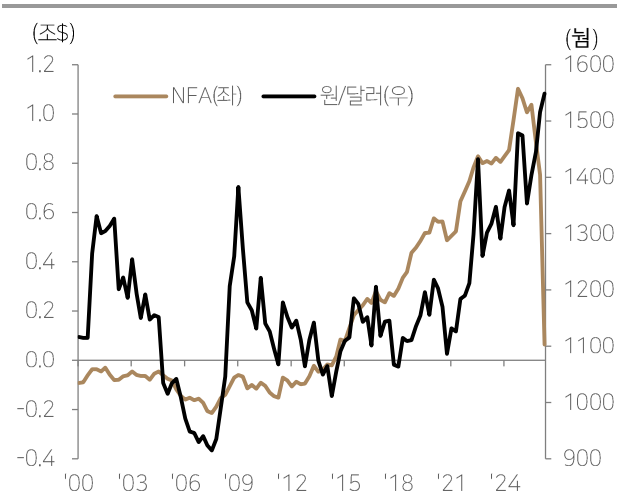
우선 한국이 만성적인 순부채 상태였고, 무역수지 변동의 절대값이 금융계정보다 큰 것이 일상적으로 유지되던 2000년에서 2014년 상반기까지를 국면1로 정의했다. 순부채 상태였던 만큼 직관적으로 부채 측면의 영향력이 크지 않을까 생각해 볼 수 있는데, 특성 값에서도 이와 같은 모습이 확인된다.

Fig. 25: 2000년 이후 NFA 기준 3개 국면 구분과 원/달러 환율과의 관계 변화 Summary

항목	국면 1	국면 2	국면 3
기간	2000 ~ 2014 상반기	2014 하반기 ~ 2019	2020 ~ 현재
대외순부채 포지션	순부채국 (NFA<0) 무역수지 규모 > 금융계정 규모	순자산국 전환 후 규모 증가 무역수지 규모 > 금융계정 규모	순자산국 정착, 금융계정 규모 > 무역수지 규모
자산	-0.32	+0.11	+0.76
원/달러 상관계수	부채 -0.43	-0.32	+0.44
NFA	+0.66	+0.39	+0.83
B/S 변동 주도 변수	대외부채(비거주자 투자) 통화당국 준비자산	양방향 흐름 혼재	대외자산(거주자 대외투자)
자산 구성 특징	준비자산 비중 30~60% (정책성 자산 중심)	민간 해외투자 본격화 시작	직접투자+포트폴리오 70% 이상 (시장성 자산 중심)
핵심 매커니즘	외국인 자금 유출입/환율 변화 → 대외부채 및 NFA 조정 자산 측면은 높은 준비자산 비중으로 개입에 따른 역방향 압력	거주자 해외투자자와 외국인 국내투자 혼재 → 효과 상쇄 외생변수 환 영향 심화(달러인덱스, 중국 위안화 등 대외요인 종속도 ↑)	거주자 해외자산 축적 자체가 구조적 달러 수요 유발 → 자산 ↑ = 환율 ↑ 동행성 강화 → 미국 자산가격과 달러 강세 동행 시 동방향 평가효과 추가
NFA 형성의 특징	외국인 자금 이동과 환율평가효과(밸류에이션 효과)에 따른 수동적 조정	부채/자산 양측 요인 혼재	거주자의 해외자산 축적 증가 추세 형성에 따른 구조적 확대

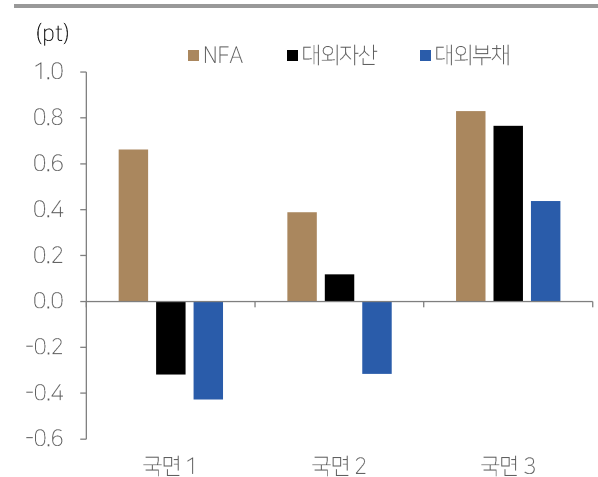
Source: 다올투자증권

Fig. 26: 2000~2026.2Q까지 NFA와 원/달러 환율 추이



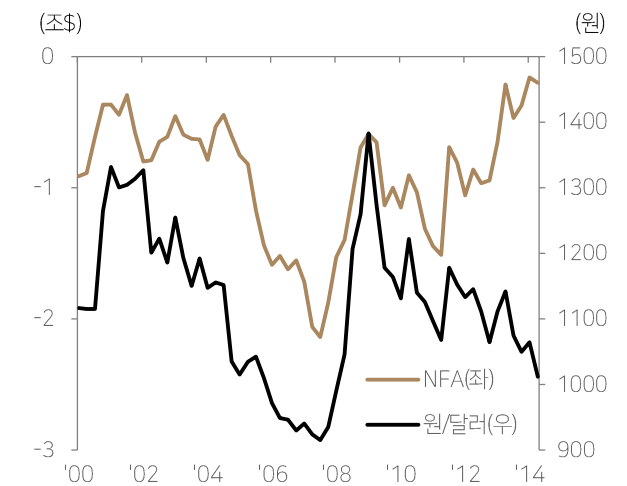
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 27: 각 구간 별 환율과 IIP 구성항목 상관계수



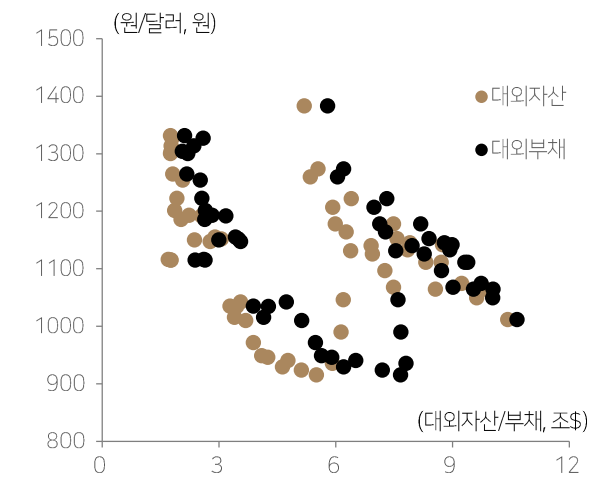
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 28: 국면 1에서 NFA와 원/달러 환율 추이



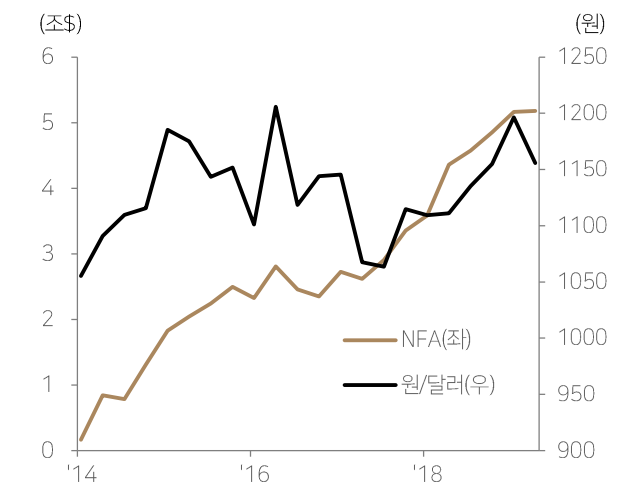
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 29: 동 구간 환율과 자산/부채 상관관계



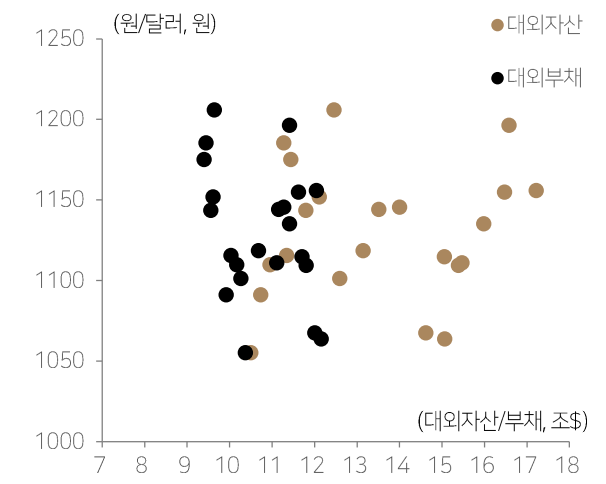
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 30: 국면 2에서 NFA와 원/달러 환율 추이



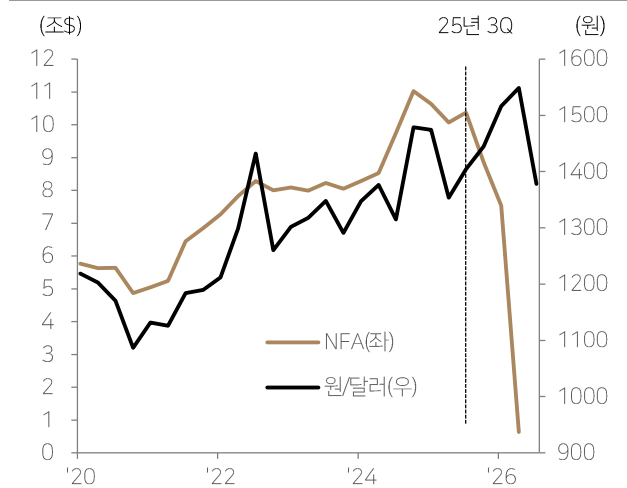
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 31: 동 구간 환율과 자산/부채 상관관계



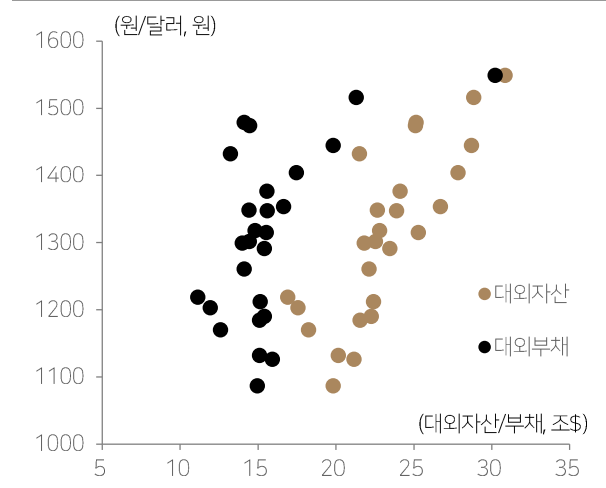
Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 32: 국면 3에서 NFA와 원/달러 환율 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 33: 동 구간 환율과 자산/부채 상관관계



Source: Bloomberg, 다올투자증권

이 시기에는 대외자산과 대외부채가 모두 환율과 유의미한 (-) 상관관계를 보인 반면 NFA는 높은 (+) 상관관계를 보인다. 상관계수의 절대값 측면에서도 환율-자산 간 상관계수가 -0.32, 부채와의 상관계수가 -0.43으로 부채와의 상관성이 상대적으로 크게 나타났다.

당시 한국의 대외 B/S 측면에서 변동은 상대적으로 비거주자의 국내자산 보유, 즉 부채 움직임의 영향을 크게 받았던 것으로 생각해 볼 수 있다. 대외부채에서 포트폴리오 투자 비중도 2000년대 초반 3~40%에서 꾸준히 증가하는 모습이 나타났었고, 당시에는 무엇보다 대출이 전체 대외부채에서 차지하는 비중이 전체 30% 대로 상당히 높았던 상황이었다. 신용/리스크요인 변동에 민감할 수 밖에 없는 구조로 보인다. 반대로 자산 측면에서 내국인의 해외 포트폴리오 투자는 미미한 수준에 불과했고, 대외자산의 상당 비중은 무역 관련 자금(미수금)이나 대출 등이 포함되어 있는 기타 자산에 포함되어 있었다. 무역 측면에서 수출의 호조와 부진이 영향을 미칠 여지가 많았다고 볼 수 있다.

글로벌 금융시장에서 양적 성장을 기반으로 한 신흥국 자산의 선호도 증가, 위험선호 상승이 나타날 경우 외국인 자금이 국내로 유입되면서 대외부채가 증가해 원화 강세에 영향을 줄 수 있었다. 반대로 위험회피성향 증가 국면에서는 외국인 자금 이탈과 함께 대외부채가 감소하고 환율은 상승하는 움직임이 반복됐다. 여기에 원화 약세가 외국인이 보유한 원화표시 국내자산의 달러 환산가치를 낮추는 평가효과까지 더해지면서 대외부채와 환율 간 (-)의 관계가 형성됐을 가능성이 있다.

대외자산과 환율의 (-) 상관관계 역시 당시의 자산 구성을 감안하면 어느 정도 설명이 가능하다. 이 시기에는 현재와 달리 대외자산에서 준비자산이 차지하는 비중이 상당히 높았다. 글로벌 금융위기 이전 전체 대외자산에서 외환보유액 등 준비자산 비중은 평균 55.9%였고, 2010년대 순자산국 전환 이전까지도 평균 40% 정도의 구성 비중을 가지고 있었다. 원화 강세 국면에서 통화당국이 절상 속도 조절을 위해 외화를 매입하면 준비자산이 증가할 수 있는 반면, 외환시장 불안과 원화 급락 국면에서는 외화유동성 공급을 위한 개입 과정에서 준비자산이 감소할 수 있다.

Fig. 34: 2000년 이후 대외자산/부채의 구성 비중 변화 추이(각 시점 별 최근 5년 평균)

구성비중(%)	대외자산					대외부채			
	직접투자	포트폴리오 투자	금융 파생상품	기타 투자	준비자산	직접 투자	포트폴리오 투자	기타 투자	준비자산
'00~05	10.5	7.5	0.3	23.3	58.4	22.0	48.1	30.3	0.4
'06~10	15.2	18.3	3.5	17.0	45.9	17.0	54.1	25.4	0.2
'10~15	23.6	17.1	3.1	19.0	37.2	17.2	59.3	20.4	0.3
'15~20	25.4	29.1	2.0	16.9	26.7	19.5	61.2	16.4	0.2
'20~25	29.5	37.4	1.9	12.5	18.6	18.8	62.2	15.6	0.2

Source: 한국은행, 다올투자증권

결국 이 시기의 NFA와 환율 간 강한 (+) 관계는 NFA가 환율을 선행하며 주도적으로 움직였다고보다, 무역 및 대외 리스크, 글로벌 위험선호와 자산배분 변화 등에 의해 발생한 환율과 외국인 자금 이동이 대외 B/S를 변화시키면서 NFA가 사후적으로 조정된 결과의 성격이 상대적으로 강했던 것으로 해석해 볼 수 있다.

국면2는 순대외자산국으로 전환한 2014년 하반기부터 코로나19 직전인 2019년까지의 구간이다. 이 시기에는 대외자산이 환율과 약한 (+), 대외부채가 (-)의 관계를 보였고 전체적인 상관계수의 절대값이 크게 낮아졌다. 대외자산은 +0.12, 대외부채는 -0.32 그리고 NFA는 +0.39의 값이 도출된다.

이 시기 변화의 핵심은 대외자산의 축적 주체와 방식이 달라지기 시작했다는 점이다. 경상수지 흑자가 지속되는 가운데 국내 기업과 기관투자자를 중심으로 해외 직접투자와 증권투자가 확대되면서 민간 보유 대외자산 비중이 빠르게 높아졌다. 과거 준비자산 중심이었던 대외자산 구조가 민간의 시장성 자산 중심으로 이동하기 시작한 것이다.

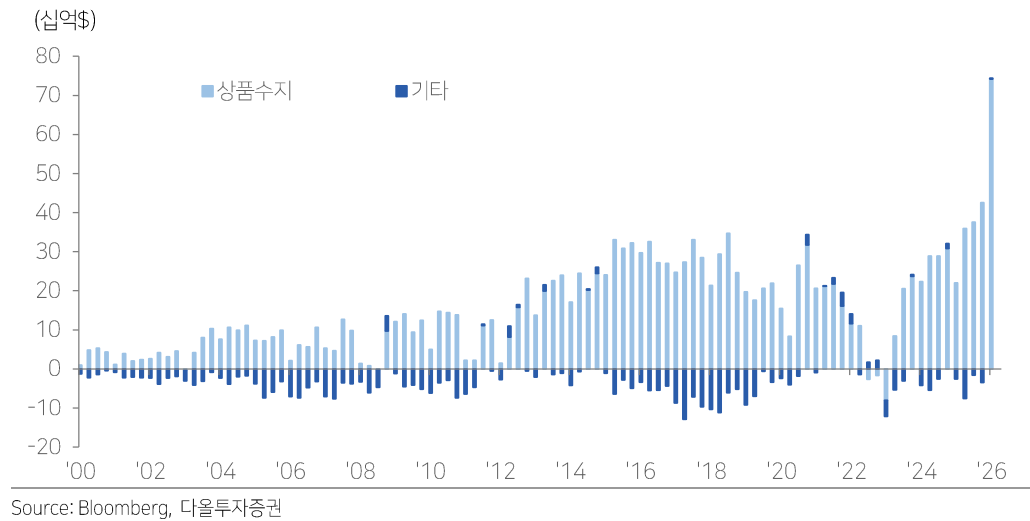
이 같은 흐름은 있었지만, 아직 금융거래가 외환수급을 주도할 정도의 규모로 확대되지는 못했다. 또, B/S 관점에서는 순부채국에서 순자산국으로 전환하면서 대외자산/부채 구조 자체가 변화하기 시작한 것은 사실이지만, 아직 어느 한쪽의 힘이 환율과 NFA의 관계를 뚜렷하게 주도하지 못했던 과도기로 해석해 볼 수 있다.

자산과 부채를 나누어서 조금 더 구체적으로 보자. 우선 대외자산에서 경상수지 흑자의 지속과 함께 세계화 진척, 글로벌 금융시장의 접근성 개선에 따른 거주자의 해외투자가 점차 확대되기 시작했다. 과거 준비자산 중심으로 축적되던 대외자산의 구성도 민간의 직접투자와 증권투자 비중이 높아지는 방향으로 변하기 시작했다. 기업은 해외 공장과 해외 기업에 대한 지분투자, 개인은 미국, 유럽, 중국 등 해외주식에 대한 직접 주식투자를 늘리기 시작했다. 이에 따라 해외자산의 증가가 외화수요와 연결되면서 대외자산과 환율 간 관계가 이전의 (-)에서 약한 (+)로 전환된 것으로 생각해 볼 수 있다.

자산 측면에서 가시적인 변화가 나타난 반면 부채 측면에서는 구조 상 큰 변화를 찾아보기 어려웠다. 외국인의 국내 주식/채권 투자와 원화표시 자산에 대한 환율 평가효과가 여전히 작동하면서 환율과의 (-) 관계가 일부 남아 있었다. 결국 자산 측면에서는 해외투자 확대에 따른 (+) 방향의 힘이 새롭게 나타나기 시작한 반면, 부채 측면에서는 이전 국면에서 작동하던 (-) 관계가 일정 부분 잔존하면서 양측의 효과가 서로 상쇄되는 모습이 나타난 것으로 볼 수 있다.

이 같은 구조 속에서 글로벌 전역적으로 순환적인 경기 사이클에 대한 기대가 남아있었고, 금융 측면의 영향력이 압도적이라고 보기 어려웠던 상황인 만큼 수출 등 전통적인 펀더멘털 지표들의 영향력이 여전히 상대적으로 높은 경향은 남아 있었다.

Fig. 35: 2010년대는 상품무역 중심 기조적 경상수지 흑자 구간 지속



이처럼 변화된 구조와 기존에서부터 이어져 오던 관계 변수들이 양립하면서, 동 구간을 압도할 수 있는 하나의 강력한 설명변수가 도출되지 않다 보니 다양한 변수들의 설명력이 반영되어야 하는 국면이 된 것으로 볼 수 있다. 실물무역에서의 수지지표, 외국인의 국내투자, 글로벌 달러 움직임, 중국 경제 및 금융시장 영향 등 다양한 요인이 동시에 환율에 영향을 미치면서 IIP의 각 항목과 환율 간의 뚜렷한 관계가 다른 국면들에 비해 약화된 것으로 해석할 여지가 있다.

가장 최근인 국면 3은 2020년 이후 현재까지의 구간이다. 이 시기에는 앞선 두 국면과 달리 대외자산과 대외부채가 모두 원/달러 환율과 강한 (+) 상관관계를 보이고 있으며, NFA 역시 (+) 관계를 나타내고 있다. 특히 특징적인 부분은 과거 환율과 (-) 관계를 보였던 대외부채까지 (+) 관계로 전환됐다는 점이다. 단순히 순대외자산국이라는 대외포지션의 변화만으로 설명하기보다는, 금융거래의 절대 규모와 대외 B/S의 구성 자체가 이전과 상당히 달라진 새로운 국면으로 해석할 필요가 있어 보인다.

앞서 살펴본 것처럼 2020년 이후에는 금융계정 내 투자 규모가 무역수지 규모를 상회하는 현상이 일상화되기 시작했다. 국내 기업과 기관투자자는 물론 개인까지 해외 금융자산에 대한 투자를 빠르게 확대했고, 이에 따라 거주자가 보유한 대외자산의 절대 규모도 크게 증가했다.

과거 경상수지 흑자를 통해 확보된 외화가 국내 외환시장으로 환류되는 비중이 상대적으로 높았다면, 최근에는 해외투자와 재투자를 통해 대외자산으로 축적되는 흐름이 보다 강해진 것으로 볼 수 있다. 대외금융자산의 절대 수준 자체가 크게 확대되면서 작은 자산배분이나 환헤지 비율의 변화도 과거보다 큰 외환수급을 발생시킬 수 있는 구조가 형성된 것이다.

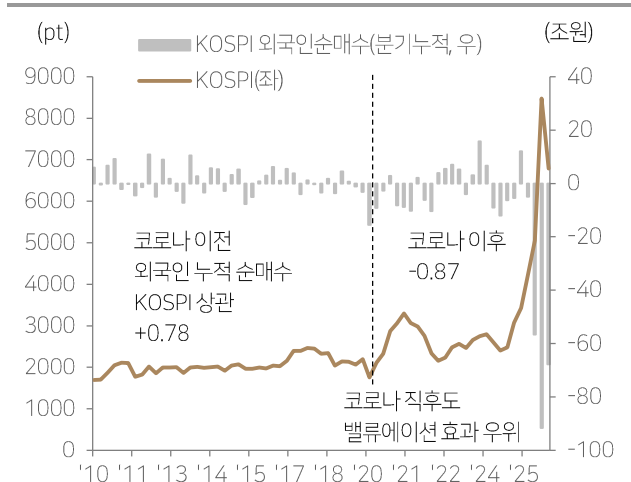
대외자산과 환율의 강한 (+) 관계는 이러한 변화와 일정 부분 연결해 생각해 볼 수 있다. 거주자의 해외투자 확대는 그 과정에서 외화수요를 발생시킬 수 있고, 이러한 거래가 반복될수록 대외금융자산 역시 누적된다. 여기에 2020년 이후 미국을 비롯한 해외 금융자산 가격이 크게 상승하면서 거주자의 해외자산 평가액이 증가한 영향도 함께 작용했다.

결국 이 시기의 대외자산 증가는 실제 해외투자라는 거래효과와 해외 금융자산 가격 상승에 따른 밸류에이션 효과가 동시에 반영된 결과이며, 이러한 대외자산의 확대와 높은 원/달러 환율이 경험적으로 강하게 동행하는 모습이 나타난 것으로 해석할 수 있다.

보다 흥미로운 변화는 대외부채 측면이다. 과거에는 외국인의 국내자산 매수가 달러 매도와 원화 매수를 수반하면서 대외부채 증가와 원화 강세가 동시에 나타나는 경우가 많았고, 원화 약세 자체도 외국인이 보유한 원화표시 자산의 달러 환산가치를 낮추기 때문에 대외부채와 환율 간 (-) 관계가 자연스럽게 형성될 수 있었다. 그러나 최근에는 외국인이 이미 보유하고 있는 국내 금융자산의 규모가 크게 확대됐고, 이에 따라 신규 자금의 유출입뿐 아니라 국내 주가와 같은 자산가격의 변화가 대외부채의 저량 수준을 크게 움직이는 요인으로 작용하기 시작했다.

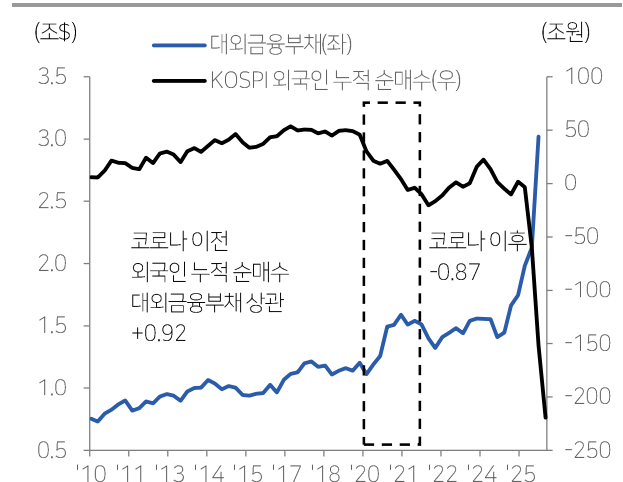
즉, 대외부채의 증가가 반드시 동일 규모의 신규 외국인 자금 유입을 의미하지 않게 됐다. 특히 국내 주식가격이 크게 상승할 경우 외국인 보유 국내주식의 평가액 증가가 원화 약세에 따른 달러 환산가치 감소 효과를 상쇄하거나 압도할 수 있다. 2026년 상반기, 특히 2분기는 이러한 밸류에이션 효과가 극단적으로 나타난 사례이다.

Fig. 36: 과거 외국인 순매수와 KOSPI 간의 높은 (+)상관관계가 일반적이었으나, 최근엔 매우 높은 (-)관계로 변질



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 37: 대외부채 측면에서도 외국인 순매수 = 부채증가였으나, 밸류에이션 효과가 매매 효과를 압도하는 모습



Source: Bloomberg, Quantiwise, 다올투자증권

결과적으로 세 번째 국면에서는 거주자의 해외자산 축적이 대외 B/S 확대를 주도하는 가운데, 크게 확대된 국내의 금융자산 레벨이, 자산 가격 변화에서 발생하는 밸류에이션 효과의 영향력을 증폭시키고 있다. 이 같은 효과들이 더해지면서 IIP와 환율 간 관계가 크게 강해진 것으로 해석할 수 있다.

다만 이는 대외자산이나 NFA의 증가가 원/달러 환율 상승을 일방적으로 유발한다는 의미라기보다는, 거주자의 해외자산 배분, 외국인의 국내자산 보유, 환율 및 국내의 자산가격이 서로 영향을 주고받는 과정에서 대외 B/S와 환율이 함께 움직이는 성격이 강해졌다는 의미에 가깝다. 즉, 인과의 의미보다는 상관성에 무게를 두고 접근할 필요가 있다는 생각이다.

국면 1에서 NFA와 환율의 (+) 관계가 주로 부채 측면, 외국인 자금 이동과 환율평가효과에 의해 수동적으로 형성된 성격의 결과였다면, 최근 국면에서는 자산 측면, 거주자의 해외자산 축적과 금융거래 확대가 대외 B/S 변화의 주된 동력으로 자리 잡았다는 점에서 차이가 있다.

결국 동일한 NFA와 환율 간 (+) 상관관계라고 하더라도 이를 만들어 낸 메커니즘은 과거와 현재가 상당히 다르며, 현재의 환율 수준을 설명하기 위해서는 전체 데이터에 하나의 일률적인 관계식을 적용하기 보다는 최근의 금융거래 중심 구조를 별도의 국면으로 구분해 접근하는 것이 합리적일 것이라는 추론이 가능해 보인다.

III-3. NFA와 원/달러 환율의 경험적 관계, 그리고 중심 수준

지금까지 논의 내용을 간단히 정리하면, 최근 환율시장은 과거에 비해 금융거래와 자산배분 변화에서 발생하는 수급의 영향력이 크게 높아진 것으로 판단된다. 금융자산의 절대 규모가 확대되면서 단기적인 유량(flow)의 변화가 환율 방향에 미치는 영향력이 커졌고, 이러한 거래와 자산가격 변화가 장기간 누적된 결과는 대외자산과 부채, 즉 대외 B/S라는 저장(stock)에 반영된다.

특히 2020년 이후에는 금융거래의 규모가 실물거래를 상회하는 구조가 정착되면서 NFA와 원/달러 환율 간의 경험적 관계도 이전 국면보다 뚜렷해진 모습이 확인된다. 물론 NFA에는 거래뿐 아니라 환율과 자산가격 변화에 따른 밸류에이션 효과가 포함돼 있어 이를 환율의 직접적인 결정변수로 해석하기에는 한계가 있다.

다만 여러 수급과 평가효과가 누적된 대외 B/S의 상태를 압축적으로 보여주는 변수라는 점에서, NFA를 현재 형성되어 있는 한국 경제의 대외 B/S 구조 상황을 반영하는 환율의 중심 수준을 가늠하기 위한 하나의 경험적 기준점으로 활용할 여지는 충분해 보인다. 단기 환율의 방향을 예측하는 지표로서의 효용성은 담보하기 어렵지만, 경험적인 관점에서 여타 변수들의 압력이 중립화된다면 어느정도 수준의 환율이 합리적인가 라는 관점이다.

환율을 설명하기 위한 모델링 방법은 다양하다. 변수의 선택에 있어서도, 금리차, 달러화, 교역조건, 위험선호, 주식시장 수급 등 여러 변수를 동시에 사용하는 다변량 모형을 구성할 수도 있고, 변수 간 비선형 관계나 시차를 반영한 보다 복잡한 접근도 가능하다.

그러나 실제 데이터를 이용하는 과정에서 설명변수가 많아질수록 변수 선택과 시차 설정, 전망치에 대한 가정도 함께 늘어나게 된다. 특히 구조적인 변화가 진행되고 있는 국면에서는 과거에 유효했던 변수 간 관계가 그대로 유지된다는 보장도 어렵다. 이에 본 자료에서는 다수의 가정이 필요한 복잡한 모형보다 우리가 주된 포커스로 삼아왔던 NFA와 환율 사이에서 관찰되는 경험적 관계를 직관적이고 명확하게 확인할 수 있는 단순한 모형을 우선적으로 활용해, 현 상황의 적정 환율이 어느 정도 수준인가를 가늠해 보는데 주안점을 뒀다.

언급한 바와 같이 이번 분석의 목적은 특정 시점의 환율을 정확하게 맞히는 점 추정에 있지 않다. 앞서 살펴본 것처럼 단기 환율은 외국인 증권투자, 내국인 해외투자, 기업의 환전과 해지, 글로벌 위험선호 등 다양한 유량의 영향을 받아 NFA만으로 설명하기 어렵다. 오히려 관심의 대상은 이러한 단기 압력이 중립적인 상태를 가정했을 때, 현재의 대외 B/S 구조가 어느 정도의 환율 수준에 대해 경험적으로 정합적인지를 가늠하는 것이다.

최근의 이상치 문제가 아니라고 하더라도 앞서 살펴 본 바와 같이 NFA는 지지력이 자금 이동의 효과와 밸류에이션 효과가 동시에 작용하는 변수라는 특징을 가진다. 둘 중 특정 효과를 인위적으로 배제한다면, 그 과정에서 임의의 오류나 편향이 발생할 수 있다. 그 보다는 단기 평가효과와 일시적 변동을 완화(제약)시키는 것이 절충점이 될 수 있다. 기초적 추세(trend)를 추출한 뒤 이를 환율과 적합하는 방식을 선택하는 것이 바람직해 보인다.

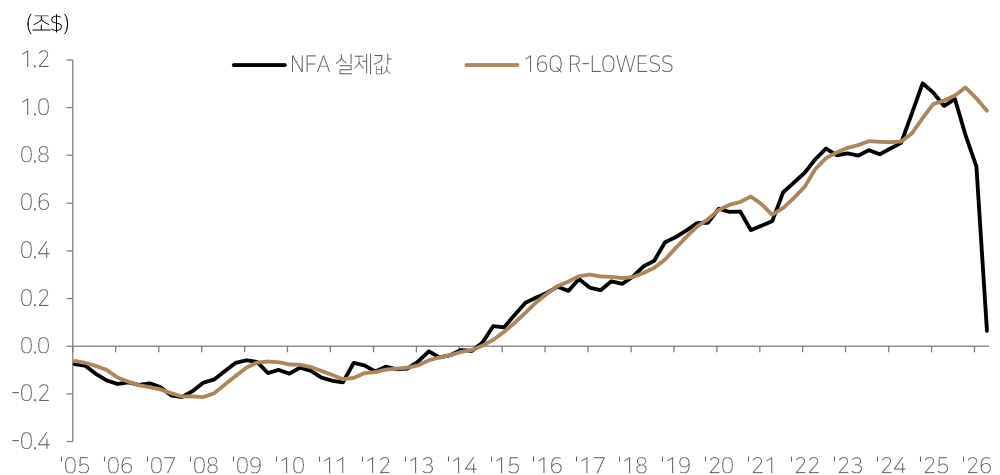
NFA의 추세를 추출하는 방법론으로 Robust LOWESS를 활용했다. 구체적인 방법론 자체에 방점을 두진 않지만 간단하게만 설명하면, LOWESS는 전체 표본에 하나의 직선을 강제로 적용하는 대신, 각 시점 주변의 관측치에 상대적으로 높은 가중치를 부여해 국소적인 추세를 추정하는 방법이다. NFA처럼 장기간에 걸쳐 비선형적인 경로를 보이는 변수의 기초를 비교적 유연하게 반영할 수 있다. 여기에 Robust 방식을 적용하면 추세에서 크게 벗어난 관측치의 영향력을 반복적으로 낮추기 때문에, 특정 시점의 일시적인 충격이 전체 추세를 과도하게 왜곡하는 문제도 완화할 수 있다.

일반적으로 경제 데이터를 스무딩하는데 있어서 Kalman filter나 HP filter 같은 다양한 필터링 기법들을 사용하는 경우가 많지만, 대부분의 필터링 기법들은 끝점의 영향이 과도하게 반영되거나 복잡한 가정들을 설정하는 경우가 많다. 안 그래도 끝점에 민감한 방법론들인데다, 이번 2분기 데이터처럼 통제하기 힘든 수준의 극단치가 발생한 상황이라면 약점이 부각될 수 있는 상황이라고 판단해 이 같은 방법론을 적용해 봤다. 평활 기간 선택에 따라 값이 달라질 수 있기 때문에 다수의 밴드위스를 추정해 본 뒤, 2014년 하반기 이후 가장 실측 오차가 작은 16분기 추세값을 기준으로 선정했다.

일반적인 상황이었다면 NFA와 환율의 분기자료를 이용한 단순한 관계만으로도 충분했겠지만, 2026년 2분기는 예외적인 사례였다. 국내 주식시장의 급격한 상승으로 외국인이 보유한 국내 주식의 평가액이 크게 늘면서 대외금융부채가 급증했고, 그 결과 NFA는 직전 분기와 비교해 비정상적으로 큰 폭으로 감소했다. 이는 새로운 외화차입이 급격하게 증가했다거나 한국의 대외건전성이 급격하게 악화됐다는 명제와는 거리가 있다. 전적으로 이상치에 가까운 수준의 국내 자산가격 상승에 따른 밸류에이션 효과였다.

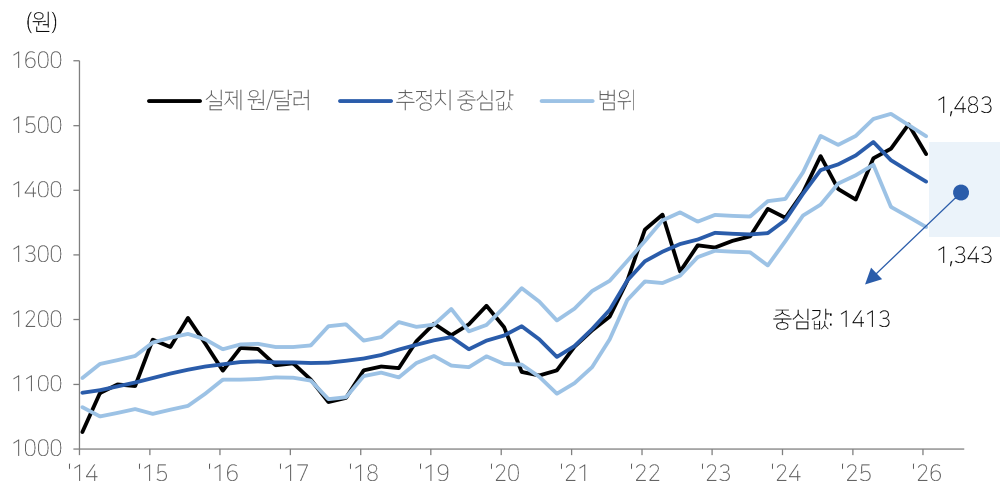
이러한 값을 그대로 장기적인 B/S의 구조 변화로 받아들이는 것 역시 적절하지 않아 보였다. 추세 산출에 사용하면 장기간 축적된 대외 B/S의 기초가 한 분기의 평가효과에 의해 크게 훼손되는 문제가 발생하기 때문이다. 때문에 국내 주식의 평가효과가 일정 부분 정상화된다는 관점에서 조정된 NFA를 사용했다.

Fig. 38: 최근 20년 실제 NFA 추이와 과거 16분기 데이터를 이용한 중심값 추정치 추이



Source: Bloomberg, 다올투자증권

Fig. 39: 2분기 극단치 효과를 보정한 결과 현재 환율 중심값 추정치는 1,413원 수준



Source: Bloomberg, 다올투자증권

사실 방법론적 관점에서 어떤 스무딩 방법을 쓰더라도 QoQ 순자산 규모 -91% 감소와 같은 극단적인 변동성을 커버하긴 어렵다. 결국 이 경우 추세값 자체를 특정 수준으로 정확하게 추정하기보다는, 합리적인 수준의 평활화를 통해 대외 B/S의 기초가 위치한 중심 영역을 확인하는 것이 현실적인 접근이라고 판단했다. 이번 연구에서는 2분기 주가 상승에 따른 대외부채 증가와 NFA 급감을 이상치로 간주하고 급락 이후 지수가 수렴하고 있는 현재 지수 레벨을 대외부채 부문에 반영한 수정치를 사용했다.

결과적으로 앞 페이지 그림과 같은 NFA의 추세선을 도출했고, 이 추세선을 기준으로 NFA 수준에 대응되는 원/달러 환율의 중심값과 상/하단 범위를 추정한 결과이다. 한편, 어쨌거나 이 정도의 기저변수의 변화가 나타났다면, 이는 레벨에 대한 적극적 반영보다 환율의 변동성에 대한 문제로 인식하고 추정에 반영할 필요는 있을 듯 하다. 이 같은 NFA의 급격한 변화 자체를 환율의 변동성으로 인식하고 반영할 필요가 있다는 관점에서 중심값 계산 기간의 변동성의 상대적 크기를 반영해 상/하단 밴드폭에 반영했다.

NFA 자체의 전망을 추정하는 것은 리스크가 크다. 다만, 지난 분기가 이례적인 급등으로 대외부채가 급등하는 밸류에이션 효과를 극단적으로 반영했고, 다소간의 반등을 경험했지만 6월 말 대비 낙폭과 이어지고 있는 외국인 매도 기조를 감안하게 되면, 3분기 대외부채는 감소하는 방향으로 움직일 가능성이 크다.

이에 더해 한국 증시의 변동성은 반대로 내국인의 해외 주식 매수 움직임을 자극하는 흐름이 진행되고 있어 대외자산 중 포트폴리오 측면에서는 증가 방향 움직임이 나타날 개연성이 커 보인다. NFA가 지금 수준에 머물거나 감소하기 보다는 반등하는 움직임이 나타날 것으로 예상된다. 현 시점에서 추정 결과값을 정리해 보면, 원/달러 환율 중심 값은 향후 1분기 가량 1,413원 수준으로 추정된다. 상/하단은 각각 1,343원 ~1,483원 범위로 계산된다.

급하게 낮아진 NFA는 당분간 중심값 역할을 수행하기 힘들 수 있고, 레벨 수렴 과정을 진행해야 다시 추정치로서의 강건성이 갖춰질 것으로 추론해 볼 수 있다. 여기서 전제한 바와 같이 NFA가 반등하는 방향성을 전제한다 하더라도 그 레벨은 2025년 말~2026년 상반기 기록했던 수준을 빠른 시점에 회복하기는 어려울 것으로 예상된다.

NFA가 향후 어느 정도 수준으로 재수렴할지에 대해서는 당장 가늠하기 어렵지만, 적어도 내년 이후 최근 나타났던 NFA의 축소가 추세선에 반영되기 시작할 경우 2027년에도 원화의 등락 레벨이 낮아지는 방향으로의 압력이 발생할 가능성은 타진해 볼 필요가 있을 듯 하다.

그렇다면 향후 전망에 대해서는 러프하게나마 NFA 레벨을 기준으로 살펴 볼 필요가 있을 텐데, 다른 조건을 무시하고 현 모델 내에서만 계산해 본다면 향후 NFA가 레벨 7~8,000억\$ 대에 수렴할 경우 1,330원대, 4~5,000억\$ 대에 수렴할 경우 현 모델 구조 하에서 NFA 기준 중립 환율 레벨은 1,200원대 진입도 설명될 수 있다. 특정 환율에 대한 전망이 아니라, 수렴 수준에 따른 환율 레벨 변화가 상당히 클 수 있다는 정도로 받아들이면 좋을 듯 하다.

이상 NFA를 통해 추정된 환율은 방향성을 결정하는 예측 값이라기보다, 시장환율이 어느 정도 수준에서 과도하게 이탈해 있는지를 판단하기 위한 기준점의 성격이 강하다. 실제로 최근 퍼포먼스를 보면, 지난 상반기 형성됐던 원/달러 환율 수준은 NFA 레벨과 원/달러 환율 간의 관계를 감안했을 때 매우 높은 수준의 오버슈팅이었다고 판단할 수 있고, 중심값에서 크게 벗어나 있는 환율 상태에서 그 원인이 완화될 경우 상당히 빠르게 반작용이 나타나는 모습을 보였던 것으로 해석해 볼 수 있다.

향후 원/달러 환율의 실제 경로는 이 같은 중심 수준에 멈춰있지는 않을 것이다. 특히 현재와 같이 금융거래의 영향력이 확대된 환경에서는 몇 가지 변수의 방향이 일치할 경우 중심값에서 상당 폭 이탈하는 흐름이 반복될 수 있다. 반대로 단기 수급요인이 소멸하거나 서로 상쇄될 경우 환율은 다시 대외 B/S가 시사하는 중심영역으로 회귀하려는 흐름을 보일 가능성이 높다. 당분간은 약 1,410원 전후의 중심영역을 기준으로 삼고 어떤 요인이 상/하방 편차를 만들어내는지를 지속적으로 점검하는 데 둘 필요가 있다.

III-4. 환율에 영향을 미칠 수 있는 주요 변수 점검

앞 절에서는 NFA의 기초적인 흐름과 원/달러 환율 간의 경험적 관계를 이용해, 현재 한국의 대외 B/S 구조가 시사하는 환율의 중심 수준을 추정해 보았다. 언급했던 바와 같이 앞서 산출된 값은 실제 환율의 경로를 직접적으로 예측하는 전망치라기보다, 여타 환율 결정요인의 영향이 중립적이라는 가정하에 형성될 수 있는 하나의 기준점에 가깝다.

실제 외환시장에서 원/달러 환율이 이러한 중심 수준과 정확히 일치하는 경우는 드물다. 글로벌 달러의 방향, 주요국 통화정책과 금리차, 위안화와 엔화 등 주변 통화의 움직임, 유가와 교역조건 같은 거시변수뿐 아니라 외국인의 국내 증권투자와 내국인의 해외투자, 기업의 네고 및 결제수요, 환헤지 등 다양한 요인이 동시에 작용하기 때문이다. 특히 앞서 살펴본 것처럼 최근에는 금융거래의 규모가 확대되면서 이들 요인이 만들어내는 단기적인 수급 변화가 환율을 기초적인 중심 수준에서 상당 기간 그리고 꽤 큰 폭으로 이탈시킬 가능성도 높아졌다.

따라서 실제 환율 전망을 위해서는 NFA가 시사하는 중심 수준과 함께, 현재 어떤 변수들이 원화 강세 혹은 약세 방향의 압력을 만들고 있는지, 그리고 그 압력이 향후에도 지속될 가능성이 있는지를 별도로 판단할 필요가 있다. 이에 대해서는 앞서 산출한 중심값을 다시 통계적으로 조정하기 위한 별도의 모형을 구축하는 것이 아니라, 중심값을 기준으로 실제 환율이 상단과 하단 중 어느 방향에 위치할 가능성이 높은지를 판단하기 위한 다소 정성적인 조건부 접근을 시도해 보고자 한다.

다음의 표를 통해 달러 인덱스에서 국내외 투자자들의 수급 동향까지 단기 환율 방향성에 영향을 미쳤고, 향후에도 그 영향력이 클 것으로 보이는 주요 변수들을 정리해 봤다. 표의 전이 모두 맞을 것으로 생각지는 않지만, 환율이 극단적인 움직임을 보였던 최근 1~2개월 움직임 대비 상대적인 관점에서 압력의 방향이 변할 것인지 정도로 참고하면 좋을 듯 하다.

각 항목들이 원화 강세를 지지하는 쪽으로 움직였을 때 +1, 원화 약세를 지지하는 쪽으로 이동했을 때 -1을 주었고, 제한적인 영향력을 미쳤거나 큰 의미를 부여하기 힘든 경우, 그리고 전망에서는 뚜렷한 의견을 제시하기 힘든 경우 등에 대해 0점을 부여했다.

종합적으로 보면 7~8월 원화가 강세로 진행되는 구간에서 최대 12점 가운데 9개 항목에서 원화 강세를 지지하는 움직임이 나타났고, 순 점수로는 +6점이었다. 현 시점에서 대략 연말까지 시계를 놓고 주관적인 방향성을 생각해 보면 전체 항목들 가운데 4개의 원화 강세요인과 3개의 원화 약세 요인이 존재하는 것으로 추정된다. 이 역시도 점수 자체는 +1로 원화 강세 압력이 있는 것이 사실이나, 앞서 환율 중심점을 추정한 결과 중립 환율 이하 수준까지 하락한 상태고, 적어도 7~8월 대비 원화 강세 압력이 완화된다는 관점에서 본다면, 원/달러 환율의 추가 하락보다는 일정 부분 되돌림이 전개될 가능성이 높다는 판단이다.

Fig. 40: 현 시점, 원/달러 환율 주요 영향 변수 동향 및 향후 방향성 추론

조건변수	연내 방향 전망	원화 영향(-1:원약/0/+1:원강)		현황 및 의미
		7~8월	연내 전망	
달러인덱스	100pt대 등락	+1	0	- 원화는 대외의존도가 높은 비기축 통화로 달러 방향의 영향을 직접적으로 받음 - 최근 재정 우려 등으로 달러 상단이 제한됐지만, 잭슨홀 Warsh의 매파적 발언 이후 인상 기대가 상승해 달러 재반 등. 향후 물가 등에 연동될 수 있으나 추세적 강달러보다는 100pt 중심 제한적 등락 전망
엔화(JPY)	엔화 강세	+1	+1	- 엔과 원은 경험적으로 동조되는 경향. 일본 통화정책 및 캐리트레이드 방향성 변화가 원화에도 영향미치는 구조 - 최근 미/일 공조 개입 이후 엔화도 일단 정책 개입 후 상단 경계는 유지될 수 있음. 형성. BOJ의 9월 추가 인상 및 이후 인상 가속 가능성 부각. 미 금리 경계심과 함께 급격한 엔 강세보다 약세폭 제한, 완만한 강세흐름 기대
미-한 기준금리차	금리차 축소	+1	+1	- 미국 금리 대비 한국 금리 매력이크어지면 달러 자산 선호가 완화되고 원화 자산의 상대적 매력이 개선. 한은의 추가 금리인상 기조 감안 시 금리차 축소 예상
유가	하락	-1	+1	- 한국은 에너지 순수입국. 유가 상승 시 수입 비용 증가, 무역수지 악화 압력 발생. 전쟁 종료 시 빠른 유가 하락 기대
교역조건	정점통과	+1	0	- 한국 경제채산성 의미. 교역조건 개선은 수출 호조 및 기업 이익 측면의 개선 시그널이자, 내수 회복 기대를 자극하는 원인변수. 교역조건 개선 시 원화 강세 압력 발생 가능. 상반기 확장 기조에서 둔화 전망
외국인 국내 증권투자	증립	-1	0	- 외국인의 국내 자산 매수 과정에서 원화 확보 필요. 상반기 중 대규모 매도 지속. 상반기 대비 매도 규모 감소할 것으로 예상되나 강한 순매수 근거는 부족
내국인 해외투자	증가	-1	-1	- 국내 주체가 해외 자산을 매입하기 위해 원화를 달러로 전환하거나 해외유보. 최근 구조적으로 중요도가 높아진 변수. 해외투자는 증가세 지속 전망
역내직접투자	증가	+1	+1	- 직접 투자의 급격한 증가는 아니더라도 정부의 투자 총용과 대기업들을 중심으로 한 대규모 역내 투자 기대 형성
기업 네고/결제	증립이상	+1	0	- 수출기업이 수출대금을 원화로 환전하면 달러 공급 증가. 고환율 국면에서 방향 선회 시 조기 집행 물량 출회 가능. 이 미 원/달러 레벨 하락한 만큼 물량은 기존대비 감소 전망
환헤지 비율	헤지 확대	+1	0	- 기업, 해외투자 주체의 환헤지 증가 시 역내 환시 달러 공급 증가. 6월 이후 정부의 기업 독려, 원화 강세 전환에 따른 중공업 기업 자발적 헤지 비율 증가. 단기 강한 원화 강세 진행된 만큼 압력 완화 예상
국내외 주식 상대성과	미국 우위	+1	-1	- 포트폴리오 투자의 영향력이 매우 높아진 상황. 외국인 국내 자산 선호와 국내 투자자의 해외자산 선호 동시에 영향. 한국 증시 높은 변동성 부담으로 해외투자 수요 확대 전망
글로벌 위험선호	리스크 경계심 다소 상승	+1	-1	- 위험회피 국면에서는 한국 같은 신흥시장에 대한 선호도 하락. 리스크에 대한 경계심 상존 전망
합계		+6	+1	- 종합 스코어 기준, 7~8월 대비 원화 강세 압력은 약화될 것으로 전망

Source: 다올투자증권

III-5. 맺음말

마지막으로, 본 분석은 상대적으로 변동성이 크지 않고 한국의 대외 B/S 상태를 압축적으로 보여왔던 NFA를 이용해 원/달러 환율의 기초적인 중심 수준을 가늠해 보려는 시도였다. 즉, 단기적인 변화에 휩쓸리지 않는 흔히 통계학에서 강건(robust)하다고 표현하는 성격의 중심점을 도출하는 방법론을 모색한 것이다.

그러나 2026년 2분기에는 국내 자산가격의 급격한 상승으로 대외금융부채의 평가액이 크게 확대되면서 NFA 자체가 과거 경험 범위를 크게 벗어나는 변동을 보였다. 이에 따라 평소에는 비교적 안정적인 기준으로 활용할 수 있었던 NFA 역시 특정 국면에서는 단기적인 밸류에이션 충격에 크게 영향을 받을 수 있다는 모형 자체의 한계가 확인됐다.

이러한 한계는 최근 외환시장의 특징을 역으로 보여주는 결과이기도 하다. 대외자산과 부채의 절대 규모가 크게 확대된 상황에서는 자산가격이나 환율의 변화가 대외 B/S에 미치는 평가효과 역시 과거보다 훨씬 커질 수 있으며, 그만큼 환율의 중심 수준과 실제 시장환율 사이의 이탈 폭도 확대될 가능성이 있다. 즉 이번 NFA의 급격한 변화는 단순히 모형의 설명력이 약화됐다는 의미에 그치기보다, 금융자산의 확대가 환율 변동성을 증폭시킬 수 있는 새로운 환경에 진입했음을 보여주는 사례로 볼 수 있다.

따라서 본 모형에서 제시한 중심값은 특정 시점의 적정환율을 정밀하게 추정한 결과라기보다, 이례적인 수급과 평가효과가 중립화됐을 때 환율이 어느 수준으로 회귀할 수 있는지를 가늠하기 위한 경험적 기준으로 해석할 필요가 있다. 향후 국내외 자산가격과 대외 B/S의 변동성이 정상화되고 NFA의 기초적인 수준이 다시 안정적으로 형성된다면, 동일한 접근의 유효성과 활용도 역시 높아질 수 있을 것으로 판단된다.

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.