

FX Note

FX 차영후

6138/yhcha@eugenefn.com

달러-원 환율: 원화 강세, 추세는 '잠시' 뒤로

“7월 이후 수출기업 달러 매도에 의한 급격한 원화강세 진행되며 달러-원은 '18년부터 이어진 상승추세를 이탈. 메가프로젝트 발표(6/29일), SK하이닉스 ADR 상장(7/10일), 정부의 수출기업 환전 독려 등이 영향. 한화오션은 사실상 환오픈(기존 헤지비용 약 9%)에서 헤지비용을 약 70%로 상향한 것으로 알려짐.

“해당 요인이 원달러 환율 급락을 이끈 이유는 명확함. 수출기업은 달러 매도를 유보하며 상반기까지 펀더멘털-환율 괴리 확대에 크게 기여한 주체이기 때문. 최근의 원화 급등은 역대급 경상흑자가 환율에 본격적으로 반영(수출 호조→달러매물 증가→원화 강세) 채널되기 시작한 큰 변화라고 판단.

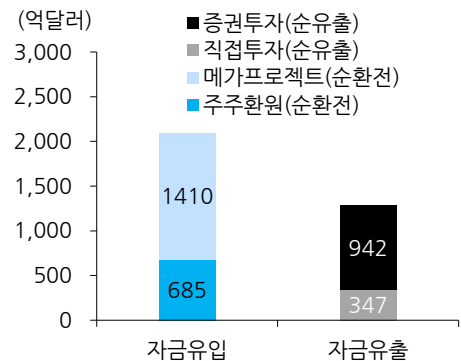
“지난 자료를 통해 중장기 원화약세를 전망했던 가장 큰 이유는 내국인의 해외투자가 장기간 상수에 가깝게 원달러 환율 상승 압력으로 작용하고 있기 때문. '23년 이후 투자자금유출(증권+직접)과 원화약세의 동조화는 더욱 강화되었고, 증권·직접투자 순유출은 연환산 1,300억달러(최근 36개월 기준), 최근 12개월만 놓고 보면 2,120억달러로 크게 증가.

“다만 반도체 슈퍼사이클이 1~2년은 이어진다고 가정할 때, 1) 반도체 대기업의 주주환원과 2) 메가프로젝트 투자의 자금유입 효과만 고려해도 투자자금유출 요인을 압도할 것으로 보임. 삼성전자·SK하이닉스 양사가 FCF 50% 수준의 주주환원 정책을 지속한다고 가정하면 연간 약 220조원('25~'27년 양사 합산 FCF 1,308조원 가정)의 주주환원이 예상됨. 향후 1년간 양사가 환원액의 60%를 추가 환전하고, 배당·자사주매입에 대해 30%의 역송금 효과(환전효과 상쇄)가 발생한다고 가정하면 연환산 92.5조원(685억달러)의 원화순환전 효과가 추정됨.

“메가프로젝트의 경우 삼성·SK그룹의 투자 규모 4,755조원에 투자기간 15년을 가정하면 연간 317조원(약 2,350억달러) 규모의 국내투자. 민간투자의 수입유발효과는 30% 수준(민간고정자본형성 수입유발계수 0.306, '23년 산업연관표 기준)이나, 반도체 클러스터 등 해외장비 의존도가 높은 메가프로젝트 투자의 특성상 40%의 수입유발을 가정하면 연환산 1,410억달러(60%)의 원화순환전 효과 발생 예상.

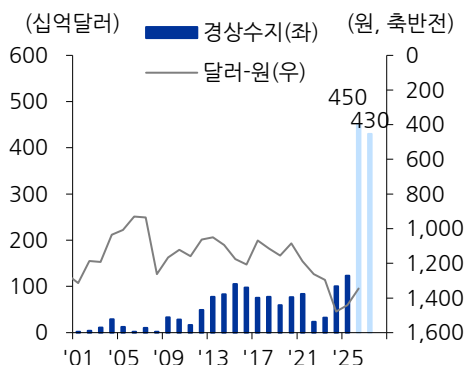
“위 자금유출입 요인을 비교하면 자금유입이 2,100억달러(주주환원+메가프로젝트), 증권+직접투자 순유출이 1,300억달러로 원화환전 수요가 외화 재유출 압력을 상회. 메가프로젝트 연간 투자액이 양사 '26년 합산 영업이익(예상)의 절반 수준인 막대한 규모임을 고려하면 투자 지속성에 의문은 있음. 그러나 반도체 수출 호조는 최소 1~2년간 이어질 것으로 보임. 국내투자 규모도 1~2년은 급증할 것으로 보는 게 합리적임.

향후 1~2년 자금유입(원화강세) 효과가 우세



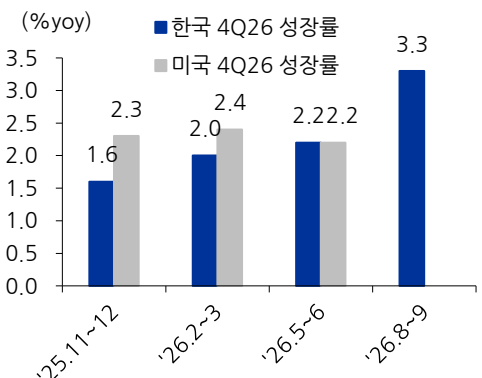
자료: 유진투자증권 추정

전례없는 수준의 경상흑자, 원화 강세를 지지



자료: LSEG, 유진투자증권

한은연준 전망시점별 성장률 전망 변화



자료: 한국은행 경제전망, Fed SEP, 유진투자증권

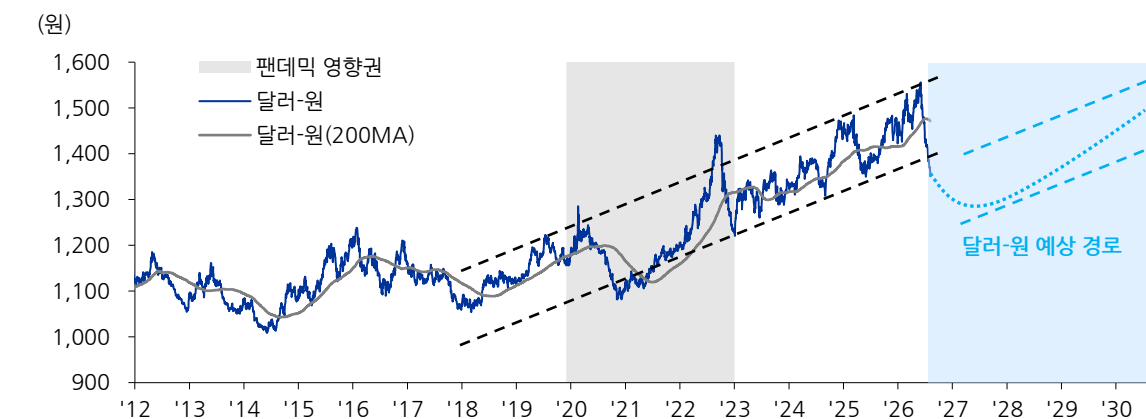
“이에 더해 한·미 성장모멘텀 격차와 기준금리 경로가 원화 강세를 지지. '26~'27년 한국 실질성장률 컨센서스는 상향조정이 이어지고 있는 반면, '26년 미국 성장률은 하향 조정되고 있음. 기준금리 측면에서 금리선물시장은 연내 연준의 1~2회 인상을 예상하고 있으나, 근원물가 상승 압력이 높지 않아 연준이 연내 동결할 가능성도 고려할 필요. 한국의 경우 8월 금통위가 백투백 인상을 단행했고, 아직 최종금리 수준에 대한 합의가 이루어지지 않은 상황. 기대 한미금리차 축소 가능성이 높아 원화에 우호적인 환경.

“당국의 원화강세 선호 기조도 명확함. 신현송 한은 총재는 8월 금통위 기자회견에서 '금융시장이 바람직한 방향으로 가도록 중심을 잡아주는 중앙은행의 역할'을 강조. 수입물가 상승률 상쇄 등 원화강세의 긍정적 영향을 언급했고, 1,370원대의 환율이 익숙한 수준에 비해 여전히 높다는 인식을 공유. 한은이 '바람직'하다고 생각하는 환율 변화는 예측 가능한(점진적인) 추가 하락으로 보임.

“종합하면 달러-원은 '18년 이후의 장기 추세대를 이탈했으며, 1) 자금유출입, 2) 한미 성장격차 및 금리경로, 3) 당국 기조를 고려할 때 내년까지 원화 강세 압력이 우세해 상단이 무거운 흐름 이어질 것으로 보임. 원달러 환율 하단은 1,300원대 아래에서 형성될 가능성이 높다고 판단하며, 내년 달러-원 range는 1,250~1,420원 예상.

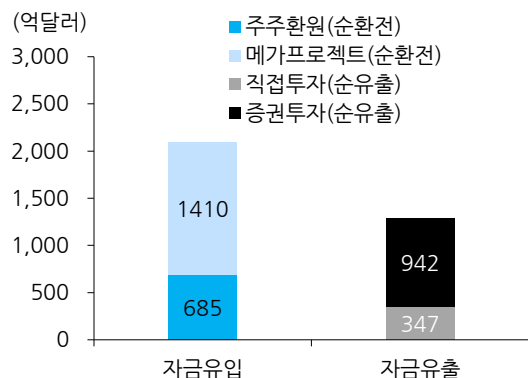
“다만 달러-원 단기 낙폭이 7/2일 고점 대비 -14%(-215원)가량 확대된 만큼 급격한 조정은 상당 부분 마무리되었을 가능성. 또한 내국인 투자자금유출은 고령화와 경성확자 대외순저축이라는 구조적 배경 속 15년 이상 이어진 장기 흐름. 이는 반도체 사이클 종료 이후 다시 원달러 환율 상승을 이끌 요소로, 잠시 가려질 뿐 사라질 추세는 아님. 달러-원은 1,250~1,300원 사이 하단을 형성한 이후 변한 레벨에서 장기 상승추세 재개할 전망.

달러-원 장기추세대 이탈, 1,250~1,300 원대 하단 형성 이후 장기 상승추세 재개 예상



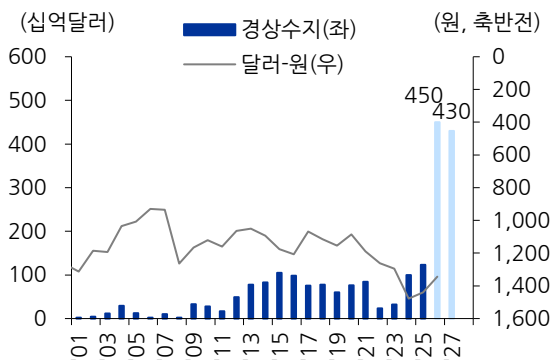
자료: Infomax, 유진투자증권

향후 1~2 년 자금유입(원화강세) 효과가 우세



자료: 유진투자증권 추정

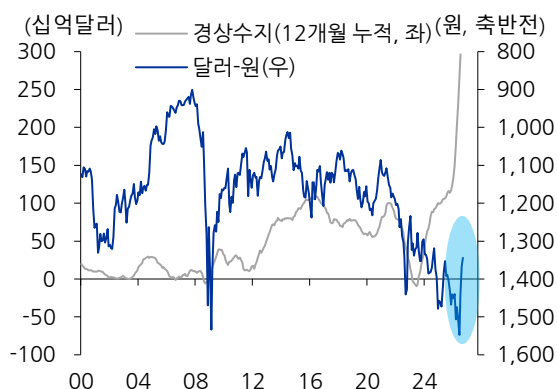
전례없는 수준의 경상흑자, 원화 강세를 지지



주: '26~'27년 경상흑자는 한국은행 전망치(26.08)

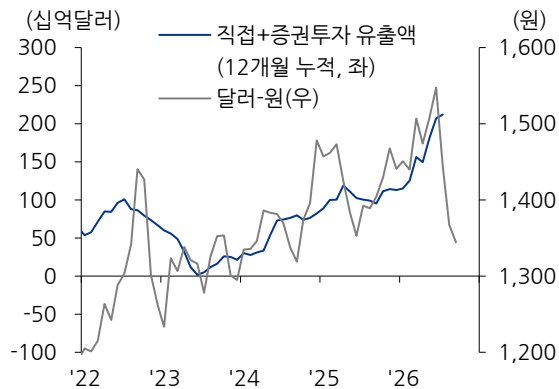
자료: 한국은행, LSEG, 유진투자증권

역대급 경상흑자를 반영하기 시작한 달러-원



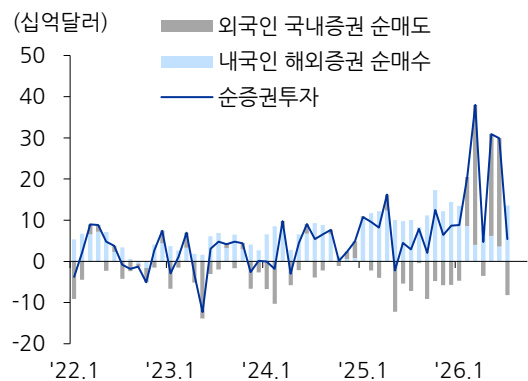
자료: LSEG, 유진투자증권

투자자금 유출과 환율 상승, 동조화 추세 이탈



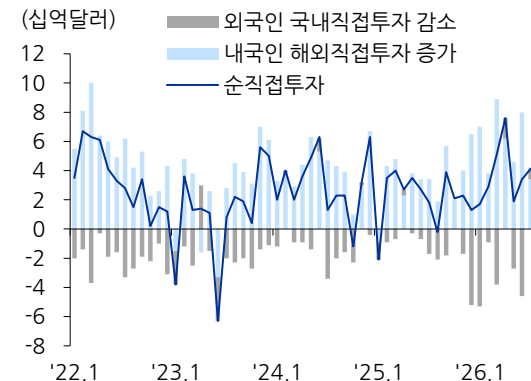
자료: LSEG, 유진투자증권

증권투자 순유출 견인한 외국인 순매도 진정



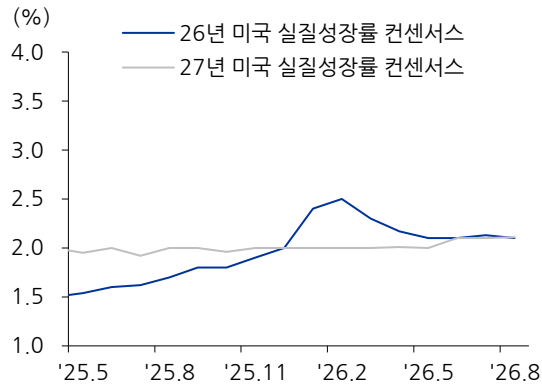
자료: LSEG, 유진투자증권

직접투자 순유출 지속, 월별 변동은 크지 않음



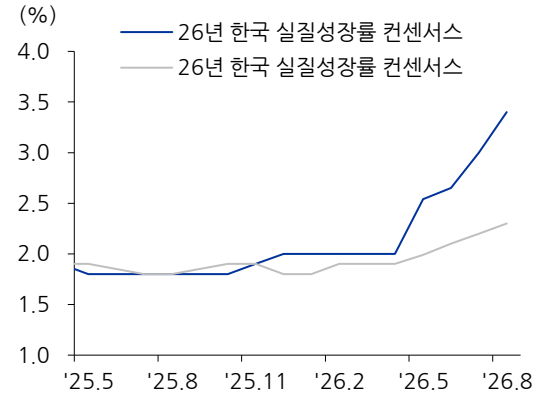
자료: LSEG, 유진투자증권

미국 실질성장률 컨센서스 하향 조정중



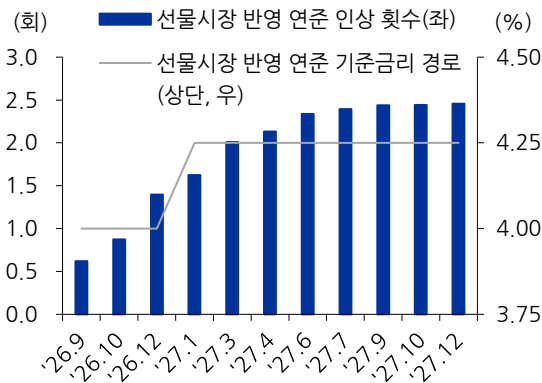
자료: Bloomberg, 유진투자증권

반면 한국 '26~'27년 성장 기대 급등

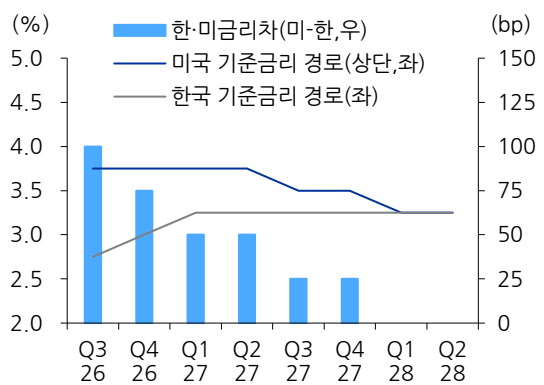


자료: Bloomberg, 유진투자증권

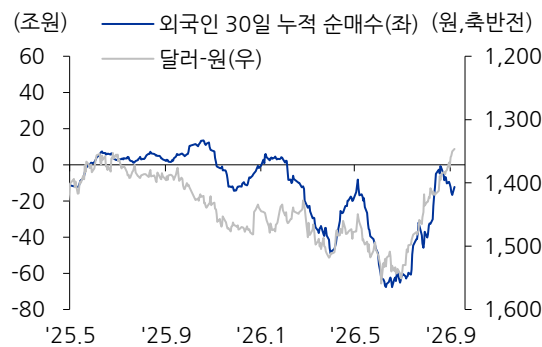
선물시장은 연말까지 연준의 1~2회 인상 반영

주: 블룸버그 컨센서스 중위값
자료: Bloomberg, 유진투자증권

글로벌 IB는 연준 연내 동결과 내년 인하 예상

주: 블룸버그 컨센서스 중위값
자료: Bloomberg, 유진투자증권

외국인 국내증시 순매도는 완화됨



자료: Infomax, 유진투자증권

원·엔 동반 강세 흐름



자료: LSEG, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다