

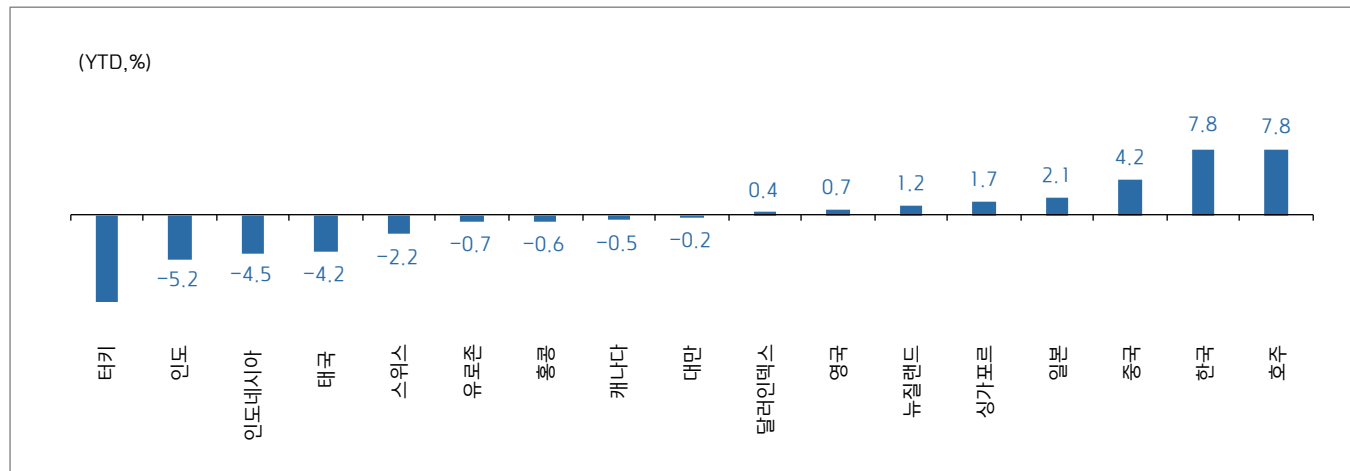


01.

원화, 상반기 약세 이후 하반기 강세 전환

- ▶ 상반기 중 달러 대비 약 6.7% 약세를 나타냈던 원화는 하반기 들어 강세로 빠르게 전환되며, 9월 현재 연초 대비 7% 이상 절상

2026년 연초 대비 주요국 환율 변화



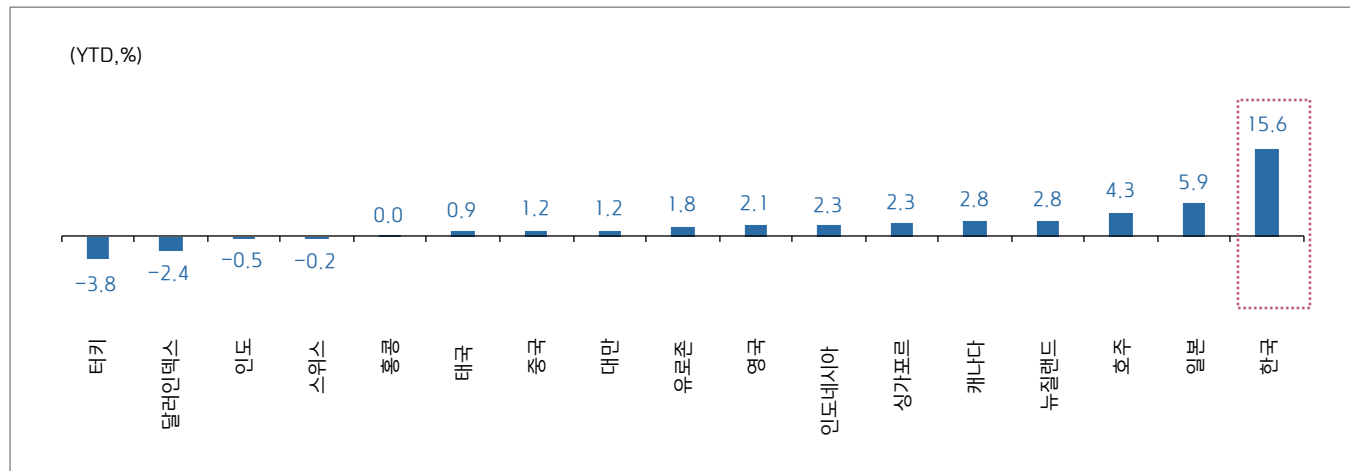
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 9.9 기준

02.

달러 약세 및 아시아 통화 강세에 따른 원화 강세 전환

- ▶ 특히 6월 말 대비 9월 현재 원화는 달러 대비 15% 이상 강세를 나타내는 등 단기간 내 원·달러 환율의 변동성이 크게 확대
- ▶ 하반기 들어 미국의 물가 및 실물경제 지표가 둔화되면서 연준의 긴축 장기화에 대한 우려가 완화되었으며, 이에 따른 미 금리 상승 압력 약화가 달러 약세 요인으로 작용
- ▶ 아울러 일본 정책당국의 외환시장 개입과 일본은행의 추가 금리 인상 기대가 강화되면서 엔화가 강세를 보인 점도 달러 약세에 기여
- ▶ 엔화 강세와 달러 약세의 영향으로 아시아 통화 전반이 동반 강세를 나타냈으며, 이러한 흐름 역시 원화 강세 및 원·달러 환율 하락 요인으로 작용

2026년 6월말 대비 주요국 환율 변화



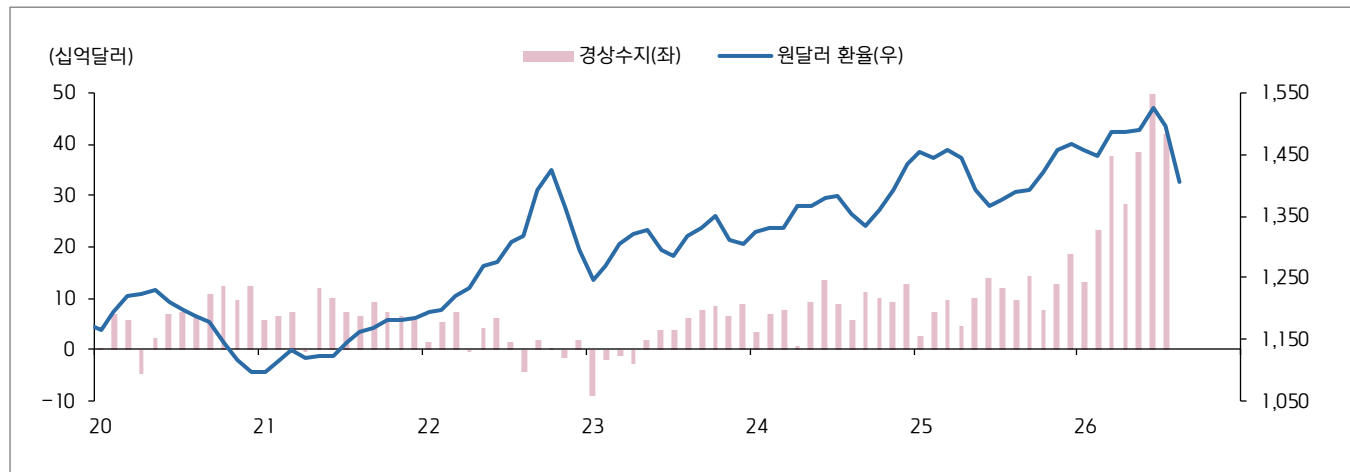
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 9.9일 기준

03.

수출 회복 및 경상수지 흑자 확대도 원화 강세를 뒷받침

- ▶ 달러 약세 등 대외 요인뿐만 아니라 반도체 수출 회복에 따른 기업의 달러 유입 확대도 원화 강세 요인으로 작용
- ▶ 7월 경상수지는 420.8억 달러 흑자를 기록하며 연간 누적 흑자가 2,330.9억 달러에 달해, 전년 동기(598.2억 달러)의 약 4배 수준으로 확대된 가운데 2025년 연간 흑자(약 1,230억 달러)도 이미 상회

국내 경상수지와 원/달러 환율



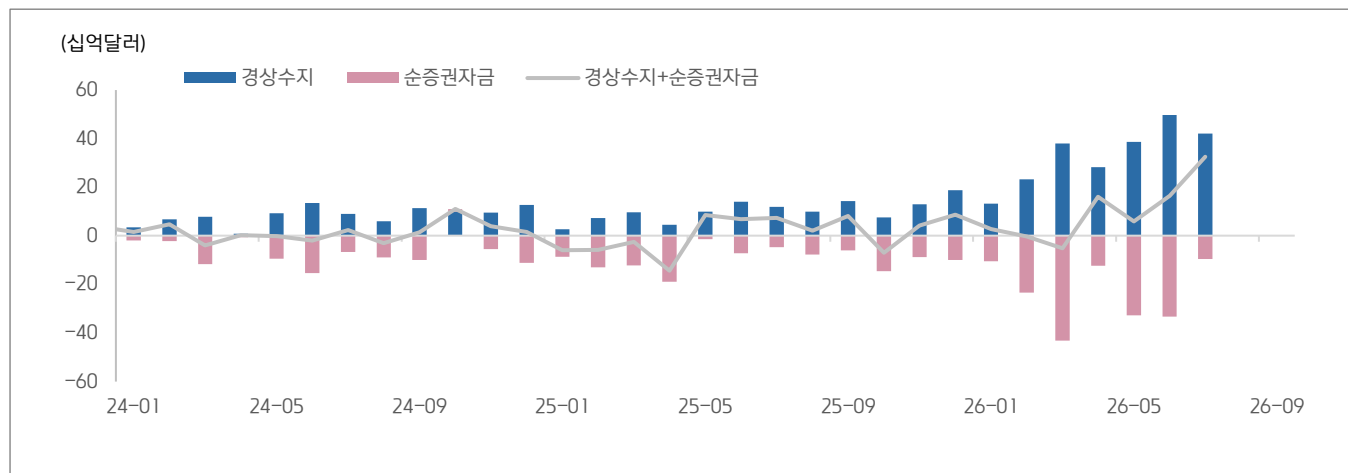
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

04.

외화 수급 개선과 시장 기대 변화가 원화 강세를 가속

- ▶ 외국인의 리밸런싱 매도가 완화된 가운데, 경상수지 흑자와 증권자금 순유입이 맞물리면서 외화 수급 여건도 장기간의 제한적인 흐름에서 벗어나 뚜렷한 개선세를 시현
- ▶ 여기에 하이닉스 ADR 관련 원화 환전 수요와 수출업체의 네고 물량, 8월 법인세 납부를 앞둔 환전 수요 기대에 따른 역외 달러 매도세 등이 복합적으로 가세하며 원·달러 환율 하락을 견인
- ▶ 이와 함께 환율 추가 상승에 대한 기대가 약화되면서 달러 매수 수요는 감소하고 매도 수요는 확대되는 등 시장의 기대 변화가 원·달러 환율 하락 압력을 강화하는 자기실현적 흐름으로 작용

국내 경상수지와 순증권자금



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

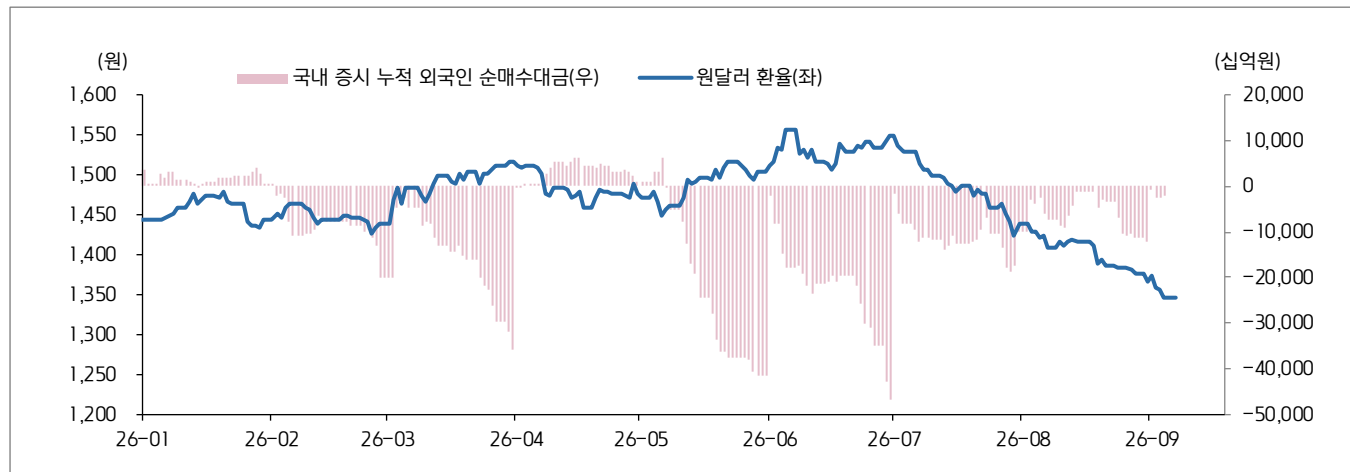
주: 순증권자금=외국인 국내투자-내국인 해외투자

05.

외국인 주식 순매도 둔화로 원화 약세 압력 완화

- ▶ 국내 증시에서 외국인의 누적 순매도 기조는 올해 초 이후 지속되고 있으나, 최근 들어 순매도 규모가 축소되면서 외국인 증권자금 유출에 따른 원화 약세 압력은 상반기 대비 완화
- ▶ 특히 상반기에는 외국인 주식 순매도가 원화 약세를 심화시키는 수급 요인으로 작용했으나, 하반기 들어 매도 강도가 둔화되면서 원·달러 환율에 미치는 상승 압력도 점차 약화
- ▶ 이에 따라 경상수지 흑자 확대와 수출업체 달러 매도 등 외화 공급 요인의 영향력이 상대적으로 커지면서 최근 원화 강세 전환을 뒷받침

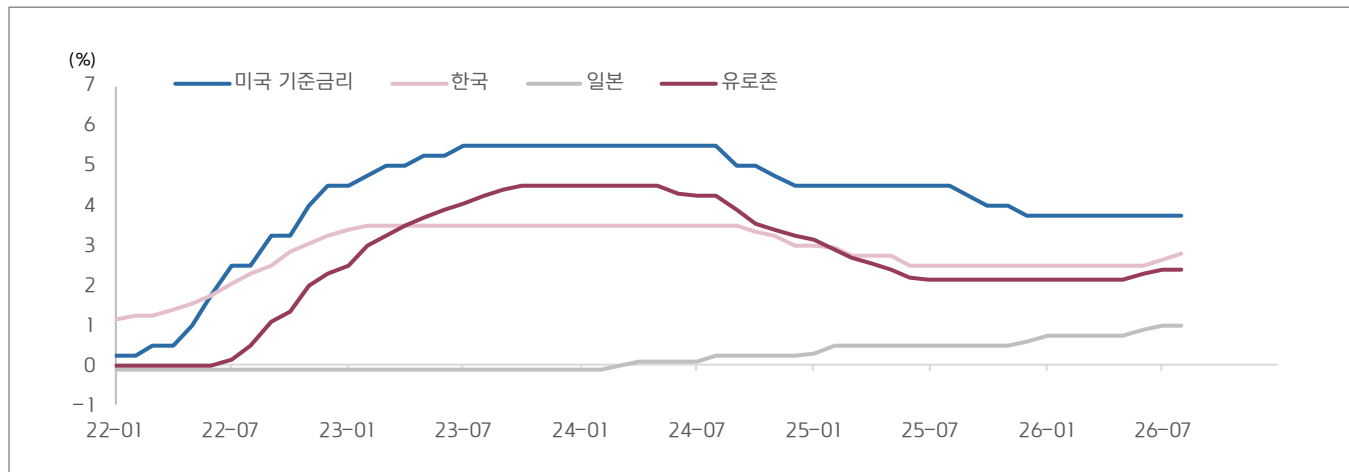
국내 증시 누적 외국인 순매수와 원/달러 환율 흐름



자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치센터

- ▶ 높은 물가 수준이 지속되는 가운데 AI 투자 확대에 따른 수요 증가와 공급 제약, 지정학적 리스크 등으로 물가의 하방 경직성이 강화되면서 주요국 중앙은행은 금리 동결과 추가 인상 가능성을 동시에 고려
- ▶ 미 연준이 기준금리를 동결한 반면 한국은행은 7~8월 연속 금리 인상을 단행하면서 한·미 정책금리 격차가 축소(2026년 말 기준금리: 미국 3.50~3.75%, 한국 3.25%)
- ▶ 이와 함께 주요 연구기관의 한국 경제성장률 전망치 상향 조정으로 국내 경기 회복에 대한 기대가 강화된 점도 펀더멘털 측면에서 원화 강세를 뒷받침

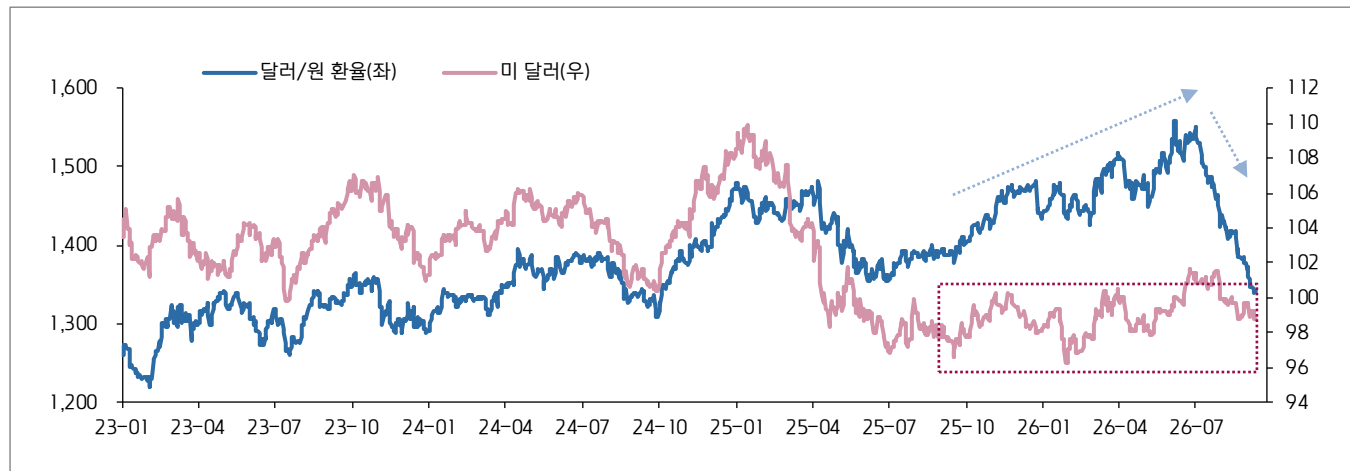
주요국 기준금리 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 원/달러 환율은 단기적으로 달러 약세와 수급 개선에 1,300원대 초반까지 하락할 가능성이 있으나, 이후 추가 하락 폭은 제한되며 연말 1,400원대 초반으로 반등해 균형 수준을 모색할 전망
- ▶ 연준의 매파적 금리 동결로 달러의 추가 약세가 제한되는 가운데, 내국인의 해외투자 확대에 따른 구조적인 달러 수요가 환율의 하단을 지지할 것으로 예상
- ▶ 또한 원화 강세에 따른 수출기업의 실적 부담으로 원화 환전 속도가 조절될 가능성이 있으며, 그동안 환율 하락을 이끌었던 수출기업의 달러 매도와 WGBI 관련 외국인 채권자금 유입 효과도 점차 약화될 전망

달러/원 환율과 달러인덱스 추이



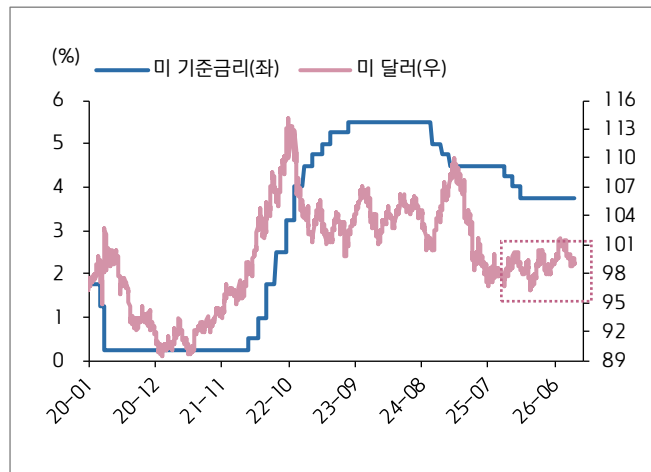
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

08.

강·약세 요인 혼재로 달러 박스권 지속, 추가 하락은 제한적

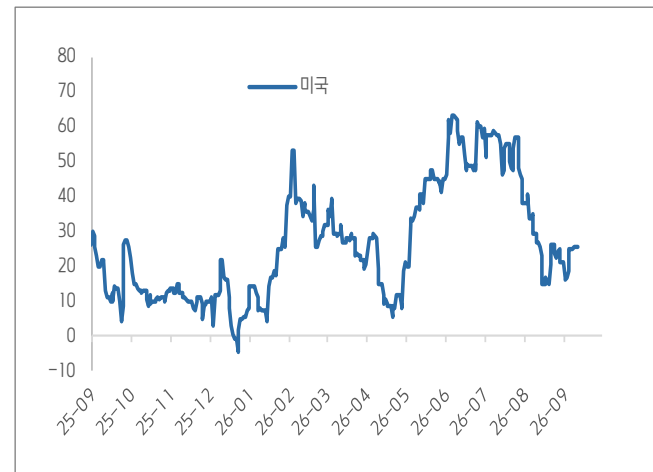
- ▶ 연준이 연내 기준금리를 동결하더라도 물가 경계에 따른 매파적 기조를 유지하는 가운데, 미국의 건조한 경기와 AI 투자 확대에 따른 자금 유입 등이 달러를 지지하며 추가 약세 폭은 제한될 전망
- ▶ 반면 연준의 금리 동결과 주요국과의 금리차 축소, 재정건전성 우려는 달러 약세 요인으로 작용하면서 강·약세 요인이 혼재, 지난해 하반기 이후의 박스권 흐름이 이어질 가능성

미국 기준금리와 달러인덱스



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

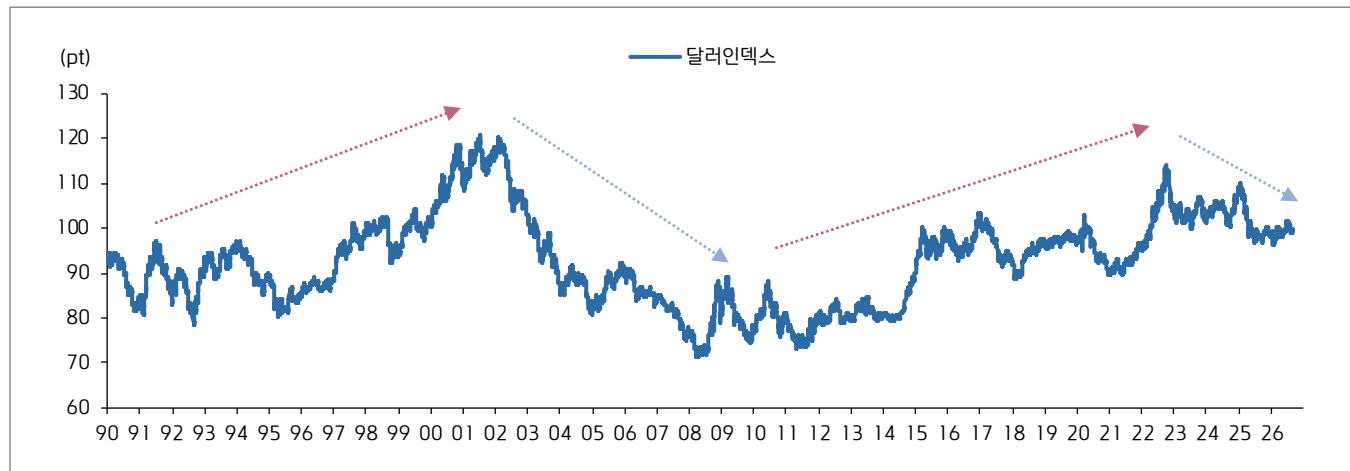
미국 서프라이즈 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 달러인덱스는 2022년 이후 점진적인 약세 흐름을 보이고 있으나, 과거 2002~2008년 글로벌 경기 회복과 위험 선호 확대에 따른 '리스크온형 약세'와는 상이
- ▶ 최근에는 미국의 재정적자 및 국가부채 확대, 신용등급·재정건전성 우려 등이 부각되며 '재정 리스크·신뢰 훼손형 약세'의 성격이 강화
- ▶ 이에 미국의 높은 금리 수준에도 달러와 미 국채가 동반 약세를 나타내는 등 전통적인 금리·달러 관계에서 벗어난 이례적 흐름이 전개

달러인덱스 장기 추이



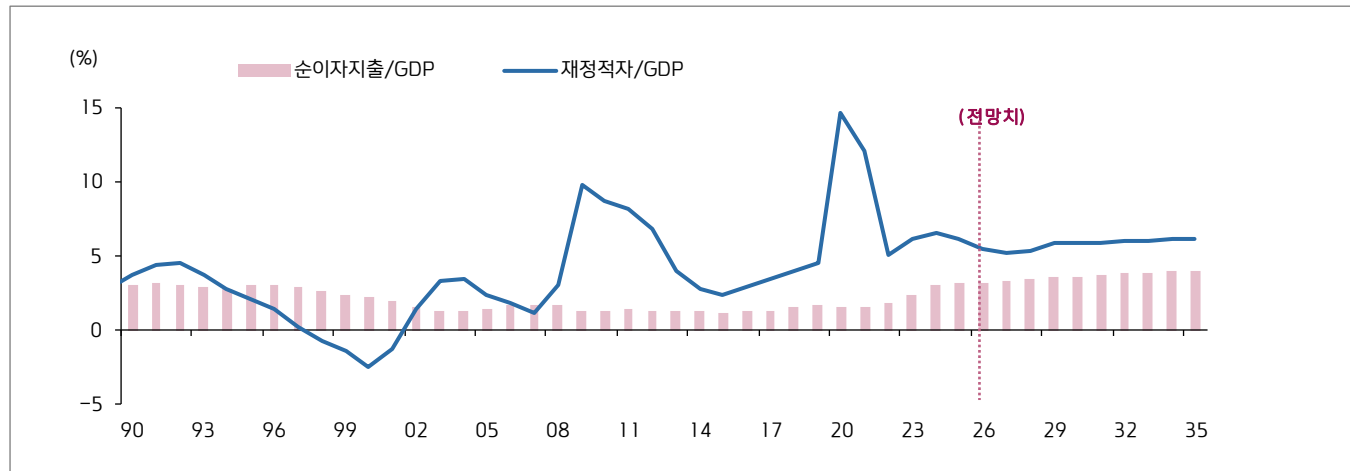
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

10.

재정 확대, 성장 견인에도 달러 신뢰 약화 요인으로 작용

- ▶ 최근 성장의 중심축이 통화정책에서 재정정책으로 이동하는 가운데, 미국의 대규모 재정적자가 장기화되며 국채 발행 확대가 지속
- ▶ 국채 공급 확대에 따른 금리 상승 압력에도 재정건전성 및 국가부채 지속가능성에 대한 우려가 부각되면서 미국 자산에 대한 신뢰가 약화
- ▶ 이에 재정 확대가 과거와 달리 금리 상승을 통한 달러 강세보다 재정 리스크와 신뢰 약화를 통해 달러 약세 요인으로 작용하는 양상

미국 재정수지/GDP와 순이자지출/GDP 추이



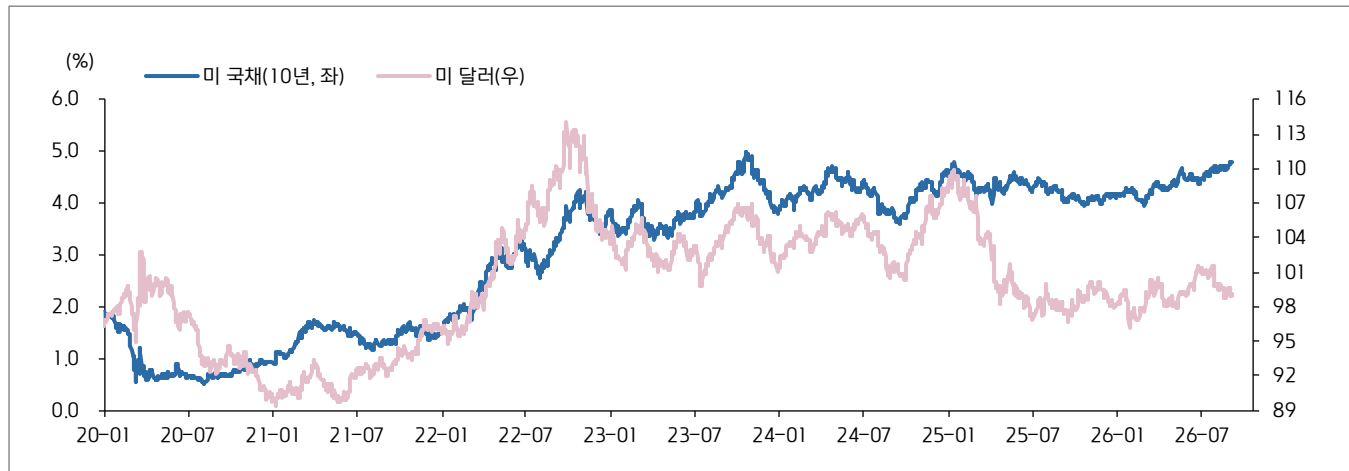
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

11.

재정 리스크 부각으로 미 국채금리·달러 간 상관관계 약화

- ▶ 과거 미 국채금리 상승은 달러 강세로 이어지는 경향이 뚜렷했으나, 2025년 중반 이후에는 금리 상승에도 달러가 약세를 보이며 기존 관계가 약화
- ▶ 이는 최근 금리 상승이 인플레이션 및 경기 호조보다 국채 공급 확대와 재정건전성 우려 등 재정 리스크에 기인하는 측면이 커졌기 때문
- ▶ 국채 공급 확대가 금리 상승 압력을 높이는 동시에 미국 재정 및 달러 자산에 대한 신뢰를 약화시키면서, 높은 금리에도 달러 약세가 나타나는 구조가 형성

미국 국채(10년)과 미 달러 흐름



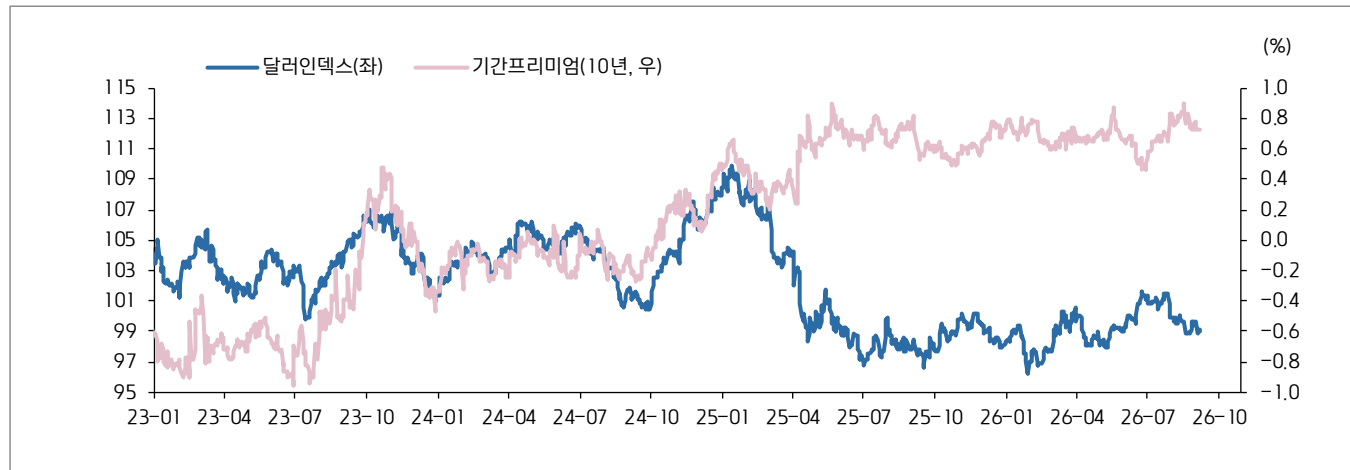
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

12.

기간프리미엄 상승과 달러 약세, 재정 리스크 반영

- ▶ 미국 정부의 재정정책을 통한 성장 견인 기초가 강화되는 가운데, 재정적자 및 국채 발행 확대에 따른 재정건전성 우려도 지속적으로 부각
- ▶ 미 국채 10년물 금리 상승은 기대 인플레이션보다 기간프리미엄 확대에 의해 주도되고 있어, 최근 금리 상승의 성격이 물가보다 재정 리스크에 기인하는 모습
- ▶ 특히 기간프리미엄 상승에도 달러가 약세를 보이는 것은 국채 공급 확대와 재정 리스크가 금리를 높이는 동시에 달러 자산에 대한 신뢰를 약화시키고 있음을 시사

달러인덱스와 기간프리미엄(10년)



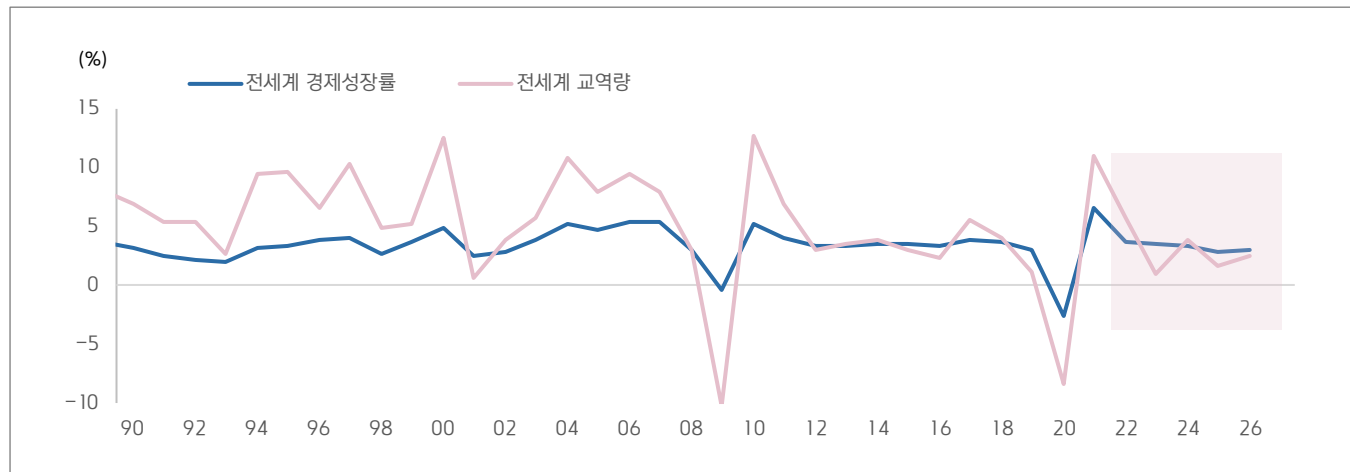
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

13.

탈세계화·기술혁신으로 성장의 중심축, 통화에서 재정정책으로 이동

- ▶ 세계화 시기에는 저물가를 기반으로 통화정책이 경기 부양의 핵심 수단으로 작용하면서 글로벌 성장과 교역, 주요 가격변수 간 높은 상관관계가 유지
- ▶ 팬데믹과 러시아·우크라이나 전쟁 이후 경제안보와 공급망 안정의 중요성이 부각되면서 각국의 정책 기조가 글로벌 공조에서 자국 중심으로 전환
- ▶ 여기에 AI 등 기술혁신을 위한 대규모 투자가 확대되면서 성장의 중심축이 통화정책에서 재정정책으로 이동하고, 글로벌 성장·교역 및 주요 가격변수 간 기존 상관관계도 점차 약화

전세계 경제성장률과 전세계 교역량



자료: IMF, 키움증권 리서치센터

- ▶ 2002년형 달러 약세는 달러 고평가 해소와 금리차 축소, 위험선호 및 글로벌 자본 분산 과정에서 나타난 '경기 순환형 약세'로, 신흥국·원자재 강세와 함께 점진적으로 진행
- ▶ 반면 2022년 이후에는 재정적자와 국가부채 누증, 국채 공급 확대 및 신용등급 우려 등이 달러 신뢰를 약화시키며 금·유로 강세와 미 국채 약세가 동반되는 '재정 리스크형 약세'가 부각
- ▶ 달러의 기축통화 지위는 여전히 견고하나 '무결점 안전자산'에 대한 신뢰는 일부 약화되고 있으며, 향후 달러의 중장기 방향은 재정수지 개선과 금리 구조 정상화, 글로벌 신뢰 회복 여부에 좌우될 전망

과거 달러 약세기와 현재 구조적 원인 차이

구분	2002년형 (균형조정형)	2022년형 (신뢰약화형)
핵심요인	세계화 심화, 글로벌 자본분산	미국 재정불안, 정치양극화, 부채누증
재정수지(GDP 대비)	-3% 내외	-6~7% 구조적 적자
부채비율(GDP 대비)	약 60~70%	130% 이상
금리차 변화	미·유럽 격차 축소 (달러 약세 요인)	미 금리 높은데도 달러 약세 (신뢰 훼손형)
달러 약세 성격	'Risk-on' 동반형 (유로·EM 강세)	재정리스크 동반형 (국채 약세+달러 약세 동행)

자료: 키움증권 리서치센터

금융시장 반응의 질적 차이

영역	2002~2008	2022~2026
국채시장	금리 안정, 외자유입 유지	금리 상승·수익률곡선 왜곡 (공급과잉)
주식시장	신흥국·유럽 중심 강세	미국 자산은 견조하나 변동성 확대
원자재시장	수요·투기결합형 슈퍼사이클	공급충격·재정불안·지정학 리스크형 상승
리스크자산	변동성 ↓, 캐리트레이드 확대	변동성 ↑, 안전자산 선호 복합적
금(Gold)	보조적 헤지자산	핵심 대체자산 (달러 신뢰 저하 반영)

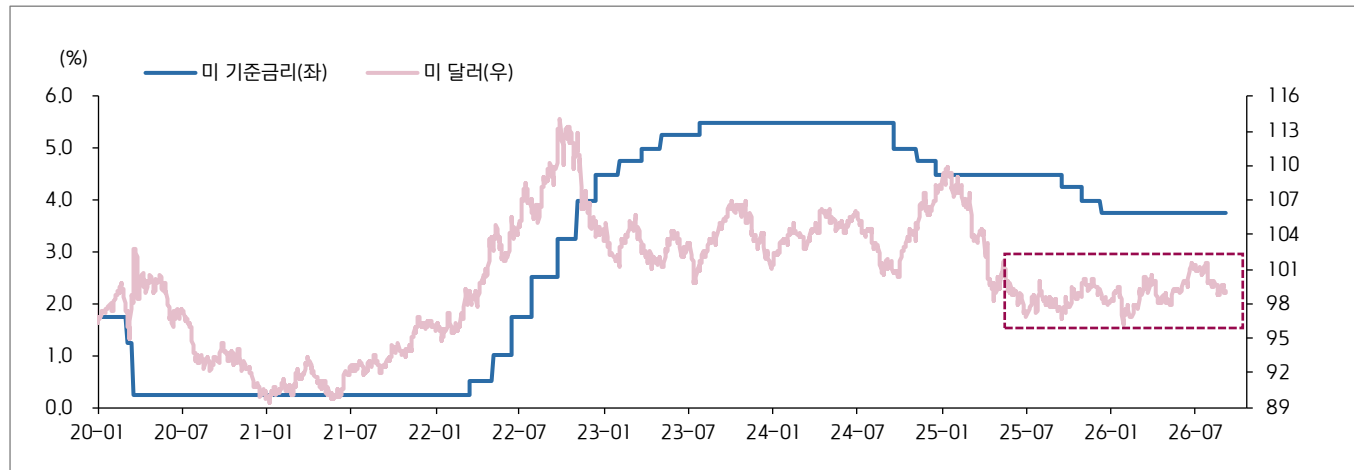
자료: 키움증권 리서치센터

15.

통화정책 불확실성 지속, 달러 하방 제한 요인

- ▶ 미국은 양호한 경기 흐름과 유가 변동성 확대에 따른 물가 경계감이 지속되는 반면, 임금 상승률 둔화 등 수요 측 인플레이션 압력은 제한적이어서 연준은 금리 동결 기조를 유지할 전망
- ▶ 이에 통화정책 불확실성이 높은 수준을 이어가면서 달러의 추가 약세는 제한되고, 물가 우려 등으로 연준의 긴축 경계감이 재부각될 때마다 달러가 박스권 내 반등하는 흐름이 반복될 가능성

미국 기준금리와 달러인덱스



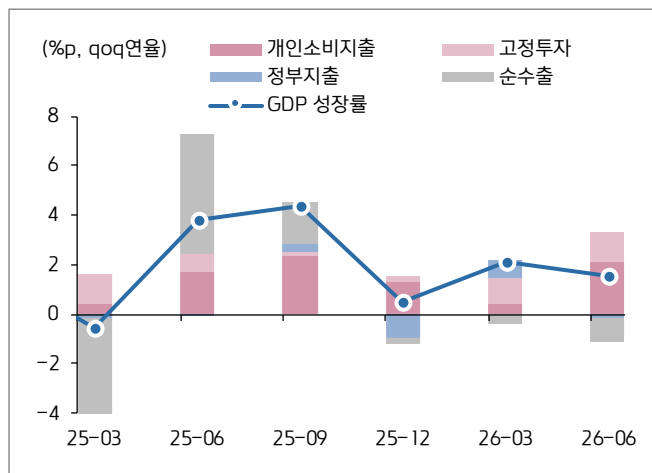
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

16.

견조한 미국 성장세, AI 투자 확대가 경기 모멘텀 지지

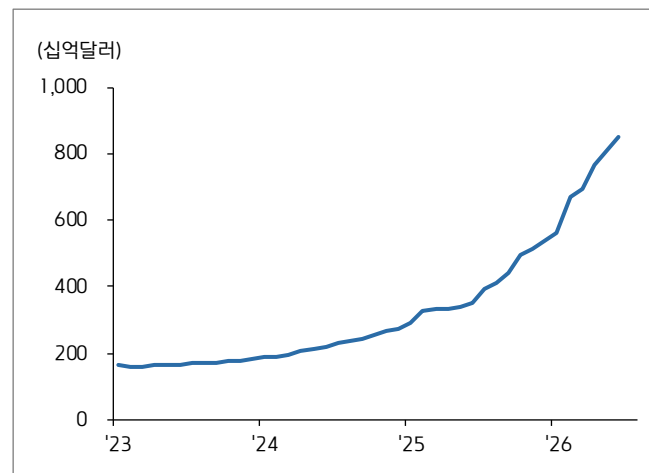
- ▶ 미국 경제는 연간 2%대 성장세를 유지하며 전반적으로 견조한 흐름을 지속, 분기별 성장 모멘텀의 일시적 둔화에도 안정적인 확장 국면을 유지
- ▶ 특히 AI 투자 사이클 본격화와 관련 자본지출(CAPEX) 확대가 기업투자와 생산성 개선 기대를 높이며 미국 경제의 성장 모멘텀을 지지
- ▶ 미국의 상대적으로 견조한 성장세는 글로벌 자금의 미국 유입을 뒷받침하며, 연준의 금리 동결 기조와 함께 달러의 추가 약세를 제한하는 요인으로 작용

미국 분기 경제성장률과 항목별 성장 기여도



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 주요 기업 AI 관련 자본지출 추이

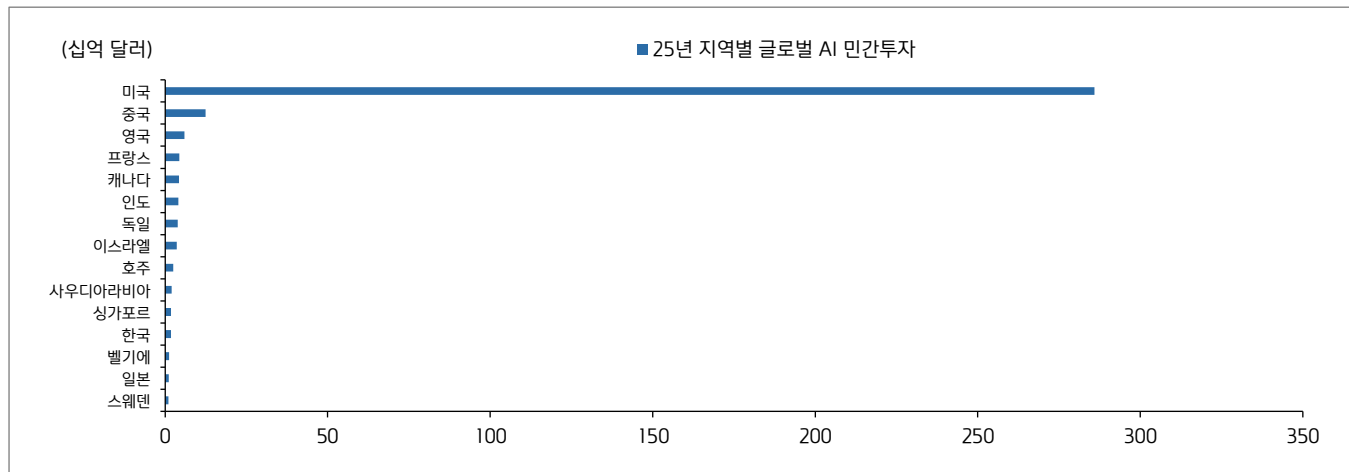


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주: 5대 주요 기업은 구글, MS, 아마존, 메타, 오라클

17. 글로벌 AI 투자, 미국 중심의 집중 현상 심화

- ▶ 로벌 AI 민간투자는 소수 국가에 집중된 가운데, 2025년 미국은 2,859억 달러를 유치하며 중국의 약 23배, 영국의 약 49배에 달하는 압도적 우위를 기록
- ▶ 특히 미국의 생성형 AI 투자는 약 1,636억 달러로 전체 AI 민간투자의 절반 이상을 차지하며, 중국과 유럽을 크게 상회하는 등 AI 투자 사이클을 주도
- ▶ 2024년 이후 미국의 AI 민간투자 증가율도 160.2%로 중국(32.2%)과 유럽(7.2%)을 크게 웃돌아, 글로벌 AI 투자·스타트업 생태계의 미국 집중이 더욱 심화되는 모습

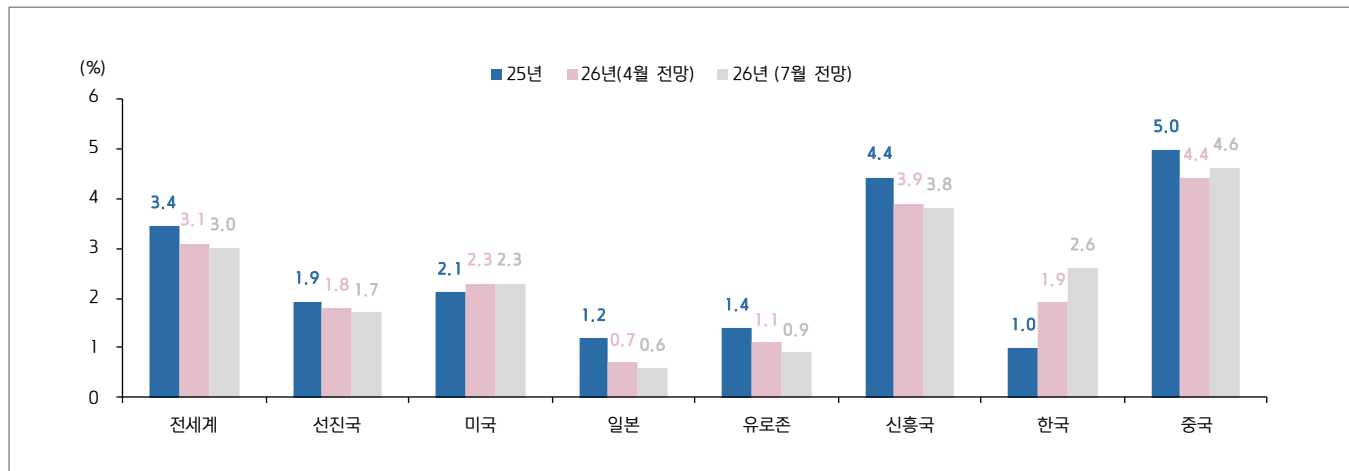
2025년 지역별 글로벌 AI 민간투자 규모



자료: 스탠퍼드 HAI, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미국의 재정적자 및 국가부채 확대는 달러 자산에 대한 신뢰를 약화시키는 구조적 부담으로 작용하고 있으나, 미국은 글로벌 AI 투자와 기술혁신을 주도하며 여타 주요국 대비 성장 모멘텀에서 우위를 유지
- ▶ 특히 AI 관련 대규모 자본지출이 기업이익과 생산성 개선, 경기 확장으로 이어지면서 미국 경제의 상대적 성장 우위를 뒷받침하고, 글로벌 자금의 미국 유입을 지속시키는 요인으로 작용
- ▶ 따라서 재정건전성 우려가 달러의 중장기 상단을 제약하더라도, AI 투자와 상대적 성장 우위가 달러 수요를 지지하면서 달러의 급격한 약세 가능성을 제한할 전망

주요국 및 지역 경제성장률 전망



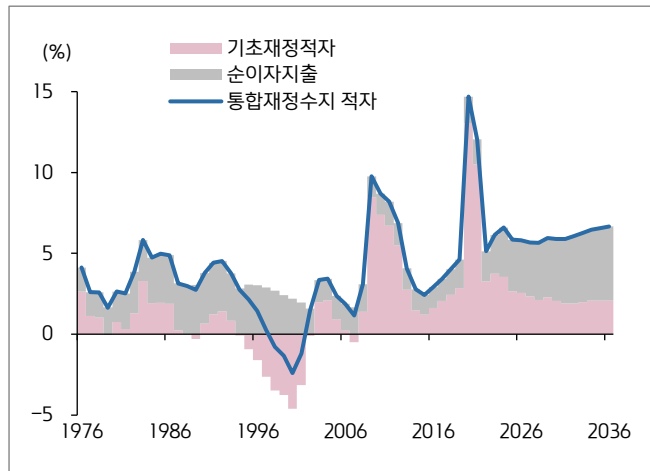
자료: IMF, 키움증권 리서치센터

19.

재정·AI 투자 부담으로 연준의 추가 긴축 여력 제한

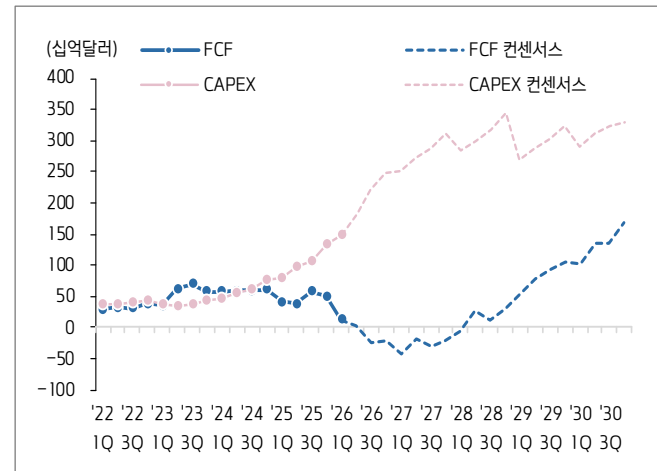
- ▶ 미국은 재정적자 확대에 따른 이자비용 부담과 AI 투자 사이클의 지속 필요성 등을 감안할 때, 추가 긴축보다는 현 수준의 금리를 장기간 유지하는 기조가 이어질 가능성
- ▶ 특히 국채 공급 확대와 AI 투자 증가가 동시에 진행되는 상황에서 금리 추가 상승은 정부와 민간의 자금조달 비용을 높여 경기 및 투자에 부담으로 작용하는 만큼, 연준의 추가 금리 인상 여력을 제약
 - 하이퍼스케일러 역시 AI 투자 확대로 잉여현금흐름이 감소하고 외부 부채조달 의존도가 높아지면서 금리 민감도 상승

미국 재정수지와 순이자지출



자료: CBO, 키움증권 리서치센터

미국 하이퍼스케일러 자본지출과 잉여현금흐름 추이

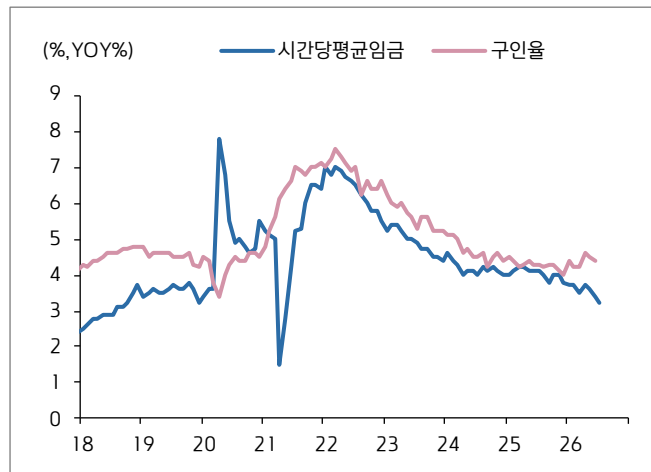


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: Microsoft, Amazon, Alphabet, Meta, Oracle 5개사 분기 합산

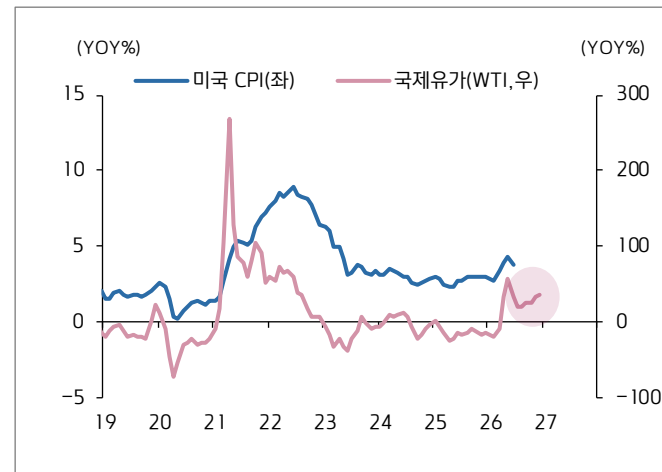
- ▶ 임금 상승률 둔화 등 수요 측 인플레이션 압력 완화는 연준의 금리 동결에 명분을 제공하는 반면, 지정학적 리스크에 따른 국제유가 변동성 확대와 비용 측 인플레이션 압력은 물가 경계감을 수시로 높이는 요인
- ▶ 이에 연준은 기준금리를 동결하더라도 물가 재상승 가능성을 경계하는 매파적 기조를 유지할 가능성이 높으며, 이는 미국 금리의 하방을 제약하면서 달러의 추가 약세를 제한할 전망

미국 시간당 평균임금과 구인율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 국제유가와 소비자물가



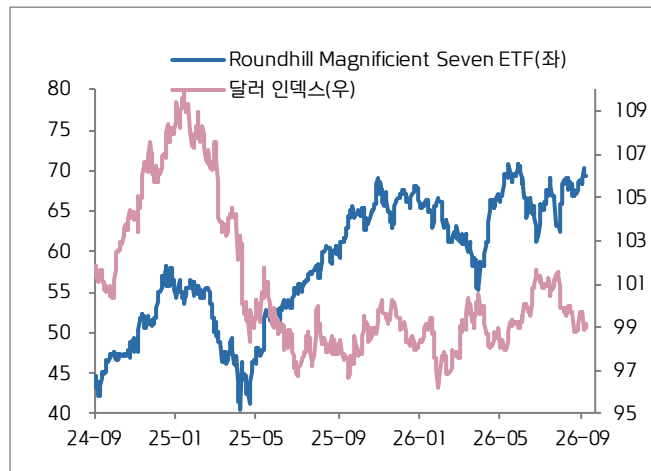
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

21.

미 국채 신뢰 약화에도 위험자산 선호 지속, 미국 자산 매력도 유지

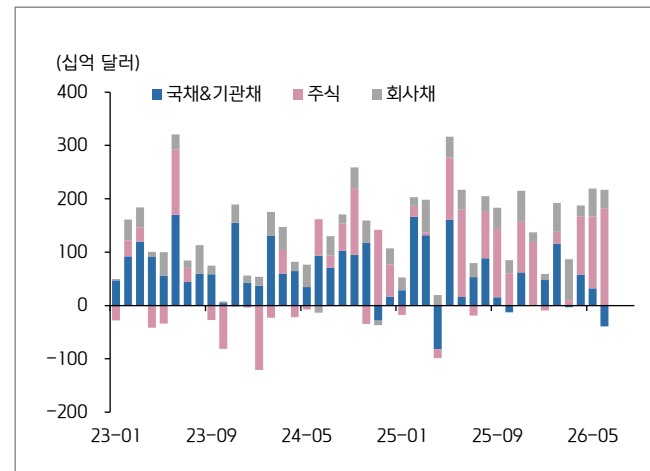
- ▶ 미국의 재정적자 확대와 국채 공급 증가로 미 국채에 대한 외국인 수요는 약화되고 있으나, 이를 미국 자산 전반에 대한 신뢰 저하로 해석하기는 제한적
- ▶ AI 투자 사이클을 중심으로 미국의 성장 및 기업이익 모멘텀이 주요국 대비 우위를 유지하면서 외국인의 미국 주식 및 회사채 수요는 꾸준히 증가하는 등 자금 유입이 지속
- ▶ 특히 최근에는 달러 약세에도 미국 주식이 상승하는 등 달러와 미국 위험자산 간 차별화가 나타나고 있으며, 자본 흐름을 결정하는 요인도 단순 금리차에서 국가·자산 간 기대수익률 격차로 점차 이동
- ▶ 따라서 재정 리스크에 따른 미 국채 수요 약화가 달러 하방 요인으로 작용하더라도, 높은 기대수익률을 바탕으로 한 미국 위험자산으로의 자금 유입이 지속되면서 달러의 추가 약세를 제한할 전망

달러인덱스와 매그니피센트 7 ETF



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

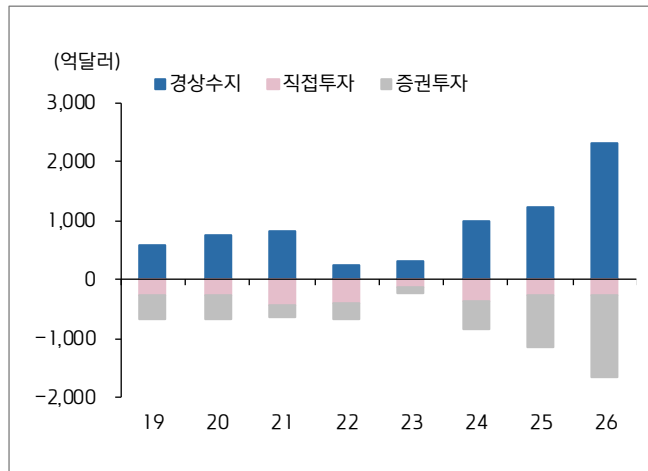
외국인의 미국 증권투자 순매수액



자료: TIC, 키움증권 리서치센터

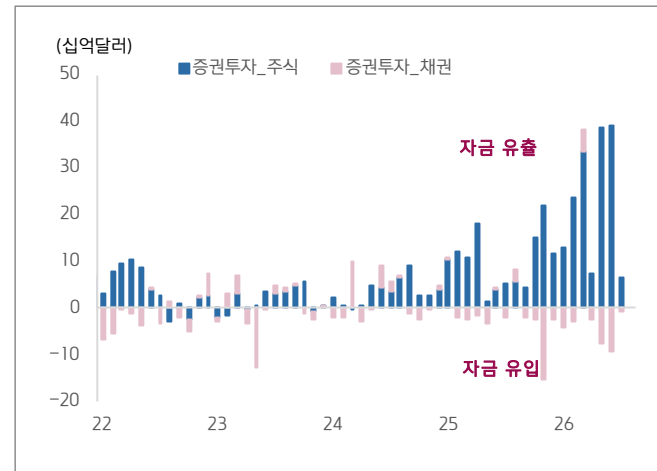
- ▶ 경상수지 흑자 규모가 크게 확대됐음에도 직접·증권투자를 통한 자본 순유출이 지속되면서, 경상거래에서 유입된 달러가 금융계정을 통해 상당 부분 재유출되는 구조 지속
- 2026년 7월 누적 기준 경상수지 흑자 약 2,331억 달러에 대해 직접·증권투자 순유출은 약 1,649억 달러 수준
- ▶ 서학개미의 해외주식 투자와 국민연금의 해외투자 확대, 기업의 대미 직접투자 등 내국인의 해외투자가 구조적인 달러 수요를 형성하면서 경상수지 흑자에 따른 원화 강세 효과를 상당 부분 상쇄
- ▶ 특히 2024년 이후 주식 등 자산투자 목적의 자금 흐름이 외환 수급과 원·달러 환율에 미치는 영향력이 확대되면서, 전통적인 경상수지보다 자본 유출입이 환율 방향성을 결정하는 핵심 변수로 부상

한국 경상수지와 증권, 직접투자수지



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 증권투자 주식과 채권 자금 흐름



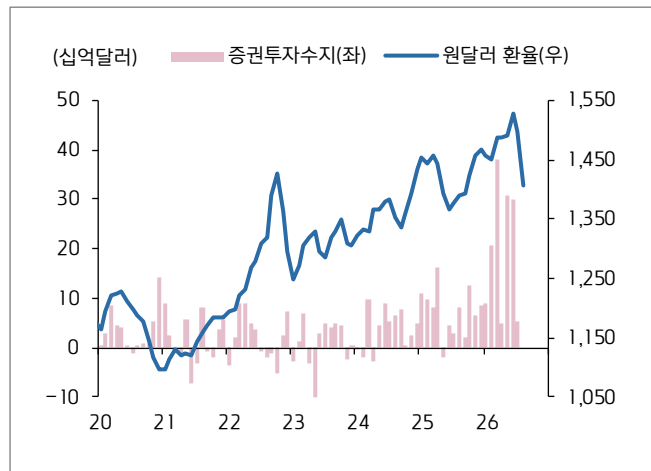
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

23.

해외 주식투자 확대, 구조적 달러 수요로 원화 강세 제약

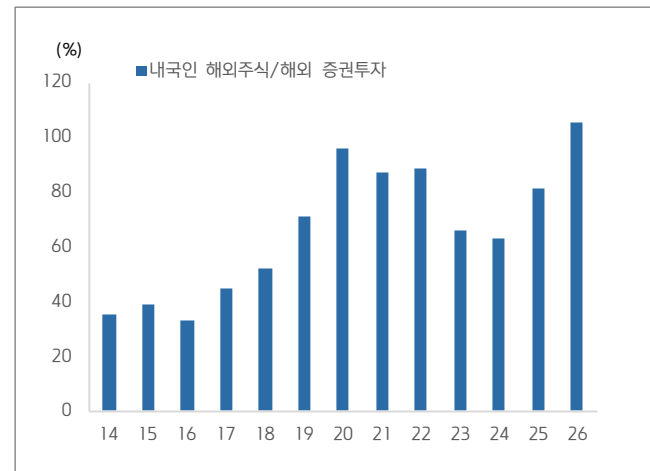
- ▶ 내국인의 해외 증권투자가 주식을 중심으로 빠르게 확대되면서 구조적인 달러 수요를 형성, 원·달러 환율의 상승 압력으로 작용
- ▶ 특히 주식 중심의 해외투자는 채권투자에 비해 환헤지 비율이 낮아 투자 확대가 실제 달러 매수 수요로 연결되는 경향이 강하며, 해외투자 증가에 따른 원화 약세 압력을 구조적으로 강화
- ▶ 이에 과거와 달리 경상수지 흑자에 따른 달러 공급이 확대되더라도 해외 주식투자에서 발생하는 지속적인 달러 수요가 이를 상당 부분 상쇄하면서, 원·달러 환율의 추세적 하락을 제약하는 구조가 형성

한국 증권투자수지와 달러/원 환율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국 내국인 해외 증권투자에서 주식 비중과



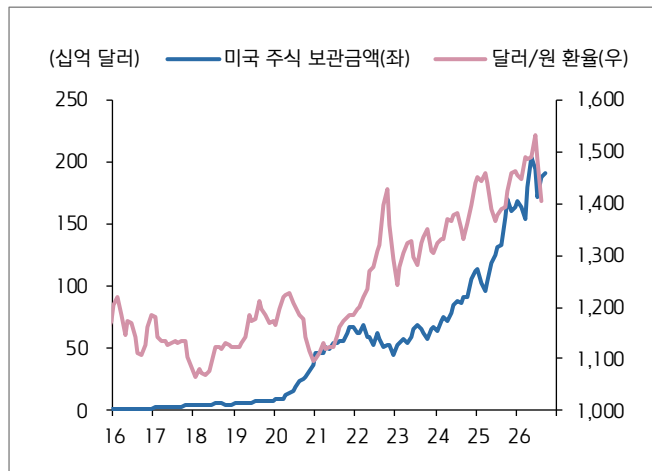
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

24.

미국 주식투자 확대, 환율 결정요인이 금리에서 자산가격으로 이동

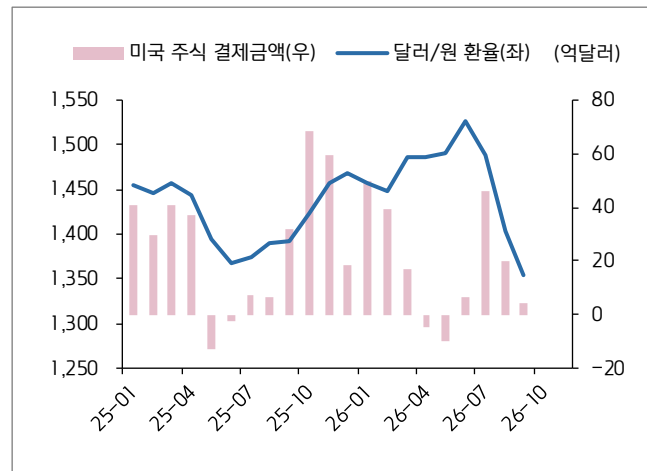
- ▶ 국민의 미국 주식 신규 투자 속도는 다소 둔화했으나 누적 투자 규모는 약 1,600억 달러로 높은 수준을 유지하고 있으며, 미국 증시에 대한 긍정적 기대와 함께 구조적인 달러 수요의 기반으로 작용
- ▶ 특히 미국 증시 상승 시 추가 투자와 기존 투자자금의 재투자가 확대되면서 달러 매수 수요가 동반 증가하는 경향이 나타나, 미국 주가와 원·달러 환율 간 연계성도 강화
- ▶ 이에 과거 금리차와 무역수지가 환율의 주요 결정요인이었다면, 최근에는 글로벌 자산가격과 자본 흐름의 영향력이 확대되면서 미국 주식시장의 상대적 성과가 원·달러 환율을 좌우하는 핵심 변수로 부상

미국 주식 보관금액과 달러/원 환율



자료: 증권예탁원, 키움증권 리서치센터

미국 주식 결제금액과 달러/원 환율

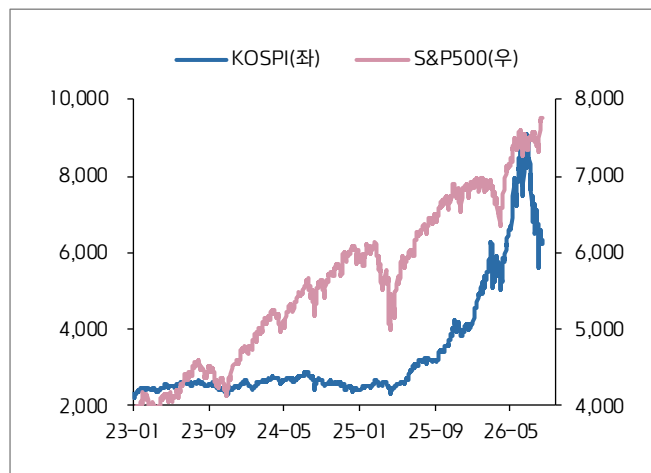
자료: 증권예탁원, 키움증권 리서치센터
주: 9월 4일 기준

25.

미 증시 동조화와 해외투자 확대로 코스피·원화 간 연결고리 약화

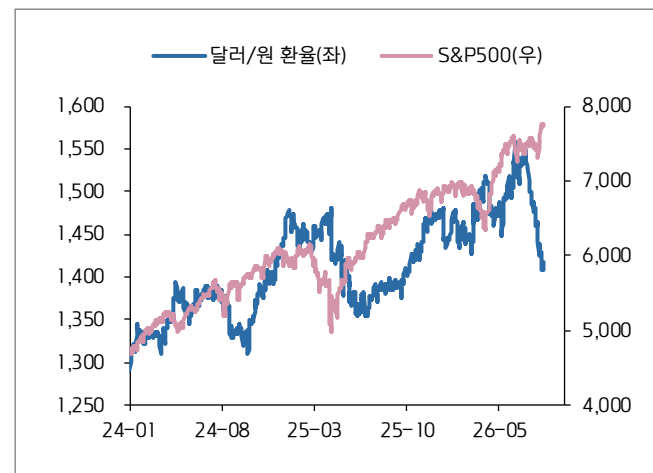
- ▶ 과거에는 코스피 상승이 외국인 자금 유입과 원화 강세로 연결되며 원·달러 환율과 뚜렷한 역상관을 보였으나, 최근에는 해외투자 확대와 자본 흐름 변화로 이러한 관계가 약화
- ▶ 특히 미국 증시 상승에 동조해 코스피가 상승하더라도, 미국 주식의 상대적 강세가 지속될 경우 내국인의 해외투자과 달러 매수 수요가 함께 확대되면서 원·달러 환율이 오히려 상승하는 흐름도 가능
- ▶ 이에 원·달러 환율은 코스피의 절대적인 등락보다 한·미 증시의 상대성과 이에 따른 자본 흐름에 더욱 민감해지는 구조로 변화하면서, 국내 증시 상승만으로 원화의 추세적 강세를 기대하기 어려운 환경

KOSPI와 S&P500 주가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

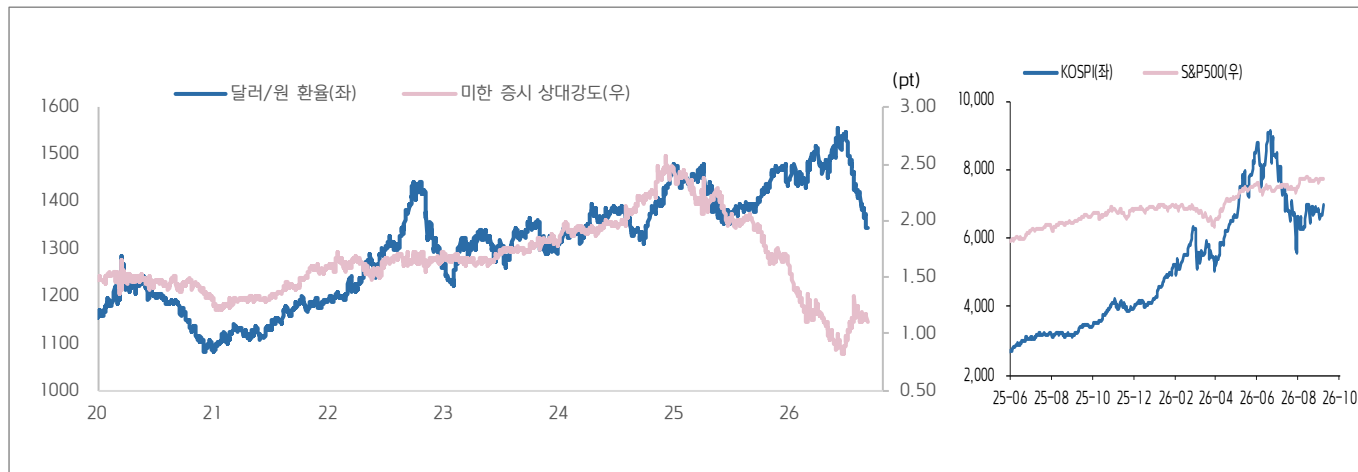
달러/원 환율과 미국 증가 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 미국 대비 한국 증시의 상대강도가 약화되면서 글로벌 투자자금의 미국 시장 선호가 강화되고, 원화 자산보다 달러 자산에 대한 상대적 수요가 확대
- ▶ 실제로 한국 증시의 대비 상대강도가 하락하는 국면에서 원·달러 환율이 상승하는 경향이 나타나며, 이는 미국의 견조한 성장·기업이익 모멘텀과 한국 증시의 상대적으로 높은 변동성 및 제한적인 성장 기대를 반영
- ▶ 결과적으로 한·미 자산 간 기대수익률 격차가 미국으로의 자금 이동과 달러 수요를 구조적으로 뒷받침하면서, 국내 증시가 상승하더라도 미국 증시 대비 상대강도가 약할 경우 원화 강세 및 원·달러 환율의 추가 하락은 제한될 전망

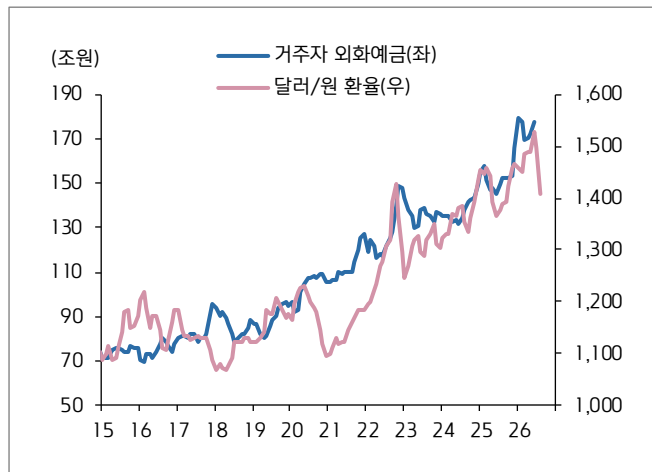
원달러 환율과 미국과 한국 증시 상대비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

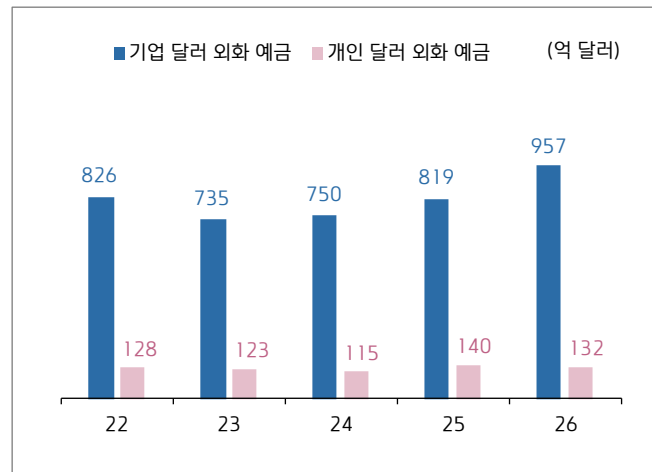
- ▶ 원·달러 환율 상승 기대와 변동성이 확대되는 국면에서는 기업·개인이 달러의 원화 환전을 지연하거나 추가 매입하면서 거주자 외화예금이 증가하는 경향
 - 특히 2025년 12월에는 외화예금이 158.8억 달러 증가하며 사상 최대 증가폭을 기록했으며, 기업 비중이 약 80~85%로 수출입기업의 달러 보유 확대가 주요 요인
- ▶ 올해 초 고환율에 따른 해외투자 집행과 경상대금 지급 등으로 외화예금이 일시 감소했으나, 최근 원화 강세 국면에서는 환율 반등 기대와 낮아진 달러 매입단가를 바탕으로 달러 매수·보유 수요가 재차 확대될 가능성
- ▶ 이에 원화 강세가 오히려 저가 달러 매수와 환전 지연을 유발하면서 외환시장의 달러 공급 확대를 제약하는 등, 거주자 외화예금이 원·달러 환율의 추가 하락을 완충하는 수급 요인으로 작용

한국 거주자 외화예금과 달러/원 환율



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

기업과 개인 달러 외화예금(말 기준)



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

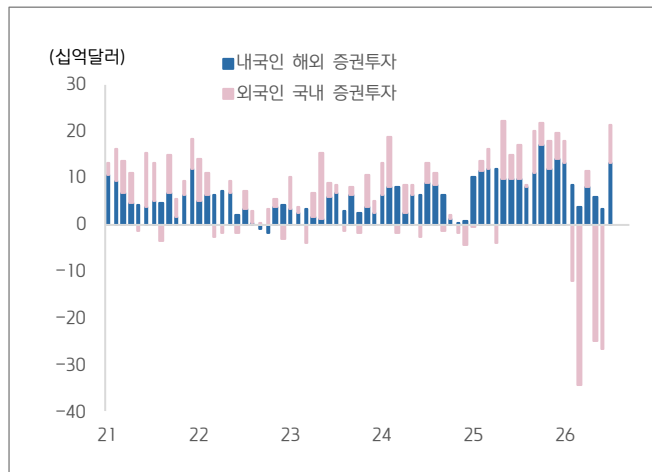
주: 기말, 2026년은 7월말 기준

28.

해외투자 주체 다변화로 구조적 달러 수요 확대

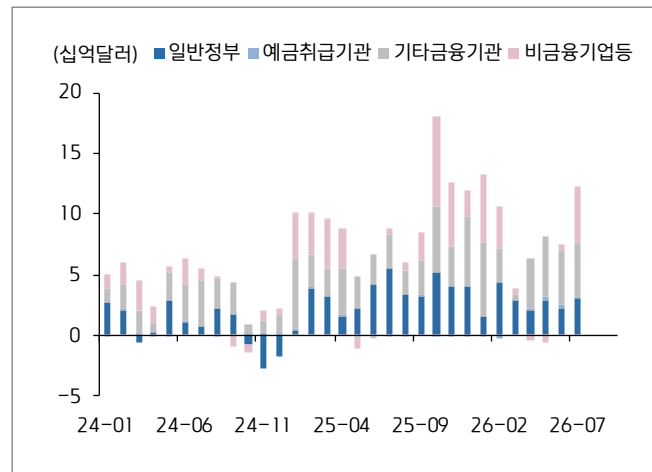
- ▶ 근 해외 증권투자는 개인 중심에서 보험·증권 등 비은행 금융기관과 기업으로 빠르게 확산되면서 해외 자산투자에 따른 달러 수요 기반이 구조적으로 확대
 - 투자 주체의 다변화와 해외 자산배분 확대가 맞물리면서 경상수지 흑자에도 자본 유출 규모가 높은 수준을 지속
- ▶ 특히 기관·기업의 해외투자는 단기 매매보다 중장기 자산배분 성격이 강해 환율 수준과 무관하게 지속적인 달러 매수 수요를 형성하는 특징
- ▶ 이에 외환시장의 수급 구조도 수출·경상수지 등 단기 달러 공급보다 해외투자에서 발생하는 구조적 달러 수요의 영향력이 확대되면서, 원·달러 환율의 추세적 하락을 제약하는 요인으로 작용

한국 내국인 해외 증권투자와 외국인 증권투자



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

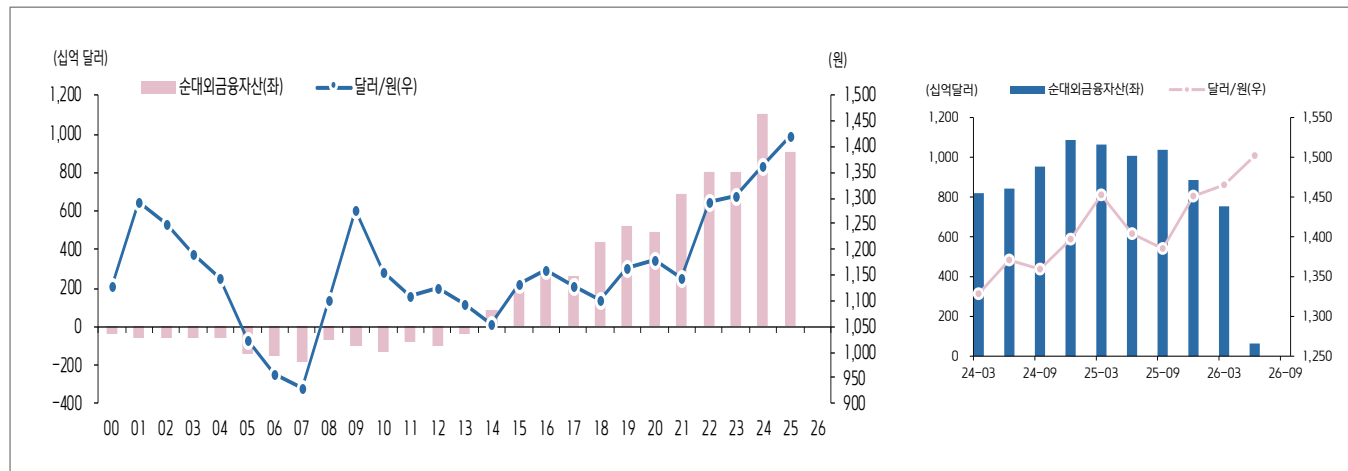
경제주체별 내국인 해외 주식 투자



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ 순대외금융자산의 장기적 증가는 내국인의 해외투자 확대와 달러 자산 축적을 반영하며, 해외자산 보유 확대에 따른 달러 수요가 구조적으로 증가하면서 원·달러 환율의 하방을 제약하는 요인으로 작용
- ▶ 동시에 높은 순대외금융자산은 외화 유동성과 대외지급능력을 높이고, 외국인 자금 유출 시 해외자산의 환류를 통해 충격을 흡수할 수 있다는 점에서 원화의 대외건전성을 뒷받침하는 완충장치로 기능
- ▶ 다만 최근처럼 국내 자산가격 상승으로 외국인의 국내 보유자산 가치가 빠르게 증가할 경우 대외금융부채가 확대되면서 순대외금융자산이 감소할 수 있으며, 이후 외국인의 차익실현·자금회수가 본격화될 경우 자본 유출과 달러 수요 증가를 통해 원화 약세 압력으로 전환될 가능성

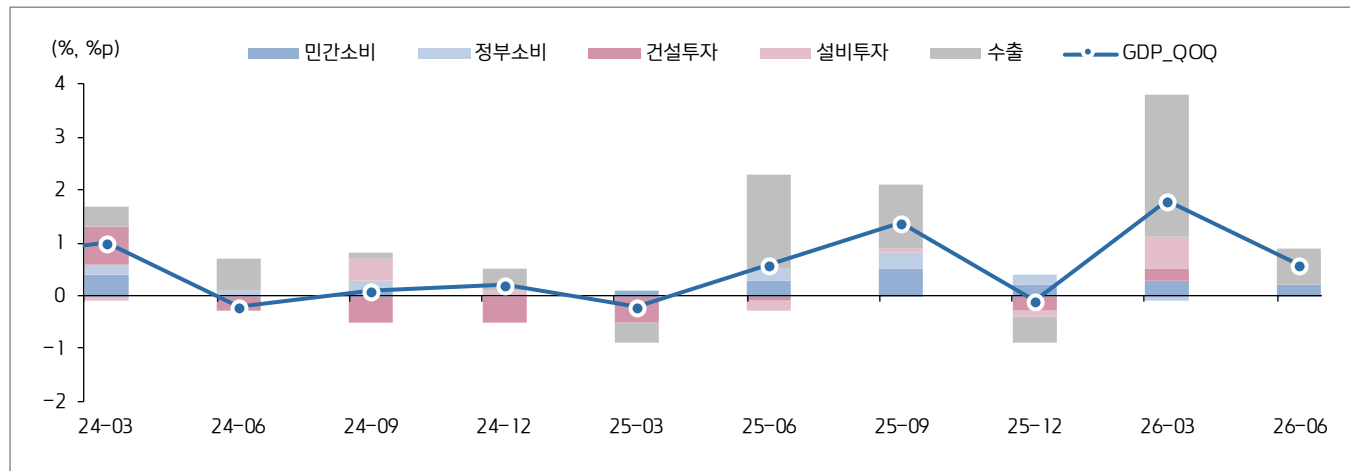
달러/원 환율과 순대외금융자산 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한국 경제성장률 전망은 반도체 수출과 설비투자 개선을 중심으로 상향 조정되고 있으나, 내수 회복은 상대적으로 더디게 진행되면서 부문별 성장 차별화가 지속
- ▶ 물가가 비교적 안정적인 흐름을 보이는 가운데 성장 개선이 일부 수출 업종에 집중되면서, 한국 경제 전반의 성장 매력 및 국내 자산의 상대적 투자 매력 개선으로 이어지는 데에는 한계
- ▶ 이에 외국인 자금의 국내 유입은 제한적인 반면, 상대적으로 높은 기대수익률을 추구하는 내국인의 해외투자는 지속될 가능성이 높아 자본 유출에 따른 달러 수요가 원화의 추가 강세를 제약할 전망

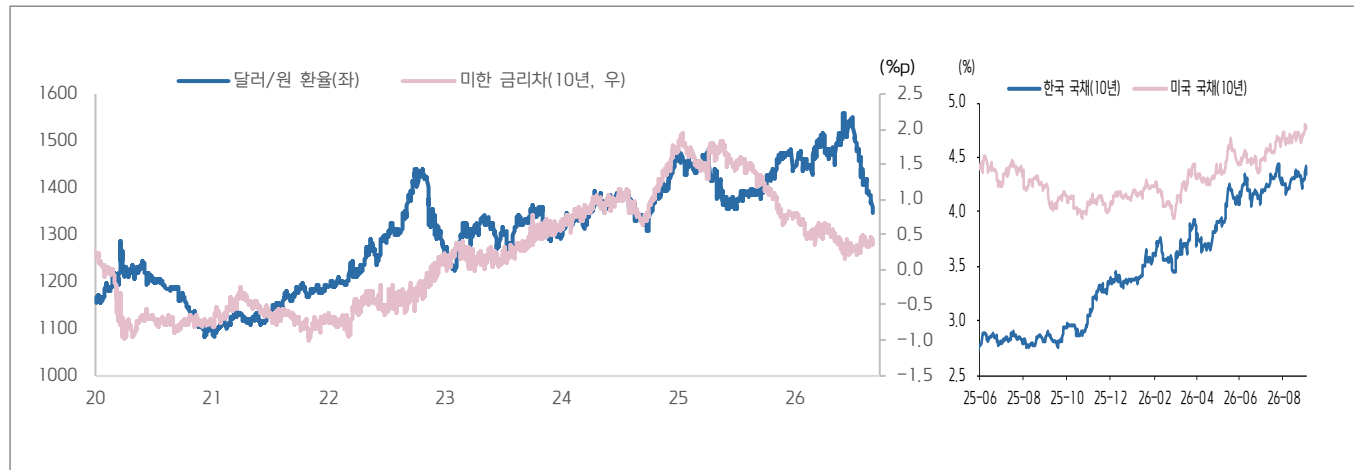
한국 전기비 경제성장률과 성장기여도



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

- ▶ 한국은행의 기준금리 인상으로 한·미 정책금리 및 단기금리 격차는 축소되고 있으나, 미국 장기금리는 여전히 한국 대비 높은 수준을 유지하며 달러 자산의 상대적인 금리 매력을 지지
- ▶ 특히 미국의 높은 장기금리는 견조한 성장과 재정 확대에 따른 기간프리미엄 등을 반영하고 있어, 단기 정책금리 차 축소만으로 글로벌 자금 흐름이 원화 자산으로 유의미하게 전환되기는 제한적
- ▶ 이에 한·미 단기금리 차 축소가 원화 강세 요인으로 작용하더라도 미국 장기금리의 상대적 우위가 달러 수요를 뒷받침하면서, 원·달러 환율의 추가 하락 폭을 제한할 전망

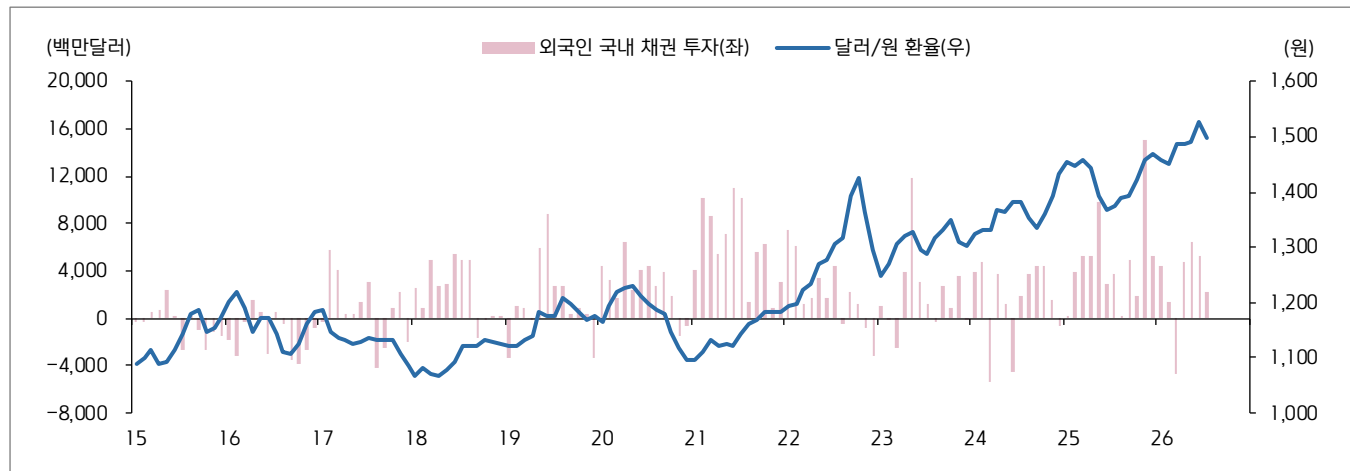
원달러 환율과 미국과 한국 금리 차이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ WGBI 편입을 앞두고 외국인의 국내 채권 매수가 확대되며 원화 수요를 뒷받침했으나, 11월 편입 일정이 마무리되면서 관련 선제적·기계적 자금 유입도 점차 소진될 전망
- ▶ 이에 채권시장을 통한 외국인 자금 유입이 둔화되면서 원화 강세를 지지했던 수급 요인이 약화되고, 여타 해외투자에 따른 구조적 달러 수요와 맞물려 원·달러 환율의 추가 하락을 제약할 가능성

원달러 환율과 외국인 국내 채권투자



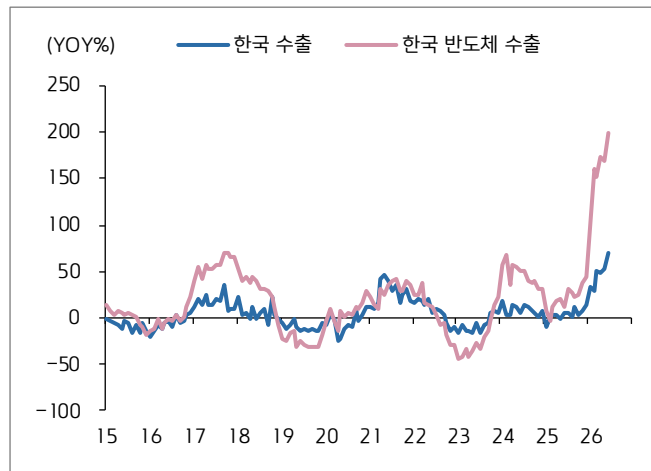
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

33.

반도체 수출 호조에도 원화 강세 부담 및 환전 수요 둔화로 추가 강세 제한

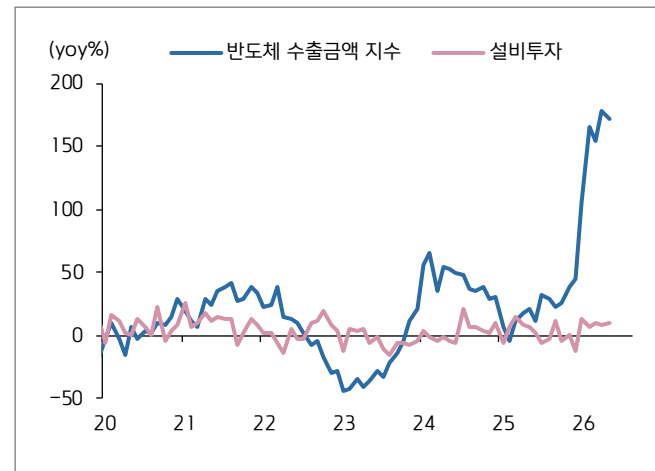
- ▶ AI 투자 확대와 메모리 가격 상승에 힘입어 반도체 수출이 호조를 보이며 경상수지 개선과 달러 공급 확대를 통해 원화 강세를 뒷받침
- ▶ 다만 가파른 원화 강세는 반도체 기업의 가격 경쟁력과 원화 환산 실적에 부담으로 작용하면서, 수출 호조에 따른 원화 강세 효과를 점차 약화시키는 요인
- ▶ 특히 원화 강세가 심화될수록 수출기업의 달러 보유 유인이 높아지고 원화 환전(네고) 수요는 둔화될 수 있어, 반도체 수출 호조에도 원·달러 환율의 추가 하락은 제한될 전망

한국 수출과 메모리 반도체 수출



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치센터

한국 반도체 수출금액 지표와 설비투자



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

- ▶ 반도체 실적 호조로 자사주 매입·법인세·성과보상·국내 설비투자 등 대규모 원화자금 수요가 확대되며 최근 원화 강세를 뒷받침했으나, 실제 외환시장 영향은 기업의 달러 환전 여부에 따라 상이
- ▶ 특히 8~11월 집중된 자사주 매입 등 주요 원화자금 수요가 상당 부분 선반영·집행되면서, 향후 관련 원화 매수 모멘텀은 점차 약화될 가능성
- ▶ 반면 외국인 배당금 역송금과 해외 장비 결제 등 달러 수요가 부각될 경우 원화 강세를 제약할 수 있어, 연말로 갈수록 원·달러 환율의 반등 압력이 확대될 가능성

반도체 기업 자금 수요의 원·달러 영향

구분	주요 내용	원·달러 영향
자사주 매입	삼성전자 15조원, SK하이닉스 40조원 / 8~11월 집중	원화자금 수요 요인이나 직접적인 달러 매도 효과는 불확실
법인세·성과보상	실적 호조 → 국내 세금·보상 지급 확대	외화자금 환전 시 원화 강세 요인
국내 설비투자	평택·용인·청주 등 반도체 CAPEX 확대	국내 지급분은 원화 수요, 수입장비는 달러 수요 → 혼재
현금배당	실적·FCF 증가 → 배당 및 추가 주주환원 확대	국내주주 지급은 중립적, 외국인 배당 역송금 시 원화 약세 → 혼재
외국인 배당 역송금	높은 외국인 지분율 → 배당금의 달러 환전·해외 송금	달러 매수 → 원·달러 상승 요인
종합	원화자금 수요 선반영 → 이후 역송금 등 달러 수요 부각	단기 ↓ → 연말 ↑ 가능

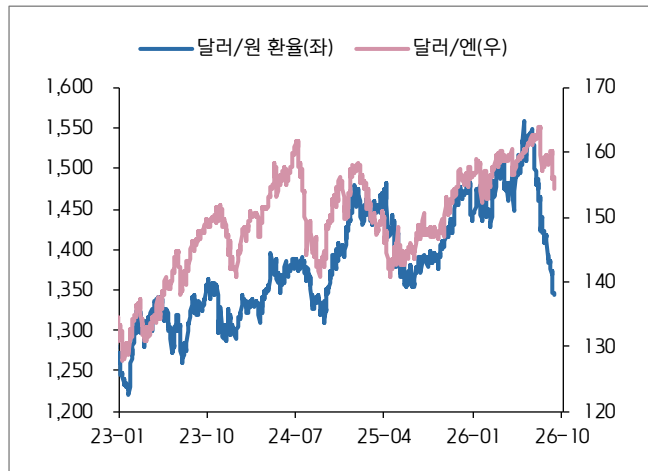
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

35.

엔화 강세와 투기적 포지션 변화가 원화 강세를 뒷받침

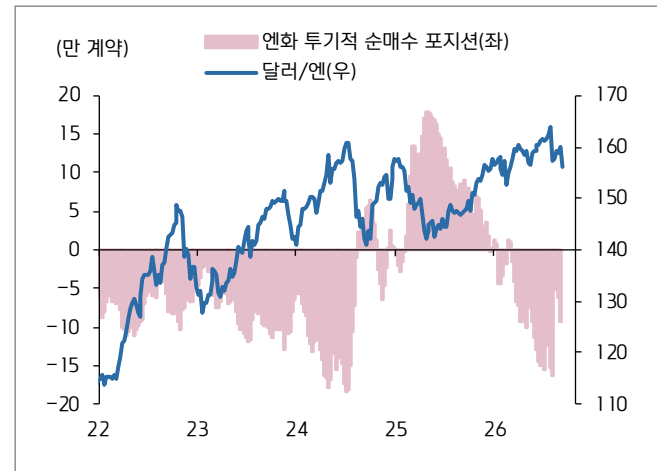
- ▶ 최근 엔/달러 환율이 160엔대에서 하락하며 엔화가 강세로 전환된 가운데, 원/달러 환율도 1,500원대 중반에서 1,300원대 중반까지 빠르게 하락하는 등 엔화와 원화의 동반 강세 흐름이 뚜렷
- ▶ 엔화 강세가 이어질 경우 아시아 통화의 강세 심리를 통해 원화에도 우호적이나, 최근 원화 절상 폭이 더 컸던 만큼 엔화 강세에 따른 원/달러 환율의 추가 하락은 제한적일 전망
- ▶ 특히 엔/달러 환율이 단기적으로 추가 하락하더라도 투기적 포지션의 순매수 전환 등 수급 변화가 뒷받침되지 않는다면 엔화 강세의 지속성은 제한적이며, 이에 따른 원화의 추가 강세 압력도 점차 약화될 가능성

달러/원 환율과 달러/엔 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

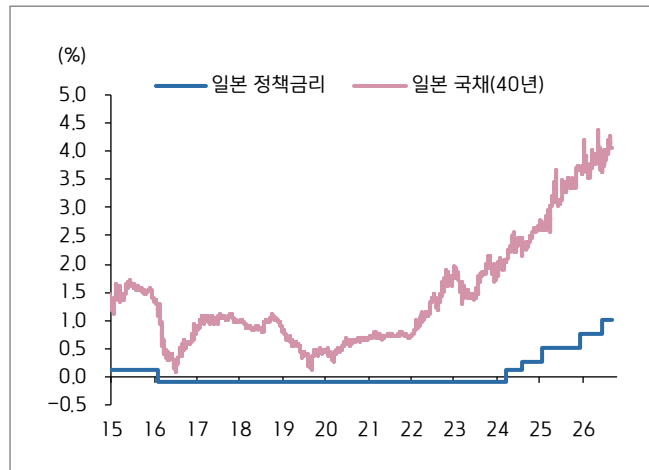
엔달러 환율과 미일금리차(10년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

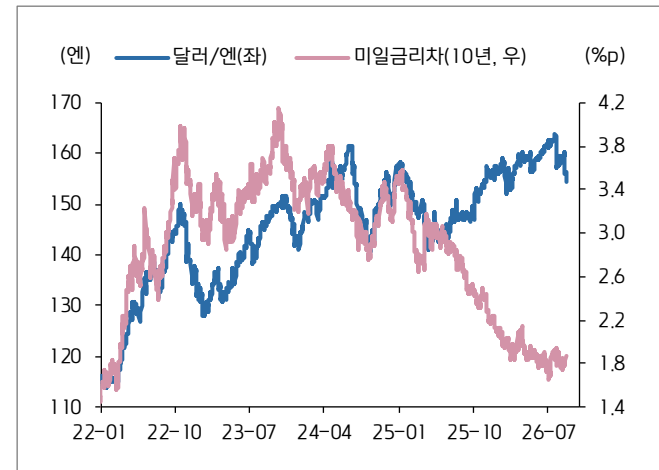
- ▶ 일본은행의 금리 인상과 장기금리 상승으로 미·일 금리차가 축소되고 있으나, 정책 정상화 속도가 완만하게 진행되면서 금리차 축소에 따른 엔화 강세 효과는 제한적
- ▶ 특히 최근 일본 장기금리 상승은 통화정책 정상화뿐만 아니라 재정 확대에 따른 국채 공급 증가와 재정건전성 우려가 반영된 측면이 있어, 금리 상승이 엔화 강세로 연결되는 전통적인 경로가 약화
- ▶ 이에 일본 국채 및 재정건전성에 대한 경계감이 엔화의 신뢰 회복을 제약하면서, 미·일 금리차 축소에도 엔화의 추세적 강세보다는 높은 변동성과 약세 압력이 지속될 가능성

일본 정책금리와 장기물 국채금리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

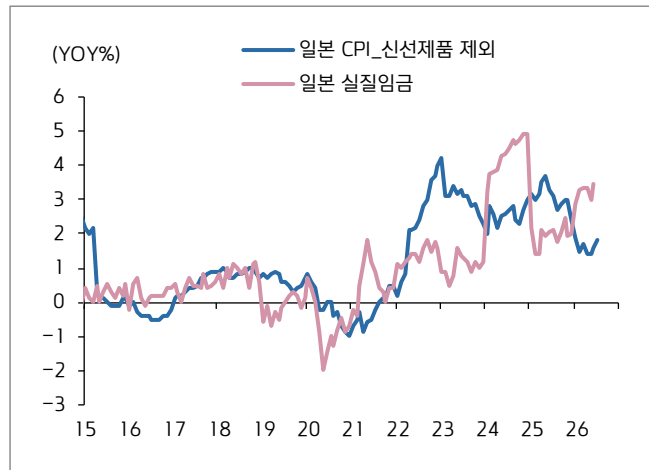
엔달러 환율과 미일금리차(10년)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

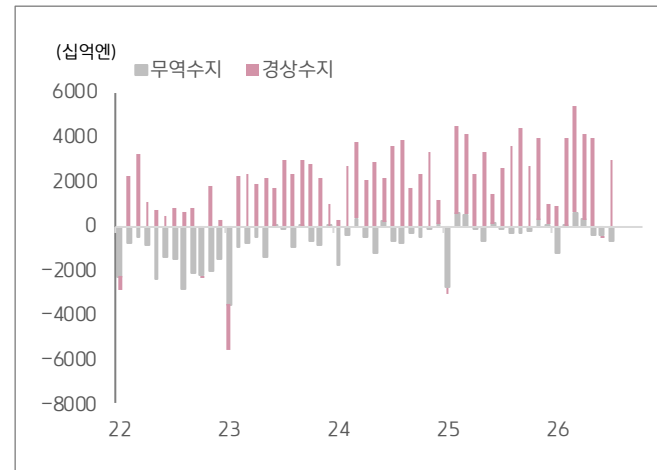
- ▶ 일본의 물가와 실질임금이 완만한 개선세를 보이면서 일본은행의 추가 금리 인상 여건은 유지되고 있으나, 내수와 임금 여건을 감안할 때 인상 속도는 공격적이기보다 점진적으로 진행될 가능성
- ▶ 일본의 경상수지 흑자는 무역수지 개선보다 해외투자에서 발생하는 소득수지 흑자에 크게 의존하고 있어, 경상흑자가 곧바로 국내 달러 공급 및 엔화 매수로 연결되는 효과는 제한적. 엔화의 추세적 강세를 위해서는 내국인·기관의 해외투자 둔화 또는 해외자산의 국내 환류가 동반될 필요
- ▶ 따라서 단기적으로 일본은행의 금리 인상 기대와 정책당국의 환율 개입 등이 엔화 강세를 유도할 수 있으나, 구조적인 자본 환류가 확인되기 전까지는 강세 지속성이 제한되며 달러·엔 환율도 150엔 초반에서 추가 하락이 주춤할 가능성

달러/원 환율과 달러/엔 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

일본 경상수지와 무역수지



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 09월 09일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하 는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

