

어느새부터 원화는 안 멋져



글로벌매크로팀 FX 차영후
6138 / yhcha@eugenefn.com

TABLE OF CONTENTS

01	과거가 알려주지 않는 환율	07
02	덜 들어오고, 더 나가고	11
03	파도가 지나도 변하지 않는 흐름	23

SUMMARY

어느새부터 원화가 이상하다. 역대급 수출과 성장 기대에도 원달러 환율은 6월말 기준 전년비 +15% 급등했다. 이 정도의 상승은 과거 금융위기·닷컴버블 등 침체기에서나 나타났던 수준이다. **최근 경제 펀더멘털 요인과 원화 가치의 괴리는 환율 결정 메커니즘의 변화를 시사한다.**

6월까지 이어진 원화 약세 원인은 크게 ① 기업의 달러 선호 ② 외국인 자금유출 ③ 내국인 자금유출로 볼 수 있다. 기업은 번 만큼 달러를 내놓지 않았다. 높은 한·미 금리차와 해외투자 수요로 **해외법인 달러 유보 성향이 강해졌으며(26년 1~5월 재투자비중 45%), 미헤지 달러 보유 규모도 늘어난 것으로 추정된다.** 외국인 증시 순매도는 올해 환율 상승의 주범으로, 가팔랐던 코스피 상승에 따른 전례없는 규모의 리밸런싱성 매도(1H26, 1,000억달러)가 환율을 밀어올렸다. 내국인 자금유출은 작년 하반기 개인의 해외주식투자 확대(2H25, 174억달러)로 주목받았으나, 이는 사실 10년 전부터 이어온 거주자 해외자산 선호의 연장선이다.

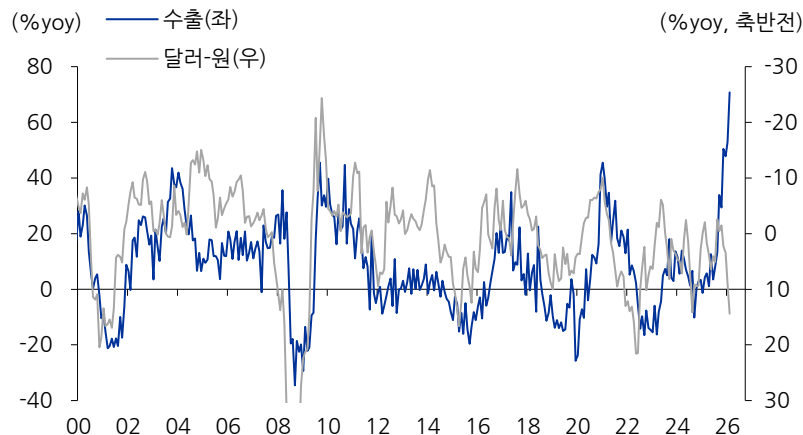
향후 환율 흐름에도 이 세 요인의 영향력이 이어질 것으로 보인다. 이 중 **기업의 달러 선호는 완화될 것으로 예상된다.** 7/10일 SK하이닉스 ADR 상장을 전후로 달러-원 환율이 고점 대비 80~90원 가량 하락하며 이미 영향이 나타나고 있다. 6/29일 발표된 **메가프로젝트(삼성·SK 총 3.2조 달러)**는 금액면에서 **대미투자(3,500억 달러)**, **직접·증권투자(연평균 1,100억 달러)**를 압도하는 원화 상방 리스크다. 물론 현실화된다는 가정이 필요하다.

반면 외국인 주식 매매는 원화 약세 요인에 가깝다고 판단한다. 여전히 **역사적 고점 수준인 외국인 코스피 지분율(39.3%)과, 아시아 주요국 대비 3배 이상 높은 지수 변동성을 고려하면 외국인 추가 매수 여력은 제한적으로** 보인다. 최근 국내 증시 조정으로 외국인 매도세는 완화되는 흐름이나, 코스피가 재차 상승할 경우 외국인의 대규모 순매도가 재등장할 가능성도 있다.

내국인 자금유출은 지난 10년간 이어진 장기 흐름으로, 일본이 20년 앞서 보여준 순대외자산 증가·통화 실질절하 경로를 **뒤따르고 있다.** 그 배경이 고령화·경상흑자라는 구조적 요인인 만큼, 대외자산 확대와 환율 상승은 장기간 동행할 가능성이 높다. 종합하면 8월 말까지는 **수출대금 환류 효과로 환율 하향 안정화가 예상되나, 내국인 해외투자 확대 흐름은 그 이후에도 이어질 수 있다.** 이에 따른 원달러 환율의 중장기적 상승 가능성을 고려해야 한다.

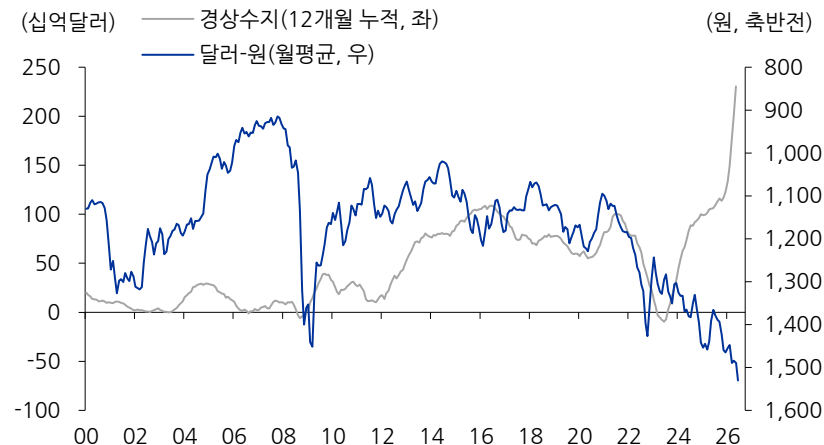
Key Charts

장기적으로 원화를 가장 잘 설명하던 수출과의 괴리 확대



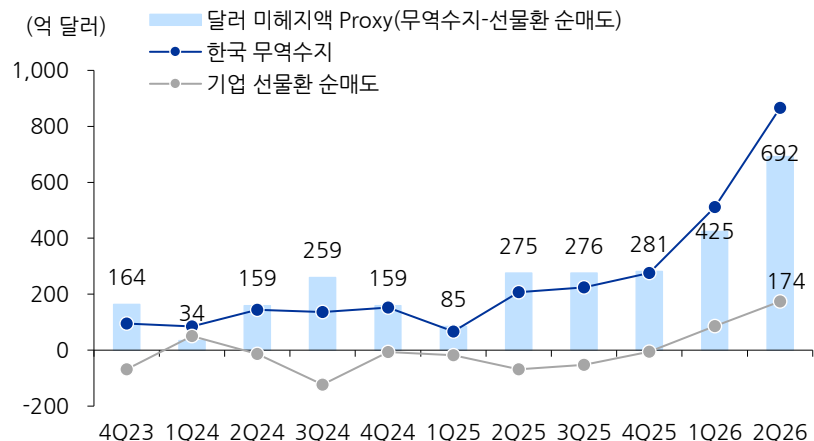
자료: LSEG, 유진투자증권

역대급 경상수지 흑자에도 달러 원 약세 이어짐



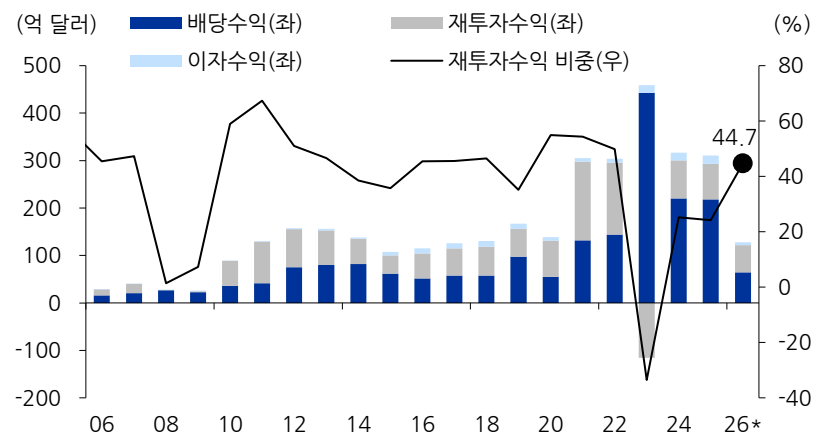
자료: LSEG, 유진투자증권

기업의 달러 미헤지액(Proxy) 규모가 크게 증가



자료: 한국은행, LSEG, 유진투자증권

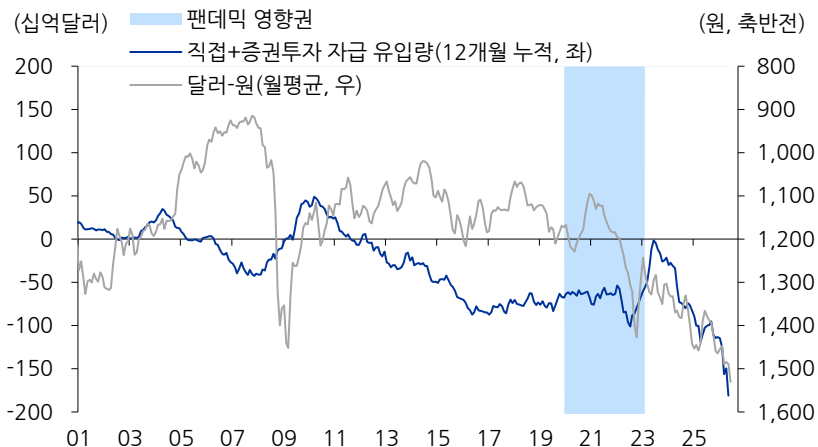
해외법인 외화 유보 성향 강화, 26년(1~5월) 재투자비중 증가



주: 26년은 26.01~26.05 합계
자료: LSEG, 유진투자증권

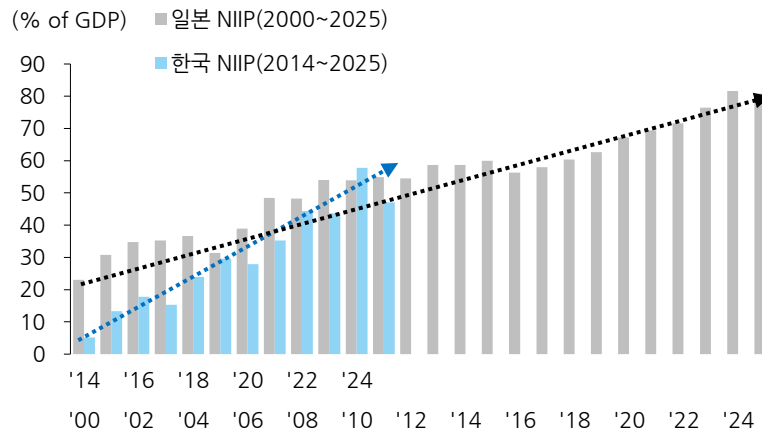
Key Charts

팬데믹 이후 직접+증권투자 자금유출과 환율 동조화 강화됨



자료: LSEG, 유진투자증권

일본보다 가파른 한국 순대외자산 증가세



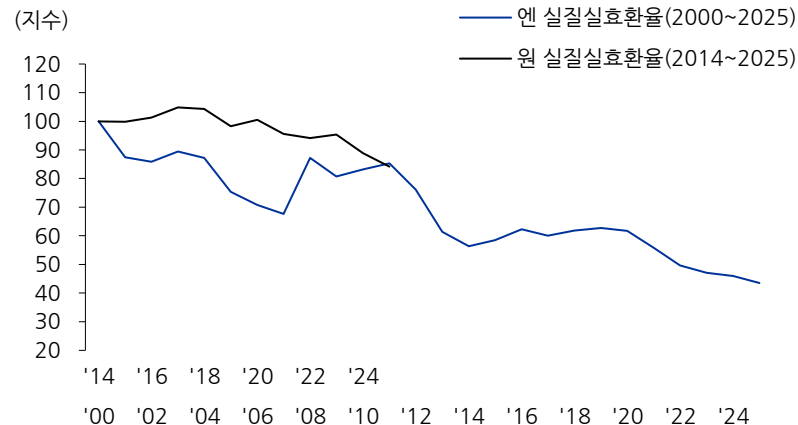
자료: IMF, CEIC, 유진투자증권

내국인 해외투자가 외국인 국내투자 압도하며 환율 추세적 상승



자료: LSEG, 유진투자증권

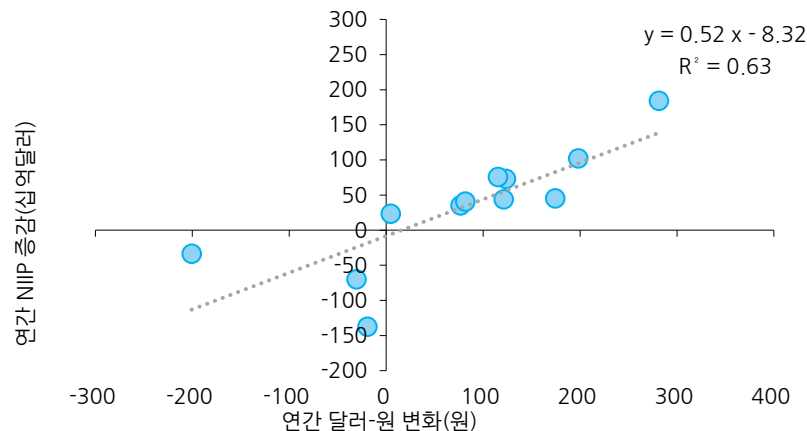
과거 엔화와 같은 길을 걷고 있는 원화



자료: IMF, BIS, CEIC, 유진투자증권

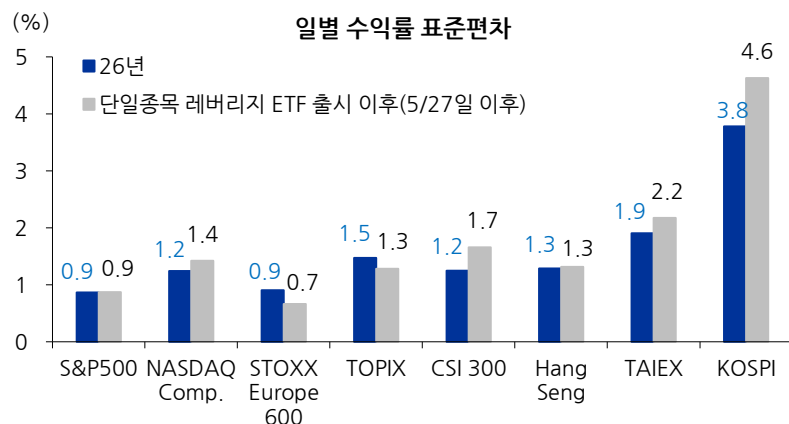
Key Charts

순대외자산 증감액과 환율 변화는 양의 상관관계(2014년 이후)



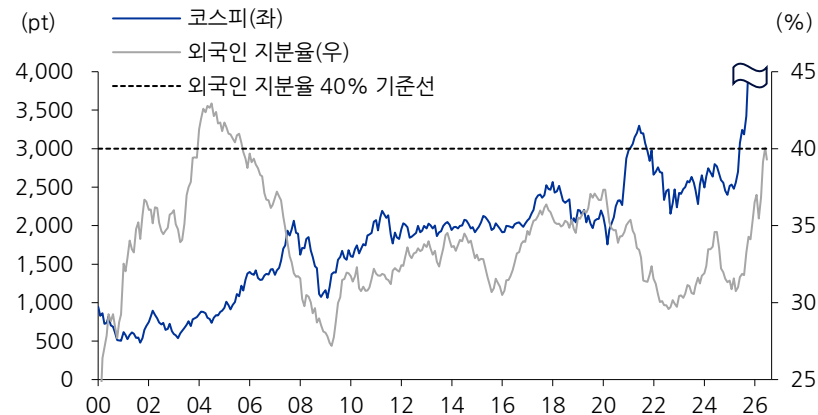
자료: LSEG, Infomax, 유진투자증권

26년 코스피 변동성은 아시아 주요국 증시 대비 3배 이상



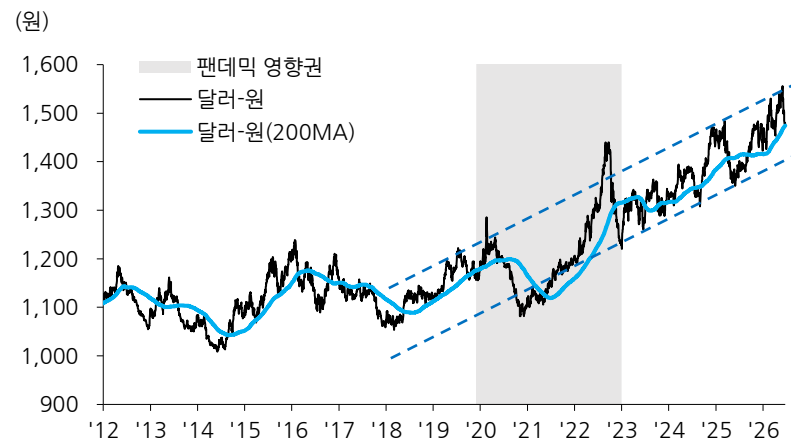
자료: LSEG, 유진투자증권

외국인 코스피 지분율은 역사적 고점에 가까움



자료: FnGuide, 유진투자증권

팬데믹 기간 제외 달러-원 환율은 18년 이후 추세적으로 상승



자료: Infomax, 유진투자증권

01

과거가 알려주지 않는 환율

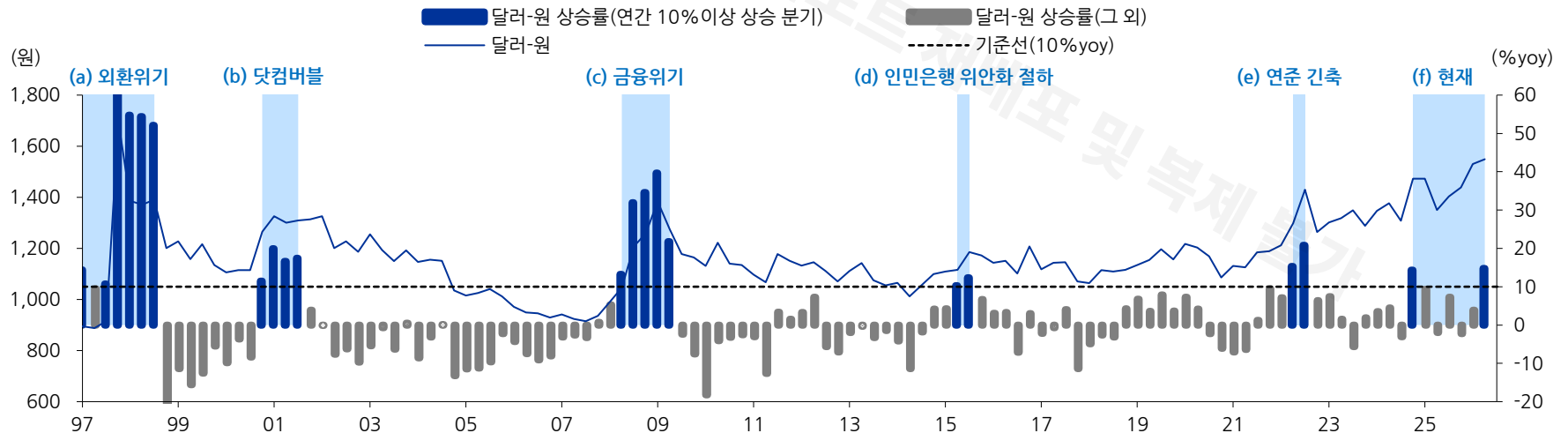
과거 원화가치를 잘 설명하던 펀더멘털 변수와 달러-원 환율 괴리 확대

이례적인 원화 약세

과거 환율 상승기는 대외 충격과 함께 수출·경기둔화 동반

- 달러-원 환율은 26년 6월 말 기준 전년비 +14.8% 상승. 환율이 12개월 간 +10% 이상 상승한 분기 기준, 현재를 포함해 총 6번의 상승기 존재.
- 이 중 (a)외환위기와 (c)금융위기는 금융시스템 붕괴를 동반한 급등 구간으로, 환율 상승폭과 발생 원인 측면에서 현재와 직접 비교하기 어려움.
- 그 외 (b)닷컴버블 붕괴, (d)인민은행 위안화 절하, (e)팬데믹·연준긴축·러·우전쟁 시기는 대외 충격과 함께 수출·경기둔화가 동반된 원화 약세기.
- 현재의 경우 미-이란전쟁이라는 대외요인 있으나 과거 이벤트만큼 큰 충격은 아니며, 반도체 초호황으로 수출·경기는 호조. 경제 펀더멘탈과 환율의 괴리는 이례적인 수준.

1997년 이후 환율 상승기 구분



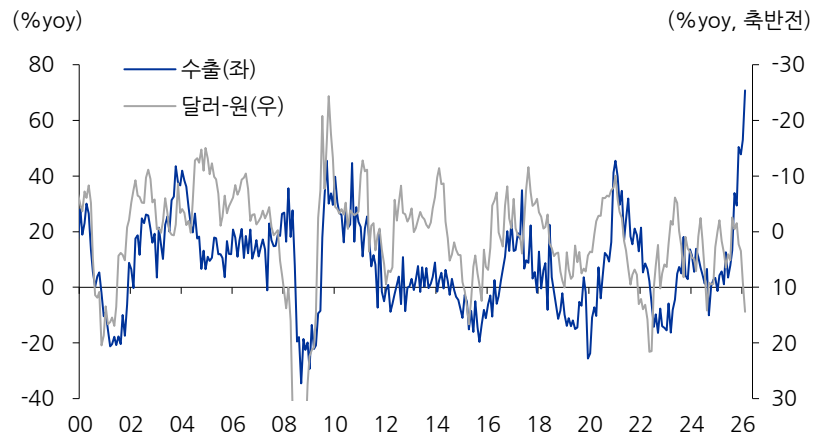
주: 12개월간 달러-원이 +10% 이상 상승한 분기말 기준 구분
자료: Infomax, 유진투자증권

수출과 원화가치 괴리 확대

수출과 경상흑자를 충분히 반영하지 못하는 원화

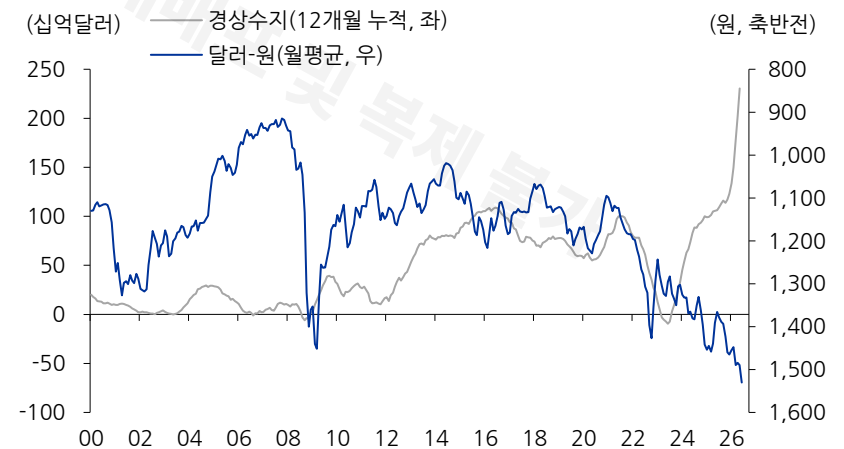
- 과거 수출은 원화를 가장 잘 설명하는 요인이었음. 수출기업의 달러 수입이 늘어나면 환전 수요로 국내 달러 공급이 늘면서 원화가 절상되는 흐름.
- 수출 호조가 기업이익 전망을 높이면서 외국인의 국내 투자 유인을 확대하는 경로 또한 원화에 긍정적으로 작용함.
- 한국 6월 수출은 반도체 중심 강세(+199.5%yoy) 이어지며 1,000억 달러 돌파(+70.9%), 5월 경상수지도 +386억 달러 기록(+290%).
- 그러나 원화는 이러한 강세 요인들의 영향을 충분하게 반영하고 있지 않는 듯함.

장기적으로 원화를 가장 잘 설명하던 수출과의 괴리 확대



자료: LSEG, 유진투자증권

역대급 경상수지 흑자에도 원화 약세 이어짐



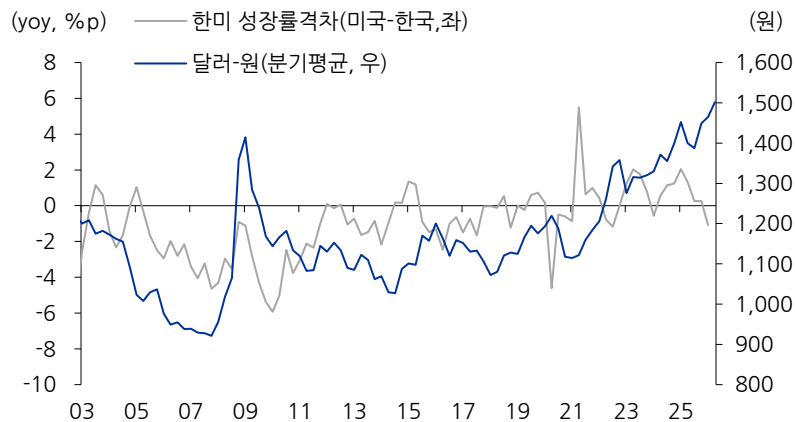
자료: LSEG, 유진투자증권

성장률은 앞서는데 원화는 뒷걸음

한국 초과성장 기대도 원화 약세를 막지 못함

- 과거 한·미 성장률 격차(미국-한국)는 달러-원 환율과 대체로 동행했으나 현재 성장격차의 환율 설명력은 축소됨.
- 26년 미국 대비 한국의 초과성장 기대도 원화 약세를 막지 못함(26년 한국 2.6%, 미국 2.3% 성장 전망, IMF WEO 26.07).
- 중동 갈등에 따른 유가 상승은 원화 약세 요인으로 작용. 그러나 미-이란 협상 기대 높아졌던 기간, 유가 하락에도 원화 영향은 제한적이었음.
- 수출·성장률·유가 모두 원화에 우호적인 방향이었음에도 6월까지 약세가 이어짐. 최근 환율 변화는 전통적 설명 요인만으로 해석하기 어려움을 시사.

한미 성장률 격차는 음의 영역 진입하며 환율과 괴리



자료: LSEG, 유진투자증권

짧았던 미-이란 협상 기간, 유가 하락에도 환율은 상승



자료: LSEG, 유진투자증권

02

덜 들어오고, 더 나가고

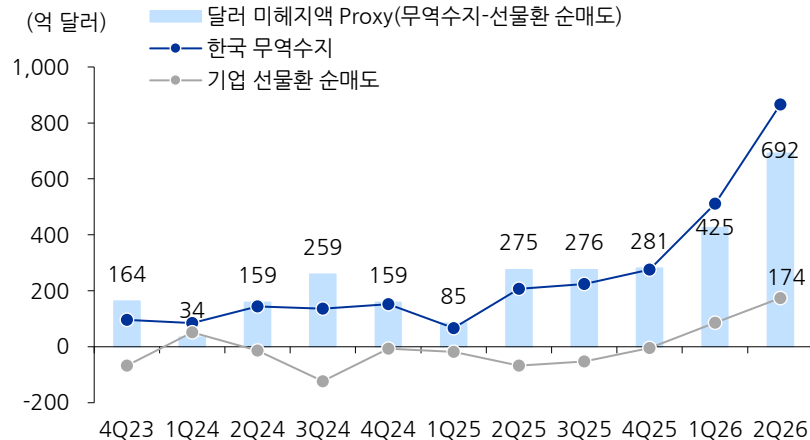
- 1) 한미 금리차·대미투자 부담, 기업의 달러 선호 강화
- 2) 역대급 코스피 순매도로 나타난 외국인 자금유출
- 3) 고령화 국면, 구조적으로 확대된 내국인 해외투자

① 기업의 달러 선호

쌀이는 흑자, 풀리지 않는 달러

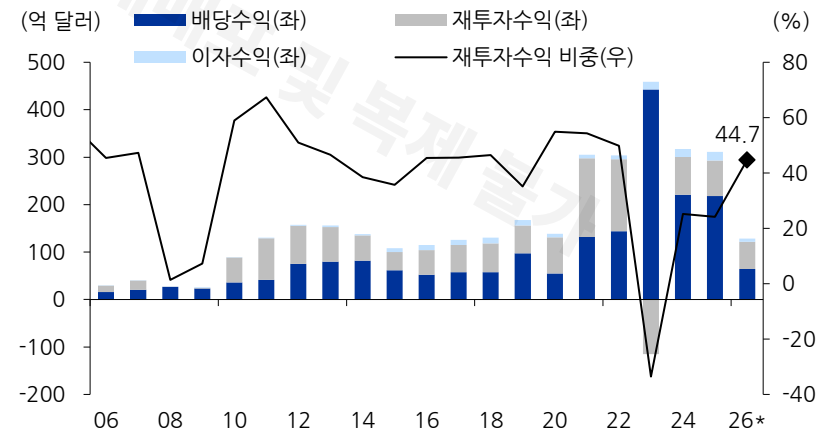
- 펀더멘털 변수와 원화가치 괴리가 확대된 첫 번째 배경은 수출기업의 달러 운용 행태 변화임.
- 과거 수출 호조가 원화 강세로 연결된 것은 수출기업이 수취한 달러를 환전하거나 선물환 매도(환헤지)를 하면서 달러 공급이 증가했기 때문.
- 반면 최근까지 기업들은 해외투자 등 향후 달러 지출에 대비해 수출대금의 환헤지·환전을 미루는 경향을 보임.
- 기업의 환헤지 지연 정도를 가늠하기 위해, 무역수지에서 기업 선물환 순매도를 차감한 ‘기업의 달러 미헤지액(Proxy)’을 제시. 이는 26년 2분기 692억달러로 급등(+151%yoy).
- 기업의 해외법인 외화 유보 성향 또한 강화됨. 26년(1~5월) 해외법인의 미배당이익이 증가하며 직접투자소득수입 중 재투자비중은 44.7%로 상승.
- 기업이 환헤지를 줄이고 이익을 해외법인에 유보하면서 수출 호조가 과거만큼 원화 절상 압력으로 연결되지 않고 있음.

기업의 달러 미헤지액(Proxy) 규모가 크게 증가



자료: 한국은행, LSEG, 유진투자증권

해외법인 외화 유보 성향 강화, 26년(1~5월) 재투자비중 증가



주: 26년은 26.01~26.05 합계
자료: LSEG, 유진투자증권

높은 금리차는 달러 유보 강화 요인

높은 금리차, 원화 약세 경계에 달러 매도 지연

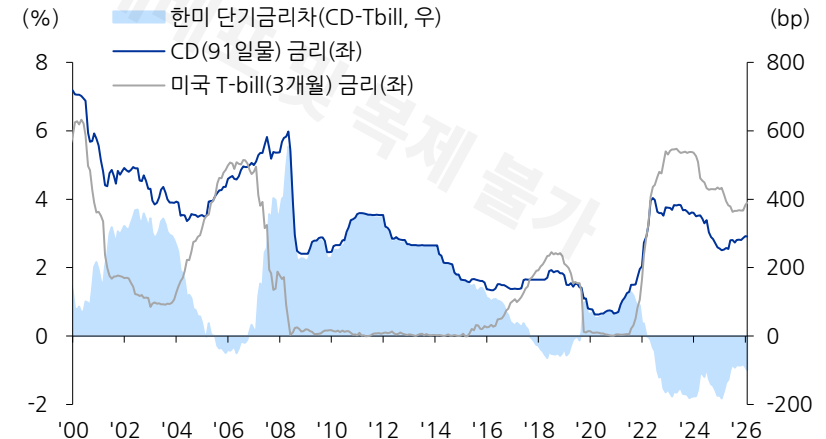
- 1) 높은 한미 금리차와 2) 추가 원화약세에 대한 경계가 기업의 달러 보유 유인을 강화했을 것으로 추정됨.
- 22년 상반기부터 연준의 공격적 금리 인상이 시작된 이후, 한미 기준금리 역전이 장기화되며 달러자산의 상대적 금리 매력에 지속됨. 현재는 100bp 까지 격차 축소됐으나 여전히 금리차 큼.
- 미국 단기 시장금리 또한 한국을 상회하며 현금성 달러자산의 높은 상대수익률이 원화 환전의 기회비용을 확대.
- 또한 최근 SK하이닉스 ADR 상장發 자금유입 등 원화강세 기대가 높아지기 전, 6월까지 환율이 +15%yoy 가량 급등하며 추가 상승에 대한 경계가 컸던 것도 기업의 달러 매도를 지연시킨 요인으로 보임.

22년 美 인상기부터 한미 기준금리 격차 확대



자료: LSEG, 유진투자증권

한미 단기금리 격차는 기업의 달러 선호 일부 설명



자료: Infomax, 유진투자증권

대미투자 협약은 추가 달러 유출 압력

대미투자 자체의 기업 달러조달 부담은 제한적

- 6/28일 한미전략투자공사가 출범하면서 총 3,500억달러 규모의 한미 전략적 투자는 본격 이행 단계에 진입.
- 이 중 1) 대미투자 2,000억달러 재원은 한은·외평기금 외화자산 위탁과 한미전략투자공사의 정부보증 외화채권 발행.
- 2) 조선협력투자 1,500억달러는 민간투자·보증·선박금융을 포괄하는 구조로, 민간투자 제외 기업이 직접적으로 달러를 조달할 수요는 제한적.
- 다만 패키지 자체가 유발하는 즉각적인 달러 매수 압력이 크지 않더라도, 이는 22년 CHIPS Act·IRA, 25년 관세 등을 거치며 강화된 美 중심 공급망 재편과 리쇼어링 흐름 속 향후 한국 기업의 생산거점 현지화 및 추가 투자 기대를 높이는 요인.

‘한미 전략적 투자’ 개요와 기업의 외화 조달 부담

구분	대미투자	조선협력투자
금액	2,000억 달러(연간 200억 달러 한도)	1,500억 달러
성격	국가 간 전략투자	조선 분야 협력투자(MASGA 일환)
투자 주체	한미전략투자공사/기금	민간기업: 한화오션, HD현대중공업, 삼성중공업 등 정책금융기관(한국수출입은행, 한국산업은행 등)이 보증·선박금융 지원
주요 재원	한은·외평기금의 외화자산 위탁 정부보증채권 발행 등	민간투자, 보증, 선박금융 등
민간기업 부담	직접 부담 구조 아님	직접투자
투자수익 귀속	간주배분액 총족 전 韓:美 5:5 총족 이후 韓:美 1:9	한국 기업에 전부 귀속
기업의 외화 부담	재원 고려 시 기업의 신규 달러매수 압력은 제한적	민간기업의 FDI 형태일 경우 외화수요 부담 일부 있음

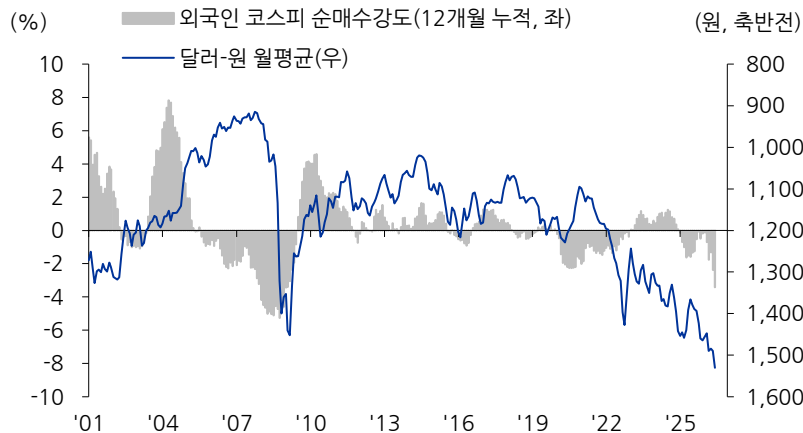
자료: 언론 종합, 유진투자증권

② 외국인 자금유출

전례없는 외국인의 증시 순매도가 26년 상반기 환율 상승을 견인

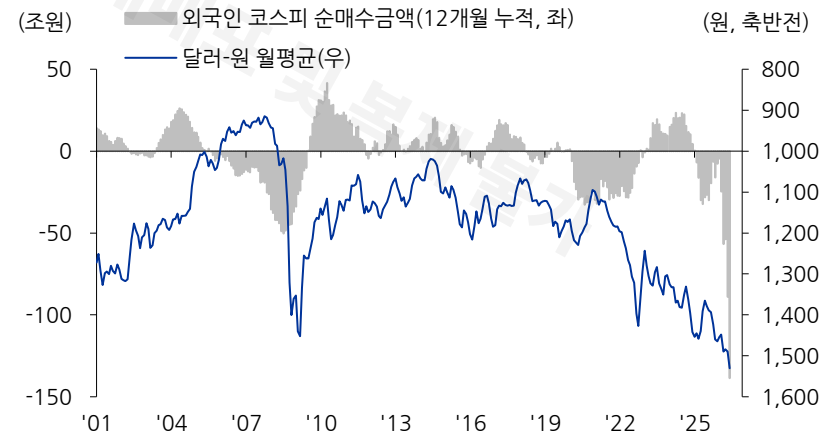
- 이례적인 환율 상승의 두 번째 배경은 자본유출. 이를 1) 외국인 자금유출 2) 거주자 해외투자 확대로 구분해 접근할 수 있음.
- 먼저 올해 상반기 환율 상승에 큰 영향을 주고 있는 것은 1) 외국인 자금유출이라고 판단.
- 1H26 외국인 코스피 순매도는 약 1,000억 달러로, 작년 환율 급등의 원인으로 지목된 거주자 해외투자(2H25 174억달러) 대비 5배 이상 큰 규모.
- 26년 6월 기준, 외국인의 코스피 순매도 강도(평균 시가총액 대비 12개월 누적 순매도)는 -3.4%로 매우 강하다고 볼 수 없으나, 금액 기준 코스피를 -138.5조원(12개월 누적)을 순매도하며 전례없는 수준의 증시 자금 유출 발생.

외국인의 코스피 매도 강도(시가총액 대비) 자체는 강하지 않음



주: 외국인 순매수 강도는 (외국인 순매수 12개월 누적/12개월 평균 시가총액)*100
자료: FnGuide, 유진투자증권

외국인의 주식 매도는 금액면에서 역대급



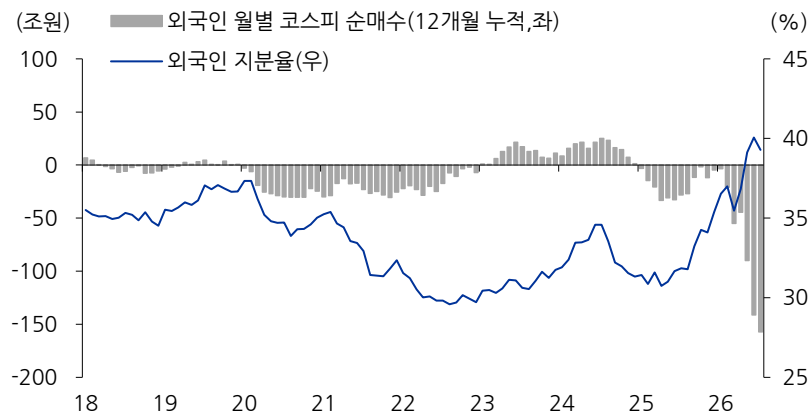
자료: FnGuide, 유진투자증권

코스피 급등의 청구서

증시 급등의 이면, 팔아도 팔아도 높아지는 외국인 지분율

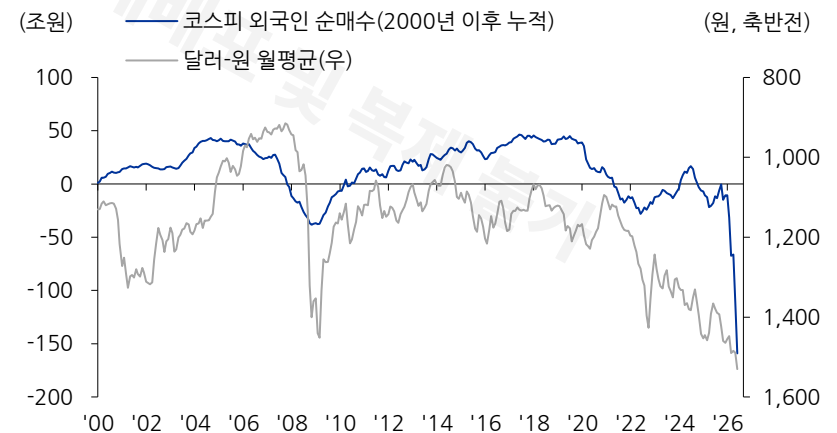
- 외국인의 국내증시 이탈 원인은 기본적으로 **코스피의 가파른 상승 과정에서 포트폴리오 내 한국 비중 확대에 따른 리밸런싱성 매도**로 추정됨.
- 올해만 160조원에 달하는 외국인의 역대급 코스피 순매도에도, 코스피 대형주 중심 상승 효과에 **외국인 코스피 지분율은 오히려 40%를 소폭 하회하는 수준(39.3%)**, 증시가 재차 상승할 경우 추가 비중조정 압력으로 작용할 수 있음.
- 외국인에게는 주가 뿐만 아니라 환율을 반영한 달러 환산 수익률이 중요. 6월까지 이어진 **원화가치 급락과 추가 약세 우려는 외국인 순매도와 악순환을 형성한 것으로 보임.**

역대급 순매도에도 외국인 코스피 지분율은 40% 부근



자료: FnGuide, 유진투자증권

원화 약세와 외국인 순매도는 자기강화적 관계



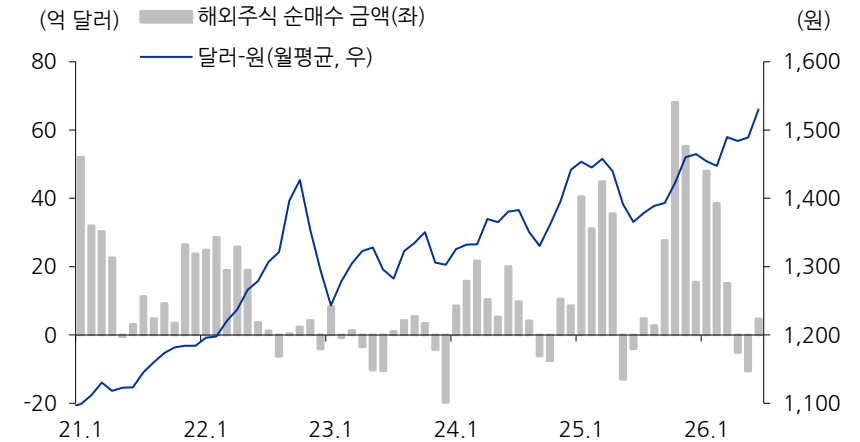
자료: FnGuide, 유진투자증권

③ 내국인 자금유출

팬데믹 이후 투자자금 유출과 환율 동조화 강해짐

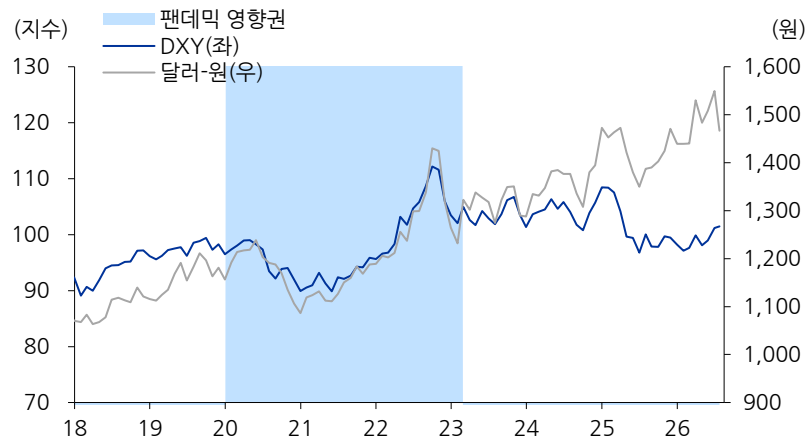
- 팬데믹 이후 달러-원과 달러인덱스 간 괴리 확대, 직접+증권투자 자금 순 유출이 이를 주도.
- 이 중 순증권투자는 25년 870억 달러(92%yoy)를 기록하며 연간 사상 최대 유출 기록.
- 25년 거주자(개인 중심) 해외주식 순매수는 24년 대비 3배 이상 크게 증가.

25년 거주자 해외주식 순매수는 24년 대비 3배 증가



자료: 한국예탁결제원 SEIBro, LSEG, 유진투자증권
주: 한국예탁결제원을 통한 외화증권 투자내역만 반영됨

팬데믹 이후 환율과 달러인덱스 괴리 확대



자료: Infomax, 유진투자증권

팬데믹 이후 직접+증권투자 자금유출과 환율 동조화 강화됨



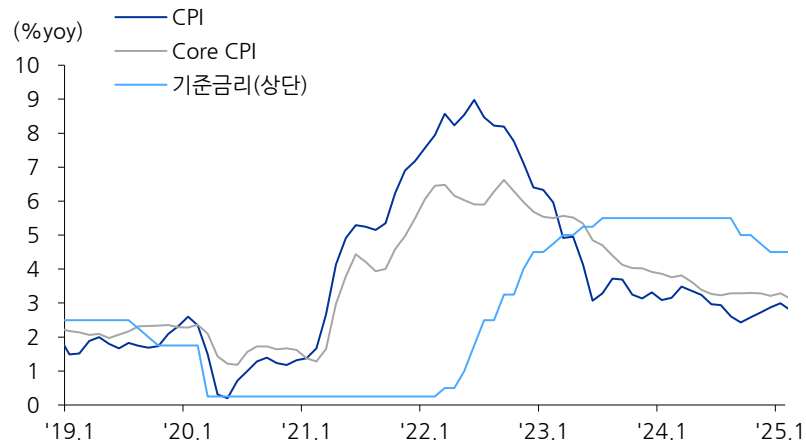
자료: LSEG, 유진투자증권

미국 예외주의가 만든 달러 수요

Higher for Longer

- 미국의 경기 호조·고금리·증시 강세가 해외투자(미국 중심) 급증의 원인.
- 팬데믹 이후 미국 경제는 고금리에도 예상보다 견조한 성장·고용을 보임. 반면 물가 둔화는 더디게 진행돼 연준 금리인하 기대가 반복적으로 후퇴.
- 이에 높은 금리가 장기간 유지되는 'Higher for Longer' 전망이 강화되며 미국채·달러자산의 상대적 매력이 높게 유지됨.
- 동시에 AI 투자 확대와 빅테크 실적 개선이 미국 증시 상승을 주도. 국내 대비 미국 증시의 상대강도 높아지며 국내 투자자의 미국주식 선호 강화.

고금리에도 미국 물가 둔화는 더디게 진행



자료: LSEG, 유진투자증권

2010년 이후 우상향한 미국 증시, 투자자 해외주식 선호 강화



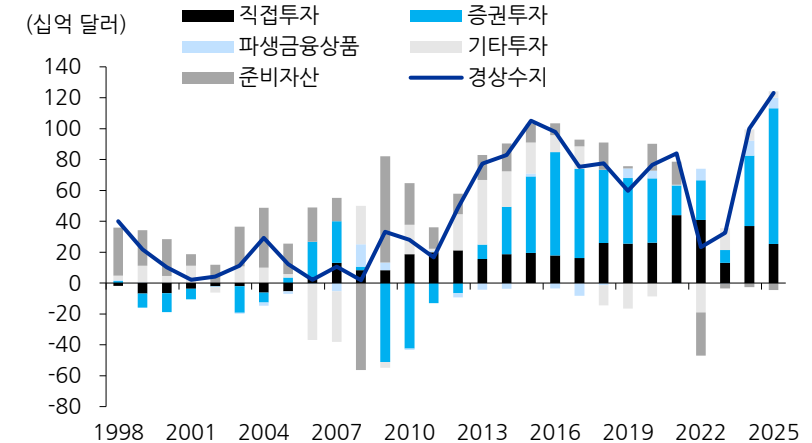
자료: LSEG, 유진투자증권

해외투자 증가는 구조적 변화

미국주식 매수는 대외자산 확대라는 더 큰 흐름의 일부

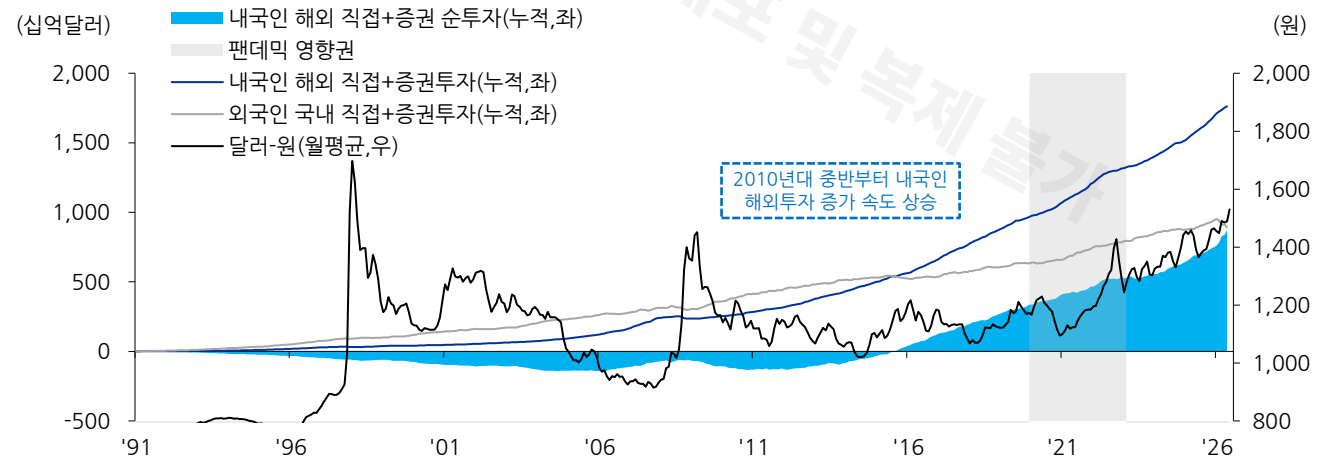
- 미국 증시의 아웃퍼폼은 최근 2~3년 투자자금 유출을 가속한 요인이거나, 내국인 해외투자 확대는 이미 10년 이상 진행된 구조적 변화.
- 외국인의 국내투자 속도는 큰 변화가 없는 가운데 2010년대 중반부터 내국인의 해외투자 유출이 급격히 상승하며 외국인 투자 유입액을 압도함.
- 과거 대외자산은 준비자산(공공부문) 위주로 축적됐으나, 금융위기 이후 직접·증권투자(민간부문)로 중심 이동. 이와 함께 달러-원 환율도 추세적 상승 경로에 진입.

2010년 중반대부터 경상흑자 축적은 직접·증권투자로 중심 이동



자료: LSEG, 유진투자증권

내국인의 해외투자 증가세가 외국인 국내투자 유입을 압도하며 달러-원은 추세적 상승



자료: LSEG, 유진투자증권

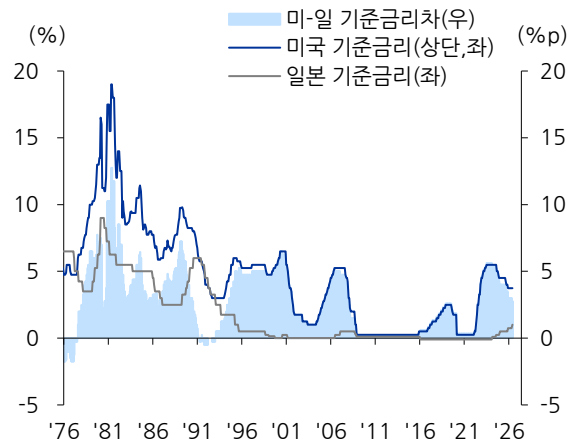
우리는 이 게임을 해봤어요

20년 전 일본이 먼저 보여준 길

- 과거 일본이 이러한 흐름에 먼저 진입. 90년대 초 버블붕괴 이후 일본은 저금리 환경이 장기화되며 달러자산 매력 확대·대외자산 축적 본격화.
- 일본 순대외자산은 2000년 GDP의 23%에서 2025년 81%까지 급증. 이 과정에서 엔화의 실질실효환율은 -57% 하락함.
- 일반적으로 교역상대국 대비 국내 저물가는 수출경쟁력·경상수지 개선을 통한 화폐 명목가치 절상 압력으로 작용하는데(‘흑자-명목절상 경로’), 일본의 경우 이 경로가 제대로 작동하지 않으며 엔화 실질가치가 하락한 것.
- ‘흑자-명목절상 경로’ 영향이 미미했던 배경에는 해외투자 확대에 따른 엔화 매도 압력과 직접투자수익의 높은 재투자가 기여한 것으로 보임.

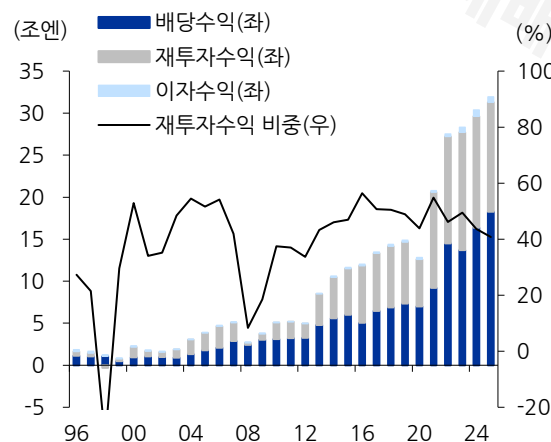
* 실질실효환율은 주요 교역상대국과의 명목환율, 교역비중, 상대물가를 반영해 산출한 통화의 종합적인 실질가치

버블붕괴 이후 미-일 금리차 높게 유지됨



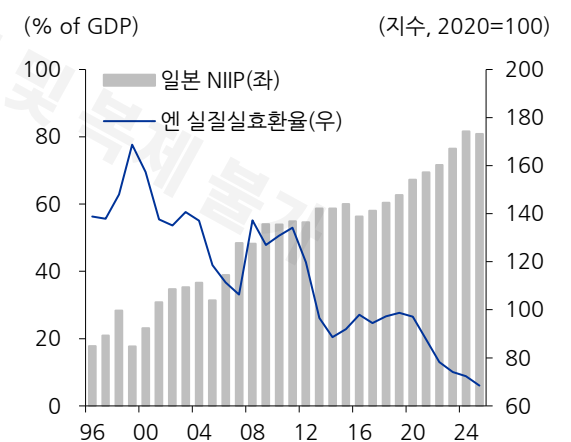
자료: LSEG, 유진투자증권

일본 직접투자수익 중 재투자비중 40% 상회



자료: LSEG, 유진투자증권

순대외자산 증가와 함께 엔화 실질가치 절하



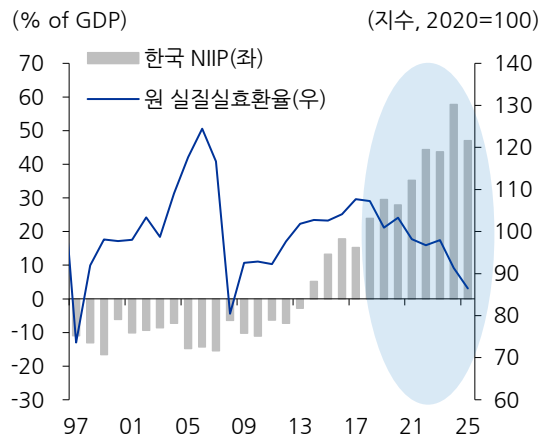
자료: IMF, BIS CEIC, 유진투자증권

고령화가 만든 두 나라의 님은 궤적

일본을 따라가는 한국, 단 더 빠르게

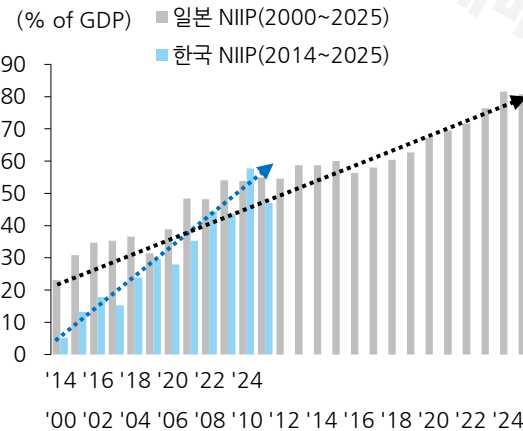
- 한국의 순대외자산 축적 속도는 일본의 경로를 상회. 일본의 순대외자산은 2000년 GDP의 23%에서 2025년 81%로 연평균 +2.3%p 증가.
- 한국은 2014년 대외자산 흑자 전환 이후, 순대외자산이 2025년까지 연평균 +3.8%p 가파르게 상승.
- 이러한 흐름 속 원화 실질가치는 18년 이후 추세적 하락. 과거 일본이 보여준 것과 유사한 흐름.
- 순대외자산 증가가 국민저축 대비 국내투자 부진의 결과인 점을 고려할 때, 이는 인구구조 등 국가의 구조적 여건과 높은 관련성을 시사함.
- 두 국가 모두 고령화에 따른 생산성·잠재성장률 둔화라는 큰 흐름 속에서 해외자산 선호와 자국 통화 실질가치 하락이 장기간 나타나는 중.

한국 또한 대외자산 확대·원화 실질가치 절하



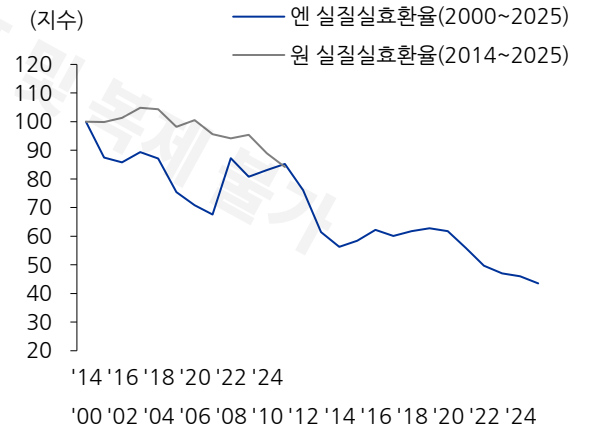
자료: IMF, BIS CEIC, 유진투자증권

일본보다 가파른 한국 순대외자산 증가세



자료: IMF, CEIC, 유진투자증권

과거 엔화와 같은 길을 걷고 있는 원화



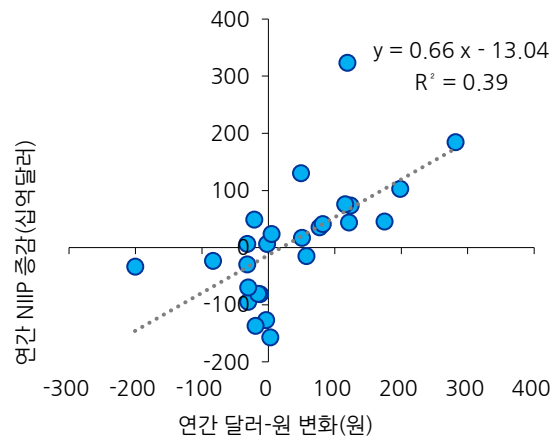
자료: IMF, BIS CEIC, 유진투자증권

순대외자산과 환율의 상관관계

순대외자산과 환율의 동반 상승, 장기화 가능성 높음

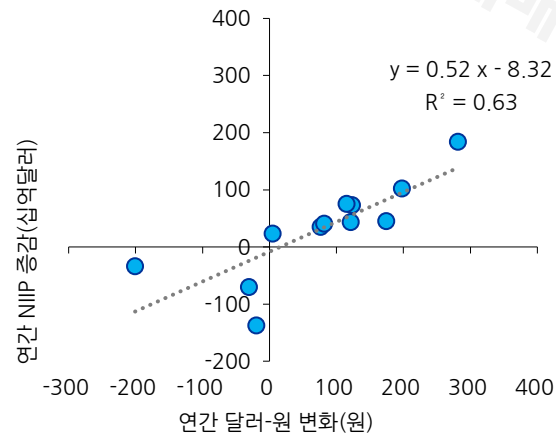
- 한국 순대외자산 증감액과 환율 변화폭 사이에는 역사적으로 강한 양의 상관관계가 나타남(2014년 이후 상관계수 0.79).
- 14~25년 순대외자산은 누적 9,260억 달러 증가(연평균 약 770억 달러). 순대외자산 +1,000억 달러 증가는 달러-원 환율 +52원 상승과 동행.
- 물론 순대외자산 증가 자체가 곧 환율 상승의 원인이라고 하기는 어려움. 환율 상승이 달러 환산 평가가치 측면 순대외자산을 증가시키기도 함.
- 하지만 순대외자산 증가 배경이 1)경상흑자 저축(교역), 2)고령화(인구)라는 구조적 요인임을 고려할 때 순대외자산의 추세적 증가와 환율 상승은 장기간 함께 나타날 가능성이 높음.
- 14년 이후 회귀계수를 순대외자산 연평균 증가액(770억 달러)에 단순 적용하면, 현재 추세가 이어질 경우 연평균 +40.1원의 달러-원 상승이 동반 될 수 있음.

순대외자산 증감액과 환율 관계(2000년 이후)



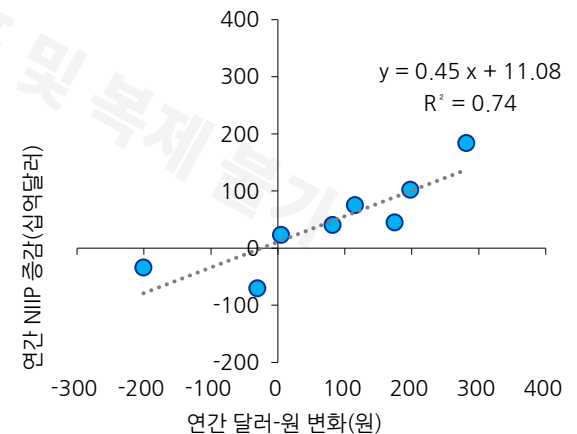
자료: LSEG, Infomax, 유진투자증권

순대외자산 증감액과 환율 관계(2014년 이후)



자료: LSEG, Infomax, 유진투자증권

순대외자산 증감액과 환율 관계(2018년 이후)



자료: LSEG, Infomax, 유진투자증권

03

파도가 지나도 변하지 않는 흐름

기업의 수출대금 환류로 일시적 원화 강세 가능

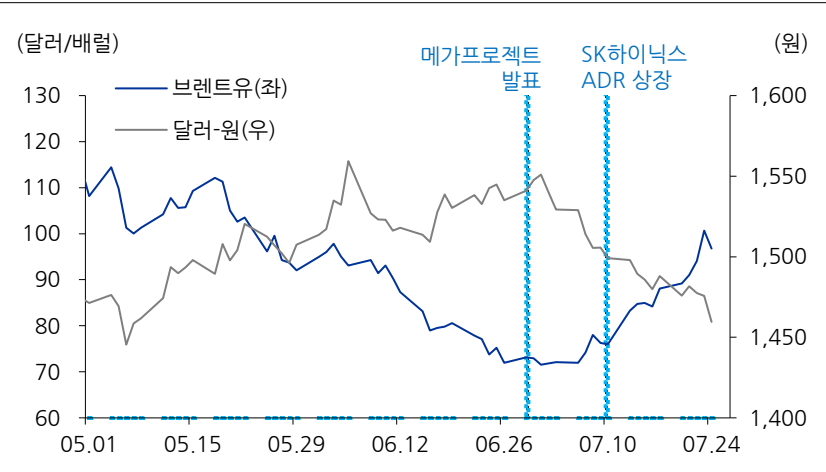
대외자산 증가는 추세 전환이 어려운 거대 흐름, 중장기 원화 약세 전망

기업의 달러 매도, 단기 원화 상승의 촉매

기업의 달러 선호는 완화될 전망

- SK하이닉스 ADR 자금유입 기대와 수출기업(한화오션 등)의 달러 매도로 환율은 7/2일 고점(종가 1,555원) 대비 80~90원 가량 하락함.
- 1)중동 갈등 재차 확대에도 하락 압력이 우세했다는 점, 2)막대한 무역흑자와 괴리된 환율 수준 고려할 때 단기적으로 환율 하락은 이어질 수 있음.
- 여기에 6/29일 발표된 **메가프로젝트 투자 규모**는(4,755조원, 약 3.2조 달러) 대미투자(3,500억 달러)를 압도하는 원화 상방 리스크.
- 투자기간 15년 가정, 연간 2,100억 달러 수준의 규모. 금액면에서 직접·증권투자 순유출분(최근 3년 연평균 1,100억 달러)의 2배 수준.
- 해외장비 도입 등에 따른 달러지출을 제외해도 국내기업의 환전 수요가 크게 증가할 수 있어 주목해야 하는 변수.
- 다만 현실성을 고려해야 함. 메가프로젝트는 역대급 슈퍼사이클에 진입한 삼성전자·SK하이닉스 26년 연간 합산 영업이익(예상)의 약 50%에 해당 하는 금액을 15년간(가정) 매년 투자하겠다는 것, **투자 지속성 측면에서 더 설명이 필요.**

지정학적 리스크 확대에도 달러 환류 기대에 환율 하락



자료: LSEG, 유진투자증권

삼성·SK 메가프로젝트 투자 개요

구분	삼성그룹	SK그룹
국내 투자 규모	2,655조원(약 1.8조 달러)	2,100조원(약 1.4조 달러)
연간 투자금액 (총투자기간 15년 가정)	177조원(약 1,200억 달러)	140조원(약 900억 달러)
주요 투자주체	삼성전자·삼성SDS·삼성디스플레이·삼성SDI·삼성전기·삼성물산·삼성중공업 등	SK하이닉스 1,100조원 SK텔레콤 중심 AI 데이터센터 1,000조원
핵심 분야	반도체 클러스터, AI 데이터센터, 로봇, 배터리, 디스플레이 등	반도체 클러스터, AI 데이터센터 등

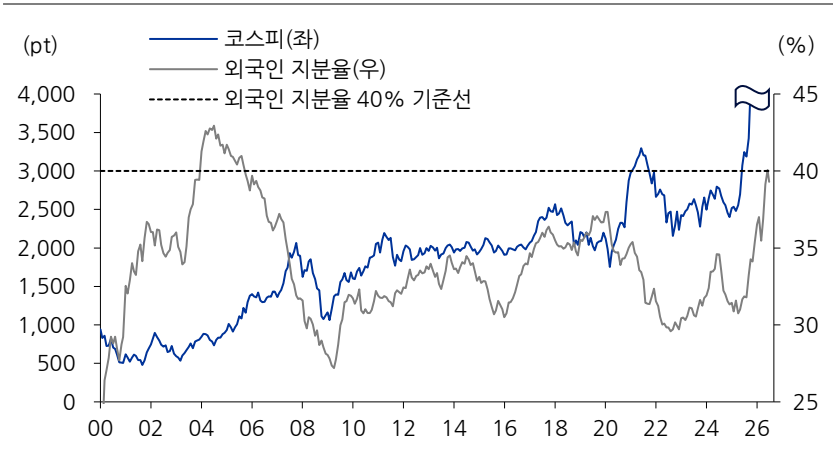
자료: 언론종합, 유진투자증권

외국인의 추가 매수 여력은 제한적

높은 지분율, 너무 높은 변동성

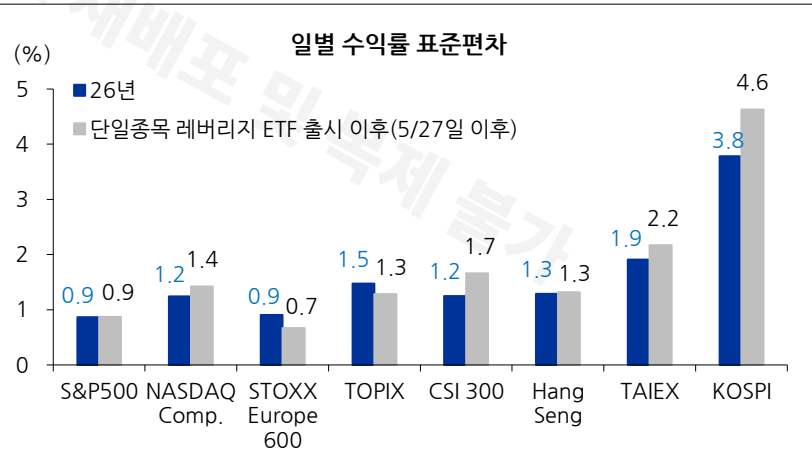
- 최근 조정 이후 외국인의 국내증시 순매도는 축소되며 자금유출 압력 완화되었으나, **외국인 코스피 지분율은 여전히 39.3%로 역사적 고점 수준**.
- **26년 코스피 변동성(일별 수익률 표준편차)은 아시아 주요 지수 대비 3배 이상 높음**, 5/27일 단일종목 레버리지 ETF 출시 이후 추가 상승.
- 6/23일 MSCI 선진국 지수 워치리스트 등재에도 실패하며 지수 편입에 따른 패시브자금 추가 유입 또한 기대하기 어려워졌음.
- **높은 지분율과 너무 높은 변동성**을 고려할 때, 외국인에게 국내 증시의 위험대비 매력이 크지 않아 보이며 추가 매수 여력이 제한적이라고 판단.
- **향후 코스피가 재차 상승할 경우 외국인 주식 매매는 원화 약세 요인에 가까워질 것으로 예상**.

외국인 코스피 지분율은 역사적 고점에 가까움



자료: FnGuide, 유진투자증권

26년 코스피 변동성은 아시아 주요국 증시 대비 3배 이상



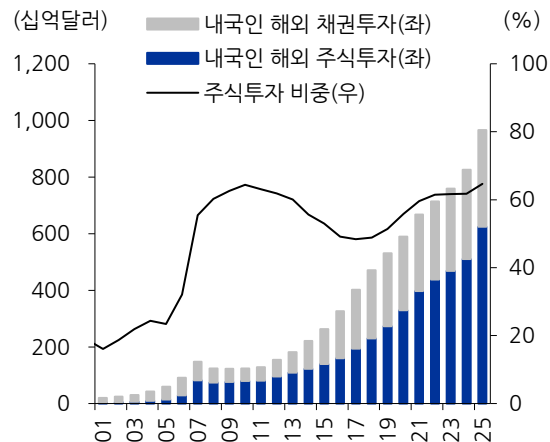
자료: LSEG, 유진투자증권

단기적 원화 강세가 지나가면

내국인 해외투자 확대는 고령화라는 구조적 변화의 결과, 중장기적 환율 상승 압력

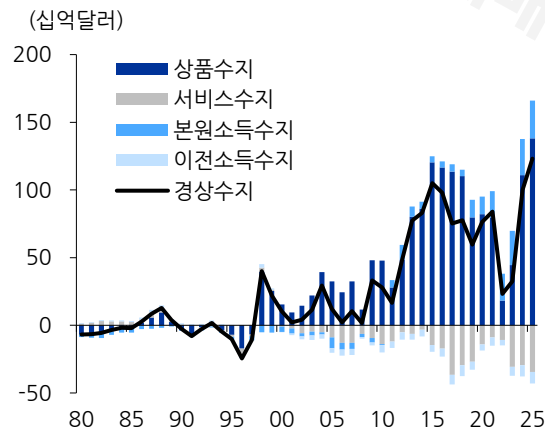
- 내국인 자금유출(직접·증권투자)은 고령화와 경상흑자 저축이라는 구조적 배경에서 2010년대 중반 이후 10년 이상 이어진 장기 추세임.
- 한국은 주식 중심으로 대외금융자산 축적 중. 국내증시 수익률이 '장기적으로' 해외(미국)를 상회할 것이라는 기대 없이는 추세 전환이 어려움.
- 물론 순대외자산 증가는 장기적 관점에서 배당·이자소득 환류에 따른 통화 절상 압력을 기대할 수 있으나, 현재 한국의 경상수지 중 본원소득수지 비중은 23%(25년)로 130%인 일본보다 매우 낮은 수준. 환율에 유의미한 영향을 주기까지는 시간이 필요.
- 단기적으로 달러-원은 SK하이닉스 ADR 자금 환전, 법인세 중간 납부 수요로 8월까지 하향 안정화 흐름을 보일 가능성. 달러-원 주요 지지구간은 1,420~1,440원으로 예상됨(2018년 이후 200일 이평선 대비 괴리율 10분위수 -3.2% 적용).
- 다만 내국인 해외투자 증가라는 구조적 환율 상방 압력은 그 이후에도 지속될 수 있음. 이에 따른 원달러 환율의 중장기적 상승 가능성을 고려할 필요.

한국 증권투자, 주식 중심 대외자산 축적 중



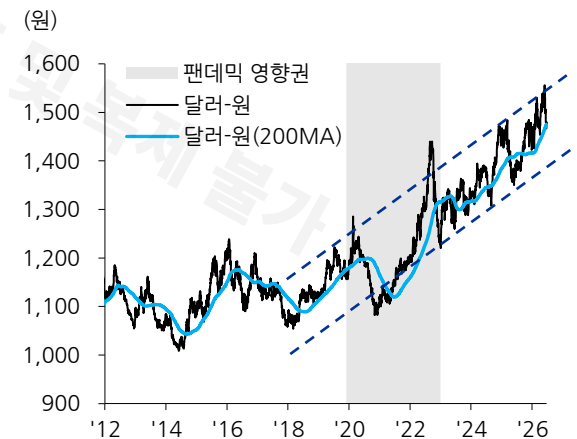
주: 금융계정 증권투자(자산) 기준 1988년 이후 누적(매입 금액 기준)
자료: LSEG, 유진투자증권

환류 기대하기에는 본원소득 비중 아직 미미



자료: LSEG, 유진투자증권

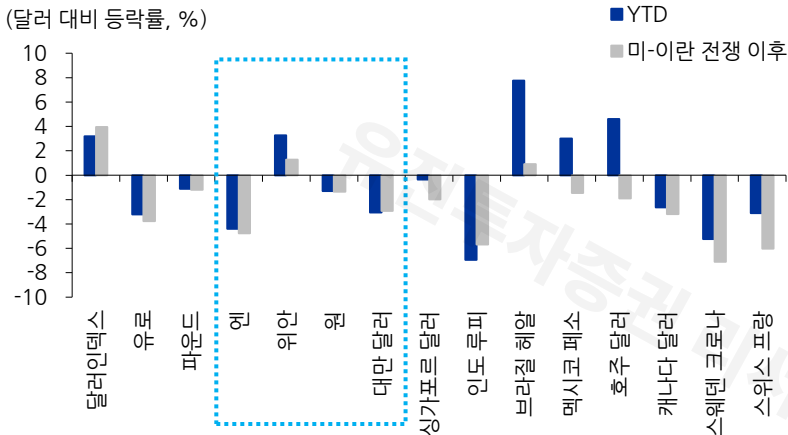
달러-원 환율은 18년 이후 추세적으로 상승



자료: Infomax, 유진투자증권

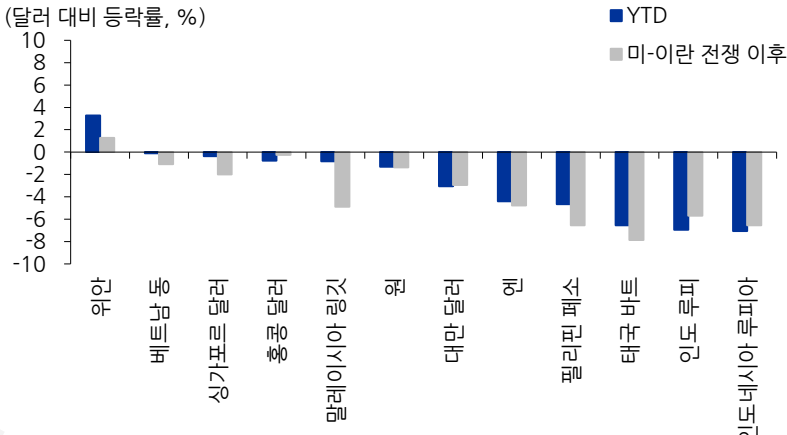
Appendix

연초·미-이란전쟁 이후 주요 통화 등락률



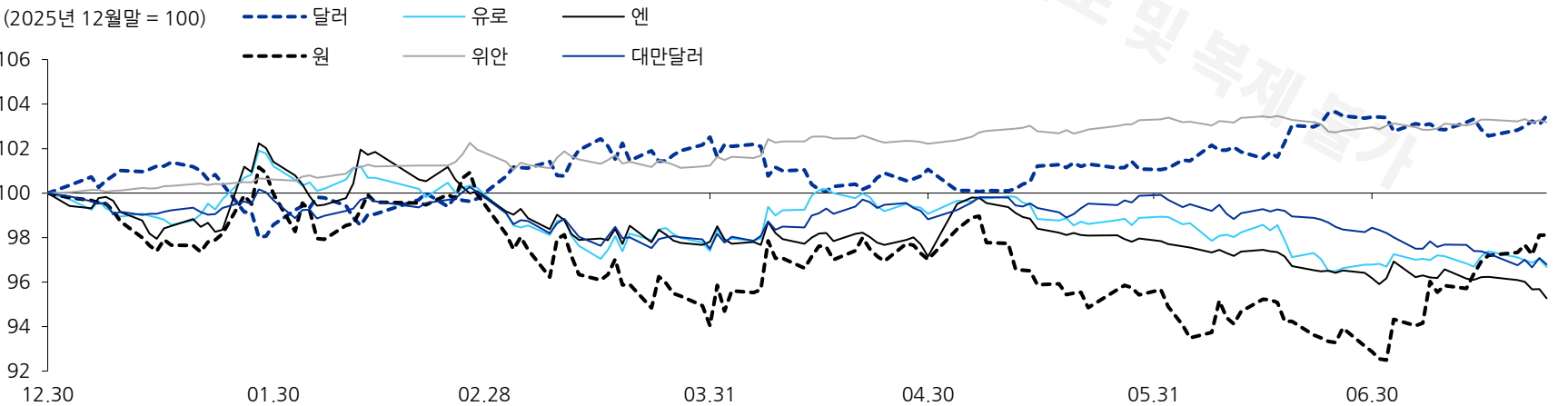
자료: LSEG, 유진투자증권

연초·미-이란전쟁 이후 아시아 통화 등락률



자료: LSEG, 유진투자증권

주요통화 연초 이후 상대강도



주: 달러는 DXY, 그 외는 달러 대비 변화 기준
자료: Infomax, 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 제3자에게 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 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

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가