

## FX Strategy: KRW

## 달러-원 환율 긴급 점검



FX/Economist 위재현

82-2-3774-0430

[jhwee11@futures.co.kr](mailto:jhwee11@futures.co.kr)

2025년 3월 26일

## Comment:

달러-원 환율은 최근 약세가 심화되며 연고점(1,472.5원) 부근까지 상승했습니다. 정치적 불확실성도 원화 약세의 요인이지만, 지속되는 달러의 초과수요 국면도 달러-원 환율의 하단을 지지하고 있습니다. 과거 사례를 감안해 탄핵 결과가 발표되면 불확실성 해소 측면에서 일시적인 환율 하락이 예상되나, 수급 부담은 당분간 지속되며 환율의 추세적인 하향 안정화는 어려울 것으로 전망됩니다.

달러인덱스는 연초 이후 약세 흐름을 보여왔다. 시장이 트럼프의 관세 정책을 물가 상승이 아닌 경기 둔화 재료가 해석한 영향이 컸고, 유럽의 재정확장이 유로화 강세를 견인했기 때문이다. 다만 달러인덱스가 트럼프 취임 전 수준으로 하락한 반면, 달러-원 환율은 여전히 1,450원을 상회하는 수준에서 유지되고 있다(그림1). 이는 탄핵정국이 장기화되는 국내 정치적 불확실성과, 구조적인 외환 수급 불균형이 동시에 작용한 결과다.

국내 정치적 불확실성은 늦어도 4월 초에 해소될 공산이 크다. 과거 2004년 탄핵 기각, 2016년 탄핵 인용 당시는 헌법재판소 판결 결과와 관계없이 환율이 하락했다(원화 강세, 그림2). 따라서 이번 탄핵 정국이 일단락 되면 불확실성 해소 측면에서 일시적인 환율 하락이 동반될 수 있다.

다만 과거 탄핵 정국에서는 달러화 약세가 동반됐기 때문에 환율 하락이 지속될 수 있었다(그림3, 그림4). 게다가 당시 환율은 대체로 1,100원 수준에서 크게 벗어나지 않는 안정적인 수준이었음을 감안해야 한다. 반면 최근 달러-원 환율은 수급 부담 지속, 국내 경기 둔화에 따라 꾸준히 상승하는 추세이며, 올해 초에는 달러화 자체와 연동이 끊긴 상태다(그림5). 게다가 4월 2일 트럼프의 상호관세를 앞두고 안전자산 선호 심리가 지속되고 있어 단기적으로 달러화 약세를 기대하기 어려운 실정이다.

문제는 수급이다. 국내 정치적 불확실성이 해소되는 시점이 지나도 수급 부담이 해결되지 않는 한 달러-원 환율의 하향 안정은 어렵다. 국내 달러화 공급은 제한적인데 반해 수요는 꾸준히 확대되고 있다. 내국인 투자자의 해외 증권 투자, 국내 기업들의 FDI 투자 대기 자금은 모두 달러화 수요를 자극하고 있다. 반면 국내외 정치적 불확실성 확대에 따른 수출업체의 달러화 매도 의욕은 떨어진 것으로 보인다.

지난주 국내 증시에서 외국인은 2.76조 원 가량 순매수했다<sup>1</sup>. 그럼에도 월간으로 보면 -1.36조 원 가량 순매도 하며 작년부터 이어진 순매도 흐름을 반전시키지 못했다(그림6). 이보다 중요한 것은 내국인의 해외투자다. 연기금을 제외한 국내 투자자의 해외증권투자 금액은 동 기간 약 6.58조 원(44.8억 달러)규모였다<sup>2</sup>. 증권 투자 금액만 감안해도 3월 한달 간 8조 원 가량의 자금이 유출된 것이다(연기금 해외투자금액 제외).

외국인이 최근 순매수로 반등해도 그 규모가 상대적으로 작고, 내국인의 해외투자 규모는 확대되며 달리는 초과수요 국면이 유지되고 있다. 주목할 부분은 2024년 내국인의 해외투자가 평년대비 높은 수준이었는데, 올해 3월 24일까지만 해도(152.9억) 24년도 한 해(269.1억) 순매수 금액의 절반을 초과한 점이다(그림7,8).

달러화 매수 수요는 급증하는데, 반대로 공급은 제한적이다. 3월 24일 트럼프는 미국에 생산기지를 건설하고 일자리를 창출한 현대그룹을 모범사례로 꼽았다. 이와 동시에 “현대는 관세를 내지 않아도 된다”고 언급했다. 미국에 공장 건설이 가능한 기업들은 달러화가 없으면 달러화를 사고, 달러화가 있으면 시장에 내놓지 않는 달러 공급의 병목현상이 지속되고 있는 것으로 보인다.

한국은행에서 발표하는 거주자외화예금은 수출입 업체들의 달러 잔고 금액이다(거래대금, 예비용 자금, 투기적 자금이 모두 포함). 동 수치는 아직 1월 잔액까지 밖에 나오지 않았으나, 1,034억 달러 수준으로 작년 말 대비 여전히 높은 수준을 유지하고 있다(그림9). 기업들은 작년 말 이후 달러를 시중에 투입하지 않았고, 트럼프發 정치 불확실성에 따른 기업들의 달러 축적 수요는 지속될 전망이다(그림10)<sup>3</sup>.

정리하자면 현재 달러-원 환율이 달러와 괴리되어 약세폭을 키우는 배경에는 1)국내 정치 불확실성과 2) 지속적인 수급 부담이 동시에 작용하고 있다. 정치 불확실성은 탄핵 결과에 따라 4월 초 해소되겠지만, 수급 부담은 트럼프 행정부의 관세 정책에 따라 장기화 될 가능성이 있다. 해외 증시 급락에 따른 내국인 해외투자 자금 청산, 혹은 트럼프의 대폭 완화된 관세 정책이 없는 한, 달러-원 환율의 추세적인 하향은 단기적으로 어려워 보인다. 당사는 연간 달러-원 환율 전망치 하단을 1,380원(기존 1,360원), 상단을 1,500원(기존 1,470원)으로 수정한다(그림 15).

<sup>1</sup> 외국인이 국내 증시에서 순매수 할 경우 달러를 매도하고 원화를 매수하기에 원화 강세, 환율 하락 재료로 작용.

<sup>2</sup> 한국은행에서 발표하는 금융계정 내 내국인 해외투자 데이터는 현재 1월 수치가 최신. 따라서 예약결제원에서 발표하는 내국인 해외증권투자 데이터를 참고. 다만 예약결제원 데이터의 경우 일부 연기금이 제외되기에 한국은행의 금융계정 데이터와 다소 괴리가 존재(그림8). 그럼에도 추세가 유사한 점을 감안해 선행지표로 활용.

<sup>3</sup> 한국은행은 코로나와 같은 불확실성 확대 국면에서 기업들의 예비용 달러 수요가 늘어난다고 분석(2024.08).

그림1: 달러인덱스와 달러-원 환율, 최근 괴리 심화



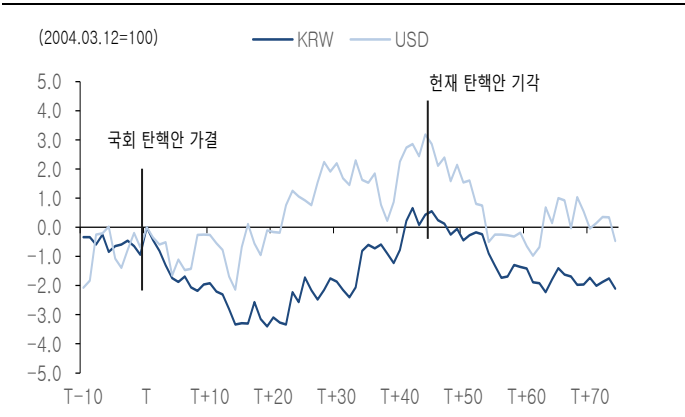
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림2 : 과거 탄핵 정국 당시 달러-원 환율은 모두 하락(원화 강세)



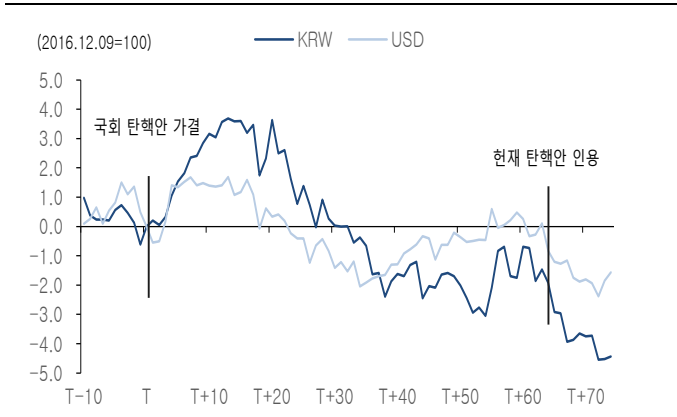
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림3: 다만 달러인덱스도 동반 하락(2004년), 원화 자체재료가 아니야



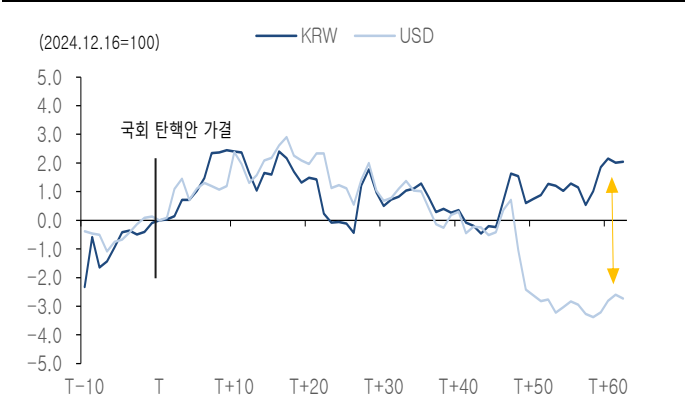
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림4 : 2016년도 탄핵 당시에도 달러화 약세가 동반



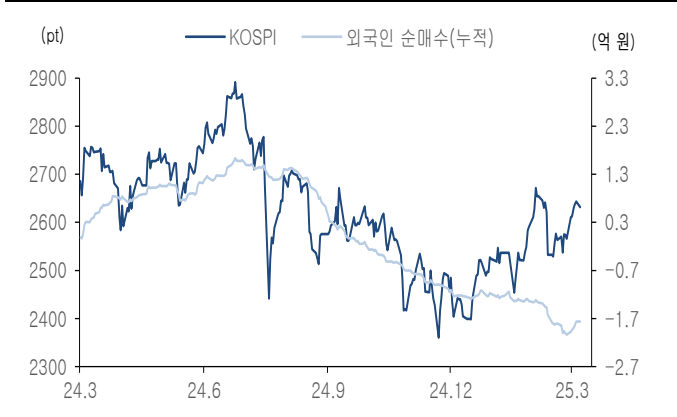
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림5: 반면 현재는, 달러화 자체가 설명력 부족



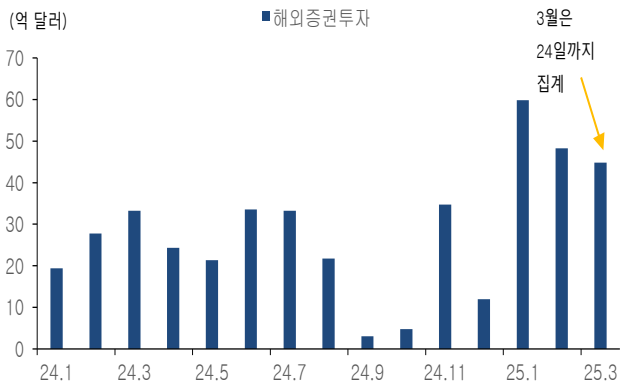
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림6 : KOSPI 지수와 외국인 순매수, 최근 소폭 반등



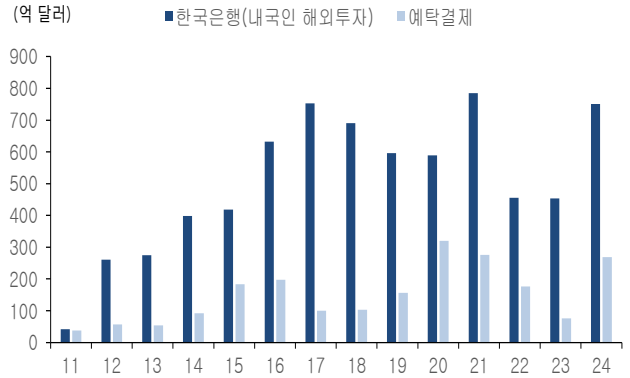
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림7: 외국인 보다 중요한 내국인 해외증권투자 (연기금 제외)



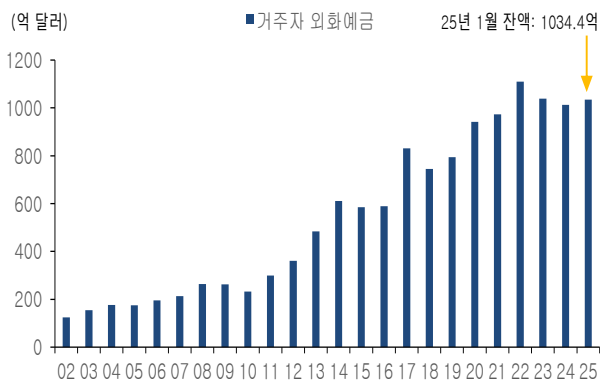
자료: 예탁결제원, NH선물 리서치센터

그림8 : 한국은행 금융계정 내 데이터와 괴리 존재하나 방향성 유사



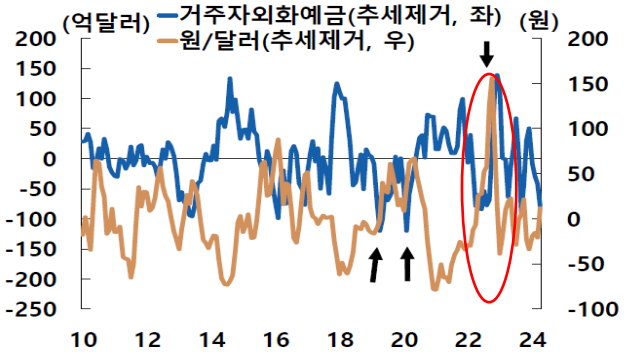
자료: 한국은행, 예탁결제원, NH선물 리서치센터

그림9: 거주자 외화예금, 25년 1월 잔액이나 향후 증가했을 가능성



자료: 한국은행, NH선물 리서치센터

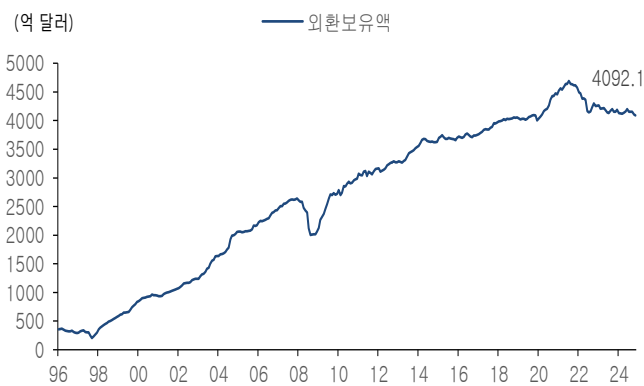
그림10 : 거주자 외화예금은 불확실성 확대 국면에서 증가(달러 비)



주: 1) 비추세(순환 및 불규칙) 변동(HP 필터,  $\lambda=14400$ )  
2) 화살표는 외화예금·환율 움직임이 동조화된 시기

자료: 한국은행, NH선물 리서치센터

그림11: 한국은행 외환보유액, 25년 2월 기준 4,092억 달러



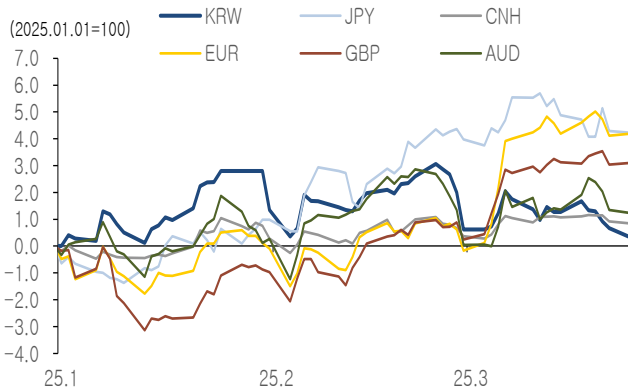
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림12 : CDS 프리미엄



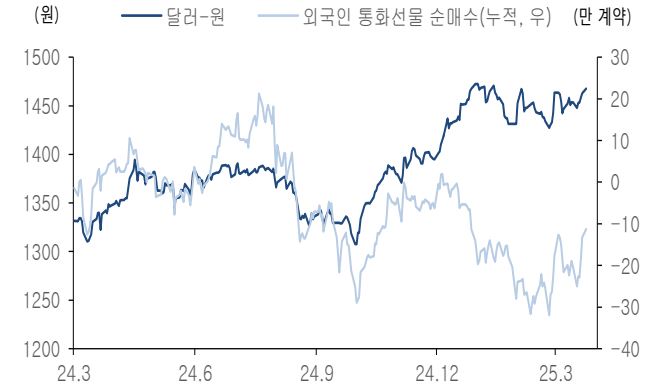
자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림 13: 주요국 통화 달러대비 통화가치 추이



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림 14: 달러-원 환율과 외국인 통화선물 순매수 누적



자료: Bloomberg, NH선물 리서치센터

그림 15: 25FY FX 달러-원 환율 전망 (수정)

	구분	1Q	2Q(r)	3Q(r)	4Q(r)	2025(r)
수정 전	밴드	1,420 ~1,470	1,400~1,450	1,380~1,430	1,360~1,410	1,360~1,470
	평균	1,445	1,425	1,405	1,385	1,415
수정 후	밴드	1,420 ~1,470	1,430~1,500	1,400~1,450	1,380~1,430	1,380~1,500
	평균	1,445	1,465	1,425	1,405	1,415

자료: NH선물 리서치센터 / 주: 기존 25FY FX 시장 전망치는 03.05자로 발간한 <트럼프의 달러 로드맵> 18p에 기재

**Compliance Notice:** 본 자료는 투자의 이해를 돕기 위해 참고가 되는 정보 제공을 목적으로 작성되었습니다. 당사 고객들에게 배포되는 자료로서 본 조사자료의 내용은 당사의 리서치센터에서 신뢰할 수 있는 자료와 정보를 이용하여 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 투자자는 자신의 판단과 책임하에 투자를 하여야 하며, 본 자료는 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 그리고 해외파생상품은 예금자보호법에 따라 보호되지 않음을 알려드리며, 자산가격 변동, 환율 변동 등에 따라 투자원금의 초과손실이 발생할 경우 손실은 투자자에게 귀속됩니다. 본 자료는 당사 홈페이지에서도 이용하실 수 있습니다. (www.futures.co.kr)