2027년 환율 전망

흑자는 쌓여도,
원화를 움직이는 건
자금의 방향↗



2026.11.25

경제/FX 하형민
hyeongmin.ha@hanafn.com

RA 이태석
taeseoklee@hanafn.com

하나증권

Contents

Summary		2
Part 0.	2026년, 달러 강세에도 강해진 원화	4
Part 1.	흑자를 만드는 AI 사이클	6
Part 2.	달러 강세를 지지하는 미국의 우위	16
Part 3.	원화 강세를 제한하는 외화 유출	27

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

하나증권

Summary

흑자는 쌓여도, 원화를 움직이는 건 자금의 방향

세 가지 축이 만드는 2027년 달러-원 환율, 상저하고 흐름 전망 (분기 평균 기준)

① 경상흑자를 만드는 AI 사이클

성장 레벨은 한국이 우위
미국의 투자 사이클이 한국 성장에 영향

→ 낮아진 달러-원 환율의 배경

② 달러 강세를 지지하는 미국의 우위

유로화 하방 압력과 연준의 인상 후 연중 동결 기조
달러 인덱스는 연간 99~104.5pt 전망

→ 1분기 조정 후 완만한 달러 강세

③ 원화 강세를 제한하는 외화 유출

경상수지 흑자 사상 최대, 증가세는 둔화
해외투자 등 구조적 외화 유출 부각

→ 상반기 원화 강세, 하반기 약세

1분기 흑자 유입 우위, 달러 조정 → 1분기 저점

2~3분기 흑자 증가 둔화, 배당·해외투자 등 자금 유출, 달러 반등 → 3분기 고점

1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
달러-원 1Q27 · 1,310~1,360	달러-원 2Q27 · 1,340~1,390	달러-원 3Q27 · 1,345~1,410	달러-원 4Q27 · 1,330~1,400
1,330	**1,360**	**1,375**	**1,365**
저점: 흑자 유입 우위·달러 조정	배당 증가·흑자 증가 폭 둔화	고점: 해외투자 우위, 달러 반등	반등 시 외화예금 환류 가능
달러 인덱스 1Q27 · 99.0~103.0	달러 인덱스 2Q27 · 100.0~103.0	달러 인덱스 3Q27 · 101.0~104.5	달러 인덱스 4Q27 · 100.0~104.0
101.5	**102.0**	**102.5**	**102.5**
저점: 유로 약세 되돌림, 미 금리 정점 확인	프랑스 정치 리스크, 유로화 약세	미국의 주요국 대비 성장 모멘텀 우위	AI 투자와 실질금리 우위

Summary

흑자는 쌓여도, 원화를 움직이는 건 자금의 방향

- **2027년 달러-원은 연평균 1,358원 전망. 한국 고유 요인(외화 유출입)에 의해 1분기 저점 형성한 뒤 3분기까지 반등하는 상저하고 경로 예상.**
  분기평균 기준 1분기 1,330원에서 3분기 1,375원까지 상승한 뒤 4분기 1,365원으로 소폭 하락 전망. 연평균은 2026년 전망치 1,432원보다 낮겠으나, 연중에는 외화 유출입에 따라 2분기부터 반등하는 경로 예상

- **2026년 원화는 상반기 달러 영향력 확대, 하반기 축소.**
  상반기는 중동 전쟁과 외국인의 국내주식 매도세 속에 달러 인덱스와 동행하며 6월 1,560원까지 상승. 하반기에는 달러 강세에도 수출대금 환전과 외국인 순매도 축소로 10월 1,325원까지 하락. 요인 분해 시 연간 하락 폭(-104원)은 한국 고유 요인(-171원) 개선이 주도

- **흑자를 만드는 AI 사이클: 성장률 레벨은 한국 우위, 모멘텀 둔화는 제한적인 미국.**
  2027년 성장률은 한국 3.4%, 미국 2.2%. 미국은 전력 병목에도 하이퍼스케일러 투자와 순자산이 뒷받침하는 소비로 성장 흐름 유지 예상. 한국은 메모리 수출과 설비투자가 성장을 지지하나 가계소득으로의 파급은 제한적. 반도체 신규 라인 물량이 본격화되기 전 메모리 가격 하락 시 경상수지와 교역조건 개선 폭 축소 우려. 미국의 발주 둔화까지 겹치면 실질 수출 증가세도 약화될 가능성.

- **달러 강세를 지지하는 미국의 우위: 1분기 조정 후 완만한 강세. 달러 인덱스 99~104.5pt 범위 (연평균 102).**
  1분기는 3월을 끝으로 연준 인상이 마무리될 것이라는 기대와 단기 유로화 약세 되돌림이 조정 요인. 2분기부터 연준의 연중 동결 기조 확인, 프랑스 대선·재정 위험 재부각 등이 달러 반등을 뒷받침 할 전망. 미국의 상대적 성장 우위와 투자 자금 유입도 달러 지지 요인. 일본은 사상 최대 경상흑자에도 해외 재투자 규모가 커 엔화 강세를 제한. 다만 160엔 부근 일본 당국 개입 가능성은 달러 상승 폭을 제한

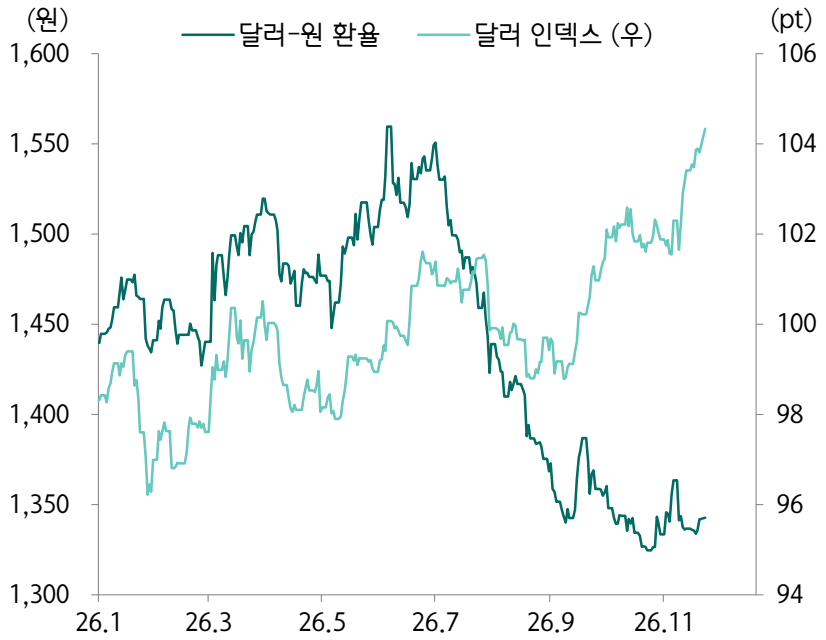
- **원화 강세를 제한하는 외화 유출 ①: 경상수지 흑자는 사상 최대, 증가세는 둔화. 1분기는 경상흑자로 인한 외화 유입 우위 예상.**
  2027년 한국 경상수지 흑자 약 6,910억 달러(2026년 5,010억 달러) 전망. 메모리 수출 단가가 올해 4분기 수준에서 정체해도 내년 연평균 가격은 올해보다 높은 수준. 다만 전분기 대비 흑자 증가액은 연평균 기준 올해의 1/6($50억)로 축소 예상. 2027년 환율을 움직이는 것은 흑자 규모 자체보다, 해외투자와 외국인 증권 매도 등 유출을 뺀 외화 순유출입이 될 전망

- **원화 강세를 제한하는 외화 유출 ②: 2분기 배당 수요, 하반기 거주자(개인·기업) 해외투자 부각.**
  올해 개인과 기업 등 거주자의 해외투자 규모는 경상수지 흑자의 2/3 규모. 개인의 해외주식 투자 등 지속적인 달러 수요가 경상흑자의 원화 강세 효과를 상쇄. 2분기에는 사상 최대 규모 외국인 배당 지급이 더해지며 환율 반등 예상. 외국인의 국내주식 매도세는 진정될 수 있으나, 미국의 성장 모멘텀 우위로 거주자의 해외투자는 지속될 전망. 2023년 이후 AI 사이클과 미국 기업들의 성장성이 부각되면서 국내 자금이 해외주식에 집중되는 경향 심화. 누적된 외화예금(2016년 이후 최대)은 환율 반등 시 달러 공급으로 작용하며 상단을 제한할 가능성

2026년 원화, 상반기 달러 영향력↑, 하반기 달러 영향력↓

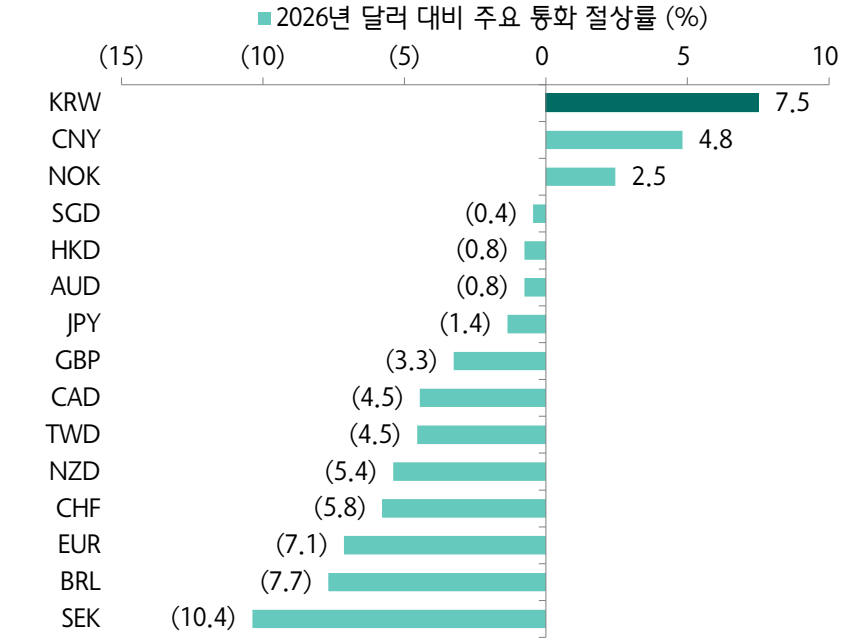
- 2026년 상반기 달러-원 환율은 달러 인덱스와 동행 흐름. 중동 전쟁과 외국인의 국내주식 매도세 속에 6월 1,560원까지 상승
- 하반기에는 달러 영향력 축소. 글로벌 달러 강세에도 기업 수출대금 환전과 줄어든 외국인 순매도에 10월 1,325원까지 하락
- 연초 이후 원화가치 절상률은 7.5%로 주요 통화 중 최대. 차이는 한국 내 달러 유입(공급)에서 발생

달러-원 환율, 상반기 달러 인덱스와 동행 후 하반기 디커플링



자료: Bloomberg, 하나증권

2026년 달러 대비 주요 통화 절상률 (달러 인덱스 +6.2%)

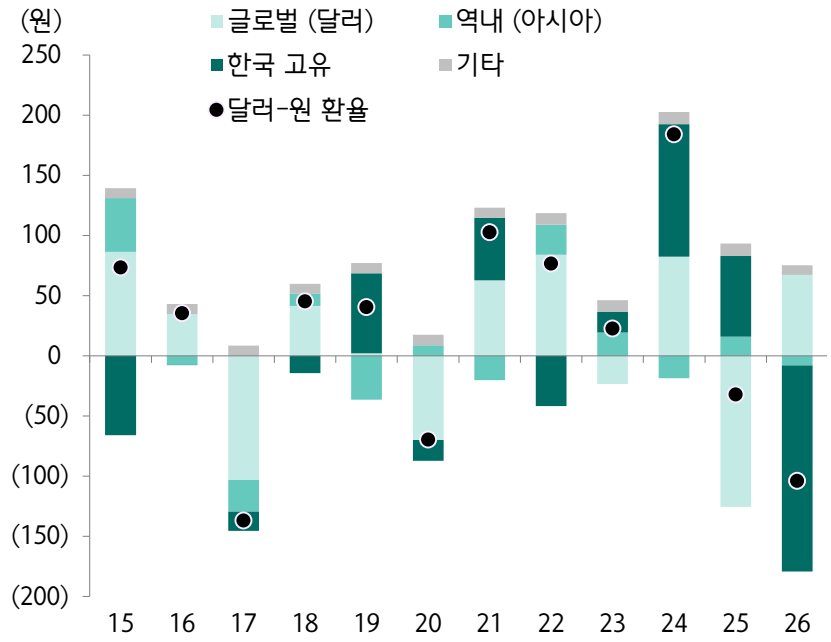


주: (+)는 달러 대비 해당 통화 강세를 의미
자료: Bloomberg, 하나증권

원화를 움직인 것은 한국 고유 요인

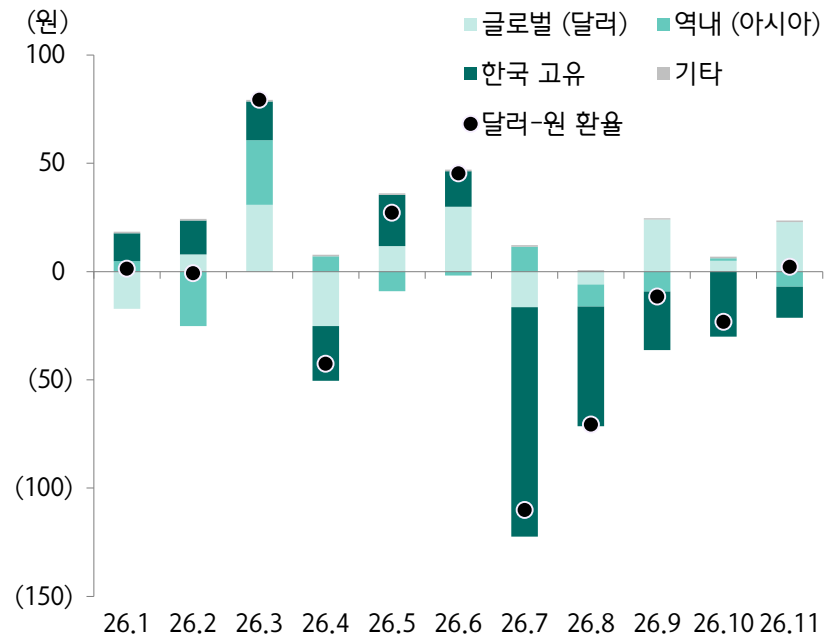
- 2026년 달러-원 환율 하락은 한국 고유 요인이 주도. 글로벌(달러) 요인은 오히려 원화 약세 방향으로 작용
- 2024~25년 원화 약세를 이끈 한국 고유 요인이 2026년 하반기 원화 강세 방향으로 반전. 배경은 사상 최대 경상수지 흑자
- 2027년 하반기에는 흑자 증가세 둔화와 해외투자 증가로 한국 고유 요인이 원화 약세 방향으로 전환 전망

달러-원 환율의 연간 변화 요인 분해



자료: Bloomberg, 하나증권

2026년 월별 달러-원 환율 변화 요인 분해



자료: Bloomberg, 하나증권

Part 1. 흑자를 만드는 AI 사이클

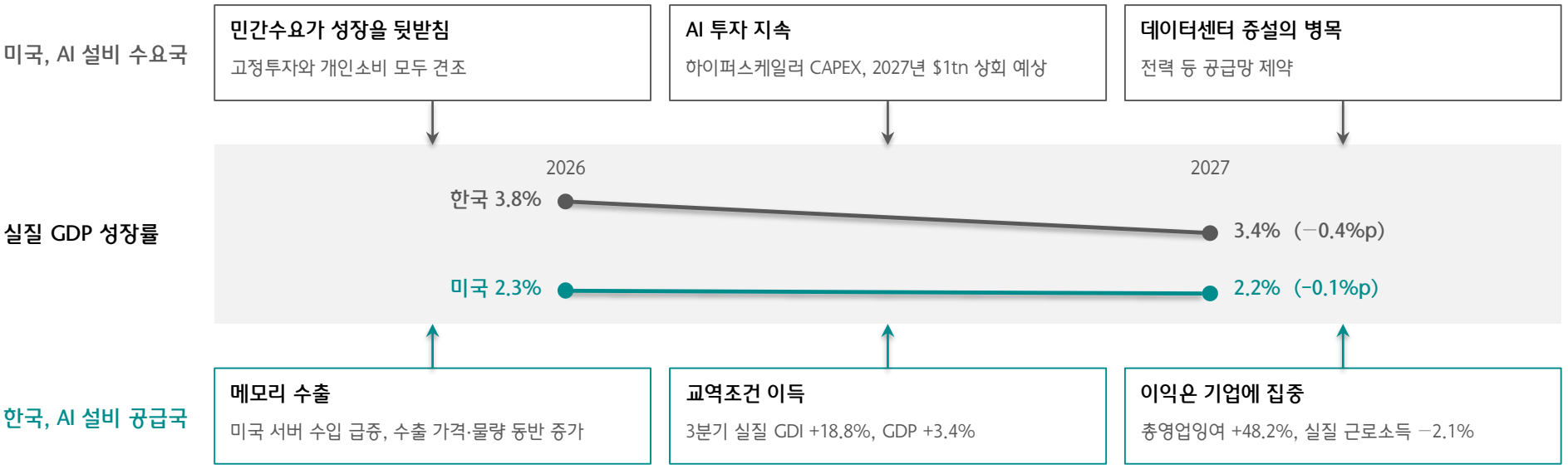
하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

경제/FX Analyst 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com
경제/원자재 RA 이태석 taeseoklee@hanafn.com

[요약] AI 사이클: 미국은 수요, 한국은 공급

- 2027년 성장률은 한국 3.4%, 미국 2.2% 전망. 두 국가 모두 AI 사이클에 기댄 성장
- 미국은 AI 설비의 수요국. 전력 등 데이터센터 증설의 병목에도 하이퍼스케일러 투자는 지속될 전망
- 한국은 메모리 공급국. 경상수지 흑자는 사상 최대이나, 이익이 기업에 집중돼 가계소득·소비로의 파급 효과는 제한적
- 전력 병목 장기화에 따른 메모리 발주 지연 요인과 메모리 가격 하락은 주요 하방 위험

2027년 한국과 미국의 성장: 미국은 AI 설비 수요, 한국은 공급 국가

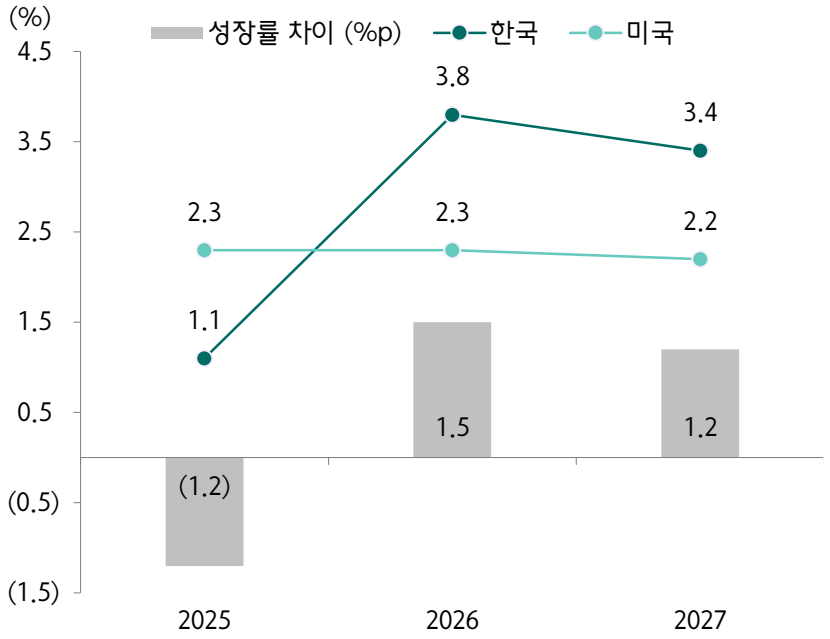


자료: 하나증권

2027년 성장률 레벨은 한국 우위, 그러나 미국과의 격차는 축소

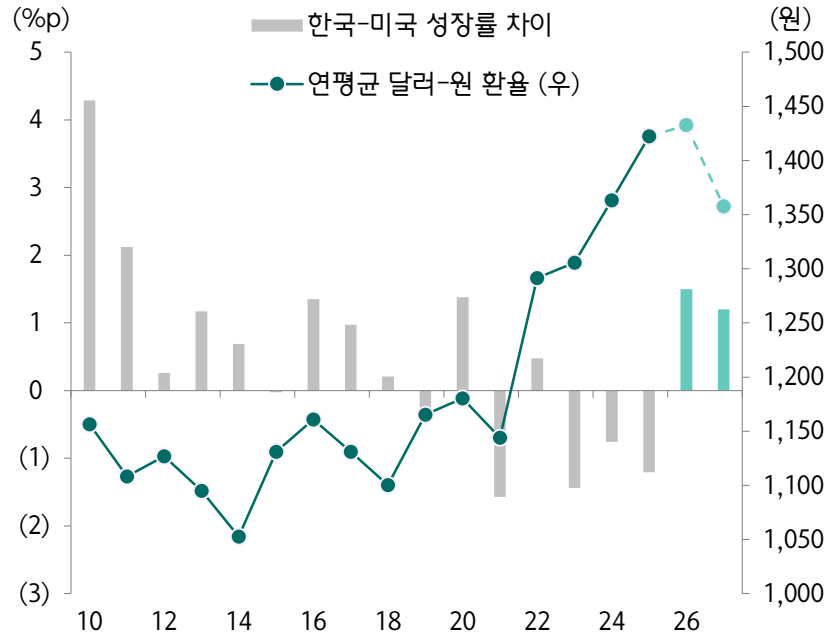
- 당사는 2027년 성장률을 한국 3.4%, 미국 2.2%로 전망. 2026년(3.8%, 2.3%)에 이어 2년 연속 한국 우위 지속
- 2023~2025년 한국 성장률은 3년 연속 미국을 하회. 동기간 달러-원 환율은 연평균 기준 1,306원에서 1,422원으로 상승
- 2001년 이후 성장률 2% 미만 국면의 달러-원 환율 상승률은 평균 10.1%
- 2026~27년 성장 레벨의 한국 우위 회복은 환율 레벨을 낮추는 배경

한국 실질 GDP 성장률, 2026~27년 연속 미국을 상회 전망



주: 연간 전년 대비 증가율 기준. 2026년과 2027년은 당사 전망치
자료: 한국은행, BEA, 하나증권

양국 성장률 차이와 달러-원 환율 추이



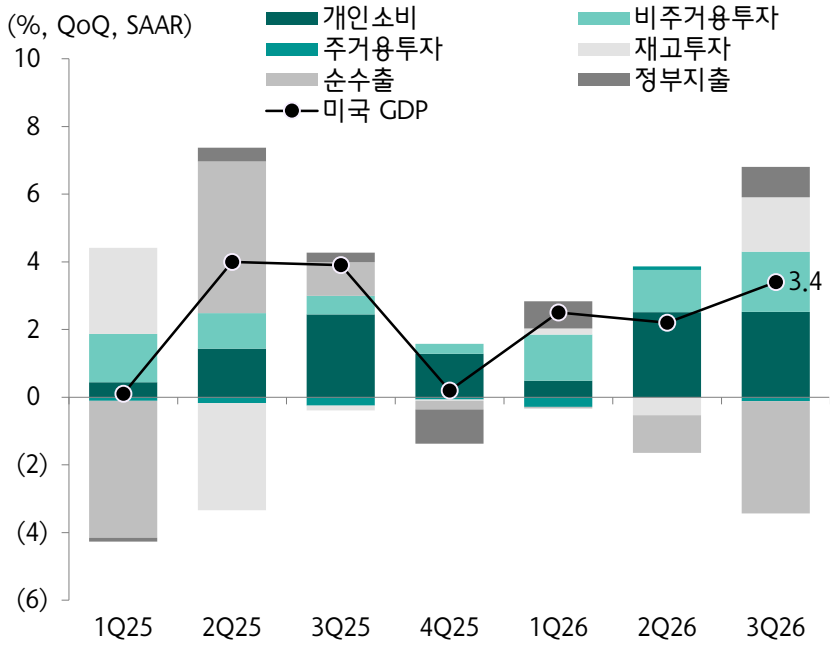
자료: 한국은행, BEA, 하나증권

경제/FX 하형민

같은 AI 사이클, 다른 성장 구성

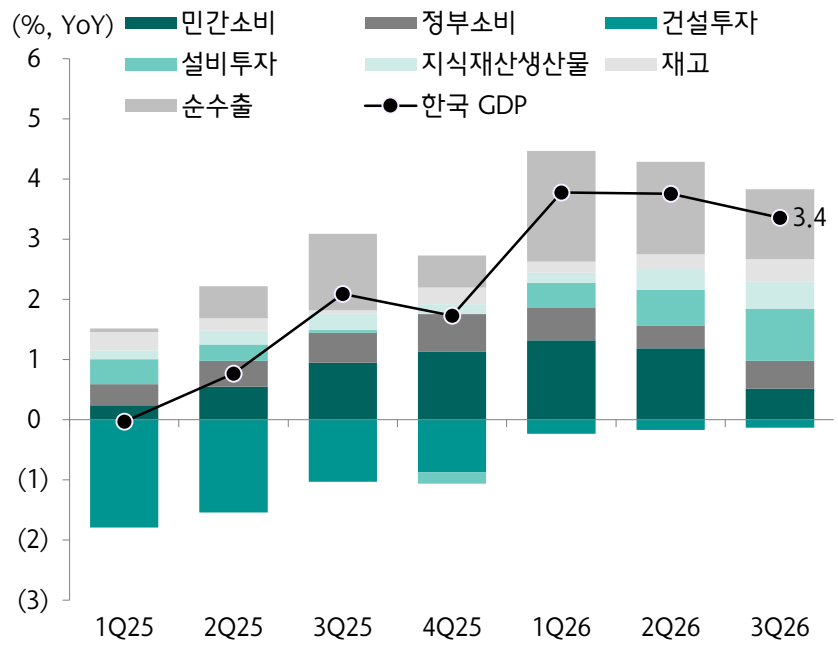
- 미국 성장은 내수가 주도. 소비와 AI 관련 투자가 성장을 이끌고, 장비 수입 급증으로 순수출 기여도는 마이너스
- 한국 성장은 수출과 설비투자가 주도. 민간소비 기여는 1분기의 절반 이하로 축소
- 같은 AI 사이클에서 미국은 내수, 한국은 수출로 성장. 미국 성장은 달러 하단을 지지하고, 한국은 경상수지 흑자 확대를 뒷받침

미국 실질 GDP 성장률과 지출 항목별 기여도



주: 세로 막대는 각 항목별 성장 기여도(%p)
자료: BEA, 하나증권

한국 실질 GDP 성장률과 지출 항목별 기여도

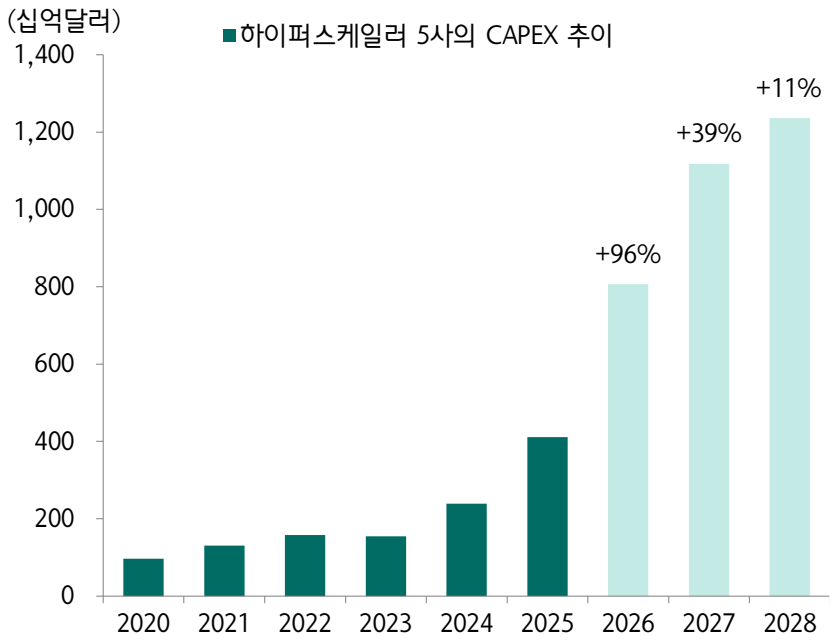


주: 세로 막대는 각 항목별 성장 기여도(%p)
자료: 한국은행, 하나증권

멈추지 않는 미국 기업들의 AI 설비 투자

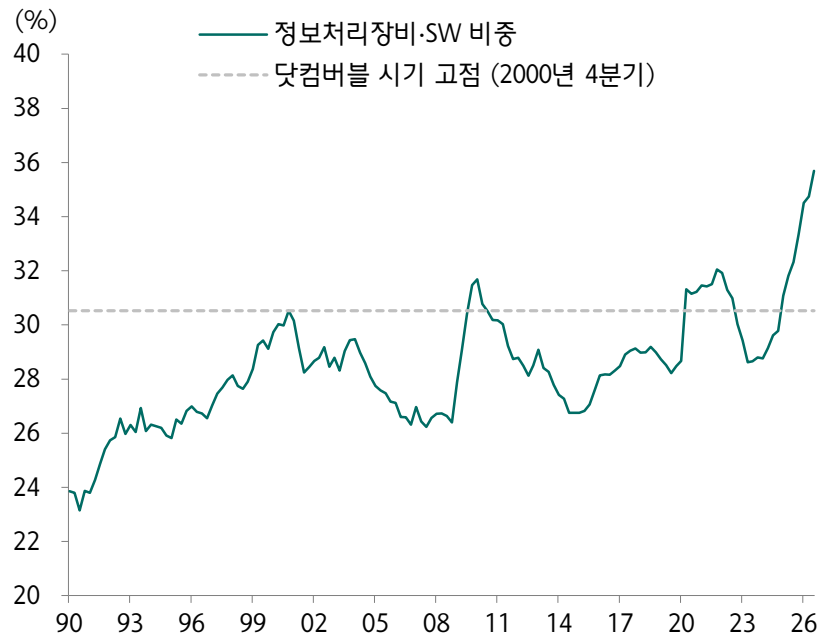
- 미국 기업투자에서 정보처리장비와 소프트웨어 비중은 35.7%로 사상 최고치. 닷컴버블 시기 고점(30.5%)을 상회
- 2027년 하이퍼스케일러 5개 기업의 자본지출(CAPEX) 규모는 1조 달러를 넘어서며 최대치 경신이 예상되는 중

하이퍼스케일러 5사의 CAPEX는 계속해서 증가



주: 알파벳, 아마존, 마이크로소프트, 메타, 오라클 합계. 2026년 이후는 추정치
자료: Bloomberg, 하나증권

미국 기업투자 내 정보처리장비와 소프트웨어 비중은 사상 최고치

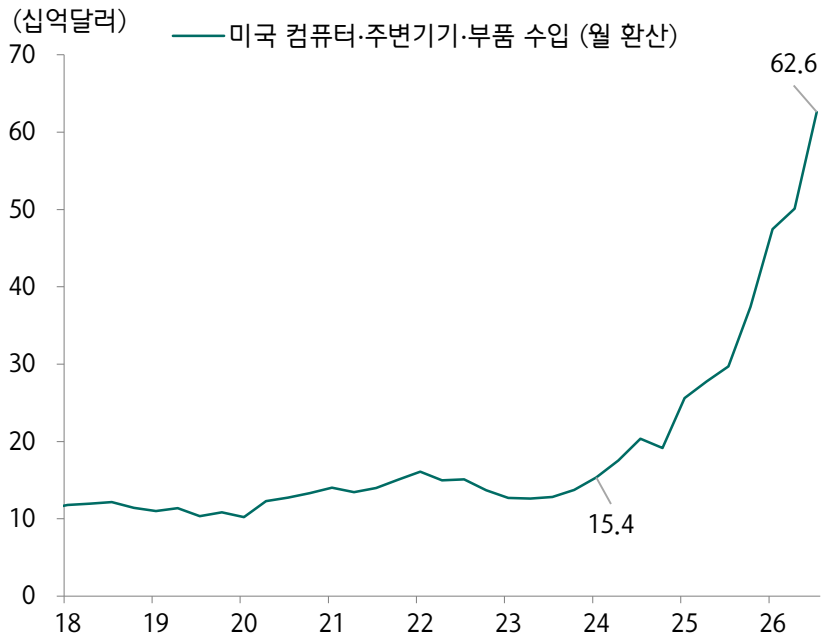


주: 명목 비주거 고정투자 내 비중
자료: BEA, 하나증권

미국 서버 수입 급증, 한국 메모리 수출로 연결

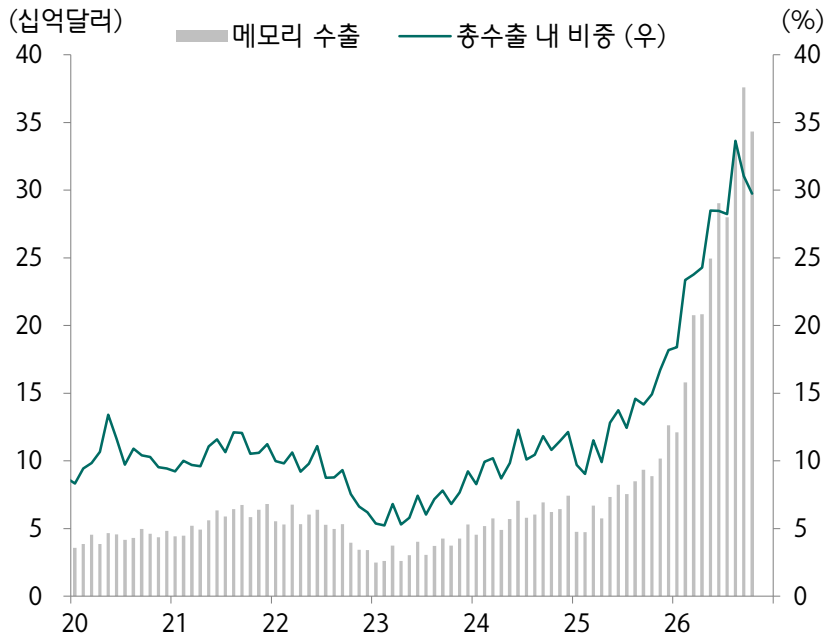
- 미국의 컴퓨터·주변기기·부품 수입은 2025년 이후 급증
- 미국 서버 투자가 한국 메모리 수출로 직결되는 구조
- 통상 한국 수출액 내 메모리 비중은 10% 내외였으나, 올해 들어 급격히 증가

미국 컴퓨터·주변기기·부품 수입액, 2024년 1분기 대비 4배 증가



자료: BEA, 하나증권

한국 메모리 반도체 수출액과 총수출액 내 비중. 비중 30%대까지 확대

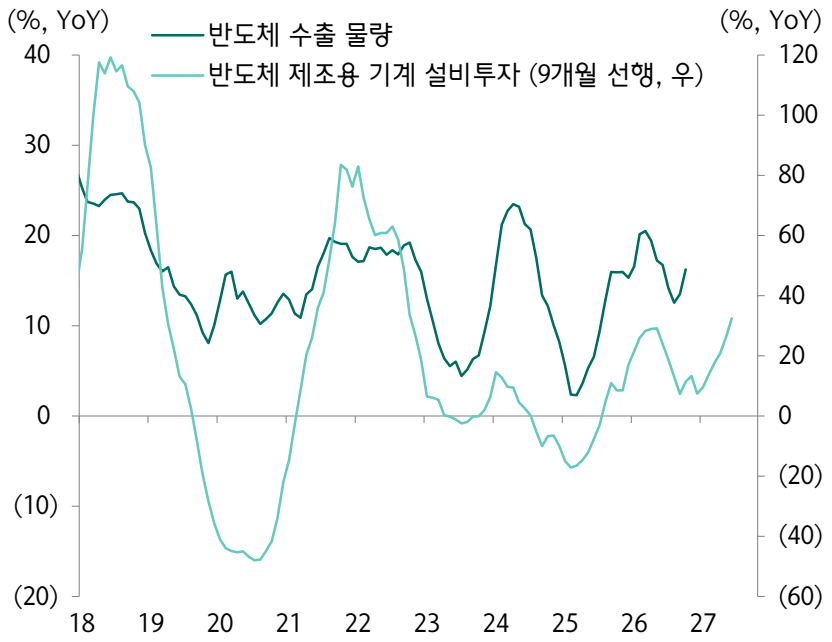


자료: 한국은행, 관세청, 하나증권

한국, 반도체 장비 반입이 국내 설비투자 회복을 주도

- 한국은 메모리 수출 증가와 함께 반도체 제조장비 수입도 증가. 2026년 1~10월 수입액은 전년 동기간 대비 51% 증가
- 반도체 장비 반입은 설비투자를 끌어올려 올해 성장에 기여. 3분기 설비투자는 전년비 9.4% 증가
- 2026년에는 반도체 제조장비 투자(3Q +75.3%)가 일반 산업용 기계(15.0%)보다 빠르게 늘어 국내 설비투자 회복을 주도
- 반도체 장비 투자는 9개월 뒤 수출 물량 증가로 이어지는 경향. 장비 투자 추세는 2027년 수출 물량 증가를 예고

반도체 장비 투자, 9개월 앞서 수출 물량 확대를 견인



자료: 한국은행, 국가데이터처, 하나증권

국내 주요 반도체 공장의 증설 일정

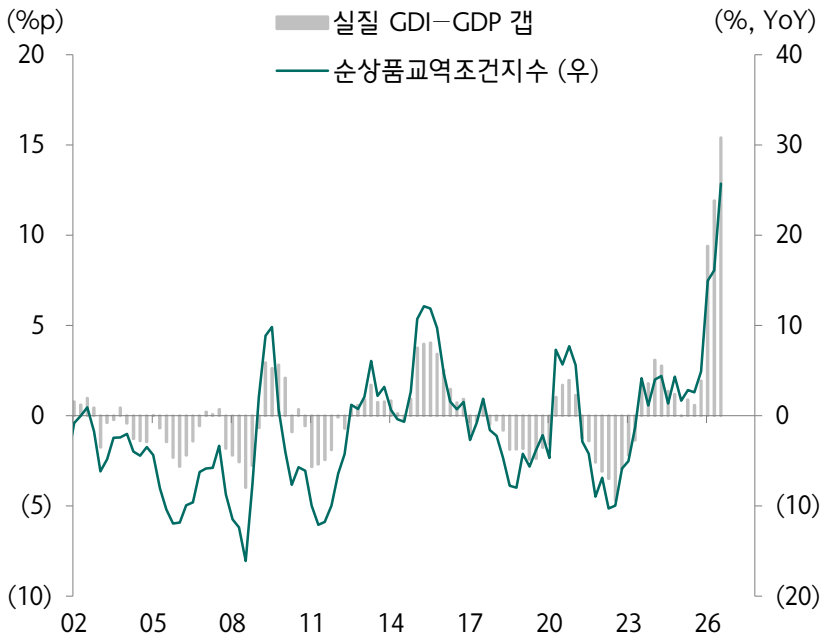
기업	사업	2027년 단계	가동 시점
삼성전자	평택 P4 Ph2·Ph4	1분기 장비 셋업 완료	2026년 말 본격 가동
삼성전자	화성 라인 전환	17라인 DRAM 전환	2027년
삼성전자	평택 P5 팹1	2분기 장비 반입	2028년
SK하이닉스	청주 M15X	월 8만 장으로 확대	2026년 4월 가동
SK하이닉스	용인 1기	2월 클린룸, 5월 오픈	2027년 4분기 양산
SK하이닉스	청주 P&T7	건설	2027년 말 완공
삼성전자	온양 5라인	건설 (2026.11 착공)	2028년 6월

자료: 언론 보도, 각 사, 하나증권

이익은 기업에 집중, 가계 소득 파급은 제한

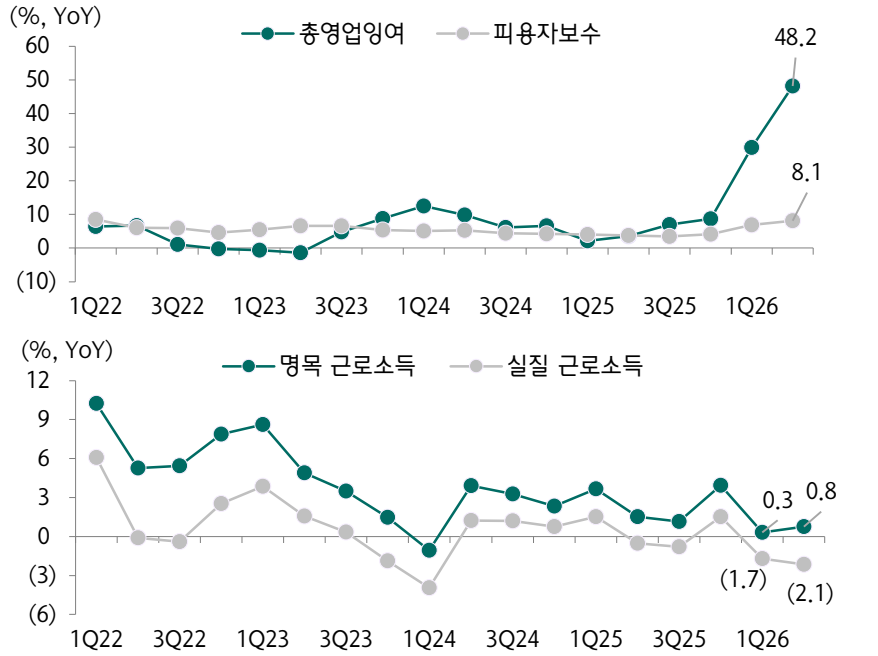
- 반도체 수출 단가 상승으로 순상품교역조건이 개선돼 한국 실질 국내총소득(GDI)이 국내총생산(GDP)보다 빠르게 증가
- 단, 소득 분배상 총영업잉여 증가율이 피용자보수를 크게 상회. 메모리 호황의 이익이 기업 부문에 집중
- 기업 이익 증가는 금융자산 운용 여력을 확대. 해외자산 배분 증가 시 경상흑자의 원화 강세 효과를 일부 상쇄할 가능성
- 실질 근로소득은 올해 1~2분기 감소. 수출기업의 이익 증가가 임금과 성과급으로 이어져야 가계도 소비 여력 개선을 체감할 전망

3분기 실질 GDI는 18.8% 증가, 실질 GDP 3.4%를 크게 상회



주: 실질 GDI와 GDP 갭은 전년 동기 대비 증가율 간의 차이
자료: 한국은행, 하나증권

기업에 집중된 이익 vs. 2개 분기 연속 역성장한 실질 근로소득

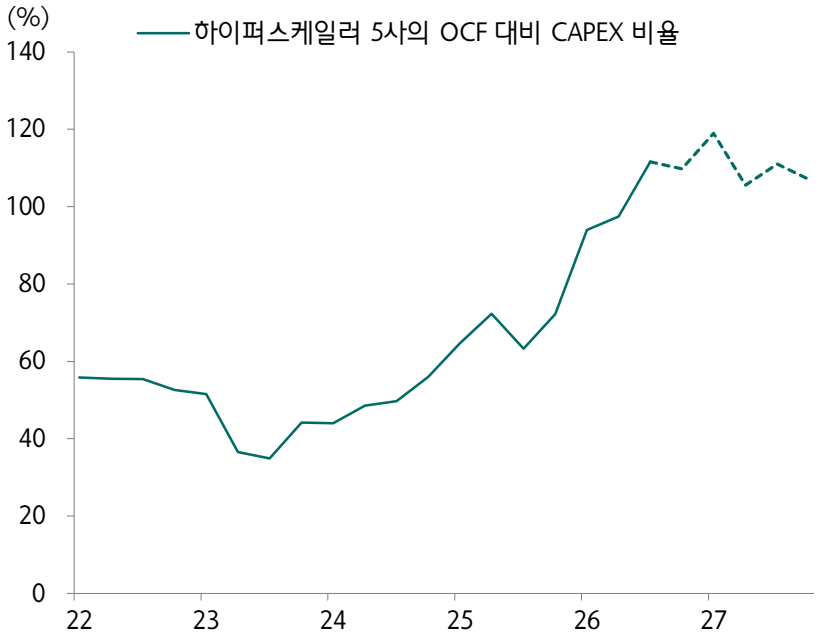


자료: 한국은행, 국가데이터처, 하나증권

문제는 자금 조달 비용과 전력

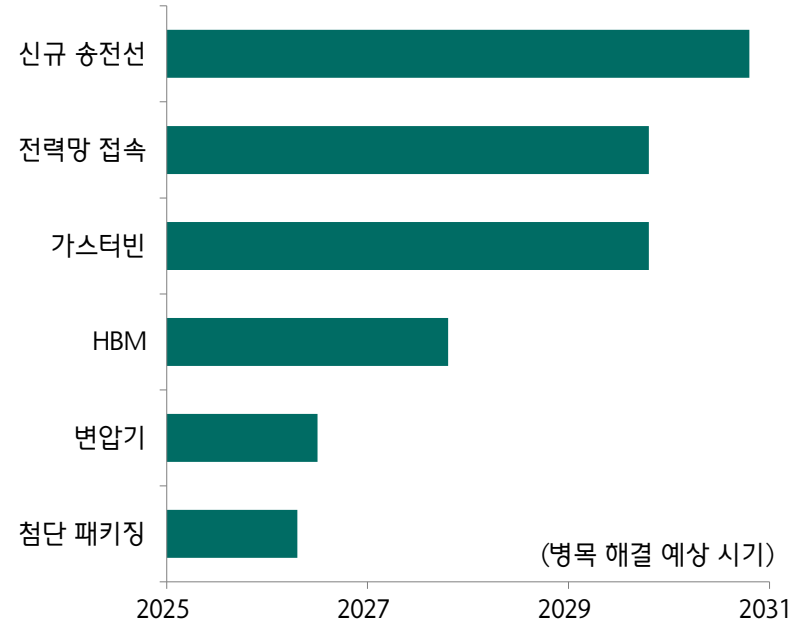
- 미국 데이터센터 건설 지출 증가세는 올해 들어 재가속. 다만 설비투자 지출이 영업현금흐름을 상회하기 시작하면서 기업 자체 자금만으로는 투자 비용을 감당하지 못하는 국면 진입
- 신규 송전선(약 6년)과 전력망 접속·가스터빈(약 5년)의 공급 제약이 데이터센터 가동 시점을 좌우. 병목 장기화 시 서버 가동과 메모리 발주가 지연돼 한국 메모리 수출 물량 증가 폭을 제한할 가능성

영업현금흐름만으로는 충분치 않은 CAPEX



주: 알파벳, 아마존, 마이크로소프트, 메타, 오라클 합계. 점선은 2026년 4분기 이후 추정치
자료: Bloomberg, 하나증권

데이터센터 공급망 제약의 예상 지속 기간

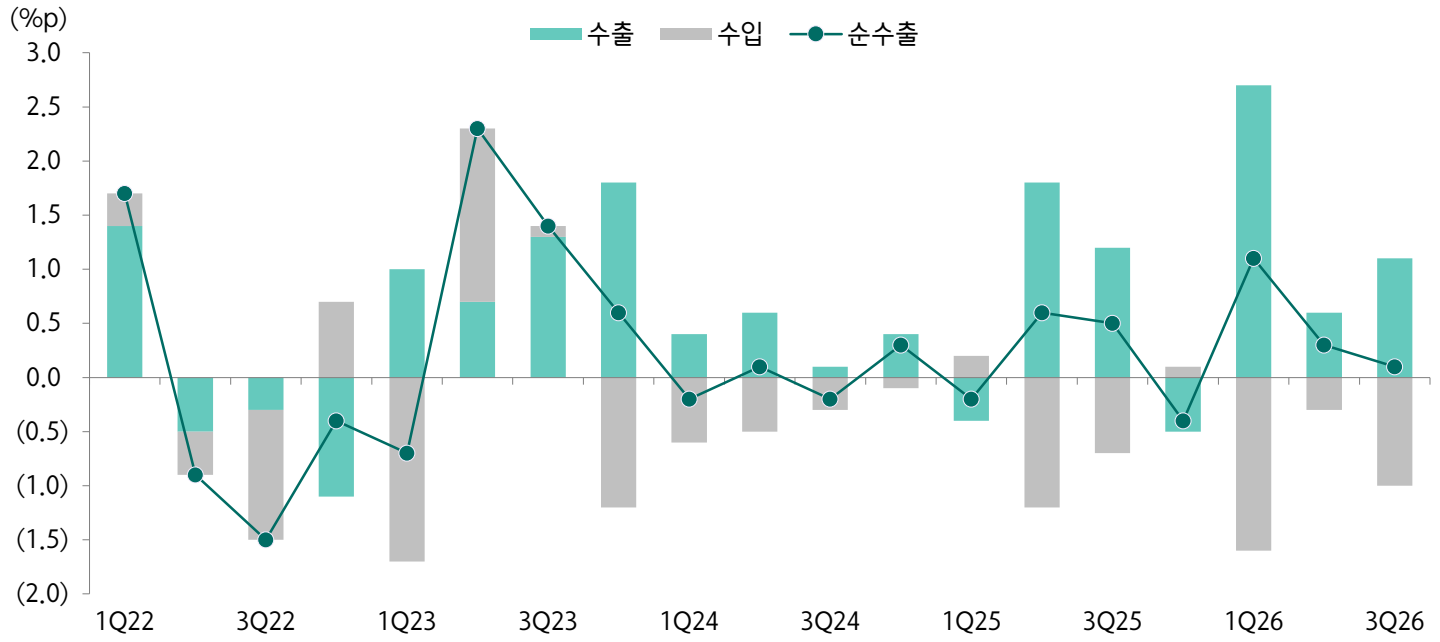


자료: IEA, 하나증권

반도체 설비투자 확대의 양면성. 순수출 기여도 축소

- 3분기 한국 순수출의 성장 기여도는 0.1%p로 1분기(1.1%p)보다 축소
- 반도체 장비 반입이 증가한 가운데 전체 수입 기여도(-1.0%p)가 수출 기여도(1.1%p)의 대부분을 상쇄
- 신규 라인 물량이 본격화되기까지는 시차 존재. 리스크는 시차 구간의 메모리 가격 하락과 AI 투자 둔화
- 향후 메모리 가격 하락은 수출금액과 교역조건에 부담. 미국 AI 투자 둔화로 발주 지연 시 실질 수출 증가세도 약화될 수 있음

올해 3분기 수출의 성장 기여도 대부분을 수입이 상쇄



자료: 한국은행, 관세청, 하나증권

Part 2. 달러 강세를 지지하는 미국의 우위

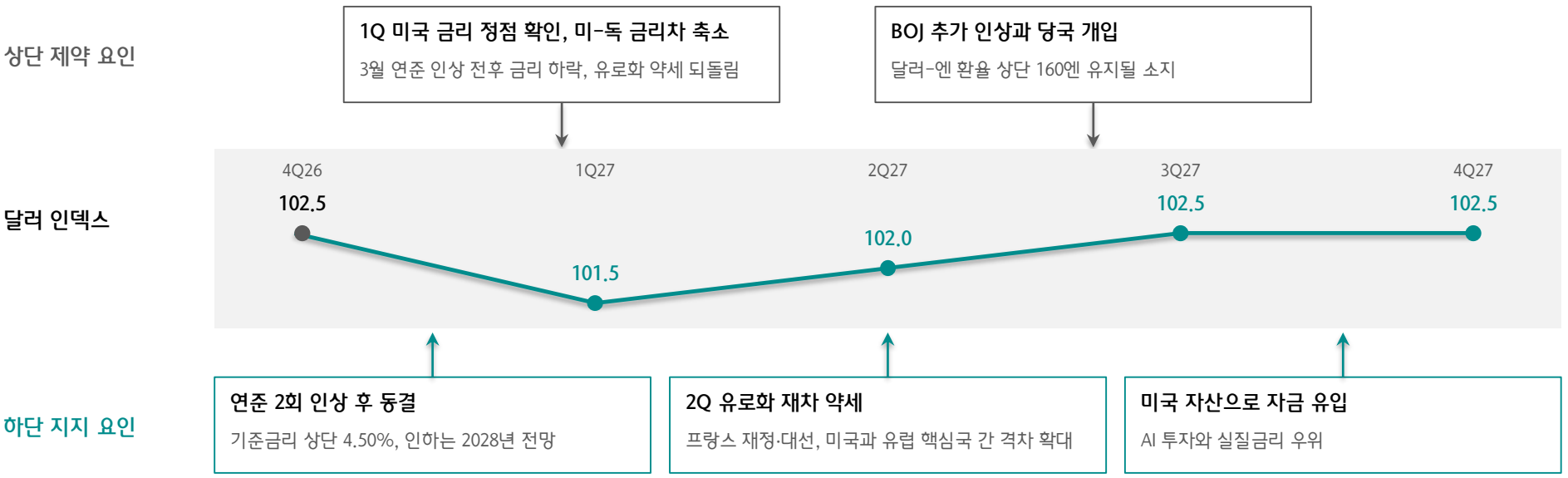
하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

경제/FX Analyst 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com
경제/원자재 RA 이태석 taeseoklee@hanafn.com

[요약] 2027년 달러, 1분기 저점 후 완만한 강세

- 달러 인덱스, 1분기 조정 이후 완만한 강세 예상 (연중 99~104.5pt)
- 1분기는 연준의 인상 사이클 마무리 기대에 따른 미-독 금리차 축소와 유로화 약세 되돌림으로 달러 조정 가능성
- 2분기부터 프랑스 대선·재정 부담이 재부각되는 가운데 미국의 유럽 핵심국 대비 성장 우위가 반등을 지지할 전망
- 하단은 미국 성장 우위 속 투자 자금 유입, 유로화 약세가 뒷받침. 상단은 금리차 축소와 정책적 엔화 매수 개입이 제약 요소

2027년 달러 인덱스 결정 요인과 분기 경로 (분기 평균 기준)

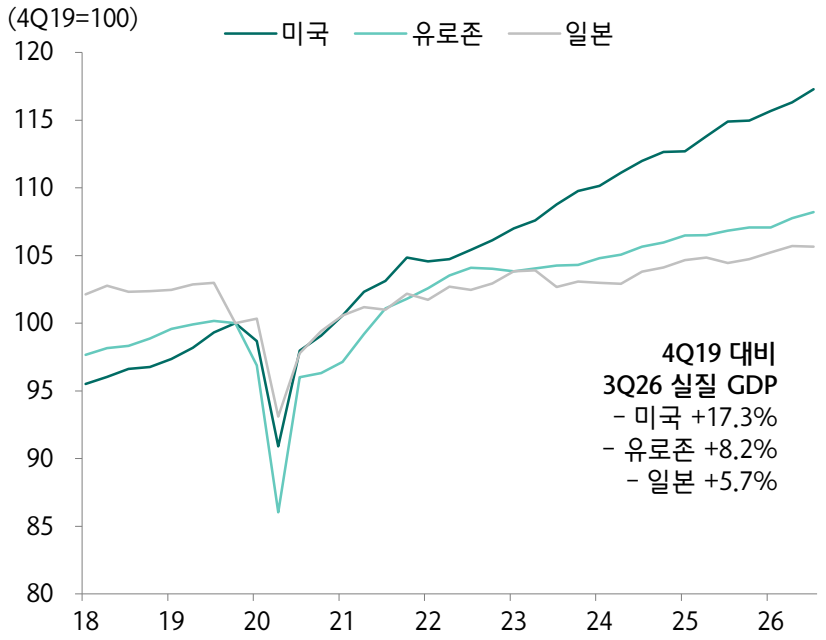


자료: BIS, Bloomberg, 하나증권

유로존·일본 대비 미국 성장 우위, 2027년에도 유지

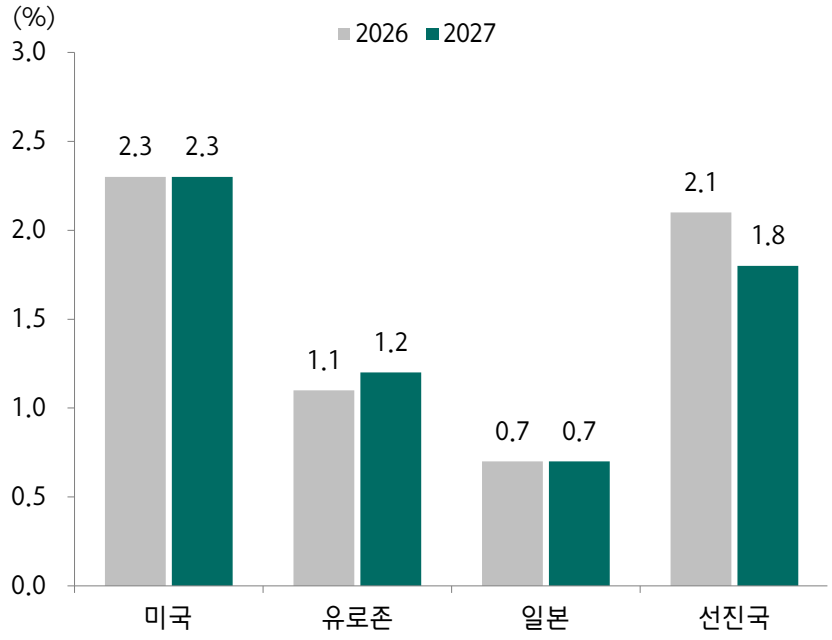
- 팬데믹 이후 미국과 유로존·일본의 성장 추이는 회복 속도 차이가 아닌 구조적 격차. 2023년 이후에도 격차는 오히려 확대 (2023년 이후 연평균 성장률 미국 2.7%, 유로존 1.1%, 일본 0.7%)
- IMF 전망상 2027년에도 격차 축소 기대는 요원. 성장의 방향이 미국에 유리한 구도가 지속될 전망
- 성장 격차가 유지되는 한 유로와 엔의 추세적 강세 가능성은 높지 않음. 달러의 하단이 지지되는 요인

팬데믹 이후 확대된 미국과의 성장 격차



자료: Bloomberg, 하나증권

IMF의 주요 선진국 실질 GDP 성장 전망 (2026년 10월)

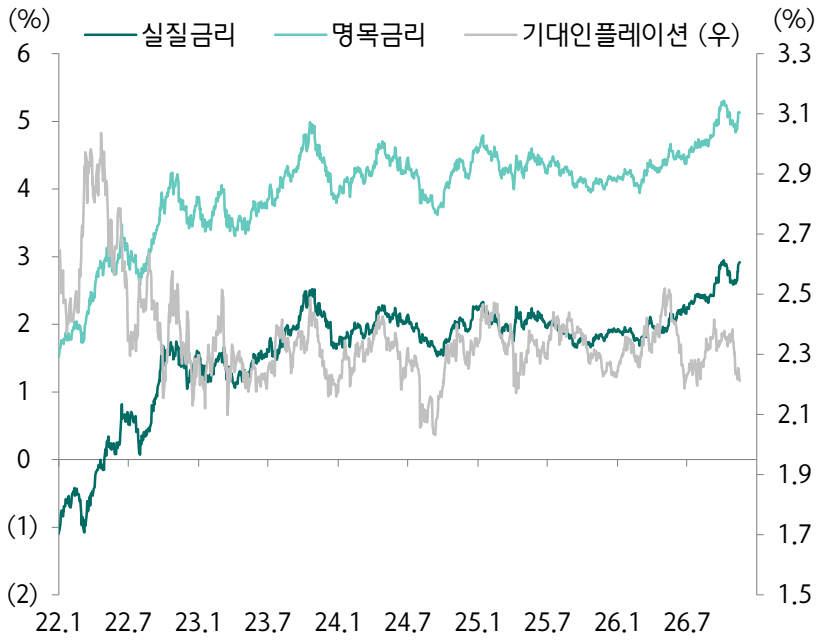


자료: IMF WEO, 하나증권

실질금리 상승이 만든 달러 하단

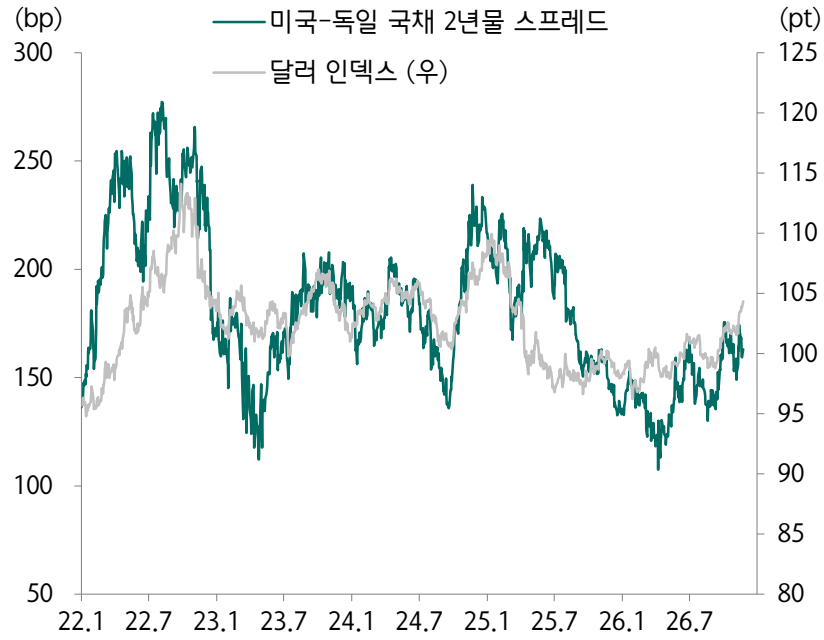
- 미국 내수가 견조해 연준이 2027년 중 기준금리 인하에 나설 근거는 약함. 당사는 올해 12월과 내년 3월 인상 후 동결 기조 전망
- 연준이 2027년 인상 후 동결 기조 유지 시 실질금리가 크게 낮아질 가능성은 높지 않음
- 다만 3월 인상을 끝으로 추가 긴축 기대가 약화되면서 미국-독일 금리차 축소가 1분기 달러 인덱스 조정 요인으로 작용할 공산

2026년, 실질금리 상승이 주도한 미국 국채 금리 상승 (UST 10Y)



자료: Bloomberg, 하나증권

달러 인덱스, 미-독 2년물 금리 스프레드와 동행

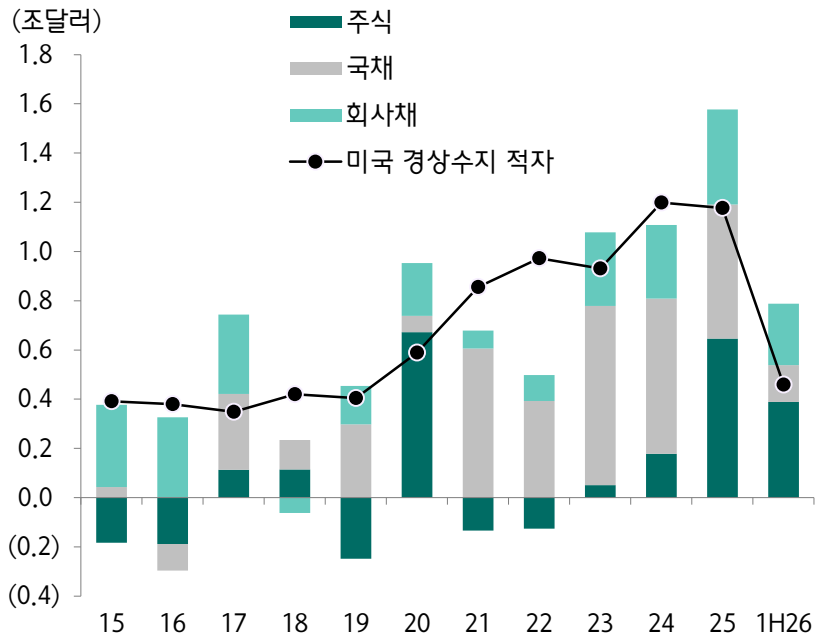


자료: Bloomberg, 하나증권

해외 자금의 미국 자산 쏠림 지속

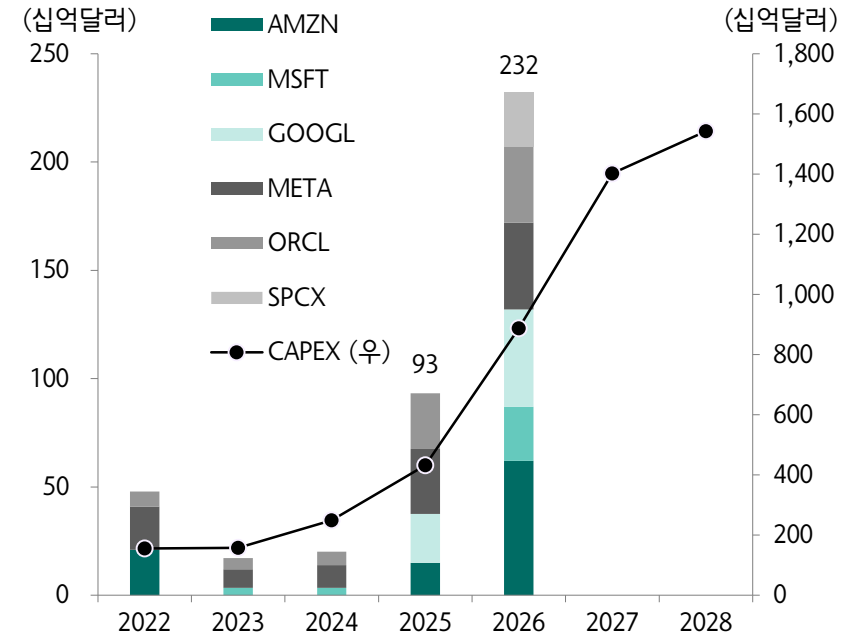
- 미국 성장 우위는 자금 흐름으로도 확인. 해외 자금의 미국 증권 순매수 규모가 경상수지 적자를 상쇄
- 정치적 제약 속에 속도는 둔화될 수 있으나, 투자를 위한 기업들의 외부 조달 채널 활용은 계속될 것
- AI 투자 확대와 외부 조달 증가, 해외 투자자의 미국 자산 매입이 달러 수요를 지지할 전망

미국은 경상수지 적자 국가. 해외 자금 유입이 이를 상쇄



자료: BEA, Bloomberg, 하나증권

하이퍼스케일러 6사의 달러 표시 회사채 발행과 CAPEX

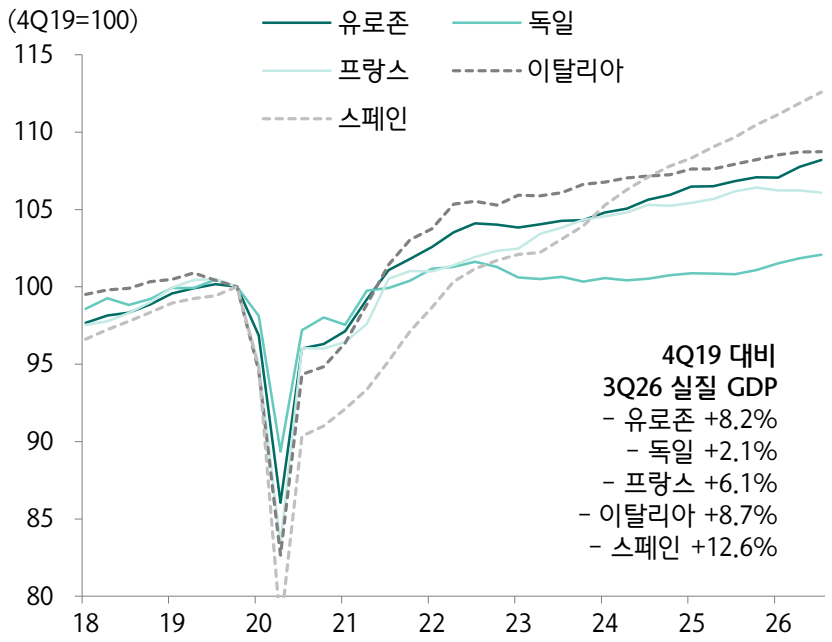


주: 하이퍼스케일러 6사의 2026년 이후 CAPEX는 전망치
자료: Bloomberg, 하나증권

유로존, 핵심 국가의 성장 탄력 둔화

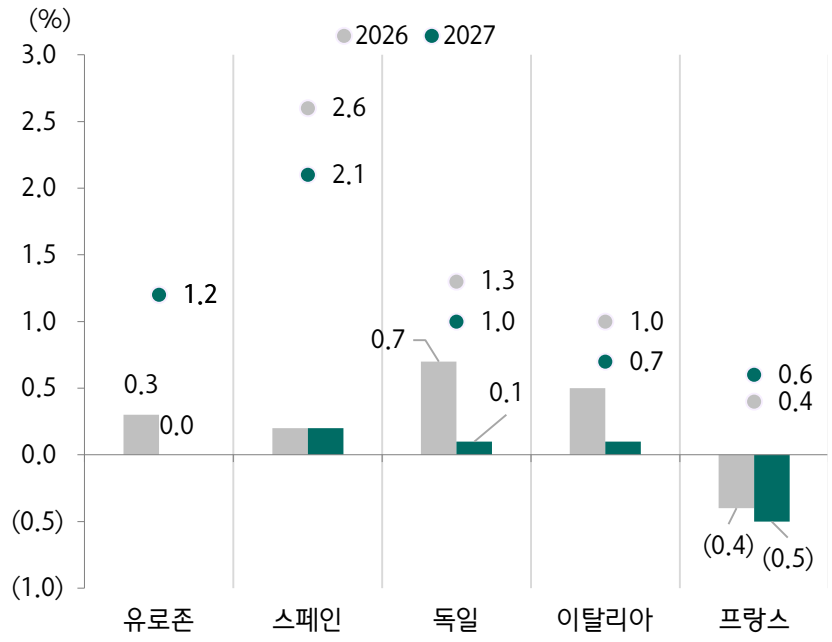
- 독일과 프랑스는 팬데믹 이후 누적 성장이 스페인과 이탈리아 대비 상대적으로 낮음
- 유로존 GDP의 47% 비중을 차지하는 두 국가의 성장 부진이 유로화 고유의 약세 요인으로 작용
- 독일은 2026년 성장 개선 후 2027년 다시 둔화가 예상. 재정 확대가 성장 추세를 바꾸지 못하는 구조
- 프랑스는 성장 정체에 재정·정치적 부담이 중첩. 11월 EU 집행위는 유로존 주요국 가운데 유일하게 성장 전망을 하향

유로존 주요국의 팬데믹 이후 성장 추세



자료: Eurostat, 하나증권

EU 집행위원회의 유로존 국가별 성장 전망

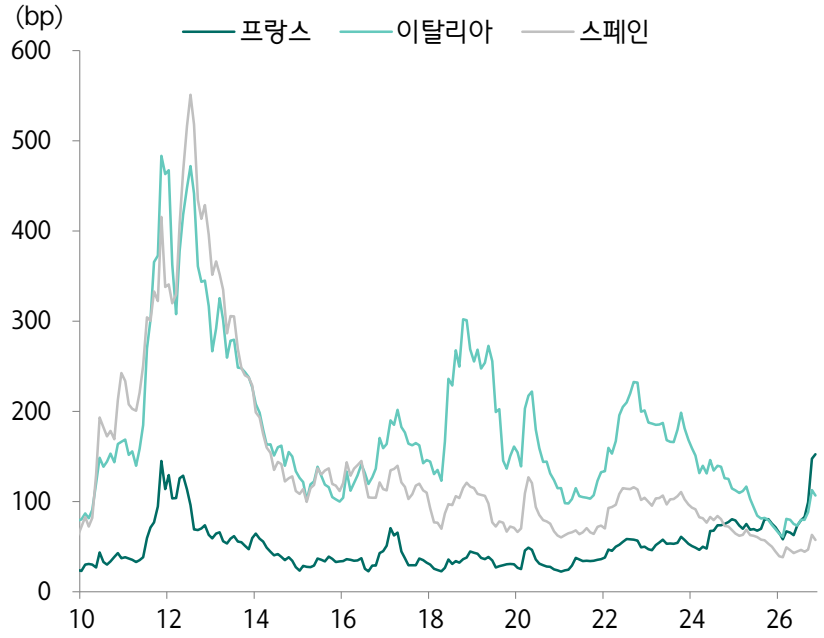


주: 점은 EU 집행위원회의 2026년 11월 전망치. 세로 막대는 5월 전망 대비 조정 폭(%p)
자료: European Commission, 하나증권

프랑스 정치 리스크, 상반기 유로화를 누르는 요인

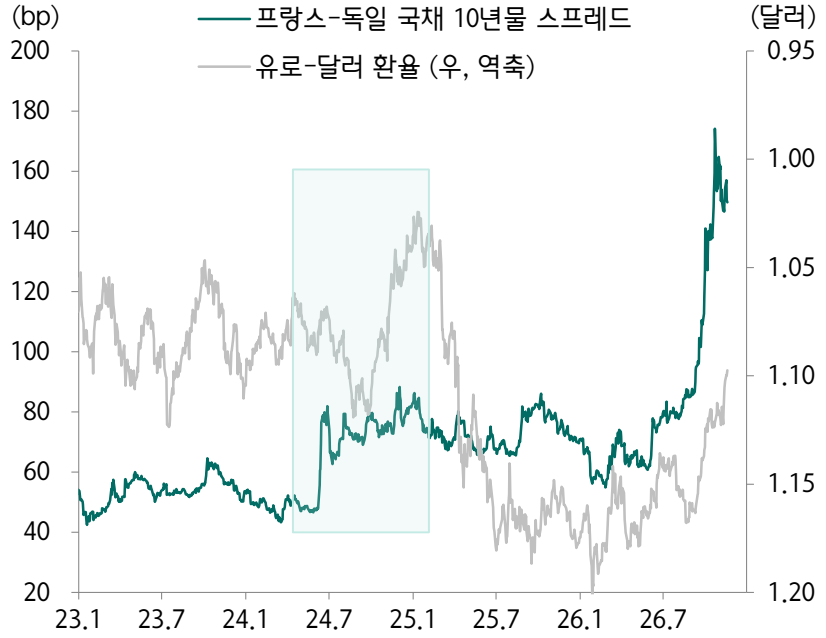
- 프랑스-독일 국채금리 스프레드는 2012년 이후 최고치. 대선을 앞두고 정치 리스크가 다시 금리차에 반영되는 국면
- 정치 리스크가 확대되면 유로화는 프-독 금리 스프레드를 따라 하락. 2024년 조기 총선 때 유로화 약세 압력 작용 경험. 2027년 4~5월 대선에 가까워질수록 정치 리스크 프리미엄이 더욱 커질 수 있음
- 선거가 끝나도 재정 리스크는 여전히 존재해 스프레드 축소 가능성은 높지 않음
  (프랑스 2028년 GDP 대비 재정적자 전망 5.7%, 정부부채 123.2% vs. EU 재정준칙: 재정적자 3%, 정부부채 60%).

독일 대비 국채 10년물 스프레드 비교. 유로존 내 재정 우려가 반영



자료: Bloomberg, 하나증권

정치 리스크가 또 다시 불거지면 유로화 약세 압력 작용 소지

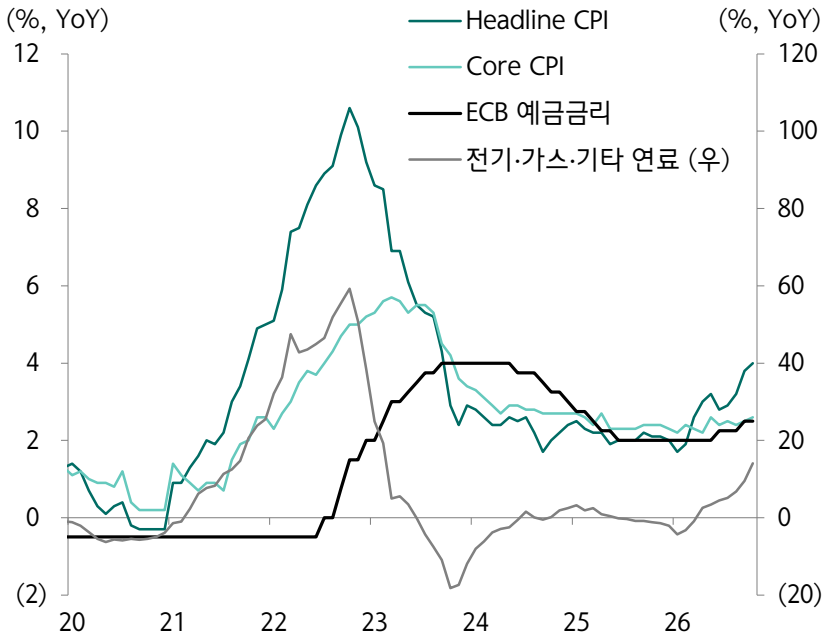


자료: Bloomberg, 하나증권

ECB, 인상도 동결도 유로화에 비우호적

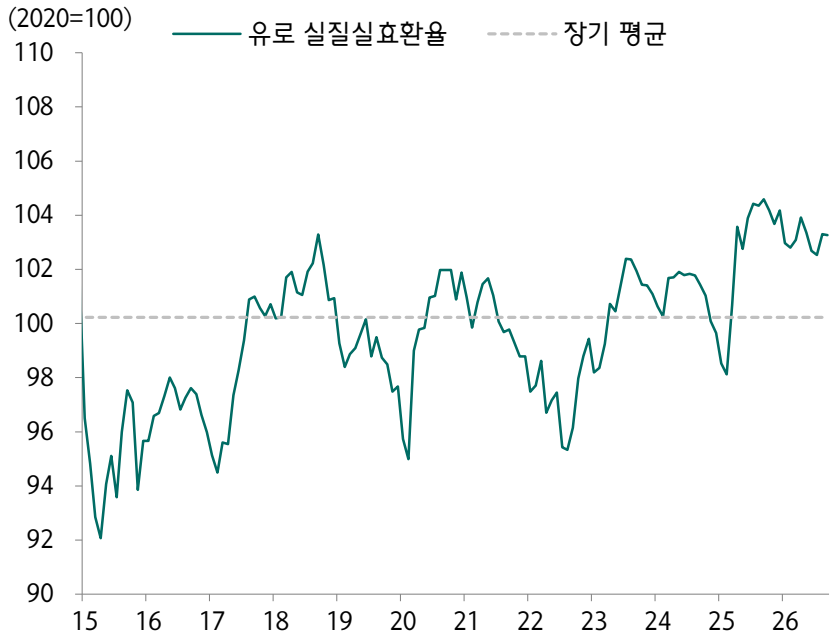
- ECB의 인상 기대는 금리차를 통해 단기적으로 유로화를 지지할 수 있음
- 다만 에너지발 물가 압력에 대응하는 긴축은 성장 부담을 확대. 성장이 약한 상태의 긴축인 만큼 유로화 강세의 지속성을 제약
- 동결은 연준과의 금리차 확대를 야기할 소지가 제한돼 유로화 반등 동력 약화 소지

에너지 문제가 다시 ECB의 정책 여력을 제한하는 국면



자료: Bloomberg, Eurostat, 하나증권

유로화의 실질 가치도 이미 장기 평균을 상회하는 레벨

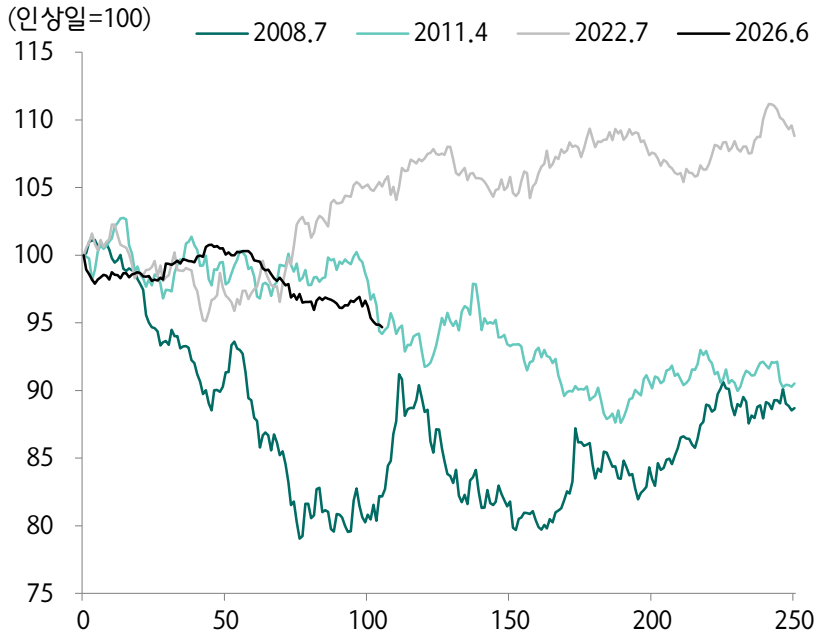


주: 장기 평균은 최근 10년 평균을 의미
자료: BIS, 하나증권

성장 둔화 속 ECB 인상, 2008·2011년 유로화 하락 경험

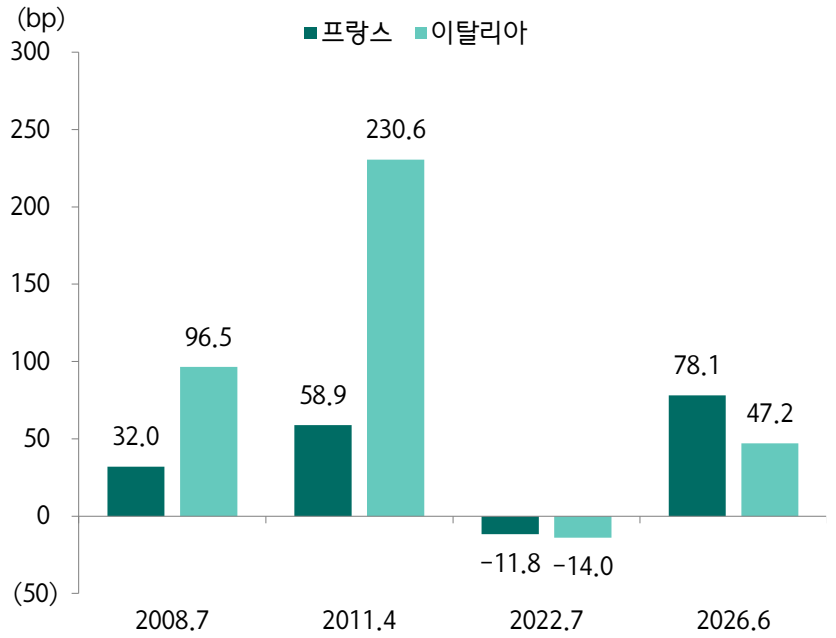
- 유로존은 단일 통화정책이 적용되나, 각국 재정 건전성 차이로 인해 금리 인상 시 부채비율 높은 국가의 채권 금리 상승이 부각됨
- 2008·2011년 ECB의 금리 인상 후 유로화 하락. 유로존 국가 간 국채금리 스프레드 확대와 성장 둔화가 유로화 하방 압력으로 작용
- 2022년에는 인상 개시 후 추가 하락을 거쳐 유로화 반등. ECB의 TPI 도입과 함께 에너지 여건·미국 긴축 전망 변화가 작용한 국면
- 2026년 인상 이후 흐름은 2008·2011년 경로에 가까움. 2027년 추가 인상이 유로화 강세로 이어질 가능성은 높지 않음

ECB 첫 인상일 이후 유로-달러 환율 추이



주: 2008년 7월 9일, 2011년 4월 13일, 2022년 7월 27일, 2026년 6월 17일 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

ECB 첫 인상일 전후 국채 10년물 금리 스프레드 변화 (독일 대비)



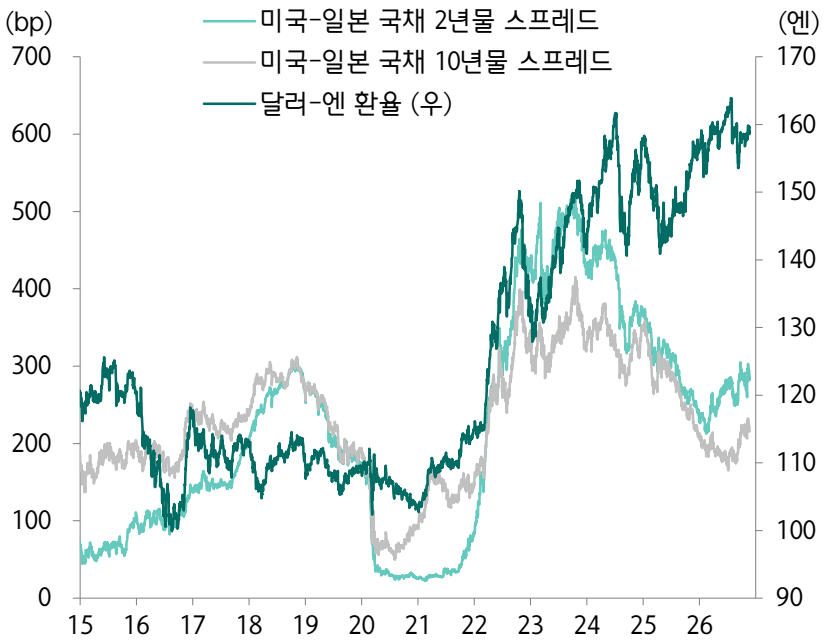
주: (1) 인상 전월 대비 6개월 후 변화. (2) 2022년 7월 ECB는 유로존 회원국 간 국채금리 스프레드의 과도한 확대를 막기 위해 TPI(Transmission Protection Instrument, 채권 매입 프로그램)를 도입.
자료: Bloomberg, 하나증권

경제/FX 하형민

금리차와 연결성 약화, BOJ 인상의 엔화 지지 효과도 제한적

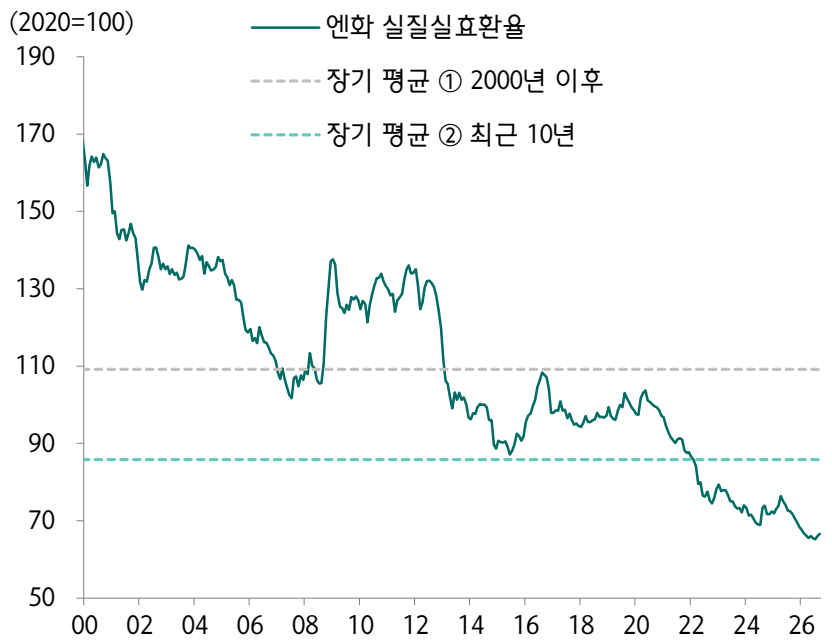
- 2023년 이후 미국-일본 국채금리 스프레드가 축소되었음에도 엔화는 약세 지속
- 2027년 상반기 BOJ의 기준금리 인상이 엔화가치를 단기적으로는 지지할 수 있음
- 미-일 금리차와 엔화의 연결성 약화 고려 시, 지속적인 엔화 강세로 이어지는 효과는 제한적일 전망

2023년 이후 미-일 국채금리 스프레드와 엔화 환율 연결성 약화



자료: Bloomberg, 하나증권

엔화는 실질 가치는 장기적으로 하락 추세

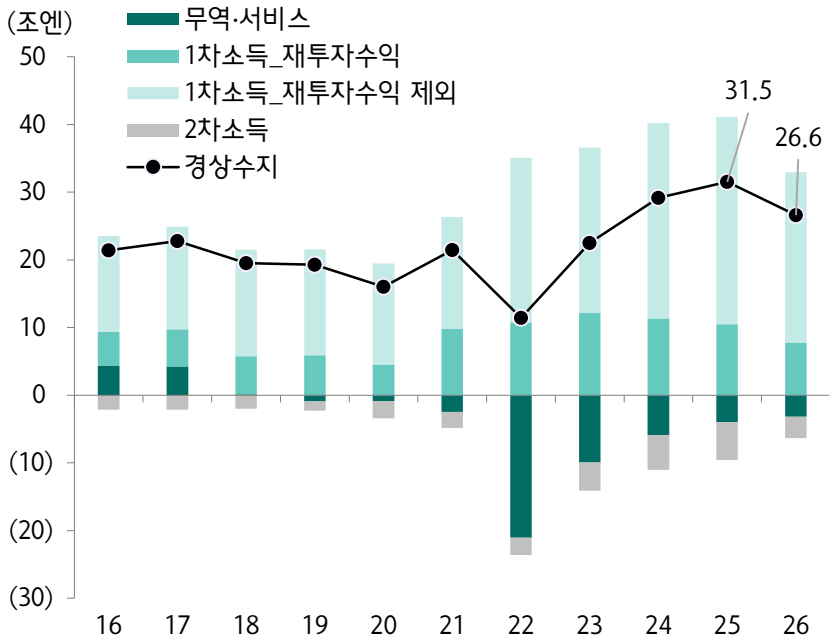


자료: BIS, 하나증권

일본, 외화 유입이 엔 수요로 이어지지 않는 구조

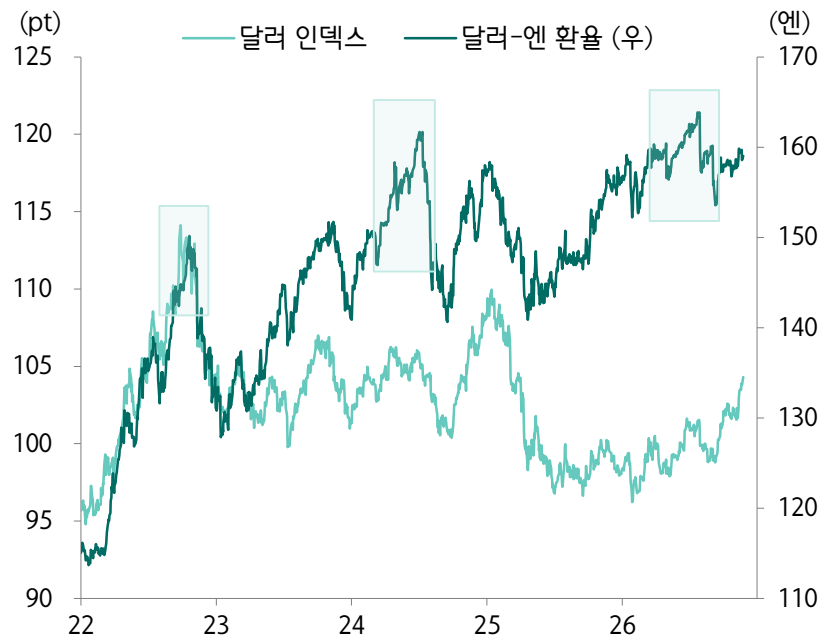
- 2025년 일본 경상수지 흑자는 31.5조 엔으로 사상 최대치 기록. 원천은 무역수지가 아닌, 해외 투자소득 (1차소득 ¥41.1조)
- 해외 투자소득 중 약 25%가 현지에 재투자되어 일본 국내로 유입되지 않음
- 엔화 약세 흐름을 제한한 것은 정책적 개입 영향이 큰 것으로 추정
- 경상수지 흑자를 통한 외화 유입이 자국 통화 강세로 이어지지 않는 구조는 올해 상반기 원화가치 흐름과 유사

일본 경상수지 구성. 무역을 통한 외화 유입보다 투자소득이 흑자를 주도



주: (1) 1차소득=본원소득수지, 2차소득=이전소득수지 (일본 재무성 분류 기준). (2) 2026년은 1~9월
자료: 일본 재무성, 하나증권

급격한 엔 약세 진행 시 일본 당국 개입이 달러-엔 환율 상단을 제한



주: 2022년 9월 2.8조, 10월 6.3조 매수. 2024년 4월~5월 9.8조, 7월 5.5조. 2026년 4월~5월 11.7조, 7월~8월 15.4조 엔 개입
자료: Bloomberg, 일본 재무성, 하나증권

Part 3. 원화 강세를 제한하는 외화 유출

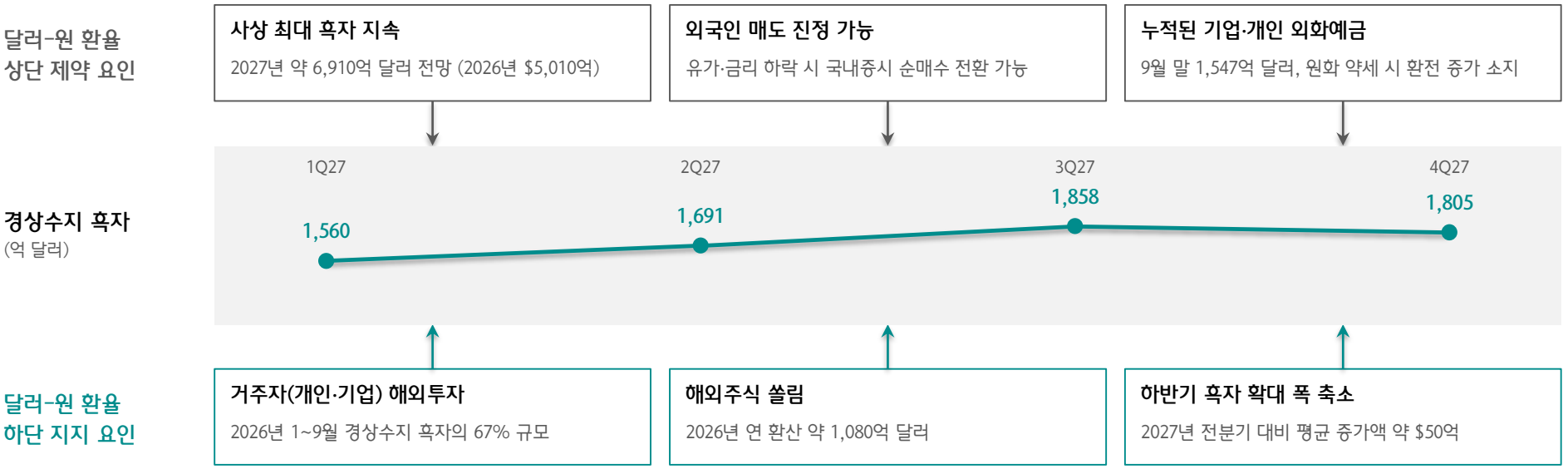
하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

경제/FX Analyst 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com
경제/원자재 RA 이태석 taeseoklee@hanafn.com

[요약] 상반기는 경상수지발 외화 유입 우세, 하반기는 해외투자로 유출

- 2027년 경상수지 흑자는 사상 최대 수준을 이어갈 것이나, 분기 증가 폭은 2026년보다 크게 축소
- 경상수지를 통한 외화 유입을 상쇄하는 외화 유출이 환율 향방을 좌우
- 상반기는 경상흑자 유입이 유출을 웃돌며 원화가치를 지지할 것이나 2분기 배당 관련 달러 수요가 환율 상승 압력으로 작용
- 하반기에는 거주자(개인·기업)의 해외투자로 외화가 유출되는 구조가 재차 강화될 것

2027년 달러-원 환율을 움직이는 경상수지 흑자와 수급

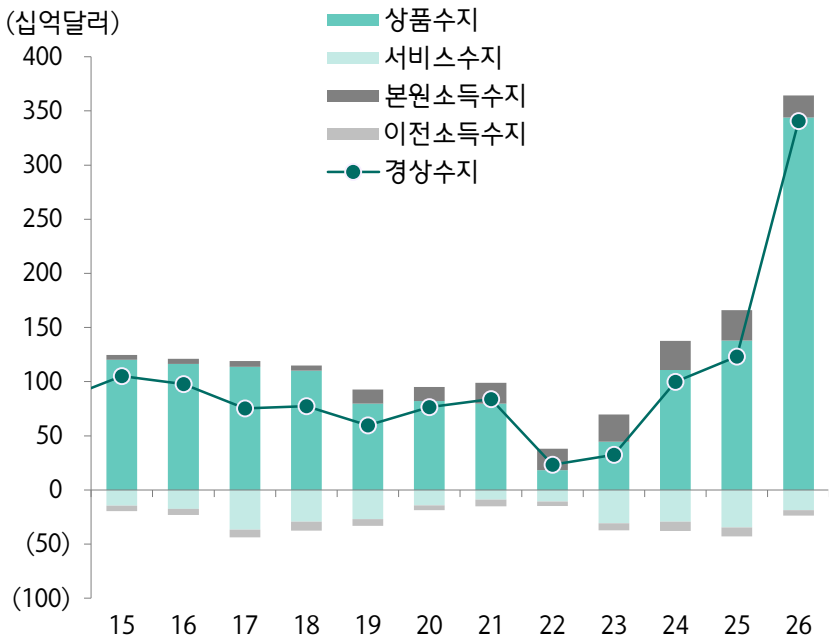


자료: 한국은행, 관세청, 하나증권

2026년 한국 경상수지, 사상 최대 흑자

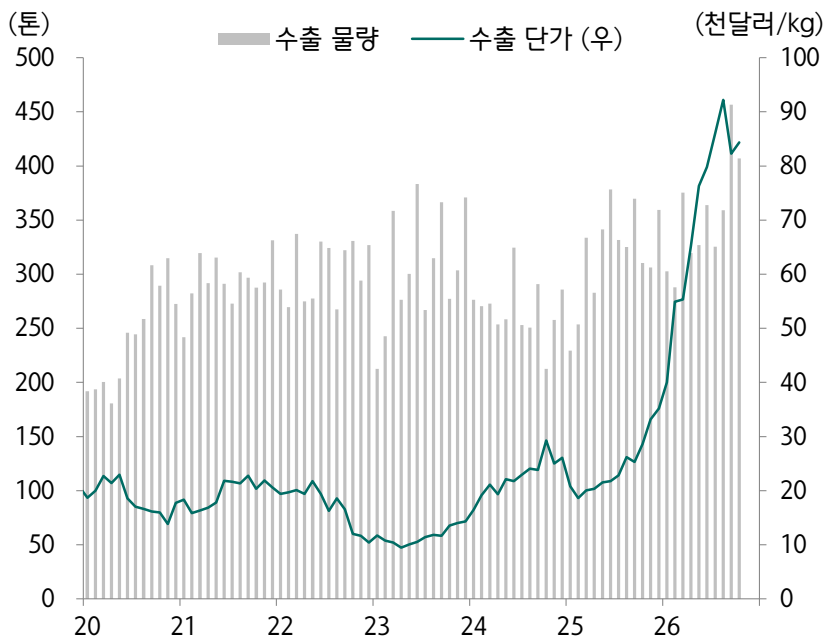
- 상품수지 확대를 중심으로 경상수지는 올해 들어 큰 폭 흑자 이어가며 한국의 외화소득 창출력 강화에 기여
- 2026년 1~9월 경상수지 흑자 규모 3,407억 달러로 2025년 연간 1,231억 달러의 2.8배 수준
- 경상수지 확대는 대부분 상품수지에서 발생. 모멘텀은 메모리 반도체 수출 확대 영향
- 특히 수출 증가는 물량보다 단가가 주도. 메모리 가격이 올해 경상수지 흑자 레벨을 결정한 것으로 판단

상품수지가 주도한 경상수지 흑자



주: 2026년은 1~9월 합계
자료: 한국은행, 하나증권

메모리 반도체의 수출 단가와 물량 추이

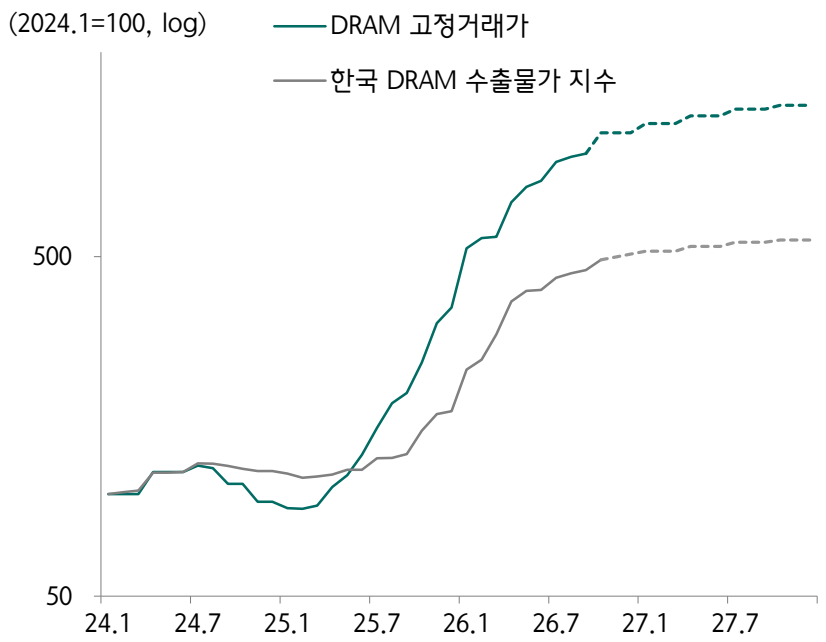


자료: 관세청, 한국은행, 하나증권

반도체 수출 동력, 2027년 가격에서 물량으로

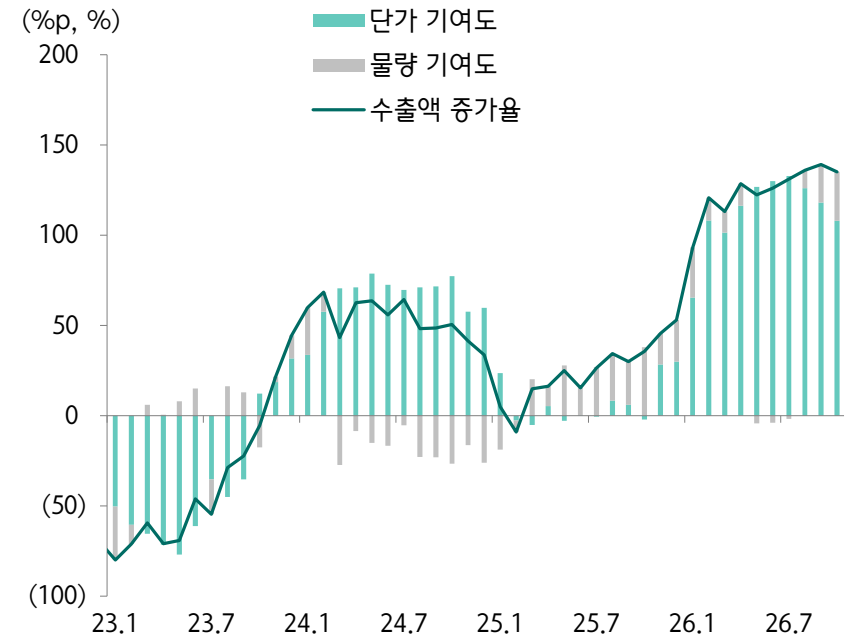
- TrendForce 기준, 2027년 DRAM 고정거래가의 분기별 6.5%, 5.3%, 4.5%, 2.7% 상승 전망. 상승 흐름은 이어지나 속도는 둔화
- 한국 DRAM 수출물가는 2023년 1월 대비 약 5.0배 상승. 한국 DRAM 수출물가 역시 상승 모멘텀 둔화를 예상
- 삼성전자·SK하이닉스의 신규 라인 가동으로 내년 하반기로 갈수록 수출 동력은 가격에서 물량으로 이동할 소지

메모리 단가 vs. DRAM 수출물가. 가격 상승 폭 축소가 예상



주: 각 점선은 TrendForce와 당사 전망치
자료: TrendForce, 한국은행, 관세청, 하나증권

메모리 수출 증가율 분해. 2027년 수출 동력은 물량으로 이동할 소지

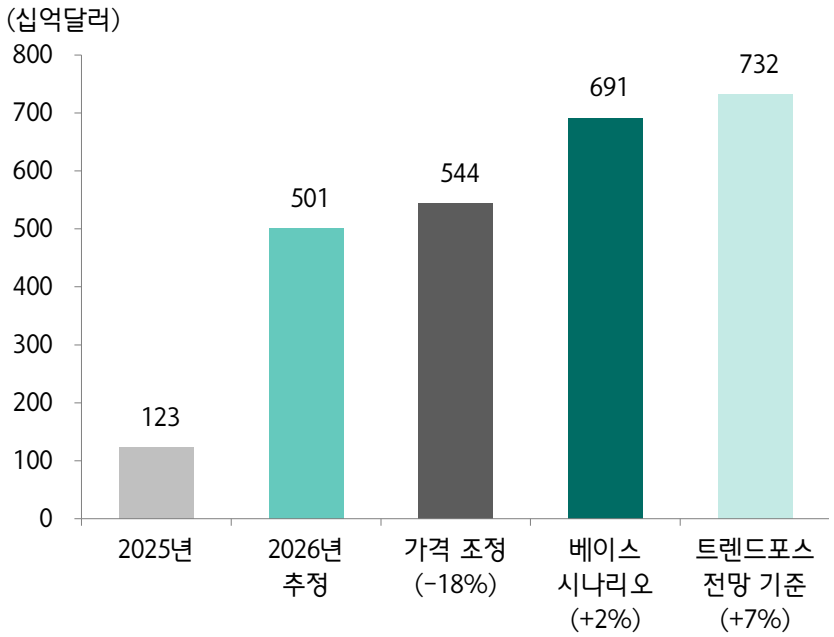


자료: 한국은행, 관세청, 하나증권

2027년에도 경상수지 흑자 흐름은 지속될 전망

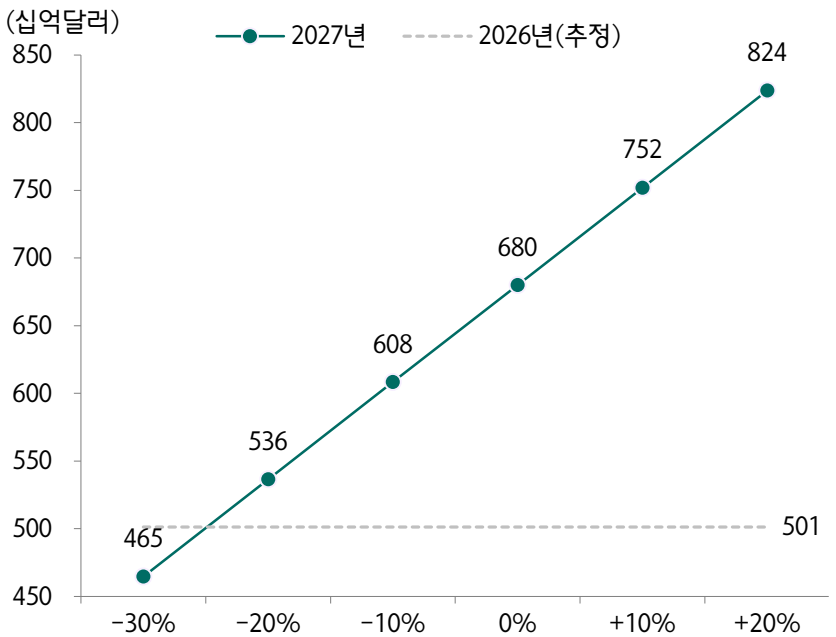
- 메모리 가격이 올해 10월 수준에 정체되어도, 2027년 평균 가격은 2026년 대비 24% 높은 수준
- 경상수지 흑자 규모는 2027년에도 계속해서 높은 수준을 유지할 가능성 높음. 베이스 시나리오상 연간 약 6,910억 달러 전망
- 올해 흑자 규모 추정치($5,010억)를 하회하려면, 메모리 가격이 2026년 10월 대비 약 25% 이상 하락해야 함

메모리 가격 경로별 2027년 경상수지. 가격 정체해도 2027년 흑자 증가



주: (1) 각 괄호는 2027년 평균 메모리 수출물가의 10월 대비 변화율. (2) 베이스 시나리오는 수출물가의 올해 4분기 수준 정체를 가정
자료: 한국은행, 관세청, TrendForce, 하나증권

메모리 가격 민감도별 2027년 경상수지 추정치



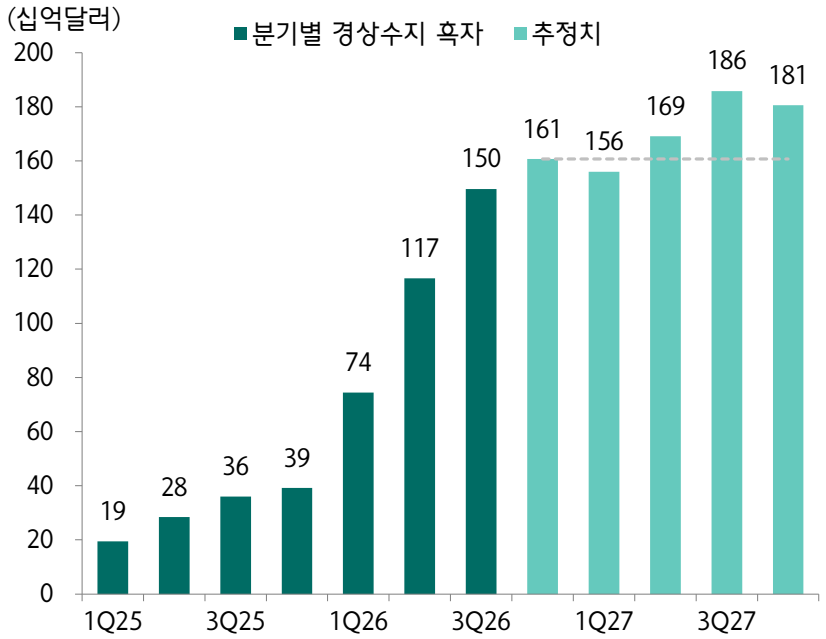
주: (1) DRAM 수출물가의 올해 10월 대비 변화율별 비교. (2) 회색 점선은 올해 연간 경상수지 추정치
자료: 한국은행, 관세청, 하나증권

경제/FX 하형민

흑자 규모는 최대, 증가세는 둔화

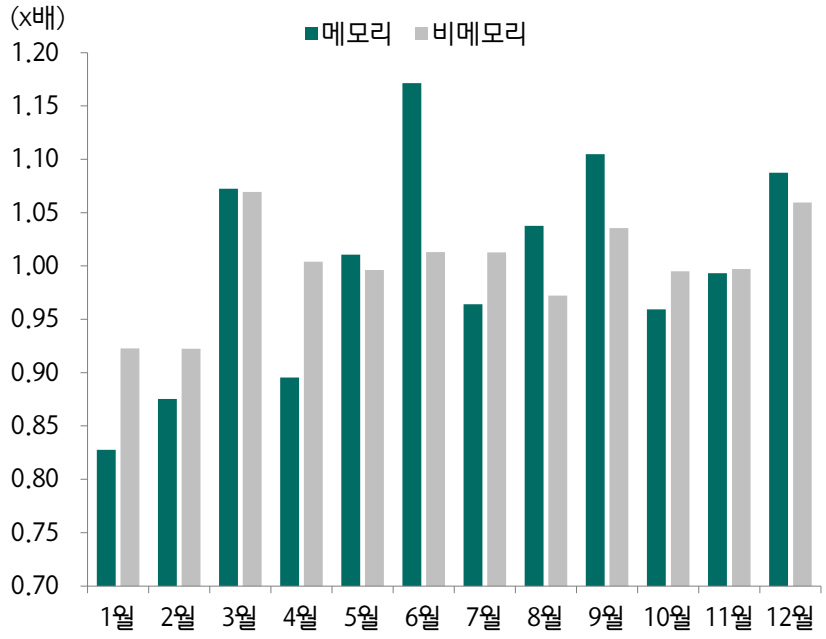
- 경상수지 흑자 확대만으로는 원화 강세가 이어지지는 않음. 흑자 변화의 환율 효과는 해외투자로 재유출되며 상쇄 가능
- 분기별 흑자 규모는 1,560억~1,860억 달러로 높은 수준 유지 전망. 다만 전분기 대비 평균 증가 폭은 2026년 약 300억 달러에서 2027년 약 50억 달러로 축소
- 1분기 흑자는 계절적으로 줄어들지만 거주자 해외투자 규모를 크게 웃돌며 외화 유입 우위를 유지할 전망
- 추가 달러 공급의 증가 폭이 작아지는 가운데, 하반기에는 지속적인 해외투자 수요가 환율 반등 요인으로 부각될 것

2027년 분기별 경상수지 흑자, 증가 폭 축소



주: 2026년 4분기와 2027년은 베이스 시나리오상 추정치
자료: 한국은행, 관세청, 하나증권

월별 계절지수: 메모리 vs. 비메모리 수출. 1~2월이 계절적 저점

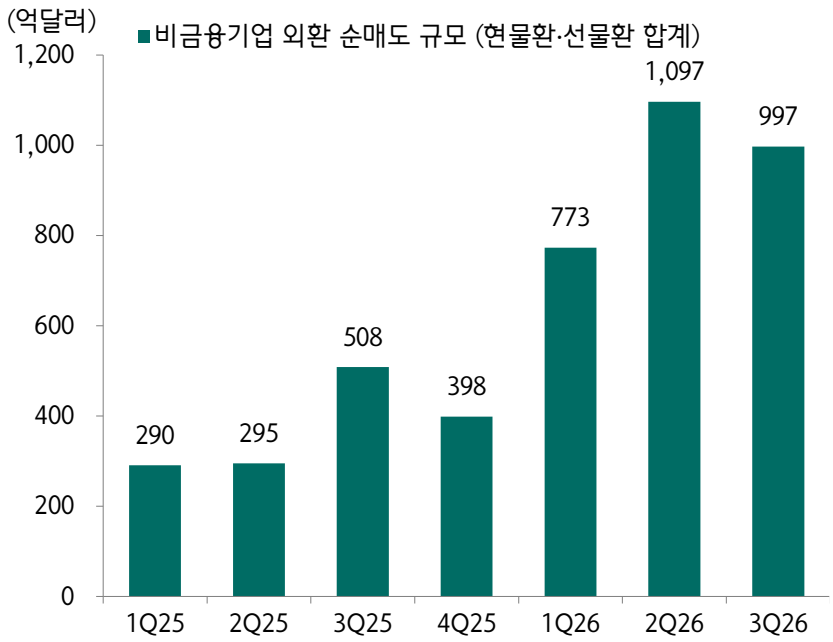


주: 계절지수는 12개월 중심이동평균 대비, 2020년(팬데믹)과 2022년(에너지 충격)은 제외
자료: 한국은행, 관세청, 하나증권

기업 이익은 4월 배당으로 환류, 2분기 원화 약세 요인

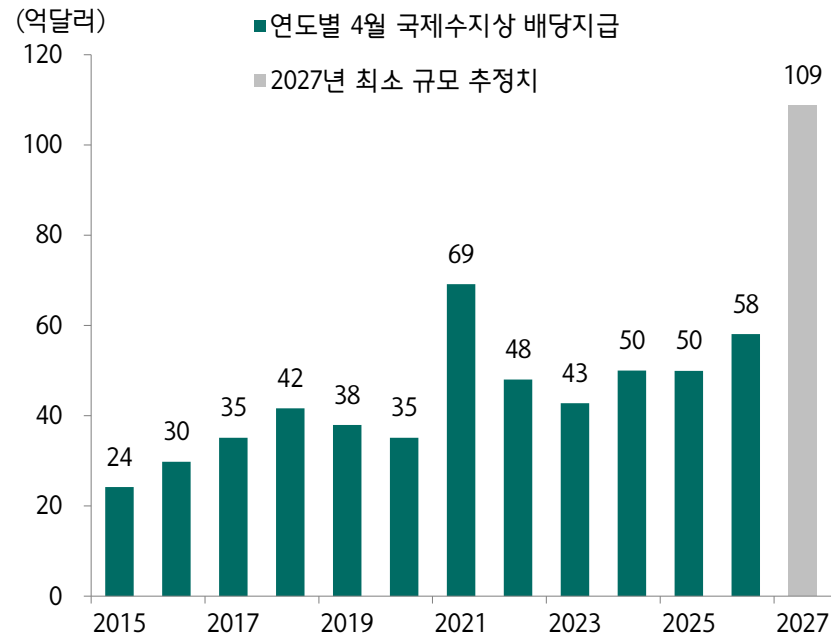
- 2026년 하반기 원화 강세는 수출대금 환전이 주도. 비금융기업 외환 순매도는 분기 1,000억 달러 안팎으로 2025년의 2배 이상
- 같은 이익이 2027년 4월 배당으로 외국인에게 지급. 4월은 매년 배당 규모 커지는 기간 (본원소득수지 12년 연속 적자)
- 2027년 4월 외국인 배당 지급은 최소 규모 가정해도 109억 달러로 사상 최대. 삼성전자 배당(1월 말 결정)에 따라 추가 확대 소지
- 외국인 배당 지급 증가에 따른 환전 및 송금 수요가 2분기 원화 약세 요인으로 작용할 전망

기업들의 외환 순매도, 2026년 들어 급증



자료: 한국은행, 하나증권

2027년 4월 외국인 배당 지급, 최소 규모 가정만으로도 사상 최대

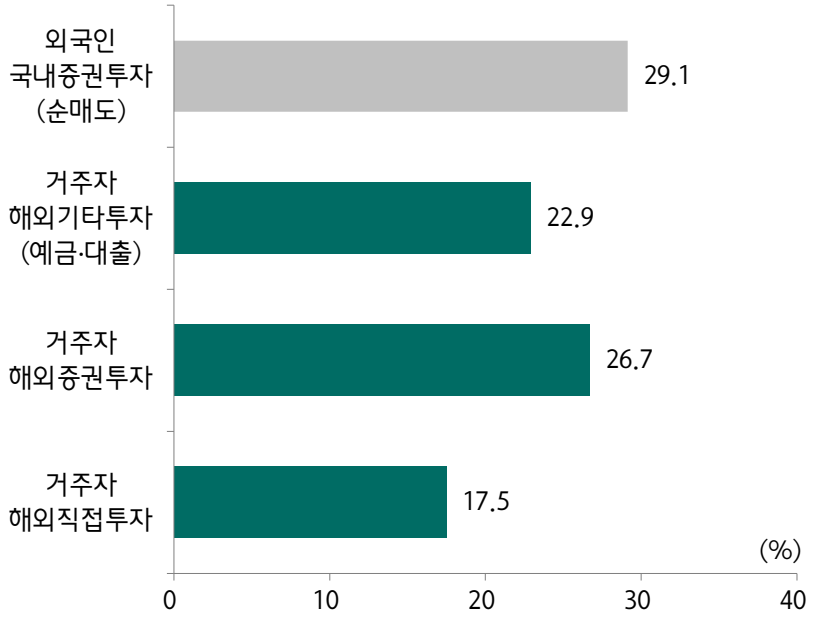


자료: 한국은행, 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

거주자 해외투자, 올해 경상수지 흑자의 3분의 2 규모

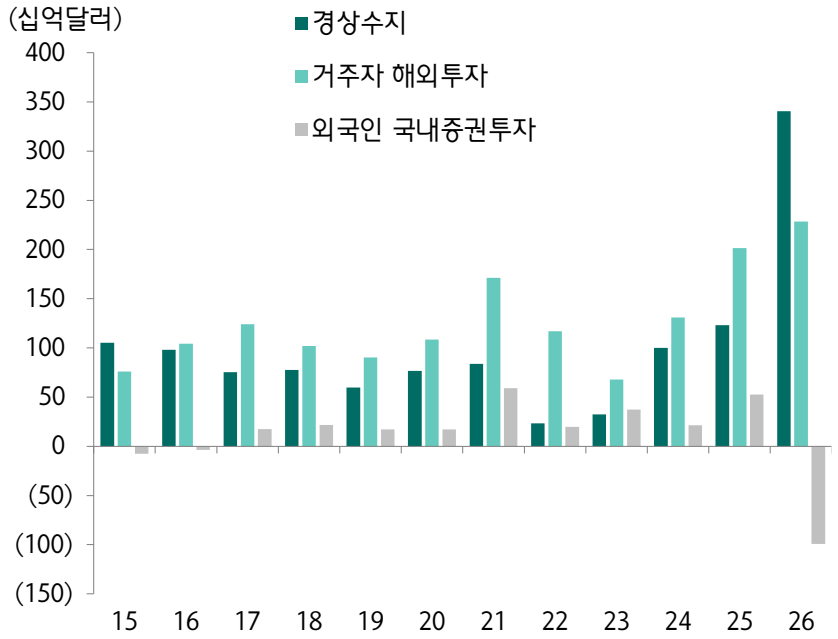
- 국제수지에서 경상수지 흑자는 금융계정수지로 상쇄. 거주자의 해외투자 증가와 외국인의 국내증권 매도는 외화 유출 경로
- 올해 들어 2015년 이후 처음으로 경상수지 흑자가 거주자 해외투자 규모를 상회. 경상수지가 원화 강세로 이어질 여지가 컸던 셈
- 1~9월 거주자 해외투자는 2,285억 달러로 경상흑자의 67% 수준. 외국인 국내증권 순매도는 992억 달러로 29% 규모. 대규모 흑자와 함께 대외투자 관련 유출도 지속

2026년 1~9월 경상수지의 상쇄 구조. 흑자의 96%가 유출



자료: 한국은행, 하나증권

경상수지 흑자와 거주자의 해외투자 증가 추이

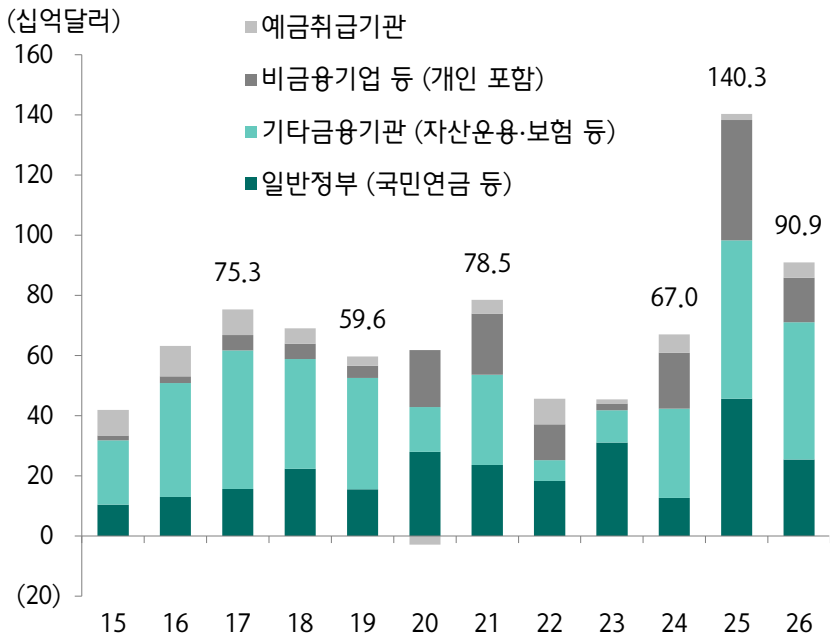


주: (1) 거주자 해외투자=직접투자+증권투자+기타투자. (2) 2026년은 1~9월 합계
자료: 한국은행, Bloomberg, 하나증권

거주자 해외증권투자, 일시적인 것이 아닌 구조적 흐름

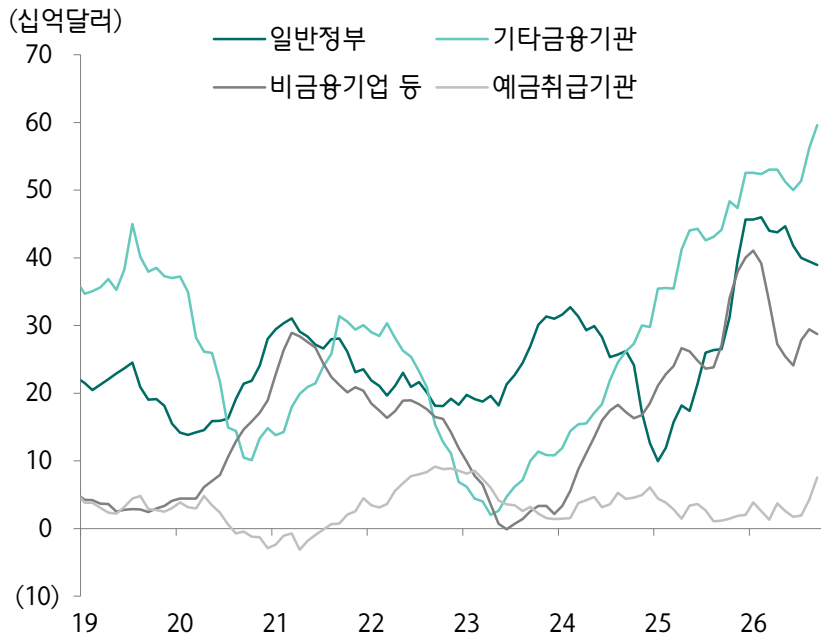
- 거주자의 해외증권투자는 팬데믹 이후 주체 범위가 확대되면서 구조적인 흐름으로 전환
- 개인 포함한 비금융기업 등이 10배 증가(2019년 $41억 → 2026년 $400억). 국민연금 등 일반정부 3배, 자산운용·보험사 등 1.4배
- 통상 연기금과 보험사의 해외투자는 일부 환헤지를 동반해 선물환 매도가 달러 매수를 상쇄. 그러나 개인의 해외주식 투자는 환헤지 비중이 낮아 신규 원화 자금 투입 시 대부분 현물환 달러 수요로 직결되는 경향

주체별 해외증권투자 분포. 개인과 기업이 해외증권투자 증가 주도



주: (1) 주식과 부채성증권 합산. (2) 일반정부는 국민연금 등 공적기관을 의미, 비금융기업 등에는 개인 투자를 포함(개인의 ETF 투자는 기타금융기관으로 집계). (3) 2026년은 1~9월 합계
자료: 한국은행, 하나증권

민간의 해외증권투자, 공적 부문보다 빠르게 증가 (12개월 누적 추세)

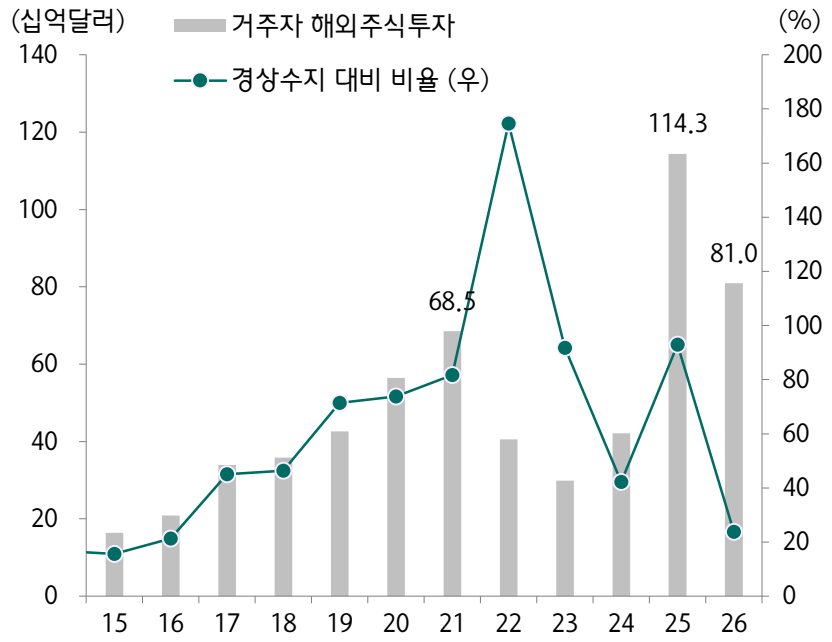


주: (1) 주식과 부채성증권 합산. (2) 일반정부는 국민연금 등 공적기관을 의미, 비금융기업 등에는 개인 투자를 포함(개인의 ETF 투자는 기타금융기관으로 집계).
자료: 한국은행, 하나증권

자금은 해외 주식으로

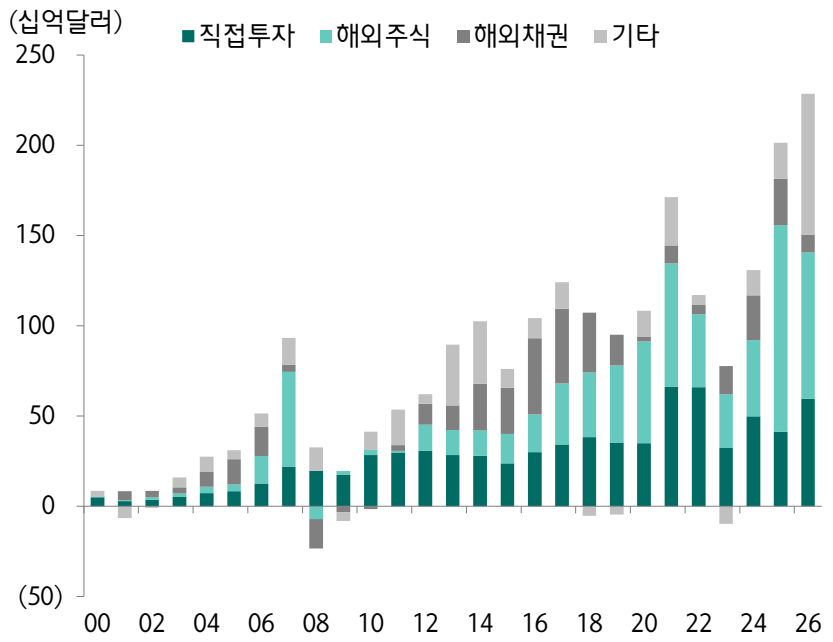
- 2023년 이후 AI 사이클과 미국 기업들의 성장성이 부각되면서 거주자 자금이 해외주식에 집중되는 경향 심화
- 2025년 거주자의 해외주식투자 규모는 1,143억 달러로, 경상수지의 93% 수준
- 2026년 1~9월은 810억 달러(24%). 연 환산 시 약 1,080억 달러로 2025년과 비슷한 규모
- 원화가 강할수록 해외투자 증가 패턴. 원화 강세 → 해외투자 확대 → 원화 강세 제한으로 이어지는 경로

거주자 해외주식투자와 경상흑자 대비 비율. 올해 급락은 흑자 급증 효과



주: 2026년은 1~9월 합계
자료: 한국은행, Bloomberg, 하나증권

거주자의 해외투자 유형별 규모

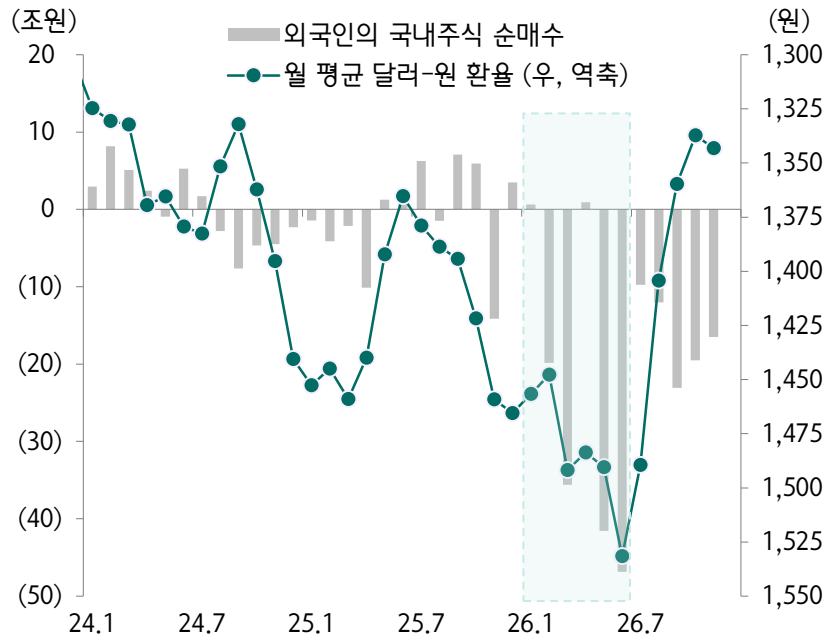


주: 2026년은 1~9월 합계
자료: 한국은행, 하나증권

외국인, 7개월 연속 국내증시 순매도 흐름

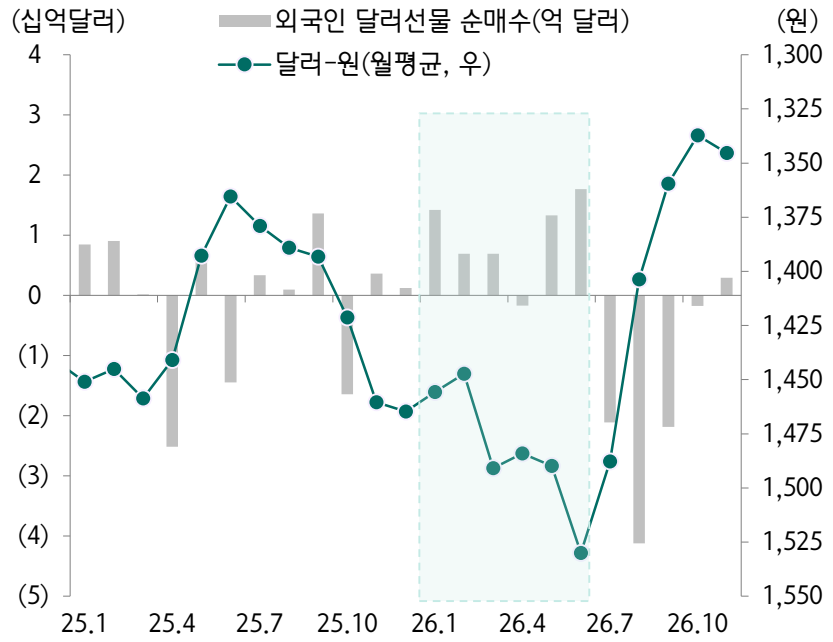
- 월간 기준 외국인은 5월부터 11월 현재까지 국내주식 순매도 흐름 지속
- 특히 경상수지 흑자 폭 확대에도 불구하고, 상반기부터 강했던 외국인 매도세는 달러-원 환율에 상방 압력으로 작용
- 외국인은 국내주식 순매도 이어가는 가운데, 하반기 달러선물도 순매도로 전환
- 달러선물 포지션은 환율 추세를 따라가는 경향. 환율 반등 시 달러 매수세로 돌아서면서 상승 폭 키울 소지

월간 외국인의 국내주식 순매수 규모와 달러-원 환율 추이



주: 코스피와 코스닥 합산 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

외국인 달러선물, 상반기 순매수에서 하반기 순매도로

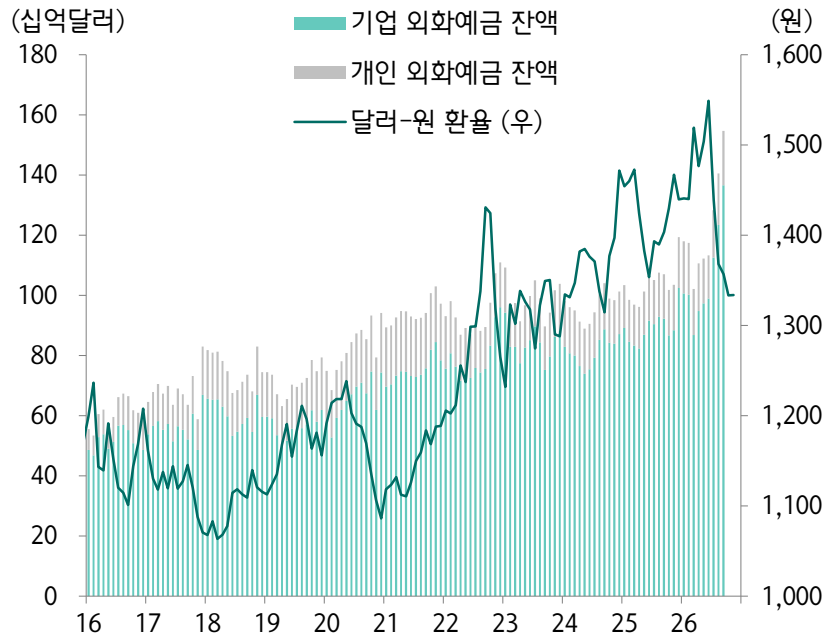


자료: 인포맥스, 하나증권

달러-원 환율 상단을 제한할 요소, 거주자 외화예금

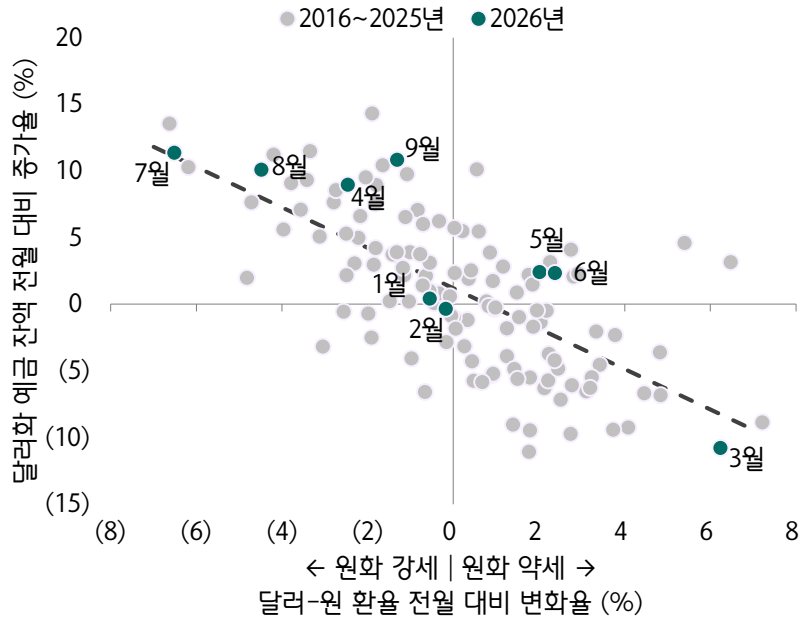
- 거주자 외화예금 잔액은 7월부터 급증하기 시작해 3개월간 414억 달러 증가 (6월 말 $1,133억 → 9월 말 $1,547억)
- 외화예금 중 달러화 비중은 약 85%. 달러-원 환율 1% 상승 시 달러화 예금 평균 1.5% 감소 (2016년 이후 기준)
- 단, 환율의 추가 상승 기대가 강한 국면에서는 환전 지연 소지 (올해 5~6월 사례)

달러-원 환율 하락 국면에서 거주자 외화예금 증가



자료: 한국은행, Bloomberg, 하나증권

원화 강세 시 거주자의 달러화 예금 적립 확대



주: (1) 달러-원 환율 변화율은 월말 기준. (2) 달러-원 환율 1% 상승 시 달러화 외화예금은 1.5% 감소
자료: 한국은행, Bloomberg, 하나증권