

Strategy Idea



FX/원자재
Economist 박수연
02. 6454-4897
soo-yeon.park@meritz.co.kr

와타나베 부인과 서학개미

- ✓ 관세 + 통화정책 + 재정건전성 불확실성 → 외환시장 수급장세
- ✓ 일본과 한국은 투자수지 적자국. 일본은 와타나베 부인, 한국은 서학개미 영향
- ✓ 환율은 경상수지 흑자가 유지되어도 투자수지가 적자라면 상승

주요 통화별 달러대비 YTD 수익률: BTC +23.9%, KRW +6.3%

2025년 외환시장 수익률:
암호화폐 > 유럽 통화 > 기타

올해 외환시장 수익률을 상위권은 암호화폐(비트코인 YTD +23.9%)와 유럽 통화(SEK +14.4%, EUR +12.2%)였다. 원화 역시 달러대비 +6.3% 절상되었다. 트럼프 2기가 시작되며 달러가치가 절하되다 보니(DXY -9.2%) 다른 통화들의 달러대비 통화가치가 절상되었기 때문이다.

원화 투자 매력도는 낮아 보임

상반기 약달러의 반작용으로 7월에는 달러 저가매수가 유입되며 글로벌 전반의 환율이 상승하고 있다. 디파이 내러티브가 유효한 암호화폐를 제외하고는 말이다. 특히 달러/원은 1,390원대에 안착하며 어느새 1,400원을 목전에 두고 있다. 특히, 상반기에는 DXY 하락폭보다 원화 절상폭이 작았고 7월의 DXY 상승폭보다 원화 절하폭이 크다는 점에서 원화 투자 매력도는 낮은 것으로 보인다.

단기 추세 전환 시그널 X.
달러/원 1,400원대 복귀 전망

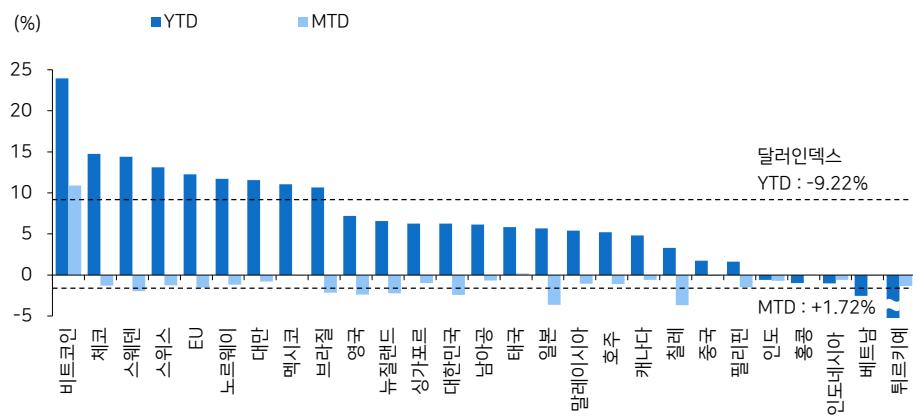
달러/원은 추세 전환 시그널이 없기 때문에 8월 내 1,400원대로의 복귀를 전망한다. 일반적으로 환율 추세가 반전될 때는 환율변동성이 커지는 경향성을 보이는데 지금은 낮게 유지되고 있기 때문이다. 게다가 DXY가 100을 하향돌파했기 때문에 여전히 저가매수 전략이 유효한 점, 연준이 매파적일 것이라는 시장 기대도 달러 반등을 지지한다. 같은 관점에서 비트코인 상승세도 이어지겠다.

중장기 강달러로 이어질지는
수급을 보고 판단

그러나 지금의 환율 반등이 중장기 강달러 재개로 이어질지를 판단하기 위해서는 외환 수급을 살펴볼 필요가 있다. 관세, 금리, 재정건전성을 둘러싼 매크로 불확실성이 계속되면서 매크로 측면의 환율 방향성 베팅은 어렵고 수급에 좌우되는 모습이 4월부터 이어지고 있다.

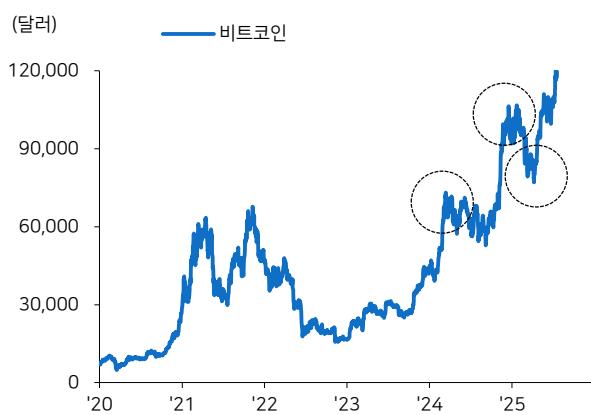
이에 이번 전략공감에서는 미국, 일본, 한국의 중장기 외환 수급을 살펴보았다. 외환 수급은 크게 실물 측면의 경상수지와 금융 측면의 포트폴리오 투자로 나뉜다.

그림1 주요 통화별 달러대비 수익률: YTD vs. MTD



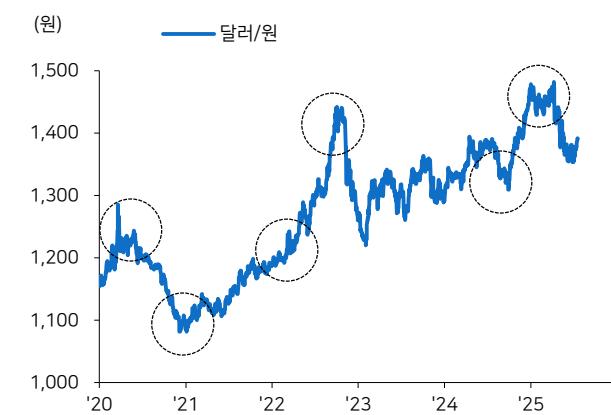
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 비트코인 가격



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 달러/원



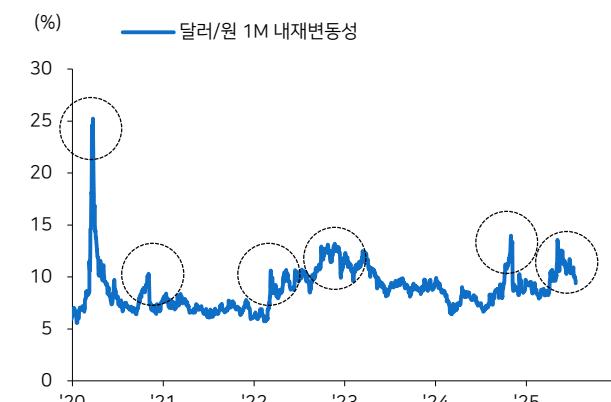
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 비트코인 변동성 지수



자료: Tradingview 메리츠증권 리서치센터

그림5 달러/원 1M 내재변동성



자료: Bloomberg 메리츠증권 리서치센터

[미국] 경상수지 적자 + 투자수지 흑자(?)

미국 4월 투자수지 적자 전환

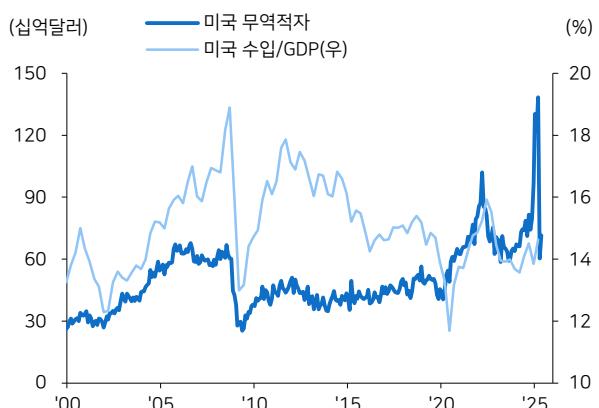
미국은 장기적으로 경상수지 적자와 투자수지 흑자를 유지해 왔다. 그런데 트럼프 2기의 관세 정책이 투자수지를 일시에 적자로 전환시키면서 오래된 수급 구조에 의문이 제기되었다. 4월 해방의날 이후 주식과 채권 자금이 순유출로 전환되었기 때문이다. 관세 정책은 경상수지 흑자 전환을 목적으로 두나, 공급망 구조가 바뀌기까지는 장시간이 걸리며 미국의 수입 의존도는 여전히 높다.

아직 투자수지 적자 고착화X

물론 미국 투자수지는 5월에 흑자로 다시 전환되었기 때문에 중장기 투자수지 적자의 시작이라 해석하기는 어렵다. 그러나 미국 예외주의 내러티브가 소강하면서 나타난 변화라는 점, 그리고 미국 정부가 연준 의장을 압박하면서 신뢰를 추가적으로 훼손한다는 것이 문제다. 과거 사례를 살펴보았을 때, 정부가 중앙은행을 압박하여 금리인하를 꾀하면 해당 통화 가치는 급격히 절하되었다.

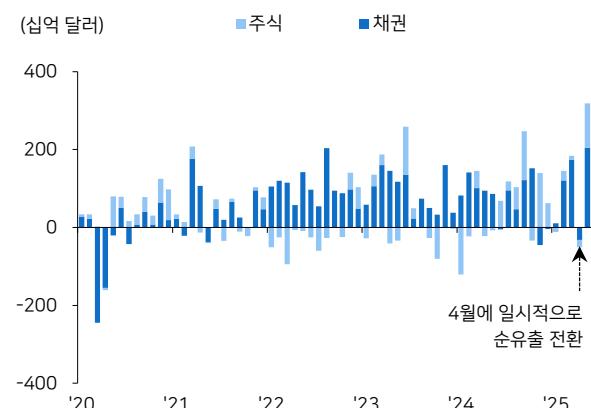
결론적으로 미국은 아직 투자수지 적자가 고착화된 것은 아니다. 그러나 시장의 의심이 중장기 달려가치 하락 압력으로 작용하고 있다.

그림6 미국 무역적자 vs. 수입/GDP



자료: U.S. Census Bureau, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 월별 외국인 자금 유입: 주식 vs. 채권



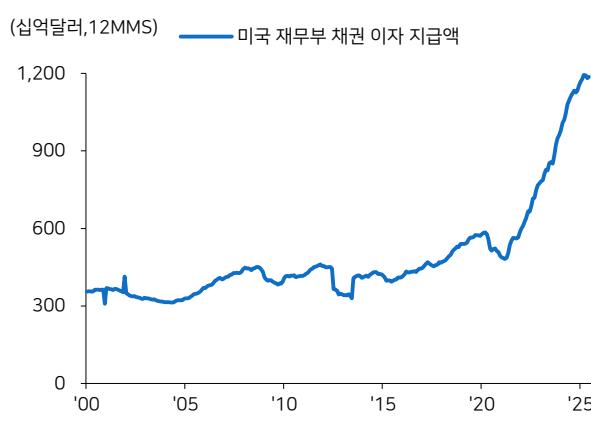
자료: US Department of the Treasury, 메리츠증권 리서치센터

표1 중앙은행 총재 압박 사례 및 환율 변화

날짜	국가	통화가치 변화 (% YoY)
1994년 10월	러시아	-41.5
2001년 2월	헝가리	0.2
2010년 1월	아르헨티나	-4.5
2014년 2월	나이지리아	-13.4
2019년 7월	튀르키예	-17.5
2021년 3월	튀르키예	-47.6

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 미국 재무부 채권 이자 지급액



자료: US Bureau of the Fiscal Service, 메리츠증권 리서치센터

[일본] 와타나베 부인과 투자수지 적자 전환

일본은 와타나베 부인 때문에
투자수지 적자 고착화

반면, 일본은 수급 변화가 고착화된 국가다. 일명 '와타나베 부인'으로 불리는 일본의 엔 캐리 트레이드 개인 투자자들로 인해 해외 투자가 활발해지며 투자수지가 적자로 전환한지 오래다.

일본 국내 투자 여건 악화
→ 고금리 통화 투자 유인 상승

와타나베 부인이 부각된 배경에는 일본 국내 투자 여건 악화와 해외 고수익 자산에 대한 관심 증가가 자리한다. 일본의 저성장은 1990년대의 버블 경제 붕괴와 디플레이션 시작과 함께 본격화되었다. 일본은행이 경기 부양을 위해 정책금리를 0%까지 인하하면서 저금리에 엔화를 빌릴 수 있는 토대가 마련된다. 금리가 낮아서 엔화 차입은 용이하나 저성장 때문에 일본 투자 수익률이 낮았다. 반면, 고금리 통화에 투자하면 내외금리차만큼의 수익률을 기대할 수 있었다. 이에 1998년 외환 자유화와 함께 엔 캐리 트레이드가 확대되었다.

달러/엔 5~10엔 상승 효과

물론 환율은 다양한 요인들이 복합적으로 영향을 미치기 때문에 와타나베 부인이라는 단일 조건에 의해 달러/엔이 좌우된 것은 아니다. 그러나 BIS(2007)는 와타나베 부인의 캐리 트레이드가 달러 매수 쏠림을 야기했기 때문에 달러/엔을 최소 5~10엔 이상 상승시키는 데 기여했다고 분석했다. 일본의 경상수지 흑자가 계속 되더라도 달러/엔 레벨이 높아진 이유다.

[한국] 서학개미와 투자수지 적자 전환

한국은 서학개미 때문에
투자수지 적자 고착화

한국은 미국보다는 일본과 비슷하다. 경상수지 흑자는 계속되지만 일명 '서학개미'로 불리는 개인 해외주식 투자자가 늘어나며 투자수지 적자가 정착했기 때문이다.

2010년대 박스피 장기화
→ 해외주식 투자 유인 상승

와타나베 부인과 마찬가지로 서학개미가 부각된 배경에도 국내 투자 여건 악화가 자리한다. 2018년 반도체 슈퍼 사이클을 제외하고, 2010년대 내내 국내증시는 '박스피'에 갇혀있었다. 반면, S&P 500 지수와 NASDAQ 지수는 상승세를 지속했기 때문에 상대수익률은 더욱 높았다. 매크로 측면에서 보더라도 한국 잠재성장률은 낮게 유지되었기 때문에 한국 국가 투자매력도는 반감될 수밖에 없었다.

기업 외화예금이 베퍼로 작용
→ 경상수지의 환율 영향력 제한

제다가 기업들의 외화예금이 늘어나면서 경상수지 증가하더라도 달러 매도가 지연되는 경향성이 커졌다. 즉, 외화예금이 베퍼로 기능하기 때문에 수출로 벌어들인 외화를 당장 시장에서 매도하지 않으면서 달러/원 하락이 지연된다는 것이다. 한국은행(2025)은 2018년 이후 대외불확실성이 커지면서 기업들이 환율 변동성 확대에 대비했기 때문이라 분석한다.

요약하자면, 개인 해외투자가 늘어나며 투자수지 적자 구조가 정착한 한편, 기업들은 수출대금(달러) 매도를 지연시키면서 경상수지의 환율 영향력은 약화되었다.

[일본] 1990년대 후반 와타나베 부인

그림9 일본 경상수지

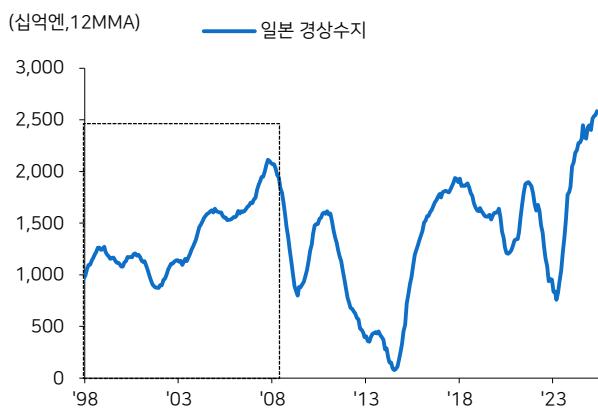


그림10 일본 포트폴리오 투자

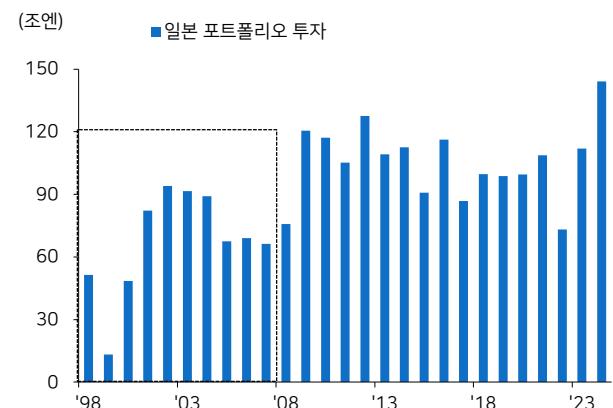


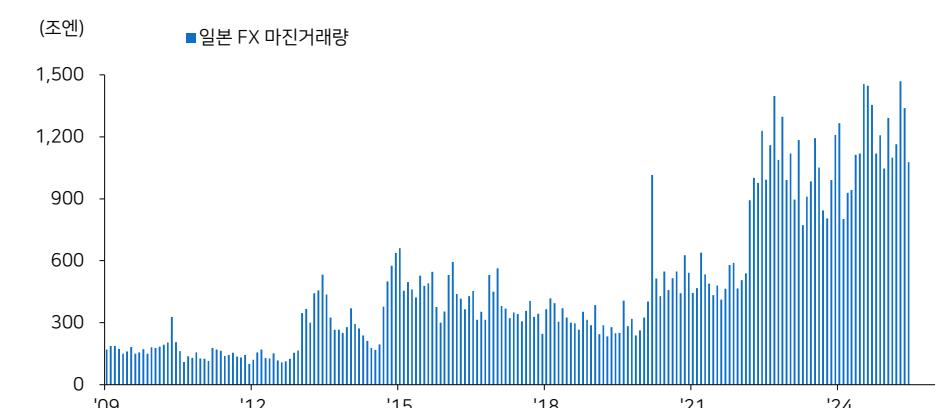
그림11 일본 경제성장률 vs. 잠재성장률



그림12 일본 10년 vs. 미국 10년



그림13 일본 FX 마진거래량



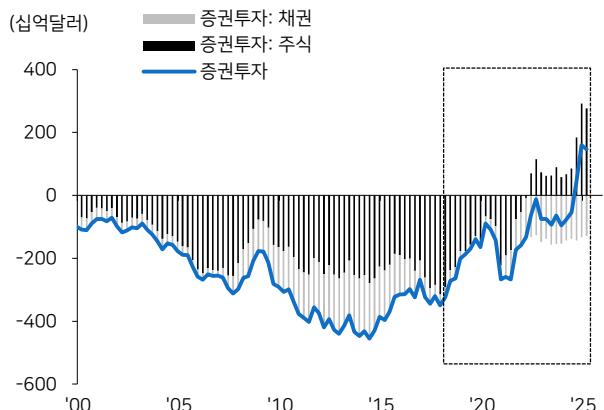
[한국] 2020년대 서학개미

그림14 한국 경상수지



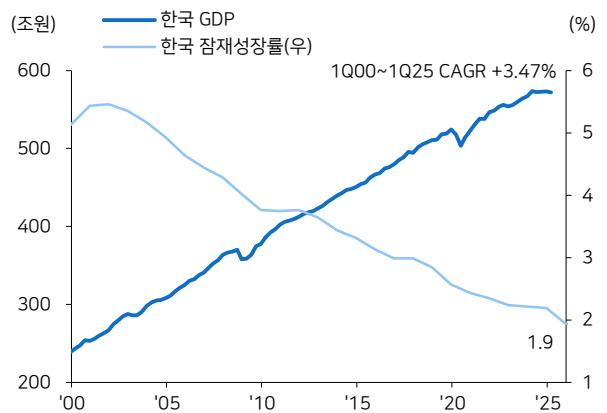
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림15 한국 포트폴리오 투자



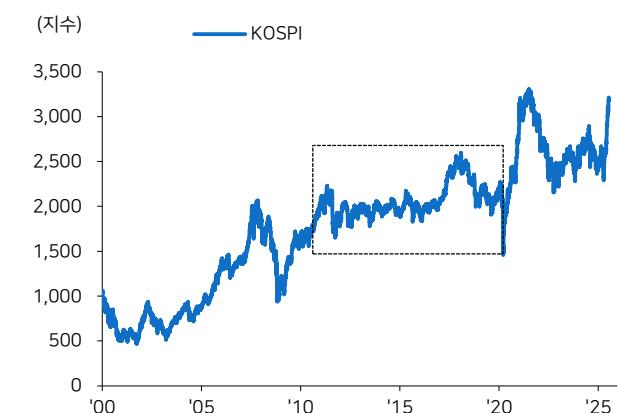
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림16 한국 경제성장률 vs. 잠재성장률



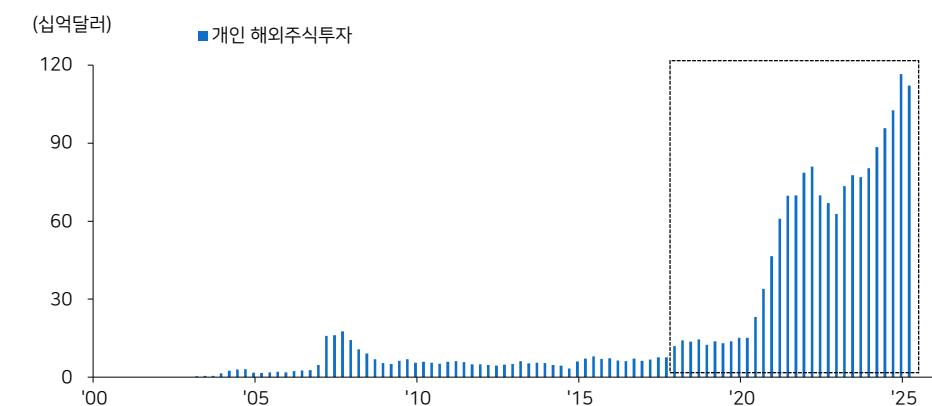
자료: 한국은행, OECD, 메리츠증권 리서치센터

그림17 KOSPI



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림18 한국 개인 해외주식투자



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

환율 영향력은 경상수지 < 투자수지

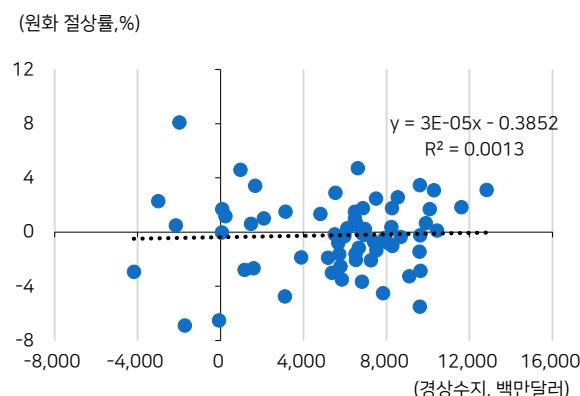
환율은 투자수지가 좌우

상기한 논의를 종합하면 두 가지 결론을 도출할 수 있다. 첫째, 1H25의 약달러는 미국 투자자금이 순유출로 일시에 전환되면서 발생했다. 미국 행정부에 대한 신뢰 약화가 투자자금 순유출을 고착화한다면 달러인덱스에 대한 구조적인 하락 압력이 커지겠으나 당장은 아니다. 특히 하반기의 연준 독립성 지탱 여부가 중요하겠다.

둘째, 일본 와타나베 부인 사례처럼 한국 또한 경상수지 흑자 지속에도 불구하고 달러/원 상승이 나타날 수 있다. 투자수지 변동에 좌우되는 경향성이 확대되었기 때문이다. 그리고 이러한 변화의 기저에는 당장의 경제성장률을 넘어서는 한국 잠재성장률 하락 문제가 자리한다.

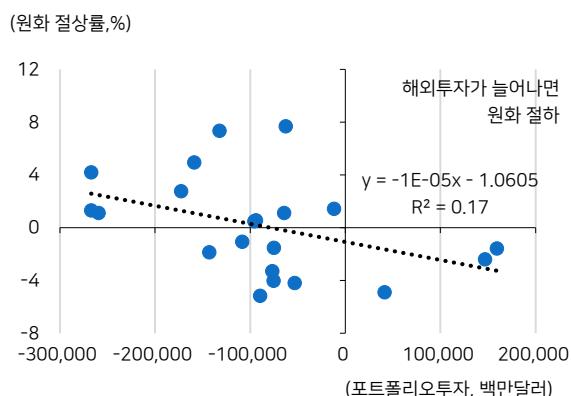
게다가 지금처럼 매크로 불확실성이 심한 시기에는 환율 방향성 베팅이 어렵기 때문에 수급 영향력이 확대될 수밖에 없다. 미국에 대한 신뢰 훼손이 미국 투자 매력도 하락으로 이어지지 않는 한 하반기 달러/원은 1,340원 ~ 1,420원의 높은 수준을 유지할 것으로 전망한다.

그림19 한국 경상수지 vs. 원화 절상률



주: 2020년 이후
자료: 한국은행, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 한국 포트폴리오투자 vs. 원화 절상률



주: 2020년 이후
자료: 한국은행, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.