환율

원 캐리 트레이드

▪ 이주원 joowon.lee2@daishin.com

외환시장 여건 점검

끝 없었던 불확실성

- 올해 외환시장은 주요국 정책 불확실성에 따라 변동성을 확대. (통상정책) 4월 상호관세 발표, 10월 미중갈등 재확산 우려가 달러가치 변곡점으로 이어졌음. (재정정책) OBBBA 통과 이후 미 달러에 대한 신뢰 개선, 하반기 정부 셧다운 장기화에 단기자금 시장 부담 가중되어 달러 상승 요인으로 작용. (통화정책) 경제지표 발표가 지연되며 향후 금리인하 경로 관련 불확실성 불거진 점 역시 환율 변동성을 확대. 미국 뿐만 아니라 프랑스, 일본 등 정치 불확실성 부각된 점은 미 달러에 상대적 강세요인으로 작용
- 2026년 역시 정책 불확실성이 부각될 여지가 커, 이슈에 따른 변동성 확대 국면이 지속될 전망. 상반기는 미 통화정책 불확실성 완화 예상, 금리인하 가시화되며 유동성 환경 개선에 따라 달러는 하락추세 재개 가능. 그러나 하반기는 중간선거 전후로 또다시 정책 불확실성이 확대될 여지. 미중갈등 또한 11월 고율관세 재부과 전후 변동성 확대 요인으로 작용 불가피. 대부분의 주요 국가들이 확장재정 기조를 나타내는 가운데, 재정 리스크 부각될 경우 각 통화가치 및 외환시장 전반에 변동성을 키울 가능성도 상존

환율 전망과 주요국 펀더멘털, 정책, 수급 환경 정리

	2025				2026				2024	2025	2026	2027
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
달러인덱스	107	100	98	99	97	99	102	103	104	101	100	105
유로달러	1.05	1.13	1.17	1.16	1.17	1.16	1.15	1.11	1.08	1.13	1.15	1.10
달러엔	152	144	147	153	148	148	150	152	152	149	150	153
달러위안	7.28	7.23	7.16	7.11	7.07	7.10	7.18	7.25	7.20	7.20	7.15	7.25
달러원	1,452	1,399	1,387	1,435	1,385	1,415	1,430	1,450	1,364	1,418	1,420	1,450

	USD		EUR		JPY		CNY	
Fundamental	0	• 상반기 경기 확장세 둔화 조짐 확인 • 연말 경기와 물가 반등 가능성	0	• 국가별 경기 흐름 차별화 가능성 • 인프라 투자 확대가 성장 뒷받침	+	• 임금 상승 지속되며 내수 회복 예상 • 엔화약세에 따른 수입물가 압력 확대	0	• 내수 저점 통과 vs. 느린 경기 회복 속도 • 부양 효과에 낮아진 기대치
Policy	–	• 상반기 연준 금리인하 재개 • 경기부양 지속	–	• 성장 둔화 확인 시 ECB 추가인하 예상 • 주요국 재정리스크 부각될 여지	+	• BOJ 통화정책 정상화 기조 유효 • 재정리스크 부각될 가능성 잔존	+	• 통화 추가완화 시 경기 개선 기대 유입 • 내수확대 지속
Sentiment/ Trading	–	• 글로벌 유동성 확대는 달러 약세 요인	0	• 재정리스크에 따른 시중금리 상방압력 지속 시 유로화 강세 제한	+	• 미중갈등 재부각 시 안전선호 심리 확산 • 내국인의 해외투자 본국송환 가능성	+	• 정책 불안 완화에 위안화 자산 투자심리 우호적
KRWUSD	• 달러 하락추세 재개 시, 달러원환율도 연동되어 하향 안정화 가능할 전망 • 대외 직접/간접투자 수요 견조한 점은 환율 하락폭을 제한할 수 밖에 없지만, 원화 실질실효환율이 16년 중 최저 수준을 기록하는 등 약세폭은 과도. 달러 상방압력 완화 시 정상화 차원에서 달러원환율의 가팔랐던 상승폭 되돌림 예상							

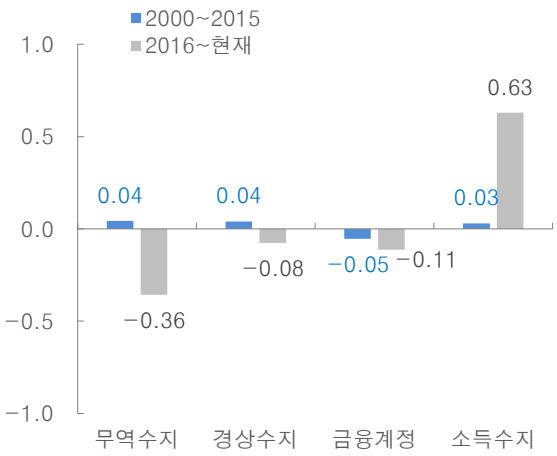
자료 : 대신증권 Research Center

유난히 내성적이었던 원화

원화 약세폭이 과도한 이유, 고개를 든 구조적 변화

- 상대적인 통화가치 개념인 환율은 중장기적으로 펀더멘털 격차에 수렴. 올해 9월까지 한국 누적 경상수지 흑자는 역대 최고수준을 기록. 정책 측면에서도 금리인하 재개한 미국과 달리 한국은 금리 동결. 이에 한미협상 관련 불확실성 해소 시 원화 약세폭을 빠르게 줄일 수 있을 것이라 전망한 바 있음
- 그러나 수급측면에서 달러유출 및 원화약세압력이 지속. 내국인의 해외투자 수요가 꾸준히 유입된 가운데, 외국인의 국내자산 매도세 확대되며 달러원환율은 오히려 상승폭을 확대. 환율에 경상수지 흑자보다 자본흐름의 영향력이 확대되고 있다는 판단. 향후 달러원환율에 수출경기보다 투자자금 유출입 및 소득수지 변동이 미치는 영향이 점차 커질 전망

달러원환율 결정요인 상관계수 변화

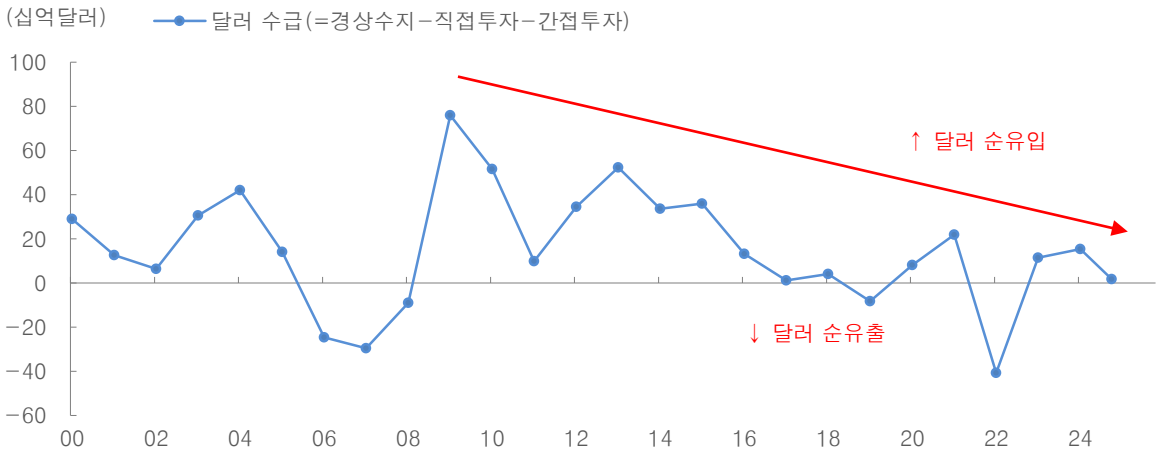


자료: 관세청, 한국은행, 대신증권 Research Center
주: 2015년 전후를 비교

내국인의 해외증권투자 누적

자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

달러 수급: 달러 순유입 축소 흐름



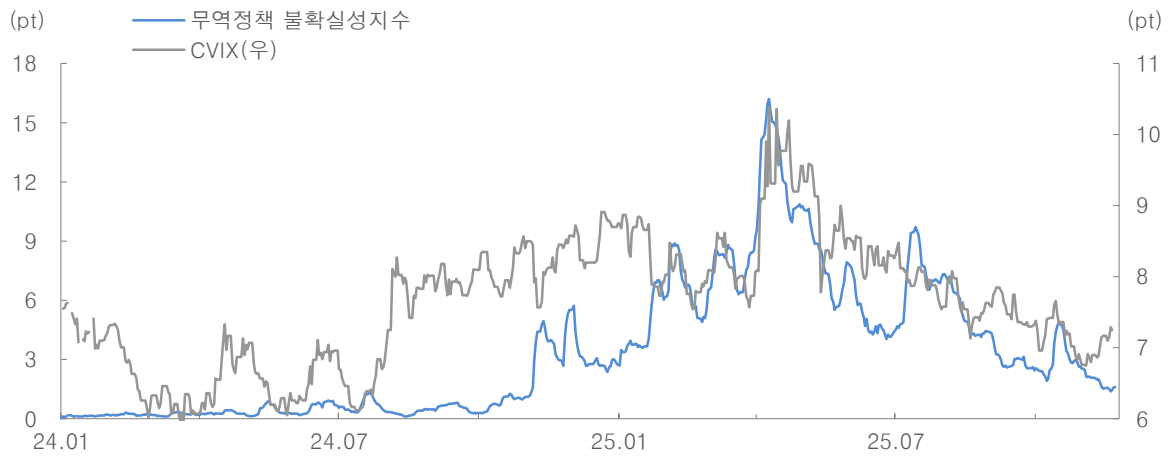
자료: 한국은행, 대신증권 Research Center
주: 2025년은 9월까지 누적

[달러] 2025년 가파른 약세 기록

그러나 최근 불안 요인 다수 유입에 박스권 등락

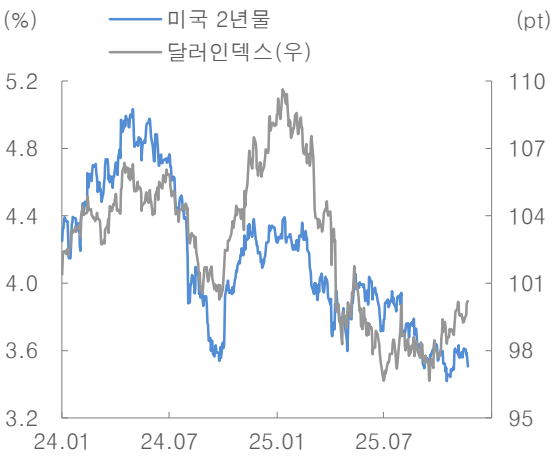
- 상반기 달러인덱스는 미 경기 확장세 둔화 및 연준 금리인하 재개 기대가 유입되며 연초 110pt에서 6월 96pt까지 하락. 관세 중심으로 불거진 통상정책 불확실성이 자극한 안전선호 심리는 엔화 및 유로화 강세로 이어졌음
- 그러나 하반기 들어 96~100pt대 박스권에서 등락을 반복. 10월 관세협상 이후 미중갈등 공포심리는 완화되었으나, 정부 셧다운 장기화에 유동성 환경 개선 지연, 경제지표가 부재한 가운데 연준은 대체로 매파적인 스탠스를 보이자 달러가치는 반등. 프랑스, 일본 등 예산안 수립 과정에서 재정정책 불확실성 커진 점 역시 미 달러에 상대적 강세압력을 확대. 이에 최근 달러인덱스는 4개월 만에 100pt대 진입

글로벌 무역정책 불확실성지수와 CVIX



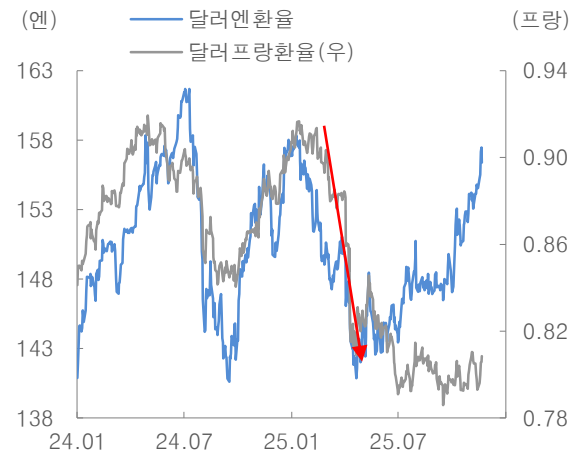
자료: EPU, Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국채 2년물 금리와 달러인덱스



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

안전선호 심리는 엔화와 프랑화 강세로



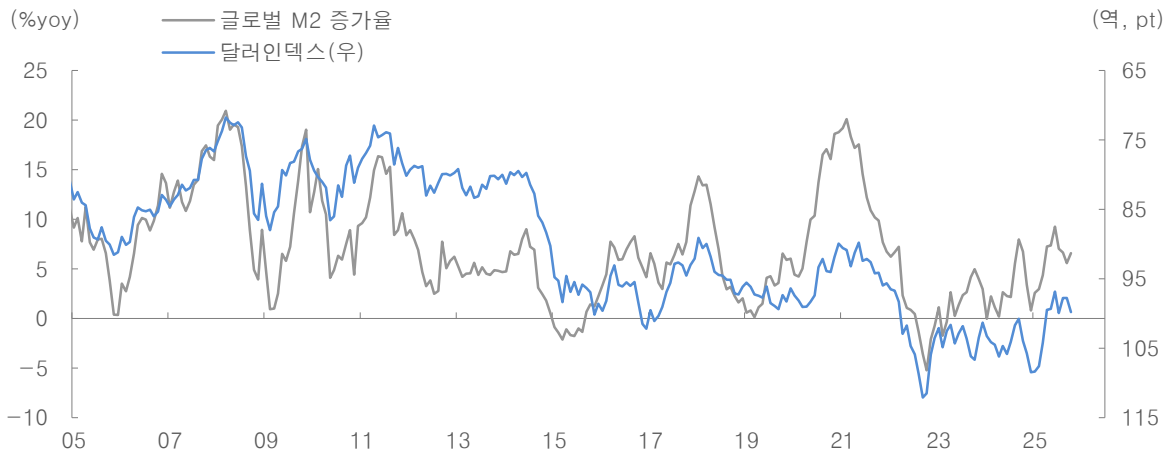
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

[달러] 2026년 상저하고 전망

상반기 유동성 확대에 약달러 재개 예상

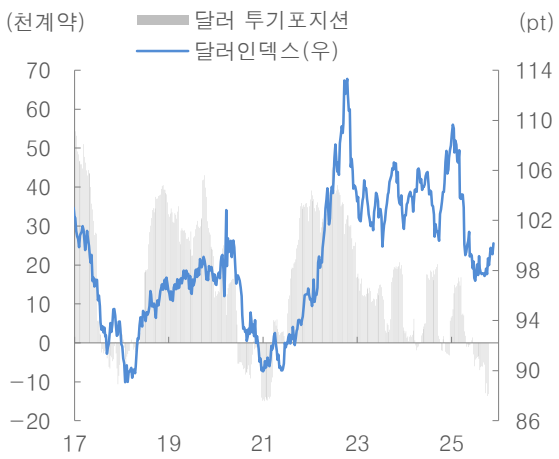
- [펀더멘털] 고금리 환경, 관세 확정, 셧다운 등으로 경기 하방리스크 확대. 연초 발표될 지표에서 경기 둔화 확인 예상. 하반기는 금리인하 및 정부 부양정책에 힘입어 경기 회복 및 물가 반등 예상
- [정책] 상반기 고용 둔화 확인하며 연준 추가 금리인하에 따라 달러가치는 하락추세 재개할 전망. 다만 재정지출 확대에 따른 부채 부담 부각될 경우 시중금리와 달러 변동성 확대 주의. 통상정책 측면에서 하반기 대중관세 재부과 전후로 미중갈등 또다시 확산할 경우 역시 달러가치에 불안요인으로 작용할 여지
- [수급/센티먼트] 금리 인하, QT 종료로 달러 유동성 환경 개선. 금리차 부담 완화되어 비미국 역시 통화정책 추가완화 가능. 이에 위험선호 심리 개선될 수 있는 점 역시 상반기 달러 하락추세를 뒷받침

글로벌 유동성 확대는 달러 약세 요인



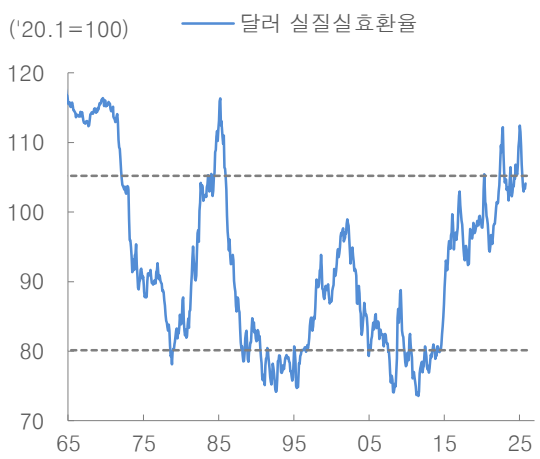
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

여전한 약달러 기대



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

달러 실질실효환율



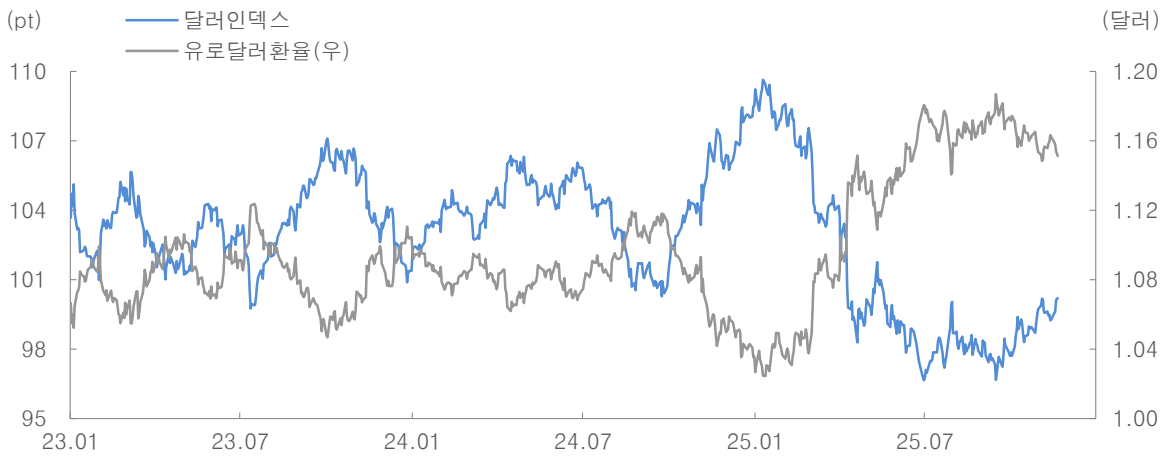
자료: BIS, 대신증권 Research Center
주: 점선은 평균 ±표준편차

[유로] 2025년 강세 시현

그러나 최근 들어 속도조절 나타난 이유

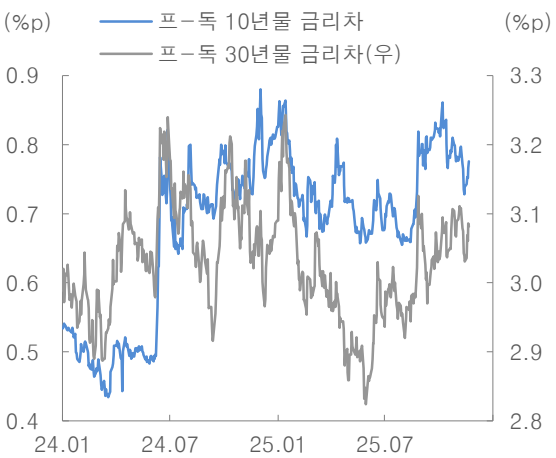
- 상반기 대외 약달러 국면에서 유로달러환율은 1.18달러대까지 상승. 유럽 재무장 계획 및 독일 인프라 투자 로드맵 발표에 따른 성장세 회복 기대감도 대내 유로화 강세요인으로 작용
- 그러나 하반기 프랑스 정국불안 확대되며 유로존 대내 금리차 및 유로화 약세압력 확대. 르코르뉘 총리 재지명에 정치불안 정점 통과했으나, 2026년 예산안 두고 이견이 좁혀지지 않는 모습. 제조업 경기 반등 속도가 기대보다 느린 점 역시 유로화 추가 강세를 제한
- 파운드달러환율 역시 하반기 들어 하락 전환. 주요국 대비 물가가 높은 수준이 지속되며 스테그플레이션 우려 잔존한 가운데, 재정 리스크까지 부각된 점이 파운드화 약세 요인으로 작용

유로달러환율과 달러인덱스



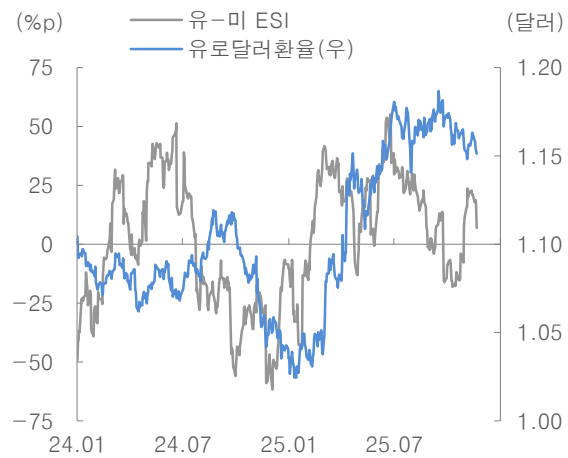
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

프랑스 정국 불안에 프-독 금리차 확대



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

유로존 ESI와 유로달러환율



자료: Citi, Refinitiv, 대신증권 Research Center

미영 실질금리차와 파운드달러환율

자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center
주: 실질금리차는 국채 5년물 금리-BEI 5년물로 산출

미독 실질금리차와 유로달러환율

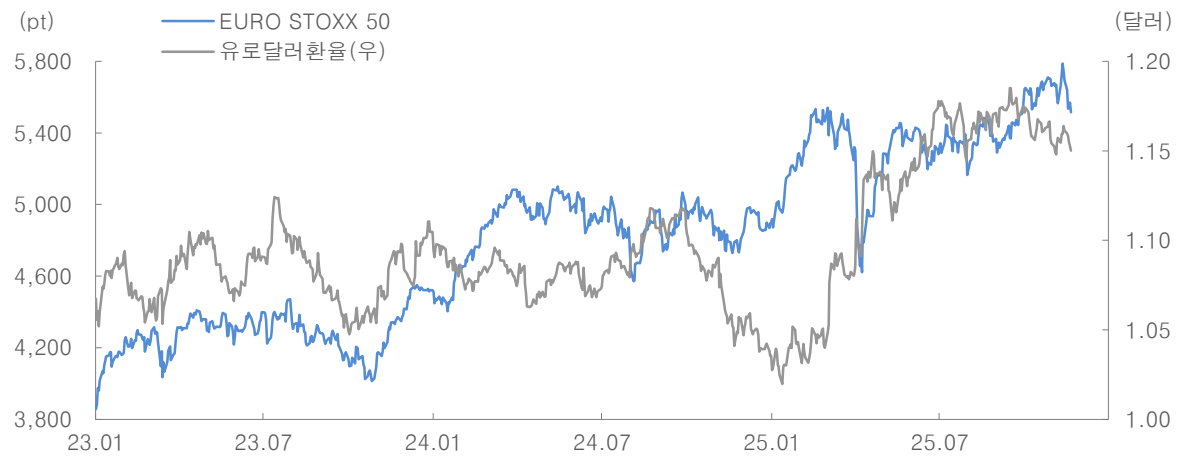
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center
주: 실질금리차는 국채 5년물 금리-BEI 5년물로 산출

[유로] 2026년 상반기 강세 재개 예상

다만 재정리스크가 제한할 유로화 강세폭

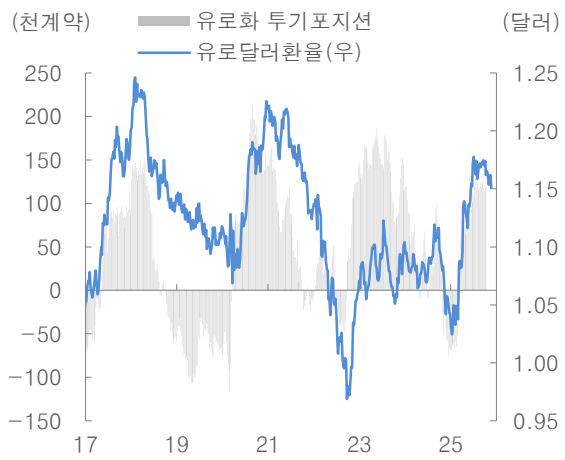
- [펀더멘털] 물가흐름 안정적인 가운데 완만한 속도로 경기 확장세 지속 예상. 연초 이탈리아 동계 올림픽 예정으로 서비스업 경기 뒷받침 가능. 독일 인프라 투자 확대에 따른 제조업 경기도 반등을 예상하나 대내외 수요가 저조하여 그 속도는 완만할 공산이 큼
- [정책] 성장둔화 조짐 확인될 경우 ECB 추가 인하 가능. 프랑스 신용등급 강등이 이어진 가운데 연금 개혁 유예를 결정하는 등 주요국 정치 불확실성 잔존. 재정리스크 부각될 경우 유로화 약세압력 불가피
- [수급/센티먼트] 상반기 유동성 확대 및 대외 약달러 국면에 유로화 자산 투자 수요 유입 가능. 다만 구조적인 성장동력이 부족하며, 정책 불확실성이 남아있어 이 경우 유로화 추가 강세를 제한

상반기 유동성 확대에 유로화 자산 투자 수요 유입 가능



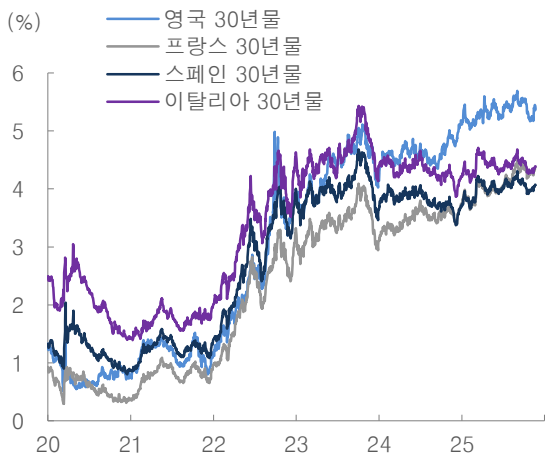
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

여전한 유로화 강세 베팅



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

재정리스크에 장기물 금리 상승



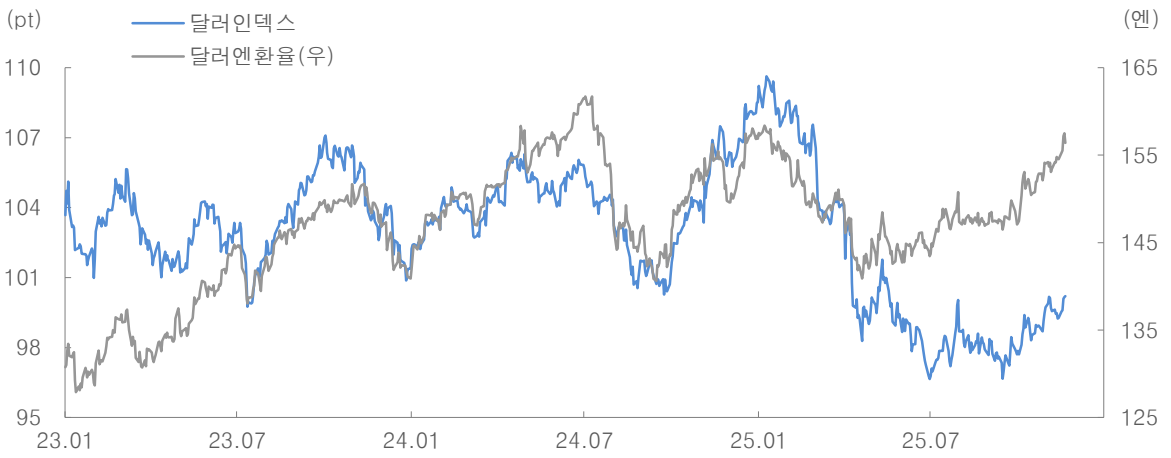
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

[엔] 2025년에도 높았던 변동성

하반기 다카이치 트레이드에 약세 전환

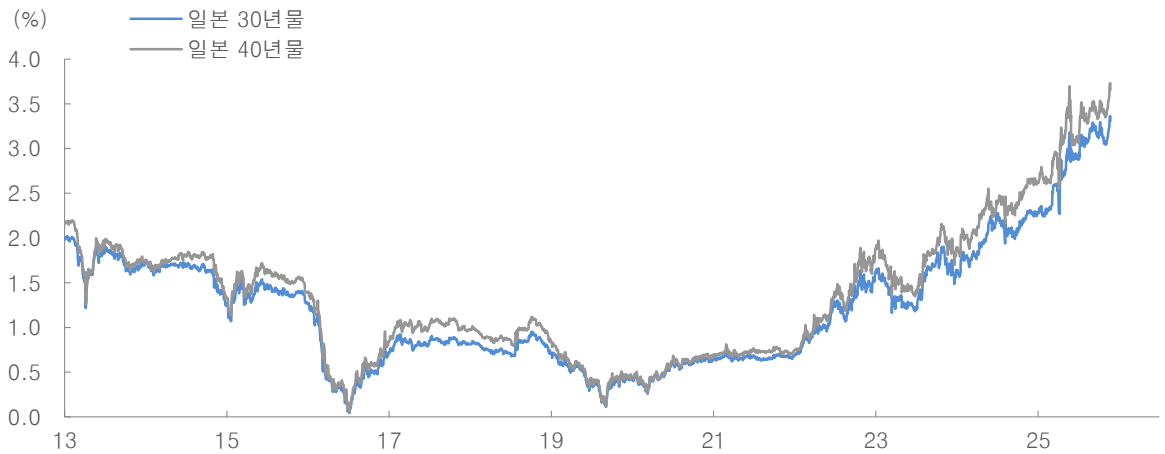
- 올해 엔화는 펀더멘털 흐름 보다 대내외 정책 불확실성에 따라 방향성이 결정되는 모습. 상반기 미국 중심 정책 불확실성 불거지며 안전선호 심리 확산에 엔화는 빠르게 강세폭을 확대. 달러엔환율은 연초 158엔대에서 4월 139엔대까지 하락
- 그러나 하반기 들어 참의원선거 자민당 참패 및 이시바 전 총리 사퇴에 정치 불확실성 확대되며 엔화 추가 강세는 제한. 이후 신 내각 출범, 다카이치 트레이드 나타나며 엔화는 약세로 전환. 최근 21.3조엔 규모 경제정책 발표한 가운데 재정지출 확대 우려 부각되며 달러엔환율은 다시 158엔대로 상승

달러인덱스와 달러엔환율



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

재정리스크 부각에 일본 장기물 금리 상승



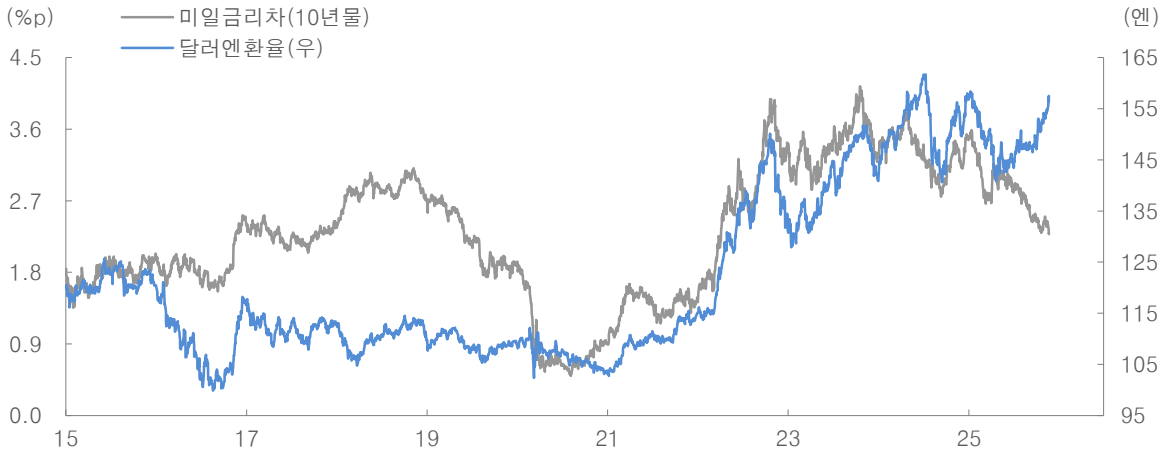
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

[엔] 2026년 상반기 약세 되돌림 예상

엔캐리 자금 흐름에 따른 변동성 확대 주의

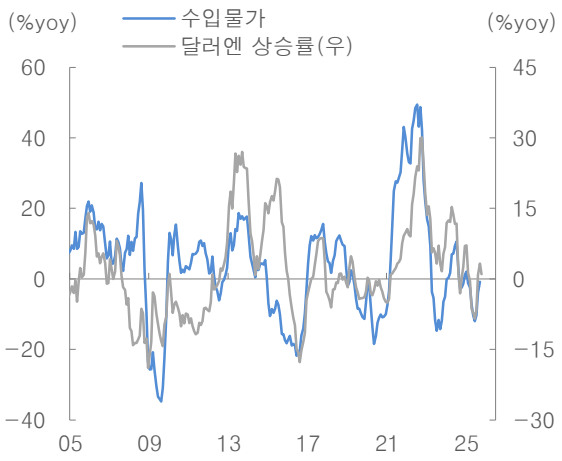
- [펀더멘털] 물가가 다소 높은 수준이 지속되는 가운데, 최근 엔화 약세가 수입물가 상승으로 이어질 가능성. 3분기 일본 경제 역성장했으나, 대규모 부양정책 효과가 경기 개선에 기여
- [정책] 인플레이션 흐름이 금리인상을 뒷받침, BOJ 정책위원들 역시 통화정책 정상화 필요성을 인지. 향후 금리인상 기조 유효함 재확인시켜줄 경우 엔화자산 신뢰 개선되며 과도했던 약세폭 되돌림을 예상. 다만 신 내각의 재정지출 확대에 부채 부담 부각될 경우 엔화 강세폭 일부 제한 불가피
- [수급/센티먼트] 미일금리차 축소 국면에서 단기적으로 엔캐리가 다시 누적될 가능성 제한적. 통화정책 정상화 시 내국인의 해외 투자금액이 본국으로 송환되며 환율 변동성 확대될 수 있음은 경계 필요

미일금리차 축소



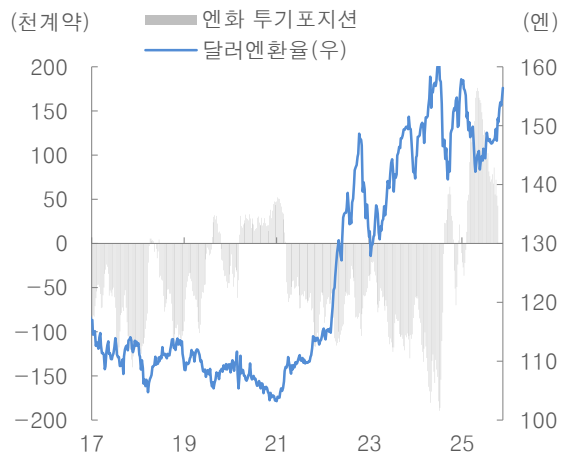
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

수입물가 상승률과 달러엔환율



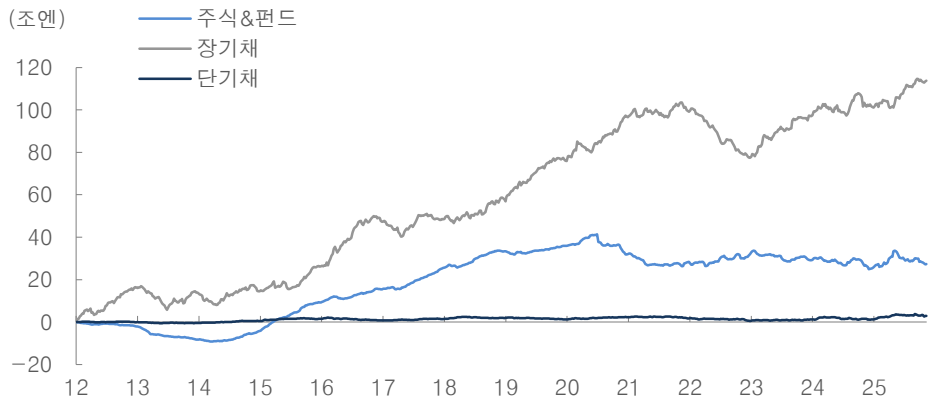
자료: BOJ, 대신증권 Research Center

엔화 투기 포지션



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

일본 내국인의 해외 증권투자 누적



자료: MoF, 대신증권 Research Center

엔화 실질실효환율

자료: BIS, 대신증권 Research Center
주: 점선은 평균 ±표준편차

일본 본원소득수지와 달러엔 환율

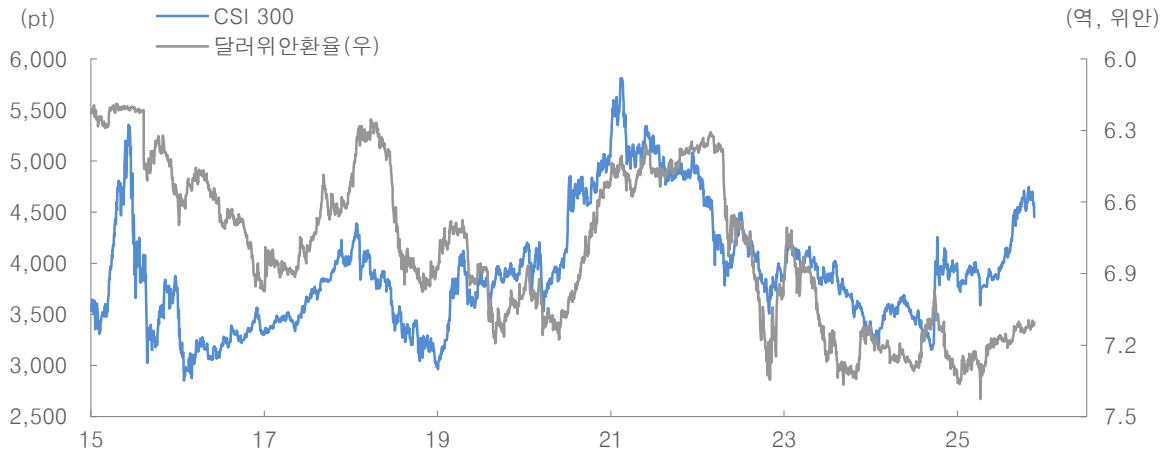
자료: BOJ, Refinitiv, 대신증권 Research Center

[위안] 2025년 강세 지속

하반기 여타 아시아 통화대비 강세 지속

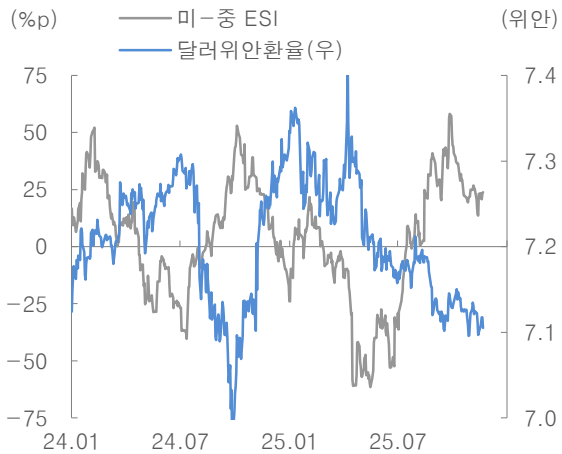
- 올해 하반기 중국 경기는 상반기 대비 회복 속도가 느려졌음에도 불구, 위안화는 강세폭을 오히려 확대. 펀더멘털보다 정책 불확실성이 완화된 점이 중국자산 투자심리에 우호적으로 작용한 결과
- 4월 미국의 상호관세 발표 이후 미중갈등 격화 우려에 일시적으로 7.35위안대까지 상승했으며, 10월 미중갈등 재확산 우려에 달러위안환율 하락 속도 조절 요인으로 작용한 바 있음. 그러나 이 외에 달러위안 환율은 대체로 하락추세 지속

중국 주식과 달러위안환율



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

중국 지표 부진에도 위안화 강세 지속



자료: Citi, Refinitiv, 대신증권 Research Center

중국 국채 10년물 금리 반등 조짐

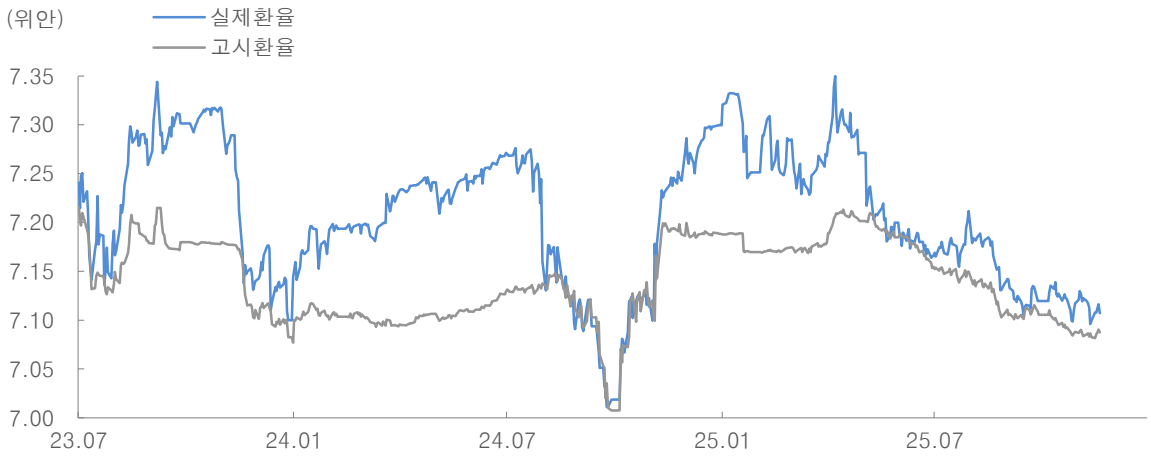
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

[위안] 2026년에도 유효할 강세 국면

달러위안환율 6위안 대 안착 여부는 의구심

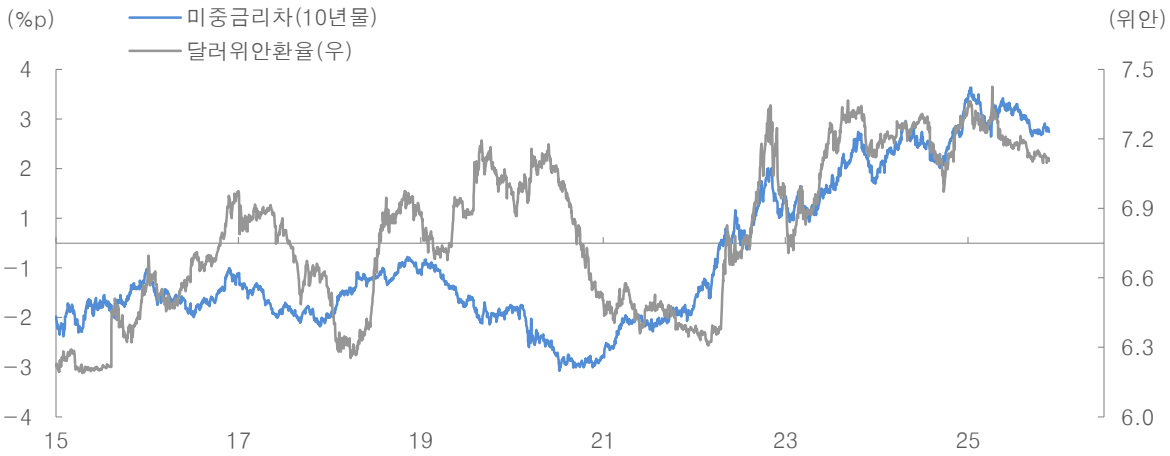
- [펀더멘털] 감산 효과 가시화에 PPI 반등하며 디플레이션 탈피 조짐 나타나고 있으나, 속도는 느림. 당국의 부양 지속되겠으나 실물경제에서 정책 효과가 빠르게 나타나기는 힘들 전망
- [정책] 지준율 추가 인하 기대 남아있으며, 올해도 내수부양 의지를 피력한 만큼 인위적인 위안화 약세 환경을 조성할 가능성 제한적. 다만 동시에 패권 경쟁 차원에서 첨단기술 확보 및 공급우위 유지를 위한 노력 또한 지속 예상. 미중갈등 또다시 부각될 경우 변동성 확대 요인으로 작용 가능
- [수급/센티먼트] 당국은 10월 국채 매입 재개. 연준 금리인하 재개할 경우 인민은행 추가인하 가능. 이는 유동성 확대 및 위험선호 심리 개선으로 이어지며 위안화 강세국면을 뒷받침할 전망

고시환율과 실제환율



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

미중 금리차와 달러위안 환율



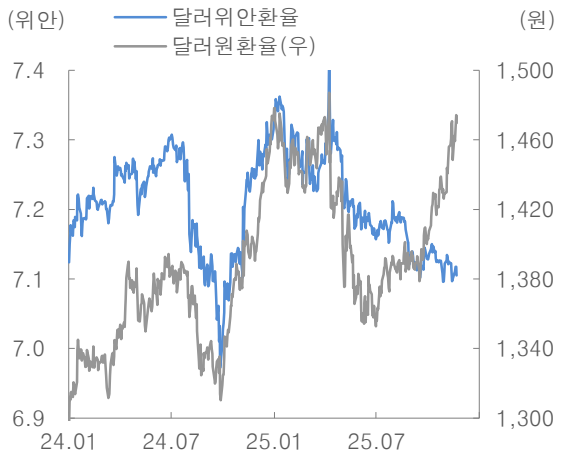
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

[원] 2025년 돌아온 약세

하반기 수급 부담에 약세폭 빠르게 확대

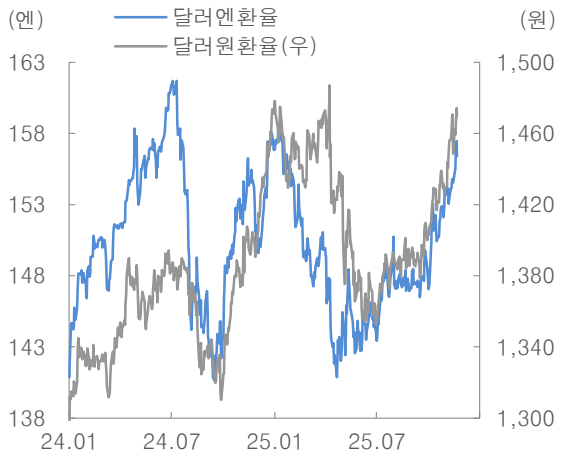
- 연초 대외 달러가치 하락에도, 달러원환율은 대내 정치 불확실성에 하락폭 제한적이었음. 정치 불안이 해소된 이후 원화는 강세로 전환. 아시아통화 강세, 특히 대만달러 강세에 연동되어 달러원환율은 하락폭을 확대. 6월 말 달러원환율은 1,340원 후반대까지 하락
- 하반기 대외 약달러 속도조절 국면에서 한미 협상 관련 불확실성이 원화의 여타 통화와 키 맞추기를 저해. 10월 말 협상이 국내 외환시장에 부담 없는 수준에서 마무리되었음에도, 수급 측면에서 외국인의 원화자산 매도세 및 내국인의 해외자산 매수세 지속되며 달러원환율은 상승폭을 오히려 확대. 최근 대외 달러가치 반등이 지속되며 달러원환율은 1,470원 후반대까지 상승

달러위안환율과 달러원환율



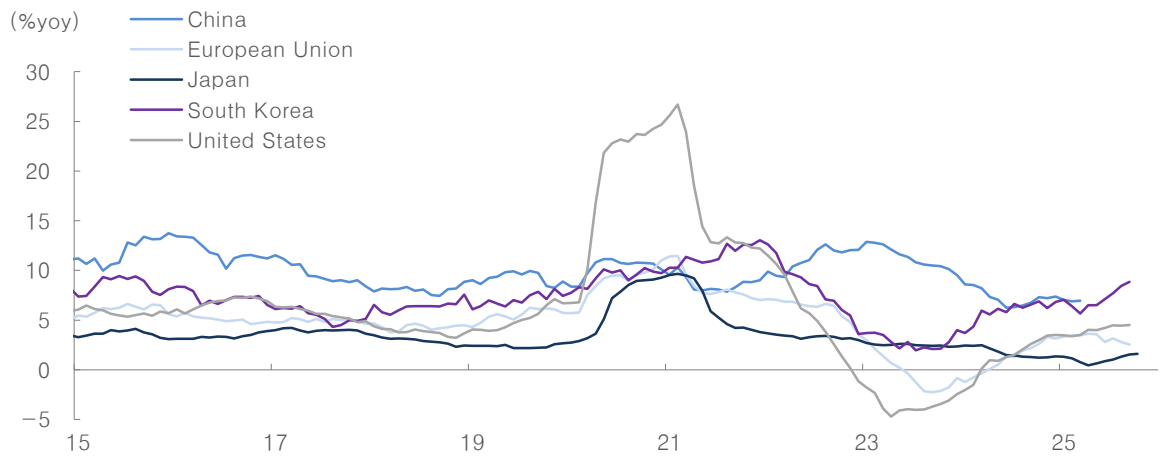
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

달러엔환율과 달러원환율



자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

글로벌 M2 증가율



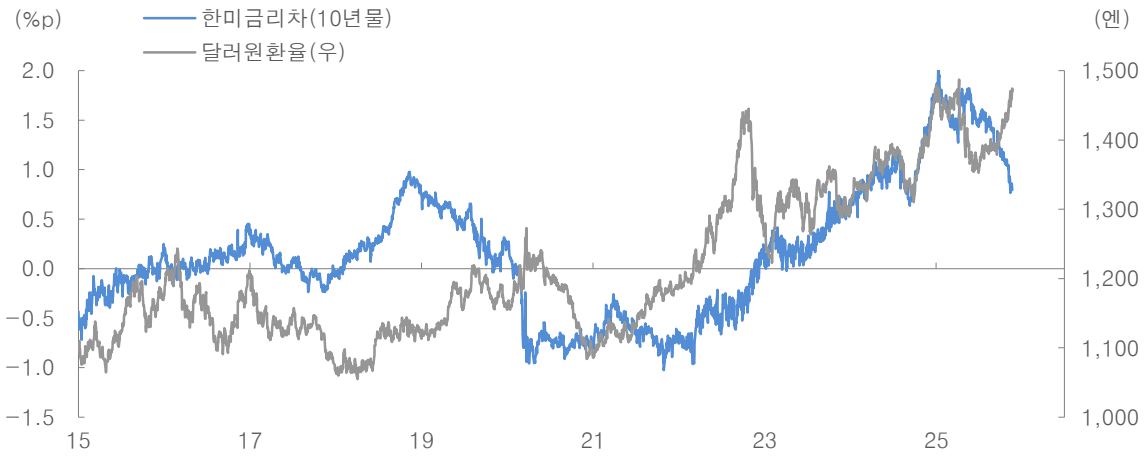
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

[원] 2026년 과도했던 약세 되돌림 가능

상반기 달러원환율 정상화 차원에서 하락 전망

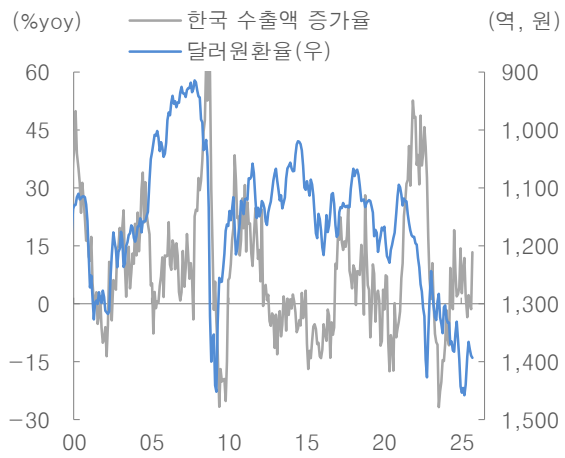
- [펀더멘털] 민간소비와 설비투자 중심으로 내수가 성장 뒷받침 예상. 글로벌 제조업 경기 반등 제한되고 있으나, 견조한 반도체 수요가 수출 경기에 기여할 전망
- [정책] 한국은행은 부동산 및 환율 여건 감안 금리인하 속도조절 이어질 여지
- [수급/센티먼트] 대외 유동성 환경 개선 및 위험선호 심리 개선되며 원화자산 투자수요 유입 예상. 4월 예정된 WGBI 편입 역시 원화 수요를 뒷받침. 다만 내국인의 대외 직접 및 간접투자 수요가 견조한 점은 달러원환율 하락폭을 계속해서 제한할 전망

한미 금리차와 달러원환율



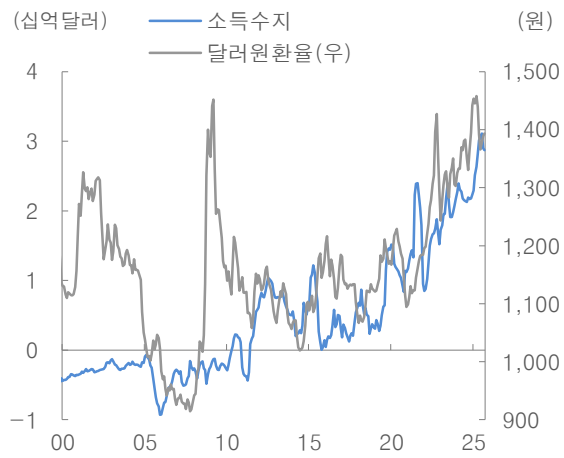
자료: Refinitiv, 대신증권 Research Center

수출증가율과 달러원환율



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

소득수지와 달러원환율



자료: BOK, Refinitiv, 대신증권 Research Center

내국인의 미국주식 보관금액과 달러원환율

자료: Seibro, Refinitiv, 대신증권 Research Center

거주자 외화예금과 달러원 환율

자료: 한국은행, 대신증권 Research Center

원화 실질실효환율 평균 레인지 이탈

자료: BIS, 대신증권 Research Center
주: 점선은 평균 ±표준편차

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 이주원)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.