Hanwha Research

2026.01

| 2026년 1월 5일 |

Hanwha FX Monthly
원/달러 다이내믹스

경제 최규호 | choi.gh@hanwha.com | 3772-7720

한화투자증권

Contents

I. 핵심요약 03

II. 원/달러 환율 분석 04

1. 환율과 경상수지 분해(Decomposition) 04

2. 해석과 실증 분석 10

3. 약해진 경상수지 영향력 15

III. 이번 달 외환시장 요약 17

IV. 외환시장 전망과 이슈 18

1. 원/달러 환율 18

2. 달러인덱스 20

3. 선진국 통화 22

4. 신흥국 통화 24

V. 외환시장 차트북 25

I. 핵심요약

환율과 수지의 결정요인

국내 외환시장과 국제금융은 거시경제 변수들의 영향을 받으며 움직이고 있다. 분석 결과, 원/달러 환율은 경상수지 흑자, 외국인 투자 유입, 한-미 금리 격차 확대 시 하락(원화 강세)하는 경향을 보였다. 그 중 경상수지는 미국 경기 호조, 국내 교역조건 개선, 글로벌 무역량 확대 등 대내외 여건이 우호적일 때 흑자 폭이 커졌고, 국제유가 상승은 수지 악화 요인으로 작용했다.

경상수지 요인: 대외 경기와 유가

첫째, 경상수지는 대외 변수에 민감하게 반응한다. 예로 미국 산업생산 증가율이 1%p 오르면 월간 경상수지는 약 2.4억 달러 개선되는데, 이는 미국 경기 회복이 한국의 수출 증대로 이어지기 때문이다. 반대로 원유를 전량 수입하는 구조적 특성상 국제유가(WTI)가 배럴당 10달러 상승하면 월간 경상수지는 약 4.2억 달러 악화된다.

환율 요인: 자본 유출입과 금리차

둘째, 원/달러 환율은 자본 유출입 동향과 내외 금리에 큰 영향을 받는다. 분석에 따르면, 외국인이 국내 증권시장에서 10조 원을 순매도할 경우 환율은 약 24.7원 오른다(참고: 2023년 이후 월간 10조 원 이상 외국인 순투자 변동 3회, 2025년 11월 누적 +42.1조 원). 또한 한-미 정책금리 격차가 1%p 축소(역전)되면 약 16.6원 상승한다. 2022년 하반기 미국의 가파른 금리 인상으로 금리 역전이 발생한 이후, 환율이 1,400원대까지 급등한 바 있다.

올해 환율도 투자와 금리에 주목

올해 경상수지는 글로벌 교역 환경 회복에 힘입어 흑자 기조를 이어갈 전망이다. 다만 환율은 이러한 펀더멘털 개선 효과보다 자본 흐름에 주목할 가능성이 높다. 특히 외국인 순투자 추이와 글로벌 달러 자산 선호가 환율의 변동성을 결정하는 가운데, 한-미 금리 격차 축소가 주요 변수로 작용할 전망이다.

원/달러 1,430~1,460원

이번 달 원/달러 환율은 1,430~1,460원을 예상한다. 미국 고용과 물가 둔화를 재점검하는 가운데, 보수적인 연준 금리 전망이 환율 하락을 제한할 전망이다. 연말 외환당국 개입 영향이 일부 되돌려질 수 있다는 점도 염두에 둬야 한다. 기획재정부의 외환시장 안정 정책으로 환율이 연간 55원 정도 하락할 수 있다고 판단하나, 정책 효과가 이번 달에 바로 나타나기는 어려워 보인다.

II. 원/달러 환율 분석

1. 환율과 경상수지 분해(Decomposition)

환율과 경상수지

원/달러 환율은 실물경제와 금융시장을 동시에 반영하고 있는 지표다. 일시적인 시장 심리와 대외 불확실성이 환율을 크게 흔들 때도 있지만, 중장기적인 흐름은 펀더멘탈을 따른다고 생각한다. 따라서 수출과 대미투자 변동, 연준의 기준금리 인하 등을 모형을 통해 살피면, 적정 환율을 추정하거나 환율 변동폭을 예상해볼 수 있다.

경상수지는 전통적으로 환율에 적지 않은 영향을 주는 지표 중 하나다. 해외투자 상품이 다양해지고 규모가 확대되며 경상수지보다 금융계정의 영향력이 강해지고 있지만, 여전히 무시할 수 없다. 환율에 더해 경상수지 또한 모형을 통해 추정하고, 과거 대비 환율에 미치는 영향력 변화도 확인했다.

용이한 해석을 위한 선형 회귀 활용

환율과 경상수지 추정에는 일반적인 선형 회귀(linear regression) 방식을 사용했다. 선형 회귀는 복잡한 데이터 전처리가 필요 없고, 계수를 해석하는 방식도 편하다. 따라서 직관적으로 방향성을 살피거나 변동 폭을 추정하기 쉽다.

다만 단순한 모형인 만큼 계수 추정에 부족한 점이 많다. 환율과 경상수지 추정식 사이의 관계성을 보장해주지도 않고, 내생성과 정상성 문제도 남겨둬야 한다. 또한 시계열 데이터 특유의 시차 영향도 무시하게 된다.

따라서 추가로 단위근 및 공적분 검정을 통해 변수들이 대체로 정상성을 만족하고 있으며, 추정식들이 장기 관계를 가지고 있다는 점을 확인했다. 자기회귀시차분포(ARDL, Autoregressive Distributed Lag)를 활용해 주요 변수들이 어느 정도의 시차까지 영향력을 주고 받는 지도 추가로 점검했다.

대체로 이론과 다르지 않은 결과

추정 결과, **원/달러 환율**은 1) 경상수지가 개선되거나, 2) 외국인 투자가 유입되거나, 3) 한-미 금리 격차가 확대되면 하락(원화 강세)한다. 반면 미국 반도체지수가 반등하면 환율 상승(원화 약세) 압력이 우세하다.

경상수지의 경우 1) 해외 경기가 양호하거나, 2) 국내 교역조건이 개선되거나, 3) 글로벌 무역이 확대되면 흑자 폭이 커졌다. 반면 국제유가가 반등하면 수지가 악화됐다. 수식은 아래와 같다.

$$KR = 1{,}126 - 0.0033 * CA - 0.0025 * IV - 16.56 * IR + 0.046 * PH + e$$

$$CA = 9{,}616 + 237.0 * IP + 372.6 * TR + 24.86 * KI - 42.00 + u$$

$$e, u \sim w.n.$$

다만 일부 지표는 복합적인 고려 필요

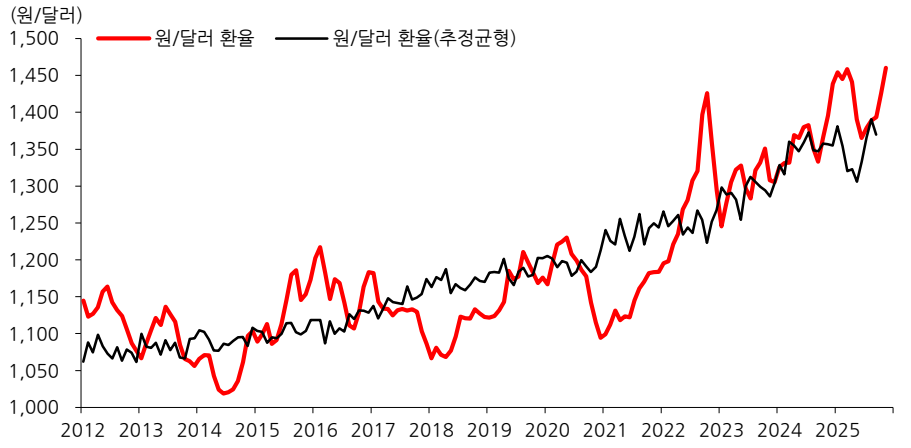
주요 지표들은 이론적인 부분과 크게 다르지 않지만, 반도체 업황 회복에 따른 환율 상승은 예상과 달랐다. 통상 반도체 업황 개선은 국내 제조업과 수출 회복으로 이어지는 원화 강세 재료다. 다만 추정에 쓰인 반도체지수는 미국 기술주와 위험자산 선호도를 반영하기 때문에, 지수가 상승할 때 미국 달러 자산 수요가 늘어나며 원화보다 달러 강세 압력이 강해졌을 수 있다. 반도체 업황에 따른 간접적인 경상수지 영향이 제외됐을 가능성도 염두에 둬야 한다.

[표1] 원/달러 환율과 경상수지 추정

변수	설명	단위근 검정(Augmented Dickey-Fuller Test)
KR	원/달러 환율(월평균)	정상성 (p-value: 6.703e-07)
CA	경상수지	정상성 (p-value: 3.03e-11)
IV	외국인 국내증권(주식+채권) 순투자(월평균)	정상성 (p-value: < 2.2e-16)
IR	한-미 기준금리 격차(월말) 미국은 Effective Rate 기준	비정상성 (p-value: 0.08779) (유의수준 10%에서는 정상성)
IP	미국 산업생산(전년동월대비) 해외 경기에 대한 대리변수(proxy)	정상성 (p-value: 6.925e-06)
TR	한국 순교역조건지수(전년동월대비) (=수출물가지수/수입물가지수*100)	정상성 (p-value: 0.01992)
PH	필라델피아 반도체지수(월평균) 글로벌 반도체 업황에 대한 대리변수(proxy)	정상성 (p-value: 0.003071)
KI	글로벌 실물경제활동지수(Kilian Index) 글로벌 무역에 대한 대리변수(proxy)	정상성 (p-value: 0.001538)
CL	국제유가(WTI, 월평균)	정상성 (p-value: 0.0002298)

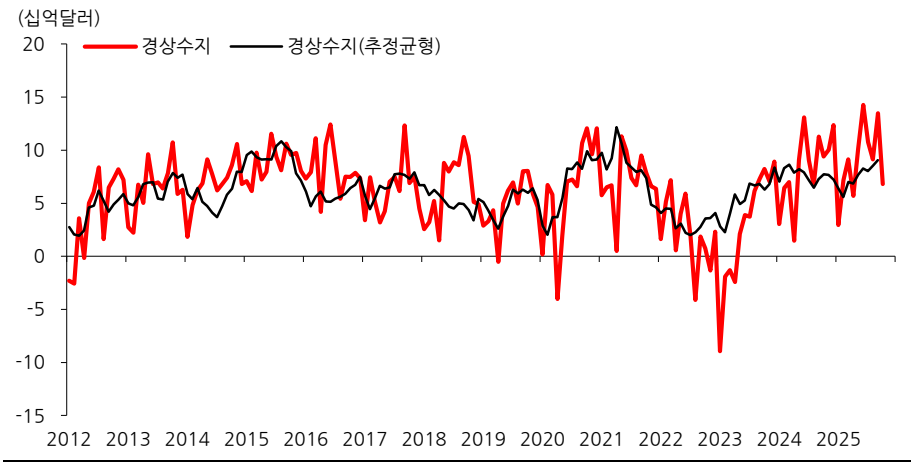
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 원/달러 환율: 추세 상승을 고려해도 과도한 원화 약세



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 경상수지: 균형 수준에서 등락 이어지는 가운데 향후 개선 가능성



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 원/달러 환율 추정균형

```
Call:
lm(formula = KR ~ CA + IV + IR + PH, data = FX)

Residuals:
     Min       1Q   Median       3Q      Max
-141.711  -38.646    0.697   34.094  202.486

Coefficients:
             Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept)  1.126e+03  1.367e+01  82.407  < 2e-16 ***
CA          -3.302e-03  1.231e-03  -2.682 0.008078 **
IV          -2.479e-03  1.206e-03  -2.055 0.041497 *
IR          -1.656e+01  4.915e+00  -3.370 0.000942 ***
PH           4.606e-02  4.757e-03   9.684  < 2e-16 ***
---
Signif. codes:  0 ‘***’ 0.001 ‘**’ 0.01 ‘*’ 0.05 ‘.’ 0.1 ‘ ’ 1

Residual standard error: 58.48 on 160 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.7123,    Adjusted R-squared:  0.7051
F-statistic: 99.03 on 4 and 160 DF,  p-value: < 2.2e-16
```

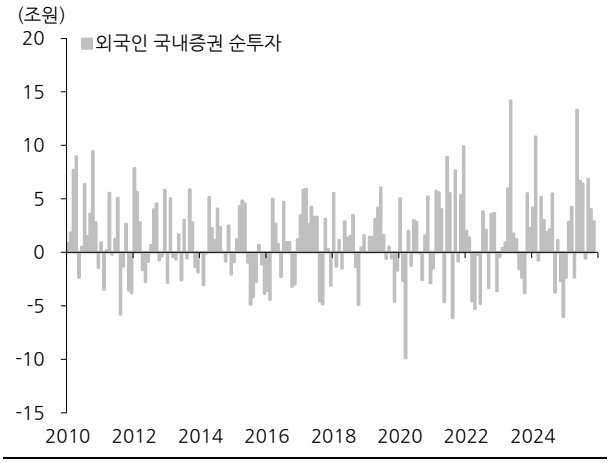
자료: Bloomberg, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 경상수지 추정균형

```
Call:
lm(formula = CA ~ IP + TR + KI + CL, data = FX)

Residuals:
   Min     1Q Median     3Q    Max
-11756  -1893    427   2084   7261

Coefficients:
            Estimate Std. Error t value Pr(>|t|)
(Intercept) 9616.056   1020.454   9.423  < 2e-16 ***
IP           237.034     82.404   2.876  0.00457 **
TR           372.602     51.351   7.256 1.63e-11 ***
KI            24.861      5.839   4.258 3.51e-05 ***
CL           -41.996     14.035  -2.992  0.00321 **
---
Signif. codes:  0 ‘***’ 0.001 ‘**’ 0.01 ‘*’ 0.05 ‘.’ 0.1 ‘ ’ 1

Residual standard error: 3150 on 160 degrees of freedom
Multiple R-squared:  0.3136,    Adjusted R-squared:  0.2964
F-statistic: 18.27 on 4 and 160 DF,  p-value: 2.209e-12
```

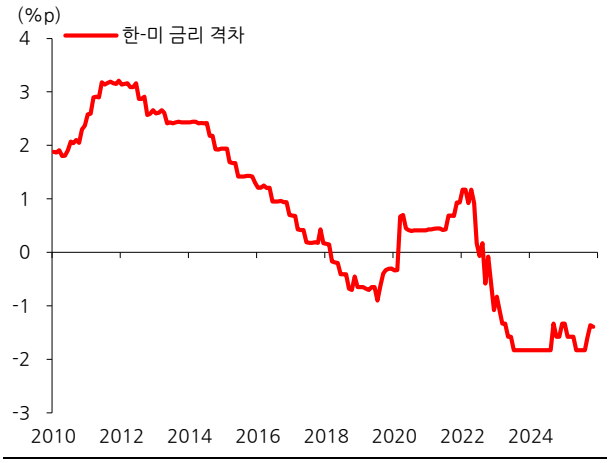
자료: Bloomberg, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 외국인 국내증권(상장주식+상장채권) 순투자



자료: 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 한-미 기준금리 격차

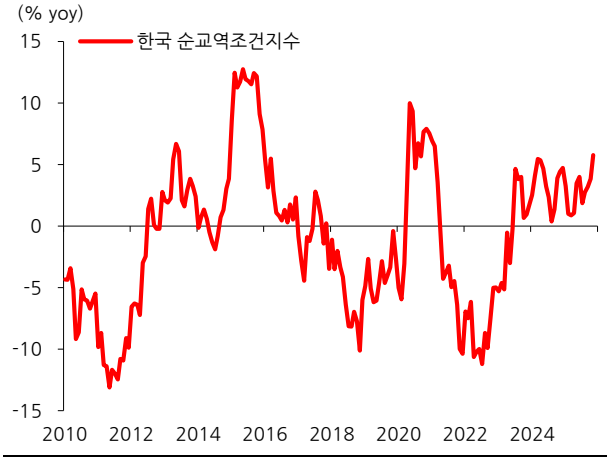


자료: Bloomberg, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 미국 산업생산

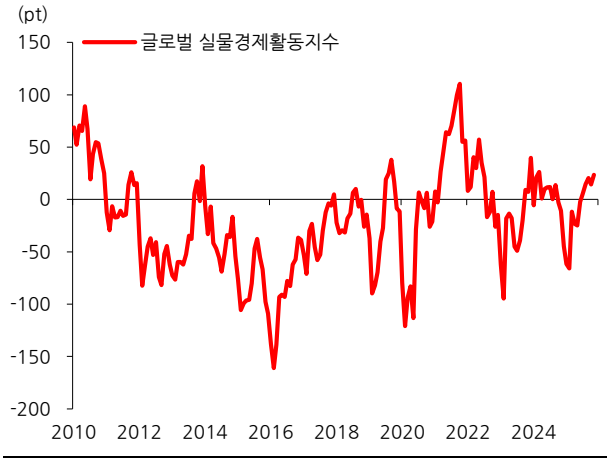
자료: Federal Reserve Board, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 한국 순교역조건지수(=수출물가/수입물가)



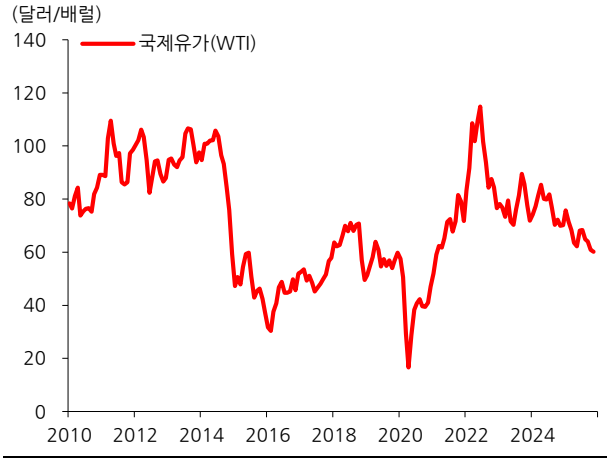
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 글로벌 실물경제활동지수



자료: FRB of Dallas, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 국제유가(WTI)



자료: U.S. Energy Information Administration, 한화투자증권 리서치센터

장기 관계도 성립

변수들이 장기적인 관계를 가지고 있을 가능성도 높았다. 선형 회귀와는 별개로 진행한 공적분 검정(Johansen test) 결과, 7개의 공적분 관계가 존재한다고 분석됐기 때문이다. 관계 수가 많아 영향의 방향성을 명확하게 알기는 어렵지만, 변수들은 높은 확률로 서로의 장기 추세에 영향을 주고 있다.

여기에 최적 시차를 반영해 환율 모형을 ARDL 모형으로 변형해 적용해보면, 환율이 경상수지, 외국인 순투자, 한-미 금리차, 반도체지수와 약 3.4%의 유의수준 하에서 안정적인 장기 균형 관계를 형성한다.

환율 변동성은 6~9개월 이후 진정

특히 원/달러 환율이 충격이나 불확실성으로 장기 균형에서 벗어나도 6~9개월 이후에는 대부분의 영향이 해소된다. ARDL 모형의 오차수정항에 따르면, 환율은 월평균 9.6%씩 장기 균형 수준으로 되돌아간다. 이론적으로는 불확실성이 완전히 해소되기까지 30개월 정도가 걸리지만, 반감기를 활용해 현실적인 진정 기간을 계산하면 7개월 내외다.

예로 2024년 말 트럼프 대선 승리와 국내 비상계엄 사태로 환율은 1,470원을 상회했다. 이후 달러 약세 압력에도 환율은 높은 수준을 이어갔으나, 미국 상호관세가 어느 정도 확정되고 국내 대선이 마무리되며 환율은 지난해 6월 말 1,350원대까지 하락했다. 기간 내 추가적인 이슈가 발생하지 않으면, 환율 변동성은 2~3개 분기 내외에서 안정될 가능성이 높다.

[그림11] 공적분 검정 결과: 7 개의 관계 존재

```
Values of teststatistic and critical values of test:

          test  10pct   5pct   1pct
r <= 8 |   6.03   7.52   9.24  12.97
r <= 7 |  18.81  17.85  19.96  24.60
r <= 6 |  42.07  32.00  34.91  41.07
r <= 5 |  73.08  49.65  53.12  60.16
r <= 4 | 119.35  71.86  76.07  84.45
r <= 3 | 180.58  97.18 102.14 111.01
r <= 2 | 269.75 126.58 131.70 143.09
r <= 1 | 395.71 159.48 165.58 177.20
r = 0  | 579.77 196.37 202.92 215.74
```

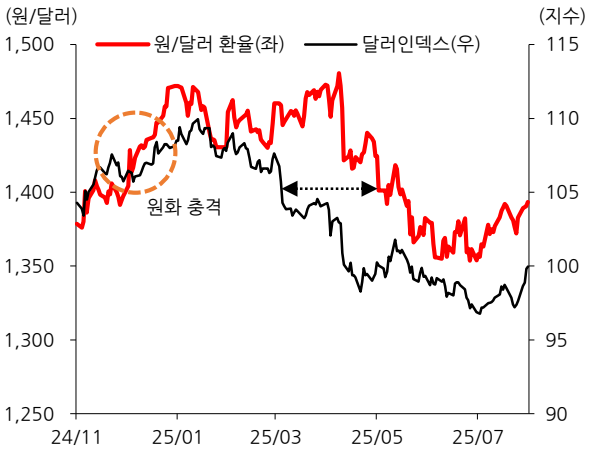
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 환율을 중심으로 안정적인 장기 균형 관계 존재

```
        Bounds F-test (Wald) for no cointegration

data:  d(KR) ~ L(KR, 1) + L(CA, 1) + L(IV, 1) + IR + L(PH, 1) +
d(L(KR,     1)) + d(L(KR, 2)) + d(CA) + d(L(CA, 1)) + d(L(CA,
2)) + d(L(CA,     3)) + d(L(CA, 4)) + d(L(CA, 5)) + d(L(CA, 6))
+ d(L(CA, 7)) +     d(L(CA, 8)) + d(L(CA, 9)) + d(L(CA, 10)) +
d(L(CA, 11)) +     d(IV) + d(PH) + d(L(PH, 1))
F = 4.2829, p-value = 0.03388
alternative hypothesis: Possible cointegration
null values:
   k    T
   4 1000
```

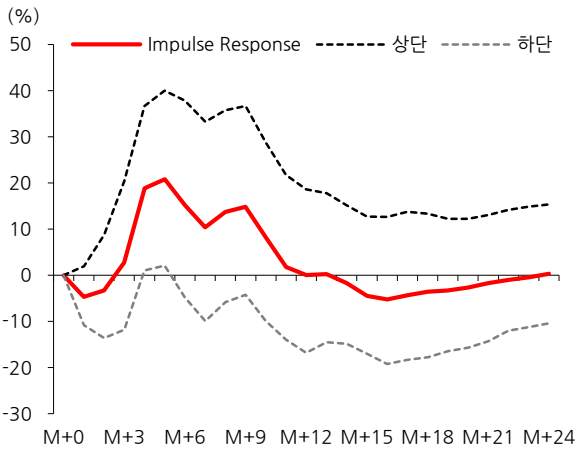
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 원화 변동성 안정까지는 약 6~9 개월 정도 소요



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 불확실성 충격은 최대 1 년 이내 진정



주: 불확실성 충격에 따른 환율변동률의 충격반응함수(Impulse Response Function)

자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 해석과 실증 분석

① 경상수지 개선 = 미국 경기 회복

경상수지는 대외 경기가 양호하거나 국내 교역조건이 좋아지면 개선된다. 추정 결과에 따르면, 미국 산업생산 전년동월대비 증가율이 1%p 상승하면 경상수지 흑자 폭은 약 2.4억 달러 확대된다. 미국의 산업생산이 활발해진다는 것은 미국 경제가 성장하고 소비 및 투자 수요가 늘어난다는 것을 의미한다. 이는 한국의 대미 수출 증가로 이어져 경상수지 흑자 폭을 확대시키는 요인으로 작용한다.

코로나19 시기의 경우

코로나19 충격에서 회복되던 2020년 하반기, 미국의 산업생산이 빠르게 반등하자 한국의 경상수지 흑자 폭도 월 100억 달러를 상회하며 크게 확대됐다. 높은 국내 수출 의존도를 고려하면, 미국 경기는 국내 경상수지를 좌우하는 핵심 변수라고 판단한다. 따라서 향후 미국 경기 흐름은 경상수지의 방향성을 예측하는 중요한 바로미터가 될 수 있다.

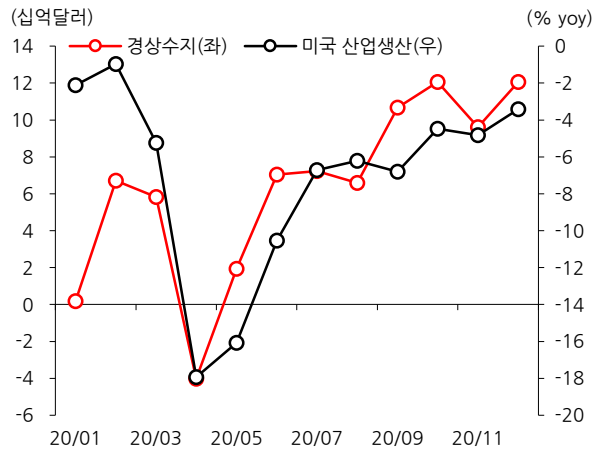
② 경상수지 부담 = 유가 상승

반면 국제유가는 경상수지에 뚜렷한 부담 요인으로 작용한다. 국제유가(WTI)가 배럴당 10달러 상승할 경우 월간 경상수지는 약 4.2억 달러 악화되는 것으로 나타났다. 한국은 원유를 전량 수입하기 때문에 유가 상승은 수입금액 증가로 직결되고 구조적으로 상품수지와 경상수지를 악화시키게 된다.

러-우 전쟁 시기의 경우

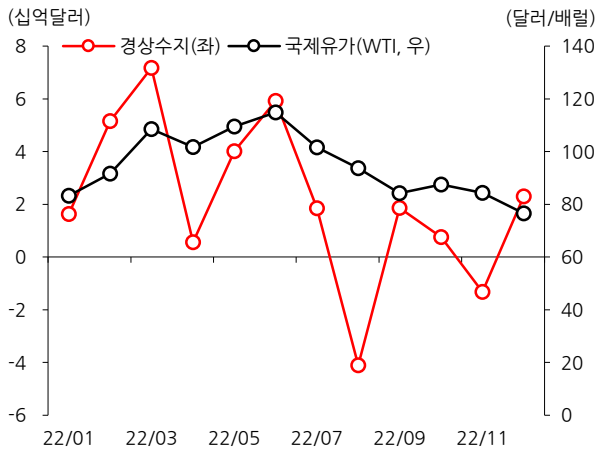
이러한 관계는 러시아-우크라이나 전쟁으로 유가가 급등했던 2022년에 명확히 드러났다. 하반기 이전까지 수출이 견조했지만, 급증한 에너지 수입 부담으로 경상수지 흑자 폭이 크게 축소되고 3/4분기 적자를 기록하기도 했다. 유가 변동성이 커지면 여타 긍정적 요인을 상쇄할 수도 있다는 의미다.

[그림15] 2020년: 미국 경기 개선에 따른 경상수지 개선



자료: 한국은행, Federal Reserve Board, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 2022년: 국제유가 상승 이후 경상수지 악화



자료: 한국은행, U.S. Energy Information Administration, 한화투자증권 리서치센터

③ 환율 상승 = 외국인 자본 유출

외국인 자본 유출입은 원/달러 환율을 결정하는 핵심 변수 중 하나다. 모형에서 외국인이 국내 증권시장에서 10조 원을 순매도할 경우 원/달러 환율은 약 24.7원 상승(원화 약세)하는 것으로 나타났다(참고: 2023년 이후 월간 10조 원 이상 외국인 순투자 변동 3회, 2025년 11월 누적 +42.1조 원). 외국인이 국내 투자를 회수하기 위해 원화를 달러로 환전하는 과정에서 원화 수요가 약해지기 때문이다. 이는 자본 유출이 원화 약세 압력으로 작용하는 이론과 일치한다.

코로나19 시기의 경우

2020년 3월, 코로나19 팬데믹 공포가 극심해지자 외국인 자금이 월 10조 원 가까이 순유출됐고, 원/달러 환율은 1,220원대로 급등했다. 반대로, 2021년에는 미국 경기 회복과 반도체 업황 개선 기대에 따라 외국인 자금 유입이 이어졌고, 환율은 1,100원 중반 수준에서 상승 압력이 제한됐다. 외국인 투자자금의 방향성은 국내 외환시장 수급과 환율 변동에 큰 영향을 주고 있다.

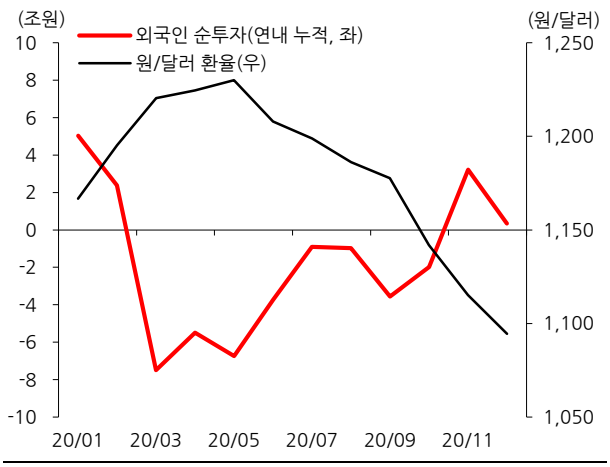
④ 환율 하락 = 연준 금리 인하

한국과 미국 간의 정책금리 격차 역시 환율에 중요한 영향을 미친다. 한-미 금리 격차가 1%p 확대될 때 원/달러 환율은 약 16.6원 하락하는 것으로 나타났다. 더 높은 수익률을 기대하는 외국인 투자자금이 국내로 유입될 유인이 커지면서 원화 강세 압력으로 작용하기 때문이다. 이러한 금리차와 환율의 관계는 국내외 경제 위기 전후로 그 중요성이 더욱 부각됐다.

연준 금리 인상 시기의 경우

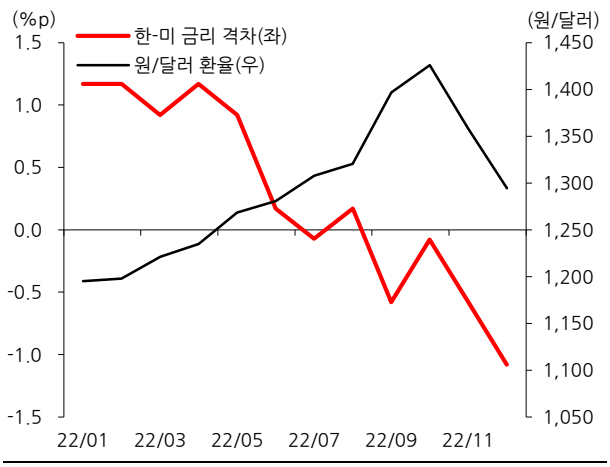
이러한 현상은 미국이 가파른 금리 인상을 단행했던 2022년 하반기에 뚜렷하게 관찰됐다. 당시 한-미 금리가 역전되며 원화 투자 매력이 떨어지자 원/달러 환율은 1,400원대까지 치솟았다. 이는 내외금리차가 국가 간 자본 이동을 통해 환율에 미치는 영향이 유효함을 보여주는 사례다. 따라서 향후 주요국의 통화정책 방향은 환율 전망에 있어 핵심적인 사항이라고 볼 수 있다.

[그림17] 2020 년: 외국인 투자 감소 이후 환율 상승



자료: Bloomberg, 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 2022 년: 한-미 금리 역전에 따른 환율 상승



자료: Bloomberg, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

복합적인 경상수지 변동 케이스

2020년 5월부터 1년 이후 경상수지는 약 94억 달러 개선됐는데, 분석 모형에 따르면 이 중 약 76억 달러(81%)가 미국 산업생산 호조에 따른 것으로 나타났다. 이는 코로나19 충격 이후 미국 경제가 회복되면서 한국의 수출이 크게 증가한 결과로 해석된다. 반면, 같은 기간 국제유가 상승은 약 15억 달러의 경상수지 악화 요인으로 작용하며 긍정적 효과를 일부 상쇄했다.

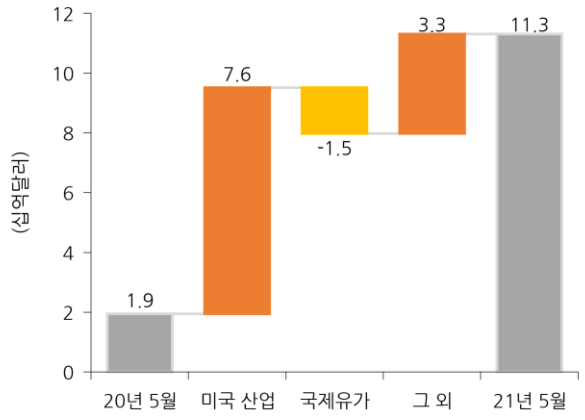
복합적인 환율 변동 케이스

환율 측면에서는 2022년 상반기 미국의 가파른 금리 인상 영향이 뚜렷하게 나타났다. 해당 기간 원/달러 환율은 약 86원 상승(원화 약세)했는데, 이 중 약 34원이 외국인 자금 순유출에, 약 17원이 한-미 금리 역전에 기인했다. 즉, 두 변수만으로 전체 환율 상승의 약 60%가 설명되는 셈이다. 이는 글로벌 긴축 기조 속에서 위험회피 심리가 강화되고 원화의 상대적 투자 매력이 감소하면서 자본이 유출되고 원화 약세 압력이 심화됐기 때문이다.

향후 경상수지 = 교역 환율 = 투자와 금리

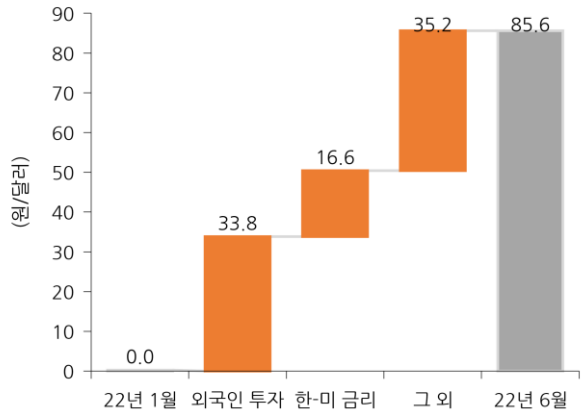
향후 **경상수지**는 관세 여파 완화에 따른 글로벌 교역 회복 기여도가 확대되며 흑자 기조를 이어갈 것이다. 다만 **원/달러 환율**은 이러한 펀더멘털 개선 효과보다 자본 유출입 동향에 더욱 좌우될 전망이다. 누적된 외국인 순투자 흐름과 글로벌 달러 자산 선호 방향성이 환율을 움직이는 가운데, 한-미 금리 격차 축소 영향이 더해질 가능성이 높다.

[그림19] 미국 경기 회복에 따른 경상수지 개선



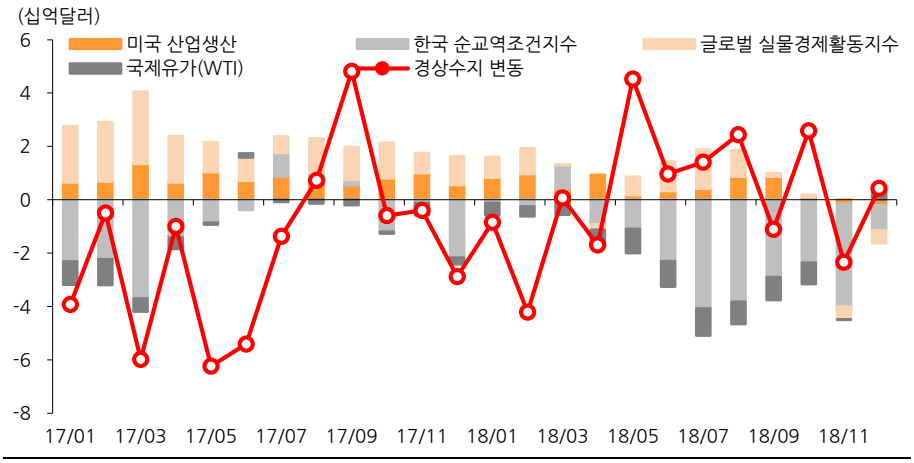
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 외국인 순투자 감소와 연준 금리 인상에 따른 환율 상승



주: 2022년 1월 평균 원/달러 환율을 0으로 표현
자료: 한화투자증권 리서치센터

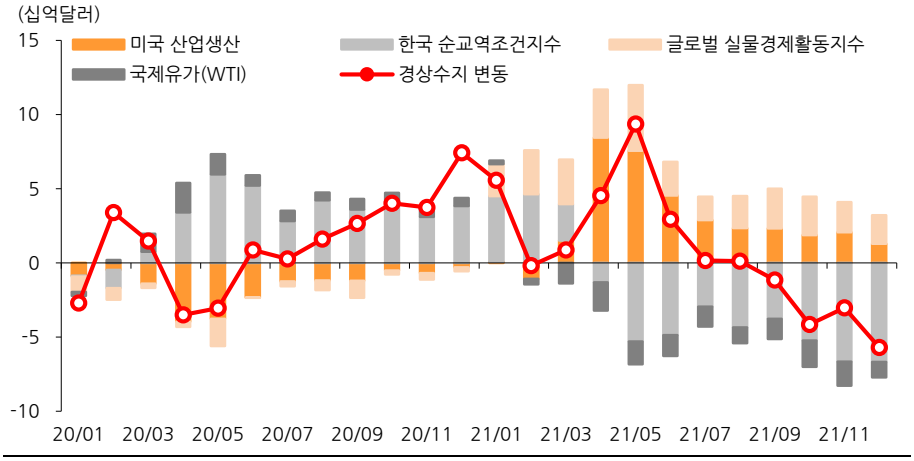
[그림21] 트럼프 1 기: 2018 년 이후 국내 교역조건 악화와 대외 불확실성



주: 경상수지 분석에 사용된 최적 시차는 12개월. 경상수지 변동의 기여도 표시

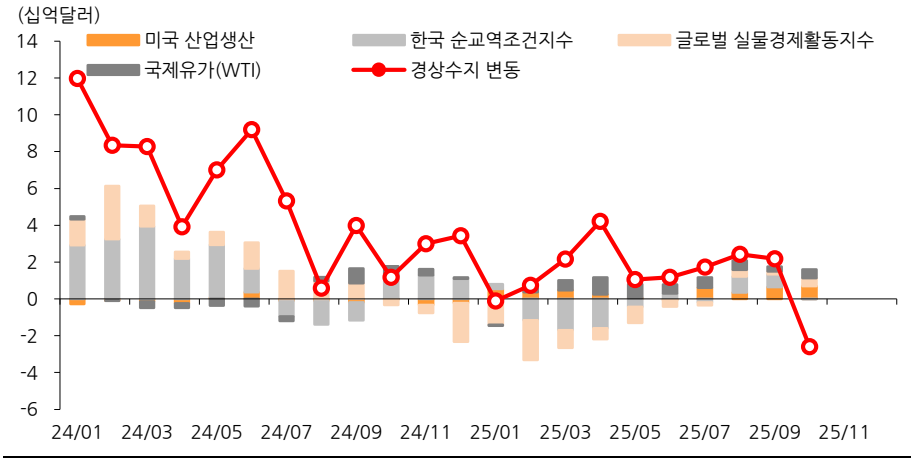
자료: Bloomberg, Federal Reserve Board, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 코로나 19: 2021 년 이후 미국 경기 개선과 국내 교역조건 악화



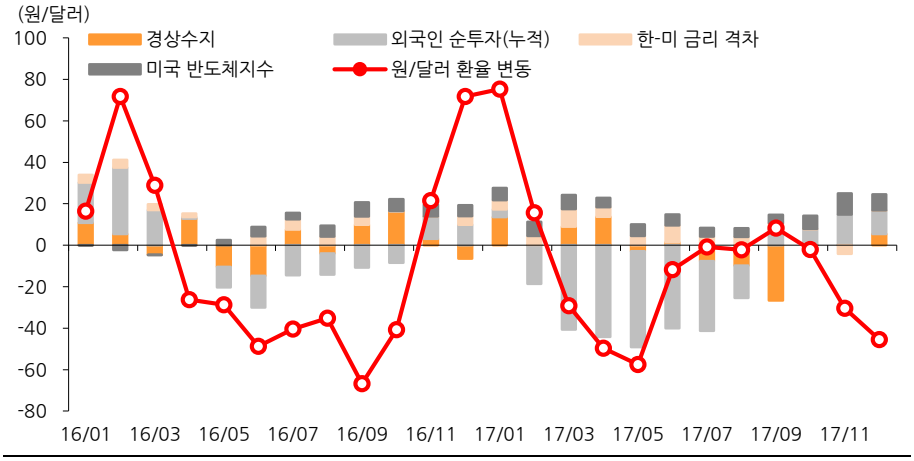
자료: Bloomberg, Federal Reserve Board, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 트럼프 2 기: 양호한 국내 교역조건 vs. 글로벌 교역 둔화



자료: Bloomberg, Federal Reserve Board, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

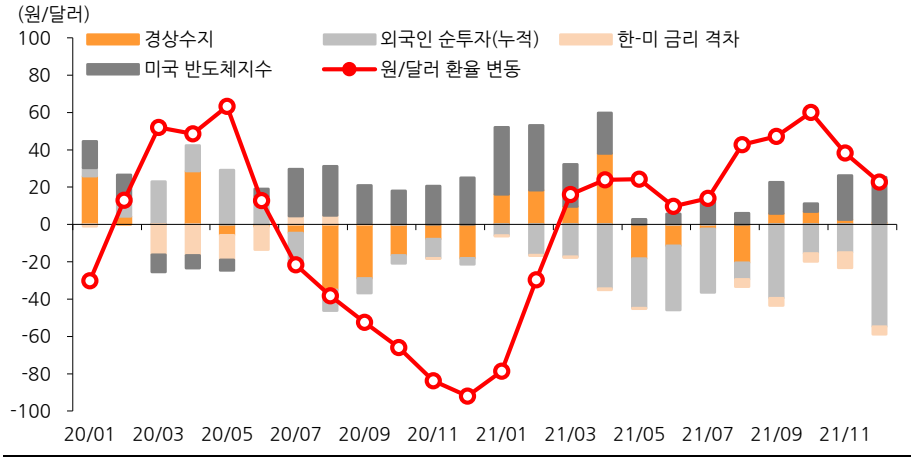
[그림24] 미국 경기 개선과 금리 인상: 외국인 순투자 확대와 통화정책 불확실성



주: 원/달러 환율 분석에 사용된 최적 시차는 4개월. 환율 변동의 기여도 표시

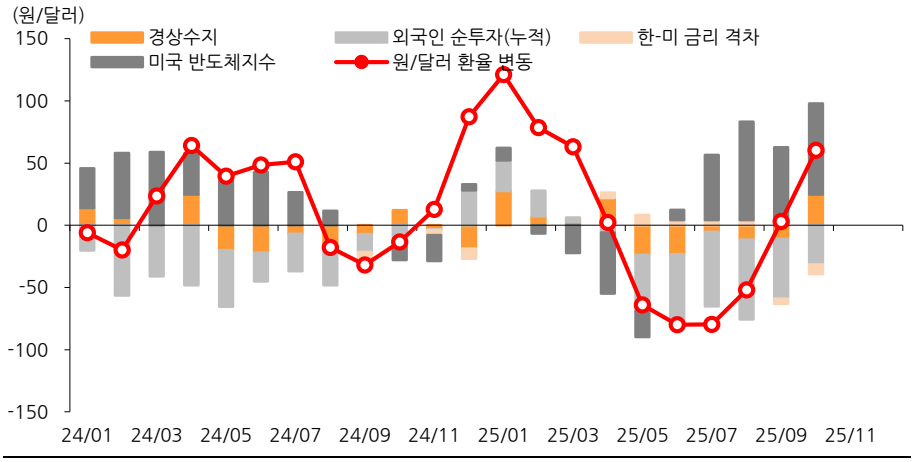
자료: Bloomberg, Federal Reserve Board, 한국은행, 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 코로나 19: 코로나 충격과 경상수지 변동성 확대, 그리고 달러 자산 선호



자료: Bloomberg, Federal Reserve Board, 한국은행, 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 트럼프 2 기: 대내외 불확실성 확대와 외국인 순투자 증가



자료: Bloomberg, Federal Reserve Board, 한국은행, 금융감독원, 한화투자증권 리서치센터

3. 약해진 경상수지 영향력

환율과 수지의 구조적 변화

경상수지가 원/달러 환율에 미치는 영향력은 약해지고 있다. 코로나19 시기 이후 글로벌 무역 구조와 자본 흐름이 유의미하게 달라지며 환율과 수지의 역학 구조에도 변화가 나타났을 가능성이 높다.

Chow test를 통해 구조적 단절(structural break)을 확인해본 결과, 2020년 1월을 기점으로 원/달러 환율과 경상수지 간의 관계에 유의미한 구조적 변화가 발견됐다. 구조적 변화란 단순히 영향력의 크기 변화만을 의미하는 것이 아니라, 환율과 경상수지 간의 구조가 통계적으로 유의미하게 변했다는 의미다.

경상수지의 환율 설명력 약화

첫째, 경상수지 1단위가 환율에 미치는 영향력이 과거의 약 40% 수준으로 약해졌다(계수가 1.189e-03에서 4.670e-04로 하락). 2020년 이전에는 경상수지 흑자가 발생하면 외화 공급 증가에 따라 원화 가치가 비교적 민감하게 반응(환율 하락)했다. 그러나 글로벌 자본 이동, 주요국 통화정책, 지정학적 리스크 등 다른 변수들의 영향력이 상대적으로 강해지며 환율에 미치는 영향력이 과거보다 줄어들었다.

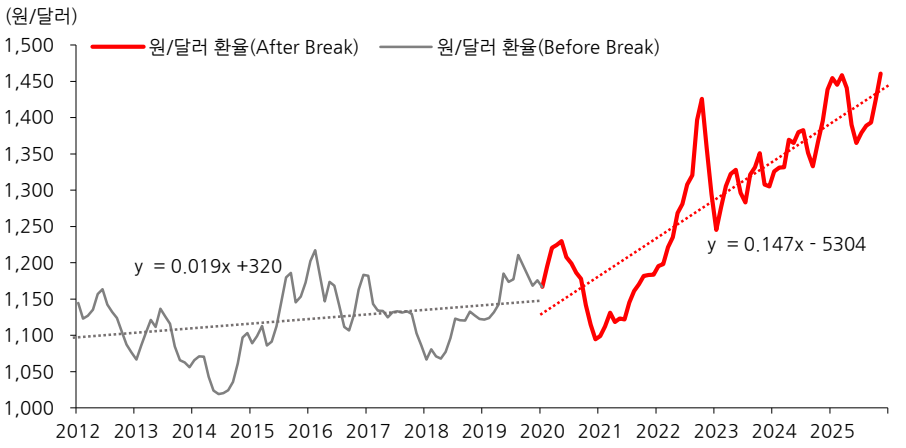
기초 환율 레벨 상승

둘째, 경상수지 효과를 통제하더라도 환율의 기준선 자체가 구조적으로 상승했다(절편이 1,113원에서 1,275원으로 약 160원 상승). 구조적 환경 변화로 한국 경제의 펀더멘탈과 무관하게 환율이 조금 더 높은 수준에서 형성되는 경향성이 나타났다.

수치보다는 방향성에 주목

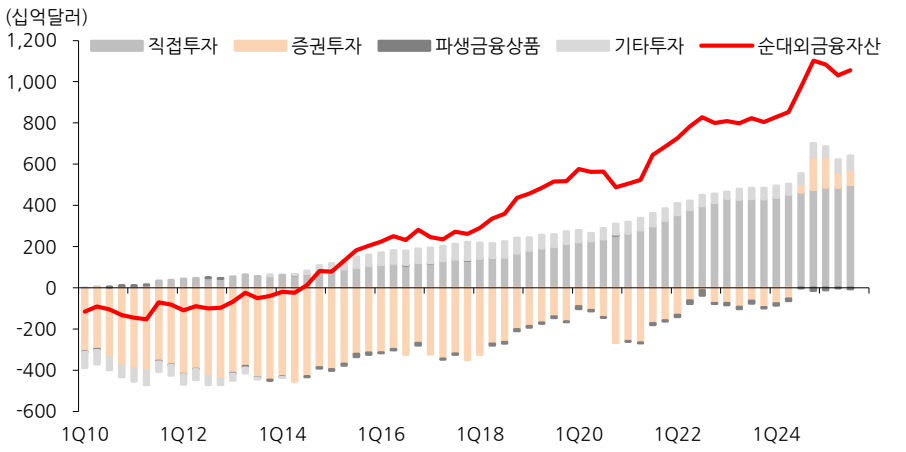
다만 이는 공적분 검정과 ARDL 모형 등을 통해 환율과 경상수지 간의 유의미한 장기 균형 관계를 확인한 이후의 단순한 추가 검정에 불과하다. 해당 회귀모형에서는 경상수지의 통계적 유의성이 확보되지 않았다. 따라서 계수와 절편의 변화량 자체에 큰 의미를 두기 보다는, 경상수지의 환율 기여도가 낮아졌고 환율 균형도 높아졌을 수 있다는 해석에 집중하는 것을 권장한다.

[그림27] 2020 년 이후: 약해진 경상수지 영향력 + 높아진 기본 환율 레벨



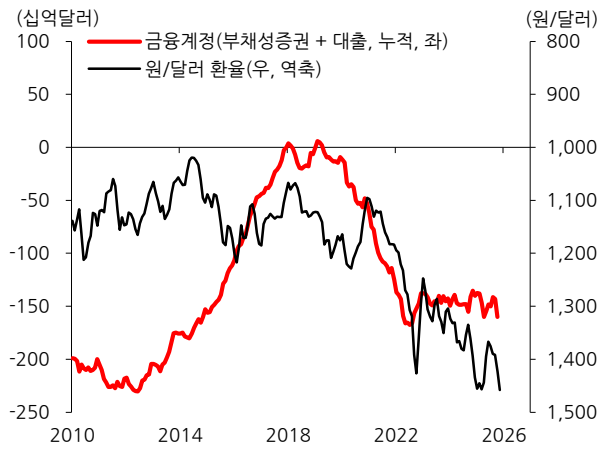
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 해외 직접투자 및 증권투자 확대



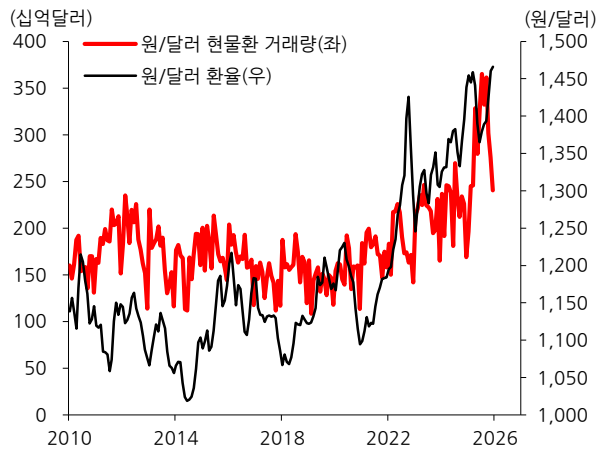
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 2018 년 이후 부채성 자금 조달 증가



자료: Bloomberg, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 현물환 거래량도 점차 늘고 있음



자료: Bloomberg, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 이번 달 외환시장 요약

원/달러
1,430~1,460원

원/달러 환율은 1,430~1,460원을 예상한다. 미국 고용과 물가 둔화를 재점검하는 가운데, 보수적인 연준 금리 전망이 환율 하락을 제한할 전망이다. 연말 외환당국 개입 영향이 일부 되돌려질 수 있다는 점도 염두에 둬야 한다. 기획재정부의 외환시장 안정 정책으로 환율이 연간 55원 정도 하락할 수 있다고 판단하나, 정책 효과가 이번 달에 바로 나타나기는 어려워 보인다.

[표2] 이번 달 외환시장 요약

	전월 말	전월대비	YTD	밴드	방향성	코멘트
원/달러	1444.6	▼23.1 (-1.6%)	▼34.0 (-2.3%)	**1,430~1,460**	--	- **외환당국 정책 영향은 약해질 것** - **미국 고용과 물가 둔화 확인하는 가운데** - **보수적인 연준 금리 전망이 환율 하락 제한**
NDF 3M	1436.1	▼24.6 (-1.7%)	▼36.0 (-2.4%)			- 환율 추가 상승 제한 예상
Swap 3M	-1.47	▲0.34	▼0.03			- 연준의 금리 인하에 따른 스왑레이트 상승
RR 3M	-0.33	▼0.30	▼1.87			- 환율 하락 압력 우세 베팅
달러인덱스	98.32	▼1.14 (-1.1%)	▼10.17 (-9.4%)	**97.0~99.0**	▼	- **고용지표를 중심으로 경제지표 재점검** - **남아있는 금리 인하 기대로 달러 약세 지속** - **연초 달러 변동성 리스크 유의할 필요**
달러/유로	1.17	▲0.01 (+1.3%)	▲0.14 (+13.4%)	1.17~1.19	▲	- 유로존 경기 전망은 양호한 편 - ECB의 정책금리 동결도 장기화될 것 - 상대적인 유로화 매력도 지속 예상
엔/달러	156.7	▲0.5 (+0.3%)	▼0.5 (-0.3%)	154.0~157.5	▼	- 당분간 일본 재정 우려 이어질 전망 - 다만 시간이 지날수록 우려는 완화될 것 - 일본은행의 매파적 스탠스도 엔화 강세 재료
위안/달러 (역외)	6.98	▼0.10 (-1.3%)	▼0.36 (-4.9%)	6.93~7.10	▲	- 연말 위안화 강세 재료 소진 - 인민은행의 위안화 변동성 조치 가능성 - 7위안을 크게 하회하기는 어려울 것
달러/파운드	1.35	▲0.02 (+1.8%)	▲0.10 (+7.7%)			- 영란은행의 정책 완화 강도는 비교적 약할 것 - 양호한 경기 흐름 영향 더해지며 파운드 강세
호주달러/달러	1.50	▼0.03 (-1.8%)	▼0.12 (-7.3%)			- 호주 물가 불확실성과 기준금리 인상 전망 지속 - 당분간 호주달러 강세 가능성
헤알/달러	5.50	▲0.16 (+3.0%)	▼0.68 (-11.0%)			- 브라질 기준금리 인하 전망 - 정치적 불확실성 또한 헤알화 약세 요인
루피/달러	89.88	▲0.42 (+0.5%)	▲4.26 (+5.0%)			- 소비 우려와 물가 안정을 반영한 기준금리 인하 - 통화정책 방향성을 살피며 약세 이어지고 있음

주: 2025년 12월 31일 기준
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

Ⅳ. 외환시장 전망과 이슈

1. 원/달러 환율

원/달러 1,430~1,460원

원/달러 환율은 1,430~1,460원 수준에서 등락할 전망이다. 미국 경기와 연준 금리 전망을 살피는 가운데, 연말 외환당국 개입 영향이 일부 되돌려질 수 있다고 판단한다.

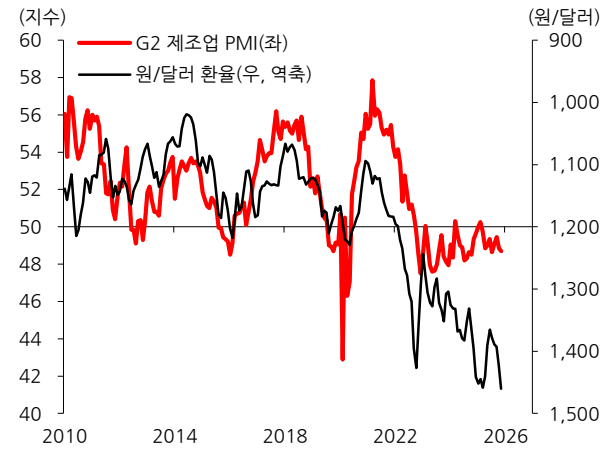
환율 상승을 막는 경제지표

연초에는 경제지표 발표에 재차 집중할 가능성이 높다. 지난 미국 고용과 물가 데이터가 다소 미비했기 때문에, 시장은 금번 지표에 보다 나은 신뢰성을 기대하고 있다. 미국 제조업 업황이 저점을 통과하고 완만한 고용 및 물가 둔화 추세가 이어지고 있다는 확신이 더해지면, 환율 상승 압력은 제한적일 것이다.

환율 하락을 막는 금리 전망

연준의 금리 인하 기조는 환율 하락 요인이다. 다만 미국의 고용과 실물지표가 크게 꺾일 가능성이 높지 않아 연준의 금리 인하 기대도 더욱 강해지기 쉽지 않다. 연말까지 연준 금리 인하가 이어지며 한-미 금리 격차가 좁혀지겠지만, 파월 연준 의장 임기 종료까지는 보수적인 금리 전망이 이어질 것이라 본다. 그렇게 되면 환율이 가파른 하락세를 이어가기는 어렵다.

[그림31] 글로벌 제조업 저점 통과 중



자료: ISM, National Bureau of Statistics, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 한-미 금리 격차 축소 지속

자료: Bloomberg, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

정책에 따른 환율 하락 예상

기획재정부는 지난 24일 외환시장 안정 세제 패키지를 발표했다. 국내시장 복귀계좌(RIA, Reshoring Investment Account) 신설과 개인투자자용 선물환 매도 상품 도입 등으로 해외 자금을 국내로 유치해 환율 안정을 도모하고 있다.

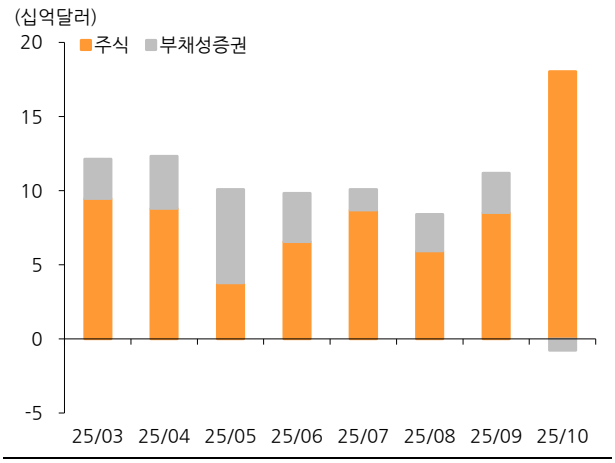
지난해 3/4분기말 개인투자자 해외주식 보유잔액은 약 1,600억 달러(약 225조원)이다. 정책 영향으로 올해 이 중 10% 정도가 국내로 되돌아오면, 원/달러 환율은 연간 대략 55원 정도 낮아질 수 있다. 양도소득세 혜택이 강한 상반기를 중심으로 정책 영향이 나타날 수 있다고 예상한다.

다만 효과를 당장 기대하기는 어려움

다만 이번 달부터 정책 효과를 기대하기는 어렵다. RIA는 일러도 월말은 돼야 신설되고, 정책 시행 초기에는 투자자들이 관망할 가능성이 높다. 세제 혜택이 강하기는 하나, 결국은 상대수익률이 중요하다는 점도 해외 자금 유입과 환율 하락 영향을 불확실하게 만든다.

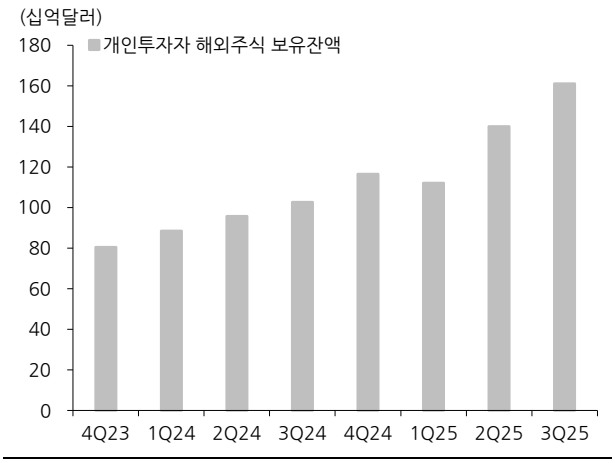
또한 자금이 단기간에 집중 유입되는 것이 아니라면, 환율 하락 영향을 가시적으로 확인하기는 쉽지 않다. 지난해 월평균 원/달러 현물환 거래량은 2,915억 달러, 내국인 해외투자(1~10월)는 117억 달러다. 월간 10~20억 달러 내외의 자금 추가 유입으로는 당장 눈에 띄는 변화가 나타날 것이라 보기 어렵다.

[그림33] 내국인의 해외주식투자 확대



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 개인투자자의 해외주식 보유도 증가



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

2. 달러인덱스

약달러 지속 전망

달러인덱스는 97.0~99.0pt 범위에서 완만하게 하락할 전망이다. 미국 고용 둔화와 더딘 제조업 및 소비심리 회복, 연준 금리 전망 등이 영향을 줄 것이라 예상한다.

완만한 고용 둔화 지속 예상

앞으로도 고용이 점진적으로 약해지며 달러 약세를 지지할 것이다. 남아 있는 관세 여파와 기업들의 보수적인 채용정책을 감안하면, 신규고용이 크게 늘기는 어렵다. 구직자들이 어떻게든 일자리를 찾고 있지만, 한동안 실업률의 방향성이 달라지지 않을 것이기 때문에 고용 둔화에 따른 달러 약세가 이어진다고 본다.

고용이 약해지는 환경에서는 제조업과 소비심리 회복도 더딜 가능성이 높다. 관세 불확실성이 완화되고 있어 심리지표들이 추가 악화되지는 않겠지만, 탄력적인 회복도 쉽지 않다. 심리 개선에 따른 달러 강세도 제한적일 전망이다.

금리 인하 기조도 유지

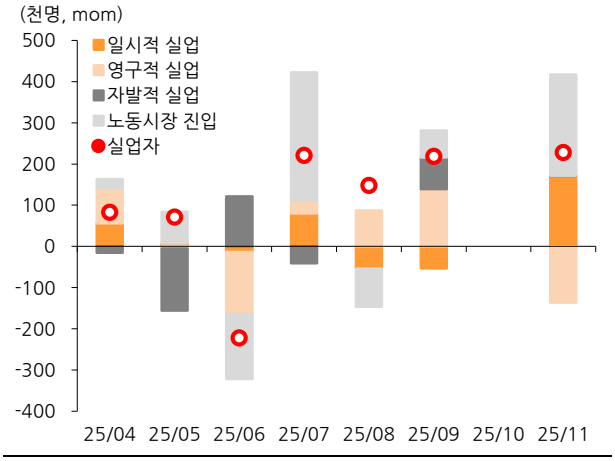
연준의 금리 인하 기대는 달러 약세 재료다. 시장도 상반기 중 추가 금리 인하를 염두에 두고 있다. 다만 1월 FOMC 회의에서 금리 동결을 예상하고, 파월 연준 의장의 남은 임기 동안 트럼프 행정부와 갈등이 이어질 가능성이 높아 당분간 인하 기대가 더욱 강해지기는 어렵다. 달러 약세 폭은 완만할 것이다.

연초 달러 약세 리스크도 존재

미국 연방대법원의 관세정책 위헌 판결 결과와 연방정부 셧다운 가능성도 달러 약세 리스크다. 대법원의 판결이 언제 나올 지는 미지수지만, 이번 분기 내에 조기 판결될 가능성이 있다. 만약 트럼프 행정부가 전면 패소해 관세를 대규모 환급해야 할 경우 미국 경기와 재정 우려가 강해지고 달러도 약해질 수 있다.

또한 이번 달 말까지 확정되지 않은 본예산 합의가 마무리되지 않으면 연방정부가 재차 셧다운에 돌입할 수 있다. 업무정지가 작년처럼 길어질 경우, 경기와 정책 불확실성이 확대되며 달러 약세 폭을 키울 수 있다. 해당 리스크들이 실현될 경우 원/달러 환율도 예상보다 더 낮아질 수 있다고 봐야 한다.

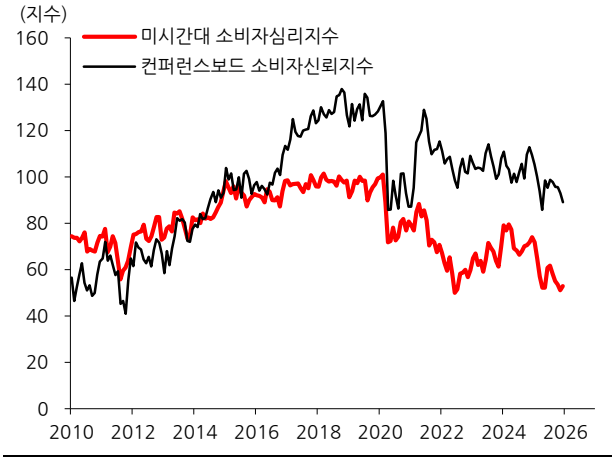
[그림35] 미국 고용시장 둔화



주: 2025년 11월 지표는 9월 대비 변동

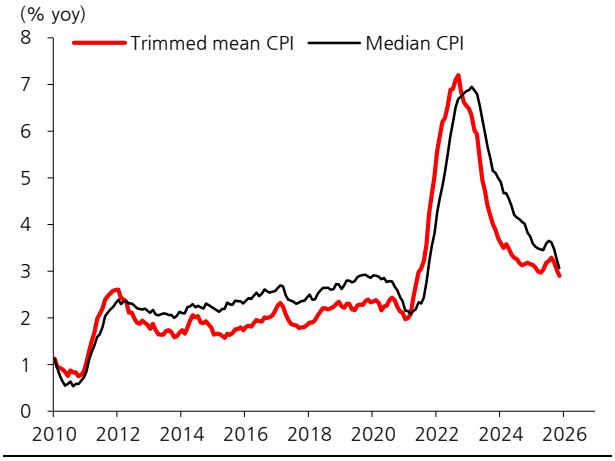
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 더딘 소비심리 회복



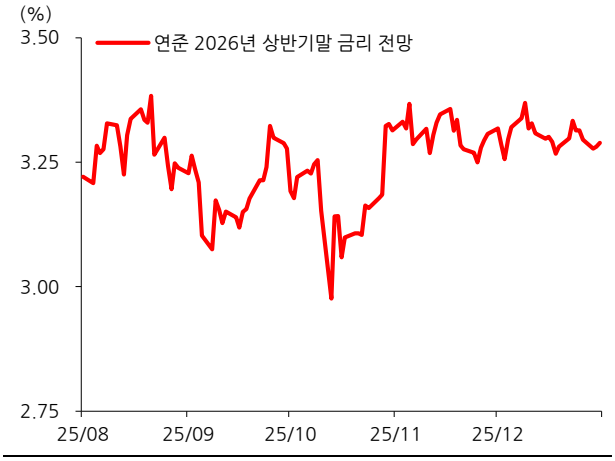
자료: University of Michigan, The Conference Board, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 물가 둔화 추세 유지



자료: FRB of Cleveland, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 시장은 상반기 금리 인하 가능성 염두



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 연방정부 본예산 합의 현황

분야	합의 상태	비고
식품의약, 입법, 보훈의 3개 부문	최종 합의 완료	2026 회계연도 전체 예산 확정
상무, 국방, 에너지 등 9개 부문	임시 예산안 적용	2026년 1월 30일까지 최종 합의 필요

자료: 한화투자증권 리서치센터

3. 선진국 통화

엔/달러 환율 150엔 중반

엔/달러 환율은 당분간 150엔 중반 수준을 예상한다. 2026년도 일본 예산안이 발표된 가운데, 단기적인 재정 우려가 이어지며 엔화 약세 압력이 유지될 가능성이 높다. 다만 예산에 대한 불확실성 완화와 일본은행의 매파적인 스탠스를 감안하면 엔화 약세 폭은 완만하게 되돌려질 전망이다.

사상 최대 지출로 재정 우려 있겠지만

2026년도 세출 총액은 122.3조 엔으로 지난해 당초 예산 대비 6.2% 늘었다. 지출 증가율이 2000년 이후 세 번째로 높기 때문에 재정 우려가 빠르게 사라지지는 않을 것이다. 그 중 금리 인상에 따라 국채 이자 및 상환 관련 비용이 10.8%나 늘어 추가 금리 인상 부담에 대한 논의가 나올 가능성도 있다.

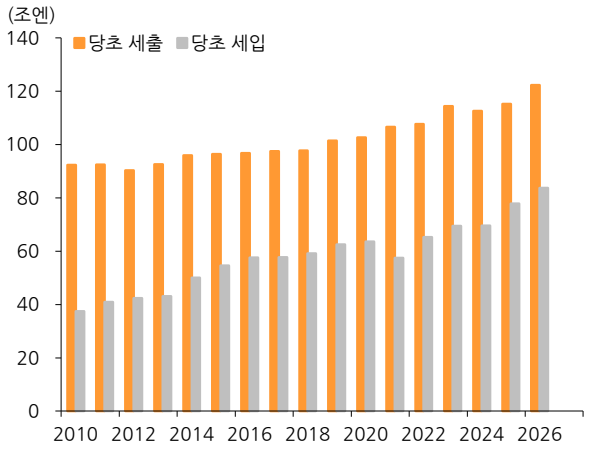
시간이 지나면 완화될 것

하지만 세수도 83.7조 엔으로 지난해 당초 예산 대비 7.6% 확대할 계획이다. 채권 발행 의존도(24.2%)를 소폭 낮추는 가운데, 세수를 늘려 기초 재정수지는 오히려 1.3조 엔으로 28년 만에 흑자 전환시키고자 한다. 따라서 시장의 재정 우려는 시간이 지날수록 완화될 것이라 예상한다.

금리 인상 기조도 엔화 약세 제한

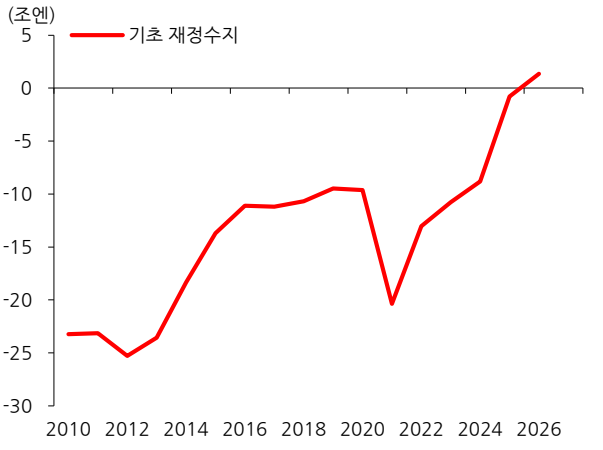
일본은행의 금리 인상 기조 또한 엔화 약세를 제한할 전망이다. 당분간은 금리를 인상하지 않겠지만, 우에다 총재는 경제/물가 전망이 부합하면 금리를 지속 인상하겠다는 스탠스를 유지하고 있다. 일본은행이 매파적인 태도를 이어가면 원화에도 일부 강세 압력이 나타날 수 있다.

[그림39] 일본은 사상 최대 예산안을 확정했지만



자료: Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 재정수지는 28 년 만에 흑자 전환 전망



자료: Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

유로화 완만한 강세

유로화는 완만한 강세 압력이 이어질 전망이다. 경기와 정책 방향성이 유로화 강세를 지지할 가능성이 높다.

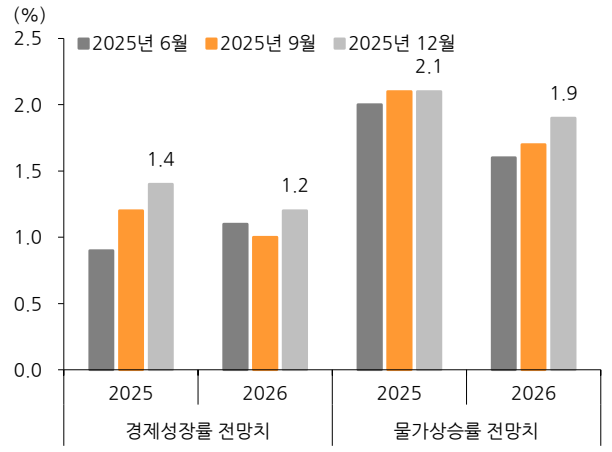
유로존의 양호한 고용시장과 심리지표를 고려하면 올해도 1%대 성장이 가능해 보인다. 올해부터 독일의 5,000억 유로 규모 인프라 특별 기금이 단계적으로 집행되는 점도 성장에 우호적이다. 양호한 성장 전망과 ECB의 금리 동결 기조에 따른 상대적인 유로화 매력을 감안하면, 점진적인 강세가 이어질 수 있다.

호주달러 강세 예상

호주달러도 강세를 예상한다. 지난해 10월 호주 CPI는 전년동월대비 3.8% 상승했는데, 주거와 에너지 관련 물가가 반등하며 중앙은행의 목표 수준을 벗어나고 있다. 이에 금리 인상 전환 가능성이 나타나며 강세 압력이 이어지고 있다. 높아진 임대료 물가를 고려하면 단기간에 물가 우려가 해소되기는 어려워, 앞으로도 강세 추세를 염두에 둬야 한다.

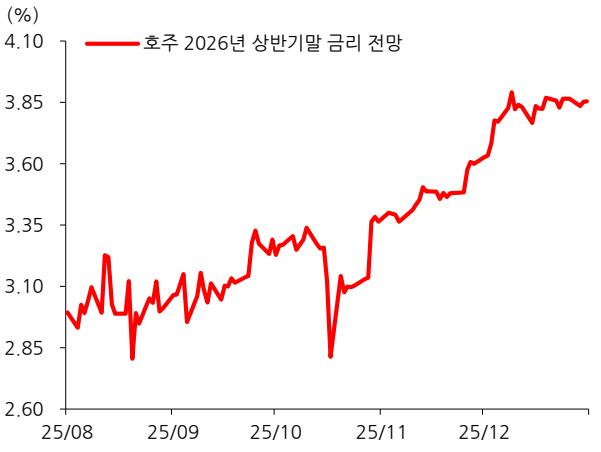
유로화와 호주달러 또한 강세 압력이 우세하다고 하면, 원/달러 환율 상승 압력도 제한적일 전망이다.

[그림41] ECB, 유로존 경기와 물가 전망 상향 조정



자료: European Central Bank, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 호주, 올해 상반기 중 기준금리 인상 가능성



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

4. 신흥국 통화

위안화는 추가 강세 제한

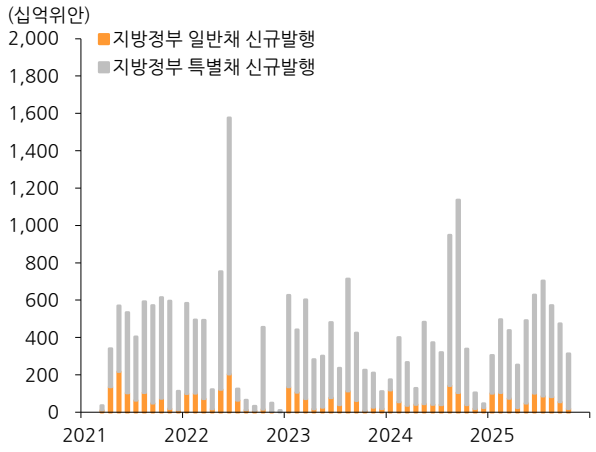
위안/달러 환율이 7위안을 크게 하회하기는 어렵다. 연말까지 위안화 강세를 이끌었던 동력이 약해지는 가운데, 중국 인민은행도 위안화 변동성을 살피고 있기 때문이다.

최근 위안화 강세는 미-중 관계 개선 기대와 연말 수출기업 위안화 환전 수요 영향이 컸다. 하지만 해당 요인들은 이미 환율에 상당 부분 반영됐거나 일시적인 성격이 강하다. 중국 인민은행도 급격한 위안화 강세가 가져올 부작용을 우려하며 위안화 변동 리스크를 방지하겠다고 강조한 만큼, 위안화 추가 강세는 제한적일 전망이다. 연말 중국 성장률 둔화와 정책 약화 또한 위안화 약세로 이어질 수 있다.

헤알화 약세 지속

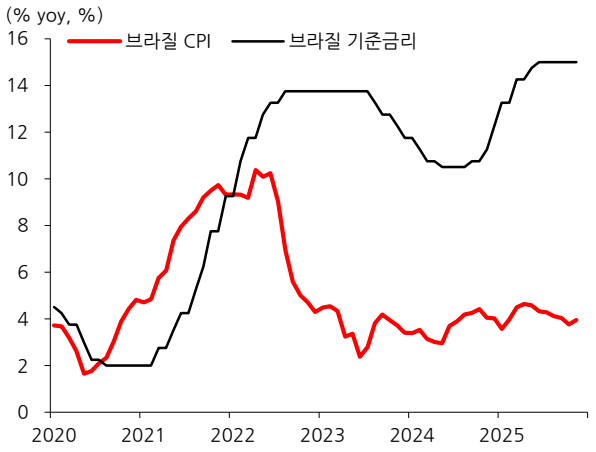
브라질 헤알화는 약세 압력이 지속될 것이라 예상한다. 중앙은행이 경기 둔화를 우려해 상반기에 재차 기준금리 인하에 나설 전망이기 때문이다. 최근의 정치적 불확실성까지 고려하면, 연초 헤알/달러 환율은 상승할 것이라 생각한다. 다만 여전히 물가 하방경직성이 강해 단기적인 전망이 불투명하고, 이에 따라 금리 인하 시기도 지연될 수 있다.

[그림43] 중국 연말 정책 강도 약화



자료: Ministry of Finance, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 브라질 물가와 통화정책 불확실성



자료: Getulio Vargas Foundation, Central Bank of Brazil, 한화투자증권 리서치센터

V. 외환시장 차트북

[표4] 한국 국제수지표(BOP)

(억달러)	2024년		2025 년					
	10월	1~10월	6월	7월	8 월	9 월	**10 월**	1~10 월
경상수지	**94.0**	**766.3**	**142.7**	**107.8**	**91.5**	**134.7**	**68.1**	**895.8**
상품수지	80.7	798.2	131.6	102.7	94.0	142.4	**78.2**	937.1
(수출)	586.4	5759.1	603.7	597.8	564.4	672.7	**558.8**	5781.5
(수입)	505.7	4960.9	472.1	495.1	470.4	530.2	**480.6**	4844.3
서비스수지	-19.3	-196.4	-25.3	-21.4	-21.2	-33.2	**-37.5**	-264.6
본원소득수지	33.0	194.5	41.6	29.5	20.7	29.6	**29.4**	255.1
이전소득수지	-0.4	-30.0	-5.3	-2.9	-1.9	-4.2	**-1.9**	-31.8
금융계정	**125.9**	**750.2**	**172.9**	**110.8**	**78.8**	**129.0**	**68.1**	**836.9**
직접투자	-20.7	241.1	31.8	16.9	-7.1	38.6	**17.3**	223.2
증권투자	19.0	431.2	44.4	24.6	81.2	21.1	**120.8**	724.7
(주식)	28.0	332.6	40.1	51.1	57.7	44.2	**151.1**	866.4
(부채성증권)	-9.0	98.5	4.2	-26.5	23.5	-23.0	**-30.3**	-141.7
파생금융상품	0.0	64.8	-12.3	-2.4	-5.0	-8.0	**11.3**	23.5
기타투자	142.0	73.9	79.0	51.2	-15.4	37.5	**-147.9**	-114.4
준비자산	-14.4	-60.7	30.0	20.5	25.2	39.9	**66.7**	-20.2
자본수지	**0.1**	**2.9**	**1.3**	**0.9**	**-0.1**	**0.0**	**0.0**	**2.6**

주: 상품수지의 수출과 수입은 본선인도(FOB) 가격 기준

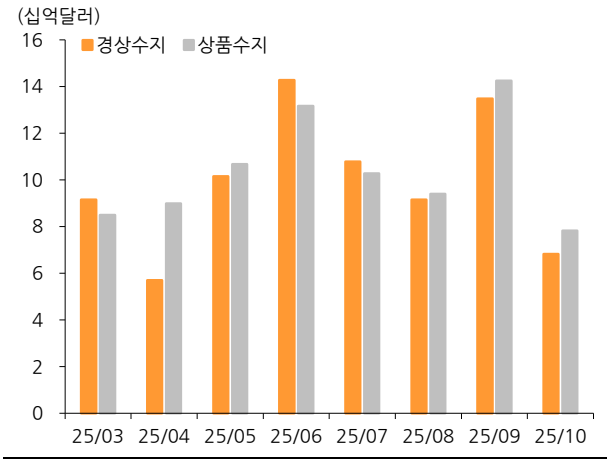
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 한국 국제투자대조표(IIP)

(억달러)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	**3Q25**
대외금융자산	**23446.7**	**23868.7**	**24096.3**	**25276.8**	**25125.7**	**25167.5**	**26818.1**	**27975.7**
직접투자	7373.4	7358.6	7462.6	7756.7	7626.5	7783.7	8047.6	**8134.9**
증권투자	8583.9	9052.8	9327.0	9972.3	9942.5	10118.4	11250.0	**12140.1**
파생금융상품	446.7	388.7	377.7	419.3	458.2	356.1	403.7	**397.4**
기타투자	2841.2	2876.0	2806.9	2928.9	2942.4	2812.8	3014.8	**3083.2**
준비자산	4201.5	4192.5	4122.1	4199.7	4156.0	4096.6	4102.0	**4220.2**
대외금융부채	**15395.4**	**15582.1**	**15566.5**	**15527.1**	**14105.2**	**14327.6**	**16513.9**	**17413.6**
직접투자	3080.9	2986.0	2930.8	3122.3	2869.9	2911.2	3172.0	**3135.3**
증권투자	9537.3	9817.5	9859.7	9558.3	8349.3	8649.9	10510.1	**11395.4**
파생금융상품	483.2	480.8	485.5	426.9	603.2	468.5	416.5	**461.7**
기타투자	2294.0	2297.7	2290.5	2419.6	2282.8	2298.1	2415.3	**2421.2**
순대외금융자산	**8051.3**	**8286.6**	**8529.8**	**9749.7**	**11020.4**	**10839.9**	**10304.2**	**10562.2**

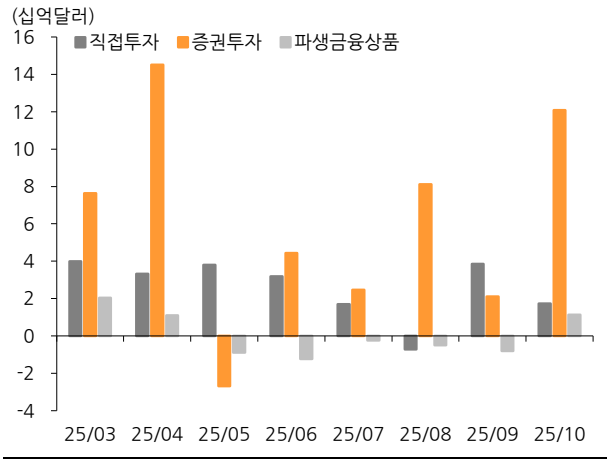
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 한국 경상수지



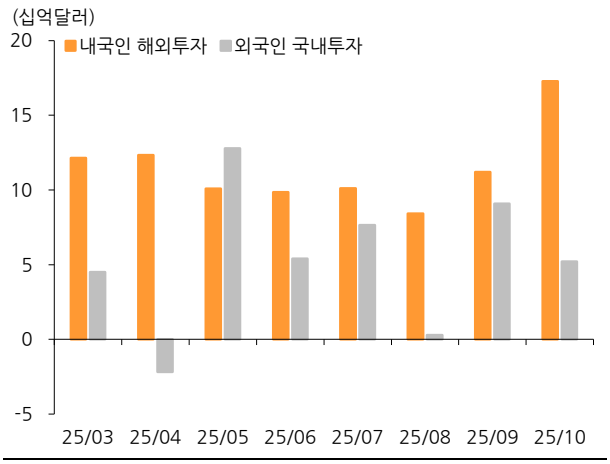
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 한국 금융계정



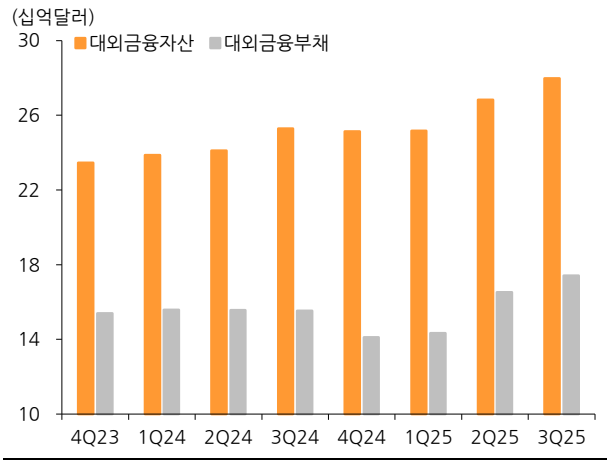
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 한국 증권투자



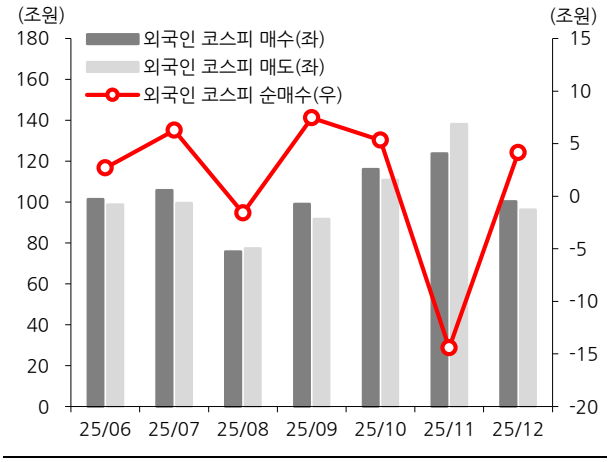
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 한국 국제투자대조표



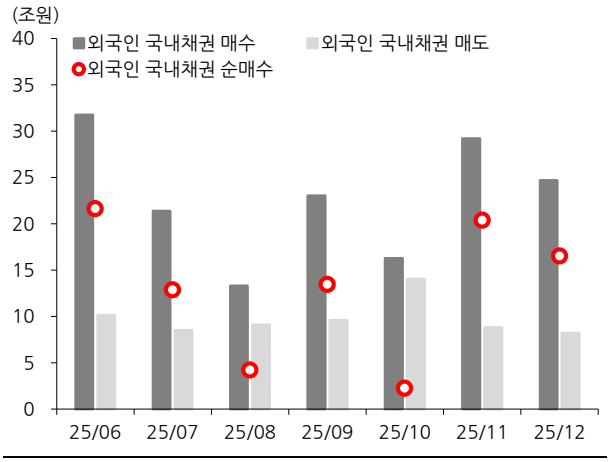
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 외국인 코스피 순매수



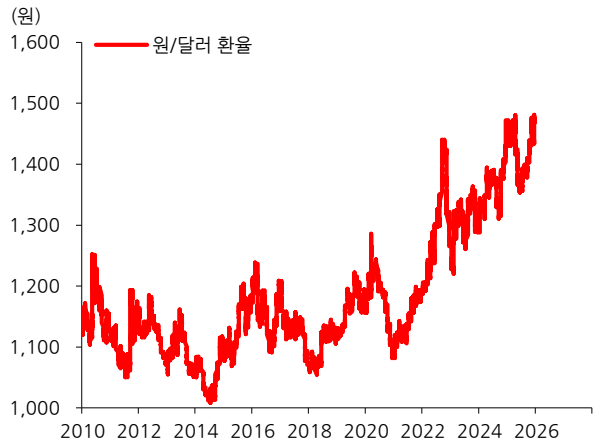
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 외국인 국내채권 순매수



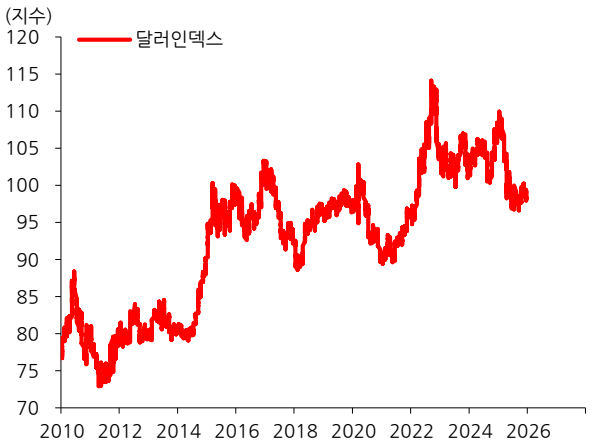
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 원/달러 환율



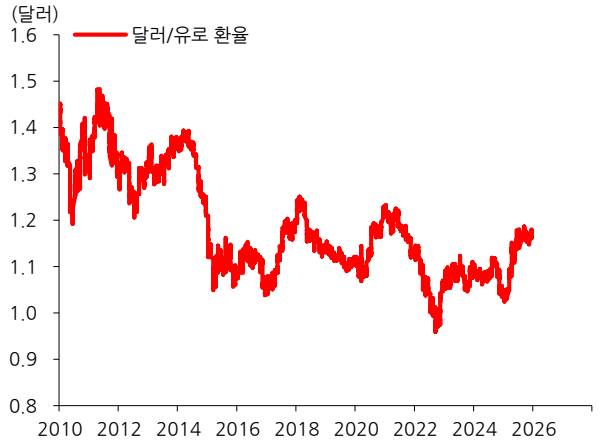
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 달러인덱스



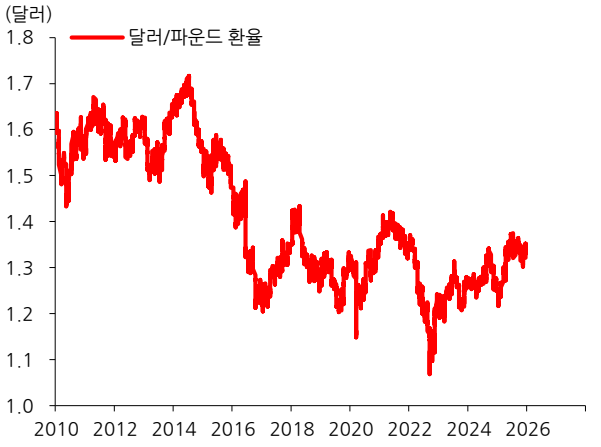
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 달러/유로 환율



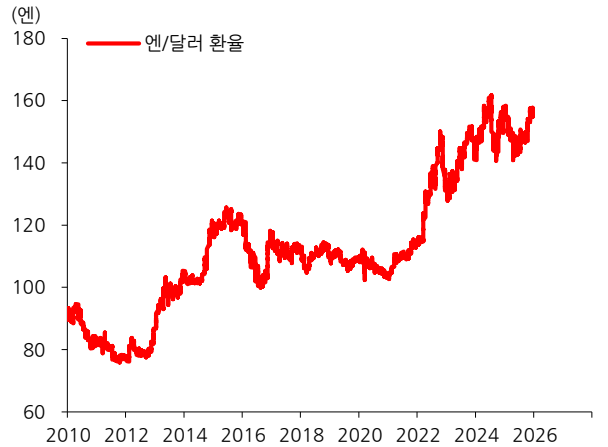
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 달러/파운드 환율



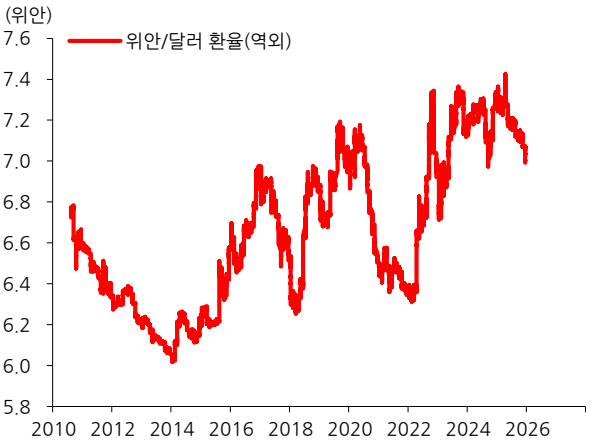
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 엔/달러 환율



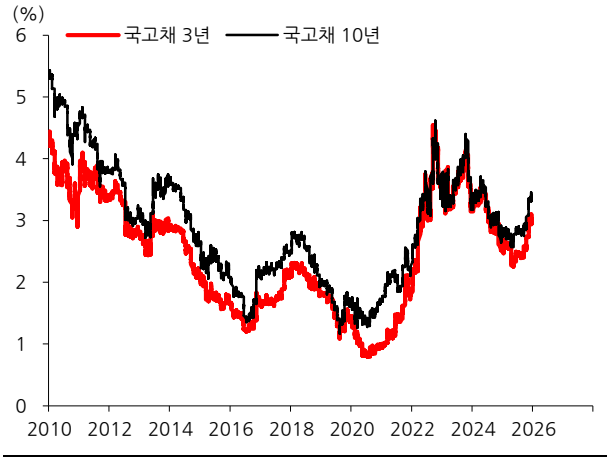
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 위안/달러 환율(역외)



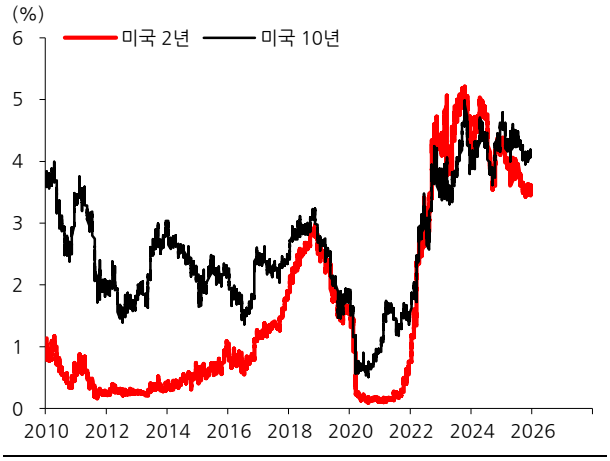
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 국고채 금리



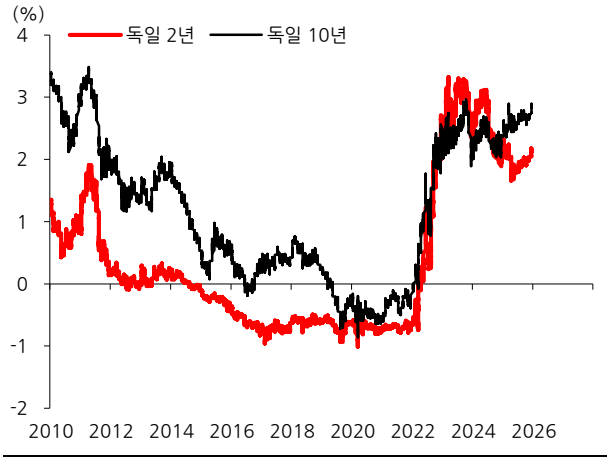
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 미국 국채 금리



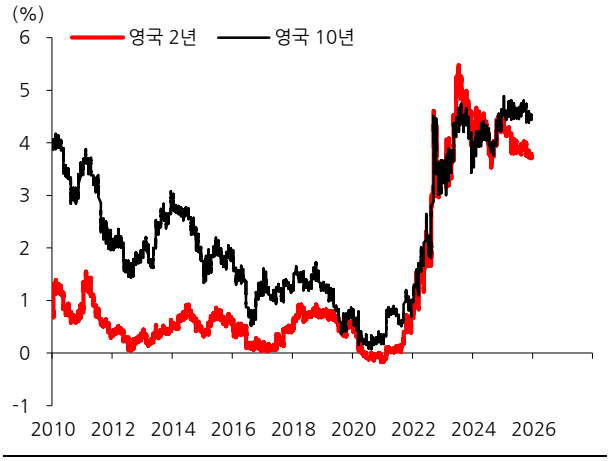
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 독일 국채 금리



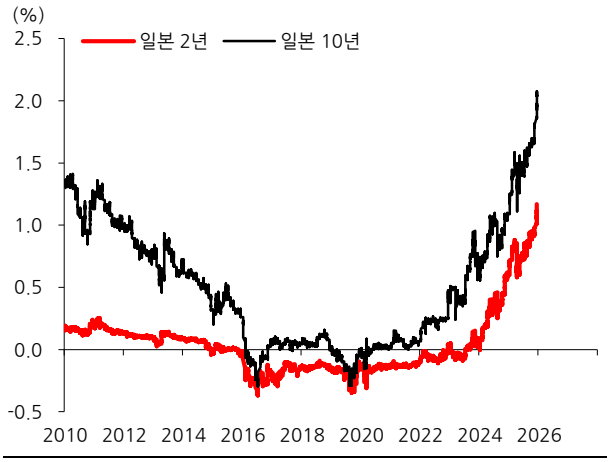
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 영국 국채 금리



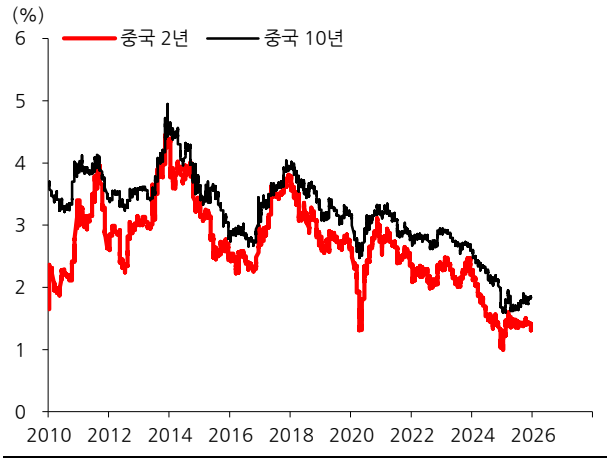
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 일본 국채 금리



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 중국 국채 금리



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

⊙ **MSCI**

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, redisseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

⊙ **GICS**

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].