

| 리서치센터 투자전략실 | 경제·환율 | 2026. 8. 31 |

무엇이 환율을 흔들었나

시선은 수급에서 펀더멘탈로

- Part I 달러인덱스: 장기 약달러 진행
- Part II 원달러환율: 하락 모멘텀 잔존
- Part III 환율 전망: 수급에서 펀더멘탈로

경제/환율

Economist 최광혁

kh.choi@ls-sec.co.kr



LS증권 최광혁입니다.

원달러환율의 변동성이 강하게 나타나는 모습을 보였습니다. 2분기 환율 변동폭은 109.4원에 달했고, 3분기 환율 변동폭은 160.2원으로 2분기의 변동성보다 54% 확대되는 흐름을 보였습니다. 연간으로는 176.2원의 변동을 보였습니다. 일반적으로 환율의 변동성을 연간 150원 내외로 추정할 때 연간 변동폭이 다른 해와 비교해 압도적으로 높은 변동성은 아니지만 단기적인 변동폭을 고려하면 급격한 흔들림을 보였다는 판단입니다. 재미있는 점은 이번 환율 변동이 한국에 한정적으로 작용한 수급요인이 지배했다는 부분인데 타 아시아 국가와 변동 방향성은 유사하면서 변동의 폭이 강해지는 양상을 보였습니다.

Part I 달러인덱스는 이미 지정학적 리스크에 따른 상방 여백 제한이 가시적으로 나타났습니다. 과거 글로벌 위기, 특히 중동을 중심으로 한 유가 위기에서 달러의 상승 레벨은 훨씬 높은 수준을 보였습니다. 2026년 중동사태로 인한 지정학적 리스크는 주식시장에 반영된 위기 대비 현저히 낮은 수준의 상승폭을 보였습니다. 이는 달러인덱스의 구조적인 하방 압력이 지속적으로 작용하고 있기 때문으로 판단하고 있습니다. 재정적자 문제와 이로 인한 미국채에 대한 불확실성 상승, 높은 수준의 경제성장률 상승의 마무리, 위안화 결제의 조심스러운 증가 등 달러의 장기적 약세 국면은 이미 시작된 것으로 판단하고 있습니다. 다만 단기적으로 지정학적 리스크가 영향을 미치고, AI와 관련된 결제 수요가 달러의 급격한 하방 압력을 방어하고 있다는 판단입니다.

Part II 원달러환율은 펀더멘탈로 본다면 하락 모멘텀이 훨씬 강해 보입니다. 한국은행은 2연속 금리인상을 단행하면서 긴축적인 기조를 이어가고 있습니다. 경제전망은 더욱 강하게 변화했는데, 2026년 경제성장률 전망을 기존 2.6%에서 3.3%로 상향하고 2027년은 2.1%에서 2.9%로 상향 조정했습니다. 연간 성장률 전망 상향 폭으로 봤을 때 2026년 0.7%p, 2027년 0.8%p로 이례적으로 2개년을 동시에 상향 조정하는 모습을 보이며 한국 경제 성장에 대한 자신감을 드러냈습니다. 재미있는 점은 2026년과 2027년 헤드라인 물가 전망은 고정하고 코어 물가만을 상향하면서 경제성장과 이로 인한 내수 진작을 예상보다 강하게 반영하고 있다는 점입니다.

Part III 원달러환율의 연말 레인지를 1,346원~1,452원으로 제시합니다. 2025년 서학개미로 대표되는 해외포트폴리오 투자가 환율 상승을 이끌었다면, 2026년 상반기는 외국인 순매도가 현재까지는 하이닉스와 기업의 환전 수요가 환율의 폭을 결정하고 있다는 판단입니다. 삼전과 하이닉스의 주가 변동성이 안정된다면 외국인의 급격한 순매도 재현 가능성은 낮습니다. 한국 기업의 주주환원, 국내 투자 확대으로 그 동안 지연되던 경상수지의 환전 수요 유입이 지속될 가능성도 높아 보입니다. 금리와 펀더멘탈 요인까지 고려했을 때 환율은 상방보다는 하방 압력이 높은 시점입니다.

감사합니다.

Contents

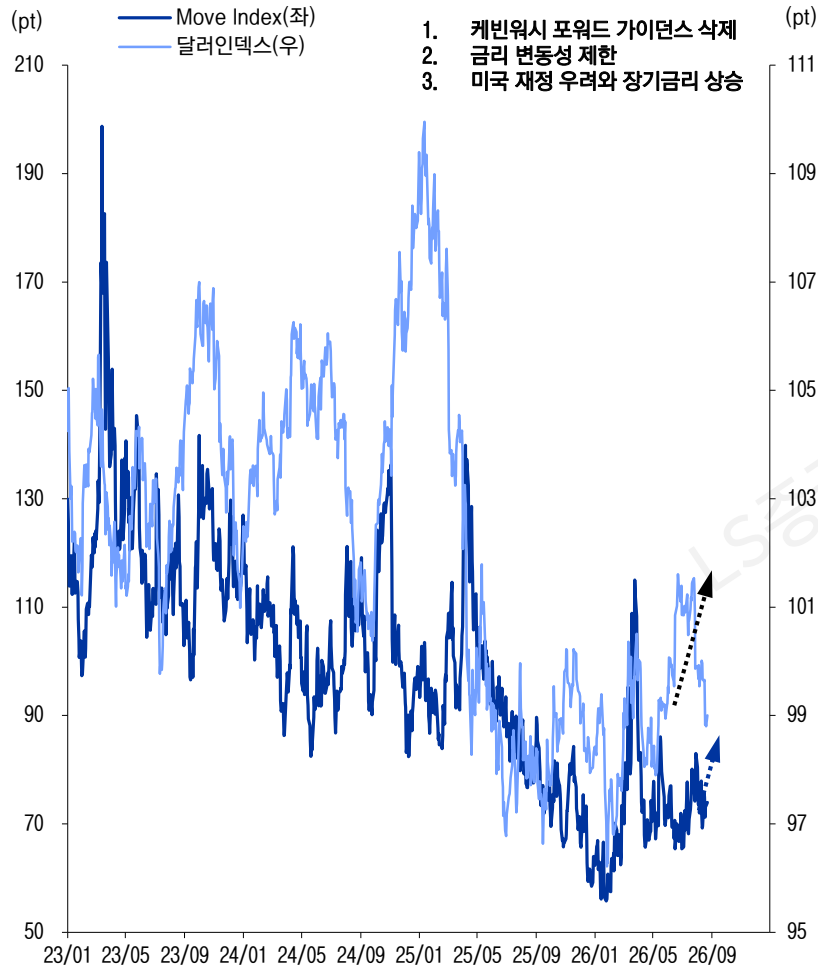


무엇이 환율을 흔들었나 | 시선은 수급에서 펀더멘탈로

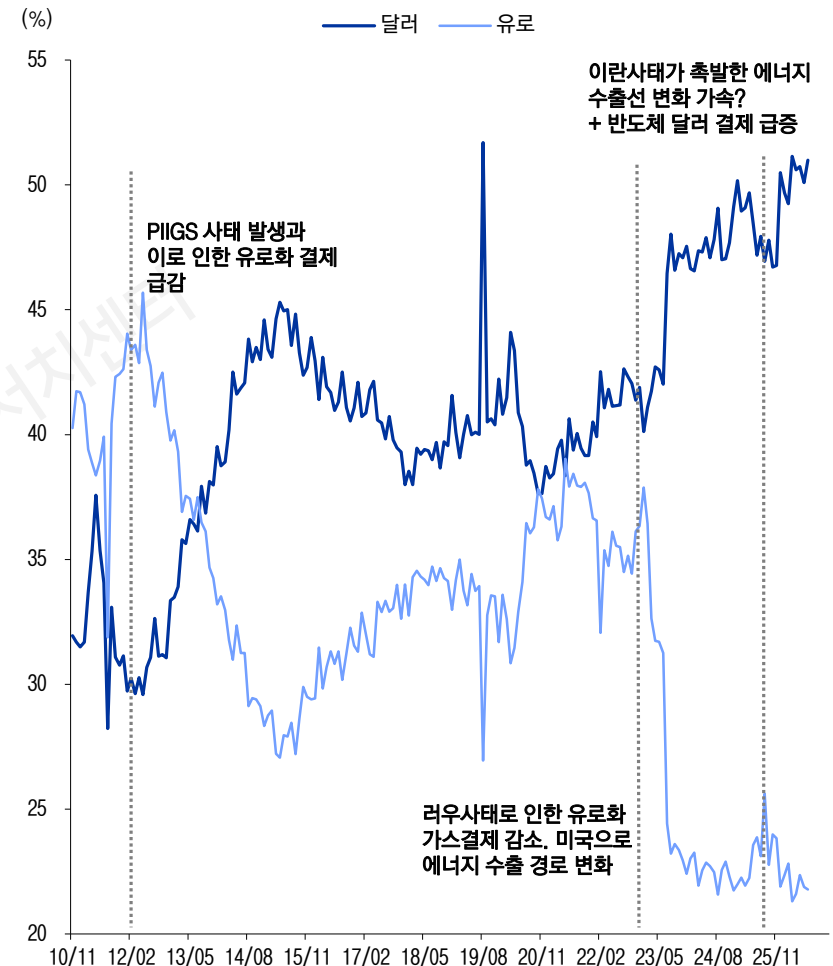
Part I	09	달러인덱스: 장기 약달러 진행
		1. 달러인덱스 상승 요인
		2. 달러인덱스 하락 요인
Part II	32	원달러환율: 하락 모멘텀 잔존
		1. 원달러환율 상승 요인
		2. 원달러환율 하락 요인
Part III	51	환율 전망: 수급에서 펀더멘탈로

Key Chart 1) 달러 강세 요인: 변동성 완화와 달러 수요 증가

미국 채권시장 변동성과 달러인덱스

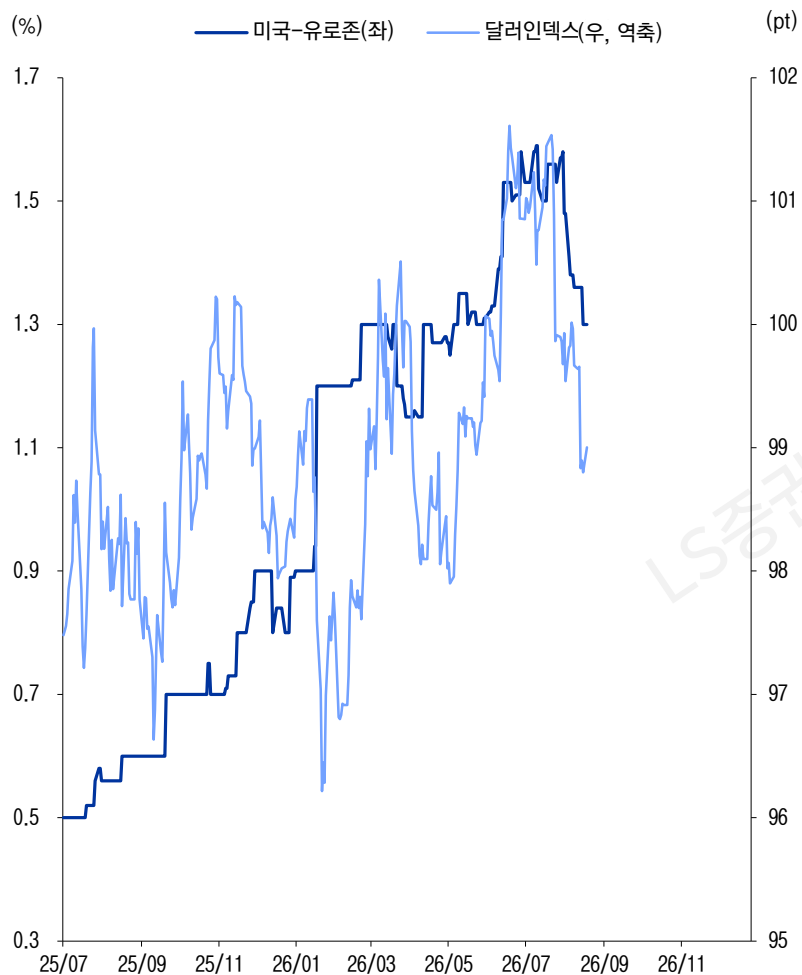


SWIFT 결제비중: 페트로달러 + AI달러?

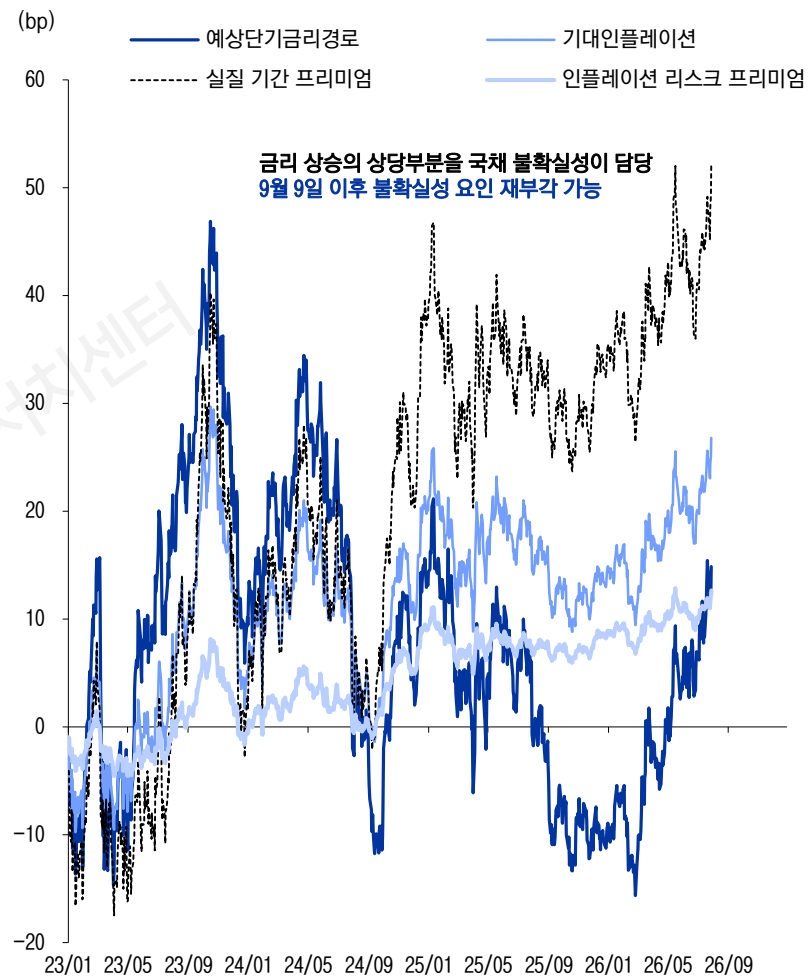


Key Chart 2) 달러 약세 요인: 성장률과 불확실성

미국과 유로존 성장률 전망차와 달러인덱스

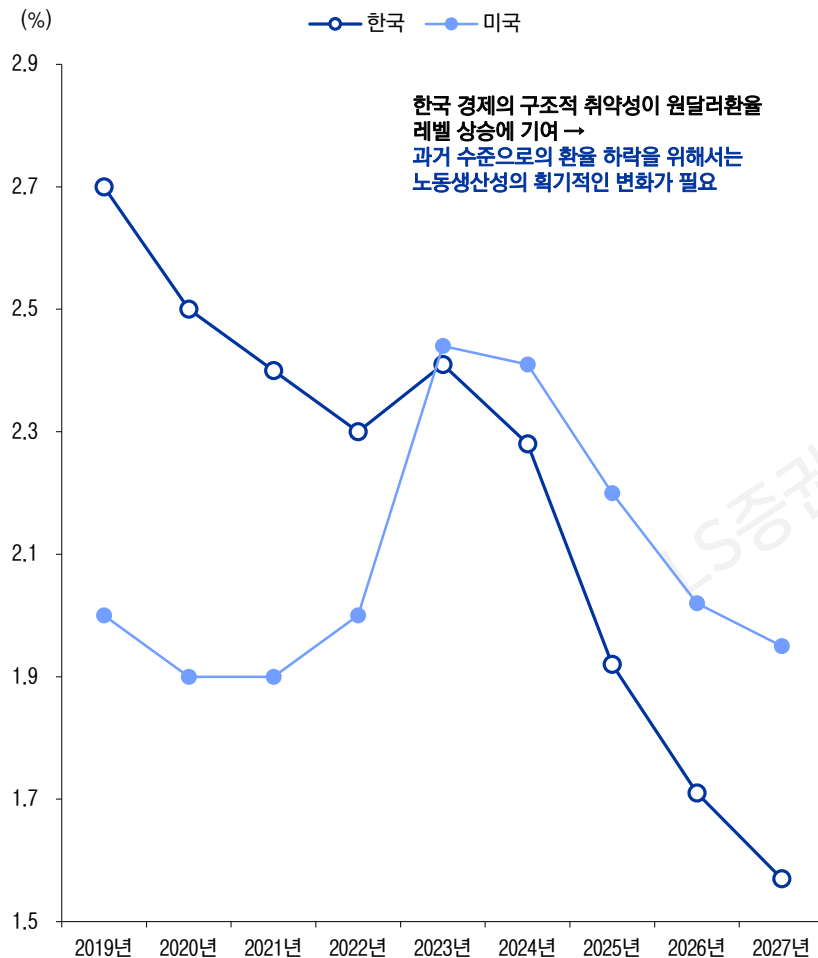


미국채 불확실성 확대

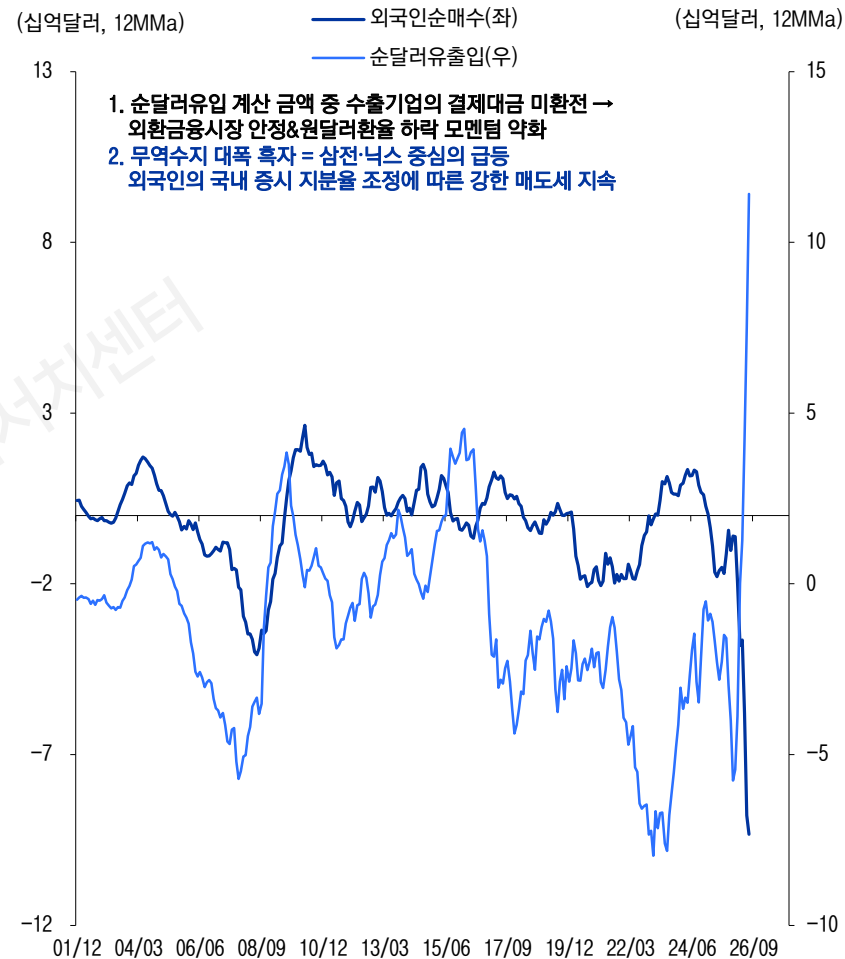


Key Chart 3) 원달러 상승 요인: 구조적 둔화와 외국인 매도세

한국 잠재성장률 하락세 지속

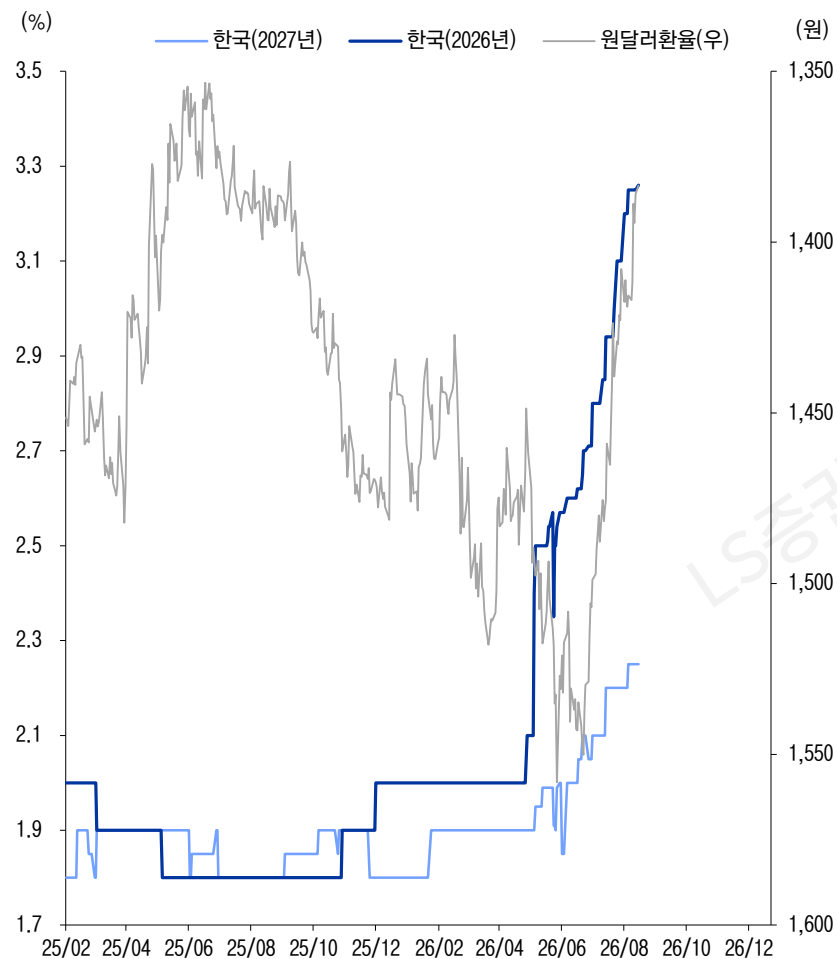


한국의 순달러유출입 Proxy와 외국인 매도세

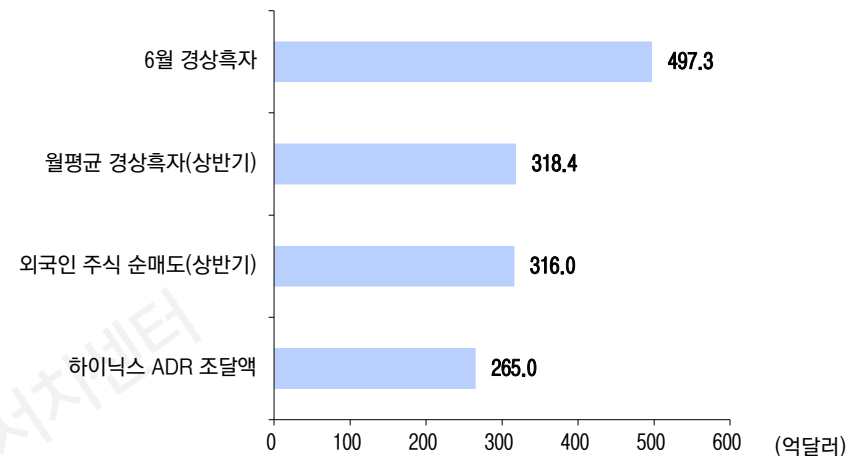


Key Chart 4) 원달러 하락 요인: 펀더멘탈과 기업 달러 수급

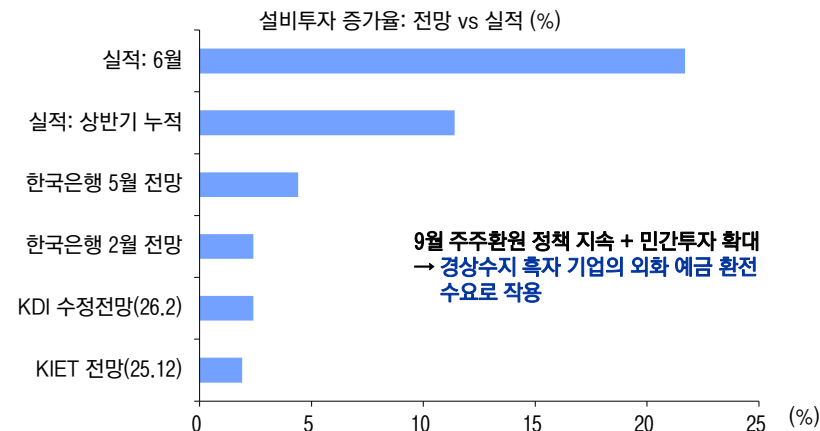
경제성장률 전망 컨센서스 및 원달러환율 추이



하이닉스 ADR 전체 규모와 수급 규모 비교

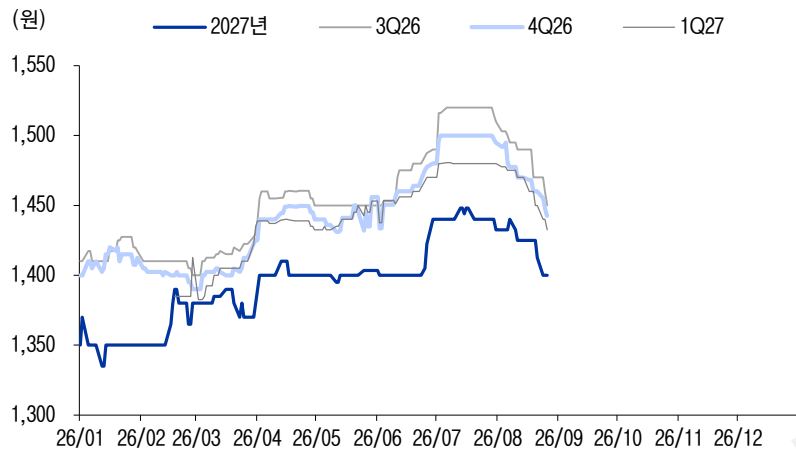


2026년 설비투자 증가율: 실적과 전망

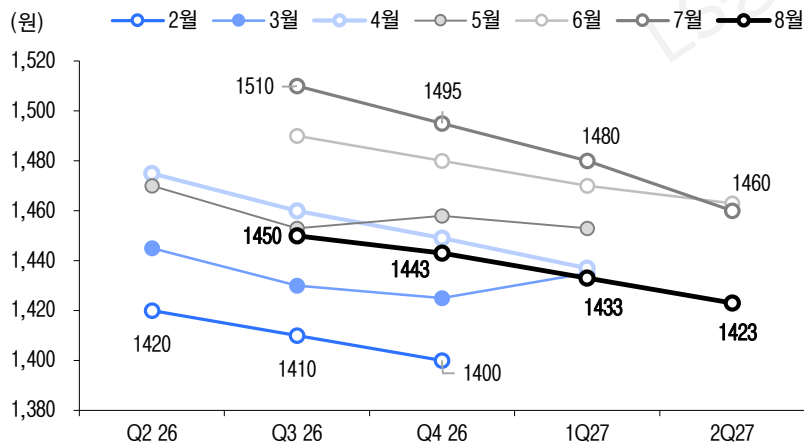


Key Chart 5) 원달러환율 컨센서스와 LS증권 전망

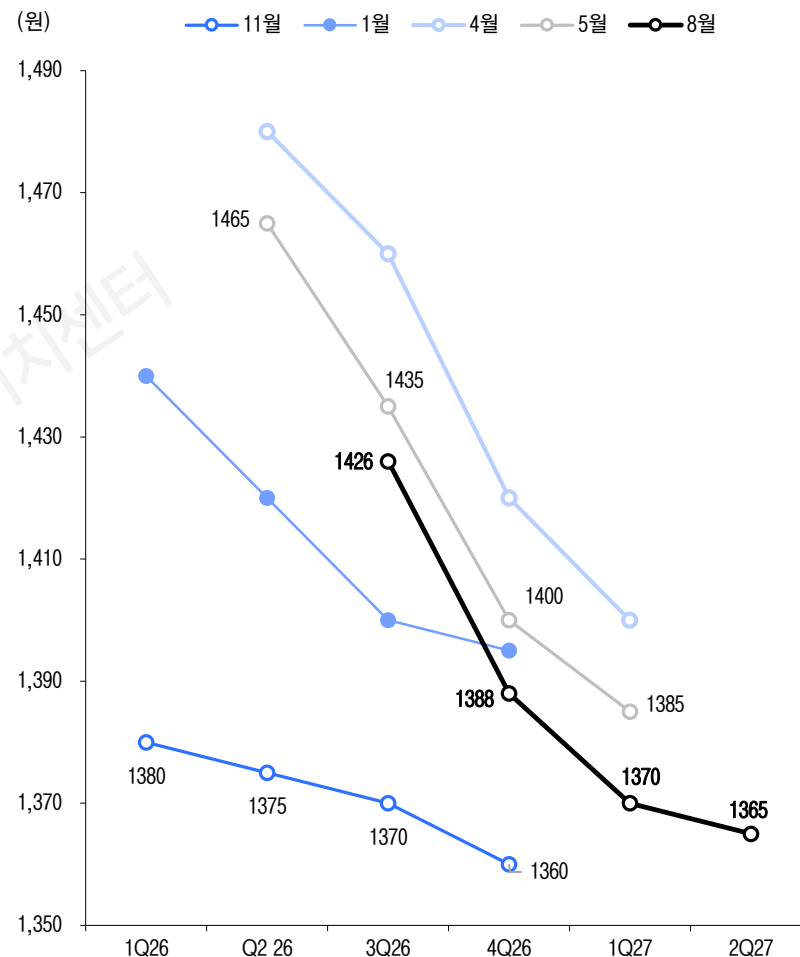
원달러환율 전망 변화



원달러환율 컨센서스 중간값



LS증권 원달러환율 전망치 변동



Part I

달러인덱스: 장기 약달러 진행

약세 요인 확대

- 변동성 구간 완화 + 지정학적 피로 확대
- 경제성장 기대감 하락 전환
- 부채 우려와 정부 정책 방향성

Part I -1 달러인덱스 상승 요인

변동성 요인 완화
변동성, 리스크 & 수급

케빈 워시 체제의 변화를 극명히 보여주는 성명서

● 포워드가이던스 삭제 - 금리의 방향성을 선제적으로 예상할 수 있는 수단의 제거

April 29, 2026

Federal Reserve issues FOMC statement

For release at 2:00 p.m. EDT

Share 

Recent indicators suggest that economic activity has been expanding at a solid pace. Job gains have remained low, on average, and the unemployment rate has been little changed in recent months. Inflation is elevated, in part reflecting the recent increase in global energy prices.

The Committee seeks to achieve maximum employment and inflation at the rate of 2 percent over the longer run. Developments in the Middle East are contributing to a high level of uncertainty about the economic outlook. The Committee is attentive to the risks to both sides of its dual mandate.

In support of its goals, the Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 3-1/2 to 3-3/4 percent. In considering the extent and timing of additional adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will carefully assess incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks. The Committee is strongly committed to supporting maximum employment and returning inflation to its 2 percent objective.

In assessing the appropriate stance of monetary policy, the Committee will continue to monitor the implications of incoming information for the economic outlook. The Committee would be prepared to adjust the stance of monetary policy as appropriate if risks emerge that could impede the attainment of the Committee's goals. The Committee's assessments will take into account a wide range of information, including readings on labor market conditions, inflation pressures and inflation expectations, and financial and international developments.

Voting for the monetary policy action were Jerome H. Powell, Chair; John C. Williams, Vice Chair; Michael S. Barr; Michelle W. Bowman; Lisa D. Cook; Philip N. Jefferson; Anna Paulson; and Christopher J. Waller. Voting against this action were Stephen I. Miran, who preferred to lower the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage point at this meeting; and Beth M. Hammack, Neel Kashkari, and Lorie K. Logan, who supported maintaining the target range for the federal funds rate but did not support inclusion of an easing bias in the statement at this time.

For media inquiries, please email media@frb.gov or call 202-452-2955.

Implementation Note issued April 29, 2026

June 17, 2026

Federal Reserve issues FOMC statement

For release at 2:00 p.m. EDT

Share 

The Federal Open Market Committee approved the following statement for release by a 12 – 0 vote:

The Committee decided to maintain the target range for the federal funds rate at 3-1/2 to 3-3/4 percent, in support of the Federal Reserve's dual mandate. The Committee reaffirmed its policy of maintaining ample reserves in the banking system.

Economic activity is expanding at a solid pace despite elevated uncertainty that owes, in part, to the conflict in the Middle East. Productivity growth and capital investment are strong. Job gains have kept pace with the workforce, and the unemployment rate has changed little.

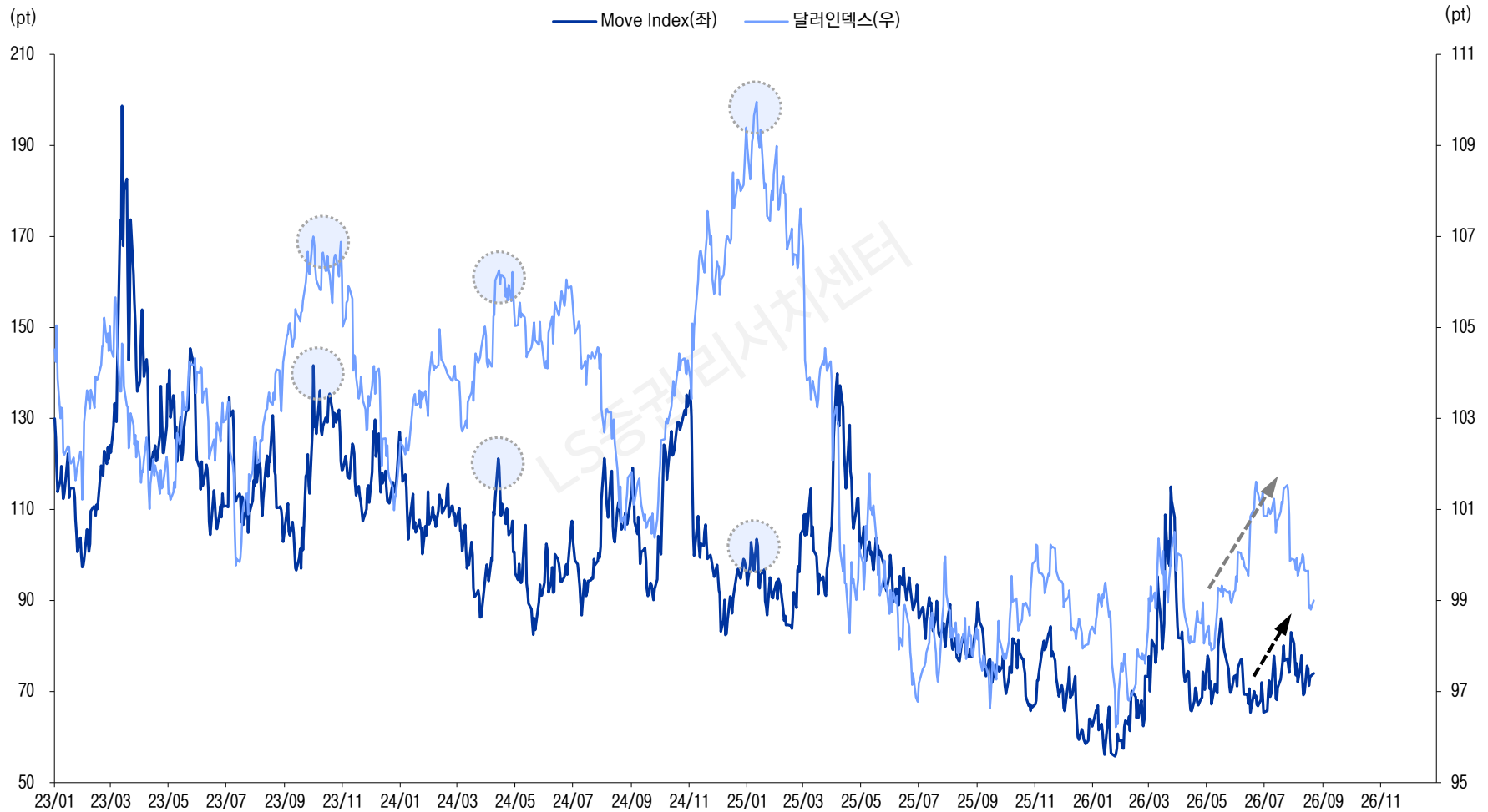
Inflation remains elevated relative to the Committee's 2 percent goal, in part reflecting supply shocks that have driven price increases in certain sectors, including energy. The Committee will deliver price stability.

For media inquiries, please email media@frb.gov or call 202-452-2955.

Implementation Note issued June 17, 2026

포워드가이던스 삭제→ 성명서 축소→ 채권 변동성 확대→ 달러강세

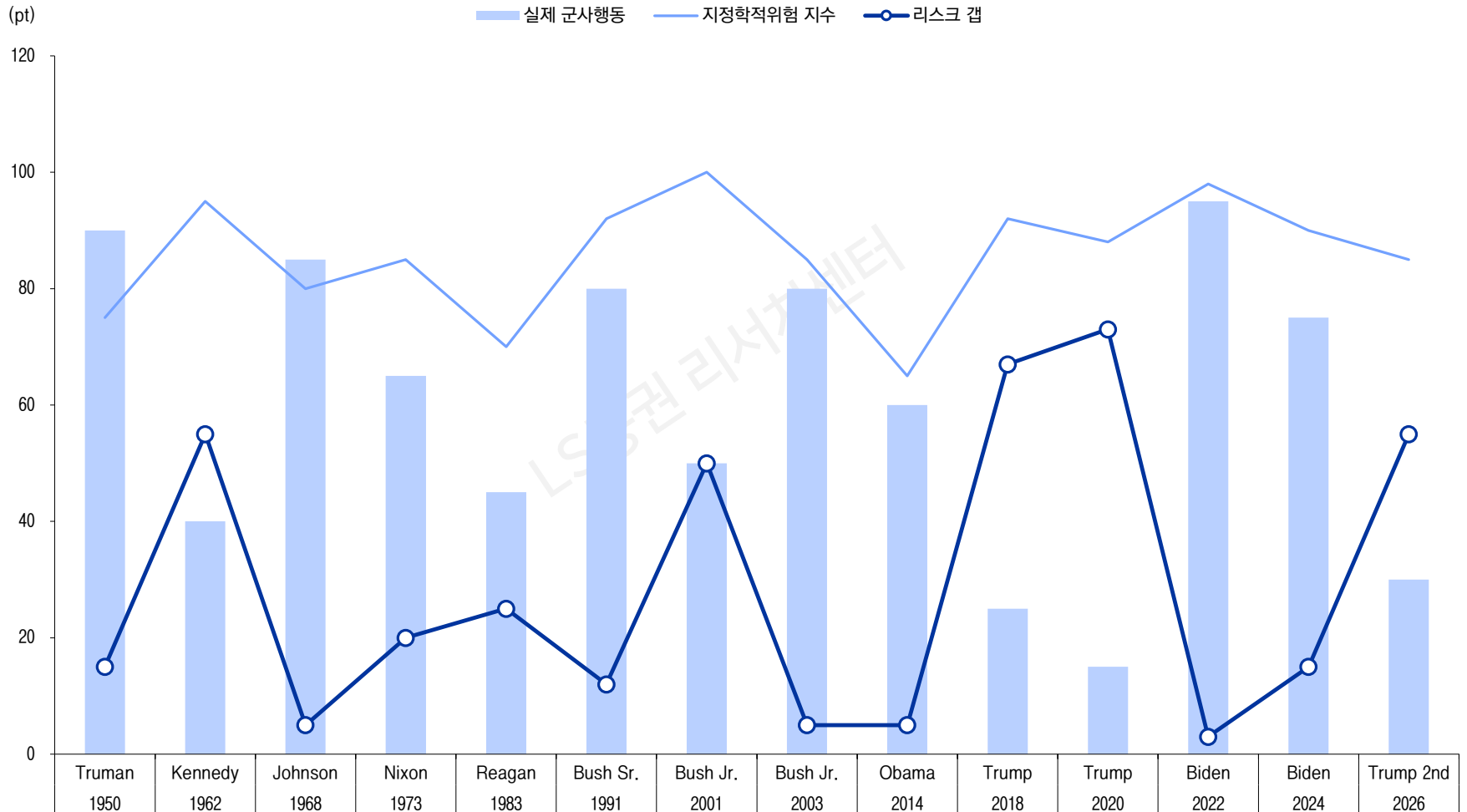
미국 채권시장 변동성과 달러인덱스



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

지정학적 위기, 트럼프의 끊임없는 발언들

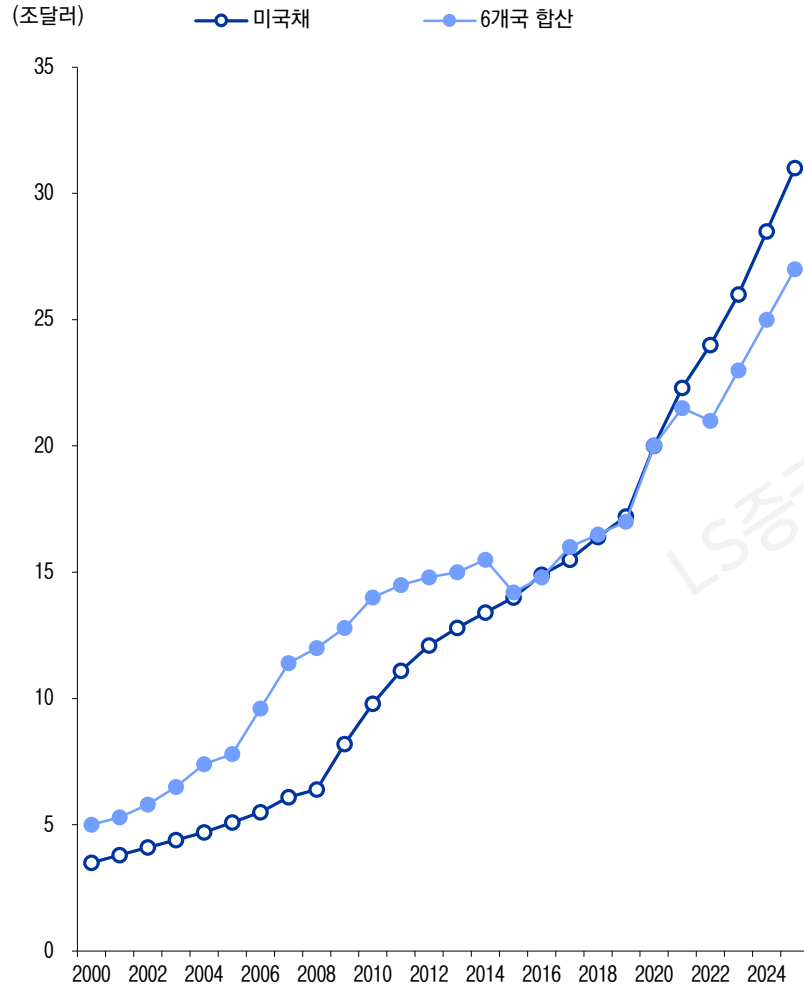
뉴스플로우 상 지정학적 위기와 실제 군사행동



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

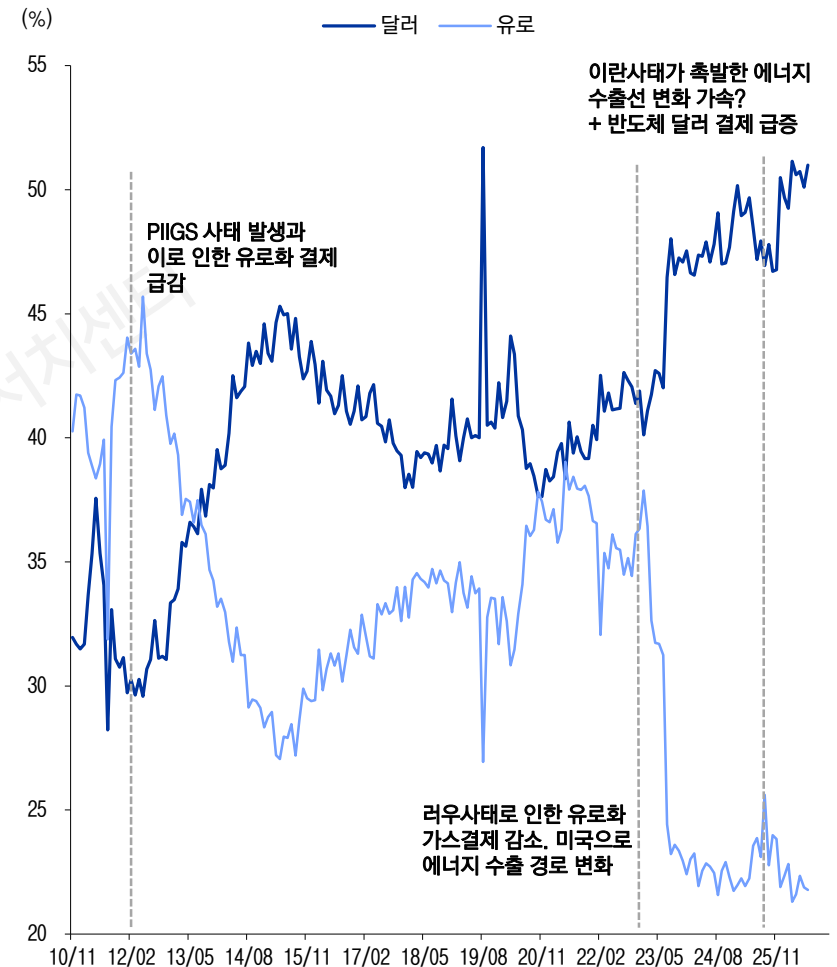
달러 수급, 대마불사와 AI달러

급격히 늘어난 미국채 규모



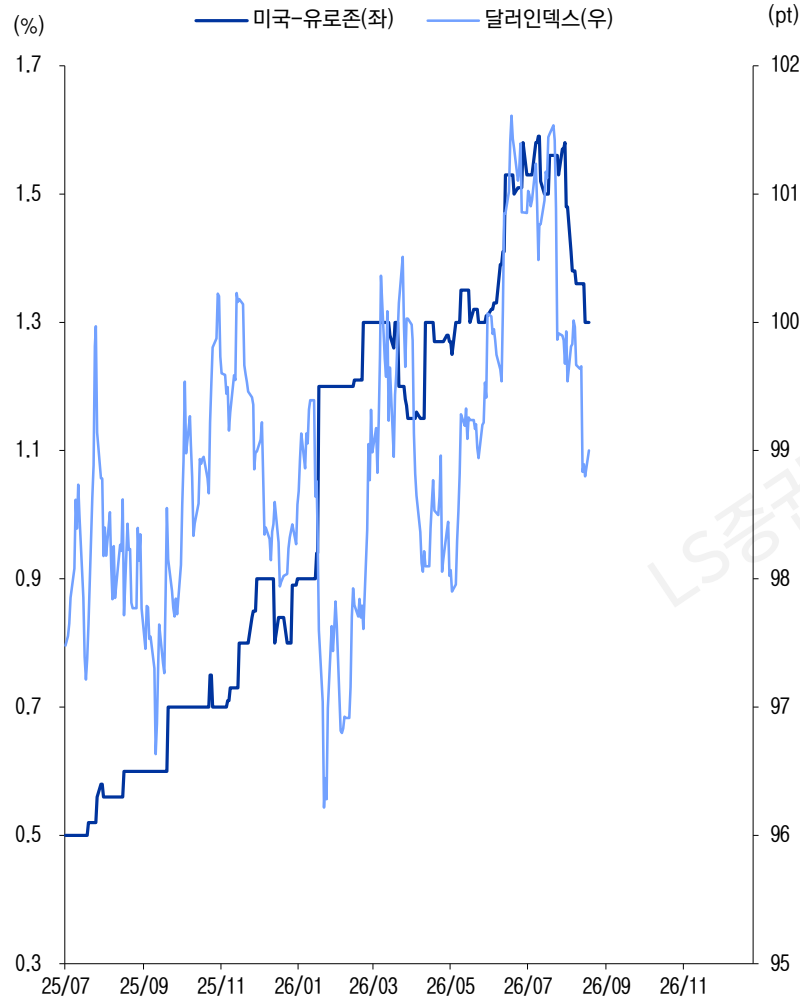
주: 6개국은 중국, 일본, 영국, 프랑스, 이탈리아, 독일
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

SWIFT 결제 비중: 페트로달러 + AI달러?

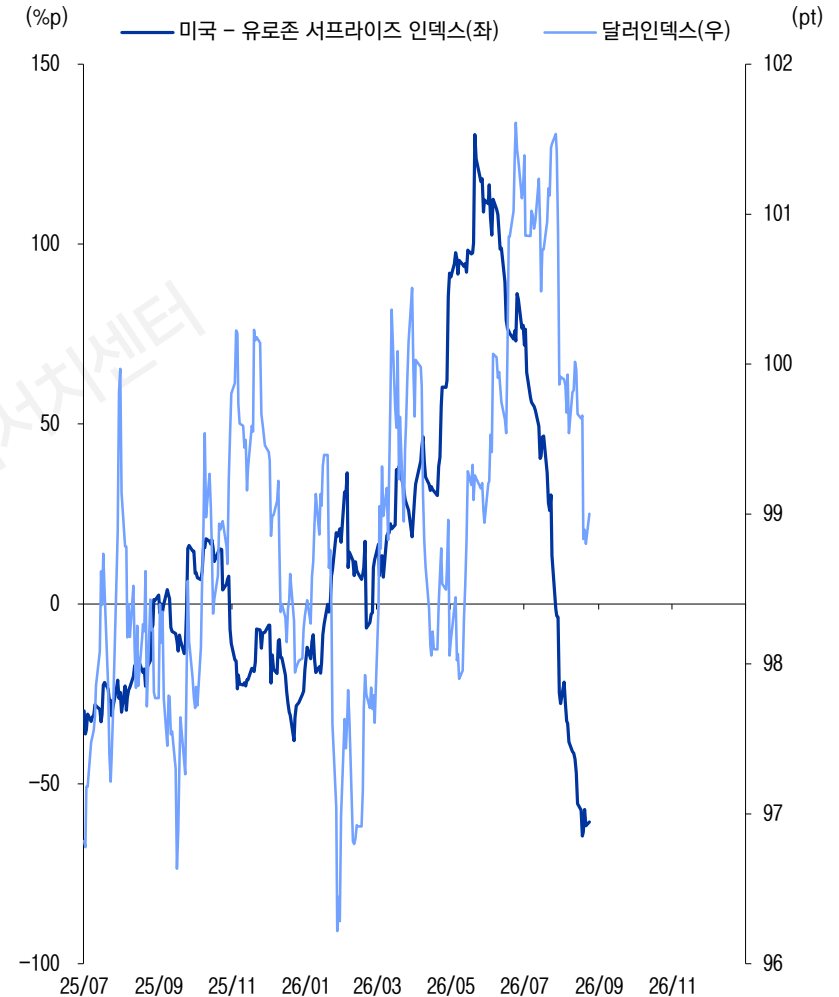


이란사태로 인한 달러 강세와 경기 영향 감소로 인한 되돌림

경제성장률 차와 환율



경기심리와 환율



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

AI 밸류체인 8계층 — 업스트림에서 AX까지

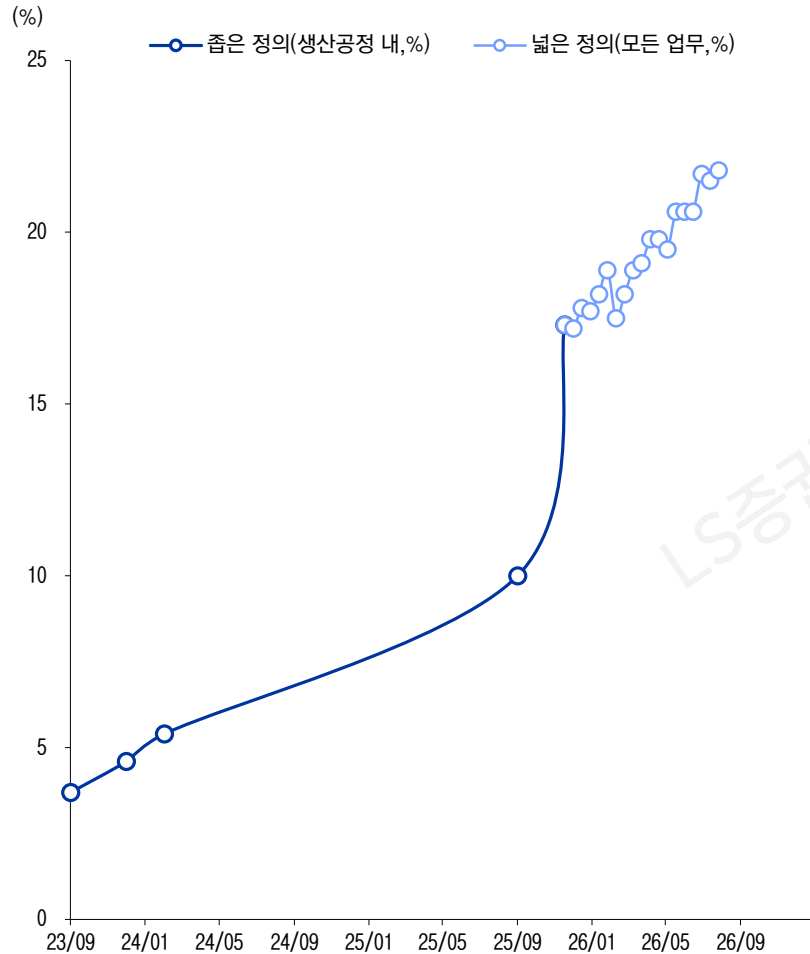
● 1~4단계까지 시장의 기대를 지속적으로 반영

- 특정 구간에서 매출 상승 및 기대감 증폭 발생. 특히 4단계까지 초기 AI 인프라 공급 측면에서 지속적인 투자 발생
- 문제의 핵심은 5단계의 지속적인 투자 가능성과 7단계로의 전파 가능성에 제동
- 5단계인 하이퍼스케일러는 1~4단계의 구매자이자 6~8단계의 판매자. 5단계의 매출액이 명확하지 않은 상황에서 지속적인 비용 투자에 대한 의구심 발생
- 추가적으로 7단계의 매출이 발생해야 하는 시점에서 비용과 초기 적응의 시차 문제 발생. 7~8단계에서는 여전히 AI로 인한 생산성 향상을 충분히 누리지 못하고 있다는 판단

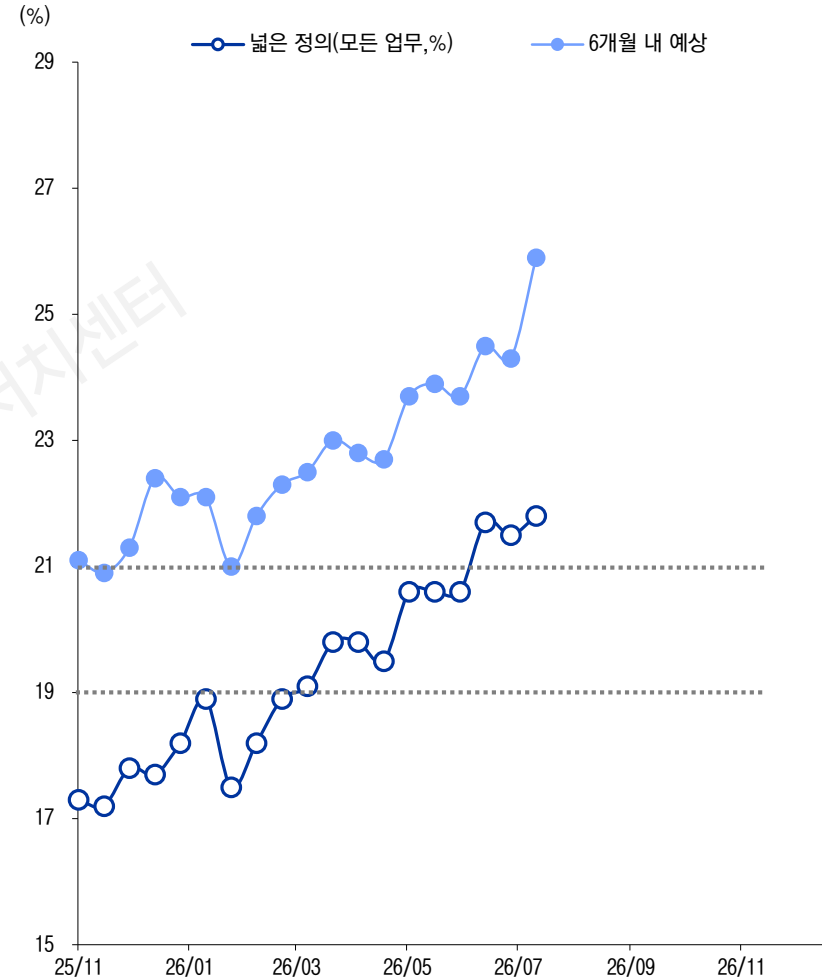


기업의 AI 투자 도입 늘어나지만 아직은 낮다

기업의 AI투자 사용률



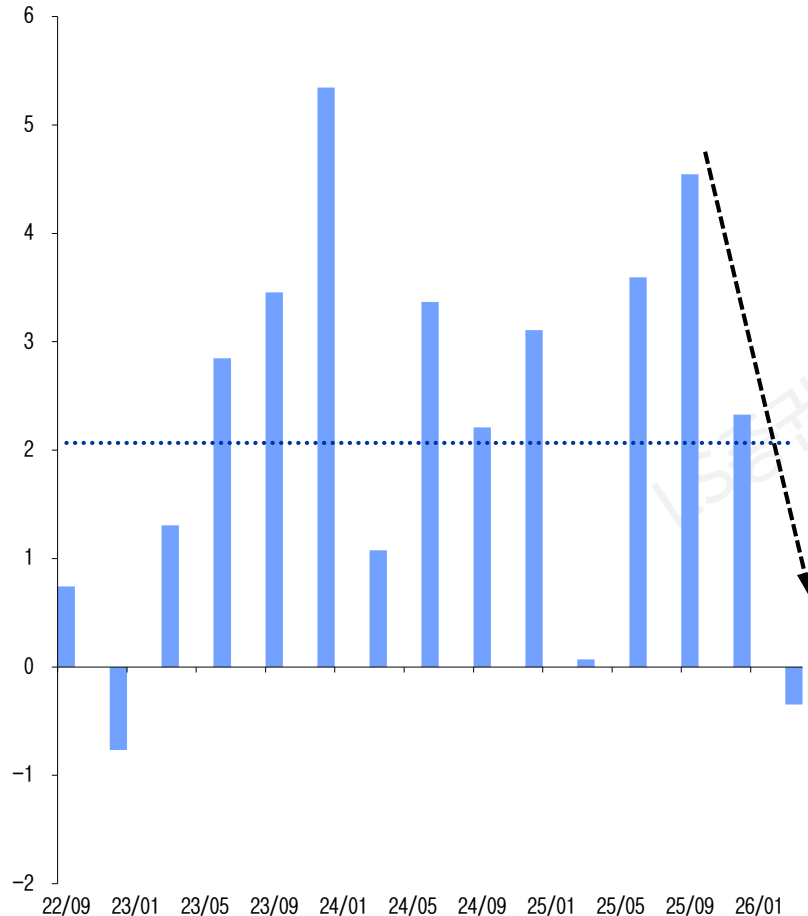
기업의 AI투자 사용률 전망과 실제



미국 노동생산성 하락. 일시적인 생산성 상승 or AI효과

미국 TFP 노동생산성 증가율

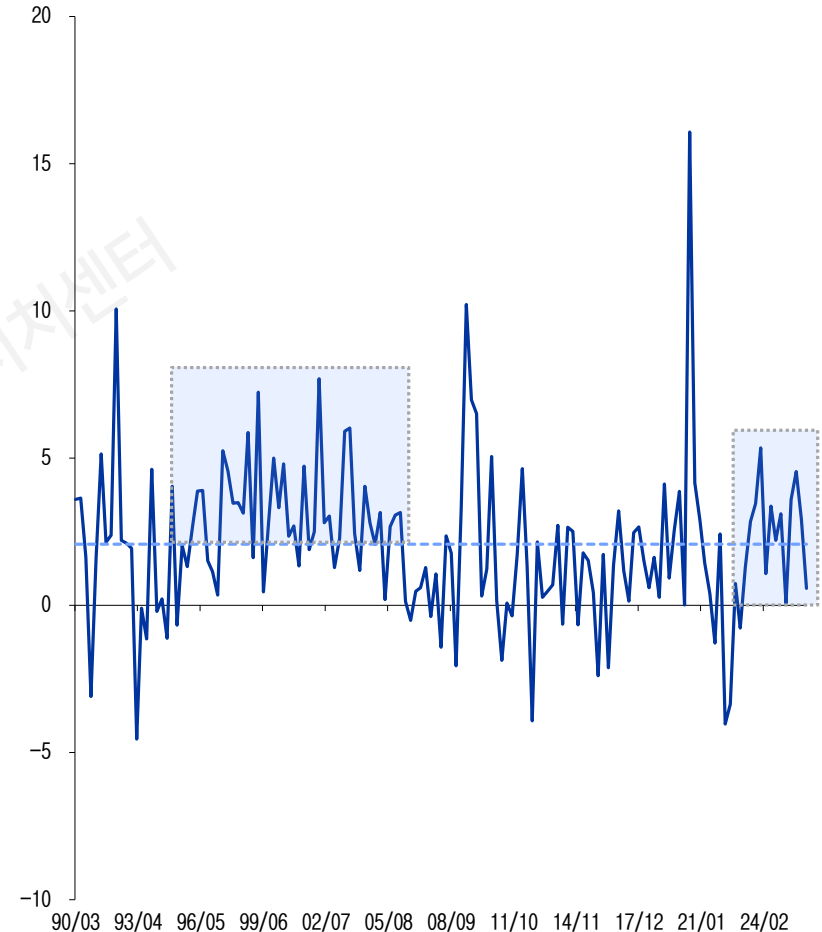
(% SAAR)



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

미국 TFP 노동생산성 장기시계열

(% SAAR)



Part 1 -2 달러인덱스 하락 요인

낮아지는 경기체력
부채, 바이백, 통화정책

미국 국채의 신용 약화 - 국채발행 우려 증가

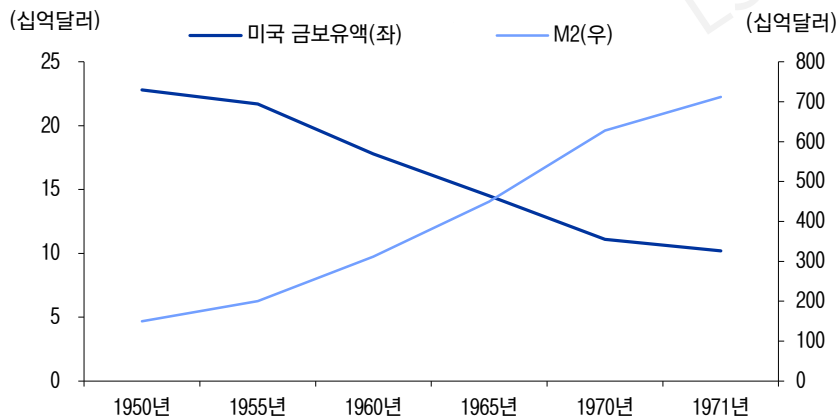
● Again 1971?

- QE정책이 금융시장에서 유동성 공급에 의한 호재로 해석되지만 달러 혹은 국채 투자 입장에서는 부채의 지속적인 공급 요인
- 과거 이와 유사하게 지나친 유동성 공급이 문제를 만들었던 시기는 닉슨 대통령 시기. M2의 증가가 금태환이 불가능한 수준으로 확대

● 신용을 담보로 한 미국 화폐 발행

- 특정 담보가 없는 국채의 발행은 결국 미국 국가 신용을 기반으로 한 대출로 신용을 기반으로 한 통화량 증가
- 버는 돈으로 이자를 내는 비중이 높아질수록 시장은 신용에 대해 고민이 깊어질 수 밖에 없을 것. 결국 내재적인 통화의 가치는 통화량의 증가를 따라서 하락

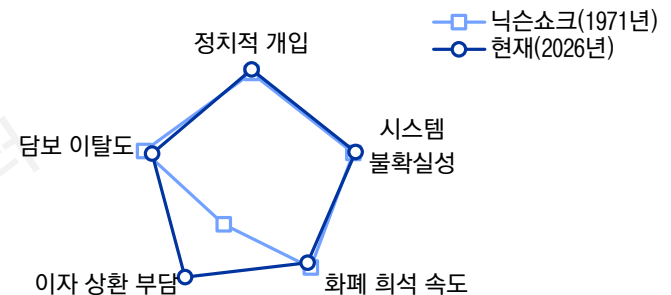
금태환 중지 이전 미국 금보유액과 통화량



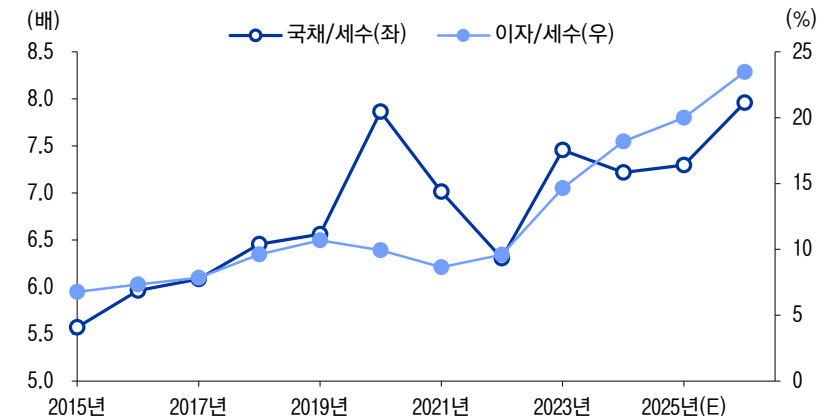
자료: FRED, CBO, LS증권 리서치센터

지나친 화폐 발행이 화폐 내재 가치를 빠르게 희석

구분	1971년 닉슨 쇼크	2026년
누적되는 문제	금태환	국채 원금 상환
원인	금 보유량 고갈	재정 적자 및 만기
해결책	부동환율제 전환	초장기/영구채 도입

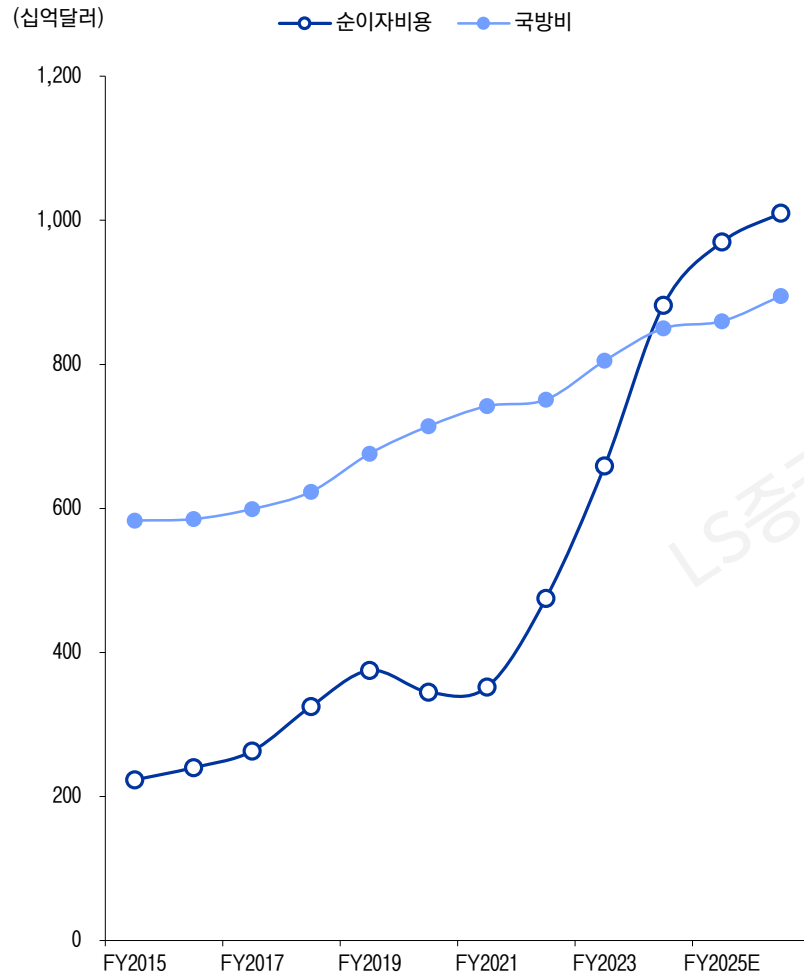


미국 국채 이자와 세수 비중 증가

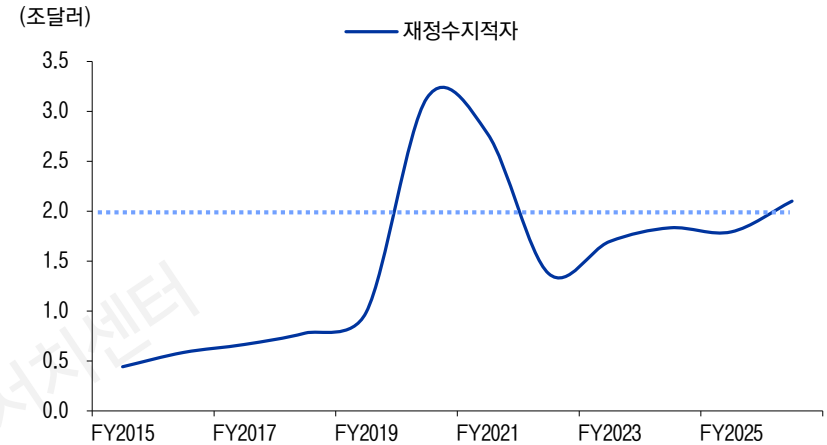


재정과 부채에 대한 심리적 임계를 넘어선 미국

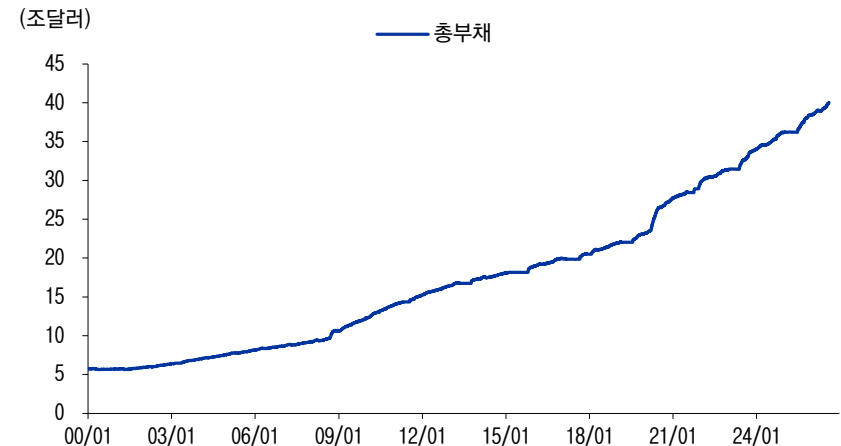
미국 국채 순이자비용과 국방비



미국 재정수지 적자 2조 달러 돌파



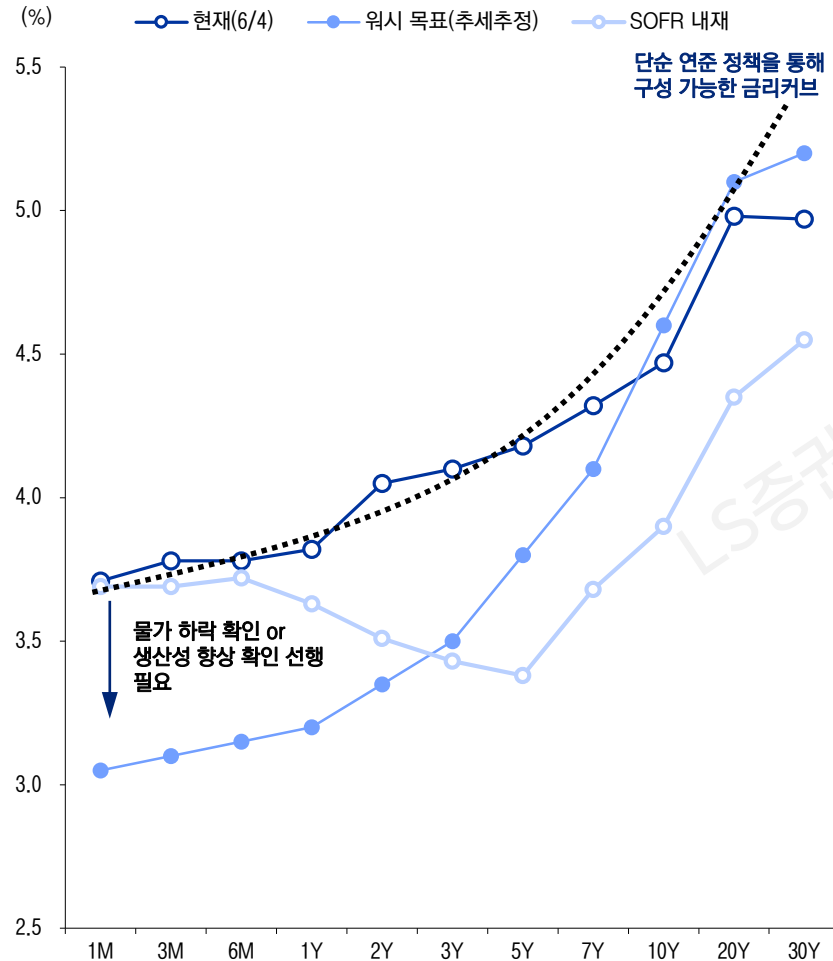
미국 총부채 금액 40조 달러 돌파



자료: 미재무부, Treasurydirect, LS증권 리서치센터

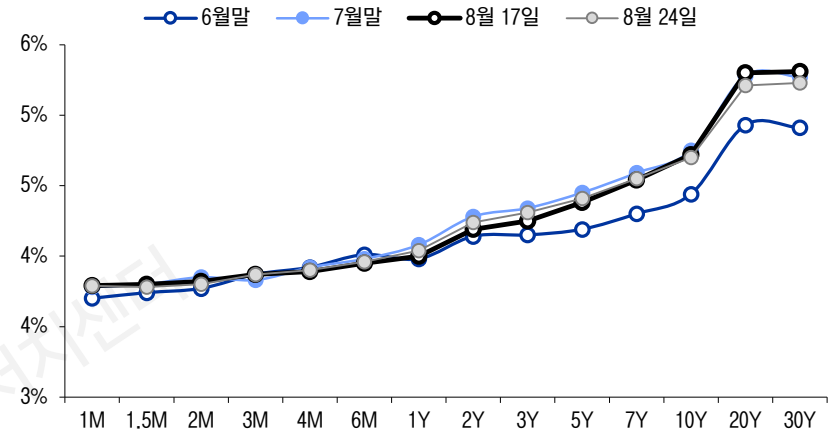
케빈워시 취임 이후 장단기 금리차 확대. 바이백 확대로 진화

케빈 워시 발언에 따른 일드커브 변화 추정

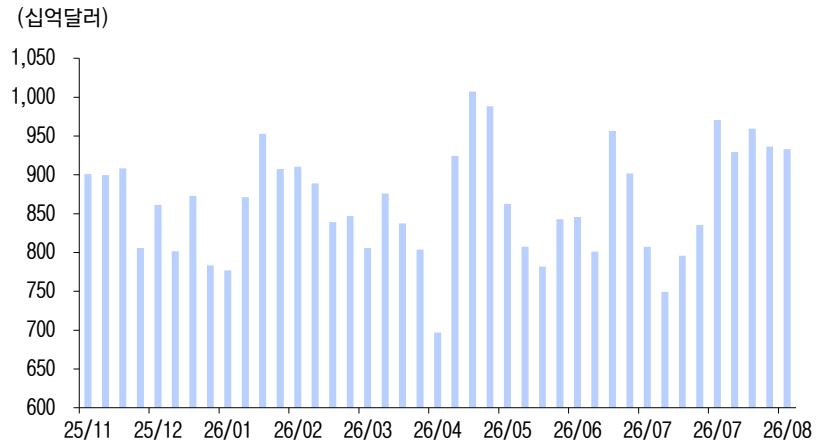


자료: FRED, LS증권 리서치센터

케빈워시 취임 이후 일드커브

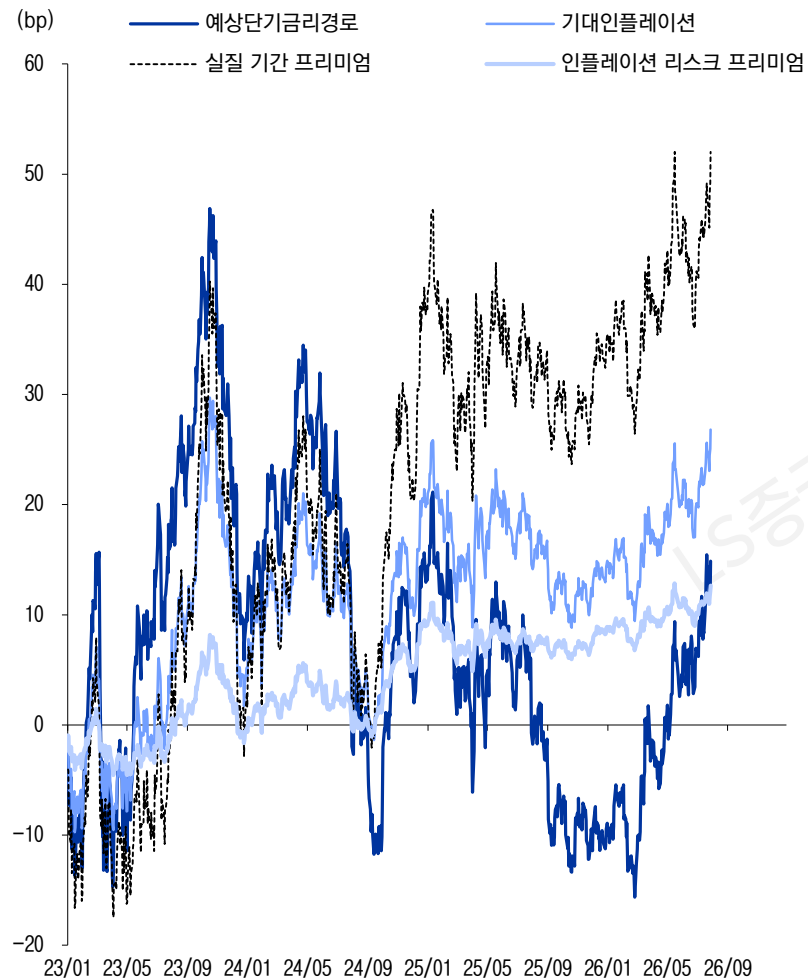


미국 TGA(일반계정) 잔액 추이



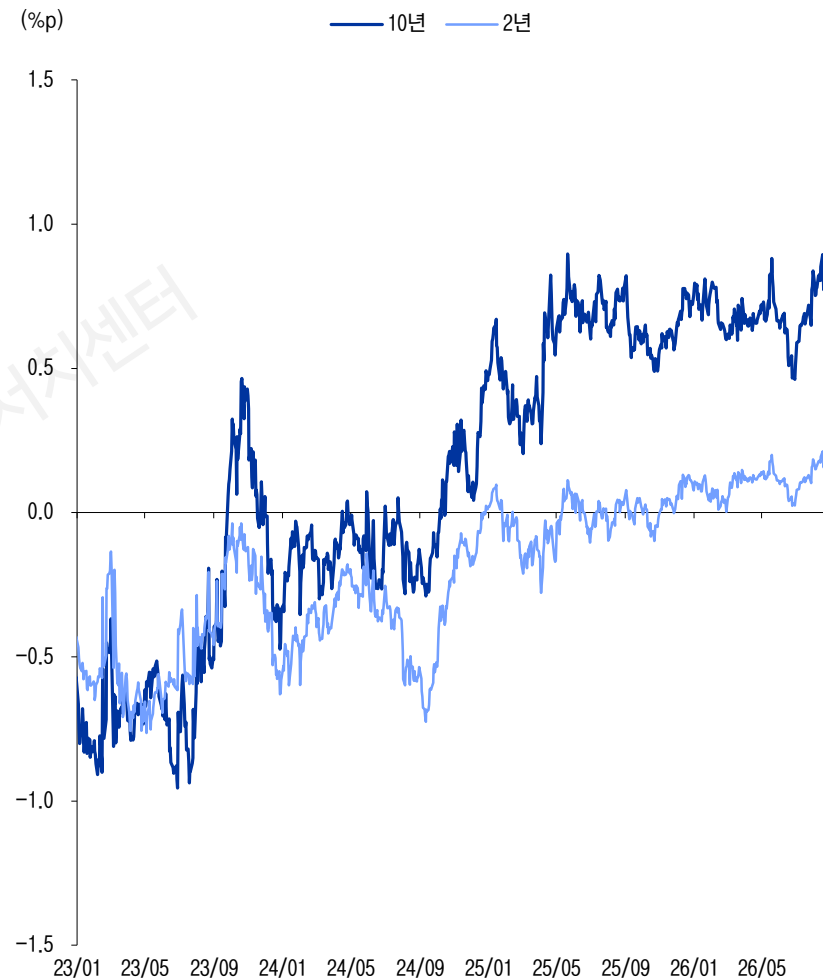
장기물 금리 상승의 대부분은 기간 프리미엄의 영향

DKW모델 금리 변동 요인



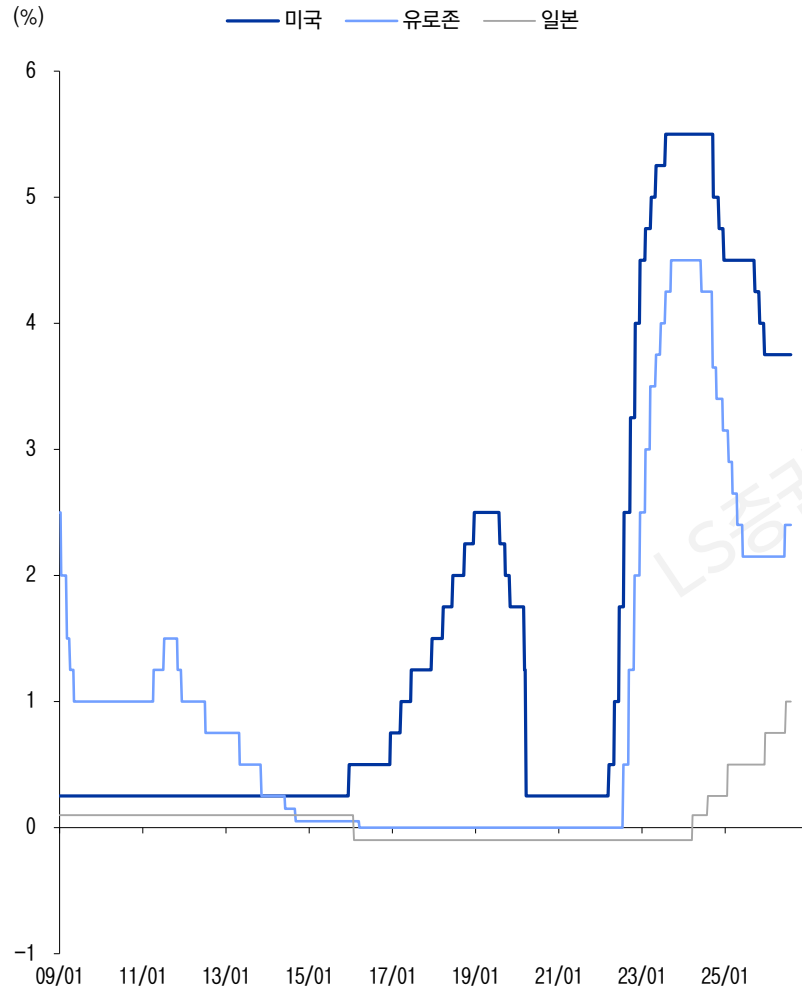
자료: FRED, LS증권 리서치센터

국채 장단기물에 대한 기간 프리미엄



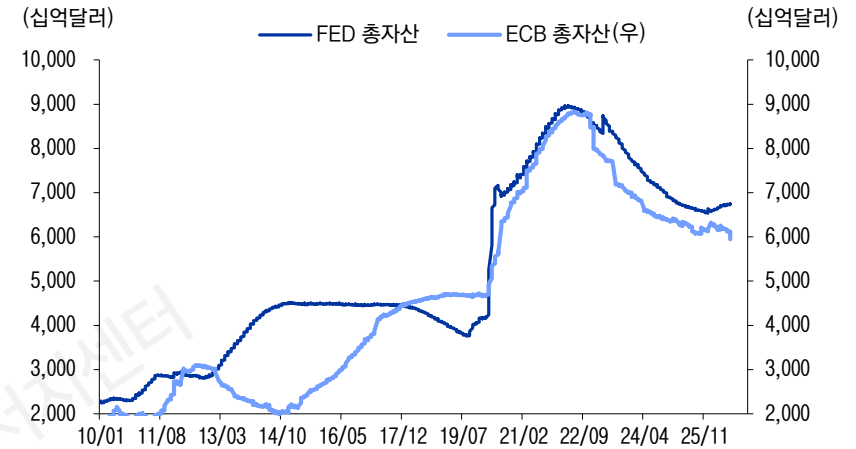
금융정책 방향성에서는 달러 약세 지지

주요국 기준금리 변동

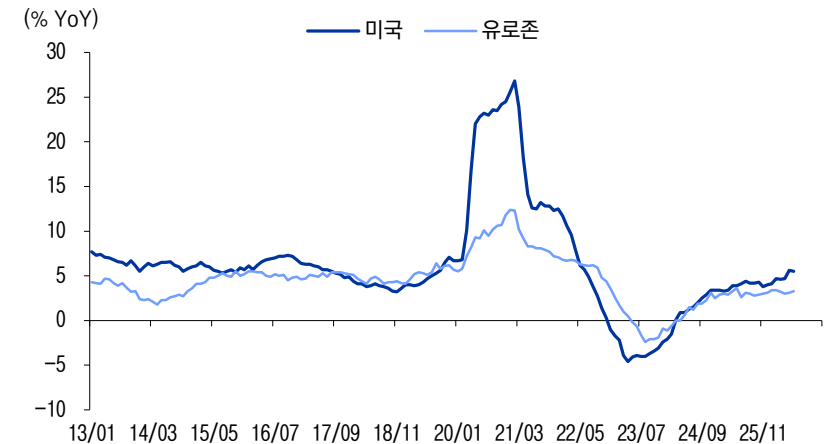


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

미국과 유로존 중앙은행 자산

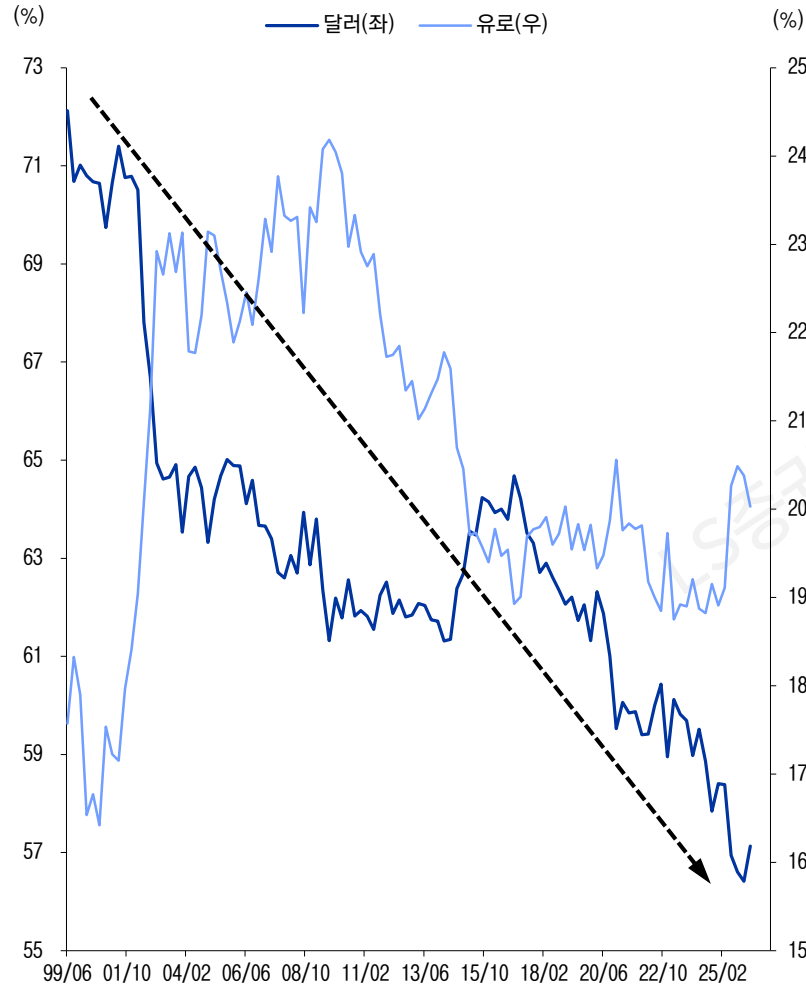


미국과 유로존 M2 증가율



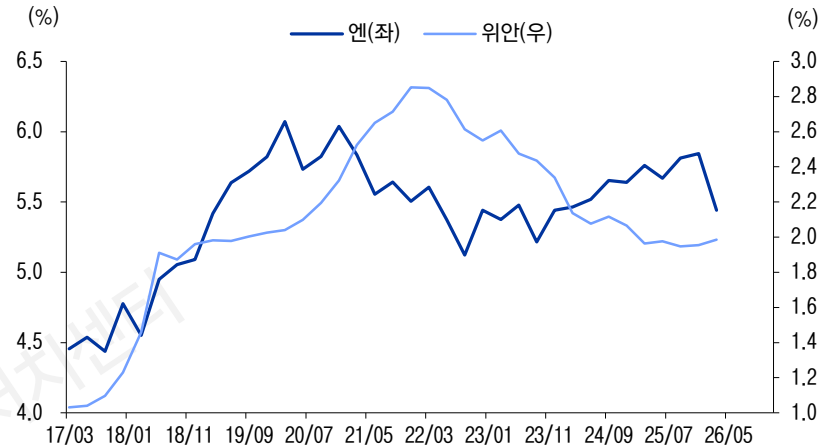
달러의 대안을 찾는 움직임

달러와 유로화 글로벌 중앙은행 외환보유고 비중

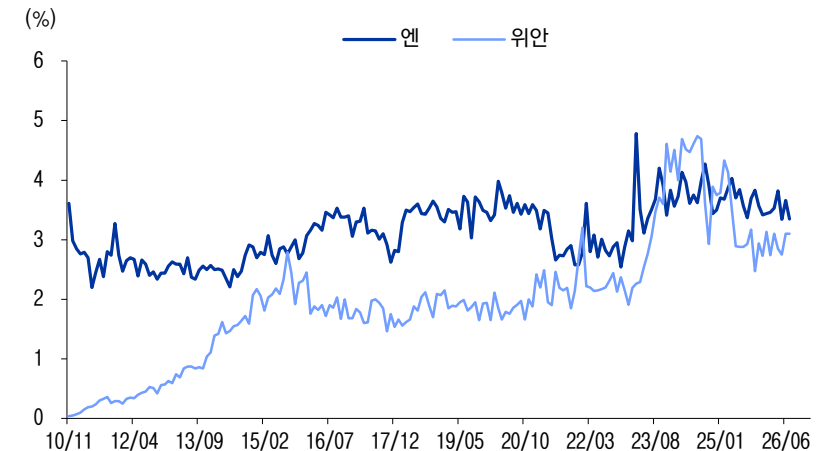


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

엔화와 위안화 중앙은행 외환보유고 비중

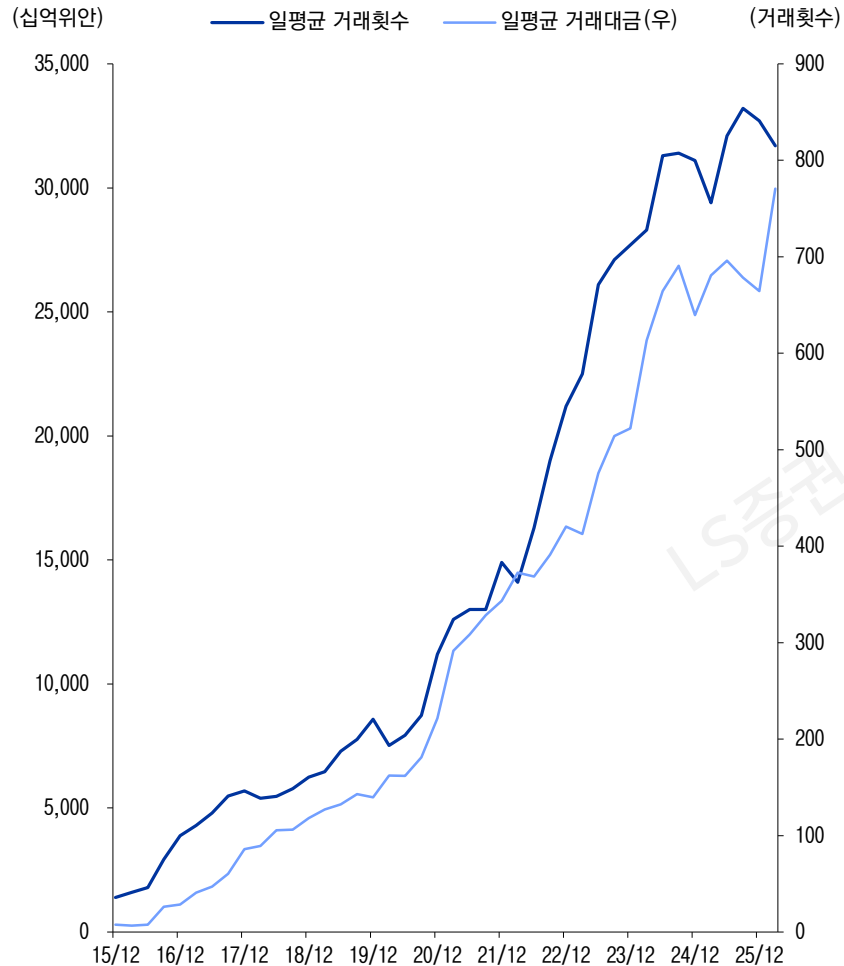


엔화와 위안화 Swift 결제비중

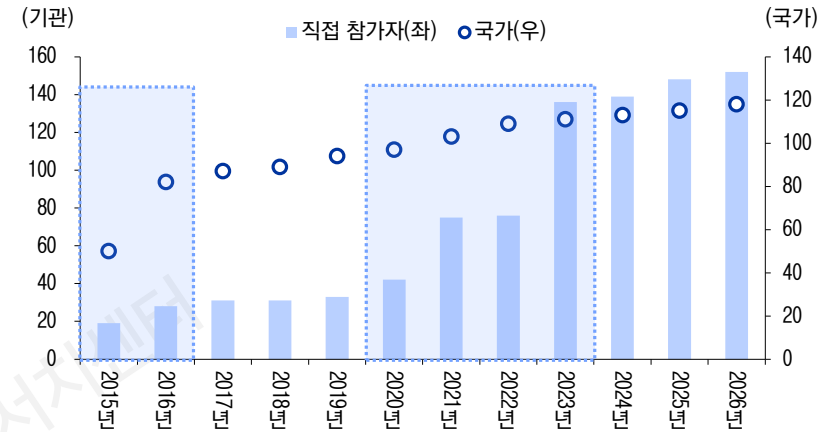


틈을 노리는 위안화 결제 시스템

위안화 결제 시스템의 거래량 및 거래횟수 증가



위안화 결제 시스템 참가자

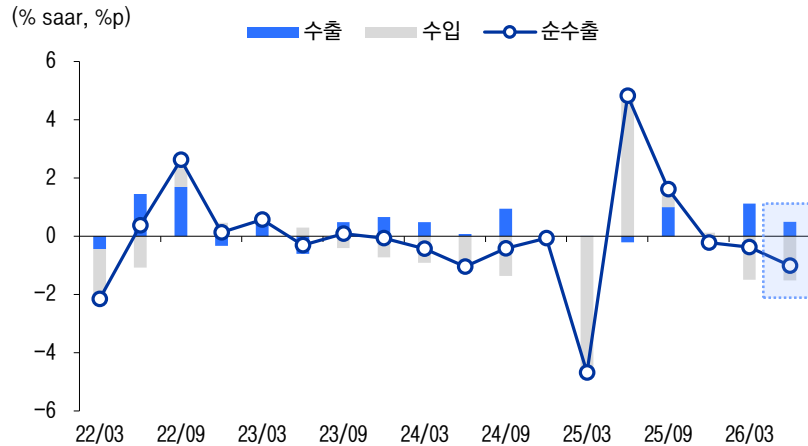


홍콩 위안화 예금 추이

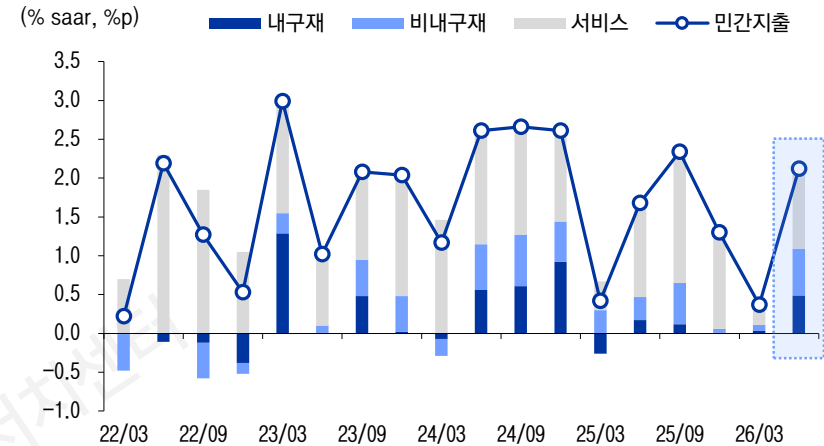


미국 항목별 성장률 기여도

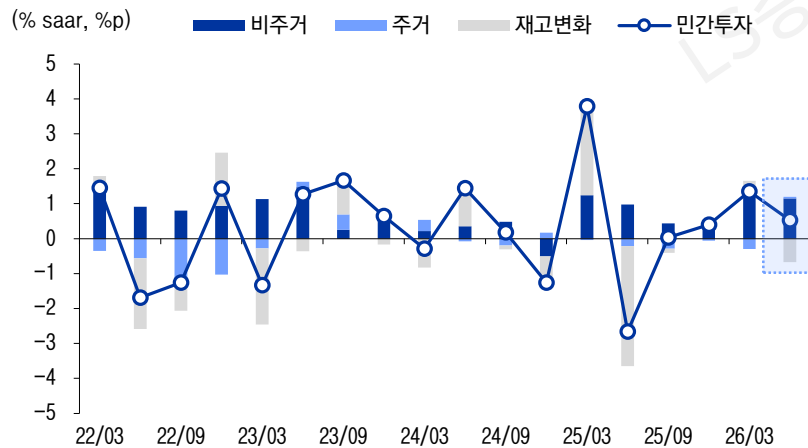
순수출 기여도: -1.01%p



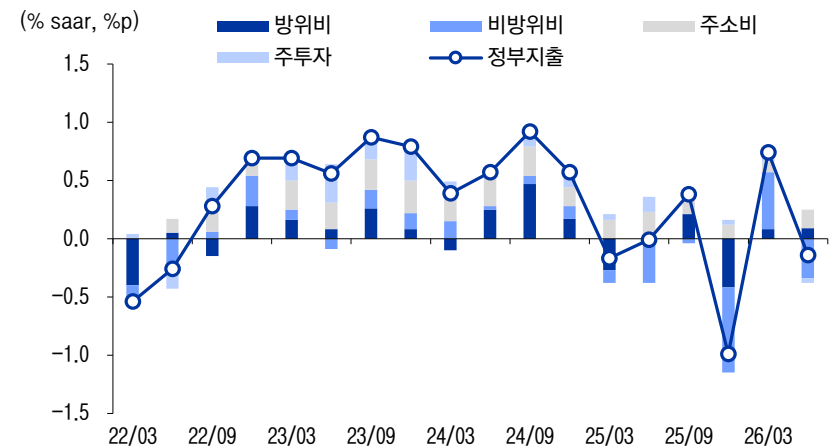
민간지출 기여도: 2.12%p



민간투자 기여도: 0.53%p



정부지출 기여도: -0.14%p

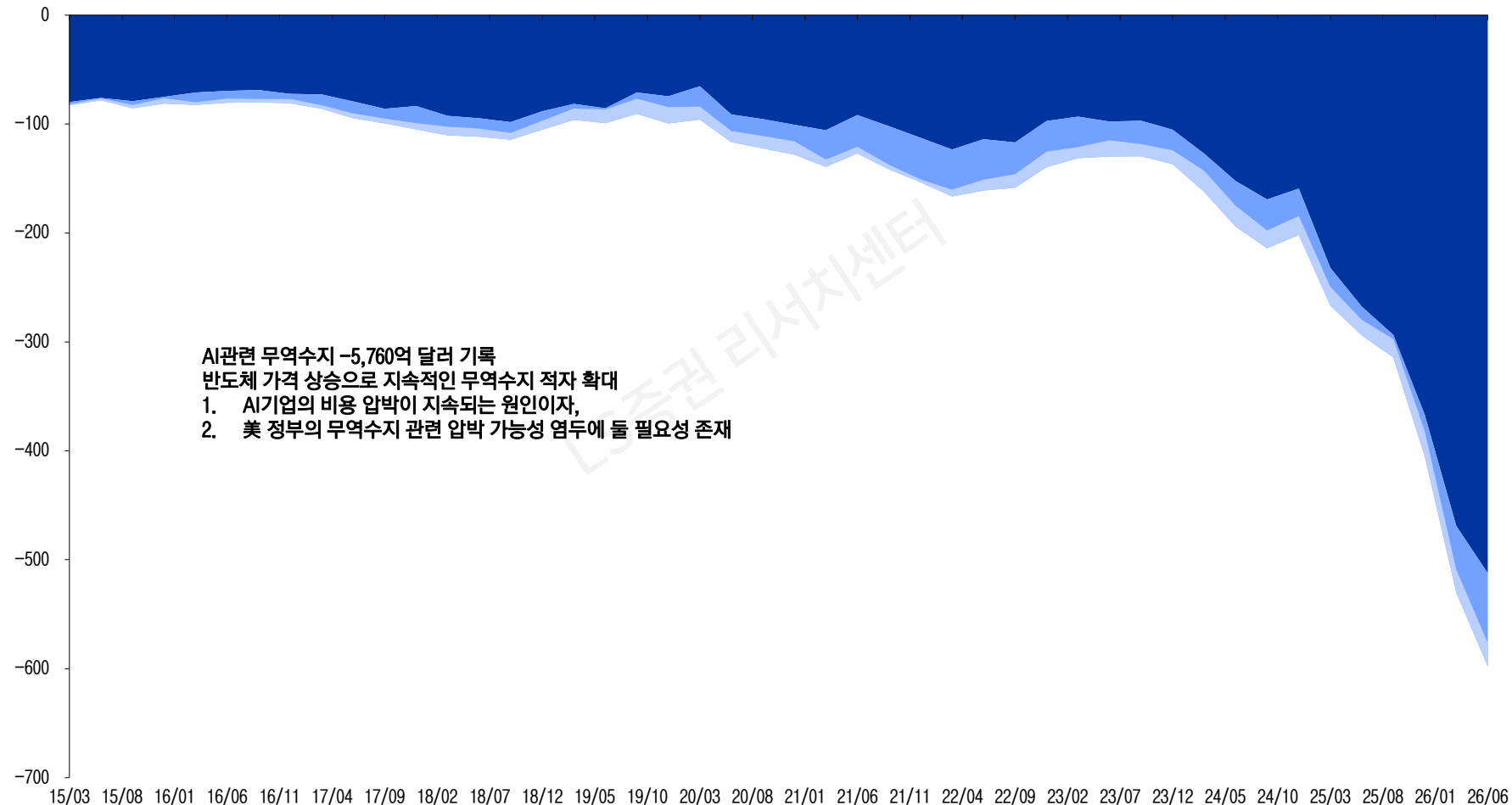


AI발전의 어쩔 수 없는 부산물. 무역적자 확대

미국 AI관련 산업의 무역수지 추이

(십억달러)

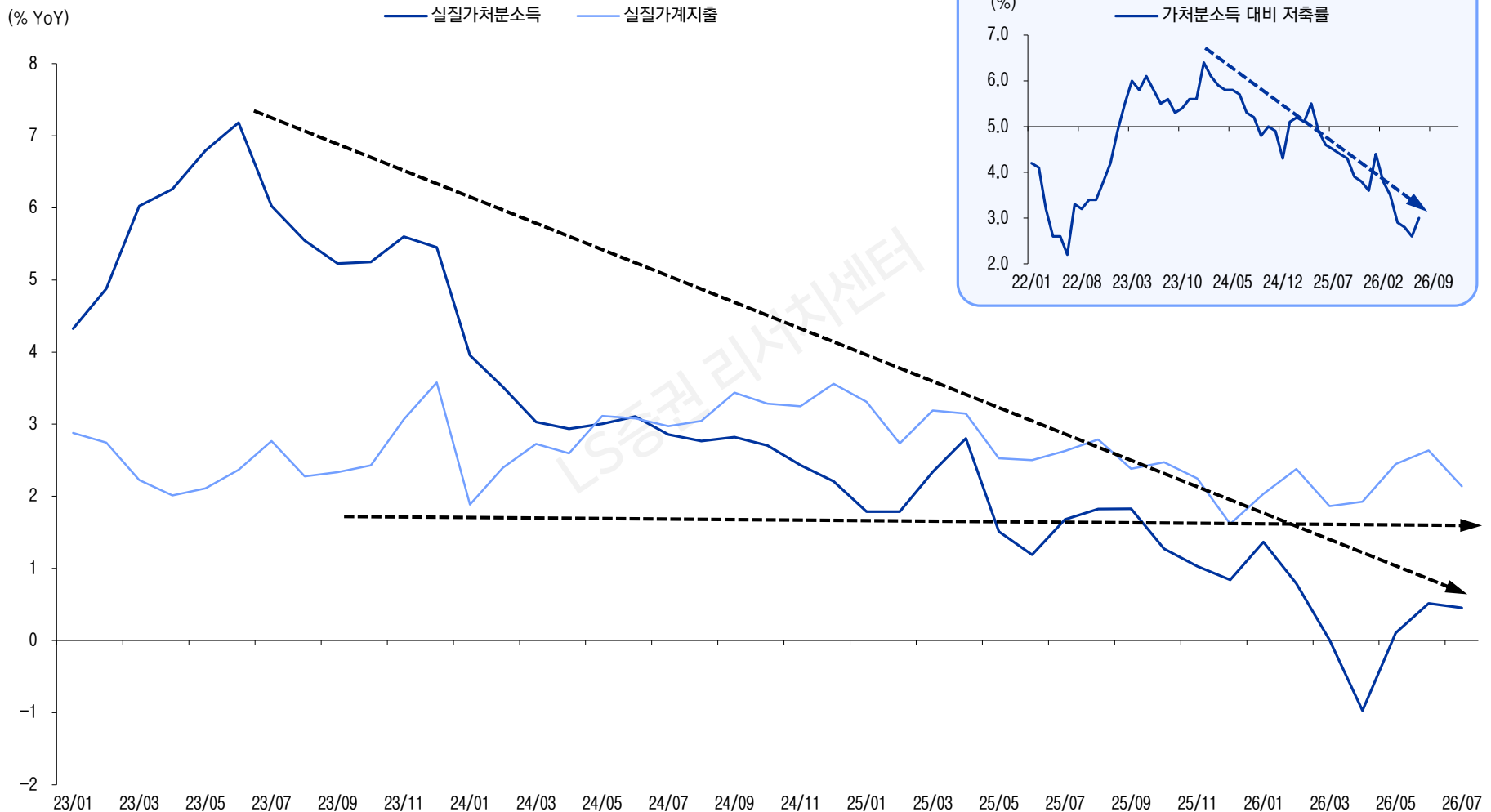
■ 컴퓨터 및 기타장비 ■ 반도체 및 장비 ■ 통신/컴퓨터 서비스



소비가 소득보다 빠르게 증가하는 구간이 지속될 수는 없다

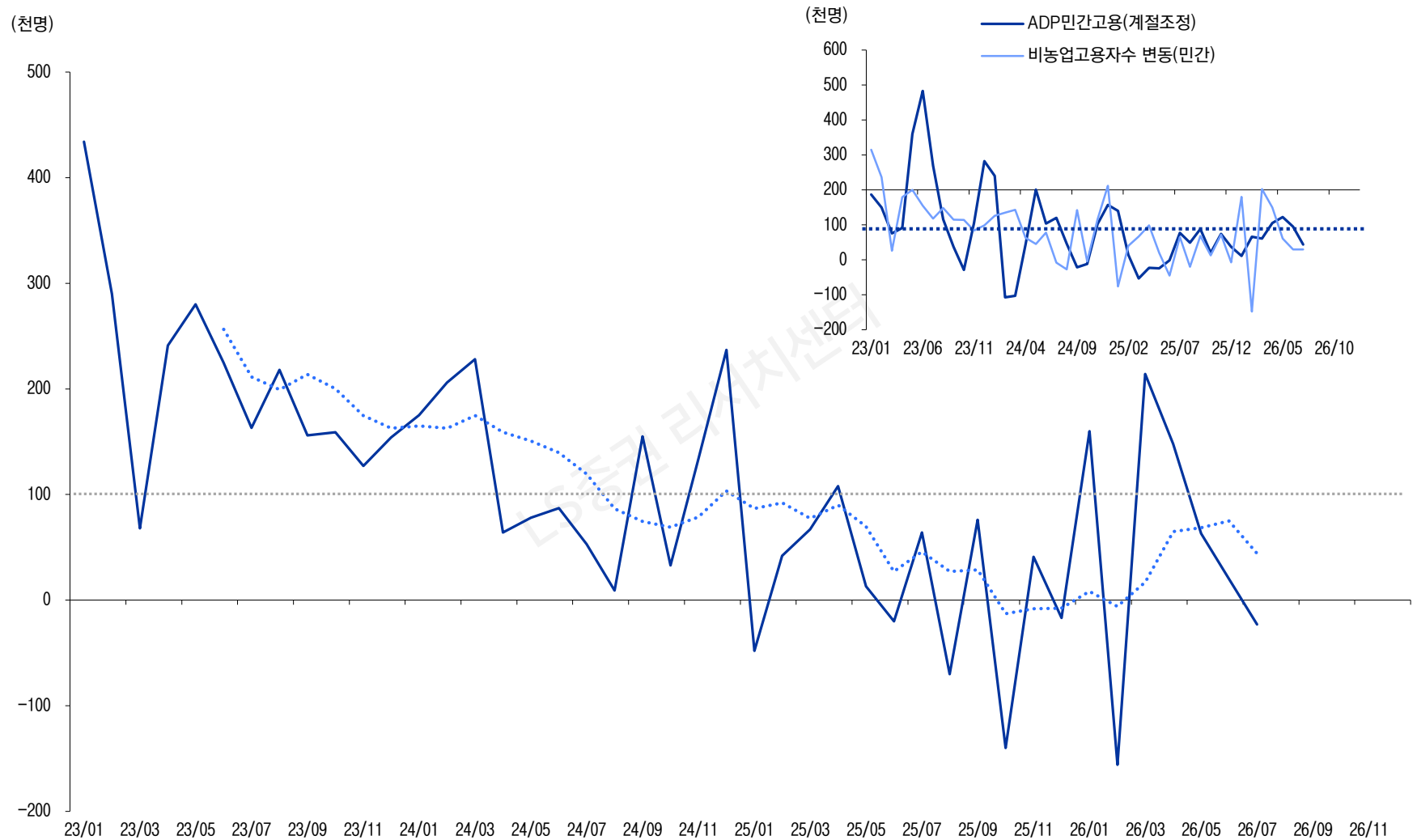
미국 가계 가처분소득과 소비 증가율

(% YoY)



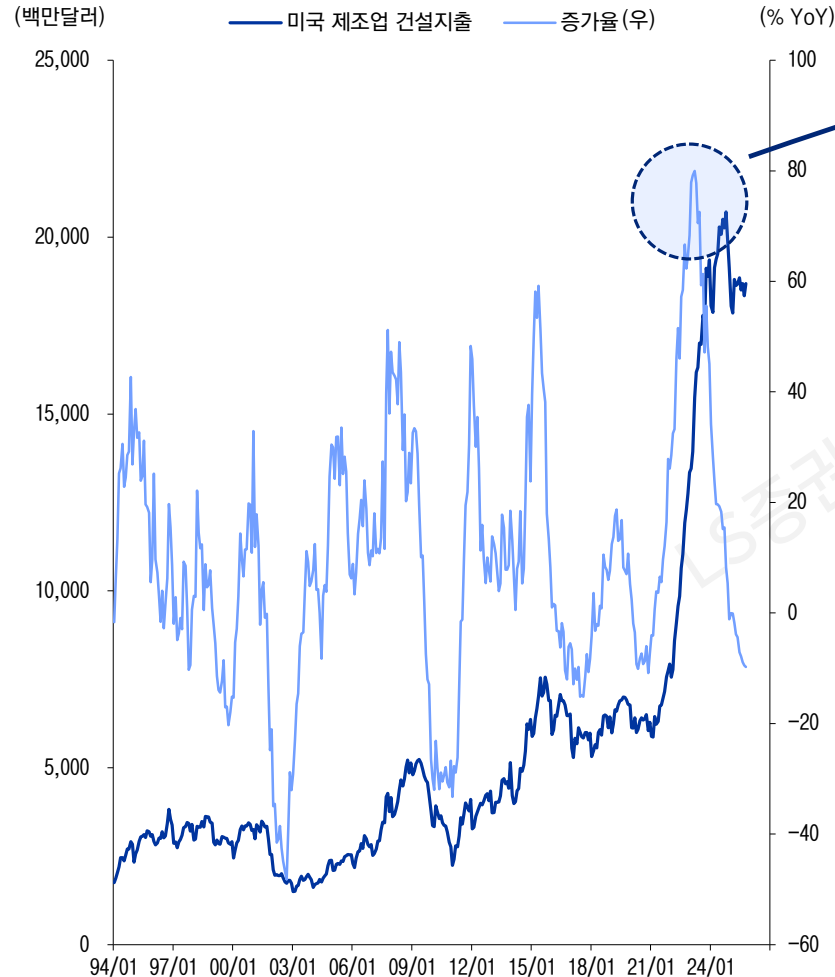
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

미국 비농업고용자수 변동. 절대적 수치 변화와 중립 고용

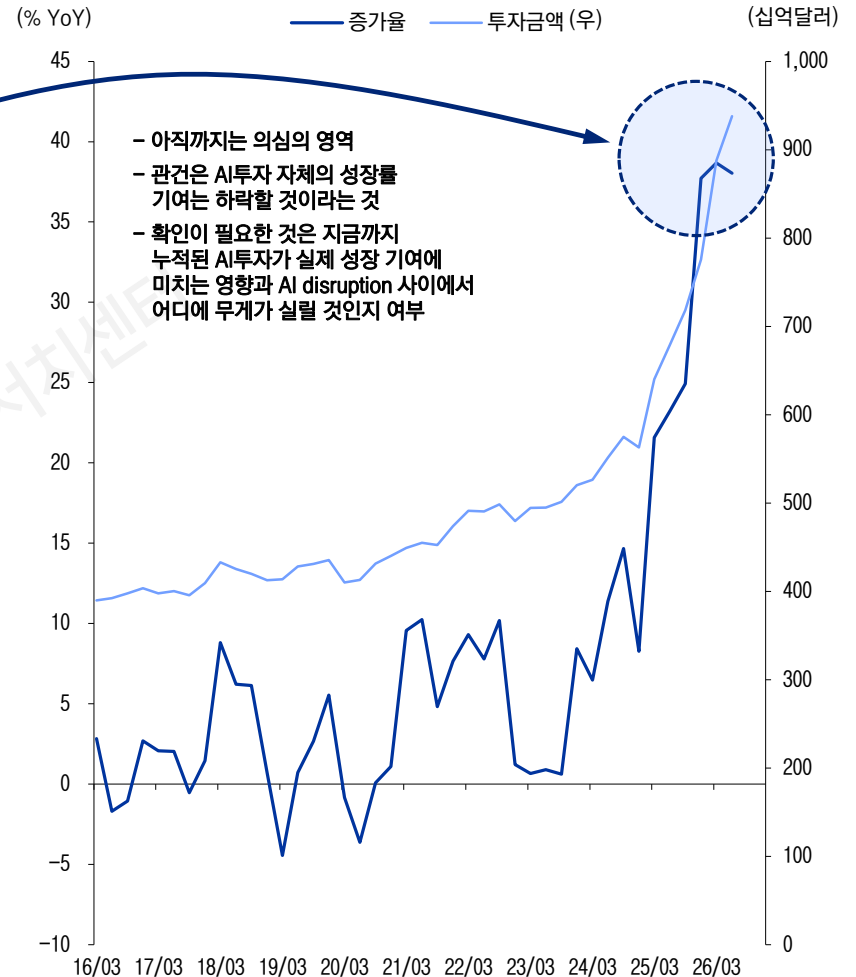


AI투자 규모는 지속. 증가율 하락 확인

미국 제조업 건설지출 증가율



미국 AI투자 금액과 증가율: YoY 증가율에 대한 시장 반응



Part II

원달러환율: 하락 모멘텀 잔존

하락 임계점 도달

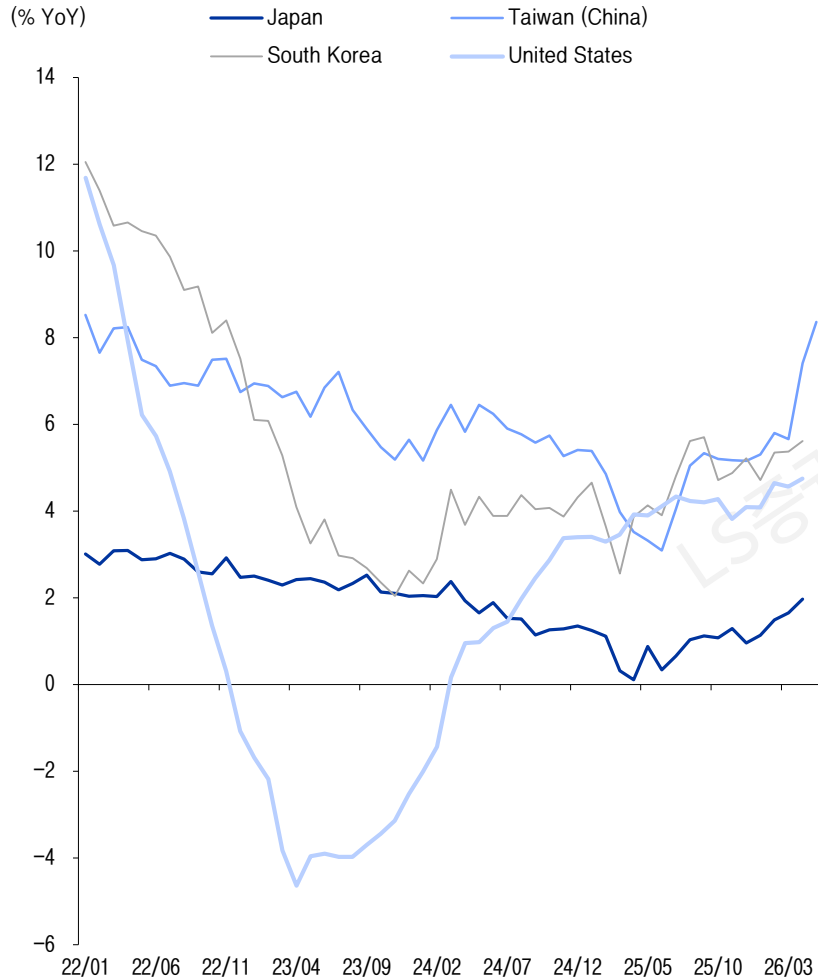
- 원달러환율 이상 상승을 이끈 수급
- 펀더멘탈은 원달러환율 하락을 지지
- 하락 수급이 끝난 자리

Part II-1 원달러환율 상승 요인

강한 수급 요인 영향
갑작스러운 주가 상승의 반작용

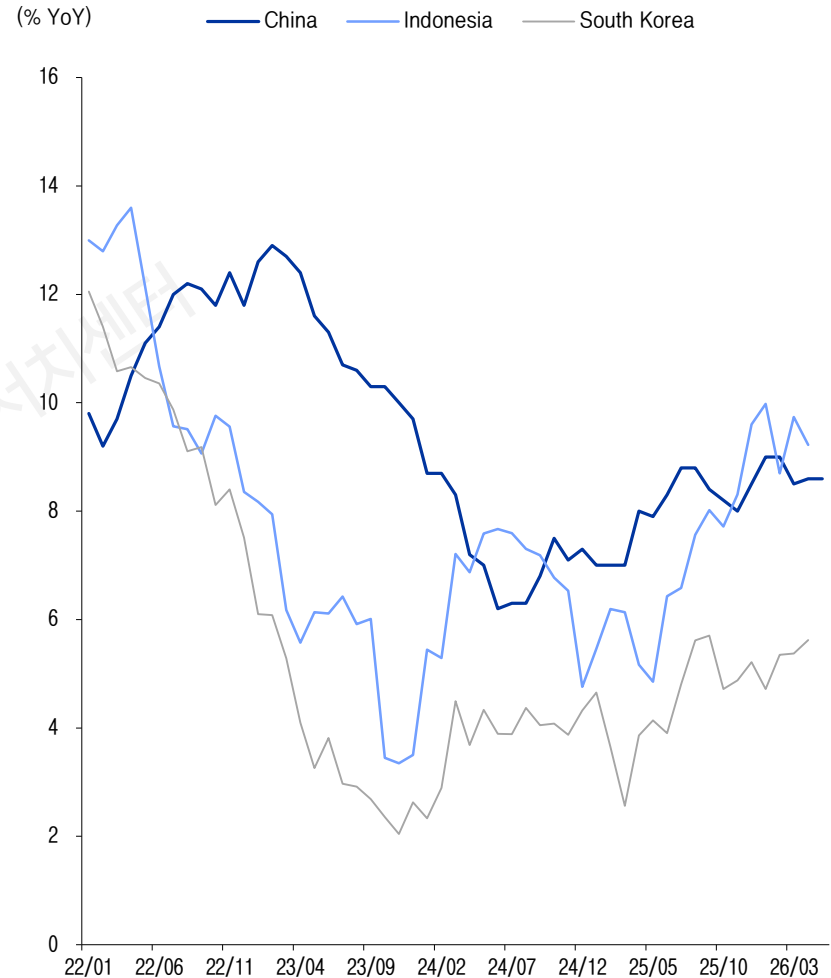
유동성 증가로 인한 원달러환율 상승?

일본, 대만, 미국 M2



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

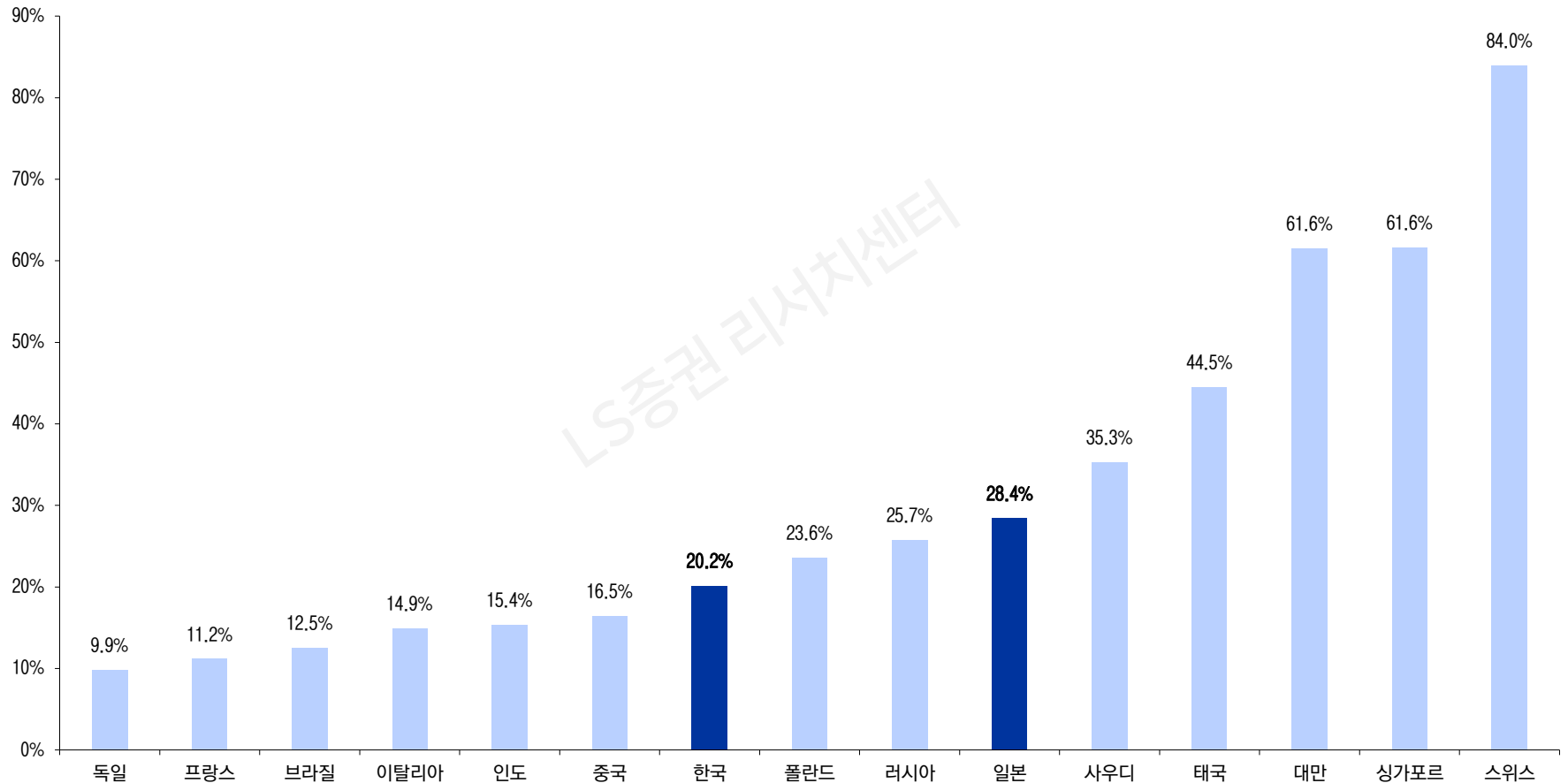
중국과 인도네시아 M2



외환보유액 부족으로 인한 원달러환율 상승?

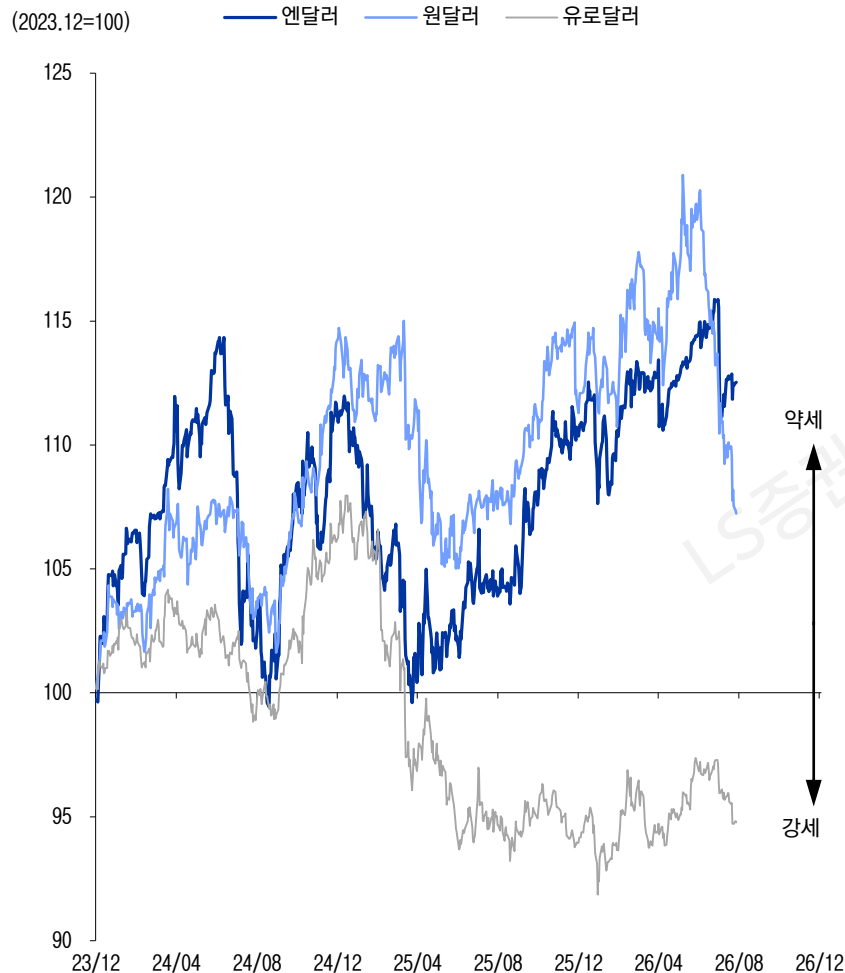
GDP 대비 외환보유액 비중

(% GDP)



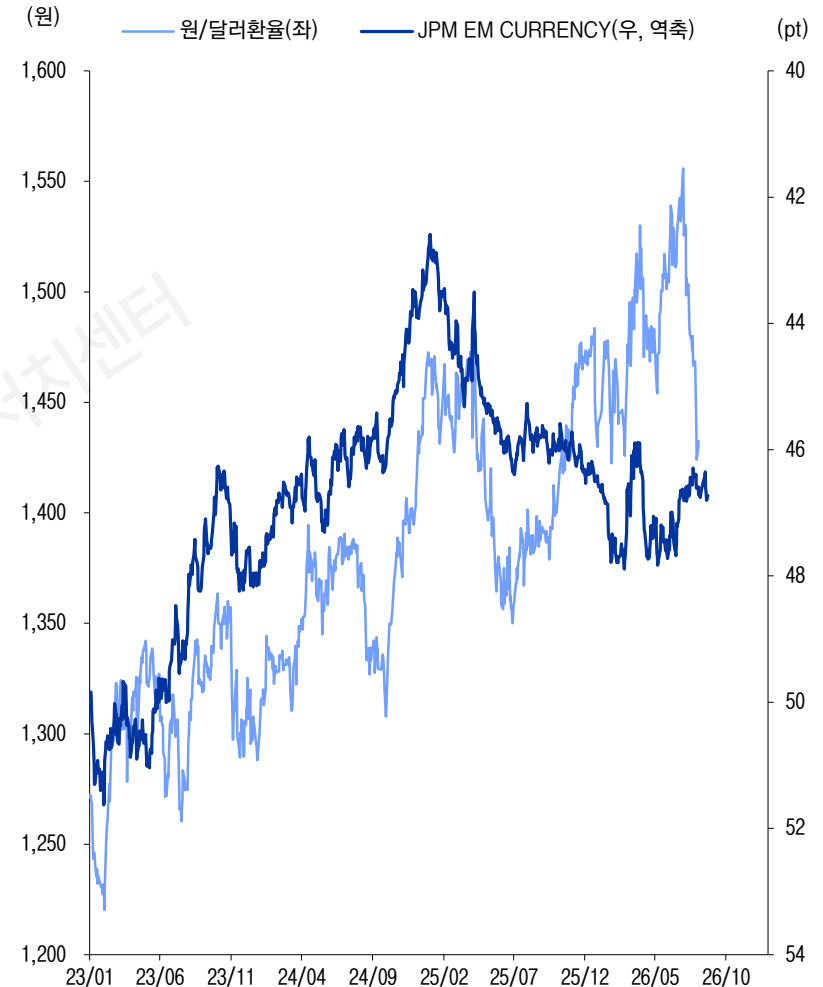
원화의 변동성 확대 - 방향은 동일한 흐름 유지

2023년 이후 주요 통화의 달러 대비 강도



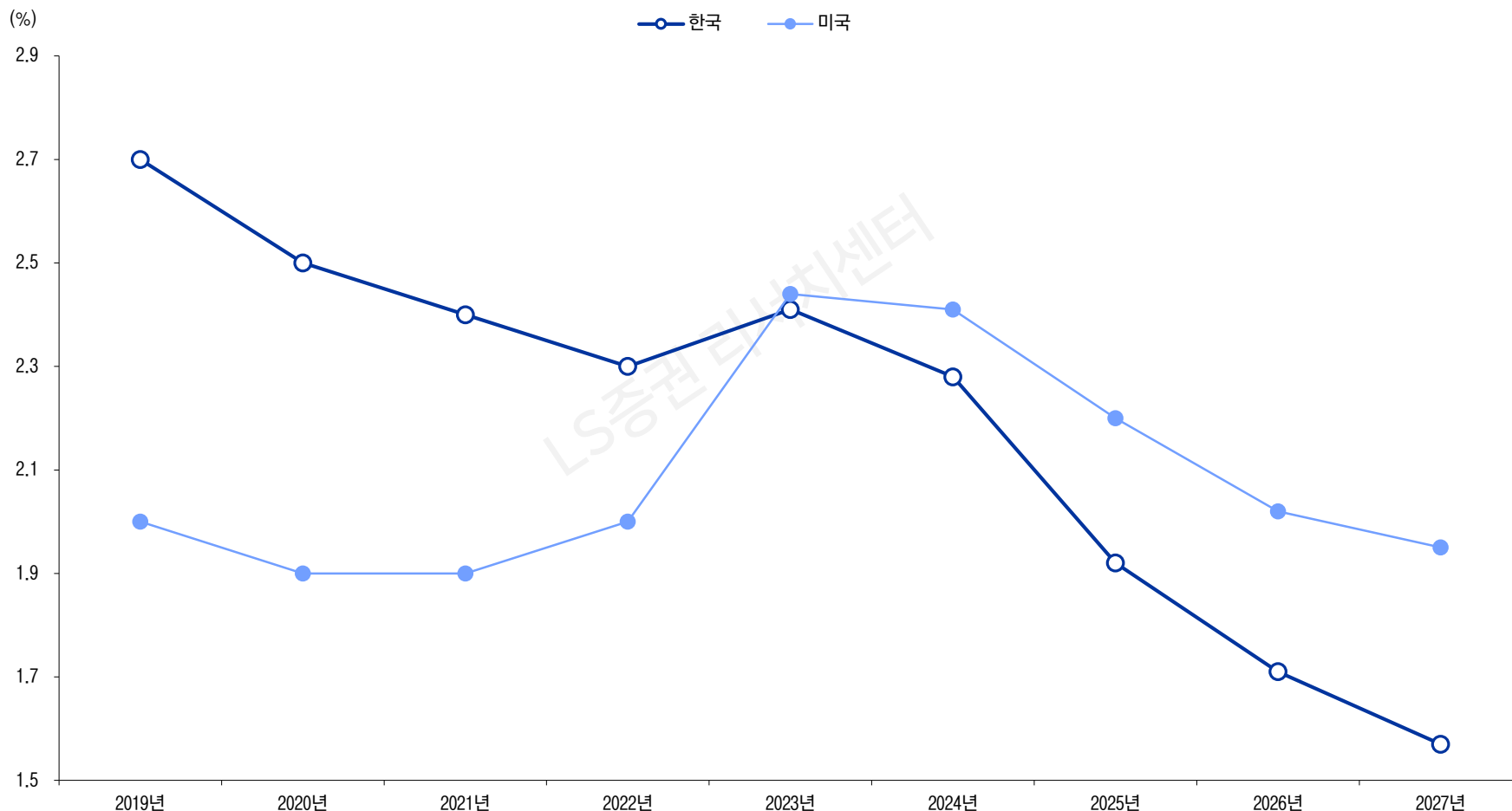
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

이머징 통화와 원화의 괴리 해소



OECD 한미 잠재성장률 추정치

미국보다 낮아진 잠재성장률은 한국에 대한 장기적인 기대감이 상당히 낮아지고 있음을 의미. 잠재성장률은 결국 장기적인 추세에서의 환율 레벨로 판단할 수 있는데, 현재의 잠재성장률 추이는 높아져 있는 원달러환율을 정당화하는 논리로 접근 가능

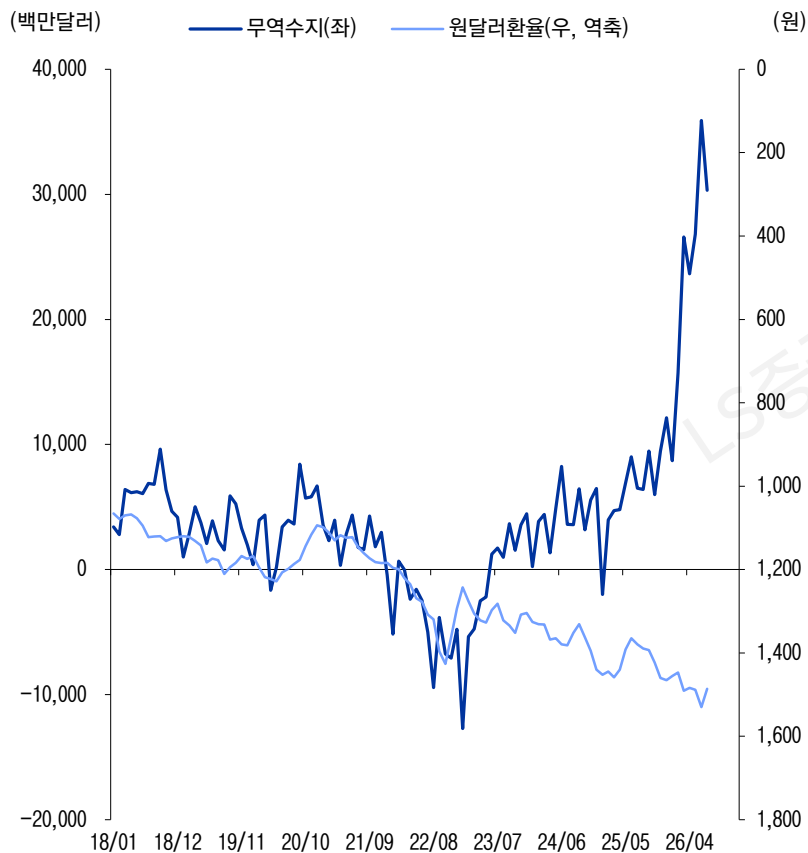


자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

한국 무역수지와 원달러환율의 괴리

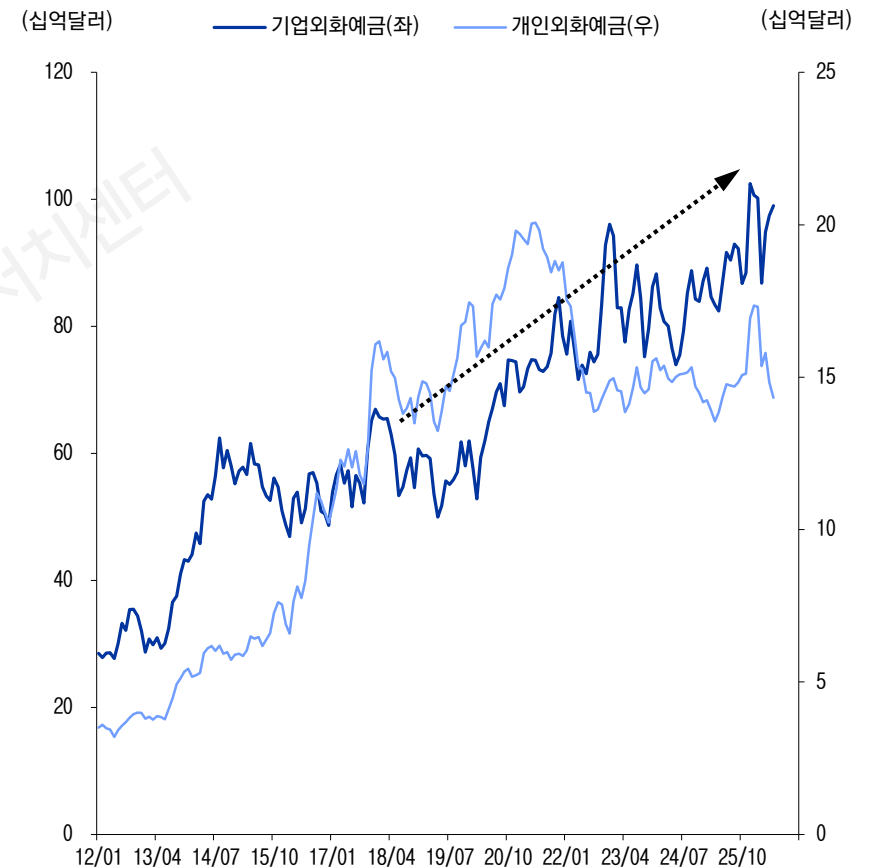
무역수지 증가와 기업 외화예금 무역수지의 증가 이후 기업 외화 예금 증가 지속. 한국 수출 기업의 달러가 한국 현물 시장으로 환전되지 않고 있음을 의미. 이는 외환금융시장에서의 풍부한 달러와 원달러환율과 무역수지의 괴리를 설명

한국 무역수지와 원달러환율



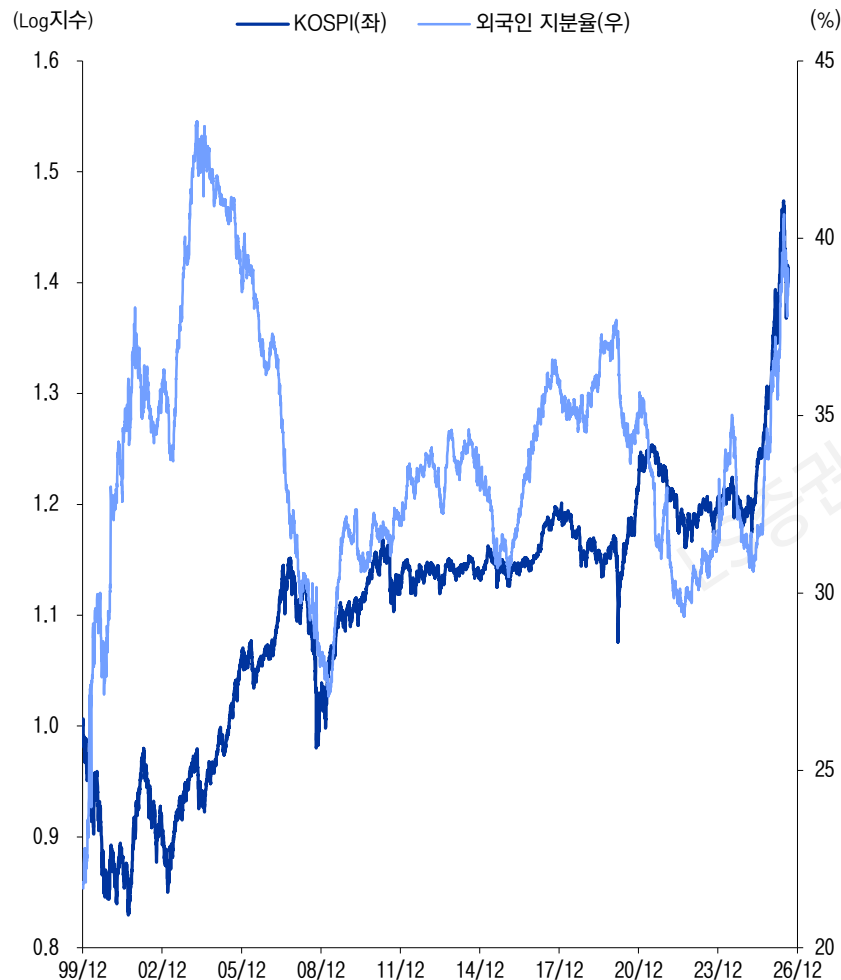
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

기업 및 개인 외화예금 추이



주가 상승 → 외국인 매도 강화 → 원달러환율 하락 영향

KOSPI와 외국인 지분율: KOSPI의 추세를 만들어내는 외국인

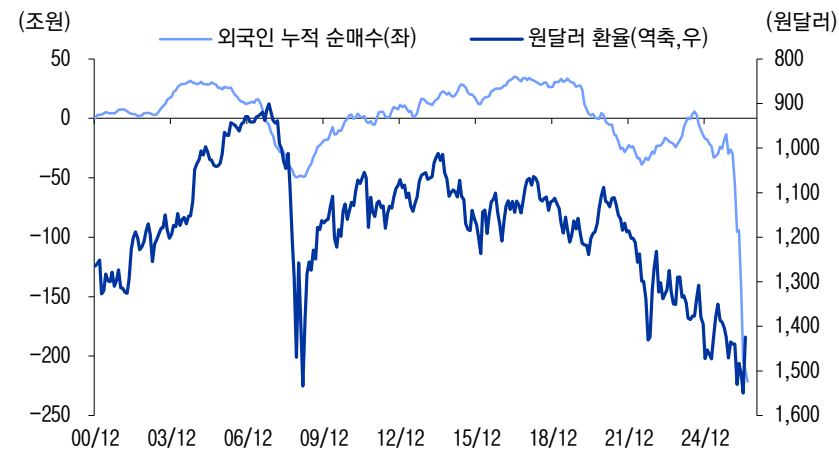


자료: FnGuide, LS증권 리서치센터

수출증가율과 외국인 누적순매수



외국인 누적 순매수와 원달러환율

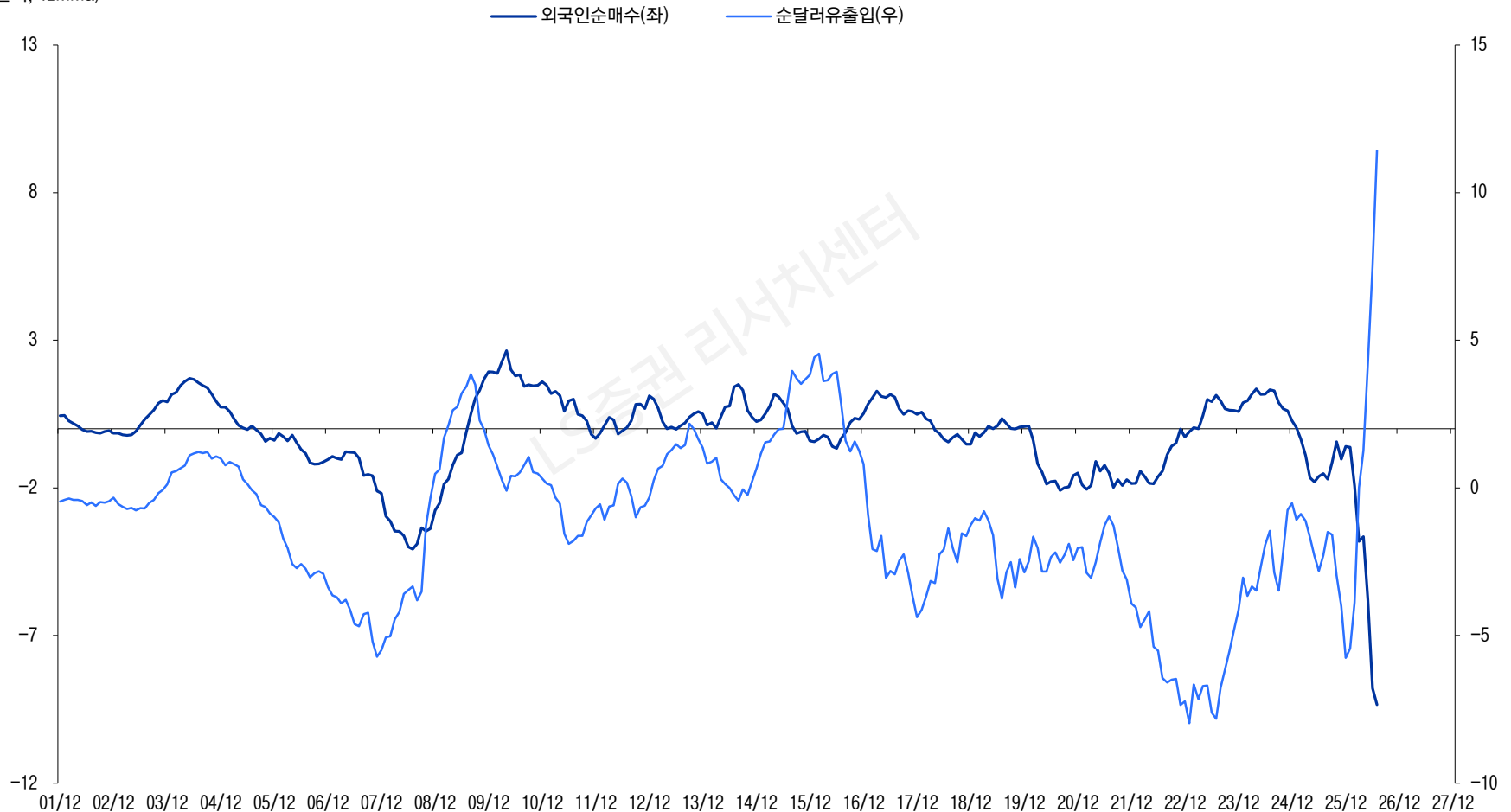


외국인 매도세가 진정되면 달러 자금 순유입 변동

순달러 유출입 변동과 외국인 순매수 금액 변동

(십억달러, 12MMa)

(십억달러, 12MMa)



Part II-2 원달러환율 하락 요인

강세를 지지하는 펀더멘탈
금리, 성장 기대, 수급

외화거래시장에서의 달러 부족은 없었다

스왑레이트와 내외금리차



스왑베이스스



스왑포인트



스왑베이스스:

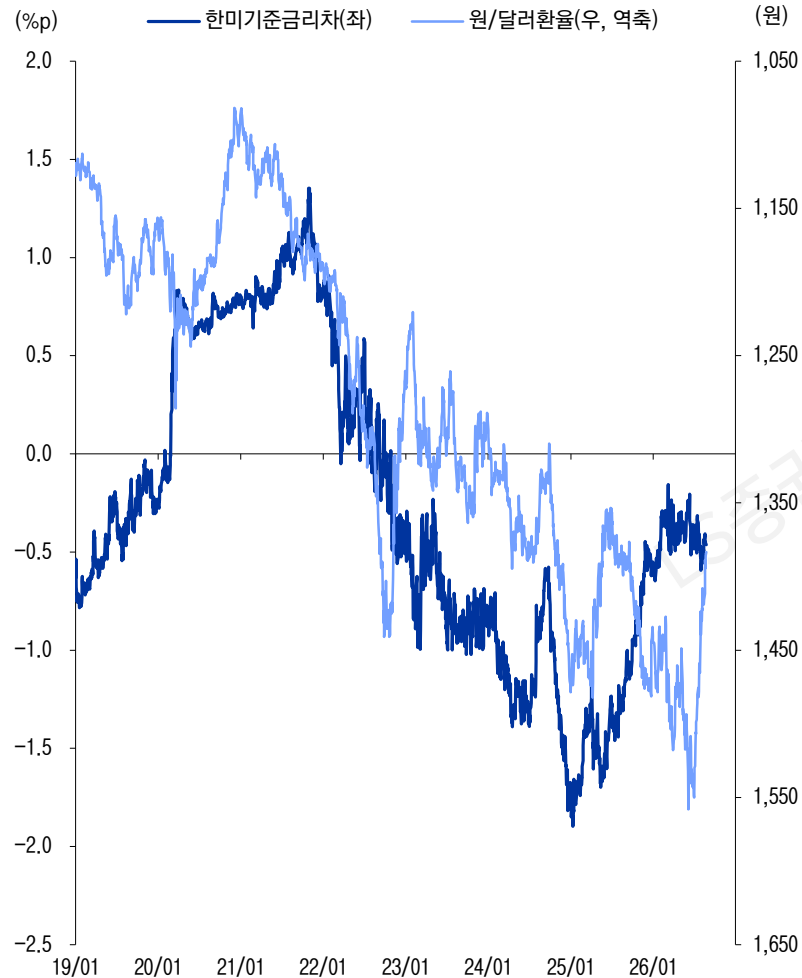
스왑베이스스 (-): 달러 부족현상, 폭이 커지는 경우, 한미 금리차로 설명되지 않는 달러 부족 심화

스왑포인트:

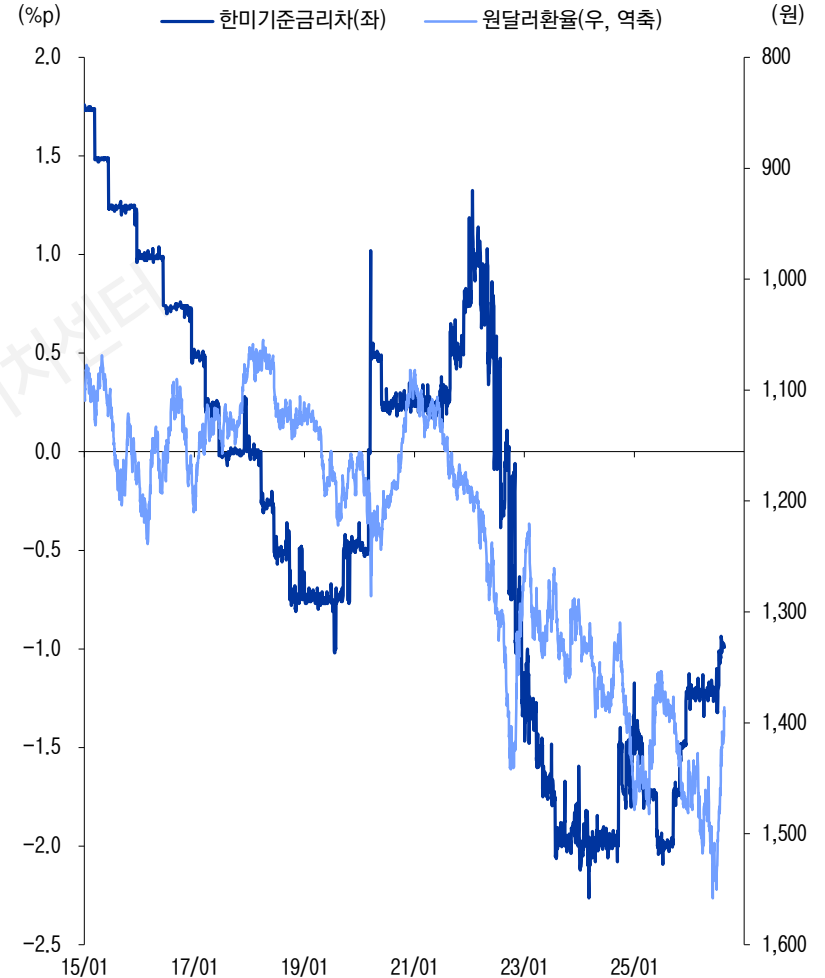
선물환율과 현물환율의 차이, 선물환율이 이론가보다 높다면 시장은 환율 하락에 베팅하고 있는 중

한미 금리차 역시 원달러환율의 하락을 지지

한미 기준금리차와 원달러환율



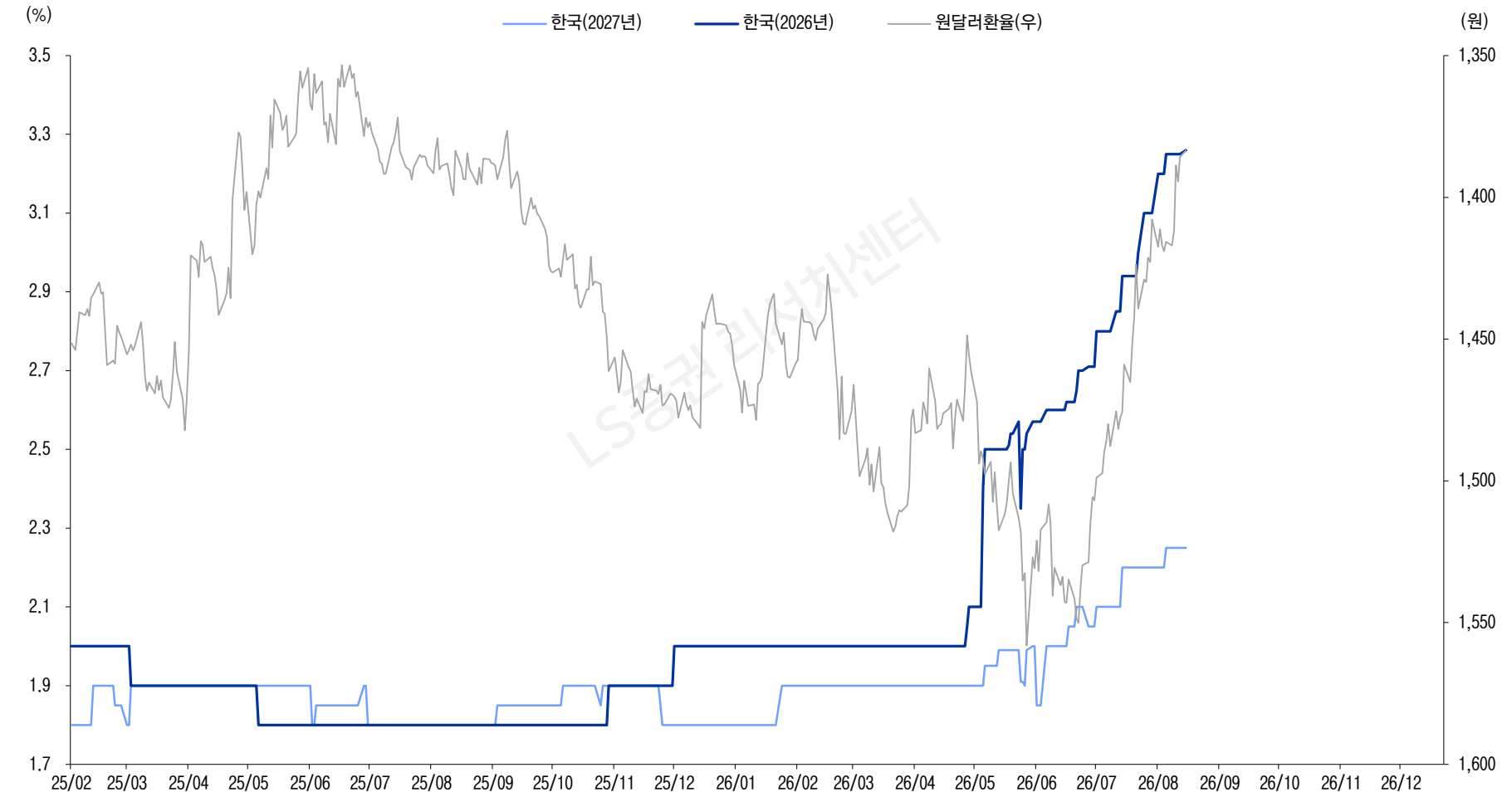
한미 기준금리차와 원달러환율



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

경제성장 기대감이 원화의 가치에 반영 시작

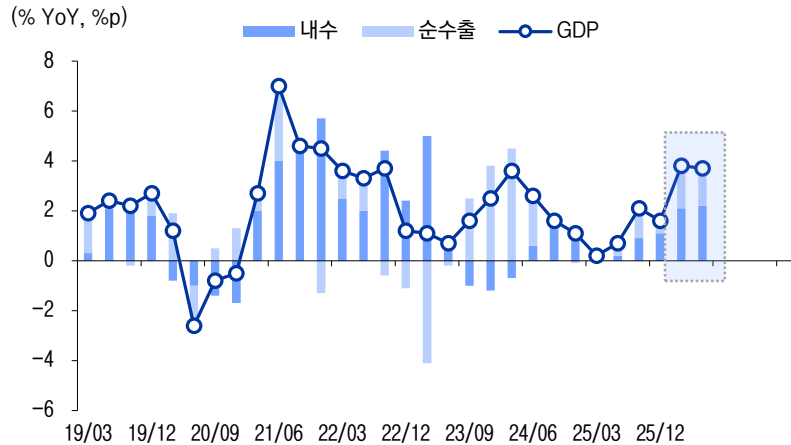
성장 전망이 틀리면, 환율 전망도 틀린다 지나치게 높거나 낮은 경제성장을 전망은 환율의 방향성에 크게 영향을 미치는 요인. 이란 사태로 한국 경제에 대한 단기적인 우려가 반영된 것이 환율의 변동성을 확대시키는 요인으로 작용했지만 2분기 연속된 서프라이즈로 경기 반영 시작



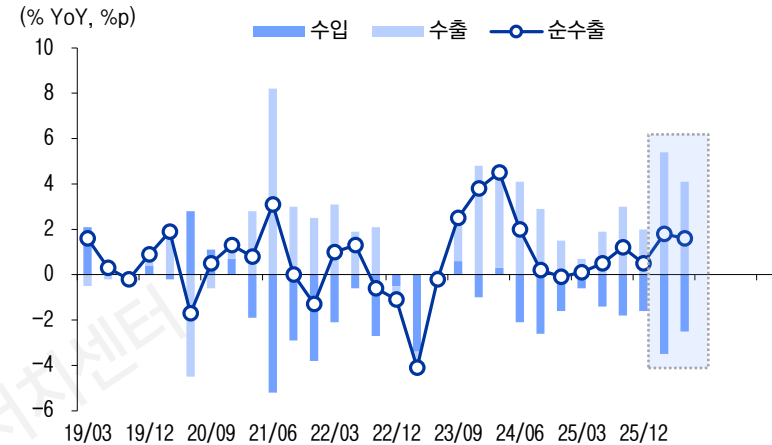
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

한국 항목별 성장률 기여도

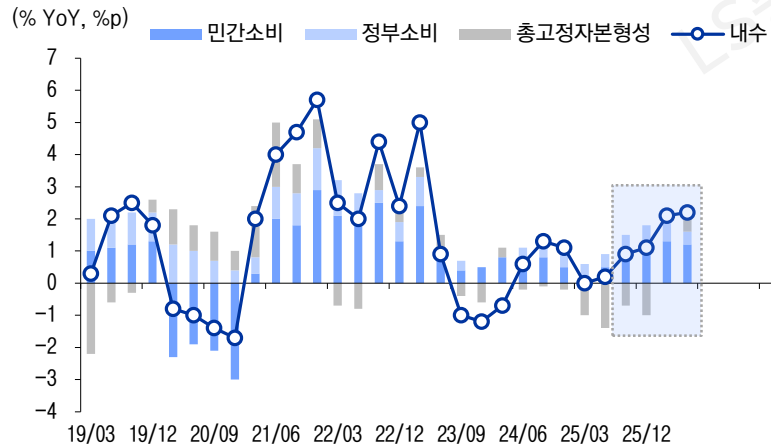
내수와 순수출 동반 성장



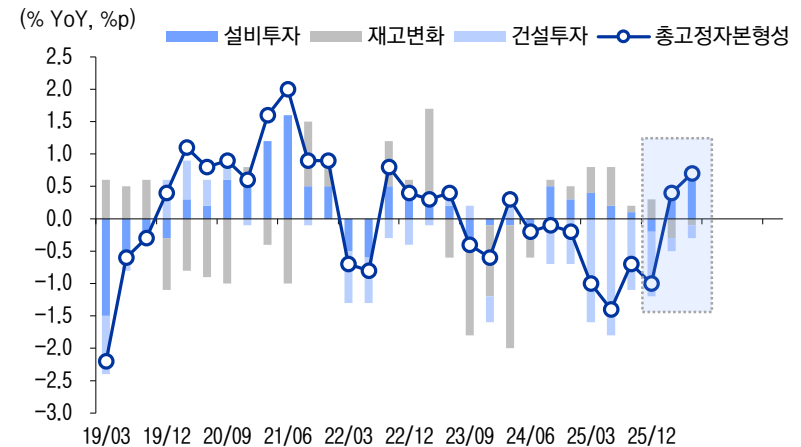
순수출 기여도



내수 기여도

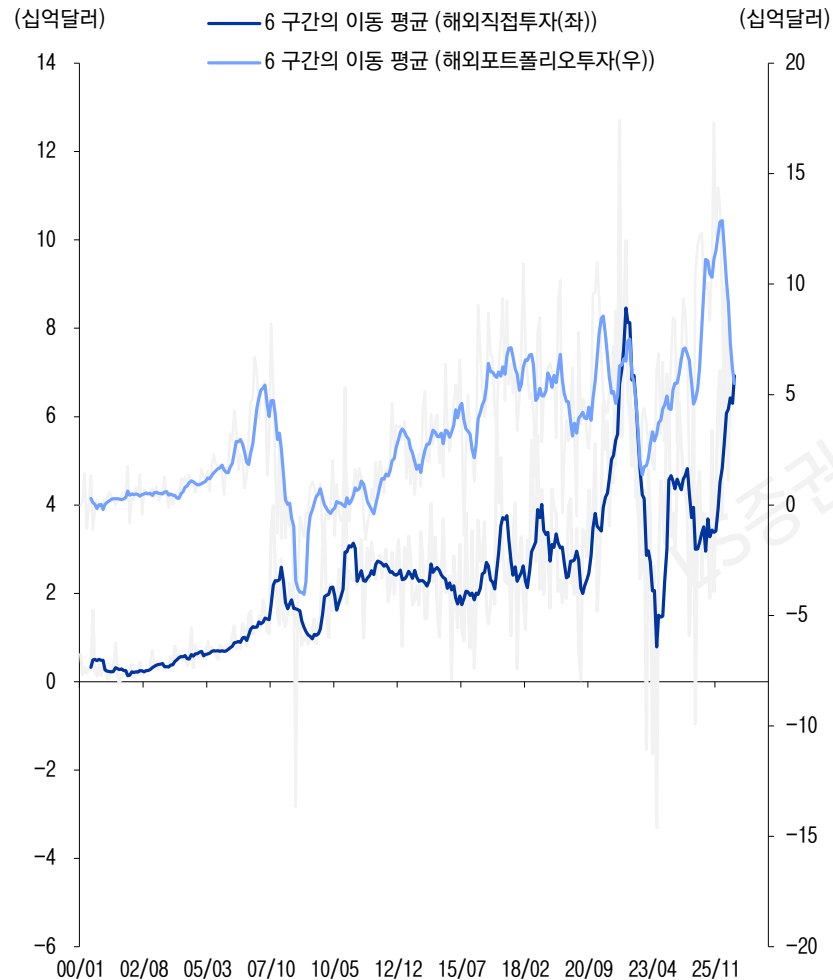


투자 기여도



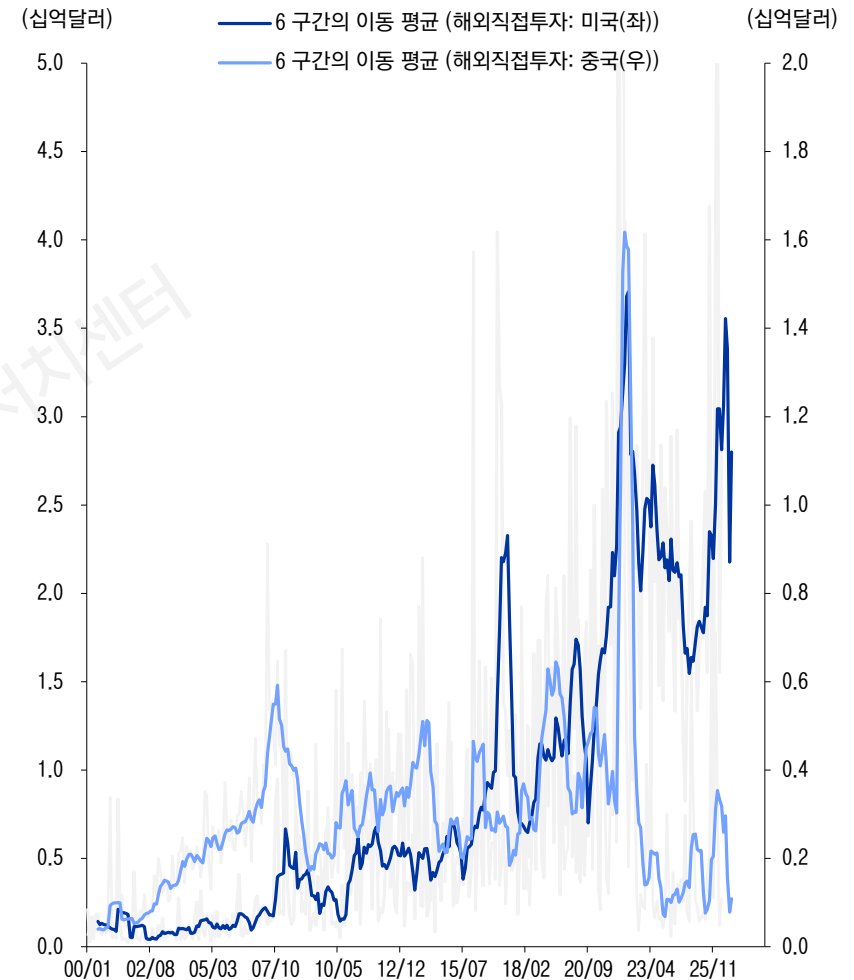
해외로의 투자는 지속적으로 증가 중

해외포트폴리오 투자 및 해외직접투자 규모



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

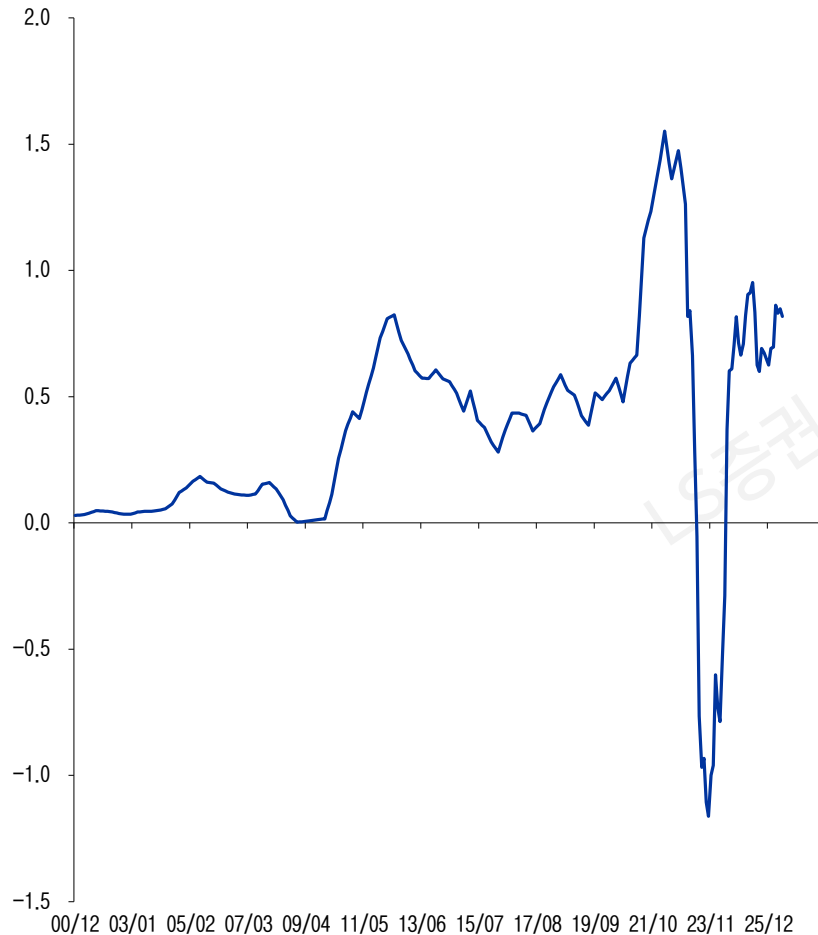
G2로의 한국 직접 투자 규모



해외에서 번 돈은 다시 해외로, 결국 달러 유출 지속

기업이익 해외 재투자

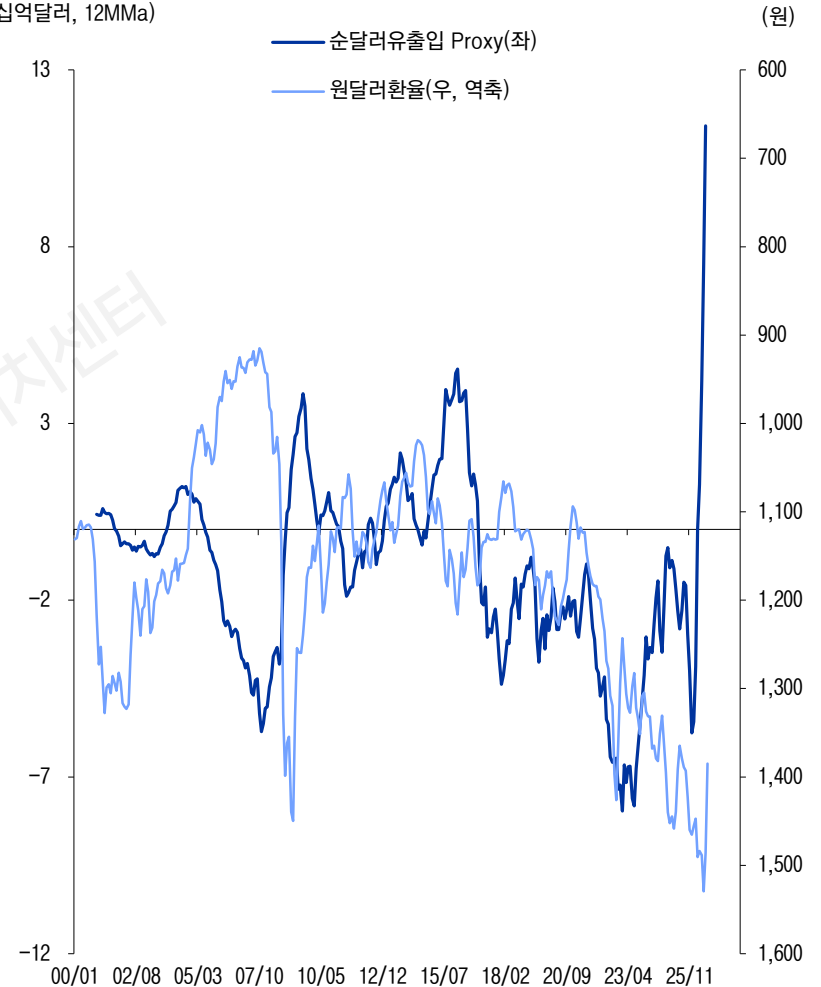
(십억달러, 12MMA)



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

해외 투자를 고려한 순달러유출입 추이와 원달러환율

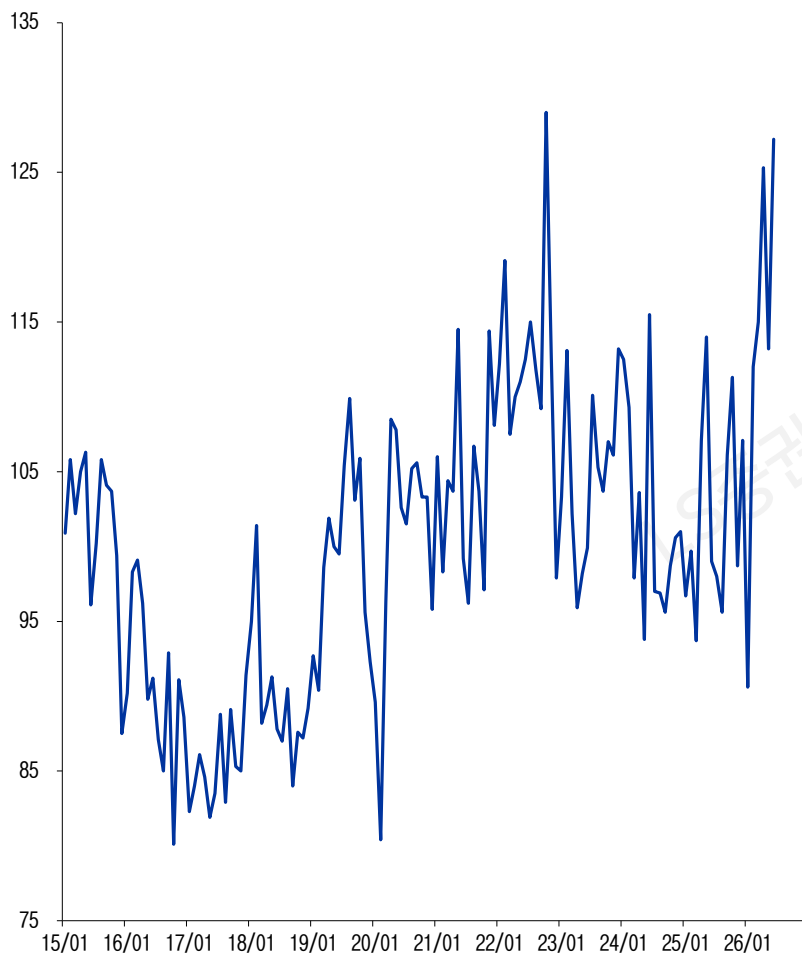
(십억달러, 12MMA)



ICT품목 설비투자 - 미국과는 조금은 다른 양상

ICT품목 설비투자지수

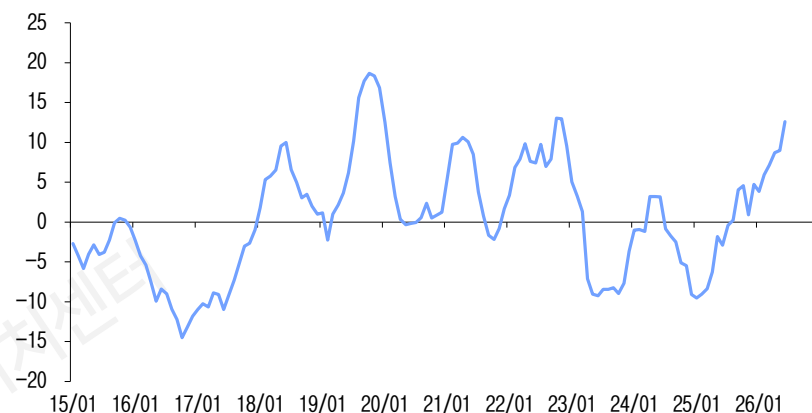
(2020=100)



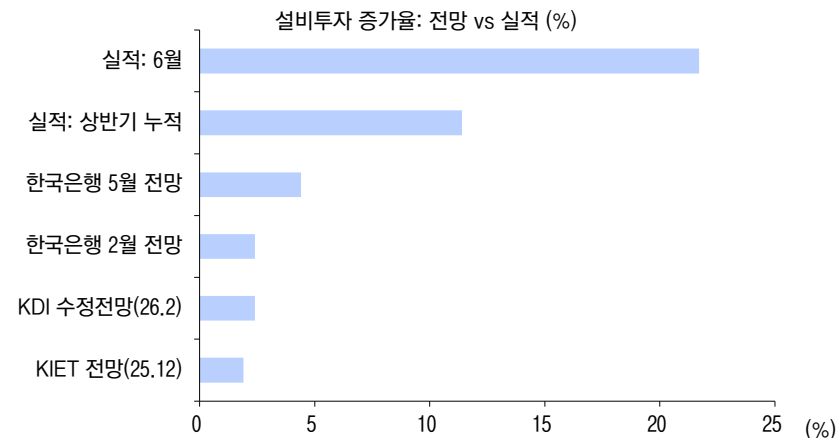
자료: 통계청, LS증권 리서치센터

ICT관련 산업 설비투자 증가율

(% YoY, 6MMA)

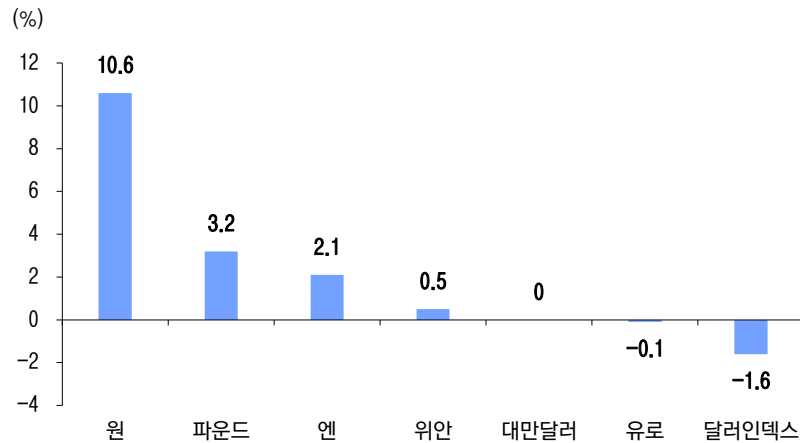


2026년 설비투자 증가율: 실적과 전망

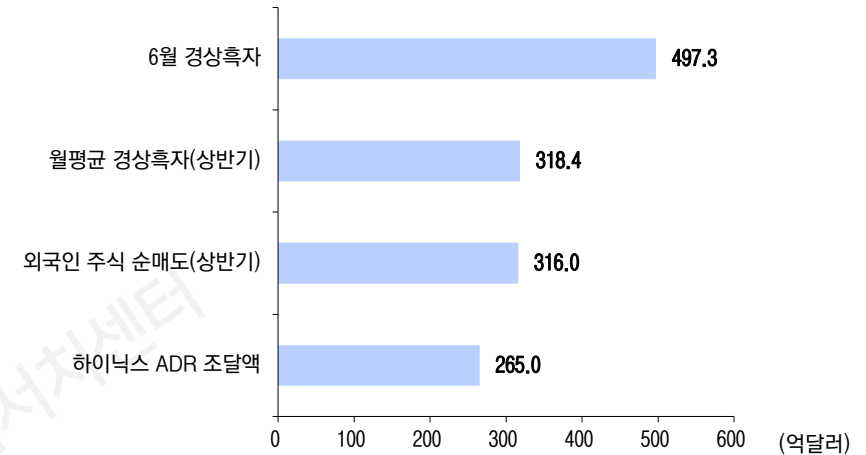


하이닉스 ADR 상장으로 인한 달러 자금 유입

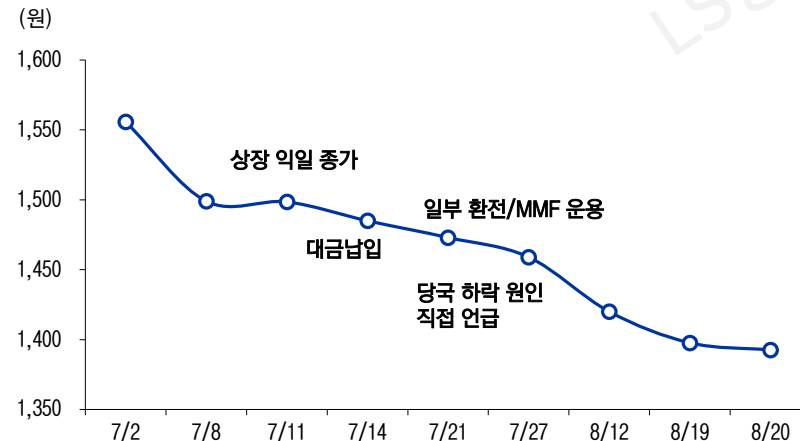
6월 말 이후 주요통화 절상률



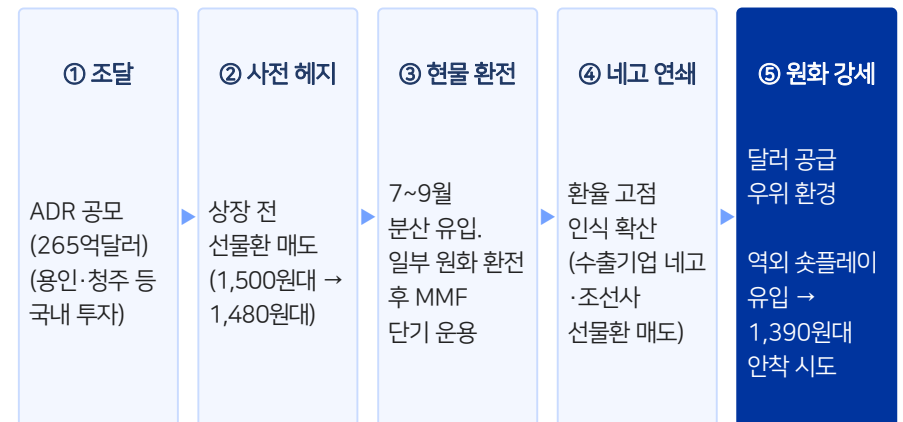
하이닉스 ADR로 인한 달러 조달액 단순 비교



하이닉스 ADR 상장 이벤트와 원달러환율



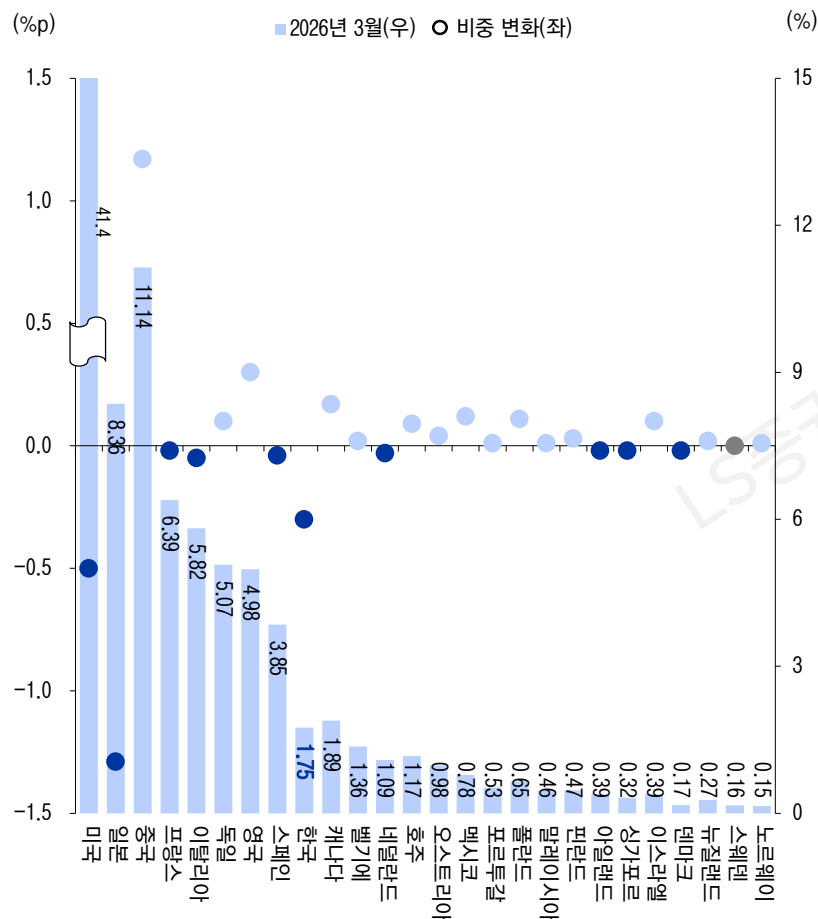
하이닉스 ADR로 인한 달러 강세 과정



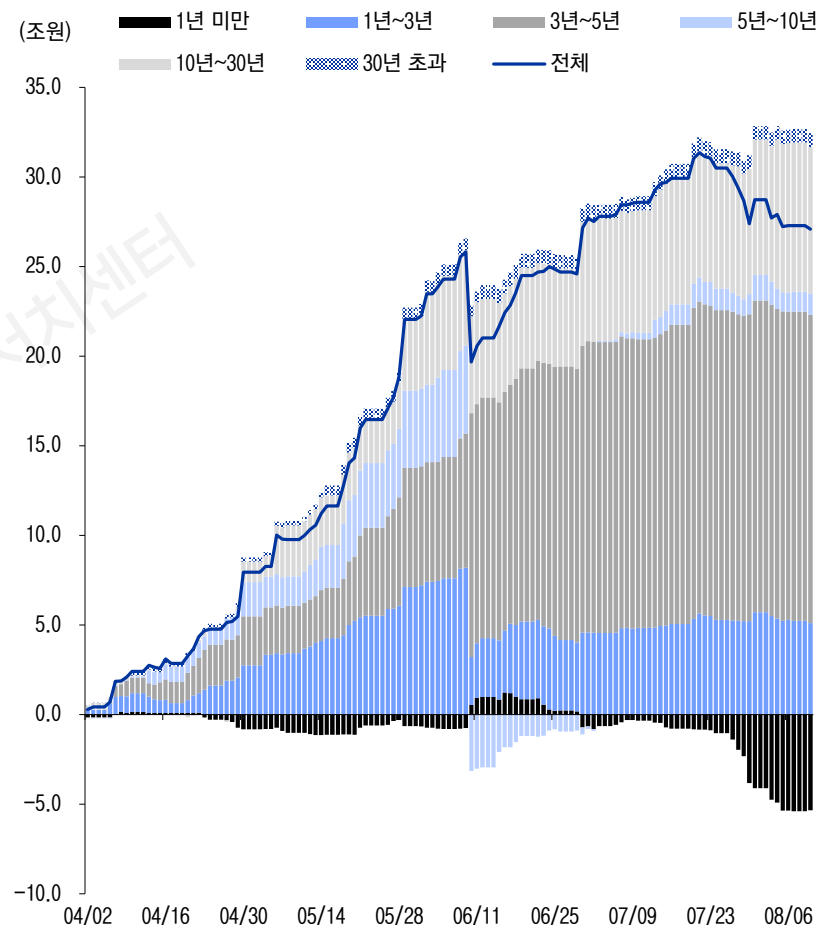
WGBI편입도 달러 유입 조건

4월 1일부터 WGBI에 대한 단계적 편입 시작. 원화 평가절하로 지수 내 비중은 축소되는 모습을 보였지만 지정학적 리스크와 미국채 발행 물량 등에 따라 비중은 기계적으로 변화 가능. 2026년은 편입 이슈로 인한 채권의 외국인 순매수가 이어질 것으로 전망

WGBI 국가별 편입 비중 및 변화



국고채 외국인 순매수



Part III

환율 전망: 수급에서 펀더멘탈로

과거보다 높지만 방향은 아래로

- 달러인덱스: 96pt ~ 101pt
- 원달러환율: 1,346원 ~ 1,452원

달러인덱스: 96pt ~ 101pt

남아있는 지정학적 리스크와 장기 달러 약세

- 1) 아직도 남아있는 이란 및 중동 리스크는 시장의 피로도를 고려해 현 수준 이상의 영향을 보이기는 어려울 것으로 전망
- 2) 미국 부채누적과 재정적자 문제로 인해 달러의 장기적 방향성은 하락으로 설정
- 3) 미 재무부의 달러에 대한 태도가 약달러에 대한 용인으로 판단. 아직까지 인위적인 달러 약세 노력은 발생하지 않고 있고, 중간선거 이후 트럼프 대통령의 권한 약화를 고려할 때 플라자 합의와 같은 정책 시행 전망은 완화
- 4) 미국 경제성장률 전망 약화, 무역수지 적자 확대, 미국으로의 해외 투자 증가 약화를 고려할 경우 달러인덱스는 하락 여백이 높은 것으로 판단
- 5) 유로존과 일본, 한국 등에 비해 느린 속도의 기준금리 인상 추세도 달러의 약세 요인으로 판단
- 6) 다만 하락에 있어서 유로존의 경기회복에 대한 의구심이 여전히 남아있고, 수급 상 시관련 결제 지속 가능성이 높아 하방 지지력은 지속



원달러환율: 1,346원 ~ 1,452원

수급에 따른 변동성 확대. 펀더멘탈 상 정상 레벨로 진입

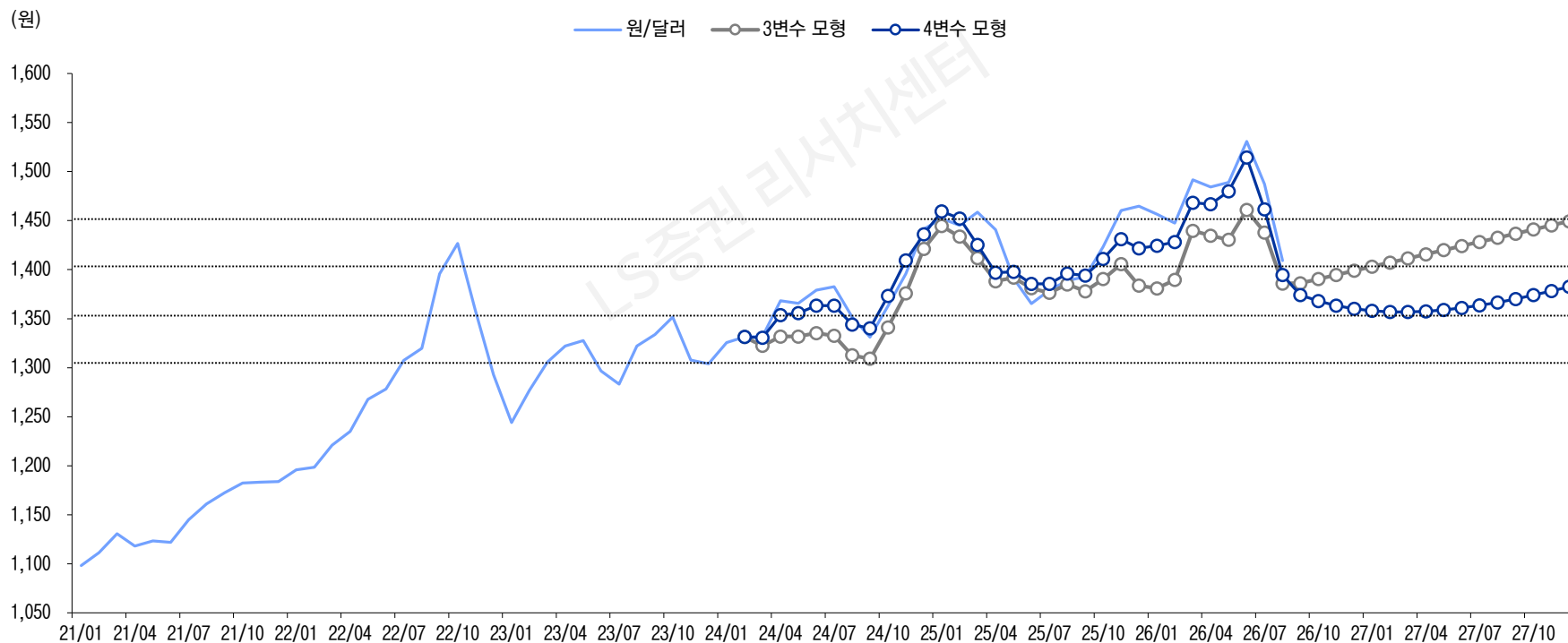
- 1) 2025년이 서학개미로 대표되는 해외 포트폴리오 투자로 인한 원달러환율 상승이었다면 2026년 상반기는 KOSPI에 대한 외국인 순매도 급증에 따른 달러 유출이 상승 요인으로 작용
- 2) 2026년 하반기는 하이닉스 ADR 자금 유입 효과와 수출업체의 네고물량 출회가 동시가 나타나면서 하락 속도 가속
- 3) 한국으로의 자금 유입은 경상수지 흑자로 상당히 높은 수준을 기록했지만 수출 기업의 환전 지연에 의한 효과 상쇄 발생
- 4) 하반기 환전되지 않은 달러의 국내 유입 기대감 확대: 국내 투자 증가 및 주주 환원 정책 영향
- 5) 펀더멘탈 상 한국 경제성장률의 급격한 상승과 한국은행의 긴축적 태도는 원달러환율 하락 요인으로 작용
- 6) 9월~12월 사이 여전히 주주환원 및 투자 환전 수요는 남아있는 것으로 판단하지만 추정에 제약이 존재
- 7) 2027년은 펀더멘탈 및 달러 방향성을 기반으로 한 전망으로 추정치 변화 가능성 존재



[Appendix] 원/달러 환율 모형과 전망 종합

모형 추정환율 전망

시점	4변수 모형	3변수 모형	DXY 제약(94~101) 적용
2026년 12월말	1,360 (1,311~1,410)	1,399 (1,346~1,452)	1,290~1,417 / 1,325~1,460
2027년 6월말	1,361 (1,283~1,439)	1,424 (1,340~1,508)	1,253~1,437 / 1,309~1,508
2027년 12월말	1,383 (1,284~1,482)	1,449 (1,343~1,555)	1,260~1,473 / 1,318~1,549



주: 4변수는 월 \$4bn 환전을 가정해 하락 경로를, 3변수는 기업의 주주환원 정책에 따른 환전 수요 제거
 자료: Bloomberg, KRX 정보데이터시스템, 한국은행, 관세청, LSEG, LS증권 리서치센터

[Appendix] 회귀식 항별 해설

● 원달러환율 회귀식

- 4변수 모형 $\Delta\text{환율} = \alpha + \beta 1 \cdot \text{외국인순매수} + \beta 2 \cdot \Delta\text{DXY} + \beta 3 \cdot \Delta\text{성장전망} + \beta 4 \cdot \text{기업자본거래}$

= +6.622 - 0.309·외국인 + 11.111· ΔDXY - 19.944· $\Delta\text{성장}$ - 3.627·기업

- 3변수 모형 = +4.209 - 0.667·외국인 + 10.961· ΔDXY - 118.919· $\Delta\text{성장}$ (기업 자본거래 제외)

항	변수가 무엇인가	1단위	4변수 (t값)	3변수 (t값)
α 상수	세 변수로 설명되지 않는 잔여 추세	매월 경과	+6.6원 (1.95)	+4.2원 (1.11)
$\beta 1$ 외국인순매수	코스피 외국인 월간 순매수(조원)	순매도 1조원	+0.31원 (-1.09)	+0.67원 (-2.26)
$\beta 2$ ΔDXY	달러인덱스 월평균의 전월 대비 변화	DXY +1pt	+11.1원 (5.35)	+11.0원 (4.62)
$\beta 3$ $\Delta\text{성장전망}$	블룸버그 한국 26년 성장전망 변화	전망 +1%p	-19.9원 (-0.46)	-118.9원 (-3.68)
$\beta 4$ 기업자본거래	ADR · 주주환원 관련 달러 환전(\$bn)	\$1bn 환전	-3.6원 (-3.04)	(변수 없음)

회귀식 관련 주석

부호: 환율 상승 = 원화 약세. $\beta 1$ 이 음수인 것은 순매수(+)가 원화 강세, 순매도(-)가 원화 약세라는 뜻

레벨이 아니라 변화: "DXY 100이면 환율 얼마"가 아니라 "DXY 1pt 상승 시 환율 11원 상승". 전망은 출발 환율에 각 항의 변화분을 누적

단위: 외국인 순매수는 조원(10조원 순매도=3.1원), 기업 자본거래는 십억달러

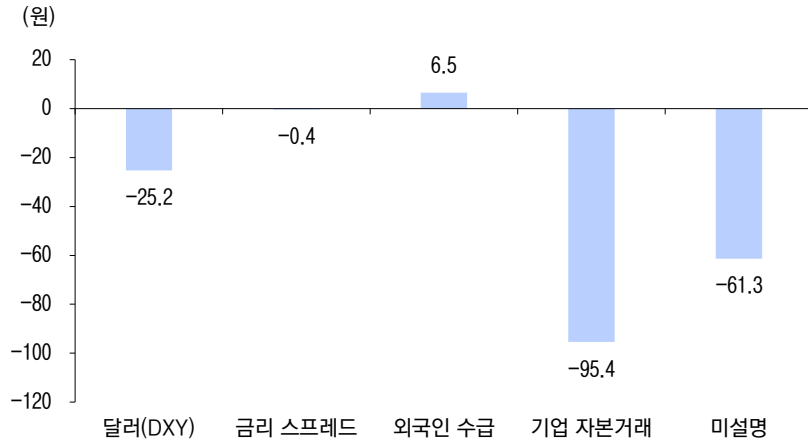
변수 간 간섭: 4변수에서 $\beta 1(t - 1.09) \cdot \beta 3(t - 0.46)$ 이 무의미해지는 것은 기업 자본거래가 두 변수의 설명력을 흡수하기 때문. 3변수에서는 $\beta 1 - 2.26, \beta 3 - 3.68$ 로 모두 유의

주요 시점 수치 (원)

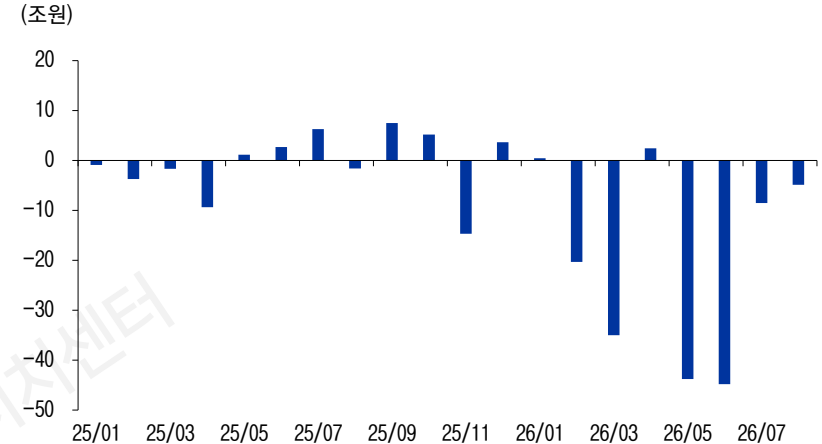
시점	실제	4변수	3변수
2026.06	1,531	1,529	1,484
2026.07	1,487	1,476	1,461
2026.08	1,409	1,382*	1,382*
2026.12	—	1,360	1,399
2027.06	—	1,361	1,424
2027.12	—	1,383	1,449

[Appendix] 외인 수급 약화 및 기타 요인 변화 시나리오

요인별 환율 변동 기여



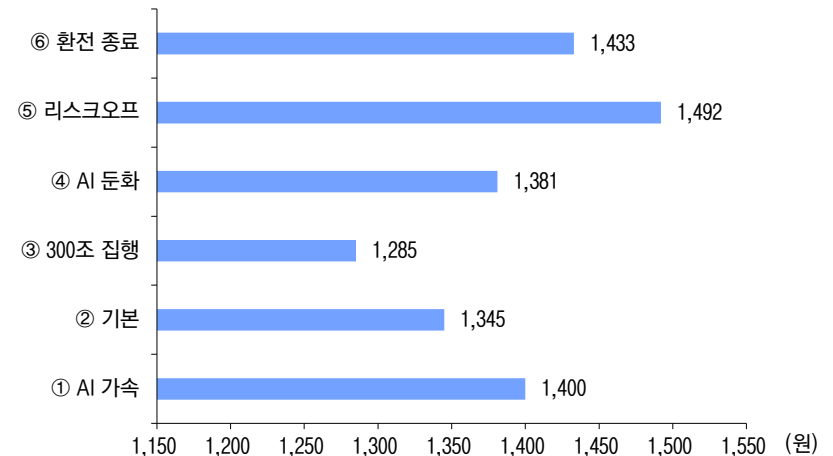
외국인 월별 순매수



시나리오별 주요 가정 변화

시나리오	외국인(조원)	DXY	성장	환전(\$bn)
① AI 가속 (밸리 지속)	-30	102	3.6%	60
② 기본 (주주환원 지속)	0	99	3.3%	120
③ 300조 집행 (대규모 주주환원)	+20	97	3.4%	220
④ AI 둔화	-100	96	2.6%	40
⑤ 리스크오프 (달러 안전자산 부각)	-150	104	2.4%	30
⑥ 환전 종료 (+ 외국인 매도 재개)	-80	101	3.1%	0

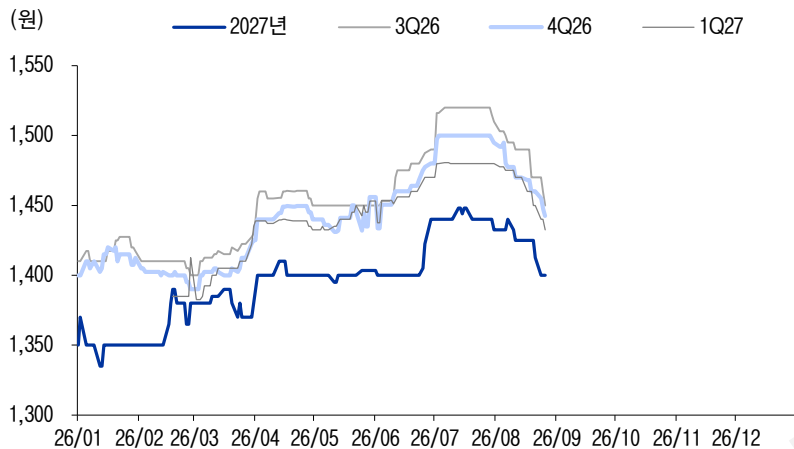
시나리오별 12개월 전망



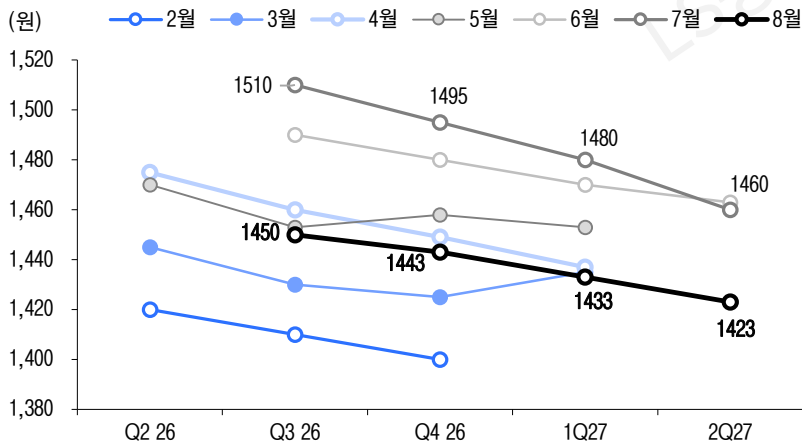
주: 환율변동 기여는 2026년 7월 1일 ~ 8월 25일 기준
 자료: KRX 정보데이터시스템, 한국은행, CEIC, 관세청, LS증권 리서치센터

[Appendix] 원달러환율 전망 컨센서스와 LS증권 전망치 변화

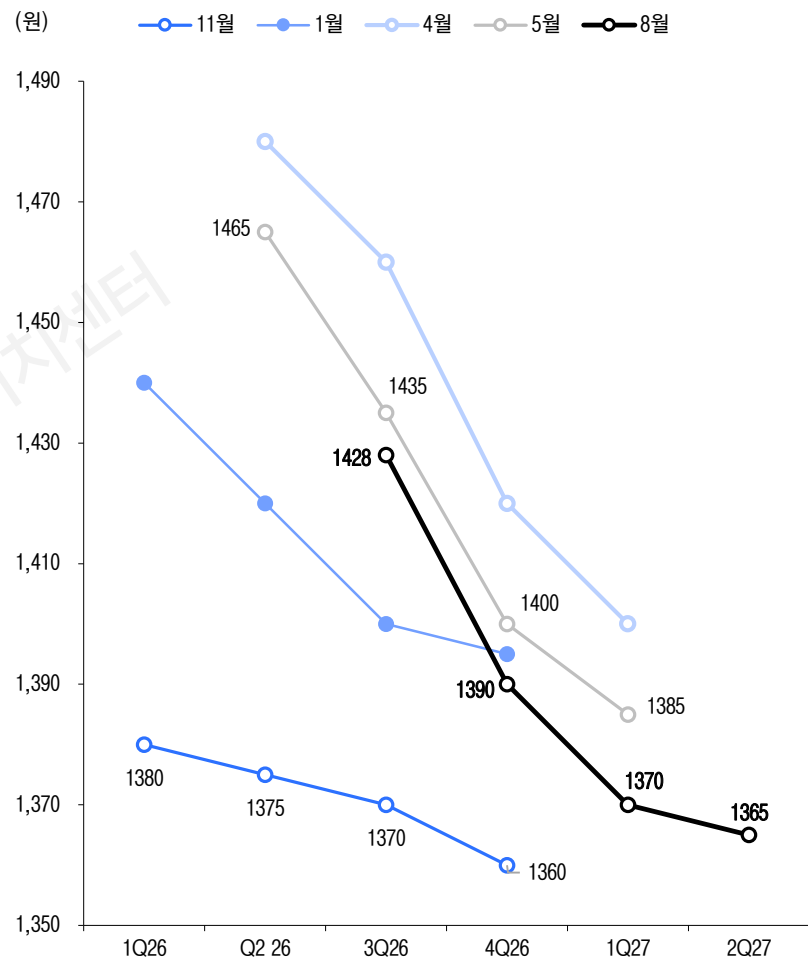
원달러환율 전망 변화



원달러환율 컨센서스 중간값



LS증권 원달러환율 전망치 변동



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 최광혁).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.