

매크로는 체크, 수급은 체크메이트

제한된 상승과 2027년의 반전

김호정 Economist
02 3770 3630
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
02 3770 3527
jiyeon.lim@yuantakorea.com

SUMMARY

2026년 4분기 원/달러 현물환율의 상승(원화 약세) 압력은 1,400원대에서 상단이 제한될 것으로 예상되며, 연말 종가는 1,410원(25~75% 확률 구간 1,390~1,430원) 수준에 안착할 것으로 전망된다.

2027년 연간 환율 경로는 2분기 말 1,452원 부근에서 고점을 형성한 이후, 4분기 말 1,387원으로 점진적 하락(원화 강세) 국면에 진입하는 상고하저 흐름을 전개할 것으로 전망한다.

2026년 4분기의 단기 변동성 밴드는 하단 1,360원에서 상단 1,450원으로 설정했다.

펀더멘털을 대리하는 균형환율의 앵커를 점검한 결과, 실질실효환율(REER) 기준 추정치(약 1,250원)와 거래요인 기반 순대외금융자산 기준 추정치(1,406원) 간의 괴리가 최대 12%까지 확대되었으며, 두 모형 모두 현물환율과의 통계적 장기 균형관계를 지지하지 않는 것으로 확인된다. 따라서 특정 적정 레벨로의 기계적인 평균회귀를 전제하지 않고, 외국인 보유 주식, 기업의 미환전 외화예금, 보험사와 연기금의 환헤지 등 시장 내 누적된 잔액이 실제 현물 달러 매매로 전환되는 임계 조건을 전망의 중심축으로 삼아 환율의 방향성과 밴드를 구성했다.

시나리오별 분기말 원/달러 환율 (단위: 원, 괄호는 판단 확률)

분기말	기본 (45%)	기본 25~75%	강세 (25%)	위험 A(18%)	위험 B(12%)
2026년 4분기	1,410	1,390~1,430	1,395	1,437	1,418
2027년 1분기	1,434	1,405~1,463	1,404	1,493	1,465
2027년 2분기	1,452	1,416~1,489	1,402	1,538	1,498
2027년 3분기	1,410	1,370~1,451	1,373	1,543	1,499
2027년 4분기	1,387	1,343~1,432	1,340	1,534	1,483

자료: 유안타증권 리서치센터

2026년 원/달러 환율의 방향성을 주도한 핵심 동력은 단순한 경상수지 흑자 규모가 아니라, 대규모 현물 달러 매수 수요가 특정 시점에 집중적으로 유입되었다가 해소되는 수급의 쏠림 현상이었다고 판단된다. 상반기 경상수지 흑자(1,910억 달러)는 외국인 주식 순매도(현물 달러 매수)와 역외 차액결제선물환(NDF) 순매입(선물환 달러 매수)을 합산한 달러 수요를 425억 달러 상회했다. 그러나 해당 초과 공급 달러 물량이 거주자 해외투자와 미환전 외화예금으로 이어되어 흡수되는 구간에서, 달러 매수 수급이 일시적으로 집중된 3월과 6월 현물환율이 급등하며 상반기 중 110원의 상승폭(원화 약세)을 시현했다. 반면 외국인의 주식 순매도(현물 달러 매수) 및 역외 NDF 순매입(선물환 달러 매수) 수요가 동반 축소되며 수급 불균형이 해소된 7월 이후에는 215원 하락(원화 강세)하는 뚜렷한 변동성을 나타냈다.

SUMMARY

4분기 환율 경로 역시 거시적인 흑자 기조보다는 일시 이탈했던 달러 매수 수요의 유입 재개 여부에 연동될 것으로 전망되며, 9월 중 확인된 외국인의 94억 달러 규모 주식 순매도(현물 달러 매수) 및 단기 저점 통과 후 7영업일 간 47원 반등한 흐름은 이러한 대기 수요 복귀의 초기 국면으로 해석된다.

현재 원/달러 환율의 상승 전환(원화 약세) 속도와 밴드 상단을 가늠하는 핵심 변수는 수출 대금으로 축적된 외화예금의 환전 시점이다. 7~8월 수출 대금의 상당 부분은 한미 금리차 역전으로 달러 예치의 기회비용이 낮은 여건에서 원화로 환전되지 않고 외화예금으로 유입된 것으로 추산된다. 8월 실제 현물환율 하락폭(55원)은 경상수지 흑자분의 전망 현물 매도(원화 환전)를 가정한 산술적 하락 압력(월 63~109원)의 하단에도 미치지 못했으며, 5년 이동평균선을 상회하는 기업의 외화예금 초과분(미환전 초과 보유 달러)은 245억~300억 달러 규모로 산출되어 과거 2022년 12월의 역사적 최대치(292억 달러)에 필적하는 수준으로 누적되었다. 아울러 7월 이후에는 환율 반등에 대비한 선물환 매입(선물환 달러 매수)도 늘어난 것으로 파악된다.

이러한 수급 동향은 외환 스왑시장 지표를 통해 교차 확인된다. 9월 18일 기준 1개월물 차익거래 유인은 +20bp를 기록하며 스왑시장의 달러 초과 공급을 지시하는 양(+)의 국면에 머문 반면, 1년물 차익거래 유인은 -43bp로 음(-)의 폭이 확대된 조합을 나타냈다. 이는 단기 선물환 선매입 포지션의 청산은 개시되었으나, 예치된 초과 보유 달러의 구조적인 현물 매도(원화 환전) 사이클은 아직 발현되지 않았음을 시사한다. 결론적으로 기업의 단기 선물환 청산 물량이 외국인 주식 순매도와 함께 4분기 환율 상승은 외국인 주식 순매도와 선물환 포지션 조정이 견인하는 한편, 1,400원대 진입 시 촉발될 1차 현물 매도(원화 환전) 및 1,450원대 에서 대기 중인 대규모 매도 전환 물량은 환율의 추가 상승을 제약하는 상단 저항선으로 작동할 전망이다.

현재 원/달러 환율은 상단이 정책적 개입 경계감에 의해 제약되는 반면, 하단은 민간 수급에 의해 지지되는 상하방 비대칭 구조를 띠고 있다. 외환당국은 대규모 경상수지 흑자분을 외환보유액(준비자산)으로 적극 흡수하지 않아 환율 하단(원화 강세) 방어 수단이 제한적인 반면, 미국 재무부는 지난 7월 일본의 외환시장 개입(엔화 매수/달러 매도)에 1998년 이후 최초로 동참하며 아시아 통화의 전반적인 가치 절상(강세)을 견인하고 있다.

상단 저항선으로 설정한 1,450원은 이러한 거시 정책적 제약과 더불어 기업의 대규모 현물 매도(원화 환전) 및 연기금의 환헤지(선물환 매도) 물량이 동반 출회되는 수급 중첩 구간으로 분석된다. 반면 하방 지지선인 1,360원은 개인의 해외 주식 투자(현물 달러 매수)와 수출 기업의 달러화 재축적이 하단을 방어하고 있으나, 당국의 정책적 지지 기반이 부재하여 추가적인 현물 매도 조건이 충족될 경우 상단 돌파 대비 상대적으로 취약한 하향 이탈 개연성을 내포한다.

그럼에도 불구하고 통계적 옵션 모형이 4분기 말 1,350원 하회 확률을 33%로 반영하는 것과 달리, 자체 판단 확률을 가중하여 도출한 시나리오 혼합분포 상의 해당 확률은 3% 수준으로 산출된다. 이는 파생상품 옵션 분포가 단순 내외금리차에 연동된 낮은 선물환율 레벨을 중심으로 추종할 뿐 실질적인 수급의 방향성 정보를 내포하지 않으며, 단기 환율 하락(원화 강세)을 촉발할 세 가지 선행 조건(미국 국채 2년물 금리 하락, 외국인 주식 순매도 진정, 기업의 본격적인 현물 매도 개시)이 현재 모두 역방향을 지시하고 있기 때문이다.

SUMMARY

2027년 원/달러 환율 경로는 경상수지 흑자 둔화 및 외국인 자금 유출(현물 달러 매수)이라는 상반기의 한시적 상승(원화 약세) 요인이 대부분 소진되고, 하반기부터 기업의 대규모 현물 매도(원화 환전)와 글로벌 달러 약세라는 두 가지 핵심 동력이 하락(원화 강세) 국면을 견인할 것으로 전망한다. 현물환율은 절대적인 흑자 규모보다 12개월 추세로부터의 이탈에 연동되므로, 2027년 흑자가 3,900억 달러에 달하더라도 2026년(4,400억 달러 전망치) 대비 둔화되는 흐름이 추세에 반영되는 상반기에는 경상수지 편차가 환율 상승 요인으로 작용할 것으로 분석된다. 결과적으로 2분기 말 고점 형성 이후 연말까지 환율이 하락하는 국면에서, **전체 환율 하방 압력 77원 중 기업의 현물 매도(원화 환전)가 약 30원, 글로벌 달러 약세가 약 38원의 압도적 기여도를 차지하는 것으로 산출된다.**

2027년 하반기 환율 하방 압력(원화 강세)의 펀더멘털 근거로 연준의 선제적인 금리 인하 기대를 단기적으로 상정하기에는 통계적으로도 상황적으로도 제약이 따른다. 과거 연준이 6개월 이상 정책금리를 동결한 이후 인하 사이클을 개시 혹은 재개한 세 차례의 역사적 사례 모두, 인하 개시 직후 6개월간 외국인의 국내 주식 자금은 순유출(현물 달러 매수) 국면을 전개했다. 달러 약세 흐름 역시 연준의 금리 인상 종료 단일 변수만으로는 발현되지 않으며, 과거 네 차례의 인상 종료 사례 중 달러지수가 유의미하게 하락한 국면은 ECB와 일본은행이 독자적인 긴축 기조를 유지했던 2006~2007년 구간으로 한정된다. 2027년 시나리오에서도 해당 두 중앙은행의 추가 금리 인상이 예상되나 그 긴축 강도는 과거 대비 제한적일 것으로 판단하여, 기본 경로 상의 달러지수 하락폭은 약 3% 수준으로 보수적으로 설정했다.

위험 시나리오에는 30%의 판단 확률을 할당했다. 국제 유가 급등이 연준의 연속 금리 인상 및 글로벌 달러 강세로 직결되는 위험 A 시나리오와, 글로벌 AI 투자 심리 조정이 국내 반도체 수출 둔화 및 외국인 자금 이탈(현물 달러 매수)을 촉발하는 위험 B 시나리오를 판단 확률(18%, 12%)로 가중 평균한 2027년 4분기 말 환율 추정치는 1,514원으로 산출된다.

SUMMARY

분기별 전망의 근거와 점검 지표

시기	기본 전망 (25~75%)	방향과 근거	점검 지표
2026년 4분기	1,410원 1,360~1,450원	상승 지속, 상단 제한: 외국인 순매도와 미국 금리 상승 압력으로 작용, 수출 기업 미환전 달러(245억~300억 달러)의 1,400원대 환전과 미일 공조개입이 상단을 제약	종착 신호: 1,400원대에서 1개월물 차익거래 유인 음(-) 전환, 현물 하락, 외화예금 감소의 동반 상단 시험: 1,450원 접근 시 연금금 선물환 매도 재개
2027년 1분기	1,434원 1,405~1,463원	상승(원화 약세): 경상흑자 둔화(4,400억 → 3,900억 달러)의 12개월 추세 반영(+1.05%)과 외국인 월 40억 달러 순매도(+1.20%), 한국은행 2월 인상의 금리차 축소(-0.14%)는 상승 압력을 억제하는데 제한적	연준 추가 금리 인상 여부 (시장은 2027년 상반기까지 3회 추가 인상 가능성 반영 중, 실제 인상 시 금리차 축소 무산), 외국인 순매도 규모
2027년 2분기	1,452원 1,416~1,489원 (연중 고점)	고점 형성: 경상수지 편차(+0.97%)와 외국인 월 20억 달러 순유출(+0.60%) 지속, 과거 여섯 사례의 6개월 내 고점 평균(1,436원)에 흑자 둔화를 더한 수준	약세 확대: 연금금 6월 만기 전후 헤지 미연장, 1,450원 상회 시 보험사 헤지 축소 (평가손실 32조원 재확대)
2027년 3분기	1,410원 1,370~1,451원	하락 전환(원화 강세): 2분기 고점이 2026년 1분기 매도 구간(1,440~1,530원)에서 추가 상승 기대가 꺾이며 외화예금 초과분(120억~150억 달러) 환전(-30원), 달러지수 96~99로 약세(-0.99%)	기업 환전 개시: 1개월물 음(-) 전환, 현물 하락, 외화예금 감소의 동반 미국 2년물 금리의 정점 통과
2027년 4분기	1,387원 1,343~1,432원	하락 지속: 달러 약세(-0.91%)와 외국인 소폭 순유입(-0.45%), 연준 인하 기여는 -0.07%에 그침. 두 축 중 하나만 성립해도 1,416~1,425원, 모두 무산 시 1,455원	연준 동결 속 ECB, BOJ 추가 인상 기대 달러 약세 무산: 연준의 2027년 연중 동결 속 미국 10년물이 하반기에도 4.5% 아래로 내려오지 않을 경우(기본 전제는 3분기 이후 하회) 2027년 말 1,410~1,440원
위험 시나리오	1,514원 2027년 말 가중 판단 확률 30%	위험 A(18%): 유가 급등 → 연준 연속 인상 → 달러 강세, 2027년 3분기 1,543원 위험 B(12%): AI 투자 조정 → 반도체 수출 둔화와 외국인 이탈, 3분기 1,499원	위험 A: 10월 FOMC 연속 인상, 브렌트 110달러 상회, 1년물 -50bp 하회 위험 B: 반도체 대형주 외국인 순매도 월 5조원 초과, 미국 10년물 5% 상회 지속

자료: 유안타증권 리서치센터

SUMMARY

Key Point

- **흑자의 크기보다 달러 수요의 시점:** 2026년 원/달러 환율의 방향은 경상수지 흑자 규모가 아니라 대규모 달러 매수 수요가 유입되고 해소되는 시점이 좌우. 상반기 흑자(1,910억 달러)가 외국인 주식 순매도와 NDF 순매입을 합한 수요를 425억 달러 상회했음에도 수요가 몰린 3월과 6월에 급등해 110원 상승, 두 수요가 줄어든 7월 이후 215원 하락
- **상단을 완충하는 외화예금:** 반도체 수출 호조로 유입된 외화의 상당 부분이 예금으로 축적되며, 거주자 외화예금 중 5년 이동평균을 넘는 초과분은 245억~300억 달러로 2022년 12월 최대치(292억 달러)에 필적. 1개월물 차익거래 유인 +20bp는 이 달러가 아직 현물 시장에 나오지 않고 은행권에 머물러 있음을 시사하며, 환율이 1,400원대에 들어서면 원화 환전으로 출회되어 상승폭을 제한하는 잠재 공급으로 작용할 전망
- **4분기 연말 1,410원, 상단 1,450원과 하단 1,360원:** 외국인 순매도 재개와 선매입 청산이 상승을 이끌되, 1,400원대 1차 현물 매도와 1,450원 부근 대규모 매도 전환, 미일 공조개입이 상단을 제약. 하단은 정책 지지 없이 민간 수급이 받치는 비대칭 구조. 옵션 모형의 1,350원 하회 확률 33%와 달러 시나리오 혼합분포는 3%로, 재하락보다 상승 전환의 연장에 무게
- **2027년 상고하저, 2분기 말 1,452원에서 4분기 말 1,387원:** 상반기는 흑자 둔화의 12개월 추세 반영과 외국인 자금 유출에 따른 한시적 약세. 하반기는 하락 요인 77일 가운데 기업의 현물 매도(약 30원)와 글로벌 달러 약세(약 38원)가 90% 가까이 차지하며, 한 축만 성립해도 2분기 고점 대비 하락 유지(1,416~1,425원)
- **하반기 원화 강세의 근거는 연준 인하가 아님:** 6개월 이상 동결 뒤 인하를 개시(재개)한 세 차례 모두 이후 6개월간 외국인 주식 자금은 순유출. 인상 종료 이후 달러가 뚜렷하게 약해진 것은 ECB, BOJ의 긴축이 이어진 2006~2007년뿐이어서, 2027년 달러지수 하락폭은 약 3%로 제한
- **위험 시나리오 30%와 전환 신호:** 유가 급등과 연준 연속 인상(위험 A), AI 투자 조정과 반도체 수출 둔화(위험 B)를 가중한 2027년 말 환율은 1,514원. 상승 전환의 종착은 1,400원대에서 1개월물 차익거래 유인 음(-) 전환과 현물 하락, 외화예금 감소가 함께 나타날 때 확인

CONTENTS

1부. 진단: 원화 환율의 결정 변수

1. 앵커가 상실된 현재 균형환율	10
2. 2026년에 경험한 상승기와 하락기	13
3. 외환 수급의 구조와 대기 물량	18
4. 스왑시장 구조와 수급 전달 경로	27
5. 외국인 자금의 환율 파급력과 성격	33
6. 기초적 달러 매도 우위와 설명되지 않는 하락분	38
1부 소결: 원화 환율의 결정 변수	41

2부. 전망: 4분기 및 2027년 원/달러 환율 경로

7. 전망 프레임워크	46
8. 대기 잔액별 현물 전환 조건과 4분기 환율 기여도	50
9. 정책 변수 점검: 환율 상단 억제와 하단 지지의 불균형	55
10. 시나리오 분석: 전망 방법론, 조건부 경로, 판단 확률	58
11. 4분기 환율 경로: 상승 전환 국면 전개와 상단 저항선	65
12. 2027년 원/달러 환율 경로: 상고하저	68
13. 환율 경로 리스크 요인 및 시나리오 전환 지표	75
14. 조건부 시나리오 기반 환헤지 전략	78
2부 소결: 환율 밴드와 방향성, 그리고 시나리오 전환 조건	81

부록

A. 자료와 산출 방법	85
B. 수급 추정 방법	89
C. 균형환율 검정과 확률분포 모형	94
D. 유로, 엔, 달러지수, 위안화 전망	102



1부. 진단: 원화 환율의 결정 변수

1. 앵커가 상실된 현재 균형환율
2. 2026년에 경험한 상승기와 하락기
3. 외환 수급의 구조와 대기 물량
4. 스왑시장 구조와 수급 전달 경로
5. 외국인 자금의 환율 파급력과 성격
6. 기초적 달러 매도 우위와 설명되지 않는 하락분

1부 소결: 원화 환율의 결정 변수

1부. 진단: 원화 환율의 결정 변수

1. 앵커가 상실된 현재 균형환율

올해 원/달러 환율은 상반기 역사적 수준의 약세를 기록했다. 서프라이즈를 기록한 경제성장과 증시 신고가 레벨을 고려할 때, 펀더멘털과 이례적인 괴리를 노출하였다. 이처럼 큰 변동성을 보인 원/달러 환율에 대해 과연 균형이라는 개념이 성립할 수 있을까?

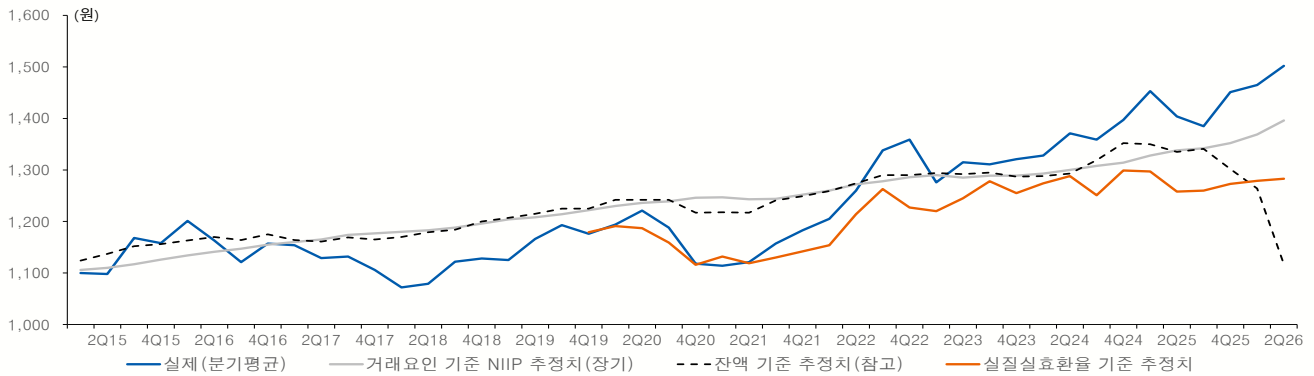
통상적인 균형환율 접근은 앵커로부터의 이격을 방향성의 근거로 삼고 일정 시차를 둔 평균회귀를 전제한다. 그러나 2024년 하반기부터 2026년 상반기까지의 원/달러 환율은 이 전제가 성립하지 않는 구간이었다. 원화 약세 추세가 이어지는 동안 앵커 대비 괴리는 축소가 아닌 확대로 일관했고, 평균회귀를 내장한 예측 모형은 지속적인 강세 예측을 반복하며 실현 경로가 예측 구간 상단을 체계적으로 이탈했다. 이는 개별 예측 오차의 누적이 아니라 자료생성과정에서 오설정에서 비롯된 구조적 이탈이다. 실질실효환율(REER)의 10년 이동평균 회귀를 전제 한 앵커는 2024년 하반기 이후 매 분기 실제 환율보다 100~220원 낮은 수준이 확인된다.

현재 시점의 앵커는 산정 기준에 따라 최대 12%의 극단적인 괴리를 노출한다. BIS 광의 실질 실효환율은 2026년 8월 89.89를 기록하며 전월(85.45) 대비 원화 절상분만큼 반등했으나, 여전히 10년 이동평균(98.6) 대비 -8.8%로 2008년 이후 하위 11%(6월 83.04는 하위 2%)의 극심한 저평가 영역에 위치한다. 이동평균으로의 회귀를 가정할 경우 약 1,250원(8월 말 서울 외환시장 종가 1,368.6원 기준)이 도출된다. 반면 BOP 거래 요인만을 누적인 순대외금융자산(NIIP) 기준 추정치는 2026년 2분기 1,396원, 3분기 예비치 1,406원으로 산출된다. 전자(이동평균으로의 회귀)는 교역가중 물가 기준의 원화 저평가를, 후자(순대외금융자산)는 거주자 해외투자 확대에 따른 구조적 달러 수요를 각각 반영한다.

엄밀한 이론 계량 조건에서는 두 추정치 모두 단위근 및 공적분 검정에서 귀무가설(단위근 존재, 공적분 부재)을 기각하지 못해, 장기 균형관계가 통계적으로 지지되지 않는다(부록 C). 이처럼 유효한 단일 앵커가 식별되지 않는 국면에서, 특정 추정치에만 의존하여 환율 방향성을 도출하는 방법론은 내재적 자의성을 배제하기 어렵다.

잔액 기준 순대외금융자산을 앵커로 적용할 경우 이러한 오설정은 밸류에이션 효과를 통해 한층 더 커지게 된다. 한국은행이 공표한 2026년 2분기 순대외금융자산 잔액은 640억 달러로 전분기 대비 -6,895억 달러 급감했으나, 동기간 BOP 금융계정상 거래 요인은 오히려 +1,033억 달러 증가를 기록했다. 잔액 감소분의 대부분은 실질적 자본 유출입이 아닌 비거래 요인, 즉 외국인 보유 국내 주식의 평가액 급증에 기인한다. 2분기 KOSPI 가 +55% 상승함에 따라 외국인 보유 주식 잔액이 1조 325억 달러에서 1조 8,806억 달러로 폭증했으며, 동기간 외국인의 순매도 기조를 감안할 때 증가분은 전액 자산 가격 효과로 설명된다. 결과적으로 잔액 기준 순대외금융자산 기반 환율 추정치는 단 한 분기 만에 1,264원에서 1,117원으로 -147원 급락하게 되나, 이는 외환 수급의 펀더멘털 변화가 아니라 국내 증시 수익률이 대외부채 평가액을 경유하며 발생시킨 회계적 착시에 불과하다.

[그림 1] 균형환율 추정치와 실제 환율 (2015년 1분기~2026년 3분기)

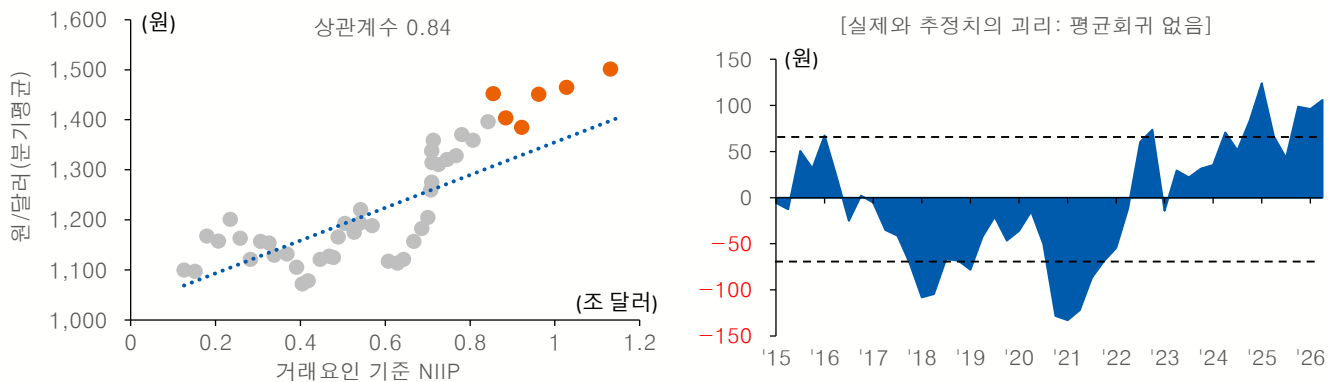


자료: 한국은행, BIS, 유안타증권 리서치센터

주: 거래요인 기준 NIIP 추정치, 실질실효환율(REER) 기준 추정치(10년 이동평균 회귀), 잔액 기준 추정치(참고). 2026년 3분기 REER 기준치는 8월 지수와 9월 18일 환율로 근사

거주자 해외투자 확대에 따른 순대외금융자산 증가가 원화 약세의 구조적 원인이라는 견해가 일각에서 제기된다. 두 변수의 수준 상관관은 0.84로 높으나, 실제 환율과 순대외금융자산 기준 추정치의 괴리는 2017년부터 5년간 음(-)에, 2022년부터 5년째 양(+)에 머물러 평균회귀가 관측되지 않는다. 괴리의 단위근이 기각되지 않고(ADF p 값 0.59) 공적분 검정도 장기 균형관계를 지지하지 않으므로(Engle-Granger p 값 0.36, Johansen trace 10.1로 90% 임계치 13.4 미달), 상관관은 공통 추세의 결과이지 순대외금융자산이 환율을 결정하는 관계의 증거가 아니다.

[그림 2] NIIP와 환율: 상관관은 있으나 공적분은 없다 (2015년 1분기~2026년 2분기, 분기)

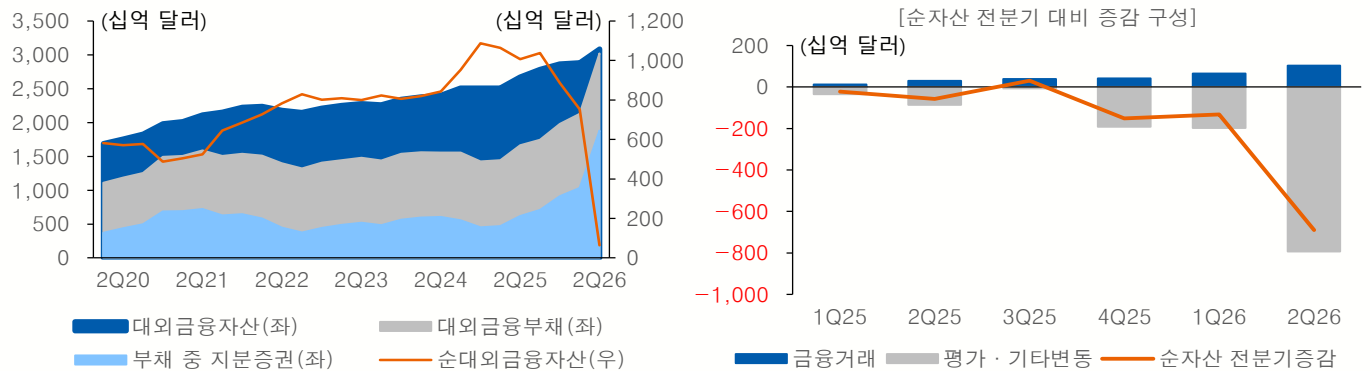


자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 좌측은 거래요인 기준 NIIP와 환율 분기평균의 산점도와 회귀선(2025년 이후 강조). 우측은 실제 환율과 NIIP 기준 추정치의 괴리로, 점선은 ± 1 표준편차. 괴리의 지속은 공적분 부재 뜻함

1부. 진단: 원화 환율의 결정 변수

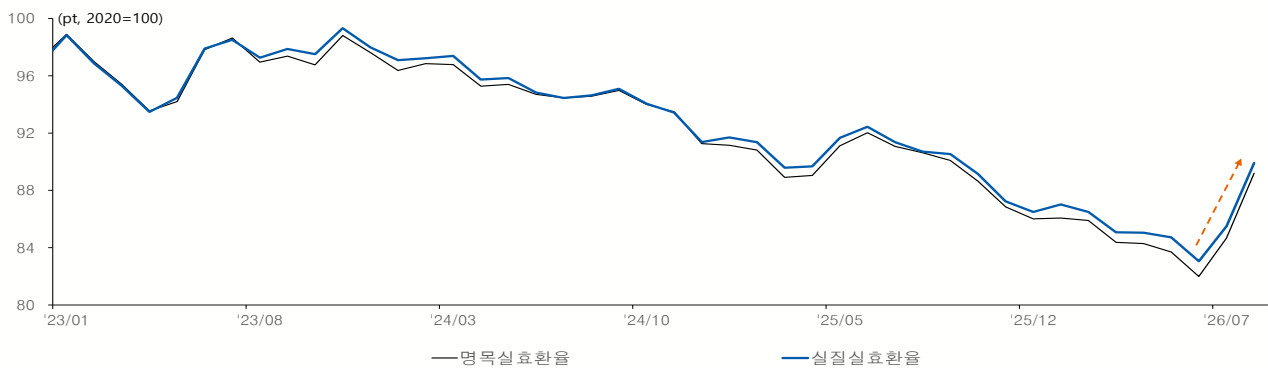
[그림 3] 순대외금융자산 잔액과 분기 증감의 분해 (2020년 1분기~2026년 2분기)



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 2분기 대외자산은 2,017억 달러 증가했지만, 대외부채가 8,912억 달러 늘어 순대외금융자산은 640억 달러로 급감. 부채 증가분의 약 95%가 지분증권에서 발생해, 해외자산 축소보다 외국인이 보유한 국내 주식의 가치 상승이 순자산 감소의 핵심 배경

[그림 4] BIS 명목·실질실효환율 (2023년 1월~2026년 8월)



자료: BIS, 유안타증권 리서치센터

이러한 특징을 고려해 이어지는 분석은 환율의 단일 균형 추정치를 산출하는 기존 접근을 지양하고, 환율을 추동하는 외화자금의 누적 잔액(Stock)과 해당 잔액이 실제 시장 거래(Flow)로 전환되는 임계 조건을 식별하여 전망 밴드 및 방향성을 도출하였다. 여기서 밴드는 대기 잔액의 전환 조건에 따라 환율이 놓일 수 있는 범위이며, 방향성은 해당 전환 조건 성립 여부에 종속된 조건부 궤적을 의미한다. 이러한 잔액-거래 접근법은 맹목적인 평균회귀를 전제하지 않으므로 앵커 식별 실패에 따른 모형 오류를 차단하며, 유량 전환 조건을 점진 지표로 사전 특정하여 국면 전환의 사후적 식별 한계를 보완할 수 있다.

2. 2026년에 경험한 상승기와 하락기

2.1 상승기: 외국인 주식 순매도와 역외 숏 포지션의 중첩

3월 초부터 7월 초까지 원/달러 환율은 1,440원에서 1,555원으로 +115원 상승했다. 이 기간 외국인의 국내 주식 순매도는 거래소 현물 기준 854억 달러에 달했으며, 이는 환해지를 동반하지 않는 실수요 달러 매수에 해당한다. 실증 분석을 통해 도출한 환율 민감도(1억 달러당 0.15~0.26원)를 적용할 경우, 해당 매도 물량만으로도 +130~220원의 환율 상승 압력으로 작용해 실제 상승폭(+115원)을 상회한다. 산술적 초과 상승분은 동기간 경상수지 흑자에서 발생한 구조적 달러 공급 물량에 의해 부분적으로 상쇄된 것으로 해석된다. 민감도 하한 0.15원은 주간 합계 회귀에서 얻은 값이며, 이 기간의 실현치(854억 달러 순매도에 +115원, 1억 달러당 약 0.13원)는 경상흑자의 상쇄 공급이 섞여 그보다 조금 낮다. 따라서 하한을 적용해도 외국인 주식 매도의 상승 압력(+128원)은 실제 상승폭을 웃돈다.

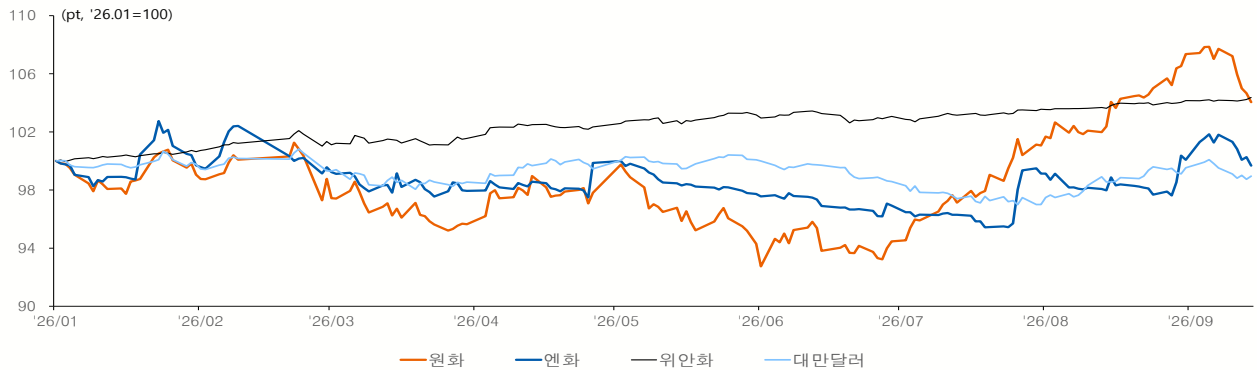
현물 시장의 수급 불균형은 역외 파생 시장의 포지셔닝과 결합하며 상방 압력을 확대시켰다. 비거주자의 차액결제선물환(NDF) 순매입은 동기간 539억 달러를 기록했으며, 순매입이 집중된 3월(175억 달러)과 6월(186억 달러)의 궤적이 환율 상승폭이 가장 컸던 시점과 정확히 일치한다. 대규모 NDF 순매입은 원화 약세 방향의 역외 투기적 포지션, 즉 원화 숏(달러 롱)의 누적을 의미하며, 거래 상대방인 국내 외국환은행의 커버거래 목적 달러 매수가 현물 환율 수요로 즉각 전이되는 메커니즘을 작동시킨다.

아시아 역내 통화와의 동조화 궤적은 해당 국면의 구조적 특징을 반영한다. 원화의 대만달러 대비 120영업일 회귀계수(Beta)는 1.86(t 값 6.0)으로 산출된다. 이는 한국과 대만이 AI 반도체 밸류체인 내에서 공유하는 익스포저에 대해 외국인 투자자가 동시다발적으로 비중 축소를 단행함에 따라, 원화가 대만달러 대비 2배에 가까운 진폭으로 연동되었음을 의미한다. 반면 위안화 및 엔화 대비 회귀계수는 0에 근접하는 바, 이는 당시의 환율 급등이 아시아 통화 전반의 시스템적 약세가 아니라 반도체 산업에 연동된 프록시 통화에 특정된 타겟팅 조정이었음을 시사한다.

2.2 하락기: 투기적 달러 롱 수요의 후퇴와 수출 네고 물량의 출회

원/달러 환율은 7월 2일 종가 1,555.8원에서 9월 7일 1,340.5원으로 -215원(-13.8%) 하락했고 9월 9일 1,336.1원에서 저점을 형성했다. 같은 기간 외국인 순매도는 119억 달러로 상승기(854억 달러)의 7분의 1이었고, 대만달러는 미 달러 대비 +0.8% 절상에 그쳤고, 원화의 대만달러 대비 계수는 0.63으로 낮아졌다. 원화 절상률은 대만달러의 17배이며 달러화 약세에 따른 하락 기여는 -15원에 그쳤다.

[그림 5] 아시아 주요 통화의 대비 달러 가치 (2026년 1월 5일=100, 2026년 1월~9월 18일)



자료: 유안타증권 리서치센터

주: 7월 2일 원화 94.0(엔 97.1, 위안 103.0, 대만달러 98.6), 9월 9일 원화 107.9, 9월 18일 원화 104.1(엔 99.7, 위안 104.4, 대만달러 99.0)로, 주요 아시아 통화보다 약세와 반등의 폭이 모두 컸음

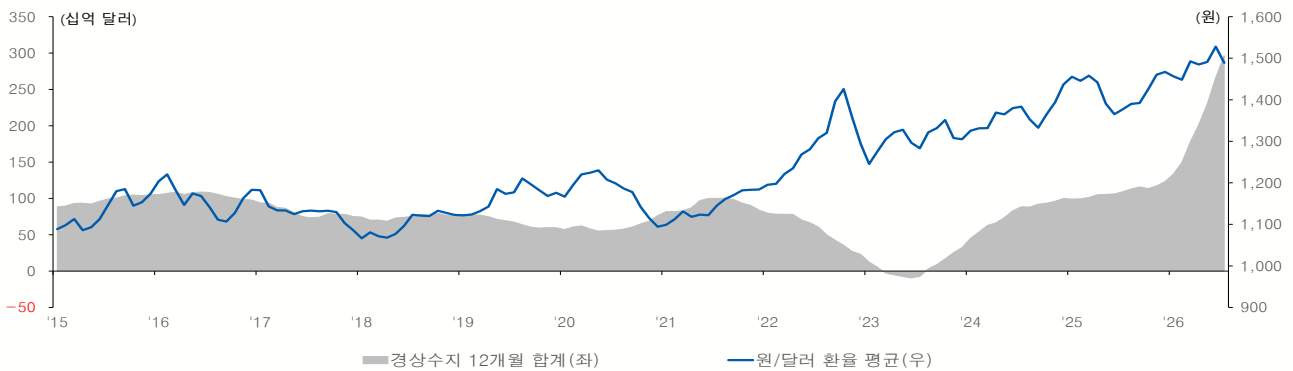
외국인 주식 매도에 따른 현물 수급 압력이 완화된 가운데, 또 다른 핵심 동인인 역외 차액결제선물환(NDF) 시장 내 원화 숏 포지션의 청산이 원/달러 환율의 하락 압력을 가속화했다. 상반기 중 539억 달러 순매입으로 누적되었던 원화 약세 베팅은 7월 이후 청산 방향으로 돌아선 것으로 추정된다. 3분기 공식 통계 발표에 앞서, 두 가지 프록시 지표가 동일한 궤적을 보이는 특징이 확인된다. 1) 은행 간 선물환 거래는 6월 일평균 33억 9,000만 달러에서 7월 21억 3,000만 달러로 -37% 급감했다. 2) 환율 변동폭의 시간대별 분해 결과, 상반기 원/달러 환율 상승을 주도했던 Off-shore(서울 외환시장 주간장 이후) 시간대 기여도가 7월 들어 -29원으로 반전되었다.

실증 분석 결과 2024년 이후 30개월 월별 시계열을 바탕으로 환율 변동률, 미국 국채 2년물 금리, KOSPI 수익률을 다중회귀 분석할 경우, 7월 NDF 포지션은 -30억 달러 이상의 순매도로로 전환한 것으로 추정된다. 7월 원/달러 환율 하락률(-8.1%)이 표본 최대 하락폭(-3.5%)을 이탈하여 표본 구간을 벗어난 추정(외삽)에 따르는 불확실성이 존재함에도, 추정 궤적의 방향성은 순매도 전환을 지지한다. 결과적으로 상반기 동안 시장을 지배했던 두 가지 달러 수요는 7월 이후 동시에 크게 줄었다. 나아가 역외 숏 포지션 청산은 단순한 역외 달러 매수 수요 감소에 그치지 않고, 현물 달러 공급 압력의 유입으로 이어졌다. 다만 이 추정은 3분기 공식 통계(10월 중순 공표)로 확정되기 전까지 방향에 대한 추정이지 규모에 대한 추정이 아니며, 청산 규모는 -30억 달러에서 -180억 달러까지 모형 설정에 따라 크게 달라진다.

원/달러 환율의 가파른 하락 궤적을 실질적으로 주도한 동인은 새로운 시장 재료의 유입이 아니라, 상반기 내내 누적되어 온 구조적 달러 공급 물량의 가격 반영이다. 8월 전체 수출이 전년 동기 대비 +68.7%, 반도체 수출이 +209.0% 폭증하는 가운데 7월 경상수지 흑자 규모는 421억 달러를 기록했으며, 수출기업의 선물환 순매도(네고) 역시 2분기에만 174억 달러에 달했다. 상반기 중에는 이러한 막대한 달러 공급이 외국인의 현물 매도와 역외 투기적 숏 포지션에 상당 부분 흡수되었으나, 7월 이후 역외 시장의 달러 롱 수요가 줄어들며 따라 수급 불균형이 일시에 해소되며 잠재된 공급 압력이 현물 환율로 투영된 것이다.

실제로 7월 8일 외국인 자금이 14거래일 만에 순매수로 전환한 당일 원/달러 환율이 -30원 급락한 현상은, 달러 매수 압력의 중단만으로도 억눌려 있던 네고 물량의 영향력이 어느 정도 인지를 보여주는 실증 사례이다.

[그림 6] 경상수지 12개월 합계와 원/달러 환율 (2015년 1월~2026년 7월, 월별)



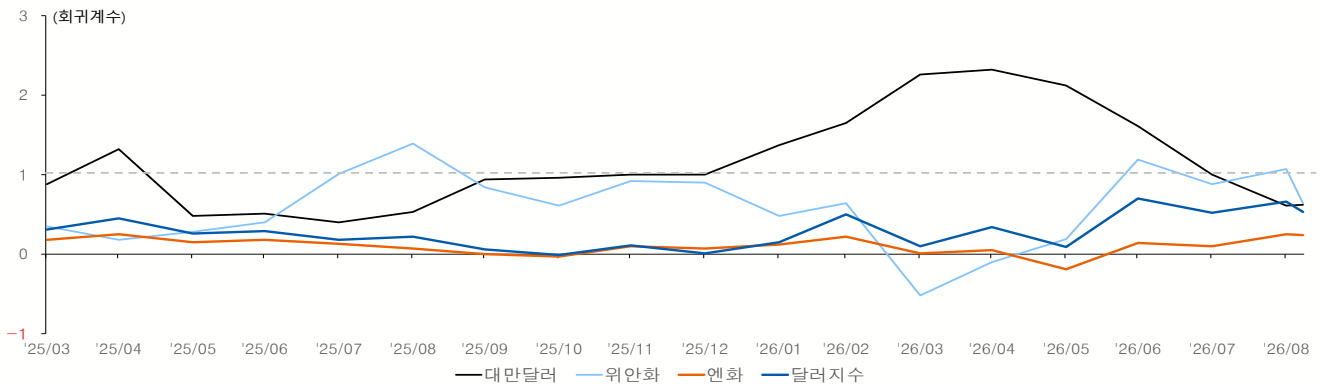
자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 경상흑자가 확대되는 동안에도 원화 약세가 이어졌다는 점은 수출로 벌어들인 외화만으로 환율 방향을 설명하기 어려움

또한 원/달러 환율 하락의 시간적 분포는 하락 압력의 상당 부분이 정책 변수에서 비롯되었음을 보여준다. 7월 2일 종가 1,555.8원에서 9월 7일 1,340.5원까지 -215원의 낙폭 중 -156원 (73%)이 하락폭 상위 10영업일에 집중됐다. 이 10영업일 가운데 미국 지표와 정책 공조가 촉발한 5영업일에 -83원, 외국인 자금 흐름이 전환된 4영업일에 -63원, 서울 외환시장 주간장 이후(역외) 시간대에서 하락한 1영업일(9월 3일)에 -9원이 하락했고, 이를 제외한 37영업일의 점진적 하락은 -59원이다. 급락의 절반에 가까운 낙폭이 미국의 통화정책과 아시아 통화 절상을 향한 정책 공조에서 나왔다는 점은 환율 상단이 정책적으로 제약된다는 실증적 근거로 볼 수 있다. 한편 7월 6일 외환시장 24시간 거래가 개시되었으나 최대 하락일(7월 3일)이 제도 시행 이전이라는 점에서, 거래시간 연장이라는 제도 변화는 급락의 원인이 아니다.

이처럼 동일한 거시 변수의 회귀계수가 시장 국면에 따라 달라진다는 사실은 단일 민감도나 고정된 앵커에 의존하는 기존 FX 전망의 한계를 시사한다. 따라서 환율을 결정하는 외화자금의 대기 잔액을 추적하고 해당 물량이 현물 거래로 전환되는 임계 조건을 사전에 점검하는 잔액-거래 구조는 국면이 바뀌어도 동일한 분석 틀을 유지하므로, 이 한계에 대응하는 방법론으로 활용할 수 있다.

[그림 7] 원화의 지역 통화 대비 동조성 (120영업일 롤링 회귀계수, 2025년 3월~2026년 9월)



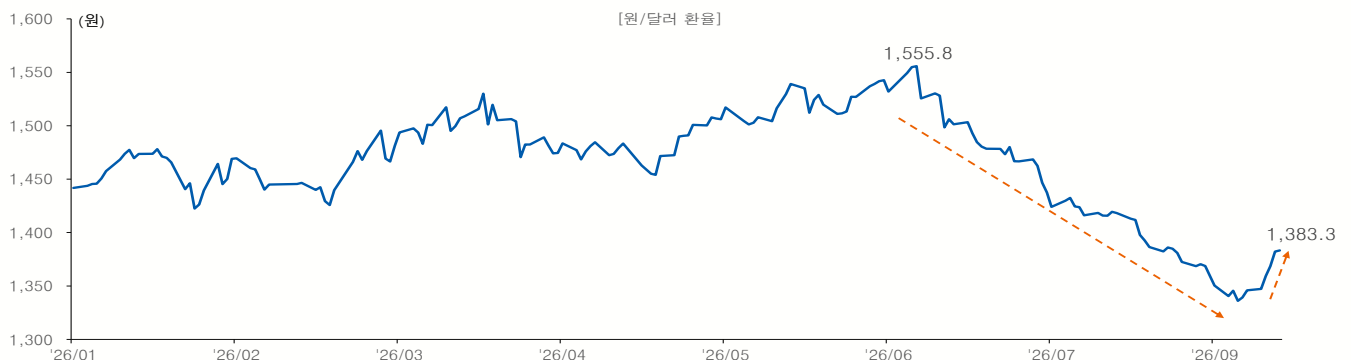
자료: 한국은행, FRED, 유안타증권 리서치센터

주: 계수 1은 해당 통화와 동일 진폭의 공행성을 뜻함. 대만달러 계수는 2026년 4월 2.3까지 오른 뒤 7월 이후 0.6대로 하락

2.3 9월 이후 상승 전환 경로

원/달러 환율은 9월 9일 저점(1,336.1원)을 기록한 이후 18일 1,383.3원까지 7영업일 만에 +47원(+3.5%) 반등했다. 2010년 이후 60영업일 이내에 8% 이상의 급격한 원화 절상이 발생한 사례는 총 6건이며, 해당 사례 모두 저점 확인 이후 상승 전환 흐름이 관측되었으나 그 크기는 사례마다 달랐다. 저점 대비 20영업일 경과 시점의 상승폭은 최소 +0.4%, 평균 +2.9%를 기록했으며, 3개월 후 평균 +4.5%, 6개월 내 고점 기준 평균 +7.5%의 상승 복원력을 나타냈다. 현재 사례는 9월 18일 기준 7영업일 만에 +3.5%를 기록하며 과거의 평균적인 반등 궤적을 상회하고 있다. 다만 여섯 사례라는 표본의 한계상 이 패턴은 통계적 규칙이 아니라 반복 관찰된 경험칙이며, 2020년 12월처럼 글로벌 달러 약세가 지속된 경우에는 20영업일 반등이 +0.4%에 그친 사례가 포함되어 있다.

[그림 8] 원/달러 환율 (2026년 1월 2일~9월 18일)

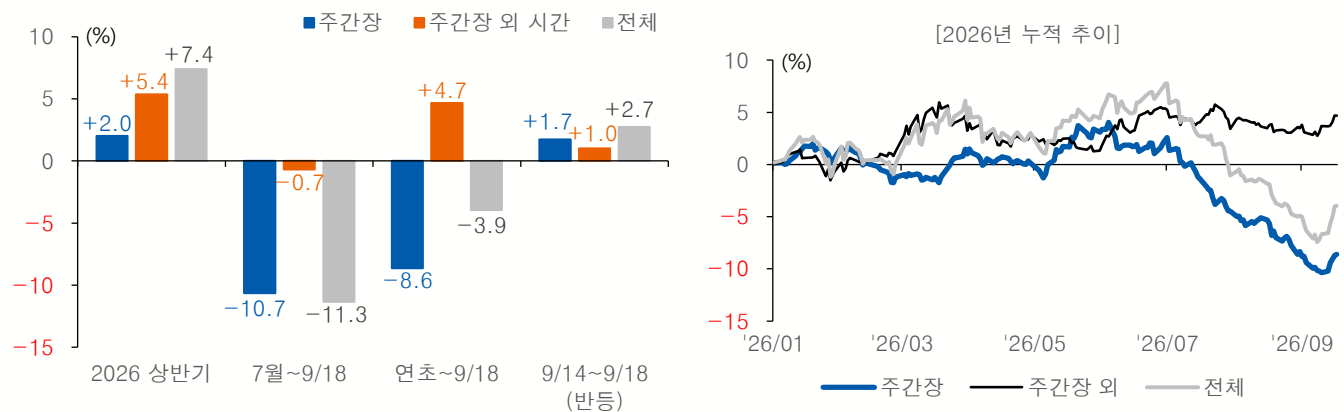


자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 7월 2일 1,555.8원(고점, 2010년 이후 최고) → 9월 9일 1,336.1원(저점, 고점 대비 -14.1%) → 9월 18일 1,383.3원(저점 대비 +3.5%)

이러한 상승 전환의 조건은 과거 사례별 요인 분해를 통해 확인된다. 앞선 6번의 사례에서 저점 이후 20영업일간 외국인 주식 순매수는 -34억 달러에서 +37억 달러로, 2020년 12월을 제외하면 모두 순매수였다. 또한 반등폭의 크기는 미국 국채 2년물 금리와 달러지수(DXY)의 변동성에 의해 설명된다. 일례로 2023년 2월의 경우 미국 2년물 금리가 20일간 +59bp 급등하며 원/달러 환율은 +7.0% 상승한 반면, 2020년 12월은 글로벌 달러 약세 기조가 지속되며 +0.4% 상승에 그쳤다. 반면 현재 국면은 미국 2년물 금리가 +24bp 상승한 데다 외국인 주식 순매도가 104억 달러 규모로 중첩되면서, 과거 어느 시기보다 달러 매수 요인이 강력하게 작용하는 구조다.

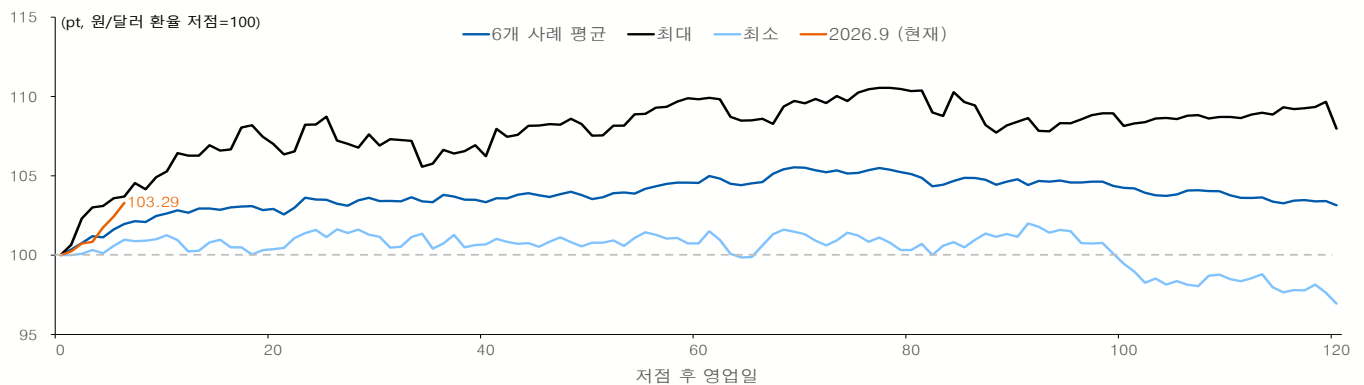
[그림 9] 원/달러 환율 변화의 시간대별 분해 (2026년 1월 2일~9월 18일, 누적 로그변화×100)



자료: 유안타증권 리서치센터

주: 상반기 환율 상승은 주간장 외 시간대에, 7월 이후 하락은 서울 주간장에 집중

[그림 10] 급격한 원/달러 환율 급락 이후 상승 전환 경로 (저점=100, 2010년 이후 6개 사례와 현재)



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 과거 사례는 저점 이후 3개월 평균 104.5까지 상승 전환. 현재 사례는 7영업일에 103.3(매매기준율 기준)으로 평균 경로 위에 있음

[표 2-1] 원/달러 환율 급락 이후 상승 반전 사례

저점	+20영업일 상승	저점 후 20일 외국인 순매수	미 2년물 20일 변화	달러지수 20일
2010년 11월	+3.4%	+10억 달러	+22bp	+2.0%
2016년 9월	+2.2%	+3억 달러	+8bp	+1.6%
2017년 3월	+1.6%	+5억 달러	-1bp	+0.2%
2020년 12월	+0.4%	-34억 달러	0bp	-0.5%
2023년 2월	+7.0%	+1억 달러	+59bp	+0.8%
2025년 7월	+2.9%	+37억 달러	+16bp	+2.0%
2026년 9월 7일	+3.5%	-104억 달러	+24bp	+0.3%

자료: 한국은행, 한국거래소, FRED, 유안타증권 리서치센터

주: 원/달러 환율 급락 이후 상승 반전은 외국인 순매도 없이도 발생했으며 크기는 미국 금리와 달러지수가 설명

두 국면의 극명한 대비는 시장 수급의 비대칭성을 명확히 보여준다. 상승기 환율 상승이 854억 달러의 외국인 주식 순매도와 539억 달러의 역외 NDF 순매입에 의해 주도된 반면, 하반기 급락은 당시 외국인의 주식 순매도 축소 및 역외 숏 포지션 청산으로 달러 매수 수요가 소멸함에 따라 수면 아래 잠재되어 있던 달러 공급 물량이 가격에 반영된 결과다. 9월에 시현된 가파른 반등 흐름은 과거 6번의 실증적 패턴 범주 내에 위치하며, 대외(금리) 및 대내(외국인 매도) 상승 요인의 중첩으로 과거 평균을 상회하는 변동폭을 보이고 있다. 이러한 수급 구조하에서 **4분기 환율의 방향성은 달러 공급의 절대적 크기가 아니라, 이탈했던 달러 매수 수요의 복귀 여부**가 중요 변수가 될 전망이다.

3. 외환 수급의 구조와 대기 물량

3.1 경상흑자 재순환 주체의 이동

환율의 방향성은 현물 거래가 결정하지만, 그 흐름을 창출하는 근본 원천은 대기 잔액이다. 외국인이 보유한 국내 주식, 수출기업의 미환전 외화예금, 보험사의 환헤지 계약은 특정 임계 조건이 충족될 때 현물 수급으로 전환되는 잠재 잔액이다. 따라서 잔액의 절대 규모를 측정하는 것은 향후 발생 가능한 수급의 상한을 가늠하는 선행 작업이며, 대기 잔액이 현물 수급으로 전환하는 조건을 식별하는 것은 그 수급이 출회될 시점을 전망하는 핵심 근거가 될 수 있다.

경상수지 흑자로 유입된 달러화는 중앙은행의 준비자산 축적, 민간 부문의 해외자산 취득, 또는 시장 환전에 따른 원화 절상이라는 세 가지 경로 중 하나에 도달한다. 이 중 어느 경로가 지배적인지가 흑자 규모와 환율 간의 함수 관계를 결정짓는다. 2010년대 초반 한국은행은 경상흑자의 약 3분의 1을 준비자산으로 흡수했으나, 2015년 이후 해당 비중은 10%에서 0%로 하락했고, 순매도(마이너스) 수준까지 급감했다. 그 빈자리를 채우며 경상흑자는 온전히 민간의 해외직접투자(ODI), 해외증권투자, 그리고 시중은행의 해외 예치로 재순환되었다.

경상흑자 규모가 중앙은행의 준비자산으로 흡수되는 국면에서는 당국의 달러 매수 개입이 환율 하락을 억제하므로, 경상흑자 자체가 환율을 설명하는 주요 변수로 작동한다. 그러나 민간 재순환 중심의 국면에서는 단순한 흑자 규모가 아니라 민간의 자산 배분이 환율의 레벨을 결정한다. 즉 내외 금리차에 따른 상대수익률, 유동성 선호도, 그리고 환율 기댓값에 전적으로 의존하게 된다.

결과적으로 순대외금융자산 증가가 원화 약세와 동행한다는 실증 분석 결과는 기존 이론과의 모순이 아니라, 달러 재순환 주체가 중앙은행에서 민간으로 이동함에 따라 발생한 필연적 결과이다. 다만 2020~2024년의 준비자산 감소에는 2022년 환율 방어를 위한 당국의 달러 매도가, 2025년 이후의 감소에는 연기금과의 외환스왑에 따른 일시적 유출이 포함되어 있어, 표 3-1의 준비자산 비중은 당국이 흑자를 흡수하지 않았다는 사실과 함께 흑자 이외의 이유로 준비자산이 움직였음을 동시에 반영한다.

[표 3-1] 경상흑자의 재순환 (단위: 억 달러, 괄호는 흑자 대비 준비자산 증가 비중)

기간	경상흑자 누적	준비자산 증가 (비중)	해외직접투자	해외증권투자	기타투자 (은행 예치 등)
2010~2014년	2,537	883 (35%)	1,448	988	1,032
2015~2019년	4,154	430 (10%)	1,611	3,091	262
2020~2024년	3,161	-13 (0%)	2,485	2,954	512
2025~2026년 7월	3,561	-109 (-3%)	831	1,980	782

자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

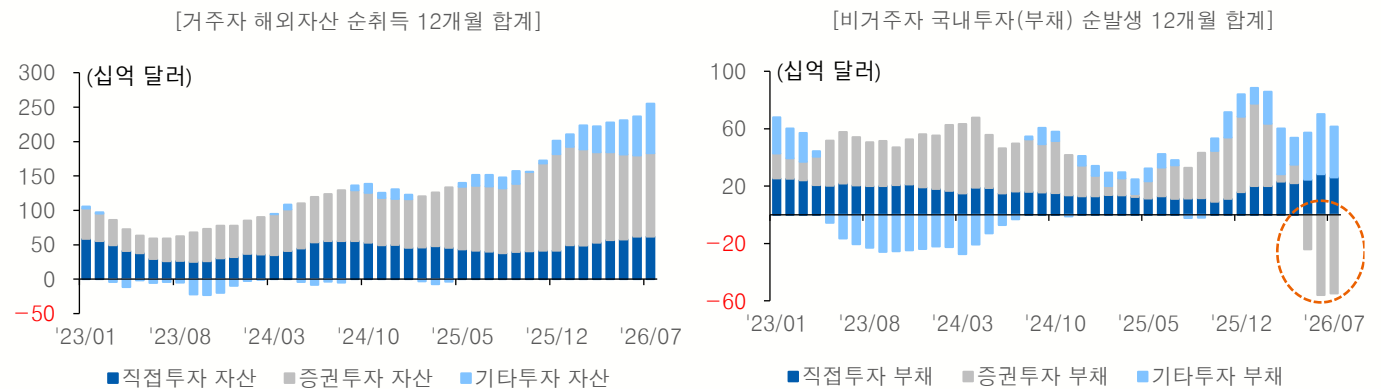
주: 준비자산 증가, 해외직접투자, 해외증권투자, 기타투자와 경상흑자 누적, 준비자산 비중이 35%에서 -3%로 축소되어 흑자 흡수 주체가 중앙은행에서 민간으로 이동

또한 민간 주체의 외화 재순환은 그 성격에 따라 환율 탄력성이 크게 엇갈린다. 연기금과 보험사의 해외증권투자는 정해진 규칙 기반의 장기 자산 배분이므로 단기 환율 변동에 둔감하다. 반면 개인의 해외주식 투자는 환율 하락 시 달러를 매수하는 역행적 성향을 띠며, 기업의 외화 예금, 은행의 해외 예치 및 스왑시장 내 달러 대여는 만기가 짧고 환율 기대 방향에 순응한다. 특히 해외직접투자에서 미국의 비중이 커져 2025년 대미 직접투자는 200억 달러(국제수지 기준)로 전체 해외직접투자의 절반에 달했으며, 대미 무역흑자(연간 840억 달러)의 상당 부분이 실물 투자 명목으로 고스란히 환류되는 구조가 고착화되었다.

여기에 2025년 이후 기타투자가 782억 달러 규모로 급증한 현상은, 환율 상승 기대에 순응하는 단기 자금 흐름의 가파른 팽창을 의미한다. 이러한 단기 자금은 가역성을 지니고 있어, 환율 급락기에는 현물 시장에 잠재된 공급 물량으로 잔존하는 동시에, 환율 상승 전환 국면에서는 달러 매수 수요로 급변하는 특성을 지닌다.

1부. 진단: 원화 환율의 결정 변수

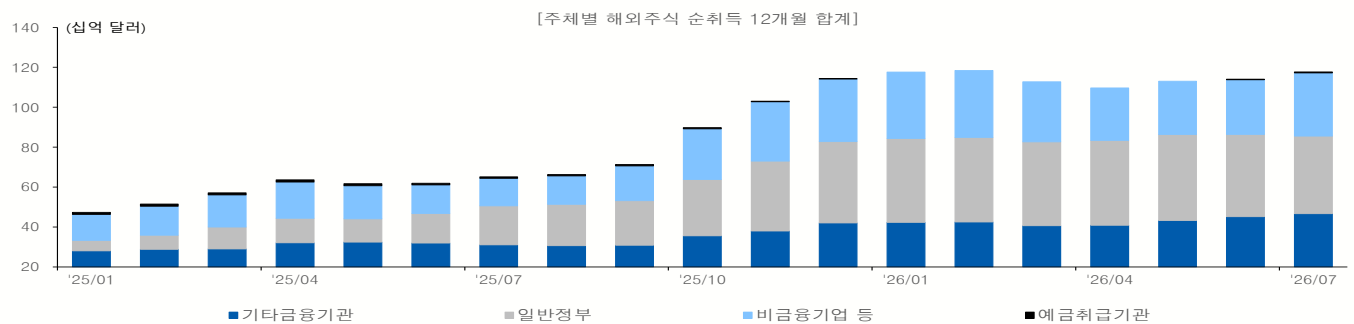
[그림 11] 거주자 해외자산 순취득과 비거주자 국내투자 (12개월 합계, 2023년 1월~2026년 7월)



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 7월 외국인의 국내 증권투자 순유출이 지속되며 외화 수급에 부담으로 작용

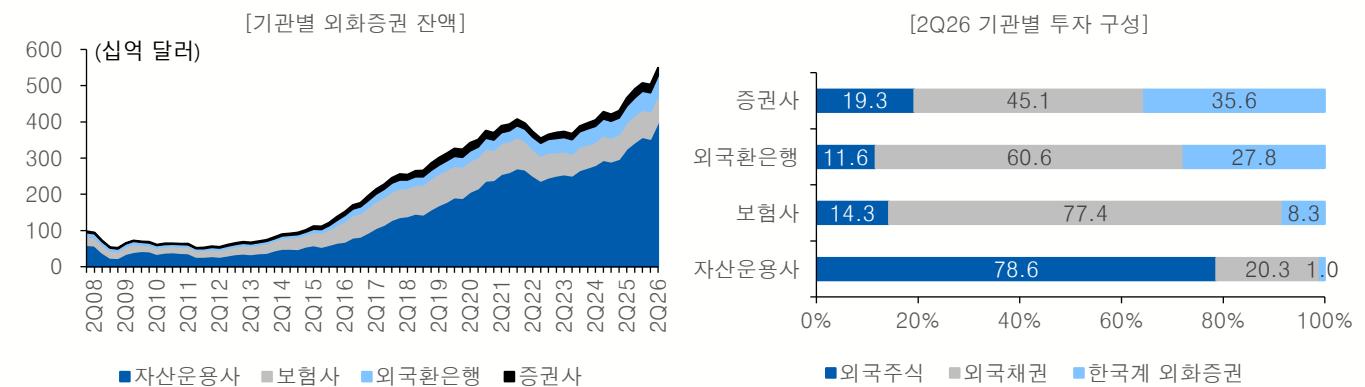
[그림 12] 경제주체별 해외주식 순취득 (12개월 합계, 2025년 1월~2026년 7월)



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 국제수지 증권투자 자산 중 지분증권의 부문별 12개월 합계. 2026년 7월 기타금융기관 467억, 일반정부 388억, 비금융기업 등 317억, 예금취급기관 5억 달러

[그림 13] 기관투자가 외화증권 잔액과 기관별 구성 (2008년 1분기~2026년 2분기)



자료: 한국은행, CEIC, 유안타증권 리서치센터

주: 보험사 외화증권 보유액은 2025년 3분기 758.5억 달러에서 2026년 2분기 737.6억 달러로 3분기 연속 감소한 반면, 외국환은행은 5분기 연속 증가하며 같은 기간 보험사와의 잔액 격차가 축소. 한편 한국계 외화증권 비중은 증권사 약 36%, 외국환은행 약 28%, 보험사 약 8%와 자산운용사 약 1%를 크게 상회

3.2 외환 수급을 주도하는 원천별 잠재 잔액

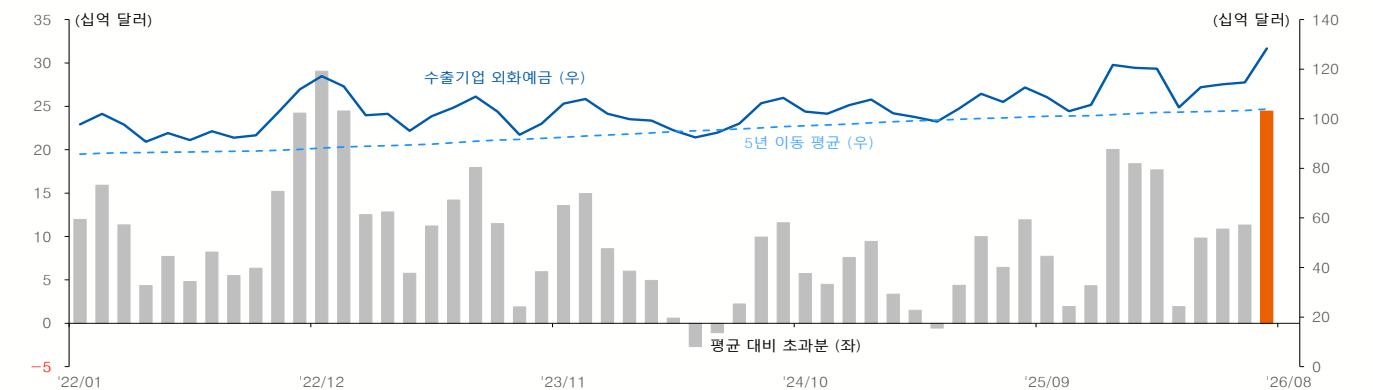
환율의 방향성을 결정하는 현물 수급을 전망하기 위해서는 시장 내 잠재된 잉여 달러나 원화 매도 수요가 어디에 얼마나 누적되어 있는지를 파악해야 하며, 이는 특정 임계 조건 도달 시 현물 시장에 출회될 수급의 상한을 가늠하는 필수적인 과정이다. 현재 외환시장의 수급 구조를 주도하며 향후 환율 궤적의 핵심 변수로 작용할 잠재 잔액은 크게 1) 외국인 국내 주식 보유 잔액, 2) 거주자 외화예금 잔액, 3) 보험사 환해지 명목액, 4) 연기금 환해지 잔량, 5) 비거주자 NDF 순포지션의 다섯 가지 항목으로 압축된다.

외국인 국내 주식 보유 잔액은 2026년 2분기 기준 1조 8,806억 달러로 전분기 대비 +8,481억 달러 증가했다. 2분기 외국인 주식 자금이 순매도였음을 감안하면 이 증가분은 전액 주가 변동에 따른 밸류에이션 효과로 설명된다. 9월 18일 기준 잔액은 KOSPI 하락 및 순매도 규모를 반영하여 약 1조 6,400억 달러(KOSPI 약 -21%와 원화 절상 약 +12%의 달러 환산 효과, 7월 이후 순매도 251억 달러를 반영)로 추산되며, 2025년 말 잔액(9,104억 달러)의 1.8배다. 상반기 외국인 순매도는 1분기 369억 달러, 2분기 577억 달러로 각 분기 평균 잔액의 3.8~4.0%였다. 현재 외국인 국내 주식 보유 잔액에서 1, 2분기 4%의 매도 비율이 재현되면 656억 달러의 수요가 발생하며, 1억 달러당 0.15~0.26원의 환율 민감도(일별 회귀 계수 0.26원과 주간 합계 회귀 계수 0.15원)를 적용하면 +98~171원의 상승 요인이 된다. 잔액이 1.8배로 커진 만큼 같은 비율의 매도가 만드는 달러 수요도 그만큼 커진 상황이다.

거주자 외화예금 잔액은 7월 말 기준 1,283억 달러로 전월 대비 +150억 달러 증가했다. 특히 달러화 예금은 1,089억 달러를 기록하며 사상 처음으로 1,000억 달러를 상회했으며, 이 중 기업 보유분이 957억 달러에 달한다. 한국은행은 대기기업의 수출 대금 수취와 환율 하락 국면에서의 선취매를 핵심 증가 요인으로 제시했다. 한편 8월 외환보유액이 4,423억 달러로 전월 대비 +143억 달러 증가했으나, 이는 당국의 직매입이 아니라 금융기관의 한국은행 외화예수금 증가에 기인한다. 즉 수출 대금이 기업에서 은행, 다시 한국은행으로 이전되는 동안 시장에서 환전되지 않았음을 뜻한다. 다만 외화예금 전체가 당장 환전될 대기 물량은 아니라는 점은 분명히 할 필요가 있다.

환전 대기 물량을 가늠하기 위해 수입 결제 및 운영자금 등 기저 수요를 제외하고 5년 이동평균을 상회하는 초과분만 분리해 산정하면 7월 기준 245억 달러이며, 8월 한국은행 외화예수금 증가분에 기업 예치분이 포함되었을 가능성을 감안하면 최대 300억 달러 안팎으로 추산된다. 이는 직전 최대치였던 2022년 12월의 292억 달러에 필적하는 규모로, 잠재적 달러 공급 원천이다. 다만 2022년 말의 초과분이 2023년 상반기에 빠르게 줄어든 데에는 환율 하락기의 환전과 함께 에너지 수입 결제 등 실수요 사용이 겹쳐 있을 수 있어, 초과분 전체를 환전 대기 물량으로 읽는 데에는 한계가 있다.

[그림 14] 거주자 외화예금 잔액과 초과분 (2018년 1월~2026년 7월)



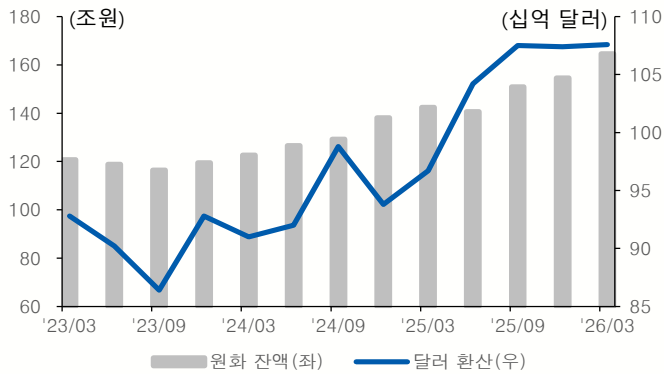
자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 거주자 외화예금 잔액과 5년 이동평균의 간격이 초과분. 2022년 말 292억 달러는 4개월 내 80%가 줄었고, 2026년 3월 19억 달러까지 축소됐던 초과분은 7월 245억 달러로 재확대. 2026년 6월 이전 달러 잔액은 원화 잔액을 월말 매매기준율로 환산

보험사 환헤지 명목액은 공식 통계가 부재하여 금융감독원 금융통계정보시스템의 분기 재무제표를 바탕으로 역산했다(부록 B 참조). 2026년 3월 말 기준 생명보험 22개사와 손해보험 35개사의 일반계정 외화유가증권 잔액은 164조 7,000억 원(달러 환산 1,076억 달러)이다. 원화 환산 잔액은 2025년 6월 이후 24조 원 증가했으나 달러 기준 잔액은 1,042억 달러에서 1,076억 달러로 정체되어 있다. 보험사의 해외채권 신규 투자가 세 분기 연속 중단된 상태임을 감안하면 증가분의 대부분은 환산 효과로 볼 수 있다.

헤지 명목액은 파생상품 손익의 환율 민감도로 역산할 수 있다. 외화채권을 헤지한 보험사의 파생상품 손익은 환율 변동과 헤지 규모에 비례하므로, 보험업권 분기 파생상품 순손익을 분기 환율 변동률에 회귀 분석한 실증 분석 결과 환율 1% 상승당 1조 1,100억 원의 손실(결정계수 0.94)이 발생하며, 이는 약 111조 원의 헤지 계약에 해당한다. 재무상태표의 파생상품 순공정가치 변화를 통해 독립 추정한 값 역시 118조 원을 기록했다. 두 경로가 110조~120조 원으로 수렴한다. 이 원화 금액은 표본 기간(2023~2026년) 평균 환율로 환산하면 약 800억 달러이나, 환율이 1,400원대 중반으로 오른 최근 세 분기의 평가손익 기준 분기별 역산치는 910억~1,230억 달러여서, 현재의 헤지 명목액은 약 1,000억 달러, 헤지 비율은 85~100%로 추산된다. 2026년 3월 말 파생상품 순공정가치는 -31조 9,000억 원으로, 환율이 1,530원까지 상승하는 동안 달러 매도 헤지에 누적된 평가손실이 약 210억 달러였음을 보여준다. 한국은행 역시 9월 금융안정 상황 보고서에서 보험사가 외화자산 대부분을 통화 파생거래로 환헤지하고 있어 환율 변동의 영향은 중립적이나, 환율 상승 시 환헤지 비용, 차환 부담, 증거금 납입 부담이 가중된다고 평가하며 이 역산 결과와 부합하는 결론을 제시했다. 파생상품 손익에는 금리 파생거래의 손익도 섞여 있으나, 환율 변동률만으로 분기 손익의 94%가 설명된다는 점에서 환헤지 손익이 지배적인 것으로 판단된다.

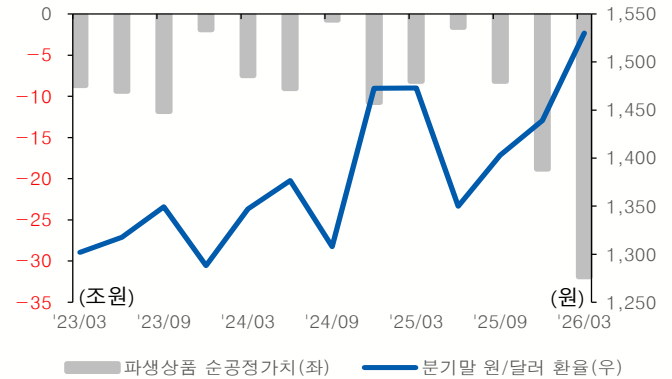
[그림 15] 보험사 외화유가증권: 원화 잔액과 달러 환산
(2023년 1분기~2026년 1분기, 일반계정)



자료: 금융감독원, 유안타증권 리서치센터

주: 원화 잔액 증가는 환산 효과이며 달러 환산액은 2025년 하반기 이후 정체

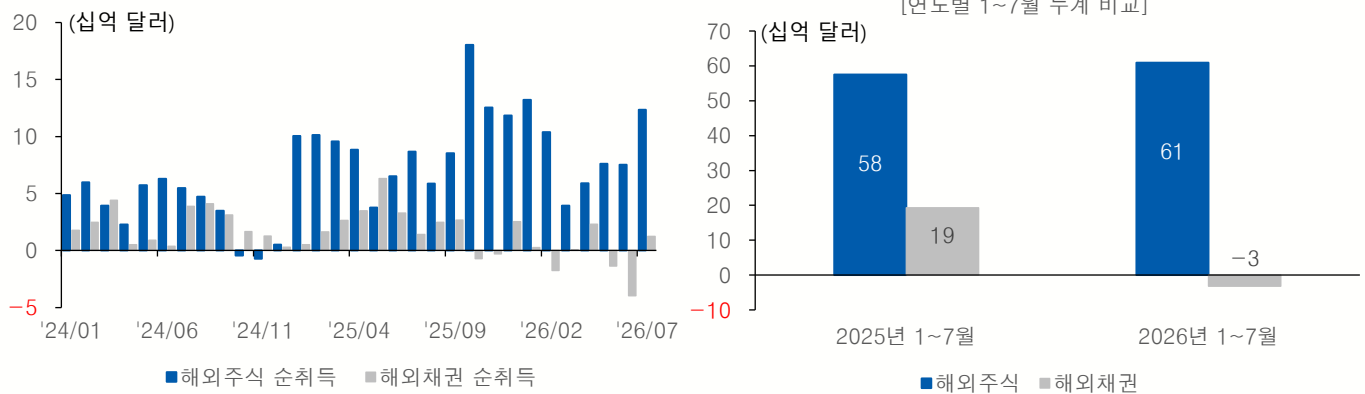
[그림 16] 보험사 파생상품 순공정가치와 환율
(2023년 1분기~2026년 1분기)



자료: 금융감독원, 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 환율 상승기에 순공정가치가 음(-)으로 확대되어 달러 매도 헤지의 평가손실 누적을 나타냄

[그림 17] 거주자 해외주식·해외채권 순취득 (2024년 1월~2026년 7월)

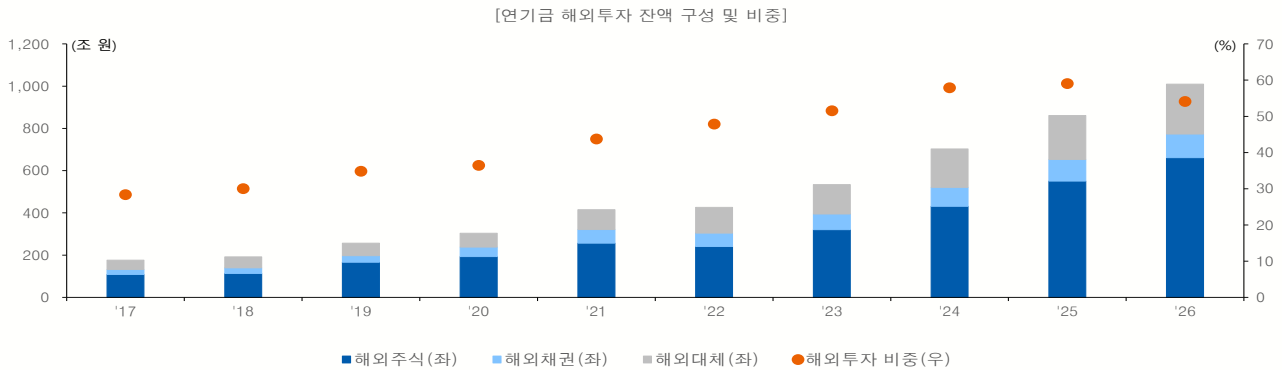


자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 전체 해외증권투자 감소 속에서도 해외주식 투자에 수반되는 외화 수요 기반은 지속되고 있는 상황

연기금 환헤지 잔량 역시 공표되지 않으나, 연기금이 4월 해외투자의 전략적 환헤지 목표를 상향했고 6월 8일 환율이 1,550원을 상회하자 서울 외환 시장에서 선물환 매도가 재개되었다는 보도가 있었다. 실효 헤지 비율을 4~6%로 보는 추정을 약 5,000억 달러의 해외자산에 적용할 경우, 6월 기준 헤지 규모는 200억~300억 달러로 산출된다. 이어 7~8월 중 스왑시장에서 헤지 청산이 진행된 정황을 감안하면 잔량은 50억~150억 달러로 추정되나 이는 단순 산술적 성격이 강하다. 오히려 자금의 실제 이동 경로는 외환보유액 통계에서 확인된다. 한국은행은 2월과 7월 외환보유액 증감 요인으로 연기금과의 외환스왑을 명시했으며, 이는 연기금의 달러 수요가 현물시장이 아닌 한국은행 스왑 라인을 경유하여 소화되었음을 의미한다.

[그림 18] 연금금 해외투자 잔액과 비중 (2017~2026 년)



자료: 국민연금기금운용본부, 유안타증권 리서치센터

주: 2026 년 해외투자 비중은 54.11%로 2025 년보다 4.95%포인트 하락하며, 2017 년 이후 이어진 상승 흐름이 반전. 반면 해외투자 잔액은 861.1 조 원에서 1,009.5 조 원으로 증가해, 해외자산 축소보다 전체 기금의 더 빠른 증가가 비중 하락을 설명

비거주자 NDF 순포지션은 상반기 순매입 539억 달러로 반기 기준 최대였고 3월과 6월에 집중됐다. 2024년 연간 순매입 295억 달러, 2025년 순매도 175억 달러 꺾적과 비교하면 올해 상반기의 달러 롱 포지션 축적은 대단히 이례적이다. 다만 이 포지션은 2장에서 확인한 바와 같이 7월 이후 청산 방향으로 돌아선 것으로 추정된다. 은행 간 선물환 거래 규모가 6월 일평균 33억 9,000만 달러에서 7월 21억 3,000만 달러로 급감한 현상이 이를 뒷받침하는 대응 지표이자 근거로 볼 수 있다. 따라서 현재 외환시장에 남아 있는 역외 달러 매수 포지션 잔액은 크지 않으며, NDF는 당장의 보유 잔액이라기보다 향후 환율 급등 국면에서 재축적될 수 있는 잠재적 대기 수요로 분류된다.

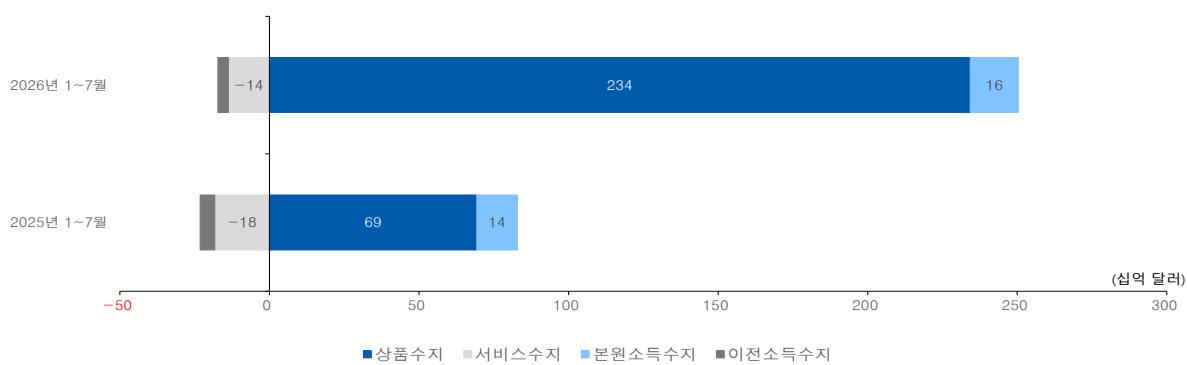
여기에 수출기업의 달러 포지셔닝은 단순한 현물 예치에 국한되지 않는다. 한국은행은 9월 금융안정 상황 보고서에서 7월 이후 차익거래 유인(스왑레이트와 내외 금리차의 차이, 4장 참조) 역전폭 확대의 원인으로 기업의 선물환 순매입 증가를 특정했으며, 8월 은행 간 선물환 거래가 일평균 21억 달러에서 32억 달러로 재확대된 흐름이 이에 부합한다. 즉 기업들은 수출 대금을 외화예금으로 예치하는 한편, 환율 반등에 대비해 선물환 시장에서 달러를 선매입한 것으로 파악된다.

3.3 월별 수급에 투영된 잠재 잔액의 환율 반영

앞서 논의한 다섯 가지 잠재 잔액 변수는 향후 발생 가능한 외환 수급의 상한을 의미할 뿐, 아직 시장에 쏟아진 실현된 수급이 아니다. 특정 잔액이 어느 시점에 실제 현물 흐름으로 전환되었고, 그 흐름에 환율이 어떻게 반응했는지는 월별 수급의 대조를 통해 직관적으로 확인할 수 있다. <표 3-2>는 매월 경상수지 흑자로 유입된 달러화가 어떤 주체에게 얼마나 매도되었으며, 그 과정에서 환율이 어떻게 변동했는지를 추적한 결과다.

올해 상반기 누적 경상흑자 1,910억 달러에 대해, 외국인 주식 순매도 946억 달러와 역외 NDF 순매입 539억 달러를 합산한 달러 수요는 1,485억 달러로 산출된다. 달러 공급(경상흑자)이 수요를 425억 달러 초과했음에도 불구하고 원/달러 환율은 상반기 중 +110원 상승했다. 이러한 잉여 달러는 거주자의 해외증권투자와 미환전 외화예금으로 흡수되었으며, 결과적으로 상반기 환율 궤적을 움직인 것은 반기 누적 수급의 총합이 아니라 특정 기간에 집중된 달러 매수 수요였다.

[그림 19] 경상수지 부문별 2025년·2026년 1~7월 누계



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터
주: 1~7월 경상흑자 증가분의 약 95%는 상품수지 개선에서 발생

[표 3-2] 2026년 월별 수급 (단위: 억 달러)

	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월
경상수지	133	232	379	283	386	497	421	미공표
외국인 주식 (결제 기준)	-1	-135	-298	-27	-318	-324	-207	+0.4
외국인 주식 (거래소 현물, 거래일 기준)	5	-137	-237	6	-278	-305	-63	-85
외국인 채권(순투자)	24	57	-68	6	57	17	-10	-45
비거주자 NDF 순매입	19	77	175	22	61	186	미공표	미공표
기업 선물환 순매입	-11	12	-88	-8	-73	-93	미공표	미공표
개인 해외주식 순매수	48	39	15	-5	-11	5	46	19
환율 월말	1,439.5	1,439.7	1,530.1	1,483.3	1,507.9	1,549.4	1,424.0	1,368.6
환율 월중 변동	+0.5	+0.2	+90.4	-46.8	+24.6	+41.5	-125.4	-55.4

자료: 한국은행, 한국거래소, 한국예탁결제원, 유안타증권 리서치센터
주: 외국인 주식은 한국거래소 코스피와 코스닥 순매수를 월평균 환율로 환산한 거래일 기준. 국제수지의 결제 기준(T+2, 장외 포함)은 7월 -207억, 8월 +0.4억 달러로 결제 이월 때문에 월별 배분이 다르며, 한국은행의 8월 매도세 완화 평가는 이 기준에 따른 것. 외국인 채권은 한국은행 월별 순투자 공표치를 합산한 값으로 금융안정 상황의 기간 집계(상반기 +83.2억 달러)와 집계 기준이 다름

실제로 환율의 월중 변동성은 역외 NDF 순매입(1~6월 상관계수 0.83) 및 거래소 외국인 주식 순매도(1~8월 -0.67)와 뚜렷하게 동행한 반면, 경상수지 흑자 규모와는 철저히 무관했다(1~7월 0.07). 3월과 6월에는 외국인 주식 매도와 NDF 매입이 중첩되며 환율이 각각 +90원, +42원 급등했고, 4월과 5월에는 동일한 흑자 기조하에서도 매수 수요가 둔화하자 환율이 하락하거나 소폭 상승에 그쳤다. 경상흑자라는 거시적 배경 위에서, 수급 불균형을 촉발하는 특정 주체의 달러 매수 시점이 환율의 핵심 설명변수로 작용했음을 명확히 보여준다. 다만 상관계수는 6~8개월의 짧은 표본에서 계산된 값이므로 방향의 확인 이상으로 해석하지 않는다.

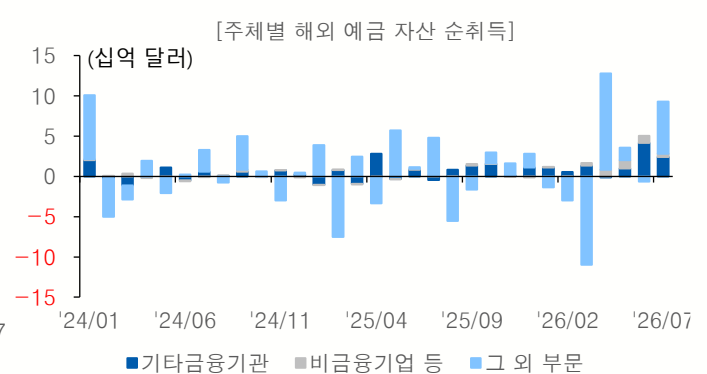
7~8월은 달러 매수 수요가 부재했던 기간으로, 누적된 경상흑자 물량이 현물 환율에 얼마나 직접적으로 반영되는지를 검증한 구간이다. 외국인 주식 순매도는 7월 63억 달러, 8월 85억 달러로 2분기 월평균(192억 달러)의 3분의 1 수준에 그쳤다. 만약 7월 흑자 421억 달러가 8월에도 유지되고 전량 환전되었다고 가정하고 환율 민감도를 1억 달러당 0.15~0.26원으로 적용하면 월 -63원에서 -109원의 하락 압력이 산출된다. 이 민감도는 2024년 7월 이후 서울외환시장 종가의 일별 변동을 외국인 순매수와 달러지수, 엔화, 위안화 변동률에 회귀해 얻은 계수 0.26원을 상한으로, 주간 합계 기준으로 회귀한 계수 0.15원을 하한으로 한 범위이며, 외국인 주식 자금에 대해 추정된 값을 수출 달러의 환전에 준용한 것이므로 하락 압력의 크기는 어림값이다. 그러나 실제 하락폭은 7월 -125원(미국 거시 지표 및 정책 공조에 촉발된 5영업일의 -83원 급락분 포함), 8월 -55원이었다. 특히 8월의 하락폭은 전량 환전을 가정한 추정치의 하단에도 미치지 못한다. 이는 막대한 수출 달러의 상당 부분이 즉각적으로 환전되지 않았음을 의미하며, 7월 거주자 외화예금 150억 달러 증가와 8월 한국은행 외화예수금 143억 달러 증가가 환전되지 않은 달러의 이동 경로를 보여준다. 결과적으로 **환전되지 않은 달러 대기 물량은 현물시장을 우회하여 은행권과 외환 스왑시장에 누적된 것으로 보인다.**

[그림 20] 국내 거주자 주체별 외화예금 잔액



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

[그림 21] 주체별 해외 예금 자산 순취득



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

7월을 기점으로 기업, 개인, 외국인 채권 투자자의 방향이 바뀌었다. 기업은 2분기에 선물환을 174억 달러 순매도해 헤지했으나 7월 이후 순매입으로 돌아섰고, 개인은 KOSPI 상승기인 3~6월 해외주식 매수를 사실상 멈췄다가 7월 46억 달러로 복귀했다. WGBI(FTSE 세계국채지수) 편입에 따라 4~6월 외국인의 국고채 순매수는 월 74억 달러였으나 만기상환을 뺀 채권 순투자는 월평균 27억 달러였고, 7월 -10억, 8월 -45억 달러로 순회수로 전환했다. 이 반전은 현물환율보다 외환 스왑시장 가격에 먼저 반영된다. 기업의 선물환 순매입은 은행의 헤지 매수와 스왑 달러 공급으로, 외국인 채권 자금의 회수는 차익거래유인의 역전으로, 미환전 수출 대금의 예치는 단기물 스왑의 달러 대기 자금으로 나타난다. 잔액이 현물 흐름으로 바뀌는 경로는 스왑시장 가격에서 확인된다.

달러 재순환 주체가 중앙은행에서 민간으로 이동하면서, 기업 외화예금과 은행 해외 예치처럼 필요하면 곧바로 환전할 수 있는 단기 자금이 2025년 이후 782억 달러 규모로 늘었다. 잠재 잔액은 외국인 보유 주식 약 1조 6,400억 달러, 거주자 외화예금 초과분 약 300억 달러, 보험사 헤지 명목액 약 1,000억 달러, 연기금 헤지 잔량 50억~150억 달러, 비거주자 NDF 상반기 순매입 539억 달러(7월 이후 청산 추정)로 추정된다. 월별 수급은 환율이 경상흑자의 크기가 아니라 달러 매수 수요의 집중 시점에 연동되었고, 수요가 줄어든 8월에는 경상흑자의 상당 부분이 현물 환전을 유보한 채 은행과 스왑시장에 머물렀음을 보여준다.

4. 스왑시장 구조와 수급 전달 경로

선물환 거래와 환위험 헤지 수요는 외환 스왑 가격을 움직이며, 해당 가격 지표는 달러 자금의 수요와 공급 주체를 역추적하는 핵심 정보를 내포한다. 스왑포인트를 연율화한 스왑레이트는 무위험 금리평형(CIP)이 성립할 경우 양국의 내외 금리차와 일치하며, 실제 스왑레이트에서 내외 금리차를 차감한 값이 차익거래 유인으로 정의된다. 일례로 9월 11일 기준 1개월물의 경우, 스왑포인트 -0.30원을 현물환율 1,345.9원으로 나누어 연율화한 -0.27%에서 한국 CD 금리(3.14%)와 미국 국채(T-bill) 금리의 차이인 -0.64%p를 차감하면 +37bp가 산출된다. 이 차익거래 유인이 양(+)의 값을 기록하면 선물 달러가 이론가 대비 고평가된 상태, 즉 현물 매도와 선물 매수를 통해 달러를 대여하려는 주체가 우세한 달러 초과 공급 국면을 의미한다. 반대로 음(-)의 값은 달러 차입 수요가 우위를 점하고 있음을 나타낸다. 구조적으로 만성적인 달러 차입 주체인 국내 은행권의 특성을 반영하여, 2021년 이후 1개월물 차익거래 유인의 중앙값은 -46bp, 1년물은 -70bp를 형성해 왔다. 참고로 한국은행이 공표하는 차익거래 유인 지표는 3개월물 기준이며 부호의 정의가 반대(내외 금리차-스왑레이트)로 적용된다.

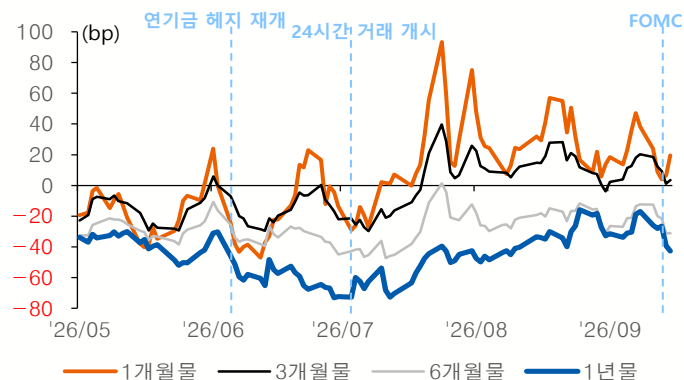
실물 경제 주체의 선물환 거래가 현물 환율로 전이되는 메커니즘은 전적으로 시중은행의 반대 포지션 헤지 행태에 의해 결정된다. 수출기업이나 연기금이 선물환 매도를 단행하면 거래 상대방인 은행에는 선물 달러 매수 포지션이 발생한다. 은행은 환위험을 중립화하기 위해 즉각 현물 달러 매도를 실행하며, 만기 시점까지 필요한 달러 자금을 조달하고자 외환 스왑시장에서 달러를 차입하게 된다. 결과적으로 시장 주체의 대규모 선물환 매도는 현물 환율의 하락 압력과 차익거래 유인의 음(-)폭 확대를 동시에 유발하는 구조적 원인으로 작용한다.

반면 환율의 상승 전환을 기대한 기업의 선물환 매입은, 은행의 현물 달러 매수와 스왑시장 내 달러 공급으로 직결된다. 이러한 구조하에서, 만약 수출기업이 수출 대금을 원화로 환전하지 않고 외화예금으로 예치만 할 경우 은행은 해당 미환전 달러를 스왑시장에 대여할 뿐 현물 환율에 영향을 미치는 어떠한 포지션도 구축하지 않는다. 따라서 차익거래 유인의 양(+) 전환이나 그 폭의 확대는 미환전 달러가 현물시장을 우회하여 은행권에 예치되어 있음을 나타내는 결과일 뿐, 현물 환율 하락을 견인하는 원동력이 되지 않는다.

4.1 차익거래 유인의 3국면: 확대, 정상화, 재확대

2026년 5월 이후 만기별 차익거래 유인은 확대, 정상화, 재확대의 세 국면으로 전개되었으며, 각 국면의 만기 구조에서 해당 수급을 주도한 주체를 파악할 수 있다. 6월 4일부터 15일까지 1개월물 -71bp, 3개월물 -34bp, 6개월물 -28bp, 1년물 -29bp의 차익거래 유인 역전폭이 확대되었다. 표면상 1개월물의 변동폭이 가장 커 단기 환헤지로 해석될 소지가 있으나, 6월은 반기말 결산을 앞둔 국내 은행의 달러 자금 수요가 단기물 역전폭을 고질적으로 확대시키는 계절성을 지닌다. 이를 통제하기 위해 매년 6월 첫째 주 말부터 6월 중순까지로 비교 기간을 동일하게 설정하면 2026년의 변동폭은 1개월물 -37bp, 3개월물 -30bp, 6개월물 -24bp, 1년물 -35bp다. 여기서 2022~2025년 동일 기간의 평균 변동폭(1개월물 -18bp, 3개월물 -19bp, 6개월물 -10bp, 1년물 -1bp)을 차감할 경우, 2026년 6월의 순수 역전폭 확대분은 1개월물 -19bp, 3개월물 -11bp, 6개월물 -14bp, 1년물 -34bp로 산출되어 1년물에 집중된다. 이는 6월 8일 환율이 1,550원을 상회하자 연기금이 선물환 매도를 재개했다는 보도 시점과 정확히 일치하며, 계절성을 통제한 후 도출된 1년물의 변동 궤적은 당시의 헤지 물량이 12개월물 중심으로 구축되었음을 뒷받침한다.

[그림 22] 만기별 차익거래유인 (2026년 5월~9월 18일, 일별)



자료: Check Expert, 한국은행, FRED, 유안타증권 리서치센터

주: 1개월물, 3개월물, 6개월물, 1년물. 산출 방법은 부록 B. 음(-)의 확대는 달러 차입 수요 우위, 양(+)은 달러 초과 공급

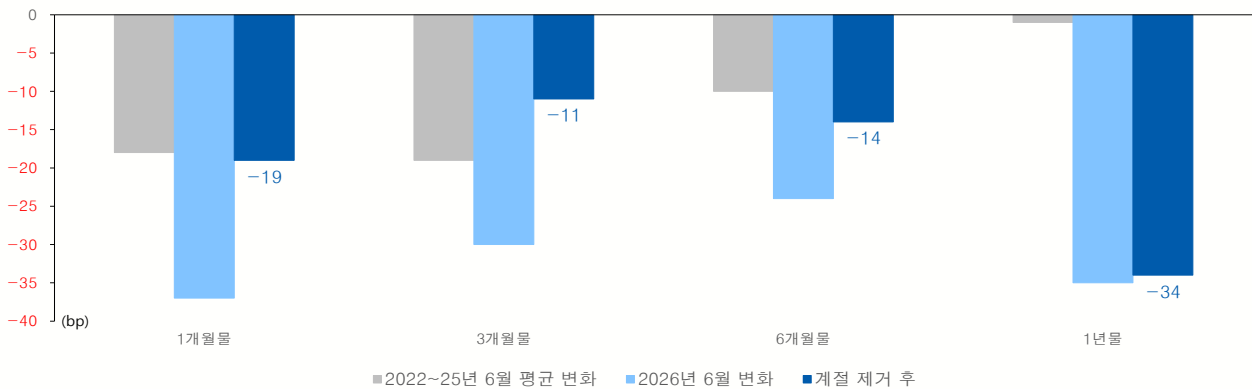
[그림 23] 통화스왑 베이스 (1년 CRS - IRS, 2026년 5월~9월 18일)



자료: Check Expert, 유안타증권 리서치센터

주: 양(+)은 원화 수취 측에 유리한 상태로 달러 잉여를 반영하며 9월 들어 축소

[그림 24] 6월 환헤지의 만기별 흔적: 계절성 통제 전후



자료: Check Expert, 한국은행, FRED, 유안타증권 리서치센터

주: 2022~25년 6월 평균 변화, 2026년 6월 변화, 계절 제거 후. 계절 요인 차감 후 1년물에 -34bp가 잔존

7월 6일부터 8월 28일까지는 전 만기 구간에서 정상화 흐름이 관측되었다. 1년물은 -73bp에서 -16bp로 57bp 축소되며 2021년 9월 이후 가장 낮은 수준의 달러 차입 우위를 기록했고, 1개월물은 7월 중순 양(+)의 영역으로 전환하여 8월 평균 +32bp를 기록했다. 2021년 이후 1개월물이 양(+)을 기록한 영업일이 전체의 6%에 불과하다는 점을 감안하면 대단히 이례적인 현상이다. 통화스왑 베이스스(1년 CRS-IRS) 역시 9월 1일 +41bp로 2024년 이후 최고치를 기록했다. 이러한 정상화는 세 가지 수급이 중첩된 결과다. 첫째, 6월에 매도된 선물환이 청산되면서 은행권의 달러 차입 수요가 소멸했다. 둘째, 기업이 현물로 환전하지 않고 예치한 달러를 은행이 스왑시장에 대여하면서 공급이 급증했다. 셋째, 향후 환율의 상승 전환을 기대한 기업의 선물환 매입을 은행이 헤지하는 과정에서 달러 공급이 추가로 발생했다. 정상화의 폭이 1년물에서 가장 컸다는 사실은, 6월에 1년물 단위로 구축된 환헤지 포지션의 청산이 이번 정상화 국면의 핵심 동인이었음을 시사한다.

9월에는 두 차례에 걸친 재확대 국면이 나타났다. 9월 7일 전후로 6개월물과 1년물의 역전폭이 확대되었다가(1년물 -34bp), 10일까지 해당 변동분의 절반 이상이 복원되며 미국 8월 CPI 발표를 앞둔 단기 경계성 환헤지 수요로 추정된다. 이후 9월 FOMC(16일)를 기점으로 전 만기에 걸쳐 역전폭이 재차 확대되며, 11일과 18일 사이 1개월물 -19bp, 3개월물 -17bp, 6개월물 -19bp, 1년물 -26bp의 변동이 발생했다. 결과적으로 1년물은 -43bp로 마감된 반면, 1개월물은 +20bp로 여전히 양(+)의 상태를 유지했다. 이는 8월 중 축적된 기업의 선매입 포지션이 실제 환율의 상승 전환과 함께 청산되면서 은행권의 스왑 달러 공급이 축소되는 과정을 반영한다. 동시에 1개월물이 양(+)의 구간을 유지하고 있다는 점은, 기업의 막대한 잉여 달러가 아직 현물 시장에서 원화로 환전되지 않은 채 은행권에 예치되어 있음을 보여주는 결과로 해석할 수 있다.

[표 4-1] 만기별 차익거래유인의 국면별 변화 (bp, 괄호는 9월 18일 수준)

국면	기간	1개월물	3개월물	6개월물	1년물	주제와 해석
확대	6월 4~15일	-71 (-19)	-34 (-11)	-28 (-14)	-29 (-34)	연기금 12개월물 헤지 매도
정상화	7월 6일 ~8월 28일	양(+) 전환, 8월 평균 +32	축소	축소	-73 → -16	6월 헤지 청산, 기업 예치 달러의 은행 대여, 기업 선물환 매입 헤지
재확대	9월 11~18일	-19 (+20)	-17 (+4)	-19 (-31)	-26 (-43)	기업 선매입 포지션 청산, 현물 환전 미개시

자료: Check Expert, 한국은행, FRED, 유안타증권 리서치센터

주: 확대 국면의 괄호 안 수치는 6월 첫째 주 말부터 중순까지의 동일 기간(2026년 기준 6월 5~16일)에 대한 2022~2025년 평균을 차감한 값

4.2 스왑시장 달러 초과 공급의 출처와 소멸 경로

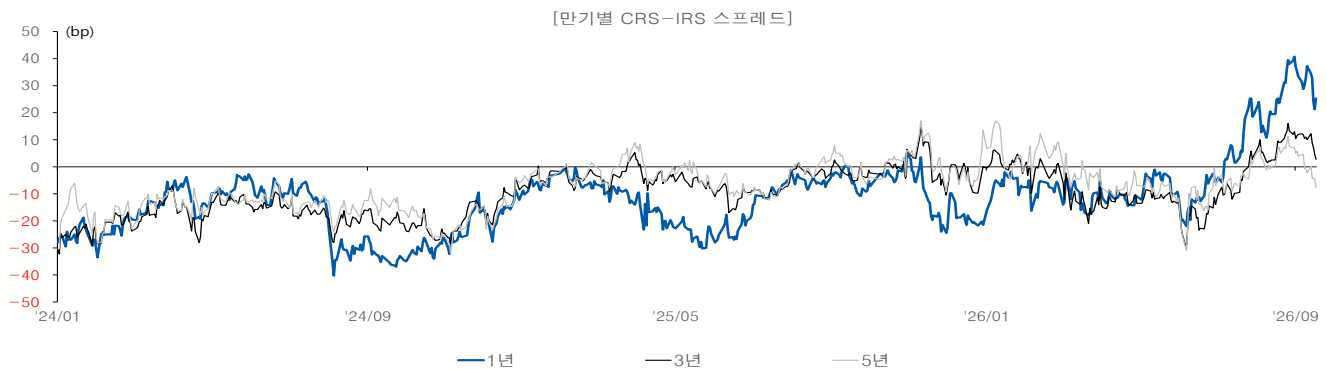
7월 중순 이후 단기물 차익거래 유인이 양(+)의 영역에 진입한 현상은 은행권 내 달러 초과 공급 상태를 나타내지만, 해당 대기 자금의 정확한 유입 원천에 대해서는 스왑 가격 지표만으로 온전히 확인하기는 어렵다. 8월 외환보유액 143억 달러 증가분이 당국의 달러 직매입이 아닌 금융기관의 한국은행 외화예수금 증가에 기인했다. 이는 기업이 예치한 미환전 달러의 은행권 대여가 최소한 해당 규모에 달했음을 뒷받침한다. 아울러 8월 은행 간 선물환 거래 규모가 일 평균 21억 달러에서 32억 달러로 확대된 동향은, 기업의 선물환 매입이 은행의 환헤지 목적 달러 공급으로 이어졌음을 시사한다. 8월 금융통화위원회 의사록에서는 환율의 상승 전환 기대에 따른 선물환 순매입을 지목했으며, 9월 금융안정 상황 보고서는 그 주체를 기업으로 특정하여 7월 이후 차익거래 유인 역전폭 확대의 핵심 원인으로 제시한 바 있다.

은행권 내 초과 공급된 달러의 원천과 무관하게, 스왑시장 내 달러 초과 공급 상태는 현물 환율을 움직이는 동인이 아니라 아직 현물 시장에서 원화로 환전되지 않은 잠재 공급 물량의 규모를 측정하는 지표로 작용한다. 스왑시장에 달러를 공급하는 두 경로 모두 당장의 현물 수급과 무관하기 때문이다. 구체적으로 외화예금의 스왑 대여는 현물 포지션을 구축하지 않으며, 기업의 선물환 매입에 대응하는 은행의 환헤지는 현물 매수와 스왑 달러 공급이 상호 상쇄되는 구조다.

이처럼 당장의 현물 시장과 철저히 분리된 채 스왑시장에 누적된 대기 물량이, 궁극적으로 현물 수급으로 전환되며 소멸하는 경로는 두 가지다. 첫째, 기업이 은행에 예치해 둔 미환전 달러를 원화로 환전(현물 달러 매도)하는 경로다. 이 경우 은행은 스왑시장에 공급해 오던 달러 대여 재원을 물리적으로 상실하게 되므로 단기물 차익거래 유인은 음(-)으로 전환되며, 시장에 출회되는 매도 물량으로 인해 현물 환율은 하락 압력을 받는다. 둘째, 기업이 선매입 포지션을 청산할 경우 은행의 헤지성 달러 공급이 축소되어 단기물이 음(-)으로 전환되지만, 반대 매매 과정에서 현물 환율은 오히려 상승한다. 9월 셋째 주에 관측된 차익거래 유인의 재확대는 두 번째 경로(선매입 포지션 청산)의 초기 국면으로 해석된다. 동시에 1개월물이 양(+)의 구간에

머물고 있다는 사실은 첫 번째 경로, 즉 기업의 본격적인 현물 환전이 아직 개시되지 않았음을 의미한다. 이 밖에 은행이 대외 재원을 해외 예치나 대출로 돌리는 경우에도 스왑시장의 달러 공급은 줄지만 현물 환율에는 영향이 없으므로, 단기물의 부호 전환은 현물 환율의 방향과 거주자 외화예금의 증감을 함께 보아야 어느 경로인지 판별할 수 있다.

[그림 25] 만기별 통화스왑 베이스 (CRS - IRS, 2024년 1월~2026년 9월 18일)

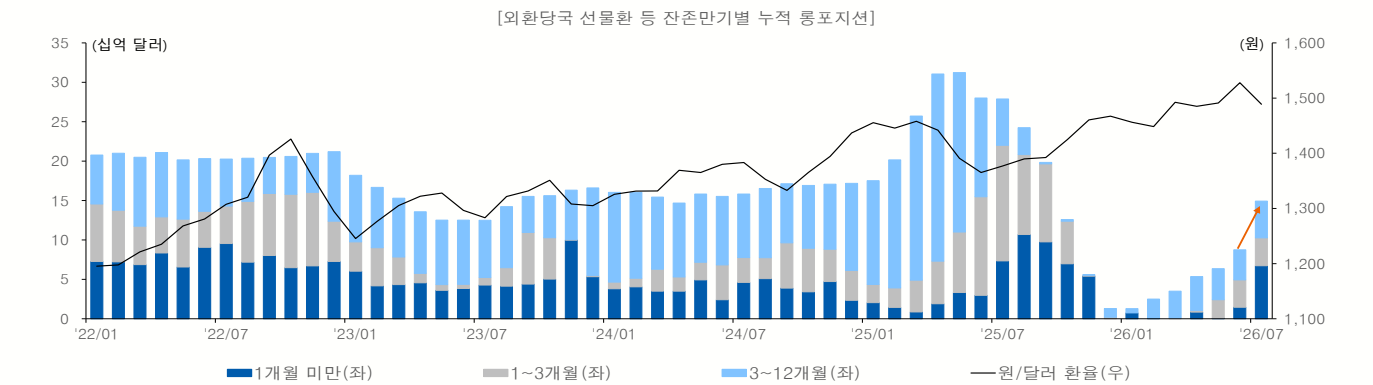


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

4.3 연기금의 우회 조달과 시장 중립성

6월에 집행된 연기금의 환헤지 물량이 1년물에 집중되었다는 점은 해당 포지션의 만기가 2027년 6월에 도래하며, 그 시기 전후로 포지션을 되사는(환매수) 수요가 형성됨을 시사한다. 다만 이 수요가 실제 현물시장을 거쳐 조달되는지는 스왑시장인 아니라 외환보유액 통계에서 확인해야 한다. 한국은행은 7월 외환보유액이 5억 9,000만 달러 증가에 그친 주된 요인으로 연기금과의 외환스왑에 따른 달러 감소분을 지목했으며, 이는 지난 2월에도 동일하게 적용되었다. IMF 기준 외환당국의 선물환 등 롱포지션이 2025년 12월 13억 달러에서 2026년 7월 149억 달러로 급증한 궤적은 이 스왑 거래를 실증적으로 확인한 결과로 볼 수 있다. 즉, 연기금이 한국은행으로부터 달러를 빌려 해외투자 대금을 결제하고 만기에 상환하는 구조에서는 현물시장 내 매수 압력이 발생하지 않는다.

[그림 26] 외환당국 선물환 등 통포지션의 잔존만기별 구성 (2022년 1월~2026년 7월, 월말)



자료: IMF, 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 당국 외화 통포지션은 6월 87.5억 달러에서 7월 149.3억 달러로 한 달 만에 약 71% 증가. 증가분의 약 85%가 1개월 이내 구간에서 발생해, 총잔액 확대보다 가까운 만기에 계약이 집중됐다는 점이 특징. 또한, 한국은행 「2026년 2월말 외환보유액」(2026-03-04) 및 「2026년 7월말 외환보유액」(2026-08-05) 보도자료는 외환보유액 증감 요인으로 '국민연금과의 외환스왑'을 명시

이러한 우회 조달 경로가 유지되는 한 연기금의 달러 수요는 스왑시장 가격과 현물 환율 모두에 직접 반영되지 않는다. 6월의 선물환 매도가 1년물 차익거래 유인 역전폭 확대라는 흔적을 남긴 것은 해당 거래가 실제 스왑시장을 통해 체결되었기 때문이며, 그 이후의 실질적인 달러 조달 과정이 시장에 파급력을 미치지 않은 것은 한국은행과의 외환스왑으로 흡수되었기 때문이다. 향후 만기가 도래하는 12개월물 헤지의 환매수 역시 동일한 당국 경로를 활용할 경우 현물시장에 미치는 파급력은 제한된다. 결과적으로 연기금은 2026년 하반기 환율 결정 과정에서 6월 단 한 차례의 헤지 매도를 제외하면 대체로 시장 밖의 주체로 머물렀다고 추정할 수 있다. 다만 한국은행과의 외환스왑은 한도(650억 달러) 안에서 이루어지고 연기금의 신규 해외투자 결제 전부를 대체하지는 않으므로, 한도를 넘거나 스왑을 이용하지 않는 수요는 현물시장에서 조달된다.

결국 스왑시장의 만기 구조는 6월의 환헤지 물량이 1년물에 집중되었고, 7~8월의 정상화 국면이 해당 포지션 청산과 기업의 대기 자금 예치 및 선물환 매수에서 비롯되었으며, 9월의 재확대 국면은 기업 선매입 포지션의 청산 초입에 기인하는 것으로 판단된다. 9월 18일 기준 1개월물 +20bp와 1년물 -43bp의 차익거래 유인 조합은, 기업의 현물 환전이 개시되지 않은 상태에서 환율 상승 전환 포지션만 해소되고 있음을 시사한다. 향후 1개월물의 부호 전환이 현물 하락과 동반되면 환전의 개시로, 현물 상승과 동반되면 포지션 청산의 지속으로 판단할 수 있다.

[그림 27] 한·미 1년 OIS 금리차와 원/달러 환율 (2025년 1월~2026년 9월 18일)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주: 9월 18일 한미 1년 OIS 격차는 90.6bp로 올해 최대를 기록했지만, 원/달러 환율은 연초보다 낮은 수준

5. 외국인 자금의 환율 파급력과 성격

5.1 환율 민감도의 추정과 시장 저변

외국인이 국내 주식을 매도하고 그 대금을 달러로 환전하는 거래는 환헤지를 동반하지 않는 실수요 달러 매수로 작용하므로, 외국인 주식 자금은 현물 환율에 가장 직접적으로 파급되는 수급 변수다. 이러한 파급력의 크기를 측정하기 위해 2024년 7월부터 2026년 9월까지 서울외환시장 종가의 일별 변동을 외국인 KOSPI 순매수와 달러지수, 엔화, 위안화 변동률에 회귀한 결과, 외국인 순매수 1억 달러당 환율 변동은 0.26원으로 추정된다(t 값 -6.7). 이는 1조원 규모의 순매도가 당일 약 1.8원의 환율 상승 요인으로 작용함을 의미한다. 가격 반응은 체결일에 집중되며, 결제일 기준(t-2) 순매수를 설명변수로 대체할 경우 계수는 통계적 유의성을 상실한다. 외국환은행이 외국인의 매도 체결 시점에 환전 물량을 예상하여 현물 포지션을 조정하기 때문이며, 결제일의 실제 자금 이동은 이미 반영된 가격 위에서 이루어지는 것이다.

다만 일별 회귀계수를 그대로 적용하는 데에는 주의가 필요하다. 동일한 뉴스가 외국인 매매와 환율을 같은 방향으로 동시에 움직이는 동시성 편이가 계수에 섞여 있어, 0.26원은 순수한 수급 효과의 상한에 해당한다. 이를 보정하기 위해 주간 합계 기준으로 회귀하면 0.15원이며, 2026년 상승기의 실현치(외국인 순매도 854억 달러 대비 환율 상승 +115원)로 계산하면 0.13원으로 경상흑자의 상쇄 공급이 섞여 그보다 조금 낮다. 따라서 이하의 산정에는 0.15~0.26원의 범위를 적용하되, 2020년 3월과 같이 위기 국면에서 민감도가 0.6원까지 확대된 사례는 정상 국면의 범위 밖에 있는 꼬리 위험으로 별도 취급한다.

주목할 점은 최근 민감도가 뚜렷하게 하락했다는 사실이다. 120영업일 롤링 추정치는 2025년 상반기 0.6원에서 2026년 9월 0.25원으로 축소되었으며, 같은 기간 서울외환시장의 거래량은 증가하고 거래량 대비 가격변동은 감소했다.

시장 유동성이 낮아져 소량의 매도에도 환율이 과민하게 반응했다는 가설은 이 결과와 양립하지 않는다. 오히려 시장 저변이 두터워진 상태에서 대량의 달러 매도가 실제로 체결되었기 때문에 급락이 발생한 것이며, 이는 하반기 환율 하락이 가격의 과잉 반응이 아니라 실질적인 수급 이동의 결과였음을 뒷받침한다.

[그림 28] 외국인 순매수의 환율 민감도 (120 영업일 롤링 회귀, 2024년 12월~2026년 9월)



자료: 한국거래소, 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 순매수 1억 달러당 환율 변동(원). 산출 방법은 부록 B. 값의 하락은 동일 규모 매도에 대한 환율 반응의 축소, 즉 시장 저변의 확대로 해석

반면 외국인 채권 자금은 현물 환율에 유의한 영향을 미치지 않는다. 동일 회귀에서 채권 자금의 계수는 부호가 반대일 뿐 아니라 통계적으로 유의하지 않으며, 이는 외국인 채권 투자의 대부분이 스왑시장을 통해 환헤지된 상태로 이루어진다는 시장의 통설과 부합한다.

실제로 4~6월 WGBI 편입에 따라 국고채 순매수가 월 74억 달러(만기상환을 뺀 순투자는 월 평균 27억 달러)에 달하던 채권 자금이 7월 이후 축소되고 8월 45억 달러의 순유출로 전환되었음에도 현물 환율에는 별다른 흔적이 남지 않았다.

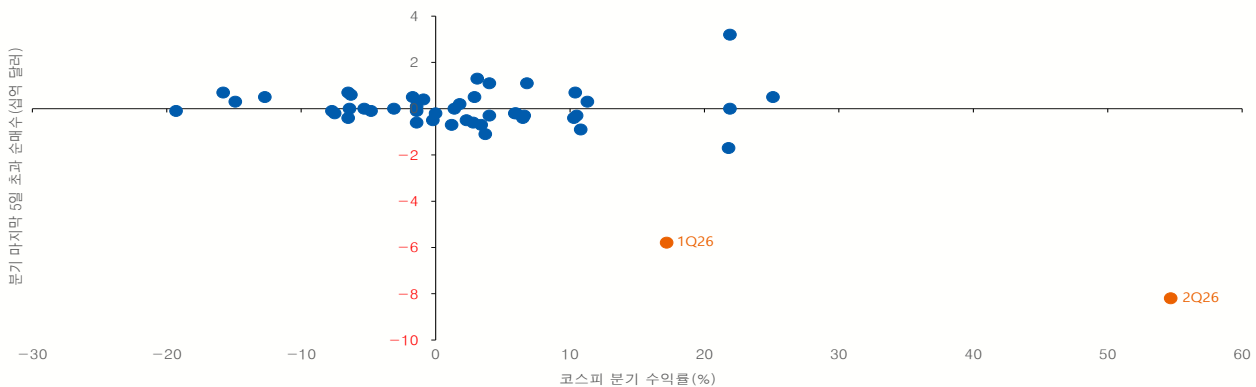
한국은행은 9월 금융안정 상황에서 채권 자금 유출의 원인으로 차익거래 유인 역전에 따른 차익포지션의 청산 매각, 국내 보험사의 채권선도 매입 축소에 따른 해외 상업은행의 초장기채 매수 위축, 그리고 금리 상승기의 매수 관망을 제시하면서 이를 우리 경제의 펀더멘털 우려가 아닌 외화자금 수급 여건의 문제로 규정했다. 즉, 채권 자금은 스왑시장의 가격에는 파급되지
만 현물 환율의 직접적인 결정 변수는 아니다.

5.2 보유비중 재조정과 위험회피: 외국인 자금의 두 요인

외국인 주식 자금에는 방향이 정반대인 두 가지 요인이 혼재되어 있다. 하나는 벤치마크 대비 목표 비중을 유지하는 글로벌 펀드가 분기말에 실행하는 보유비중 재조정(리밸런싱)으로, 주가가 상승하면 비중 초과분을 매도하고 하락하면 부족분을 매수하는 역행 요인이다. 다른 하나는 시장 하락 국면에서 발생하는 위험회피 순유출로, 주가와 같은 방향으로 움직이는 순행 요인이다. 두 요인은 동일한 외국인 순매수 통계 안에 섞여 있으나 환율에 대한 함의는 서로 반대이므로 분리하여 해석해야 한다.

역행 요인의 크기는 2015년 이후 47개 분기의 자료로 검정할 수 있다. 분기 마지막 5거래일의 외국인 초과 순매수를 KOSPI 분기 수익률에 회귀한 결과, 계수값은 수익률 1%당 -0.7억 달러로 평시에는 미약하게 나타났다. 그러나 2026년은 뚜렷한 예외였다. 1분기 KOSPI 수익률 +17%에 대해 마지막 5일 순매도가 90억 달러, 2분기 수익률 +55%에 대해 138억 달러로 역사적 계수의 2~5배에 달했으며, 두 분기 모두 분기 전체 매도의 4분의 1이 마지막 5일에 집중되었다. 즉, 보유비중 재조정은 밸류에이션이 급변한 국면에서만 대규모로 작동하는 비선형적 요인이다. 이 결과는 9월 말에 대해 시장의 통념과 반대되는 함의를 갖는다. 3분기 KOSPI가 6월 말 대비 약 -20% 하락함에 따라 목표 비중 펀드의 한국 비중은 미달 상태에 놓였으며, 9월 말 분기말 재조정은 매도가 아니라 매수 요인으로 작용할 가능성이 크다고 예상된다.

[그림 29] 분기말 외국인 순매수와 KOSPI 분기 수익률 (2015년 1분기~2026년 2분기)



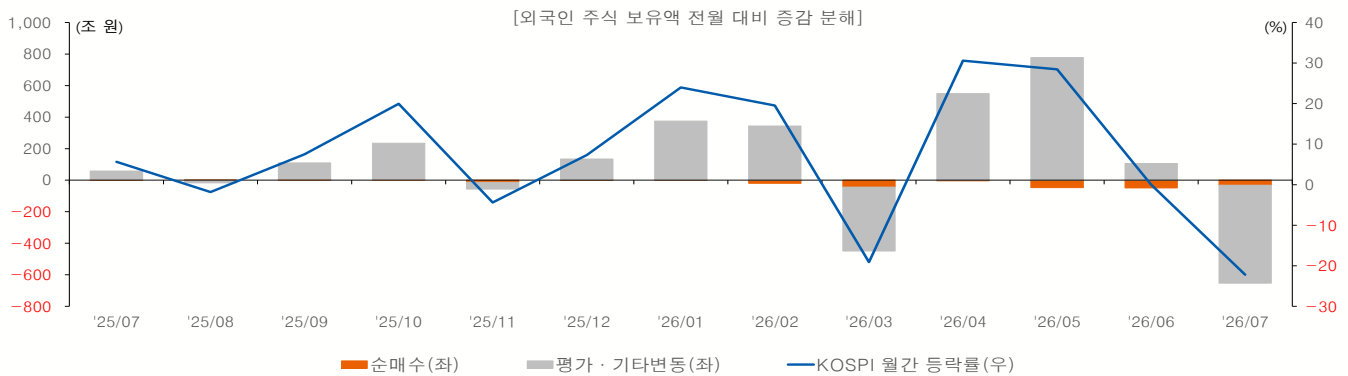
자료: 한국거래소, 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 가로축 분기 수익률, 세로축 분기 마지막 5일의 초과 순매수. 대부분의 분기는 0 부근에 분포하며 2026년 1분기와 2분기만 우하단에 이탈

순행 요인에는 유출을 비선형적으로 증폭시키는 기계적 경로가 존재한다. 한국은행 금융안정보고서(2026년 6월)에 따르면 글로벌 헤지펀드는 총수익스왑(TRS) 등 주식연계 파생상품을 통해 높은 레버리지의 국내 주식 포지션을 간접 구축하고, 거래상대방인 글로벌 투자은행은 이를 헤지하기 위해 현물 주식을 보유한다.

이 구조에서 주가가 급락하면 TRS의 중도 청산이 투자은행의 현물 매도로 직결되어 외국인 유출이 증폭되며, 3월 급락기에 실제로 이 경로가 작동했다. 위험회피 요인이 주가 조정기에 급격히 커지는 것은 투자자의 심리 변화만이 아니라 이러한 파생 구조의 청산 메커니즘에 기인한다.

[그림 30] 외국인 상장주식 보유액 증감의 분해 (2025년 7월~2026년 7월)

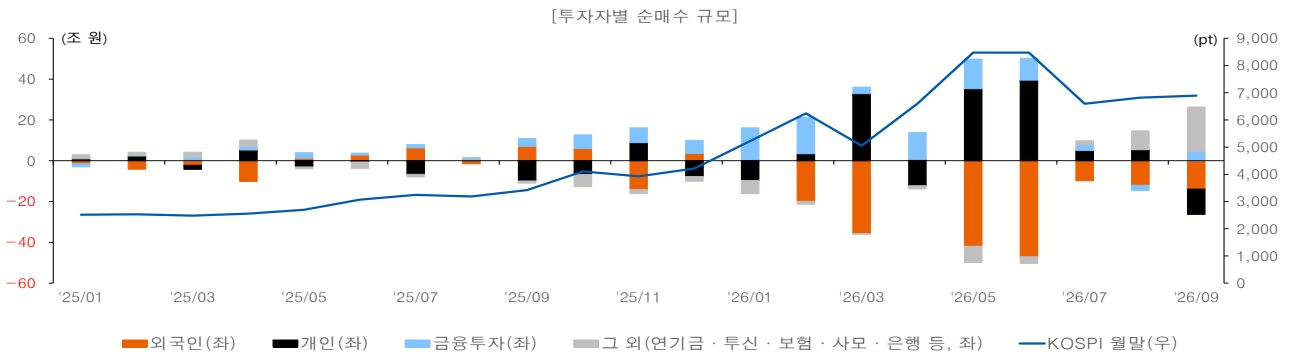


자료: 금융감독원, 한국거래소, 유안타증권 리서치센터

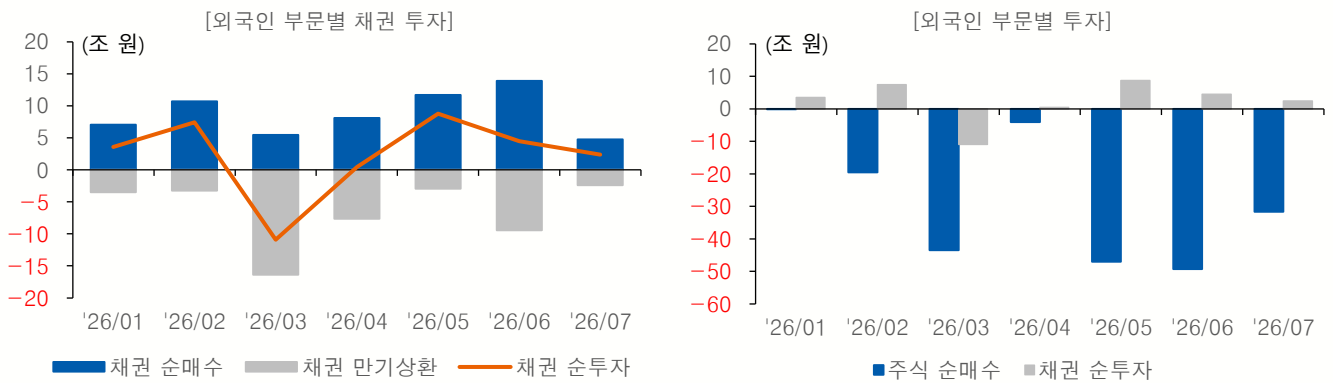
이 순행 요인이 9월에 재개되었다. 9월 1일부터 18일까지 외국인은 KOSPI를 12조 8,000억원 (94억 달러) 순매도했다. 7월의 매도는 현물 매도와 선물 10조원 매수가 병행되어 헤지 또는 순환매의 성격이 강했으나, 9월 10일부터 14일까지는 현물과 선물이 동반 매도되어 방향성 이탈의 성격을 띤다.

다만 환율의 반응은 기간별로 달랐다. 9월 8일부터 11일까지는 순매도 60억 달러에 대해 환율이 +5원 상승하는 데 그쳐 매도 압력의 절반 이상이 서울 외환시장 주간 거래시간대의 달러 공급에 흡수되었으나, 9월 14일부터 18일까지는 순매도 39억 달러에 환율이 +37원 상승하여 흡수가 소멸하고 외국인 이외의 달러 수요가 증척되었다. 동일한 규모의 외국인 매도가 상이한 환율 반응을 낳았다는 사실은, 환율의 단기 방향이 외국인 매도 자체보다 그것을 흡수하는 국내 달러 공급의 유무에 의해 결정되었음을 시사한다.

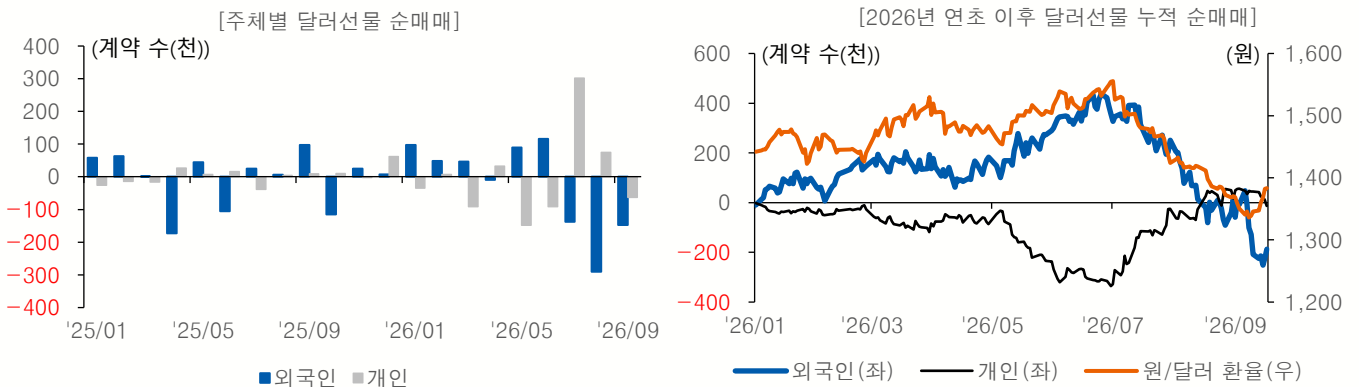
[그림 31] 투자자별 국내 주식 순매수와 KOSPI (2025년 1월~2026년 9월 18일)



[그림 32] 외국인 상장채권 순투자자와 상장주식 순매수 (2026년 1월~7월)



[그림 33] 미국달러선물 투자자별 누적 순매수와 원/달러 환율 (2026년 1월 2일~9월 18일)



6. 기초적 달러 매도 우위와 설명되지 않는 하락분

6.1 기초적 달러 매도의 정량화와 시간대별 수급 분해

7월 이후 환율 하락분 가운데 글로벌 매크로 이벤트나 외국인 자금 흐름으로 온전히 설명되지 않는 잔여 하락분은 서울 외환시장 거래 시간대 내의 기초적 달러 매도 우위로 정의할 수 있다. 이 기저 흐름을 측정하기 위해 직전 20영업일의 일별 변동폭 중앙값을 구하고, 여기에 한 달 평균 영업일 수인 21을 곱해 월 환산치로 산출한다.

일간 중앙값 자체로는 파급력을 직관적으로 가늠하기 어려우나, 이를 월간 속도로 환산하면 7월의 -94원 하락과 같이 실제 월간 환율 변동폭과 동일한 단위에서 비교가 가능해진다. 산술 평균 대신 중앙값을 적용한 것은 FOMC 이벤트나 당국의 미세조정 등 일회성 충격에 의한 통계적 왜곡을 통제하기 위해서다. 결과적으로 해당 지표는 뚜렷한 시장 재료가 부재한 평시에도 환율이 한 방향으로 꾸준히 움직였는지를 보여주며, 기저에 깔린 수급의 방향과 속도를 명확히 나타낸다.

[표 6-1] 월간 환율 하락 속도

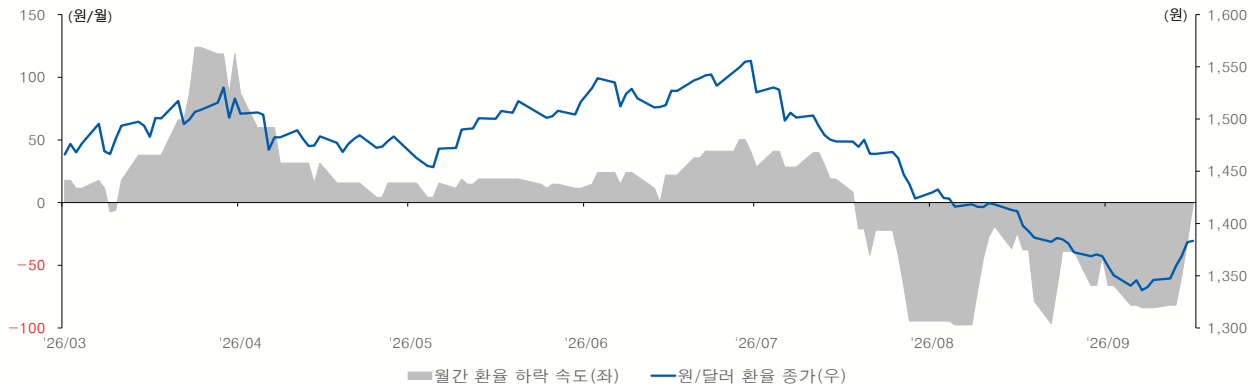
기준일	월간 환율 하락 속도	부트스트랩 10~90%
7월 31일	-94원	-137 ~ -24
8월 31일	-66원	-95 ~ -25
9월 11일	-84원(20일 창) / -36원(9월만)	-118 ~ -36
9월 18일	-2원(20일 창) / +34원(9월만)	

자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 20 영업일 일별 변동폭의 중앙값 × 21(월평균 영업일 수). 신뢰구간은 같은 20 영업일의 변동폭을 무작위로 다시 뽑아 중앙값을 2,000 번 계산했을 때 그 값이 놓이는 10~90% 범위(부트스트랩)로, 표본이 20 일뿐이라 중앙값 자체가 우연에 얼마나 흔들릴 수 있는지를 나타냄. 예를 들어 7월 31 일의 -94 원은 다시 뽑아도 -137 원과 -24 원 사이에 열 번 중 여덟 번이 들어온다는 뜻. 산출 방법은 부록 B 참고

측정 결과, 7월의 하락 속도가 월 환산 기준 -94원으로 가장 강했으나 8월에는 -66원으로 둔화되었고, 9월 둘째 주에 하락세가 멈춘 뒤 셋째 주에는 +34원으로 방향이 완전히 역전되었다. 즉, 환율 급락 모멘텀은 7월에 정점을 통과한 후 8월부터 이미 약화되고 있었으며, 9월의 상승 전환 역시 갑작스러운 반전이라기보다 두 달에 걸쳐 누적된 달러 매도 우위가 소진된 결과로 해석된다.

[그림 34] 월간 환율 하락 속도와 환율 (2026년 3월~9월 18일)



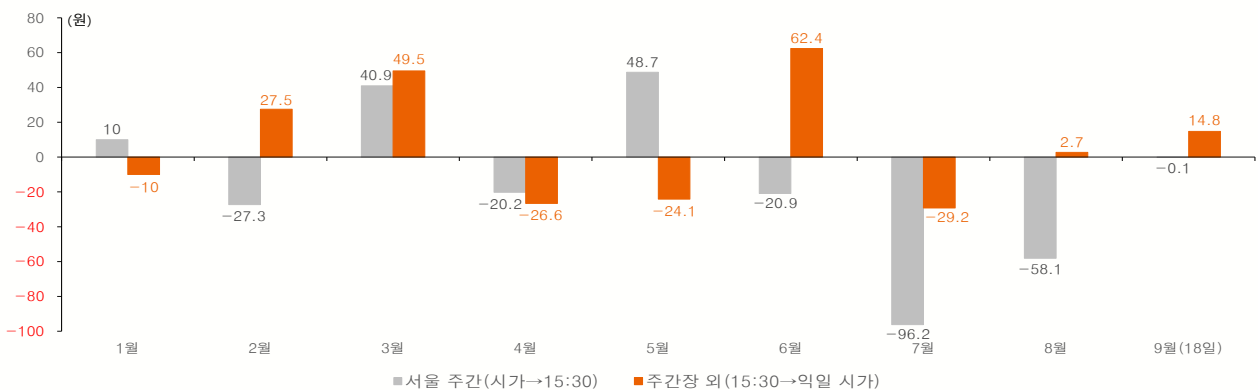
자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 20 영업일 중앙값 × 21(원/월), 증가(원). 음(-)의 확대는 이벤트 없는 영업일에도 하락이 지속됐음을 뜻함. 7월 -94 원에서 9월 양(+)으로 전환

이 변동분을 시간대별로 분해하면 수급의 주체가 더욱 선명하게 드러난다. 7월 하락분의 대부분은 서울 외환시장 주간 거래시간대(시가~15시 30분 종가)에 집중되었으며, 9월 1일부터 11일까지도 주간 누적 -23.8원, 서울 외환시장 주간장 외 +2.7원으로 서울 외환시장에서의 달러 매도 우위가 지속되었다.

반면 9월 14일부터 18일까지는 주간 +23.7원, 주간장 외 +13.7원을 기록하며 서울 외환시장 주간 시간대가 환율 상승을 주도했다. 하락과 9월 셋째 주의 상승이 주로 서울 외환시장 주간 거래시간대에서 결정되었다는 사실은, 해당 국면을 주도한 주체가 역외 투기 자금이 아닌 국내 실수요와 헤지 물량임을 시사한다.

[그림 35] 월별 환율 변동의 시간대 기여 (2026년 1월~9월 18일)



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 서울 주간(시가 → 15시 30분 종가), 주간장 외(15시 30분 → 익일 시가). 상반기 상승은 야간, 7~8월 하락은 주간, 9월 상승 전환은 초반 야간에서 셋째 주 주간으로 주체가 이동

이러한 기초적 달러 매도 우위의 원천은 수출 대금의 환전 물량이며, 이는 세 가지 시장 관찰 경로를 통해 교차 검증된다. 첫째, 7월 중순 이후 단기물(1, 3개월) 차익거래 유인이 양(+)의 구간에 머물며 은행권 내 달러 공급 확대를 반영했다. 둘째, 7월 거주자 외화예금(+150억 달러)과 8월 한국은행 외화예수금(+143억 달러)의 동반 증가는 유입된 수출 달러의 상당 부분이 원화 환전 없이 예치되었음을 방증한다. 셋째, 실제로 환전된 물량은 서울 외환시장 주간 거래시간대에 집중 출회되었다. 따라서 이미 예치된 대기 자금의 본격적인 환전은 아직 개시되지 않았다고 판단된다.

실제 상승 전환이 진행된 9월 셋째 주에도 1개월물 차익거래 유인이 여전히 양(+)을 유지했다는 사실이 이를 뒷받침한다. 여기에 앞서 한국은행이 지목한 7월 이후 기업의 달러 선물환 순매입 동향을 결합하면 기업들의 수급 행태가 뚜렷해진다. 즉, 기업들은 신규 수출 달러의 일부만 환전한 채 나머지를 예치하였고, 향후 환율 반등에 대비해 달러를 선매입한 것으로 추론된다. 9월의 상승 전환 수요 가운데 일부도 이러한 선물환 매입에서 비롯되었으며, 이는 스왑시장에 누적된 막대한 대기 자금이 현물 시장으로 출회되는 시기를 결정하는 핵심 요인이 단순한 환율의 절대 레벨이 아니라 기업의 자체적인 환율 기대 경로에 달려 있음을 의미한다.

6.2 회귀 모형으로 설명되지 않는 하락분과 달러 공급 원천 추정

7월 2일부터 9월 7일까지 발생한 -215원의 현물 환율 하락폭을 5장에서 활용했던 회귀 모형(외국인 KOSPI 순매수 및 달러지수, 엔, 위안화 변동률)으로 분해하면, 외국인의 119억 달러 규모 주식 순매도(달러 환전 수요)는 +18~31원의 환율 상승 요인으로 작용했고, 달러지수 약세의 기여도는 -15원에 그친다. 즉, 회귀 모형으로 설명되는 변수를 제외하면 -218원에서 -231원의 환율 하락분이 미설명 영역으로 남는다. 상반기(1~6월) 환율 변동을 동일한 방식으로 분해할 경우에도 -100원에서 -204원의 미설명 하락 요인이 존재하며, 한국은행이 공표한 기업의 261억 달러 선물환 순매도가 환율 하락에 기여한 폭(-39원 ~ -68원)을 차감하더라도 -61원에서 -136원의 하락분이 여전히 남는다. 이러한 잔여 하락분은 실시간 통계로 직접 관측되지 않으므로 소거법을 통해 수급 원천을 압축해서 추정해보았다. 회귀 모형의 설명력이 낮다는 사실 자체가 5장의 회귀식이 외국인 주식 자금과 글로벌 통화 변수만을 포함한 부분 모형임을 뜻하며, 잔여 하락분은 모형 밖에 있는 국내 실수요 요인으로 해석해야 한다.

외국인 주식 자금과 달러지수 요인은 회귀 모형으로, 기업의 달러 선물환 순매도는 당국 공표치로 이미 통제되었으므로 남는 후보군은 역외 NDF 달러 순매도, 기관투자자의 환헤지 목적 달러 공급, 그리고 수출업체의 현물 달러 매도(환전)로 좁혀진다. 첫째, 역외 NDF 달러 순매도는 뉴욕장 NDF 호가가 서울 외환시장 현물 증가를 하회한 영업일이 드물었다는 점에서 그 규모가 제한적이었던 것으로 추정된다. 둘째, 기관투자자의 환헤지 물량은 6월 스왑시장 1년물에 체결 궤적을 남긴 뒤 7~8월에는 포지션 청산 방향으로 전개되었으므로 하반기 현물 달러 공급 요인으로 작용할 수 없다.

결국 유일하게 남는 변수는 수출업체의 현물 달러 매도이며, 이는 6.1절에서 도출한 은행권의 달러 초과 공급, 거주자 외화예금 증가, 그리고 서울 외환시장 주간 시간대의 달러 매도 집중 현상과 논리적으로 부합한다. 이에 대한 최종 교차 검증은 10월 중순 3분기 NDF 및 기업 선물환 공표치와 11월 말 보험사 3분기 파생상품 손익 데이터에서 확인할 수 있을 것이다.

주목할 점은 이 미설명 하락 요인이 하반기에 새롭게 발생한 변수가 아니라는 사실이다. 상반기 월별 추이를 보면 잔여 하락 요인은 2월 -26원 ~ -41원에서 6월 -34원 ~ -68원으로 확대되었고, 8월에도 -59원 ~ -68원으로 6월과 같거나 큰 수준을 유지했다. 상반기에는 외국인의 주식 순매도(달러 매수)라는 대규모 달러 수요가 이를 상쇄하여 표면적인 환율 하락으로 드러나지 않았으나, 7월부터 해당 상쇄 요인이 소멸하면서 비로소 가격 변수로 반영되었을 뿐이다. 따라서 4분기 환율 전망에서 수출업체의 달러 환전 물량은 반도체 수출이 이어지는 한 크게 줄어들 가능성이 낮은 기초적 공급 요인으로 볼 수 있다. 다만 6.1에서 확인했듯이 그중 실제로 환전되는 비율은 기업의 환율 기대에 따라 달라지므로, 유입되는 달러의 규모는 안정적이더라도 시장에 나오는 시점과 속도는 변한다. 결국 변수는 이 공급을 다시 상쇄할 달러 수요가 돌아오는지 여부와, 기업이 예치한 달러를 언제 환전하기로 결정하는지다.

1부 소결: 원화 환율의 결정 변수

1부 분석의 핵심 결론은 세 가지로 요약된다. 첫째, 2026년 원/달러 환율은 경상수지 흑자라는 기초적 달러 공급의 절대적 규모보다, 대규모 달러 수요가 발생하고 소멸하는 시점에 의해 꺾적이 결정되었다. 상반기에는 외국인의 주식 순매도(현물 달러 매수)와 역외 NDF 달러 순매입이 흑자 발 달러 공급 물량을 흡수하며 환율 상승을 주도했고, 7월 이후 두 달러 수요가 동시에 소멸하자 상반기 내내 기저에 깔려 있던 달러 공급 압력이 비로소 현물 가격에 반영되었다.

둘째, 적정 균형환율의 앵커는 산출 기준에 따라 최대 12%의 괴리를 보이며 어느 쪽도 단위근 및 공적분 검정에서 장기 균형관계가 지지되지 않는다. 따라서 향후 환율은 특정 레벨을 척도로 삼기보다, 누적된 달러 대기 자금의 규모와 해당 자금의 원화 환전이 개시되는 조건에 결부하여 해석해야 한다.

셋째, 현재 환율 상승 전환의 속도와 그 상단을 좌우하는 핵심 변수는 기업의 외화 운용이다. 기업들은 유입된 수출 달러의 일부만 원화로 환전한 채 최대 300억 달러 안팎의 초과 달러를 외화예금에 예치했으며, 7월 이후에는 선물환으로 달러를 순매입하는 포지션을 구축했다. 표 7은 이러한 수급 메커니즘을 변수별로 정리한 결과이며, 방향성은 원화(강세/약세)를 기준으로, 지속성은 단기(3개월)와 중기(12개월)로 구분했다.

1부. 진단: 원화 환율의 결정 변수

[표 7] 원화 환율의 결정 변수

변수	현재 상태 (9월 18일 기준)	원화 방향	단기 지속성	중기 지속성
반도체 경상흑자	7월 421억 달러, 8월 반도체 수출 +209%, 2026년 4,400억 달러 전망	강세	지속	반도체 사이클에 조건부
대외 신인도	CDS 5년 21bp (2008년 이후 최저권), 외환보유액 4,423억 달러	강세	지속	지속
기업 미환전 달러	외화예금 1,283억, 초과분 약 300억 달러, 환전 미개시. 7월 이후 선물환 순매입 전환	상승 전환의 상단 억제, 단기적으로는 수요	1,400원대 진입 시 환전	환전 후 소멸
외국인 국내주식 보유잔액	약 1조 3,900억 달러. 9월 94억 달러 순매도, 현물과 선물 동반 매도	약세	위험회피 지속 여부	AI 투자 사이클
보험사 환헤지	명목액 약 1,000억 달러, 헤지비율 85~100%, 3월 말 평가손실 -32조원	약세 국면 증폭, 강세 국면 중립	환율 상승 시 축소 유인	지속
연기금 환헤지	잔량 50억~150억 달러(가정). 달러 수요는 한국은행 스왑 경유	시장 영향 제한	12월 만기	2027년 헤지 정책
역외 NDF 포지션	상반기 순매입 539억 달러, 7월 이후 청산 추정	상승 전환 국면 약세	청산 진행 중	급등기에만 작동
개인 해외투자	달러가 쌀 때 매수 (7월 46억, 8월 19억 달러)	하단 완충	지속	지속
스왑시장 달러잉여	1개월물 차익거래유인 +20bp, 1년물 -43bp 로 재확대	기업 환전 미개시의 신호	상승 전환과 함께 축소	—
한미 금리차	정책금리 0.75~1.00%p, 미 2년물 4.67%로 상승	약세	FOMC 경로에 조건부	2027년 동결 시 유지
미국의 정책	아시아 통화 절상 압력, 미일 공조개입	상단 제약	지속	통상정책 경로
한국은행	11월 인상 전망. 환율이 반응함수 변수(의사록)	강세 시 인상 중단, 약세 시 인상	조건부	조건부

자료: 유안타증권 리서치센터

달러 공급 측 변수(경상수지 흑자, 기업 미환전 달러, 거주자 해외투자)는 지속성을 지니며 동시에 환율 수준에 조건부로 작동한다. 반면, 달러 수요 측 변수(외국인 주식 자금 이탈, 역외 NDF 달러 순매수, 한미 금리차)는 국면에 따라 발생과 소멸을 반복한다.

상반기에는 대규모 달러 수요가 발생해 공급 물량이 상쇄되었고, 7월 이후 해당 수요가 소멸하며 기저의 달러 공급 압력이 비로소 현물 가격에 반영되었으며, 9월은 외국인의 주식 재매도(현물 달러 매수)와 기업의 달러 선매입 포지션 구축으로 달러 수요가 다시 촉발되는 초기 국면이다.

해당 수급 메커니즘의 파급 경로는 두 가지로 대별된다. 달러 공급은 경상수지 흑자에서 출발해 기업의 재무적 선택을 거친다. 기업은 수출 달러를 원화로 환전하거나 외화예금에 예치할 수 있으며, 환율 상승에 대비한 달러 선매입으로 달러 수요가 생기기도 한다. 예치된 달러는 은행의 스왑시장 대여와 한국은행 외화예수금으로 이어져 현물 환율에 하락 압력을 가하지 않은 채 단기물 차익거래 유인의 양(+) 구간으로만 기록된다.

한편 달러 수요 측면을 보면, 외국인의 주식 매도(달러 환전) 자금은 체결일에 즉시 현물 환율 상승으로 반영되고, 역외 NDF 달러 매수 포지션은 환율 급등 국면에서만 은행의 커버 매수를 통해 현물 시장으로 전이된다. 연기금의 달러 수요는 한국은행 외환스왑 경로를 거치며 대체로 현물 시장 밖에 머물고, 보험사의 환헤지 물량은 원화 약세 국면에서 파생상품 평가손실 및 증거금 납입 부담을 통해 원화 약세 압력을 비선형적으로 증폭시킨다. 결국 **현물 환율은 이 두 가지 수급 경로의 시차가 발생할 때 변동한다**. 달러 공급은 매월 누적되지만 달러 수요는 특정 매크로 이벤트에 반응해 쏠리기 때문에, 수요가 집중된 3월과 6월에 환율이 급등했고 수요가 소거된 7~8월에 환율이 급락했으며, 단일 월의 경상수지 흑자 규모는 어느 시점에서도 환율 변동폭을 직접 설명하지 못했다.

이어지는 2부의 전망은 이러한 실증적 수급 발견을 전제로 전개된다. 4분기 원/달러 환율의 상단은 주요국 통화정책 공조와 기업의 누적 달러 예치분 환전 개시 시점에 의해 제한되며, 원/달러 환율 하단은 거주자 개인의 해외투자와 기업의 달러 대기 자금 재축적 수요가 지지한다. 상단의 확인, 즉 상승 전환의 종착을 가늠하는 핵심 지표는 1개월물 차익거래 유인의 부호 전환(마이너스 전환)이 현물 환율 하락과 동반하여 나타나는지 여부다. 만약 외국인의 주식 순매도(달러 매수)가 2분기 수준(외국인 KOSPI 보유 잔액의 4%)으로 재현될 경우, +98원에서 +171원 수준의 환율 상승 압력이 다시 발생하게 된다. 2027년 6월 도래하는 연기금 환헤지 만기(외환스왑 한도를 넘는 경우)와 보험사의 환헤지 비율 조정에 따른 증폭 효과는 2027년 상반기 원화 약세를 키울 수 있는 조건이며, 역외 NDF 수요는 환율 급등 국면에서만 현물 시장으로 전이되는 잠재적 달러 매수 기반으로 간주될 수 있다. 최종적인 환율 전망 밴드와 궤적은 이 수급 조건들이 어느 시점에 충족되는지에 대한 판단으로 도출하였다.

현재 원/달러 환율을 결정하는 구조와 환경으로부터 거시경제적 시사점을 정리할 수 있다. 외화 자금 재순환의 주체가 중앙은행에서 민간 부문으로 이전된 이상, 경상수지 흑자 규모는 원/달러 환율의 절대적 함수가 아니라 민간 주체의 외화 자산배분에 종속되는 함수로 변모했다. 그리고 이 자산배분 흐름을 결정하는 핵심 변수는 내외 금리차에 기반한 달러 예치 유인과 기업의 자체적인 환율 기대 경로다. 따라서 경상수지 흑자가 현물 환율 하락 압력으로 반영되기까지는 필연적으로 시차가 발생하며, 해당 시차를 좌우하는 것은 흑자의 절대적 규모가 아니라 기업이 달러 매도(원화 환전)로 전환하는 시점과 그 동기다. 한미 금리차 역전폭이 유지되어 달러 예치의 기회비용이 낮고 환율 상승 전환에 대한 기대가 살아 있는 한 달러 매도는 지연되며, 금리차 축소나 환율 레벨 상승으로 해당 기대가 소멸하는 시점에 대규모 원화 환전이 집중된다. 특히 반도체 수출은 달러 공급(경상수지 흑자)의 원천인 동시에 달러 수요(외국인 주식 보유)의 기반이므로, 반도체 사이클 둔화는 현물 시장 내 달러 공급 축소와 수요 이탈을 동시에 촉발하는 이중 충격으로 작용할 수 있다.

현재 외환당국은 외환보유액(준비자산)을 통해 경상수지 흑자를 직접 흡수하지 않으므로 환율 하단을 방어할 직접적인 수단이 제한적이다. 반면 환율 상단은 아시아 통화 절상을 향한 미국과 일본의 정책 공조와 외환당국의 수출 경쟁력이 억제하고 있으며, 한국은행의 통화정책 반응함수는 환율 수준에 조건부로 작동한다. 이 세 가지 정책 여건이 2부 전망의 환율 밴드를 규정하는 핵심 프레임워크가 된다.



2부. 전망: 4분기 및 2027년 원/달러 환율 경로

7. 전망 프레임워크

8. 대기 잔액별 현물 전환 조건과 4분기 환율 기여도

9. 정책 변수 점검: 환율 상단 억제와 하단 지지의 불균형

10. 시나리오 분석: 전망 방법론, 조건부 경로, 판단 확률

11. 4분기 환율 경로: 상승 전환 국면 전개와 상단 저항선

12. 2027년 원/달러 환율 경로: 상고하저

13. 환율 경로 리스크 요인 및 시나리오 전환 지표

14. 조건부 시나리오 기반 환헤지 전략

2부 소결: 환율 밴드와 방향성, 그리고 시나리오 전환 조건

2부. 전망: 4분기 및 2027년 원/달러 환율 경로

7. 전망 프레임워크

1부의 실증적 진단은 2부 환율 전망의 방법론적 틀을 결정하는 핵심 근거로 작용한다. 균형환율의 앵커가 산출 기준에 따라 최대 12%의 괴리를 노출하며 어느 쪽도 단위근 및 공적분 검정에서 장기 균형관계가 지지되지 않은 현 국면에서, 특정 환율 레벨로의 평균회귀를 전제한 점 추정 방식은 분석적 타당성을 확보하기 어렵다고 판단된다.

2026년 원/달러 환율이 경상수지 흑자라는 기초적 현물 달러 공급의 절대적 규모가 아니라 대 규모 현물 달러 매수 수요가 발생하고 소멸하는 시점에 의해 방향성이 결정되었다는 1부의 결론은, 향후 환율 전망 역시 외국인이 보유한 국내 주식, 수출기업의 미환전 외화예금, 보험사와 연기금의 환헤지 계약처럼 각 수급 주체의 누적 잔액이 어느 시점에 현물 달러 매매(환전)로 전환되는지에 대한 조건부 확률 모델로 접근해야 함을 시사한다. 또한 현재 원/달러 환율 상승 전환의 속도와 그 상단을 좌우하는 핵심 변수가 기업의 외화 운용이라는 실증 결과는, 4분기 환율 밴드의 상단이 글로벌 정책 여건 및 수출 대금으로 축적된 외화예금이 현물시장에 매도(원화 환전)하기 시작하는 조건에 의해 결정될 것으로 전망하는 주된 배경이 된다.

7.1 전망 프레임워크의 3단계 계층 구조

2부의 환율 전망은 세 가지 계층화된 프레임워크를 통해 도출되는 구조를 취한다.

첫 번째 단계는 외환 옵션시장에 내재된 확률 밴드의 산출 과정이다. 원/달러 옵션 가격에는 시장 참가자들이 장래 환율의 확률분포에 대해 합의한 통계적 정보가 내포되어 있다. 옵션의 내재변동성(분포의 폭)과 리스크리버설(원화 약세 방향과 강세 방향 간 변동성의 비대칭성)에서 가격에 내재된 확률분포를 추출하고, 그 중심값을 달러 선물환율 및 펀더멘털 균형 경로의 가중 평균치로 조정한 구조가 본 분석에서 활용하는 확률분포 모형이다. 이를 옵션 및 펀더멘털 확률분포 모형(이하 옵션 모형)으로 정의하여 활용한다. 해당 옵션 모형에서 시점별 5%~95% 분위와 구간별 확률을 추출하여 밴드를 설정하게 된다. 이 밴드는 시장이 실제 가격에 반영한 불확실성의 크기와 비대칭성을 정량적으로 보여주지만, 방향성에 대한 자체적인 전망을 내포한다고 보기는 어렵다. 분포의 중심이 달러 선물환율에 80% 이상 의존하는데, 달러 선물환율은 현물 환율에서 한미 금리차 역전폭만큼 차감되어 산출되므로 만기가 길어질수록 기계적으로 하향 조정될 뿐, 실제 현물 환율의 미래 방향성에 대한 시장의 베팅을 의미하는 것은 아니기 때문이다.

두 번째 단계는 조건부 경로의 설정 과정이다. 1부에서 도출한 주체별 누적 잔액의 규모와 그 잔액이 현물 달러 매매로 전환되는 조건, 그리고 연준과 한국은행, 외환당국의 정책 반응을 결합해 강세, 기본, 위험 시나리오를 수립하고 각 시나리오의 분기별 추이를 산출한다. 해당 경로

는 월간 펀더멘털 모형에 거시경제 전제 조건을 대입하여 산출하되, 4분기의 경우 수출기업의 현물 달러 환전 및 달러 선매입 청산 등 상승 전환 국면의 특수한 수급 메커니즘을 반영하여 보정하는 과정을 거친다.

세 번째 단계는 선행 점점 지표의 특징이다. 시나리오 간 전환이 발생할 때 선행하여 반응하는 지표를 사전에 고정해 두고, 전망의 수정 조건이 시장 지표를 통해 객관적으로 교차 검증되도록 설계하여 제시한다. 핵심 지표로 활용되는 1개월물 차익거래 유인은 외환 스왑시장에서 은행권 내 달러 초과 공급 현상이 우세한지(+), 혹은 달러 차입 수요가 우세한지(-)를 나타내는 값으로, 스왑포인트를 현물환율로 나눠 연율화한 스왑레이트에서 한미 단기금리차를 빼서 산출하며, 이 값이 양(+)에서 음(-)으로 반전되는 현상을 부호 전환으로 정의하여 모니터링 기준으로 삼는다.

이 세 단계 프레임워크의 역할은 독립적이면서도 상호 보완적으로 작동하도록 설계했다. 확률 밴드는 향후 환율 경로가 위치할 수 있는 통계적 범위와 시장이 각 구간에 부여한 내재 확률을 제공하고, 조건부 경로는 그 밴드 내에서 특정한 방향성이 발현될 가능성과 그 논리적 근거를 서술하는 역할을 수행하며, 점점 지표는 해당 경로가 전제한 수급 조건이 이탈했을 때 시나리오의 전환 시점을 객관적으로 지시하는 기준점이 된다. 이번 자료에서 제시하는 환율 전망의 기준점은 조건부 경로 상의 기본(Base) 시나리오이며, 통계적 확률 밴드를 병기하여 제시하였다. 이는 조건부 경로에 담긴 당사의 판단이 시장 가격에 내재된 확률과 어느 지점에서 얼마나 괴리되는지를 대조하여, 판단의 위치를 투명하게 드러내기 위함이다.

7.2 거시경제 전제 조건과 조건부 경로 산출 방법론

환율 전망의 입력 변수로 활용되는 거시경제 전제는 다음과 같다. 연준은 9월과 12월에 각각 25bp씩 정책금리를 인상한 뒤 2027년에는 동결 기조를 유지하며, 4분기에 이르러서야 첫 금리 인하 가능성이 열릴 것으로 전제하였다. 이러한 4분기 첫 인하 시나리오는 세 가지 논리적 근거를 바탕으로 도출된다. 첫째, 현재의 금리 인상은 새로운 긴축 사이클의 개시가 아니라 2025년에 단행된 75bp 인하분의 일정 부분 되돌림 성격이 강하므로, 12월 인상을 통해 해당 조정 범위가 충족된다고 본다. 둘째, 2027년에는 국제 유가가 정상화(기본 시나리오 기준 WTI 77달러) 과정을 거치며 헤드라인 소비자물가 상승률의 둔화세가 뚜렷하게 가시화될 전망이다. 셋째, 미국의 GDP 갭이 마이너스(-) 구간으로 진입함에 따라 하반기부터는 경제 성장 둔화 방어가 통화정책 논의의 전면으로 부상할 가능성에 무게를 둔다. 이는 시장 컨센서스(2027년 4분기까지 동결 또는 하반기 추가 인상) 대비 다소 완화된 시각이다. 다만, 근원 PCE 물가의 6개월 연율화 수치가 4%를 상회하고 9월 FOMC 점도표에서 위원 18명 중 16명이 연내 추가 인상을 지지한 현 상황을 감안할 때, 조기 금리 인하는 기본 시나리오에서 제외했다. 이에 따라 미국 국채 10년물 금리가 4.5%를 하회하는 시점 역시 2027년 3분기 이후로 지연될 것으로 예상된다.

2부. 전망: 4분기 및 2027년 원/달러 환율 경로

한국은행은 11월 기준금리를 3.25%로 인상한 뒤 2027년 1분기 3.50%에서 금리 인상 사이클을 종료하고 동결할 것으로 상정하였다. 다만 이 경로는 8월 금통위 의사록에서 확인된 환율 조건부 반응함수에 따라, 향후 원화 강세 국면이 재개될 경우 3.25% 수준에서 조기 종료될 가능성도 열어두었다. 달러지수는 4분기 98.5~101.5, 2027년 상반기 98~101을 거쳐 하반기 96~99 수준으로 하향 안정화되며 약세 전환할 것으로 전망한다. 주요국 환율의 경우 유로/달러는 1.16, 달러/엔은 4분기 157엔(155~160엔)을 거쳐 2027년 150~155엔 수준으로 점진적 하락(엔화 강세) 흐름을 나타낼 것으로 예상된다. 한국의 경상수지 흑자 규모는 2026년 연간 4,400억 달러(1~7월 누적 실적 2,331억 달러 기준, 8~12월 월평균 414억 달러 달성 전제), 2027년 3,900억 달러(범위 3,800억~4,000억 달러)로 전제하였다. 2027년 흑자가 2026년보다 줄어드는 것은 반도체 가격 급등의 기저효과가 상반기부터 나타나고 원화 절상으로 수출 채산성이 낮아지며 지식재산권 사용료 등 서비스수지 적자가 확대되기 때문이며, 한국은행 8월 경제전망(2026년 4,500억, 2027년 4,300억 달러)보다 각각 100억, 400억 달러 낮은 수준이다. 국제 유가는 별도로 구축한 옵션 및 펀더멘털 확률분포에서 시나리오별 조건부 평균값을 추출하여 대입하였으며, 기본 시나리오 상의 WTI 가격은 4분기 평균 88.9달러, 2027년 77.3달러로 설정하였다.

[표 7-1] 환율 전망을 위한 거시경제 시나리오 전제

전제	2026년 4분기	2027년	비고
연준 정책금리	9월과 12월 +25bp, 4.00~4.25%	동결, 4분기 첫 인하 가능	컨센서스 대비 완화적
미국 10년물	5.0% 상회 지속	4.5% 하회는 3분기 이후	기간 프리미엄 잔존
한국은행 기준금리	11월 3.25%	1분기 3.50% 후 동결	원화 강세 시 3.25% 종료 가능
한미 정책금리차	-1.00%p	-0.75%p → 연말 -0.625%p	1분기 25bp 축소, 연말 추가 축소
달러지수	98.5~101.5	상반기 98~101, 하반기 96~99	하반기 약세 전환
달러/엔	157(155~160)	150~155	4분기 금리차 불변
유로/달러	1.14~1.16	1.18	ECB도 연준과 같은 속도로 인상
위안(USD/CNH)	보합	연 3% 절상	2027년 반영
경상수지	2026년 4,400억 달러	3,900억 달러 (3,800억~4,000억)	반도체 가격 기저효과, 원화 절상, 서비스수지 적자 확대
WTI(기본 시나리오)	88.9달러	77.3달러	옵션 및 펀더멘털 분포의 중간 45% 조건부 평균

자료: 유안타증권 리서치센터

조건부 경로는 상기 거시 전제들을 월간 펀더멘털 모형에 대입하여 산출한다. 해당 모형은 2015년 1월부터 2026년 7월까지 총 139개월의 시계열 자료를 바탕으로, 원/달러 월평균 환

율의 변동률을 달러지수, 브렌트유, 위안화 및 엔화의 변동률, 한미 정책금리차의 변화폭, 경상수지의 추세 대비 편차, 그리고 외국인 주식자금(국제수지 결제 기준 순투자)에 대해 다중회귀 분석한 결과다. 모형의 설명력을 나타내는 결정계수(R-squared)는 0.58이며, 잔차의 표준편차는 월 1.23%로 추정되었다.

설명변수 중 경상수지를 절대적 레벨이 아닌 12개월 이동평균 대비 편차로 반영하였다. 장기 추세에 부합하는 기초적인 경상수지 흑자(달러 공급) 물량은 민간 부문의 외화 자산배분(재순환) 경로를 통해 시장에 대부분 흡수되므로 현물 환율에 미치는 영향이 제한적이다. 따라서 **실제 현물 환율의 방향성을 결정짓는 핵심 동인은 흑자의 총량이 아니라, 달러 유입 규모가 장기 추세를 이탈하며 발생하는 단기적 변화분이다.** 실증적으로도 경상수지를 단순 수준 변수로 투입할 경우 회귀계수가 2026년 특정 표본에만 과적합되어 2025년 이전 표본에서는 통계적 유의성을 상실하나, 편차 형태로 가공하여 투입하면 표본 구간을 변경하더라도 계수의 안정성이 유지되는 것으로 확인된다.

[표 7-2] 월간 펀더멘털 모형의 계수 (2015년 1월~2026년 7월)

설명변수	계수	의미
광의달러지수 변동률	+0.76	달러 1% 강세 → 원화 0.76% 약세
위안화 변동률	+0.25	위안 1% 약세 → 원화 0.25% 약세
엔화 변동률	+0.15	엔 1% 약세 → 원화 0.15% 약세
브렌트유 변동률	+0.016	유가 10% 상승 → 원화 0.16% 약세
한미 정책금리차 변화	+0.58	미국 금리 우위 1%p 확대 → 원화 0.58% 약세(t 값 0.7)
경상수지 편차(100억 달러)	-0.57	추세보다 100억 달러 많으면 월 0.57% 강세
외국인 주식자금(1억 달러)	-0.010	100억 달러 순매도 → 원화 1.0% 약세

자료: 한국은행, FRED, 유안타증권 리서치센터

주: 종속변수는 원/달러 월평균 환율의 로그 변동률(%). 표준오차는 자기상관과 이분산에 강건한 방식(HAC)으로 계산. 방법과 진단은 부록 C

모형의 추정 결과, 한미 정책금리차 변수의 회귀계수는 상대적으로 통계적 유의성이 낮게 도출된다. 이는 내외 금리차의 영향력이 미미하다는 의미가 아니라, 월별 시계열 데이터 상에서 금리차의 충격이 달러지수 변동과 외국인 자금 유출입 경로를 경유하여 가격에 이미 선반영되기 때문으로 해석된다. 앞서 도출한 회귀 분석식은 전제된 거시경제 지표들을 분기별 환율 경로로 변환하는 변환 도구로 활용한다. 그러나 1부에서 확인했듯이 실제 현물 환율을 움직이는 핵심 동인은 거시 지표 자체가 아니라, 각 수급 주체의 누적 잔액이 현물 달러 매매(환전)로 전환되는 시점이다.

따라서 이러한 수급 전환 조건들은 통계식에 얽매이지 않고 시나리오별 입력 변수(외국인 자금의 매도 규모 및 시점, 경상수지 편차 등)로 분리하여 유연하게 반영하는 방식을 취했다. 특히 4분기의 단기 환율 경로를 전망할 때는, 거시 지표만으로 산출된 경로(4분기 말 1,395원)를 급

락 이후 상승 전환의 과거 패턴과 수출기업의 선물환 선매입 및 환전 조건으로 보정해 4분기 말 1,410원으로 설정했다.

시나리오별 유가 경로는 WTI 옵션의 내재분포와 원유 수급 펀더멘털 VECM(벡터오차수정모형)을 결합한 확률분포를 도출한 뒤, 원화 강세 시나리오는 하위 25%, 기본(Base) 시나리오는 중간 45%, 위험 A 시나리오는 상위 30% 구간(위험 B는 기본 시나리오와 동일)의 조건부 평균을 추출하여 브렌트유 기준으로 환산 적용하였다. 동일한 유가 경로는 두바이유 기준으로 2개월의 시차를 두어 경상수지 편차 추정에도 반영하였다. 최종적인 옵션 모형의 확률 밴드는 독립적인 별도 모형의 산출 결과를 직접 반영하며, 펀더멘털 모형과 옵션 모형의 세부 추정 방법은 부록 C에 상술하였다.

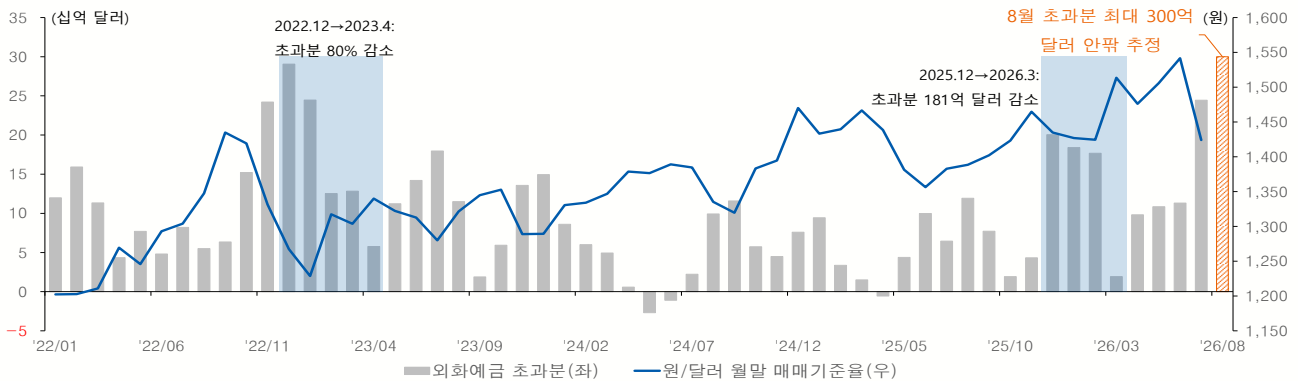
8. 대기 잔액별 현물 전환 조건과 4분기 환율 기여도

외화 대기 잔액은 특정 임계 조건이 충족될 때 현물 달러 매대로 전환되는 잠재 잔액을 말하며, 1) 외국인의 국내 주식 보유 잔액, 2) 거주자 외화예금 잔액, 3) 보험사 환해지 명목액, 4) 연기금 환해지 잔량, 5) 비거주자 NDF 순포지션으로 구분할 수 있다(1부 3장). 다만 이러한 잔액은 그 자체만으로는 현물 환율의 변동을 직접적으로 유발하지 않는다. 각 잔액이 현물 달러 매대로 전환되는 임계 조건을 식별하는 과정은, 4분기 환율 밴드의 상하단과 2027년 예상 경로의 수급 전제를 구체화하기 위한 필수 단계이다. 이에 따라 이어지는 내용에서는 핵심 잔액별 현물 달러 전환 조건과 수급의 방향성, 그리고 환율에 미치는 기여 범위를 차례로 분석하여 제시했다.

8.1 현물 달러 공급 측 잔액: 기업 미환전 달러와 거주자 해외투자

거주자 외화예금 잔액 중 5년 이동평균을 상회하는 초과분은 2026년 7월 기준 245억 달러로 산출되며, 8월 중 한국은행 외화예수금 증가분을 고려할 경우 최대 300억 달러 안팎으로 추산된다. 이 초과분(이하 기업의 미환전 초과 보유 달러)이 현물 달러 매도(원화 환전)로 전환되는 시점은 과거 두 차례의 실증적 선례를 통해 가늠할 수 있다. 2022년 12월에 누적된 초과분 292억 달러는 원/달러 환율이 고점(10월 1,440원대)을 통과해 하락하던 2023년 1월부터 4월 사이 초과분의 80%가 줄었다(환율 하락기의 환전과 에너지 수입 결제 사용이 함께 반영). 또한 2025년 12월의 초과분 200억 달러는 2026년 1분기 환율이 1,440~1,530원 구간에 머무는 동안 약 181억 달러가 줄어 3월 말 19억 달러 수준까지 급감한 바 있다. 두 사례의 공통적인 특징은 대규모 현물 환전이 환율의 절대적 레벨보다는 기업 스스로 고점권으로 인식하는 특정 구간에서 집중적으로 출회되었다는 점이다. 2023년에는 환율 하락 국면의 초입에서, 2026년 1분기에는 상승 국면의 정점 부근에서 현물 달러 매도가 집중되었으며, 두 사례 모두 초과 잔액의 대부분이 4개월 이내에 줄어드는 패턴을 보였다.

[그림 36] 거주자 외화예금 초과분과 환율 (2022년 1월~2026년 8월)



자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 초과분은 잔액에서 5년 이동평균을 뺀 값(막대, 좌), 원/달러는 월말 매매기준율(선, 우). 음영은 초과분이 집중 감소한 두 구간. 8월 초과분은 한국은행 외화예수금 증가를 감안한 추정치

이러한 경험적 패턴을 현재 국면에 적용할 경우, 기업의 미환전 초과 보유 달러가 현물시장에서 환전되기 시작하는 조건은 두 가지로 압축해 볼 수 있다. 첫째, 기업 내부적으로 원/달러 환율이 고점 인식 구간에 진입해야 한다. 2026년 1분기 주요 현물 달러 매도 출회 구간이 1,440~1,530원이었고 상반기 최고점이 1,555원이었음을 감안할 때, 1,400원대 진입이 1차적인 현물 달러 환전 개시 조건으로 작동하며 1,450원 부근이 대규모 매도 전환의 핵심 구간이 될 것으로 분석된다. 둘째, 환율 상승 전환에 대한 기업의 기대 심리 약화가 동반되어야 한다. 기업들은 7월 이후 선물환으로 달러를 선매입하는 행태를 보였으며(1부 6장), 이처럼 상승 포지션을 구축한 주체는 추가 상승 기대가 유지되는 한 기보유한 외화예금을 현물 시장에 매도하지 않는 경향이 강하다. 현재 한미 정책금리 역전폭이 100bp 수준을 유지하여 달러 예치의 기회비용이 낮다는 점 역시 현물 달러 환전을 지연시키는 구조적 요인으로 작용한다. 결과적으로 기업의 미환전 초과 보유 달러는 환율이 1,400원대에 진입하고 동시에 미국 2년물 금리가 정점을 통과하며 강달러 기대가 소멸하는 시점에 현물 달러 매도 물량으로 출회될 것으로 예상되며, 그 이전까지는 환율의 상단을 억제하는 잠재적 저항 매물로 잔존할 가능성에 무게를 둔다.

실제 현물 환전이 개시될 경우의 가격 파급력은 1부 5장에서 외국인 주식 자금에 대해 추정한 환율 민감도(1억 달러당 0.15~0.26원)를 준용하여 어렵할 수 있다. 현재 추산되는 기업의 미환전 초과 보유 달러 245억~300억 달러가 단일 분기 내에 집중적으로 환전될 경우, 산술적으로 -37원에서 -78원 수준의 현물 환율 하락(원화 강세) 압력으로 작용할 것으로 추산된다. 이러한 수치는 4분기 환율 밴드 상단이 1,450원을 상향 돌파하기 어렵다고 판단하는 정량적 근거로 작용한다. 환율 상승 흐름이 1,450원 선에 접근하는 시점에, 기업이 미환전 초과 보유 달러를 현물시장에 대규모로 매도하여 -37원에서 -78원 규모의 하방 압력을 유발할 것으로 전망되기 때문이다. 기업이 실제로 환전을 시작했는지는 1개월물 차익거래 유인의 음(-) 전환, 즉 스왑시장 내 은행권 달러 초과 공급 상태의 해소가 현물 환율 하락 및 거주자 외화예금 잔액의 실질적 감소와 동반하여 나타나는지를 통해 최종 판정할 수 있다.

한편 거주자 개인의 해외주식 투자는 환율 하락 국면에서 현물 달러를 매수하는 대표적인 역행적 수급 요인으로 분류된다. 실제로 7월 46억 달러, 8월 19억 달러에 달하는 대규모 해외주식 달러 매수는 환율 급락 구간에 집중된 반면, KOSPI가 강세를 보였던 3~6월 기간에는 관련 현물 달러 매수 수요가 사실상 정체되는 뚜렷한 대비를 보였다. 이러한 개인의 수급 행태는 4분기 환율의 하단을 방어하는 핵심 요인으로 작용할 전망이다. 이 전제가 성립하기 위한 거시적 조건은 국내 KOSPI 시장의 급등세가 재현되지 않는 것이다. 개인 투자 자금이 국내 주식 시장으로 선회할 경우 해외주식 환전 수요가 축소되며 하단 지지력이 약화될 요인으로 작용한다. 결과적으로 기업의 미환전 초과 보유 달러가 환율 상승 시 매도 물량으로 출회되어 상단을 제어하고 개인의 해외주식 투자가 하단을 지지하는 구조가, 4분기 현물 달러 공급 측면의 핵심적인 조건부 수급 동인이다.

8.2 달러 수요 측 잔액: 외국인 주식, 역외 NDF, 연기금, 보험사

외국인 보유 주식 잔액은 9월 18일 기준 약 1조 6,400억 달러로 2025년 말 대비 1.8배 수준으로 추산된다. 2026년 상반기 두 분기에 시현된 현물 주식 매도 비율(분기 평균 잔액의 3.8~4.0%)이 재현될 경우 산술적으로 656억 달러 규모의 현물 달러 매수 수요가 발생하며, 이에 환율 민감도를 적용하면 +98원에서 +171원 수준의 환율 상승 압력에 해당한다. 외국인 보유 주식이 매도되어 현물 달러 매수로 전환되는 조건은 세 가지 메커니즘으로 구분할 수 있다. 첫째, 분기말 보유 비중 재조정(리밸런싱) 물량은 밸류에이션이 급변한 국면에서만 대규모로 출회되는 특성을 지니며, 3분기 KOSPI가 6월 말 대비 약 -20% 하락했음을 감안할 때 9월 말 리밸런싱 수급은 현물 주식 매도(달러 환전)가 아닌 주식 매수 요인으로 작용할 것으로 분석된다. 둘째, 위험회피성 자금 순유출은 미국 금리 상승과 반도체 업황 우려에 민감하게 반응하며, 9월 1일부터 18일까지 발생한 94억 달러 규모의 주식 순매도(현물 달러 매수)가 이 요인에 기인한 것으로 판단된다. 셋째, 총수익스왑(TRS) 등 파생 구조의 청산은 주가 급락 시 자금 유출 폭을 비선형적으로 증폭시키는 기제로 작동한다. 이에 따라 4분기 기본 경로(Base 시나리오)에는 월 30억 달러 안팎의 주식 순매도를 전제하였으며, 위험 경로(Risk 시나리오)에는 월 40억 ~50억 달러 규모의 순매도를 입력 변수로 반영하였다. 외국인 보유 주식 잔액은 2027년에도 AI 투자 사이클 및 미국의 정책 불확실성에 연동되어 현물 환율의 방향성을 결정짓는 최대 수급 변수로 작용할 전망이다.

역외 NDF 포지션의 경우, 상반기 중 축적된 원화 약세(달러 롱) 베팅 물량 539억 달러가 7월 이후 청산 방향으로 돌아선 것으로 추정되어(3분기 공식 통계는 10월 중순 공표) 현재 남아있는 달러 롱 포지션 규모는 크지 않다. 해당 포지션은 환율 급등 국면에서 재축적되는 잠재적 현물 달러 매수 수요로 간주되며, 이 같은 재축적이 발생하는 핵심 조건은 미국 금리 상승과 국내 주가 하락이 중첩되는 글로벌 위험회피 국면으로 판단된다. 8월 이후 선물환 시장에서 관측된 달러 매입 흐름은 역외 투기 자금이 아닌 수출기업의 선물환 달러 선매입 수요에 기인한 것으로 파악되므로(1부 6장), 9월 환율 상승 전환 과정에서 역외 주체의 포지션 재축적은 아직 제한적인 수준에 머무는 것으로 판단된다. 다만 뉴욕 NDF 1개월물 호가가 서울 외환시장 종가를 +3.5원 웃돌아 역외 시장의 가격은 원화 약세 방향으로 앞서 움직이고 있다.

향후 4분기 중 원/달러 환율이 1,420원 선을 상향 돌파할 경우 역외 롱 포지션이 재차 누적될 가능성이 존재하며, 이렇게 누적된 롱 포지션이 은행의 커버 매수를 통해 환율 상승 속도를 가속화할 여지도 존재한다.

연기금의 6월 환헤지 물량은 계절성을 통제한 스왑시장 1년물 역전폭 확대 흐름을 통해 12개월물로 추정되며, 이에 따라 해당 포지션의 만기는 2027년 6월에 도래할 것으로 분석된다. 만기 도래 시점에 환헤지 롤오버를 단행하지 않을 경우 현물 달러를 환매수하는 수요가 발생하나, 연기금의 실제 외화 조달은 상당 부분 한국은행과의 외환스왑 라인을 경유하여 이루어지는 것으로 파악된다(1부 4장). 한국은행이 2월과 7월 외환보유액 증감 요인으로 연기금과의 외환스왑을 명시한 점과, IMF 기준 외환당국의 선물환 등 롱포지션이 13억 달러에서 149억 달러로 급증한 추이가 이러한 우회 조달 경로를 뒷받침하는 핵심 근거가 된다. 이와 같은 외환스왑 조달 경로가 유지되는 한, 만기 도래에 따른 달러 환매수와 신규 해외투자 대금 결제분은 현물 달러 시장 내 직접적인 매수 압력으로 표출되지 않을 전망이다. 다만 당국과의 스왑 한도(650억 달러)를 초과하거나 해당 라인을 이용하지 않는 잔여 수요는 현물 시장에서 직접 조달해야 하므로, 2027년 6월 전후 연기금의 내부 환헤지 정책 결정 방향이 2027년 상반기 환율 경로를 좌우하는 중요 조건으로 작용할 수 있다. 4분기 전망 모형 내에서 연기금 환헤지 잔량의 현물 수급 기여도는 일단 중립(0)으로 전제하였다. 다만 환율이 1,450원 부근에 접근하면 6월과 같은 환헤지(선물환 매도)가 재개될 수 있으며, 이는 기여 추정에 넣지 않은 상단 제약 요인으로 11.2에서 다룬다.

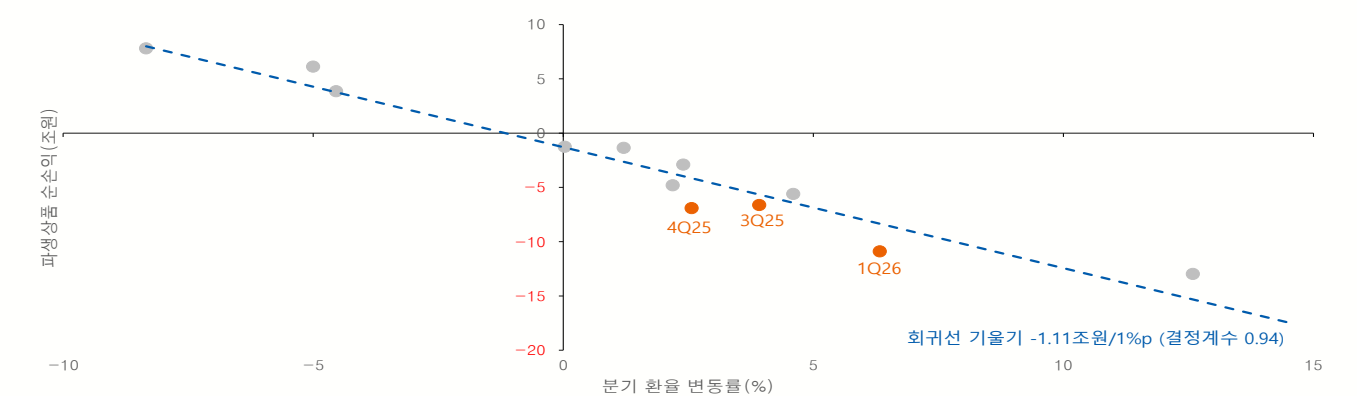
보험사의 환헤지 명목액은 약 1,000억 달러, 헤지 비율은 85~100% 구간으로 추산된다. 보험사의 환헤지 계약은 환율의 상승과 하락 방향에 따라 현물 시장에 미치는 파급력이 상이하게 나타나는 구조적 특징을 지닌 것으로 평가된다. 현재 헤지 비율이 상한 임계치에 근접해 있으므로 환율 하락(원화 강세) 국면에서 헤지 비율을 추가로 상향하여 현물 달러 매도 물량을 확대할 여력은 제한적이다. 반면 원/달러 환율 상승(원화 약세) 국면에서는 기존 헤지 계약에서 대규모 평가손실 및 증거금 납입 부담이 발생하여 불가피하게 헤지 비율을 축소할 유인이 발생한다. 헤지 비율을 축소하는 조정은 만기 도래 선도 거래를 롤오버하지 않거나 기존 선물환 매도 포지션을 조기 환매수하는 방식으로 이루어지며, 이는 필연적으로 거래 상대방인 은행의 커버 목적 현물 달러 매수를 유발하여 현물 환율 상승(원화 약세) 압력을 증폭시키는 기제로 작동한다. 2026년 3월 말 기준 파생상품 순공정가치가 -31조 9,000억 원을 기록한 것은 환율이 1,530원 선까지 상승하는 동안 달러 매도 헤지에서 약 210억 달러 규모의 평가손실 부담이 누적되었음을 시사한다. 한국은행 역시 9월 금융안정 상황 보고서를 통해 환율 상승 시 보험업권의 환헤지 비용, 차환 부담, 증거금 납입 압력이 가중된다고 평가하며 이러한 비대칭적 증폭 리스크를 뒷받침한 바 있다.

따라서 보험사의 환헤지 계약은 4분기 기본 경로(Base)와 강세 경로(Bull)에서는 현물 수급에 중립적으로 작용하며, 위험 경로(Risk) 시나리오 상에서만 현물 환율 상방 증폭 요인으로 작동한다. 향후 환율이 1,450원을 상향 돌파하여 2026년 상반기의 급등 수준으로 회귀할 경우, 보험사의 기계적인 헤지 축소 물량이 환율 상승 폭을 비선형적으로 증폭시킬 가능성을 배제하기 어렵다. 최근 세 분기의 파생상품 평가손익으로 역산한 헤지 명목액(약 1,000억 달러)을 기준

2부. 전망: 4분기 및 2027년 원/달러 환율 경로

으로 하면 헤지 비율을 5%p 하향 조정하는 조치만으로도 약 50억 달러 규모의 현물 달러 매수 수요가 촉발되며, 이는 산술적으로 +8원에서 +13원의 추가적인 환율 상승 요인으로 작용한다. 위험 A 시나리오의 경로(2027년 1,540원대)는 이 증폭을 포함하지 않은 값이므로, 보험사의 헤지 축소가 실제로 나타나면 위험 시나리오의 상단은 그보다 높게 열린다.

[그림 37] 보험업권 파생상품 순손익과 분기 환율 변동률 (2023년 2분기~2026년 1분기)



자료: 금융감독원, 한국은행, 유안타증권 리서치센터
주: 가로축은 분기 환율 변동률, 세로축은 생명보험과 손해보험 합산 파생상품 순손익. 회귀선의 기울기 -1.11조원/1%p 가 헤지 명목액 약 111조원의 근거. 붉은 점은 최근 세 분기. 본문의 약 1,000억 달러는 최근 세 분기 평가손익 역산치(910억~1,230억 달러) 기준

[표 8-1] 잔액별 전환 조건과 4분기 기여

잔액	규모	전환 조건	원화 방향	4분기 기여(추정)	판정 지표
기업 미환전 달러	초과분 245억 ~300억 달러	1,400원대 진입과 상승 전환 기대 약화	상단 억제	환전 시 -37~-78원	1개월물 차익거래 유인 음(-) 전환 + 현물 하락 + 외화예금 감소
보험사 환헤지	명목 약 1,000억 달러 (85~100%)	1,450원 상회 시 헤지 축소	약세 증폭	위험 경로에서 +8~+13원(5%p 당)	파생 순공정가치, 증거금
연기금 환헤지	잔량 50억 ~150억 달러	2027년 6월 만기, 스왑 경유	시장 중립	0	외환보유액 증감 요인, IMF 통포지션
외국인 보유 주식	약 1조 6,400억 달러	미국 금리, 반도체 업황, 분기말 재조정	약세(조건부)	4% 재현 시 +98~+171원	월 순매도 규모, 선물 동반 매도
역외 NDF	청산 후 소규모	급등 국면 재촉적	약세(급등기)	1,420원 상회 시 가속	뉴욕 NDF 1개월물 호가와 서울 종가의 차이, 선물환 거래규모
개인 해외투자	월 20억 ~50억 달러	환율 하락기 매수	하단 완충	+3~+13원/월	예탁결제원 순매수결제

자료: 유안타증권 리서치센터
주: 기여는 환율 민감도 1억 달러당 0.15~0.26 원을 적용하여 도출한 추정치

9. 정책 변수 점검: 환율 상단 억제와 하단 지지의 불균형

외환당국의 환율 하단 방어(원화 약세 유도) 수단 제한, 미국 통화정책 및 주요국 통화 강세 공조에 기반한 상단 억제, 그리고 한국은행 통화정책 반응함수의 환율 조건부 작동 여부는 향후 4분기 환율 밴드의 형태를 결정짓는 핵심 정책 여건으로 분류된다. 이에 따라 이어지는 내용에서는 각 정책 주체의 현재 스탠스와 4분기 예상 경로를 점검하고, 해당 변수들이 환율 밴드의 상단과 하단에 각각 어떠한 차별적인 압력과 강도로 작용하는지를 구체적으로 분석하여 제시한다.

9.1 연준과 한국은행: 한미 정책금리차 경로와 통화정책 반응함수

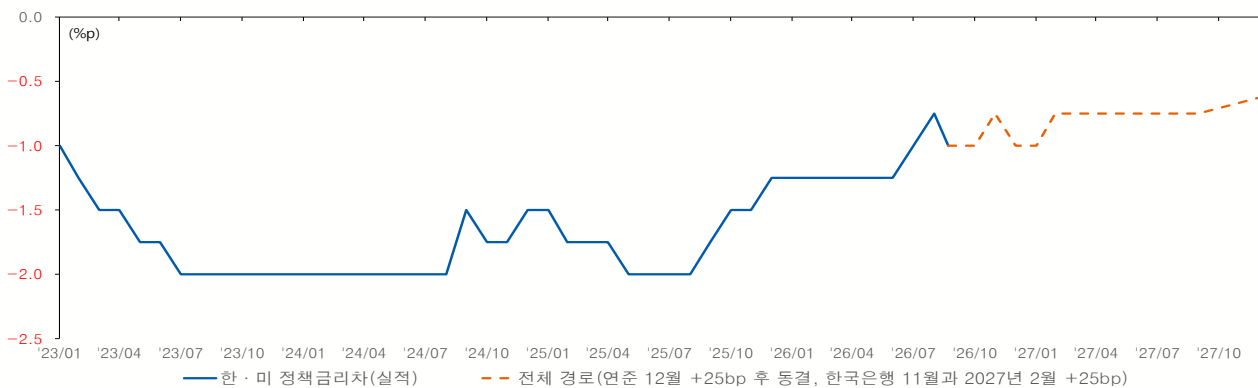
9월 FOMC에서는 25bp 금리 인상이 단행된 가운데, 점도표를 통해 위원 18명 중 16명이 연내 추가 인상 필요성을 시사했다. 이에 따라 시장 참가자들은 10월 금리 인상 확률을 51~61% 수준으로 반영하는 동시에 2027년 상반기까지 총 세 차례의 추가 인상 시나리오를 자산 가격에 선반영하는 흐름을 보였다. 그 결과 미국 국채 2년물 금리는 4.76% 수준으로 상승하였고, 10년물 금리 역시 5% 선을 상회하는 상승세를 나타냈다. 기본 거시 시나리오 상으로는 12월 추가 인상 후 동결 기조 진입에 무게를 두고 있으나, 4분기 원/달러 환율의 방향성에 실질적인 영향을 미치는 변수는 최종 금리의 절대적 레벨보다는 인상 사이클의 종료 시점이 시장과 연제 공유되는지 여부로 판단된다. 금리 인상 종료 공식적으로 확인되는 시점에 도달할 때 달러지수의 상승 동력이 소진되고, 원/달러 환율의 상승세(원화 약세) 역시 임계점에 도달할 것으로 예상되기 때문이다. 따라서 향후 10월 FOMC에서 연속 인상이 단행될 경우 이는 위험(Risk) 시나리오 경로를, 기준금리 동결과 함께 12월 소통 과정에서 긴축 범위가 한정될 경우 기본(Base) 시나리오 경로를 지지하는 정책 조건으로 작용할 전망이다.

2027년 연준의 통화정책 경로는 하반기 원/달러 환율의 방향성과 직접적인 선형 관계로 연결되지는 않을 것으로 예상된다. 2015년 이후 연준이 금리 인하를 개시하거나 재개했던 세 차례의 과거 사례를 살펴보면, 인하 개시 직후 6개월간 외국인 국내 주식 자금은 월평균 11억~80억 달러 규모의 순유출(현물 달러 매수)을 기록하였으며, 원/달러 환율은 두 차례 사례에서 +5%~+9% 수준의 약세(상승) 흐름을 시현한 바 있다. 이는 중앙은행의 금리 인하 조치가 대체로 실물 경기 둔화 우려나 글로벌 위험회피 심리가 고조되는 국면에서 단행되는 경향이 짙기 때문으로 해석된다. 따라서 2027년 하반기 원화 강세(환율 하락) 전망의 주된 논리적 근거는 연준의 직접적인 금리 인하 액션보다는, 오히려 금리 인상 사이클 종료에 대한 확인, 이에 수반되는 달러화의 약세 전환, 그리고 외국인 자금 순유출(달러 환전) 압력의 완화 조건에 기반하여 도출된다.

한편 8월 금융통화위원회 의사록은 원/달러 환율이 한국은행 통화정책 반응함수의 명시적 변수로 편입되어 있음을 시사한 바 있다. 당시 금리 동결을 주장한 소수의견 측은 원화 가치 상승(환율 하락)으로 인해 고환율에 대응하기 위한 제약적 통화정책 유지의 필요성이 완화되었다

고 명시하였으며, 금리 인상을 지지한 다수의견 측 역시 환율 하락 국면임에도 불구하고 내수 비용 및 수요 압력을 인상의 근거로 제시하였다. 이러한 한국은행의 조건부 반응함수는 4분기 환율 밴드의 상단과 하단에 각각 대칭적인 역방향 압력으로 작용할 전망이다. 환율이 1,400원대에 체류할 경우 11월 기준금리 인상에 더해 2027년 1분기 추가 인상의 명분이 강화되며, 이에 따른 한미 정책금리 역전폭 축소가 원/달러 환율의 상단(원화 약세폭)을 억제하는 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 반면 원/달러 환율이 1,340원대로 재차 하락(원화 강세)할 경우 추가 인상 필요성이 희석되어 금리 인상 사이클이 3.25%에서 조기 종료될 가능성이 확대되며, 이는 내외 금리차 역전폭을 유지시켜 환율 하단의 추가 하락 압력을 완화하는 요인이 된다. 결과적으로 한국은행의 반응함수는 향후 환율 밴드의 변동폭을 좁히는(평균회귀적) 방향으로 작동할 것으로 추정되며, 4분기 시나리오의 확률 분포를 통계적 옵션 모형의 밴드 대비 축소된 형태로 설정한 근거 중 하나이다.

[그림 38] 한미 정책금리차의 실적과 전제 경로 (2023년 1월~2027년 12월)



자료: 한국은행, FRED, 유안타증권 리서치센터

주: 한국 기준금리에서 미국 정책금리 상단을 뺀 값. 점선은 전제 경로(연준 12월 +25bp 후 동결, 한국은행 11월과 2027년 2월 +25bp, 2027년 12월 연준 -25bp 절반 반영)

9.2 환율 상하단 제어력과 주요국 중앙은행 스탠스

지난 7월 30~31일 미국 재무부가 일본의 엔화 매수 개입에 동참한 것은 1998년 이후 처음 관측된 이례적 조치이며, 8월 일본의 자체적인 시장 개입 규모(15조 4,000억 엔) 역시 월간 기준 사상 최대치를 기록했다. 미국이 아시아 통화의 절상을 단순 용인하는 수준을 넘어 주도적으로 견인하는 국면에서는, 원/달러 환율의 급격한 상승(원화 약세) 역시 정책적으로 강하게 억제될 수밖에 없다. 2026년 6월 1,550원 도달 사례는 이러한 정책 제약이 절대적이지 않음을 방증하나, 그 이후 글로벌 공조 개입이라는 새로운 정책 수단이 시장에 확인되었으므로 향후 4분기 원/달러 환율의 상단은 1,450원 부근에서 일차적인 저항선이 형성될 것으로 판단된다.

반면 환율 하단의 제반 여건은 이와 상이한 양상을 띤다. 외환당국은 2015년 이후 경상수지 흑자를 통한 달러 유입 물량을 준비자산으로 흡수하지 않고 있으며, 현재 국면에서 외환보유액을 확충하기 위한 공개적인 현물 달러 매입은 미국의 거시 정책 방향과 충돌할 소지가 다분하다. 따라서 정책 당국이 가동할 수 있는 환율 하단 방어 수단은 구두 개입과 연기금 외환스왑 한도의 축소(연기금의 현물 달러 매수 유도) 정도로 제한되며, 실질적인 환율 하단 지지력은 거주자 개인의 해외주식 투자(현물 달러 매수)와 수출기업의 달러 재축적(현물 매도 지연) 등 민간 수급이 담당하는 구조이다. 이처럼 환율 상단은 정책 개입이 억제하고 하단은 민간 수급이 지지하는 불균형적 구조가 4분기 밴드의 형태를 결정지으며, 이러한 상하단 제어력의 차이로 인해 환율 상승 전환 국면에서는 하단 방어선보다 상단 저항선의 돌파 여부가 우선적으로 시험받을 것으로 예상된다.

주요국 통화정책 동향을 살펴보면 일본은행(BOJ)은 9월 18일 회의에서 25bp의 금리 인상을 단행하였으나, 7대 2의 표결 결과와 연속 인상 가능성에 선을 그은 우에다 총재의 발언으로 인해 시장은 이를 완화적 인상으로 해석하였고, 그 결과 달러/엔 환율은 157엔대로 반등(엔화 약세)하였다. 연준과 일본은행이 동일한 폭의 금리 인상을 이어갈 경우 미일 정책금리차는 연말까지 2.625%p 수준에서 유지되므로, 4분기 엔화의 방향성은 양국 금리차보다는 당국의 개입 체제 유지 여부와 일본 기관투자자의 환헤지 비율 확대에 좌우될 전망이다. 한국은행이 8월 금통위 의사록에서 일본 엔화(재정 우려 및 수급 불균형)와 원화(경상흑자 기반)의 펀더멘털 차별화가 상당 기간 지속될 것이라고 평가한 바와 같이, 이번 전망에서도 엔화 약세 흐름이 원/달러 환율의 상승(원화 약세)으로 기계적으로 전이된다고 간주하지 않는다. 한편 유럽중앙은행(ECB)은 9월 금리 인상 이후 12월 추가 인상 기대가 자산 가격에 반영됨에 따라 유로/달러 환율이 1.16 안팎에서 지지력을 확보할 것으로 예상되며, 이는 달러지수의 상단을 101 부근에서 제약하는 주요 요인으로 작용할 전망이다.

[표 9-1] 정책 주체별 현재 위치와 4분기 전제

정책 주체	현재 위치	4분기 전제	밴드에 대한 작용
연준	3.75~4.00%, 범위 미언급	12월 +25bp, 10월 인상 확률 51~61%	인상 종료 소통이 상승 전환의 종착을 결정
한국은행	3.00%, 환율 조건부	11월 3.25%	1,400원대에서 상단 억제, 1,340원대에서 하단 완충
미일 재무당국	미일 공조개입, 아시아 통화 절상 압력	지속	상단 1,450원 제약
외환당국	준비자산 흡수 없음, 스왑 라인 650억 달러	구두 개입	하단 수단 제한
일본은행	1.25%, 완화적 인상	12월 추가 인상 여지	엔화와 원화의 디커플링 지속
유럽중앙은행	2.50%, 매파	12월 추가 인상	유로 1.14~1.16 지지, 달러지수 상단 제약

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 39] 한·미 1년 OIS 금리차와 원/달러 환율 (2025년 1월~2026년 9월 18일)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주: 9월 18일 한미 1년 OIS 격차는 90.6bp로 올해 최대를 기록했지만, 원/달러 환율은 연초보다 낮은 수준. 금리차 확대가 최근 환율 반등과는 맞물렸어도, 연중 환율 전체를 지배한 단일 요인은 아니었음을 방증

10. 시나리오 분석: 전망 방법론, 조건부 경로, 판단 확률

앞서 분석한 외화 대기 잔액별 현물 전환 조건(8장)과 주요국 정책 여건(9장)을 결합할 경우, 원/달러 환율이 전개될 수 있는 예상 경로는 복수의 조건부 시나리오로 세분화된다. 특정 거시 조건들의 동시 성립 여부에 따라 환율의 방향성이 결정되므로, 향후 시나리오는 단순한 환율의 절대적 수준이 아니라 거시 조건들이 함께 작동하는 메커니즘의 묶음으로 정의하며, 각 시나리오별로 실현 가능성(판단 확률)을 부여한다. 이를 위해 먼저 전망을 위한 분석 방법론을 소개하고, 시나리오별 조건과 경로를 제시한 뒤, 이러한 자체적인 확률 분포가 옵션시장에 내재된 확률과 어느 지점에서 얼마만큼의 괴리를 보이는지를 구체적으로 점검한다.

10.1 전망을 위한 분석 방법론

원/달러 환율 전망은 성격이 상이한 두 확률 분포를 각각 산출한 뒤 서로 대조하는 구조로 설계했다. 하나는 거시 전제와 수급 조건으로 도출한 시나리오별 조건부 경로에 판단 확률을 부여하여 산출한 시나리오 혼합분포이며, 다른 하나는 옵션 가격에 내재된 확률 분포에 펀더멘털 정보를 제한적으로 반영해 도출한 옵션 모형이다.

시나리오 혼합분포가 현재 진행 중인 외환시장 내 미시적 수급 동향을 조건부로 반영하는 반면, 옵션 모형은 이를 통제하지 않는다. 따라서 두 분포를 병렬로 대조하면, 시나리오 혼합분포가 시장 가격에 내재된 분포와 어느 방향으로 얼마나 괴리를 형성하는지 명확히 점검할 수 있다. 모형을 구성하는 요소별 추정식과 세부 산출 수치는 부록 C에 수록했다.

조건부 경로는 월간 펀더멘털 모형과 모형 밖의 수급 보정으로 구성했다. 월간 모형은 표 7-2의 거시 변수를 통해 원/달러 월간 변동률을 설명하는 선형 모형으로, 시나리오별 거시 전제를 분기별 환율 경로로 치환하는 조건부 기댓값 산출 장치로 활용했다. 다만 선형 모형은 평균적인 반응만을 도출하므로, 환율 급락 이후의 상승 전환 국면에서 포지션 청산이나 기업이 보유한 미환전 달러의 현물 매도처럼 비선형적으로 발생하는 수급 동향을 반영하지 못한다. 이에 따라 4분기 예상 경로는 과거 여섯 차례의 상승 전환 평균 경로와 수출기업의 선물환 선매입 및 원화 환전 조건을 반영해 보정했고, 2027년 경로는 보정된 4분기 말 레벨에서 출발하도록 모형 경로를 조정한 뒤, 기본 시나리오에 한해 기업 예치 초과분의 원화 환전(현물 달러 매도)을 모형 외 요인으로 추가 반영했다.

국제 유가는 별도의 확률 분포를 통해 시나리오별 조건부 평균으로 연결했다. WTI 옵션의 내재 분포와 원유 수급 펀더멘털 모형을 결합한 유가 확률 분포를 하위 25%, 중간 45%, 상위 30% 구간으로 분할하고, 각 구간의 조건부 평균을 강세, 기본, 위험 A 시나리오의 유가 전제로 설정했다. 특정 분위수 지점이 아닌 구간 전체의 평균을 적용한 것은 각 시나리오가 해당 구간에 속하는 유가 경로 전체를 대변하도록 하기 위해서다. 유가 변수와 독립적으로 작동하는 반도체 업황 조정 경로인 위험 B 시나리오에는 기본 시나리오의 유가 전제를 동일하게 적용했다.

옵션 모형은 위험중립 확률 분포의 중심을 펀더멘털 경로 쪽으로 제한적으로 이동시킨 분포다. 먼저 만기별 등가적 내재변동성, 리스크리버설, 버티플라이 지표로부터 행사가격별 변동성을 복원하고, 이를 옵션 가격 곡선으로 변환하여 행사가격에 대해 두 번 미분하는 방식으로 만기별 위험중립 확률 밀도를 추출했다. 위험중립 분포의 평균은 정의상 선물환율에 위치하므로, 여기에 월간 모형과는 독립적으로 21개 거시 변수를 4개 요인으로 축약해 추정된 VECM(벡터 오차수정모형)의 펀더멘털 균형 경로를 결합했다. 두 추정치의 불확실성에 대비해 가중치를 적용해 새로운 중심을 설정하고, 이 평균 조건을 충족하면서 원래 분포의 형태 변화를 최소화하는 엔트로피 킬링 방식으로 분포를 조정했다. 다만 1부에서 확인했듯이 단일 앵커의 장기 균형관계는 단위근 및 공적분 검정에서 지지되지 않으므로, 펀더멘털 경로의 불확실성을 3배 확대 적용하여 그 영향력을 제한했다. 결과적으로 분포 중심에 대한 시장(선물환율)의 기여도가 만기별로 80~87%에 달해 옵션 모형이 가리키는 방향은 선물환율과 크게 다르지 않다. 이에 방향에 대한 판단은 시나리오 혼합분포가 맡고 옵션 모형은 시장 가격에 반영된 불확실성의 크기와 상하방 비대칭을 제공하도록 역할을 나눴다. 옵션 모형의 분포는 시장 참가자들이 실제 거래 가격에 매긴 위험의 크기를 담고 있어 판단 확률이 시장에서 얼마나 벗어나 있는지를 재는 기준이 되며, 4분기 확률 구간(11장)과 환헤지 비율 및 잔여 위험의 산정(14장)에 활용된다.

시나리오 혼합분포는 자체 도출한 판단 확률을 옵션 모형과 동일한 확률 분포의 형태로 치환하여 산출했다. 네 가지 시나리오의 분기말 환율 경로를 중심으로 월간 모형의 잔차(월 1.23%)를 누적한 폭의 분포를 상정하고, 이를 각 시나리오별 판단 확률(강세 25%, 기본 45%, 위험 A 18%, 위험 B 12%)로 가중 합산했다. 각 시나리오의 밴드 폭을 기본 밴드(표 10-2)와 동일한 잔차 기준으로 설정했으므로, 구간별 확률은 자의적인 밴드 설정이 아닌 모형 고유의 예측 오

차로부터 도출된다. 시나리오별 판단 확률은 각 경로를 구성하는 거시 메커니즘이 성립할 가능성을 수치화한 것이며, 국제 유가 급등과 연준의 정책금리 인상처럼 인과 사슬로 연결된 사건은 단일 시나리오로 통합하여 확률의 이중 계산을 방지했다.

10.2 조건부 시나리오 설정과 2027년 예상 환율 경로

각 시나리오는 환율의 단순한 레벨이 아니라 시장에 작동하는 수급 및 정책 메커니즘으로 정의할 수 있다.

먼저 **기본(Base) 시나리오**는 연준이 12월 정책금리 인상 후 동결 기조에 진입하고, 4분기 원/달러 환율의 상승 흐름이 1,400원대에서 기업의 현물 달러 매도(원화 환전) 개시로 억제된 뒤, 2027년 상반기 중 외국인 주식 자금 유출(현물 달러 매수)과 경상수지 흑자폭 축소가 겹치며 원화 약세 압력으로 작용하다가, 하반기에 달러 약세 및 위안화 강세 동조화와 맞물려 강세로 되돌립하는 경로를 상정한다.

강세(Bull) 시나리오는 연준이 2027년 하반기에 금리 인하기로 전환하고 달러지수가 4% 하락하며, 하반기 중 외국인 자금이 월 30억 달러 규모의 주식 순매수(현물 달러 매도)로 복귀하는 경로를 가정한다. 이때 국제 유가는 정상화에 따른 급락(2027년 WTI 55달러)을 전제로 한다.

위험(Risk) 시나리오는 내부적으로 두 가지 세부 경로로 세분화한다. **위험 A 시나리오**는 호르무즈 해협 등 지정학적 긴장 재점화로 국제 유가가 상위 30% 구간(WTI 108~114달러)에 고착화되고, 헤드라인 물가 상승 압력을 통해 연준이 2026년 10월에도 금리를 인상하며, 상반기 중 달러지수가 3% 반등하는 가운데 글로벌 위험회피 심리로 외국인 자금이 월 20억~50억 달러 규모로 순유출되는 경로이다. **위험 B 시나리오**는 글로벌 AI 투자 사이클 조정으로 국내 반도체 수출이 둔화하여 경상수지 흑자 규모가 15% 축소되고, 외국인 자금이 2027년 상반기까지 월 40억~50억 달러 순유출(달러 환전)되는 반도체 업황 조정 경로로 설정하며, 연준의 통화정책과 달러지수 여건은 기본 시나리오와 동일하게 유지한다.

위험 시나리오를 두 갈래로 분리한 주된 이유는 거시 변수 간의 이중 계산을 방지하기 위함이다. 국제 유가의 급등은 헤드라인 물가 상승을 통해 연준의 정책금리 인상을 유도하는 핵심 원인으로 작용하므로, 유가 급등과 연준 금리 인상을 완전히 독립된 사건으로 간주하여 곱할 경우 위험 시나리오의 실현 확률이 과소 평가될 우려가 존재한다. 위험 A는 유가 급등에서 연준 금리 인상, 그리고 달러화 강세로 이어지는 단일한 인과 사슬로 구성되며, 위험 B는 유가 변수와 독립적으로 작동하는 반도체 사이클 고유의 하방 리스크로 간주한다. 이 두 가지 하방 위험이 동시에 실현되는 극단적 상황은 스트레스 국면으로 별도 분류하였으며, **각 시나리오별 최종 판단 확률은 강세 25%, 기본 45%, 위험 A 18%, 위험 B 12%로 배분하였다.**

[표 10-1] 시나리오의 정의

구분	강세	기본	위험 A: 공급충격 지속	위험 B: 반도체 조정
판단 확률	25%	45%	18%	12%
핵심 전개	연준 인하 전환, 달러 약세와 외국인 복귀	12월 인상 후 동결, 상반기 약세 후 하반기 강세	중동 재긴장→유가 급등→연준 연속 인상→달러 강세	AI 투자 조정→반도체 수출 둔화→흑자 축소와 외국인 이탈
연준	2027년 하반기 인하 전환	12월 인상 후 동결 (2027년 4분기 인하 가능)	10월과 12월 연속 인상	기본과 동일
달러지수(2027년)	연간 약 4% 하락	하반기 약세 전환 (연간 약 3% 하락)	상반기 약 3% 상승 후 반락	기본과 유사
WTI (4분기 →2027년 평균)	72.6 → 55.5달러	88.9 → 77.3달러	114.2 → 108.4달러	88.9 → 77.3달러
경상수지 (2027년)	약 4,100억 달러 (유가 하락)	3,900억 달러	약 3,500억 달러 (유가 상승)	약 3,300억 달러 (반도체 수출 둔화)
외국인 주식 자금 (월평균)	하반기 순유입 전환	유출 축소 후 연말 소폭 유입	연중 순유출	상반기 유출 집중
2026년 4분기	순유출 20억 달러	순유출 30억 달러	순유출 50억 달러	순유출 40억 달러
2027년 상반기	순유출 10억 달러	순유출 30억 달러	순유출 40억 달러	순유출 50억 달러
2027년 하반기	순유입 30억 달러	순유입 약 8억 달러	순유출 20억 달러	순유출 10억 달러
기업 예치 달러 환전	원화 강세 기대로 4분기부터 분산 환전, 하락 속도를 높이는 요인	2027년 2분기 고점 통과 후 초과분 절반 (120억~150억 달러) 환전, 하반기 -30원	1,450원 이상에서 일부 환전되나 상승 기대로 규모가 작아 상당 억제력 약화	반도체 둔화로 신규 예치가 줄어 환전 여력 축소, 상당 억제력 약화

자료: 유안타증권 리서치센터

주: 외국인 주식 자금은 시나리오 전체의 월평균이며 첫 행은 2027년 흐름의 요약. 유가는 WTI 옵션 내재분포와 수급 펀더멘털 VECM을 결합한 확률분포에서 강세, 기본, 위험 A가 각각 하위 25%, 중간 45%, 상위 30% 구간의 조건부 평균. 경상수지의 괄호는 기본 대비 변화의 원인. 기업 예치 달러 환전은 기본 시나리오에만 모형 외 보정(-30 원)으로 반영했으며, 강세 시나리오의 조기 환전과 위험 시나리오의 부분 환전은 경로에 더하지 않았음. 스트레스 경로(위험 A에 WTI 95 분위 128.3 → 125.2 달러와 경상수지 약 3,300억 달러를 결합)는 확률을 부여하지 않은 참고 경로로 2027년 3분기 말 1,553 원

[표 10-2] 시나리오별 분기말 원/달러 환율

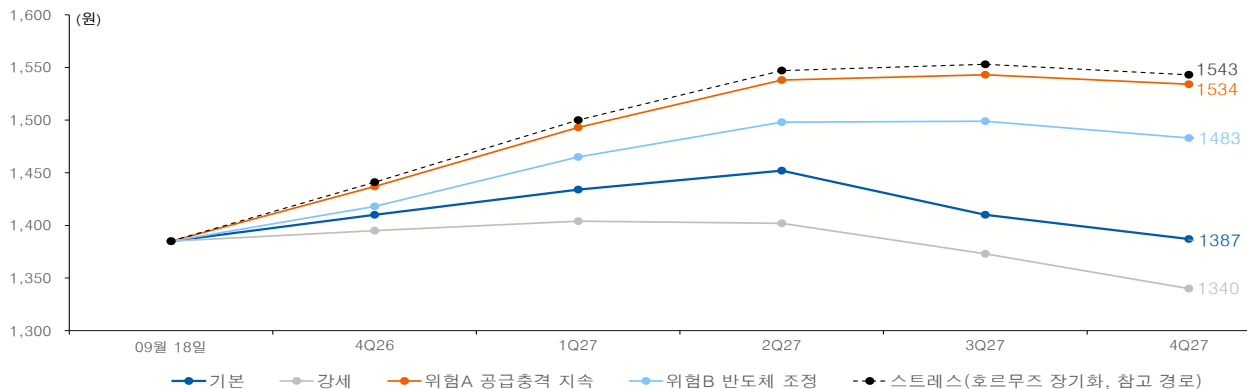
분기말	기본	기본 25~75%	강세	위험 A	위험 B	스트레스
2026년 4분기	1,410	1,390~1,430	1,395	1,437	1,418	1,441
2027년 1분기	1,434	1,405~1,463	1,404	1,493	1,465	1,500
2027년 2분기	1,452	1,416~1,489	1,402	1,538	1,498	1,547
2027년 3분기	1,410	1,370~1,451	1,373	1,543	1,499	1,553
2027년 4분기	1,387	1,343~1,432	1,340	1,534	1,483	1,543

자료: 유안타증권 리서치센터

주: 4분기는 상승 전환 국면의 수급 분석으로 보정한 값이며 2027년은 월간 모형의 경로를 4분기 말 1,410 원에서 출발하도록 이동한 값. 기본 시나리오의 2027년 3분기 이후에는 기업 예치 초과분의 부분 환전(모형 외 보정, -30 원)을 반영. 기본 25~75%는 월간 모형 잔차(월 1.23%)의 누적 기준

2부. 전망: 4분기 및 2027년 원/달러 환율 경로

[그림 40] 시나리오별 분기말 원/달러 환율 경로 (2026년 9월 18일~2027년 4분기)



자료: 유안타증권 리서치센터

주: 출발점은 9월 18일 증가 1,383.3 원. 위험 A는 공급충격 지속, 위험 B는 반도체 조정, 스트레스는 위험 A에 유가 95 분위와 위험 B 수준의 경상수지(약 3,300 억 달러)를 결합한 참고 경로

기본 시나리오에서 원/달러 환율 경로는 2027년 2분기 말 1,452원에서 정점을 형성할 전망이다. 4분기 환율 상승폭이 1,410원 안팎에서 억제된 뒤, 2027년 상반기에는 외국인 자금 유출과 경상수지 흑자의 장기 추세 대비 하회 현상이 중첩되며 원화 약세 압력으로 작용할 것으로 예상된다. 하반기에는 달러지수 하락, 위안화 강세 동조화, 그리고 외국인 자금 유출 중단이 맞물리며 현물 시장 수급이 원화 강세 압력으로 전환될 것으로 예상된다. 여기에 앞서 확인한 기업의 미환전 초과 보유 달러가 대규모로 현물시장에 매도 물량으로 출회한다면 추가적인 하방 변수로 가세할 수 있다. 기본 시나리오에서는 환율 상승 전환에 대한 기업의 기대 심리는 환율이 상반기 고점을 통과하고 연준의 인상 사이클 종료가 가시화되는 시점에 약화될 것으로 추정되므로, 미환전 초과 보유 달러 보유분 245억~300억 달러 중 절반 수준(120억~150억 달러)이 3분기 이후 현물 시장에 매도(원화 환전)된다고 가정하여 약 -30원의 추가 하락 압력을 월간 모형 외생 변수로 반영하였다.

기업의 미환전 초과 보유 달러의 현물 전환 비율을 절반 수준으로 보수적으로 설정한 이유는, 2027년 상반기 환율 경로가 대규모 현물 매도 출회 구간(1,450원 부근)에 진입함을 감안할 때 2022년 12월 누적 초과분의 80%가 4개월 이내에 줄어들었던 과거 실증 선례 대비 무리가 없는 수준으로 판단되기 때문이다. 결과적으로 기본 시나리오의 2027년 4분기 말 예상 환율은 1,387원으로 상반기에 상승한 폭보다 하반기 하락폭이 더 크게 나타나는 경로다.

강세 시나리오의 경우 원/달러 환율이 4분기 중 1,395원 선에서 멈춘 뒤 2027년 연중 완만한 하락세를 이어가며 연말 1,340원에 도달할 것으로 추정된다. 반면 위험 시나리오 하에서는 환율 상승에 대한 시장의 기대 심리가 소멸하지 않아 기업의 현물 달러 매도 전환이 개시되지 않을 것으로 간주하여, 앞선 -30원의 외생적 하방 보정을 적용하지 않았다. 위험 A 경로는 2027년 3분기 1,543원까지 상승한 후 이 레벨이 유지되며, 위험 B 경로는 2027년 3분기 1,499원을 고점으로 형성한 뒤 1,483원 선까지 하락할 것으로 도출된다.

2027년 경상수지 흑자가 2026년보다 500억 달러 줄어든다는 전제의 영향은, 흑자가 2026년과 같은 4,400억 달러에 머무는 경우와 비교하면 모든 시나리오의 2027년 4분기 말 경로를 +16원에서 +20원 높이는 크기다. 두 가지 위험 시나리오를 확률적(18%, 12%)으로 가중 평균하여 도출한 2027년 4분기 말 원/달러 환율은 1,514원으로 산출된다.

10.3 시나리오 분포와 옵션 모형 확률의 괴리 점검

제시된 시나리오별 확률 분포가 외환시장에 내재된 확률과 어떠한 편차를 나타내는지를 확인하기 위해, 통계적 옵션 모형이 산출한 구간별 확률 분포와 거시 시나리오를 융합한 혼합분포를 병렬로 대조해 제시했다. 해당 혼합분포는 앞서 설정한 네 가지 시나리오(강세, 기본, 위험 A, 위험 B) 각각에 대하여 분기말 중앙값을 중심으로 월간 모형 잔차(월 1.23%)를 누적한 표준편차만큼 퍼진 분포를 가정한 뒤, 각 시나리오별 판단 확률(25%, 45%, 18%, 12%)로 가중 평균하여 도출된다. 이는 자체적인 거시 전망 경로를 옵션시장과 동일한 확률 분포의 형태로 치환하여, 양 분포 간의 괴리를 직관적으로 비교하기 위함이다.

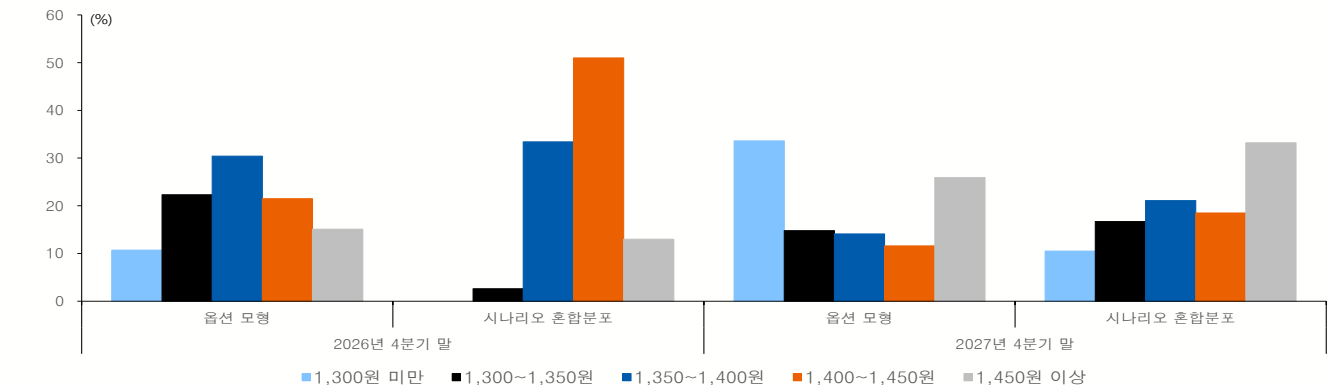
[표 10-3] 구간 확률: 옵션 모형과 시나리오 혼합분포

구간	4분기 말 옵션 모형	4분기 말 시나리오 혼합분포	2027년 4분기 말 옵션 모형	2027년 4분기 말 시나리오 혼합분포
1,300원 미만	10.7%	0.0%	33.6%	10.5%
1,300~1,350원	22.3%	2.6%	14.8%	16.7%
1,350~1,400원	30.4%	33.4%	14.1%	21.1%
1,400~1,450원	21.5%	51.0%	11.6%	18.5%
1,450원 이상	15.1%	13.0%	25.9%	33.2%
현물(1,388.9원) 하회 확률	57.0%	24.2%	59.5%	-

자료: 유안타증권 리서치센터

주: 옵션 모형은 옵션 가격에 내재된 확률분포의 중심을 편더멘탈 균형 경로 쪽으로 13~20% 기울인 분포, 혼합분포는 각 시나리오의 분기말 값을 중심으로 월간 모형 잔차(월 1.23%)를 누적한 표준편차(4분기 말 2.1%, 2027년 말 4.8%)의 로그정규분포를 판단 확률로 가중, 기본 시나리오의 폭은 표 10-2의 25~75% 구간과 같은 기준, 현물(1,388.9원)은 옵션 모형의 기준점인 9월 18일 블룸버그 종합 증가로 서울 증가(1,383.3원)와 5.6원 차이

[그림 41] 구간 확률의 대조 (2026년 4분기 말, 2027년 4분기 말)



자료: 유안타증권 리서치센터

두 확률 분포 간의 괴리는 4분기 말 구간에서 가장 뚜렷하게 관찰된다. 통계적 옵션 모형은 4분기 말 원/달러 환율이 1,350원을 하회할 확률을 33% 수준으로 반영하는 반면, 도출된 시나리오 혼합분포 상의 해당 확률은 3% 수준에 불과한 것으로 나타난다. 이러한 편차는 향후 4분기 환율 상승 전환(원화 약세) 국면에서 발현될 수급 여건의 차이에 기인하며, 구체적인 논거는 다음과 같은 네 가지 메커니즘으로 분류할 수 있다.

첫째, 옵션 모형의 산출 기준점은 선물환율에 위치한다. 선물환율은 현물환율에서 한미 단기금리차만큼 기계적으로 차감되어 산출되므로, 그 자체로 외환시장의 방향성 정보를 내포하지 않는다. 옵션 모형이 4분기 말 환율이 현재 현물환율보다 낮아질 확률을 57%로 높게 산출하는 현상은, 국내 통화 금리가 미국 달러화 금리보다 낮아 선물환율이 현물환율을 하회하는 디스카운트 상태에 기인한 결과일 뿐, 실제 외환시장 참여자들이 원화 강세를 예상한 결과가 아니다.

둘째, 60영업일 이내에 8% 이상 원화 강세가 진행된 이후 상승 전환으로 되돌림하는 패턴은 2010년 이후 관찰된 여섯 차례의 과거 사례 모두에서 나타난 바 있다. 현재 국면 역시 7영업일 만에 3.5%의 반등을 기록하며 과거 평균적인 상승 경로를 선행하고 있다.

셋째, 원/달러 환율이 재차 하락(원화 강세)하기 위해 필요한 세 가지 핵심 조건이 현재 모두 역방향으로 작동하고 있다. 9월 FOMC 이후 미국 국채 2년물 금리가 반등(+10bp)하였고, 9월 중 외국인 투자자가 94억 달러 규모의 국내 주식을 순매도(현물 달러 매수)하였으며, 1개월물 차익거래 유인이 +20bp 수준을 기록해 스왑시장에서 은행권의 달러 초과 공급이 이어지고 있음을 보여 주고 있어, 수출기업의 현물 달러 매도(원화 환전)가 아직 개시되지 않은 상태다.

넷째, 8월 중 은행 간 선물환 일평균 거래 규모가 21억 달러에서 32억 달러로 급증한 현상은, 향후 환율 상승 전환을 대비한 기업의 선물환 달러 매입이 늘었음을 시사한다. 결론적으로 옵션 모형의 분포는 현재 진행 중인 미시적 수급 동향을 통제하지 않은 통계적 결과물인 반면, 시나리오 혼합분포는 환율의 상승 전환 흐름이 진행 중이라는 실무적 관측을 조건부로 반영한 분포다.

한편 2027년 4분기 말에는 1,450원 이상 구간에서 혼합분포가 옵션 모형보다 다소 높은(혼합분포 33.2%, 옵션 모형 25.9%) 반면, 1,300원 미만 구간은 옵션 모형 33.6%, 혼합분포 10.5%로 차이가 크게 남는다. 옵션 모형은 선물환율을 따라 중심이 계속 낮아지고 만기가 길수록 분포의 폭이 넓어져 1,300원 미만에도 큰 확률을 두기 때문이다. 자체 도출한 혼합분포 상에서 2027년 연말 원/달러 환율이 1,450원을 상회할 확률이 33%에 이르는 것은 환율 상승 리스크를 견인하는 두 가지 위험 시나리오(합계 30%)의 분포 대부분이 1,450원 위에 놓이고 기본 시나리오의 상단 꼬리가 더해지기 때문이며, 1,300원을 하회할 확률 11%는 하방을 지지하는 강세 시나리오의 2027년 연말 환율이 1,340원 선으로 산출되고 기본 시나리오의 하단 꼬리가 더해진 결과다.

11. 4분기 환율 경로: 상승 전환 국면 전개와 상단 저항선

4분기는 9월에 개시된 원/달러 환율 상승 전환 국면의 상단 저항 레벨을 가늠하는 핵심 시기다. 외환시장의 현 수급 여건을 점검하여 월별 예상 경로와 밴드를 산출하고, 해당 밴드의 상단과 하단을 제어하는 상이한 정책 및 수급 동력을 분석한다. 아울러 10월과 12월의 주요 매크로 분기점에 대한 점검 지표를 함께 제시한다.

11.1 현재 외환시장 수급 여건과 월별 환율 경로

원/달러 환율은 9월 9일 저점(1,336.1원)에서 9월 18일 종가(1,383.3원)까지 7영업일 만에 +47원(+3.5%) 반등했다. 반등은 FOMC 이전인 9월 16일까지 외국인 주식 순매도 재개와 함께 +32원이 먼저 진행되었고, 9월 FOMC(한국 시간 17일)에서 25bp 정책금리 인상 및 연내 추가 인상 가능성을 시사하는 가운데 긴축의 상단을 제한하는 포워드 가이드가 부재하면서 이틀간 +15원이 더해졌다. 이에 따라 미국 국채 2년물 및 10년물 금리가 각각 4.76%, 5.01%로 상승하고, 달러지수 역시 100.2 수준으로 반등하며 달러/엔 환율은 157엔 선에 근접했다.

사전에 설정한 환율 상승(원화 약세) 경로 진입의 핵심 조건, 즉 외국인 투자자의 국내 주식 순매도(현물 달러 매수) 재개, 현물환율의 반등, 그리고 1년물 차익거래 유인의 역전폭 확대가 모두 충족된 상태다. 외환 스왑시장에서는 전 만기에 걸쳐 차익거래 유인이 재차 확대되었다. 특히 1년물 차익거래 유인은 -43bp 수준으로 8월 초 이후 가장 강력한 달러 차입 수요 우위 상태를 나타내고 있다. 1개월물 차익거래 유인은 9월 11일 +37bp에서 +20bp로 축소되었으나 여전히 플러스 구간을 유지하고 있어, 은행권의 달러 초과 공급 상태는 이어지고 있는 것으로 분석된다.

9월 셋째 주 환율 상승폭의 약 3분의 2(+23.7원)가 서울 외환시장 정규 거래 시간대에 발생하였으며, 역외 NDF 1개월물 호가는 서울 현물 증가 대비 3.5원 높게 형성되는 등 역외 시장 참여자들이 환율 상승(원화 약세) 방향을 선행하여 반영하고 있다.

결과적으로 현재의 상승 전환은 외국인 자금 유출과 미국 금리 상승에 기업의 선물환 포지션 조정이 더해진 초기 국면에 진입해 있으며, 수출기업의 미환전 달러는 아직 현물시장에 매도 물량으로 출회되지 않은 것으로 추정된다.

[표 11-1] 4분기 월별 경로와 밴드

시점	기본 경로	옵션 모형 중앙값	옵션 모형 25~75%	옵션 모형 5~95%
10월 말	1,395	1,385	1,359~1,411	1,322~1,457
11월 말	1,403	1,381	1,345~1,418	1,292~1,483
12월 말	1,410	1,378	1,336~1,423	1,273~1,503

자료: 유안타증권 리서치센터

주: 기본 경로의 10월과 11월 값은 4분기 말 1,410 원으로의 선형 보간이며 상승 전환의 속도에 따라 앞당겨질 수 있음. 옵션 모형의 월말 값은 1~3개월을 표준 만기 옵션의 만기일(9월 21일 가격산정, 결제일 9월 23일 기준으로 10월 23일, 11월 23일, 12월 23일)로 월말을 대신한 것이라 실제 월말과 약 1주 차이

기본 시나리오 상의 4분기 말 예상 환율은 1,410원으로 환율 상승 흐름이 1,400원대 초반에서 일차적으로 저항을 받고, 기업의 미환전 초과 보유 달러가 매도 물량으로 출회되며 상단을 제어할 것이라는 판단에 근거한다. 과거 유사 국면의 여섯 차례 사례를 현재 저점(1,336원)에 적용할 경우, 20영업일 후 1,375원, 3개월 후 1,396원, 6개월 이내 고점은 1,436원 선으로 도출되며, 현재 상승 속도는 20영업일 평균 경로를 이미 상회하고 있다.

기업의 1차적인 달러 매도(원화 환전) 개시 구간이 1,400원대로 추정되고, 2026년 1분기 당시 대규모 달러 매도 물량이 1,440~1,530원 구간에서 집중 소화되었음을 감안할 때, 4분기 말 1,410원은 상승 국면이 대규모 현물 매도 출회 구간(1,450원 부근)에 진입하기 직전의 수준이다. 이는 옵션 모형이 산출한 중앙값(1,378원) 대비 +32원 높은 수준으로 현재 진행 중인 외환시장 내 미시적 수급 여건을 조건부로 반영한 추산치이며, 옵션 모형의 25~75% 확률 구간(1,336~1,423원) 범위 내에 안정적으로 부합한다.

11.2 4분기 환율 상하단 제어 요인과 주요 정책 점검 지표

4분기 원/달러 환율의 상단 저항선은 1,450원으로 설정했다. 1,450원 부근은 미국과 일본의 절상 공조 및 국내 외환당국의 쓸림 경계 등 정책적 제약과, 기업이 미환전 초과 보유 달러를 현물시장에 매도(원화 환전)하고 연기금이 환헤지를 재개하는 등의 수급적 제약이 중첩되는 구간이다. 앞서 8장에서 도출한 추산치에 따르면, 기업의 미환전 초과 보유 달러의 현물 매도 전 환만으로도 -37원에서 -78원 규모의 강력한 하방 압력(원화 강세 압력)이 발생할 것으로 분석된다.

위험 A 시나리오 상의 4분기 말 예상 환율(1,437원) 역시 1,450원 상단 아래에 위치한다. 4분기 말 기준으로는 위험 A와 B가 접치는 스트레스 경로(1,441원)도 이 저항선 아래에 있어 4분기 중 돌파는 시나리오 밖의 급격한 충격에 국한될 것으로 판단되나, 2026년 6월 1,550원 도달 사례는 이러한 상단 돌파 가능성을 완전히 배제할 수 없음을 시사한다. 다만 2027년 상반기에는 위험 A와 B 경로 모두 1,450원을 넘어선다.

반면 4분기 환율 하단 지지선은 시나리오 혼합분포의 하위 5~10% 구간(1,359~1,370원)에 해당하는 1,360원 수준으로 도출된다. 현재와 같은 환율 상승 전환(원화 약세) 국면에서는 하단의 지지력이 상단 저항력 대비 상대적으로 취약한 구조를 띤다. 정책적 지지가 없어 재하락 조건이 갖춰지면 쉽게 밀린다는 뜻이며, 현재는 다음의 세 조건이 모두 반대 방향에 있다. 환율이 재차 하락(원화 강세) 흐름으로 전환되기 위해서는 미국 국채 2년물 금리가 4.3~4.5% 구간으로 하락하고, 외국인 주식 순매도(현물 달러 매수) 기조가 진정되며, 1개월물 차익거래 유인이 마이너스(-) 구간으로 반전하여 기업의 대규모 현물 매도(원화 환전)가 개시되는 조건의 동시 충족이 요구된다. 이 조건들이 4분기 내에 성립할 경우 원/달러 환율은 강세 시나리오(1,395원) 경로로 이동하게 되며, 충족되지 않을 경우 본격적인 원화 강세 압력 확대는 2027년으로 이연될 전망이다. 현재 원/달러 환율의 하방 경직성을 만드는 주체는 외환당국의 개입보다는 거주자 개인의 해외주식 투자(현물 달러 매수)와 수출 기업의 달러 재축적(현물 매도 지연) 등 민간 수급이며, 이러한 하방 경직성은 KOSPI 지수가 급등할 경우 약화될 수 있다.

향후 4분기 환율 경로를 결정지를 핵심 매크로 분기점은 10월 및 12월 FOMC 회의다. 10월 FOMC(미국 중간선거 직전)에서 연준의 연속적인 금리 인상이 단행될 경우 원/달러 환율은 위험 A 시나리오 쪽으로 기울며, 반대로 정책금리 동결과 함께 12월 포워드 가이던스를 통해 긴축의 상단이 한정될 경우 기본 또는 강세 시나리오에 무게가 실릴 전망이다. 따라서 해당 분기점을 통과하기 전까지 4분기 원/달러 환율은 1,390~1,430원 밴드 내에서 상단 쪽으로 기우는 흐름이 우세하게 전개될 것으로 예상된다.

[표 11-2] 4분기 점검 지표

점검 지표	기준	시사점
1개월물 차익거래 유인	음(-) 전환 + 현물 하락 + 외화예금 감소	기업 환전 개시, 상승 전환의 종착
	음(-) 전환 + 현물 상승	선매입 포지션 청산의 지속, 상승 국면 유지
외국인 KOSPI 순매도	월 5조원 이상 지속, 선물 동반 매도	위험회피 지속, 위험 경로 가중
미국 2년물	4.3~4.5% 하향 안정	인상 종료 반영, 재하락의 첫 조건
1년물 차익거래 유인	-50bp 하회	헤지 수요 재개, 위험 경로
뉴욕 NDF 1개월물 호가 - 서울 외환시장 증가	+3원 이상 지속	역외 원화 숏 포지션 재축적, 상승 가속
외환보유액 증감 요인	연기금 스왑 언급	연기금 수요의 시장 밖 처리 지속

자료: 유안타증권 리서치센터

12. 2027년 원/달러 환율 경로: 상고하저

2027년 원/달러 환율은 상반기 중 약세(환율 상승) 압력이 중첩되며 2분기 말 1,452원 부근에서 고점을 형성한 뒤, 하반기에 하락 전환(원화 강세)하는 흐름을 전개할 전망이다. 분기별 예상 경로와 변동 밴드를 제시하고, 상반기에 원화 약세 요인이 집중되는 배경을 월간 모형의 기여도 분해를 통해 분석한다. 아울러 하반기 하락 전환의 핵심 동력이 연준의 정책금리 인하에 국한되지 않는다는 점을 확인하고, 2027년 연중에 잔존하는 매크로 리스크 요인을 점검한다.

12.1 분기별 예상 경로와 상반기 원화 약세 압력 점검

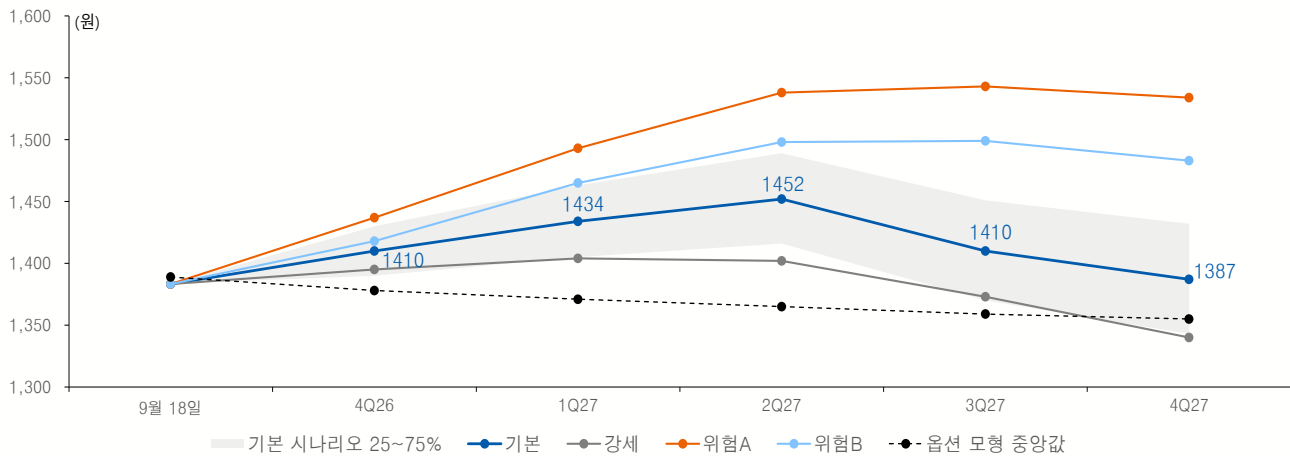
기본 시나리오 상의 경로는 2027년 2분기 말 1,452원에서 정점을 형성한 뒤 하락하는 상고하저 흐름을 띠며, 2027년 4분기 말 예상 환율(1,387원)은 2026년 연말 대비 23원 하회하는 수준이다. 이는 상반기의 환율 상승분(+42원) 가운데 35원을 하반기 모형 경로가 되돌리고, 기업의 현물 달러 매도(원화 환전)에 따른 보정(-30원)이 더해진 결과다. 옵션 모형의 중앙값(1,371원~1,355원)은 선물환율에 연동되어 한미 정책금리 역전폭만큼 점진적으로 하락하는 추세를 가리킨다. 반면 4분기 말 기준 5~95% 확률 구간의 밴드 폭이 507원(1,143~1,650원)에 달해, 2027년 환율 대응은 단방향 추세보다 양방향 변동성 리스크의 크기를 통제하는 것이 핵심 과제로 작용한다.

[표 12-1] 2027년 분기말 원/달러 환율 전망

	1분기 말	2분기 말	3분기 말	4분기 말
기본	1,434	1,452	1,410	1,387
기본 25~75%	1,405~1,463	1,416~1,489	1,370~1,451	1,343~1,432
옵션 모형 중앙값	1,371	1,365	1,359	1,355
옵션 모형 5~95%	1,229~1,549	1,195~1,586	1,167~1,618	1,143~1,650

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 42] 4분기와 2027년의 시나리오 경로와 기본 밴드 (2026년 9월 18일~2027년 4분기)



자료: 유안타증권 리서치센터

주: 기본 경로의 2027년 3분기 이후에는 기업 예치 초과분의 부분 환전(-30 원)을 반영

상반기에 원화 약세 압력이 집중되는 이유는 월간 모형의 기여도 분해(표 12-2)에서 확인된다. 경상수지 흑자 규모가 2026년 8~12월 월평균 414억 달러에서 2027년 월 325억 달러 수준으로 둔화되면, 절대적인 흑자 규모는 견조하더라도 직전 12개월 이동평균 대비 편차가 마이너스(-) 구간으로 진입하여 1분기 +1.1%, 2분기 +1.0%의 원화 약세 요인으로 작용한다. 1부 3장에서 확인한 바와 같이 원/달러 환율은 경상수지 흑자의 절대적 규모가 아니라 흑자가 추세에서 벗어나는 변화에 반응하기 때문이다.

외국인 주식 투자 자금은 기본 시나리오에 1분기 월 40억 달러, 2분기 월 20억 달러 규모의 순유출(현물 달러 매수)을 반영했으며, 이는 각각 +1.2%, +0.6%의 원화 약세 요인이 된다. 이 순유출 전제는 글로벌 반도체 사이클 강세 전망에도 불구하고 미국 정책 불확실성과 AI 투자 속도 조절 우려가 상반기 중 잔존한다는 판단을 반영한 것이다.

기본 시나리오에서 연준은 12월 인상 후 동결하고 한국은행은 2026년 11월과 2027년 2월에 인상하므로, 한미 정책금리차는 2027년 1분기에 100bp에서 75bp로 축소되는 데 그쳐 강세 요인은 1분기 -0.14%에 머문다. 시장은 2027년 상반기까지 연준의 세 차례 추가 인상을 반영하고 있어, 연준이 시장 반영대로 인상하면 이 축소마저 나타나지 않는다. 달러지수 하락, 위안화 강세, 국제 유가 하락도 원화 강세 요인으로 작용하지만 세 요인을 합쳐도 1분기 -0.45%, 2분기 -0.33%에 그쳐 상반기에 누적된 원화 약세 압력을 상쇄하기에는 역부족이다.

2부. 전망: 4분기 및 2027년 원/달러 환율 경로

[표 12-2] 기본 시나리오의 분기별 기여 분해

기여(%)	2026년 4분기	2027년 1분기	2분기	3분기	4분기
달러지수	+0.23	-0.23	-0.15	-0.99	-0.91
유가	-0.16	-0.10	-0.06	-0.03	-0.02
위안화	0.00	-0.12	-0.12	-0.25	-0.25
엔화	+0.07	-0.07	-0.07	-0.15	-0.15
한미 정책금리차	0.00	-0.14	0.00	0.00	-0.07
경상수지 편차	-0.27	+1.05	+0.97	+0.51	+0.13
외국인 주식자금	+0.90	+1.20	+0.60	0.00	-0.45
상수	+0.10	+0.10	+0.10	+0.10	+0.10
모형 합계	+0.87	+1.68	+1.26	-0.81	-1.62
기업 예치분 환전 (모형 외 보정)	-	-	-	-2.08	0.00
합계	+0.87	+1.68	+1.26	-2.89	-1.62

자료: 유안타증권 리서치센터

주: 표 7-2의 계수에 표 7-1의 전제를 곱한 분기 합. 2026년 4분기는 모형 경로의 값이며 본문의 4분기 경로(1,410 원)는 이를 상승 전환 국면의 수급 분석으로 보정한 것. 기업 예치분 환전은 10.2의 어림(초과분의 절반 환전, -30 원)을 3분기에 반영한 값으로 이후 수준에 잔존. 2026년 8~12월 경상수지는 월 414억 달러(연 4,400억), 2027년은 월 325억 달러(연 3,900억) 전제

이러한 상반기 원화 약세 압력에는 8장에서 산출한 연기금, 보험사, 외국인 보유 주식의 현물 달러 수요 및 환전 조건도 중첩된다. 연기금의 12개월물 환헤지 롤오버 만기가 2027년 6월에 집중되고, 보험사의 환헤지 비율은 환율이 1,450원을 상회하는 국면에서 축소(현물 달러 수요 증가)될 유인이 발생한다. 또한 외국인 보유 국내 주식 잔액(1조 6,400억 달러)을 감안할 때 전년과 동일한 비율의 포트폴리오 매도만으로도 훨씬 더 큰 규모의 현물 달러 매수 수요를 유발한다.

과거 급락 이후 상승 전환 국면의 평균적인 되돌림 크기(6개월 내 고점 평균 +7.5%, 현재 저점 적용 시 1,436원)와 비교해 기본 시나리오의 2분기 고점(1,452원)이 16원 상회하는 것은 2027년 경상흑자 모멘텀 둔화를 모형에 추가 반영했기 때문이다. 동일한 여섯 차례 과거 사례의 12개월 후 평균 환율 상승폭(+4.9%, 1,401원)은 현재 저점으로부터 1년 뒤인 2027년 3분기 말 기본 경로(1,410원)와 유사한 수준이며, 기업의 미환전 달러 현물 매도(원화 환전)에 따른 수급 보정(-30원)을 통제할 경우 3분기 말 환율 경로는 1,440원 부근에 위치할 것으로 추산된다.

12.2 하반기 원화 강세 전환의 핵심 동력과 매크로 리스크 점검

하반기 원화 강세(원/달러 환율 하락) 전환의 핵심 근거로 연준의 정책금리 인하를 상정하기는 어렵다. 2027년 연중 연준이 금리 인하 사이클에 진입할 가능성 자체가 높지 않을 것으로 예상되기 때문이다. 9월 FOMC 점도표 상 정책금리 중간값은 2026년 말 4.1%, 2027년 말 4.1%, 2028년 말 3.9%로 유지되어, 첫 금리 인하(25bp) 시점은 2028년에 도달해야 가시화된다. 6월 점도표 당시 3.6%였던 2027년 말 중간값이 50bp 상향 조정됨에 따라, 인하 개시 연도 역시 2027년에서 2028년으로 이연되었다. 9월 금리 인상은 12명의 만장일치로 결의되었으며, 2027년 말 정책금리를 현 수준(3.75~4.00%) 하회로 전망한 위원은 18명 중 4명에 불과한 반면 8명의 위원은 4.25~4.50% 구간의 추가 인상을 제시했다.

연준은 PCE 물가 상승률이 2026년 3.7%에서 2027년 2.3%(근원 물가 2.5%)로 둔화될 것으로 전망하면서도 2027년 말 정책금리를 4.1%로 유지했다. 이는 연준이 상정하는 수준의 물가 둔화만으로는 금리 인하 조건이 충족되지 않음을 시사한다. 점도표 자체는 1개 분기 만에 50bp가 조정될 만큼 가변성을 띠지만, 금융시장 역시 2027년 상반기까지 세 차례의 추가 인상 가능성을 가격에 내재화하고 있어 긴축이라는 방향성은 일치한다.

금리 인하 시점이 앞당겨지기 위해서는 물가 상승률이 연준의 예상 경로를 하회하여 급락하거나 고용 지표의 뚜렷한 악화가 수반되어야 한다. 그러나 과거 정책금리 인하 개시 국면을 복기할 때, 금리 인하 이벤트 자체를 원화 강세의 직접적 논거로 활용하기는 어렵다. 6개월 이상 정책금리를 동결한 이후 연준이 인하를 개시하거나 재개했던 2019년 7월, 2024년 9월, 2025년 9월의 세 차례 사례에서 FOMC 성명서는 공통적으로 성장 모멘텀 또는 고용 여건의 둔화를 명시했다. 해당 시점 이후 6개월간 외국인 국내 주식 투자는 세 차례 모두 순유출(현물 달러 매수)을 기록했으며(2025년은 인하 전의 소폭 순유출이 크게 확대), 원화는 이 중 두 차례 국면에서 약세를 기록했다(표 12-3).

금리 인하가 경기 둔화 우려와 결합되어 단행될 경우 글로벌 위험회피 심리가 확산되며, 이 구간에서 외국인 투자자의 국내 포트폴리오 매도(현물 달러 매수)가 집중되기 때문이다. 물론 2024년 사례의 경우 미국 대선 이후의 달러 강세와 12월 국내 정치 불안 리스크가 중첩되어 있어 원화 약세 압력 전량을 금리 인하의 파급 효과로 해석하기는 어렵다. 다만 세 차례의 과거 사례 모두 금리 인하 단행 이후 6개월 이내에 뚜렷한 원화 강세 흐름은 포착되지 않았다(6개월 후 최대 강세폭 -0.9%).

한미 정책금리차 축소에 따른 환율 하락 효과 역시 제한적이다. 자체 도출한 월간 모형에서 한미 정책금리차의 계수는 1%p당 0.58%(t값 0.7) 수준으로 25bp 인하의 직접적 환율 하락 효과는 0.15% 내외에 불과하며, 금리차 변동의 파급력은 대부분 달러지수와 외국인 투자 자금향방을 매개로 발현된다. 이 중 달러 약세 압력은 연준의 금리 인상 사이클 종료 확인을 근거로 기본 경로에 이미 반영했으며, 외국인 자금은 과거 인하 국면에서 오히려 순유출(현물 달러 매수)을 기록했다. 거시 전제(표 7-1) 상으로는 2027년 4분기 첫 금리 인하 가능성을 열어 두어 연준의 점도표 대비 완화적인 시나리오를 채택했다.

그러나 기본 경로에 반영한 12월 금리 인하분(25bp의 절반 수준)은 4분기 모형의 환율 변동 합계인 -1.62% 가운데 -0.07% 기여도에 불과하다(표 12-2). 2027년 4분기 연준의 첫 금리 인하 가능성을 하반기 원화 강세 전환의 핵심 논거로 상정하지 않은 것은 바로 이러한 메커니즘에 기인한다.

[표 12-3] 연준 인하 개시 전후의 외국인 주식 자금과 원/달러

인하 개시(재개)	성격	외국인 주식 순투자 (월평균, 전→후 6개월)	원/달러 후 3개월	후 6개월
2019년 7월	보험성 25bp	+12억 → -11억 달러	+0.8%	-0.9%
2024년 9월	정상화 50bp	+16억 → -22억 달러	+7.5%	+9.2%
2025년 9월	보험성 25bp	-3억 → -80억 달러	+5.4%	+6.8%

자료: 한국은행, FRED, 유안타증권 리서치센터

주: 6개월 이상 동결 뒤 단행한 첫 인하(2025년 9월은 9개월 동결 뒤 재개). 2020년 3월 긴급 인하는 동결 4개월 만의 코로나 충격 대응이라 제외(이후 6개월 원화는 달러 약세와 함께 월평균 기준 -3.4% 강세). 외국인 주식 순투자는 국제수지 주식(부채) 기준으로 인하 월을 뺀 전후 각 6개월의 월평균. 원/달러는 인하 월 평균 대비 3개월 후와 6개월 후 월평균 환율(매매기준율)의 변동률. 참고로 2024년 사례에는 미국 대선 이후 달러 강세와 12월 국내 정치 불안이 겹쳐 있음

기본 시나리오 상의 하반기 환율 하락(원화 강세) 흐름은 다음 다섯 가지 메커니즘에 기인한다. 첫째, 달러지수가 거시 전제 상의 하반기 레인지(96~99)로 하향 안정화되며 3분기 -1.0%, 4분기 -0.9%의 강세 요인으로 작용하고, 둘째, 위안화가 연 3% 수준으로 절상되며 분기별 -0.25%의 하방 압력을 가중한다. 셋째, 경상수지의 직전 12개월 추세 대비 편차가 하반기 중 소멸하고, 넷째, 외국인 자금 유출(현물 달러 매수)이 진정되어 4분기에는 소폭 순유입(현물 매도)으로 전환된다. 마지막으로 환율 추가 상승(원화 약세) 기대 심리가 약화됨에 따라, 기업의 미환전 초과 보유 달러 가운데 절반 규모(120억~150억 달러)가 현물 매도(원화 환전)로 출회되며 환율을 30원 추가 하락시키는 요인으로 작동한다.

이러한 다섯 가지 요인 중 앞선 네 가지는 월간 모형의 내생 변수로 통제하였으며, 수출기업의 원화 환전 요인은 앞서 측정한(1부 3장, 2부 8장) 기업의 미환전 초과 보유 달러가 실제로 출회될 때의 파급력을 산출하여 모형 외적 변수로 추가 반영했다. 연준이 2027년 하반기 초입부터 조기 금리 인하로 전환할 경우 강세 시나리오(4분기 말 1,340원) 경로로 이동하게 되나, 이 역시 인하라는 이벤트 자체가 아니라 그와 동반되는 달러 약세와 외국인 투자 자금의 국내 증시 복귀(현물 달러 매도)가 결합된 결과다.

앞서 도출한 거시 요인별 환율 기여도를 원화 절대 금액으로 환산하여 하반기 하락 전환(원화 강세)의 논리적 근거를 교차 검증했다. 2분기 말 1,452원에서 4분기 말 1,387원까지 65원의 하락폭이 발생하는 동안, 환율 하방 압력(원화 강세)으로 작용하는 요인의 총합은 약 77원으로 추산된다. 이 중 수출 기업의 미환전 대기 자금 현물 매도(원화 환전, 모형 외 보정)가 약 30원, 달러 약세(달러지수 약 27원, 위안화 및 엔화 약 11원)가 약 38원, 4분기 외국인 주식 자금의

순유입 전환(현물 달러 매도)이 약 6원, 국제 유가 및 한미 정책금리 역전폭 축소가 약 2원의 기여도를 나타낸다. 반면 경상수지 편차(약 9원)와 모형 상수(약 3원)는 하반기에도 환율 상승(원화 약세) 요인으로 잔존한다(표 12-2의 분기별 기여도에 분기 초 현물환율을 대입하여 산출). 전체 환율 하락 요인의 약 90%를 기업의 대규모 원화 환전과 달러 약세라는 두 가지 핵심 변수가 주도하는 구조이므로, 하반기 전망 경로의 타당성은 해당 변수들의 발현 조건에 연동된다.

두 가지 핵심 변수를 점검하기에 앞서, 상반기 환율 상승(원화 약세)을 주도한 거시 요인들이 대부분 한시적 특성을 내포한다는 점을 선반영했다. 경상수지 편차의 환율 상승 기여도는 12개월 이동평균이 2027년 구조적 흑자 수준(월 325억 달러)에 수렴함에 따라 1분기 +1.05%에서 4분기 +0.13%로 축소된다. 이는 경상수지 흑자폭 자체가 재차 확대되는 것이 아니라, 흑자 규모 둔화 흐름이 장기 추세에 완전히 반영되는 통계적 과정이 종료되기 때문이다.

아울러 외국인의 주식 자금 순유출(현물 달러 매수) 기조는 미국의 정책 불확실성이 잔존하는 상반기에 국한되는 것으로 전제했으며, 연기금의 대규모 환헤지 롤오버 만기 도래(2027년 6월) 요인 역시 2분기에 한정된 수급 조건으로 통제했다. 이에 따라 경상수지 편차와 외국인 주식 자금을 합산한 환율 기여도는 1분기 +2.25%, 2분기 +1.57%에서 3분기 +0.51%로 급감하며, 4분기에는 -0.32%의 원화 강세(환율 하락) 요인으로 역전된다. 결과적으로 하반기 원화 강세 국면은 새로운 펀더멘털 호재가 출현했다기보다는, 상반기 환율 상승을 견인했던 일회성 및 계절적 압력이 소진된 환경에서 상기 두 가지 핵심 변수의 파급력이 가중된 결과가 작용할 것으로 예상된다.

첫 번째 핵심 변수인 기업의 대규모 현물 매도(원화 환전) 규모는 과거 역사적 사례 대비 보수적인 전환 비율을 가정하여 추산했다. 과거 미환전 대기 자금은 2023년 1~4월(4개월) 구간에 292억 달러 중 80%(에너지 수입 결제분 포함)가 소진되었고, 2026년 1분기(3개월)에는 200억 달러 중 약 90%가 현물 매도된 바 있다(8.1 참조). 기본 경로(Base Case)에서는 현재 누적된 미환전 대기 자금 245억~300억 달러 중 절반 수준인 120억~150억 달러만이 3분기에 원화로 환전되는 조건부 시나리오를 통제 변수로 설정했다.

여기에 앞서 도출한 환율 민감도 패러미터(1억 달러당 0.15~0.26원)를 적용할 경우 환율 하락 파급력은 -18~-39원으로 도출되며, 기본 경로 상의 산출값(-30원)은 해당 신뢰구간의 중앙값에 위치한다. 만약 과거 선례의 극단적인 현물 매도 비율(80~90%)을 일괄 적용할 경우 환율 하락폭은 -29~-70원까지 확대된다.

수출 기업의 미환전 대기 자금이 3분기 도래 이전에 조기 소진될 확률은 극히 낮을 것으로 판단된다. 2026년 3월 19억 달러까지 급감했던 대기 자금이 7월 245억 달러 규모로 단 4개월 만에 재차 누적된 사례(1부 그림 14 참조)와 마찬가지로, 2027년 역시 연간 3,900억 달러 규모의 막대한 경상수지 흑자가 기업의 외화예금 잔액을 지속적으로 보충하는 메커니즘이 작동하기 때문이다.

기업의 현물 매도(원화 환전) 집중 시점을 3분기로 특정한 이유는, 환전 포지션 전환의 선행 조건인 환율 추가 상승 기대감의 소멸 현상이 상반기 원화 약세 요인이 일단락되는 2분기 말 이후에 본격화될 것으로 예상되기 때문이다. 주요 수출 기업들은 7월 이후 선물환 선매입(선물 환 달러 매수)을 통해 환율 상승(원화 약세) 베팅 포지션을 대거 구축한 상태이며(1부 6장 참조), 이러한 투기적 포지션은 시장 내 상승 압력이 잔존하는 국면에서는 롤오버를 통해 유지되는 경향이 강하다. 그러나 연준이 12월 정책금리 인상 이후 동결 기조로 전환할 경우, 금융시장이 2027년 상반기까지 선반영해 둔 추가 금리 인상 기대치(12.1)의 잔여분이 완전히 소멸하며 미국 국채 2년물 금리의 하향 안정화와 강달러 기대 심리 약화가 동반될 것으로 추정된다.

또한, 현물 매도를 촉발할 가격 레벨 조건 역시 완벽히 충족된다. 2027년 2분기 예상 환율 고점인 1,452원은 과거 2026년 1분기 당시 기업의 대규모 현물 매도(원화 환전) 물량이 집중적으로 출회되었던 레벨 밴드(1,440~1,530원)의 하단 부근에 안착해 있다. 여기에 한미 정책금리 역전폭이 기존 100bp에서 75bp로 축소되는 매크로 여건은 달러 예치금의 구조적 금리 메리트를 반감시켜 기업의 환전 지연 유인을 크게 약화시킨다. 만약 이러한 가격적, 환경적 유인에 의해 기업의 현물 매도 시점이 2분기 고점 부근에서 선제적으로 집행될 경우, 2027년 연간 환율 고점 레벨 자체가 하향 조정될 개연성이 존재한다.

두 번째 핵심 변수인 달러 약세 시나리오에 연준의 정책금리 인상 사이클 종료를 1차적 출발점으로 전제하나, 통계적 백테스팅 결과 단일 인상 종료 이벤트만으로 구조적인 달러 약세가 담보되는 것은 아니다. 원/달러 환율이 자유변동환율제로 이행한 1997년 12월 이후, 연준이 금리 인상을 중단한 네 차례의 역사적 사례를 점검하면 마지막 금리 인상 단행 이후 12개월간 달러지수의 변동률은 +5.4%, -4.3%, -0.3%, +4.5%로 방향성의 일관성이 부재했으며, 원/달러 환율 역시 네 차례 중 세 차례 상승(원화 약세) 국면을 전개했다(표 12-4 참조). 달러화가 추세적인 약세를 시현한 구간은 연준이 금리 동결 기조를 유지하는 동안 ECB가 다섯 차례(+125bp)의 독자적인 금리 인상을 단행하고 미국 외 글로벌 실물 경기가 견조한 확장세를 유지했던 2006~2007년 국면이 유일하며, 해당 기간 원/달러 환율은 2.8% 하락(원화 강세)했다.

반면 2000~2001년 사례의 경우 ECB가 세 차례(+100bp) 인상을 이어가고 연준이 선제적으로 250bp를 인하하는 정책 차별화가 발생했음에도 불구하고, 글로벌 IT 버블 붕괴에 따른 경기 급락과 매크로 위험회피 심리가 확산되며 달러화는 강력한 안전자산 선호에 기반해 강세를 시현했고 원/달러 환율은 무려 15.9% 급등했다. ECB가 금리 인하로 스탠스를 전환한 2019년과 금리 인상을 중단한 2023~2024년 구간에서도 달러화 약세 압력은 극히 제한적으로 발현되었다. 결론적으로 추세적인 달러 약세 메커니즘이 작동하기 위해서는 연준의 금리 인상 사이클 종료라는 단일 요인뿐만 아니라, 주요국 통화 당국의 긴축 스탠스 지속, 그리고 미국 실물 경기 둔화 충격이 글로벌 위험회피 심리 급증으로 전이되지 않는 거시적 환경이 복합적으로 충족되어야 하는 것으로 판단된다.

[표 12-4] 연준의 마지막 인상 이후 12개월의 달러와 원/달러

연준 마지막 인상	이후 12개월 연준	ECB 와 일본은행(이후 12개월)	달러지수	원/달러
2000년 5월	2001년 1월부터 250bp 인하	ECB 3회 인상(+100bp) 후 2001년 5월 인하, 일본은행 8월 제로금리 해제 후 2001년 3월 양적완화	+5.4%	+15.9%
2006년 6월	동결	ECB 5회 인상(+125bp), 일본은행 2회 인상(+50bp)	-4.3%	-2.8%
2018년 12월	7월부터 75bp 인하	ECB 9월 인하, 일본은행 동결	-0.3%	+4.7%
2023년 7월	동결	ECB 9월 인상 후 2024년 6월 인하, 일본은행 2024년 3월 마이너스 금리 종료와 7월 인상	+4.5%	+7.5%
2026년 12월(전제)	동결 전제	ECB 2027년 2회 인상(시장 반영), 일본은행 2027년 2회 안팎 인상(컨센서스)	약 -3%	-1.6%

자료: FRED, 한국은행, ECB, 일본은행, 유안타증권 리서치센터

주: 달러지수와 원/달러(매매기준율)는 월평균이며 마지막 인상 월 대비 12개월 후의 변동률. 표본은 원/달러 자유변동환율제 이행(1997년 12월) 이후 연준의 금리 인상 사이클이 끝난 네 차례

2027년 기본 전제는 방향에서 2006~2007년과 같지만 강도는 약한 것으로 판단된다. 시장은 ECB의 2027년 두 차례 추가 인상(+50bp)을 가격에 반영하고 있고(부록 F.2), 일본은행에 대해서도 시장은 연내 한 차례에 이어 2027년 두 차례 안팎의 추가 인상을 예상하고 있다. 기본 경로는 미국 GDP 갭의 마이너스 전환과 반도체 사이클 강세를 함께 전제해 미국 경기 둔화가 세계적 위험회피로 변지지 않는 구도에 가깝다. 일본은행의 인상 폭(+50bp 안팎)은 2006~2007년과 비슷하지만 ECB의 인상 폭은 그때(+125bp)의 절반에 못 미친다. 이에 따라 달러지수 하락폭은 2027년 약 3%로 2006~2007년(-4.3%)보다 작게 두었고, 원/달러 하락폭도 4분기 말 기준 1.6%로 그때보다 작다. 반대로 IT 경기 급락으로 위험회피가 확산된 2000~2001년과 같은 국면이 재현되면 달러 약세 전제는 성립하기 어렵고, 연준이 시장 반영대로 2027년 상반기에 추가 인상하면 인상 종료라는 출발점부터 성립하지 않는다(위험 A의 금리 경로).

하반기 원/달러 환율의 하락폭은 두 축의 성립 여부에 따라 크게 달라진다. 기업의 환전이 나타나지 않으면 4분기 말 환율은 1,416원, 달러 약세의 하반기 기여(약 38원)가 사라지면 1,425원으로 높아지지만, 어느 경우든 2분기 고점 대비 하락(27~36원)은 유지된다. 반면 두 축이 모두 빛나가면 4분기 말 환율은 1,455원으로 2분기 고점 수준에 머물러 하반기 하락 전환 자체가 나타나지 않는다(기본 경로 1,387원에서 해당 기여를 제거한 값). 유의할 점은 두 축이 서로 독립적이지 않다는 것이다. 미국 금리의 정점 통과와 강달러 기대의 약화는 달러 약세의 배경인 동시에 기업이 환전에 나서는 조건(8.1)이기도 하다. 13장에서 점검하는 달러 약세 무산 시나리오(2027년 말 1,410~1,440원)는 달러 축만 빛나간 경우(1,425원)에 가깝지만, 미국 금리의 정점 통과는 늦어지면 기업의 환전도 지연되어 1,450원대까지 열릴 수 있다. 따라서 하반기 전환의 확인 지표도 두 축에 맞춰 점검할 필요가 있다. 기업의 환전은 1개월물 차익거래 유인의 음(-) 전환이 현물환율 하락, 거주자 외화예금 감소와 함께 나타나는지(표 13-1), 달러 약세는 연준의 동결 속에서 ECB의 추가 인상 기대가 가격에 유지되는지로 판단할 수 있다.

2027년 환율 경로를 위협하는 핵심 매크로 리스크는 크게 반도체 사이클 둔화와 미국발 정책 및 금리 충격으로 압축된다. 우선 반도체 업황이 조정 국면에 진입할 경우 경상흑자 폭 축소와 외국인 투자 자금 이탈(현물 달러 매수)이 동시에 일어나는 이중 충격으로 작용한다(위험 B). 아울러 미국 중간선거 직후 행정명령을 통한 급진적인 통상정책 변화는 달러지수 상승과 위험 회피 심리를 자극하여 상반기 원화 약세 압력을 가중시키며(위험 A의 달러 경로), 시장 내재 확률대로 연준의 정책금리 추가 인상(3회)이 단행될 경우 한미 금리차 역전폭 확대 채널마저 가동된다(위험 A의 금리 경로). 이러한 위험 A와 B의 세부 환율 경로는 앞서 제시한 바와 같으며(표 10-2), 두 리스크가 중첩되는 스트레스 국면 하에서는 2027년 3분기 말 기준 1,553원 선까지 상단 밴드가 확장되는 것으로 도출되었다.

13. 환율 경로 리스크 요인 및 시나리오 전환 지표

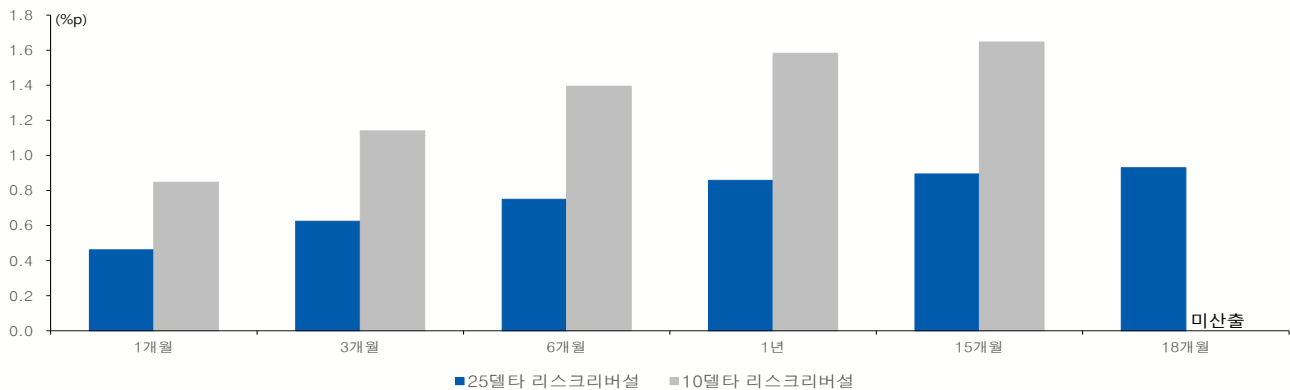
환율 전망은 특정 거시 전제에 기반한 조건부 경로이므로, 전제 조건이 변화할 경우 전망 경로 역시 수정이 요구된다. 옵션 시장 내재 분포의 형태를 통해 시장 참여자들의 상하방 편향성을 점검하고, 시나리오 간 전환을 선행하여 지시하는 신호를 구체화하여 기본 시나리오 경로가 이탈하는 조건들을 점검했다.

리스크리버설 지표는 동일 조건의 원화 약세 방향 옵션(달러 콜)과 원화 강세 방향 옵션(달러 풋) 간의 내재변동성 격차를 의미한다. 이 값이 양(+)의 상태일 경우 시장 참여자들이 원화 약세 방향의 극단적 변동 리스크에 더 높은 프리미엄을 부여하고 있음을 시사한다. 현재 25델타 리스크리버설은 1개월물 0.46%p에서 15개월물 0.89%p로, 만기가 장기화될수록 원화 약세 방향의 변동성이 확대되는 구조다. 분포의 우측(원화 약세) 극단값이 확장되어 있으나 타 신흥국 통화 대비로는完만한 수준이며, 이는 시장이 환율의 급등보다는完만한 양방향 변동성을 가격에 내재화하고 있는 것으로 해석된다. 2027년 하반기로 진입할수록 옵션 모형은 1,300원 하회 구간과 1,450원 상회 구간에 각각 30% 내외의 확률을 부여하고 있어 양방향의 극단적 리스크가 모두 유의미한 것으로 도출했다. 자체 산출한 시나리오 혼합분포가 옵션 모형 대비 상방(원화 약세) 편향성을 띠는 것은 두 가지 위험 시나리오(위험 A, 위험 B) 판단 확률의 합이 30%로 가중 반영되었기 때문이다. 아울러 하방 확률(1,300원 하회 11%)은 강세 시나리오 상의 2027년 말 추산치(1,340원)와 기본 시나리오의 분산 조건으로부터 도출했다.

기본 시나리오 경로를 이탈하게 만드는 주요 변수 중 하나는 환율 상승 전환 흐름이 1,400원 저항선에 도달하기 전에 조기 종료되는 국면이다. 수출기업이 고점을 대기하지 않고 1,380원대에서 미환전 달러의 현물 매도(원화 환전)를 선제적으로 개시할 경우, 하단 지지력이 조기에 확인되며 4분기 말 경로는 강세 시나리오(1,395원)를 하회할 여지가 존재한다. 1개월물 외환 스왑 차익거래 유인의 마이너스(-) 전환이 현물환율 하락(원화 강세)과 동반되는 현상이 이러한 전환을 알리는 선행 지표로 기능한다. 반대로 정책적 상단 제약이 무력화되는 스트레스 국면 역시 상존한다. 과거 2026년 6월 1,550원 도달 사례를 감안할 때, 위험 A와 B 시나리오가 중첩 발현될 경우 기존의 정책적 제약 요인은 작동하지 않는 것으로 간주해야 하며, 이 과정에서 보험사의 환헤지 비율 축소(현물 달러 매수) 수요가 가중되어 환율 상승폭을 증폭시킬 수 있다.

아울러 2027년 하반기 달러 약세 흐름이라는 기본 전제가 무산되는 시나리오도 고려해야 한다. 연준이 2027년 연중 정책금리 동결 기조를 유지하고 재정 프리미엄 확대로 2027년 하반기에도 미국 국채 10년물 금리가 4.5%를 하회하지 못할 경우, 하반기 환율 하락 전환(원화 강세) 경로는 무력화되며 2027년 말 환율은 1,410~1,440원 밴드 내에 고착될 것으로 추산된다. 이러한 조건부 경로 이탈 현상들은 표 13-1에 명시된 선행 지표를 통해 사전에 포착될 수 있다.

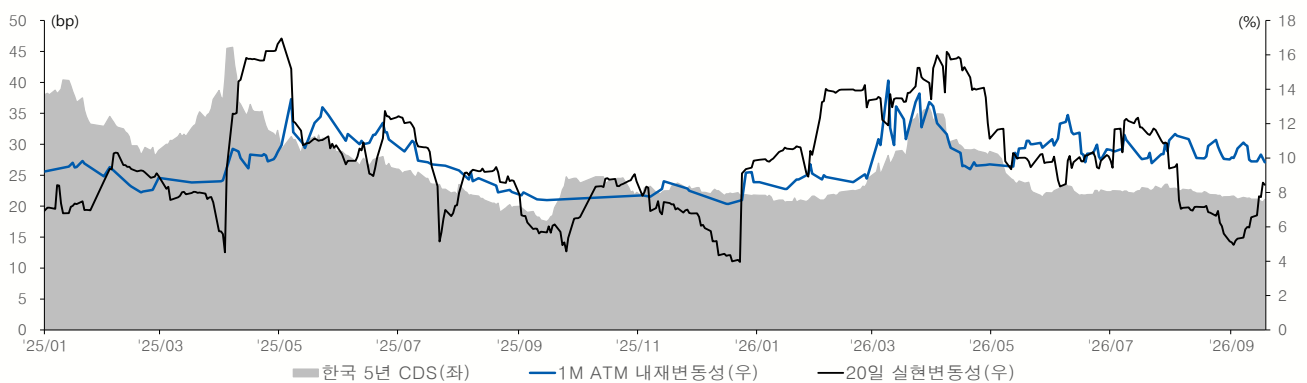
[그림 43] 원/달러 옵션의 리스크리버설 만기 구조 (2026년 9월 21일)



자료: 유안타증권 리서치센터

주: 원화 약세 방향 옵션의 내재변동성에서 원화 강세 방향 옵션의 내재변동성을 뺀 값. 25 델타와 10 델타는 각각 만기 내 행사될 확률이 약 25%와 10%인 외가격 옵션 기준. 양(+)이 클수록 약세 방향의 꼬리가 두꺼움. 18 개월을 10 델타는 미산출

[그림 44] 원/달러 내재 · 실현변동성과 한국 5년 CDS (2025년 1월~2026년 9월 18일)



자료: Bloomberg, 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 최근 변동성과 CDS는 2022년 고점에 못 미쳐, 환율 급등락이 당시 수준의 신용위험 확대를 동반한 모습은 아님. 다만 옵션에 반영된 변동성은 최근 실현변동성보다 높아, 과거 움직임 이상의 불확실성과 위험 보상이 가격에 반영

[표 13-1] 시나리오 전환의 신호

전환	신호	시점
기본 → 위험 A	10월 FOMC 연속 인상, 브렌트 110달러 상회 지속, 1년물 차익거래 유인 -50bp 하회	10월
기본 → 위험 B	반도체 대형주 외국인 순매도 월 5조원 초과와 미국 10년물 5% 상회 지속의 동반	수시
기본 → 강세	미국 2년물 4.3~4.5%, 외국인 순매도 진정, 1개월물 차익거래 유인 음(-) 전환의 동시 출현	12월 이후
상승 전환의 종착 확인	1,400원대에서 1개월물 음(-) 전환과 현물 하락, 거주자 외화예금 감소의 동반	월별
상단 시험	1,450원 접근 시 연기금 선물환 매도 재개와 당국 구두 개입	수시
2027년 상반기 약세 확대	연기금 만기(6월) 전후 헤지 미연장, 보험사 파생 순공정가치의 2026년 1분기 수준(-32조원) 재확대	2027년 2분기

자료: 유안타증권 리서치센터

14. 조건부 시나리오 기반 환헤지 전략

14장에서는 통계적 옵션 모형으로 도출한 최적 환헤지 비율과 잔여 리스크를 점검하고, 이를 거시 시나리오 경로와 결합하여 구체적인 전략 실행 시점을 제시했다. 잔여 리스크는 포지션 손실 분포 상 최악의 5% 상황에 해당하는 조건부 가치위험(CVaR95) 지표를 적용하여 산출했다.

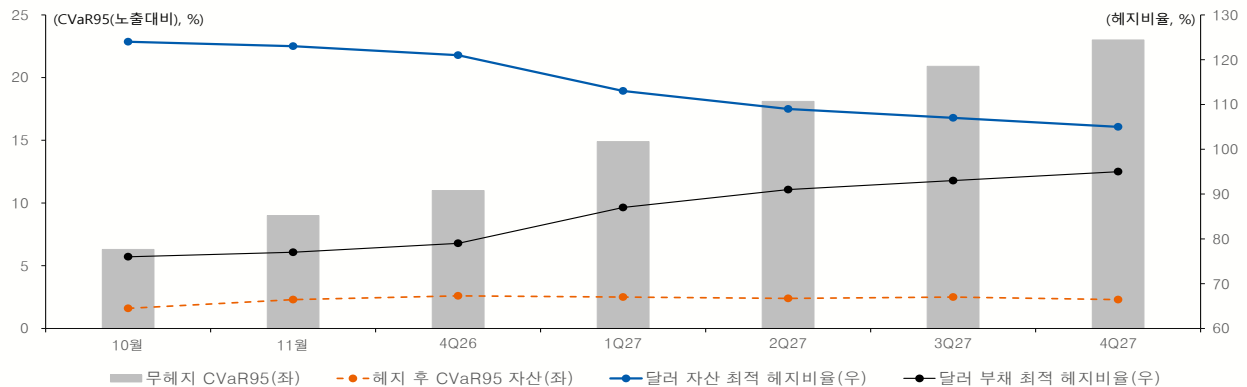
[표 14-1] 최적 헤지비율과 잔여 위험

시점	달러 자산 최적 헤지비율	달러 부채 최적 헤지비율	무헤지 CVaR95	헤지 후 CVaR95(자산)
2026년 4분기 말	121%	79%	11.0%	2.6%
2027년 1분기 말	113%	87%	14.9%	2.5%
2분기 말	109%	91%	18.1%	2.4%
3분기 말	107%	93%	20.9%	2.5%
4분기 말	105%	95%	23.0%	2.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

주: CVaR95는 노출 금액 대비 최악 5% 상황의 평균 손실. 최적 헤지비율은 손실 회피 성향을 나타내는 위험회피계수 8, 옵션 모형의 시장 분포 가중 80~87% 기준. 시점은 옵션 표준 만기일(2026년 12월 23일, 2027년 3월 23일, 6월 23일, 9월 23일, 12월 23일)로 분기말을 대신한 것이라 실제 분기말과 약 1주 차이

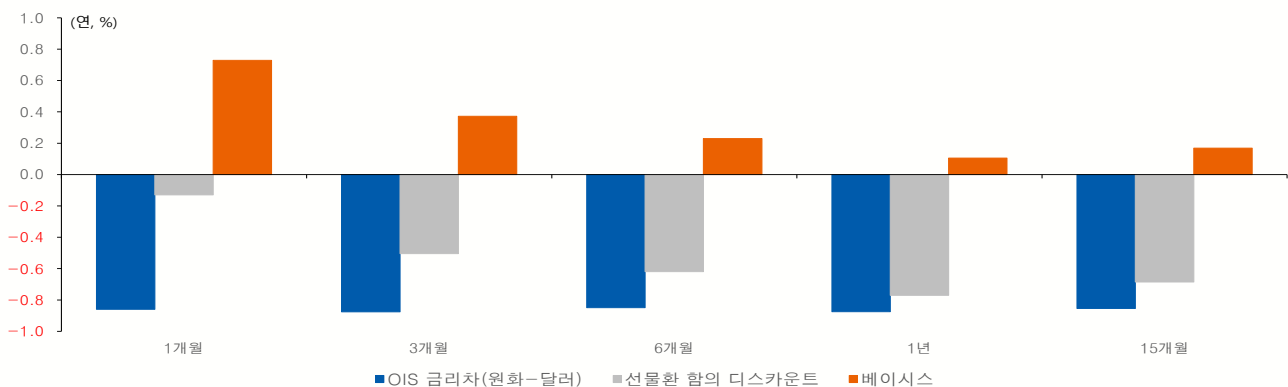
[그림 45] 최적 헤지비율과 CVaR95 (2026년 10월~2027년 4분기)



자료: 유안타증권 리서치센터

달러 자산의 경우 만기가 단기일수록 전체 보유액의 100%를 초과하는 과헤지 포지션이 최적 비율로 도출된다. 단기 헤지 비용이 0에 근접한 수준(1개월물 선물환에 반영된 연환산 디스카운트 -0.13%)인 반면, 옵션 모형의 확률 중심이 편더멘털 경로로 편향되어 선물환율을 하회하므로 평균-분산 최적화 기준에서는 기초자산 보유분을 초과하는 선물환 매도(달러 매도/원화 매수) 포지션 구축 시에도 기대 이익이 발생하기 때문이다. 달러 자산을 100% 초과하여 헤지한다는 것은 기초자산 보유량보다 큰 규모의 달러를 선물환으로 매도한다는 의미이며, 해당 초과분은 원화 약세 방향의 극단값이 발현될 경우 손실 리스크로 작용한다. 반면 달러 부채의 경우 79~95% 수준의 부분 헤지가 최적화되며, 만기가 장기화될수록 100%에 근접한다. 헤지 실행 이후 잔여 CVaR95는 총 익스포저 대비 2%대 중반으로 통제되어 일반적인 캐리 비용 수준에 수렴한다.

[그림 46] 만기별 캐리 분해 (2026년 9월 21일 가격산정)

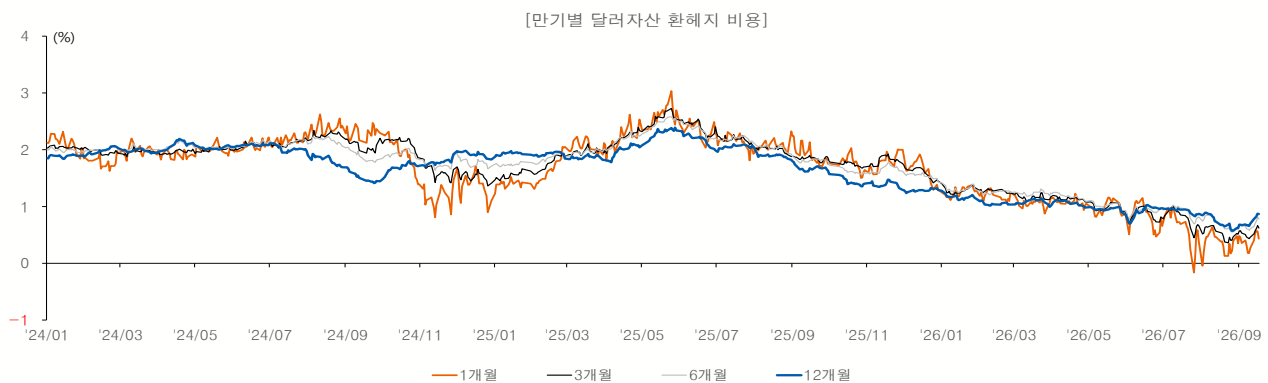


자료: 유안타증권 리서치센터

주: 익일물 금리스왑(OIS) 기준 한미 금리차, 선물환에 반영된 디스카운트, 그 차이인 베이스스. 베이스스 양(+)은 선물환 디스카운트가 금리차보다 작다는 뜻으로 달러 매도 헤지 비용이 낮은 국면

현재의 환헤지 비용은 뚜렷하게 하향 안정화된 국면이다. 달러 자산을 선물환으로 헤지하는 비용은 선물환율이 현물환율을 얼마나 하회하는지(디스카운트 폭)에 의해 결정되며, 이론상 한미 정책금리차와 동일하게 수렴해야 한다. 익일물 금리스왑(OIS) 기준 한미 금리차는 연 -0.86%p 수준이나, 실제 선물환 시장에 반영된 디스카운트는 1개월물 연 -0.13%, 3개월물 -0.50%에 그쳐 그 차이인 베이스스가 +0.37%p에서 +0.73%p 수준의 양(+)의 상태를 유지한다. 이는 실질 헤지 비용이 이론값의 15~58% 수준에 불과함을 의미한다. 이러한 현상은 앞서 확인한 국내 은행권의 달러 초과 공급이 형성한 수급 환경에 기인하며, 향후 환율 상승 전환이 고점에 이르러 수출기업의 미환전 달러 현물 매도(원화 환전)가 개시되면 자연스럽게 소멸한다. 단, 1개월물의 일별 베이스스는 연환산 시 증폭 효과로 변동성이 확대되므로 월평균 데이터를 기준으로 분석했다.

[그림 47] 만기별 달러자산 환헤지 비용 (2024년 1월~2026년 9월 18일, 연율 %)



자료: Check Expert, 유안타증권 리서치센터

주: 환헤지 비용 = $-\text{스왑포인트} \div \text{현물} \times (12 \div \text{만기(개월)}) \times 100$ 으로, 본문의 음(-) 디스카운트를 양수로 표시. 3개월 환헤지 비용은 8월 24일 연율 0.36%로 올해 최저를 기록한 뒤 9월 18일 0.62%로 약 26bp 상승. 환율이 9월 초까지 하락하는 동안에도 헤지 비용은 먼저 반등해, 원화 강세와 비용 하락이 함께 환헤지 유인을 높이던 여건에는 변화가 발생. 다만 연초 1.40%보다는 여전히 낮은 수준

이러한 수급 및 비용 분석을 조건부 시나리오와 결합하여 환헤지 실행 시점을 구체화할 수 있다. 기본 및 위험 시나리오 경로 상 4분기는 원/달러 환율 상승 전환(원화 약세) 국면에 해당하므로, 달러 자산에 대한 선물환 매도 헤지 추가 물량은 환율이 1,400원을 상회하는 시점에서 진입하는 것이 비용 효율적이다. 이후 강세 시나리오 경로로의 전환 신호(1개월물 차익거래 유인의 마이너스(-) 전환이 현물환율 하락과 동반되는 현상)가 포착될 경우 헤지 비율을 최적치 상단으로 상향 조정한다. 달러 부채의 헤지 전략은 상승 전환 흐름이 1,400원대에서 저항선에 직면하여 멈추는지를 확인한 이후 점진적으로 확대하는 전략이 모형이 도출한 최적 비율(4분기 말 79%) 산출 논리와 부합한다. 최종적으로 헤지 이후의 미국 국채 투자 수익률(10년물 5.01%에서 1년물 헤지 비용 0.77%를 차감한 4.24%)이 한국 국고채 10년물 수익률(4.60%)을 하회한다는 점은, 환헤지한 달러 자산의 금리 수익이 원화 채권보다 낮아 투자 매력이 떨어짐을 의미하므로, 미헤지 달러 자산 보유 포지션은 추가적인 환차익(원화 약세) 기대가 전제될 경우에 한해 타당성을 확보한다.

2부 소결: 환율 밴드와 방향성, 그리고 시나리오 전환 조건

4분기 원/달러 환율은 1,410원(25~75% 확률 구간 1,390~1,430원)을 중심으로 상단 1,450원, 하단 1,360원의 밴드 내에서 환율 상승 전환(원화 약세) 국면이 진행된 뒤 고점을 형성하는 경로를 기본 시나리오로 상정한다.

밴드 상단은 미국의 통화가치 절상 공조와 외환당국의 쏠림 현상 경계라는 정책적 제약, 그리고 기업의 미환전 초과 보유 달러 245억~300억 달러의 현물 매도(원화 환전)가 맞물려 제한된다. 반면 하단 지지력은 정책 개입이 아닌 개인의 해외투자와 기업의 달러 재축적(현물 매도 지연)에 의해 형성된다.

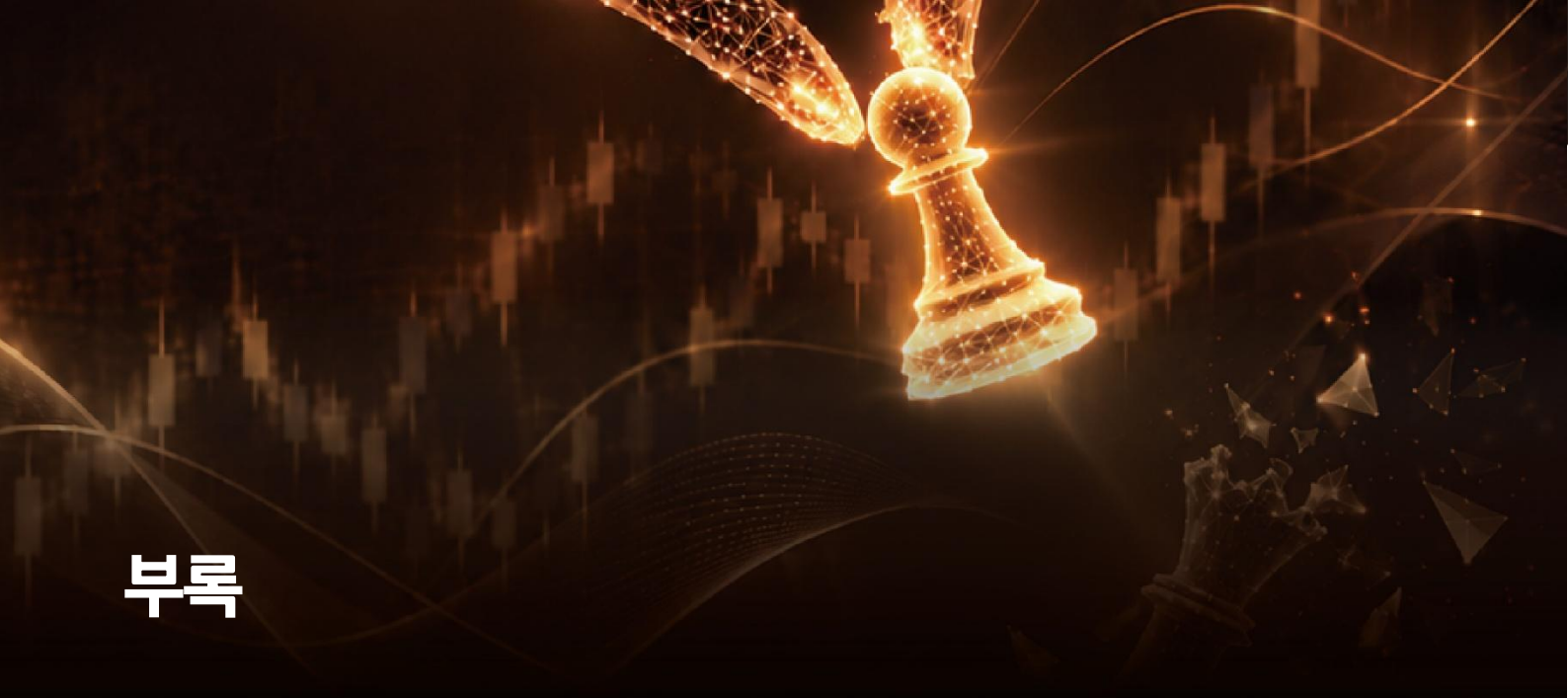
2027년 환율은 2분기 말 1,452원에서 고점을 형성한 뒤 4분기 말 1,387원 선으로 하향 안정화되는 상고하저 흐름을 전개할 전망이다. 상반기 원화 약세 압력은 경상수지의 추세 대비 편차 축소, 외국인 자금 이탈(현물 달러 매수)에 기인하며, 연기금의 환헤지 롤오버 만기(6월)와 보험사의 헤지 비율 축소는 약세를 키울 수 있는 조건이다. 하반기 하락 전환(원화 강세)의 동력은 연준의 정책금리 인하가 아니라 달러 약세, 위안화 절상, 외국인 자금 이탈 진정, 그리고 기업의 미환전 초과 보유 달러의 현물 매도(원화 환전) 개시로 요약된다.

하반기 환율 하락 요인의 90% 가까이는 기업의 원화 환전(약 30원)과 달러 약세(약 38원)라는 두 축이 차지한다. 상반기 약세 요인은 경상수지 편차의 추세 수렴처럼 시한이 정해져 있어 하반기에 소진될 것으로 예상된다. 기업의 환전은 과거 선례(초과분의 80~90% 감소)보다 낮은 절반의 전환만 가정했다.

달러 약세는 연준의 인상 종료를 출발점으로 하되 ECB와 BOJ의 긴축 지속과, 미국 경기 둔화가 세계적 위험회피로 번지지 않는 여건이 함께 필요한 조건부 전제로, 과거 네 차례의 인상 종료 사례 가운데 달러가 뚜렷하게 약해진 것은 이 조건이 갖춰진 2006~2007년뿐이었으며 2027년 전제는 그보다 약하게 두었다. 한 축만 성립해도 4분기 말 환율은 1,410원대 중반에서 1,420원대 중반으로 2분기 고점 대비 하락이 유지되지만, 두 축이 모두 빛나가면 2분기 고점 수준(1,455원)에 머문다.

이러한 거시 전망 경로가 옵션 모형의 내재 확률과 가장 큰 괴리를 보이는 구간은 4분기 말 1,350원 하회 확률이다. 해당 구간에 대해 옵션 모형은 33%의 확률을 부여하는 반면, 자체 도출한 시나리오 혼합분포는 3%로 산출했다. 이와 같은 편차는 현재 환율 상승 전환(원화 약세) 흐름이 진행 중이라는 분석과 환율 재하락을 유발할 세 가지 수급 조건이 모두 반대 방향을 가리키고 있다는 점, 그리고 기업의 선물환 매입이 늘었고 미환전 초과 보유 달러의 원화 환전은 아직 시작되지 않았다는 앞선 분석(1부 6장, 2부 8장) 결과에 기반한다. 시나리오별 판단 확률은 강세 25%, 기본 45%, 위험 국면 30%(공급 충격 지속 18%, 반도체 업황 조정 12%)로 설정했으며, 두 가지 위험 시나리오를 가중 평균한 2027년 4분기 말 환율은 1,514원으로 도출했다.

전망 경로의 유효성을 담보할 시나리오 전환 조건은 사전 점검 지표를 통해 특정했다. 1개월물 외환 스왑 차익거래 유인의 마이너스(-) 전환이 현물환율 하락(원화 강세)과 동반될 경우 이는 수출기업의 현물 매도(원화 환전) 개시를 의미하며 상승 국면의 종료를 뜻한다. 반대로 현물환율 상승(원화 약세)과 동반될 경우에는 기업의 선매입 포지션 청산이 지속되며 상승 국면이 유지되고 있음을 시사한다. 10월 FOMC의 연속적인 정책금리 인상과 브렌트유 110달러 선 고착화 현상은 위험 A 시나리오의 발현 신호로 포착된다. 반면 반도체 대형주 중심의 외국인 순매도(현물 달러 매수)가 월 5조 원 규모로 확대되는 동시에 미국 국채 10년물 금리가 5%를 상회할 경우 위험 B 시나리오로 진입한다. 이와 달리 미국 국채 2년물 금리가 4.3~4.5% 수준으로 하향 안정화되고 외국인의 국내 증시 순매도가 진정될 경우 최종 전망은 강세 경로로 이동한다. 이러한 점검 지표들이 어느 시점에 충족되는지에 따라 전체 변동 밴드 내에서 최종적인 환율 경로가 결정된다.



부록

- A. 자료와 산출 방법
- B. 수급 추정 방법
- C. 균형환율 검정과 확률분포 모형
- D. 유로, 엔, 달러지수, 위안화 전망

부록

부록은 보고서 전반에 명시된 세부 산출 수치의 원천 데이터와 모델링 방법론을 객관적으로 교차 검증할 수 있도록 구성했다. 하단 안내표를 통해 각 분석 결과에 상응하는 세부 추정 근거와 수식을 직관적으로 참조할 수 있다. 부록은 총 4개의 섹션으로 세분화하여 수록했다. 부록 A는 기초 데이터 및 공통 산출 방법론을 다루며, 부록 B는 1부(3~6장)에 전개된 외환시장 수급 추정 로직을 상술한다. 부록 C에는 균형환율 유의성 검정 과정과 2부의 확률 분포 모형을 구성하는 세부 수식을 수록했다. 아울러 부록 D는 원/달러 환율 경로 도출의 전제 조건으로 통제된 주요국 통화 전망치를 명시한다.

[부록 안내] 본문의 주요 수치와 근거

본문의 수치	본문 위치	부록
환율 민감도 1억 달러당 0.15~0.26원	1부 5장, 2부 8장	B.4
기업의 미환전 초과 보유 달러 245억~300억 달러	1부 3장, 2부 8.1	A.3
보험사 환해지 명목액 약 1,000억 달러, 해지 비율 85~100%	1부 3.2, 2부 8.2	B.3
6월 연기금 환해지는 12개월물(만기 2027년 6월)	1부 4장, 2부 8.2	B.2
7월 2일~9월 7일 설명되지 않는 하락분 -218~-231원	1부 6.2	B.6
균형환율 추정치 1,406원과 1,250원(12% 괴리)	1부 1장	C.1, C.2
상승 전환 여섯 사례의 평균(1,436원, 1,401원)	1부 2.3, 2부 11.1, 12.1	A.4
월간 모형의 계수와 잔차(월 1.23%), 4분기 말 1,410원 보정	2부 7.2, 10.1	C.4
기본 밴드 1,390~1,430원	2부 10.2	C.5
4분기 말 1,350원 미만 확률 33% 대 3%	2부 10.3	C.5, C.6
시나리오 유가(WTI 기본 88.9달러 등)	2부 7.2, 10.2	C.7
연준 인하 개시 사례(표 12-3)와 인상 종료 사례(표 12-4)	2부 12.2	A.5
하반기 하락 요인 약 77원과 두 축의 민감도(1,416원, 1,425원, 1,455원)	2부 12.2	C.4
최적 헤지비율과 CVaR95	2부 14장	C.8
달러지수, 유로, 엔, 위안 전제	2부 7.2	D

자료: 유안타증권 리서치센터

A. 자료와 산출 방법

A.1 기준일과 자료

보고서 전반에 활용된 시장 데이터의 산출 기준일은 2026년 9월 18일(서울 외환시장 증가 1,383.3원)로 설정했다. 원천 데이터 추출은 9월 21일부로 마감했으며, 이후 공표된 지표 중에서는 한국은행의 '금융안정 상황(9월 22일)' 자료에 한해 예외적으로 분석에 반영했다. 통계적 옵션 모형은 9월 21일 시장 가격을 바탕으로 산출했다. 단, 해당 모형의 현물환율 기준점은 9월 18일 블룸버그 기준 증가인 1,388.90원을 적용함에 따라 서울 외환시장 증가 대비 5.6원의 편차가 존재한다. 이 밖의 거시 경제 월별 통계는 8월(거주자 외화예금은 7월), 국제수지는 7월, 보험사 재무제표는 2026년 1분기 확정치까지 각각 분석에 반영했다.

[표 A-1] 주요 자료와 출처

구분	자료	출처	사용 위치
환율	원/달러 서울 증가(15시 30분), 시가, 새벽 2시 증가, 매매기준율	한국은행	1부 전반, 2부 경로
대외 부문	경상수지, 금융계정, 국제투자대조표, 외환보유액	한국은행	1부 1장, 3장, 2부 12.2
외화 수급	거주자 외화예금, 비거주자 NDF 순매입, 기업 선물환 순매입, 은행 간 선물환 거래	한국은행	1부 3장, 2부 8장
증권 자금	외국인 KOSPI 순매수(체결일 기준), 개인 해외주식 순매수	한국거래소, 한국예탁원	1부 3장, 5장
스왑과 금리	스왑포인트, 통화스왑(CRS), 이자율스왑(IRS)	Check Expert	1부 4장
	CD 91일물, KORIBOR 3개월, 6개월, 12개월	한국은행	1부 4장
	미국 T-bill 4주, 3개월, 6개월, 국채 1년	FRED	1부 4장
보험사	파생상품 손익, 파생상품 자산과 부채, 외화유가증권	금융감독원	1부 3장
균형환율	광의 실질실효환율	BIS	1부 1장
월간 모형	광의달러지수, 브렌트유, 달러/위안, 달러/엔, 미국 정책금리	FRED	2부 7장, 12.2
옵션과 선물환	원/달러 옵션 내재변동성, 선물환 곡선, 원화와 달러 OIS	Bloomberg	2부 10~14장
유가	WTI 옵션 내재변동성, 원유 수요와 생산, 재고 지표	Bloomberg, OECD, CPB, 미국 에너지부	2부 10장
포지션	통화선물 비상업 순포지션	CFTC	부록 D
정책 자료	금융통화위원회 의사록(8월), 금융안정 상황(9월), 경제전망(8월), FOMC 경제전망(9월)	한국은행, 연준	1부, 2부 9장, 12.2
주요국 통화정책	ECB와 일본은행의 정책금리 결정(2000년 이후), 연준과 ECB, 일본은행의 9월 통화정책 결정과 전망, 일본은행 경로 설문(블룸버그, 로이터, 일본경제연구원)	ECB, 일본은행, 연준	2부 12.2, 부록 D
국제기구	BIS 분기 보고서(9월 14일), IMF 대외부문 보고서(7월 30일)	BIS, IMF	부록 D
해외 통계	미국 CPI와 PCE 물가, 국채 금리(H.15), 유로 지역 HICP와 경상수지, 일본 CPI와 GDP, 중국 수출과 외환보유액, 위안 기준환율	Fred, 연준, Eurostat, 일본 총무성	부록 D

자료: 유안타증권 리서치센터

주: 옵션, 선물환, OIS는 9월 21일 가격산정, 나머지 시장 자료는 9월 18일까지 환산

환율 데이터는 분석 목적과 대상 변수의 성격에 따라 산출 기준을 세분화하여 적용했다. 시장 가격 및 단기 변동성 지표는 서울 외환시장 주간 증가, 외화 잔액의 달러 환산은 매매기준율, 모형 추정 및 과거 사례 비교는 월평균 환율을 기준으로 산출했다. 동일 일자라도 적용 기준에 따라 유의미한 환율 편차가 발생하므로(예: 2026년 3월 31일 기준 증가 1,530.1원, 매매기준율 1,513.4원으로 16.7원의 괴리 존재), 보고서 전반의 세부 수치를 교차 검증할 시에는 상기 안내표의 데이터 기준을 일관되게 반영해야 한다.

A.2 경상흑자 재순환 표(1부 표 3-1)

1부 표 3-1은 경상수지 흑자를 통해 유입된 현물 달러 자금의 실질적인 귀착 경로를 추적하여 정리했다. 국제수지 금융계정 내 자산 항목인 거주자의 해외직접투자, 해외증권투자, 기타투자(해외 예치 및 대출 등)의 순취득 규모와 준비자산 증감분을 기간별로 합산하고, 이를 동일 기간의 경상수지 흑자 누적액과 병렬로 대조하는 방식으로 구성했다. 괄호 내 명시된 비중은 준비자산 증감분을 경상수지 흑자 누적액으로 나누어 산출한 비율이다(2010~2014년 $883 \div 2,537 = 35\%$). 외국인의 국내 투자 및 차입 등 대외 부채 항목은 산출 과정에서 통제했으므로 상기 네 가지 자산 항목의 합산액이 경상수지 흑자 누적액과 일치하지는 않으며, 해당 괴리는 부채 항목의 순유입액(현물 달러 유입) 및 오차와 누락분으로 해석된다. 한편, 2020~2024년 및 2025년 이후 관찰되는 준비자산 감소분에는 경상흑자로 유입된 현물 달러 흡수 메커니즘과 무관한 요인이 혼재되어 있다. 2022년 외환당국의 시장 안정화 조치(현물 달러 매도) 및 연금금과의 외환스왑 체결에 따른 준비자산 감소분이 이례적 변수로 반영되었기 때문이다.

A.3 다섯 가지 잔액의 산정

앞서 명시한 1부 3.2절의 다섯 가지 수급 잔액 중 공식적인 공표치가 존재하는 지표는 모형에 직접 반영했으며, 데이터가 부재한 항목은 유관 공표 자료를 바탕으로 역산하거나 조건부 가정을 부여하여 도출했다. 이들 잔액 변동이 원/달러 환율에 미치는 파급력은 각 수급 주체의 잔액 변화분에 환율 민감도(1억 달러당 0.15~0.26원, 부록 B.4 참조)를 적용하여 추산했다. 해당 환율 민감도 패러미터는 외국인 국내 주식 투자 자금(현물 달러 유출입) 모형에서 추정된 계수를 타 수급 잔액에 동일하게 일괄 적용한 결과다. 따라서 이를 통계적으로 정밀한 점추정치로 활용하기보다는, 대규모 수급 변동이 현물환율에 미치는 방향성과 파급력의 상대적 크기를 가늠하는 기준점으로 간주해야 한다.

잔액별 산정 방법은 다음과 같다. 외국인 국내 주식 보유 잔액은 국제투자대조표의 2분기 말 잔액(1조 8,806억 달러)에 이후의 KOSPI 변동(약 -21%), 원화 절상에 따른 달러 환산 효과(약 +12%), 7월 이후 순매도(251억 달러)를 반영하여 9월 18일 기준 약 1조 6,400억 달러로 산정했다. 거주자 외화예금 초과분은 잔액에서 5년 이동평균을 차감한 값이며, 8월은 한국은행 외화예수금 증가(143억 달러)에 기업 예치분이 포함되었을 가능성을 반영하여 7월 말 245억 달

리에서 최대 약 300억 달러로 추정했다. 보험사 환헤지 명목액은 파생상품 손익과 순공정가치의 환율 민감도로 역산했다(부록 B.3). 연기금 환헤지 잔량은 해외자산 약 5,000억 달러에 실효 헤지 비율 4~6%를 적용한 6월 규모(200억~300억 달러)에서 7~8월 청산 정황을 반영한 50억~150억 달러의 단순 산술값이며, 한국은행 외환스왑을 경유하므로 4분기 기여는 0으로 설정했다(1,450원 부근의 환헤지 재개는 별도의 상단 제약). 비거주자 NDF 순포지션은 한국은행 공표 순매입의 누적치로, 상반기 순매입 539억 달러가 7월 이후 청산 방향으로 전환된 것으로 추정했다. 각 잔액의 규모와 전환 조건, 환율 영향의 어려움은 2부 표 8-1에 정리되어 있다.

A.4 급락 이후 상승 전환 여섯 사례

앞서 1부(2.3절) 및 2부(10.3절, 11.1절, 12.1절)에서 인용한 '환율 상승 전환의 역사적 파급력'은 2010년 이후 60영업일 이내에 원화가 8% 이상 절상(원/달러 환율 하락)된 여섯 차례의 과거 사례를 기반으로 산출했다. 각 국면의 환율 저점 대비 3개월 후, 6개월 내 최고점, 12개월 후 변동률을 매매기준을 기준으로 산술 평균하여 도출했다. 이 중 1부 표 2-1에 명시되지 않은 '12개월 후 변동률' 데이터는 2부 12.1절의 하반기 환율 경로를 추정하는 핵심 근거로 활용했다.

해당 평균 변동률을 금번 상승 전환 국면(9월 9일 종가 기준 저점 1,336.1원)에 투영할 경우, 3개월 후 1,396원, 6개월 내 최고점 1,436원, 12개월 후 1,401원으로 각각 추산된다. 다만 과거 사례 간의 통계적 편차가 유의미한 수준이므로(12개월 후 변동률 기준 -4.0% ~ +11.4%), 도출된 평균 환율 수치는 절대적인 예측치가 아닌 조건부 시나리오 경로를 교차 검증하기 위한 벤치마크로 제한하여 적용했다.

[표 A-2] 급격한 원화 절상 이후 상승 전환 사례

저점	저점 환율(원)	3개월 후	6개월 안의 최고	12개월 후
2010년 11월	1,106	+0.1%	+5.3%	+0.9%
2016년 9월	1,093	+6.7%	+10.5%	+3.1%
2017년 3월	1,113	+2.8%	+3.9%	-4.0%
2020년 12월	1,083	+5.0%	+5.4%	+8.9%
2023년 2월	1,219	+8.7%	+9.9%	+8.8%
2025년 7월	1,353	+3.7%	+9.7%	+11.4%
평균		+4.5%	+7.5%	+4.9%
현재 적용(1,336.1원)		1,396원	1,436원	1,401원

자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 2010년 이후 60영업일 안에 원화가 8% 이상 절상된 사례. 저점과 변동률은 매매기준을 기준으로, 현재 적용은 평균 변동률을 9월 9일 종가 저점에 곱한 값

A.5 연준 인하 개시와 인상 종료 사례(2부 표 12-3, 표 12-4)

2부 12.2절에 수록된 표 12-3은 연준의 정책금리 인하가 실제 원화 강세(원/달러 환율 하락)로 이어지는지 교차 검증하기 위해 구성했다. 분석 표본은 연준이 6개월 이상 정책금리를 동결한 이후 인하를 개시하거나 재개한 세 차례 과거 사례(2019년 7월, 2024년 9월, 2025년 9월)로 한정했다. 이 중 2025년 9월 사례는 2024년 12월 이후 9개월간의 동결 국면을 거친 뒤 금리 인하를 재개한 시점이다.

반면 2020년 3월의 긴급 금리 인하는 동결 4개월 만에 단행된 팬데믹 충격 대응 조치라는 특수성을 감안하여 표본에서 제외했다. 다만 해당 시점 이후 6개월간 원화는 달러 약세 흐름과 동반하여 월평균 기준 3.4% 강세를 기록했으며, 이는 원화 강세가 금리 인하 이벤트 자체보다는 달러 약세 압력과 결합될 때 발현된다는 보고서 전반의 분석 결론과 부합한다.

해당 분석의 세부 데이터 산출 기준은 한국은행 국제수지 통계 상의 주식(부채) 월별 데이터를 기반으로 외국인 주식 순투자 규모를 추출했으며, 금리 인하 단행 당월을 제외한 전후 6개월간의 월평균 수치로 도출했다. 원/달러 환율은 매매기준율 월평균 수치를 적용하여 인하 단행 당월 평균 대비 3개월 후 및 6개월 후의 변동률로 산출했다.

통상 정책금리 인하가 월중에 단행되는 실무적 특성을 반영하여 인하 당월의 데이터는 전후 산출 구간에서 모두 배제했다. 세 차례 과거 사례 모두 금리 인하 단행 이후 6개월간 외국인 국내 주식 투자 자금은 순유출(현물 달러 매수) 기초(월평균 11억~80억 달러 규모)를 기록했으며, 원화 가치는 2024년 및 2025년 사례에서 3개월 후 5~8%, 6개월 후 7~9% 수준의 약세를 나타냈다. 2019년 사례 역시 6개월 후 원화 강세폭은 0.9% 수준으로 제한되었다. 특히 2025년 사례에서 관찰된 대규모 월평균 순유출(현물 달러 매수 80억 달러 규모) 현상은 2026년 2월과 3월에 집중된 외국인 포트폴리오의 공격적 매도(각각 현물 달러 매수 133억 달러, 293억 달러 규모) 파급력에 기인한다.

2부 12.2절에 새로 수록된 표 12-4는 반대 방향에서, 연준이 금리 인상을 마친 뒤 달러가 실제로 약해졌는지를 확인하기 위해 구성했다. 2부는 하반기 원화 강세의 두 번째 축으로 달러 약세를 두었는데, 이 전제가 연준의 인상 종료만으로 성립하는지를 점검하는 것이다. 분석 표본은 원/달러가 자유변동환율제로 이행한 1997년 12월 이후 연준의 금리 인상 사이클이 끝난 네 차례(2000년 5월, 2006년 6월, 2018년 12월, 2023년 7월)다. 그 이전의 인상 종료(1995년 2월 등)는 원/달러가 시장평균환율제의 하루 변동 폭 제한을 받던 시기라 비교에서 제외했다.

산출 기준은 표 12-3과 같다. 달러는 광의달러지수, 원/달러는 매매기준율의 월평균이며, 마지막 인상 월 대비 12개월 후의 변동률로 산출했다. ECB와 일본은행의 정책은 마지막 인상 다음 달부터 12개월 뒤 달까지의 결정을 정리했다. 결과는 방향이 엇갈렸다. 달러가 뚜렷하게 약해진 것은 연준이 동결하는 동안 ECB가 125bp, 일본은행이 50bp를 더 올린 2006~2007년뿐이었다. 2000~2001년에는 ECB가 100bp를 올리고 연준이 250bp를 내렸는데도 IT 경기 급락과 위험회피 속에 달러가 5.4% 강해졌고 원/달러는 15.9% 올랐다. 이에 따라 2부는 연준의

인상 종료를 달러 약세의 출발점으로만 보고, ECB와 일본은행의 긴축 지속과 위험회피 부재를 함께 필요한 조건으로 두었다. 표의 마지막 행(2026년 12월 전제)은 비교를 위한 기본 전제 값이다. 달러지수는 표 12-2의 2027년 달러지수 기여 합계(-2.28%)를 모형 계수(0.76)로 나누어 약 -3%이고, 원/달러는 기본 경로의 2026년 4분기 말 1,410원 대비 2027년 4분기 말 1,387원의 변동률(-1.6%)이다.

[표 A-3] 표 12-4의 계산 원자료 (월평균)

연준 마지막 인상	광의달러지수 (인상 월→12개월 후)	변동률	원/달러 (인상 월→12개월 후)	변동률
2000년 5월	119.91 → 126.40	+5.4%	1,120.01 → 1,298.46원	+15.9%
2006년 6월	98.69 → 94.44	-4.3%	955.16 → 928.32원	-2.8%
2018년 12월	116.21 → 115.91	-0.3%	1,122.90 → 1,175.84원	+4.7%
2023년 7월	118.05 → 123.38	+4.5%	1,286.30 → 1,383.38원	+7.5%

자료: FRED, 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 광의달러지수는 2006년 이후 연준 명목 광의 달러지수(TWEXBGSMT), 2000년은 구 광의달러지수(상품 기준, TWEXBMT, 2019년 산출 중단). 원/달러는 매매기준율 월평균. 변동률 = 12개월 후 / 인상 월 - 1

B. 수급 추정 방법

B.1 만기별 차익거래유인

외환 스왑시장의 현물 및 선물 달러 유동성 여건은 차익거래 유인 지표를 통해 점검한다. 해당 지표는 스왑포인트를 연율화한 스왑레이트에서 동일 만기의 한미 내외금리차를 차감하여 산출했다.

$$\text{스왑레이트}(\%) = \text{스왑포인트} \div \text{현물환율} \times (360 \div \text{만기일수}) \times 100$$

$$\text{차익거래유인(bp)} = [\text{스왑레이트} - (\text{한국 금리} - \text{미국 금리})] \times 100$$

이론적인 무위험 금리평형이 성립할 경우 해당 값은 0에 수렴하며, 지표가 양(+)의 상태일 경우 스왑시장에서 달러를 공급하려는 주체가 우세한 달러 초과 공급 국면을 지시하고, 반대로 음(-)의 상태일 경우 현물 달러 차입 수요가 우위를 점하고 있음을 시사한다.

분석에 적용된 현물환율은 서울 외환시장 15시 30분 기준 종가, 스왑포인트는 Check Expert 단말기 상의 매수/매도 호가 중간값을 적용했으며, 만기별 금리 지표의 조합은 표 B-1에 명시된 기준을 따른다. 일례로 9월 11일 1개월물 기준 스왑포인트 -0.30원을 당일 현물환율 1,345.9원으로 나누어 연율화한 스왑레이트는 -0.27%이며, 여기서 내외금리차 -0.64%p(한국 CD 금리 3.14% - 미국 T-bill 금리 3.78%)를 차감하여 +37bp의 차익거래 유인을 도출했다.

2021년 이후 해당 지표의 중앙값은 1개월물 -46bp, 1년물 -70bp로 산출된다. 이는 구조적으로 국내 은행권이 현물 달러를 차입하는 포지션에 위치하고 있어 음(-)의 상태가 평상시의 균형점임을 의미한다. 따라서 보고서 전반에 걸쳐 언급되는 양(+)의 차익거래 유인 구간은 스왑 시장 내 달러 초과 공급이 발생한 이례적 국면으로 해석된다.

한편 한국은행이 공표하는 차익거래 유인은 내외금리차에서 스왑레이트를 차감한 3개월물 기준 수치이므로, 해당 보고서의 산출 결과와 부호가 역방향으로 도출된다. 즉, 한국은행 공표치상의 양(+)의 폭 확대는 당사 분석 모형 기준 음(-)의 폭 확대(현물 달러 차입 수요 증가)와 동일한 방향성을 지시하는 것으로 간주해야 한다.

[표 B-1] 만기별 차익거래유인의 금리 조합

만기	만기일수	한국 금리	미국 금리
1개월물	30	CD 91일물	T-bill 4주
3개월물	91	KORIBOR 3개월	T-bill 3개월
6개월물	182	KORIBOR 6개월	T-bill 6개월
1년물	365	KORIBOR 12개월	국채 1년

자료: Check Expert, 한국은행, FRED, 유안타증권 리서치센터

주: 1개월물은 한국 측 1개월 금리 대신 CD 91일물로 근사. 금리차의 일별 변화가 작아 단기 변화는 스왑포인트의 변화가 좌우함

B.2 6월 환헤지의 만기 식별: 계절성 통제

통상 6월은 반기 결산을 앞두고 국내 은행권의 달러 자금 조달 수요가 집중되어, 단기물 스왑레이트의 마이너스(-) 폭이 구조적으로 확대되는 계절적 변동성이 발생한다. 따라서 연기금 환헤지 물량(선물환 매도)에 따른 순수한 수급 충격을 추출하기 위해서는 해당 반기말 계절성을 사전적으로 통제하는 과정이 요구된다.

이를 위해 매년 6월 첫째 주 마지막 영업일부터 6월 12~16일 구간 내 마지막 영업일까지의 만기별 스왑레이트 변동폭을 산출하고, 2026년 동기간의 변동폭에서 2022~2025년 과거 동일기간의 평균 변동폭을 차감하는 방법론을 적용했다. 산출 결과, 1개월물 변동폭의 약 절반가량은 반기말 계절성에 기인한 것으로 도출되었으며, 계절성 요인을 통제한 순수 변동폭은 1년물 (-34bp) 만기 구간에서 가장 뚜렷하게 관찰되었다. 이를 근거로 당해 6월 집중된 연기금 환헤지 포지션은 12개월물 중심이었으며, 해당 물량의 만기는 2027년 6월로 도래하는 것으로 추산된다.

세부 수치는 다음과 같다. 2026년 6월 비교 기간의 차익거래유인 변화는 1개월물 -37bp, 3개월물 -30bp, 6개월물 -24bp, 1년물 -35bp였고, 2022~2025년 동일기간의 평균 변화는 각각 -18bp, -19bp, -10bp, -1bp였다. 이를 차감한 계절성 제거 후 변화는 -19bp, -11bp, -14bp,

-34bp로, 1부 표 4-1의 괄호 안 수치에 해당한다. 비교 기간은 매년 6월 첫째 주 마지막 영업일부터 6월 12~16일 가운데 마지막 영업일까지(2026년은 6월 5일~16일)이며, 1부 4.1의 6월 4~15일 변화(1개월물 -71bp 등)는 사건 전후를 포괄하도록 설정한 기간의 값이므로 계절성 비교 기간과 다르다.

B.3 보험사 환헤지 명목액의 역산

국내 보험사의 환헤지 계약 규모는 공식적으로 공표되지 않으므로, 금융감독원 금융통계정보시스템(FIS)에 공시된 업권별 분기 재무제표(생명보험 22개사, 손해보험 35개사)를 활용하여 두 가지 통계적 경로로 역산하여 도출했다. 추정 메커니즘은 다음과 같다. 보유 외화채권을 선물 환(달러 매도/원화 매수) 및 통화스왑(CRS)으로 헤지한 보험사는 원/달러 환율이 상승할 경우 해당 파생상품에서 평가손실이 발생한다.

손실 규모는 환율 변동률과 환헤지 명목 금액의 곱으로 결정되므로, **보험 업권 합산 분기 파생상품 손익을 분기 환율 변동률에 대해 회귀분석하여 도출한 기울기가 환헤지 명목 금액의 1% 규모에 상응한다는 논리를 적용했다.** 손익계산서 경로에서는 파생상품 순손익(조 원)을 분기 환율 변동률(%)에 회귀하여 산출했다. 이때 분기 환율 변동률과 분기말 금액의 달러 환산 기준은 분기말 서울 외환시장 증가를 적용했다.

2023년 2분기부터 2026년 1분기까지 총 12개 분기를 대상으로 분석한 결과, 회귀 기울기는 -1.11조 원(t값 -12.2, 결정계수 0.94)으로 산출되어 명목 금액 약 111조 원에 상응하며, 파생상품 평가손익 데이터만 통제하여 적용할 경우 기울기는 -1.04조 원(결정계수 0.95)으로 도출된다. 반면 재무상태표 경로에서는 파생상품 자산에서 부채를 차감한 순공정가치의 분기별 변동분을 동일한 환율 변동률에 회귀분석했으며, 해당 기울기는 -1.18조 원(t값 -5.4, 결정계수 0.75)으로 명목 금액 약 118조 원에 해당한다. 재무상태표 경로의 통계적 설명력(결정계수)이 상대적으로 낮게 산출되는 현상은 통화스왑의 공정가치 평가 시 환율뿐만 아니라 내외금리 변동의 파급력이 혼재되어 반영되기 때문으로 추정된다.

이러한 두 가지 경로를 통해 추산한 명목 금액은 공통적으로 110조~120조 원 밴드로 수렴하며, 이를 표본 기간의 평균 환율로 환산할 경우 약 800억 달러 규모로 산출된다. 다만 도출된 회귀 기울기는 표본 기간 전체의 평균적 민감도를 의미하므로, 현시점의 변동된 헤지 규모를 온전히 반영하지 못하는 한계가 존재한다. 이에 따라 최근 규모는 분기별 시계열 역산치(분기 파생상품 평가손익을 분기 환율 변동률로 나눈 값)를 통해 따로 교차 검증을 수행했다. 환율이 1,400원대 중반으로 상승한 최근 3개 분기(2025년 3분기~2026년 1분기)의 역산치는 910억~1,230억 달러 구간에 분포하며, 이를 감안한 현재 시점의 실효 환헤지 명목 금액은 약 1,000억 달러 수준으로 추정된다. 해당 수치를 보험사의 외화유가증권 보유 잔액(2026년 3월 말 기준 1,076억 달러)과 대조할 경우, 보험 업권의 실질 환헤지 비율은 85%를 상회하는 것으로 해석된다.

분기별 역산치의 상단 밴드가 보유 잔액을 초과하는 현상은 통계적 추정 오차에 기인한 것으로 간주하여, 헤지 비율의 상한을 100%로 제한하여 반영했다. 한편 2026년 3월 말 기준 파생상품 순공정가치 -31조 9,000억 원은 당월 말 증가(1,530.1원) 환산 시 약 210억 달러에 달하며, 이는 원/달러 환율 상승 국면에서 선물환 달러 매도 포지션에 누적된 대규모 평가손실이다. 해당 손실분이 롤오버 과정에서 만기 정산으로 소멸하지 않고 누적된 것은, 보험사 환헤지 포지션의 상당 부분이 장기물 중심의 통화스왑(CRS)으로 구성되어 있기 때문으로 판단된다.

B.4 외국인 주식 자금의 환율 민감도

보고서 전반에 걸쳐 수급 변수에 일괄 적용된 환율 민감도 패러미터(1억 달러당 0.15~0.26원)는 다음과 같은 다중회귀분석 모형을 통해 도출했다. 종속변수인 서울 외환시장 증가의 일별 변동분(원)을 외국인 KOSPI 순매수 규모(억 달러, 체결일 기준) 및 달러지수, 달러/엔, 역외 달러/위안 환율 변동률에 회귀하여 산출했다.

통계 표본은 2024년 7월부터 2026년 9월까지 약 530영업일 구간의 시계열 데이터를 활용했으며, 잔차의 이분산성과 자기상관을 통제하기 위해 HAC(Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent) 표준오차 추정량을 적용했다. 외국인의 국내 주식 순매도(현물 달러 매수) 규모가 확대될수록 원/달러 환율이 상승하므로 순매수 독립변수의 추정 계수는 음(-)의 값으로 도출되며, 보고서 전반에서는 해당 방향성을 제외한 절대적 민감도의 크기만을 벤치마크로 활용했다. 해당 파급력의 밴드는 일간 단위 시계열 기반의 회귀계수(0.26원)를 민감도의 상한으로, 주간 누적 데이터 기반의 계수(0.15원)를 하한으로 설정하여 추산했다.

이는 특정 거시 충격이 외국인 수급과 현물환율 변동에 동시에 파급되어 발생하는 동시성 편이가 일간 단위 회귀계수를 통계적으로 과대추정하는 한계를 사전에 통제하기 위함이다. 한편 2020년 3월 팬데믹 위기 국면 당시 산출된 0.6원의 민감도는 통계적 정상 범위를 이탈한 극단값으로 간주하여 별도의 스트레스 시나리오 조건으로 분리하여 통제했다.

120영업일 이동(Rolling) 환율 민감도가 2025년 상반기 0.6원에서 2026년 9월 0.25원 수준으로 하향 안정화된 흐름은 국내 외환시장의 저변 확대 및 유동성 깊이가 개선된 결과로 해석된다(1부 그림 28 참조). 끝으로 외국인의 국내 채권 투자 자금은 유입 시 대부분 환헤지(선물환 매도 및 통화스왑) 포지션을 동반하므로 현물환율에 유의미한 파급력을 미치지 않는 것으로 도출되어 회귀분석 통제 변수에서 배제했다.

[표 B-2] 환율 민감도의 추정 결과 (순매수 1 억 달러당, 원)

추정	민감도	해석
일별 회귀(체결일 기준)	0.26 (t 값 -6.7)	동시성 편의를 포함한 상한
일별 회귀(결제일 t-2 기준)	유의하지 않음	가격 반응은 체결일에 집중
주간 합계 회귀	0.15	하한
2026년 상승기 실현치	0.13	순매도 854억 달러에 +115원, 경상흑자의 상쇄 공급 포함
위기 국면(2020년 3월)	0.6	정상 범위 밖의 꼬리로 별도 취급
120영업일 롤링	0.6(2025년 상반기) → 0.25(2026년 9월)	시장 저변 확대(1부 그림 28)
외국인 채권 순투자	+0.11 (t 값 1.4)	부호가 반대이며 유의하지 않음, 환헤지 동반

자료: 한국거래소, 한국은행, FRED, 유안타증권 리서치센터

주: 주식 계수는 부호를 뺀 크기(순매도 1 억 달러당 환율 상승), 채권 계수는 추정 부호 그대로. 거래량 대비 가격변동(일별 환율 변동폭 ÷ 거래량)은 2026년 6월 0.65에서 9월 0.54로 낮아짐

B.5 월간 하락 속도와 부트스트랩 구간

1부 표 6-1에 수록된 환율 하락 속도는 현재 원/달러 환율이 월간 단위로 어느 정도의 하락폭(원화 강세)을 시현하고 있는지를 측정하는 지표로 구성했다. 해당 지표는 직전 20영업일 간의 일별 환율 변동분(서울 외환시장 종가 기준) 중앙값에 월평균 영업일 수인 21일을 곱하여 산출했다.

산술 평균 대신 중앙값을 채택한 것은 FOMC 이벤트나 외환당국의 미세조정(스무딩 오퍼레이션, 현물 달러 매도/매수) 등 일회성 변동성 충격에 따른 통계적 왜곡을 사전에 통제하기 위함이다. 해당 신뢰구간은 동일한 20개의 일별 변동 데이터에서 통계적 복원추출(Bootstrapping) 방식으로 20개의 표본을 재추출하여 중앙값을 도출하는 과정을 2,000회 반복 수행한 뒤, 추정된 확률분포의 10% 및 90% 분위수에 각각 21일을 곱하여 추산했다. 한편 표본 기간이 20영업일로 제한되어 추정 구간의 밴드가 상대적으로 넓게 도출되는 한계가 존재한다.

그럼에도 불구하고 7월 31일(-137~-24원), 8월 31일(-95~-25원), 9월 11일(-118~-36원) 산출 기준의 신뢰구간은 모두 0을 포함하지 않고 마이너스(-) 영역에 확고히 분포하므로, 해당 구간의 환율 하락(원화 강세) 우위 국면을 단순한 통계적 오차로 해석하기는 어렵다. 한편 9월 11일과 18일 데이터의 경우 8월이 혼재된 20영업일 구간의 산출값과 9월 단일 영업일 구간의 산출값을 병기하여 수록했으며, 9월 18일 기준 9월 단일 구간의 산출값은 +34원(원화 약세)으로 방향성이 역전되는 흐름이 포착된다.

B.6 시간대 분해와 설명되지 않는 하락분

1부 그림 35에 명시된 시간대 분해 분석은 전일 종가 대비 당일 종가 간의 환율 변동분을 서울 외환시장 주간장(시가부터 15시 30분 종가까지)과 주간장 이후(15시 30분 종가부터 익일

시가까지) 구간으로 분할하여 구성했다. 이 두 구간의 변동분을 합산하면 전체 종가 간 변동분과 일치하며, 주간장 이후 구간에는 야간 거래 시간대의 변동분과 익일 개장 시점의 갭 변동분이 모두 반영된다. 단, 이러한 시간대 분해 방법론은 환율 변동이 발생한 시점을 특정할 뿐 해당 변동을 주도한 수급 주체를 분리하여 파악하지 못하는 통계적 한계가 존재한다. 이에 따라 앞선 수급 분석(1부)에서는 스왑시장 동향, 거주자 외화예금 잔액, 그리고 통계적 소거법을 복합적으로 적용하여 거래 주체를 교차 검증했다.

1부 6.2에서 제시된 설명되지 않는 하락분은 앞서 도출한 일별 다중회귀모형(부록 B.4)을 활용하여 외국인 국내 주식 투자 자금 추이 및 달러지수, 달러/엔, 역외 달러/위안 환율 변동률의 기여도를 추산한 뒤, 이를 실제 현물환율 변동분에서 차감하는 방식으로 산출했다. 7월 2일부터 9월 7일까지 누적된 환율 하락분(원화 강세) 215원 가운데, 외국인의 KOSPI 순매도(현물 달러 매수, 119억 달러 규모)는 환율을 +18~31원 상승시키는 압력으로 작용했고(민감도 패러미터 0.15~0.26원 적용), 달러지수 약세는 환율을 15원 하락시키는 데 기여한 것으로 추산되어, **결과적으로 -218~-231원 규모의 설명되지 않는 잔여분이 도출된다.** 2026년 상반기 구간에 대해서도 동일한 분해 방법론을 월간 단위로 적용하되, 외국인 주식 수급에는 하반기와 동일한 환율 민감도(0.15~0.26원)를 적용하고 차액결제선물환(NDF) 순매수(선물환 달러 매수) 규모에는 1억 달러당 0.1원의 민감도를 적용할 경우 -100~-204원의 잔여 하락분이 산출된다.

여기서 한국은행이 공표한 수출기업의 선물환 순매도(선물환 달러 매도) 261억 달러 규모의 환율 하락 기여도(동일 민감도 적용 시 -39~-68원)를 추가로 통제하더라도 **최종적으로 -61~-136원 수준의 잔여 환율 하락분이 존재한다.** 해당 추정 범위의 양극단은 각각 0.15원과 0.26원의 환율 민감도를 적용하여 산출한 수치다. 하반기 발생한 -218~-231원 규모의 잔여 하락분이 특정 수급 주체의 포지션 변화에 연원하는지 여부는 향후 3분기 NDF 및 기업 선물환 통계 공표(10월 중순), 보험사 3분기 재무제표 확정치(11월 말) 등 실데이터를 통해 최종 검증할 예정이다.

C. 균형환율 검정과 확률분포 모형

C.1 거래요인 기준 순대외금융자산 추정치와 공적분 검정

1부 1장에 수록된 거래요인 기준 균형환율은 자산 가격 변동분을 배제하고 순수 자금 흐름만으로 산출한 대외 순자산과 원/달러 환율 간의 통계적 상관관계에서 도출된다.

국제수지 금융계정 내 직접투자와 증권투자의 순거래 금액을 누적한 뒤 이를 명목 GDP 대비 비율로 환산하여 시계열을 구축했으며, 자산 가격 및 환율 변동에 연원하는 평가효과(비거래요인)는 모델링 과정에서 통제했다. 분기 평균 원/달러 환율의 로그값을 해당 대외 순자산 비율에 회귀분석한 추정 식은 다음과 같다(분석 표본: 2010년 4분기~2026년 2분기, 총 63개 분기, HAC 표준오차 적용).

$$\ln(\text{분기평균 원/달러}) = 7.016 + 0.00487 \times (\text{거래요인 기준 순대외금융자산} \div \text{명목GDP, \%}), \text{결정계수 } 0.70, \text{기울기 } t \text{ 값 } 6.3$$

해당 회귀식에 따르면 대외 순자산 비율이 1%p 상승할 경우 원/달러 환율은 0.49% 상승(원화 약세)하는 것으로 추산된다. 이를 대입한 2026년 2분기 균형환율 추정치는 1,396원, 3분기 예비 추정치는 1,406원(±1 표준편차 신뢰구간 1,333~1,483원)으로 산출된다.

순대외자산이 증가할수록 통화 가치가 절하(약세)된다는 회귀계수의 부호는 통상적인 환율 이론과 배치되나, 이는 거주자의 해외투자 확대 자체가 현물 달러 매수 수요를 창출하는 구조적 자금 흐름의 결과로 해석된다. 한편, 자금 흐름이 아닌 잔액 기준의 순대외금융자산을 동일한 회귀식에 적용하여 추정할 경우, 2026년 균형환율 추정치는 1분기 1,264원에서 2분기 1,117원으로 단 1개 분기 만에 147원 급락하는 것으로 도출된다. 이는 외국인이 보유한 국내 주식의 평가액이 급증하여 장부상 대외부채가 확대된 결과에 불과하므로, 이를 편더멘탈에 입각한 균형 환율 수준의 구조적 변화로 간주할 수는 없다.

본 분석의 핵심 과제는 이러한 거래요인 기준 추정치를 향후 환율 경로의 신뢰할 수 있는 앵커로 활용할 수 있는지 여부다. 실제 원/달러 환율과 거래요인 기준 추정치 간의 수준 상관계수는 0.84로 고도의 상관성을 나타내나, 두 변수 간의 스프레드는 2017년부터 5년간 음(-)의 영역에, 2022년부터 현재까지 5년 연속 양(+)의 영역에 고착화되어 있다. 시계열의 안정성을 확인하는 단위근 검정 및 두 변수 간의 공적분 검정 결과 역시 두 지표 간의 유의미한 장기 균형 관계를 지지하지 않는 것으로 확인된다(표 C-1 참조).

[표 C-1] 순대외금융자산 기준 추정치의 단위근과 공적분 검정

검정	대상	표본	결과
ADF	괴리(실제 환율 - 추정치)	2015년 1분기~2026년 2분기	p 값 0.59, 단위근 기각 못함
Engle-Granger	실제 환율과 추정치	같음	p 값 0.36, 공적분 부재 기각 못함
Johansen trace	실제 환율과 추정치	같음	10.1, 90% 임계치 13.4 미달
Engle-Granger	ln 환율과 순대외금융자산 비율	2010년 4분기~2026년 2분기	p 값 0.42
Johansen trace	ln 환율과 순대외금융자산 비율	같음	10.0, 5% 임계치 15.5 미달
Engle-Granger	ln 환율과 순대외금융자산 비율	2010년 4분기~2019년 4분기	p 값 0.14

자료: 한국은행, 유안타증권 리서치센터

주: 귀무가설은 모두 단위근 또는 공적분 부재이며, 기각되지 않았다는 것은 장기 균형관계의 통계적 근거가 없다는 뜻. 위 세 줄은 1부 그림 2의 검정

C.2 실질실효환율 기준 추정치

실질실효환율(REER) 기준 균형환율 추정치는 실질실효환율이 10년 장기 평균으로 회귀할 경우 요구되는 적정 명목환율의 수준을 역산하여 도출했다. 구체적으로는 월말 기준 원/달러 현물환율에 국제결제은행(BIS)이 산출한 광의 실질실효환율과 해당 지수의 10년 이동평균 간의 비율을 곱하여 추산했다.

2026년 8월 실질실효환율은 89.89(7월 85.45)를 기록하여 10년 이동평균인 98.6을 8.8% 하회했으며, 이는 2008년 이후 백분위 하위 11%에 해당하는 수준이다(참고로 6월 지수 83.04는 하위 2% 수준). 이를 8월 말 서울 외환시장 종가인 1,368.6원에 대입하여 도출한 적정 명목환율은 약 1,250원 선으로 산출된다. 단, 해당 추정치는 2024년 하반기 이후 매 분기 실제 현물환율 대비 100~220원가량 구조적으로 하회하는 한계를 나타냈다.

실질실효환율의 로그 변환 시계열은 2000년 이후 월별 데이터 기준 단위근 검정에서 귀무가설이 기각되지 않으며(ADF 검정 p-value 0.83), 10년 이동평균 대비 괴리율을 AR1 모형으로 추정된 평균 회귀 반감기는 22개월로 산출된다. 이는 실질실효환율이 고정된 장기 평균으로 수렴한다고 간주할 통계적 근거가 부족하며, 설명 평균으로 회귀하더라도 1년 이내 단기 환율 경로를 조망하는 앵커로 활용하기에는 파급 시차가 과도하게 길다는 점을 시사한다. 결과적으로 앞서 산출한 거래요인 기준 추정치(1,406원)와 실질실효환율 기준 추정치(1,250원) 간에 존재하는 약 12%의 괴리는 특정 모형의 통계적 우월성만으로 정합성을 판별하기 어려운 영역으로 해석된다.

C.3 조건부 분위회귀의 표본외 성과

1부 1장에서 언급한 평균회귀 내장 예측 모형의 실현 경로가 예측 구간 상단을 반복적으로 이탈한 현상과 관련하여, 그 판단 근거로 활용된 분위회귀 모형의 표본외 성과 평가 방법론을 수록했다. 구체적인 추정 메커니즘은 3개월 후 원/달러 현물환율 변동률의 5, 25, 50, 75, 95% 분위수를 종속변수로 설정하고, 균형환율 추정치 대비 괴리폭, 외국인 국내 주식 투자 자금의 20일 누적 순매수(현물 달러 유출입), 달러지수 20일 변동률, 한미 국채 10년물 금리차, 그리고 20일 실현 변동성을 독립변수로 통제하여 분위회귀(Koenker & Bassett 방식)를 수행하는 방식으로 산출했다.

통계 표본은 2015년 2월부터 2023년 12월까지의 일별 시계열 데이터를 바탕으로 추정했으며, 이를 기반으로 2024년 1월부터 2026년 6월까지 구간을 대상으로 3개월 선행 예측의 표본외 성과를 교차 검증했다. 예측 모형의 타당성을 입증하기 위한 평가 지표로는 5개 분위수의 평균 분위 손실함수(Pinball Loss, 산출 수치가 낮을수록 예측력 우수)와 더불어, 현물환율 실현치가 각 추정 분위수 하단에 실제 분포한 비율(통계적으로 이상적인 모형의 경우 각각 5%, 50%, 95%로 수렴)을 핵심 벤치마크로 적용했다.

[표 C-2] 조건부 분위회귀의 표본의 성과 (2024년 1월~2026년 6월, 3개월 앞)

예측 방식	분위 손실	5% 분위	50% 분위	95% 분위
무조건부 역사 분포	0.957	6%	39%	96%
조건부, 실질실효환율 괴리 포함	1.077	11%	51%	99%
조건부, 거래요인 괴리 포함	1.267	2%	17%	74%
조건부, 괴리 제외	1.476	43%	35%	74%

자료: 한국은행, 한국거래소, BIS, FRED, 유안타증권 리서치센터

주: 분위 열은 실현치가 해당 예측 분위수 아래에 놓인 비율. 정확한 예측이면 5%, 50%, 95%. 괴리 제외 모형은 분위수 교차가 생겨 5% 분위의 비율이 50% 분위보다 큼

표본의 평가 구간에서 모든 조건부 모형의 예측력은 무조건부 분포 모형의 통계적 성과를 상회하지 못한 것으로 확인된다(평균 분위 손실함수가 일제히 높게 산출됨). 앞서 (1부 1장)에서 서술한 환율 예측 경로의 상단 이탈 현상은 거래요인 기준 균형환율 괴리를 독립변수로 통제 한 회귀 모형에서 가장 두드러지게 관찰된다. 실제 원/달러 현물환율 실현치가 당해 추정 모형의 중앙값(50% 분위수)을 상회한 영업일 비중이 83%에 달하고, 95% 분위수 상단을 돌파한 비중 역시 26%를 기록하여, 구조적인 원화 약세(현물 달러 매수 우위) 국면임에도 불구하고 해당 모형이 원화 강세(환율 하락) 편향적인 예측을 반복한 것으로 도출된다.

한편, 실질실효환율 기준 괴리를 반영한 추정 모형의 경우 95% 분위수 초과 비중이 1% 수준으로 제한되어 통계적 신뢰구간 이탈은 축소되었으나, 전반적인 분위 손실함수는 무조건부 모형 대비 열위하게 산출된다. 균형환율 괴리 변수를 완전히 배제한 모형 역시 상단 이탈 비중(26%) 확대 및 통계적 분위수 교차 등 방법론적 한계를 노출했다. 이처럼 거시적 조건부 정보가 강한 추세가 수반된 국면에서 확률 분포의 예측력을 유의미하게 개선하지 못한다는 백테스팅 결과는, 보고서 전반에서 원/달러 환율 경로를 추정할 때 추상적인 균형환율 수준을 배제하고 실질적인 외환 수급 잔액 변동과 시나리오 전환 조건을 전망의 핵심 기틀로 채택한 주된 논리적 근거로 작용한다.

C.4 월간 펀더멘털 모형

2부 표 7-2에 수록된 월간 펀더멘털 모형은 거시경제 전제 조건을 분기별 환율 경로로 변환하기 위한 계산 장치로 구성했다. 종속변수인 원/달러 월평균 환율의 로그 변동률(%)을 다음의 설명변수에 대해 최소자승법(OLS)으로 회귀분석하여 산출했으며(분석 표본: 2015년 1월~2026년 7월, 총 139개월), 결정계수는 0.58, 잔차 표준편차는 월 1.23%로 도출되었다. 표준오차는 잔차의 이분산성과 자기상관을 통제하기 위해 HAC 추정량을 적용했다.

$$\begin{aligned}\Delta \ln (\text{달러/원}) &= 0.033 + 0.76 \times \Delta \ln (\text{광의달러지수}) + 0.25 \times \Delta \ln (\text{달러/위안}) \\ &\quad + 0.15 \times \Delta \ln (\text{달러/엔}) + 0.016 \times \Delta \ln (\text{브렌트유}) + 0.58 \times \Delta \ln (\text{미국} \\ &\quad - \text{한국 정책금리}) - 0.57 \times \text{경상수지 편차}(100 \text{억 달러}) \\ &\quad - 0.010 \times \text{외국인 주식자금}(1 \text{억 달러})\end{aligned}$$

경상수지 편차는 월별 경상수지에서 직전 12개월 이동평균을 차감한 값이며, 외국인 주식자금은 국제수지 결제 기준 순투자 규모를 적용했다. 설명변수 선정의 근거는 세 가지로 요약된다. 첫째, 경상수지를 수준 변수로 투입할 경우 회귀계수가 2026년 표본에 과도하게 의존하여 2025년까지의 표본에서는 통계적 유의성을 상실하나, 추세 대비 편차 형태로 투입하면 표본 구간을 변경하더라도 계수의 안정성이 유지되는 것으로 확인된다. 둘째, 한미 국제 10년물 금리차는 추정 계수의 부호가 이론적 방향과 반대로 도출되어 위험회피 국면의 대응 변수로 간주하고 설명변수에서 배제했다. 셋째, 한미 정책금리차의 회귀계수는 t값 0.7로 통계적 유의성이 낮게 산출되는데, 이는 월별 시계열 데이터 상에서 금리차의 파급력이 달러지수 및 외국인 자금 유출입 경로에 선반영되기 때문으로 판단된다. 이에 따라 금리차의 영향은 통계식이 아닌 수급 경로, 즉 2부 8장의 기업 달러 예치 유인과 9장의 한국은행 환율 조건부 반응함수를 통해 별도로 통제했다.

해당 모형의 방법론적 한계는 다섯 가지로 정리된다. 첫째, 선형 모형의 특성상 설명변수에 대한 평균적인 반응만을 반영하므로, 급락 이후 상승 전환 국면에서 관찰되는 포지션 청산이나 기업의 미환전 달러 현물 매도(원화 환전)와 같은 비선형적 수급 충격은 포착하지 못한다. **4분기 경로를 모형 산출값 1,395원에서 1,410원으로 보정하고, 2027년 기본 경로에 기업 환전 효과(-30원)를 모형 외적 변수로 추가 반영한 것은 이러한 한계에 기인한다.** 둘째, 경상수지 편차의 계수는 계절 변동이 혼재된 월별 데이터에서 추정되었으므로, 2027년과 같이 사전에 예견된 완만한 흑자 축소 국면에 과잉 반응할 소지가 존재한다. 셋째, 시나리오 전제는 주요 6개 통화 기준 달러지수로 설정한 반면 모형의 달러 변수는 광의달러지수이므로, 두 지수의 변동률이 동일하다는 가정을 적용했다. 넷째, 잔차 표준편차는 모형 자체의 추정 오차만을 반영할 뿐 거시 전제의 불확실성은 포함하지 않으며, 전제의 불확실성은 시나리오 간 경로 차이를 통해 별도로 통제했다. 다섯째, 해당 모형은 전제를 경로로 변환하는 조건부 기댓값의 계산 장치이므로, 무조건부 예측력(표본외 성과)에 대한 평가는 수행하지 않았다.

2부 12.2절의 하반기 요인별 기여 분해는 표 12-2의 분기별 기여도(%)에 각 분기 초 환율 수준을 곱하여 원화 금액으로 환산한 결과다. 3분기는 1,452원, 4분기는 1,410원을 각각 적용했다. **환율 하락(원화 강세) 요인은 합산 약 77원 규모로 산출되며,** 세부적으로 기업의 미환전 달러 환전 약 30원, 달러 약세 약 38원(달러지수 27원, 위안화 및 엔화 11원), 외국인 주식 자금 약 6원, 유가 및 정책금리차 약 2원으로 분해된다. 반면 경상수지 편차(약 9원)와 모형 상수항(약 3원)은 환율 상승 요인으로 작용하여 순하락폭은 65원으로 도출된다. 두 축의 민감도는 기본 경로의 2027년 4분기 말 1,387원에서 해당 기여분을 제거하는 방식으로 산출했다. 기업 환전(-2.08%)을 제거할 경우 $1,387 \text{원} \times \exp(2.08\%) = 1,416 \text{원}$, 달러 약세(3분기 -1.39%, 4분기 -1.31%)를 제거할 경우 $1,387 \text{원} \times \exp(2.70\%) = 1,425 \text{원}$, 두 요인을 모두 제거할 경우 $1,387 \text{원} \times \exp(4.78\%) = 1,455 \text{원}$ 으로 각각 추산된다.

C.5 기본 밴드와 시나리오 혼합분포

2부 표 10-2에 제시된 기본 시나리오의 25~75% 확률 구간은 모형의 평상시 추정 오차에 상응하는 폭을 예상 경로 주위에 부여하는 방식으로 구성했다. 구체적으로는 분기말 경로에 월간 모형 잔차의 누적 변동폭을 적용했으며, 9월 말 기준 h개월 후 분기말의 구간은 다음과 같이 산출된다.

$$\text{경로} \times \exp(\pm 0.674 \times 1.23\% \times \sqrt{h}), h = 3, 6, 9, 12, 15$$

여기서 0.674는 표준정규분포의 75% 분위수이며, $\sqrt{h}$ 는 월별 오차 간 상호 독립성을 가정한 누적 변동성 조정 계수다. 이를 적용한 4분기 말 구간은 $1,410\text{원} \times \exp(\pm 1.44\%)$ 로 1,390~1,430원, 2027년 4분기 말 구간은 $1,387\text{원} \times \exp(\pm 3.21\%)$ 로 1,343~1,432원으로 각각 도출된다. 시나리오 혼합분포는 네 가지 시나리오의 분기말 값(m)을 중심으로 동일한 폭($\sigma = 1.23\% \times \sqrt{h}$)의 로그정규분포를 설정한 뒤, 각 시나리오의 판단 확률(p)로 가중 합산하여 구축했으며, 특정 구간의 확률은 다음의 산식으로 계산된다.

$$P(a < \text{환율} < b) = \sum p [\Phi((\ln [b - \ln [m] \div \sigma) - \Phi((\ln [a - \ln [m] \div \sigma))]])]$$

$$, p = \text{강세} 0.25, \text{기본} 0.45, \text{위험A} 0.18, \text{위험B} 0.12$$

모든 시나리오에 동일한 분포 폭(4분기 말 2.1%, 2027년 말 4.8%)을 적용했으므로, 구간별 확률의 차이는 시나리오 경로의 위치와 판단 확률에서만 발생하는 구조다. 이를 바탕으로 산출한 4분기 말 분포의 하위 5% 및 10% 분위수는 각각 1,359원과 1,370원이며, 현물환율(1,388.9원) 하회 확률은 24.2%로 도출된다.

한편 분포의 폭을 모형 오차만으로 설정했다는 방법론적 한계에 대해서도 민감도 점검을 수행했다. 폭을 1.5배(4분기 말 3.2%)로 확대하더라도 1,350원 미만 확률은 8.9%, 2배(4.3%)로 확대할 경우에도 15.2%에 그쳐 옵션 모형(33.0%)의 절반 이하 수준을 유지한다. 따라서 1,350원 하회 확률이 옵션 모형 대비 현저히 낮다는 4분기 전망의 핵심 결론은 분포 폭의 설정 방식에 좌우되지 않는 것으로 확인된다.

C.6 옵션 모형

2부에 적용된 옵션 모형은 시장이 실제 가격에 반영한 불확실성을 정량화하기 위해 구성했다. 환율 방향성에 대한 판단은 시나리오 혼합분포가 담당하고, 옵션 모형은 불확실성의 크기와 상하방 비대칭 정보를 제공하는 역할 분담 구조다(2부 10.1). 산출 과정은 다음의 다섯 단계로 구성된다.

(1) 변동성 복원: 만기별 등가격(ATM) 내재변동성과 델타별 리스크리버설(RR) 및 버터플라이(BF) 호가에서 콜과 풋 옵션의 변동성을 $\sigma_{콜} = ATM + BF + RR/2$, $\sigma_{풋} = ATM + BF - RR/2$ 의 관계식으로 복원하고, Garman-Kohlhagen 모형의 선도 델타를 적용하여 각 델타에 상응하는 행사가격을 산출했다.

(2) 위험중립밀도 추출: 로그 행사가격에 대한 총분산을 평활화하여 Black-76 옵션 가격 곡선을 구축하고, 이를 행사가격에 대해 2차 미분하는 방식(Breeden-Litzenberger)으로 만기별 위험중립 확률밀도를 추출했다. 추출된 밀도의 평균은 선물환율과 사실상 일치하며(오차 약 0%), 음(-)의 밀도는 관찰되지 않았다.

(3) 펀더멘털 경로 추정: 21개 월간 거시 변수를 네 가지 범주(금리와 캐리, 위험과 달러, 대외와 자본, 가치 평가)로 구분하여 범주별 제1주성분을 추출한 뒤, 원/달러 로그값과 네 개의 요인으로 VECM(벡터오차수정모형, 공적분 관계 1개, 표본: 2010년 8월~2026년 9월, 총 194개월)을 추정하여 만기별 펀더멘털 경로와 예측 표준편차를 도출했다.

(4) 분포 중심의 결합: 로그 공간에서 선물환율과 펀더멘털 경로를 각 불확실성의 역수로 가중 평균했다. 펀더멘털 측 표준편차는 VECM 예측 표준편차에 $\kappa(=3)$ 를 곱한 값을, 시장 측 표준편차는 선물환율과 실제 기대값 간 괴리(위험 프리미엄)의 불확실성을 반영한 $0.10 \times \sqrt{T}$ (T는 연 단위 만기)를 각각 적용했다. 이에 따른 펀더멘털 가중치 $(1/\sigma_{\text{펀더멘털}}^2) \div (1/\sigma_{\text{펀더멘털}}^2 + 1/\sigma_{\text{시장}}^2)$ 는 만기별 13~20%, 시장 가중치는 80~87%로 산출된다.

(5) 엔트로피 틸팅: 결합된 중심값을 평균 제약 조건으로 설정하고, 위험중립밀도와 상대 엔트로피가 최소화되는 분포를 도출했다. 이는 옵션시장에 내재된 분포의 형태(폭과 비대칭)를 최대한 보존하면서 분포의 중심만을 이동시키는 방식이다.

가격산정일은 9월 21일이며, 현물환율 기준점은 9월 18일 블룸버그 종합 증가 1,388.90원을 적용했다. 분기말 값은 9월 23일 결제일 기준 3, 6, 9, 12, 15개월 표준 만기로 근사했으므로 실제 분기말과 약 1주의 시차가 존재한다. κ 를 3으로 비교적 크게 설정한 것은 1부에서 단일 앵커의 장기 균형관계가 통계적으로 지지되지 않은 점을 감안한 조치이며, 펀더멘털 경로가 시사하는 균형 수준 자체는 본문 분석에 활용하지 않았다. 해당 모형의 한계 역시 명확하다. VECM이 선형 구조로 국면 전환을 반영하지 못한다는 점, 잔차가 정규분포를 따르지 않는다는 점, 추정 결과가 표본 시작 시점에 민감하다는 점, 그리고 표본외 검증 절차를 거치지 않았다는 점이다. 분포의 중심이 시장 가격(선물환율)에 80% 이상 의존하는 구조이므로, **옵션 모형은 불확실성의 크기와 비대칭성을 제시할 뿐 환율 방향성에 대한 독자적인 정보를 제공하지 않는 것으로 간주해야 한다.**

C.7 유가 확률분포와 시나리오 연결

유가 확률분포는 앞서 서술한 옵션 모형과 동일한 구조로 구축했다. WTI 옵션(9월 21일 가격 산정)의 델타별 내재변동성에서 위험중립밀도를 추출하고, 원유 수요와 생산, 재고 관련 11개 지표를 범주별 제1주성분으로 축약하여 달러지수와 함께 추정된 VECM의 편터멘털 경로를 역분산 가중 방식으로 결합(편터멘털 가중치 12~19%)한 뒤 엔트로피 킬팅을 적용했다. 별도의 하방 가격 하한은 설정하지 않았다. 시나리오별 유가는 산출된 분포를 하위 25%, 중간 45%, 상위 30% 구간으로 분할한 뒤 각 구간의 조건부 평균값으로 추출했다. 특정 분위수의 한 점이 아닌 구간 평균을 적용한 것은 각 시나리오가 해당 구간의 유가 경로 전체를 대표하도록 하기 위함이다. 위험 B 시나리오는 유가와 독립적으로 작동하는 반도체 사이클 경로이므로 기본 시나리오와 동일한 유가 전제를 적용했다.

시나리오별 WTI 전제는 2부 표 10-1과 같다(4분기 평균 → 2027년 평균: 강세 72.6 → 55.5 달러, 기본과 위험 B 88.9 → 77.3달러, 위험 A 114.2 → 108.4달러). 분포의 95% 분위수(4분기 128.3달러, 2027년 125.2달러)는 스트레스 국면의 참고치로 활용했다. 브렌트유는 WTI에 최근 60영업일 평균 스프레드(+6.0달러)를 가산하여 환산했으며, 경상수지 추정에는 두바이유 기준 2개월의 시차를 적용했다(두바이유 환산 스프레드와 도입 시차는 가정).

C.8 최적 헤지비율과 캐리 분해

2부 14장에 제시된 최적 헤지비율은 헤지 후 기대 손익과 변동성을 동시에 감안했을 때 최적의 성과를 나타내는 헤지 비율로 정의된다. 옵션 모형의 확률분포 하에서 헤지 후 손익률 $r(h)$ 의 평균-분산 목적함수 $J(h) = E[r(h)] - (\gamma/2) \times \text{Var}[r(h)]$ 를 최대화하는 헤지 비율 h 를 산출했다. 위험회피계수 γ 는 8로 설정했고 헤지 수단은 선물환으로 한정했으며, 달러 자산(선물환 매도)과 달러 부채(선물환 매수)는 노출의 부호에 따라 구분하여 추정했다. 옵션 모형의 분포 중심이 선물환율을 하회하는 구조이므로, 달러 자산의 경우 만기가 짧을수록 100%를 초과하는 과헤지가 최적 해로 도출된다.

CVaR95는 노출 금액 대비 최악 5% 상황의 평균 손실로 정의되며, 헤지를 실행하지 않은 경우와 최적 헤지 실행 후의 수치를 병기했다. 조건부 기대손실만을 최소화하는 목적함수를 적용할 경우 선물환과 같은 선형 헤지 수단에서는 해가 0% 또는 100%로 극단화되는 한계가 존재하므로, CVaR은 목적함수가 아닌 보고 지표로 활용했다. 표 14-1의 시점은 옵션 표준 만기일로 분기말을 대체한 것이다. 캐리 분해에 적용된 베이스스는 선물환에 반영된 연율 금리차 $(F \div S - 1) \div \tau$ 에서 익일물 금리스왑(OIS) 기준 원화와 달러의 금리차를 차감한 값이며(F 는 선물환율, S 는 현물환율, τ 는 연 단위 만기), 통화스왑 베이스스의 대응 지표로 간주된다.

D. 유로, 엔, 달러지수, 위안화 전망

원/달러 환율 경로의 거시 전제(2부 표 7-1) 가운데 주요국 통화의 전망치와 산출 근거를 정리하여 수록했다. 월간 펀더멘털 모형의 회귀계수 기준으로 달러지수 1% 변동은 원/달러 0.76%, 위안화 1%는 0.25%, 엔화 1%는 0.15%의 변동에 상응하므로(표 7-2), **원/달러 경로에 가장 큰 파급력을 지니는 전제는 달러지수다**. 9월에는 ECB(10일), 연준(16일), 일본은행(18일)이 모두 정책금리를 25bp 인상하는 동시 긴축 국면이 전개되었다. 따라서 4분기 이후 주요 통화의 방향성은 절대적인 금리 수준보다 각국 긴축 사이클의 잔여 폭과 종료 시점의 상대적 차이에 의해 결정되는 구조로 판단된다. 통화별 전망치는 2부 표 7-1에 제시했으며, 표 D-1은 9월 통화정책 결정의 세부 내용과 시장에 반영된 정책 경로를 정리한 것이다.

[표 D-1] 9월 주요국 통화정책 결정과 시장 반영 경로

구분	연준(9월 16일)	ECB(9월 10일)	일본은행(9월 18일)
정책금리 결정	3.75~4.00%로 25bp 인상	예금금리 2.50%로 25bp 인상 (주요 채융자금리 2.65%)	1.25%로 25bp 인상
표결	12 대 0 만장일치	만장일치	7 대 2(반대 2명은 물가 가속 미확인을 이유로 동결 주장)
자체 전망	PCE 물가 2026년 3.7%, 2027년 2.3%, 2028년 2.1%(근원 3.4%, 2.5%, 2.2%). 성장률 2026년 2.3%, 2027년 2.4%, 실업률 4.1%	HICP 2026년 3.0%, 2027년 2.5%, 2028년 2.1%(근원 2.5%, 2.6%, 2.3%). 2026년 4분기 3.6%에서 정점. 성장률 2026년 0.9%, 2027년 1.4%	신선식품 제외 CPI가 2026 회계연도 하반기부터 2%를 뚜렷이 상회
정책 경로 시사	점도표 중간값 2026년 말 4.1%, 2027년 말 4.1%(6월 3.6%), 2028년 말 3.9%. 18명 중 16명이 연내 추가 인상 지지	사전 약속 없이 회의별로 판단. 에너지 충격의 장기화로 물가가 상당 기간 목표 상회	정책금리 인상 지속. 연속 인상은 물가 위험이 매우 클 때로 한정
시장 반영 경로	10월 인상 확률 51~61%, 2027년 상반기까지 세 차례 인상	12월 추가 인상, 2027년 두 차례 인상	OIS는 2027년 7월 2% 도달을 시야에 둔 경로 반영, 회의 뒤 10월 인상 확률 30% 부근. 설문은 다음 인상 2027년 1월(58%) 또는 12월 (35%), 최종 금리 중앙값 1.75%
최근 물가	8월 CPI 3.4%(근원 2.4%), 7월 PCE 3.7%(근원 3.3%)	8월 HICP 3.2% (근원 2.4%, 7월 2.9%)	8월 CPI 1.9%(신선식품 제외 1.7%)

자료: 연준, ECB, 일본은행, Eurostat, Bloomberg, Reuters, 유안타증권 리서치센터

주: 시장 반영 경로는 9월 21일 기준 금리선물과 OIS(일본은행은 니혼게이지의 9월 14일과 19일 보도), 일본은행 설문은 블룸버그 9월 4~10일 조사(경제 전문가 52명)이며, 로이터 9월 1~8일 조사(68명)에서는 62%가 2027년 2분기까지 1.75% 이상 도달을 예상

D.1 달러지수(DXY)

달러지수의 4분기 전망 범위는 유로와 엔 전망을 지수 구성 비중(유로 57.6%, 엔 13.6%)으로 환산한 결과와 정합하도록 설정했다. 여타 통화가 불변이라는 가정 하에서 유로/달러 1.14~1.18과 달러/엔 155~160엔은 달러지수를 중심 대비 -1.15~+1.27% 변동시키며(중심 100 기준 약 98.9~101.3), 여기에 나머지 통화(비중 28.8%)의 변동분을 가산한 범위가 **98.5~101.5**다. 9월 중순 달러지수는 100 안팎으로 해당 범위의 중심 부근에 위치하며, 모형에 투입되는 광의달러지수는 8월 월평균 118.9로 7월(120.6) 대비 1.4%, 2025년 12월(120.2) 대비 1.1% 낮은 수준이다.

달러의 방향성을 좌우하는 1차 변수는 연준 긴축 사이클의 잔여 폭이다. 연준은 9월 16일 정책금리를 3.75~4.00%로 25bp 인상했으며(12명 만장일치), 경제전망(SEP)에서 PCE 물가 상승률을 2026년 3.7%, 2027년 2.3%, 2028년 2.1%로, 실업률을 2026~2028년 4.1%로 제시했다. 점도표 중간값은 2026년 말과 2027년 말 모두 4.1%, 2028년 말 3.9%로 2027년 말 기준 6월 대비 50bp 상향 조정되었으며, 위원 18명 중 16명이 연내 추가 인상을 지지했다(2부 12.2). 8월 소비자물가는 전년 대비 3.4%(에너지 +16.3%), 7월 PCE 물가는 3.7%(근원 3.3%)로 연준의 연간 전망치에 부합하는 수준이다. 시장은 10월 인상 확률을 51~61%로 반영했고, 9월 18일 뉴욕 종가 기준 미국 국채 2년물 금리는 4.76%, 10년물은 5.01%까지 상승했다(연준 H.15). 인상 종료가 확인되기 전까지 달러는 지지될 것으로 예상되나, ECB의 추가 인상 기대가 유로/달러를 1.14~1.16에서 지지하므로 달러지수의 상단은 101 부근에서 제한될 전망이다.

국제기구의 평가 역시 달러의 상단이 제한되는 구조를 뒷받침한다. BIS 분기 보고서(9월 14일)는 검토 기간(6월 1일~9월 3일) 중 달러가 7월 말까지 연준의 긴축 가속 기대로 주요 선진국 통화 대비 강세를 보였으나 8월에 상승분의 대부분을 반납했으며, 특히 8월 19일 미국 재무부의 장기물 국채 바이백 확대 발표 이후 나타난 달러 약세가 금리 하락보다 오래 지속되었다고 평가했다.

아울러 장기물 금리 상승은 물가 우려가 아니라 재정 부담에 따른 기간 프리미엄 확대에 기인한 것으로 진단했는데, 이는 2부 13장에서 미국 장기금리의 4.5% 상회를 달러 약세 무산 조건으로 설정한 근거와 부합한다. IMF 대외부문 보고서(7월 30일)는 2025년 글로벌 경상수지 불균형이 재차 확대되었으며, 중국의 흑자가 약 3,000억 달러 늘어 세계 GDP의 0.6%에, 미국의 적자는 세계 GDP의 0.9%에 달한다고 평가했다. **불균형의 확대는 흑자국 통화의 절상 압력, 즉 달러의 증장기 약세 압력으로 작용하는 구조적 배경이다.**

2027년 경로는 상반기 98~101을 거쳐 하반기 96~99로 약세 전환하는 것으로 전망하며, 그 출발점은 연준의 금리 인하가 아니라 인상 종료의 확인이다. 다만 A.5와 2부 표 12-4에서 확인한 바와 같이 1997년 12월 이후 연준의 인상 종료 사례 네 차례 가운데 달러가 뚜렷하게 약해진 것은 ECB와 일본은행이 긴축을 이어 간 2006~2007년뿐이었으므로, 달러 약세 전제의 성립 여부는 ECB와 일본은행의 추가 인상 기대가 시장 가격에 유지되는지를 점점 대상으로 설정했다. 하반기 범위는 유로 1.16~1.20과 엔 150~155엔에 상응하는 97.5~99.8에 연준 인상 종료에 따른 달러 전반의 약세를 가산한 것이다.

기본 경로의 2027년 말 수준(약 97.5, 연간 약 3% 하락)은 그 중간값에 해당한다. 위험 요인은 양방향으로 존재한다. 연준이 시장 반영대로 2027년 상반기까지 추가 인상하면 인상 종료라는 출발점 자체가 성립하지 않으며(위험 A의 금리 경로), 반대로 재정 프리미엄 확대 속에 위험회피가 확산되면 2000~2001년과 같이 인상 종료 이후에도 달러가 강세를 보일 수 있다. **달러지수 전제가 1% 변동할 경우 원/달러 경로는 약 10원 변동하는 것으로 산출된다.**

D.2 유로(EUR)

ECB는 9월 10일 예금금리를 2.50%로 25bp 인상했다(주요 채융자금리 2.65%, 한계대출금리 2.90%, 만장일치). ECB는 중동 분쟁과 호르무즈 해협 봉쇄에 따른 에너지 충격이 예상보다 장기화되어 물가가 상당 기간 목표를 상회할 것으로 진단하면서도, 향후 경로에 대한 사전 약속 없이 회의별로 판단하는 원칙을 유지했다. 9월 거시경제 전망은 HICP 상승률을 2026년 3.0%, 2027년 2.5%, 2028년 2.1%로 제시하여 2027년 전망을 6월 대비 0.2%p 상향했고, 2026년 4분기에 3.6%로 정점을 형성하는 경로를 상정했다. 근원 물가는 2026년 2.5%, 2027년 2.6%, 2028년 2.3%, 성장률은 2026년 0.9%, 2027년 1.4%, 2028년 1.5%다. 해당 전망의 기술적 가정(8월 19일 기준)은 브렌트유 2026년 89.5달러, 2027년 78.0달러, 유로/달러 1.16(2026~2028년)으로, 2027년 유가는 본 보고서의 기본 시나리오(WTI 77.3달러, 브렌트유 환산 약 83달러)보다 다소 낮고 유로/달러는 4분기 전망치와 같다. 실물 지표로는 8월 HICP가 3.2%(7월 2.9%, 근원 2.4%, 에너지 기여 1.3%p)로 재차 상승했고, 2분기 GDP가 전기 대비 0.6% 성장했으며, 7월 경상수지 흑자는 280억 유로(12개월 누적 2,820억 유로, GDP의 1.7%)를 기록했다.

시장은 12월 추가 인상과 2027년 두 차례 인상을 가격에 반영하고 있다. 4분기에는 ECB와 연준이 같은 속도로 인상하므로 금리차 요인은 중립이며, 유로/달러의 하단은 ECB의 매파적 기조가, 상단은 프랑스의 재정과 정치 불확실성 및 에너지 가격에 따른 교역조건 악화가 좌우할 것으로 판단된다. ECB 인상 직후 1.16을 상회했던 유로/달러는 FOMC 인상을 거치며 9월 18일 1.146(ECB 기준환율)까지 하락했다. 해당 수준은 4분기 밴드의 하단부에 위치하며, ECB의 12월 인상 기대와 유로 매도 포지션의 축소를 감안할 때 1.14~1.16에서 지지력을 확보한 뒤 1.16 안팎으로 복귀할 것으로 예상된다. 9월 15일 기준 투기적 유로 포지션은 순매도 2만 6,993계약(약 39억 달러)으로 한 주간 1만 5,623계약 축소되어 유로 매도 쏠림은 완화되는 국면이다. 이를 종합하여 **4분기 유로/달러는 1.16(1.14~1.18)으로 전망한다.** 2027년에는 연준이 동결을 유지하는 전제 하에서 ECB의 추가 인상(+50bp)이 가격에 반영되어 금리차가 유로 쪽으로 이동하고 역내 경상흑자 기조가 유지되므로, 1.18(1.16~1.20)으로 완만한 유로 강세가 예상된다. 프랑스의 재정 불확실성이 유로 지역 국제 스프레드 확대로 확산될 경우 1.14 하단이 시험될 수 있으며, 이 경우 달러지수 상단(101.5)의 제약도 약해진다.

D.3 엔(JPY)

일본은행은 9월 18일 정책금리를 1.25%로 25bp 인상했다(7 대 2). 반대한 두 위원은 신선식품 제외 CPI가 최근 2%를 하회하고 물가와 경기의 가속이 확인되지 않았다는 이유로 동결을 주장했다. 성명서는 신선식품 제외 CPI가 2026 회계연도 하반기부터 2%를 뚜렷이 상회할 것으로 전망하며 인상 지속 방침을 밝혔으나, 총재는 회견에서 연속 인상은 물가 위험이 매우 클 때로 한정된다고 언급하고 환율을 겨냥한 정책 운용은 하지 않는다는 입장을 반복했다. 시장은 이를 완화적 인상으로 해석했고, 달러/엔은 회견 중 155.97엔에서 157.53엔으로 상승(엔화 약세)했다. 8월 전국 CPI는 전년 대비 1.9%(신선식품 제외 1.7%)로 목표를 하회했고, 2분기 GDP 성장률은 설비투자 상향으로 연율 1.4%로 수정되었다. 연준과 일본은행이 동일한 폭으로 인상함에 따라 미일 정책금리차는 연말까지 2.625%p에서 불변이므로, 4분기 엔의 방향은 금리 차보다 외환당국의 개입 체제와 일본 기관투자자의 환헤지 비율에 의해 결정되는 구조다.

상반된 두 가지 압력이 병존한다. 첫째는 외환당국의 개입 경제다. 일본 재무성은 7월 30일~8월 26일 15조 3,993억 엔의 엔 매수 개입을 실시했다고 8월 28일 공표했으며(월간 기준 최대 규모), 이에 앞서 7월 31일에는 미국 재무부와 의 공조 개입이 이루어졌으므로 160엔 부근에서는 개입 경계가 재차 작동할 것으로 판단된다. BIS 분기 보고서 역시 금리차 확대에 약세를 보이던 엔이 7월 31일 공조 개입 이후 급반등한 뒤 안정되었다고 기술했다. 둘째는 투기적 포지션의 청산 위험이다. 9월 15일 기준 투기적 엔 순매수는 한 주 만에 10만 9,563계약 늘어 12만 359계약(약 96억 달러)에 이르렀고, 이 상태에서 완화적 인상이 확인됨에 따라 포지션 청산이 엔 약세를 증폭시킬 소지가 존재한다. 이를 감안하여 **4분기 달러/엔은 157엔(155~160엔)으로 전망한다.** 밴드 하단(155엔)을 하회하는 엔 강세는 일본 기관투자자의 환헤지 확대가 더해질 때에 한해 가능한 경로로 판단된다.

2027년 경로의 핵심은 일본은행의 인상 지속 여부다. 9월 회의 직전에 실시된 설문은 경로를 앞당기는 방향으로 수렴했다. 블룸버그 설문(9월 4~10일, 경제 전문가 52명)에서는 응답자 전원이 9월 인상을 예상한 가운데 다음 인상 시점으로 2027년 1월(58%)과 12월(35%)이 제시되었고, 최종 금리 중앙값은 1.75%였다. 로이터 설문(9월 1~8일, 68명)에서는 62%가 2027년 2분기까지 1.75% 이상 도달을 전망했으며, 최종 금리로는 1.75%(50%)와 2.00% 이상(40%)이 제시되었다. 일본경제연구센터의 ESP 조사(9월 2~9일, 37명)에서도 응답자 전원이 연내 인상을 예상했다. 미일 공조 개입과 미국 재무장관의 단호한 긴축 지지 발언으로 인상의 정치적 장애가 낮아진 점이 경로 상향의 공통된 배경으로 제시되었다. 시장 금리는 설문보다 빠른 경로를 반영하고 있다. 9월 14일 니혼게이자이 보도에 따르면 OIS 시장은 2027년 7월 2% 도달을 시야에 둔 경로를 반영했고, 회의 직후인 9월 19일 보도에 따르면 연내 인상 확률이 재차 높아져 10월 인상 확률이 30%에 근접했다. 9월 21일 기준으로 회의 이후에 실시된 설문은 공표되지 않았으므로, 회의 이후의 기대 변화는 시장 금리로 대신 확인했다. 연준이 12월 인상 뒤 동결을 유지하는 전제 하에서 일본은행이 시장 반영대로 연내 한 차례에 이어 2027년 두 차례 안팎 추가 인상하면 미일 정책금리차는 50bp 안팎 축소되므로, 2027년 달러/엔은 150~155엔으로 완만한 엔 강세를 전망한다. 설문 중앙값(최종 금리 1.75%)대로 인상이 2027년 중반에 종료될 경우 금리차 축소 폭은 25bp에 그쳐 엔 강세는 밴드 상단(155엔) 부근에 머물 것으로 예상된다.

D.4 위안화(CNY)

위안화는 역외 기준(달러/위안) 2026년 4월 6.83에서 9월 6.70으로 약 2% 절상되었다(연율 4%대). 인민은행의 기준환율은 9월 들어 절상 방향의 고시가 이어져 9월 18일 6.7521에 이르렀고, 같은 시기 역외 환율은 6.70 부근까지 하락(위안 강세)하여 2022년 이후 가장 강한 수준을 기록했다. 절상의 배경으로는 무역흑자 확대가 지목된다. 8월 수출은 반도체 수출 급증에 힘입어 전년 대비 25% 증가했고, 1~8월 누적 무역흑자는 약 8,000억 달러로 연간 최대치를 경신하는 추세다. 외환보유액은 8월 말 3조 4,383억 달러(전월 대비 +195억 달러)로 증가했으며, IMF 대외부문 보고서는 2025년 중국의 경상흑자 확대 폭이 최근 25년 사이 가장 컸다고 평가했다. 다만 인민은행은 8월 G20 회의와 9월 초 발언에서 합리적 균형 수준에서의 기본적인 안정 유지와 수출 및 일방향 기대 방지 원칙을 재확인했고, 9월 21일 대출우대금리(LPR)는 1년물 3.00%, 5년물 3.50%로 16개월째 동결되었다.

4분기에는 달러지수가 100 안팎에서 횡보하는 전제와 인민은행의 속도 조절을 감안하여 보합을, 2027년에는 상반기 1%, 하반기 2%로 연 3% 절상을 전망한다. 3% 절상은 4월 이후의 속도(연율 4%대)보다 완만한 수준이며, 절상 시점은 달러지수의 하반기 약세 전환과 일치하도록 설정했다. 월간 모형의 위안 계수(0.25)를 적용한 2027년 누적 기여는 -0.74%, 원/달러 약 10원이며(표 12-2), 절상 폭이 1%p 달라질 경우 원/달러 경로는 약 3.5원 변동한다. 상방 위험은 무역흑자 확대와 미국의 통화가치 절상 요구(2부 표 9-1의 아시아 통화 절상 압력)가 결합되어 인민은행이 4월 이후의 절상 속도를 용인하는 경우이며, 이때 원화 강세 요인은 약 3.5원 추가된다. 위안 전제의 불확실성이 원/달러 경로에 미치는 영향은 상기 수준(1%p당 약 3.5원)으로 제한적인 것으로 판단된다.

MEMO

MEMO

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함(작성자: 김호정, 임지윤).
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

Head of Research Center **최현재**
3770-2553 / hyunjae.choi@yuantakorea.com

부센터장 2차전지/신에너지 **이안나**
3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

투자전략

Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com	Quant Analyst	신현용	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com
Passive/ ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com	Market Analyst	이재원	5719	jaewon2.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com	Research Assistant	임지운	3527	jiyeon.lim@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com	Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com	Research Assistant	김세빈	3646	sebin2.kim@yuantakorea.com

기업부선

팀장 2차전지/신에너지 **이안나** 3770-5599 **anna.lee@yuantakorea.com**

인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	김고은	3649	koeeun2.kim@yuantakorea.com
정유/화학	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com	Research Assistant	배종성	3643	jongsung.bae@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com	Research Assistant	신승우	5594	sungwoo.shin@yuantakorea.com
화장품/의료기기/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com	Research Assistant	김영민	5602	yeongmin.kim@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com	Research Assistant	조계철	2665	gyecheol.jo@yuantakorea.com
통신/지주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com				
조선/자동차	김용민	5606	yongmin.kim@yuantakorea.com				
미디어/엔터/디지털자산	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com				
US Market	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com				
유틸리티/음식료	손현정	5595	hyunjeong.son@yuantakorea.com				
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com				
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com				
전기전자	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com				
방산/우주/AI/로보틱스	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com				
운송/게임	최지운	3640	jiyeon.choi@yuantakorea.com				
건설/기계	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com				
Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com				
Research Assistant	한동우	3647	dongwoo.han@yuantakorea.com				
Research Assistant	임석민	3648	seokmin.lim@yuantakorea.com				

