true friend 한국투자증권

환율 전망 업데이트: 금쪽이 환율

- 17일 장중 달러-원 1,480원 돌파, 약달러 & 당국 경계에도 상승 지속
- 예상보다 높은 4분기 환율 반영, 2026년 달러-원 전망 1,420원 수정
- 적정 레인지 1,350~1,500원 예상, 오버슈팅시 1,500원대 진입 가능

FX Note

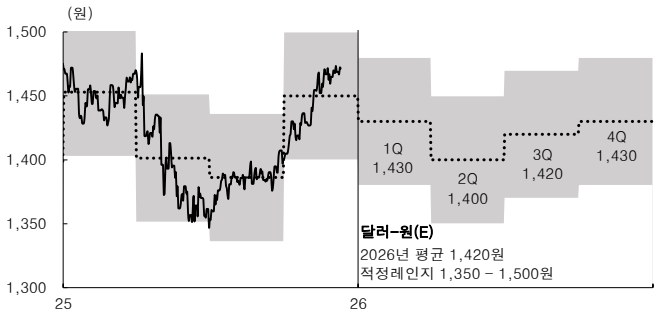
2025. 12. 18

4분기 환율 반영해 2026년 달러-원 전망 1,420원으로 상향

4분기 실제 환율과 전망의 차이를 반영해 2026년 달러-원 전망을 기존 1,390원에서 1,420원으로 기술적 상향 조정한다. 10월 이후 환율 상승세가 지속되면서 4분기 평균 달러-원은 1,450원(12/16까지 누적)으로 전망치 1,420원을 큰 폭 상회했다. 한번 높아진 환율의 상·하단에 대한 눈높이가 쉽게 내려가지 않을 것으로 보이며 내년에도 구조적 상승의 힘이 반영되면 눈높이가 추가로 올라갈 것이다. 연평균 1,420원을 중심으로 연내 적정 레인지는 1,350~1,500원으로 제시한다. 적정 레인지의 하단으로 갈수록 달러 저가 매수에 따른 환율 상방 압력이, 상단으로 갈수록 당국 개입 경계감과 달러 고점 매도 물량에 따른 하방 압력이 짙어질 것이다. 환율의 궤적은 연간 전망과 동일하게 상저하고 궤적을 예상한다. 한국의 경기와 수급 상황이 비교적 우호적일 것으로 예상되는 상반기에 달러-원이 하단과 분기평균을 낮출 가능성이 높다. 그러나 연말로 갈수록 미국 경기 회복과 함께 달러화가 반등하는 가운데 구조적인 환율 상승의 힘이 다시 뚜렷해질 것으로 예상한다.

단기적으로는 추가 상승 여력보다 하락 여력이 크다고 판단한다. 이미 환율이 매크로 펀더멘털로 추정하는 적정 환율(1,300원대 후반-1,400원대 초반)을 큰 폭으로 상회하고 있기 때문에 정확한 하락의 시점과 폭을 가늠하기가 어렵다. 다만 굵직한 이벤트로 가까이는 19일 BOJ 통화정책 회의 결과 발표, 조금 더 길어진다면 1월 9일 발표되는 12월 고용 보고서를 주목하고 있다. 다만 특정 이벤트 보다는 근본적으로 외환시장의 수급 쏠림과 원화 약세에 대한 심리가 진정될 필요가 있다.

[그림 1] 2026년 달러-원 평균 1,420원, 적정 레인지 1,350~1,500원



자료: 한국투자증권

문다운
dw.moon@koreainvestment.com

최지욱
jiuk.choi@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

약달러와 당국 경계에도 환율 상방 압력 여전, 지금부터는 심리적인 영역

11월 미국 고용보고서 발표 이후 약달러 흐름이 강화되었음에도 불구하고 17일 장중 달러-원이 1,480원대에 재진입하며 나홀로 상승세를 전개했다. 국민연금과 한국은행이 외환스왑 연장을 발표하는 등 당국의 환율 안정 의지가 계속해서 확인되고 있음에도 불구하고 환율 상방 압력이 좀처럼 진정되지 않는 상황이다. 레벨 부담이 상단한 현재 수준에서조차도 나홀로 상승하는 이유가 분명히 있을텐데 아직은 매크로 데이터를 통해 정확한 이유를 찾기가 어렵다. 다만 분명한건 현재 레벨에서는 심리적인 요인이 크게 작용한다고 있다는 점이다.

달러-원이 심리 때문에 더 자주, 쉽게 위쪽으로 쏠리는 이유는 구조적인 환율 상승에 대한 기대가 자리잡았기 때문이라고 판단한다. 미국과의 성장률 및 금리 역전 국면에서 더 높은 기대 수익률이 예상되는 해외 투자가 빠르게 증가하고 있다. 거주자의 순대외금융자산 누적과 함께 달러-원이 추세적으로 높아지고 있는데, 앞으로도 이 추세가 이어질 것이라는 기대가 확고하게 잡히면서 기대가 환율을 견인하는 자기실현적인 움직임을 보이는 듯하다. 구조적인 환율 상승 압력이 언제 멈출지 예상하기는 어려우나 적어도 향후 몇 년간은 구조적 상승 구간의 초입부에 위치해 있기 때문에 지금과 같이 환율이 쏠리는 움직임이 자주 나타날 것으로 예상된다.

BOJ 프리뷰: 일본 금융정책결정회의에 따라 달라질 수 있는 환율 경로

금일(12.18)부터 이틀간 진행되는 일본은행(BOJ) 금융정책결정회의에서 기준금리 25bp 인상이 유력한 상황이다(0.50%→0.75%). 높은 수준의 물가상승률이 지속되고 있는 가운데 양호한 기업 실적 등으로 2026년 임금상승률 또한 높을 것으로 보여 기준금리 인상은 사실상 확정적인 상황이다[그림 3].

기준금리 인상 자체보다는 의결문 및 우에다 일본은행 총재의 기자회견에 따라 향후 금리인상 기대 및 환율에 변동이 있을 것으로 예상한다. 일본 참의원(상원)은 최근 18.3조엔 상당의 추가경정 예산안을 통과시켰으며, 여기에는 전기·가스요금 보조금 및 쌀 쿠폰 등 인플레이션율을 직접적으로 낮추는 정책들이 포함되어 있다. 만약 일본은행이 추가경정 예산안 및 쌀 가격 기저효과에 따른 인플레이션율 하락에 초점을 둔다면, 향후 기준금리 인상 가능성 축소로 엔화 및 원화 절하 압력이 발생할 수 있다. 다만 인플레이션율 하락보다는 중립금리(명목 R*, 실질 r*) 상승 가능성에 초점을 둘 경우 시장의 금리인상사이클 최종금리(terminal rate) 기대 상승으로 엔화 및 원화 절상압력이 발생할 수 있다.

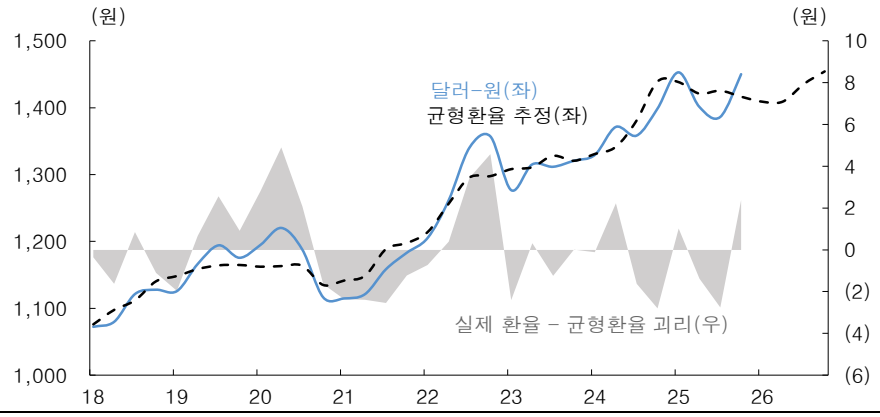
일본은행은 2023년 말 기준 실질중립금리(r*)를 -1%~+0.5% 수준으로 추산한 바 있다. 그러나 최근 잠재성장률 상승으로 일본 실질중립금리는 2023년 대비 2026년에 대략 0.2%p 가량 상승한 것으로 보이며(준구조모형 기준), 이를 바탕으로 향후 한 차례 이상의 금리 인상가능성을 언급할 시 높은 수준의 엔/달러 환율이 하락할 수 있다[그림 4]. 현재 당사는 엔/달러 환율이 점차 하락해 2026년 말 140엔대 초반 수준에 이를 것으로 전망하고 있다.

<표 1> 달러-원 전망

구분	단위	2025				2026				2025	2026
		1Q	2Q	3Q	4Q(E)	1Q(E)	2Q(E)	3Q(E)	4Q(E)	(E)	(E)
달러-원	원	1,453	1,401	1,386	1,450	1,430	1,400	1,420	1,430	1,422	1,420

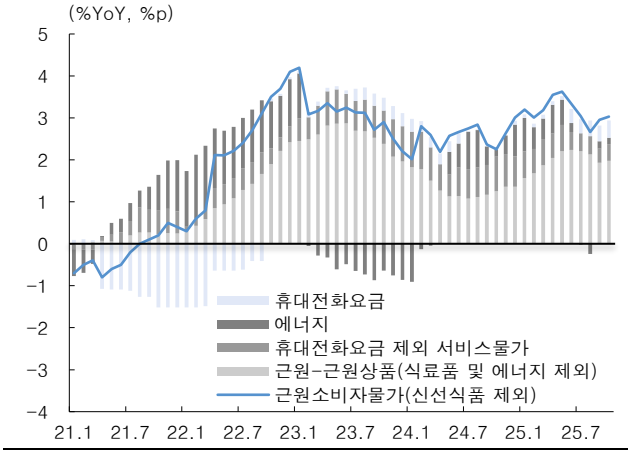
주: 평균 기준
자료: 한국투자증권

[그림 2] 달러-원 환율과 매크로 지표를 바탕으로 추정한 균형환율



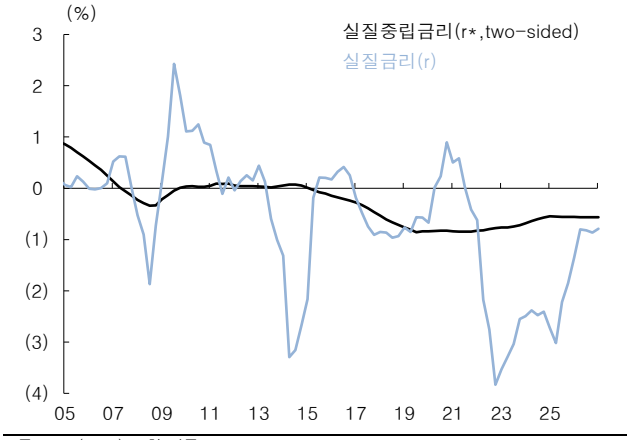
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 3] 일본 소비자물가 상승률 및 요소별 기여도



자료: CEIC, 한국투자증권

[그림 4] 일본 실질중립금리 및 실질금리 추이 및 추정치



주: HLW(2023) 모형 기준
자료: CEIC, Bloomberg, 한국투자증권 추정

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.