

## 최근 환율 추세에 대한 분석과 시사점

박지원 국제거시금융실 국제금융팀 부연구위원 (jwpark@kiep.go.kr, Tel: 044-414-1358)

김호상 국제거시금융실 국제금융팀장 (hyosangkim@kiep.go.kr, Tel: 044-414-1065)

## 차 례

1. 최근 환율 추세의 특징
2. 최근 환율 변동에 대한 원인 분석
3. 정책적 시사점

## 주요 내용

- ▶ 최근 원/달러 환율 추이의 두 가지 주요 특징은 '평균 수준의 구조적 상승'과 '변동성 확대'
  - 원/달러 환율은 2021년 이후 가파른 상승세를 보이며 평균 1,300원을 상회\*하는 고환율 기조가 상시화 되었으며, 일별 변동폭이 큰 급변동일의 빈도도 과거 대비 크게 증가\*\*
  - \* 원/달러 환율 평균 [2000~20년] 1,128.9원 → [2021~25년] 1,304.9원 (+176.0원, +15.6%)
  - \*\* 원/달러 환율이 하루에 10원 이상 변동되었던 일수 비중: [2010~19년] 6.46% → [2021~25년] 11.63%
  - 2020년 이후 원/달러 환율 상승 속도는 다른 국가 통화들과 비교\*하였을 때도 상대적으로 빠른 수준
  - \* 원화의 2020년 이후 평가절하 폭은 일본 엔화, 브라질 헤알화, 인도 루피화에 이어 네 번째로 큰 수준
- ▶ 원/달러 환율의 이례적인 움직임은 대외 불확실성 확대에 따른 달러 강세에 더해, 해외투자 증가 및 환율 상승 기대심리 강화 등이 복합적으로 나타난 결과
  - 분석 결과, 원/달러 환율은 주로 글로벌 요인의 변동과 높은 동조성을 보였으며, 2020년 이후에는 그중에서도 달러인덱스의 환율 변동을 설명하는 비중(기여도)이 유의하게 증가
  - 글로벌 요인을 제외한 환율 변동에서 2020년 이후 대내외 투자흐름의 기여도가 확대되었으며, 특히 거주자의 해외증권 투자가 환율 변동을 설명하는 주요 요인으로 작용
  - 그간 환율 상승세의 고착화로 환율 상승 기대가 강화되었으며, 가장 최근에는 원/달러 환율의 쏠림 현상이 발생하여 추가 상승 모멘텀으로 작용
- ▶ 단기적으로는 과도한 변동성과 급격한 쏠림을 완화하는 데 중점을 두고, 중장기적으로는 우리 경제의 경쟁력 강화와 대외건전성 제고를 위한 구조적 개선 노력을 병행할 필요
  - 최근 환율 급등은 환율 상승 기대 확산이 수급 쏠림을 증폭시킨 데 기인하는 측면이 있어, 단기적으로는 급격한 변동과 쏠림을 완화하기 위한 조치가 필요
  - 또한 우리나라 대외자산 구조 및 대외여건을 감안할 때 당분간 환율 변동성이 확대될 가능성이 있는 만큼, 외환당국은 일관된 정책 대응을 통해 경제주체의 신뢰를 확보하는 것이 중요
  - 중장기적으로는 우리 경제의 펀더멘털 제고를 통해 투자 환경의 경쟁력을 강화하는 한편, 자본흐름의 원활한 작동을 뒷받침할 제도 정비가 필요

# 1. 최근 환율 추세의 특징

## 가. 최근 원/달러 환율 동향

■ 원/달러 환율은 2021년 이후 가파른 상승세를 보이며 2025년 12월 말 현재 1,400원을 크게 상회

- 2020년 이전까지 원/달러 환율은 주로 1,100원대 박스권 내에서 안정적인 등락을 유지하였으나, 2021년을 기점으로 급등세를 보이면서 2025년 12월 말까지 상승세가 지속

- 2000년대 초 IT 버블 붕괴, 2008년 글로벌 금융위기 등 위기 당시 일시적으로 1,300원을 상회했던 원/달러 환율은 2022년 7월 이후에는 대부분 1,300원을 상회하며 고회율 기조가 상시화

\* 전체 일수 중 원/달러 환율이 1,300원을 상회하는 일수 비중: (2000~20) 5.4%, (2021~25) 61.4%

그림 1. 2000년 이후 원/달러 환율 추이



주: 1) 음영 부분은 원/달러 환율이 1,300원을 상회하는 경우를 의미.

2) 2000. 1. 4.부터 2025. 12. 31.까지 일별 종가 자료를 사용.

자료: 한국은행.

■ 최근 원/달러 환율 추이의 두 가지 주요 특징은 ‘평균 수준의 구조적 상승’과 ‘변동성 확대’

- 2000~20년 원/달러 환율 평균은 1,128.9원이었지만, 환율이 본격적으로 급등세를 보이기 시작한 2021년 이후에는 평균 1,304.9원으로 176.0원 상승(15.6% 증가)

○ 특히 2024년 이후에는 원/달러 환율이 지속적으로 1,300원을 초과하였고, 전체 일수 중 35.9%가 1,400원을 상회

- 원/달러 환율이 하루에 10원 이상 변동되었던 일수 비중은 2010~19년 6.46%에서 2021년 이후 11.63%로 약 1.8배 증가<sup>1)</sup>

○ 또한 3개월(60영업일) 내 원/달러 환율이 100원 이상 상승한 경우는 2010~19년 1.29%에서 2021년 이후 4.80%로 약 3.7배 증가

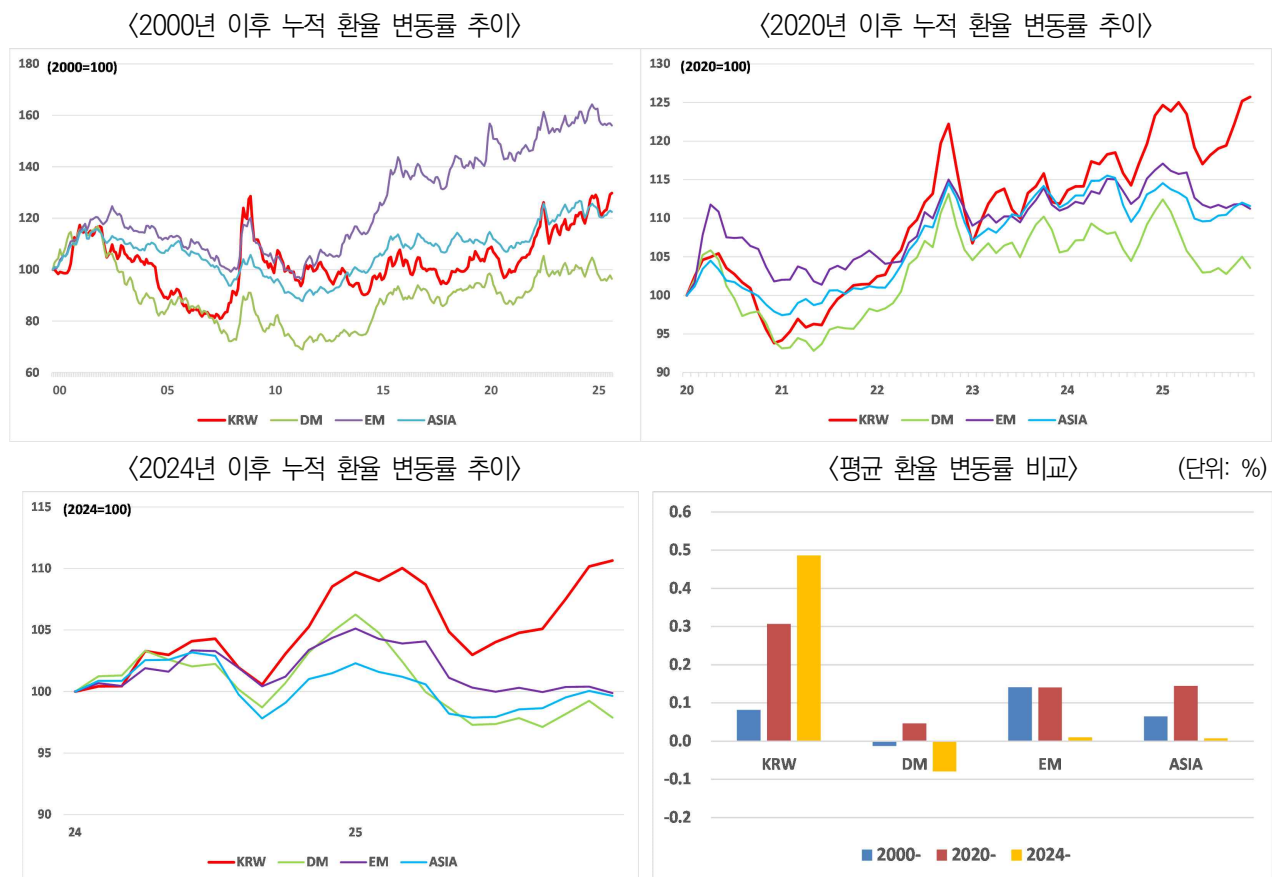
1) 최근 원/달러 환율의 상승 속도와 변동성이 이례적이라는 것을 보여주기 위해, 2008년 글로벌 금융위기, 2020년 코로나19 위기 등을 제외하고 평시 기준인 2010~19년과 2021년 이후를 비교.

## 나. 다른 통화의 움직임과의 비교

### ■ 다른 국가의 통화들과 비교하였을 때 원/달러 환율은 최근 들어 상승 속도가 빠른 수준

- 2000년 이후 원화의 누적 환율 변동률은 +29.78%로써 선진국 통화 누적 변동률(△3.56%)보다는 높지만, 신흥국 통화 누적 변동률(+56.08%)보다는 낮은 수준
- 하지만 2020년 이후 원화의 누적 환율 변동률은 +25.72%로써 선진국 통화(+3.57%)·신흥국 통화(+11.24%)·아시아 국가 통화(+11.58%) 누적 증가율을 모두 크게 상회
  - o 특히 2024년 이후에는 선진국 통화(△2.12%), 신흥국 통화(△0.12%), 아시아 국가 통화(△0.35%) 모두 안정적인 모습을 보인 반면, 원화는 상대적으로 높은 누적 증가율(+10.64%)을 시현
- 2000년 이후 원화의 평균 환율 변동률은 0.08%로 안정적인 모습을 보이지만, 2020년, 2024년 이후에는 각각 0.31%, 0.49%로써 상대적으로 매우 높은 증가율을 시현

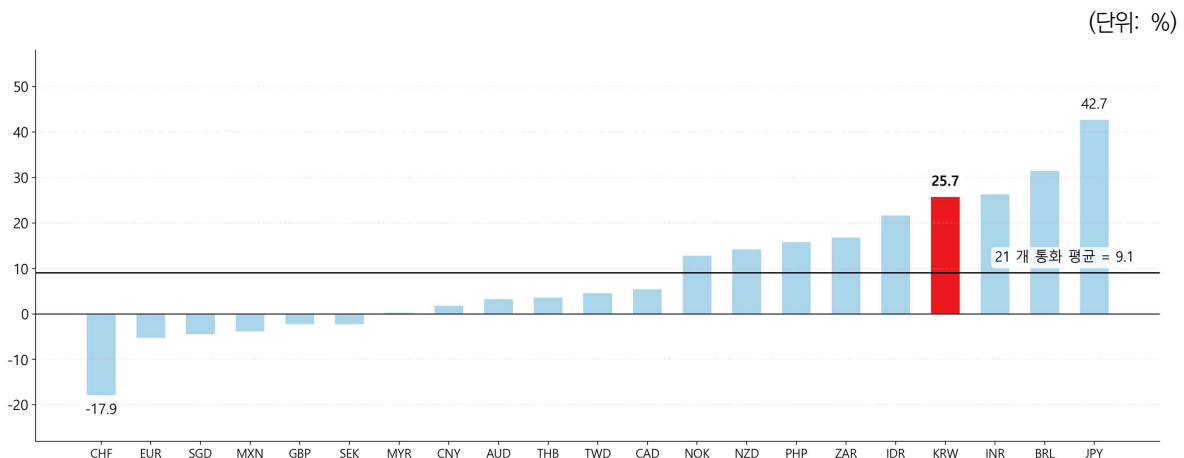
그림 2. 원화와 선진국·신흥국·아시아 국가 통화 간 환율 변동률 비교



주: 1) KRW는 원화, DM은 10개 선진국(호주, 캐나다, 스위스, 유로, 영국, 일본, 노르웨이, 뉴질랜드, 스웨덴, 싱가포르) 통화 평균, EM은 10개 신흥국(브라질, 중국, 인도, 인도네시아, 멕시코, 말레이시아, 필리핀, 태국, 대만, 남아공) 통화 평균, ASIA는 9개 아시아 국가(중국, 인도, 인도네시아, 일본, 말레이시아, 필리핀, 싱가포르, 태국, 대만) 통화 평균.  
 2) 모든 통화는 자국 통화/US 달러 기준.  
 3) 2000년 1월부터 2025년 12월까지 월별 평균 자료 사용.  
 자료: 블룸버그 자료를 바탕으로 저자 계산.

- 원화는 2020년 이후 누적 기준 25.7% 상승하며, 주요 21개 통화 중 네 번째로 높은 수준의 증가율을 시현
- 2020년 이후 유럽 선진국들은 대부분 환율이 하락(평가절상)한 반면, 아시아 국가 및 신흥국들을 중심으로 환율이 상승(평가절하)
- 원화는 2020년 이후 25.7% 상승하여 21개 통화의 누적 증가율 평균(9.1%)을 크게 웃돌았으며, 평가절하 폭은 일본 엔화, 브라질 헤알화, 인도 루피화에 이어 네 번째로 높은 수준
- \* 일본 엔화는 주요 통화 중 2020년 이후 가장 높은 환율 상승률(42.7%)을 기록했는데, 이는 미·일 금리차 확대 및 이에 따른 캐리 트레이드 활성화, 에너지 가격 충격 및 교역조건 악화에 따른 무역수지 적자 지속 등에 기인<sup>2)</sup>

그림 3. 2020년 이후 주요 21개 통화의 누적 증가율



주: 1) CHF(스위스 프랑), EUR(유로), SGD(싱가포르 달러), MXN(멕시코 페소), GBP(영국 파운드), SEK(스웨덴 크로나), MYR(말레이시아 링깃), CNY(중국 위안), AUD(호주 달러), THB(태국 바트), TWD(대만 달러), CAD(캐나다 달러), NOK(노르웨이 크로네), NZD(뉴질랜드 달러), PHP(필리핀 페소), ZAR(남아공 랜드), IDR(인도네시아 루피아), KRW(한국 원), INR(인도 루피), BRL(브라질 헤알), JPY(일본 엔).

2) 모든 통화는 자국 통화/US 달러 기준.

3) 2000년 1월부터 2025년 12월까지 월별 평균 자료 사용.

자료: 블룸버그 자료를 바탕으로 저자 계산.

## 2. 최근 환율 변동에 대한 원인 분석

- 최근 원/달러 환율의 이례적인 움직임은 대외 불확실성 확대에 따른 달러 강세에 더해, 해외투자 증가 및 환율 상승 기대심리 강화 등이 복합적으로 나타난 결과
- 환율은 크게 글로벌 요인과 국내 고유 요인에 의해 변동
  - 글로벌 요인으로는 달러 강세 정도를 나타내는 달러인덱스, 대외 불확실성을 나타내는 VIX 지수, 미국 금리 수준(또는 한미 금리차) 등이 있으며, 국내 고유 요인으로는 국내 성장률, 국내 금리, 대외·대내 투자(자본흐름) 등이 포함

2) International Monetary Fund(2024), Japan: 2024 Article IV consultation - Press release; staff report; and statement by the executive director for Japan (IMF Country Report No. 2024/118), International Monetary Fund.

Ministry of Finance, Japan(2024), 「国際収支から見た日本経済の課題と処方箋」懇談会 報告書 [Report of the study group on "Challenges and prescriptions for Japan's economy from the perspective of the balance of payments"].

- 2020년 이후 원/달러 환율의 급등은 달러 강세라는 글로벌 요인과 대외투자 확대라는 국내 고유 요인의 결과
  - o 미 연준의 금리 인상에 따른 금리차 확대와 지정학적 리스크 및 무역 불확실성에 따른 글로벌 위험회피 (Risk-off) 현상으로 달러 선호 강화
  - o 한편 국내 거주자의 해외 포트폴리오 투자 확대, 국내 경기·정책 불확실성 등에 따라 원화는 상대적으로 평가절하
- 최근에도 환율 상승세가 지속되는 것은, 장기간 누적된 상승 경험이 환율 상승 기대를 강화하면서 추가적인 상승 압력으로 작용하기 때문

## 가. 글로벌 요인

### ■ 2020년 이후 원/달러 환율은 달러인덱스와 동조화된 흐름을 보이며 상승세 지속

- [그림 4]에서 보듯이 원/달러 환율은 2020년 이후 2025년 초까지 달러인덱스와 전반적으로 유사한 흐름을 보였으며, 이는 달러인덱스가 원/달러 환율의 상승세를 견인하였음을 시사
  - o 2020년 이후 원화 변동률과 달러인덱스 변동률 간의 상관관계는 0.3117로, 2020년 이전에 비해 2.2배 상승
- 하지만 2025년 초 이후에는 달러인덱스가 크게 하락한 반면 원/달러 환율은 일시적으로 하락하다 재차 반등하는 모습을 보여 양자 간 괴리가 확대

그림 4. 원화와 달러인덱스 간 추이 비교



주: 1) 여기서 사용되는 달러인덱스는 ICE(Intercontinental Exchange)에서 제공하는 지수라서, 다른 기관에서 제공하는 달러인덱스와 수치는 다를 수 있으나 추세는 서로 유사.

2) 2000년 1월부터 2025년 12월까지 월별 평균 자료 사용.

자료: 블룸버그 자료를 바탕으로 저자 계산.

### ■ 글로벌 요인 및 국내 고유 요인이 원/달러 환율 변동에 미치는 영향과 기여도를 분석하기 위해 롤링(rolling) 2단계(two-step) 회귀 분석 모형을 사용

- 원/달러 환율 변동의 순차적 분해를 위해, 먼저 글로벌 요인으로 환율 변동을 설명한 뒤(1단계), 잔차를 국내 고유 요인인 대내외 투자 흐름으로 추가 설명(2단계)<sup>3)</sup>

- 각 요인이 원/달러 환율 변동에 미치는 영향 및 기여도가 시간에 따라 어떻게 변화하는지를 보기 위해 롤링 윈도우(rolling window)를 적용
- 글로벌 요인으로는 달러인덱스, VIX 지수, 한미 금리차, 국내 고유 요인으로는 대내외 투자에만 초점을 두어 포트폴리오 투자 자산/부채, 직접투자 자산/부채를 설정

### 글상자 1. 롤링(rolling) 2단계(two-step) 회귀 분석 모형<sup>4)</sup>

#### ■ 1단계(Step 1): 글로벌 요인 분해

$$y_t = \alpha_t + \beta_t^{dxy} dxy_t + \beta_t^{vix} vix_t + \beta_t^{diff} diff_t + u_t, \quad t \in T_t,$$

$$y_t \equiv 100(\ln e_t - \ln e_{t-1}), \quad dxy_t \equiv 100(\ln DXY_t - \ln DXY_{t-1}), \quad vix_t \equiv \ln VIX_t, \quad diff_t \equiv i_t^{KR} - i_t^{US},$$

$$T_t = \{t - W + 1, \dots, t - 1, t\}, \quad W = 60$$

- 첫 번째 단계로 원/달러 환율 변동률( $y_t$ )을 글로벌 요인[달러인덱스 변동률( $dxy_t$ ), VIX 수준( $vix_t$ ), 한미 금리차( $diff_t$ )]에 회귀한 뒤, 잔차항( $u_t$ )을 추출
- 이 회귀식을 60개월 길이의 롤링 윈도우(rolling window)를 적용하여 구간을 이동시키며 반복 추정

#### ■ 2단계(Step 2): 투자흐름 요인 분해

$$\hat{u}_t = \delta_t + \gamma_t^{PA} PA_{t-1} + \gamma_t^{PL} PL_{t-1} + \gamma_t^{DA} DA_{t-1} + \gamma_t^{DL} DL_{t-1} + \epsilon_t,$$

$$\hat{u}_t = y_t - \hat{\alpha}_t - \hat{\beta}_t^{dxy} dxy_t - \hat{\beta}_t^{vix} vix_t - \hat{\beta}_t^{diff} diff_t,$$

$$PA_t = 100 \frac{PI_{asset,t}}{GDP_{m,t}}, \quad PL_t = 100 \frac{PI_{liabilities,t}}{GDP_{m,t}}, \quad DA_t = 100 \frac{DI_{asset,t}}{GDP_{m,t}}, \quad DL_t = 100 \frac{DI_{liabilities,t}}{GDP_{m,t}}$$

- 첫 번째 회귀식에서 추출된 잔차항( $\hat{u}_t$ )을 포트폴리오 투자 자산(PA)/부채(PL), 직접투자 자산(DA)/부채(DL)에 회귀
- 이 모형에서는 국내 고유 요인으로 대내외 투자흐름을 상정하여 각 투자흐름이 환율 변동에 얼마나 영향을 미치는가를 분석
- 대내외 투자흐름 변수들의 시점을 1개월 시차로 둔 것은 환율과의 동시점 상호작용(내생성)을 완화하기 위한 조치
- 1단계 모형과 마찬가지로 60개월 길이의 롤링 윈도우를 적용하여 구간을 이동시키며 반복 추정

#### ■ 위의 추정 결과를 바탕으로 각 요인들이 원/달러 환율 변동에 미치는 영향력(민감도)과 기여도 분석

- 각 요인들의 영향력은 계수 추정치( $\hat{\beta}$ ,  $\hat{\gamma}$ )와 표준오차를 통해 분석
- 각 요인들의 환율 변동에 대한 기여도는 계수 추정치와 설명변수 값을 곱해 도출

$$c_t^{dxy} = \hat{\beta}_t^{dxy} dxy_t, \quad c_t^{vix} = \hat{\beta}_t^{vix} vix_t, \quad c_t^{diff} = \hat{\beta}_t^{diff} diff_t,$$

$$c_t^{PA} = \hat{\gamma}_t^{PA} PA_{t-1}, \quad c_t^{PL} = \hat{\gamma}_t^{PL} PL_{t-1}, \quad c_t^{DA} = \hat{\gamma}_t^{DA} DA_{t-1}, \quad c_t^{DL} = \hat{\gamma}_t^{DL} DL_{t-1}$$

3) 글로벌 요인이 더 외생적이어서 글로벌 요인이 국내 고유 요인에도 영향을 미칠 수 있다고 가정.

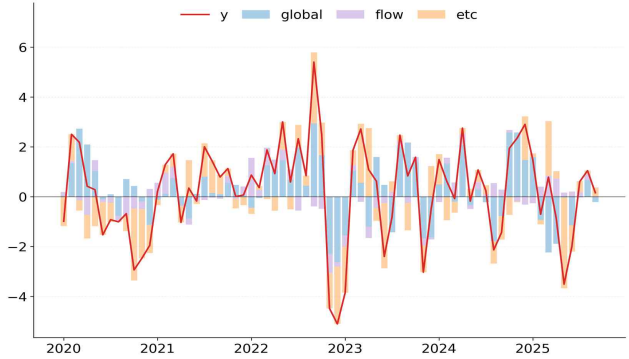
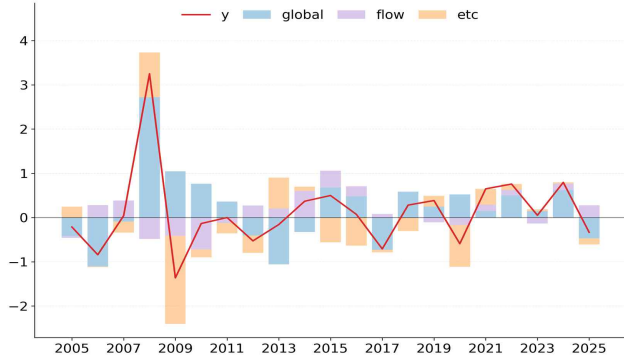
4) 분석에 사용된 자료는 월별 자료이며, 분석 기간은 2000년 1월~2025년 9월.

자료 출처는 다음과 같음. 원/달러 환율(월평균), 한국 금리(콜금리 1일, 월평균), 포트폴리오 투자, 직접투자, GDP(명목, 분기별)는 한국은행 경제통계시스템(ECOS)에서, 달러인덱스는 블룸버그에서, VIX, 미국 금리(연방기금 실효금리, 월평균)는 FRED에서 수집.

그림 5. 글로벌 요인/대내외 투자 요인의 환율 변동에 대한 기여도 및 기여율

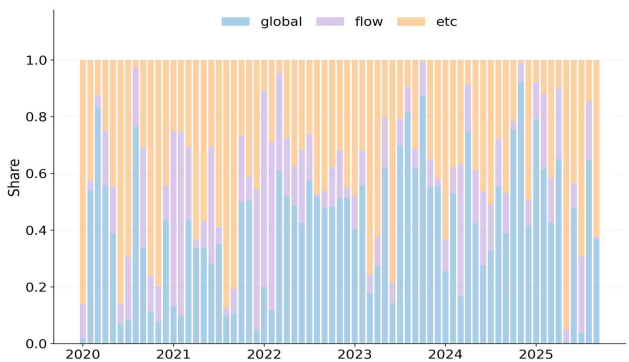
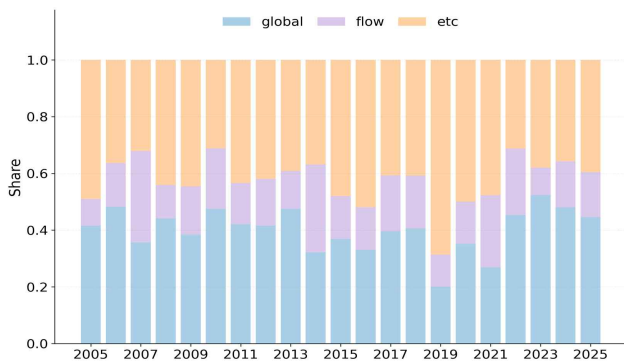
<연도별 기여도 추이> (단위: %, %p)

<2020년 이후 월별 기여도 추이> (단위: %, %p)



<연도별 기여율 추이>

<2020년 이후 월별 기여율 추이>



주: 1) y는 원/달러 환율 변화율, global은 글로벌 요인(달러인덱스, VIX, 한미 금리차), flow는 글로벌 요인을 제외한 대내외 투자 요인(포트폴리오 투자, 직접투자), etc는 그 외 요인을 의미.

2) 기여율은 각 요소(global, flow, etc)의 기여도 절댓값을 전체 기여도 절댓값의 합으로 나눈 비중으로 정의하며, 기여율의 합은 1. 자료: 저자 계산.

■ 분석 결과, 원/달러 환율은 주로 글로벌 요인의 변동과 높은 동조성을 보임.

- [그림 5]의 기여도 추이에서 보듯이, 원/달러 환율의 변동은 주로 글로벌 요인의 변화에 의해 좌우되어 왔으며, 이러한 경향은 2020년 이후 더욱 뚜렷
- 글로벌 요인의 전체 환율 변동에 대한 기여율은 2020년 이후 평균 42%로, 2011~19년 평균(37%) 대비 5%p 상승
- \* 2020년 이후 전체 환율 변동에 대한 요소별 기여율: [글로벌 요인] 42.0%, [대내외 투자흐름 요인] 17.6%, [기타] 40.4%

■ 글로벌 요인 가운데 달러인덱스<sup>5)</sup>의 설명력(기여도)은 2020년 이후 유의하게 확대

- [그림 6]의 기여율 추이에서 보듯이, 글로벌 요인 중 달러인덱스의 기여율은 2020년 이후 평균 15.6%로, 2011~19년 평균(4.6%) 대비 11%p 상승
- \* 2020년 이후 글로벌 요인에 대한 요소별 기여율: [달러인덱스] 15.6%, [VIX] 40.9%, [한-미 금리차] 5.5%, [기타] 38.1%
- 각 요인이 환율 변동에 미치는 영향을 살펴보면, 2020년 이후 달러인덱스는 증가율이 커질수록 원/달러 환율 상승폭이 확대되었지만, VIX와 한미 금리차는 환율 변동에 유의미한 영향을 미치지 못하는 것으로 추정

5) Engel and Wu(2024)에 따르면 달러인덱스는 위험선호 변화를 반영하는 측면이 있어, VIX와 다중공선성(multicollinearity)을 보일 수 있으나, 분석에 사용된 표본에서 달러인덱스와 VIX 간 상관관계는 -0.221~0.285, 분산팽창지수(VIF)는 1.00~1.09로 낮게 나와 두 변수 간 다중공선성 문제는 존재하지 않는 것으로 보임. Engel, C. and Wu, S.P.Y.(2024), "Exchange rate models are better than you think, and why they didn't work in the old days," NBER Working Paper No. 32808. National Bureau of Economic Research.

그림 6. 글로벌 요인별 기여도 분해 및 환율 변동에 미치는 영향 추이



주: 1) 글로벌 요인 기여율 그래프에서 dxy는 달러인덱스, vix는 VIX 지수, diff는 한미 금리차, etc는 기타이며, 각 요소의 기여율은 [그림 5]에서 글로벌 요소의 기여도 절댓값 대비 각 요소(dxy, vix, diff, etc)의 기여도 절댓값으로 정의(기여율의 합은 1).

2) 달러인덱스, VIX, 한미 금리차의 계수(beta) 그래프에서 음영 부분은 95% 신뢰구간(Newey-West(HAC) 표준오차 기준)을 의미.

자료: 저자 계산.

6) VIX는 달러인덱스에 비해 통계적으로 유의성이 크지는 않지만, 글로벌 리스크오프 국면에서는 계숫값과 유의성이 뚜렷하게 확대하는 경향 [예: 글로벌 금융위기(2008), Taper Tantrum(2013), 코로나19 위기(2020), 미국 건축기조 전환(2022)].

## 나. 대내외 투자흐름 요인

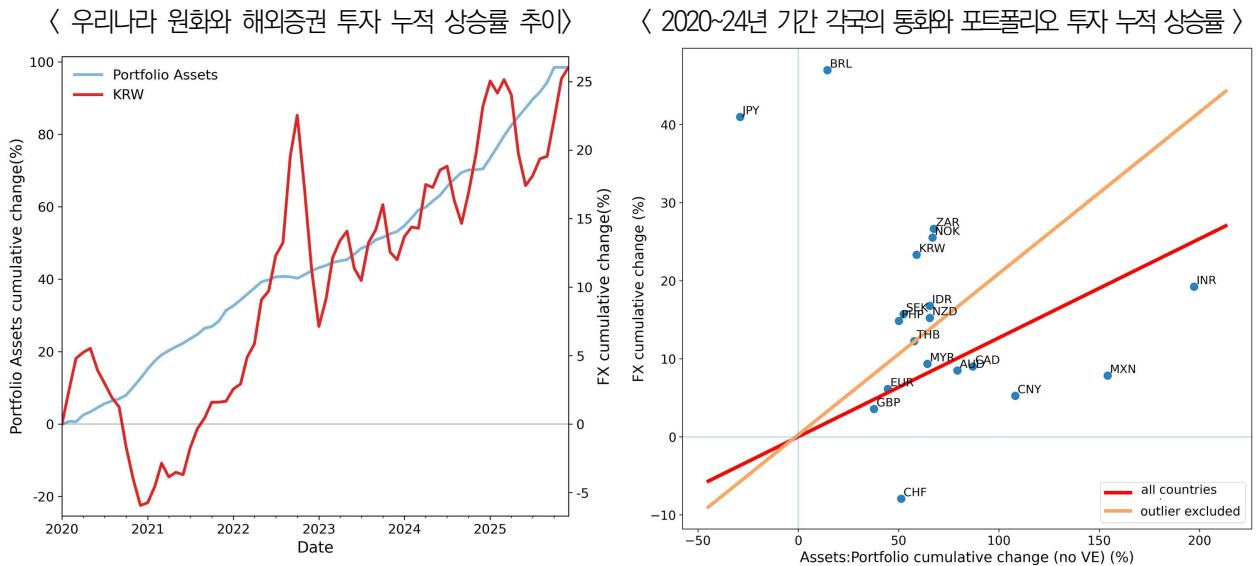
### ■ 2020년 이후 원/달러 환율은 거주자의 해외증권 투자 확대와 함께 상승세 지속

- [그림 7]에서 2020년부터 2025년 말까지 우리나라의 해외증권 투자(누적)는 26.0% 증가하고 원/달러 환율(누적)은 98.5% 상승(원화 약세)하여 해외증권 투자 확대와 원/달러 환율 상승 간 뚜렷한 동행성 확인
- 이는 해외증권 투자 확대가 원/달러 환율 상승에 영향을 미쳤을 가능성을 시사

### ■ 같은 기간 동안 다수 국가에서 포트폴리오 자산이 증가하는 가운데, 자국 통화가 절하되는 현상이 동시에 관찰

- [그림 7]에서 보듯이 대부분의 국가에서 2020년부터 2024년 말까지 포트폴리오 투자 자산(누적, 가치평가 효과 제거)이 증가하는 가운데 자국통화 환율(누적)도 함께 상승(평가절하)하는 모습
- \* 다만 2025년에 유로(EUR) 및 일부 유럽국 통화(GBP, SEK)는 포트폴리오 자산 증가에도 불구하고 환율의 누적 상승률이 음(-)으로 전환
- 이는 포트폴리오 투자 자산 증가와 환율 상승세 간 양(+)의 동행성이 다수 국가에서 관찰됨을 시사

그림 7. 2020년 이후 환율과 포트폴리오 투자 추이 비교



주: 1) 왼쪽 그래프에서의 해외증권 투자 누적 상승률은 국제수지상 금융계정의 증권투자(자산)를 토대로 계산.  
 2) 오른쪽 산점도에서 가로축은 2020년 1/4분기 대비 2024년 4/4분기 포트폴리오 투자(자산)의 누적 상승률을 의미하며, 세로축은 2020년 1월 대비 2024년 12월 각 나라 통화의 누적 상승률을 의미함. 이때 포트폴리오 투자(자산)의 누적 상승률은 국제투자대표표상 포트폴리오 투자(자산)를 토대로 계산하였으며, 원래의 포트폴리오 투자(자산)의 누적 상승률에서 환율 누적 상승률을 제외함으로써 환율에 따른 가치평가효과(valuation effect)를 제거하였음. 빨간색 추세선은 모든 국가를 포함한 추세선이고, 주황색 추세선은 일부 이상값을 가지는 국가들을 제외(JPY, BRL, INR, MXN, CNY, CHF)한 추세선임. 분석 기간을 2024년까지로 설정한 이유는 일부 국가의 포트폴리오 투자 자료가 2024년까지만 제공되어, 분석 기간을 국가별로 통일하기 위해서임.

자료: 한국은행, IMF 자료를 바탕으로 저자 계산.

■ 분석 결과, 글로벌 요인을 제외한 대내외 투자 요인 가운데 거주자의 해외증권 투자(포트폴리오 투자 자산)가 원/달러 환율 변동의 주요 요인으로 작용

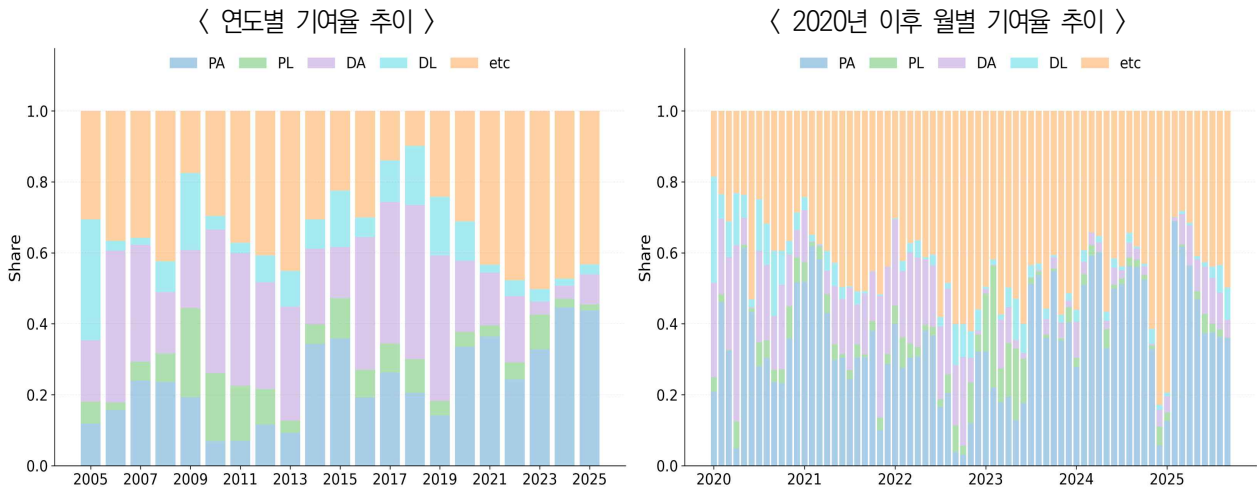
- [그림 8]에서 보듯이, 대내외 투자 요인 중 거주자의 해외증권 투자(포트폴리오 투자 자산)의 기여율은 2020년 이후 평균 35.9%로, 2011~19년 평균(19.8%) 대비 16.1%p 상승
- 반면 다른 대내외 투자 요인(포트폴리오 투자 부채, 직접투자)의 기여율은 이전에 비해 큰 폭으로 감소

\* 2020년 이후 대내외 투자 요인에 대한 각 요소별 기여율(2011~19년 평균 대비 변화폭):

[거주자의 해외증권 투자] 35.9%(+16.1%p), [외국인의 국내증권 투자] 4.4%(△4.0%),

[거주자의 해외 직접투자] 11.6%(△21.4%p), [외국인의 국내 직접투자] 4.3%(△6.3%), [기타] 43.8%(+15.6%)

그림 8. 대내외 투자 요인별 기여도 분해



주: 1) PA는 포트폴리오 투자 자산(거주자의 해외증권 투자), PL은 포트폴리오 투자 부채(외국인의 국내증권 투자), DA는 직접투자 자산(거주자의 해외 직접투자), DL은 직접투자 부채(외국인의 국내 직접투자), etc는 기타.

2) 각 요소의 기여율은 [그림 5]에서 글로벌 요인을 제외한 대내외 투자 요인의 기여도 절댓값 대비 각 요소(PA, PL, DA, DL, etc)의 기여도 절댓값으로 정의(기여율의 합은 1).

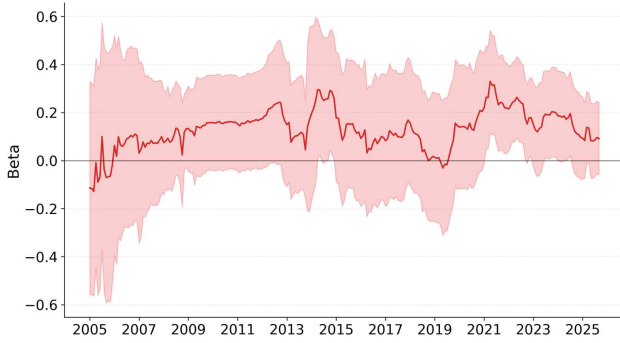
자료: 저자 계산.

■ 대내외 투자 요인이 환율 변동에 미치는 영향을 분석한 결과, 대내외 투자 요인 중 거주자의 해외증권 투자(포트폴리오 투자 자산)만 환율 변동에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타남.

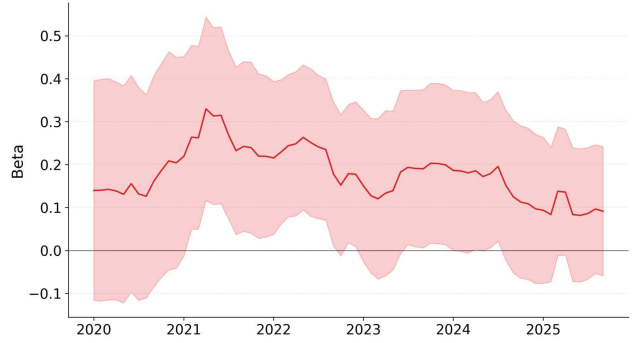
- [그림 9]에서 시기별 대내외 투자 요인의 계수 추이를 보면 2021~24년에는 전반적으로 거주자의 해외증권 투자가 증가할수록 환율 상승률이 통계적으로 유의하게 확대되는 것을 확인
  - o 2021~24년간 환율 변동에 대한 거주자의 해외증권 투자의 계수 평균은 약 0.2로, 이는 GDP 대비 해외증권 투자가 1%p 증가할 때 월간 원/달러 환율 상승률이 약 0.2% 증가한다는 것을 의미
- 하지만 외국인의 국내증권 투자나 직접투자의 계수는 2020년 이후 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타나, 환율 변동에 대한 영향이 제한적임을 시사

그림 9. 대내외 투자 요인이 원/달러 환율 변동에 미치는 영향

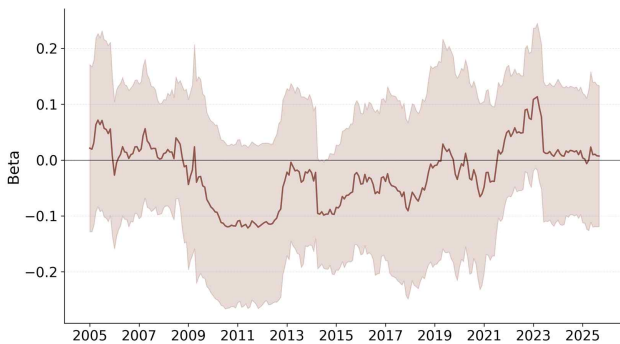
< 포트폴리오 투자(자산)가 환율 변동에 미치는 영향 >



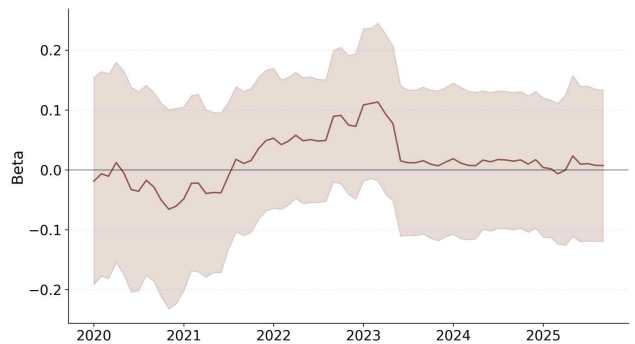
< 2020년 이후 포트폴리오 투자(자산)가 환율 변동에 미치는 영향 >



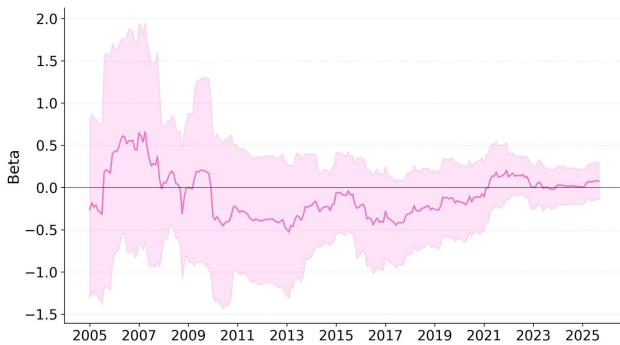
< 포트폴리오 투자(부채)가 환율 변동에 미치는 영향 >



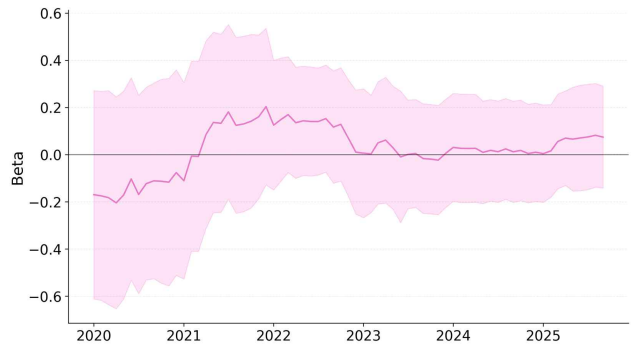
< 2020년 이후 포트폴리오 투자(부채)가 환율 변동에 미치는 영향 >



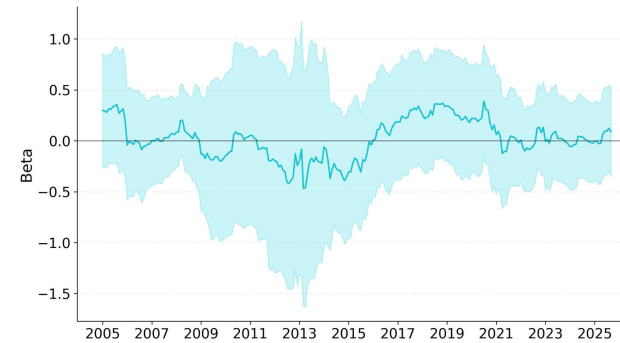
< 직접투자(자산)가 환율 변동에 미치는 영향 >



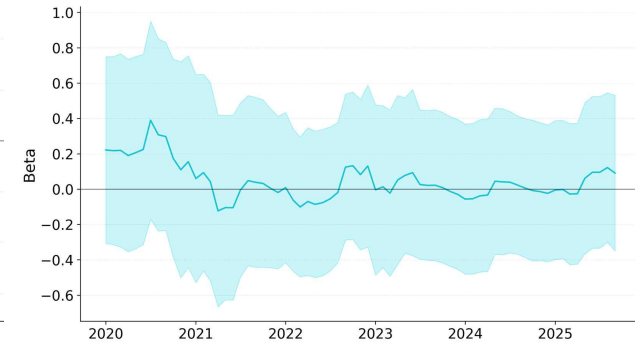
< 2020년 이후 직접투자(자산)가 환율 변동에 미치는 영향 >



< 직접투자(부채)가 환율 변동에 미치는 영향 >



< 2020년 이후 직접투자(부채)가 환율 변동에 미치는 영향 >



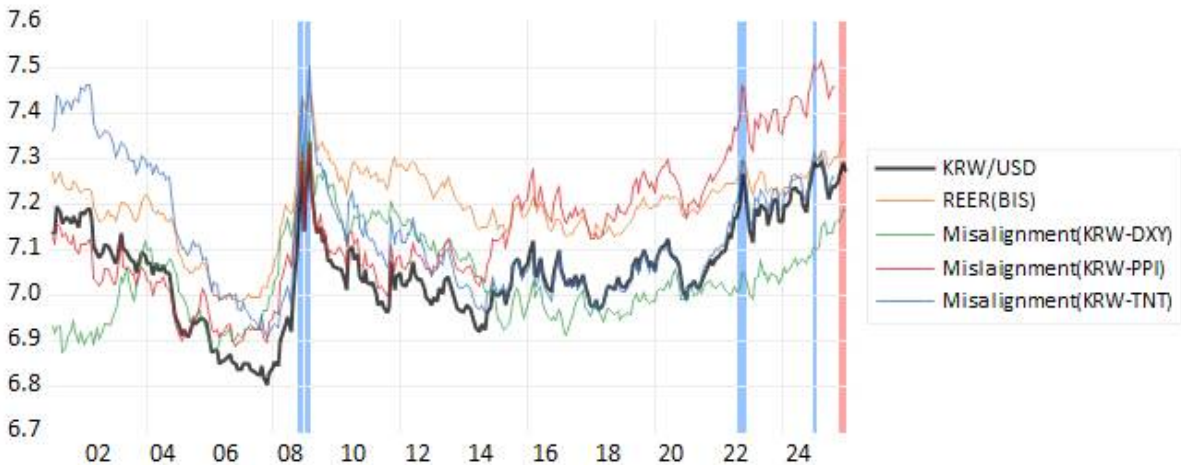
주: 음영 부분은 95% 신뢰구간(Newey-West(HAC) 표준오차 기준)을 의미.

자료: 저자 계산.

## 다. 기대심리

- 2021년 이후 달러 강세와 해외투자 확대로 환율 상승세가 장기화함에 따라 환율 상승에 대한 기대심리가 강화
  - 분석 결과, 2021년 이후 수차례 원/달러 환율이 급격하게 펀더멘털로부터 이탈하는 시장 쏠림이 관측)
    - \* 2021년 전에는 글로벌 금융위기 당시 두 차례의 시장 쏠림이 관측(2008년 10월, 2009년 1월)
    - 원/달러 환율은 2022년 8월, 2024년 12월 등 펀더멘털로부터 괴리되어 쏠림이 나타나는 것으로 관찰
    - 한편 통계적으로 유의하지는 않지만 2021년 원/달러 환율이 추세적으로 증가하는 시기부터 분석 모형의 검정 통계량이 구조적으로 상승
  - 특히 원/달러 환율의 달러인덱스(DXY)로부터 괴리를 보면, 2025년 10월부터 통계적으로 유의한 쏠림 현상이 발생
    - 최근 원/달러 환율의 움직임이 달러인덱스와 괴리가 있으며, 괴리의 정도가 상당히 이례적 수준
    - 한편 앞서 언급한 원/달러 환율의 급등 시기는 대체로 달러인덱스에 반영된 글로벌 요인에 기인한 것임을 시사
- 분석 결과를 종합하면, 2025년 들어 달러인덱스 하락, 거주자의 해외증권 투자가 원/달러 환율에 미치는 영향이 약화하였음에도 불구하고, 최근 환율 급등세 지속의 원인은 환율 추가 상승에 대한 기대심리 강화에 기인

그림 10. 원/달러 환율-펀더멘털 간 괴리의 추이와 쏠림 발생 구간



- 주: 1) 원/달러 환율과 펀더멘털로부터의 괴리(misalignment)는 로그 변환 값이며, 그래프의 가독성을 위해 REER(BIS), Misalignment(KRW-DXY)는 각각 4.9, 4.5를 가산 (단, 이 경우에도 ADF 우측 검정 추정 결과는 불변).
- 2) REER(BIS)은 BIS에서 제공하는 글로벌 교역을 반영하는 실질실효환율을 나타내며, Misalignment(KRW-DXY)는 원달러 환율을 달러 인덱스(DXY)로 나누어, 한국 고유 요인을 반영, Misalignment(KRW-PPI)는 원/달러 환율에 미국과 한국의 생산자물가지수(PPI) 비율을 곱한 교역재 가격 기반 구매력 평가지수(PPP)를 나타내며, Misalignment(KRW-TNT)는 원/달러 환율 및 미국과 한국 간 상대 생산성 [소비자물가지수(CPI)와 생산자물가지수(PPI) 비율로 산출]을 반영하였음.
- 3) 파란색 음영은 원/달러 환율, 빨간색 음영은 Misalignment(KRW-DXY)에 통계적으로 유의한 시장 쏠림이 나타난 구간을 나타냄.
- 자료: 한국은행, 블룸버그, BIS 자료를 바탕으로 저자 작성.

7) Misalignment(KRW-PPI), Misalignment(KRW-TNT) 분석 결과는 원/달러 환율 분석 결과와 유사.

## 글상자 2. 시장 쓸림 분석 모형<sup>8)</sup>

### ■ 이론적 배경

$$e_t = e_t^* + s_t$$

- 여기서  $e_t$ ,  $e_t^*$ 는 각각 명목환율, 펀더멘탈에 기반한 환율이며,  $s_t$ 는 명목환율과 펀더멘탈 간 괴리(기대심리에 따른 쓸림)를 나타내며,  $s_t$ 는 다음과 같은 sub-martingale 속성을 갖는다고 가정

$$E_t[s_{t+1}] = (1 + \rho)s_t, \rho > 0$$

- 따라서  $s_t$ 는 합리적 기대하에서 가파르게 증가하는 프로세스(explosive process)로, 시차(order of integration)가 1 이상인 확률과정을 의미
- 실증분석에서 환율(자산가격)의 시차로 기대 쓸림의 존재 여부를 판단<sup>9)</sup>

### ■ 펀더멘탈에 비해 시장환율의 시차가 높은 경우를 가지고 기대 쓸림을 탐지

$$s_t = \alpha + \beta s_{t-1} + \sum_{i=1}^k \gamma_i \Delta s_{t-i} + \epsilon_t$$

- 여기서 귀무가설( $H_0 : \beta = 1$ )은 단위근이 존재하는 비정상 시계열이며, 대립가설( $H_1 : \beta > 1$ )은 시차가 1 이상으로 빠르게 증가하는(explosively increasing) 시계열을 나타냄
- Augment Dickey-Fuller(ADF) 우측 검정으로 자산가격의 시차를 검정

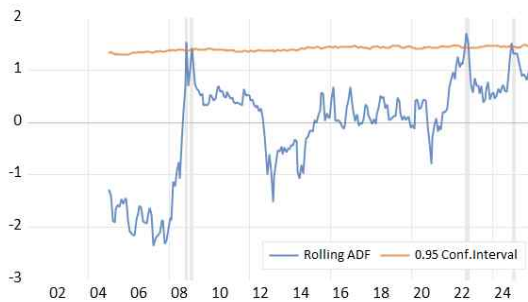
$$ADF = \frac{\hat{\beta} - 1}{s.e.(\hat{\beta})}$$

### ■ ADF 우측 검정을 60개월 길이의 롤링 윈도우(rolling window)를 적용하여 구간을 이동시키며 반복 추정

- $s_t$ ( $\equiv e_t - e_t^*$ )는 명목환율( $e_t^* = 0$ 으로 가정, 즉 명목환율이 랜덤워크함을 가정)과 펀더멘탈로부터의 괴리(생산성 차이, 물가 차이, 명목환율과 달러인덱스 차이로 가정)를 고려
- 여기서 환율의 시계열적 특성을 고려하여 상수항( $\alpha$ )과 과거시차( $k$ )는 0으로 고정<sup>10)</sup>

그림 11. 동태적 ADF 우측 검정

〈 원/달러 환율 결과〉



〈 Misalignment(KRW-DXY) 결과〉



자료: 한국은행 자료를 바탕으로 저자 계산.

8) 분석에 사용된 자료는 월별 자료이며, 분석 기간은 2001년 1월~2025년 12월.

9) Hamilton, J. D. and Whiteman, C. H.(1985), "The observable implications of self-fulfilling expectations," *Journal of Monetary Economics*, 16(3), 353-373.

10) Bettendorf, T. and Chen, W.(2013), "Are there bubbles in the Sterling-dollar exchange rate? New evidence from sequential ADF tests," *Economics Letters*, 120(2), pp. 350-353.

### 3. 정책적 시사점

- 2020년 이후 고환율 현상은 전 세계적인 달러 강세라는 글로벌 요인과 해외증권 투자 확대 등 구조적 요인이 지속된 데 기인하며, 이에 더해 환율 상승 기대에 따른 쏠림 현상이 최근 상승 모멘텀을 강화
  - 최근 환율 급등은 환율 상승 기대 확산이 수급 쏠림을 증폭시키는 자기강화적 메커니즘이 작동한 측면이 있는 만큼, 단기적으로 급격한 변동과 쏠림을 완화하기 위한 조치가 필요
    - 시장개입을 통한 인위적 환율 수준 조정은 시장기능 왜곡, 외환보유액 부담 등의 부작용 우려가 있으나, 단기적 급변과 쏠림이 확대되는 국면에서는 환율 안정을 위한 한시적 대응이 불가피한 측면
    - 과도한 쏠림 국면에서는 외환당국의 일관된 커뮤니케이션으로 기대심리를 안정시키고, 필요시 한시적 변동성 완화 조치 등으로 시장기능을 회복시킬 필요
  - 동시에 자본유입 규제를 완화하고 국내 투자 기반을 확충함으로써 외환 수급의 ‘한쪽(달러 수요) 쏠림’을 구조적으로 완화시킬 필요
    - 우리나라는 규제·절차 등 제도적 요인으로 대외금융부채의 확대가 일부 제약되는 측면이 있는 만큼, 시장 전반의 불필요한 진입장벽을 정비·완화하여 글로벌 기준과의 정합성을 제고
    - 또한 밸류업(주주환원·지배구조·공시 개선 등)으로 주식시장 매력도를 제고하고 국내 위험자산 프리미엄을 낮추는 한편, 자본·외환 시장 선진화를 통해 MSCI 지수에 편입을 촉진함으로써 국내 투자 유인을 강화
- 현재 우리나라 대외자산 구조 및 대외여건을 감안할 때 당분간 환율 변동성이 확대될 가능성이 있으므로, 외환당국은 ‘급격한 쏠림 완화(변동성 관리)’에 중점을 둘 필요
  - 순대외금융자산(NIIP)이 2014년 양(+)으로 전환된 이후 대외금융자산이 추세적으로 증가하고 있어, 해외 투자 확대에 따른 구조적 달러 수요는 당분간 지속될 가능성
    - 특히 고령화 등 인구구조를 감안하면 가계·연기금의 해외자산 선호가 지속될 가능성이 높아, ‘해외투자 확대 → 달러 수요 증가’ 채널은 구조적으로 상존
  - 글로벌 측면에서도 대외 불확실성이 재확대되거나 AI 산업 등을 중심으로 미국의 성장 우위가 지속될 경우, 달러 강세 국면이 재개될 소지
  - 외생적·구조적 요인의 비중이 커질수록 외환당국이 직접 통제하기 어려운 충격의 영향이 확대되는 만큼, 일관된 정책 대응을 통해 경제주체의 신뢰를 확보하는 것이 중요
    - 원칙적으로 환율은 시장에서 결정되도록 하되, 급격한 쏠림으로 시장 기능이 훼손될 경우에 한해 질서 있는 거래를 지원하는 범위에서 대응
    - 또한 상시적 외환 개입으로 오인되지 않도록 규칙 기반의 운영과 투명성을 강화할 필요

- **중장기적으로 환율은 국가경쟁력과 대외건전성을 반영하는 만큼, 우리 경제의 펀더멘털을 강화하고 원활한 자본흐름이 작동하도록 제도·구조를 정비할 필요**
  - 규제 완화 및 경쟁 촉진, 시장친화적 제도·인프라 구축을 통해 안정적인 투자 환경을 조성하고, 첨단산업·서비스·콘텐츠·친환경 에너지 등으로 성장 주력산업을 다변화하여 지속 가능한 성장동력을 확충
    - 특히 향후 고령화 등 인구구조 변화를 고려하면, 중장기적으로 저축이 투자에 미치지 못하고 경상수지가 악화될 가능성이 있으므로, 생산성 향상과 투자효율 제고, 외국인 투자 유치 등을 통해 국내투자 활성화와 자본유입 기반을 강화
  - 또한 대외금융자산·부채의 중장기적 구성과 리스크 관리 체계를 전략적으로 재점검할 필요
    - 대외금융자산이 특정 지역/통화(예: 미국)로 편중될 경우 수익률 측면의 이점이 있을 수 있으나, 정책·금리·환율 리스크 노출이 확대될 수 있으므로 분산투자 및 환헤지 전략을 병행
    - 대외부채는 양적 확대보다 안정적이고 장기적인 자금 유입 비중을 늘려 충격 흡수력을 제고할 필요 **KIEP**