

경제주평

- 커지고 있는 외환시장 균형 이탈 가능성
 - 최근 원/달러 환율 변동 요인과 시사점

목 차

■ 커지고 있는 외환시장 균형 이탈 가능성

- 최근 원/달러 환율 변동 요인과 시사점

Executive Summary	i
1. 개요	1
2. 최근 원/달러 환율 변동 요인	2
3. 시사점	7

□ 비상업 목적으로 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재할 경우 내용의 출처를 명시하면 자유롭게 인용할 수 있으며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

□ 경 제 연 구 실 : 이택근 연구위원 (2072-6366, tklee@hri.co.kr)
이부형 이사대우 (2072-6306, leebuh@hri.co.kr)
신지영 연구위원 (2072-6240, jyshin@hri.co.kr)
노시연 연구위원 (2072-6248, syroh@hri.co.kr)

Executive Summary

□ 커지고 있는 외환시장 균형 이탈 가능성

- 최근 원/달러 환율 변동 요인과 시사점

■ 개요

최근 원/달러 환율이 급등한 가운데 주요국 대비 환율 변동성도 높은 수준을 보이는 등 국내 외환시장 불안정성이 확대되고 있다. 지난 4월 9일 1,484.1원까지 상승했던 원/달러 환율은 달러화 약세 전환과 더불어 9월 16일 1,378.9원까지 하락했지만, 이후 달러화의 점진적인 강세와 더불어 지난 11월 11일에는 약 2개월만에 1,463.3원으로 급등했다. 특히, 최측근 저점 대비 11월 11일 달러화인덱스는 약 3.1% 상승(달러화 강세)했지만, 이 기간 원/달러 환율은 6.1%나 상승한 것으로 이는 엔/달러 4.6%, 달러/유로 Δ 1.7%(유로화 강세), 위안/달러 0.1% 등 주요국 통화 변동률에 비해서도 상당히 높은 수준이다. 이에 본 고에서는 최근 원/달러 환율 변동성 확대에 영향을 미친 주요 요인들에 대해 살펴보고 시사점을 제시하였다.

■ 최근 원/달러 환율 변동 요인

(美 관세 정책 리스크) 미국의 관세 정책 불확실성이 지속되는 가운데, 한·미 후속 협상 지연, 정책 소송 등으로 외환시장 혼선이 확대되고 있다. 트럼프 2기 행정부가 무역적자 해소를 위해 고강도 관세·환율 정책을 활용하면서 관련 논란이 지속되며 환율 변동성이 확대되었다. 특히 7월에는 한국 정부가 미국과의 기본 협상에 합의하며 불확실성이 완화되는 듯했으나, 대미 투자 방식이 10월 말에야 확정되면서 원화 약세가 지속되었다. 최근에는 외환보유액(10월 4,288억 달러) 증가세에도 불구하고, 높은 환율과 연 200억 달러의 대미 투자 계획으로 인해 외환건전성 우려가 확대되며 원/달러 환율 변동성이 심화되고 있는 것으로 판단된다. 또한, 관세 정책에 대한 대법 심리가 진행 중인 가운데 일부 조항이 무효화될 경우, 기부과 관세 환급 문제와 시장 변동성 확대 등으로 외환시장 불안이 커질 수 있다.

(美 통화정책 불확실성) 미국의 주요 경제 지표가 혼조세를 보이면서 연준의 통화정책 불확실성이 확대됨에 따라 원/달러 환율 불안에도 영향을 미치고 있다. 미 연준은 지난 10월 30일 노동시장의 둔화 우려를 반영하여 정책금리를 인하하였으나, 향후 통화정책 경로에 대한 불확실성은 여전히 큰 상황이다. 특히, 연방정부 섯다운(일시적 업무 정지) 여파로 주요 지표 발표가 지연되거나 해석이 어려워지면서 통화정책 경로에 대한 예측 가능성이 저하됨에 따라 추가적으로 불확실성이 커

지고 있다. 한편, 파월 미 연준 의장이 12월 금리인하가 확정되지 않았음을 강조하면서 통화정책에 대한 불확실성은 지속되고 있으나, 민간 부문은 연준이 금리를 인하할 가능성이 크다고 판단하고 있다.

(달러 단기 유동성 경색 우려) 달러 유동성은 추세적인 증가세를 보이고 있으나, 최근 달러화 단기 유동성 부족에 대한 우려가 달러화 강세 요인으로 작용하고 있다. 미국의 유동성은 코로나 팬데믹 이후 지속적으로 증가하는 추세를 보이지만, 달러화의 단기 유동성은 올해 하반기 들어 경색되는 흐름이 나타나고 있다. 최근 레포금리(SOFR)가 일시적으로 급등하거나 미 연준 기준금리 상단에서 형성되는 등 단기 자금시장에서 달러화에 대한 공급 대비 수요 우위가 확대되는 모습이 나타나고 있으며, 역레포 잔액도 2025년 11월 7일 49.0억 달러로 하락하며 단기 유동성 잔고가 크게 축소된 상태이다. 이로 인해 달러화에 대한 단기 조달 불확실성이 확대되고 조달 비용이 상승함에 따라 달러화에 대한 수요가 강화되고 있는 것으로 판단된다. 단기 유동성 경색 우려는 신흥국 통화 비중을 축소하는 방향으로 포트폴리오 조정을 유도하여 달러화 강세와 원화 약세(원/달러 환율 상승)를 초래하는 요인으로 작용하고 있는 것으로 보인다.

(엔화 동조화 현상) 원/달러 환율은 올해 하반기부터 엔/달러 환율과 동조화되는 경향을 보이는 가운데, 최근 엔화 약세 요인들이 원화 약세에도 영향을 미치고 있다. 2025년 상반기의 경우 원화가 위안화와 동조화되는 경향이 강했으나, 하반기부터 원화는 엔화와 동조화되는 모습이다. 2025년 하반기 원화 - 엔화의 상관계수는 0.94, 원화 - 위안화의 상관계수는 -0.58을 기록하며 위안화와 비동조화 및 엔화와 동조화가 나타나고 있다. 원화와 엔화 간 동조화로 인해 최근 일본의 엔화 약세 요인들이 원화 약세에도 영향을 주고 있는 것으로 판단된다. 타카이치 사나에 일본 신임 총리의 확장적 재정 정책에 대한 우려 및 일본 중앙은행의 기준금리 인상 보류 등으로 엔화 약세가 지속되고 있다. 이러한 엔화 약세 및 달러 강세 흐름은 원화의 약세를 유발하는 여러 요인 중 하나로써 원/달러 환율 상승의 추가적인 상방 압력으로 작용하고 있다.

(안전자산 선호) 주식 등 위험자산 가격 고평가 논란과 함께 안전자산 수요 확대 및 안전자산 내 선호 변화가 최근 달러화의 추가적인 강세 요인으로 작용하며 원화 약세 현상이 나타나고 있다. 글로벌 자산 가격이 장기간 강한 상승세를 보였으나, 최근 자산 가격 고평가 논란과 함께 가격 변동성이 확대되는 모습이다. 금, 주식, 비트코인 등 글로벌 자산가격이 동시에 상승하는 에브리팅 랠리(Everything Rally) 현상이 장기간 지속되고 있다. 하지만, 최근 AI 거품론 등 위험자산 전반의 벨류에이션 논란 및 경제 불확실성에 대한 우려로 금융시장의 변동성 확대 및 위

험자산 가격 조정이 발생하였다. 위험회피 심리 및 안전자산 선호로 인해 달러화에 대한 수요가 다시 높아지고 있어 달러화 강세 및 원화 약세가 촉발되고 있는 것으로 보인다. 대표적인 안전자산인 금과 달러화 가운데 가격 부담이 상대적으로 덜한 달러화에 대한 수요 확대도 최근 달러화 강세에 영향을 주고 있다. 한편, 코스피 지수도 연초 대비 약 76%의 상승률을 기록한 만큼 외국인 투자자의 단기 차익실현에 따른 환전 수요 확대가 원화 약세에 영향을 주고 있는 것으로 판단된다.

■ 시사점

최근 원/달러 환율의 변동성 확대는 다양한 원인에 기인한 만큼 대외 여건 변화에 대한 모니터링을 강화하는 한편 적극적인 대내 금융시장 건전성 확보 조치를 통해 단기 외환 및 금융 시장의 안정성을 확보할 필요성이 매우 높아졌다. 첫째, 대외 외환·금융 시장 여건 변화 모니터링 강화를 통해 국내 외환·금융시장의 안정성을 확보할 수 있는 수단과 조치를 강구해야 한다. 둘째, 최근 높은 변동성을 보여주고 있는 국내 자산시장은 물론 금융시장 전반의 건전성 확보 및 안정화를 통해 대내 불확실성 요인을 완화하는 것도 중요하다. 셋째, 대외 수지의 안정적 흑자 기조 유지를 통해 대외거래 결과 발생할 수 있는 환율 불안 가능성을 차단하는 한편 잦은 단기 대규모 외환거래의 조정 등을 통해 원화 환율 변동성을 완화하는 등의 수단도 고려할 필요가 있다. 넷째, 국내 거시경제 안정화를 위한 적극적인 노력 및 기업의 지속성장 기반 확보 노력 등을 통해 경제 펀더멘털을 강화함으로써 중장기적인 외환·금융 시장의 안정화 기반을 다지는 것도 중요하다.

1. 개요

○ 최근 원/달러 환율이 급등한 가운데 주요국 대비 환율 변동성도 높은 수준을 보이는 등 국내 외환시장 불안정성이 확대

- 올해 들어 달러화 약세가 진행되면서 1,500원을 위협하던 원/달러 환율이 1,300원대로 하향 안정화되었으나, 이후 상승 전환해 다시 1,500원대를 위협하는 수준으로 상승

- 지난 4월 9일 1,484.1원까지 상승했던 원/달러 환율은 달러화 약세 전환과 더불어 9월 16일 1,378.9원까지 하락함
- 이후, 달러화의 점진적인 강세와 더불어 지난 11월 11일에는 약 2개월 만에 1,463.3원으로 급상승함

- 특히, 최근에는 원/달러 환율 약세는 달러화 강세 추세보다 빠를 뿐 아니라 주요국 통화에 비해서도 매우 빠르게 진행

- 달러화인덱스는 지난 9월 16일 96.6p로 최측근 저점을 형성한 후 상승 전환, 11월 11일에는 99.7p로 약 3.1% 상승함
- 이 기간 원/달러 환율은 6.1% 상승해 엔/달러 4.6%, 달러/유로 △1.7%, 위안/달러 0.1%에 비해 현저히 높은 수준의 변동성을 보임

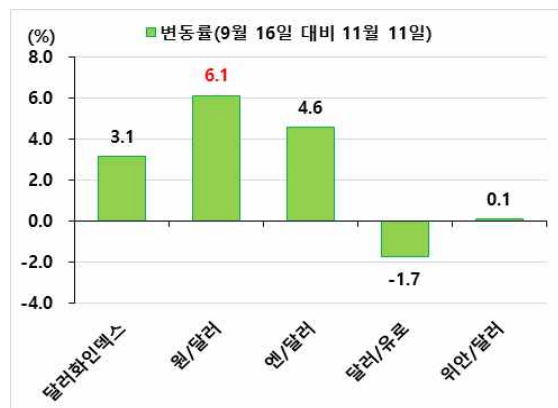
○ 이하 본 고에서는 최근 원/달러 환율 변동성 확대에 영향을 미친 주요 요인들에 대해 살펴보고 시사점을 제시하고자 함

< 달러화인덱스
및 원/달러 환율 추이 >



자료 : Bloomberg, 한국은행.

< 주요 통화 변동률 비교
(달러화인덱스 최측근 저점~최측치) >



자료 : Bloomberg, 한국은행, 현대경제연구원.

2. 최근 원/달러 환율 변동 요인

- (美 관세 정책 리스크) 관세 정책 불확실성이 지속되는 가운데, 한·미 후속 협상 지연, 정책 소송 등으로 외환시장 혼선이 확대
 - 트럼프 2기 행정부가 무역적자 해소를 위해 고강도 관세·환율 정책을 활용하면서 관련 논란이 지속되고 환율 변동성이 확대
 - 지난 4월 미국은 무역적자 해소와 자국 산업 보호를 위해 한국을 포함한 전 세계에 상호 관세를 부과하고, 이어 6월에는 이를 뒷받침하기 위해 달러 강세 완화를 목적으로 한국 등 9개국을 환율 관찰 대상국으로 지정
 - 이 기간 무역정책 불확실성이 역대 최고치를 기록하며 원화 약세가 심화, 원/달러 환율은 글로벌 금융위기 이후 최고 수준인 1,473원('25.M4)까지 상승
 - 특히, 7월에는 한국 정부가 미국과의 기본 협상에 합의하며 불확실성이 완화되는 듯했으나, 대미 투자 방식이 10월 말에야 확정되면서 원화 약세 지속
 - 세무 협상 지연으로 원/달러 환율은 7월 말 1,387원에서 10월 말 1,424원까지 상승
 - 외환보유액은 6월 이후 증가세를 이어가 10월 4,288억 달러를 유지했으나, 높은 환율과 연 200억 달러의 대미 투자 계획으로 외환건전성 우려가 여전히 상존
 - 또한, 관세 정책에 대한 대법 심리가 진행 중인 가운데 일부 조항이 무효화될 경우 기부과 관세 환급 문제와 시장 변동성 확대 등으로 불안이 커질 수 있음¹⁾

< 무역정책 불확실성 지수 추이 >



자료 : Trade Policy Uncertainty Index.

< 원/달러 환율 및 외환보유고 추이 >



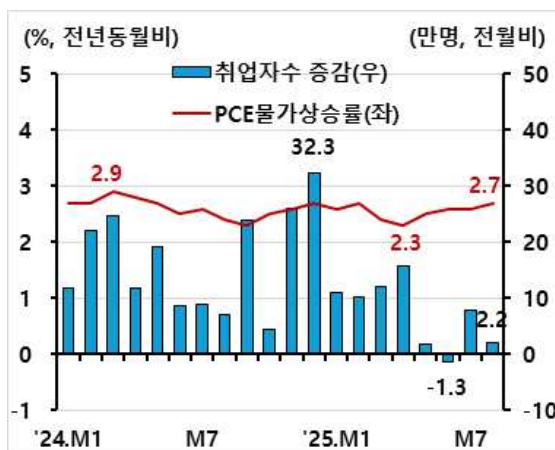
자료 : 한국은행.
주 : 기말 기준.

1) 연방법원은 1심과 2심에서 관세 부과가 대통령의 권한을 넘었다고 판단했으며, 현재 대법원 심리 중이다. 위법 판결 시 시장 혼란이 우려되나, IEEPA, 무역확장법 등 복수 법률에 근거한 만큼 전면 무효 가능성은 낮다.

○ (美 통화정책 불확실성) 미국의 주요 경제 지표가 혼조세를 보이면서 연준의 통화정책 불확실성이 확대됨에 따라 원/달러 환율 불안에도 영향

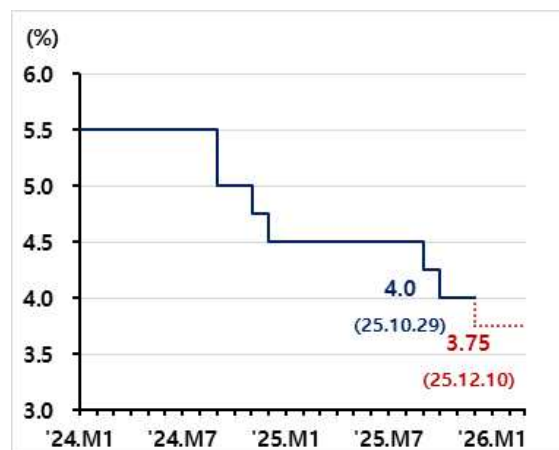
- 미 연준은 지난 10월 30일 노동시장의 둔화 우려를 반영하여 정책금리를 인하하였으나, 향후 통화정책 경로에 대한 불확실성은 여전히 큰 상황
 - 미 연준의 금리인하 결정에는 8월 비농업 부문 취업자 수 증감이 2.2만 명에 그치는 등 최근 고용시장의 하방 리스크가 확대된 점이 영향을 미침
 - 한편, 8월 PCE물가상승률 2.7%, 9월 소비자물가상승률 3.0% 등 인플레이션이 다소 높은 수준을 유지한 점은 연준의 매파적(통화 긴축 선호) 기조를 강화하며 향후 통화정책에 대한 불확실성을 확대
 - 또한, 섯다운(일시적 업무 정지) 여파로 주요 지표 발표가 지연되거나 해석이 어려워지면서 통화정책 경로에 대한 예측 가능성을 저하
- 파월 미 연준 의장이 12월 금리인하가 확정되지 않았음²⁾을 강조하면서 통화정책에 대한 불확실성은 지속되고 있으나, 민간 부문은 연준이 금리를 인하할 가능성이 크다고 판단
 - FedWatch에 따르면 11월 10일 기준 12월 금리인하 확률은 63.5%로 민간 부문은 연준의 금리인하 가능성이 크다고 전망

< 미국 물가 및 고용 >



자료 : Bloomberg.

< 미국 정책금리(상단) 추이 및 전망 >



자료 : FRED, FedWatch.

주 : 전망치는 2025년 11월 10일 기준.

2) “A further reduction in the policy rate at the December meeting is not a foregone conclusion” .

○ (달러 단기 유동성 경색 우려) 달러 유동성은 추세적인 증가세를 보이고 있으나, 최근 달러화 단기 유동성 부족에 대한 우려가 달러화 강세 요인으로 작용

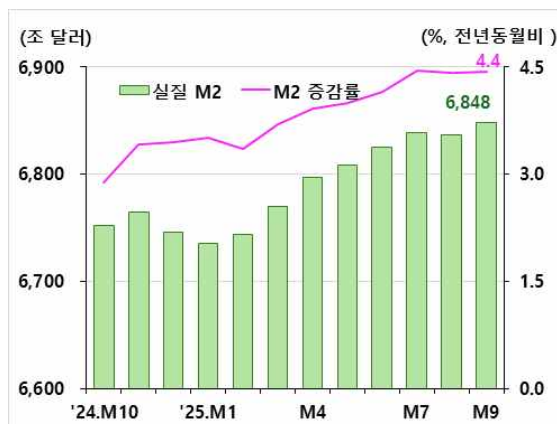
- 미국의 유동성은 코로나 팬데믹 이후 지속적으로 증가하는 추세를 보이지만, 달러화의 단기 유동성은 올해 하반기 들어 경색되는 흐름이 나타남

- 2022년 6월부터 미 연준의 양적 긴축에도 M2(광의통화) 증가세가 지속되며 총량 기준 유동성은 장기적으로 증가하여 2025년 9월 실질 M2 규모는 6,848조 달러를 기록함
- 한편, 최근 레포금리(SOFR)가 일시적으로 급등하거나 미 연준 기준금리 상단에서 형성되는 등 단기 자금시장에서 달러화에 대한 공급 대비 수요 우위가 확대되는 모습이 나타남
- 단기 자금시장 내 예비 유동성을 제공하는 역레포 잔액도 2025년 11월 7일 49.0억 달러로 하락하며 단기 유동성 잔고가 크게 축소된 상태임

- 달러화에 대한 단기 조달 불확실성이 확대되고 조달 비용이 상승함에 따라 달러화에 대한 수요가 강화되고 있는 것으로 판단

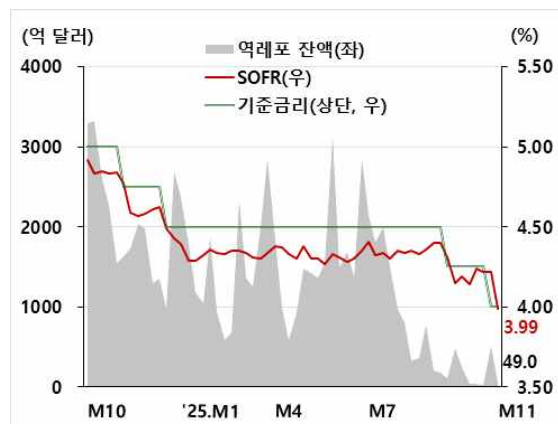
- 역레포 잔액의 소진으로 단기 조달 불확실성이 확대된 가운데 레포금리 불안정성으로 단기 유동성 경색 우려가 확대됨
- 단기 유동성 경색 우려는 신흥국 통화 비중을 축소하는 방향으로 포트폴리오 조정을 유도하여 달러화 강세와 원화 약세(원/달러 환율 상승)를 초래하는 요인으로 작용할 수 있음

< 실질 M2 및 M2 증감률 >



자료 : FRED.

< 역레포 잔액 및 레포금리(SOFR) 추이 >



자료 : FRED.

○ (엔화 동조화 현상) 원/달러 환율은 올해 하반기부터 엔/달러 환율과 동조화되는 경향을 보이는 가운데, 최근 엔화 약세 요인들이 원화 약세에도 영향

- 2025년 상반기의 경우 원화가 위안화와 동조화되는 경향이 강했으나, 2025년 하반기부터 원화는 엔화와 동조화되는 모습

· 2025년 상반기 원화는 엔화와 위안화 모두와 동조화되는 흐름을 보였으나, 상관계수 기준으로 특히 위안화와의 동조성이 더 강하게 나타남

※ 2025년 상반기 원화-엔화의 상관계수는 0.63, 원화-위안화의 상관계수는 0.81

· 한편, 2025년 하반기부터 원화-엔화의 상관계수는 0.94, 원화-위안화의 상관계수는 -0.58을 기록하며 위안화와의 비동조화 및 엔화와의 동조화를 보임

- 원화와 엔화 간 동조화로 인해 최근 일본의 엔화 약세 요인들이 원화 약세에도 영향을 주고 있는 것으로 판단

· 타카이치 사나에 일본 신임 총리의 확장적 재정 정책에 대한 우려 및 일본 중앙은행의 기준금리 인상 보류 등으로 엔화가 약세가 지속됨

· 지난 2025년 10월 1일 엔화 환율은 147.0엔/달러였으나 타카이치 사나에 총리 당선 이후 20일에는 150.8엔/달러를 기록했으며, 기준금리 인상 보류 이후 10월 31일 154.1엔/달러를 기록함

· 최근 엔화 약세 및 달러 강세 흐름은 원화의 약세를 유발하는 여러 요인 중 하나로써 원/달러 환율 상승의 추가적인 상방 압력으로 작용하고 있음

< 위안/달러 및 원/달러 추이 >



자료 : 한국은행, Bloomberg.

< 엔/달러 및 원/달러 추이 >



자료 : 한국은행.

○ (안전자산 선호) 주식 등 위험자산 가격 고평가 논란과 함께 안전자산 수요 확대 및 안전자산 내 선호 변화가 최근 달러화의 추가적인 강세 요인으로 작용

- 글로벌 자산 가격이 장기간 강한 상승세를 보였으나, 최근 자산 가격 고평가 논란과 함께 가격 변동성이 확대

· 주식, 비트코인, 금 등 글로벌 자산가격이 동시에 상승하는 에브리띵 랠리(Everything Rally) 현상이 장기간 지속되고 있음

· AI 거품론 등 위험자산 전반의 벨류에이션 논란 및 경제 불확실성에 대한 우려로 금융시장의 변동성 확대 및 위험자산 가격 조정이 발생함

※ 코스피 지수는 11월 3일 4,221.9p → 11월 7일 3,953.8p로, S&P 500 지수는 10월 28일 6,890.9p → 11월 7일 6,728.8p로 하락함

· 한편, 대표적인 안전자산인 금 가격도 지속 상승하여 10월 20일 4,356달러로 최고치를 기록한 후 11월 7일 기준 약 8% 하락하였음(4,001달러)

- 위험회피 심리 및 안전자산 선호로 인해 달러화에 대한 수요가 다시 높아지고 있어 최근 달러화 강세 및 원화 약세가 촉발

· 대표적인 안전자산인 금과 달러화 가운데 가격 부담이 상대적으로 덜한 달러화에 대한 수요 확대가 최근 달러화 강세에 영향을 주고 있는 것으로 보임

· 한편, 코스피 지수도 연초 대비 약 76%의 상승률을 기록한 만큼 외국인 투자자의 단기 차익실현에 따른 환전 수요 확대가 원화 약세에 영향을 주고 있는 것으로 판단됨

< 코스피 지수 및 S&P 500 지수 추이 >



자료 : Bloomberg.

< 달러인덱스 및 금 가격 추이 >



자료 : Bloomberg.

3. 시사점

- 최근 원/달러 환율의 변동성 확대는 다양한 원인에 기인한 만큼 대외 여건 변화에 대한 모니터링을 강화하는 한편 적극적인 대내 금융시장 건전성 확보 조치를 통해 단기 외환 및 금융 시장의 안정성을 확보해야 한다.

첫째, 대외 외환·금융 시장 여건 변화 모니터링 강화를 통해 국내 외환·금융 시장의 안정성을 확보할 수 있는 수단과 조치를 강구해야 한다.

- 주요국별 환경 변화에 즉시적으로 대응할 수 있도록 관계 당국과 시장 간 커뮤니케이션을 강화함으로써 시장 기대의 과도한 쏠림현상을 예방해야 함
- 우리나라의 경우, 미국 뿐 아니라 일본, 중국 등 상호의존성이 높은 국가의 통화와 높은 연동성을 보이고 있어 주변국의 환경의 변화에 적절히 대응할 수 있어야 함

둘째, 최근 높은 변동성을 보여주고 있는 국내 자산시장은 물론 금융시장 전반의 건전성 확보 및 안정화를 통해 대내 불확실성 요인을 완화하는 것도 매우 중요하다.

- 단기간 연고점을 반복해 갱신하고 있어 자금쏠림현상이 나타날 수밖에 없는 상황인 국내 주식시장의 경우, 변동성 확대 시 개인투자자를 포함한 외환 및 금융 시장 전반에 부정적인 영향을 줄 수 있어 건전성 확보를 위한 조치를 강화할 필요가 있음
- 높은 금리의 하방 경직성, 해결이 지연되고 있는 부실 부동산 PF, 우려가 확산되고 있는 부동산 시장^發 가계부채 불안, 불안정성이 높아지고 있는 자영업 등 산재해 있는 국내 금융시장 전반의 리스크 완화가 시급함

셋째, 대외 수지의 안정적 흑자 기조 유지를 통해 대외거래 결과 발생할 수 있는 환율 불안 가능성을 차단하는 한편, 잦은 단기 대규모 외환거래의 조정 등을 통해 원/달러 환율 변동성을 완화하는 등의 수단도 고려할 필요가 있다.

- 트럼프 관세, 주요국 경기 회복세 둔화 등에 따르는 상품수지 흑자 폭 축소, 관광수지를 포함한 서비스 수지 악화 등과 같이 경상거래 상의 리스크 요인 상쇄를 위한 노력이 필요함
- 對美 통상협상의 안정적인 마무리를 통해 외환·금융 시장의 급변 가능성을 차단하는 것도 매우 중요함

넷째, 국내 거시경제 안정화를 위한 적극적인 노력 및 기업의 지속성장 기반 확보 노력 등을 통해 경제 펀더멘털을 강화함으로써 중장기적인 외환·금융 시장의 안정화 기반을 다지는 것도 중요하다. **HRI**

이택근 연구위원 (2072-6366, tklee@hri.co.kr)

이부형 동향분석팀장 (2072-6306, leebuh@hri.co.kr)

신지영 연구위원 (2072-6240, jyshin@hri.co.kr)

노시연 연구위원 (2072-6248, syroh@hri.co.kr)