

원/달러 환율 변동 요인 분석과 시사점

미래 전략개발부 경제조사팀
윤영교 선임연구원(yoonyk@kdb.co.kr)

I. 검토 배경

III. 해외투자 증가 원인과 시사점

II. 장기적인 관점에서의 환율 변화의 요인

2020년 팬데믹 이후 원/달러 환율은 빠르게 상승했다. 특히 계엄 및 미국의 관세정책 등 국내외 정치 및 경제 불안이 더해지며 원/달러 환율이 1,500선까지 급격하게 상승하면서 금융위기론까지 불거졌다. 특이한 것은 수출이 호조를 보이고 주가지수가 상승하는 등 여러 거시경제지표가 개선됐음에도 환율이 상승했다는 점이다. 이를 두고 여러 요인이 지목되는 가운데 개인의 해외주식 투자가 환율 상승의 주요 요인이 되었다는 주장이 대두되었다.

원/달러 환율은 2008년 금융위기 이후 팬데믹 이전까지 좁은 범위에서 횡보하는 듯했으나, 실상은 2014년을 기점으로 상승추세가 시작됐다는 것이 확인된다. 그리고 그 시기를 전후해 해외증권투자가 증가하였으며 2014년 3분기에는 순대외금융자산이 플러스로 전환하였다.

2020년 팬데믹 위기는 해외증권투자가 한번 더 크게 증가하는 계기가 되었다. 팬데믹 이후에도 한국의 경상수지 흑자는 지속됐으나 준비자산(외환보유고)은 감소세를 보였다는 점을 통해 이를 짐작할 수 있다. 투자주체별·투자자산별로 분석해 보면 개인의 해외주식투자가 이 시기를 기점으로 크게 증가한 것을 알 수 있는데, 이를 미루어 개인의 해외주식투자가 최근 환율 상승의 원인이 됐다는 주장은 적절해 보인다.

한국 주식시장은 여타 선진국 주식시장에 비해 저평가되어 있고, 장기적으로 경제성장률이 하락해 기대수익률이 지속적으로 저하됐다는 점이 해외투자 증가와 그에 따른 장기적인 환율 상승으로 이어졌을 것으로 판단할 수 있다.

따라서 장기적인 관점에서의 환율 안정을 위해서는 한국 금융시장에 대한 투자 매력도를 제고하기 위한 정책이 필요할 것이다.

* 본고의 내용은 집필자 견해로 당행의 공식입장이 아님

I. 검토 배경

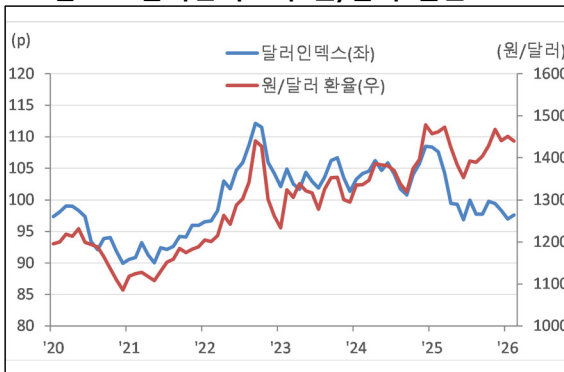
1. 가파른 환율 상승이 한국 경제의 위험 요소로 제기

□ 원화 가치가 빠른 속도로 하락하며 한국 경제의 안정성에 의구심 제기

- 팬데믹 이후 글로벌 금융시장에서 원화는 여타 통화 대비 두드러진 약세를 시현
 - 원/달러 환율은 2021년 1월 저점(1,085.7원/달러, 월말 기준)을 기록한 후 2026년 2월까지 28.7% 상승
 - 주요국 통화 중 엔화에 이어 두 번째로 큰 절하율¹⁾을 기록하며 글로벌 금융시장에서 원화 가치의 안정성에 의문이 제기되는 한편 한국 경제의 위험 요소로 대두

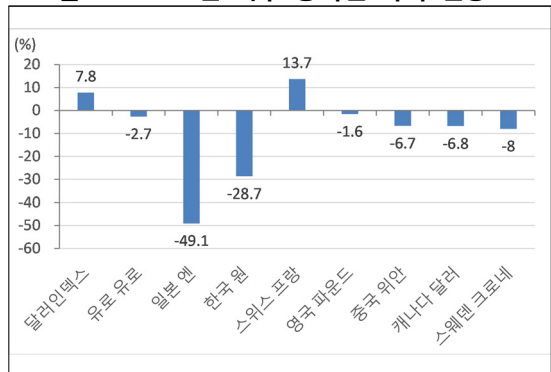
- 특히 2023년 7월 美 연준의 기준금리 인상이 종료된 이후 달러인덱스²⁾가 하락하였음에도 원화는 달러 대비 약세를 기록
 - 원화 약세의 원인이 미국의 고금리에 더해 또 다른 요인이 작용하고 있을 가능성이 높음을 의미
 - 특히, 계엄 사태 이후 하락한 원/달러 환율이 재상승하며 1,500원/달러선에 접근하며 고회율에 따른 경제 충격 우려 확산

<그림 1> 달러인덱스와 원/달러 환율



자료 : LSEG

<그림 2> 2021년 이후 통화별 가치 변동



자료 : LSEG

1) '21.1월~'26.2월 주요 통화의 달러 대비 환율 절상·절하율: 유로(△2.7%), 일본 엔(△49.1%), 스위스 프랑(13.7%), 영국 파운드(△1.6%), 중국 위안(△6.7%), 캐나다 달러(△6.8%), 스웨덴 크로나(△8.0%)
 2) 달러인덱스 구성 통화 및 비중: 유로(57.6%), 일본 엔(13.6%), 영국 파운드(11.9%), 캐나다 달러(9.1%), 스웨덴 크로나(4.2%), 스위스 프랑(3.6%)

□ 과거 사례를 참고해 보면 원/달러 환율의 빠른 상승이 곧 경제위기를 예고한다는 주장에는 경험적인 근거가 존재

- (외환위기 이전) IMF 구제금융 신청(1997년 11월) 이전 2년간 원/달러 환율은 26.1% 상승
 - 1990년부터 시행한 시장평균환율제도에 따라 환율의 일일 변동폭을 제한³⁾하였음에도 환율이 지속적으로 상승하며 당시 한국 경제의 문제점⁴⁾을 반영
- (글로벌 금융위기 이전) 리만 브라더스 파산(2008년 10월) 이전 2년간 원/달러 환율은 27.6% 상승
 - 美 연준이 부동산시장 버블과 그로 인한 경기 과열을 제어하기 위한 목적으로 금리인상을 진행(2004년 6월~2006년 5월)
 - 금리인상에 따른 미국 경제성장률 하락으로 2006~2007년 중 달러는 약세를 보였으나 2008년 들어 부동산 및 금융시장 위기 징후를 반영해 강세로 전환
 - 미국 경제성장률(%): 3.5('05년) → 2.8('06년) → 2.0('07년) → 0.1('08년)
 - 달러인덱스(p, 월말): 75.2('08.1월) → 72.5(4월) → 73.2(7월) → 85.6(10월)
 - 원/달러 환율(월말): 943('08.1월) → 1,003(4월) → 1,012(7월) → 1,278(10월)
 - 외부 충격(미국 경제 위기)이 발생하며 글로벌 금융시장 內 안전자산 선호심리가 강화되었으며, 이에 따른 달러 강세가 원화 약세의 원인
- (팬데믹 위기 이전) 팬데믹으로 인한 경제 봉쇄(2020년 2월) 이전 2년간 원/달러 환율은 7.9% 상승
 - 2016~2018년 중 진행된 美 연준의 금리인상으로 확대된 미국과의 금리차, 트럼프 1기 對中 관세전쟁 등의 영향으로 환율 상승
 - 미국 기준금리(%): 0.75('16.12월) → 1.50('17.12월) → 2.50('18.12월)
 - 한국 기준금리(%): 1.25('16.12월) → 1.50('17.12월) → 1.75('18.12월)
 - 미국에 비해 느린 금리인상과 트럼프 1기 행정부의 근린공핍화정책⁵⁾의 영향으로 미국과의 경제 격차가 확대되며 발생한 자연스러운 형태의 원화 약세

3) 환율의 일일변동폭을 매매기준율(외국환 은행 간 거래된 환율을 거래량으로 가중평균하여 결정)을 중심으로 $\pm 0.4\%$ 에서 단계적으로 $\pm 10.0\%$ 까지 확대

4) 지속적인 경상수지 적자 누적과 그로 인한 외환보유고 감소 및 대외부채 증가 등

5) 한 나라의 경기·고용 개선을 위해 타국의 소득·고용을 악화시키는 형태의 경제정책으로 미국의 관세정책 역시 근린공핍화정책에 해당

2. 최근 원/달러 환율 상승 요인에 대한 견해와 논란

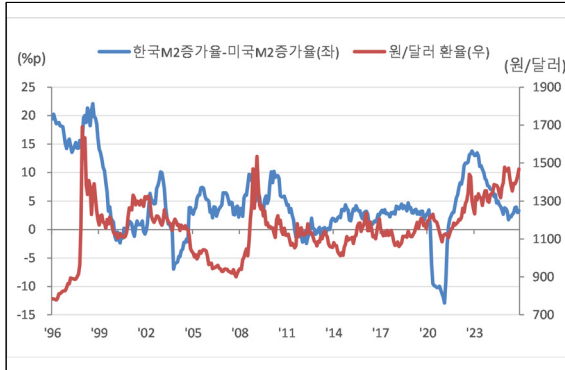
□ 한국의 빠른 통화량 증가가 원/달러 상승의 원인이라는 견해

- 한국 정권교체 이후 추경 등 확장적 재정정책이 추진되면서 타국가 대비 통화량 증가 속도가 빨라진 것이 원/달러 환율 상승을 초래했다는 주장
 - 2025년 5월부터 2025년 11월까지 한국의 M2 증가율은 2.7%로 미국(0.9%)에 비해 높지만 여타 주요국 대비 특별히 높다고 보기 어려운 수준
 - '25.5월~'25.11월 중 M2 증가율(%): 중국 3.4 / 유로존 1.9 / 일본 0.8
- 팬데믹 대응 초기 미국의 M2 증가율이 한국의 M2 증가율을 상회하였으나, 이는 대부분의 기간에 미국보다 한국의 M2 증가율이 높았던 과거 흐름과 비교해 보면 이례적인 현상(<그림 3> 참고)
- 양국의 통화량 증가율 격차와 원/달러 환율 사이에는 뚜렷한 상관관계가 존재하지 않아 M2 증가 속도 차이는 환율 상승을 설명하는 변수로 설득력이 부족

□ 아시아 주요 통화와의 동조화가 원/달러 환율 상승의 원인이라는 견해

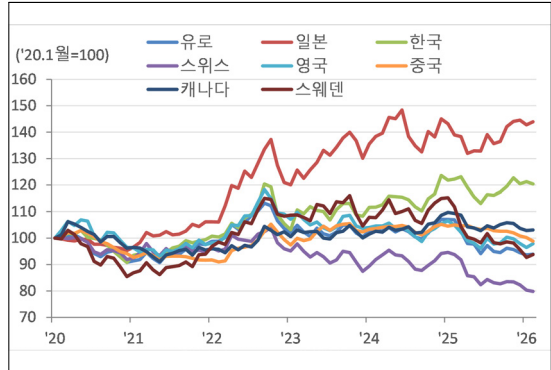
- 2020년 이후 달러 대비 한·중·일 환율은 유사한 흐름을 보였으며 특히 원/달러 환율과 엔/달러 환율 사이에는 높은 유사성이 확인
- 그러나 캐나다 달러, 스웨덴 크로나 등과도 2024년까지 높은 유사성을 보이는 등 미국의 경제정책에 따른 달러 가치 변동이 아시아 통화 뿐 아니라 전세계 주요 통화 가치에 미친 영향은 유사한 것으로 판단 가능
- 또한 2025년 2분기 이후에는 엔/달러 환율과 위안/달러 환율의 방향이 달라져 단순히 아시아 주요 통화와의 동조화가 원/달러 환율 상승의 주요인이라고 보기에는 설득력이 부족
 - 원/달러(월말): 1,473('25.3월) → 1,352(6월) → 1,404(9월) → 1,440(12월) → 1,440('26.2월)
 - 엔/달러(월말): 150('25.3월) → 144(6월) → 148(9월) → 157(12월) → 156('26.2월)
 - 위안/달러(월말): 7.26('25.3월) → 7.16(6월) → 7.12(9월) → 6.99(12월) → 6.86('26.2월)

<그림 3> 한미 M2 증가율과 원/달러 환율



자료 : LSEG

<그림 4> 2020년 이후 주요 통화 환율



자료 : LSEG

□ 전 세계적인 지정학적 갈등 고조로 인한 미국의 시장금리 상승과 안전자산 선호 심리 강화가 원화 약세를 심화시켰다는 견해

- 트럼프 행정부 집권 이후 전 세계적으로 경제·지정학적 갈등이 심화
 - 트럼프 행정부는 집권 1기(2017년~2020년) 당시부터 중국에 대한 관세를 강화하는 등 패권국 지위를 놓고 갈등
 - 러시아-우크라이나 전쟁(2022년 2월 개전)으로 전 세계적인 공급망 충격이 발생하였으며 그로 인한 고물가가 장기화
 - 트럼프 행정부 집권 2기(2025년~) 들어 관세를 전 세계로 확대한 한편, 중동 문제에 적극적으로 개입

- 관세 및 중동 문제 개입은 급격한 인플레이션 우려에 따른 시장금리 상승을 견인
 - 관세는 미국 생필품 가격 상승으로 이어진 한편 중동 문제 개입은 국제 유가 상승을 견인하며 인플레이션 장기화 전망을 강화
 - WTI가격(달러/배럴): 53.7('16.12월) → 48.3('20.12월) → 71.9('23.12월) → 98.5('26.3월)
 - 인플레이션 우려에 더해 대외 문제에 대한 적극적인 개입은 (국방비 지출에 의한) 국채 발행량 증가로 이어지며 시장금리 상승을 압박
 - 미국 국채 10년물 금리(%)
 - : 2.44('16.12월) → 0.91('20.12월) → 3.87('23.12월) → 4.27('26.2월)

- 또한 금융시장 內 안전자산 선호심리를 강화함으로써 금을 비롯한 현물 자산 가격을 끌어올리는 한편 원화를 비롯한 비기축통화의 약세 요인 중 하나로 작용했다는 견해
 - 국제 금가격(달러/온스)
: 1,157('16.12월) → 1,898('20.12월) → 2,065('23.12월) → 5,031('26.3월)
- 이 주장은 원화 약세 자체에 대해서는 논리적인 설득력을 가지나, 한국에 국한된 문제가 아닌 전세계적인 문제로서 특별히 원화가 여타 통화 대비 두드러진 약세를 보인 것에 대한 근거로는 부족

□ 개인의 해외주식투자 증가가 원/달러 환율 상승의 원인이라는 견해

- 원/달러 환율 상승의 원인으로 개인의 해외주식투자 증가라는 시각이 급부상
 - 한국의 대외금융자산 투자가 꾸준히 증가하면서 2024년 4분기에 순대외금융자산⁶⁾이 1조 달러 돌파
 - 한국 순대외금융자산(십억달러): 581('20.1Q) → 1,102('24.4Q) → 1,056('25.3Q)
- “(가계를 포함하는)비금융기업 등⁷⁾”의 해외주식투자액⁸⁾은 팬데믹 직후 미국 주식시장 급등기와 미국의 하이퍼스케일러(Hyperscaler)⁹⁾ 기업들의 주가가 상승한 2023년 이후에 빠른 속도로 증가해 환율 상승의 원인으로 추정 가능
 - “비금융기업 등”의 해외주식 투자액(십억달러, 연간 누적액)
: △1.5('23년) → 10.4('24년) → 31.4('25년)
- 다만, 원/달러 환율의 변동성과 그로 인한 금융시장 불안의 근본적인 원인을 찾기 위해서는 해외주식투자 증가와 환율간의 관계를 명확하게 규명할 필요

6) 순대외금융자산=대외금융자산-대외금융부채

7) 국제수지표 상 금융투자의 주체는“중앙은행”, “일반정부”, “예금취급기관”, “기타금융기관”, “비금융기업 등”으로 분류되며, “비금융기업 등”은 비금융기업, 비영리단체, 가계를 포함

8) 국제수지표 상 금융계정의 주식 자산과 주식 부채의 차액

9) AI 관련 대규모 투자를 집행하는 미국의 IT 대기업들을 지칭

Ⅱ. 장기적인 관점에서의 환율 변화의 요인

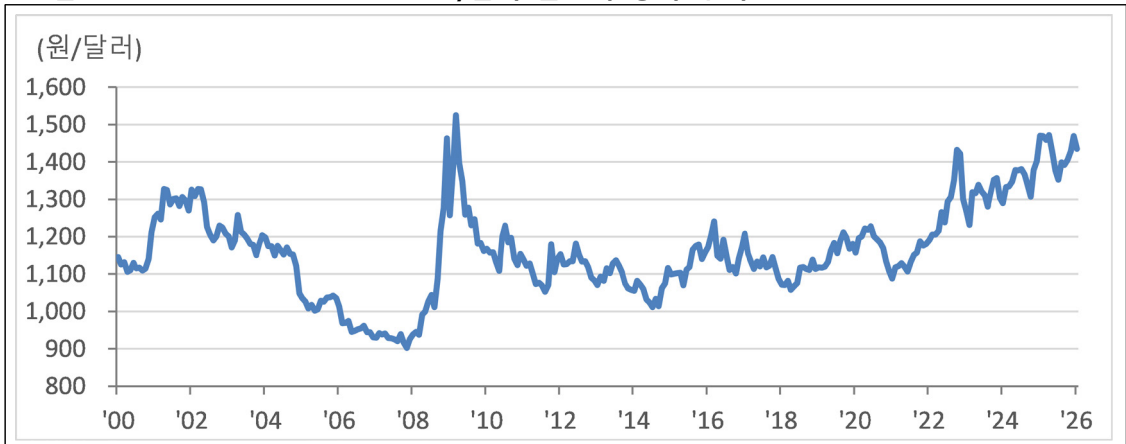
1. 장기 시계열로 본 원/달러 환율의 변화

□ 외환위기(1997년)를 기점으로 외환시장 운영 제도 변화에 따라 환율의 성격도 변화

- 외환위기 이전 한국은 경제발전과 외환부족 문제를 극복하기 위해 정부가 외환 거래와 환율을 직접 관리하다 IMF 외환위기 이후 자유변동환율제도로 전환
 - 1970년대 이후 교역규모가 확대됨에 따라 외환거래 규제를 점진적으로 완화
 - 특히 1990년에 도입해 IMF 외환위기 이전까지 시행한 시장평균환율제도¹⁰⁾는 외환시장의 기능을 정부에서 시장으로 이양하는 과도기적 제도

- 외환위기 이후에는 환율이 은행간시장에서 외환수급에 따라 결정됨으로써 환율 결정 기능이 정부에서 시장으로 완전히 이양
 - 정부는 환율이 일시적인 충격으로 단기간에 급등락하는 경우 외환시장에 참여하여 환율의 변동속도를 조절하는 역할만 수행
 - 환율은 외환위기 이전 “관리 대상”에서 외환위기 이후 “경제 주체들의 시장 내 거래의 결과”로 결정되는 것으로 변화

<그림 5> 원/달러 환율의 장기 추세



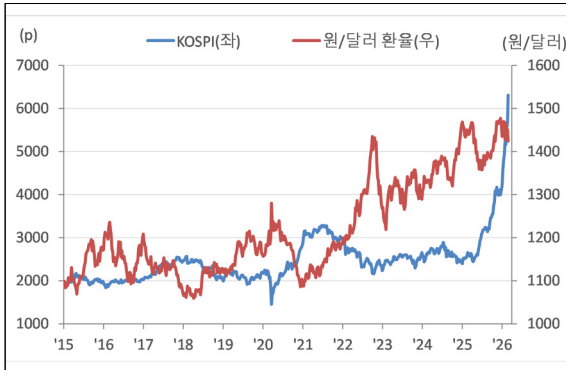
자료 : LSEG

10) 환율의 일일변동폭을 매대기준율(외국환 은행 간 거래된 환율을 거래량으로 가중평균하여 결정)을 중심으로 $\pm 0.4\%$ 에서 단계적으로 $\pm 10.0\%$ 까지 확대

□ **글로벌 금융위기(2008년), 팬데믹(2020년) 등 경제위기는 원/달러 환율의 변곡점으로 작용**

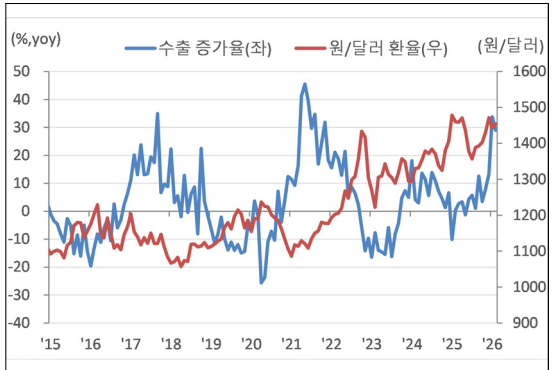
- 글로벌 금융위기 이전 오랜 기간 강세 흐름을 보이던 원/달러 환율은 금융위기 이후 장기 횡보(橫步)하였으며, 팬데믹 이후 빠른 상승세로 전환
 - 다만 중·단기 등락 사이클(3~5년) 상 저점들을 비교하면, 2014년 이후 저점이 높아져 최근 원/달러 환율의 상승추세는 2014년부터 시작됐다는 점을 알 수 있음
- 팬데믹 이후 원/달러 환율과 주가지수, 수출 등 주요 거시경제 변수들과의 괴리 심화
 - 환율·수출·주가지수는 동일한 방향성을 보이는 것이 이론·경험적으로 합리적인 패턴이나, 팬데믹 이후 주가지수와 수출은 개선된 반면 원/달러 환율은 이전보다 더 빠르게 상승(원화 약세)
- 장기적인 환율 안정을 위해 수출 증가로 인한 외화 유입 증가에도 원/달러 환율의 상승세가 가팔라진 것에 대한 고찰 필요
 - 수출 증가는 외화 유입과 함께 수출 기업 중심의 상장사 이익 증가로 이어져 주가지수 상승으로 나타나는 것이 자연스러운 흐름
 - 팬데믹 이후 전세계적인 데이터센터 증설, AI 산업 성장을 계기로 반도체 산업의 이익이 증가하며 경상수지 흑자가 이어졌음에도 원화 약세가 이어진 것을 미루어 과거와 다른 요인이 환율에 영향을 미치고 있다는 추측 가능

<그림 6> 원/달러 환율과 KOSPI



자료 : LSEG

<그림 7> 원/달러 환율과 수출



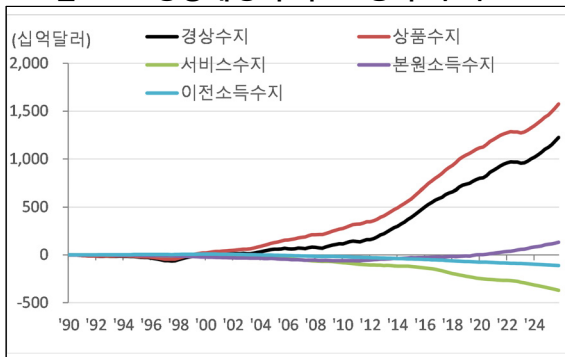
자료 : LSEG

2. 국제수지표와 외화의 수급

□ 경상수지 흑자 vs. 해외 직접투자·증권투자

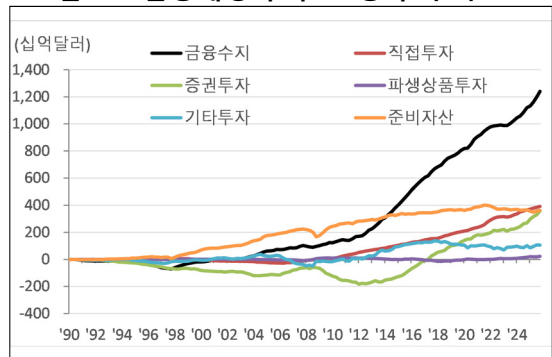
- 경상수지¹¹⁾는 서비스수지의 만성적인 적자에도 상품수지에서 지속적인 흑자를 기록하며 11개 분기 연속 흑자 기록
 - 2023년 3분기에 일시 적자를 기록했으나, 이전에도 2012년 1분기부터 41개 분기 연속 흑자를 기록하며 외화 유입을 견인
- 경상수지 흑자로 인해 유입된 외화는 대외투자(직접투자·증권투자·파생금융상품투자·기타투자)와 준비자산의 형태로 금융수지로 계상
 - 직접투자 순자산¹²⁾은 글로벌 금융위기(2008년) 이후 큰 변화 없이 꾸준히 증가
 - 증권투자 순자산은 글로벌 금융위기 이후 감소하였으나, 2012년을 기점으로 증가 전환 후 증가 속도가 빨라지며 전체 대외투자 증가를 견인
 - 파생금융상품투자와 기타투자의 경우 규모¹³⁾와 변동폭이 크지 않아 본고의 논의에서 제외
 - 준비자산은 외환보유고의 형태로 한국은행이 관리

<그림 8> 경상계정과 주요 항목 추이



자료 : 한국은행
주: 1990년 이후 누적액

<그림 9> 금융계정과 주요 항목 추이



자료 : 한국은행
주: 1990년 이후 누적액

11) 경상수지는 상품수지, 서비스수지, 본원소득수지, 이전소득수지로 구성

12) 순자산=자산(자국민의 해외투자)-부채(외국인의 국내투자)

13) 1990년 이후 누적액 기준 파생금융상품의 비중은 1.9%, 기타투자의 비중은 8.5%

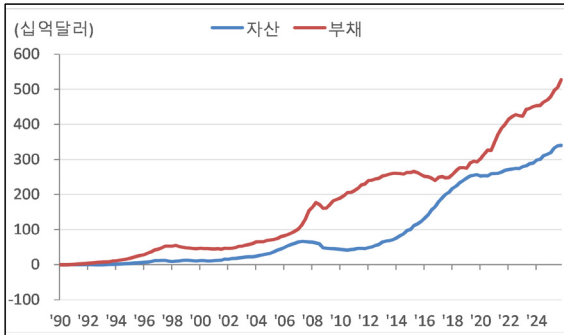
□ 해외주식투자의 빠른 증가가 전체 해외증권투자(주식+채권) 증가를 견인

- 채권은 자산도 증가했으나 부채¹⁴가 더 크게 증가, 글로벌 금융위기·팬데믹 위기 등을 거치면서 검증된 한국 경제의 위상과 위기관리 역량을 반영
 - 한국은 글로벌 금융위기와 팬데믹을 거치면서 채권투자 부채 규모가 빠르게 증가
 - 2010년대 중반 이후 미국의 정책금리가 상승하면서 채권 자산 증가 속도도 빨라졌으나 팬데믹 이후 부채와의 격차가 더욱 확대

- 주식의 경우 글로벌 금융위기 이후 자산 규모가 가파르게 증가
 - 글로벌 금융위기 이후 한국 주식시장은 경제성장률 하락과 상장사 이익 성장 둔화 등의 영향으로 장기 횡보하였으며 그로 인해 기대수익률이 하락, 외국인 투자자 입장에서 투자 매력도가 낮아지면서 부채¹⁵ 규모는 정체
 - 한국 주식시장의 횡보가 장기화됨에 따라 국내 투자자들의 대체 투자처에 대한 수요가 증가한 것이 해외주식 자산 규모 증가의 원인

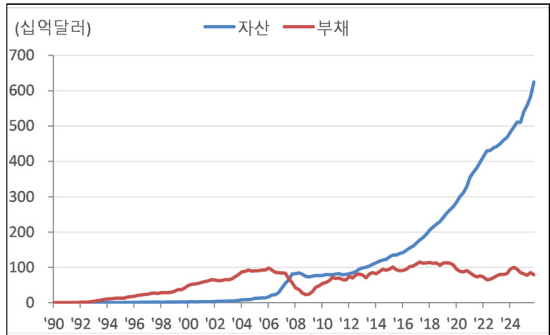
- 2010년대 초반부터 순대의금융자산 증가와 함께 환율의 장기적인 상승 추세 시작
 - 대외금융자산에서 대외금융부채를 뺀 순대의금융자산은 2014년 3분기에 플러스로 전환하였으며 이후 꾸준히 증가해 2024년 4분기에 1조 달러를 돌파

<그림 10> 증권투자 중 채권 자산 및 부채



자료 : 한국은행
주: 1990년 이후 누적액

<그림 11> 증권투자 중 주식 자산 및 부채



자료 : 한국은행
주: 1990년 이후 누적액

14) 자산은 국내 투자자들의 해외 채권 투자를 의미하며 부채는 해외 투자자들의 국내 채권 투자를 의미
15) 자산은 국내 투자자들의 해외 주식 투자를 의미하며 부채는 해외 투자자들의 국내 주식 투자를 의미

<그림 12> 팬데믹을 거치면서 더욱 빨라진 원/달러 환율의 상승세

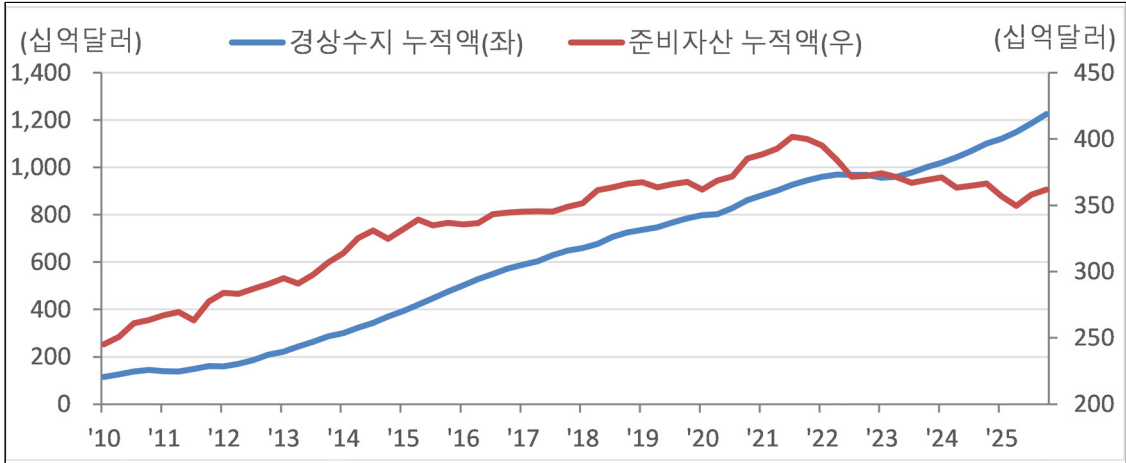


자료 : LSEG

□ 원/달러 환율은 2014년 6월을 저점으로 상승 추세가 시작된 이후 팬데믹을 거치면서 상승 가속화

- 순대외금융자산이 해외주식투자의 본격적인 증가를 계기로 플러스로 전환한 (2014년 3분기) 것과 비슷한 시기에 글로벌 금융위기 이후 원/달러 환율 저점 (2014년 6월, 1012.1원/달러, 월말 기준) 기록
- 팬데믹 초저금리 정책 종료 후 美 연준의 통화정책 전환(안화→긴축) 논의가 시작되기 시작한 2020년 12월 1088.0원/달러로 저점을 기록한 후 상승
 - 다만 환율 상승 속도가 팬데믹 이전에 비해 눈에 띄게 빨라졌다는 것이 특징
- 한국의 경상수지 흑자가 누적되는 흐름은 팬데믹 전·후 변함없이 유지되었으나, 준비자산(외환보유고) 누적액은 2021년 3분기 이후 감소세
 - 경상수지 흑자로 유입된 외화 중 해외투자자로 유출되는 금액의 규모가 팬데믹 이후 더 빨라진 것으로 추측 가능
- 해외주식투자 증가에 유의미한 변화가 포착된 시기(2013년 전후)와 원/달러 환율의 상승 변곡점이 나타난 시점(2014년 2분기)이 가까워 해외주식투자가 원/달러 환율 상승의 주요 요인으로 가능성이 높다는 결론 도출이 가능

<그림 13> 한국의 경상수지와 준비자산 누적액 추이



자료 : 한국은행
 주: 1990년 이후 누적액

3. 시기별·주체별 해외주식투자

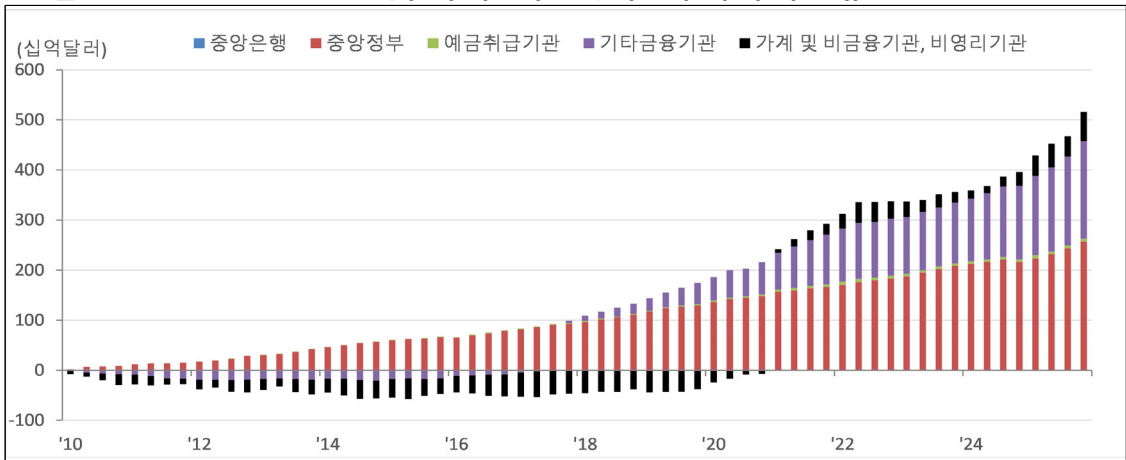
□ 2010년 이후 전체 주식순자산(=자산-부채) 증가분에 대한 주체별 기여분을 분석하면 시기별 해외주식투자를 주도한 주체를 규명 가능

- 2010년~2018년에는 “일반정부”가 해외주식투자를 크게 늘린 반면, 여타 부문은 자산보다 부채의 증가분이 더 많은 구조
 - 일반정부에 포함되는 국민연금 등 정부가 운영하는 연기금이 장기적인 자산 포트폴리오 조정 과정에서 해외 투자를 선제적으로 늘려나간 결과로 해석
- 2018년 이후에는 “기타 금융기관”이 빠르게 해외주식투자를 늘려나가기 시작
 - 증권, 자산운용 등 고객이 예약한 대규모 투자자금을 운용하는 기관들이 “4차 산업혁명”을 테마로 미국 빅테크 기업을 중심으로 한 해외투자를 본격적으로 늘려나간 시기
- 2020년 이후에는 “비금융기업 등”이 해외주식투자를 견인
 - 팬데믹 發 유동성 확장기에 기술 발달로 해외투자가 쉬워지면서 “비금융기업 등”에 포함되는 개인(가계)의 해외주식투자 급증

□ 해외주식 투자 주체가 추가되는 시점에 원/달러 환율은 저점을 기록한 후 상승

- “일반정부”와 “기타금융기관”이 해외 주식투자에 본격적으로 나서기 시작한 시기(2014년·2018년)를 전후해 원/달러 환율은 저점을 기록한 후 상승세로 전환
- 개인을 포함하는 “비금융기업 등”의 해외 주식투자가 급격하게 증가한 시기 (2020년 이후)부터 원/달러 환율 상승의 기울기가 가팔라진 것으로 확인
- 결론적으로 장기적인 원화 약세의 주요 요인으로 해외 주식투자 증가를 들 수 있으며 특히 팬데믹 이후 환율 상승 속도가 빨라진 것은 개인투자의 규모 증가가 원인이라는 결론 도출 가능

<그림 14> 2010년 이후 주식순자산 증가분의 각 주체별 규모



자료 : 한국은행, 한국산업은행 가공

<표 1> 기간별 주식순자산 증가분에 대한 주체별 기여도

	주체	(단위 : %)	
		'14.1분기 ~'19.4분기	'20.1분기 ~'25.4분기
주체별 주식순자산 누적액 증가분 /주식순자산 누적액 증가분	일반정부	61.9	34.0
	예금취급기관	1.5	0.9
	기타금융기관	44.0	41.7
	비금융기업 등	△7.4	23.4
		100.0	100.0

자료 : 한국은행, 한국산업은행 가공

Ⅲ. 해외투자 증가 원인과 시사점

1. 해외주식투자 증가의 제도적 원인

- 선진국 대비 자본시장제도의 미비점으로 인해 한국 주식시장에 대한 투자자들의 보수적인 시각과 단기투자 중심의 투자문화가 형성되어 기대수익률 저하
 - OECD에 따르면 한국의 경우 경제와 주식시장 규모가 상당한 것에 반해 여타 선진국에 비해 아래와 같은 제도적인 미비점이 존재하는 것으로 평가¹⁶⁾
 - (취약한 기업지배구조) 지배주주가 존재하고 지배주주의 소유권과 경영권이 명확히 분리돼 있지 않아 지배주주가 사적이익을 추구할 유인이 높은 특징이 존재
 - (일반주주 보호 미흡) 취약한 지배구조는 지배주주와 일반주주간 이해충돌로 이어지며 지배주주의 경영권 방어 수단으로 악용되는 사례 존재
 - 투자자의 주주환원에 대한 수요를 충족시키지 못하고 잉여현금이 과잉투자, 혹은 지배주주의 사적이익을 위해 남용될 여지¹⁷⁾
 - (순환출자 및 내부거래) 복잡한 순환출자 및 지분구조를 통해 소수가 그룹 전체를 통제하면서 계열사 간 내부거래 비중이 높음
 - (기업지배구조 감독 주체의 문제) 대부분의 선진국은 기업지배구조에 대한 감독 권한을 금융감독기관에 집중하고 있으나, 한국은 금융감독기관, 사법기관 등에 분산
 - 사법기관은 사법·법률 중심기관으로 “사후적인 처벌”에 방점을 두고 있어 사전적인 시장감독 효과가 약할 수밖에 없는 구조적 한계가 존재
 - 위와 같은 요인은 투자자들이 장기투자에 따르는 복리의 효과를 기대할 수 없게 작용하며 궁극적으로는 기대수익률 저하로 이어짐

16) OECD Corporate Governance Factbook 2025

17) “코리아 디스카운트 원인 분석”, 자본시장연구원

2. 해외주식투자 증가의 경제적 원인

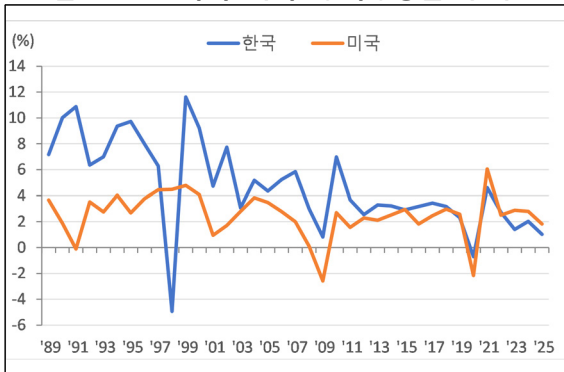
□ 한국의 장기적인 성장률 하락이 금융자산의 기대수익률 하락으로 이어진 상황

- 1980년 이후로 한국 경제성장률이 지속적으로 하락하며 글로벌 투자시장에서 매력 감소
 - 1980년대 고도성장기 이후 한국의 경제성장률은 각종 경제·금융위기¹⁸⁾를 거치면서 계단식으로 하락하는 특징을 보임
 - 반면, 미국 및 전세계 성장률은 1980년대 이후 큰 폭의 변화가 없어 상대적으로 한국과의 성장률 격차 축소 및 역전 현상이 극명하게 나타남

- 장기적인 성장률 하락은 금리 하락으로 이어지며 내외(한·미)금리 역전
 - 성장률 하락과 함께 한국 기준금리는 장기적으로 팬데믹 이전까지 하락 추세를 보인 반면, 미국 기준금리는 시기에 따라 상승과 하락을 반복
 - 특히 팬데믹 위기 수습 이후 전세계적인 공급망 충격에 의한 물가상승 여파로 미국의 기준금리가 가파르게 상승하며 한·미 기준금리 역전 상태 장기화
 - 한-미 기준금리차(bp): 25('21.7월) → △25('22.7월) → △200('23.7월) → △125('26.2월)

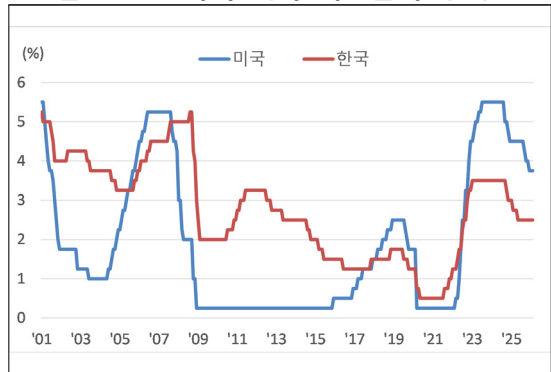
- 장기적인 성장률 하락과 그에 따른 금리 하락이 국내 금융자산의 (외국과의) 상대적인 기대수익률 하락과 해외투자 증가로 이어진 것으로 판단

<그림 16> 한국과 미국 경제성장률 추이



자료 : IMF

<그림 17> 한국과 미국 기준금리 추이



자료 : 한국은행, FRB

18) IMF외환위기(1997년), 글로벌 금융위기(2008년), 팬데믹 위기(2020년)

□ 한국 경제의 수출 편중 심화와 내수의 장기적인 부진

- 수출 비중이 높은 경제구조¹⁹⁾를 가지고 있는 상황에서 특정 품목(반도체)에 대한 의존이 지속적으로 심해지는 상황
 - 수출은 대외경제환경의 영향을 받는 항목으로 성장률의 고저(高低)차가 크고 정부 정책에 의한 단기성장률 변화 가능성이 낮음
 - 수출 1위 품목인 반도체의 비중이 2010년대 초반 이후 지속적으로 상승²⁰⁾해 단일품목에 대한 집중도가 지나치게 높아졌다는 문제점 존재
 - 한국 수출액 중 반도체 비중(%)
: 9.0('11년) → 12.0('15년) → 19.9('20년) → 24.5('25년)
 - 글로벌 반도체 수요 호황기에는 수출이 크게 증가하는 반면 수요 불황기에는 수출도 크게 감소하며 경제성장률에 상당한 타격을 줄 수 있는 취약점 존재

- 내수(가계소비) 비중이 여타 국가에 비해 특별히 낮다고 보기 어려운 수준²¹⁾임에도 내수 성장률이 장기적으로 빠르게 하락하며 잠재성장률 하락을 주도
 - 한국의 내수성장률은 경제위기를 겪을 때마다 절반 수준으로 하락
 - 한국 내수성장률 기간별 평균(%)
: 8.0('91년~'97년) → 3.8('98년~'08년) → 2.3('09년~'19년) → 1.2('20년~'25년)
 - 국민소득 대비 가계소비의 비율이 장기적으로 하락해 소득이 소비로 이어지지 못하는 구조적인 문제가 존재
 - 가계소비/국내총소득 비율 기간별 평균(%)
: 54.5('91년~'97년) → 54.0('98년~'08년) → 49.5('09년~'19년) → 46.4('20년~'25년)
 - 한국의 내수성장률 하락은 인구구조의 변화, 가계부채 문제, 자산의 부동산 쏠림 등이 복합적으로 작용한 결과
 - 한국 청년층 인구²²⁾ 비중(%)
: 35.6('00년) → 30.8('10년) → 28.5('15년) → 27.4('20년) → 25.4('25년)

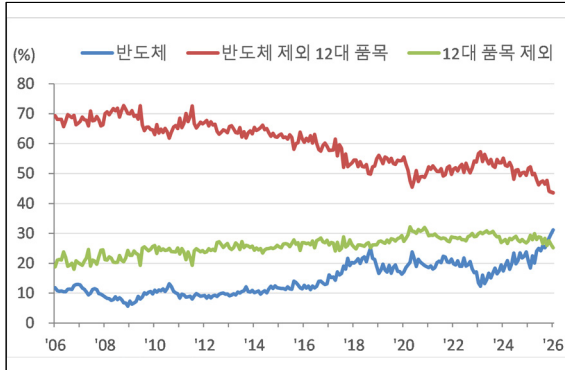
19) 한국의 GDP 중 수출이 차지하는 비중은 40.7%(25.4Q 기준)으로 미국(11.2%), 일본(17.8%) 등에 비해 높은 수준

20) 한국의 반도체 산업 경쟁력은 글로벌 반도체 치킨게임(12년), 서버 향 수요 급증기(17년), AI 향 수요 급증기(23년~)를 거치면서 강화되었으며, 해당 기간을 거칠 때마다 한국 수출품 중 차지하는 비중도 증가

21) 한국의 GDP 중 내수(가계소비)가 차지하는 비중은 48.2%(25년.4Q 기준)로 미국(69.2%)에 비해 확연히 낮으나 독일(53.6%), 일본(52.5%) 등에 비해 크게 낮다고 보기 어려운 수준

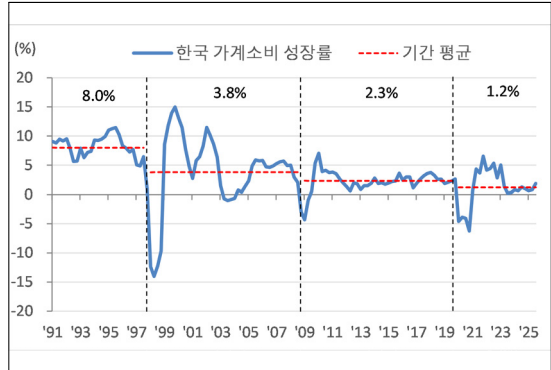
22) 20세~39세

<그림 18> 한국의 수출 비중



자료 : 한국은행

<그림 19> 한국의 내수성장률 추이



자료 : 한국은행

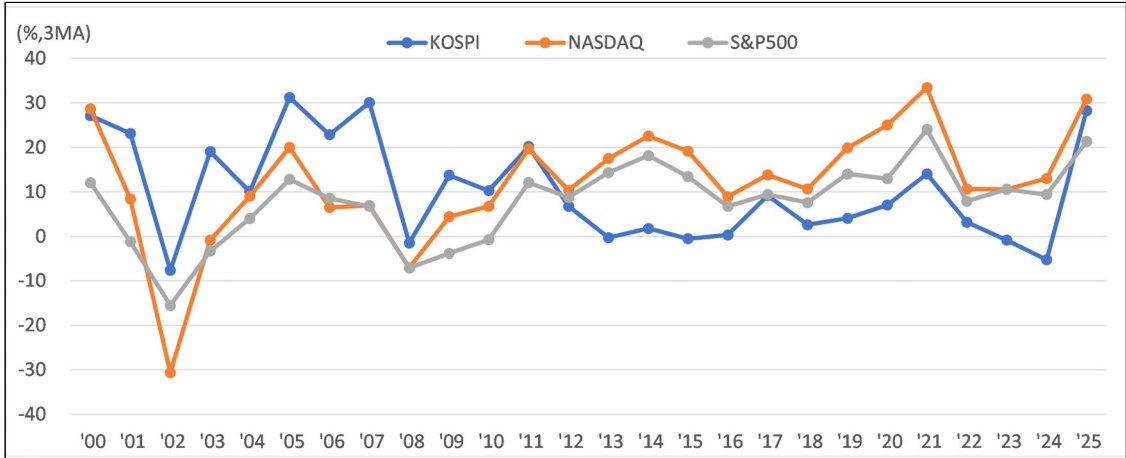
□ 제도·경제적 취약점이 기대수익률 하락과 타 선진국 대비 상대적인 투자 매력 감소로 이어짐

- 외환위기(1998년) 극복 이후인 2002년부터 한국 주식시장의 수익률²³⁾은 글로벌 금융위기 기간(2008년~2010년)까지 미국 주식시장의 수익률²⁴⁾을 상회
- 2012년에 한·미 주식시장 수익률이 역전되었으며, 이후 2024년까지 한차례도 재역전되지 않음
 - 서버 向 반도체 수요 급증으로 한국 주식시장이 호황을 누린 2017년에 미국 주식시장 수익률에 근접했으나 재역전에는 실패
 - 새정부의 주식시장 제도 정비에 대한 기대감과 AI 호황이 겹친 2025년에 13년 만에 KOSPI가 S&P500 수익률 상회
- 특정 자산에 대한 기대수익률은 해당 자산의 가까운 과거의 수익률에 기반 하는 경향이 있으며, 투자자들은 이에 기초하여 투자 결정
 - 장기간 이어진 한국 주식시장의 상대적 부진은 한국으로의 해외 주식투자 자본의 유입 부진과 국내 자본의 해외 투자로 이어지며 환율의 장기 상승을 견인

23) KOSPI, 3개년 이동평균 기준

24) S&P500·NASDAQ, 3개년 이동평균 기준

<그림 15> 2000~2025년 KOSPI, S&P500, NASDAQ 연간 상승률(3개년 이동평균) 추이



자료 : LSEG

3. 시사점

□ 최근 환율 상승은 기존의 위기에 따른 환율 상승과 다른 상황이라는 인식 필요

- 1997년 외환위기 당시와는 다른 한국의 경제·금융시장 상황을 고려해야 함
 - 외환위기는 ① 경상수지 적자가 지속되고, ② 대외자산이 없는 상태에서, ③ 외환보유고가 고갈된 결과이며, 그 과정에서 나타난 환율 상승은 한국 경제와 금융시장에 대한 경고로 해석하는 것이 합리적
 - 위 ①~③조건 중 하나라도 충족되지 않았다면 외환위기는 발생하지 않았을 가능성이 높다는 판단
 - 현재 한국은 ① 상당기간 경상수지 흑자가 이어지며, ② 명목 GDP 규모를 초과하는 대외금융자산²⁵⁾ 및 ③ 명목 GDP의 1/5에 해당하는 외환보유고²⁶⁾ 보유
- 한국은 순대외채권국으로 경상수지 적자로 인한 자본유출과 대외투자로 인한 자본유출은 성격이 다르다는 점을 고려해야 하며 “자본유출=경제위기”라는 인식에서 벗어날 필요

25) 2025년 한국의 명목 GDP는 1.79조 달러, 대외금융자산(외환보유고 제외)은 2.32조 달러

26) 2025년 한국의 외환보유고는 3,997억 달러로 명목 GDP의 22.3%

- 다만 급격한 환율 변동은 국내 물가 등에 영향을 미칠 수 있으므로 변동폭 관리에 주력할 필요

□ 국내 주식시장의 매력도를 높일 수 있는 정책 필요

- 한국의 주식시장은 미국에 비해 단기간에 상승·하락하는 변동성이 크다는 특징²⁷⁾을 갖고 있어 장기투자에 부적합하다는 인식이 존재하며 아래와 같은 사항들이 그 원인으로 꼽힘
 - 주가지수 내에서 소수 수출 대기업 의존도가 높아 시장 전체 이익의 변동성이 높아지는 구조
 - 외국인 투자자 비중이 높아 글로벌 리스크 오프(Risk-off) 이벤트 발생시 변동성 확대로 이어짐
- 투자 대상 다양화 및 건전화 등을 비롯해 국내 투자주체의 비중을 높이기 위한 정책을 추진할 필요
 - 정부 운영 연기금 및 사학재단 등의 잉여 현금성 자산을 국내 주식시장에 장기투자할 경우 세제혜택 등을 강화

□ 국내 금융자산 가격 상승이 내수로 환류할 수 있는 지속적인 정책 추진 필요

- 금융소득이 소비로 이어질 경우 ① 내수 확대를 통한 성장을 제고가 가능하고, ② 이는 내수기업의 이익 증가와 주가 상승으로 이어져 수출 기업에 집중된 주가지수의 구조를 개선할 수 있으며, ③ 이는 다시 가계소득 증가로 이어지는 선순환 효과를 기대할 수 있음
- 금융소득 증가분과 소비 증가분을 비교해 금융소득이 소비로 이어진 것이 확인된 가계에 대해서는 세제 혜택 등을 부여하는 방안 등이 고려될 수 있음
 - 정부가 추진하는 국내시장 복귀계좌(RIA: Reshoring Investment Account), 개인 투자자용 선물환을 통한 환위험 관리 제도 도입 등은 국내 주식시장 투자 증가에 이은 소비여력 증가를 유도할 수 있는 긍정적 방안

27) 한국 주가지수 연간 수익률의 표준편차(2001~2025년)는 26.1%로 미국(17.6%), 일본(21.7%)은 물론 대만(23.8%)보다도 높은 수준

참고문헌

[국문자료]

- 김준석·강소현(2023), “코리아 디스카운트 원인 분석”, 자본시장연구원
한국은행(2016), “우리나라 국제투자대조표의 이해”
_____ (2016), “우리나라 국제수지 통계의 이해”
_____ (2023), “한국의 외환시장과 외환제도”
_____ (2024), “『국제수지통계』 통계정보 보고서”

[영문자료]

- IMF(2026), Global Economy : Steady amid Divergent Forces
OECD(2025), OECD Corporate Factbook 2025
Sung-Kyung Kang(2000), “Foreign Exchange Intervention and Currency Crisis: The
Case of Korea During Pre-Crisis Period”, KDI