

TRADE FOCUS

2026년 9호

원/달러 환율 변동 요인과 향후 여건 점검

동향분석실 진옥희 연구원

TRADE FOCUS 2026년 9호

원/달러 환율 변동 요인과 향후 여건 점검

발행인 윤진식
편집인 장상식
발행처 한국무역협회 국제무역통상연구원
발행일 2026년 3월 27일
디자인·인쇄 (주)디자인여백플러스
(02-2672-1535)

등록일자 1960년 5월 26일
등록번호 2-97호
ISSN 2093-3118

CONTENTS

01	연구 배경	3
02	원/달러 환율 변동 요인 분석	4
03	2026년 외환시장 방향성 점검	8
	1. 달러화	8
	2. 원화	13
04	결론 및 시사점	18
	참고문헌	20

본 자료는 협회 공식 의견과 다를 수 있습니다. (무단 전재 및 재배포 금지).

동향분석실 진옥희 연구원

 02-6000-5123  oh.jin@kita.or.kr

요약

코로나19 이후 원/달러 환율은 상승세를 지속하고 있다. 1,400원대의 고환율 기조가 장기화되는 가운데 최근에는 지정학적 리스크와 글로벌 통화 흐름에 연동되며 상·하방 변동성도 확대되는 모습이 나타나고 있어 향후 방향성 진단이 필요한 시점이다. 이에 본 보고서는 원화 가치를 결정하는 요인별 영향력을 점검하고 2026년 외환시장 여건과 방향성을 검토하였다.

실증 분석 결과, 코로나19 이후 달러화의 원화에 대한 영향력이 확대되었으며, 금융 수급 요인이 원/달러 환율을 설명하는 주요 변수로 부상하였다. 글로벌 금융시장 환경 변화 등으로 달러화가 외환시장의 핵심 변수로 작용한 가운데 팬데믹 이후 내국인의 해외투자 규모가 빠르게 확대되며 외화 수요가 구조적으로 증가한 결과로 풀이된다. 이는 원화가 대외여건과 자본 흐름에 보다 민감하게 반응하는 구조로 전환되었음을 시사한다.

2026년 대외여건을 살펴보면, 중동갈등에 따른 안전자산 선호와 국제유가 상승으로 당분간 달러화는 강세, 원화는 약세를 이어갈 가능성이 높다. 다만, 연준의 양적긴축 종료와 고용 둔화에 따른 주요국 대비 상대적 완화 기조, 예측 불가능한 트럼프 대통령의 대내외 정책 등은 달러화 강세를 제한할 것으로 판단한다. 아울러 WGBI 편입 속 채권 자금 유입, 반도체 호조, 한국은행의 연내 금리 동결 가능성 등에 힘입어 원/달러 환율은 상반기 높은 수준을 유지하되 점진적으로 하락세를 보일 것으로 판단한다.

다만, 내국인 해외투자 등 구조적인 외화 수요가 지속되는 점과 외국인 자금 유입이 환헤지를 동반할 경우 현물환 시장에 미치는 영향이 제한적일 수 있음을 고려할 때 원/달러 환율의 낙폭은 제한적일 가능성이 높다. 아울러 美 중간선거를 앞두고 있는 만큼 美 증시 부양 기대가 확대될 경우, 연말 달러화 강세 전환 가능성도 배제할 수 없다.

이에 2026년 원화는 지정학적 리스크와 美 통화정책, 외환 수급 개선 여부 등을 반영하며 1,400원대에서 상고하중의 흐름을 보일 전망이다. 상·하방 요인이 병존하는 변곡점 국면에 위치한 만큼, 잔존한 대외 불확실성에 대한 면밀한 모니터링과 외환 조달 체계 다변화 등 외환시장 안정성 제고 노력이 병행되어야 한다.



연구 배경

■ 원/달러 환율이 과거 평균을 상회하는 수준을 지속하며 고환율 기조가 장기화

- 2010년 이후 팬데믹 전까지 원/달러 환율은 1,100원대에서 안정적 흐름을 이어갔으나, 2022년 3월 1,200원을 상회한 후 상승세를 지속하며 고환율 기조가 장기화
 - 코로나19 이후 글로벌 금융여건 변화와 대내외 자본 흐름 구조 변화 등이 복합적으로 작용하며 환율 상승 압력이 확대된 결과로 평가
 - 원/달러 환율의 결정 구조가 과거와 달라졌을 가능성을 시사하며, 환율에 영향을 주는 주요인의 영향력 변화 여부를 점검할 필요성 대두
- 한편, 2025년 말부터 원/달러 환율의 상·하방 변동성도 확대되고 있어 향후 외환시장 방향성에 대한 점검이 필요한 시점
 - 신임 연준 의장 지명, 중동 갈등 등으로 상방 변동성이 확대됨과 동시에 韓 외환당국의 시장 안정화 조치와 美-日 공동 환 시장 개입, 환율 고점 인식 등으로 하방 변동성도 확대

■ 이에 달러화, 수급 변수 등을 포함하여 원화에 대한 각 변수의 설명력 변화를 분석하고, 2026년 외환시장 여건과 방향성을 점검

원/달러 환율 장기 추이

(단위: 원)



자료: ECOS

원/달러 환율 변동성

(단위: %)



주: 옵션 시장에서 결정된 원/달러 환율의 내재 변동성
자료: Bloomberg

II 원/달러 환율 변동 요인 분석

■ 전통적인 변수 외에도 대내외 증권투자 흐름이 원/달러 환율에 주는 영향을 분석

BOX 1 | 분석 모형

- 기존 전통적인 환율 설명변수 외에도 금융 수급 변수를 포함하여 환율 결정 모형을 구축하고 대내외 요인이 원/달러 환율에 미치는 영향을 점검
 - 유위험 이자율 평형 조건(uncovered interest rate parity)에 내·외국인 증권투자 등 외환수급 요인을 추가한 기존문헌 모형을 응용¹⁾
 - 분석기간은 2010.1월-2026.1월로, 롤링 윈도우(rolling window)를 60개월(5년)로 선정하여 구간을 이동시키며 반복 추정
 - 금융 데이터의 잔차는 자기상관과 이분산을 보이는 경향이 있어 단순 최소자승회귀(OLS) 표준오차를 적용할 경우 통계적 유의성이 왜곡될 수 있기에 Newey-west 표준오차를 통해 보정²⁾³⁾

$$krw_t = \alpha_t + \beta_1 dxy_t + \beta_2 \Delta sr_t + \beta_3 cds_t + \beta_4 ca_{t-1} + \beta_5 outflow_{t-1} + \beta_6 inflow_{t-1} + u_t$$

$$krw_t \equiv 100\Delta \ln KRW_t, dxy_t \equiv 100\Delta \ln DXY_t, sr_t \equiv sr_t^{kr} - sr_t^{us}, cds_t \equiv \Delta CDS_t$$

- 분석기간은 2010년 1월-2026년 1월로, ▲달러화, ▲韓-美 단기금리차, ▲경상수지, ▲韓 CDS 프리미엄(5Y), ▲증권투자 자산, ▲증권투자 부채를 설명변수로 선정
 - 韓-美 단기금리차의 경우, 韓은 1일물 콜금리를, 美는 연방기금 실효금리(EFFR)를 활용하였으며, 韓-美 단기금리차에 단위근이 있는 관계로 차분을 적용
 - 외환 수급 변수로 국제수지 중 금융수지를 활용할 수 있으나 금융수지와 경상수지 간의 균형 문제로 금융수지 내 증권투자를 선별하여 활용

1) 금융측면의 외환수급을 다룬 기존 문헌(김한수(2023), 양대정·최경욱(2019))을 살펴보면, 달러화 지수, 韓-美 단기금리차, 韓 CDS 프리미엄, 경상수지를 통제변수로, 금융계정에서의 부채 계정을 관심 변수로 설정

2) 분산팽창지수(VIF)가 1.05-1.51 사이로 추정되어 다중공선성 문제는 존재하지 않는 것으로 판단

3) 수급변수의 경우 내생성이 존재할 수 있어 전기값을 활용

■ 분석 결과 환율은 장기적으로 달러화와 대내 불확실성, 내국인 해외투자에 영향을 받음

- 2010년 이후 달러화가 1% 강세, CDS 프리미엄이 1bp 상승, 내국인 해외증권투자가 10억 달러 증가⁴⁾할 때 각각 원화는 약 0.5%, 0.09%, 0.09%의 약세를 보이는 것으로 분석

- 반면, 금리차, 경상수지, 외국인 국내투자는 분석기간 중 유의한 영향을 주지 못하였음

📈 기본 모형 추정 결과

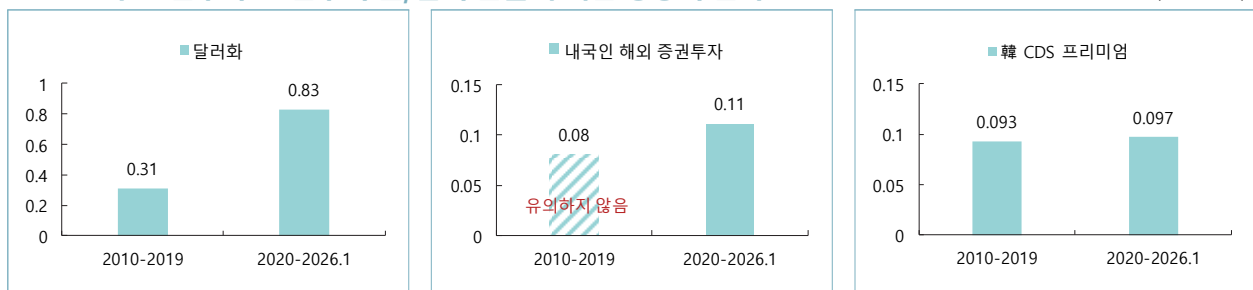
구분	달러화	내국인 해외증권투자	외국인 국내증권투자	韓 CDS	韓-美 금리차	韓 경상수지
원/달러 환율	0.53***	0.09***	0.00	0.09***	0.28	-0.04

주: ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 유의함을 의미
자료: ECOS, Bloomberg, FRED를 기반으로 저자 사산

- 달러화, 대내 불확실성, 내국인 해외증권투자는 코로나19 이후 원화에 대한 영향력이 확대

📈 코로나19 전후 주요 변수의 원/달러 환율에 대한 영향력 변화

(단위: %)



자료: 국제무역통상연구원

■ (달러화) 글로벌 금융시장 내 영향력 확대와 안전자산 선호 강화 속 달러화 중요성 증대

- 팬데믹 전 달러화 1% 강세 시 원화는 0.3% 약세에 그쳤으나, 2020년 이후에는 동일한 충격에 대해 0.8% 약세로 반응하는 등 달러화에 대한 원화의 민감도가 두 배 이상 확대

- 팬데믹 대응 과정에서 연준이 대규모 완화 정책을 통해 글로벌 금융시장을 안정화하면서 국제금융 여건이 美 통화정책과 달러화에 민감하게 반응하는 구조가 강화

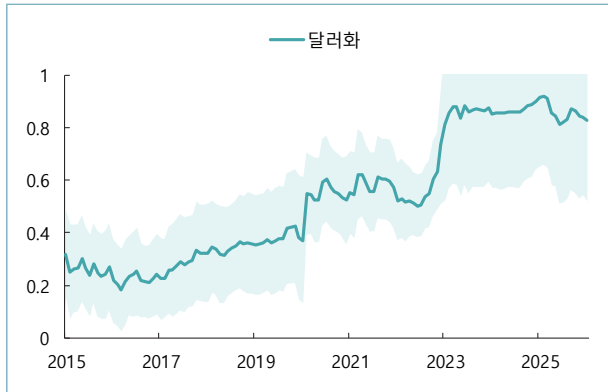
- 특히, 팬데믹 이후 美 경제의 상대적으로 양호한 성장세와 자산시장 호조 등 이른바 美 예외 주의가 부각되며 글로벌 금융 여건이 달러화 흐름에 좌우되는 경향이 증가

4) 2025년 거주자의 해외증권투자(국제수지 기준) 대비 0.71%

- 아울러 러-우 전쟁 등 지정학적 리스크 발생 빈도 증가와 글로벌 공급망 불확실성 점증도 안전자산인 달러화 수요 속 영향력 확대로 이어짐

▶ 달러화의 시변 영향

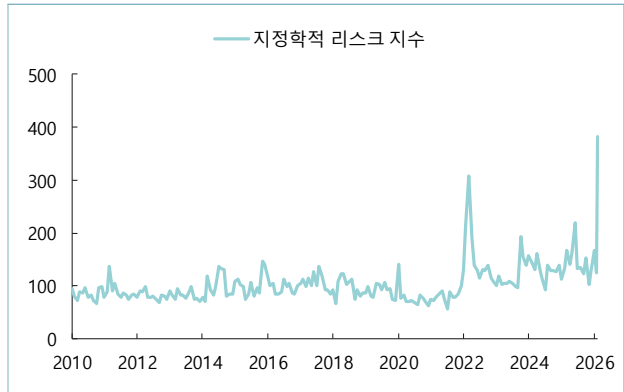
(단위: %)



자료: 저자 사산

▶ 지정학적 리스크와 불확실성 증가

(단위: pt)



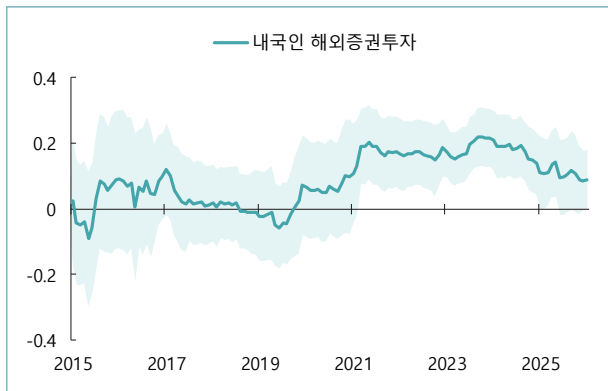
자료: Bloomberg

■ (내국인 해외증권투자) 구조적인 외화 수요 증가 속에 내국인 해외투자의 영향력 확대

- 코로나19 이전 내국인의 해외 증권투자는 원화에 유의한 영향을 주지 못하였으나, 2020년 이후부터 해외증권투자가 증가할수록 원화 약세 압력이 확대되는 것으로 추정
- 2020년 이후 원/달러 환율과 내국인 해외증권투자 간의 상관관계가 증가(0.2→0.7)

▶ 내국인 해외증권투자의 시변 영향

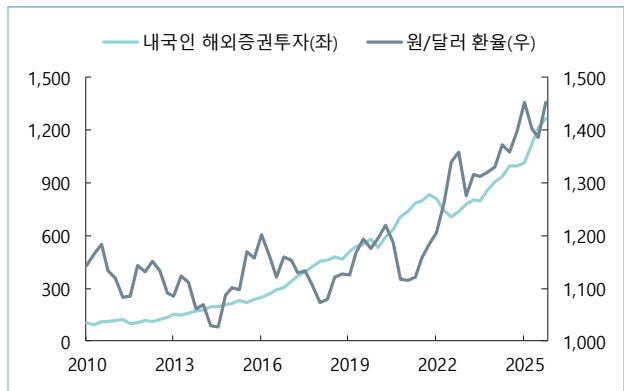
(단위: %)



자료: 저자 사산

▶ 내국인 해외증권투자와 환율

(단위: 십억 달러, 원)

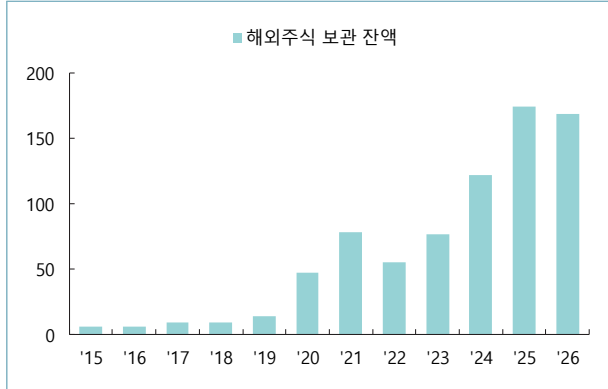


주: 국제투자대조표 내 증권투자
자료: ECOS

- 이는 내국인의 해외증권투자 확대에 따라 외화 수요가 구조적으로 증가한 데 기인
- 美 대형 기술주의 성장성과 높은 주주 환원율 속 美 기업에 대한 선호, 코로나19 이후 해외 주식 투자의 접근성·편의성 제고 등이 맞물리며 개인투자자의 주요 투자처로 자리매김⁵⁾

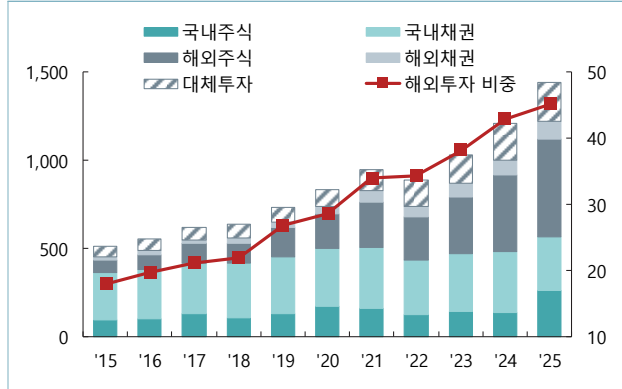
- 고령화·저출산으로 수익률 제고 필요성이 대두되었고 이에 국민연금의 해외투자 비중도 꾸준히 상승하며 구조적인 외화 수요로 이어짐

▶ 내국인의 해외주식 보관잔액 (단위: 십억 달러)



주: 2026년은 3.16. 기준
자료: 한국예탁결제원

▶ 국민연금 자산 규모 및 구성 (단위: 조 원, %)

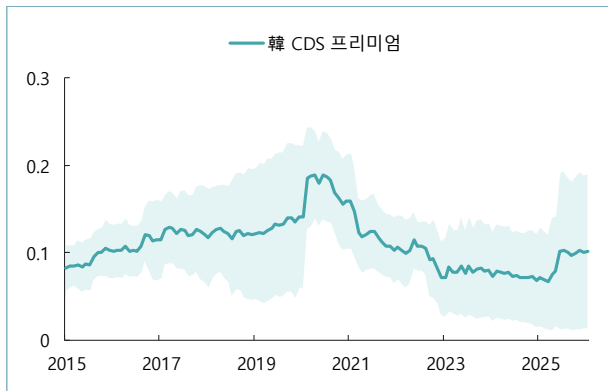


주: 해외투자 = 해외주식 + 해외채권
자료: 국민연금 기금운용본부

■ (韓 CDS 프리미엄) 원/달러 환율이 대내외 불확실성에 반응하는 민감도도 높은 수준

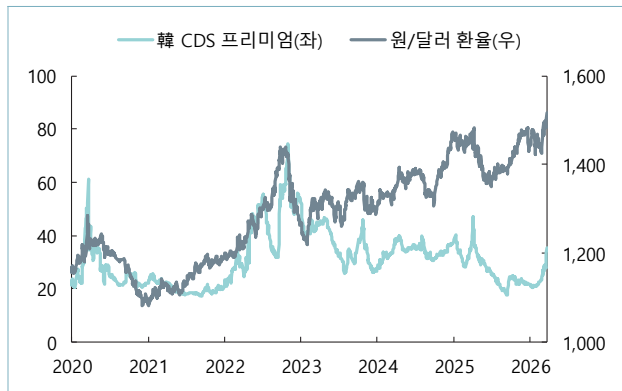
- 韓 대외신인도·위험회피 심리가 반영된 CDS 프리미엄의 원화에 대한 영향력은 코로나19 시기 위험회피와 외국인 자금유출 등의 경로를 통해 확대되는 등 높은 수준을 지속
- 단, 최근 한국의 CDS 프리미엄은 낮고 안정적으로 유지되고 있는데, 이는 CDS 프리미엄이 환율 수준의 단독 설명변수라기보다 변동성 확대를 포착하는 보조지표임을 시사

▶ 韓 CDS 프리미엄의 시변 영향 (단위: %)



자료: 저자 사산

▶ 韓 CDS 프리미엄과 원/달러 환율 (단위: bp, 원)



자료: Bloomberg, ECOS

5) 특히, 개인투자자의 경우 환헤지를 수반하지 않는 투자 비중이 높아 개인의 해외투자 확대는 현물환 시장에서의 직접적인 달러화 수요로 이어짐



2026년 외환시장 방향성 점검

美·이스라엘-이란 전쟁 가정

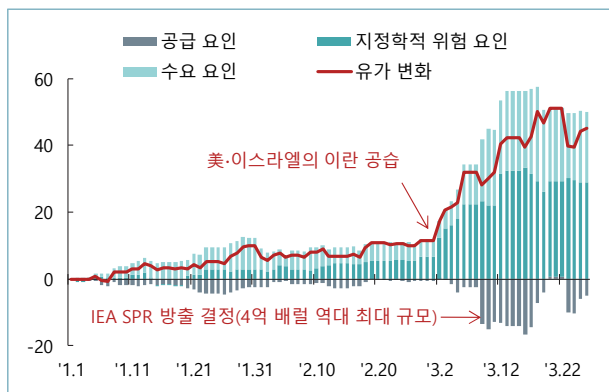
美·이스라엘-이란 갈등으로 국한되며, 2026년 2분기 전후로 사태 소강 및 호르무즈 봉쇄 중단을 가정

① 달러화 – 상고하저의 제한적 약세

■ 당분간 달러화는 美·이스라엘-이란 갈등 향방을 주목하며 강세 흐름을 이어갈 전망

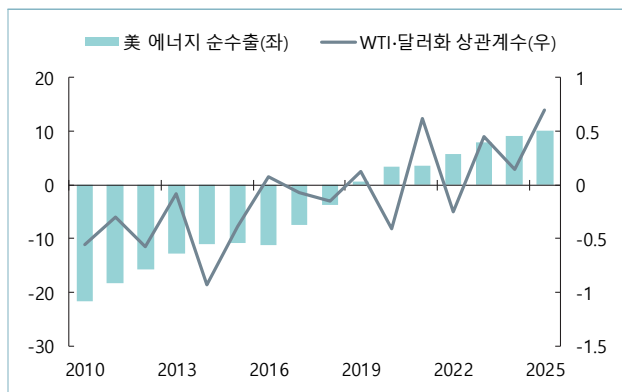
- 2026년 3월 미국과 이스라엘의 이란 공습으로 이란 최고지도자 하메네이가 사망한 데 이어 이란은 역내 미군기지와 중동 국가를 대상으로 보복 공격을 감행하는 등 군사적 긴장이 고조
 - 특히, 이란이 호르무즈 해협을 사실상 통제하며 원유 수송 차질 우려가 대두된 가운데 미국은 이란의 원유 운송 핵심 인프라인 하르그섬 공습을 단행하는 등 불확실성 확대
- 美·이스라엘-이란 갈등에 따른 안전자산 선호 확대와 국제유가 불안이 맞물리며 달러화는 당분간 강세 흐름을 이어갈 가능성
 - 2019년부터 미국은 에너지 순수출국으로 전환되었는데, 국제유가 상승이 미국의 교역조건 개선 기대를 자극하여 달러화 강세 요인으로 작용할 것으로 판단

📉 2026년 이후 국제유가 변동 요인 (단위: 달러/배럴)



자료: Bloomberg

📉 美 에너지 순수출과 달러화 (단위: 천조 BTU)



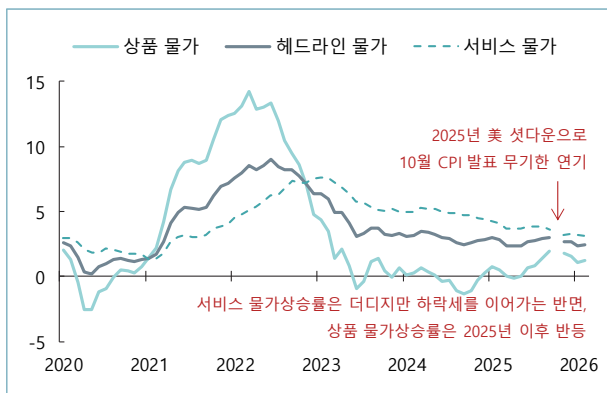
자료: EIA, Bloomberg

- 아울러 에너지 가격 충격은 美 물가가 목표 수준(2%)을 6년째 상회하고 관세 부과 여파가 잔존한 상황에서 연준의 추가 금리 인하 시점에 대한 불확실성을 높이는 요인으로 작용

- 파월 의장은 3월 FOMC에서 근원 인플레이션(약 3%) 중 약 0.5-0.75%p는 관세 영향으로 평가하며 상품물가 하락을 통한 인플레이션 안정 여부를 주목하고 있다고 발언

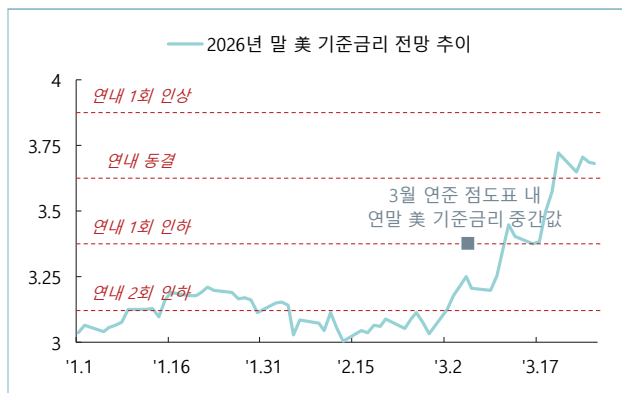
- 특히, 에너지 가격 충격은 시차를 두고 비용 상승 등을 통해 2차 파급 효과로 이어지는 특성이 있어 중장기 기대물가가 불안해질 경우 매파적 동결 기조가 장기화될 가능성 상존

📈 美 품목별 소비자물가상승률 (단위: YoY, %)



자료: FRED

📈 선물시장에서 형성된 美 기준금리 전망 (단위: %)



자료: Bloomberg

■ 다만, 美 고용 둔화 속 주요국과의 통화정책 차별화 기대는 달러화 약세 압력으로 작용

- 美 2025년 신규 고용 수준이 기존 58.4만 명에서 18.1만 명으로 대폭 하향조정되는 등 美 고용시장이 저고용 국면에 진입하였음을 시사⁶⁾

- 고령화·불법체류 단속으로 노동공급이 감소해 실업률 상승을 유발하지 않는 일자리 수 (break-even payroll)가 위축된 가운데 장기 실업에 머무는 노동자들도 완만히 증가

- 아울러 주거비 안정 속 점진적 물가 둔화와 고용시장 약화 등을 고려할 때 연준은 중동갈등 여파를 주시하며 신중한 입장을 유지하되 하반기 1회 인하를 배제하지 않을 것으로 판단⁷⁾

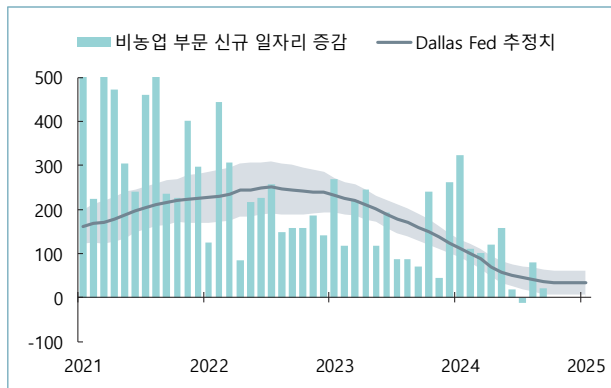
- 이에 주요국(유로존, 日, 英 등) 대비 연준의 상대적 완화적 기조는 달러화 약세로 이어짐⁸⁾

6) 美 노동통계국(BLS)은 매월 발표되는 비농업 고용 통계(표본 조사)를 분기별 고용 및 임금 인구 조사(QCEW)를 바탕으로 보정

7) 사모대출 관련 불확실한 금융여건도 상존. 최근 블랙록·블랙스톤·클리프워터가 운용하는 사모신용 펀드가 5% 이상 환매 요청을 받은 가운데, JPM은 사모신용 대출 자산 중 소프트웨어 기업 관련 대출 담보 가치를 하향 조정하며 대출 한도를 축소하기로 결정

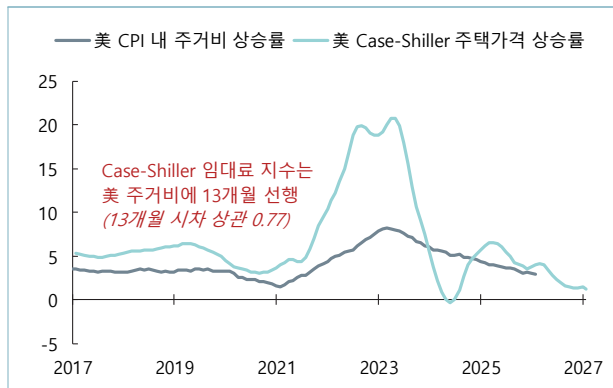
8) OIS 선물시장은 유로존·영국 중앙은행은 연내 2회, 일본은 1회의 금리 인상을 단행할 것으로 평가(2026.3.24.)

▶ Breakeven 비농업 신규 고용 추이 (단위: 천 명)



자료: Dallas Fed

▶ 美 주거비와 주택가격 (단위: YoY, %)

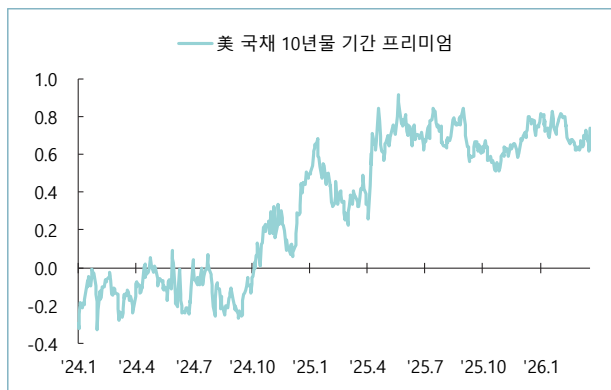


자료: Bloomberg

■ 아울러 美 행정부의 예측 불가능한 대내외 정책이 달러화 신뢰 약화시키며 강세폭 제한

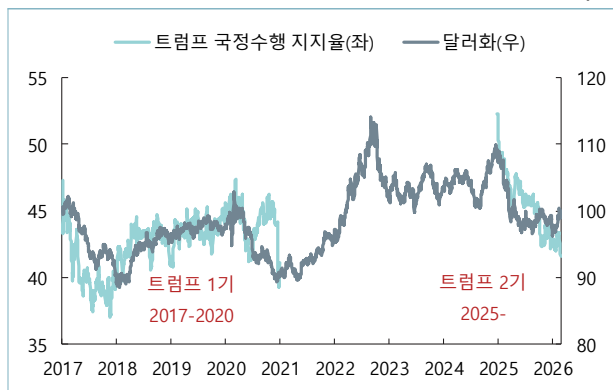
- 美 재정적자 우려와 중앙은행에 대한 지속적인 금리 인하 압박은 달러화 신뢰를 훼손하여 달러화 약세 압력으로 작용할 전망
 - 정부 부채 증가에 따른 이자비용 확대와 대규모 감세로 재정적자 확대 우려가 불거진 가운데 국채 수급 불안이 맞물리며 美 장기채 기간 프리미엄이 트럼프 취임 후 급등
- 동맹국과의 외교적 마찰, 불법 이민 단속에 따른 국내 갈등으로 트럼프의 국정운영 부담이 커지면서 달러화 약세 압력으로 이어질 가능성
 - 그린란드를 둘러싼 EU와의 갈등 속 덴마크 연기금은 美 국채 매각을 발표⁹⁾

▶ 美 국채 10년물 기간 프리미엄 (단위: %)



자료: NY Fed

▶ 트럼프 국정수행 지지율과 달러화 (단위: %, pt)



자료: Bloomberg

9) Akademiker Pension은 1월말까지 美 국채 보유분 1억 달러 전량을 매각할 것이라 발표

BOX 2 | 차기 연준 의장 지명자 케빈 워시의 통화정책 방향성 점검

- 연준은 양적긴축(QT)를 2025년 10월 단기금리가 상승하고 지급준비금이 금융시스템의 안정성을 보장하는 수준에 도달하였다는 판단 하에 12월부로 종료
 - 지급준비금이 GDP 대비 10% 수준(약 2.9조 달러)을 하회하고 연준 보유 자산도 6.6조 달러로 적정 보유 자산(월러 이사 주장, GDP 대비 21%) 수준으로 하락
 - 충분한 지급준비금¹⁰⁾ 유지를 위해 단기국채 매입(RMPs; Reserve Management Purchases)을 단행한 가운데 MBS(주택저당증권) 만기 도래분은 T-bill(1년 이하 국채)에 재투자 발표
- 다만, 차기 연준 의장 지명자 케빈 워시가 금리 인하(완화적 정책)와 연준의 대차대조표 축소(긴축적 정책) 등 모순된 정책을 주장하고 있어 대차대조표 축소 정책 실현 가능성을 점검할 필요
 - 워시는 연준 이사 재임 시절, 2008년도 글로벌 금융위기 이후 연준의 양적완화(QE)를 비판하며 연준의 시장 영향력(B/S 규모 및 만기 왜곡) 축소 필요성을 주장
 - 최근 그의 기고문에 의하면 대규모 QE가 물가 상승을 유발하고 왜곡된 자원 배분으로 소득·자산 불평등을 확대하는 한편, 정부의 재정적 무책임과 시장의 도덕적 해이를 초래한다고 비판
- 대차대조표(B/S) 축소는 크게 규모·만기·구성 등 세 가지 관점에서 접근할 수 있음
 - (① 규모의 정상화) QT를 중단한 연준은 현재 충분한 지급준비금을 유지하기 위해 단기채 매입을 진행 중인데, 워시 체제에서는 ‘충분함’의 기준 자체가 낮아질 가능성
 - 대형 은행에 편중된 지준을 민간으로 환류시키기 위해 유동성 규제를 완화하는 등 은행이 지준을 현 수준보다 적게 보유해도 금융 시스템이 안정적으로 운영될 수 있도록 유도
 - 한편, 현재 월 400억 달러에 달하는 단기채 매입(RMPs)을 단계적으로 축소하여 궁극적으로 중단
 - (② 만기의 정상화) 현재 연준이 보유한 국채 포트폴리오 내 잔존 만기는 약 9년으로 전체 국채 만기(5.9년)보다 길어, 장기채에 대한 재투자를 축소·중단
 - 연준이 시장 왜곡을 최소화하기 위해서는 연준 보유 자산의 만기 구조가 재무부가 발행한 채권의 만기 구조와 유사할 필요¹¹⁾
 - (③ 구성의 정상화) MBS(주택저당증권) 만기 상환분을 국채로 재투자하여 구성을 전환
 - 연준 자산 구성을 단기 국채 중심으로 단순화하고 주택시장에 대한 직접적인 자원배분 기능을 축소하여 통화정책 전달경로를 국채 금리 중심의 전통적 체계로 복원

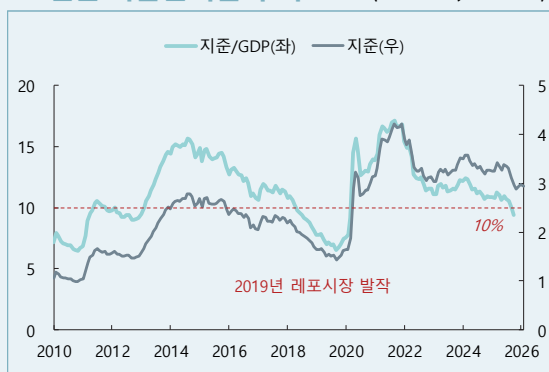
10) 충분한 지준이란, 은행권이 지급결제 및 유동성 수요를 충족하기 위해 추가 차입에 나설 필요가 없는 수준의 준비금이 시스템 내에 존재하는 상태. 이 경우 단기자금 수요압력이 완화되어 단기금리가 연준이 설정한 정책금리 범위에서 안정적으로 형성

11) Federal Reserve Board(2017)는 시장 중립성을 연준 보유 자산의 만기 구조와 전체 국채 발행 구조와 동일한 상태로 정의

- 다만, 단기자금 시장 안정의 중요성, 은행의 지급 준비금에 대한 수요, 민간으로의 금리 리스크 전이 가능성 등을 감안 시 B/S 규모 축소는 제한적일 것으로 판단
 - 과거 2019년 레포시장 불안으로 QT를 중단한 만큼 연준의 B/S 축소는 예기치 못한 단기자금 시장 혼란을 야기할 수 있으며, 단기자금 시장 불안은 국채 시장으로도 이어질 수 있음
 - 은행은 예기치 못한 위기 발생 시 자산 매각, 은행 간 대출, 단기자금 시장 대출, 연준 할인창구¹²⁾ 등을 통해 자금을 조달하는데, 할인 창구의 경우 낙인 효과가 있어 지급준비금을 보유하는 경향¹³⁾
 - 유동성 규제 완화와 기준 금리 인하 등을 통해 국채 매입을 유도할 수 있으나 이는 민간 은행이 금리 위험에 노출될 수 있음을 의미하며 위시가 비판한 재정적 무책임이 민간으로 전이될 가능성
- 이에 B/S 축소는 만기·구성 정상화의 형태로 장기적·점진적으로 추진될 가능성이 높을 전망
 - 베센트 재무장관은 위시가 1년 간의 시간을 두고 정책 방향성을 검토할 가능성이 높다고 지적¹⁴⁾
 - FOMC 의사록에서도 자산의 장기적 구성(long-run composition)과 시장 중립성 회복 방안이 검토된 바 있으며, 이러한 구조적 조정은 수년에 걸친 점진적 접근이 필요하다는 인식
- 특히, 연준 단독 시행 시 장기금리 변동성이 확대될 수 있어 재무부의 국채 발행 구조와 연준 보유 자산 구성에 관한 사전 합의 등 재무부와의 정책 공조가 강화될 가능성
 - 가령, 연준은 2025년 12월 MBS 재투자를 중단하였으나, 트럼프 대통령은 2026년 1월 프레디맥&페니메이를 통해 2,000억 달러의 MBS 매입을 지시한 바 있음

연준 지급준비금 추이

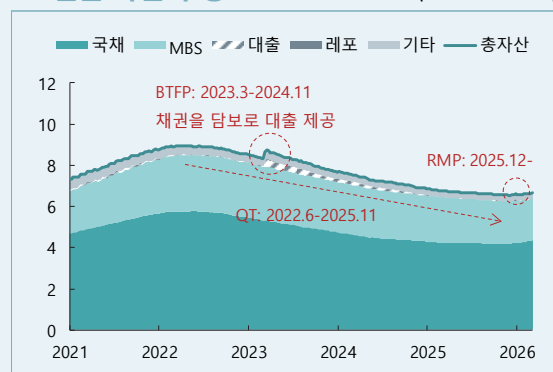
(단위: %, 조 달러)



자료: FRED

연준 자산 구성

(단위: 조 달러)



주: BTFP(은행기간대출 프로그램), SVB 사태로 도입
자료: FRED

12) 할인 창구(discount window)란, 일시적 유동성 부족을 겪는 예금기관에 대해 연준이 담보로 대출을 제공하는 상시 유동성 지원 제도. 단, 할인 창구 이용 사실은 시장에 해당 기관의 유동성이 취약하다는 신호로 해석될 수 있어 낙인효과가 존재

13) Stephen Cecchetti and Kim Schoenholtz(2026.2.16.), "Warsh's war on the Fed balance sheet", Financial Times

14) David Lawder(2026.2.9.), "US Treasury's Bessent says Fed will take its time on balance sheet moves", Reuters

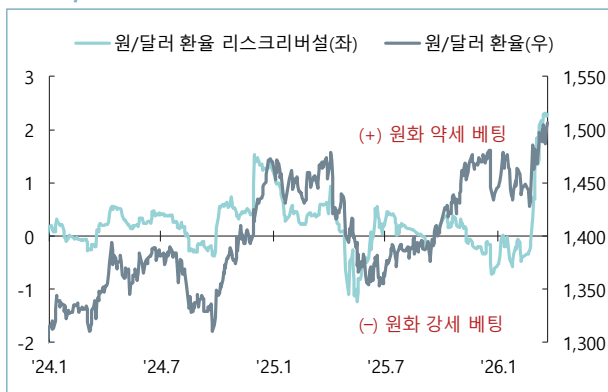
② 원화 - 단기적 약세 흐름 불가피

■ 중동갈등 격화 속 국제유가 상승과 위험회피 심리 확대 등으로 단기적 원화 약세 불가피

- 중동 지정학적 갈등 격화에 따른 국제유가 불안은 원유 수입단가 상승을 통해 교역조건을 악화시키며 경상수지 악화 및 원화 약세 요인으로 작용
 - 한국의 중동산 원유 의존도는 약 70%에 달하며 호르무즈 해협을 통해 수입하는 물량이 하루 1.7백만 배럴로 공급망 측면에서 지정학적 리스크에 취약한 구조
 - 그간 韓 경상수지 흑자가 반도체 수출 호조와 더불어 국제유가 안정에 따른 교역조건 개선에 힘입어 확대되었음을 고려할 때 향후 국제유가 상승은 경상수지 측면에서 부정적 요인
- 아울러 중동갈등 심화에 따른 글로벌 위험회피 심리 확대가 외국인 증시 순매도를 통해 자본유출로 이어질 가능성
 - 2025년 말 원화 추가 약세 기대 등 시장심리가 실제 환율 상승에 일부 기여한 점을 감안 시 지정학적 리스크 확대는 원화 약세를 강화할 소지¹⁵⁾
- 최근 사례를 살펴보면, 2022년 러시아의 우크라이나 전면 침공과 2024년 이스라엘의 이란 영사관 공습 등 국제유가 관련 지정학 갈등 발생 시 단기적으로 원화 약세가 나타났음

▶ 원/달러 환율 리스크리버설

(단위: %, 원)



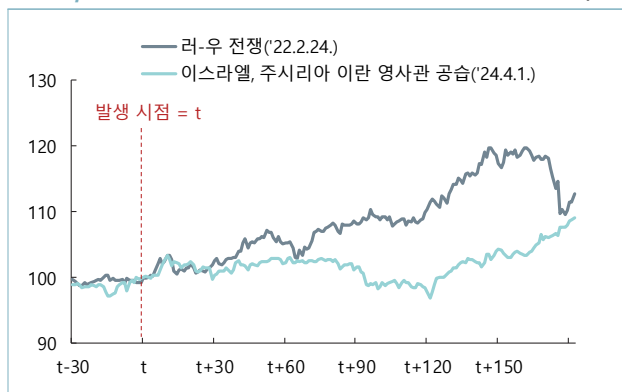
주1: 리스크 리버설 = 콜옵션 변동성 - 풋옵션 변동성

주2: 값이 커질수록 원화 약세 베팅을 의미

자료: ECOS, Bloomberg

▶ 원/달러 환율 추이

(단위: pt)



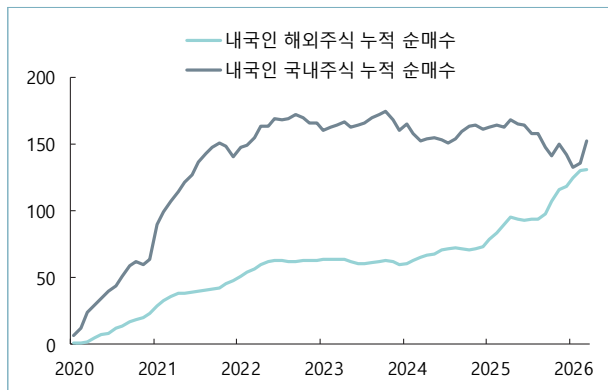
자료: ECOS

15) 한국은행(2026.1.20.), “최근 유동성 및 환율 상황에 대한 오해와 사실”

■ 한편, 구조적인 달러화 실수요 속에 원/달러 환율은 높은 수준을 이어갈 것으로 판단

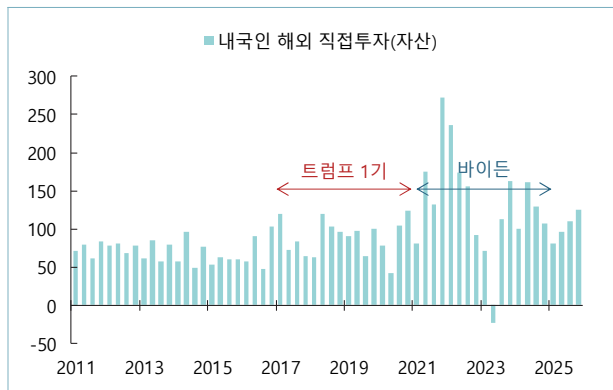
- KOSPI 호조 기대 등 해외투자 유인 약화 속 해외증권투자에 따른 원화 압박은 2025년 대비 다소 완화될 가능성이 높지만, 달러 수급 역전이 단기간 내 이루어지기에는 어려울 전망
 - 특히, 한국은행 분석 결과 개인의 해외-국내 주식 간 대체재적 성격이 부각된 점을 감안할 때 국내 증시의 장기 상승 기대감이 약화될 경우 해외투자가 재차 확대될 가능성
- 트럼프 1기와 바이든 정부 이후 국내 기업의 생산기지 해외 이전으로 운영·투자 자금 확보를 위한 달러화 실수요도 원화 가치에 부정적

▶ **韓 개인투자자 증시 누적 순매수** (단위: 조 원)



자료: 인포맥스, 한국예탁결제원

▶ **내국인 직접투자 추이** (단위: 억 달러)



자료: ECOS

■ 다만, 반도체 호조와 WGBI¹⁶⁾ 편입에 따른 투자 자금 유입 전망은 원화 강세 요인

- 글로벌 AI사이클 속 반도체 호조는 국내 달러 유입 확대를 통해 외환 수급을 개선할 소지
 - 정부의 MSCI 선진국 지수 편입을 위한 제도 정비¹⁷⁾와 개인의 해외투자 자금 환류를 위한 세제 혜택¹⁸⁾ 제공 등이 맞물리는 점도 긍정적
- 2026년 4월 WGBI 실편입은 원화로의 환전 수요 증가와 대외신인도 개선을 통해 원화 강세 요인으로 작용함과 동시에 외환시장 변동성 완화에도 일조할 전망

16) WGBI(World Government Bond Index, 세계국채지수)는 주요국 연기금 등 초우량 글로벌 투자자가 벤치마크 지수로 활용하는 세계 3대 채권 지수중 하나. FTSE Russell이 관장하고 있으며 추종 자금은 약 2.5-3조 달러로 추정

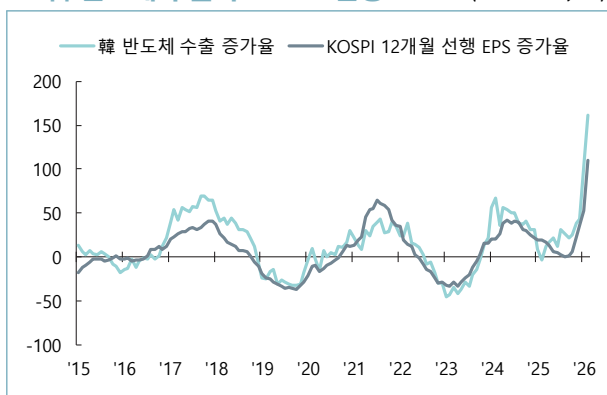
17) 정부는 1.9일 MSCI 선진국 지수 편입 로드맵을 발표하며 외국인 개인 통합계좌 도입, 외환시장 거래시간 24시간 연장, 역외 선물환 시장 개설 기반 마련 등을 제안

18) 해외주식을 매각한 뒤 국내주식(RIA)에 장기투자하거나 해외주식에 대한 환해지를 실시할 경우 양도소득세 혜택을 제공

- 韓의 WGBI 편입 비중(2% 내외)을 감안할 때 2026년 4월부터 11월까지 8개월 동안 약 500-600억 달러 규모의 자금이 유입될 것으로 판단
- 특히, WGBI 추종 자금의 경우 매매회전율이 낮은 패시브 자금으로 단기적 이슈로 인한 자금 유출 가능성이 제한적이라는 특성이 있어 시장 변동성 완화에도 긍정적

- 다만, 자금 유입이 환헤지를 수반할 경우 원/달러 환율에 미치는 영향은 제한될 가능성¹⁹⁾

📈 韓 반도체 수출과 KOSPI 선행 EPS (단위: YoY, %)



자료: Bloomberg

📈 WGBI 편입 이후 흐름 (단위: pt)



자료: Bloomberg

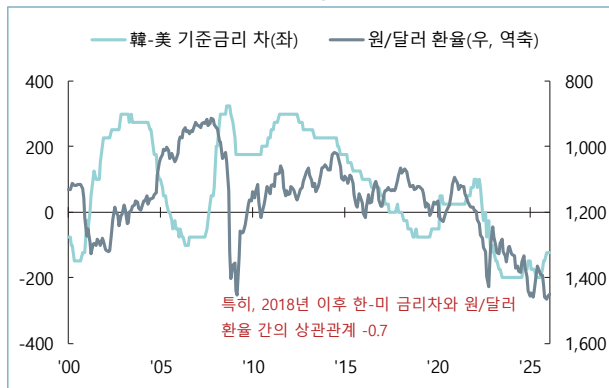
■ 한국은행의 연내 매파적 기준금리 동결 가능성도 원화 가치를 방어할 것으로 판단

- 한국은행은 반도체 호조에 주목하며 2026년 성장률을 재차 상향조정한 가운데 외환시장 불확실성 확대와 가계부채 등 잔존한 금융안정 이슈로 연내 금리동결 기조를 이어갈 전망
- 한국은행은 2026년 2월 반도체 호조가 2026년 韓 성장률을 0.2%p 끌어올릴 것으로 판단
- 3개월 내 동결 기조를 이어갈 가능성이 높다고 판단한 금통위원들이 2025년 10월 2명에서 2026년 2월 6명까지 확대되는 등 포워드 가이드언스도 매파적으로 선회²⁰⁾
- 한국은행의 매파적 기준금리 동결 기조에 따른 한-미 금리차 축소 가능성은 원화 가치에 긍정적으로 작용할 전망

19) 환헤지를 수반한 외국인 자금 유입(sell&buy)은 거래 상대방인 외국환은행의 외환포지션 관리 및 상쇄 거래(buy&sell)를 통해 흡수되는 경향. 이에 현물환 시장에 대한 직접적 영향은 제한될 가능성

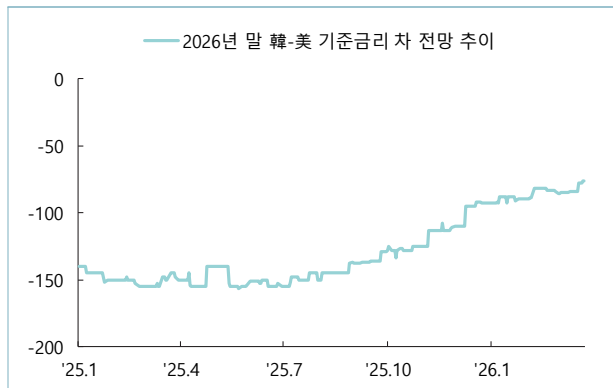
20) 특히, '26년 2월 금통위부터 향후 6개월 조건부 금리 전망(점도표)을 공개하기 시작하였는데, 금통위원 대다수가 8월까지 금리 동결을 전망하고 있으며, 1명은 인상(2.75%), 4명은 한차례 인하(2.25%)를 전망

▶ 韓-美 기준금리 차와 원/달러 환율 (단위: bp, 원)



자료: Bloomberg, ECOS

▶ 2026년 말 韓-美 기준금리 차 전망 (단위: bp)



주: IB 전망치의 Bloomberg 가중 평균
자료: Bloomberg

■ 아울러 정부의 외환시장 수급 개선 노력과 개입 경계감에 힘입어 환율 상승폭 제한

- 국민연금과 한국은행 간의 통화스왑 연장²¹⁾에 따른 한국은행의 국민연금 현물환 매입 수요 흡수와 국민연금의 해외투자 비중 축소도 달러화 수급 개선으로 이어질 전망
 - 국민연금은 기금규모 확대에 따른 외화조달 부담과 최근 달러 수요 우위의 외환시장 환경 등을 고려해 해외투자 주식투자 비중(38.9%→37.2%)을 하향 조정²²⁾²³⁾
- 한국의 양호한 대외건전성과 외환당국 및 정부의 시장 안정화 의지를 바탕으로 한 구두 및 실개입도 환율 상단을 제한할 가능성
 - 국민연금은 해외 투자자산에 대해 완전 환오픈 투자를 원칙으로 하고 있으나, 전략적 환헤지(해외자산의 10%)가 1년 연장되며 외환시장 안정화에 기여할 전망

21) 국민연금-한국은행 간 650억 달러 외환 스왑 계약 1년 연장

22) 보건복지부(2026.1.26.), “2026년 제1차 국민연금기금운용위원회 개최”

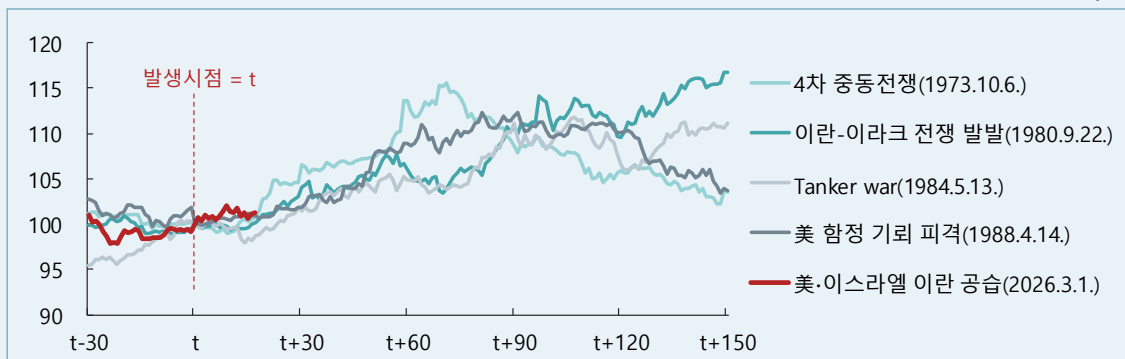
23) 국민연금의 일평균 현물환 거래량이 전체 현물환 거래량에서 차지하는 비중은 1% 내외이나, 기금의 외환 매매는 매입 위주의 일방향 거래로 이루어지는 경향이 있어 환율에 대한 영향력이 작지 않을 가능성

BOX 3 | 중동갈등과 원/달러 환율 시나리오 점검

- (기본 시나리오) 美·이스라엘-이란 갈등으로 국한되며 3개월 내 사태가 소강되고 호르무즈 해협 봉쇄 중단 시 원/달러 환율은 1,500원대 내외에서 등락하다 점차 1,400원대 중·후반으로 수렴할 예정
 - 국제유가 상승으로 인플레이션 우려 점증하나 전쟁에 따른 실물경제 영향은 제한적인 가운데 연내 美 연준의 금리인하가 재개되고 한국은행 기준금리 동결을 가정
 - 한국의 세계국채지수 편입과 반도체 수출 호조 등 달러 유입 흐름이 확대되면서 안정적 흐름
 - (비관 시나리오) 중동 전역 확산, 호르무즈 통제 장기화 등 극단적 상황이 발생할 경우 원/달러 환율은 1,500원을 장기간 상회할 가능성
 - 국제유가 상승 장기화로 인플레이션 우려가 현실화되며 美 연준과 한국은행이 금리 인상기조로 선회하고, 공급망 차질에 따른 실물경제 성장세 약화를 가정
 - 달러화가 10% 강세를 나타낼 경우 원화는 장기적으로 약 5%의 약세를 보이는 경향을 감안할 때 중동 갈등 격화에 따른 달러화 지수 흐름에 주목할 필요
- 과거 1970-80년대의 극단적인 중동사태 이후 6개월 동안 달러화는 약 14% 대의 강세를 시현

과거 중동갈등 발생 시 달러화 추이

(단위: pt)



자료: Bloomberg

IV

결론 및 시사점

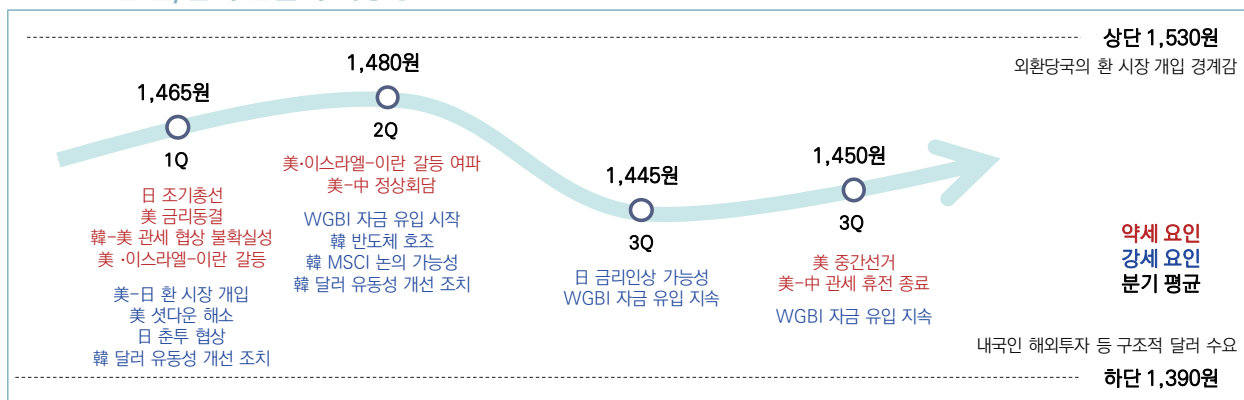
■ 2020년 이후 원/달러 환율에 대한 글로벌 통화와 금융 변수의 영향력이 증가한 모습

- 팬데믹 이후 원/달러 환율의 글로벌 주요 통화에 대한 민감도가 확대되며 향후 원/달러 환율 방향성에 글로벌 변수의 향방이 중요해짐
- 아울러 원화에 대한 내국인 해외 증권투자의 영향력 증가는 자본 유출입이 원화를 설명하는 주요 변수로 부상하였음을 시사

■ 원/달러 환율은 달러화 향방과 수급 여건을 주목하며 연내 상고하중 흐름 이어갈 전망

- 상반기 원/달러 환율은 美·이스라엘-이란 지정학적 리스크에 따른 위험회피 심리, 인플레이션 우려 속 연준 기준금리 인하 경로 불확실성이 부각되며 1,500원대 내외에서 등락
 - 단, 외환당국의 미세조정으로 상단 제한되는 가운데 반도체 호조 지속과 WGBI 실편입에 따른 자금유입에 힘입어 점차 1,400원대 중·후반으로 수렴
- 한편, 11월 美 중간선거와 美-中 관세 휴전 종료에 따른 불확실성 확대를 감안할 때 연말 원/달러 환율의 하락 속도가 둔화될 가능성도 열어둘 필요

▶ 2026년 원/달러 환율의 예상경로



자료: ECOS, 한국무역협회

■ 향후 대외 불확실성에 유의하는 가운데 외환수급 관리 다변화 노력 등이 필요할 전망

- IEEPA에 근거한 관세 부과 위법 판결 속 관세 합의에 대한 불확실성, 지정학적 리스크 등은 원/달러 환율 변동성 확대에 연계되는 만큼 대외 불확실성을 면밀히 모니터링할 필요
 - * 국제경제비상권한법(IEEPA; International Emergency Economic Powers Act, 1977)은 美 대통령에게 국가비상사태 선포 후 국가 안보·외교 정책, 경제에 대한 외국의 위협에 대응할 수 있는 광범위한 권한을 부여
- 지정학적 리스크로 美 장기 기대인플레이션이 불안해질 경우 연준의 통화정책 경로 불확실성이 확대될 수 있어 향후 중동 갈등 항방과 국제유가 추이를 주시할 필요
- 특히, 달러화 신뢰 우려로 촉발된 달러화 약세는 원화와 달러화 간의 연계성 약화로 이어져 환율 예상 경로의 불확실성 확대에 이어질 수 있음²⁴⁾
- 아울러 금융부문의 수급이 원/달러 환율에 미치는 영향이 증가한 만큼 우리나라 금융시장 경쟁력 제고와 외환 수급 관리 다변화 노력이 필요할 것으로 판단
 - 우리나라의 주력 산업의 경쟁력을 바탕으로 자본시장 성과를 제고하고, 시장 접근성과 신뢰기반을 강화함으로써 투자환경을 개선하여 자금 유입 기반을 확충
 - 한편, 국민연금의 해외투자는 초고령화·저출산을 감안 시 불가피한 측면이 있음을 고려할 때, 달러 조달 체계를 다변화하여 현물환 시장에 주는 영향을 최소화하는 전략이 요구됨

24) 달러화 신뢰 약화와 금융시장 불확실성이 맞물려 나타나는 경향이 있는데, 원화는 신흥국 통화로 분류되어 시장 불확실성에 더 크게 반응하는 경향

REFERENCES

데이터베이스

Bloomberg (검색일: 2026.3.26.)

ECOS, <https://ecos.bok.or.kr/> (검색일: 2026.3.26.)

FRED, <https://fred.stlouisfed.org/> (검색일: 2026.3.26.)

NY Fed, <https://www.newyorkfed.org/> (검색일: 2026.3.26.)

St.Louis Fed, <https://www.stlouisfed.org/> (검색일: 2026.3.24.)

한국예탁결제원, <https://www.ksd.or.kr/ko/> (검색일: 2026.3.19.)

언론자료

David Lawder(2026.2.9.), “US Treasury's Bessent says Fed will take its time on balance sheet moves”, Reuters (검색일: 2026.2.25.)

Kevin Warsh(2025.11.16.), The Federal Reserve’s Broken Leadership, WSJ (검색일: 2026.2.25.)

Stephen Cecchetti and Kim Schoenholtz(2026.2.16.), “Warsh’s war on the Fed balance sheet”, Financial Times (검색일: 2026.2.25.)

논문 및 보고서

Anton Cheremukhin(2025.10.9.), “Break-even employment declined after immigration changes”, Federal Reserve Bank of Dallas

Aquilina, M., Lombardi, M.J., Schrimpf, A., & Sushko, V.(2024.8.27.), “The market turbulence and carry trade unwind of August 2024”, BIS Bulletin No. 90, BIS

Congressional Budget Office(2026.2.), “The Budget and Economic Outlook: 2026 to 2036”

Huther, J., Ihrig, J., Klee, E.(2017.7.), “The Federal Reserve’s Portfolio and its Effect on Interest Rates”, Finance and Economics Discussion Series

김한수(2023.1.), “세계국채제수(WGBI) 편입에 따른 영향 및 시사점”, 이슈보고서 23-02,
자본시장연구원

박준우(2026.2.5.), “워시의 BS 축소와 재무부와의 공조”, 하나증권

보건복지부(2026.1.26.), “2026년 제1차 국민연금기금운용위원회 개최”

양대정·최경욱(2019), “외국인 증권투자자금 유출입의 원/달러 환율 영향력 분석”, 사회과학 연구
vol.45 no.3

이재완(2025.11.), “서학개미들의 거침없는 질주”, 하나Knowledge+ 25-34, 하나금융연구소

재정경제부(2026.1.9.), “MSCI 선진국 지수 편입을 위한 외환·자본시장 종합 로드맵”

한국은행(2025.11., 2026.2.), “경제전망 보고서”

한국은행(2026.2.26.), “통화정책방향”

한국은행(2025.12.), “금융안정 보고서”

한국은행(2026.1.), “2026년도 제1차 금융통화위원회(정기) 의사록”