환율

원화가 달러 대비 약해질 때, 한국 경제는 오히려 더 느리게 성장했다

원화가 변동환율로 움직인 1998년 이후 원화가 한 해 전보다 약했던 분기의 실질 GDP 성장률은 평균 2.0%로 강했던 분기의 5.1%보다 낮았으며, 신현송 교수의 연구는 통화 약세가 금융을 통해서도 경제에 해가 될 수 있음을 보여준다.

datasteg 데스크 · AI 지원 · 2026년 10월 20일 · 17분

주요 수치

2.0% [1,2]

1998~2026년 원화가 한 해 전보다 달러 대비 약했던 분기의 평균 실질 GDP 성장률(강했던 분기는 5.1%)

−0.7% [2,3]

같은 원화 약세 분기의 평균 실질 투자 증감률(강했던 분기는 +5.2%)

8 [1,2]

1981년 이후 GDP가 한 해 전보다 줄어든 10개 분기 가운데 원화가 달러 대비 한 해 전보다 약했던 분기의 수

글 정보

형식
해설

게시
2026년 10월 20일

주제
환율, 한국, 금융 여건

온라인판
articles.datasteg.com/ko/a/won-exports-financial-channel

영문판
articles.datasteg.com/en/a/won-exports-financial-channel

데이터
차트마다 그 자료를 온라인판에서 CSV로 내려받을 수 있다.

핵심 결과

01 1998년 이후 원화가 한 해 전보다 달러 대비 약했던 분기의 실질 GDP 성장률은 평균 2.0%로 강했던 분기의 5.1%보다 낮았다. 수출과 투자도 같은 모습이었고, 그 격차는 한 해 뒤 대부분 좁혀졌다[1,2,3,4].

02 1981년 이후 GDP가 줄어든 10개 분기 가운데 8개 분기가 원화가 한 해 전보다 달러 대비 약했던 때였다. 원화가 가장 크게 떨어진 때는 대부분 위기 때였고, 같은 충격이 원화와 성장을 함께 쳤다. 따라서 이 비교는 원화의 효과가 아니라 시기가 겹쳤음을 보여준다[1,2].

03 1997~1998년과 2008~2009년 한국은 해외에 가진 것보다 갚을 것이 많았고, 원화 급락과 함께 국고채 대비 회사채 스프레드가 최대 약 935bp(당시 국고채 금리가 관리돼 근삿값)까지 치솟았으며 투자가 줄었다[2,3,5,6,7,8]. 신현송 교수의 BIS 연구가 투자 급감과 연결한 금융경로와 맞아떨어지는 모습이다[9]. 1997~1998년에는 단기 외화부채가 많았던 소기업일수록 더 나빴다[10].

04 1981~1997년에는 원화가 약해지고 한 해 뒤 수출이 더 빨리 늘었지만(15.4% 대 8.5%), 1998년 이후에는 그렇지 않았다(6.7% 대 8.5%)[2,4]. 1985년 2월부터 1987년 4월까지, 플라자 합의 무렵 엔화의 원화 가격은 82.7% 올랐고, 원/달러 환율은 1985년 올랐다가 되돌아와 처음과 거의 같은 수준에서 끝났다(+0.5%)[2,11]. 2025년 한국 수출의 84.2%가 달러로 결제됐다[12,13]. 1997년 10월~1998년 1월과 2021년 12월~2022년 10월에는 원화 약세가 해외 가격 인하보다 원화 기준 가격 상승으로 주로 나타났다[14,15].

05 한국은 2014년 3분기부터 순채권국이며, 한국은행 연구진은 2025년 중반까지의 자료로 과거의 경로가 약해졌다고 본다[2,5,6,16]. 그러나 외국인 보유 한국 주식의 가치가 불어나면서 전체 순대외금융자산은 2026년 중반 GDP의 3.1%로 줄었고, 빌려준 돈이 빌린 돈보다 많은 폭은 여전히 GDP의 18.0%였다(잠정치)[2,5,6,17,18]. 2022년에는 환헤지 마진콜이 국내 자금시장을 조였고, 2022년 9월 은행들이 낸 마진콜은 평소보다 훨씬 컸다[16,19]. 2022년 한 해 동안 회사채 스프레드도 2021년 12월 61bp에서 2022년 12월 167bp로 벌어졌다[7,8].

질문

이 글이 답한 질문

1980년 이후 원화가 달러와 교역상대국 통화 전체에 대해 약해질 때 한국의 수출과 경제는 실제로 더 빨리 성장했는가, 그리고 신현송 교수의 금융경로 연구와 한국의 환율 변동 사례는 원화 약세가 경제에 해가 될 수도 있는 이유를 어떻게 설명하는가?

살펴본 내용

1981년부터 2026년 중반까지 원화가 약해질 때와 강해질 때 한국의 수출과 경제가 어떻게 성장했는지, 그리고 통화 약세가 왜 한 나라의 금융 여건을 조일 수 있는지에 대한 신현송 교수와 BIS의 연구를 살펴봤다.

질문에 대한 참고. 역사는 원화 약세기에 경제가 더 튼튼해졌음을 보여주지 않는다. 1998년 이후 원화가 한 해 전보다 약했던 분기의 실질 GDP 성장률은 평균 2.0%로 강했던 분기의 5.1%보다 낮았다. GDP가 줄어든 분기는 대부분 원화가 약했던 때였지만, 원화가 가장 크게 떨어진 때는 대부분 위기 때여서 같은 충격이 원화와 성장을 함께 쳤다. 따라서 이는 원화의 효과가 아니라 시기가 겹쳤음을 보여준다.

1 원화 약세의 다섯 국면

1980년 이후 원화의 역사는 저마다 원인이 다른 몇 차례의 큰 출렁임으로 요약된다. 이 글은 원화 가치를 달러당 원화로 재므로 숫자가 오르면 원화 약세이며, 1980년 1월 달러당 원화는 552.0원이었다[2]. 환율은 아시아 외환위기 전까지 당국이 관리했고, 1990년 3월에는 여러 통화 바스켓에 연동하던 방식이 '시장평균환율' 제도로 바뀌었다[13]. 그 위기 이후 원화는 변동환율로 움직이고 있다.

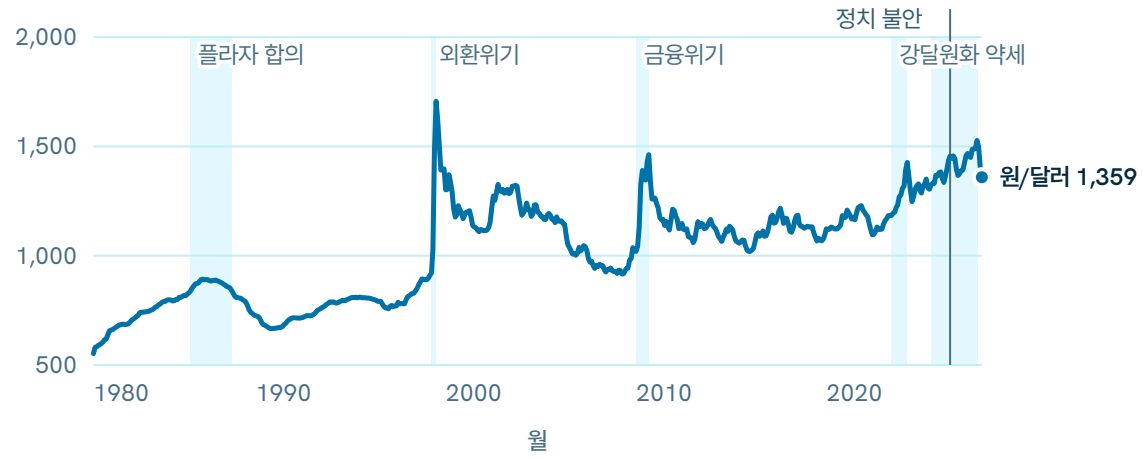
1997년 10월부터 1998년 1월까지 원/달러 환율은 85.1% 올라 1,706.8원에 이르렀고, 이는 지금도 월평균 기준 가장 약한 원화다[2]. 2008년 7월부터 2009년 3월까지는 43.5%, 2021년 12월부터 2022년 10월까지는 20.5% 올랐다. 2026년 6월에는 1,527.3원로 1998년 2월 이후 가장 약했다가, 9월에는 11.0% 내린 1,359.0원이 됐다[2]. 아래 그림은 다섯 번의 큰 국면을 표시하는데, 첫 국면인 1985~1987년에 원화는 달러가 아니라 교역상대국 전체에 대해 실질 기준으로 약해진 채 끝났다.

달러에 대해 약하다고 모든 통화에 대해 약한 것은 아니며, 물가 차이를 반영해 원화를 교역상대국 통화 전체와 한꺼번에 비교하는 실질실효환율이 이를 보여준다. 1985년 2월부터 1987년 4월까지 원/달러 환율은 1985년 10월까지 6.6% 올랐다가 되돌아와 처음과 거의 같은 수준에서 끝났다(+0.5%)[2]. 같은 기간 엔화가 치솟으면서 원화의 실질실효가치는 28.0% 떨어졌으니, 실질 기준으로 이 기간 원화는 달러에 대해서보다 주요 교역상대국 전체에 대해 훨씬 크게 약해졌다[20]. 2021년 12월부터 2022년 10월까지 원/달러 환율이 20.5% 오르는 동안 실질실효가치는 6.6% 떨어지는 데 그쳤다[2,21]. Irwin과 Obstfeld는 당시 원화의 실질실효가치가 한국 경제에 위기가 아니었던 2010~2012년 평균보다 크게 낮지 않았다고 지적한다[13].

그림 1

원화의 달러 대비 급락은 1997~98년과 2008~09년에 가장 컸고, 2026년 6월에는 달러당 1,527.3원으로 1998년 2월 이후 가장 약했다

1980년 이후 원/달러 환율 · 달러당 원, 월평균, 1980년 1월~2026년 9월



이 차트 읽는 법. 선이 높을수록 원화가 약하다는 뜻이다. 1달러를 사는 데 원화가 더 많이 든다. 음영은 아래 표에서 비교하는 다섯 시기다.

음영: 플라자 합의와 엔화 강세(1985.2~1987.4), 아시아 외환위기(1997.10~1998.1), 글로벌 금융위기(2008.7~2009.3), 달러 강세(2021.12~2022.10), 원화 약세(2024.1~2026.6). 각 시기는 시작 월부터 그 시기에 원화가 가장 약했던 달까지다(1985~87년은 실질실효환율 하락이 끝난 때까지).

1980~97년에는 환율이 관리됐다. 처음에는 복수통화바스켓 제도, 1990년 3월부터는 시장평균환율제였고, 외환위기 이후 변동환율제로 바뀌었다. 월평균 값이며 일별 극값은 이보다 컸다.

실질실효환율(모든 교역상대국 대비 지수로 단위가 다르며, 보조 축은 쓰지 않는다)은 본문과 시기별 비교 표에서, 100엔당 원화 환율은 수출 부분에서 다룬다.

출처: 출처: 한국은행 ECOS · 2026년 9월까지 자료[2,13,19]

2 원화 약세 분기는 성장도 더뎠다

원화가 변동환율로 움직인 1998년 이후 원화 약세는 더 빠른 성장이 아니라 더 느린 성장과 함께 나타났다. 달러당 원화가 한 해 전 같은 분기보다 평균적으로 높으면 원화 약세 분기, 아니면 원화 강세 분기로 나눴다. 1998년부터 2026년 중반까지 약세 분기는 52개 분기, 강세 분기는 62개 분기였다[2].

원화 약세 분기의 실질 GDP는 한 해 전보다 평균 2.0% 늘어, 강세 분기의 5.1%에 못 미쳤다[1,2]. 실질 재화수출 증가율은 3.6%로 강세 분기의 11.7%보다 낮았다[4]. 건물·설비와 소프트웨어 같은 지식재산에 쓰는 돈인 투자는 0.7% 줄어, 강세 분기에 5.2% 늘어난 것과 대비됐다[3].

한 해 뒤에는 격차가 대부분 좁혀져, 약세 분기에서 네 분기 뒤 GDP 성장률은 3.7%로 강세 분기 뒤의 4.2%에 가까워졌다[1]. 수출은 6.7% 대 8.5%였고, 투자 증가율은 거의 같았다[3,4]. 아래 그림이 여섯 가지 비교를 모두 보여준다.

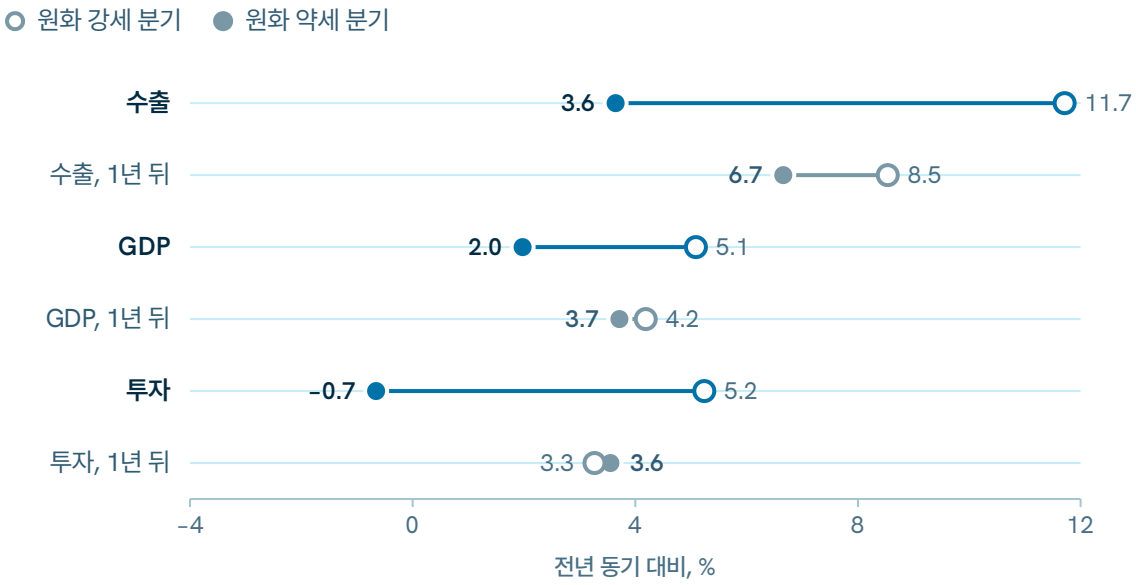
변동환율 이전에는 원화 약세 분기 한 해 뒤 수출이 더 빨리 늘었다. 1981~1997년 수출은 원화 약세 분기 한 해 뒤 15.4% 늘어, 강세 분기 한 해 뒤의 8.5%보다 빨랐다[2,4]. 그러나 약세 분기 당시의 GDP 성장률은 8.9%로 강세 분기의 10.6%보다 낮았다[1]. 투자도 9.8% 대 15.0%로 마찬가지였다[3].

교역상대국 통화 전체에 대한 가치로 재도 1998년 이후 결과는 같아, 약세 분기의 GDP 성장률은 2.2%로 강세 분기의 5.0%보다 낮았다[1,21]. 1998년 이후 달러당 원화가 한 해 사이 열다섯 퍼센트 넘게 오른 11개 분기에는 GDP가 평균 0.6%, 투자가 6.4% 줄었다[1,2,3]. 1998년 이후 다섯 퍼센트 넘게 내린 28개 분기에는 GDP가 6.5% 늘었다[1,2]. 이 평균에는 서로 다른 충격이 섞여 있어, 다음 절에서 하나씩 나눠 본다.

그림 2

1998년 이후 원화가 한 해 전보다 약했던 분기에는 수출·GDP·투자가 모두 더 느리게 성장했고, 한 해 뒤에는 그 격차가 대부분 좁혀졌다

원화 약세 분기와 강세 분기의 평균 성장률, 1998~2026년 · 전년 동기 대비 실질 증감률(%), 1998년 1분기~2026년 2분기 평균, 당기와 4분기 뒤



이 차트 읽는 법. 각 행은 원화가 한 해 전보다 달러 대비 약했던 분기(채운 점)와 강했던 분기(빈 점)의 평균 성장률을 비교한다. '1년 뒤' 행은 4분기 뒤의 성장률이다. 채운 점이 왼쪽에 있으면 원화 약세 분기의 성장이 더 느렸다는 뜻이다.

당기 행은 원화 약세 52개, 강세 62개 분기이고, '1년 뒤' 행은 48개, 62개 분기다. 최근 4개 분기는 아직 4분기 뒤의 성장률이 없기 때문이다.

이는 원화의 효과가 아니라 단순 평균이다. 원화 약세 분기에는 1998년과 2008~09년 위기가 들어 있다. 변동환율제 이전(1981~97년)에는 원화 약세 분기 1년 뒤 수출이 더 빨리 늘었는데, 한 그래프에 한 가지 환율 제도만 담기 위해 본문에서 다룬다.

수출은 실질 재화수출, 투자는 실질 총고정자본형성이다.

출처: 출처: 한국은행 ECOS; datasteg 계산 · 2026년 2분기까지 자료[1,2,3,4]

3 신현송 교수의 연구가 말하는 것

신현송 교수와 국제결제은행(BIS)의 공동 연구자들은 통화가 달러에 대해 약해지면 무역과는 반대 방향으로, 금융을 통해 경제에 해가 될 수 있다고 본다[9]. 신현송 교수(현 한국은행 총재[22])는 총재가 되기 전 BIS 연구와 연설에서 이 주장을 폈다[9,23].

달러로 반도체를 파는 기업은 원화가 약해지면 더 많은 원화를 벌어, 해외 가격을 낮추거나 마진을 늘릴 수 있다. 이것이 무역경로다. 달러로 돈을 빌린 기업은 원화로 갚을 돈이 늘어 대출기관이 더 위험하게 보고 돈을 덜 빌려주는데, 이것이 금융경로다.

신현송 교수는 2015년 서울 강연에서, 달러가 약할 때 신용을 풀어주던 연결 고리가 달러가 강해지면 거꾸로 작동한다고 설명했다[23].

> *"However, when the dollar strengthens, these same relationships go into reverse and conspire to tighten financial conditions."*
>
> — BIS, 2015[23]

그는 이 경로에서 중요한 환율이 교역상대국 통화의 평균이 아니라 주된 차입 통화인 달러에 대한 환율이라고 주장했다[23].

핵심 연구는 Avdjiev, Bruno, Koch, Shin이 2018년 낸 BIS 워킹페이퍼로, 한국을 포함한 수십 개 신흥국을 분석했다[9]. 달러가 표준편차 하나만큼 크게 오르면 다음 분기 투자 증가율이 다섯 퍼센트포인트가량 낮아진다[9]. 외부 자금에 의존하는 기업의 추가 투자 감소는 신흥 아시아에서 크고 유의하지만 신흥 유럽에서는 그렇지 않다[9]. GDP 성장률도 위축되며[9], 여러 통화에 대한 달러 가치인 광의 달러지수가 투자에 가장 중요한 환율이다[9].

한계도 있다. 핵심 논문은 본문에 싣지 않은 추가 검정에서 금융경로가 전체적으로 무역경로보다 크다고 밝히지만[9], 결론에서는 투자 위축이 무역의 이득을 줄일 수 있다고만 쓴다[9]. 교역재 부문 기업은 달러 강세 뒤 오히려 투자를 늘리는데, 이는 무역경로와 맞아떨어지며[9], 또 다른 BIS 연구는 금융경로가 무역경로를 일부만 상쇄한다고 본다[24]. 우리가 읽은 연구 가운데 한국만 따로 두 경로를 함께 추정한 것은 없고[24,25], 신현송 교수 자신도 인과관계 해석에 신중해야 한다고 했다[23].

4 원화가 가장 크게 떨어졌을 때, 빚도 한몫했다

한국의 위기들은 금융경로가 작동한 모습과 닮았지만, 그것을 증명하지는 못한다. 1981년 이후 GDP가 한 해 전보다 줄어든 10개 분기 가운데 8개 분기는 원화가 달러 대비 한 해 전보다 약했던 때였다[1,2]. 가장 깊은 감소는 아시아 외환위기 때인 1998년 2분기의 −7.1%였다. 이 목록에는 팬데믹 시기도 들어 있고, 2008~2009년의 최저 분기는 6번째로 낮은 데 그친다[1].

1997년 3분기 한국의 순대외금융자산, 즉 해외에 가진 자산에서 갚아야 할 부채를 뺀 값은 GDP의 −12.5%였다[2,5,6]. 1997년 2분기에는 한 해 안에 갚아야 할 대외채무가 GDP의 12.4%, 전체 대외채무의 48%에 달했다[2,6,26,27]. 원화가 폭락하자 은행 간 하루짜리 금리인 콜금리는 25.3%까지 올랐고, 기업이 국고채보다 더 내야 하는 이자인 회사채 스프레드는 베이시스포인트로 약 935bp에 달했다[7,8,28]. 당시 3년 만기 국고채 금리는 계단식으로 움직이며 몇 달씩 같은 수준에 머물러 당국이 관리한 것으로 보이며, 따라서 이 차이는 근삿값이다[8]. 투자는 가장 나빴던 1998년 3분기에 한 해 전보다 23.1% 줄었다[3].

기업 자료는 이 대차대조표 효과를 보여준다. 위기 전 단기 외화부채가 많았던 소기업일수록 위기 중 매출 증가율이 낮았다[10]. 수출은 주로 대기업에만 완충 역할을 했다[10].

2008년 2분기에도 한국은 순대외금융자산이 GDP의 −11.4%인 순채무국이었다[2,5,6]. 다만 빚만 따지면 한국의 대외채권은 2000년 1분기부터 대외채무보다 많았고, 약한 고리는 단기 외채였다[17]. 2008년 3분기 단기 외채는 1880억 달러로 전체 대외채무의 52%, GDP의 15.5%에 달했고, GDP 대비로는 1994년부터의 자료에서 가장 높았다[2,6,26,27]. 이번에는 달러 자체가 급등해 광의 달러지수가 2008년 7월부터 2009년 3월까지 17.9% 올랐다[29].

2008년 7월부터 2009년 3월까지 외국인은 한국 주식과 채권을 290억 달러 순매도했다[30]. 국고채 금리가 내리는 동안에도 회사채 스프레드는 2008년 7월 103bp에서 2008년 12월 438bp까지 벌어졌다[7,8]. 수출도 성장을 떠받치지 못해, 실질 재화수출은 2009년 1분기 한 해 전보다 4.5% 줄었고 달러 기준 수출액은 2009년 한 해 전체로 15.9% 감소했다[4,31]. 아래 표는 다섯 국면을 나란히 보여준다.

5 원화가 싸져도 수출이 기대만큼 늘지 않는 이유

변동환율 이전에는 원화가 싸지면 한 해 뒤 수출이 더 빨리 늘었지만 그 뒤로는 그렇지 않았다[2,4]. 1986~1988년 실질 재화수출은 연평균 25.2% 늘었고, 1986년 4분기에는 52.4%로 정점을 찍었다[4]. 한국이 세계와 주고받은 무역·소득의 수지인 경상수지는 1985년 GDP 대비 2.1% 적자에서 1988년 6.2% 흑자로 돌아섰다[34,35].

플라자 합의를 사이에 둔 1985년 2월부터 1987년 4월까지 원/달러 환율은 1985년 올랐다가 되돌아와 처음과 거의 같은 수준에서 끝났지만(+0.5%), 엔화의 원화 가격은 82.7% 올랐다[2,11]. 그 뒤 원화가 달러 대비 강해지는 동안에도 수출은 1988년 초까지 빠르게 늘었다[2,4].

2025년 한국 수출의 84.2%가 달러 표시 결제로 이뤄졌고[12], 대형 수출기업은 시장마다 가격을 따로 정한다[13]. 여러 나라를 분석한 연구에 따르면, 원자재를 뺀 두 나라 사이 교역재의 상대가격은 두 통화 사이 환율과 사실상 상관관계가 없다[36]. 1997년 10월부터 1998년 1월까지 수출물가는 원화 기준으로 69.3% 올랐지만, 구매자가 내는 계약통화 기준으로는 4.8% 내리는 데 그쳤다[14,15]. 2021년 12월부터 2022년 10월까지는 원화 기준 16.0%

오르고 계약통화 기준 1.6% 내렸으며, 아래 그림이 이를 보여준다[14,15]. 2008년 7월부터 2009년 3월까지는 세계적 침체 속에 계약통화 기준 수출물가가 25.0% 내려, 이 시기로는 수출기업의 가격 결정만 따로 볼 수 없다[15].

그림 3

1997~98년과 2008~09년에는 회사채 스프레드가 치솟고 투자가 줄었다. 1985년 2월~1987년 4월에는 원화가 실질 기준으로 달러가 아닌 주요 교역상대국 통화에 대해 28.0% 떨어졌고 수출이 급증했다

다섯 차례 원화 약세기 비교 · 변화율(%)은 각 시기 시작 월부터 원화가 가장 약했던 달까지, 성장률은 전년 동기 대비(%), 외국인 순매수는 10억 달러, 스프레드는 bp

시기	원/달러, %	실질실효, %	광의 달러, %	최저 GDP, %	최저 투자, %	최고 수출, %	외국인 순매수, 10억 달러	최대 스프레드, bp
플라자 합의 1985.2~1987.4	0.5	-28.0	-	6.8	-2.7	52.4	-	-
외환위기 1997.10~1998.1	85.1	-39.2	8.5	-7.1	-23.1	27.6	-1.4	935
금융위기 2008.7~2009.3	43.5	-22.9	17.9	-2.1	-6.9	9.3	-29.0	438
달러 강세 2021.12~2022.10	20.5	-6.6	11.2	0.7	-2.5	10.8	27.6	167
원화 약세 2024.1~2026.6	15.4	-14.5	-0.9	0.2	-4.2	12.6	-14.9	75

이 차트 읽는 법. 행마다 한 시기다. 원/달러 환율 변화가 양수면 원화 약세, 실질실효환율 변화가 음수면 역시 원화 약세다. '광의 달러'는 여러 통화 대비 달러 가치다. 성장률 열은 시기 시작부터 끝난 뒤 4분기까지 전년 동기 대비 실질 성장률이 가장 나빴던(수출은 가장 좋았던) 분기 값이다. '외국인 순매수'는 외국인의 국내 주식·채권 순매수로, 음수면 순매도다. '최대 스프레드'는 국고채 대비 회사채 금리 차다.

시기: 1985.2~1987.4, 1997.10~1998.1, 2008.7~2009.3, 2021.12~2022.10, 2024.1~2026.6. 변화율은 시작 월부터 원화가 가장 약했던 달까지다(1985~87년은 실질실효환율 하락이 끝난 1987년 4월까지). 외국인 순매수는 같은 기간 국제수지상 국내 주식·채권 증권투자(부채) 월별 흐름의 합이다.

광의 달러지수는 1994년, 회사채 스프레드 자료는 1995년부터 있고 외국인 순매수 비교는 1997년부터 보여 주므로 플라자 합의 칸은 비웠다. 실질실효환율은 플라자 합의 때 BIS 협의 지수, 1997년부터 광의 지수를 썼다.

배경(본문 참고): 1985~87년 엔화의 달러 대비 강세, 1997~98년 많은 단기외채와 최고 25.3%의 콜금리(1998년 1월 월평균), 2008~09년 달러 급등과 1994년 이후 자료에서 GDP 대비 가장 높은 단기외채, 2022년 달러 강세와 환헤지 마진콜, 2024~26년 정치 불확실성, 유가 급등, 반도체 수출 호황.

1997~98년 3년 만기 국고채 금리는 관리된 것으로 보인다. 1997년 7~10월 11.65%, 1997년 12월~1998년 2월 약 15.0%에 머물렀고, 1996~97년에는 회사채 스프레드가 음수인 달도 있었다. 따라서 외환위기 때의 최대 스프레드 935bp(1997.10~1998.12)는 근사치다.

원화 약세기(2024.1~2026.6)의 최대 스프레드 74.7bp는 기간 첫 달(2024년 1월) 값이다. 2026년에 다시 벌어지긴 했지만 기간 말 스프레드는 시작 때보다 낮았으므로 급등이 아니다.

국고채 금리는 뺐다. 2008~09년에는 내렸고 2022년에는 미국 금리를 따라 올라, 여기서는 한국 고유의 금융 스트레스를 재는 지표로 적합하지 않다.

출처: 출처: 한국은행 ECOS; BIS(FRED 경유, 세인트루이스 연방준비은행); datasteg 계산 · 2026년 9월까지 자료[1,2,3,4,7,8,11,19,20,21,22,26,28,29,30,32,33]

물량은 느리게 반응한다. 한국의 수출 물량은 단기에는 환율에 거의 반응하지 않는다[37]. 엔화의 원화 가격은 2011년 10월부터 2015년 6월까지 40% 떨어졌다. 2015년 초까지의 움직임을 분석한 IMF 연구에 따르면, 수출기업은 이를 가격에 거의 반영하지 않았고 물량도 거의 반응하지 않았다[11,37].

또 다른 BIS 연구는 달러 표시 결제 비중이 달러 강세가 주는 피해의 크기를 크게 바꾸지 않는다고 본다[38]. 이창용 당시 한국은행 총재는 2025년, 원화 약세가 이제 한국 수출에 주는 이득이 작아졌다고 말했다[19].

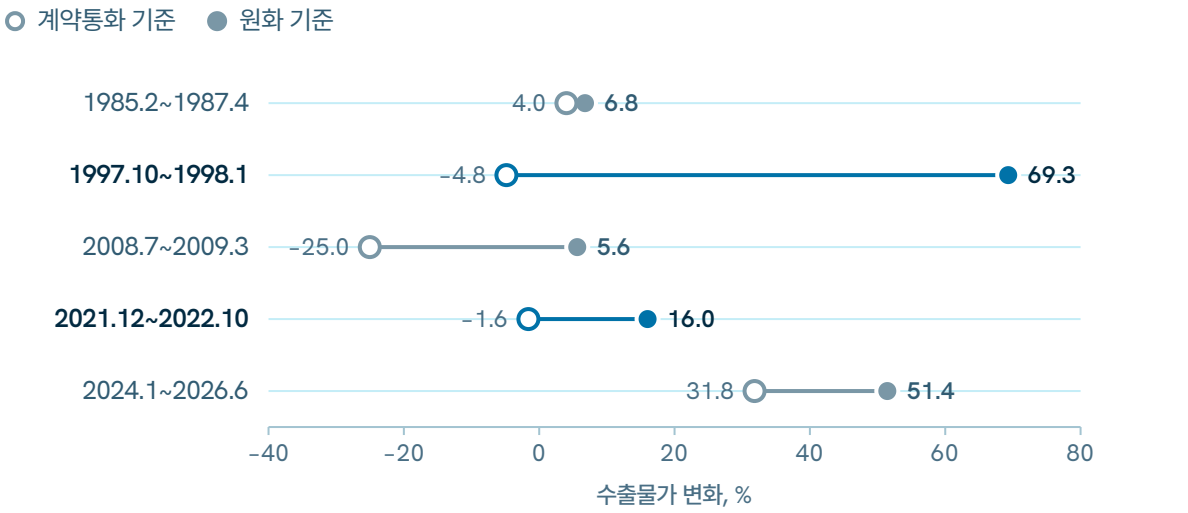
6 채권국 한국, 새로운 약한 고리

한국의 대외채무는 이제 단기 비중이 낮고 해외에 빌려준 돈이 이를 웃돌지만, 원화 하락은 여전히 금융 여건을 조일 수 있다. 한국은 2014년 3분기에 해외 자산이 부채보다 많은 순채권국이 됐다[2,5,6]. 빌려준 돈과 빌린 돈만 따지면, 2026년 중반 한국의 대외채권은 대외채무보다 GDP의 18.0%만큼 많지만, 1997년 말에는 대외채무가 대외채권보다 GDP의 10.7%만큼 많았다[2,6,17]. 총대외채무는 GDP의 39.9%이지만, 한 해 안에 갚아야 할 몫은 24%로 1997년 2분기의 48%보다 낮다[6,26,27].

그림 4

1997년 10월~1998년 1월과 2021년 12월~2022년 10월에 한국 수출 가격은 원화로는 크게 올랐지만 바이어가 내는 통화로는 거의 내리지 않았다. 각각 69.3% 상승 대 4.8% 하락, 16.0% 상승 대 1.6% 하락

시기별 한국 수출물가 변화: 원화 기준과 계약통화 기준 · 수출물가지수, 각 시기 시작 월부터 원화가 달러 대비 가장 약했던 달까지의 변화율(%) (1985~87년은 실질실효환율 하락이 끝난 1987년 4월까지)



이 차트 읽는 법. 채운 점은 원화로 잰 수출물가 변화, 빈 점은 주로 달러인 계약통화로 잰 변화다. 두 점 사이의 간격은 대략 원화 하락폭이다. 간격이 넓을수록 수출기업이 해외 판매 가격을 내리지 않고 원화 약세분을 원화 수입 증가로 더 많이 가져갔다는 뜻이다.

계약통화 기준 가격은 세계 가격에 따라서도 움직인다. 2008년 7월~2009년 3월에는 세계 경기 침체로 내렸고 2024년 1월~2026년 6월에는 올랐으므로, 이 두 행만으로는 가격 결정 방식을 가려낼 수 없다. 1985년 2월~1987년 4월에는 원/달러 환율이 처음과 거의 같은 수준에서 끝나 두 점이 가깝다.

각 시기는 시작 월부터 원화가 달러 대비 가장 약했던 월평균까지다(1985~87년은 실질실효환율 하락이 끝난 달까지). 1985년 2월~1987년 4월, 1997년 10월~1998년 1월, 2008년 7월~2009년 3월, 2021년 12월~2022년 10월, 2024년 1월~2026년 6월. 시기별 원/달러 환율 변화는 표 보기에 있다.

출처: 출처: 한국은행 ECOS; datasteg 계산 · 2026년 6월까지 자료[2,14,15]

주식까지 포함한 순대외금융자산은 2024년 말 GDP의 57.8%로 정점을 찍었고, 2025년 중반에도 54.2%로 한국은행 연구진의 추정과 비슷했다[2,5,6,16]. 2026년 중반에는 3.1%로 줄었는데, 대부분은 2026년 3월 말 38.5%에서 2분기에 줄어든 것이다(잠정치)[2,5,6]. 한국의 부채로 잡히는 외국인 보유 한국 주식의 시가가 그 분기에만 82% 늘어 2024년 말의 4.2배가 됐기 때문이며, 이 증가분은 감소폭보다도 크다[18]. 새로 빚을 낸 것이 아니라 주가 상승에 따른 평가 효과다. 아래 그림에서 순대외채권은 거의 그대로인 반면 순대외금융자산은 줄어든다.

한국은행 연구진은 한국이 순채권국이 된 뒤 과거의 전달 경로가 약해졌다고 결론짓는다[16].

> *"With this structural shift, the traditional transmission channel of external shocks observed during the net debtor period has notably attenuated."*
>
> — BIS, 2026[16]

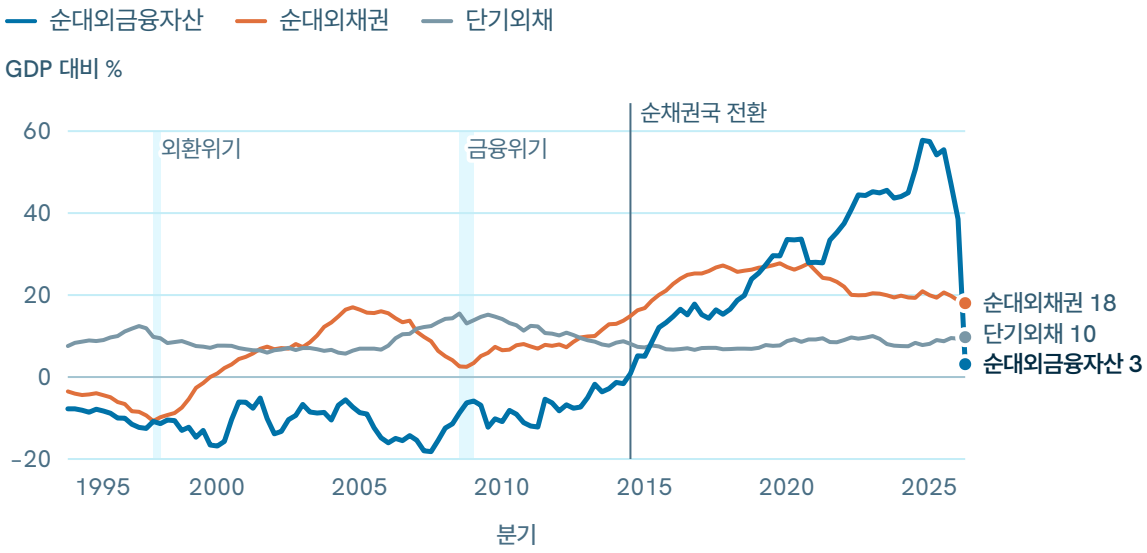
다만 이들은 국내 금융 여건이 여전히 글로벌 금융 여건에 매우 민감하다고 덧붙인다[16]. 2021년 12월부터 2022년 10월까지 광의 달러지수가 11.2% 오르는 동안 원/달러 환율은 20.5% 올랐다[2,29]. 그런데 국고채 10년물 금리 상승폭은 208bp로 미국 10년물의 251bp보다 작았고, 외국인은 같은 기간 한국 채권을 320억 달러 순매수했다[39,40,41].

부담의 일부는 환헤지를 통해 왔다. 원화가 빠르게 떨어지면 손실을 본 환헤지 계약 보유자는 추가 증거금, 즉 마진콜을 내야 하는데, 2022년 9월 한국 은행들이 낸 마진콜은 평소보다 훨씬 컸다[16,19]. 은행들은 이 돈을 마련하려 원화 증권을 팔고 채권을 발행했고, 이는 시장금리 상승 압력을 더했다[16]. 국고채 금리 변화를 걸러낸 회사채 스프레드도 한 해 동안 2021년 12월 61bp에서 2022년 12월 167bp로 벌어졌다[7,8]. 우리가 읽은 자료는 이 상승 가운데 얼마가 마진콜 때문인지 재지 않았다.

그림 5

한국의 순대외금융자산은 1997년과 2008년 위기 때 음수였고, 2014년 양수로 돌아선 뒤 외국인 보유 국내 주식의 가치가 오르면서 2026년 중반 GDP의 3.1%(잠정치)로 줄었다

한국의 대외 순자산과 단기외채 · GDP 대비 %, 분기 말, 1994년 4분기~2026년 2분기



이 차트 읽는 법. 0보다 위면 한국이 해외에 가진 자산이 갚을 부채보다 많다는 뜻이다. 순대외금융자산은 주식까지 포함하고, 순대외채권은 주식을 빼고 채권·채무만 따진다. 단기외채 선은 1년 안에 갚아야 하는 대외채무다.

순대외금융자산이 2024년 말 GDP의 57.8%에서 2026년 중반 3.1%(잠정치)로 줄어든 것은 외국인이 보유한 국내 주식의 시가가 올랐기 때문이다(시가 기준 부채). 이 상승폭은 감소폭보다 크다. 한국이 돈을 더 빌린 것이 아니다.

GDP는 최근 4분기 합계를 분기 평균 원/달러 환율로 달러 환산한 값이다. 총대외채무(2026년 중반 GDP의 39.9%)는 본문에 있고, 외환보유액은 이 그래프에 넣지 않았다.

출처: 출처: 한국은행 ECOS; datasteg 계산 · 2026년 2분기까지 자료[2,5,6,16,17,26]

2024년 1월부터 2026년 6월까지의 원화 약세는 또 달라서, 이 기간 광의 달러지수는 처음과 거의 같은 수준(−0.9%)에서 끝났지만 원/달러 환율은 15.4% 올랐다[2,29]. 원화는 2024년 말~2025년 초 정치적 불확실성 속에 떨어졌다[19]. 이 기간에는 2025년 12월부터 2026년 4월까지 유가가 88% 뛰기도 했다[33]. 2026년 2분기 성장률이 3.7%였던 때는 반도체 수출액이 한 해 전보다 186% 늘어난 때와 겹친다[1,32]. 신현송 총재는 2026년 6월 최근의 성장 반등을 AI 수요가 이끈 반도체 수출과 연결했으므로, 원화 자체의 몫은 따로 떼어 낼 수 없다[22].

우리의 판단

한국의 기록은 원화 약세가 경제를 튼튼하게 했음을 보여주지 않으며, GDP가 줄어든 분기는 대부분 원화가 약했던 때였다. 원화가 가장 가파르게 떨어진 두 번의 시기에는 많은 단기외채와 함께[2,6,26] 회사채 스프레드가 치솟았는데[7,8], 신현송 교수가 말한 금융 여건의 긴축이 나타난 모습이며[23], 1997~1998년에는 단기 외화부채가 많았던 소기업일수록 더 나빴다[10]. 원화가 약해지고 한 해 뒤 수출이 더 빨리 늘어난 것은 1998년 이전뿐이었다. 1985년 2월부터 1987년 4월까지 엔화의 원화 가격은 82.7% 올랐지만 원/달러 환율은 1985년 올랐다가 처음과 거의 같은 수준으로 돌아왔다(+0.5%)[2,4,11]. 한국은행 연구진은 2025년 중반까지의 자료로 순채권국이 되면서 과거의 경로가 무뎌졌다고 봤지만[16], 전체 순대외금융자산은 2026년 중반 GDP의 3.1%로 줄었다(잠정치)[2,5,6]. 2022년은 원화가 빠르게 떨어지면 환헤지를 통해 여전히 국내 금융이 조여질 수 있음을 보여줬고[16], 우리가 읽은 연구 가운데 한국만 따로 두 경로를 함께 추정한 것은 없다[24,25].

이 글의 용어

가산금리
같은 만기의 채무에 대해 한 차입자가 기준 차입자보다 더 내는 이자로, 보통 베이시스포인트로 잰다. 스프레드라고도 한다. 이 글에서는 주로 한국 기업의 회사채 금리가 같은 만기 국고채 금리보다 높은 폭을 말한다.

실질실효환율
교역 비중으로 가중한 교역상대국 통화 전체에 대한 한 통화의 가치를 물가 차이까지 반영해 나타낸 지수다. 지수가 내리면 상대국 전체에 대해 통화가 싸졌다는 뜻이다.

무역경로
통화 약세가 무역을 통해 경제를 돕는 경로다. 수출기업은 자국 통화로 더 많이 벌거나 해외 가격을 낮출 수 있고, 수입품은 비싸진다.

금융경로
통화가 달러 대비 약해질 때 금융을 통해 경제에 해가 되는 경로다. 달러 빚이 있는 차입자의 신용이 나빠 보여 대출이 줄고 금융 여건이 빡빡해진다.

광의 달러지수
많은 교역상대국 통화에 대한 미국 달러의 가치를 한꺼번에 나타낸 지수다. 지수가 오르면 달러가 세계 통화 전반에 대해 강해졌다는 뜻이다.

순국제투자포지션
한 나라 거주자가 해외에 가진 자산에서 외국인이 그 나라에 가진 자산을 뺀 값이다. 음수면 외국인이 그 나라에 가진 것이 그 나라가 해외에 가진 것보다 많다는 뜻이다. 이 글에서는 외국인이 보유한 국내 주식이 시가로 부채에 잡혀, 주가가 오르면 새 차입 없이도 순대외금융자산이 줄어든다.

베이시스포인트(bp)
퍼센트포인트의 백분의 일로, 금리의 작은 차이나 변화를 나타낼 때 흔히 쓰는 단위다.

대차대조표 효과
통화가 떨어지면 외화로 진 빚이 자국 통화로 따져 불어나지만 소득은 그만큼 늘지 않아, 차입자의 재무 상태와 차입·투자 여력이 약해지는 효과다.

달러 표시 결제
교역 당사국이 미국이 아니더라도 수출입 상품의 가격을 미국 달러로 정하고 결제하는 관행이다. 이 경우 수출국 통화가 변해도 해외 판매 가격은 잘 바뀌지 않는다.

마진콜
빚을 내 산 주식의 가치가 너무 떨어졌을 때 증권사가 현금이나 담보를 더 넣으라고 요구하는 것이다. 투자자가 채우지 못하면 증권사가 주식을 강제로 파는데, 한국에서는 이를 반대매매라고 한다. 이 글에서는 원화가 떨어질 때 손실이 나는 선물환·스와프 같은 환헤지 계약에 대해 추가로 내야 하는 현금을 말하며, 2022년 한국 은행들이 이를 겪었다.

참고 자료

연구

9 Avdjiev, S., Bruno, V., Koch, C. and Shin, H. S. (2018). The dollar exchange rate as a global risk factor: evidence from investment. BIS Working Papers 695. BIS
www.bis.org/publ/work695.htm

10 Kim, Y. J., Tesar, L. and Zhang, J. (2012). The Impact of Foreign Liabilities on Small Firms: Firm-Level Evidence from the Korean Crisis. NBER Working Papers w17756. NBER
www.nber.org/papers/w17756

13 Irwin, D. A. and Obstfeld, M. (2024). Understanding Korea's Long-Run Real Exchange Rate Behavior. NBER Working Papers w32769. NBER
www.nber.org/papers/w32769

16 Kim, J. and Kim, M. (Bank of Korea chapter: The expanding role of NBFIs in transmitting global financial conditions - the case of Korea) (2026). Capital flows, exchange rates and financial conditions in EMEs in an evolving international monetary system. BIS Papers 171. BIS
www.bis.org/publications/paper-171-capital-flows-exchange-rates-and-financial-conditions-emes-evolving-international-monetary-system

24 Kearns, J. and Patel, N. (2016). Does the financial channel of exchange rates offset the trade channel?. BIS Quarterly Review December 2016. BIS
www.bis.org/publications/qr-201612/does-financial-channel-exchange-rates-offset-trade-channel

25 Bruno, V., Kim, S.-J. and Shin, H. S. (2018). Exchange rates and the working capital channel of trade fluctuations. BIS Working Papers 694. BIS
www.bis.org/publ/work694.htm

36 Boz, E., Gopinath, G. and Plagborg-Møller, M. (2017). Global Trade and the Dollar. IMF Working Papers 2017/239. IMF
www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2017/239/001.2017.issue-239-en.xml

37 Ree, J., Hong, G. H. and Choi, S. (2015). Should Korea Worry about a Permanently Weak Yen?. IMF Working Papers 2015/158. IMF
www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2015/158/001.2015.issue-158-en.xml

38 Hofmann, B. and Park, T. (2020). The broad dollar exchange rate as an EME risk factor. BIS Quarterly Review December 2020. BIS
www.bis.org/publications/broad-dollar-exchange-rate-eme-risk-factor

연설과 발표

19 Rhee, C. Y. (Governor, Bank of Korea; Camdessus Lecture, IMF, 18 September 2025) (2025). Chang Yong Rhee: Korea's integrated policy framework story - extending into the effective lower bound era. Central bank speeches (BIS). Bank of Korea
www.bis.org/review/r250924c.htm

22 Shin, H. S. (Governor of the Bank of Korea, Seoul, 12 June 2026) (2026). Hyun Song Shin: Speech - 76th Anniversary of the Bank of Korea. BIS central bankers' speeches. Bank of Korea
www.bis.org/review/r260616d.htm

23 Shin, H. S. (speech at the Bank of Korea-IMF conference, Seoul, 11 December 2015) (2015). Exchange rates and the transmission of global liquidity. BIS management speeches. BIS
www.bis.org/speeches/sp151210.htm

데이터

1 Bank of Korea, ECOS. Korea real GDP growth, year on year (not seasonally adjusted). 200Y102/Q/10211. 2026년 10월 19일 조회.
ecos.bok.or.kr/

2 Bank of Korea, ECOS. Won per US dollar, monthly average (Seoul fixing rate). 731Y004/M/0000001/0000100. 2026년 10월 19일 조회.
ecos.bok.or.kr/

3 Bank of Korea, ECOS. Korea real gross fixed capital formation, chained 2020 won (not seasonally adjusted). 200Y110/Q/1020110. 2026년 10월 19일 조회.
ecos.bok.or.kr/

4 Bank of Korea, ECOS. Korea real goods export growth, year on year (national accounts, not seasonally adjusted). 200Y102/Q/10225. 2026년 10월 19일 조회.
ecos.bok.or.kr/

5 Bank of Korea, ECOS. Korea net international investment position (net foreign financial assets), end of quarter. 311Y001/Q/3000000. 2026년 10월 19일 조회.
ecos.bok.or.kr/

6 Bank of Korea, ECOS. Korea nominal GDP, seasonally adjusted, quarterly. 200Y107/Q/10601. 2026년 10월 19일 조회.
ecos.bok.or.kr/

7 Bank of Korea, ECOS. Korea corporate bond yield, 3-year AA-, monthly average. 721Y001/M/7020000. 2026년 10월 19일 조회.
ecos.bok.or.kr/

8 Bank of Korea, ECOS. Korea 3-year government bond yield, monthly average. 721Y001/M/5020000. 2026년 10월 19일 조회.
ecos.bok.or.kr/

11 Bank of Korea, ECOS. Won per 100 yen, monthly average. 731Y004/M/0000002/0000100. 2026년 10월 19일 조회.
ecos.bok.or.kr/

12 Bank of Korea, ECOS. Share of Korean exports settled in US dollars, annual. 303Y001/A/REGEXTOTUSD/RATIO. 2026년 10월 19일 조회.
ecos.bok.or.kr/

14 Bank of Korea, ECOS. Korea export price index, all items, won basis. 402Y014/M/*AA/W. 2026년 10월 19일 조회.
ecos.bok.or.kr/

15 Bank of Korea, ECOS. Korea export price index, all items, contract-currency basis. 402Y014/M/*AA/C. 2026년 10월 19일 조회.
ecos.bok.or.kr/

17 Bank of Korea, ECOS. Korea net external claims (debt instruments only: external claims minus external debt), end of quarter. 311Y006/Q/C000000. 2026년 10월 19일 조회.
ecos.bok.or.kr/

18 Bank of Korea, ECOS. Korea external liabilities: portfolio equity held by non-residents, market value, end of quarter. 311Y001/Q/2020100. 2026년 10월 19일 조회.
ecos.bok.or.kr/

20 FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. Korean won, real narrow effective exchange rate (BIS). RNKRBIS. 2026년 10월 19일 조회.
fred.stlouisfed.org/series/RNKRBIS

21 FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. Korean won, real broad effective exchange rate (BIS). RBKRBIS. 2026년 10월 19일 조회.
fred.stlouisfed.org/series/RBKRBIS

26 Bank of Korea, ECOS. Korea short-term external debt, end of quarter. 311Y004/Q/A500000. 2026년 10월 19일 조회.
ecos.bok.or.kr/

27 Bank of Korea, ECOS. Korea gross external debt, total, end of quarter. 311Y004/Q/A000000. 2026년 10월 19일 조회.
ecos.bok.or.kr/

28 Bank of Korea, ECOS. Korea overnight call rate (uncollateralised), monthly average. 721Y001/M/1010000. 2026년 10월 19일 조회.
ecos.bok.or.kr/

29 FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. US dollar, nominal broad effective exchange rate (BIS). NBUSBIS. 2026년 10월 19일 조회.
fred.stlouisfed.org/series/NBUSBIS

30 Bank of Korea, ECOS. Portfolio investment liabilities, net incurrence (foreign investors' net purchases of Korean securities), monthly. 301Y013/M/BOPF22000000. 2026년 10월 19일 조회.
ecos.bok.or.kr/

31 Bank of Korea, ECOS. Korea goods exports, balance of payments basis, monthly. 301Y013/M/110000. 2026년 10월 19일 조회.
ecos.bok.or.kr/

32 Bank of Korea, ECOS. Korea semiconductor export value index (US dollar basis, customs). 403Y001/M/3091AA. 2026년 10월 19일 조회. ecos.bok.or.kr/

33 FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. Brent crude oil price. MCOILBRENTEU. 2026년 10월 19일 조회. fred.stlouisfed.org/series/MCOILBRENTEU

34 Bank of Korea, ECOS. Korea current account balance, monthly. 301Y013/M/000000. 2026년 10월 19일 조회. ecos.bok.or.kr/

35 Bank of Korea, ECOS. Korea nominal GDP in US dollars, annual. 200Y101/A/1010101. 2026년 10월 19일 조회. ecos.bok.or.kr/

39 Bank of Korea, ECOS. Korea 10-year government bond yield, monthly average. 721Y001/M/5050000. 2026년 10월 19일 조회. ecos.bok.or.kr/

40 FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. US 10-year Treasury yield. GS10. 2026년 10월 19일 조회. fred.stlouisfed.org/series/GS10

41 Bank of Korea, ECOS. Portfolio investment liabilities, debt securities (foreign investors' net purchases of Korean bonds), monthly. 301Y013/M/BOPF22200000. 2026년 10월 19일 조회. ecos.bok.or.kr/

더 읽을거리

FX Funding Risks and Exchange Rate Volatility - Korea's Case · IMF Working Paper 2012/268 (Ree, Yoon and Park) · 2012년 11월 7일
2008년 원화 급락을 더 자세히 알고 싶은 독자를 위해, 한국 은행들의 외화 조달 불일치와 환율 변동이 어떻게 서로를 키웠는지 분석한다.

Chronicle of currency collapses: re-examining the effects on output · BIS Working Papers 314 (Bussière, Saxena and Tovar) · 2010년 7월 6일
여러 나라의 장기 자료로 본 통화 폭락과 생산의 관계로, 폭락 전후 생산이 줄지만 그 손실의 상당 부분은 폭락에 앞선 경기 둔화에서 온다고 본다.

What Happened to Asian Exports During the Crisis? · IMF Working Paper 2000/200 (Duttagupta and Spilimbergo) · 2000년 12월 1일
1997년 대폭의 통화가치 하락 이후 한국을 포함한 동아시아 수출이 왜 더디게 늘었는지 살펴본다.

이 글 인용하기

이 글을 연구, 보고서, 기사에 참고하셨다면 아래와 같이 출처를 밝혀 주세요.

datasteg (2026), 「원화가 달러 대비 약해질 때, 한국 경제는 오히려 더 느리게 성장했다」, datasteg articles, 2026년 10월 20일, https://articles.datasteg.com/ko/a/won-exports-financial-channel.

```
@online{datasteg:won-exports-financial-channel,
  author       = {{datasteg}},
  title        = {원화가 달러 대비 약해질 때, 한국 경제는 오히려 더 느리게 성장했다},
  organization = {datasteg articles},
  date         = {2026-10-20},
  url          = {https://articles.datasteg.com/ko/a/won-exports-financial-channel},
  langid       = {korean}
}
```

유의 사항. 이 글은 경제와 금융시장에 관한 일반적인 정보이며 투자 조언이 아니다.

이 PDF는 2026년 10월 25일에 온라인판에서 만들었다. 대화형 차트와 그 자료, 이후의 정정은 온라인판에서 볼 수 있다.