

OPINION

선임연구위원
이승호

미국 통화정책 변화가 원화환율에 미치는 영향과 시사점*

지난 2년여 동안 원화환율 상승의 주요인으로 작용해 왔던 미 달러화의 강세가 최근 미국 통화정책의 변화 가능성으로 전환점을 맞이하고 있다. 미국의 금리인하가 임박한 가운데 미 달러화가 점차 약세로 돌아서고 국제투자자본이 유입되면서 원화의 강세 압력이 커질 것으로 예상된다. 특히 일본 엔화의 강세 전환 시 원화환율의 하락이 가속화될 가능성이 있을 것으로 보인다. 다만, 글로벌 지정학적 위험의 상존, 물가불안의 지속, 미국 대선 관련 불확실성, 주변국 환율 동향 등 다양한 요인의 영향으로 환율하락 속도는 완만할 것으로 예상되나 단기변동성 확대 가능성에는 유의할 필요가 있다. 우리 경제주체들은 그간 원화환율의 추세적 상승 흐름이 점차 하락세로 전환될 가능성이 커지고 있다는 점에 유념하여 이에 대응해 나갈 시점으로 생각된다.

지난 2년여간 미 달러화에 대한 원화환율은 추세적인 상승 흐름을 보인 가운데 최근에도 1,300원대 중반 수준에서 등락하고 있다. 고환율의 원인은 외환수급 등 국내 요인보다는 미국의 긴축적인 통화정책과 이에 따른 미 달러화의 초강세에 주로 기인한다. 그러나 금년 7월 이후 고용지표 악화 등 미국 경제의 침체 가능성이 제기되고 미국의 통화정책이 완화적으로 전환될 것으로 예상되면서 정책금리 인하의 시기와 폭에 대한 관심이 고조되고 있다. 미국 통화정책의 변화는 원화환율에도 큰 영향을 줄 것으로 보인다는 점에 비추어 본고에서는 최근 원화환율의 움직임을 미 달러화와의 관계를 중심으로 분석해보고 미국 통화정책 변화가 원화환율에 미칠 영향과 시사점을 살펴보았다.

1. 최근 원화환율 동향

원화환율에 영향을 미치는 요인은 크게 국내 외환수급 요인과 다양한 국제금융시장 요인으로 나누어 볼 수 있는데 최근 원화환율의 상승세는 후자에 의한 영향이 지배적인 것으로 판단된다.¹⁾ 코로나19 발생 이후 미 연준이 양적완화정책 하의 제로금리에서 정책금리 인상을 개시한 2022년 3월 이후 미 달러화에 대한 원화환율은 상승세를 보였으며 특히 2022년중 1,439.9원(9월 28일 종가기준)까지 상승하며 글로벌 금융위기 이후 최고치를 기록하였다. 이는 전일 미 연준의 공격적인 금리인상으로

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 우리나라의 경상수지는 규모가 다소 축소되었으나 여전히 흑자 기초를 이어가고 있고 한-미 간 물가상승률 차이도 높은 수준의 환율을 설명하기는 불명확한 것으로 보인다.

미 달러화 지수(US Dollar Index)²⁾가 역사적 최고점(2022년 9월 27일: 114.2)을 기록한 데 따른 영향으로 볼 수 있다. 이후 원/달러환율은 1,200원대로 일시 하락하기도 하였으나 2023년 3월 이후 최근까지 1,300원을 상회하는 수준에서 등락하고 있다. 이는 글로벌 물가불안이 지속되는 가운데 미 연준이 2023년 7월 정책금리를 현재 수준인 5.5%(상단)로 인상한 이후 긴축적 통화정책이 상당기간 이어질 것이라는 시장 기대가 지속된 데 따른 것이다.

아래 <그림 1>에서 보는 바와 같이 일별 원/달러환율은 다른 요인보다 미 달러화의 움직임에 매우 밀접한 영향을 받고 있다. 원/달러환율과 미 달러화 지수 간의 상관관계(correlation coefficient)를 분석해 보면 미 연준이 양적완화에 이어 가파른 금리인상을 시행한 기간(2020년 2월~2023년 7월)중 일별 원화환율과 미 달러화 지수 간 상관계수는 0.96에 달하는 것으로 나타나 과거 기간에 비해 매우 높은 수준을 보였다. 특히 미국의 고금리 지속에도 불구하고 다른 나라에 비해 미국경제가 상대적으로 강한 모습을 보여 옴에 따라 미 달러화가 강세를 지속하고 그 결과 원화환율의 상승세를 가져온 것으로 풀이된다. 다만, 2023년 8월 이후에는 대체적인 미 달러화의 안정세에도 불구하고 원화환율은 상승흐름을 지속함에 따라 두 변수 간 상관계수는 0.60으로 하락하였다.

<그림 1> 원화환율 및 미 달러화 지수



<표 1> 기간별 원화환율과 미 달러화 지수 간 상관계수

2015년~2017년	2018년 1월~2020년 2월	2020년 3월~2023년 7월	2023년 8월~2024년 8월 12일
0.41	0.87	0.96	0.60

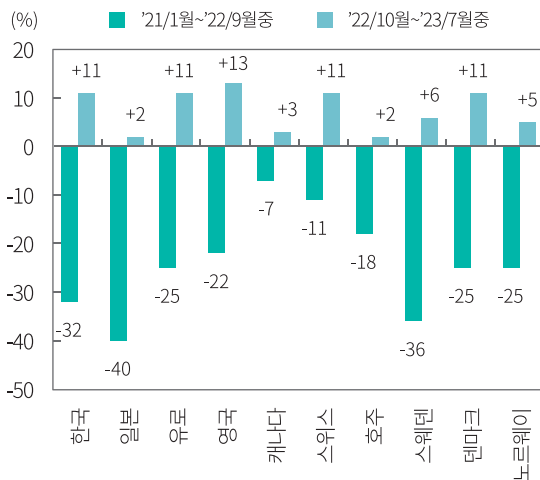
주 : 일별 자료의 상관관계
 자료: 한국은행, Bloomberg

2) 미 달러화 지수는 선진 6개 통화(유로화, 엔화, 파운드화, 캐나다 달러화, 스웨덴 크로나화, 스위스 프랑화)에 대한 미 달러화의 평균적인 가치를 나타내는 지수(1973=100)로서 미 달러화와 교역상대국 간 환율을 교역량 가중치로 평균하여 산출한다. 미 달러화 지수가 상승(하락)하는 경우 달러화의 가치상승(하락)을 의미한다.

이러한 미 달러화 강세는 우리나라 원화는 물론 대부분의 글로벌 통화가치에도 유사한 영향을 미치고 있다. 즉, 미 달러화의 강세 시(미 달러화지수 상승) 여타 통화의 약세가, 미 달러화의 약세 시에는 여타 통화의 강세가 일관되게 나타났다. 2021년 이후 미 달러화 가치 상승기(2021년 1월~2022년 9월, +25%)와 하락기(2022년 10월~2023년 7월, -9%)로 나누어 살펴보면 각국 통화가 미 달러화 가치 변동과 반대 방향으로 움직이는 모습이 뚜렷이 관찰된다. 원화환율의 경우 미 달러화 가치 상승 기간 중 32% 상승, 미 달러화 가치 하락기간 중 11% 하락, 일본 엔화도 같은 기간 중 각각 40% 상승 및 2% 하락을 시현하였다.

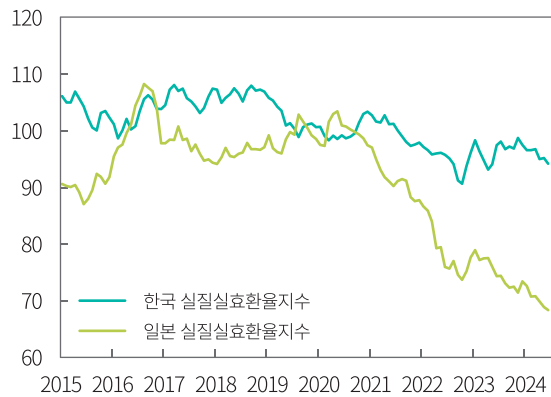
글로벌 통화들이 주로 미 달러화의 가치 변동에 일관된 영향을 받음에 따라 우리나라의 실질실효환율지수(REERI)는 미 연준의 금리인상 직전과 비교하여 2024년 6월중 2.4% 절하에 그치고 있다. 이는 명목환율의 상승에도 불구하고 우리나라의 경상거래에서 상대적 경쟁력을 갖기는 어려움을 의미한다. 반면 일본의 경우에는 엔화가 여타국에 비해 가장 큰 폭의 환율상승을 나타내었는데 실질실효환율지수 기준으로도 같은 기간중 20.4% 절하를 기록하였다. 그 결과 원/엔환율도 850원대로 하락하여 글로벌 금융위기 이후 가장 낮은 수준을 기록하고 있다.

〈그림 2〉 미 달러화 가치 변동 시기별 주요국 환율변동률



주 : (+)는 미 달러화 대비 각국 통화가치 상승(절상), (-)는 통화가치 하락(절하)을 의미
 자료: 한국은행 및 저자 시산

〈그림 3〉 한국 및 일본의 실질실효환율지수(2020=100)



주 : 수치가 100보다 큰(작은) 경우 기준년(2020=100) 대비 통화의 절상(절하)을 의미
 자료 : 국제결제은행(BIS)

2. 미국 통화정책 변화에 따른 원화환율 영향

최근 미 연준의 긴축적 통화정책이 금리인하를 통한 완화적인 방향으로의 전환점을 맞이하고 있다. 이러한 미국 통화정책의 변화는 다음과 같은 다양한 경로를 통해 원화환율에 영향을 줄 것으로 보인다.

첫째, 미 달러화 가치의 변동이다. 통상 미국 (정책)금리의 상승은 미 달러화 금융자산에 대한 투자 매력도를 높이므로 미국으로의 자본유입이 늘어나 미 달러화의 강세 요인으로 작용한다. 그러나 현재는 이와 반대로 정책금리 인하가 임박한 시점이므로 미 달러화는 그간의 초강세에서 점차 약세로 반전될 가능성이 크며 이는 그 자체로 미 달러화와의 교환비율을 나타내는 환율에서 글로벌 통화의 강세요인이 된다. 다만, 과거 미국 정책금리의 인하기 및 인상기의 경우를 살펴보면 금리인상기의 경우 미 달러화의 강세가 금리인상 이전에 이미 시장기대를 반영하여 나타났으나, 인하기의 경우 일정 시차를 두고 미 달러화 가치가 하락한 것으로 나타났다. 이는 향후 미 금리인하 시 미 달러화 약세가 점진적 형태로 나타날 수 있음을 시사하는 것으로 보인다.

〈그림 4〉 미국 정책금리 및 미 달러화 지수 추이



자료: FRED, Bloomberg

둘째, 미 연준의 통화정책 변화로 글로벌 자본흐름에 변화가 예상된다. 미 금리하락 시 또는 하락 기대가 강하게 형성될 경우 글로벌 투자자금이 미국으로부터 유출되어 여타 선진국이나 신흥국으로 유입될 것으로 예상되므로 글로벌 통화의 강세요인으로 작용한다. 아래 〈그림 5〉는 미 금리인하기 이후 신흥국 주가지수가 상승하는 모습을 보이다가 미 금리인상에 대한 기대가 나타나면서 다시 하락하는 모습을 보이고 있다. 이는 미 정책금리 변화가 신흥국 주식투자자금 유출입의 변화를 통해 글로벌 통화의 환율에 영향을 줄 수 있음을 의미한다.

〈그림 5〉 미국 정책금리 및 MSCI 신흥국 추이



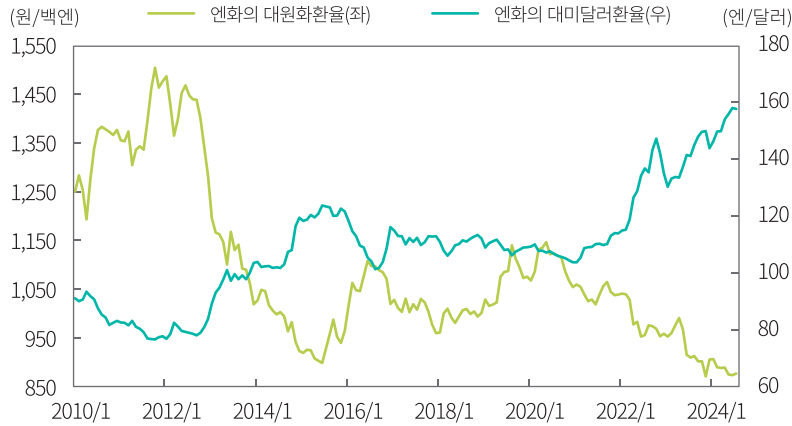
자료: FRED, Bloomberg

특히 미국 금리인하로 글로벌 유동성이 풍부해지고 글로벌 투자자의 위험선호(risk appetite)가 강화될 경우에는 미 정책금리 인하로 인한 글로벌 자금흐름이 더욱 가속화되면서 글로벌 통화의 강세가 나타날 것으로 보인다. 뿐만 아니라 미국의 금리인하에도 불구하고 우리나라는 국내 요인에 따라 금리 인하가 지연될 경우에는 과거와 같이 국내금리가 국제금리보다 더 높은 상황에 놓이게 되므로 해외투자자금의 유입이 늘어나고 원화환율의 하락 압력이 커질 가능성이 있을 것으로 생각된다.

셋째, 미 연준의 금리인하가 미국 경제의 침체 가능성을 최소화하고 미국경제의 연착륙을 가능하게 할 경우 미국 등으로부터의 해외수요 증가로 우리나라의 수출이 호조를 지속할 수 있을 것으로 보인다. 이는 우리나라의 경상수지 흑자기조의 유지를 통해 원화환율의 하락 압력으로 작용함을 의미한다. 또한 이와 관련하여 최근 일본 중앙은행의 금리인상 등을 전환점으로 일본 엔화가 그간의 가파른 약세에서 다시 강세로 전환될 가능성이 있을 것으로 보이며 그 결과 원/엔환율도 하락세에서 상승세로 돌아설 가능성이 있다.³⁾ 이 경우 미국시장 등에서 일본과 비교하여 우리나라 수출상품의 우호적인 가격 경쟁력 확보가 가능해질 것으로 생각된다. 이는 국제자본흐름과 더불어 수출 등 실물부문에서의 경상수지 흑자 확대로 이어져 원화의 강세 요인으로 작용하게 됨을 의미한다.

3) 미 달러화에 대한 엔화환율은 최근 미 달러화 강세 기간중 일본은행의 완화적 통화정책 유지 등 미국과의 통화정책 차별화, 엔화에 대한 안전자산 선호 약화, 일본 투자자들의 해외투자 확대 등으로 가파른 상승흐름을 보였으며, 특히 금년 7월 들어서는 일본은행의 국제매입 축소에 대한 시장기대와 달리 일본은행이 이를 연기함에 따라 160엔을 돌파한 바 있다. 이후 엔/달러환율은 일본은행의 금리 인상(7월 31일)으로 153엔까지 하락한 이후 주가폭락 사태(8월 5일)가 겹치며 장중 한때 142엔까지 하락하였다가 최근에는 대략 145엔 수준에서 등락하고 있다.

〈그림 6〉 엔/달러 및 원/엔 환율 추이



자료: Bloomberg

3. 원화환율에 대한 시사점

지난 2년여간 원화환율 상승의 주요인으로 작용한 미 달러화의 강세가 미국 통화정책의 전환 가능성으로 변곡점을 맞이하고 있다. 미국의 금리인하가 임박한 가운데 그간 초강세를 보여 왔던 미 달러화가 점차 약세로 반전되고 국제투자자본이 미국에서 우리나라 등 여타지역으로 유입되면서 원화 등 글로벌 통화의 강세가 전망되고 있다. 특히 그간 가파른 약세를 보여 왔던 일본 엔화의 강세 전환 시 경쟁국환율과의 동조화 등으로 원화환율 하락이 더욱 가속화될 가능성이 있다.

이러한 점들을 고려할 때 향후 원화환율은 그간의 상승흐름에서 점차 하향 안정화될 것으로 예상된다. 다만, 환율하락의 속도는 점진적인 형태를 보일 것으로 전망되는데 이는 아직까지 글로벌 전쟁 등 지정학적 위험의 상존, 글로벌 물가불안의 지속, 미국 대선 관련 불확실성, 주변국 환율변동의 영향 등 다양한 요인들이 원화환율에 영향을 줄 것으로 보이는 데 기인한다. 또한 이러한 요인들은 글로벌 환율이 추세적인 변곡점을 맞이하고 있는 상황에서 환율의 단기변동성을 크게 하는 요인으로 작용할 것으로 보인다.

우리 경제주체들은 미국 통화정책의 변화로 그간의 환율 흐름이 변곡점을 맞이하고 있다는 점에 유념하여 향후 추세적 환율하락 가능성에 대응해 나갈 시점으로 보인다. 외환당국은 환율의 추세 반전 시 단기적인 변동성 확대가 나타날 수 있다는 점에서 시장안정 노력을 지속해 나가되 특히 환율이 가파르게 하락하거나 변동성 확대 시 최근 호조세를 보이고 있는 수출에 부정적인 영향이 나타나지 않도록 유의할 필요가 있다. 또한 가파른 증가세를 보이고 있는 우리나라의 해외증권 투자와 관련하여 투자주체들은 원화환율의 하락 시 해외투자에 따른 환차손으로 투자수익률 저하가 나타날 수 있다는 점에 유념하여 위험관리에 노력할 필요가 있다.