

◆ Hana FX Column

◆ 최근 원화 교환율 수준이 과도한 통화량(M2)에 기인한 것이라는 주장에 대한 점검

1. 최근 원화 환율의 높은 수준 지속에 대한 배경

지난 '25년 연말 원화 환율은 1,480원대까지 치솟았지만 환율 경제가 한국경제에 미치는 부작용 등을 고려한 외환당국 시장 안정화 조치로 환율은 12월 말, 1,420원대까지 하락하는 모습을 보임. 하지만, '26년 초 들어, 재차 환율은 직전 고점인 1,470원대 중반까지 상승력을 나타내며 1,480대에 근접함. 이는 최근 원화 환율 흐름에 자리잡고 있는 추세적(또는, 구조적) 요인과 순환적 요인이 동시기적으로 영향력이 커진 것에 기인하였기 때문으로 보임¹. 먼저 추세적 요인은 우리경제의 구조화된 저성장 등 성장동력 약화와 해외 투자자산 선호 강화에 따른 달러 수요가 구조적으로 확대된 영향이 환율의 높은 수준에 영향을 미쳤기 때문임. 반면, 순환적 요인은 추세 요인에 의한 환율 상승 이후, 환율이 1,480원대 전후에 고착화되어 상단이 견고해지는 자석효과(Magnet effect)를 불러일으키는 데 주요하게 작용한 것으로 보여지는데, 최근 일본내 재정확대 기대 등에 따른 엔화 약세 등이 주요 순환적 요인으로 작용한 것으로 보여짐. 그런데 여기에 최근 국내 과도한 통화량 증가가 교환율의 또 하나의 원인으로 주목받고 있음. 이에 최근 원화 환율의 높은 수준이 앞서 추세적, 순환적 배경에 더해 통화량 증가가 유의미적으로 영향을 미쳤는지에 대해 살펴보고자 함

2. 원화 환율, 높은 수준이 과도한 통화량(M2)에 기인한 것이라는 일각의 주장에 대한 점검

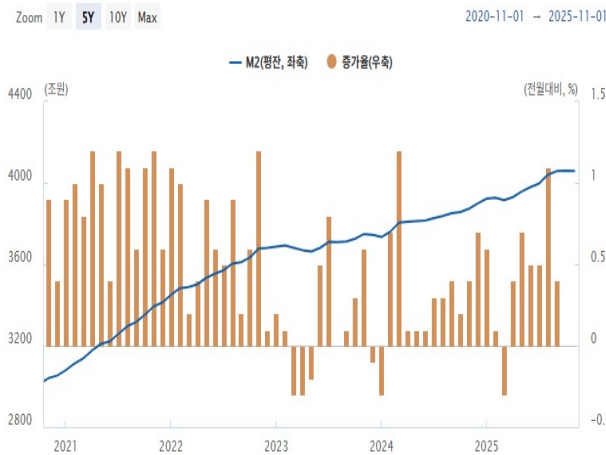
지난 15일 1월 금통위는 금융안정 기조 유지와 함께 환율의 불안정성을 고려, 기존 2.5%에서 금리 동결을 결정하였음. 이후 기자회견에서 한은 총재는 최근 M2 증가가 환율의 높은 수준 지속에 한 원인이라는 일각의 주장에 대해 적극 반박하며 통화량(M2) 유동성과 환율 상승과의 상관관계는 상당히 약하다는 입장을 표명함. 이러한 한은의 주장은 상기 상관관계를 통한 분석적 결과 외에 자료의 상대적 비교에 의한 측면에서도 설득력이 담보되어진다고 판단됨.

우리나라의 신 M2 통화량 기준에 의하면 지난해 10월 기준 M2 증가율은 5.2%로 미국 4.6%보다 소폭 높은 증가율을 보인 가운데 GDP 대비 비율도 지난 3분기 기준 우리나라가 153.8%로 미국 71.4%의 두배 수치를 나타냈음. 절대적 명목 수치만으로 보게 되면 원화가 달러대비 빠른 통화량 증가율로 인해 저평가 속도가 빨라서 환율이 상승하고 있다는 판단의 오류가 나타날 수 있는 것으로 사료되는 부분임. 하지만 우리나라 M2 증가율의 장기추세는 2020년 팬데믹 시기 다소 가파르게 증가한 시점을 제외하면 과거 약 20여년 기간 중 최근 추세가 과도하게 증가했다고 보기 어려움. 특히, 장기추세선 상에서 '25년 이후 M2 평잔기준 추세기울기는 오히려 편평해진 측면이 있음. 여기에, 우리나라 경제가 2021년을 기점으로 유엔무역개발회의(UNCTAD) 경제권 분류 기준으로 선진국에 편입되면서 나타난 경제구조의 규모적 변화를 고려하면 현 M2 증가율이 원화가치의 상대적 절하에 대한 주된 요인으로 판단하기는 어려워 보임. 사실 증가율의 명목가치 측면이 아닌 상대가치 측면에서 보았을 때, 미국 GDP 대비 M2 증가율이 우리나라의 절반 이하 수치이지만, 통화량 증가의 명목가치 측면에서 시장에 풀리는 양은 원화대비 달러가 절대적으로 큰 것이 사실임. 따라서 미국경제의 규모를 고려한 상대 가치 측면을

¹ 강현주, '최근 원화 약세의 배경과 거시경제적 영향 평가' '자본시장연구원'

고려한다면 달러유동성이 원화대비해서 적게 풀렸다고 단순화하기는 어려운 문제임. 이를 판단하기 위한 하나의 지표로, 미국내 인플레이션이 현재 우리나라보다 상대적 고금리 속에서도 현재까지 높은 2.8%(PCE기준)를 나타내고 있다는 점이 이에 대한 척도로 판단해 볼 수 있음². 따라서 상대가치 측면을 배제한 단순 M2 증가율에 따른 영향이 원화의 저평가에 절대적으로 영향을 미쳤다는 점은 제고되어 판단되어야 할 문제로 사료되어지는 부분임.

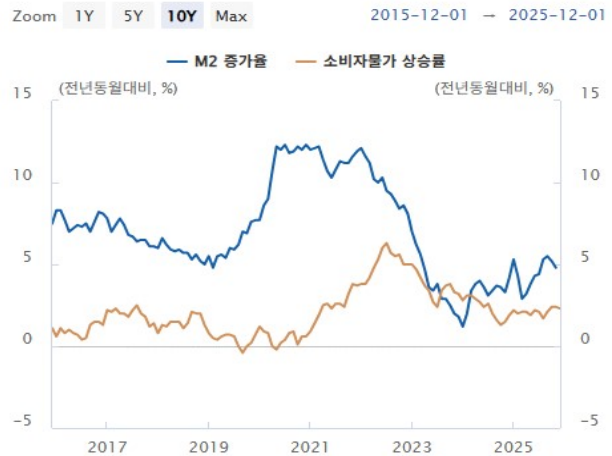
우리나라 광의통화(M2)



자료: 한국은행 ECOS

주, M2는 신M2 이전 구M2

우리나라 통화증가율과 인플레이션율



자료: ECOS, 국가데이터처

주1) 전년동월대비 및 구M2 기준

3. 앞으로의 원화 환율 방향성

최근 원화 환율의 지난 연말 되돌림은 시장참가자들의 인지적 편향이 일부 작용하며 한쪽(상승)으로의 무리행동(Herd Behavior) 결과가 집중되었기 때문인 것으로 보여짐. 그러나, 단기적으로 환율이 계속 오를 것이라는 기대 강화 및 구조적 매수 요인에 따른 수급 쏠림은 우리 경제에 필요 이상의 비용 부담을 키울 수 있음. 따라서, 이에 대한 외생적 영향이 환율을 1,480원에 달라붙게 붙잡는 자석효과로 그 이상의 상향 돌파가 쉽지는 않을 것으로 판단됨. 특히, 대통령의 신년경제사에서의 환율에 대한 언급이 시장의 기대를 되돌림 시킬 터닝포인트 시점이 될 수 있을 가능성을 배제할 수 없을 가운데, 1월 이후 계절적으로 약했던 수출이 점차 회복되며 약했던 매도 유입이 증가할 가능성도 기대환율의 방향성 전환에 시차적으로 영향을 미칠 것으로 보임. 여기에 한-미간 AI생산성 격차 축소 기대 및 자본시장 선진화 로드맵과 세제 유인 등의 정책적 효과가 2,3월로 가며 다소 가시화될 수 있을 것이란 측면과 WGBI 국채지수편입자금 유입 선반영 가능성 등이 원화 환율 안정화에 영향을 미칠 것이란 인식 반영으로 1월 후반 이후 1,450원대를 향해 환율은 하향 안정화 방향성을 나타낼 것으로 사료됨

² 인플레이션에 영향을 미치는 요인을 통화량 하나의 요인으로 판단할 수는 없다 하더라도, 통화량 자체가 인플레이션에 영향을 미치는 요인인 것은 사실. 밀턴 프리드만은 인플레이션과 통화량 사이의 관계를 '인플레이션은 항상 그리고 모든 곳에서 화폐적 현상이다'로 요약함, 버냉키, 프랭크 경제학 제6판