13-60 2013.12.31.

현안과 과제

원/엔 환율 1,000선 붕괴의 의미와 국내경제 파장

현대경제연구원

본 보고서 내용은 연구원의 공식의견이 아닌 연구자의 견해임을 밝혀두며, 보고서 인용시에는 반드시 출처를 밝혀주시기 바랍니다.

1. 달러화 대비 엔화 환율 약세 지속

○ **최근 달러화 대비 엔화 환율은 지속적으로 약세를 보이고 있으며 통화 절하 속도 역시 주요국 대비 가장 빠른 수준**

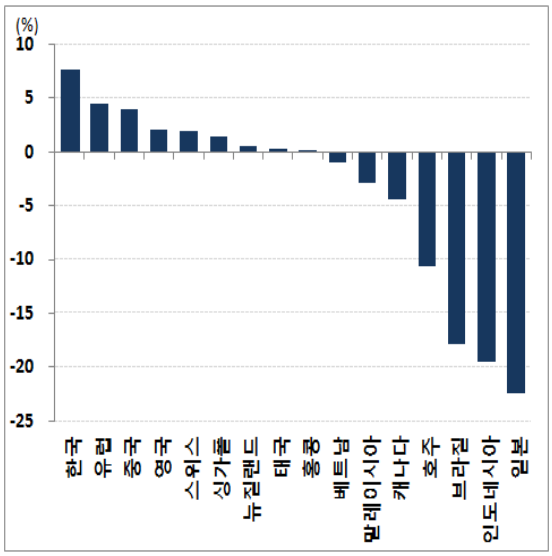
- 최근 엔/달러 환율의 추세적인 약세가 이어지며 원/엔 재정환율이 장중 한때 1,000원선이 붕괴
  - 엔/달러 환율은 5월 10일 100.6엔을 기록하며 2009년 4월 이후 약 4년 만에 100엔대를 돌파하였으며, 12월 30일에 105엔을 돌파하며 5년만에 최고치를 기록
  - 원/달러 환율은 2013년 12월 12일 1,051.0원으로 연중 최저치를 경신하였으며 12월 30일 현재 1,055.4원을 기록
  - 이에따라 원/엔 재정환율 역시 12월 30일 장중 1,000원대가 붕괴되는 등 하락세를 보이고 있음

- 달러화 대비 엔화 환율은 주요국 중 가장 큰 폭으로 절하된 반면 원화는 가장 큰 폭으로 절상
  - 달러화 대비 엔화는 2012년 1월부터 2013년 11월까지 23.0% 평가절하되며 주요국 중 가장 큰 폭으로 가치가 하락
  - 반면 달러화 대비 원화는 같은기간 약 7.7% 평가절상되어 주요국 중 가장 큰 폭으로 가치가 상승

< 원/달러 엔/달러 환율 추이 >

자료 : 한국은행.

< 주요국 통화의 변동률 >



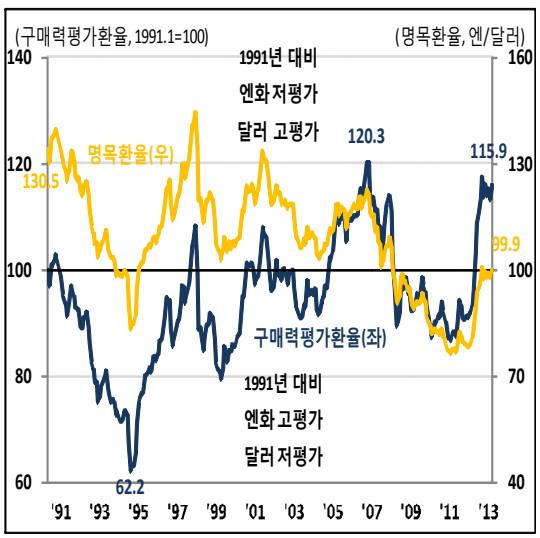
자료 : 한국은행, Bloomberg.
주 : 2012년 1월부터~2013년 11월까지 변동률.

○ **구매력평가 환율을 이용하여 1991년부터 현재까지 달러화 대비 엔화 환율을 분석한 결과, 올해 들어 엔/달러의 실질환율이 2007년 수준에 근접**

- 달러화 대비 엔화의 실질환율은 명목환율이 120엔대를 넘어섰던 2007년 수준에 이미 근접
  - 1991년을 기준(=100)으로 일본 엔화의 가치를 미국 달러에 대한 실질환율로 계산할 때, 2007년은 기준년인 1991년에 비해 최대 20% 이상 저평가
  - 글로벌 금융위기 이후 엔화가 안전자산으로 인식되며 지속적으로 고평가 되었으나, 최근 엔화 약세로 실질환율이 크게 저평가되어 11월에 기준 시점보다 약 15.9% 저평가

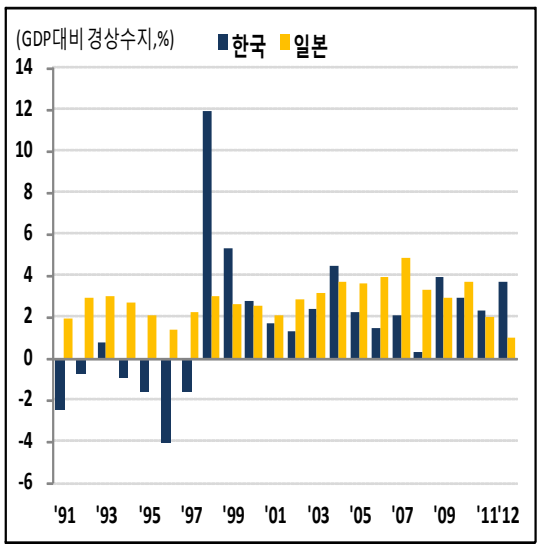
- 2004년에서 2007년까지 달러화 대비 엔화가 지속적으로 절하되며 일본은 사상 최고의 경상수지 흑자를 기록한 반면 우리나라는 경상수지 흑자폭이 감소
  - 엔화 환율이 120엔대를 기록하였던 2007년 일본의 경상수지는 24.8조엔 흑자로 사상 최고치를 기록
  - 같은 기간 일본의 GDP 대비 경상수지 흑자 역시 4.9%로 다른 기간에 비해 과도한 흑자폭을 보임
  - 반면 한국의 경우 2004년부터 일본 엔화가 추세적인 강세를 보이며 GDP 대비 경상수지가 2004년 4.5%, 2005년 1.5%, 2006년 1.5%, 2007년 2.1%로 점차 감소

< 엔/달러의 명목환율 및 구매력평가 환율 >



자료 : 한국은행, 각국 통계청 자료를 이용하여 현대경제연구원이 재작성.
주 : 1991년 1월을 기준으로 구매력평가 환율이 100보다 높으면 달러 대비 엔화 저평가, 100보다 낮으면 고평가.

< 한국 및 일본의 경상수지 >



자료 : 한국은행.

2. 엔화 가치 하락의 배경 및 전망

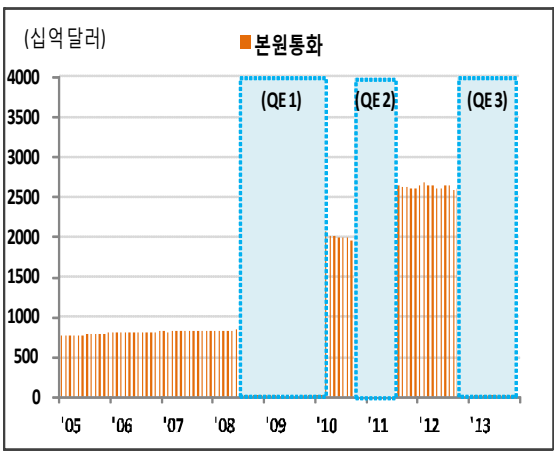
1) 배경

○ **(미국 양적완화 축소) 미국 연준의 양적완화 축소 결정으로 그 동안 공급되던 미 달러 규모가 축소되면서 미 달러화는 강세를 보임**

- 경제 침체 극복을 위한 연준의 양적완화 시행으로 미 달러 공급 증가
  - 주택 시장 붕괴로 촉발된 경제 침체 극복을 위해 미 연준은 2008년 11월부터 3차례의 양적완화 정책을 통해 2013년 12월 현재 3조 달러 규모 이상의 채권 매입
  - 미국의 본원 통화 규모는 양적완화 이전인 2008년 10월 1.1조 달러에서 2013년 10월 현재 3.7조 달러로 증가

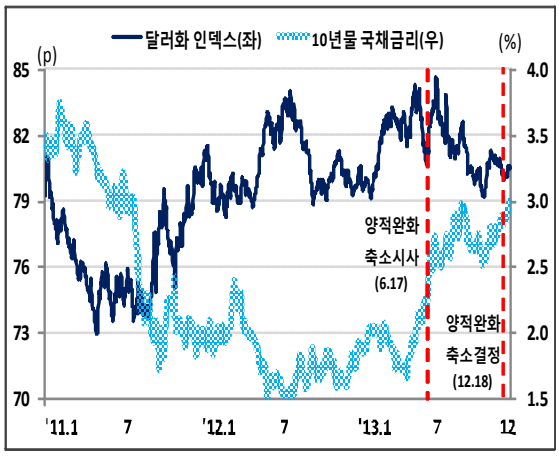
- 최근 연준의 양적완화 축소 시행 결정으로 미 달러 공급 규모가 축소되면서 달러화 가치와 금리 상승
  - 미국 중앙은행인 연방준비제도는 2013년 12월 18일 현행 월 850억 달러인 양적완화 규모를 2014년 1월부터 750억 달러로 100억 달러 축소하기로 결정
  - 달러화 인덱스는 양적완화 축소를 결정(12월 18일) 직전인 12월 16일 80.07p에서 12월 26일 현재 80.48p로 상승
  - 미국 10년물 국채금리는 2013년 3월 2%대였으나, 6월 미 연준의장의 양적완화 축소 시사 발언이후 상승하기 시작하여 12월 27일 현재 3.0%를 기록하여 2년여 만에 처음으로 3%대에 진입

< 미국 양적완화 시행과 통화 공급 추이 >



자료 : FRB.

< 미국 달러 가치 및 10년물 국채금리 추이 >



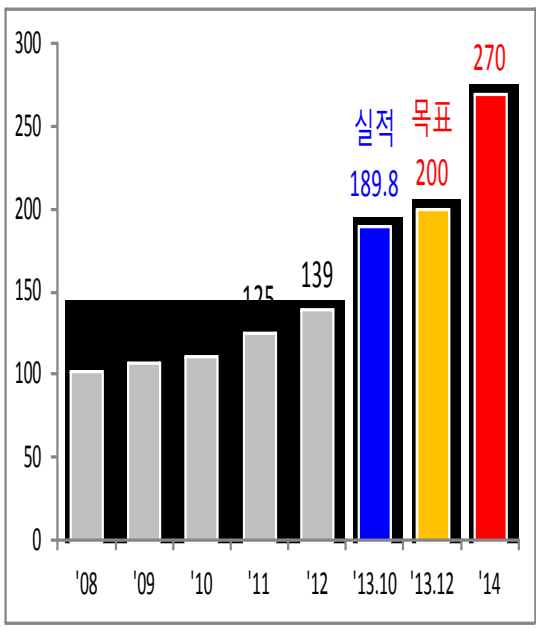
자료 : 국제금융센터, FRB.

○ (아베노믹스 추진) 아베노믹스 추진에 따라 본원통화량이 급증하였지만, 소비자물가는 여전히 일본은행의 용인 수준인 2%에 못 미치는 수준으로 금융완화 정책이 지속

- 일본은행은 양적·질적 금융완화 조치로 본원통화량이 급증
  · 통화정책지표를 콜금리 기준에서 본원통화 기준으로 변경, 본원통화량을 현재 138조 엔에서 2013년말 200조 엔, 2014년 270조 엔으로 확대할 계획
  · 일본의 본원통화량은 2013년 10월에 189.8조 엔으로 2013년 목표치 200조 엔의 약 95% 수준에 도달

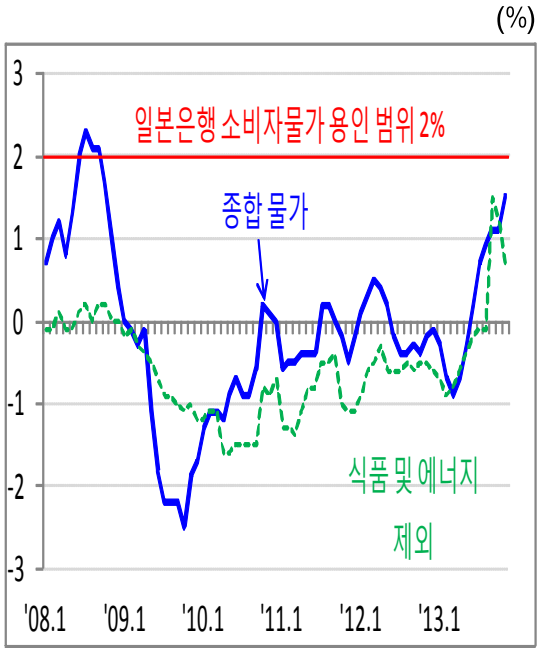
- 일본은행은 2014년까지 2% 수준까지 소비자물가 상승을 용인하겠다는 방침
  · 일본의 종합 소비자 물가 상승률은 2013년 6월부터 플러스로 전환, 11월에는 1.5%까지 상승하였으나, 여전히 일본은행의 용인 범위 내에 있음

< 본원통화량 목표치 대비 실적치 >



자료 : 일본은행.

< 일본의 소비자물가 추이 >

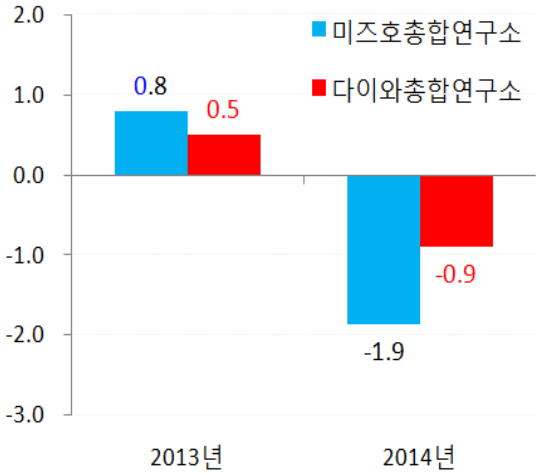


자료 : 일본 총무성.

- 일본경제의 회복세는 지속될 전망이나 소비세 인상으로 경기회복세가 약화될 우려가 커, 경기부양정책이 지속될 전망
  - 일본은 2014년 4월 소비세를 5%에서 8%로 인상할 예정으로, 이로 인한 경기 회복세 약화 우려
  - 일본의 민간연구기관에 따르면 소비세 인상은 2014년 일본 경제성장률을 0.9~1.9%p 떨어뜨릴 수 있음
  - IMF에 따르면, 2014년 일본의 경제성장률은 2013년 2.0%에서 0.8%p 낮은 1.2%로 전망

< 소비세 인상이 GDP에 미치는 영향 >

(기여도, %p)



자료 : 미즈호총합연구소, 다이와총합연구소.

< 일본경제 주요 부문별 전망 >

구분	'12년	'13년	'14년
GDP성장률(%)	1.9	2.0	1.2
소비자물가(%)	0.0	0.1	2.9
GDP 디플레이터(%)	-0.9	-1.7	1.5
경상수지(억달러)	604	624	857
무역수지(억달러)	-732	-566	-289

자료 : IMF.

○ **(엔 캐리트레이드) 엔 캐리트레이드 수익률이 상승하고, 엔화 선물 포지션이 순매도세로 전환**

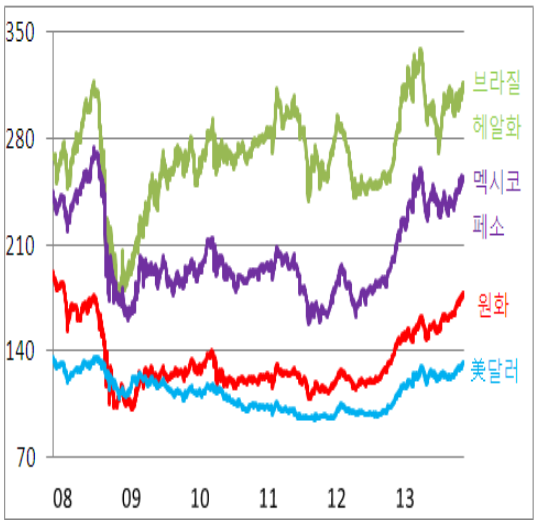
- **엔 캐리트레이드 수익률 개선** : 엔화 현물의 환차익과 금리 수익률을 합을 나타내는 엔 캐리트레이드 수익 지표[1]는 최근 상승세로 전환
  - 엔화를 조달하여 브라질 헤알화, 美달러화, 멕시코 페소, 원화 등에 투자한 수익률은 최근 상승세

1) 캐리트레이드의 주요 선호 투자 대상은 호주 뉴질랜드 등 전통적인 고금리 국가의 자산과 브라질을 비롯한 이머징마켓의 고수익 자산임.

- **엔화 선물 포지션 순매도세 전환** : 파생 캐리트레이드를 나타내는 통화선물시장의 포지션에서 엔화 매입이 2012년 10월 말 이후 급증하면서 순매도 포지션이 확대
  · 아베내각이 출범한 2012년 4/4분기 이후 시카고선물시장 엔선물거래 순매도가 본격화되면서, 2013년 1월부터 12월까지 누적 약 419.2만 계약의 순매도가 이루어짐

< 엔화 캐리트레이드 수익성 지표 >

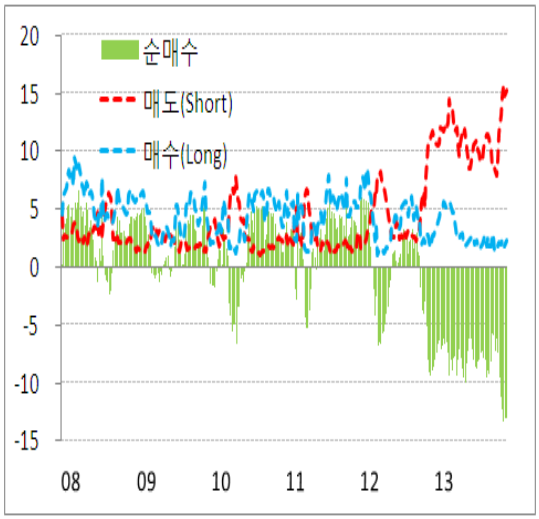
(1999.1.1.=100)



자료 : Bloomberg.
주 : 캐리수익률은 스팟 수익 + 금리 스프레드를 의미.

< 엔화 선물시장 순매수 포지션 >

(만 계약)



자료 : Bloomberg.
주 1) 미국 시카고상품거래소의 비상업용(Non-Commercial) 투자자 기준임.
2) 순매수는 매수(long)-매도(short)임.

○ **(국제적인 엔저 용인) 최근 국제사회에서는 엔저 현상을 사실상 묵인하는 시각이 우세**

- 올해 개최된 G20 재무장관·중앙은행 총재 회의에서 선진국을 중심으로 엔화 약세를 일본의 교역조건 개선이 아닌 고질적인 디플레이션 타개를 위한 고육책으로 해석
  · 2013년 2월 러시아에서 열린 G20 재무장관·중앙은행 총재 회의에서 당시 '환율전쟁(currency war)'가 가장 중대한 주제였음에도 불구하고, 일본 통화확대 정책에 대해 용인
  · 2013년 4월 미국 워싱턴DC에서 열린 G20 재무장관·중앙은행 총재 회의에서 공동선언을 통해 "일본의 통화정책은 디플레이션을 타개하고 내수 확대를 위한 목적"이라고 명시

2) 전망

○ **일본의 소비세 인상, 미국 양적완화 축소 가속화될 경우 원/엔 재정환율은 당분간 하락세가 이어질 전망**

- 일본의 소비세 인상에 따른 추가적 양적 완화 및 미국의 양적완화 축소 가속화로 인한 달러화 강세 등으로 엔화 약세는 당분간 지속될 것으로 전망
  · 일본은 소비세 인상에 따른 경기 위축을 막고 기업과 가계의 부담을 덜어주기 위해 추가적인 통화완화 정책을 고려
  · 미 연준은 단계적인 양적완화 축소에 나섰으며 향후 경기상황에 따라 축소 범위와 시기를 결정

- 엔화 약세 및 원화 강세 추세가 당분간 이어질 것으로 보여 원/엔 재정환율은 900원까지 하락할 우려
  · 주요 투자은행의 엔화 환율 전망에 따르면 엔/달러 환율은 3개월후 104.92엔, 6개월후 105.58엔, 12개월후 109.86엔으로 엔화 약세가 지속될 것으로 전망
  · 반면 원/달러 환율 전망은 3개월 후 1,064원, 6개월 후 1,062원, 12개월 후 1,056원으로 원화 강세를 예상
  · 엔/달러 환율이 110엔까지 절하된다고 추정하고, 원/달러 환율이 1,050원대를 가정할 경우 원/엔의 재정환율은 955원, 원/달러 환율이 1,000원대를 가정할 경우 900원대까지 하락
  · 한편, 엔/달러 환율이 115엔까지 절하된다고 추정하고, 원/달러 환율이 1,050원대를 가정할 경우 원/엔의 재정환율은 910원대로 하락

< 투자은행 엔/달러 환율 전망 >

	3개월후	6개월후	12개월후
평균치	104.92	105.58	109.86
최고치	110.00	112.00	120.00
최저치	98.00	100.00	101.00

자료 : 국제금융센터.
주 : 14개 투자은행 전망치임.

< 투자은행 원/달러 환율 전망 >

	3개월후	6개월후	12개월후
평균치	1,064	1,062	1,056
최고치	1,100	1,100	1,120
최저치	1,025	1,025	1,000

자료 : Bloomberg.
주 : 37개 투자은행 전망치임.

3. 엔화 약세가 국내 경제에 미치는 영향

○ **(실물시장 충격) 달러화 대비 엔화 가치 하락은 국내 주요 산업들의 수출 둔화 요인으로 작용**

- 엔저는 국내 수출경쟁력 저하시켜 총수출의 감소요인으로 작용
  - 엔저 현상 지속으로 2014년 연평균 엔/달러 환율이 105엔으로 절하될 경우 국내 총수출은 전년대비 -2.2%로 감소할 전망
  - 엔저 현상 심화로 달러화 대비 엔화가 지속적으로 절하되어 연평균 110엔 및 115엔에 달할 경우 국내 총수출은 전년대비 각각 -3.2%, -4.0%로 감소할 전망

- 주요 산업별로 살펴보면 철강, 기계, 자동차, 석유화학, IT 순으로 피해가 클 것으로 예상[2)]
  - 엔/달러 환율이 2014년에 연평균 105엔일 경우 철강 -3.5%, 기계 -3.2%, 자동차 -3.2%, 석유화학 -3.1%, IT -2.2%로 수출 감소 예상
  - 엔/달러 환율이 더 큰 폭으로 절하되어 연평균 110엔을 기록할 경우 철강 -5.0%, 기계 -4.6%, 자동차 -4.5%, 석유화학 -4.4%, IT -3.2%로 수출이 감소할 것으로 보임

< 엔화 변동 시나리오에 따른 전년대비 2014년 국내 수출 감소율 >

(단위 : 달러)

환율	총수출	철강	석유화학	기계	IT	자동차	가전
98→105엔/달러 (1,123→1,000원/엔)	-2.2%	-3.5%	-3.1%	-3.2%	-2.2%	-3.2%	-1.6%
98→110엔/달러 (1,123→954원/엔)	-3.2%	-5.0%	-4.4%	-4.6%	-3.2%	-4.5%	-2.4%
98→115엔/달러 (1,123→913원/엔)	-4.0%	-6.5%	-5.6%	-5.9%	-4.1%	-5.8%	-3.1%

자료 : 한국무역협회, 한국은행, OECD 자료를 이용하여 현대경제연구원 자체 추정.

주 1) 원/달러 환율은 1,050원으로 가정.

2) 엔/달러 환율 괄호는 2013년 평균 97.6엔 대비 2014년 평균 105엔, 110엔, 115엔시 절하율.

3) 수주와 기성(수출)간의 시차가 큰 선박제품은 분석 대상에서 제외함.

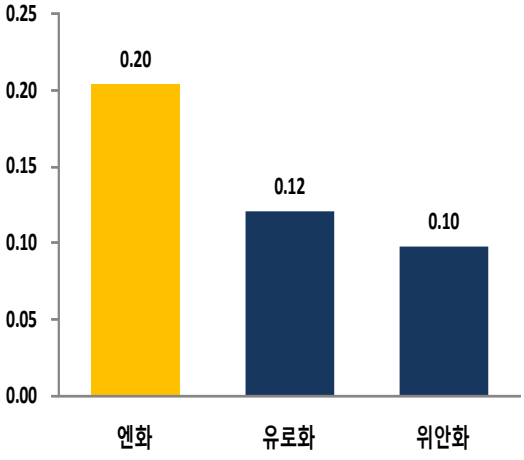
2) 주요 산업 수출은 MTI 코드 기준 석유화학 21, 철강 61, 자동차 741, 기계 71+72+73, 가전 82, IT 812+813+831+8361임.

○ **(금융시장 충격) 엔화 환율의 급격한 약세는 외환시장의 변동성 확대와 국내 주식 시장의 위축 가능성을 높임**

- 엔화 환율의 급격한 약세는 원화 환율 변동성을 높임
  - 우리경제는 수출의존도가 높은데다 세계 시장에서 일본제품과 경합도가 매우 높아 원화환율이 엔화환율과 밀접히 연관
  - 과거 원화와 엔화의 변동성 간의 상관관계는 0.20으로 유로화의 0.12, 위안화의 0.10 보다 높음
  - 기존 연구[3]에 따르면 엔/달러 환율이 1% 변할 때 평균적으로 동일 날짜의 원/달러 환율이 0.62% 변하는 것으로 나타남

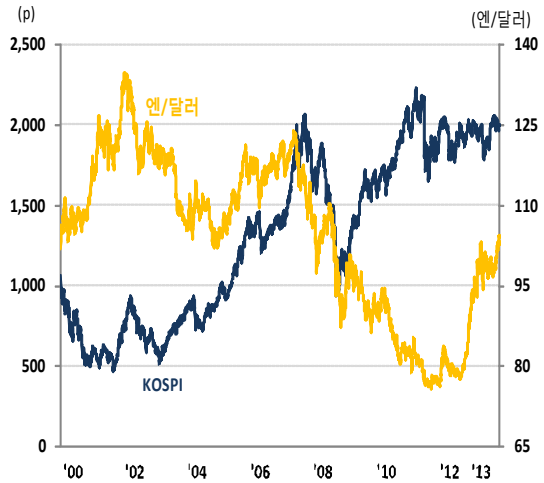
- 엔화 환율의 약세는 국내 기업들의 가치를 낮추어 국내 주식시장을 위축
  - 주가는 우리나라 기업들의 미래 현금흐름을 현재화한 것으로 대부분의 우리나라 기업들이 수출에 직간접적으로 관련 되어 있음
  - 엔화 환율의 약세는 우리나라의 수출경쟁력을 약화시켜 국내 기업들의 가치를 떨어뜨리고 이것은 주가하락으로 나타남
  - 2000년 이후부터 현재까지 KOSPI 주가와 엔/달러 환율 간의 상관관계는 -0.70으로 엔화 환율의 가치가 약세일 때 KOSPI 주가는 하락

< 원화와 주요 통화의 변동성 간 상관관계 >



자료 : 현대경제연구원 자체추정.
주 : 1. 2000년부터 현재까지이며 일간 변동성을 이용.
2. 변동성=금일종가-전일종가/전일종가.

< KOSPI와 엔달러 환율 >



자료 : 한국은행.

3) "주문흐름을 이용한 원/달러 환율의 표본 외 예측 분석, 한국경제학회".

4. 시사점

○ **엔저 지속에 대응하여 완화적 기조의 통화정책 유지, 외환시장 안정화 대책 마련, 국제 공조 강화 등 다각적인 대응이 필요**

- **엔저 지속시 국내 금융시장과 실물 시장의 충격이 우려되므로 완화적 통화정책 기조를 유지해야 함**
  - 내수 회복이 더딘 상황에서 엔저 지속에 따른 금융·실물 부문의 충격이 우려되는 만큼 적정금리 수준 및 양적완화 정책에 대한 신중한 재검토가 필요
  - 향후 엔화 대비 원화 강세 흐름이 지속될 경우 추가적인 금리 인하와 함께 유동성 공급 확대 등도 검토할 필요가 있음

- **외환 시장 변동에 대한 미세 조정 및 시장 안정화 대책 등을 통해 원/엔 환율의 급락을 방지**
  - 외환시장에서의 적극적인 미세조정 및 금융시장 안정화 대책을 마련하여 원/엔 환율 급락을 방지하고, 외환시장 불확실성을 최소화
  - 일본 정부의 정책과 외환시장 모니터링을 강화하는 한편, 외환시장 불안정에 즉시 대응할 수 있는 상시 대응 체제 구축

- **과도한 엔저 지속에 대하여 관련 국가들과의 공조 강화 및 어젠다 형성**
  - 엔저 지속에 따른 피해 국가들과 함께 공조체제를 마련하고 G-20 등을 통한 공동 대응 전략 마련
  - 외교 역량을 총동원하여 엔화의 의도적인 환율 조정에 대한 적극적인 이의제기 및 어젠다 형성 등을 통해 우리에게 유리한 글로벌 여론 조성

- **전략적 M&A 활성화, 해외투자 활성화 등을 통해 달러화 수급 관리 강화**
  - 원화강세 여건을 활용하여 원천기술 획득, 자원 확보 등을 목표로 전략적 M&A를 확대하고 이를 위해 사모펀드 활성화, 세제 지원 등을 확대
  - 해외 부동산 투자 등을 통해 연기금과 국부펀드의 해외투자 활성화 정책 방안 마련하고, 에너지 등 개발도상국 인프라사업에 진출시 금융지원 강화

- **엔저 지속에 따른 중소·중견 기업들의 피해가 예상되므로 효과적으로 환위험을 회피할 수 있는 여건 마련**
  - 수출보험공사의 기능을 강화하는 한편, 금융시장에서 환위험에 취약한 기업에 대해 무역보험 및 유동성 지원 등 맞춤형 상품 제공 확대
  - 환율 변동에 대한 대응력이 부족한 수출 중소기업들을 대상으로 전문 인력을 통한 외환 리스크 관리 지원

- **수출품의 경쟁력을 강화하는 한편 FTA의 활용도를 제고하는 등 비가격 경쟁력을 제고**
  - 일본과 수출경합도가 높은 산업을 중심으로 R&D 지원을 확대하고, 일본과 차별화된 기술 경쟁력을 확보
  - 일본에 비해 강점을 지닌 FTA를 적극 활용하여 엔저에 따른 수출 피해를 최소화하고, 제품의 품질 및 브랜드가치 제고 노력 강화

임 희 정 경제동향분석실장 외 (limhj9@hri.co.kr, 02-2072-6218)

< 부록 > 과거 엔화 절하 시기

○ **엔/달러의 환율이 큰 폭으로 절하된 시기는 1980년대 후반, 1990년대 중반, 2000년대 중반, 최근의 네차례**

- **제1차** : 1988년 5월부터 1990년 5월까지 진행되었던 엔저로 환율은 달러당 124.8엔에서 153.5엔으로 18.7% 절하
  - 엔저를 불러온 배경으로는 미국 저축대부조합(Saving & Loans) 파산사태와 일본 주식 및 지가 급등 후 급락에 기인
  - 원화는 달러 당 736원에서 709원으로 3.8% 절상되었으며, 이에 따라 원화의 대 원화 환율은 100엔당 590원에서 462원으로 27.7% 절상되었음

- **제2차** : 1995년 6월부터 1996년 7월까지 약 1년 남짓 진행되며 엔화의 대미 달러 환율은 85.4엔에서 109.4엔으로 22.8% 절하
  - 당시 엔저의 원인으로는 1995년 4월의 역플라자 합의에 기인
  - 원화는 달러당 761원에서 813원으로 6.4% 절하되었고, 100엔 당으로는 901원에서 743원으로 21.3% 절상

- **제3차** : 2004년 12월부터 2007년 6월까지 약 2년반에 걸쳐서 비교적 장기간 동안 진행 되었으며, 엔화의 대미 달러 환율은 103.8엔에서 122.6엔으로 15.3% 절하
  - 일본 당국의 경기 활성화를 위한 대규모의 외환시장에 개입이 엔저의 주요 요인
  - 원화는 달러당 1,051원에서 928원으로 13.3% 절상되었고, 100엔당으로는 1,012원에서 757원으로 33.7% 절상

< 주요 엔저 시기 비교 >

구분		1차 (1988.5~1990.5)	2차 (1995.6~1996.7)	3차 (2004.12~2007.6)	4차 (2012.9~현재)
환율	엔/달러	18.7% 절하 (124.8→153.5)	22.8% 절하 (84.5→109.4)	15.3% 절하 (103.8→122.6)	21.8% 절하 (78.2→99.9)
	원/달러	3.8% 절상 (736→709)	6.4% 절하 (761→813)	13.3% 절상 (1,051→928)	5.7% 절상 (1,124→1,063)
	원/100엔	27.7% 절상 (590→462)	21.3% 절상 (901→743)	33.7% 절상 (1,012→757)	35.3% 절상 (1,439→1,064)
배경	경기 여건	미 S&L 파산 일 주식 및 지가 급등 후 급락	역플라자 합의 (1995.4)	일본, 대규모 외환시장 개입	선진국 양적완화 일본 아베노믹스

자료 : 한국은행, IMF 자료 이용하여 재구성.
주 : 월평균 자료.