

2 최근 엔화 금락세와 전망

- (엔/달러 환율 동향) 5차례에 걸친 일본 정부의 경기부양책에도 불구하고 엔/달러 환율은 금락세를 시현하여 4월초 한때 135엔선을 돌파하였음
- (엔화 약세 지속여부) 일본은행의 개입으로 엔화 하락세는 한풀 꺾였으나 향후 이같은 약세 기조가 반전될 지에 대해서는 美·일간에 견해 차이가 있음
- (엔/달러 환율 전망) 금융시스템의 붕괴가 우려되는 일본경제의 취약성으로 미루어 볼 때, 엔화의 약세 기조가 반전되기는 어려울 전망이다

○ (동향) 4월 1일에 있었던 일본정부의 외환자유화 조치와 이후 무디스사의 신용등급 하향조정으로 엔화가 급락하여 6년 반만에 최저치인 135.42엔에 이름

- 이미 98년초부터 엔화약세 기조는 예상된 바 있었으나 일본정부의 경기부양책이 기대에 못미쳐 투자자들의 실망감이 컸기 때문임
- 그동안 G7을 비롯한 선진국들은 일본의 내수침체와 금융불안이 가뜩이나 어려운 동남아시아 경제에 대해 악영향을 끼치고 있다고 주장하면서 일본 정부가 획기적인 경기부양책을 마련해야 한다고 강조해왔음
- 이를 위해서는 내수 진작을 위한 대규모 감세와 재정자금 방출이 필수적이지만, 98년 2월까지 네 차례에 걸친 경기부양책들은 이러한 내용을 담지 못했고 그 과정에서 일본의 내수침체와 신용경색은 극심한 상황에 이르렀음
- 하시모토 내각은 3월 26일, 제 5차 경기 부양책으로 16조엔의 재정자금 방출을 발표했으나 투자자들의 신뢰를 얻는데는 실패하였음
- 이러한 상황에서 무디스사가 일본의 신용등급을 '안정적(stable)'에서 '부정적(negative)'로 하향조정한 것이 엔화 급락세의 계기로 작용함
- 다만 일본은행의 시장개입이 본격화된 4월 9일 경부터 엔/달러 환율은 급격히 반락했음. 4월 15일 G7재무장관 회의에서 엔화 급락과 관련한 각국 중앙은행들의 공동 시장개입이 결정될 지도 모른다는 우려도 크게 작용했음
- 그러나 G7 회의에서는 공동개입에 대한 구체적인 결정이 없어 엔화는 다시 하락세로 접어들고 있음

○ 엔화약세에 대한 美日의 입장

- (미국의 입장) 일본정부의 경기부양책이 단기적이고 대중요법적 차원에 머물러 있어 최근의 엔화 약세 기조를 반전시키기는 어렵다는 것이 미국의 시각임
- 엔화약세의 근본적인 원인은 일본경제의 구조적인 문제에 기인한 장기적 침체 때문이며 이를 위해서는 정부의 보다 강력한 규제완화 시책과 부양책이 필요하다는 것임
- 4월9일 발표된 4조엔의 감세시책도 한시적 조치에 불과하고 또한 이것이 제대로

- 집행될지에 대해 미국정부는 강한 의구심을 갖고 있는 상황임
- 미국 경제학자들은 불확실한 경제환경 속에서 일본 소비자들이 감세효과를 오히려 저축으로 연결시킬 것이므로 이번 부양책이 일본의 내수 진작에는 큰 영향을 주지 못할 것으로 판단하고 있음
- 미국 금융계의 시각은 일본경제를 획기적으로 부양할 장기적인 감세안 등이 없고서는 엔화 약세 기조를 중앙은행 개입만으로 뒤집기는 어렵다는 것임
- **(일본의 입장)** 일본정부와 금융계는 일본은행의 적극적인 개입으로 인해 엔화약세 기조가 한풀 꺾였다고 주장함
 - 물론 일본경제의 근본여건이 취약한 것은 모두 인정하고 있어 장기적인 엔화약세 기조가 바뀌리라고 보지는 않음
 - 다만 일본 금융계에서는 일본은행의 외환시장 개입이 어디까지 이어질 수 있을지에 대해 촉각을 곤두세우고 있음

<그림1: 최근 1년간 엔/달러 환율 추이>



- **(전망) 일본의 시장근본요인의 약세로 인해 엔화는 금년중 140엔선을 넘어설 것으로 보이며 하반기 평균 136~138엔에 달할 전망이다**
 - 98년 일본의 실질성장률은 여전히 1%보다 낮은 수준을 유지할 것으로 보이고 금융 빅뱅 과정에서 어쩔 수 없이 금융기관의 도산이 늘어나 지속적인 엔화약세 요인으로 작용할 전망이다
 - 98년 일본경제는 내수위축의 지속에도 불구하고 전년의 -0.5%보다는 상승한 0.7%선의 성장률을 기록할 전망이다
 - 16조 엔의 경기부양책 등으로 인해 GDP 성장률은 당초 예상보다 1% 정도 상승하게 될 것이지만 실물부문의 약세는 여전히 유지되고 있음
 - 실제로 부실채권 누적으로 시달려온 금융기관의 연쇄도산으로 인해 은행들은 신

규대출을 지극히 꺼리고 있으며, 이에 따라 설비투자가 크게 감소하여 전년대비 2.3% 감소할 전망이다

- 올해 민간소비는 0.5% 정도의 성장에 그칠 것이며 총고정투자 역시 1.7%의 마이너스 성장을 겪게 될 것으로 전망됨

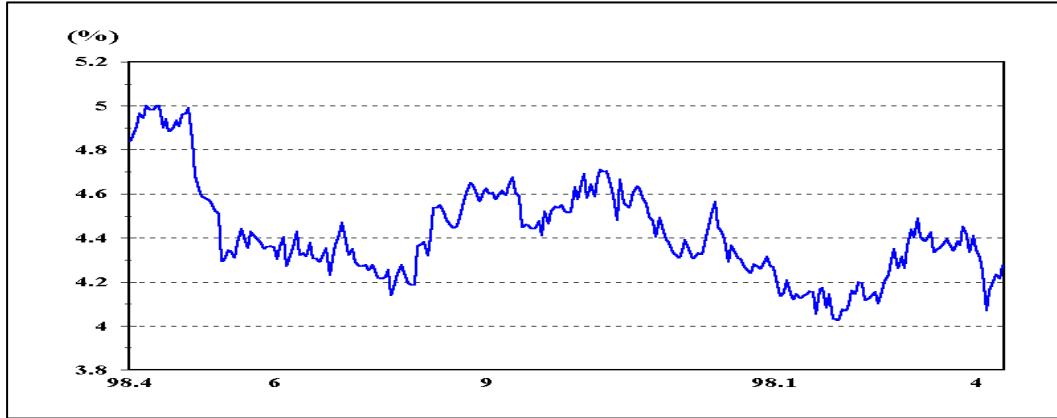
<최근 5년간 일본의 주요경제지표 추이>

	1993	1994	1995	1996	1997
실질GDP 성장률(%)	0.3	0.7	1.4	3.9	-0.5
실업률(%)	2.5	2.9	3.2	3.4	3.5
소비자 물가상승률(%)	1.3	0.7	-0.1	0.2	1.6
경상수지(십억 엔)	14,647	13,365	10,356	7,163	11,436

- 일본내 금융부문의 신용경색과 취약성으로 인해 자금의 유출이 활발해지는 것도 엔화약세를 유발하는 요인이 될 것임. 특히 외환자유화 이후 자본 유출을 막을 수단을 상실했기 때문에 엔화약세는 더욱 심화될 전망이다
- 일본의 금리수준이 너무 낮고 주식가격도 하향세에 있어 더높은 수익률을 찾아 자본의 순유출이 급증할 전망이다
- <그림 2>에서 보듯이, 미일간 내외금리차)는 4~5% 수준을 꾸준히 유지해왔으며, 최근 안전자산으로서의 美國債 수요가 급증하여 미국금리가 하락하기는 했어도 여전히 금리차는 4%이상 유지되고 있음
- 따라서 일본정부의 입장에서는 자본의 유출을 막기위해 금리를 인상해야 하지만, 금리를 인상할 경우 신용경색에 시달리는 국내기업들의 자금난을 더욱 악화시키고 투자축소효과가 크기 때문에 금리를 인상하기는 어려운 입장임
- 미국과 일본의 공동 시장개입도 오래 지속되기 어려움. 달러화강세 덕분에 달러화 표시 자산이 전세계 투자자들의 집중투자 대상이 된 상황에서 연방은행의 달러화 매각은 대규모 자금 유출을 불러올 수 있음
- 다우존스 주가지수가 사상 최초로 9,000선을 돌파하고 채권시장 역시 활황세를 지속하는 상황에서 美연방준비은행의 달러화 매각은 어려울 것임
- 물론 하반기에는 미국과 일본의 금리차 축소, 엄청난 대미 무역흑자 등 엔화강세에 기여하는 요인들이 있긴 하지만, 위에 열거된 각종 제약요인들을 상쇄시킬 수는 없을 것으로 보임

1) 여기서 정의된 내외금리차는 미국 30년 만기 장기 채무성 증권(30-year T-Bond) 금리와 일본 10년 만기 장기국채(the Finance Ministry's No. 182, 10-year coupon bond) 금리간의 차를 의미함. 두 국채 금리는 국제 금융시장에서 기준금리, 대표금리로 활용되고 있음

<그림2: 美日간 내외금리차(장기 국채금리차)>



<HRI 98년 엔/달러 환율 전망>

	98년 1/4분기	98년 2/4분기	98년 3/4분기	98년 4/4분기	연평균
엔/달러 환율	128.21	133~135	136~138	136~138	133~135

<해외 주요 투자은행들의 향후 환율 전망>

	1998년 5월	1999년 2월
American Express	129.60	140.00
Bank of America	140.00	138.00
Banque Paribas	135.00	125.00
Barclays Bank	130.00	120.00
Chase Manhattan	130.00	140.00
Citibank	135.00	127.00
Commerzbank	129.00	120.00
Credit Suisse	130.00	125.00
Deutsche Bank	137.00	130.00
Deutsche Morgan Grenfell	137.00	130.00
Goldman Sachs	129.00	115.00
Morgan Stanley	125.00	130.00
Natwest Group	128.00	122.00
Sumitomo Finance Int'l	135.00	110.00
Swiss Bank Corporation	130.00	122.00

주: 전망시점은 98년 2월임

(양 두 용 yangdy@hri.co.kr 724-4057, 양 성 수 yangs@hri.co.kr, 724-4017)