

II. 금주의 포커스

『경제 조기 회복의 장애 요인』

최근 엔저의 배경과 그 영향: 최근 엔화가 엔고 상태에서 엔저 상태로 반전된 배경은 경기 회복을 위해 일본 정부가 재정정책의 한계를 인정하고 금리 추가 인하를 통한 경기 부양으로 정책을 선화하였기 때문임. 엔화 강세 요인과 약세 요인이 혼재된 상태에서 엔화 환율은 당분간 달러당 120엔 수준에서 등락할 것임. 달러화에 대한 원화 절하도 동시에 이루어진다면 수출 가격 경쟁력에는 문제가 없으나 현재로서는 그러한 가능성보다 4월 외환 자유화로 인한 제한적인 절상 가능성도 배제할 수 없음. 수출 주력 업종에서 환율 변동에 의한 가격 조정에는 시차가 존재하기 때문에 엔저로 인한 단기적인 영향은 크지 않을 것이나 중장기 전망에 영향을 주어 국내 기업의 투자 마인드에는 악재로 작용할 것임

2. 최근 엔저의 배경과 그 영향

□ 엔저의 배경

2월 중순 이후 엔화가 약세를 보이고 있는데, 일본 정부의 정부채 매입 재개와 그에 따른 금리 하락이 주 요인임

- 최근 엔화 동향

- 지난 1월 일본 대장성이 경기부양을 위한 재정 지출 증대를 위해 정부채 매입 중단을 선언한 이후 장기금리 급등에 따라 엔화가 한 때 100엔대의 강세를 보임
- 그러나 2월 중순 들어 일본 정부가 정부채 매입 재개 의사를 밝히자 엔화가 약세로 반전되어 120엔대 내외에 머무르고 있음

<엔/달러 환율 동향>

	1997년말	1998년말	1999년		
			1월말	2월 24일	2월 25일
엔/달러	130.57	113.45	116.35	121.79	119.73

- 엔저의 배경

- 대장성은 장기금리 상승(국채가격 하락)을 억제하기 위해 99년 1월부터 중단해 온 자금운용부(대장성의 특별기금)에 의한 국채매입을 다시 실시함과 동시에, 10년만기 장기국채의 발행액을 축소할 것이라고 발표하였음
- 이에 따라 자금운용부는 2월과 3월분에 한해 모두 4000억 엔 규모의 국채매입을 재개키로 결정했고, 대장성은 3월에 발행할 예정인 10년 만기 국채발행액을 2월보다 4000억 엔 적은 1조 4000억 엔으로 결정하였음
- 그간 고금리와 엔고가 일본의 경기부양에 상충요인으로 작용한다는 비판을 인식하고 대대적인 금리 인하와 엔화 약세 유도를 표명한 것임
- 특히 일본이 디플레를 방지하기 위해 통화팽창 정책을 추진할 것으로 전망됨에 따라 외환시장에서는 엔화 매도 현상이 이어졌음
- 게다가 2월 20일에 열렸던 G7재무장관 회의에서 엔저에 대해 비판적인 시각보다는 암묵적인 엔화 약세 용인이 우세한 것으로 비추어진 것도 시장에 엔화 매각 신호로 받아들여졌음

□ 엔/달러 환율 전망

엔화 약세 요인 및 강세 요인이 혼조하고 있지만, 당분간 일본 정부의 팽창적 통화 정책과 미·일 정부의 완만한 엔저 용인 등으로 120엔대 중반을 유지할 전망이다

- 향후 엔/달러 환율에 영향을 미칠 주요 변수

- 일본의 확장적 통화정책으로의 이행, 금융회생 작업 진척도, 경기회복 양상, 미국의 금리정책 등이 주요 변수임

① 엔화 약세 요인

- 일본이 통화 팽창 및 금리 인하를 통해 경기 부양을 시도할 경우 엔화 약세가 예상되지만, 금리 인하의 경기 부양 효과가 한계를 가질 수밖에 없는 상황에서 경기 부양책이 재정지출 증대에서 팽창 통화정책으로 완전하게 전환되었다고 말하기는 이룸
- 그럼에도 불구하고 일본 정부는 디플레 압력의 완화 및 수출 회복, 달러화 자산이 많은 일본 기업 및 금융기관의 98 회계연도 결산(3월말)시 부담 완화 등을 위해 금리 인하 및 엔화 약세 유도가 불가피하다고 보고 있음
- 98년 경기 부양책들의 효과가 아직까지 미진하고, 99년에도 일본 경제가 마이너스 성장을 보일 것으로 예상되는 점도 엔화 약세 요인으로 작용할 것으로 보임

② 엔화 강세 요인

- 반면, 미국의 무역적자가 98년 12월에 감소하기는 했으나 여전히 그 규모가 사상 최고 수준에 머물고 있는 점은 엔화 강세 요인으로 작용할 수 있음
- 99년 美경제의 내수 둔화 및 순익 감소세 전망도 강세 요인으로 작용할 것임
- 일본의 금융 구조조정은 단기적으로는 구조조정 비용 부담 등 경제 희생에 걸림돌이 될 수 있으나, 중장기적으로는 엔화 강세 요인이 될 것임

<엔화 약세 및 강세 요인>

엔화 약세 요인	엔화 강세 요인
<ul style="list-style-type: none"> - 금리인하, 통화 팽창 등 확장적 통화정책 - 재정지출을 통한 경기부양 미진, 마이너스 성장세 지속 	<ul style="list-style-type: none"> - 미국 무역수지 적자 누적 - 99년 하반기중 미국 내수증가세 둔화 등 경기 둔화 양상 가시화 - 금융회생 작업 진척

- 향후 전망

- 전반적으로 엔화 환율은 120엔대 중반에서 움직일 것으로 전망됨
- 일본은행의 팽창 통화정책이 당분간 계속될 것으로 보이고 미국이 일본과 유럽의 경기부양을 위해 고달러 기조를 유지할 뜻을 비치고 있어 엔화 약세는 美日의 정책적 합의에 뒷받침되고 있음
- 하지만 엔화 하락세는 완만한 방향으로 일어날 것이며, 98년 중반과 같은 급격한 엔화 하락 양상이 일어날 경우, 일본은행의 간헐적 개입이 이어질 것임
- 엔화의 급락은 미국의 무역 적자를 증대시킬 뿐만 아니라, 아시아 금융시장으로의 전염(contagion)도 우려되므로 美日양국이 원하지 않는 사안임
- 금융 구조조정 작업이 원만하게 이루어지고 3/4분기 말부터 일본 경제 지표가 회복세를 보인다면 엔화는 다시 강세로 돌아설 것임
- 따라서 엔화는 당분간 120엔대 중반으로 절하되었다가 3/4분기 이후부터 강세로 돌아설 가능성이 높은 것으로 판단됨

<엔/달러 환율 전망(기말 기준)>

뉴욕시장	98년	99년			
		1/4분기	2/4분기	3/4분기	4/4분기
현물 환율	113.45	125	128	123	120

□ 엔화 약세의 영향 및 정책 방향

엔화 약세가 지속되더라도 원화 절하도 동시에 이루어진다면 수출에 큰 영향은 없을 전망이다. 그러나 4월 외환 자유화 등의 영향으로 인한 외환 초과 공급으로 원화가 급격하게 절상될 때에는 엔저 속의 안고 현상이 빚어질 수 있음. 이같은 악조건을 탈피하기 위해서는 중앙은행의 외환 매입 및 공적 부채의 조기 상환 등을 고려하여 환율 안정을 도모해야 함

- 수출에 미치는 영향

- 엔화 하락과 동시에 달러화에 대한 원화 가치도 하락하여 원/엔 환율이 100엔당 1,000원 수준만 유지한다면 우리 업계의 수출에 미치는 영향은 크지 않을 것이며 최근에는 원화의 동시 절하가 이루어지고 있음
- 특히 일본과 경합하는 대표적인 업종 중 반도체의 경우 99년 수요가 살아나면서

수급상황이 전반적으로 좋아지고 있어 엔화의 소폭 하락에는 그다지 영향받지 않을 만큼의 적응력을 갖추고 있음

- 조선과 철강의 경우에도 가격조정이 미치는 시차가 크므로 엔저로 인해 입는 타격은 주로 엔저가 6개월 이상 지속될 때 나타나게 됨
- 엔화가 약세를 나타내더라도 그 속도가 완만할 것으로 전망되므로, 원/엔 환율이 크게 하락하지 않는 한, 단기적으로 수출에 미치는 영향은 그다지 크지 않을 것임
- 그러나 기업의 투자 마인드 회생에는 악재로 작용할 것이며, 연중 외환시장에서 달러화 초과 공급이 예상되어 장기적인 원화 절상 추세 가능성이 높음

- 주가 및 금리 등 국내 금융 지표

- 주가의 경우 엔화 약세의 영향으로 단기적으로 500선이 붕괴되었으나 3월 들어 다시 반등하고 있음
- 엔화 약세에 따른 전염 효과로 원화약세를 우려한 외국인들이 최근 매매 비중을 크게 줄였으며 주가의 추가 반등은 엔화의 방향성을 등락 방향에 대한 확신이 있어야 가능할 것임
- 아울러 엔저가 지속되어도 120엔대를 유지할 것으로 예상되고 있어서 3월말 이후의 상승국면 진입에는 큰 걸림돌이 되지 않을 전망이다
- 금리는 엔저보다 정부의 금리인하 의지와 최대 채권 수요 세력인 투신권의 자금 운용 방향에 크게 의존할 전망이기 때문에 엔저의 영향은 크지 않을 것임

- 정부 정책 방향

- 엔화 약세가 지속되더라도 원화가 시장에서 적절히 조절되어 원/엔 환율만 100엔당 1000원대를 유지한다면 시장 개입을 할 필요가 없을 것임
- 그러나 4월 외환 자유화의 실시 이후 예상대로 외환의 유입이 늘어나 원화 환율이 균형 이상으로 절상된다면 신중한 정책적 대응이 필요함
- 즉 한은이 유입된 외환을 매입하여 외환보유고를 확충하거나, 공적 기관으로부터 차입된 외자를 조기 상환하는 등의 방법을 통해 환율 안정을 도모해야 함

(김 재 칠 jckim@hri.co.kr ☎724-4022, 양 성 수 yangs@hri.co.kr ☎724-4017)