

주요 내용

■ 엔저 기조의 전망과 평가 ■

□ 엔화 약세 지속

- **(110엔 선 육박)** 최근 엔화가 달러당 109엔대로 하락하면서 99년 하반기 이후의 엔화 강세 기조 변화 여부에 대한 관심이 높아지고 있음

□ 향후 엔화 약세 요인

- **(미일의 경기 상황)** 미국 경기는 강세를 지속하는 반면, 일본은 상대적으로 회복 부진 상태에 있음
- **(미일간 금리차 확대)** 일본의 제로 금리정책과 함께 미국의 통화긴축이 이어지면서 양국간 금리차가 확대될 전망이다
- **(일본 은행권 해외진출 확대에 의한 자본유출)** 일본 금융기관의 해외대출 증가는 엔화 약세를 유도할 것임
- **(일본의 무역흑자 폭 감소)** 해외생산거점으로부터의 역수입이 늘어나면서 향후 일본의 무역흑자가 감소할 것으로 예상됨
- **(일본의 재정적자 누적)** 연초부터 지적된 일본 재정적자 누적 문제도 엔화 하락의 한 요인이 될 것으로 보임

□ 향후 엔화 강세 요인

- **(미국 증시 조정 국면 진입)** 99년 엄청난 상승세를 기록했던 미국 증시가 조정 국면에 진입하고 있고, 일본 증시는 상대적으로 활황세를 유지하고 있음
- **(Yen Carry Trade)** 금리가 낮은 엔화로 차입하여 달러화 자산을 매입하는 Yen carry trade가 성행하면서 향후 상환을 위한 엔화 수요가 증대할 가능성이 있음

□ 향후 전망

- 엔화는 美일간 금리차 확대에 따라 1/4분기중 118엔 선까지 하락했다가, Yen Carry Trade 이후 엔화 상환에 따라 2/4분기에 110엔 선으로, 미국 금리인상이 예상되는 3/4분기에 114엔 선을 거쳐 일본의 민간 소비회생에 따른 시장심리 변화가 나타날 4/4분기에는 다시금 110엔선으로 하락할 전망이다

엔저 기초의 전망과 평가

엔화 약세 지속

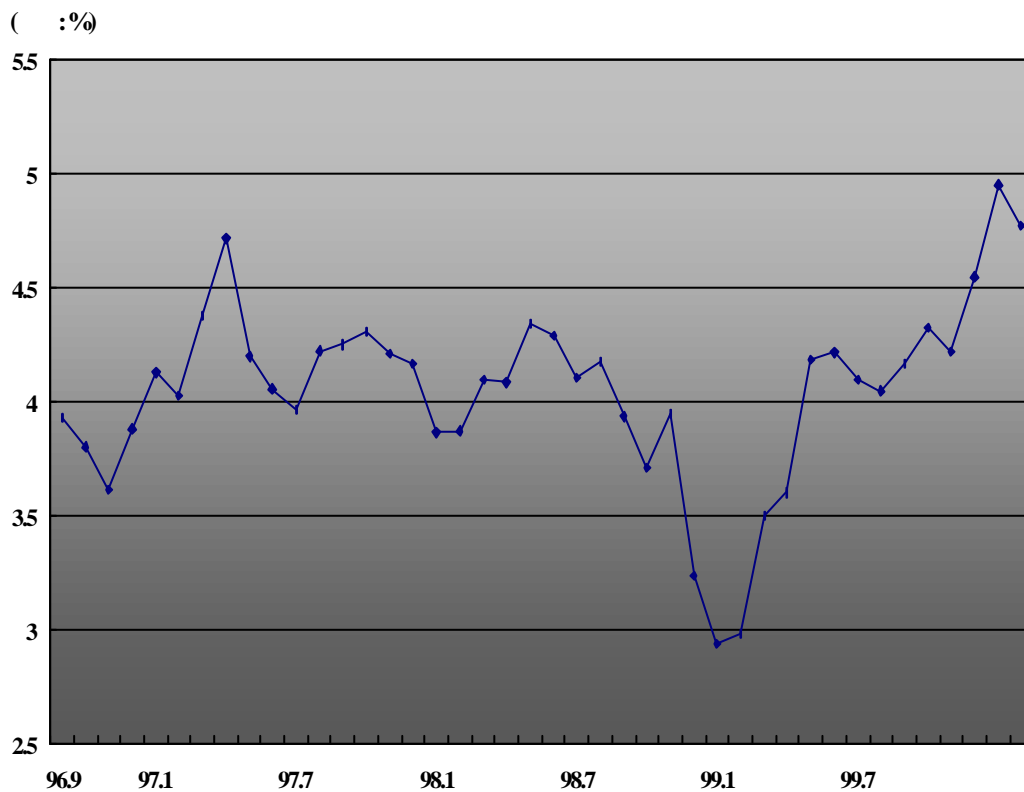
- (110엔대 육박) 최근 엔화가 달러당 109엔대로 하락하면서 99년 하반기 이래 이어져 온 엔화 강세 기초 변화 여부에 대한 관심이 집중되고 있음
 - 2월 11일 엔화는 뉴욕시장에서 달러당 109.46엔까지 하락하면서 110엔대 선을 눈앞에 두고 있음
 - 이같은 약세는 무엇보다도 미일간 경제 격차의 확대에 기인하지만, 아래에서는 향후 엔화 약세, 강세를 유도할 요인을 구분한 뒤 종합적인 엔화 전망을 내릴 것임

향후 엔화 약세 요인

- (미일의 경기 상황) 미일 경기 상황이 99년의 전망과는 달리 미국 경기 강세 지속, 일본의 상대적 회복 부진 등으로 나타남에 따라 엔화 약세가 지속될 가능성이 높아지고 있음
 - 미국이 4/4분기까지 5.8%의 고성장세를 지속하는 가운데 인플레이 압력 고조가 우려되었으나 99년 4/4분기 노동생산성이 5.0%나 상승한 것으로 나타나자 인플레이 압력의 우려도 줄어들었음
 - 1월 소매매출 증가율은 0.3%로 나타나는 등 미국 내수의 강세는 1/4분기에도 지속될 것으로 보임. 1/4분기 민간소비지출 증가율은 4.0%선에 이르면서 4/4분기 5.8%의 강세를 이어나갈 전망이다
 - 반면, 99년 3/4분기 -1.0%를 기록한 일본의 GDP증가율이 4/4분기에도 마이너스를 기록했을 것으로 전망되면서 미일간 경제기초 여건의 격차가 두드러지게 나타나고 있는 것임
- (미일간 금리차 확대) 일본의 세로 금리정책과 함께 미국의 통화긴축이 이어지면서 양국간 금리차가 확대될 전망이다

- 최근 미국의 내수 증가세는 그간 연준이 주시하는 인플레이 압력없는 증가세보다 훨씬 높은 것이어서 향후 추가 금리인상 가능성은 여전히 높다고 할 수 있음
- 지난 2월 미국의 금리인상으로 美日 간 장기 금리차는 500 bp에 육박하고 있으며 연내 미국에서 2번의 추가 금리 인상이 있을 경우 550 bp에 이를 것으로 보임
- 반면, 일본은행은 98년 이후의 체로 금리 정책을 유지하고 있으며, 침체 국면을 헤어나지 못하고 있는 경기 상황을 고려해서라도 이러한 기초를 유지할 수밖에 없음. 따라서 99년 400 bp에 불과했던 양국간 금리차는 확대일로에 있으며 이러한 양상은 더욱 심화될 것임
- 이에 따라 국제 금융 자본이 미국으로 이동할 유인은 더욱 커지면서 엔화 약세 요인으로 작용할 것임

< 美日 간 장기 금리차 추이 >



주: T-Bond 10년물과 일본 국채 10년물간 금리차임

- **(일본 은행권 해외대출 확대에 의한 자본유출) 일본 금융기관의 해외대출 증가가 엔화 약세를 불러 일으킬 수 있음**
 - 일본 금융기관의 부실자산 증가와 신용등급 하락으로 인해 해외에서 대출한 자금을 회수한 것도 그간 엔화강세의 요인으로 작용했음. 98년 이래 2년 동안 일본의 해외자산 규모는 약 80조엔 감소한 바 있음
 - 그러나 아시아 경기회복이 진전되면서 일본 기업들의 아시아지역에 대한 직접투자가 다시 늘어남에 따라 일본 금융기관의 해외대출이 증가할 가능성이 높아지고 있음

- **(일본의 무역흑자 폭 감소) 해외생산거점으로부터의 역수입이 늘어나면서 향후 일본의 무역흑자가 감소할 것으로 예상됨**
 - 또한 현재 일본 기업들은 생산능력의 약 40%를 해외 생산기지에 의존하고 있음. 85년경 해외생산 비중은 10%에 불과했으나 15년 사이 4 배로 증가한 것임
 - 이러한 해외 직접투자 추세는 계속 이어지고 있어, 이에 따라 일본의 무역흑자는 99년 하반기 엔고 이래 나타난 수출 부진 효과와 맞물려 서서히 감소할 전망이다

- **(일본의 재정적자 누적) 연초부터 지적된 일본 재정적자 누적 문제도 엔화 하락의 한 요인이 될 것으로 보임**
 - 98년 이래 진행된 대대적인 재정팽창으로 인해 일본 정부의 재정수지는 극도로 악화된 상태임. 지난 98년 하시모토 前 총리가 재정구조개혁법 통과를 추진한 것도 이미 90년대 중반 이래 누적된 재정적자 때문이었음
 - 또한 이른바 “非케인즈 효과(non-keynesian effect)”¹⁾에 따라 미래 소득 감소를 우려한 소비자들이 소비 지출을 늘리지 않고 있음
 - 그간 최악의 불황 상태에서 소비자들은 SOC 투자 확산에 따른 총공급 부문의 효율성 증대 효과보다는 향후 세율인상에 따른 미래 소득의 감소를 우려하였음
 - 하시모토 정권은 부양책 집행 초기 임시적 감세 정책을 실시했으나 이는 非케인즈 효과를 증폭시켰고 이에 따른 항구 감세안 도입도 정부의 신뢰도 실추로 즉각

1) “非케인즈 효과(non-keynesian effect)”란 팽창 재정정책이 전개될 때, 미래의 세율인상과 국제 상황을 통해 언젠가는 적자가 보전될 것이라는 소비자들의 기대에 따라 재정지출이 현재의 민간소비를 자극하지 못하는 효과를 의미함

-
- 적인 소비 진작에 큰 효과를 거두지 못한 바 있음
 - 이같은 재정정책의 유효성 저하와 재정적자 누적에 따른 향후 성장잠재력 약화 가능성이 엔화 약세를 유도하는 한 원인임

향후 엔화 강세 요인

- **(미국 증시 조정 국면 진입) 99년 엄청난 상승장세를 기록했던 미국 증시가 조정국면에 진입하고 있으나 일본 증시는 상대적으로 활황세를 유지하고 있음**
 - 1월 중 11,700p선을 돌파했던 다우존스 주가지수는 2월 들어 10,400p선까지 하락한 상태임. 나스닥 역시 이와 비슷한 양상을 나타내고 있음
 - 기술적 분석상으로도 주가 상승을 견인해 온 주요 첨단기술주들이 하락압력을 받고 있으며 그간 상대적으로 소외되어 온 금융주들이 상승압력을 타고 있음
 - 주가가 다시 상승 탄력을 얻기 위해서는 향후에도 5% 이상의 조정이 필요한 것으로 예상되며 이 경우 다우지수는 10,000p선을 테스트하게 될 것임
 - 반면 일본 NIKKEI 주가지수는 여전히 19,000대의 강세를 유지하고 있음. 실제로 일본 대장성이 발표한 1월 중 외국인 투자 현황에 따르면, 일본으로의 외국 자금 유입액은 1조 6,193억 엔으로 나타났으며, 이는 엔화가 강세를 유지하던 시기와 거의 비슷한 규모임
- **(Yen carry trade) 미일간 금리차 확대에 기인한 달러화 자산 수요 증가는 Yen carry trade에 따른 향후 엔화의 강세 반전도 내포하고 있음**
 - 금리가 낮은 엔화를 차입하여 달러화 표시 자산을 매입하는 Yen carry trade가 다시 나타나고 있어 엔화 차입 기간이 만료되는 시점에서 다시금 엔화 수요, 달러화 공급 물량이 시장에 출회되는 현상이 나타날 전망이다
 - 과거 Yen carry trade에 따라 엔화 시세가 일정 간격을 두고 변동했던 점을 감안한다면, 2/4분기 초 다시 한번 엔화가 강세로 반전할 수 있음을 의미함
 - 실제로 Yen carry trade에 따라 98년 10월에는 단 1일 만에 달러당 10엔이 상승하는 기현상이 발생하기도 했음

향후 전망

- (강세 반전 가능성 상존) 결론적으로 엔화는 상반기중 완만한 약세를 나타낼 것이나 강세 반전 가능성이 여전히 있음
 - 엔화 약세요인으로 지적된 무역흑자 감소, 해외대출 증가, 재정적자 누적 등은 비교적 중장기적인 요인들이며 엔화가 강세를 나타내던 시점에서도 존재하고 있었던 요인들임
 - 반면, 엔 캐리 트레이드나 美日 증시 상황의 변화는 상대적으로 단기적인 요인임. 즉 최근의 엔화 약세가 근본적인 자금흐름 추이의 역전을 의미한다기보다는 기술적인, 그리고 심리적 요인이 크다는 것을 뜻함
 - 따라서 관건은 일본 민간소비지출의 회복 시점임. 민간소비지출이 회복되는 것으로 발표된다면, 이는 또다시 시장에 엔화강세 심리를 조장할 수 있으며 이 경우 엔화는 다시금 110엔선 위로 상승할 것임
 - 결국 엔화는 美日 간 금리차 확대에 따라 완만한 약세 기조를 타면서 1/4분기중 118엔 선까지 하락했다가 엔 캐리 트레이드에 따른 엔화 강세 국면이 도래하는 2/4분기에 다시 110엔 선으로, 미국 금리인상이 예상되는 3/4분기 113~4엔 선을 거쳐 민간 소비회생에 따른 시장심리 변화가 나타날 4/4분기에는 다시금 110엔선으로 하락할 전망이다

< 엔/달러 환율 전망 >

	1/4분기	2/4분기	3/4분기	4/4분기	연간
엔/달러 환율	118	110	114	108	112.5

주: 분기별 전망치는 기말 기준임

(양성수 주임연구원 yangs@hri.co.kr, ☎ 724-4017)