



알기쉬운 경제분석 김지현입니다.

(02)3770-3572

jihyun.kim@tongyang.co.kr

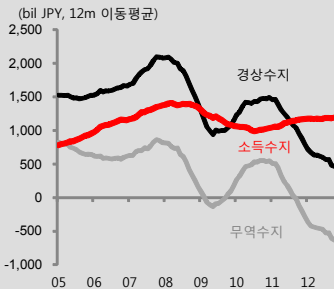


엔화 약세 지속되기 어려워

Economist
김지현

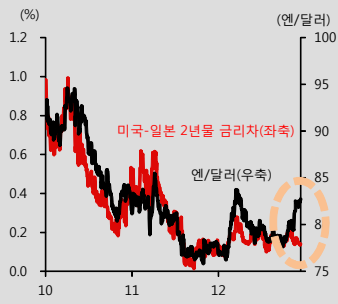
jihyun.kim@tongyang.co.kr

일본 무역적자 불구, 경상수지 흑자 지속



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

미일 금리차 안정된 가운데, 엔화만 약세



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터



Why This Report

그리스 우려 완화, 중국 경착륙 우려 완화, 재정절벽 우려 완화, QE4 기대감 등으로 국내증시의 상승세가 지속되고 있습니다. 특히 최근 증시의 상승 흐름에는 QE4에 대한 기대감이 상당 부분 반영되어 있다고 판단됩니다. 금일 보고서에서는 시장의 우려 중 한 가지인 엔화의 약세 현상에 대해 살펴 보았습니다.

Investment Point

16일 일본 중의원 선거 예정

- ▶ 여론조사에 의하면, 아베가 이끄는 자민당의 압승 예상됨
- ▶ 아베의 물가목표 2~3%, 무한대 양적완화 관련 발언으로 엔화 약세

1) 일본 무역적자 원인(에너지 수입 증가, 중국과의 영토분쟁) 일시적

- ▶ 원전가동 중단으로 에너지 수입 증가한 것이 무역적자의 주된 원인
- ▶ 무역적자 불구, 대규모 소득수지 흑자로 경상수지 흑자 기조 지속

2) 일본은 세계 최대 순채권국, 소득수지 대규모 흑자

- ▶ 일본 기업들의 해외 공장 이전, 가계 해외투자로 대규모 해외자산 보유

3) BOJ 2~3% 물가목표 실현 가능성 매우 낮아

- ▶ 물가 2%대로 상승 시, 국채금리 급등으로 일본은 재정위기 겪을 것
- ▶ BOJ가 Fed 처럼 공격적인 양적완화 정책 실시하기 어려운 점도 단기적으로 엔화 강세 요인

3) 결론: 단기적으로 엔화 약세 지속되기 어려워

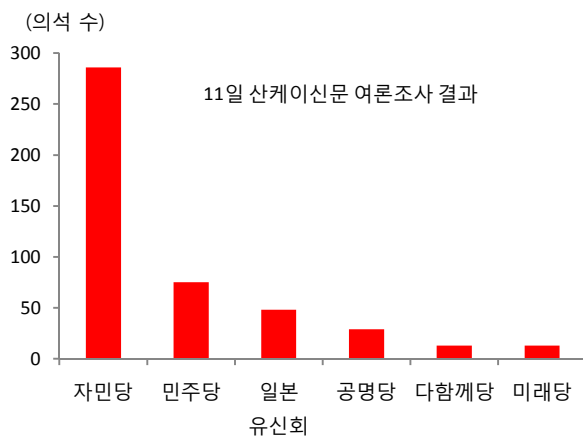
- 미일 금리차 안정된 가운데 아베 발언으로 엔화만 약세, 유지되기 어려워
- 내년 하반기 미국 경기회복이 본격화되면, 달러강세로 엔화 약세 보일 전망

금주 16일(일) 일본 중의원 선거가 예정되어 있는데, 최근 산케이와 마이니치의 여론조사에 의하면 자민당과 공명당의 보수 연합이 중의원 총 480석 중에서 300석 이상을 차지해 집권 민주당의 참패가 예상된다.

따라서, 디플레이션 탈출을 위한 경제대책을 최우선으로 추진하기로 약속한 자민당 대표 아베가 총리가 될 가능성이 매우 높다. 아베 총리는 디플레 탈출을 위해 BOJ 인플레 목표 2-3%와 무한대 양적완화 필요성 등을 주장했고, 그의 발언 이후 외환시장에서는 엔화 약세가 빠르게 진행 중이다.

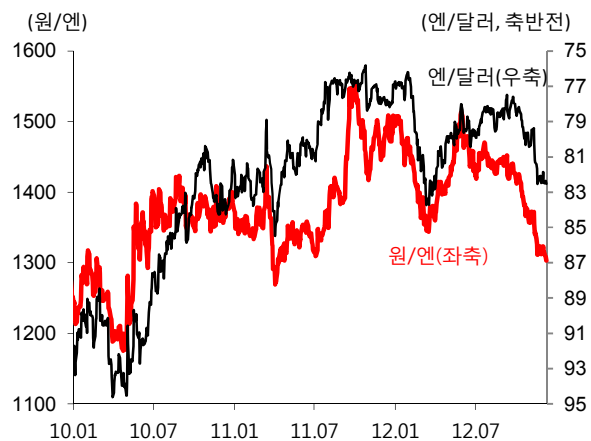
한국과 대부분의 산업에서 경쟁 관계에 있는 일본의 엔화가 약세를 보이면서 국내 수출산업에 대한 우려도 커지고 있는데, 금일 보고서에는 엔화 약세가 지속되기 어려울 것으로 판단하는 이유를 무역수지 및 소득수지와 통화정책을 통해 살펴보고자 한다.

자민당과 공명당의 보수 연합 압승 예상됨



자료:산케이, 동양증권 리서치센터

아베 자민당 총재의 발언으로 엔화 약세 지속



1) 무역수지: 일본 무역적자 원인(에너지 수입 증가, 중국과의 영토분쟁) 일시적

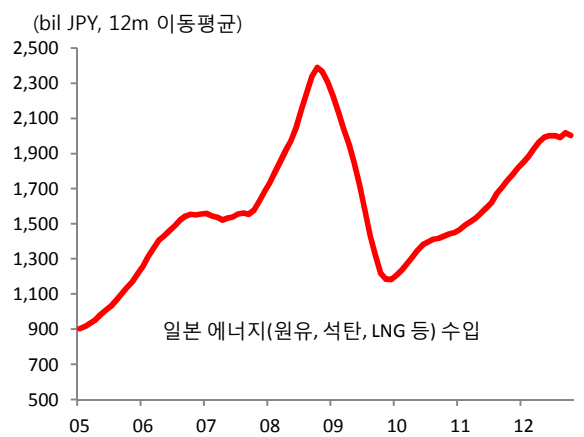
지난해 4월 이후 일본의 무역적자가 지속되고 있다. 그러나, 무역적자의 주된 원인은 엔화강세가 아니라, 원전 가동 중단에 따른 에너지 수입 증가 때문이다. 지난해 3월 일본 대지진 이후 원전사고로 인해 일본은 원전에 대한 의존도가 급감했고, 화력발전 의존도가 증가하면서 원유, 석탄, LNG 등 에너지 수입이 급증했다.

그리고, 수출 부진도 엔화 강세 영향보다는 중국과의 영토분쟁으로 인한 대중국 수출 감소, 유로존 경기침체 등이 원인이다. 펀더멘탈이 가장 좋은 미국 수출은 증가세가 유지되고 있다.

그런데, 유력한 차기 총리인 아베는 당선 시 안전이 확인된 원자력 발전소는 재가동할 예정이다. 원자력 발전소가 재가동되기 시작한다면 에너지 수입 감소와 함께 무역수지 적자도 축소될 것이다.

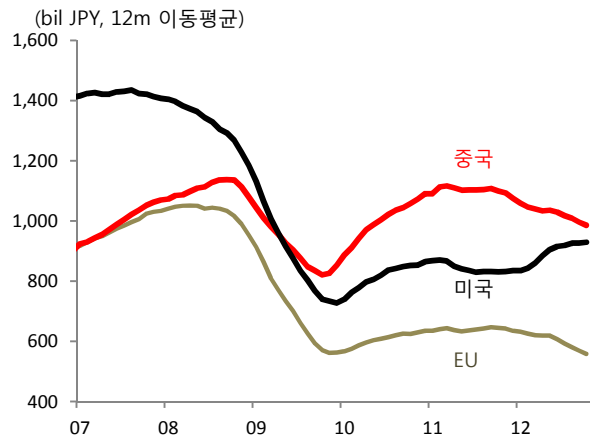
요약하면, 현재 일본의 무역수지 적자 확대는 대지진 이후 에너지 수입 증가, 중국과의 무역분쟁 등으로 인한 일시적인 현상으로 판단되고, 향후 원자력 발전소가 재가동되고 중국과의 외교관계가 정상화되면 무역적자가 축소될 것이고 이는 엔화 강세 요인이 될 것이다.

에너지 수입 증가가 무역적자 확대 주요 원인



자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

중국 경기둔화와 영토분쟁, 유로존 침체가 무역적자에 영향



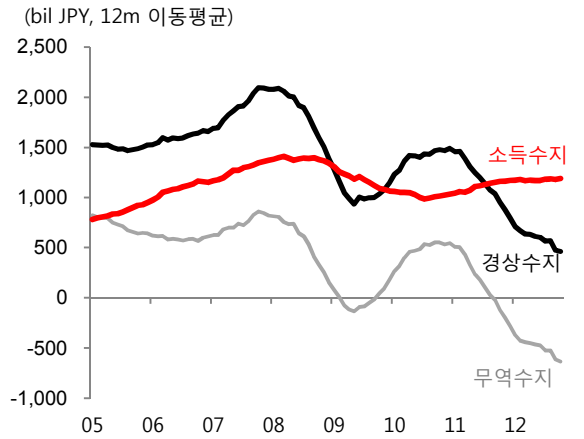
자료: Bloomberg, 동양증권 리서치센터

2) 소득수지: 일본은 세계 최대 순채권국

한편, 일본(민간+정부)이 보유한 순해외자산(net international investment position)은 약 3.3조 달러로 세계 최대 순채권국이다. 이로 인해 무역적자에도 불구하고, 소득수지(투자에서 발생한 이자, 배당 등 소득)가 대규모 흑자를 기록해 경상수지는 여전히 흑자 기조를 이어가고 있다.

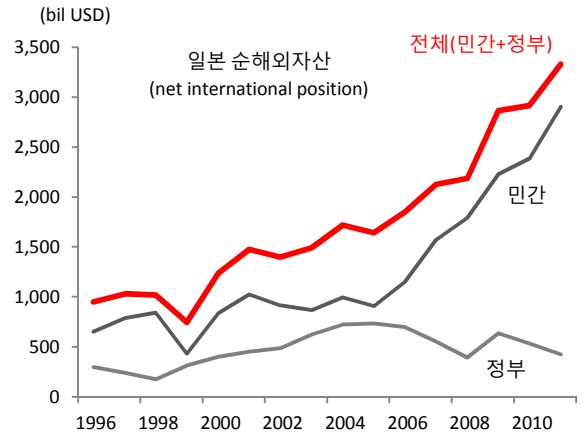
일본 기업들은 버블 붕괴 이후 비용절감을 위해 중국과 동남아 등으로 생산기지를 이전했다. 이로 인해 국내 생산이 감소해 무역흑자가 축소되는 가운데, 해외 자회사의 본국 송금은 증가해 소득수지는 증가하는 구조가 정착되어 있다.

일본은 소득수지 대규모 흑자로 무역적자 불구 경상수지 흑자



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

일본 순해외자산 약 3.3조 달러, 소득수지 대규모 흑자 유발



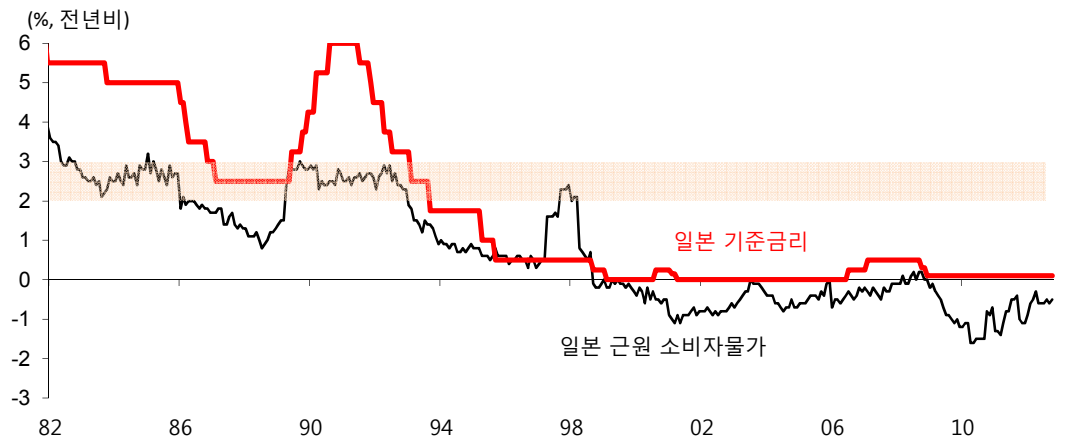
자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

3) 통화정책: BOJ 2~3% 물가목표 실현 가능성 낮아

최근 엔화가 약세를 보이고 있는 결정적인 이유는 집권 시 BOJ 인플레이 목표를 2~3%로 설정하고 무한대 양적완화를 실시하겠다는 자민당 대표 아베의 발언 때문이다. 그런데, 이는 실현 가능성이 매우 낮다.

실제로 물가가 2% 가까이 상승한다면, 일본은 심각한 재정위기에 직면할 수 있다. 일본의 정부부채는 2011년 기준으로 GDP 대비 230% 수준으로 주요국 중 가장 높은 수준이다. 일본은 이탈리아나 그리스보다 정부부채가 높지만, 아직 재정위기를 겪지 않고 있는 것은 장기 디플레이를 겪고 있어 장기 국채금리가 매우 낮은 수준에서 유지되고 있기 때문이다.

일본은 글로벌 경제 호황기이자 엔화 약세 시기였던 2005~2007년 시기에도 디플레이 벗어나지 못함



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

이로 인해 정부의 원리금 상환 부담은 GDP 대비 3~4%대 초반 수준에서 유지되고 있다.

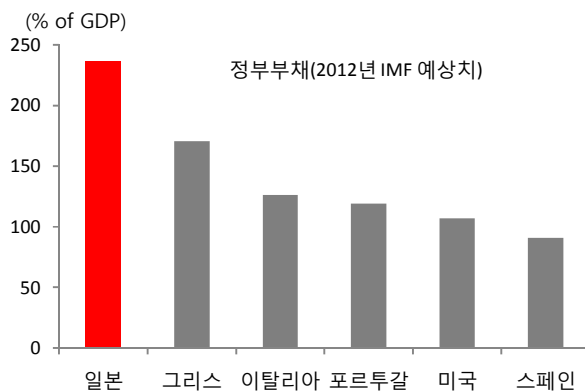
그런데, 만일 BOJ의 무한대 양적완화를 통해 인플레이 기대가 형성된다면, 투자자들의 일본국채 투매 현상이 나타나면서 국채금리가 급등해, 남유럽처럼 재정위기에 빠지게 될 것이다. 현재 0.7% 수준인 국채금리가 1.5%까지만 상승해도 이자부담이 2배 이상 증가하기 때문에 정부재정에 큰 타격이 가해질 것이다.

따라서, 아베의 발언은 엔화 약세를 유도하기 위한 언론 플레이일 뿐 실현 가능성이 매우 낮다고 판단된다. 다만, 2013년 4월 임기가 종료되는 매파 성향의 BOJ 총재 시라카와를 비둘기파 성향의 위원으로 교체해 현재보다 완화된 통화정책을 기대할 수는 있을 것이다.

이는 결국 과도한 정부부채 때문에 BOJ가 Fed처럼 공격적인 양적완화 정책을 취하기는 어렵다는 것을 의미하기 때문에 달러 대비 엔화 약세도 지속되기는 어렵다고 판단된다. 현재 82.6까지 상승한 엔/달러 환율의 추가적인 상승은 제한적일 것이며, 전고점인 84를 돌파하기는 당분간 어려울 것으로 예상된다.

그리고, 일본은 통화정책만으로는 디플레이 탈출이 쉽지 않다. 일본은 글로벌 경제가 호황기이자 엔화 약세 시기였던 2005~2007년 사이에도 디플레이에서 벗어나지 못했다. 디플레이에서 벗어나려면, 소비세 인상 등 세제개혁을 통해 정부부채를 안정시키려는 재정정책의 변화가 필요하다.

일본 GDP 대비 정부부채 규모, 남유럽보다 훨씬 커



자료: 산케이, 동양증권 리서치센터

정부부채 급증 불구, 국채금리 안정으로 상환 부담은 크지 않아



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

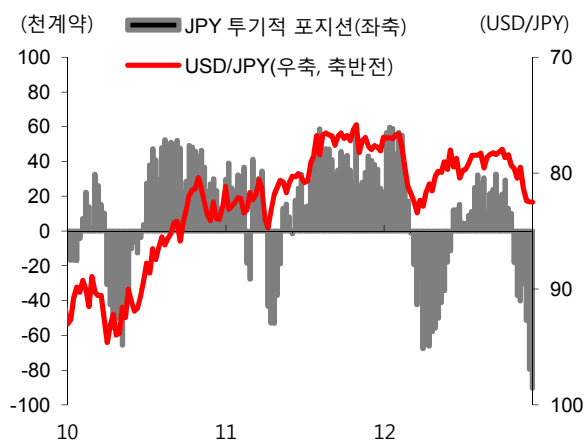
결론: 단기적으로 엔화 약세 지속되기 어려워

결론적으로 일본 엔화의 약세에 영향을 준 무역적자 확대는 원전 가동 중단에 따른 에너지 수입 증가와 중국과의 영토분쟁 등 일시적인 요인에 의한 것이고, 아베 총리의 물가목표 2~3%와 BOJ의 무한대 양적완화 관련 발언도 실현 가능성이 매우 낮다고 판단되기 때문에 현재 진행되고 있는 엔화 약세가 지속되기는 어려울 것으로 보인다. 따라서, 단기적으로 엔화 약세에 대해 크게 우려할 필요는 없다고 판단된다.

경제 펀더멘탈은 미국이 일본보다 월등히 낮지만, Fed가 BOJ에 비해 공격적인 통화완화 정책을 실시하고 있어 미국과 일본의 금리차가 안정되어 있기 때문에 단기적인 관점에서 엔화 약세가 지속되기 어렵다는 것이다.

미국이 재정개혁을 통해 내년 하반기 이후 본격적인 경기회복 국면에 진입해 미국과 일본의 국채금리 차가 확대된다면, 그 때는 엔화약세가 상당 기간 지속될 것이다.

아베 발언으로 엔화 약세 기대 형성, 엔화 숏포지션 증가



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터

미국과 일본의 금리차 안정된 가운데, 엔화 환율만 약세



자료: Datastream, 동양증권 리서치센터