

# 환율 악재로써의 영향력 약화 예상

Economist 김승현 769-3912 economist1@daishin.com

## 원/달러 보다 원/엔으로 관심 이전

느려진 원/달러 환율변화  
그러나 엔화 약세는 지속

1월 이후 원/달러 환율 움직임은 주춤했고, 엔/달러 환율 상승(엔화 약세)이 강해지다 보니 환율에 대한 관심은 자연스럽게 엔화대비 원화 환율로 이전되었다. 원강세 보다는 엔화 약세가 이끄는 원/엔 환율 하락(엔화대비 원화 강세)가 이슈로 부각된 것이다.

최근 1개월간 원화는 절하된 반면

원/달러 환율은 지난해 5월 25일 1,185.6원을 단기 고점으로 올해 1월 15일 1,054.5원까지 하락한바 있다. 다시 환율은 2월초에는 1098.3원까지 상승해 원화 강세는 진정되는 분위기였다.

일본 엔화는 약세를 지속  
위험자산 선호 확대와 강한  
정책의 연쇄효과

반면 엔/달러 환율은 77.12엔에서 시작해서 94.45엔까지 거의 큰 조정없이 상승세를 이어왔다. 엔화 약세가 지속된 것은 안전자산 선호에 따른 엔화의 프리미엄 하락과 일본 중앙은행의 양적완화 및 신정부의 강한 물가 및 경기부양 의지를 반영해 왔다.

새로운 BOJ 총재 인선이  
이슈로 부각

엔/달러 환율이 90엔대 이상으로 올라온 이후에는 엔 약세가 과도하다는 인식도 제기되었다. 그런데 미국의 일본 정책에 대한 우호적인 반응과 예정보다 빨라진 신임 BOJ 총재 인선 등이 다시 엔화 약세를 자극하는 변수로 부각되고 있다.

일본 정책에 대한 대외적  
반발도 점차 커질 예상

일본의 정책에 대한 G7의 반응은 다소 엇갈리고 있다. 선진국 대부분이 경상수지 악화와 자국 경기 부진 때문에 대규모 통화완화 정책을 진행하다보니 일본의 정책에 대한 견제를 강하게 할 수 없었다. 그러나 G7이 아니라 G20으로 논의 테이블이 이전되면 일본 정책에 대한 비판의 강도는 높아질 것이다. 엔 약세가 심했던 최근 3개월간 강세 통화는 대부분 G7중 유로를 제외한 G20국가들이 자리하고 있다.

	1개월	3개월	6개월	12개월			
브라질	3.4	멕시코	5.2	한국	3.7	달러인덱스	3.7
유로	1.2	러시아	4.9	유로	3.6	캐나다	1.1
인도	1.2	유로	4.3	중국	2.2	사우디아라비아	0.0
인도네시아	0.4	한국	2.9	인도	2.1	영국	-0.1
달러인덱스	0.4	터키	2.4	영국	1.0	한국	-0.5
러시아	0.3	호주	1.9	브라질	0.9	일본	-0.7
사우디아라비아	0.0	캐나다	1.8	러시아	0.4	중국	-1.1
중국	-0.2	남아공	1.4	사우디아라비아	0.0	터키	-1.7
터키	-0.5	영국	1.1	터키	-0.4	호주	-1.8
멕시코	-0.6	중국	0.1	멕시코	-1.1	멕시코	-1.9
아르헨티나	-1.1	사우디아라비아	0.0	인도네시아	-1.2	러시아	-5.6
남아공	-1.3	브라질	-0.1	호주	-1.2	아르헨티나	-5.7
캐나다	-1.6	인도	-0.1	캐나다	-1.4	남아공	-5.8
영국	-2.2	인도네시아	-0.4	일본	-1.6	인도네시아	-5.8
호주	-2.5	달러인덱스	-1.5	달러인덱스	-1.9	유로	-6.0
한국	-2.9	아르헨티나	-3.4	아르헨티나	-4.1	인도	-9.3
일본	-5.5	일본	-9.2	남아공	-7.6	브라질	-14.7

자료: 대신증권 리서치센터  
주 : 변화율은 절상률로 (+)값은 절상, (-)는 절하를 의미

## BOJ 총채 변경이 엔 약세를 자극할 수 있을까?

현재 BOJ의 정책, 엔화 약세를 더 이끌기에는 부족

지난 1월 BOJ가 내놓은 정책은 엔 약세를 이끌기에는 부족한 정책이다. 그 정책 강도가 점진적으로 약해지기 때문이다. 올해까지 잔여 자산매입 한도를 다 소진하기로 발표했기 때문에 총 35조엔의 국채매입에 나서게 된다. 그런데 이 규모는 2014년에는 10조엔으로 줄어들어 통화확장 속도는 위축되게 된다.

양적완화 확대보다는 정책 변화가능성을 시사한 BOJ

점진적으로 감소하는 국채매수규모를 감안하면 현재까지 발표된 정책만으로 엔화 약세를 지속시키기는 어렵다. 우선 지난해 하반기에 비해 통화확장 속도는 다소 느려진다. 또한 이 정책은 내년에는 단기채 중심으로 매입대상 국채를 변경해, 양적확대 보다 장단기 금리차 확대를 통한 인플레이션 기대 형성으로 정책이 전환됨을 의미한다.

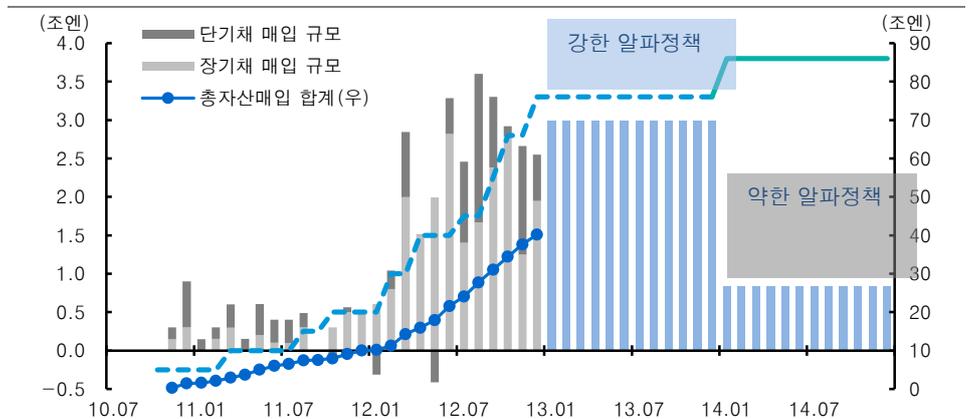
새총재에게 더 강도 높은 정책을 기대

따라서 엔화와 관련해서 기대하는 정책의 플러스 알파는 신임 총재가 양적완화 한도를 더 확대하는 것이다. 엔 약세를 이끌기 위해서는 이미 약화되는 2014년 한도를 좀 더 올리는 것 보다는 2013년 양적완화 규모를 늘리는 것이 그 효과가 더 클 것이다.

현재 후보들은 강도 높은 정책을 주장하고는 있지만 그 실행 가능성은 의문

거론되고 있는 신임 총재후보중에서는 이와타 가즈마사 전 일본은행 부총재가 가장 강한 정책을 주장하고 있다. 특히 그의 주장은 BOJ와 재무성이 공동으로 기금을 형성해서 외국채(미국채가 아파 유력, 유로존의 환율에 대한 저항 강화시 유로채로 확대)를 매수하는 것이다. 이는 실질적으로 통화발행을 통한 외환시장 개입(엔화 매도, 외화 매수 → 외국채 매입)정책이다. 이는 환율전쟁 선언이 될 가능성이 높은 정책이다.

그림 1. BOJ의 국채매입 규모 및 예상 매입규모 추이 ; 2012년 하반기가 정점?



자료: BOJ, 대신증권 리서치센터

신임 BOJ총재로 거론되는 유력인사와 그들의 주요 주장		
이름	경력	주요 주장
이와타 가즈마사 (岩田一政)	일본경제연구소 소장 2003~2008년 BOJ부총재	2007년 2월 기준금리 인상에 반대. 물가목표제 도입 주장 정부기금으로 BOJ와 재무성이 외국채 매입 주장. 95엔 적정환율 언급
무토 도시로 (武藤敏郎)	다이와 연구소 이사장 2003~2008년 BOJ부총재	2008년 BOJ총재 지명후 참의원서 민주당 반대로 무산 중앙은행 정치적 독립성보다는 과감한 정책의 중요성 강조
구로다 하루히코 (黒田東彦)	ADB 총재 재무성 관료출신	아베노믹스 적극 지지 표명. 2% 물가목표제 획기적이라 평가 2년 정도 기간으로 목표 기간을 정하는 것이 적절하다 언급
하마타 고이치	예일대 명예교수	경기부양 필요성을 역설. 아베노믹스의 이론적 배경 제공자로 알려짐 이와타 소장을 지지하고 있는 것으로 알려짐

자료: 대신증권 리서치센터

**강성 후보 의회 동의과정  
순탄치 않을 듯**

BOJ총재는 중의원 및 참의원 모두 동의를 받아야 하는데 참의원 다수당인 민주당이 현재 이와타, 무토 등 강성 주장을 펼치는 후보에 대한 반대 입장이어서 이들이 새 총재에 인선될지 여부는 불확실하다. 2월내(빠르면 15일이란 관측도 제기) 새 신임 총재 후보가 발표될텐데, 강성인 후보자가 아닌 다른 새로운 인물이 선임될 경우 엔화 약세에 대한 기대는 빠르게 후퇴할 수 있다.

**새 정책이 약하거나 없다면  
엔화는 고점 인식이 확산될  
수 있을 것**

다른 인물이 신임 BOJ총재로 인선될 경우 엔화 자체를 정책 목표로 두기 보다는 물가와 성장이라는 명목적인 목표에 더 집중할 가능성이 높다. 따라서 이 경우 엔/달러 환율은 95엔이 단기 고점이라는 인식이 확산될 수 있을 것으로 예상된다.

**엔약세 유도 정책이 화약고인 재정우려를 자극할수도**

**엔약세는 일본 재정우려를  
자극할 수 있는 위험 요소**

일본이 엔약세를 유도하기 어려울 것으로 예상하는 또다른 근거는, 낮은 수준으로 유지되었던 일본 재정악화 우려를 자극할 수 있기 때문이다. 유럽재정 상황 악화로 유럽 정부채의 대안으로 일본 국채가 부각되었고 외국인들의 일본 국채 매수를 늘려왔다.

**외국인 일본 국채매수로  
환차손에 직면**

그런데 유럽 재정상황은 최근 꾸준히 개선(스페인, 이탈리아 국채금리 하락)된 반면 일본 국채 매수에 따른 환차손은 늘어나고 있다. 추가적으로 엔화 약세가 더 진행될 것으로 예상될 경우 일본 국채에 대한 외국인 매도가 집중될 수 있다.

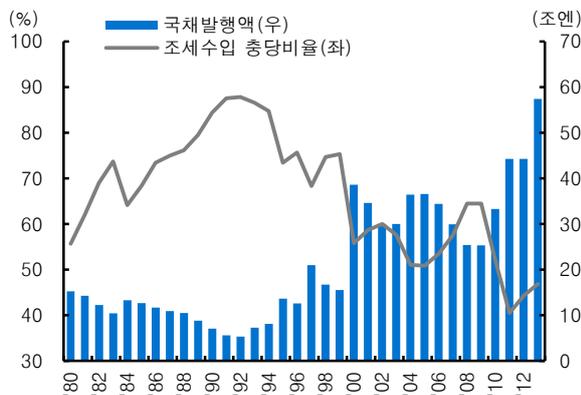
**국채발행 증가는 불가피해  
일본 국채 수급악화 예상**

반면 일본 정부의 국채발행 규모는 전년대비 확대는 불가피해 보인다. 13조엔이 넘는 추정편성으로 재정적자는 확대된 반면 소비세 인상은 2014년 4월부터 시행되어 세수 증대는 거의 없다. 비록 올해 35조엔의 BOJ국채 순매수가 예정되어 있지만 이를 감안해도 국채발행 순증은 20조엔을 넘어설 것으로 2012년의 15조엔을 상회한다.

**물가상승 심리 가세하면  
국내 채권수요도 위축, 국채  
수요 위축시 일본 재정우려  
확산되는 계기가 발생**

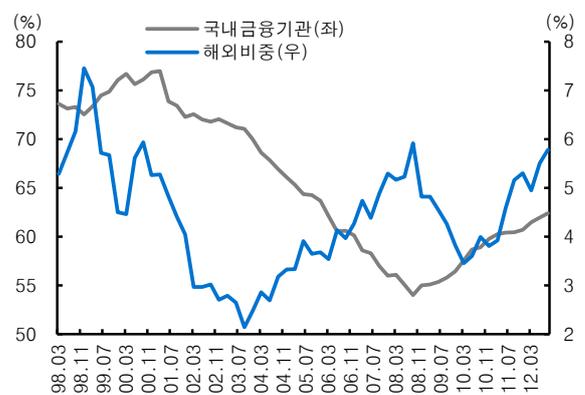
여기에 다행히도(아니면 불행하게도) 정부가 의도한 물가상승에 대한 기대가 자리잡을 경우 실질 수익률 하락으로 발행잔액의 90%가 넘는 채권을 보유하고 있는 국내투자자들의 채권 투자심리도 위축될 것이다. 이런 상황이 집중될 경우 일본 국채에 대한 신뢰는 급격히 하락할 수 있다. GDP대비 부채비율이 220%에 달해 남유럽 국가에 비해 더 높지만 안정적인 채권수요가 일본 재정우려가 확산되지 않도록 방어하는 역할을 해왔다. 그런 수요기반이 무너지면 일본도 유럽식의 부채위기로 진입할 가능성이 높아지게 된다. 이 경우 엔/달러 환율은 100엔을 큰 폭으로 상회할 것이다.

그림 2. 낮은 조세수입 총당비율. 추경은 국채발행 증가로 귀결



자료: CIBC 대신증권 상반기는 리서치센터추정  
주 : 2013년은 추경만큼 국채발행 증대를 가정한 경우

그림 3. 유럽위기 이후 외국인 일본국채 25조엔 이상 순매수



자료: CIBC, 대신증권 리서치센터  
주 : 발행 잔액대비 금융기관 및 외국인 비중. 같은 기간 개인 및 연기금은 비중 축소

## 엔약세가 일본 경제 회복에 긍정적 역할도 크지 않을 것

내수비중이 높은 일본경제  
지나친 엔약세는 불리

일본에 엔화 약세를 유도하는데 성공하여도 그것이 일본 경제 회복에 큰 기여를 하기는 어려울 것으로 보인다. 이미 경상 적자국으로 전환되었고, 수출보다는 내수의 비중이 더 높다. GDP대비 수출 비중은 14.5%로 한국의 54%, 대만의 72%에 비하면 절대적으로 작다.

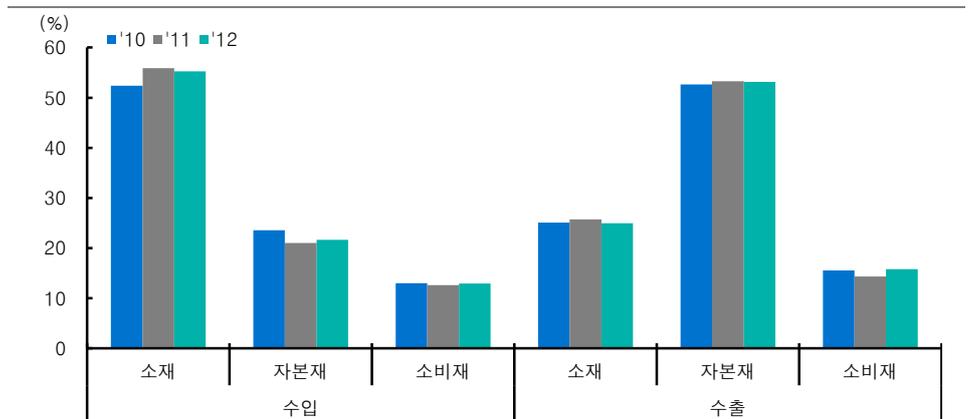
소재수입 비중 높고, 수입물  
가의 환율 탄력성 높아 엔  
약세시 비용증가 더 빨라

수출입 구조도 원재료 및 소재 수입 비중이 전체 수입에서 50%를 넘어 엔화 약세시 비용증대 효과가 크다. 한편 수출에 있어서 다른 아시아 국가와 경합도가 높은 소비재보다는 자본재 수출 비중이 50%를 넘어 엔약세로 인한 수출 증대 효과도 제한적이다. 일본의 수출입 물가와 환율간의 관계를 보아도 수입물가가 수출물가보다 더 민감하게 움직여 왔다.

더 이상 엔화 약세를 일본  
정부도 원하지 않을 듯.  
엔/달러 100엔 상회 가능성  
낮음

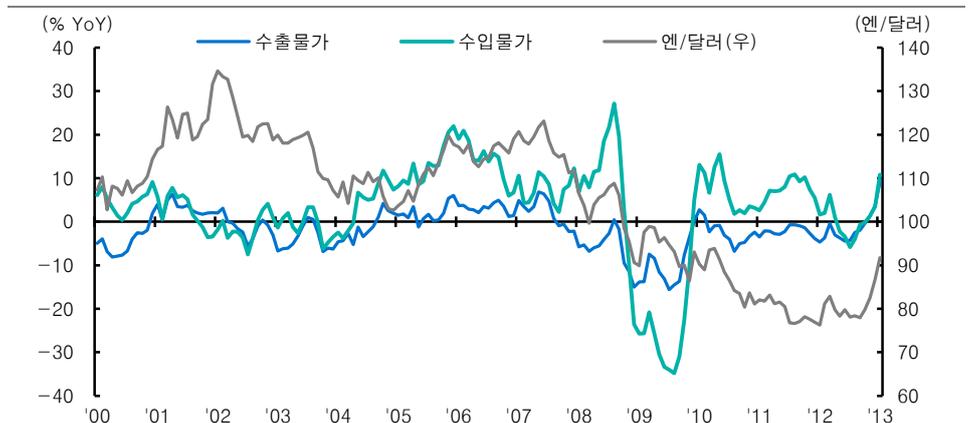
경기부양이라는 목적에서 본다면 지나친 엔화 약세 유도는 그다지 효과적인 정책이 아니다. 수입물가 상승에 따른 경쟁력 약화요인이 더 크게 작용할 수 있으며, 내수 소비 심리를 악화시킬 수도 있기 때문이다. 따라서 사실 일본정부의 경우도 원하는 환율은 현재 수준의 환율이 유지되는 것이지, 더 이상의 엔화 약세를 강하게 원하지는 않을 것으로 보인다.

그림 4. 일본의 수출입 구조. 환율 변동이 있었던 3년간 거의 변화가 없었음



자료: CEC 대신증권 리서치센터

그림 5. 엔/달러 환율에 따른 수출입 물가변동. 수입물가 변동이 수출물가보다 2배이상 민감



자료: CEC 대신증권 리서치센터

## 일본의 자극에 바빠질 한국은행

일본의 정책대비 한국은  
너무 고요했다

지난 수개월간 일본의 엔화약세 유도 정책은 한국은행의 정책방향에도 영향을 미칠수 밖에 없을 것이다. 낮아진 원/엔 환율과 매우 공격적인 일본의 통화정책에 대한 대응이 필요해졌기 때문이다.

기준금리 인하를 위한 명분,  
이미 충분히 쌓였음

설혹 원/달러 환율의 최근 반등으로 어느 정도 안도감을 얻었을지라도 90엔대 위로 올라선 엔/달러 환율이 이런 안도감을 약화시키기에 충분한 요인이다. 일본만큼은 아닐지라도 경기부양이 필요한 것은 한국의 경우도 마찬가지이며, 지표 물가는 한국은행이 좁혀놓은 밴드 하단 이하에 머물고 있다.

한국은행, 환율 우려표명시  
기준금리 인하가능성 높은  
것으로 해석 가능

한국은행이 환율에 대해 우려강도를 표명하는 것은 자주 발생하는 이벤트는 아니다. 때문에 환율에 대한 고려강도가 높아지는 것은 한국은행의 정책이 변화될 수 있는 가능성이 그만큼 크다는 것을 시사한다. 따라서 적어도 환율에 대한 우려를 표명하는 것 만으로도 시장에서 약화되었던 금리인하에 대한 기대를 높여놓기에는 충분할 것으로 보인다. 만약 한국은행이 다시 환율 변화를 외면한다면 다시 원화 강세가 시작되는 계기로 작용할 수도 있다.

원화강세 제어+저금리 환경  
주식시장에 긍정적

한국은행이 원화의 엔화대비 약세에 대한 우려를 표명한다면 이는 주식시장에는 긍정적인 변화이다. 우선 기준금리 인하에 따라 소비에 긍정적이며, 원강세 속도가 제어된다는 측면에서도 긍정적이다. 저금리 기조로 유동성 확장과 위험자산 선호도가 더 높아지는 것 역시 긍정적이다.

그림 6. 한국은행 2012년 10월 물가안정 목표 밴드 축소는 물가 우선 정책, 이제 환율을 돌아볼 시점



자료: CIBC 대신증권 리서치센터

### ▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.