

Economist 김문일

02) 3787-2055

moon1737@hmcib.com

엔화의 미래 (The Future of Yen)

- 통화정책 정상화 따른 달러화 약세는 상품가격 상승 재료가 작용하며 글로벌 물가 들어올릴 가능성 높음
- 점차 글로벌 통화정책 정상화로 일본은행의 10년 국채수익률 0% 정도 유지정책 전환할 수 밖에 없을 것
- 중기적으로 달러/엔 환율은 일본 10년 국채수익률 0% 정도 유지정책 전환 영향으로 105엔을 하회할 전망
- 향후 엔화 강세 영향으로 일본 아베노믹스 실패 경계감 커질 것

2012년 집권 이후 일본 아베 총리는 저물가 상황을 극복하기 위하여 대규모 자산매입 정책인 아베노믹스를 실행했다. 달러/엔 환율은 2012년 2월 1일 76엔에서 2015년 6월 5일에는 125.85엔까지 급등했다. 달러/엔 환율이 2012년 저점대비 65.5% 급등한 것이다.

달러/엔 환율이 65.5% 급등할 수 있었던 주요 원인은 일본의 대규모 자산매입 정책과 2013년 5월 버냉키 전 연준 의장이 자산매입을 축소를 의미하는 테이퍼링을 시사했기 때문이다. 테이퍼링 발언 이후 미국 연준과 일본은행의 통화정책 상반성이 부각되며 달러/엔 환율은 상승 압력을 받았다.

2015년 12월 미국 연준의 25bp 인상 단행 이후 연준 금리인상 속도에 대한 경계감이 커졌다. 하지만 2016년 12월 단 한차례만 연준은 금리인상을 단행했고 이를 반영하여 달러/엔 환율은 조정 받았다. 달러/엔 환율은 2015년 6월 5일 125.85엔을 기록한 후에 2016년 6월 24일에는 99엔을 나타냈다. 2016년 초 일본은행은 마이너스 금리 정책까지 시사했지만 연준 금리인상 지연 기대감에 압도되며 효과는 미약했다.

2016년 6월 24일 98.99엔을 기록했던 달러/엔 환율은 2016년 12월 15일 118.67엔으로 상승했다. 미국 트럼프 대통령 새 내각의 인프라 투자와 법인세 인하 기대감으로 연준 금리인상 속도가 빨라질 수도 있다는 경계감이 달러/엔 환율 상승 재료가 작용했다. 이후 트럼프 정부의 법인세 인화와 인프라 투자가 시장 참여자들의 예상보다 미흡했기 때문에 달러/엔 환율은 108엔과 114엔을 오가며 박스권 움직임을 보였다. 트럼프 정부 실망에도 달러/엔 환율이 크게 하락하지 않은 원인은 올해 미국 성장률 2%대를 달성할 수 있는 상태이기 때문이다.

향후 달러/엔 환율이 박스권에서 이탈할 수 있다고 본다. 달러/엔 환율이 115엔을 상향 돌파하기 위해서는 연준 금리인상 속도에 대한 경계감이 다시 부각되거나 일본은행이 현행의 대규모 자산매입 정책을 추가로 확대할 필요가 있다.

미국 수출과 제조업 그리고 고용과 소비도 개선세를 유지하고 있지만 미국 물가가 빠르게 오를 가능성이 낮다는 점을 감안하면 연준 금리인상 속도에 대한 경계감이 커지기는 쉽지 않다. 또한 트럼프 대통령이 일본을 환율 조작국이라고 여러 번 주장했다는 점을 고려하면 일본은행도 올해 추가로 파격적인 자산매입 정책을 실행하기는 쉽지 않다. 올해 하반기를 기준으로 달러/엔 환율이 115엔을 넘어 상승하기는 어렵다고 본다.

반면에 달러/엔 환율이 105엔을 하향 돌파할 가능성은 상당하다. 올해 9월 11일 일본 2년 국채수익률은 -0.153%이다. 올해 3월 7일 -0.294%로 저점을 기록한 후에 일본은행 통화정책 점차 정상화 기대감으로 14bp 정도 상승했다.

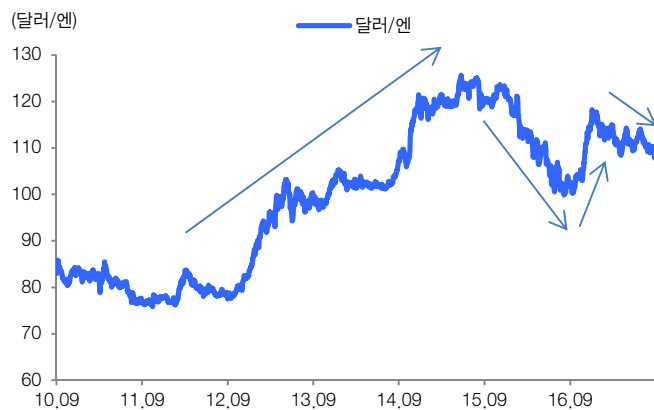
주목할 점은 일본은행은 10년 국채수익률을 인위적으로 0% 정도로 유지 시키는 정책을 쓰고 있다는 점이다. 일본 10년 국채수익률은 3월 15일 0.096%를 기록한 후에 9월 11일 0.006%로 단지 9bp 하락했다. 일본 장기금리는 일본은행 자산매입 축소 기대감에도 일본 단기금리와는 다르게 인위적인 모습을 보이고 있다.

향후 주요 중앙은행 통화정책은 금리 정상화 쪽으로 흘러갈 가능성이 높다. 통화정책 정상화에 따른 달러화 약세가 상품가격 상승 재료로 작용하며 글로벌 물가를 점차 끌어올릴 가능성이 높기 때문이다. 물론 아베노믹스 기대감 약화에 따른 엔화 강세로 일본 물가상승 속도는 지지부진할 가능성이 높다. 그러나 일본 혼자서 과격적인 자산매입 통화정책을 계속 유지하기는 매우 어렵다.

종합하면 일본은행이 10년 금리를 0% 정도로 유지 시켰지만 향후 글로벌 통화정책 정상화 영향으로 이를 풀 수 밖에 없다고 본다. 중기적으로 이는 엔화 강세 재료로 작용하며 달러/엔 환율이 105엔을 하향 돌파하는데 일조할 것이다.

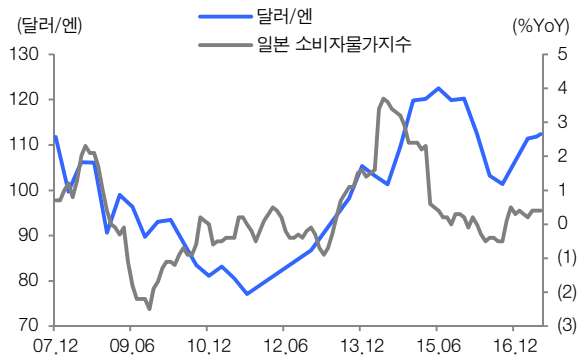
최근 몇 년간 아베노믹스 성공 기대감이 부각되었지만 향후 엔화 강세 지속으로 결국 일본의 잃어버린 20년은 인위적으로 해결할 수 없을 것이라는 시장 참여자들의 우려가 확대될 전망이다.

〈그림1〉 달러/엔 환율 추이...중기적으로 105엔 하향 돌파 전망



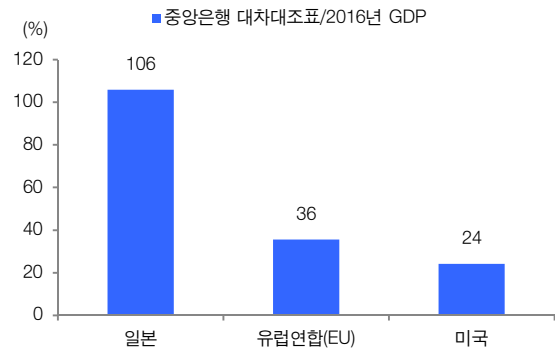
자료: Bloomberg, 현대차투자증권

〈그림2〉 연관성 높은 달러/엔 환율과 일본 CPI



자료: Bloomberg, 현대차투자증권

〈그림3〉 연간 GDP 대비 압도적인 BOJ 자산매입 규모



자료: Bloomberg, 현대차투자증권

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.