
일본 경제 진단 및 엔/달러 환율 전망

아베노믹스發 순풍의 반전에 유의해야!

2015년 1월



1. 일본경제 진단

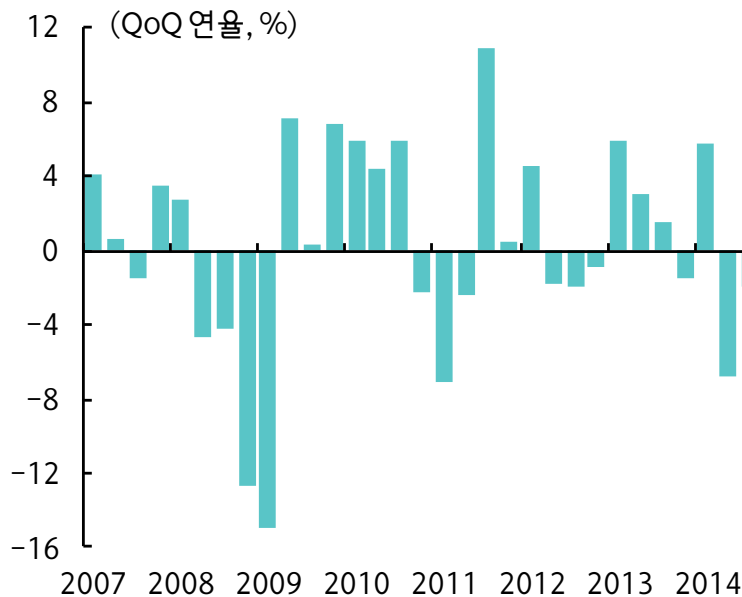
1. 일본경제 현황 점검
2. 아베노믹스의 진화
3. 2015년 일본경제 전망



1-1. 아베노믹스發 순풍의 약화

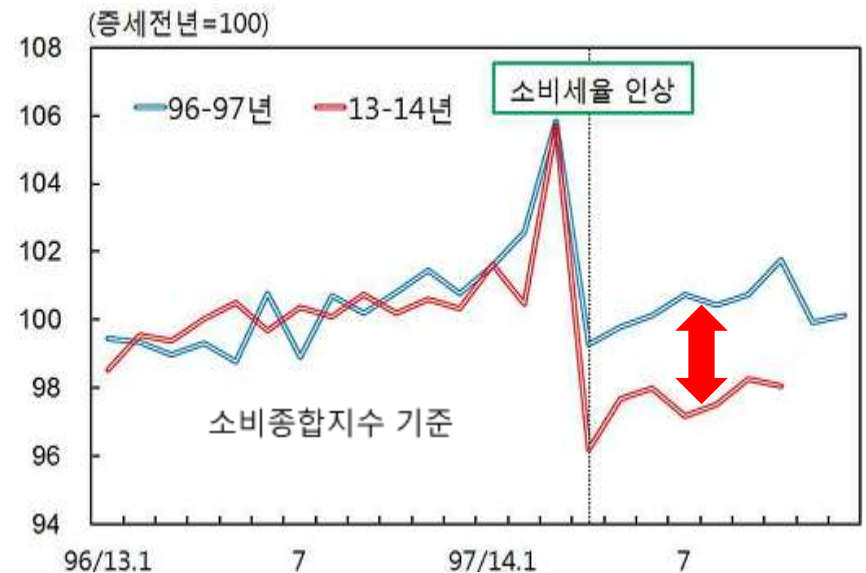
- 지난해 4월 소비세율 인상(5%→8%) 여파로 2Q 및 3Q 중 2분기 연속 마이너스 성장
 - 소비세 인상에 따른 심리 위축으로 가계소비와 설비투자의 회복세가 꺾이고, 대외경기 부진으로 수출도 위축
- 1997년 4월 소비세율 인상(3%→5%)기와 비교할 때, 이번의 충격이 더욱 확대되고 회복도 지연

일본의 경제성장률 추이



- 자료 : Bloomberg

소비세율 인상에 따른 민간소비 위축



- 자료 : 일본내각부(한국은행에서 재인용)

1-2. 엔저에 따른 경기부양 효력 제한적

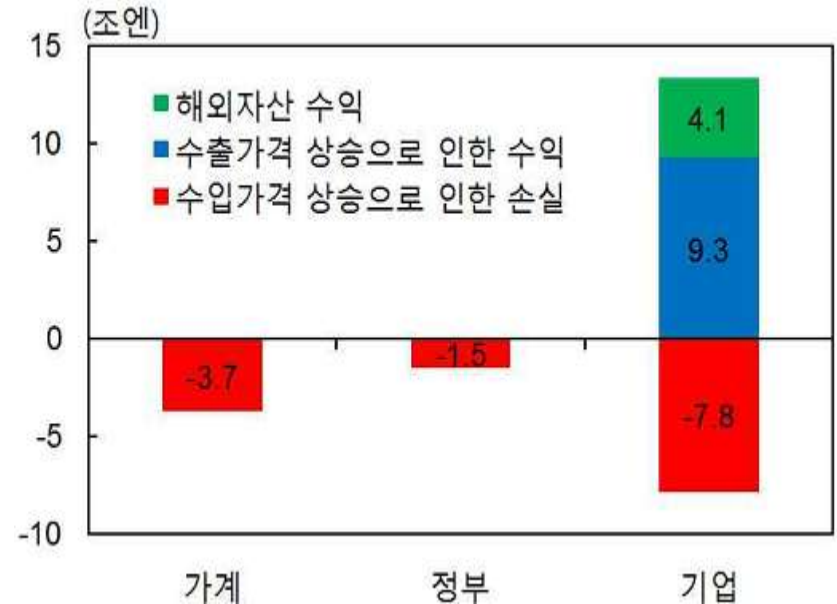
- 2013년 저점 이후 50% 이상 엔/달러 환율 급등에도 불구하고 정작 수출 및 무역수지 개선 효과 미미
 - 日 기업의 해외생산 확대(80년대 중반 3% → 최근 20% 이상)와 보수적 경영전략으로 인해 수출 영향 제한적
- 오히려 점차 과도한 엔저에 따른 부작용 부각: 특히 수입가격 상승에 따라 가계와 중소기업에 악영향

일본의 수출물가 추이



- 자료 : 일본정책은행(한국은행에서 재인용)

경제 주체별 엔화 약세의 영향



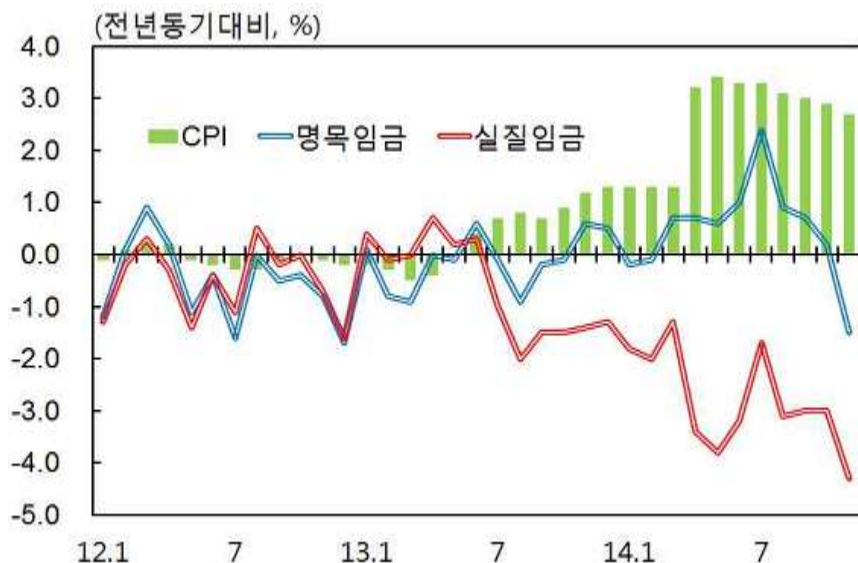
- 주 : 2012년 7월~2014년 7월 엔/달러 환율 기준

- 자료 : 노무라증권(한국은행에서 재인용)

1-3. 내수 기반도 여전히 구조적으로 취약

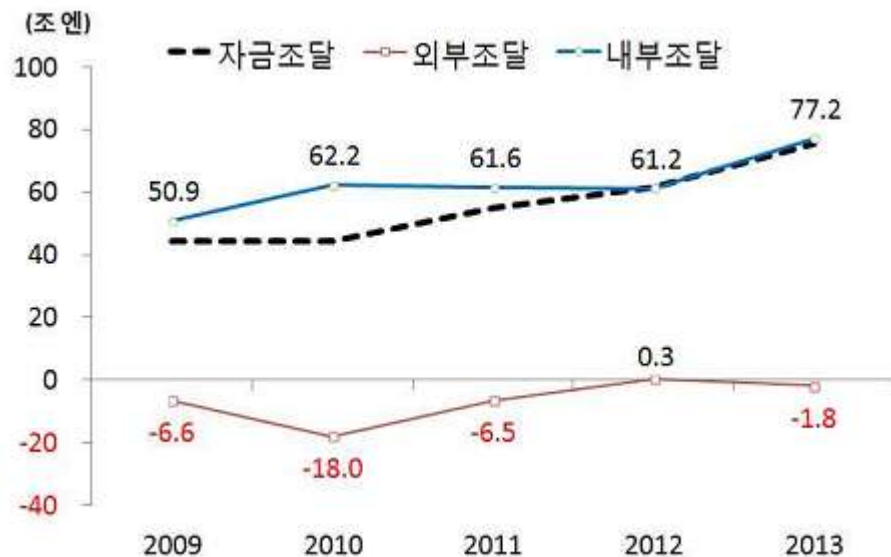
- 아베노믹스로 명목임금이 꾸준히 상승하고 있음에도 물가 상승 영향으로 실질임금은 오히려 하락
 - 고용도 외형상의 개선 추세와는 달리 질적으로는 오히려 악화: 신규 취업자 수 위축, 비정규직 위주 채용
- 또한 한동안 경기회복을 견인했던 설비투자도 회복에 제한: 과잉설비 부담이 상존한 데다 신중론 팽배
 - 최근 수년간 대기업 설비투자는 자기자금에만 의존, 현상유지 차원에 국한 → QQE의 투자 증대 효과 미미

일본의 실질임금 하락세



- 자료: 한국은행

일본 기업의 자금조달 원천



- 주: 기업은 금융업 및 보험업을 제외
 - 자료: 일본 재무성(KIEP에서 재인용)

일본경제 진단

2-1. 아베노믹스의 세 가지 화살

- 2012년 말 2기 아베정권 출범과 맞물려 디플레이션 탈피와 일본경제 회생 위해 세 가지 화살 추진

정책 구분	주요 내용
금융정책	<ul style="list-style-type: none"> - 본원통화: 연간 약 60~70조 엔 증가폭 유지 - 장기국채: 보유잔액 연간 50조 엔 증대 및 평균 잔존기간 7년 유지 - 상장지수투자신탁(ETF), 상장부동산투자신탁(J-REIT): 보유잔액 각각 연간 1조 엔, 300억 엔 증대 - CP·사채: 2013년 말까지 보유잔액 각각 2.2조 엔, 3.2조 엔까지 매입 후 잔액수준 유지
재정정책	<ul style="list-style-type: none"> - 2013년 1월 '일본경제 재생을 위한 긴급경제대책 발표(재정지출 규모 10.3조 엔) · 대응 분야: 부흥방재 3.8조 엔, 성장을 통한 국부 창출 3.1조 엔, 생활안삼지역활성화 3.1조 엔 - 2013년 12월 '선순환 실현을 위한 경제대책' 발표(재정지출 규모 5.5조 엔) · 대응 분야: 경쟁력강화 1.4조 엔, 여성고령자 등 0.3조 엔, 방재안전 등 3.1조 엔, 세율인상 영향 완화 0.6조 엔
성장전략	<ul style="list-style-type: none"> - 2013년 6월 '일본부흥전략(日本再興戰略)' 발표 · 성장실현을 위한 구체적인 대응책으로서 '일본산업부흥플랜(산업기반 강화)', '전략시장창조플랜(새로운 시장 창출)', '국제전개전략(확대되는 국제시장을 획득)'을 추진 - 2014년 6월 '일본부흥전략 개정 2014' 발표 · 지난 1년간의 성과를 평가하고 10개의 중요 과제(기업지배구조 강화, 공적준공적자금 운용 개선, 벤처 창업 가속화, 법인세 개혁, 혁신추진로봇혁명, 여성 활약 추진, 노동시장 유연성 강화, 외국인재 활용, 농림수산업의 성장산업화, 건강산업 활성화보건서비스 제공)에 초점을 맞추어 개혁의 방향성을 제시

- 주: 2013년 9월 이전 기준
- 자료: 대외경제정책연구원

2-2. 추가 정책 대응 : QQE2와 GPIF의 해외투자

- 지난 해 초중반 엔低가 악화되는 가운데, 일본은행은 대규모 추가 양적·질적 완화책(QQE2)을 발표
 - 소비세율 인상 이후 경기 재위축 및 디플레 심리의 재고착 가능성을 차단하기 위한 목적: 5 대 4로 겨우 통과
- 이어 일본공적연금(GPIF)도 기대 이상의 해외투자 확대 계획을 발표, 엔저 가속 및 주가 부양에 일조
 - IMF는 日 금융권의 포트폴리오 재조정에 따른 자금유출 규모가 2,600억달러 이상에 이를 것으로 추정

BOJ 본원통화와 대차대조표 내역

구분 (단위: 조엔)	'13년 말 (실적)	'14년말 (중전전망)	'14년말 (수정전망)	기존 연간 증가 규모	향후 연간 증가 규모	
본원통화	202	270	275	+60~70	+80	
자산	총	224	290	297	-	-
	장기국채	142	190	200	+50	+80
	CP 등	2.2	2.2	2.2	유지	유지
	사채 등	3.2	3.2	3.2	유지	유지
	ETF	2.5	3.5	3.8	+1.0	+3.0
	REIT	0.14	0.17	0.18	+0.03	+0.09

- 자료: 일본은행

GPIF 자산운용 목표비율 및 현황

구분	GPIF			미국	캐나다	
	목표비율		운용현황			
	현행	변경후		목표		
채권	국내	60(±8)	35(±10)	53.4 <67.9>	16	30
	해외	11(±5)	15(±4)	11.1 <14.1>		5
주식	국내	12(±6)	25(±9)	17.3 <22.0>	64	10
	해외	12(±5)	25(±8)	16.0 <20.3>		55
단기자산		5	0	2.3 <3.0>	-	-
전체		100	100	100 <127.3>	100	100

- 주: 운용현황은 2014.6월말 현재 운용실적이며, <> 내는 금액(조엔)

- 자료: GPIF, Credit Suisse

2-3. 추가 정책 대응 : 긴급 경제대책과 세제 개정

- 소비세율 인상이 예상 외 충격으로 작용함에 따라 추가 인상(8→10%)을 연기(15년10월→17년4월)
- 또한 그간 엔저에 치우친 정책의 부작용이 부각됨에 따라 가계와 중소기업 및 지방경제 지원책 발표
 - 日 정부는 '지방경제의 선순환 확대를 위한 긴급경제대책'(12월)으로 실질GDP를 0.7% 증대시킬 것으로 추산
- 나아가 2015FY 세제 개정으로 법인세율 인하 등 투자 지원 및 증여세 비과세 확대 등 소비 지원책 강구

긴급경제대책의 주요 내용

구분	지출 규모	주요 내용
가계 및 사업자 지원	1.2조엔	지역한정 상품권 발행 지원 고속도로 요금 할인 연장 가정용 연료전지 도입 보조 장기주택론 금리 인하 등
지방경제 활성화	0.6조엔	지자체 자율사용 교부금 신설 지역명품 개발 및 판로개척 지원 지역내 취직 청년층 보조 등
재해 및 위기 대응 강화	1.7조엔	재해지 주택 및 공공건물 복구 화산관측체제 정비 등

- 자료: 일본내각부

2015FY 세제 개정안

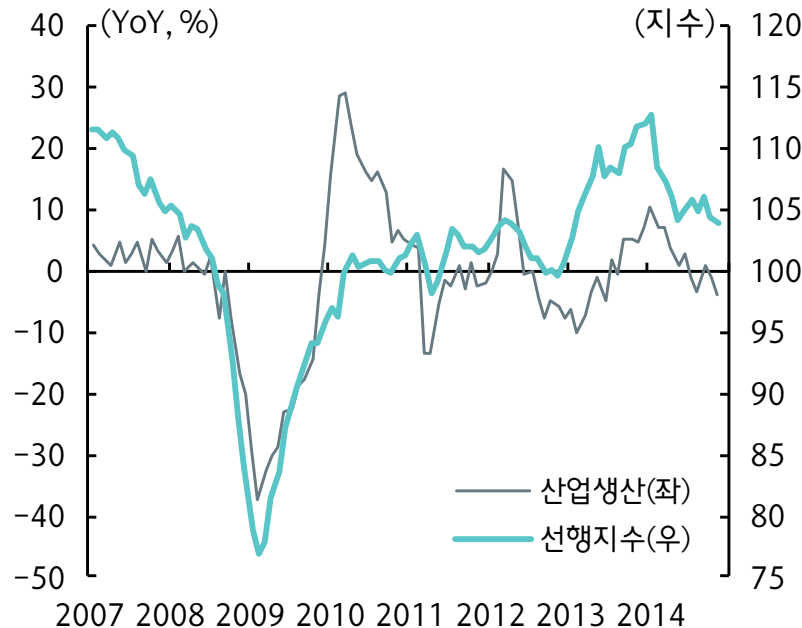
구분	주요내용	세부 개정안
가계 관련	가계 지원	주택자금 증여 비과세한도 확대, 주택용자 감세, 서민용 주거급여액 지급기간 연장 등
	양육 지원	자녀양육자금 증여 비과세제도 신설 자녀 명의 개인저축계좌 80만엔 비과세
기업 관련	법인세 인하	법인실효세율을 2015년까지 2.51%, 2016년까지 3.29% 이상 인하
	외형표준 과세 확대	적자 대기업의 세부담 증대 다만, 중소기업은 적용 제외
	이월결손 공제 축소	이월결손금의 공제상한을 흑자액의 80%에서 65%로 축소
	주식배당 과세강화	기업이 받는 배당소득에 대한 과세 강화 등

- 자료: 일본내각부

3-1. 경기회복은 재개되나, 여전히 미약

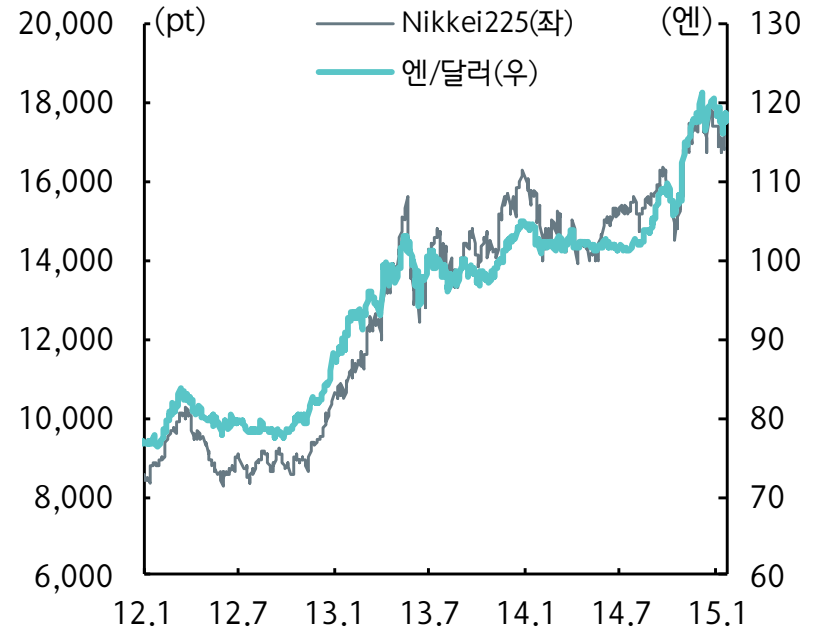
- 2분기의 경기 재침체를 딛고 4Q에는 조금씩 회복세가 나타나고 있으나, 여전히 강도는 제한적
 - 가계 소비나 주택 경기가 미미하게나마 개선되는 모습이나, 생산이나 수출은 오히려 더욱 위축되는 추세
- QQE2 등으로 엔화가 추가 급락하고 주가도 재급등했지만, 실물경기에 미치는 효과는 아직 미미
 - 특히 세제 개정이나 긴급대책의 경우에도 실효성에 대한 의구심 확산(가령, 상품권) → 4월 지자체 선거용?

일본의 경기회복 징후 부재



- 자료 : Bloomberg

엔저 및 주가 상승도 주춤



- 자료 : Bloomberg

3-2. 다만, 유가 하락에 따른 수혜 기대

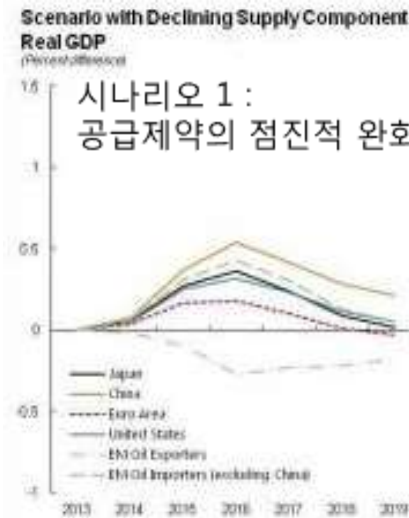
- 최근 국제유가 급락으로 가계 구매력 개선, 중소기업 실적 개선은 물론 실질GDP 및 무역수지 개선 기대
 - 주요 기관들은 유가 10% 하락시 日 실질GDP가 0.05~0.1% 증가하는 것으로 추정(무역수지는 1.4조엔 개선)
- 그러나, 최근 유가 급락은 글로벌 수요 부진 우려와 맞물리면서 부담 → 경기부양 효과 제한적(or 지연)
 - IMF도 최근 유가 급락의 수혜에도 불구하고, 중장기 성장 기대의 축소(일본 등) 등 여파로 세계경제 전망 하향조정

유가 10% 하락에 따른 영향

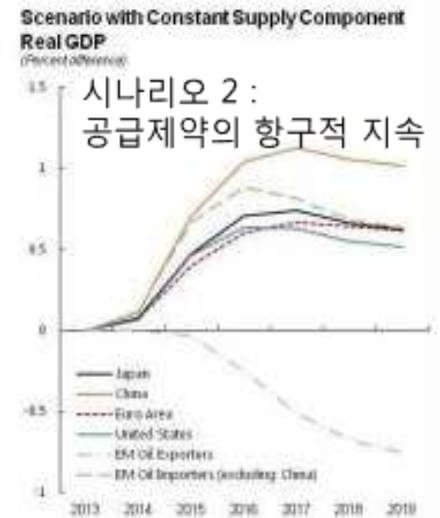
기관	실질GDP 영향
일본경제연구센터	+0.08%
미즈호총합연구소	+0.1%
바클레이즈 증권	+0.1%
노무라 증권	+0.05%
일본 내각부	+0.11%

- 자료 : 한국은행

유가의 경제적 영향: 시나리오



- 자료 : IMF



일본경제 진단

3-3. 2015년 일본경제 1% 내외 성장 전망

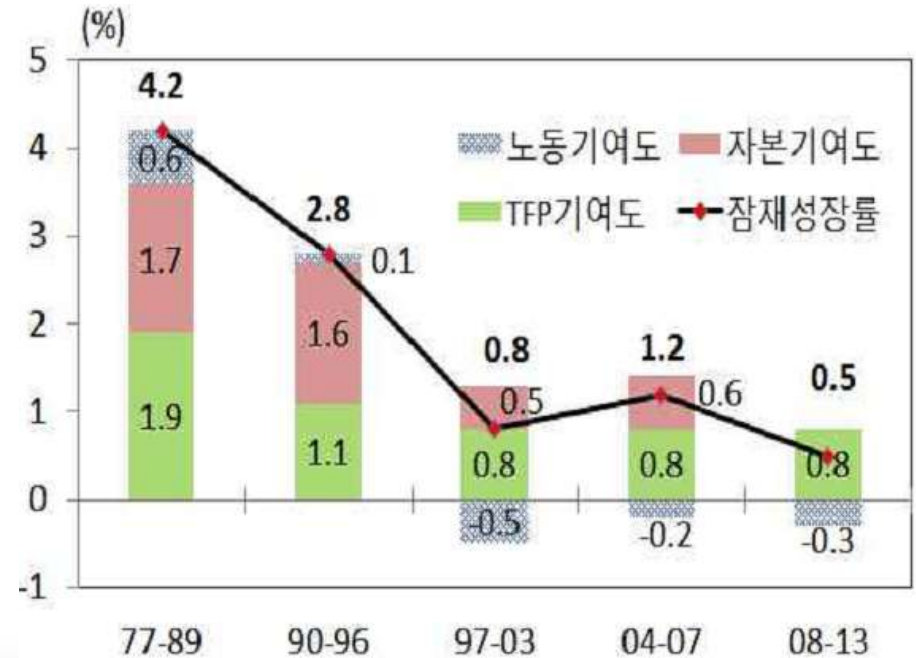
- 소비세율 인상 충격 완화, 정부의 경기부양 노력 등에 힘입어 점진적인 경기회복 재개 기대
 - 그러나 세계 경기 향방에 대한 불확실성이 큰 데다, 정부 정책효과도 기대에는 미달하리라는 진단이 지배적
- 일본내 기관들은 대체로 1% 초반 회복을 예상하나, 해외 기관들은 1% 이하 전망(IMF 0.6%)
 - 한편 일본의 잠재성장률은 1990년대 2%대에서 최근에는 0% 중반으로 추정 → 자칫 물가불안 위험

일본 경제 전망: Bloomberg

구분		2014년 (추정)	2015년 (전망)	2016년 (전망)
실질 GDP 성장률 (%)	평균	0.3	1.0	1.3
	최고	-	1.8	2.0
	최저	-	0.1	0.5
CPI 상승률 (%)	평균	2.7	1.3	1.4
	최고	-	1.9	2.4
	최저	-	0.5	0.3

- 자료 : Bloomberg(2015년 1/22일 기준)

일본 경제의 잠재성장률 추이



- 자료 : 일본은행(한국은행에서 재인용)

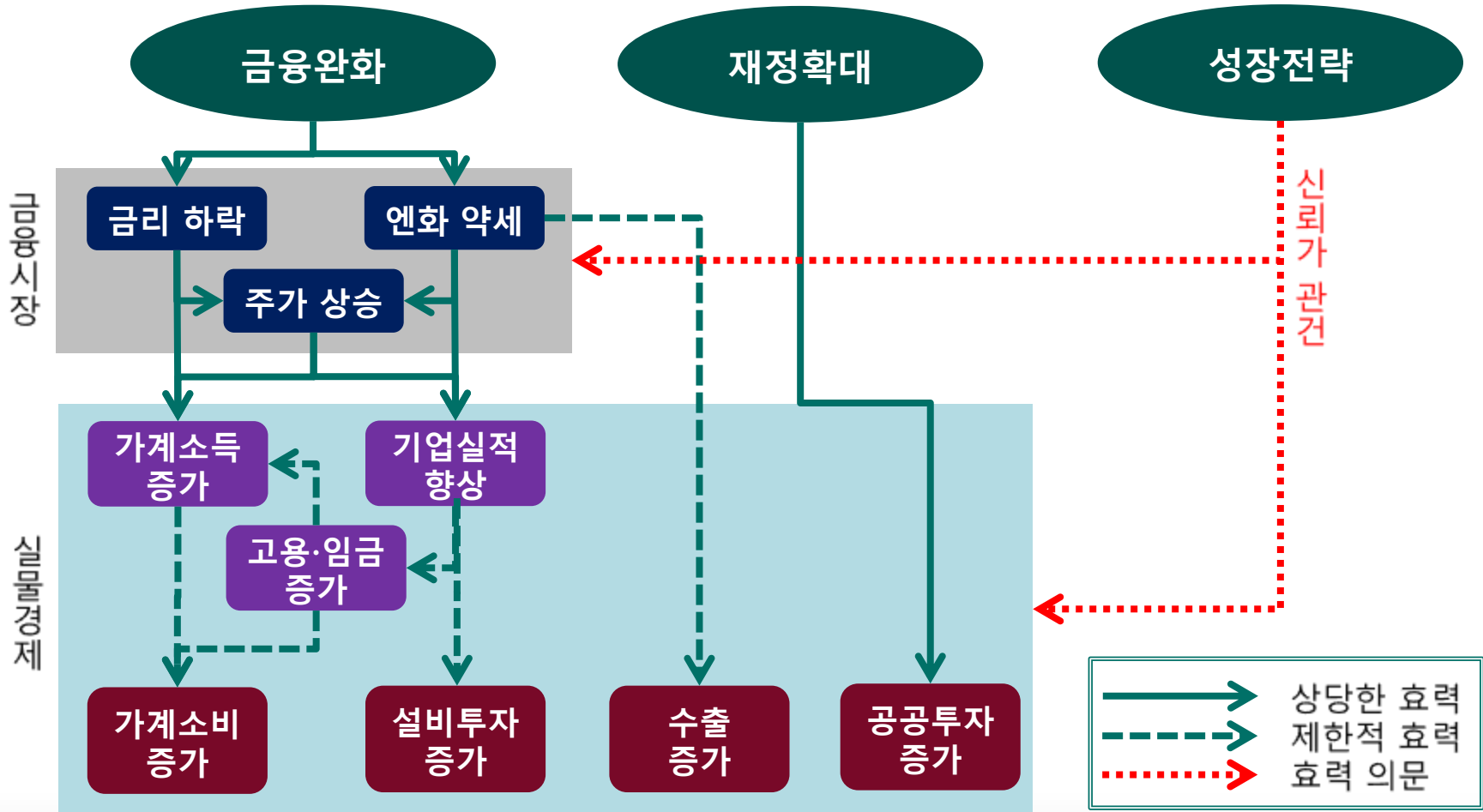
II. 엔/달러 환율 전망

1. 아베노믹스의 신뢰 약화
2. 엔화 적정환율에 대한 고민
3. 2015년 엔/달러 환율 전망



1-1. 아베노믹스發 순풍의 한계

- 아베노믹스가 실물경기 부양을 유도하는 파급경로 차질 → 특히 3번째 화살의 취약성에 주목



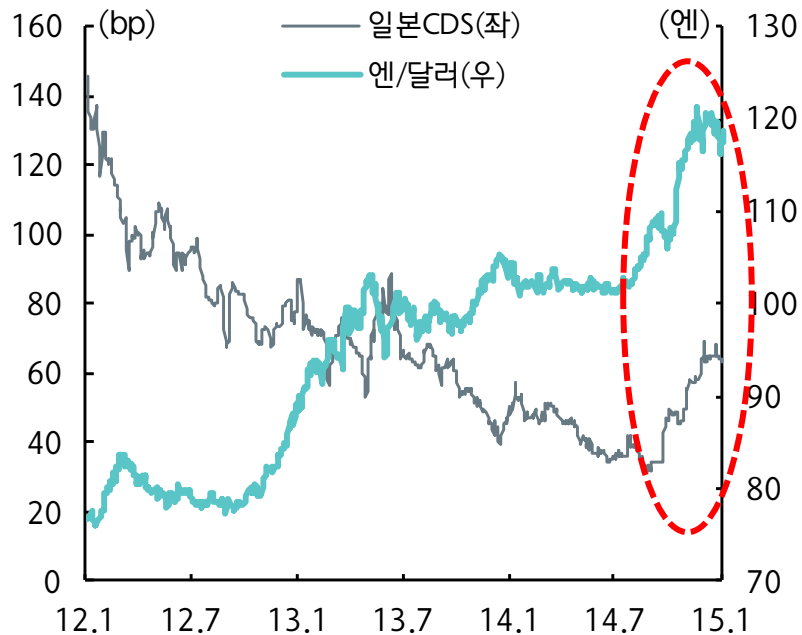
- 자료 : 하나금융경영연구소

엔/달러 환율 전망

1-2. 엔의 성격변화에 유의해야

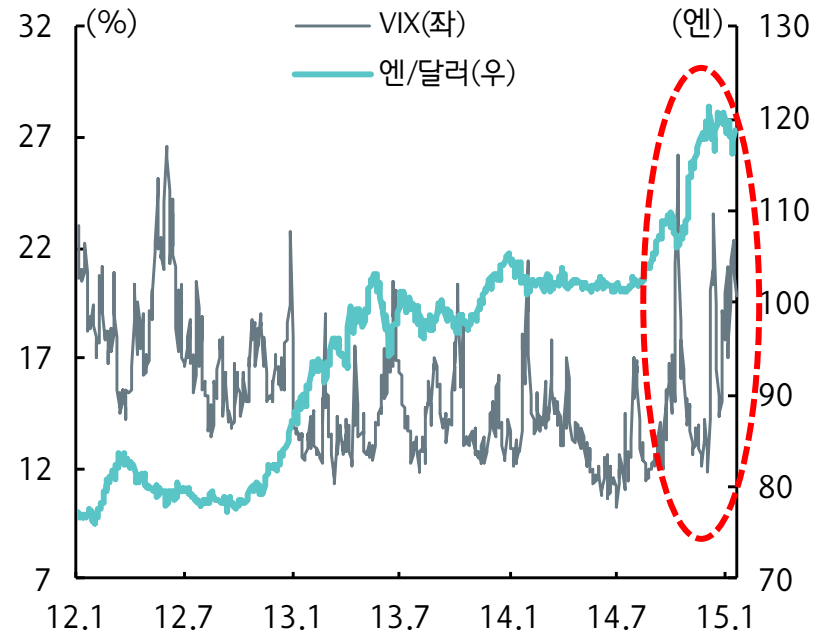
- 그동안 아베노믹스발 순풍에 힘입어 엔/달러 환율이 상승하면서 日 CDS 프리미엄도 하락
 - 아베노믹스에 따른 日 경제 회생 기대 속 일본에 대한 국제사회의 신인도가 개선되고 있음을 시사
- 하지만 지난 해 말부터 엔/달러 환율이 추가 상승하면서는 오히려 日 CDS 프리미엄도 상승
- 나아가 국제금융불안 지표인 VIX도 지난 해 하반기 이후 엔/달러 환율 급등과 맞물려 상승 추세

엔/달러 환율과 日 CDS 프리미엄



-자료 : Bloomberg

엔/달러 환율과 VIX



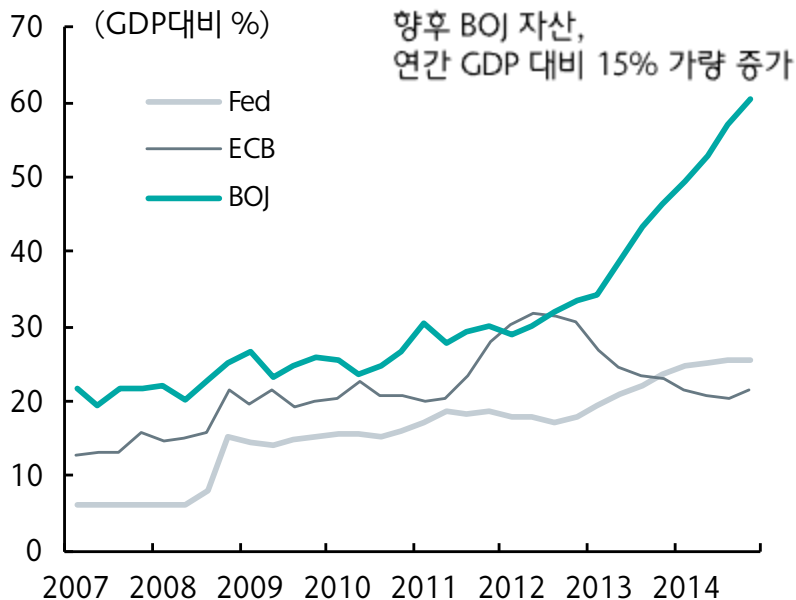
- 자료 : Bloomberg

엔/달러 환율 전망

2-1. 아직은 엔低 심화 예상이 지배적

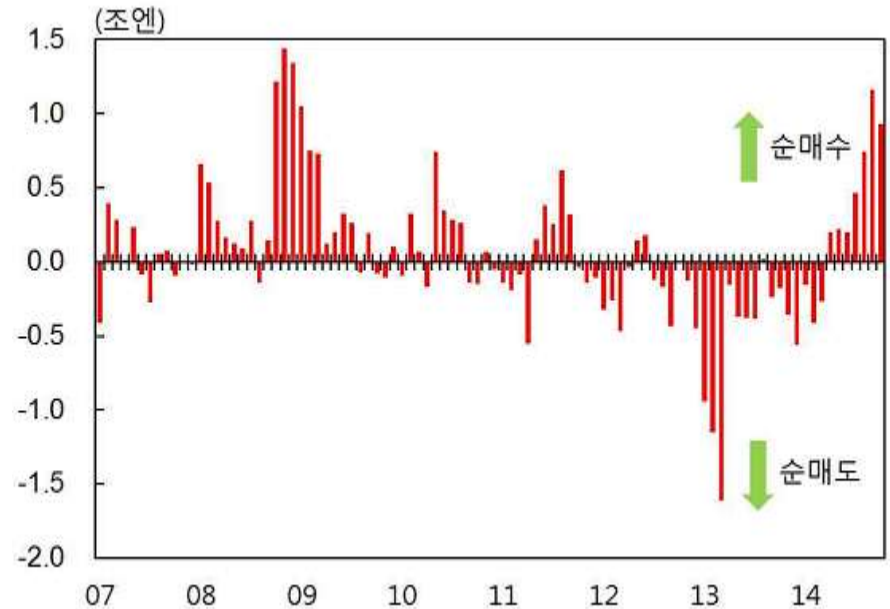
- 연준의 출구전략, 일본은행의 추가 부양 의지, 일본의 해외투자 수요 등 여전히 엔低 압력 팽배
 - 연준의 금리인상 착수가 기정 사실화 된 한편, 일본은행의 추가 완화에 대한 시장 기대도 고조(연내 80%)
- 이런 가운데 엔/달러 환율이 향후 더욱 상승하리라는 전망이 지배적: 올 4Q 124엔(Bloomberg) 전망
 - 따라서 최근의 엔/달러 환율 반락은 대외 불안 심화와 단기 급등에 따른 일시적 조정이라는 게 시장의 중론

주요국 중앙은행의 자산 추이



-자료 : Bloomberg

日 기관투자자의 해외 주식 매매 추이



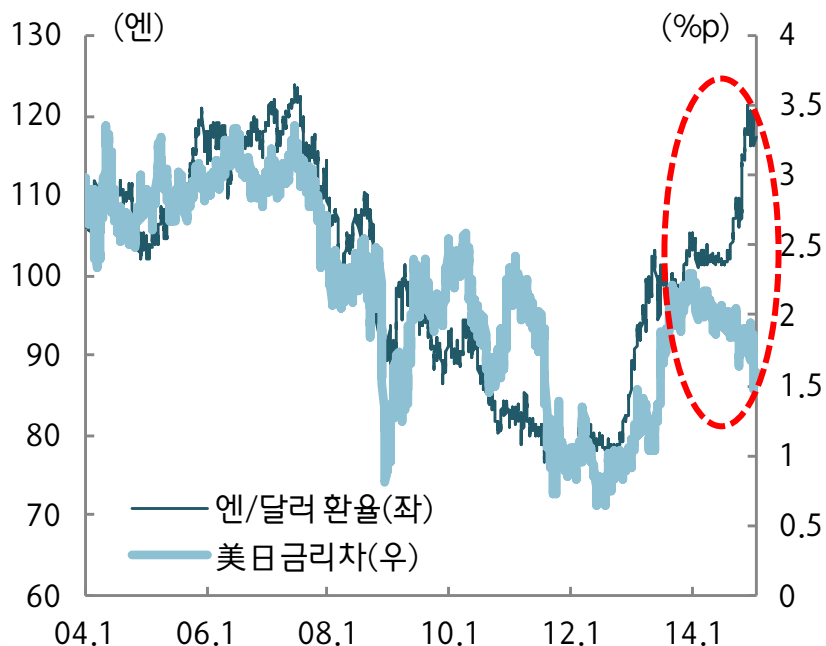
-자료 : 일본 내무성(한국은행에서 재인용)

엔/달러 환율 전망

2-2. 반면 엔低 과잉 진단도 확산 중

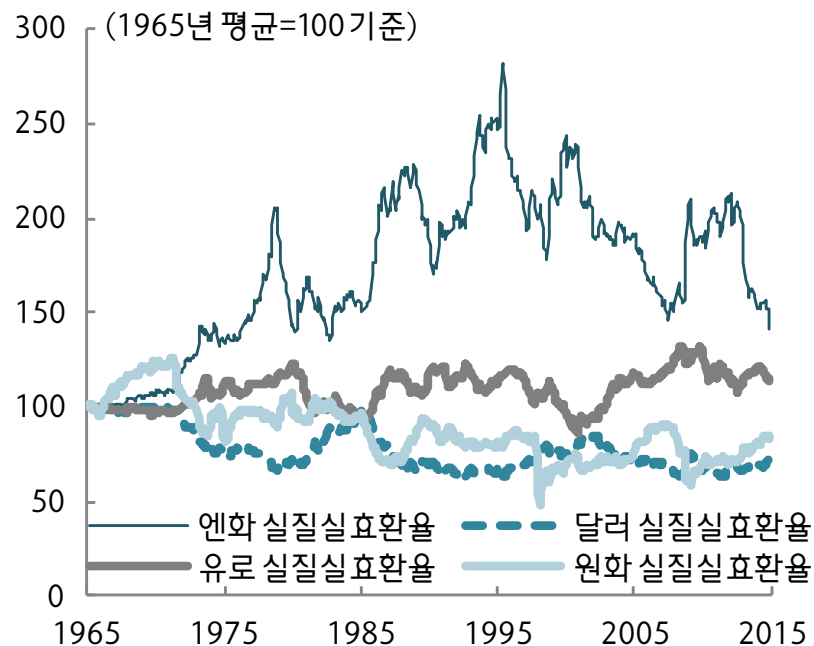
- 美日 통화정책 차별화 기대 속에 엔/달러 환율이 상승하여 왔으나 정작 美日 금리차와는 괴리
 - 사실 최근 日銀 내부적으로도 과도한 엔저의 부작용에 대한 관심 속에 추가 양적완화에 대한 신중론 부각
- 그동안 엔低는 ‘과도한 엔高의 되돌림’ 차원에서 정당화 되었으나, 점차 ‘엔화 低평가’ 우려 증대
 - 실제로 실질실효환율(BIS의 협의의 실질실효환율) 기준으로 보면 현재 엔화는 1982년 11월 이후 최저 수준

엔/달러 환율과 美日 금리차



-자료 : Bloomberg

주요 통화의 실질실효환율 추이



-주 : 실질실효환율은 교역상대국 통화를 종합적으로 고려하고 물가 영향을 제거한 통화가치의 진정한 척도
-자료 : BIS

엔/달러 환율 전망

[참고1] 주요 통화별 적정환율 진단

- PIIE에 따르면, 명목환율 기준으로 원화, 엔화, 유로, 위안 모두 低평가(REER로는 원화만 低평가)

구분	실질실효환율			명목환율		
	IMF 평가 (14.10월)	PIIE 평가 (14.10월)		14. 9/15~ 10/15 평균환율	PIIE 적정환율 (14.10월)	15. 1/21 환율
호주	+10.0	+3.4	달러/호주달러	0.88	0.87	0.82
브라질	+9.0	+3.5	헤알/달러	2.41	2.48	2.60
중국	-4.0	+0.9	위안/달러	6.14	6.08	6.21
유로존	-3.8	+1.2	달러/유로	1.27	1.27	1.16
인도	+1.4	+0.8	루피/달러	61.3	60.8	61.5
인니	-2.4	+0.9	루피아/달러	12,096	11,699	12,525
일본	-6.6	+2.8	엔/달러	108	107	118
한국	-5.9	-2.7	원/달러	1,054	1,011	1,083
러시아	-0.1	+0.5	루블/달러	39.4	39.6	65.4
태국	+0.2	+0.9	바트/달러	32.4	31.9	32.6
터키	+9.5	+11.8	리라/달러	2.26	2.55	2.35
영국	+16.7	+0.7	달러/파운드	1.62	1.61	1.51
미국	+6.4	+1.0	-	-	-	-

- 주: 실질실효환율(REER) 평가에서 +는 고평가(절하 가능성), -는 저평가(절상 가능성)를 의미

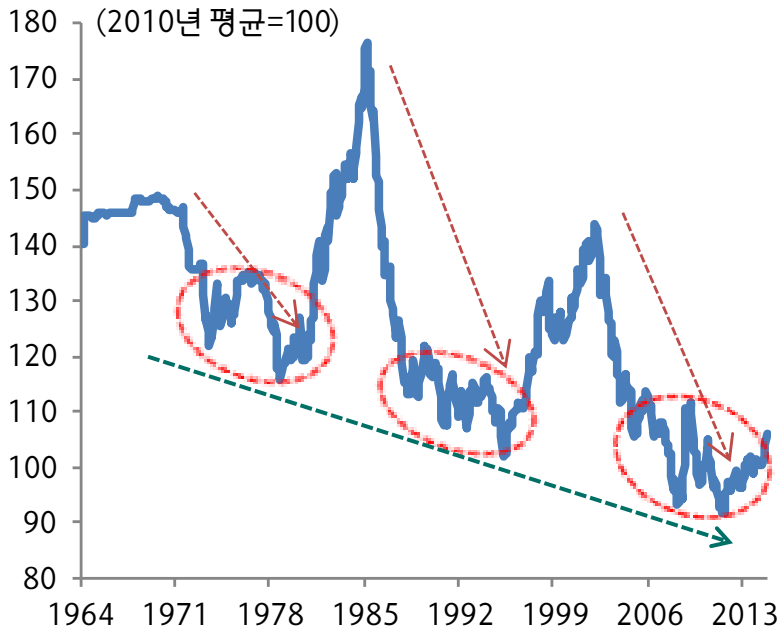
- 자료: 피터슨국제경제연구소(PIIE), 연합뉴스

엔/달러 환율 전망

3-1. 달러의 일방적 강세 여지는 제한적

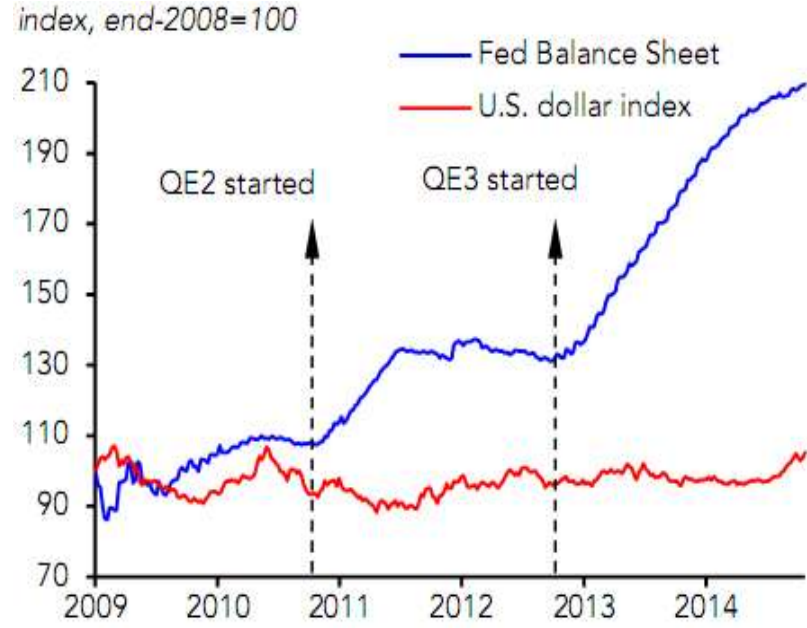
- 연준의 출구전략 모색, 美 경제의 상대적으로 견조한 회복 등에 힘입어 달러 강세 압력 부각
- 하지만 신중한 출구전략을 전제로 美 재정 취약성 및 고용 취약성 등 달러 강세를 압도하는 요인 상존
 - 고용 부양에 초점 둔 신중한 출구전략시 달러 반락 가능 → 단, 연준 행보를 둘러싼 불확실성 속 변동성 위험
 - 美 재정불안 심화 시 일시 위험회피 강화로 달러 강세 가능하나, 미국내 문제로 국한될 경우 달러 약세 불가피

달러화 지수의 추세와 사이클



- 자료 : BIS(명목실효환율 기준)

양적완화의 달러화 영향 미미



- 자료 : IMF

[참고2] 연준 출구전략, 신중하고 점진적인 행보

- 지난 9월 FOMC는 경제환경 변화를 반영하여 2011년 세웠던 출구전략의 원칙과 계획을 수정
 - 우선, 금리 정상화에 초점: 연방기금금리 인상시 IOER(금리상단), 역레포(금리하단)로 통제할 계획
 - 둘째, 자산 축소는 점진적: 금리인상 이후 보유자산의 재투자 중단에서 시작하고, MBS 매각은 당분간 보류
- 금리정책 정상화 차원의 상반기 금리인상은 가능하나, 美 회복의 취약성으로 이후 행보는 점진적일 듯
 - 단, 연준 의도(normalization ≠ tightening)를 둘러싸고 시장 혼선이 이어지면서 단속적 변동성 충격은 가능

연준 출구전략의 변화

구분	2011년 6월	2014년 9월
1단계	만기도래 자산의 재투자 중단	연방기금금리 인상 (IOER 및 역레포 병행인상)
2단계	연방기금금리 인상 (IOER 인상 병행)	만기도래 자산의 재투자 중단
3단계	MBS 매각	MBS 매각 (당장에는 고려 안 해)
4단계	2~3년내 보유자산 규모 정상화 3~5년내 MBS 매각 완료	장기적으로 국채 위주 운영

- 자료 : Fed

美 정책금리 추이



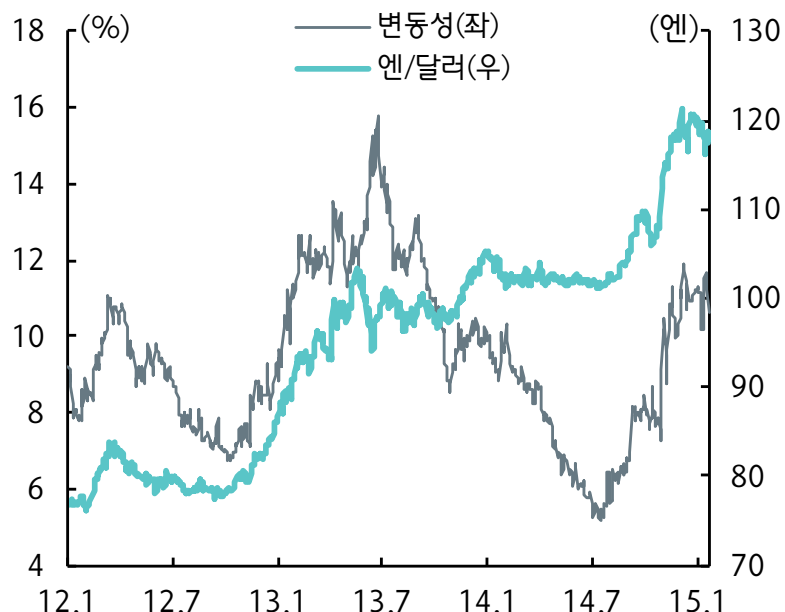
- 자료 : 한국은행

엔/달러 환율 전망

3-2. 엔/달러 환율, 점진적 하향안정 예상

- 연준의 신중한 출구전략과 일본은행의 제약, 나아가 대외 불확실성 등에 따라 엔低 탄력 약화
 - 특히, 엔화의 안전자산 지위에 주목할 필요 → 금리격차가 뒷받침 되지 못할 경우 시장 기대의 급반전 가능
- 한편 소비세 인상 연기와 아베의 과도한 정치적 행보 등으로 아베노믹스에 대한 역풍 징후도 확대
 - 단, 경쟁적 평가절하나 시장 심리의 쓸림현상에 따른 일시적 추가 상승 가능 → 양 방향의 변동성 위험 유의

엔/달러 환율과 변동성



- 주: 변동성은 엔/달러 환율의 3개월을 통화옵션의 내재 변동성 기준
- 자료: Bloomberg

2015년 엔/달러 환율 전망

구분	Bloomberg 서베이			하나
	평균	최고	최저	
1Q	120	126	115	118
2Q	122	130	111	116
3Q	124	135	112	114
4Q	125	135	112	113

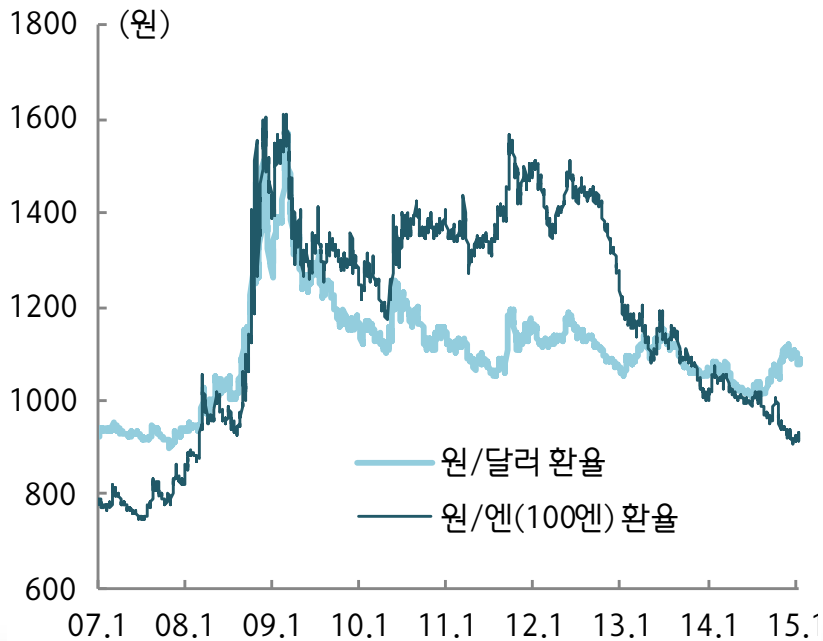
- 자료: Bloomberg(1/22일 기준), 하나금융경영연구소

엔/달러 환율 전망

3-3. 원/엔 환율은 제한적 하락 예상

- 엔低 심화 속 원/달러 환율도 동요 → 하지만 엔低 진정 속 원/달러 환율의 하향안정 재개 기대
 - 특히 원화의 양호한 펀더멘털(풍부한 외환수급 및 외환건전성 개선 등) 주목 → 準안전자산 지위 부각
- 엔화 대비 원화의 양호한 펀더멘털에도, 정부의 단계적 원/엔 환율 관리 속 원/엔 환율 제한적 하락 예상
 - 다만, 대내외 경제 환경의 불확실성이 큰 상황에서 원/달러 환율 및 원/엔 환율의 고변동성 위험은 상존

원/달러 환율과 원/엔 환율



-자료 : Bloomberg

2015년 원/달러 및 원/엔 환율 전망

구분	Bloomberg		하나	
	원/달러	원/엔	원/달러	원/엔
1Q	1,118	932	1,080	915
2Q	1,120	918	1,060	914
3Q	1,121	904	1,040	912
4Q	1,126	901	1,020	903

- 자료 : Bloomberg(1/22일 서베이 평균 기준), 하나금융경영연구소

엔/달러 환율 전망

감사합니다

하나금융경영연구소
장보형 Chief Economist
(02-2002-2693, jangbo@hanafn.com)