

엔화는 안전자산인가?: 전망과 시사점

윤덕룡 국제거시금융본부 국제거시팀 선임연구위원 (dryoon@kiep.go.kr, Tel: 044-414-1068)

이진희 국제거시금융본부 국제거시팀 연구원 (jinhee@kiep.go.kr, Tel: 044-414-1183)

차 례

1. 문제 제기
2. 엔화가 안전자산으로 인식되는 근거
3. 향후 안전자산로서의 엔화에 대한 전망
4. 평가 및 시사점

주요 내용

- ▶ 엔화는 1990년대 이후 안전자산으로 통용되고 있으나 낮은 경제성장률과 높은 국가 채무, 빠르게 진행되는 고령화 등으로 인해 앞으로도 엔화가 안전자산으로 지속될 수 있을지에 대한 의구심이 높아지고 있음.
- ▶ 장기 저성장과 높은 정부부채 비율에도 불구하고 엔화가 안전자산으로 인식되는 배경으로 ① 큰 경제규모 및 낮은 불확실성 ② 경상수지 흑자 지속 및 거대한 대외 순자산 규모 ③ 대외충격에 대한 낮은 민감도 등을 들 수 있음.
 - 일본의 GDP는 2015년 기준 4조 1,232억 달러로 미국(약 18조 달러), 중국(약 11조 달러)에 이어 셋째로 큰 규모이며, 성장률의 변동성도 미국, 영국 다음으로 낮은 수준을 보임.
 - 일본은 20년 넘게 지속된 경상수지 흑자를 바탕으로 가장 높은 순국채투자국이며, 이러한 요인들은 안정적 대외 지불능력에 대한 신뢰를 형성
 - 아울러 높은 정부부채 비율에도 불구하고 정부부채의 상당 부분을 자국민이 보유하여 대외 충격에 강함.
- ▶ 국제 보유 구성에서 외국인 비율 증가, 고령화 심화, 세계경제에서 영향력의 감소, 신용등급 하락 등은 대외적 신인도를 하락시켜 엔화의 안전자산 입지를 위축시키는 요인으로 작용하나 안전자산 공급 부족으로 인해 당분간 엔화가 안전자산으로 유지될 전망
- ▶ 결론적으로 안전자산으로서 엔화의 입지가 중단기적으로는 유지될 수 있을 것으로 보이나, 경제 펀더멘털의 약화로 장기적으로는 유지되기 어려울 전망
 - 안전통화로서 엔화의 가치를 유지하는 주요 요인 중 하나는 소득수지 흑자를 통한 경상수지 흑자 현상으로, 한국도 무역수지의 흑자 지속이 어려워질 것에 대비하여 소득수지의 흑자를 확대하기 위한 사전적 노력 필요
 - 시장 참여자의 경우 엔화 가치의 변동에 대한 장기적 대응과정에서 자산·부채의 구성, 만기 구성 변화 등 포트폴리오 재구성이 필요할 전망
 - 우리나라 주력 수출상품과 일본의 높은 경합도로 인해 엔화 가치 하락 시 가격 경쟁력 저하가 우려되는데, 중장기적으로 구조조정을 통한 경쟁력 확보가 요구됨.

1. 문제 제기

- 안전통화란 금융시장 리스크가 증가하는 시기(risk-off 기간)에 그 수요가 증가하는 통화를 의미하며, 전통적으로 미국 달러화, 일본 엔화, 유로존 유로화, 스위스 프랑화, 영국 파운드화 등이 안전통화로 인식되어왔음.
- 2016년 6월 24일 영국의 브렉시트 결정 이후 국제금융시장의 불확실성이 증가하며 안전자산의 하나인 엔화가치가 급격히 상승함.
 - 엔화는 1990년대 이후 세계경제 불안 요인이 발생할 때마다 상대적으로 안전자산으로 인식되어 통화 가치가 상승하는 현상을 보임.
- 그러나 낮은 경제성장률과 높은 국가 채무, 빠르게 진행되는 고령화 등 일본경제의 중·장기적 전망은 긍정적이지 않아 엔화가 안전자산인지에 대한 논란이 계속되고 있음.
 - 일본경제의 장기 저성장이 지속되고 있고, 과도한 국가부채로 인해 국제 신용평가사들이 신용등급을 하향조정하고 있음.
 - 한편, 리스크 확대 기간에 엔화가 상승하는 것은 경제의 펀더멘털 때문이 아닌 관성적·거래적 요인 때문으로 엔화는 진정한 안전자산이 아니라는 주장도 제기
- 일본은 우리나라와 무역 및 금융 시장에서 밀접히 연관되어 엔화가치의 향방 및 변동성이 경제에 미치는 영향이 큼.
 - 한국은 수출시장에서 일본과 경쟁관계에 있는 상품이 많아서 엔화의 가치 변동으로 한국 수출기업의 성과도 영향을 받음.
 - 엔화는 한국의 외환보유고를 구성하는 6개 주요 통화 가운데 하나이며, 국내에 유입된 엔화 캐리트레이드 자금이 많아서 금융시장에서도 엔화의 가치 변동으로 인한 영향이 적지 않음.
- 이에 보고는 엔화가 금융시장에서 안전통화(safe-haven currency)로 간주되고 있는 배경과 이러한 위상의 향후 전망에 대해 살펴보고자 함.

2. 엔화가 안전자산으로 인식되는 근거

- 1970년 이래 엔화 가치는 추세적으로 상승해 왔으며, 이는 일본 및 엔화가가 오랜 기간 신뢰를 형성하며 안전자산으로서 자리매김해 왔음을 시사하고 있음.

- 1970년, 350엔을 상회하던 일본 엔/달러 환율은 플라자 합의(1985년)를 계기로 급격히 절상되었으며, 1995년 역플라자 합의¹⁾에도 불구하고 절상추세가 역전되지 않고 지속세를 보임.
- 특히 국제 금융시장의 리스크가 확대되는 시기에 엔화 가치 상승추세가 확연하게 나타나고 있으며, 글로벌 금융위기 확대기간에도 주요국 통화대비 엔화 가치가 상승함(그림 1 참고).

그림 1. 주요국 통화대비 엔화 가치



자료: 한국은행 경제통계시스템(검색일: 2016. 8. 21).

- 엔화가 장기 저성장과 높은 정부부채 비율에도 불구하고 안전자산으로 인식되는 배경으로 ① 큰 경제규모 및 낮은 불확실성 ② 경상수지 흑자지속 및 거대한 대외 순자산 규모 ③ 대외충격에 대한 낮은 민감도 등을 들 수 있음.

가. 거시경제 환경

- [큰 경제규모] 일본의 GDP는 2015년 기준 4조 1,232억 달러로 미국(약 18조 달러), 중국(약 11조 달러)에 이어 세 번째로 큰 규모임.
 - 세계 GDP(73조 달러)에서 일본의 비중은 5.61%로, 과거에 비해 감소했지만 여전히 높은 수준을 유지(표 1 참고)
 - 경제규모는 한 국가의 통화가 안전자산이 될 수 있는 가장 기본적인 요소로 주요 안전통화는 모두 명목GDP 상위 20위 이내 국가임.
 - o 특히 안전통화국 가운데 경제규모가 큰 국가, 즉 미국, 일본, 영국, 유로존(독일, 프랑스 등)은 기축통화국으로서의 역할을 함.

1) 1995년 G7 국가들의 경제장관, 중앙은행 총재들이 엔저를 유도하기 위해 모였는데, 엔고를 유도하고자 했던 ‘플라자합의’에 대비해 ‘역플라자합의’라고 한다.

표 1. 명목GDP 상위 20개국(2015년)

(단위: 십억 달러, %)

순위	명목 GDP	국가	비중	비고	순위	명목 GDP	국가	비중	비고
1	17,947	미국	24.44	기축통화 안전자산	11	1,378	한국	1.88	-
2	10,866	중국	14.80	준기축통화	12	1,340	호주	1.82	안전자산
3	4,123	일본	5.61	기축통화 안전자산	13	1,326	러시아	1.81	-
4	3,356	독일	4.57	-	14	1,199	스페인	1.63	-
5	2,849	영국	3.88	기축통화 안전자산	15	1,144	멕시코	1.56	-
6	2,422	프랑스	3.30	-	16	862	인도네시아	1.17	-
7	2,074	인도	2.82	-	17	753	네덜란드	1.02	-
8	1,815	이탈리아	2.47	-	18	718	터키	0.98	-
9	1,775	브라질	2.42	-	19	665	스위스	0.91	안전자산
10	1,551	캐나다	2.11	안전자산	20	646	사우디	0.88	-

자료: World Development Indicators(검색일: 2016. 8. 19).

■ [경제의 낮은 변동성] 일본경제는 저성장의 문제를 안고 있지만, 성장률의 변동성이 낮아서 1990년 이후 GDP 성장률의 분산이 미국, 영국, 다음으로 낮은 수준임을 확인할 수 있음.

표 2. 주요국 경제성장률의 변동성

(단위: %)

한국	미국	일본	중국	영국	독일	대만
3.60	1.68	2.12	2.47	1.78	2.18	2.96

주: 1) 변동성은 경제성장률의 표준편차로 측정.
2) 1990~2015년의 연간 성장률.
3) 유로 지역은 개별국의 GDP가 합계되며 변동성이 낮아지기 때문에 제외함.
자료: 한국은행 경제통계시스템(검색일: 2016. 8. 19).

- 일본 경제성장률의 변동성은 2.12%로 미국(1.68%), 영국(1.78%)보다는 높게 나타났지만, 독일(2.18%), 대만(2.96%), 한국(3.60%)보다 낮음(표 2 참고).
- 대표적 안전통화국인 미국, 영국, 유로 지역 및 유로화 도입 이전 독일 등도 경제규모는 크지만 성장률이 낮은 변동성을 보여 경제변동성을 안전통화의 공통된 조건으로 볼 수 있음(그림 2 참고).

그림 2. 주요국 경제성장률



주: 전년대비 연간 성장률.
자료: 한국은행 경제통계시스템(검색일: 2016. 8. 19).

나. 안정적 대외 지불능력

■ [경상수지 흑자] 일본은 20년 넘게 지속된 경상수지 흑자를 바탕으로 안정적 대외 지불능력에 대한 신뢰를 획득하고 있음.

- 경상수지 흑자는 풍부한 외환보유액 확보, 순국채투자 흑자로 이어져 일본의 대외지불 능력을 강화

표 3. GDP 대비 경상수지

(단위: %)

구분	한국	미국	일본	중국	영국	유로지역	독일	대만
2014년	5.98	-2.25	0.78	2.66	-5.08	2.46	7.27	12.34
2005~14년 평균*	3.19	-3.59	2.74	4.89	-3.01	0.76	6.13	8.66

주: * 한국, 미국, 중국, 유로지역은 2005~15년 평균.

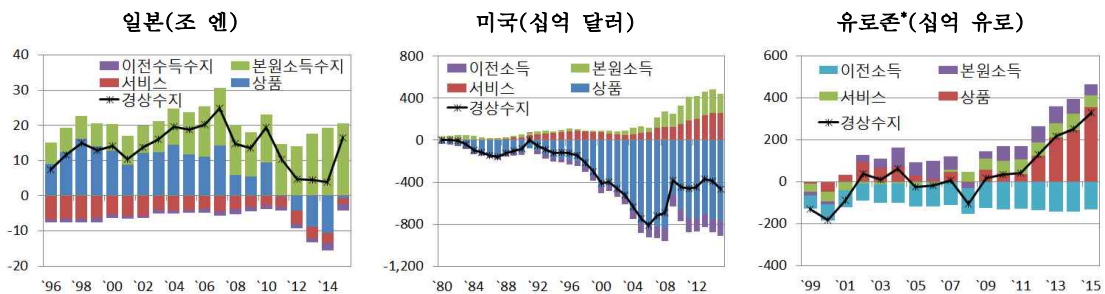
자료: 한국은행 경제통계시스템(검색일: 2016. 8. 19).

- 다만 미국, 영국 등의 경상수지 적자를 감안하면 높은 경상수지 흑자가 안전자산이 되는 필수 요건이라고 할 수는 없음.
- 안전자산으로 인정받기 위해서는 대외지불 능력에 대한 신뢰가 바탕이 되어야 하는데, 일본의 경우 경상수지 흑자가 그 역할을 수행하였음.

■ [소득수지 흑자] 2000년대 이후 일본의 본원소득수지가 흑자를 지속하면서 무역수지의 적자 시기에도 경상수지를 흑자로 유지할 수 있는 기반을 제공하고 있음.

- 일본은 본원소득의 흑자규모가 지속적으로 확대되어 왔으며, 본원소득수지 흑자는 글로벌 금융위기 이후 상품 및 서비스 계정에서 발생한 큰 폭의 적자에도 불구하고 경상수지 흑자를 유지할 수 있었던 배경이 됨.

그림 3. 주요국 경상수지



주: * 유로를 사용하는 19개 국가.

자료: CEIC(검색일: 2016. 8. 19).

- 본원소득수지는 대외금융자산 및 부채와 관련된 배당, 이자 등의 투자소득과 근로소득인 급여 및 임금 등으로 구성되어 있어서 상품수지와 달리 국제경제의 충격에 덜 민감하기 때문에 안정적인 외화 창출원으로 작동됨.

■ **[대외순자산국]** 일본은 순국제투자 부문에서 수년간 1위를 지켜왔으며, 2, 3위인 중국 및 독일보다 2배 가까이 높은 수준임.

- 국제투자대조표는 한 나라 거주자의 비거주자에 대한 금융자산(대외투자) 및 금융부채(외국인투자) 잔액을 보여주는 통계로, 순국제투자가 흑자라는 것은 금융자산이 금융부채보다 큰 순채권국임을 의미함.
- Botman *et al.*(2013)²⁾은 안전통화국들의 공통적인 특성으로 낮은 이자율, 큰 폭의 순대외자산 포지션, 풍부한 유동성과 심화된 금융시장 등을 제시한 바 있음.

표 4. 순국제투자(Net IIP)

(단위: 십억 달러)

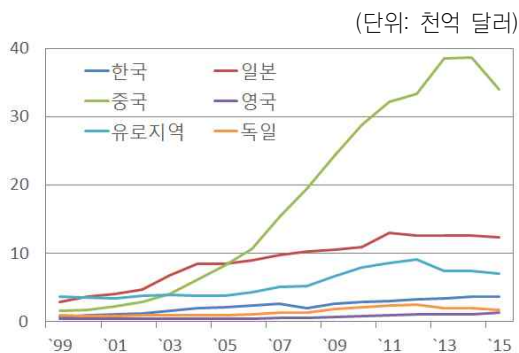
순위	국가	2012	2013	2014	2015
1	일본	3,458	3,093	3,012	2,815
2	중국	1,866	1,996	1,603	1,597
3	독일	1,019	1,314	1,452	1,613
4	홍콩	722	758	870	979
5	사우디아라비아	685	763	792	703
6	노르웨이	495	633	708	705
7	스위스	860	739	690	614
8	싱가포르	586	605	578	597
9	네덜란드	263	295	457	448
10	벨기에	265	281	279	276

자료: IMF(검색일:2016. 8. 29).

■ **[풍부한 외환보유액]** 일본의 외환보유액은 중국 다음으로 높은 수준으로, 2016년 6월 말 기준 1조 2,654억 달러에 이룸.

- 외환보유액은 한 나라의 대외지급 능력에 대해 신호(signal)를 보낼 수 있는 가장 기본적인 수단임.
- ※ 엔화와 함께 안전자산으로 통용되는 스위스의 경우에도 전 세계 외환보유액 가운데 넷째로 많은 외환보유액을 축적하였으며, 약 6,700억 달러(2016년 6월 말)에 이룸.

그림 4. 외환보유액



자료: 한국은행 경제통계시스템(검색일: 2016. 8. 21).

표 5. 주요국의 외환보유액

(단위: 억 달러)

순위	국가	규모	순위	국가	규모
1	중국	32,052	6	러시아	3,928
2	일본	12,654	7	한국	3,699
3	스위스	6,744	8	브라질	3,642
4	사우디아라비아	5,700	9	인도	3,632
5	대만	4,336	10	홍콩	3,606

주: 1) 말잔 기준, 2) 2016년 6월 말 기준.
자료: 한국은행(2016), '2016년 7월 말 외환보유액', 보도자료 (8월 2일)

2) Botman, Dennis PJ, Irineu de Carvalho Filho, and W. Raphael Lam(2013), "The curious case of the yen as a safe haven currency: a forensic analysis," IMF Working Paper, WP/13/228, p. 4.

다. 대외충격에 대한 강건성(robustness)

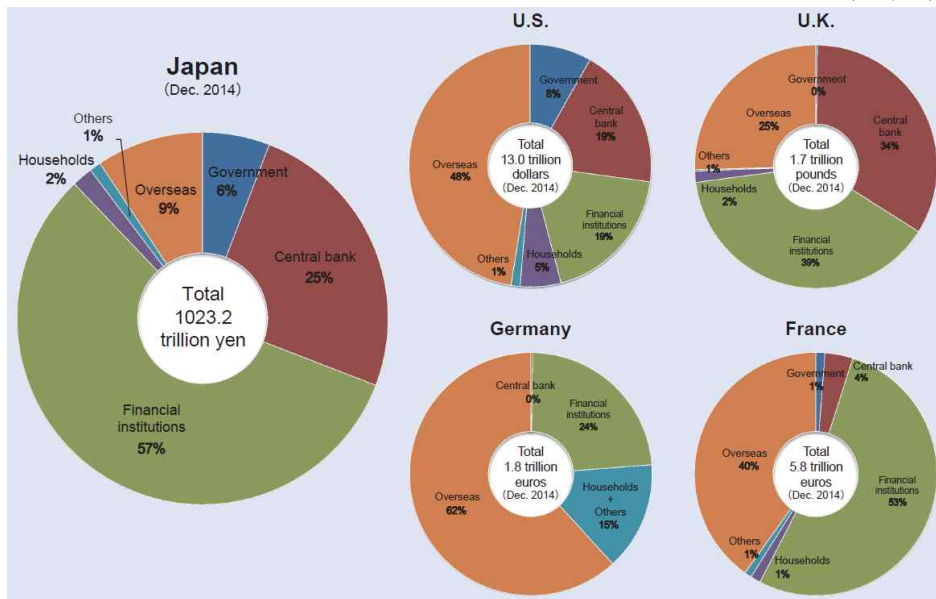
■ [자국민 중심 국채보유] 일본은 높은 정부부채 비율에도 불구하고 국채의 상당 부분을 자국민이 보유하여 대외 충격에 강함.

- 일본의 경우 국채의 90% 가까이를 자국민이 보유하여 외국인의 투자 행태, 특히 근집현상에 덜 민감하여 통화가치의 안정성이 높음.

o 10% 내외에 불과한 대외 국채보유 비중은 미국(48%), 영국(25%), 독일(62%), 프랑스(40%)에 비해 상당히 낮은 수준임.

그림 5. 주요국의 경제주체별 국채보유(2015년 말)

(단위: %)



자료: 일본 재무성(2016), "Debt Management Report 2015," p. 34.

- 다만 국채의 대부분을 자국 금융기관이 보유하고 있어 금융기관의 국채 익스포저가 높음.³⁾

o 금리인상으로 국채 가격이 하락하는 경우 시중은행·생명보험 등의 민간금융기관 대부분이 금리변동 리스크에 노출⁴⁾될 위험 존재

라. 거래적 요인

■ [캐리트레이드] 위기 확대기간에 엔화 가치가 상승하는 또 다른 원인은 엔화가 캐리트레이드의 주요 차입통화로 활용되고 있어서 위기 시 본국으로의 회귀수요가 크게 증가하는 거래 구조 때문임.

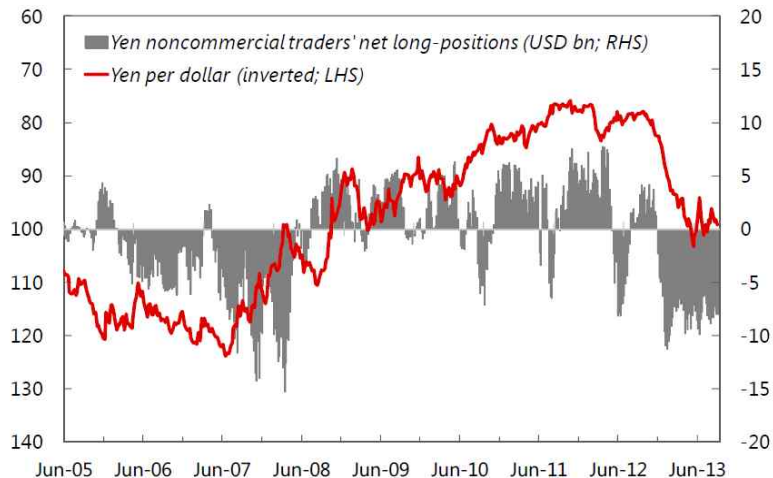
3) 한국금융연구원(2012), 「일본 은행들의 자국국채 과다보유 현황 및 시사점」, 『주간 금융브리프』, 21권 49호, p. 16.

4) 이재원(2013), 「일본은행 국채보유 현황 및 정책적 시사점」, 『해외경제 포커스』, 제2013-36호, p. 11.

- 국제 금융시장에서 위기우려가 확대될 경우 엔 캐리트레이드가 청산되는 과정에서 엔화로 매입한 해외자산 매각으로 달러화 공급이 증가하고, 엔화 수요가 상승하여 엔화 가치 고평가가 나타남.⁵⁾
- 위기 재발 시 이전 위기에서 나타난 엔화 가치 상승에 대한 자기실현적 기대로 엔화 가치가 상승하는 현상도 발생하고 있음.
- Botman *et al.*(2013)⁶⁾에 의하면 엔화의 방향성은 엔화에 대한 투기적 포지션으로 설명 가능하며, 투기적 포지션이 환율을 설명하는 정도는 스위스 프랑보다 민감함.
- o 미국 상품선물거래위원회(CFTC)의 비상업⁷⁾ 파생상품 포지션(Non-Commercial Derivatives Positions)을 통해 투기적 자금 흐름을 살펴본 결과, 위험 확대기간에 엔화에 대한 비상업 순매수 포지션이 증가(그림 6 참고)

그림 6. CFTC 엔화 파생상품 포지션과 엔화 환율

(단위: 계약 수, 엔/달러)



자료: Botman *et al.*(2013), "The curious Case of the Yen as a Safe Haven Currency: A Forensic Analysis," WP/13/228, p. 9, IMF.

3. 향후 안전자산으로서의 엔화에 대한 전망

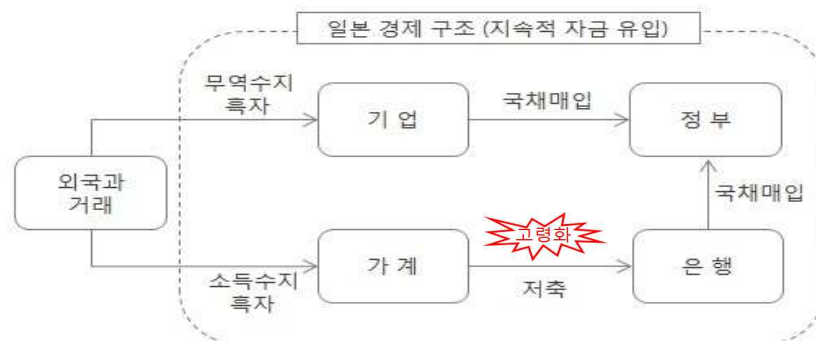
가. 안전자산 입지의 불안 요인

■ [높은 정부부채 비율] 정부부채의 보유주체 구성이 대내에서 대외로 변화하는 구조적 변화가 감지되고 있음.

- 5) 이홍직, 이광원(2011), 「엔화가 안전자산으로 평가되는 배경」, 『국제경제정보』, 제2011-35호, p. 8, 한국은행.
- 6) Botman, Dennis PJ, Irineu de Carvalho Filho, and W. Raphael Lam,(2013), "The curious case of the yen as a safe haven currency: a forensic analysis," IMF Working Paper, WP/13/228.
- 7) 비상업적 자금흐름은 헤지펀드 등 투기적 시장 참가자의 예상을 반영하는 반면, 상업적 자금 흐름은 실수요자의 시장 참여를 반영한다.

- 실제로 외국인의 일본 국채보유 비율이 증가하고 있는데, 2016년 3월 기준 외국인의 국채보유 비율이 10%⁸⁾를 돌파
- o 금융기관의 건전성 및 수익성이 하락하고 있으며, 가계의 가처분소득 증가세가 둔화됨에 따라 장기적으로 증가하는 국채 발행 물량을 자국 내에서 소화하기는 어려울 전망
- 일본은 그동안 높은 무역수지 흑자, 막대한 해외 자산, 높은 국내 저축률로 해외자본에 의존하지 않고도 국채 발행이 가능했으나, 2012년 이후 상품수지 적자가 지속되고 저축률도 하락하여 해외자본을 대상으로 국채 발행이 증가⁹⁾
- 현재 일본의 국채가 GDP의 249%를 상회¹⁰⁾하고 있으나 실질금리가 마이너스를 유지하고 있어서 정부의 실질적인 재정부담이 높지 않은 편이나, 글로벌 금리 상승과 국내 저축률 하락 등으로 금리가 상승하기 시작하면 1%의 상승에도 GDP 2.5%에 상당하는 재정부담이 증가함.
- 일본은 정부 재정의 35.6%를 국채로 조달¹¹⁾하고 있어서 매년 GDP의 5%에 달하는 부채의 증가요인이 되고 있으나, 가까운 장래에 이를 감축할 수 있는 가능성은 높지 않아서 정부부채의 증가가 지속가능하지 않게 될 경우 엔화에 대한 신뢰에도 악영향을 미칠 우려가 있음.

그림 7. 일본의 국채매입 흐름도



자료: 조병구(2012), 「日, 무역수지 적자 경제 패러다임 바꾸나, KOTRA 해외시장뉴스, <http://news.kotra.or.kr/user/globalBbs/kotranews/3/globalBbsDataView.do?setIdx=242&dataIdx=112344>(검색일 2016. 9. 22).

■ [고령화] 고령화와 저출산으로 생산가능인구가 감소하여 성장률 개선이 제한되고, 재정 건전성 개선이 지연되는 경우 엔화에 대한 신뢰 저하(그림 8 참고)

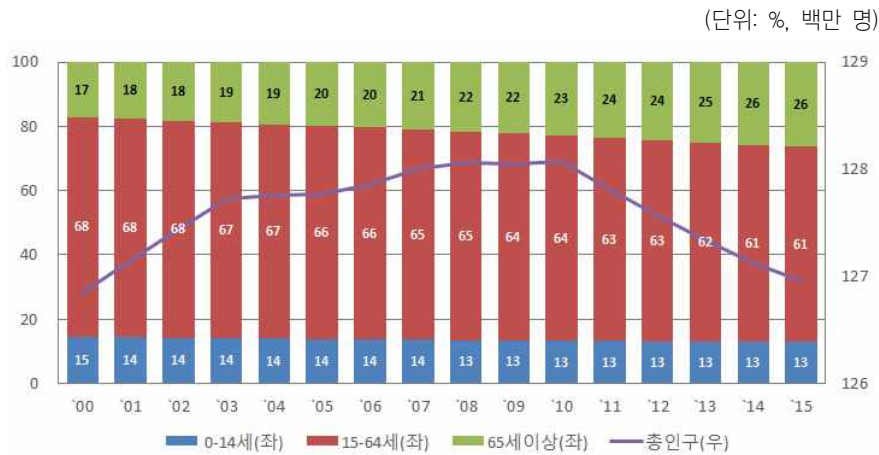
- 인구감소로 인한 저성장을 막기 위해 아베노믹스 2.0에서는 ‘1억(명) 총활약 사회’를 목표로 정책대안을 제시하기에 이룸.
- o 아베노믹스 2.0은 ‘꿈을 만들어내는 육아지원’, ‘안심으로 연결되는 사회보장’ 등 저출산·고령화 대책을 포함하

8) 일본 재무성(2016), “Debt Management Report 2015,” p. 34.
 9) 조경엽, 허원제(2014), 「아베노믹스 평가와 시사점」, 『정책연구』, 2014-18, p. 14, 현대경제연구원.
 10) Mitsuteru Nakayama(2016), “The Mid-term Economic and Fiscal Policy in Japan,” The 10th Trilateral Workshop of KIEP-PRI-CASS(2016. 6. 1), p. 5.
 11) Mitsuteru Nakayama(2016), “The Mid-term Economic and Fiscal Policy in Japan,” The 10th Trilateral Workshop of KIEP-PRI-CASS(2016. 6. 1), p. 1.

고 있으나 효과는 미지수이며, 변화가 가시화되려면 시간이 필요하므로 당분간 인구구조에 따른 저성장 국면이 유지될 수밖에 없음.

- 고령화는 세수 감소, 복지·의료지출 증가 등 세출 확대를 야기하여 재정건전성을 악화시키는 요인으로 작용

그림 8. 일본 인구구성의 변화



자료: World Development Indicators(검색일: 2016. 8. 29).

- 고령화는 일본 국채의 보유주체를 ‘국내에서 해외로’ 변화시킬 가능성이 높아짐.
 - o 일본 국채의 대부분은 고령세대가 보유하고 있어 지금까지는 해외 충격이 발생하여도 급격한 매도가 발생하지 않았음.
 - o 그러나 현 고령세대가 사망하는 경우 젊은 세대가 이전 세대와 같이 국채를 보유할 경제적 능력을 지녔는지에 대한 의혹이 제기됨.
- 현 20~30대는 버블경제가 붕괴된 이후의 세대로, 경제활동인구에 편입된 이후 경기호황을 한 번도 경험하지 못한 세대여서 낮은 임금과 부동산시장 침체로 자산을 형성할 기회가 부재하였음.
 - o 따라서 이전 세대들과 달리 국채를 수요할 여력이 낮으며, 국내에서 소화되지 못한 국채 물량을 외국인이 매입하여 국채의 외국인 보유비율도 상승하고 있음.
 - o 국채 소유주체 가운데 가계부문의 비중은 2%에 불과하나, 가계의 저축여력 감소는 은행의 자금조달 능력 저하로 이어져 자국 금융기관의 국채매입 축소로 이어짐(그림 7 참고).

■ [세계경제에서의 영향력 저하] 중국의 급속한 부상으로 미국과 중국이 G2로 명명되며 국제경제·사회에서 일본의 영향력이 감소하고 있음.

- 일본은 1971~90년 중 평균 경제성장률이 4.6%에 달했으나, 1991~2015년 중 평균 경제성장률이 0.9%로 크게 하락하였음.
- 2009년 중국이 일본의 GDP를 앞지르며 미·일이 주도하던 세계경제 구조가 미·중 중심으로 개편됨(그림 9 참고).
- ※ 실질 GDP(2010년 기준, 억 달러): 3조 2,513억 달러(일본), 5조 4,592억 달러(중국)

그림 9. 미·중·일 GDP 추이

(단위: 조 달러)

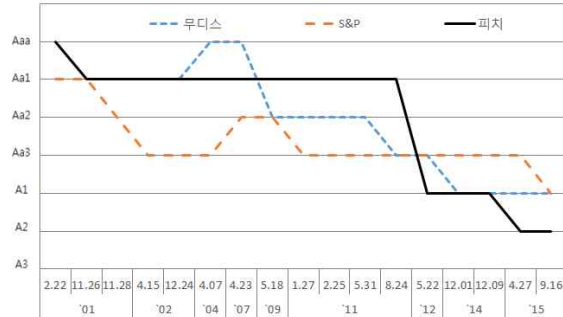


주: 2010년 기준 실질 GDP.

자료: World Development Indicators(검색일: 2016. 8. 19).

그림 10. 일본의 국가 신용등급

(단위: 등급)



자료: Bloomberg(검색일: 2016. 8. 26).

■ [대외적 신인도 하락] 일본의 신용등급은 평가시작 이래 두 차례를 제외하고 지속적으로 하향세를 보임(그림 10 참고).

- 국가 신용등급의 하락은 일본의 대외적 신인도가 낮아졌음을 의미하며, 향후 통화가치에 대한 시장의 인식도 달라질 우려가 있음을 시사함.

나. 안전자산 입지를 유지할 수 있는 요인

■ 일본의 국가부채 증가와 국제적 영향력이 감소함에 따라 안전자산으로서의 엔화에 대한 의구심이 증폭되고 있으나, 안전자산에 대한 수요 및 공급 여건으로 인해 향후에도 당분간 엔화가 안전자산으로 유지될 전망

■ [글로벌 안전자산의 공급 부족] 유로화에 대한 신뢰가 하락하고 있으나, 위안화가 유로화를 대체하기에는 국제적 신인도가 부족하며, 미국의 경기회복으로 미정부가 재정건전성을 확보하고자 하는 경우 미국채 발행규모가 감소하여 안전자산 공급이 부족하게 될 것임.

- [유럽] 영국의 브렉시트 결정으로 향후 수년간 유로화와 파운드화 모두 안전자산으로서의 매력이 감소함.
- o 브렉시트 결정은 유로화 및 파운드화에 대한 대외 신인도를 하락시켰으며, 그 실현 과정에서 야기될 불확실성으로 관련 지역의 경제성장에도 부정적 영향이 예상되며 통화가치도 불안해질 전망
- [중국] 위안화의 국제거래 규모가 증가하고 있으나 여전히 적은 규모이며, 정부의 안정적 경제운용에 대한 신뢰가 부족하여 당분간 위안화에 안전자산으로서의 역할을 기대하기는 어려움.

※ 세계 외환시장의 통화별 거래비중¹²⁾(2016년 4월 일평균 기준, %): 미국 달러화(87.6%), 유로화(31.3%), 일본 엔화(21.6%),

그림 11. 엔화 가치 결정의 단기 요인



자료: 저자 작성.

영국 파운드화(12.8%), 중국 위안화(4.0%)¹³⁾

※ 위안화 거래 비중 추이: 2004년(0.1%) → 2010년(0.9%) → 2016년(4.0%)

- [미국] 미국이 재정 건전화를 위해 미국채 물량의 공급규모를 현재보다 줄일 경우 안전자산 공급이 감소
- o 미국은 수차례 재정절벽에 직면한 바 있기 때문에, 경기 회복추세가 가시화되는 경우 재정의 건전화를 추진할 것으로 보임.

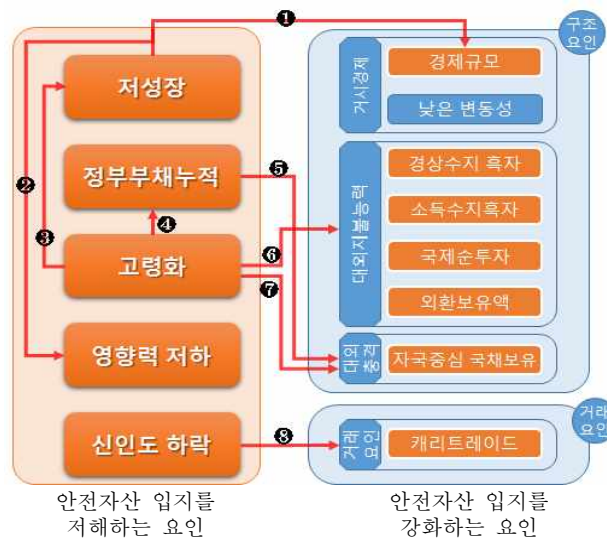
■ [신흥국의 외환보유고 다변화] 글로벌 금융위기 이후 달러 중심의 외환보유고 구성이 다변화되고 있어 엔화자산에 대한 수요가 상대적으로 증가할 수 있음.

- 중국을 비롯한 신흥국은 외환보유액이 미국국채에 편중되어 달러화 가치 변동으로 인한 시장 리스크에 노출되어 있으므로 이를 변화시키려는 경향이 증가함.

4. 평가 및 정책적 시사점

가. 평가

그림 12. 엔화 가치 결정의 장기 요인



자료: 저자 작성.

■ 안전자산으로서 엔화의 입지가 중단기적으로는 유지될 수 있을 것으로 보이나, 경제 펀더멘털의 약화로 장기적으로는 유지되기 어려울 전망

12) 한국은행(2016), 「2016년도 BIS 주관 ‘세계 외환 및 장외파생상품 시장 조사(거래금액 부문)’ 결과」, 보도자료 (9월 2일)

13) 외환거래 특성상 거래 양방의 통화를 합산하며 비중의 합계는 200%로 나타남.

- 우선 경제규모는 저성장으로 인해 정체되어 있으며(①), 고령화와 맞물려 생산인구가 감소하는 등 비우호적 환경이 형성(③)되고 있음.
- 고령화는 저축을 낮추고 정부지출을 증가(④)시켜 해외자산 매각(⑥)으로 이어질 수 있는바, 이는 국제순투자 와 소득수지 감소로 이어지며 외환보유액 축소를 가져와 대외지불능력 저하로 이어짐.
- 아울러 고령화는 국채발행의 필요성을 증가시키나(④), 이를 매입할 주체가 감소하여 자국 내에서 공급량을 흡수할 여력이 감소하고 대외 의존도가 증가하여 대외 충격에 대한 대응력이 약화될 전망(⑤, ⑦)

■ 시장 참여자의 경우 엔화 가치의 변동에 대한 장기적 대응과정에서 엔화 가치의 방향성 변화에 대비하여 서로 다른 전략적 포지션을 구축하는 것이 바람직할 것으로 사료됨.

- 캐리트레이드의 경우 위기확대 시 엔화 가치가 상승해왔기 때문에 불확실성이 증폭되는 경우 엔화가 상승에 대한 기대로 관성적인 거래가 이루어짐.
- 그러나 펀터멘탈에 기초하지 않는 기대의 경우, 국제시장 참가자의 기대가 급작스럽게 반전되어 거래적 요인에 의한 엔화 절상 메커니즘이 작동하지 않을 수 있음(⑧).
 - 일본의 지속적인 신용등급 하락과 지속된 양적·질적 완화 및 마이너스 금리정책에 대한 지속가능성에 대해 국제 금융시장 참가자가 의구심을 지니게 되는 경우 상황이 급변할 수 있음.

나. 시사점

■ [소득수지 확대] 안전통화로서 엔화의 가치를 유지하는 주요 요인 중 하나는 소득수지 흑자를 통한 경상수지 흑자 현상으로, 한국도 무역수지의 흑자 지속이 어려워질 것에 대비하여 소득수지의 흑자 확대를 위한 사전적 노력 필요

- 일본은 1980년대 중반 이후 대외직접투자를 확대해나갔으며 2005년 경제재정자문회의를 통해 2030년경 무역수지 적자를 상정하고 소득수지 확대방안을 마련
 - 일본은 2005년에 최초로 소득수지가 상품수지를 추월한 이후 2015년의 본원소득 수지는 1996년대비 3.26배, 2006년 대비 1.45배 증가하는 등 증가 기조를 유지해오고 있음.
- 일본이 이와 같이 전략적으로 소득수지 흑자를 유도한 이유 중의 하나는 무역수지 흑자로 인한 통상마찰에 대응하기 위함임.
- 지난 4월 미 재무부는 대미 무역(상품)수지 흑자의 200억 달러 초과 등을 이유로 한국을 관찰대상국 (monitoring list)으로 분류한바 있으므로, 경상수지 흑자에 대한 국제사회 압력에 대한 대응방안으로 소득수지 확대를 검토할 필요
 - 한국의 대미 무역(상품)흑자는 2015년 중 232억 달러로, 미국은 지속적으로 환율절상 압력을 가해오고 있는 실정임.
- 소득수지 원천의 확대는 통상압력에 대응하는 한편, 외화자산 부채의 비대칭적 소유 구조를 완화하는 효과도 기대할 수 있음.
 - 글로벌 금융위기에서 경험하였듯이 외화부채는 민간이 보유하고, 외화자산은 중앙은행이 보유하는 비대칭적 외화 보유 구성은 충격에 대한 경제의 민감도를 높이고 과도한 외환보유액 축적으로 이어짐.

- 소득수지 확대는 환율 변동으로 인한 해외 충격을 민간에서 자체적으로 흡수할 수 있게 하여 중앙은행의 저수익 외화자산 보유(외환보유고)로 인한 비용부담을 줄이고, 통안증권 발행에 따른 이자부담 경감 및 중앙은행 수지 개선에도 도움이 될 것임.

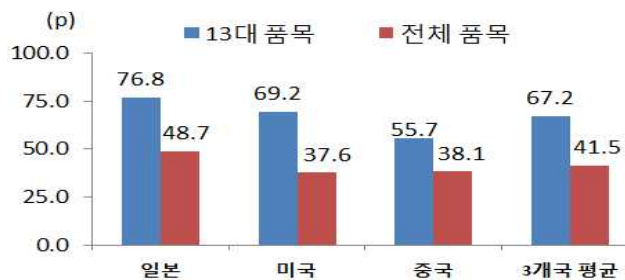
■ [장기적 관점에서의 포트폴리오 재구성] 자산부채의 구성 및 만기구성에 있어 엔화 가치 하락에 대비하여 포트폴리오를 재구성할 필요가 있음.

- 장기적으로 일본경제에 대한 신뢰 저하로 엔/달러 환율이 상승하는 경우 엔화자산의 가치 하락에 의한 자산 평가 손실이 발생하기 때문에 장기 엔화자산 보유를 축소시킬 필요가 있음.
- 이는 기업의 해외 자산, 금융기관의 대외 자산, 한국은행의 외환보유액 구성에 대한 재조정이 필요할 수 있음을 시사함.

■ [수출경쟁력 확보] 엔화가 점차 비안전자산화 되는 경우, 엔화 가치 하락은 국내 수출기업의 가격경쟁력 약화요인으로 작용하는바, 현재 진행 중인 구조조정을 통해 미래 성장동력에 대한 경쟁력을 확보할 필요가 있음.

- 세계 수출시장에서 우리나라의 수출 경합도는 일본, 미국, 중국 순으로 나타나며 특히 산업통상자원부에서 선정한 13대 수출 주력품목¹⁴⁾의 경우 일본과 더 높은 경합도를 보임(그림 13 참고).¹⁵⁾
- 다만 엔화 가치 하락에 대해 출고가격 하락 등으로 대응하는 것은 지속가능성이 낮기 때문에, 구조조정을 통한 경영 합리화와 핵심 원천기술 확보를 통해 장기적인 수출경쟁력을 확보할 필요 KIEP

그림 13. 한국과 주요국 간 수출경합도*(2015년)



주: * 수출구조가 유사할수록 경쟁이 높다는 가정하에서 특정 시장에서 양국간의 경쟁 정도를 보여주는 지표로, 100p에 가까울수록 수출상품 구조가 유사하여 경쟁적인 상태에 있음을 의미함.

자료: 문병기(2016), 「세계 수출시장에서 우리나라 주력품목의 경쟁력 국제비교」, 한국무역협회 국제무역연구원.

14) 석유제품, 자동차, 일반기계, 평판디스플레이, 석유화학, 자동차부품, 가전, 철강제품, 반도체, 무선통신기기, 컴퓨터, 섬유류, 선박류 등 13개 품목.

15) 문병기(2016), 「세계 수출시장에서 우리나라 주력품목의 경쟁력 국제비교」, 한국무역협회 국제무역연구원.