

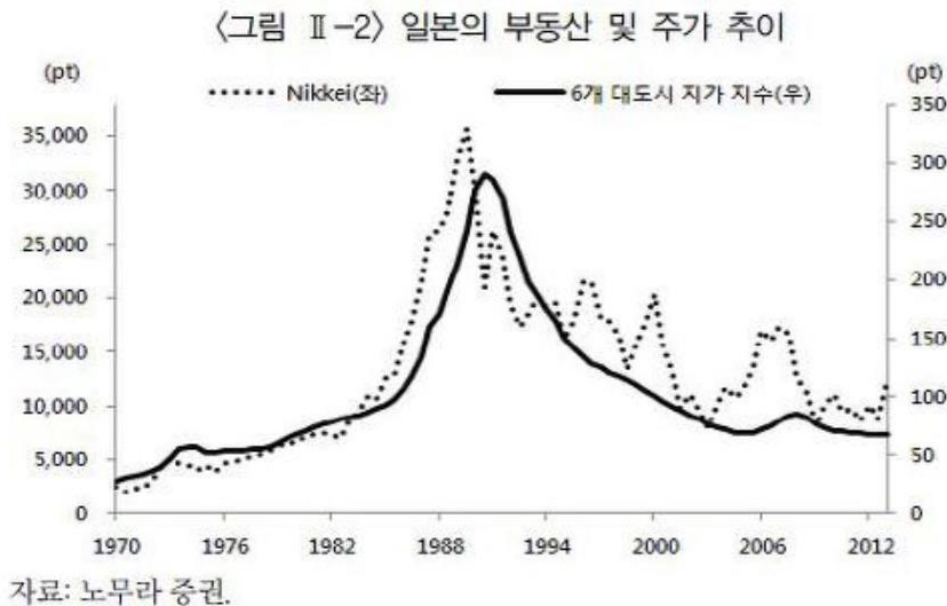
Buysignal 이슈 토의: 엔저

10기 1조/2023.11.22

서론

1. '엔저 현상' 개요

일본은 미국의 주도로 이루어진 플라자 합의(미국, 일본, 독일, 영국, 프랑스)에서 수출 경쟁력이 높았던 일본을 견제하면서, 한편으로는 미국 수출 경쟁력을 높이고 미국의 지속적인 무역수지 적자를 개선하기 위해 일본 엔화 가치를 절상하는 사안에 대해 합의했었다. 합의 이전 1달러 242엔에 거래되던 엔달러 환율은 1988년 초 1달러 128엔까지 하락하며 엔화 가치가 급격하게 상승하게 되었다.



엔화 가치 절상에 환리스크를 크게 떠안은 미국 채권 등의 투자 자금들이 일본 시장으로 유입되었고, 이로 인해 일본 내 주식 및 부동산 가격이 크게 급등하였다. 일본 내 주식과 부동산 가격의 급등은 개인과 기업의 수익 증대와 자산 가치의 급등으로 이어졌고 일본 금융 시장에는 버블경기가 발생하기 시작했다. 그러나 1990년대 초 주가, 지가 등의 자산가치가 급격하게 하락하면서 실물경제보다 훨씬 많은 금융 거래를 동반했던 버블 경제는 붕괴하게 되었고, 이후 '잃어버린 20년'이라고 하는 일본의 초장기 경제침체가 시작되었다. 1989년 4월 1일부터 소비세가 도입되어 경제에 영향을 끼쳤고 일본은행에 의한 급속한 금융 긴축정책과 총량 규제를 계기로 한 신용 경색 등으로 경제 활동이 점차 수축되었다. 닛케이 평균주가는 1989년 최고치

38,915 엔 87 전을 정점으로 하락했으며 1990년에는 23,848 엔 71 전까지 하락했고 1990~1991 년경 버블 붕괴를 초래했다.

본래대로면 정부가 경기대책에 전력을 쏟아부어야 했을 시기지만, 당시는 55 년 체제의 붕괴, 자민당의 분열과 비자민당 연립정권 탄생 이후 3 당연립정권(자민당, 일본사회당, 신당사키가케)이 들어서는데 정권의 틀이 계속 바뀌면서 유효한 경기 대책을 세우지 못한 채 시간이 흘러갔다.

긴급경기부양책 등으로 1993 년경을 바닥으로 경기가 완만하게 회복되고 호전의 조짐도 보이기 시작했다. 그러나 재정의 재건을 서두르는 정부는 세수를 확보하는 수단으로 소비세에서 활로를 찾으려고 했다. 또한, 한신아와지(阪神淡路) 대지진 피해의 회복을 위한 재원을 확보하기 위해 1997 년 하시모토 정권은 국민의 반발에도 불구하고 소비세 인상을 단행했다. 이는 소비의 급격한 감소를 초래하여 같은 시기에 발생한 아시아 통화위기, 부실채권 문제를 처리하기 위한 국가 대차대조표 조정에 따른 금융기관의 잇따른 파산 등이 겹치면서 경제상황이 악화됐다.

이후 인터넷버블(IT 경기)과 그 붕괴에 따른 경기 변동 후, 2000 년대 초반에는 고이즈미 구조 개혁의 영향으로 경기는 바닥을 치고 완만한 회복세를 지속했다. 고이즈미 정권 하에서 은행의 불량채권 처리를 완료하고 대기업은 실적이 개선됐다. 성장률은 2% 내외로 유지됐으며 닛케이평균 주가도 상승했다. 장기적으로 제로금리 정책이 취해졌다. 하지만, 은행의 돈이 기업에 투자가 되지 않음으로써 닛케이평균 주가는 20,000 엔을 넘지 못했고, 2006년에는 17,225 엔 83 전이 최고였다. 이는 1990 년대의 평균보다 낮은 값이다. GDP 디플레이터에 관해서도 1990 년에 비해 100%를 삭감한 후 디플레이션으로 빠졌고 이후 회복하지 못했다.

2008 년 서브프라임론 문제가 원인이 되어 세계동시불황으로 경기가 급격히 악화. GDP 가 마이너스 성장을 기록했다. 또한 리먼쇼크와 그리스위기로 달러와 유로의 가치가 급락했기 때문에 엔화 가치가 상대적으로 높아졌다. 정부와 일본은행의 대응 지연으로 인해 엔고 추세를 막지 못하여 달러당 80 엔대 중반까지 상승하고 원유가의 상승 등으로 수출 감소와 기업의 해외 유출이 진행되었다. 일본과 미국의 경제는 마이너스 성장에 빠져 중산층의 몰락(빈곤층으로의 전락)이 급속히 진행되었다.

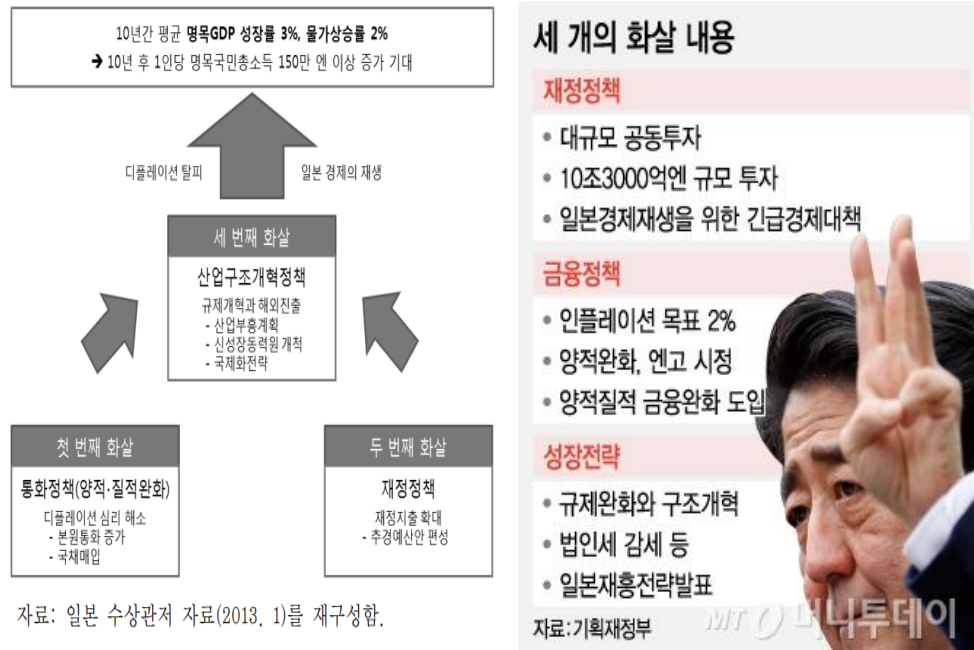
2010년에는 가구소득이 1987 년 당시 수준까지 떨어졌다. 2011년에는 동일본대지진, 후쿠시마 제 1 원자력발전소 사고, 미국채 쇼크등이 일어나 경제에 부정적인 영향을 끼쳤고 일시적으로 급격한 주가 하락과 엔고 현상이 이어졌다.

2. 엔저의 배경

2.1. 아베노믹스

일본 수상 '아베 신조'는 일본의 장기 불황 지속 상태를 해결하기 위해 2012년 수상으로 취임 후, 디플레이션과 경기침체 탈피를 위해 경제성장률 3%, 소비자 물가 상승률 2%를 목표로 하는 '아베노믹스' 경제 정책을 펼치기 시작했다.

그림 II-1 아베노믹스 주요 내용과 목표



아베노믹스는 주요 골자로 '3개의 화살'로 불리는 3가지 경제 정책 핵심요소를 내세웠는데 1. 대담한 금융 정책을 통한 양적완화(통화정책), 2. 정부의 재정 지출 확대(재정정책), 3. 공격적인 성장 전략(구조개혁)이다.

“윤전기를 뽕뽕 돌려서 일본은행으로 하여금 돈을 무제한으로 찍어내게 하겠다.”

아베노믹스의 통화정책 핵심으로 불리는 말로써, BOJ가 일본 정부가 발행한 국채나 민간 채권을 닥치는 대로 매입하여 시중에 엄청난 양의 화폐를 공급시키는 방식이다. 이렇게 되면 시중에 엔화가 넘쳐나게 되어 유동성이 높아지고 엔화의 가치는 떨어지게 된다. 그리고 세계 시장에서 일본 제품의 가격 경쟁력은 올라가게 되어 수출이 더 늘어나게 되는 것. 아베노믹스는 이런 유동성과 인위적인 엔저현상을 통해서 투자, 소비를 유도해 국내 경기를 살리고 일본 기업의 수출을 증대시켜 경기를 활성화하려는 의도를 지녔다.

아베노믹스의 부작용



금융완화 정책

- 엔화가치 하락으로 수입 물가 상승, 중소기업은 이익감소



재정확대

- 임금 인상 등 구조적 개혁이 동반되지 않은 단순 재정 확대로, 개인 소비 증대 실패



성장전략

- 기업을 위한 구조 개혁으로 빈부격차 확대
 - 기업이 임금 인상에 나서지 않으면서 소비 침체 지속

하지만 아베노믹스를 통해 일본 시장에 약 2,000조 원대에 이르는 돈을 풀었음에도 일본 시중은행들은 깊게 뿌리내린 경기침체와 디플레이션으로 인해 소극적인 방식으로 운영되었고, 기업 또한 경기 전망에 대해 긍정적이지 않았다. 때문에 대출, 투자 등이 저조했으며 막대하게 풀린 유동성은 다시 중앙은행에 예치되는 상황이 발생해 일본 경제가 의도대로 회복하지 못하게 되었다.

뒤에서 다루는 마이너스 금리 정책을 통해 현재는 이 정책의 효과로 일본 기업의 수출은 늘었고 오랜만의 호황에 일본 기업들은 반색했으며, 일본 주식시장의 주가도 상승했다. 니케이 지수가 아베노믹스 시행 이후로 사상 최고치(2013년 5월 23일의 15942.6)를 갱신하기도 했다. 이미 2012년 7월 이래 니케이 지수는 회복선이었고 아베 집권 당시 1만선 초반이었으나 30% 더 증가한 것이다.

아베노믹스 실행 7년동안 일본은 20년 내내 겪던 마이너스 물가상승을 극복해 높지는 않아도 1% 부근의 물가상승률을 구가하고 있으며 경제성장률 또한 잠재성장률 이상인 상태이다. 2020년 11월 닛케이가 1991년 이후 25년만에 최대치인 25500에 도달하였다.

2.2. YCC

일본 정부의 양적완화 정책의 방법으로 2016년 2월 16일에 시행된 마이너스 금리는 중앙은행에 예치되는 예금을 최대한 줄이고 시중에 유동성을 늘려 소비를 증진하고 투자가 활성화되는 것을 목표로 했다. BOJ는 양적, 질적 통화완화정책만으로는 근원 인플레이션율을 목표치까지 도달할 수 없다고 판단했기 때문이다. 그 뿐만 아니라 마이너스 금리를 통해 엔화를 의도적으로 가치 절하 시키면서 외국자본의 이탈을 유도, 수출부양효과를 기대할 수 있었다.

이 상황 속에서 BOJ는 마이너스 금리 정책 도입으로 인한 국채금리의 과도한 하락과 경기침체의 우려로 꼽히는 수익률곡선 평탄화 현상을 완화하기 위해 2016년 수익률곡선제어(YCC) 정책을 도입했다. YCC는 10년물 국채 수익률이 대체로 0% 수준에서 움직이도록 유도하는 정책으로써, 일본 10년물 금리의 상한을 정해 놓고 시장 금리가 상한을 넘을 경우 국채를 무제한으로 사들여 금리를 낮추며 양적, 질적 금융완화 정책 기조를 유지해 나갔다. BOJ의 YCC정책은 가계와 기업의 소비 및 투자가 물가와 임금 상승을 이끌고 경기를 부양할 것이라고 믿었다.

그러나 BOJ가 2016년 YCC를 도입한 이후 금리 방어를 위해 국채를 무제한으로 사들였기 때문에 BOJ의 2022년 국채 보유 비율은 50%가 넘는 것으로 추산되고 있다. BOJ의 이러한 높은 국채 보유 비율은 곧 이자 부담 및 재정 부담으로 이어지기 때문에 일본 정부는 금리 인상에 신중한 필요가 있는 상황이었다.

2.3. 물가안정 목표제

문제는 미국이 물가 안정화를 위해 고금리 기조를 고수하고 있다는 것이다. 우리나라를 포함한 미국 Fed, 유럽중앙은행 ECB 등 세계 주요 중앙은행들은 물가상승률 2%를 최우선 순위로 두고 통화정책을 운용하고 있다. COVID-19 이후 급격히 불어난 인플레이션과 유동성을 잠재우기 위해 많은 국가들이 고금리를 통한 긴축 통화정책을 운용하고 있지만 일본은 이전부터 장기 경기침체

에서 탈피하기 위해 완화적 통화정책을 고수해왔기 때문에 상반된 통화정책으로 인한 금리 차가 점점 커지기 시작했다. 값싼 엔화를 팔고 고금리 통화인 달러를 사려는 움직임이 활발해지면서 엔화 가치 하락에 가속을 가하는 환경이 조성된 것이다.

미 연준의 경우 지난해 3월부터 올해 5월까지 10 회 연속 금리를 인상한 뒤 6 월엔 금리를 동결했고, 직전인 7 월에는 다시 0.25% 포인트 올리며 기준금리를 2001 년 이후 22 년만에 가장 높은 수준인 5.25~5.50%로 설정한 바 있다.

비록 연준이 이번 FOMC 에서 기준금리를 동결하긴 했지만 연준은 추가 금리 인상가능성과 양적긴축 지속 등을 통해 긴축적 통화정책 기조를 유지할 것을 분명히 했다. 제롬 파월 연준 의장은 이날 기자회견에서 "적절하다고 판단할 경우 우리는 금리를 추가로 올릴 준비가 돼 있다"며 "우리는 인플레이션이 하락해 정책 목표 수준으로 안정화됐다고 확신이 들 때까지 긴축적인 통화정책을 유지할 것"이라고 강조하며 고금리를 통한 양적 긴축을 지속할 것을 명확히 했다.

이런 글로벌 고금리 기조는 일본 정부로 하여금 제로 금리의 종언 혹은 엔화의 지속적인 가치 절하라는 양자택일의 압박을 부여하고 있다.

USD/JPY - 미국 달러 일본 엔 ↓ 150.51 -0.20 (-0.13%)



올해 1월에는 BOJ가 YCC의 일환으로 국채 매입에 17조엔, 약 163조 9633억원을 투입하면서 올해 말 일본 국채 잔고는 1075조 엔으로 약 9353조원에 달할 것으로 추산된다. 이러한 상황에서 BOJ는 10년물 국고채 금리가 0.5%를 넘기는 내용의 YCC 수정을 결정했다. BOJ는 10년물 국고채 금리가 0.5%를 넘어가면 매입을 진행해왔기 때문에 국고채 금리의 고점은 사실상 0.5% 수준이었다. 그러나 지난 10월 장기금리 '상한' 1.0%를 '목표' 1.0%로 수정해, 금리가 1.0%를 넘어가더라도 시장 동향에 따라 이를 허용하겠다는 입장을 보이면서 일본 장기금리가 미국 국채금리의 급등 여파와 동반하여 약 10년 5개월만에 수정된 통제 상한선인 1.0%에 근접한 최고치인 0.970%까지 상

승했다.

일본 10년 ▼ 0.751 -0.002 (-0.20%)



그럼에도 현재 일본이 금리 인상을 민감하게 받아들이는 이유는 금리 인상을 단행할 시 국채를 발행한 일본 정부가 부담해야 하는 이자 부담이 상승할 뿐만 아니라 국채의 절반 가량을 매입한 BOJ의 부담 또한 급증하기 때문이다.

지금까지 BOJ가 국채를 무제한 매입하여 금리를 억눌러 온 덕분에 일본 정부는 적은 부담으로 국채를 발행할 수 있었지만 앞서 설명한 바와 같이 국채 보유 비율이 증가하면서 일본 정부는 지금같은 저금리 기조를 고수한다 하더라도 앞으로 10년간 국채 이자로만 매년 8조엔(약 77조원)을 지불해야 한다. 장기 경기 침체를 잡기 위해 지속했던 양적완화 정책이 글로벌 긴축 기조에 의해 균열이 일어나고 있는 상황이다. 그렇다고 연이어 하락하는 엔화 가치를 잡기 위해 금리 인상을 단행한다면 일본 정부의 국채 이자 부담이 급격히 상승하는 역효과가 발생한다. 일본 재무성은 금리가 1% 오를 경우 국채 이자 부담은 2025년 기준으로 3조7000억 엔이 증가한다는 분석 보고서를 내놓기도 하였다.

결론적으로 엔화가 약세를 이어가고 있는 상황에서 금리 인상을 손쉽게 단행하지 못하는 것은 아베 총리 시절 장기 경기침체를 극복하기 위해 고수했던 초저금리 기조와 양적 완화 정책이 글로벌 고금리 기조 속에서 발목을 잡는 형태가 된 것이다.

본론

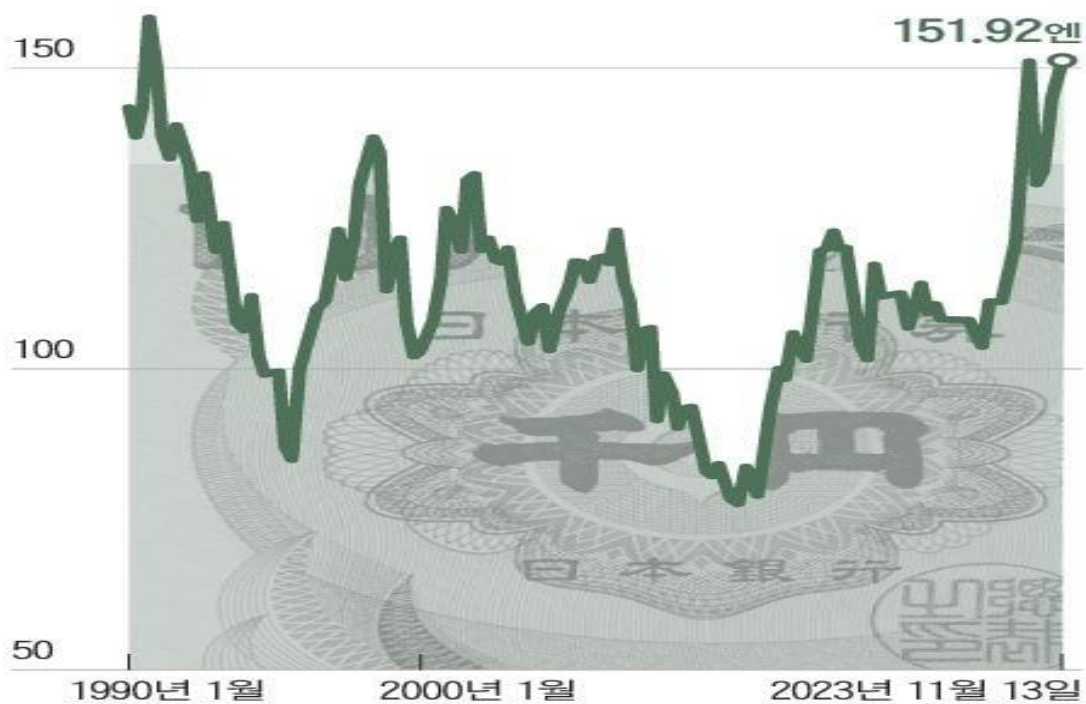
3. 현황 및 주요인사 발언

3.1. '엔저' 현황

세계 3대 통화 중 하나이자 대표적 안전 자산으로 꼽히는 엔화 가치가 1달러당 150엔 수준으로 떨어져 1990년 이후 33년 만의 최저치에 근접하였다. 지난 16일 100엔당 재정환율은 전일대비 6.69원 내린 856.8원으로 집계돼 2008년 1월 10일 기록한 855.47원 이후 16년여 만에 가장 낮은 수준으로 전날 오후 한때는 850원 초반까지 내려가기도 했다. 지난 6일에는 867.38원으로 연중 최저점을 경신한 지 열흘 만에 10원 넘게 떨어지는 등 최근 하락폭이 매우 크다. 최근 이런 약세 흐름을 보이는 엔화에 국내 투자자들도 열렬히 호응 중이다. 15일 금융권에 따르면 5대 시중은행(KB국민·신한·하나·우리·NH농협)의 지난 14일 기준 엔화예금 잔액은 1조1708억엔으로 전월말(1조488억엔) 대비 11.6% 늘어났다. 2주 만에 1220억엔 늘어난 수치로 일평균 80억엔에 달하는 자금이 엔화 투자에 쏠린 것이다. 연중 최저치였던 지난 4월 말과 비교하면 95.9%(5730억엔) 급증한 수치이다. 이에 이달 엔화예금 월별 증가폭은 연중 최고치를 경신할 전망이다. 5대 은행의 엔화예금 잔액은 올해 1월(7583억1766만엔)부터 4월(5977억6309만엔)까지 3개월 연속 감소한 이후 4월부터 6개월 연속 증가하고 있다.

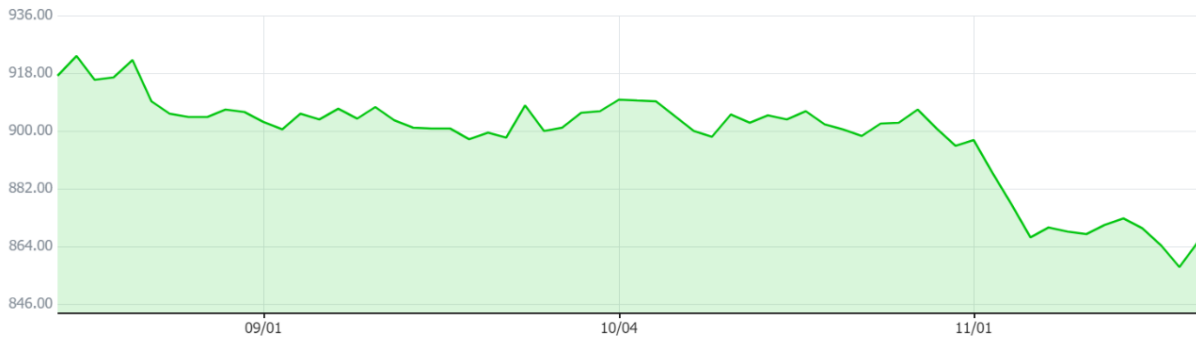
33년 만에 최저 임박한 엔화 가치

단위: 달러당 엔화



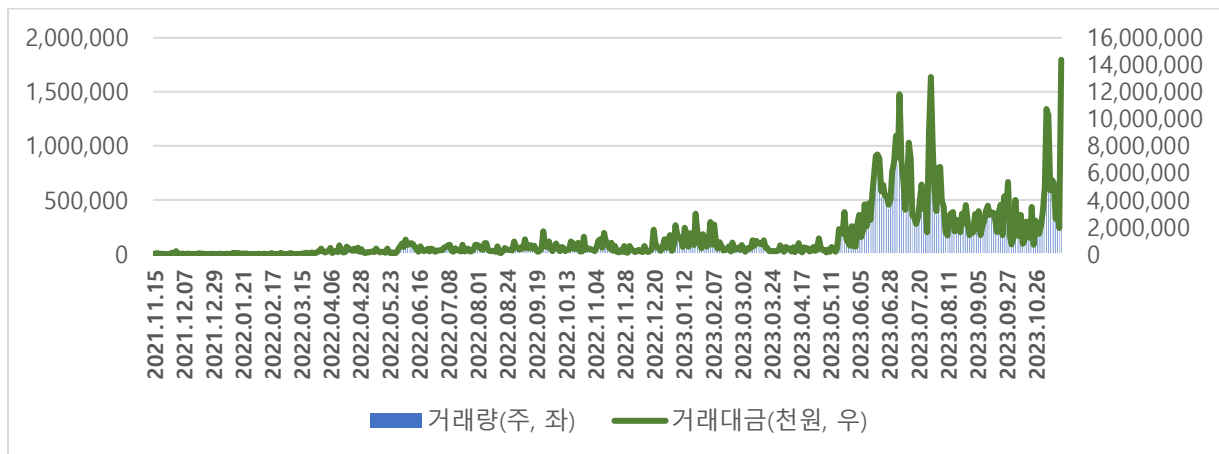
자료=블룸버그

달러/엔 환율 차트



원/엔 환율 차트

예금과 더불어 개인투자자들은 국내에 상장된 엔화 ETF(상장지수펀드)를 대거 사들이고 있다. 14일 한국거래소에 따르면 국내 개인투자자들은 이달 들어 엔화 ETF인 'TIGER 일본엔선물'을 228억 원어치를 순매수했다. 또한 개인투자자들은 일본 수출 기업의 주식과 일본 증시 관련 ETF도 사들이고 있다. 지난 5일부터 7일까지 도요타자동차 주식을 81만6184달러(약 10억 7042만원)어치를 매수했으며 엔저 현상 해소와 일본 주가 상승에 동시에 배팅하는 ETF인 TIGER 일본니케이225를 2억 7957만원, KODEX 일본TOPIX100를 1억 7581만원어치를 샀다.



TIGER 일본엔선물 ETF 거래량 흐름

3.2. 주요인사 발언

아베노믹스 정책을 유지하겠다는 식의 발언과 전환을 고려하고 있다는 주요 인사들의 상반된 발언이 존재하고 있어 주요인사들의 발언만으로 쉽게 정책 방향성을 장담하기에는 어려운 상황이다. 올 초에는 엔화가 급격히 강세로 갔었다. 당시 구로다 하루히코 BOJ 총재 임기 만료를 앞두고 새 총재가 누가 될지 모르는 상황에서, 새 총재가 오면 그간의 초저금리와 무제한 국채 매입 등 완화 조치가 정상화될 수 있다고 보고 시장이 앞서 나갔다. 하지만 막상 바통을 이어받은 우에다가즈오 총재가 아베노믹스를 계승하겠다고 수차례 공언하자, 엔화 가치가 도로 떨어졌다. 일본은 당분간 통화정책 정상화가 어려울 것이라는 주장이 제기되고 있다. 이런 상황 속에서 우에다 총재는 “특정 환율 수준에 대해서는 언급하지 않겠다”면서도 현재 환율에 대해서는 중립적인 입장

을 보인 것이다. 이는 곧 추가 엔화 약세를 용인하겠다는 뜻으로 해석된다.

또한 지난 17일 우에다 가즈오 일본은행(BOJ) 총재는 의회에 출석한 자리에서 최근 엔화 약세를 두고 "엔저(低)가 수입물가를 높여 부정적인 경제 영향을 주는 것은 사실이지만, 그것은 또한 일본 글로벌 기업들의 수출과 이익을 늘리는데 긍정적"이라며 추가 엔화 약세를 용인하겠다는 뜻을 밝혔다. 또한 우에다 총재는 "인플레이션 목표 달성이 가까워지면 상장지수펀드(ETF) 매입을 포함한 초완화 정책의 종료 전략을 논의할 수 있다"라며 "하지만 아직 구체적인 계획은 없다"라며 현재까지 정책변경에 대한 의지는 없음을 밝혔다. 또한 아자카와 료세이 일본 재무성 차관 역시 비슷한 톤의 언급을 했다. 아자카와 차관은 "당국이 외환시장 개입 시기를 결정할 때 특정 환율 수준을 염두에 두고 있는 것은 아니다"라며 "단순히 엔화가 약세를 보이고 있다고 개입하지는 않을 것"이라고 말하며 고위 당국자들의 엔화약세 용인 언급이 이어지고 있다.

하지만 통화정책의 전환을 암시한 발언들 또한 이어지고 있다. 지난 17일 우에다 총재에 따르면 "안정적이고 지속가능한 물가 목표 달성을 예상할 수 있으면 수익률곡선 제어(YCC)와 마이너스 금리 폐지를 고려할 것"이라고 말하였다. 또한 "물가 목표 달성이 가까워지면 상장지수펀드(ETF) 매입을 포함한 초완화 정책의 종료 전략, 가이드라인을 논의할 수 있다"고 말하며 물가목표치 2%를 지속적으로 달성하시 현행 통화정책을 폐기할 의사가 분명히 있음을 밝혔다. 스즈키 슌이치 재무상은 "환율은 펀더멘털(경제 기초여건)을 반영해 안정적으로 움직이는 것이 중요하다"고 밝히며 "과도한 변동은 바람직하지 않다는 것이 기본 견해" 라고 덧붙이며 급격한 엔화 하락으로 인한 과도한 변동성이 존재할 시에는 시장에 개입할 여지가 있음을 밝혔다. 또한 일본금융업계에서도 통화정책이 전환될 것으로 예상하고 있다. 일본 최대 은행인 미츠비시UFJ파이낸셜그룹(MUFG)의 히로노리 카메자와 히로키 최고경영자(CEO)는 "우리는 금리가 플러스인 세상으로 돌아오고 있다"며 "긴 디플레이션 터널의 끝에서 빛을 보고 있다"고 말하며 금융업계에서는 사실상 마이너스 금리 정책이 곧 플러스 금리로 전환될 것임을 미리 예상하고 있는 분위기이다.

결론

4. 전망 및 투자전략

“우리 다시 만나, 통화정책 커플링 국면 전환 기대”

엔화, 변곡점에 놓여있는 국면, 차별적인 통화정책 디커플링에서 커플링으로의 전환 속에서 엔 강세 국면 진입 기대에 따른 투자전략 유효, 다만 통화정책의 특성상 한번에 그동안의 스탠스를 변경하는 일이 어려움. 방향성은 확실하나 속도와 강도에서는 기대치를 낮출 필요 존재, 엔화 강세 국면으로 전환시 KOSPI 강점을 받는 구간에 진입 가능성 높음. 무엇보다 현재 일본 증시의 강세에 주된 요인이 통화정책에 따른 유동성 장세. 통화정책 커플링에 따른 유동성 장세 모멘텀 종료 시 일본증시 매력 감소, 그동안 유동성에 따른 높은 프리미엄을 받았던 일본 업종들에 대해서 상대적으로 약세를 받았던 국내 기업에 대한 선별적 투자 전략 유효, 엔 강세시 일본향 수출 비중 및 일본인 관광객, 일본 수요에 익스포저가 높은 업종에 대해서도 투자 권고

4.1. 차별적 통화정책, 디커플링에서 커플링으로

코로나 19 이후, 인플레이션이 부각되던 시기에 일본은행은 YCC와 QQE의 정책 조함이 경제에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 판단하여 통화정책 완화 기조를 유지하면서 재정정책 지원 및 금융시장 안정 등에 주력하면서 통화완화 정책의 지속가능성을 높이기 위한 조치들을 시행하였다.

국채 매입 목표(연간 80조엔)와 ETF 및 REIT 연간 매입액(6조엔, 900억엔) 기준을 없애고 10년물 금리 변동 허용폭을 확대하는 등 정책 운용의 유연성을 강화하였다. 이후 미국을 중심으로 한 글로벌 각국의 물가 상승에 대한 경계로 긴축 행보가 이어지면서 제한적인 통화 정책 정상화 목적으로 YCC 정책을 유연화하였다. 그럼에도 불구하고 최근 미국 국채 금리의 상승과 함께 엔저가 심화되고 있다. 일본은 제한적이거나 통화정책 정상화에 나섰다라는 점에서 향후 엔화 강세의 트리거로 두가지가 거론된다고 판단한다.

- 1) 일본의 완화적인 통화정책 기조 전환(제로금리 정책 폐기)
- 2) 미국 연준의 통화정책 정상화(금리 인상 마무리 이후 피봇 가시화)

현재, 완화적인 통화정책 기조 전환이 점차 가시화되어가고 있다. 그동안 일본은 디플레이션 국면에서 탈피하고자 비전통적 통화정책을 유지하였다. 하지만 최근 일본의 물가를 보면 더 이상의 완화정책을 유지하기 어려운 수준에 놓여있다. 일본 역시나 인플레이션을 걱정해야할 국면에 진입하였다.

두번째로 미국 연준의 통화정책 정상화이다. 연준은 지속해서 긴축정책을 유지하였으나 11월 FOMC와 이번 11월 14일 발표된 CPI로 인해 금리 인상 마무리가 확실시되었다고 판단한다. 주요 IB 들도 긴축이 마무리되었고 내년 하반기에 금리 인하를 진행할 것으로 본다는 점에서 통화정책

정상화는 필수적이라고 판단한다. 일본과 미국의 경기 흐름에서의 차이점도 이를 뒷받침한다. 미국은 3% 초반에 머물던 실업률이 이제는 다시 반등하고 있는 모습에서 그동안 수요 과잉 국면에 놓여있던 타이트한 노동시장이 더 이상 유지되기는 어렵다고 판단한다. 또한 일본의 입장에서 실업률이 하락하는 모습에서 완만한 경기 흐름에 놓여있고 YCC 정책 등 양적완화 정책 이후 CPI가 반등하고 디플레이션으로부터 탈출하고 있는 모습에서 양극단에 놓여있는 미국과 일본의 통화정책 기조 전환은 엔화 강세로 연결될 수 있다는 판단에 엔화에 대한 투자가 유효할 것으로 생각한다.

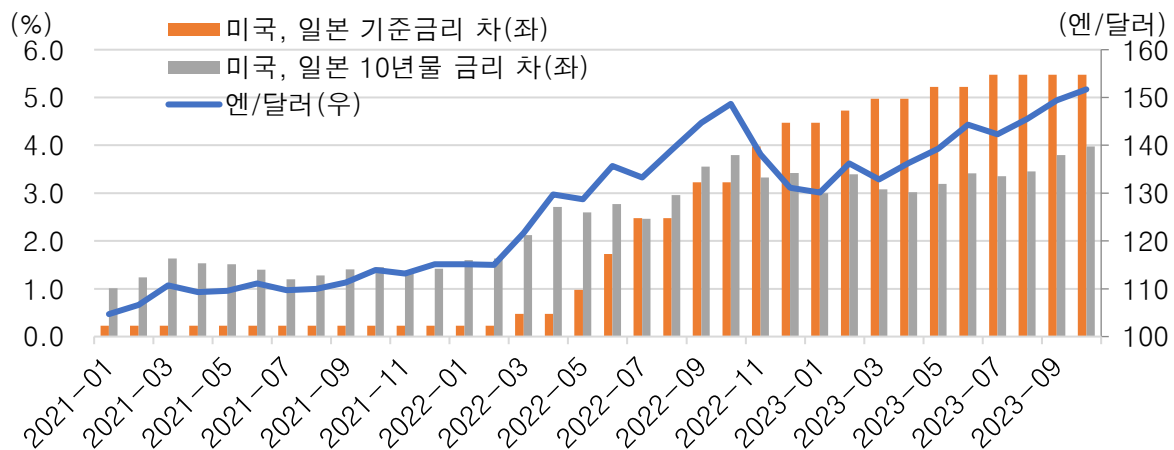


그림 1 미국과 일본의 통화정책 차이와 환율, 출처: Quantiwise

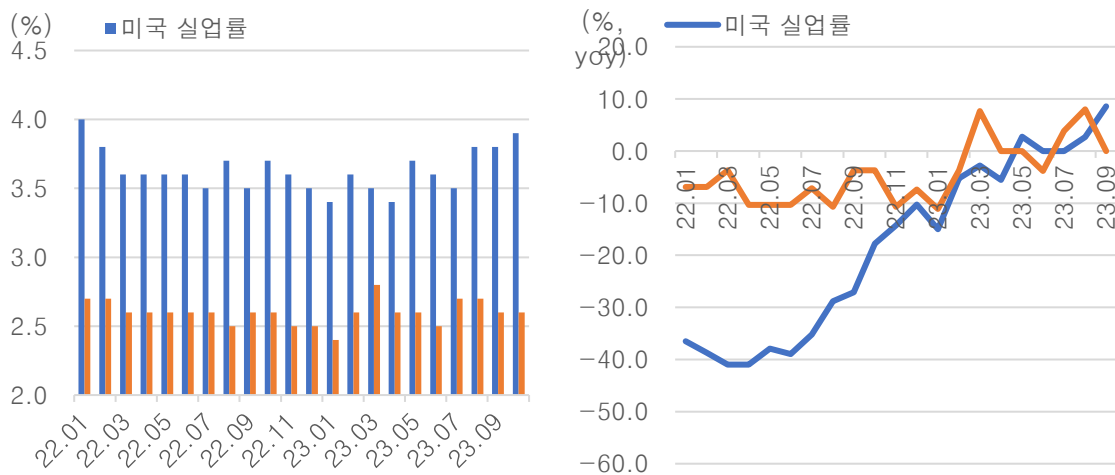


그림 2 미국과 일본의 실업률 차이 출처: Quantiwise

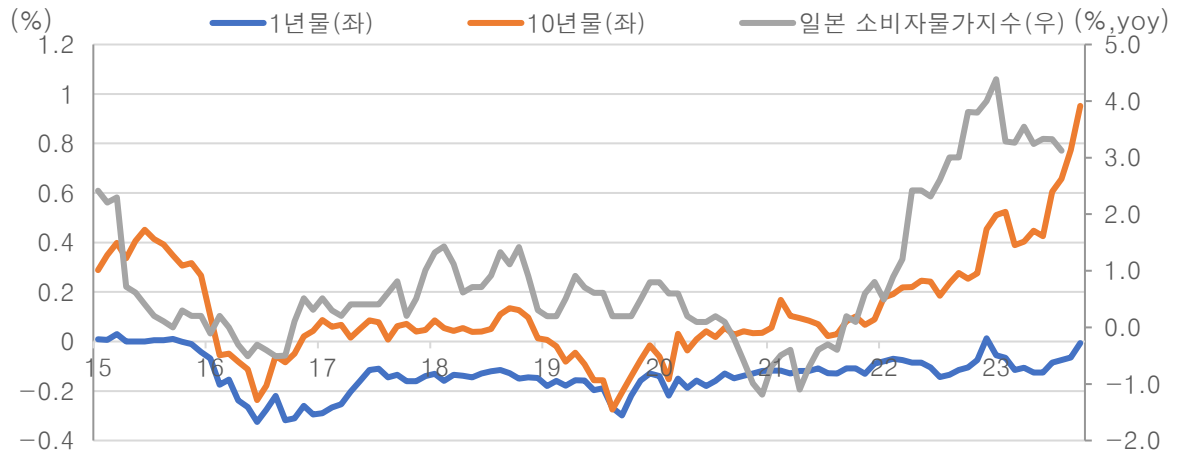


그림 3 ycc 정책 이후 디플레 탈출 출처: Quantiwise

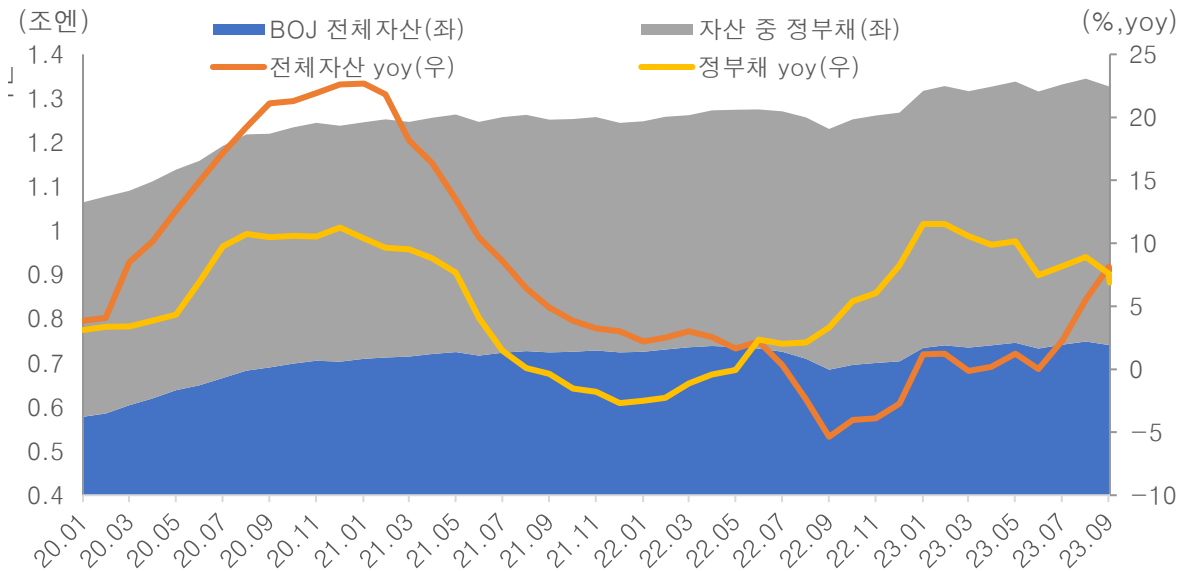


그림 4 제한적인 통화정책 정상화 진행중 출처: Quantiwise

4.2. 속도와 강도는 기대치를 낮출 필요

통화정책은 정책 신뢰성을 유지하기 위해 그동안의 정책 스탠스를 한번에 바꾸기 어렵다는 특성이 있다. 따라서 방향성은 누구나 쉽게 맞출 수 있다. 더군다나 현재와 같이 각국의 통화정책이 변곡점에 놓여있는 국면에서는 방향성 전환을 기댄 투자는 누구나 생각할 수 있다. 하지만 통화정책의 특성을 고려해서 그 강도나 속도는 예측하기 어렵다는 특성이 있어서 각 투자자마다 기대한 속도와 강도에 못미치는 통화정책 전환이 나올 수 있다는 점에서 기대수익률에 못미치는 결과를 얻을 수도 있다. 필자는 통화정책이 디커플링에서 커플링으로 전환된다는 논리를 기대하고 있다. 하지만 그 속도와 강도가 기대에 못미칠 가능성이 있다는 점에서 그 기대감은 낮출 필요가 있다고 본다. 이렇게 생각한 이유는 3가지이다.

- 1) 일본 중앙은행의 불가피한 엔저 용인

2) 일시적인 인플레이션에 대한 우려

3) 미국 연준의 Pivot이 기대치보다 더 미루어질 가능성

먼저, 일본 중앙은행의 불가피한 엔저 용인이다. 최근 달러당 150엔을 돌파했음에도 불구하고 특별한 대책을 마련하지 “못한” 일본 중앙은행의 스탠스를 볼 수 있었다. 지난해 148엔 돌파 이후 일본 중앙은행의 심리적 저항선인 150엔에 근접하자 일본 외환보유액을 줄여가면서 달러 가치를 희석시키려는 노력을 보여준 것에 반해 이번에는 150엔 넘는 것을 사실상 용인할 수 밖에 없었던 일본 중앙은행의 모습이었다. 필자는 이 점을 두가지로 해석하고 있다. 제목에서 말한 “불가피하다”, 라는 점과 미국의 통화정책 기조가 완화적으로 변화되었다는 점이다.

우선 일본 외환 보유액 차트를 보면, 지난해 환율 방어 이후 그동안의 평균까지 외환보유액이 레벨다운된 모습을 볼 수 있다. 이 점에서 알 수 있듯이 일본 외환보유액은 추가적으로 환율 방어를 하기 어려울 정도로 현재 레벨 다운되어있다. 따라서 환율 방어를 불가피하게 못하는 상황에 놓여있다. 이 점에서 어쩔 수 없이 현재의 환율을 용인할 수 밖에 없는 상황에 놓여있다. 하지만 최근 외환 보유액이 증가하기보다는 감소하고 있다는 점에서 엔저 상황에 대해 관심을 가지고 있다는 점은 향후 추가적인 엔저 심화를 우려하기 보다는 현재의 150엔 초반대를 유지할 것으로 보고 있다. 전년대비 증가율이 다소 높게 상승하였다. 하지만 이 점은 지난해 환율방어로 인한 저효과라는 점에서 절대적 수치가 감소한 현재 추가적인 엔저보다는 현재 상황이 다소 장기간에 유지될 가능성이 있다.

두번째로 일본의 인플레이션이 일시적일 수 있다는 우려이다. 최근 일본 역시나 인플레이션을 우려해야할 수치까지 상승하였다. 그러나 현재의 인플레이션이 임금상승에 따른 인플레이션이 아니라 비용건인 인플레이션이라는 점에 BOJ 는 성급한 통화정책 전환이 다시 경기 하방리스크 압력을 강화시킬 것을 걱정하고 있다. 또한 실질임금 상승 역시나 - 국면을 유지하고 있다는 점에서 선부른 완화정책 폐기를 기대하기는 어렵다. 그동안 + 성장을 보여주었던 일본 경제성장을 역시나 3분기만에 - 역성장으로 전환되면서 경기활성화의 장기성을 기대하기 어려워졌다.

마지막으로 미국 연준의 Pivot 의 지연 가능성이다. 우선 최근 연준의 금리 인상 사이클 종료 확실성이 강조된 시기는 이번 11월이었다. 11월 FOMC, 주요 연준 인사들의 비둘기파적 발언, 그리고 무엇보다 이를 더 확실시시킨 11월 14일 CPI 발표였다. 현재의 기준금리가 최고점일 것이다. 더 이상의 인상이 주는 효용보다는 이를 장기간 유지하는 것이 정책적 효용이 높을 것이다. 하지만 앞으로의 쟁점은 얼마나 “장기간” 유지할 것이냐이다. 이 점에서 시장과 연준의 괴리감이 앞으로의 리스크로 작용할 것이라고 판단한다. 우선 최근 CME FEDWATCH에서 발표하는 앞으로의 기준금리 가능성을 보면, 2분기 기준금리 인하 기대감이 5월 60.4%, 6월 82.3%로 11월 들어 상당부분 올라온 사실이 있다. 이미 시장은 5월 금리인하를 시작해 24년 100bp 금리 인하를 컨센서스에 반영하고 있다. 또한 11월 CPI 발표 이후 미국채 10년물 금리가 4.45%까지 레벨 다운된 모습을 보면 시장은 금리 인하에 대한 기대감이 큰 것으로 보여진다. 실제로 파월 연준 의장 역시나 11월 경제발표들 이후 시장을 진정시키려는 발언들을 하고 있다는 점에서 시장과 연준의 괴리감

을 느낄 수 있다. 이 점이 앞으로 연준의 Pivot의 지연을 연출한다면 엔저의 전환이 조금은 더 미루어질 수 있다는 점이 리스크로 작용할 것이다. 다만, 시장에서 금리 인하를 이미 컨센서스로 반영하고 있다는 점을 반대로 금리 인상의 마무리가 가시화되어있음으로 해석한다면 현재의 150엔/달러가 추가적인 상승을 걱정할 필요성은 적어질 것이다. 달러의 펀더멘털이 더 이상 강화될 요인이 없어졌다는 점을 주목한다면 현재의 엔화 저점은 변곡점으로 볼 수 있다.

정리하면 통화정책 커플링 기대는 유효하다. 내년 봄 노사 임금 협상에서 유의미한 임금 인상 폭이 가시화된다면 실질 임금 상승을 이끌어 소비 활성화로 이어져 구조적인 디플레이션 탈출이 명확해지는 국면에서는 BOJ의 정책 스탠스 전환은 확실해진다. 또한 최근 엔저의 부작용들이 관찰되고 있다. 엔저로 수출 활성화를 유도함에도 불구하고 수출은 큰 증가가 관측되지 않고, 특히 수입물가 수준이 크게 레벨업되어 있다는 점에서 엔저의 추가적 심화를 용인하기는 어려울 것이라고 판단한다. 필자는 일본의 통화정책 정상화는 느리게 이루어질 것으로 판단한다. 단기적으로 현재의 150엔 수준을 유지하기는 하지만, 장기적으로 통화정책 정상화는 필연적이다. 미국과 일본의 통화정책 커플링을 기대하는 투자전략은 유효하다.

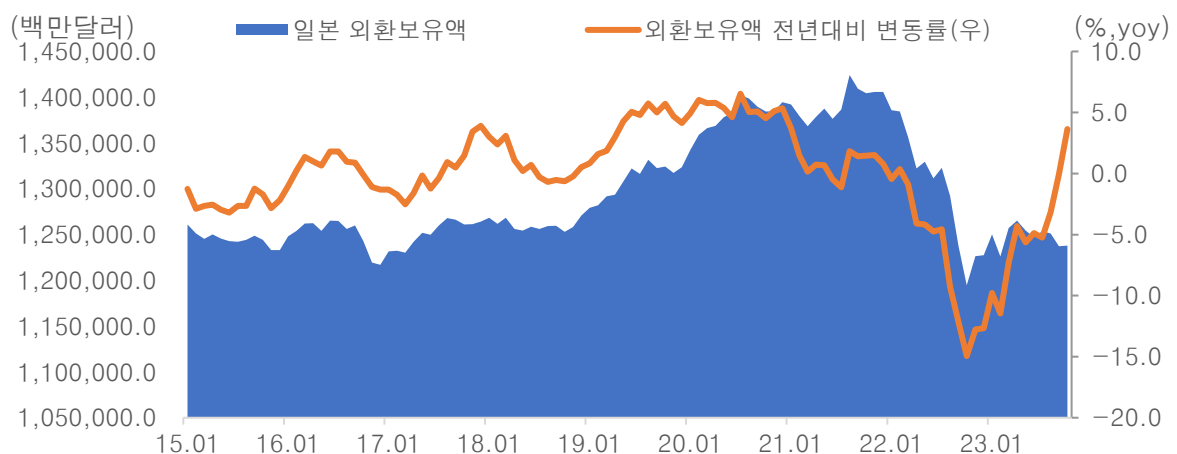


그림 5 일본의 환율방어를 기대하기 어려운 이유, 출처: Quantiwise

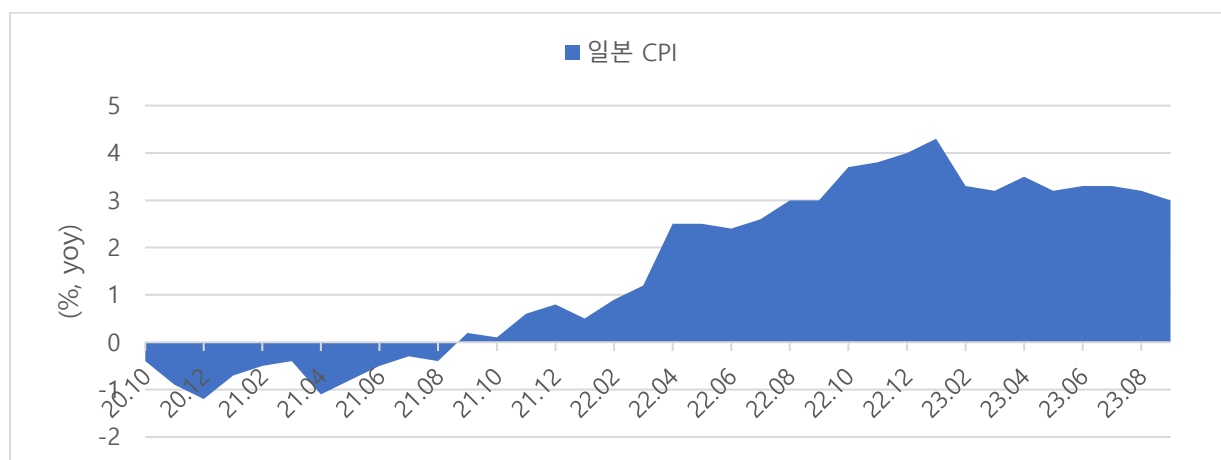


그림 6 우려스러운 일본 물가 출처: Quantiwise

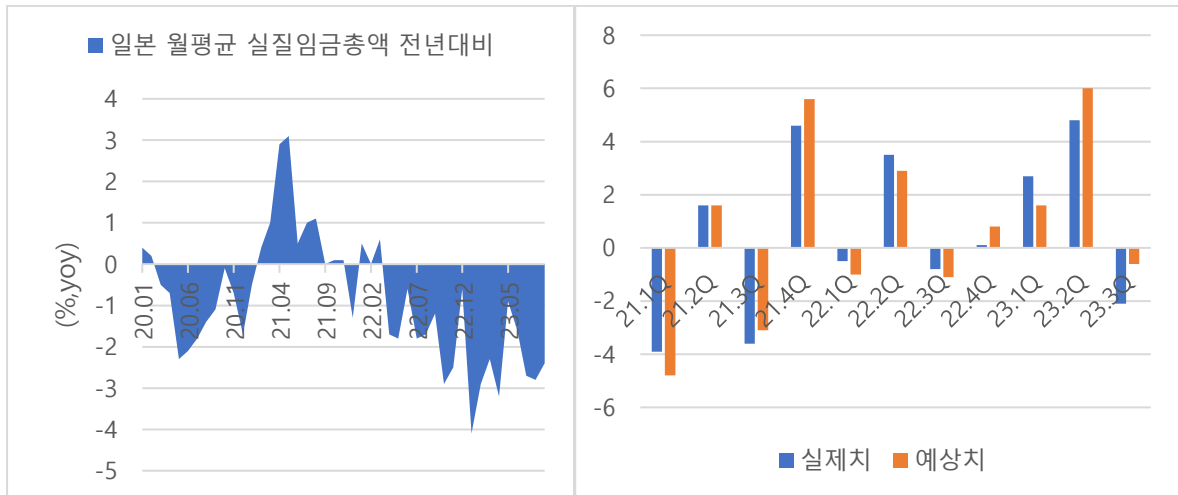


그림 7 일본 일시적 경기회복 가능성, 실질임금 추이 및 일본 경제성장률 출처 : Bloomberg

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023-12-13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024-01-31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024-03-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.0%	72.0%
2024-05-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.6%	47.8%	39.5%
2024-06-12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	32.0%	43.3%	17.7%
2024-07-31	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	20.9%	38.3%	29.0%	7.8%
2024-09-18	0.0%	0.0%	2.4%	14.5%	31.7%	32.5%	15.9%	3.0%
2024-11-07	0.0%	1.3%	8.8%	23.6%	32.1%	23.8%	9.1%	1.4%
2024-12-18	0.0%	6.5%	19.0%	29.5%	26.3%	13.6%	3.8%	0.4%

그림 8 시장은 이미 금리 인하를 기대, 출처: CME Fedwatch

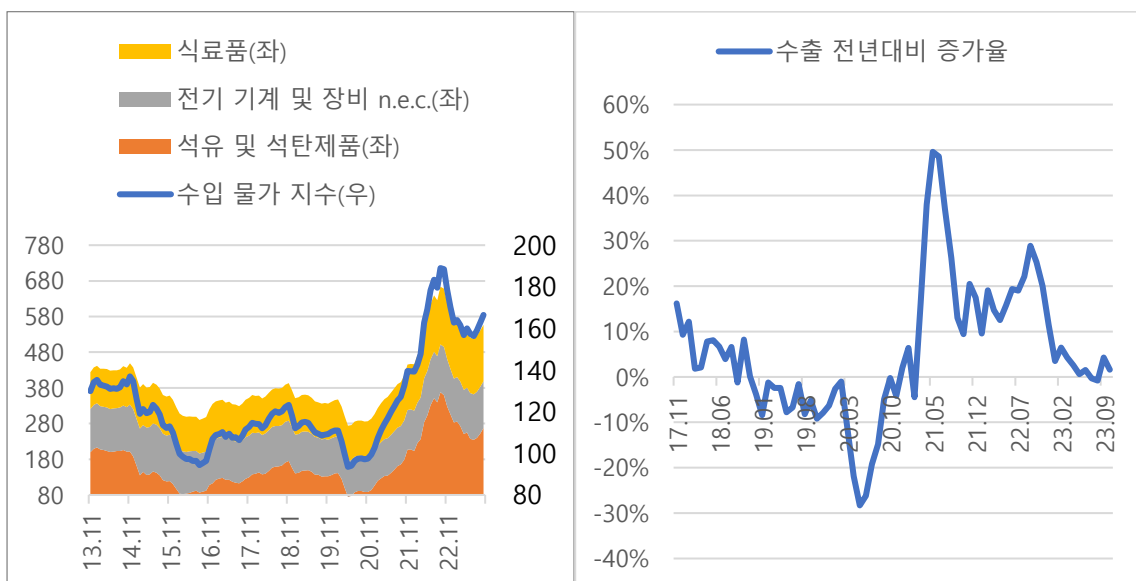


그림 9 일본 수입물가지수 및 수출 yoy, 엔저 부작용 드러나 출처: Bloomberg

4.3. 투자전략

주식측면에서 과거 엔화 약세국면, 강세 국면 시기에 어떤 업종이 강세를 보여주었고 코스피가 얼마나 강했는지, 약했는지를 살펴보면서 앞으로의 투자전략을 살펴보도록 하겠다.

우선 과거 엔화 약세, 강세국면을 다음의 시기로 구분하였다.

- 약세국면(원엔환율<1000)

1국면 : 2002-1~2003-7, 2국면 : 2005-1~2008-8, 3국면 : 2014-7~2015-12, 4국면 : 2017-3~2018-11
5국면 : 2022-3~2023-11

- 강세국면(원엔환율>1000)

1국면 : 2000-1~2001-12, 2국면 : 2003-8~2004-12, 3국면 : 2008-3~2015-5, 4국면 : 2016-1~2022-2

- 초강세국면(원엔환율>1200)

1국면 : 2008-10~2012-12

약세를 보여주는 국면을 보면, 기준금리 차이가 환율 흐름을 형성하는 것을 알 수 있다. 기준금리차가 상승하여 일본대비 금리 강세여서 엔화 약세를 이끌었던 흐름을 2,4,5 국면에서 알 수 있다. 다만 1,4국면의 경우 기준금리 차가 감소함에도 불구하고 엔화가 약세를 보여주었다. 우선 1국면은 기술적으로 엔화 약세로 보여진 국면이다. 수치적으로 완전히 엔화 약세라고 보기는 어려우나, 우리가 설정한 기준선인 1000원보다 하락한 구간으로 이 당시 닛컴버블에 따른 안전자산인 달러 선호 심리가 작용하여 엔화 약세로 연결된 것으로 판단된다. 또한 이당시 일본은 디플레이션이 심화된 국면으로 제로금리를 실시하였음에도 불구하고 자금 순환이 원활히되지 않자 유동성 공급을 위해 처음으로 양적완화 1차를 실행한 시기라는 점에서 기준금리차가 말고도 유동성 관점에서 엔화 약세를 보인 국면으로 판단된다. 4국면 역시나 이당시부터 YCC정책이 시작했던 시기라는 점에서 기준금리차 이외에 일본의 경우 유동성 관련 정책이 환율에 영향을 미쳤음을 알 수 있다.

우선 코스피 흐름을 보면 엔저 국면에서 닛케이에 비해 상대적으로 약세를 보였음을 알 수 있다. 엔저 국면에서 수출에서 우위를 점한다는 점에서 코스피 대비 일본 증시가 투자자들에게 매력적으로 다가왔을 것이다. 또한 유동성 공급 측면에서 유동성 장세의 흐름을 탈 수 있다는 점도 투자포인트였다. 최근 닛케이의 상승세는 일본 중앙은행의 완화적 통화정책에 따른 엔저가 주된 원인으로 판단된다. 그럼 엔저 국면에서는 코스피 말고 닛케이를 사야하는 것인가라고 반문할 수 있다. 필자는 현재 변곡점에 도달했다고 판단하기 때문에 엔저에서 엔고로의 전환이 이루어질 것이고 이런 흐름상 그동안 일본 증시를 상승 견인한 유동성, 엔저라는 요소의 부재는 일본 증시의 매력도를 낮출 것이고 반대로 원화 약세(엔화대비) 전환은 한국의 상대적 수출 상승으로 견인, 이는 투자자들에게 매력적인 포인트로 작용할 것으로 판단된다. 따라서 현 국면에서의 코스피 매수

가 적합하다고 판단한다.

또한, 엔화 강세 국면 전환시 기대할 수 있는 업종은 다음과 같다.

- 1) 그동안 유동성 프리미엄을 받아 상대적으로 강세를 받았던 일본 업종
- 2) 일본 수출, 일본 관광객, 일본향 수요 익스포저가 높은 업종

주식시장 차원에서, 일본 중앙은행의 부양조치에 기댄 엔화 약세가 그동안 일본 증시의 프리미엄을 준 정도가 상당수 있다고 판단한다. 이에 대한 예시로 현대차와 도요타를 들어보려고 한다. 최근 현대차 주가에 비해 도요타 주가흐름이 상대적으로 양호하다. 두 기업의 펀더멘털의 차이는 크지 않다는 점에서 도요타가 상대적으로 강세를 보여주고 있음은 환율적 요소가 존재한다고 본다. 따라서 이와 같이 수출 경합 업종에서 상대적으로 유동성 프리미엄을 받아온 업종에 대해 선별적으로 우리 기업에 대한 투자전략이 유효할 것으로 본다.

또한 엔화 강세시 엔 대비 우리 통화의 가격이 상대적으로 싸다는 점에서 일본인 관광객들이 추가적으로 발생할 가능성이 높다. 일본향 수출 비중이 높은 업종들에 대해서도 환율 이점을 바탕으로 리밸류이션을 기대할 수 있다.

따라서 일본향 수요 익스포저가 높은 업종, 일본과 수출 경합중인 업종인 자동차, 반도체, IT 하드웨어, 미디어(엔터테인먼트), 화장품, 호텔/레저서비스 업종에 대해 주목한 투자전략이 유효하다.

관련 종목		
유형	유동성 프리미엄을 받아 상대적으로 강세를 받았던 일본 업종	일본 수출, 일본 관광객, 일본향 수요 익스포저가 높은 업종
TOP-PICK		
기업 정보	- 2분기 일본 기업 중 처음으로 분기 영업이익 1조엔 돌파 - 2023년 4월~9월 동안의 그룹 순이익 2조 5894억엔(yoy +121%)으로 순이익률 11.8%, 테슬라(9.4%)보다 높은 수준 - 자동차 생산 대수가 275만대(qoq +8%)로 증가하고 엔저로 인한 환차익 효과 때문.	- 3분기 매출액 41조 27억원, 영업이익 3조 8,218억원 (qoq 146%) - 판매대수 104만 5,510대(qoq +2.0%) - 글로벌 친환경차 판매량 (16만 8,953대, qoq 33.3%)을 비롯한 고부가가치 차종 중심의 믹스 개선이 실적에 기여.
	“2023년 연간 환차익 10조원 가량으로 예상” - 도요타의 올 상반기 상정 엔달러 환율은 141엔으로 종전(125엔) 대비 16엔 증가함. 환율 조정에 따른 증액 효과는 1조 1800억엔(약 10조 2,134억원)에 달함.	“판매량은 다소 둔화됐으나 불확실한 경영 환경 속에서 견조한 실적 보여” - 중동 지역의 지정학적 리스크와 높은 금리 수준 등 대외 거시경제가 불확실한 상황임에도 불구하고 3분기 영업이익 qoq 146% 증가.

주요 이슈	“80억달러 가량 추가 투자 발표” - 미국 노스캐롤라이나주 그린즈버러에 건설 중인 배터리 공장에 80억달러를 추가 투자한다고 발표. (총투자액 139억달러) - 공장은 오는 2025년 미국 켄터키주 조립 공장에서 생산되는 첫 순수 전기 SUV 생산 일정에 맞춰 가동될 예정 - 2030년까지 전기차 세계 판매량을 350만대로 끌어올릴 예정	“기아, 미국 시장에서 역대 최대 판매 기록” - 올해 미국 시장 누적 판매량은 60만 4674대로 현대차(9만 5147대)를 최초로 앞서는 중 - 기아의 올해 연간 영업이익 10조원 돌파할 것으로 예상
---------------------	--	--

그림 10 엔화 관련 종목 출처: 바이시그널

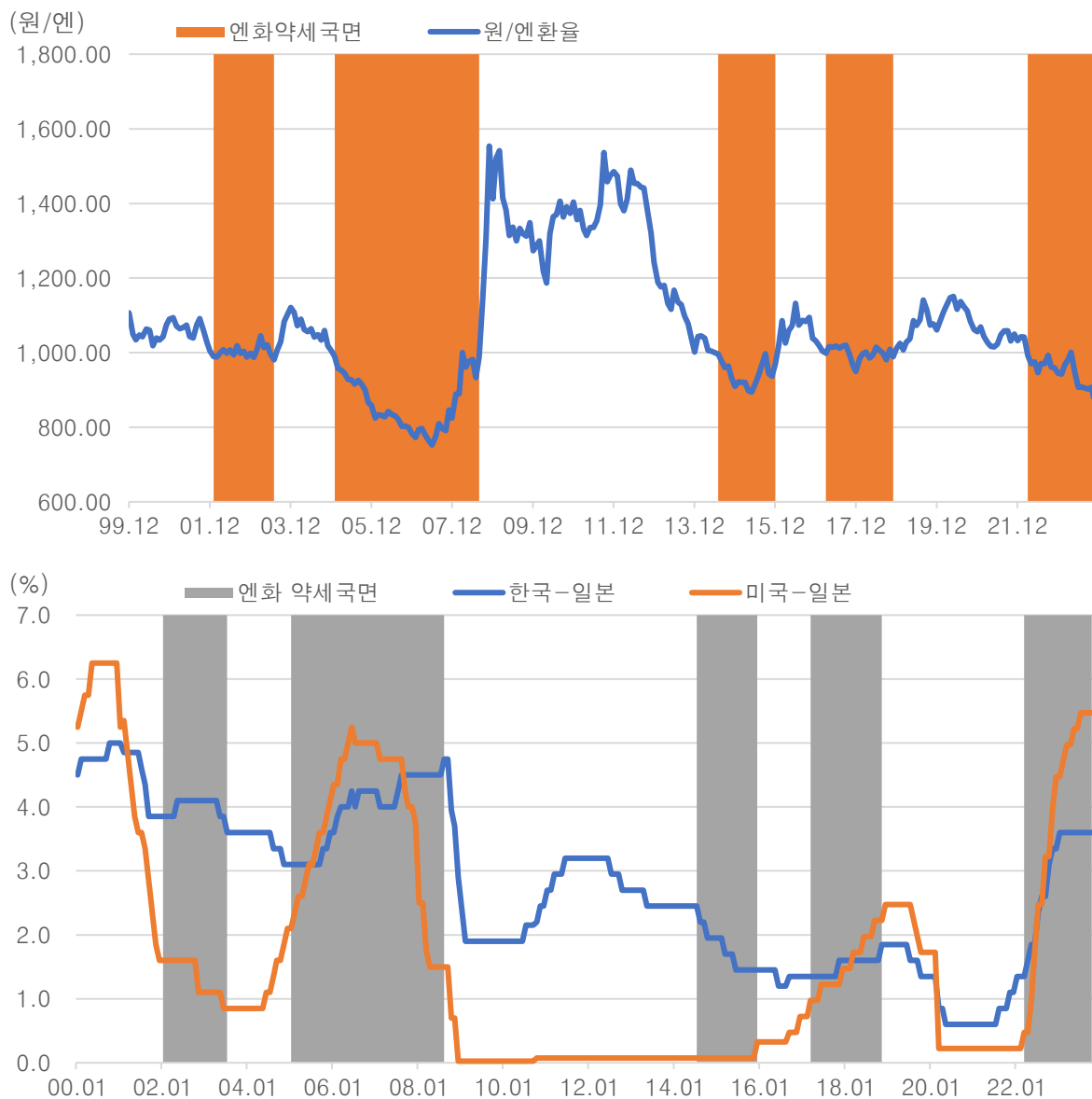


그림 11 엔화 강세, 약세 국면 구분, 한 미 일 기준금리 차이 출처: Quantiwise

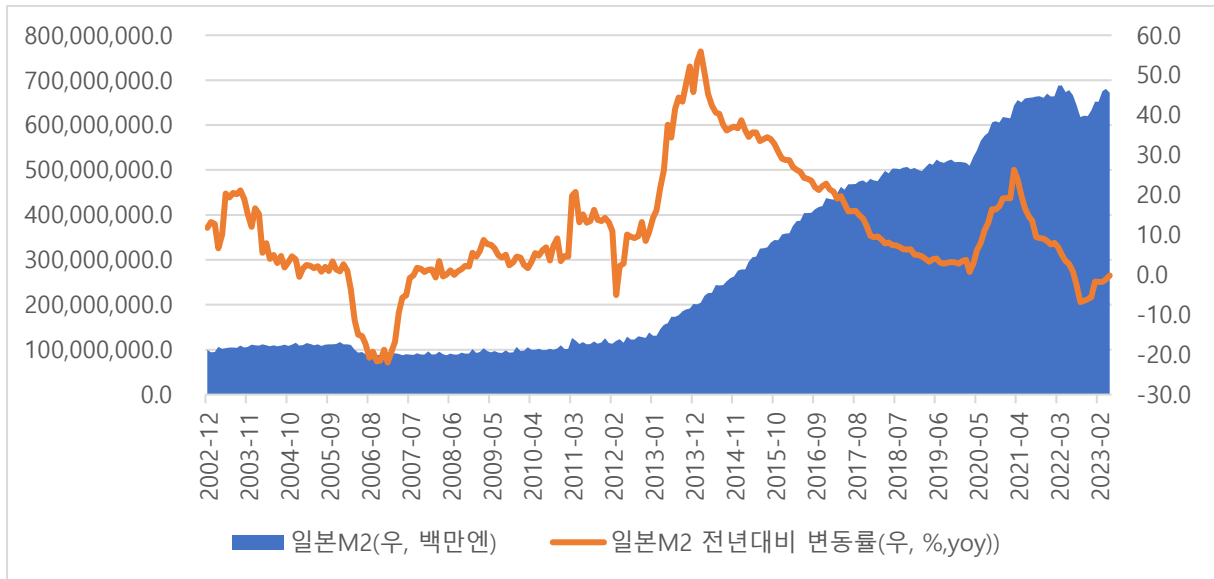


그림 12 국면별 유동성 출처: Bloomberg

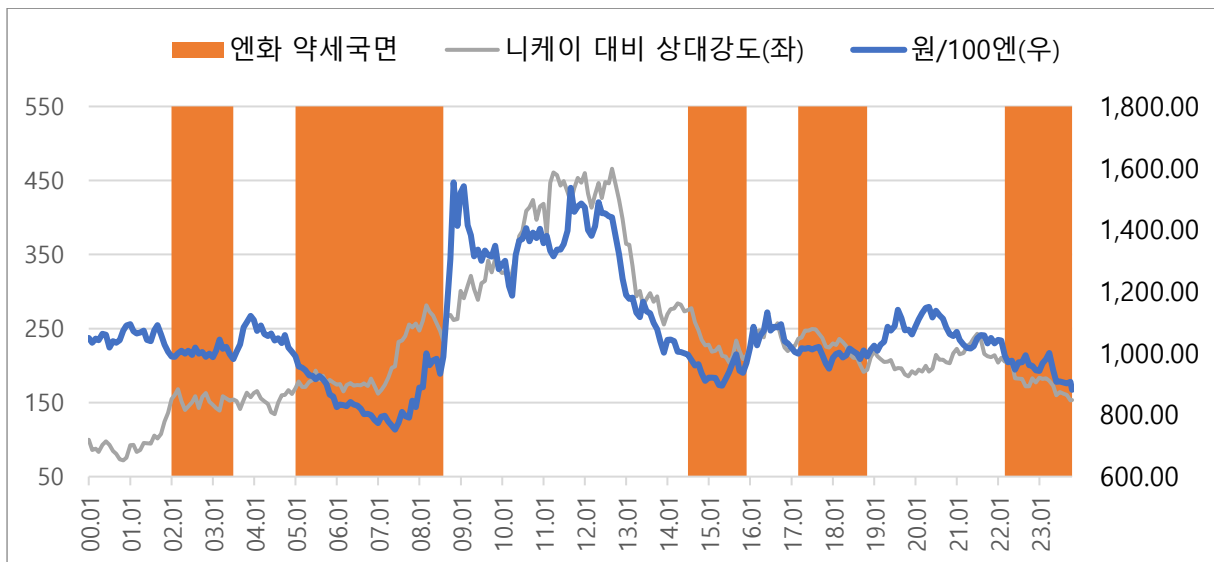


그림 13 엔화 강세와 코스피 상대강도 출처 : Quantiwise

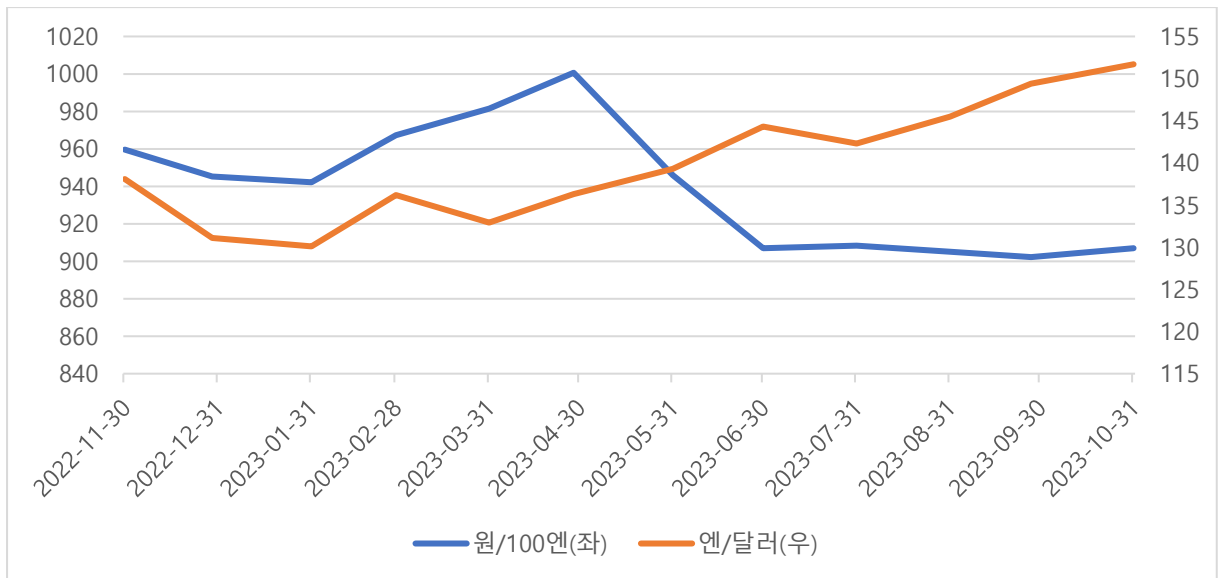
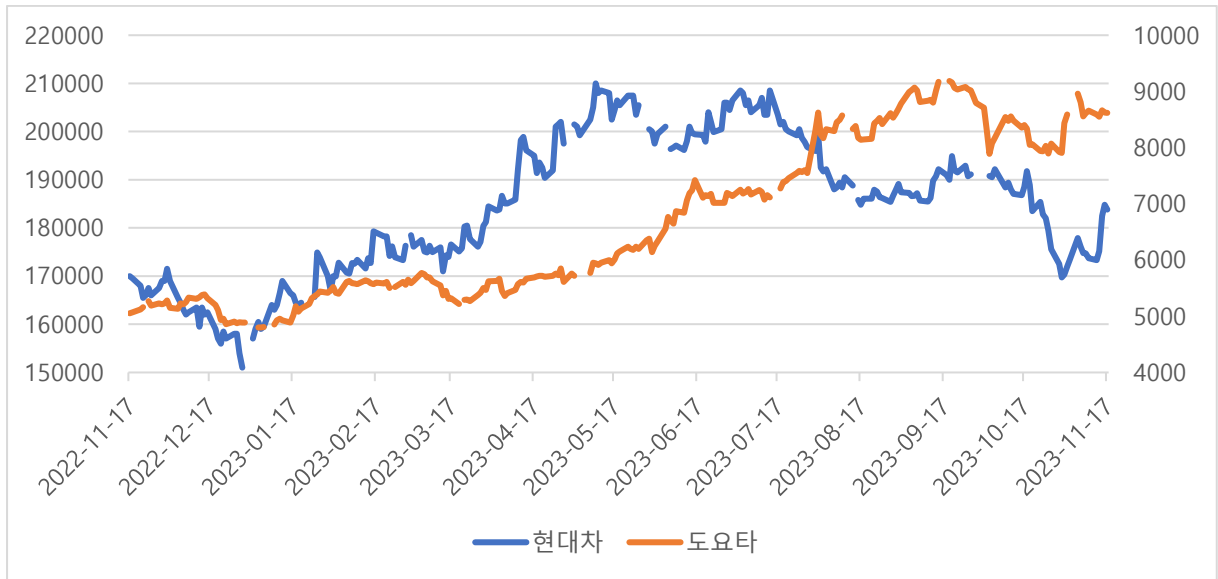


그림 14 현대차와 도요타 주가흐름 출처 : Bloomberg

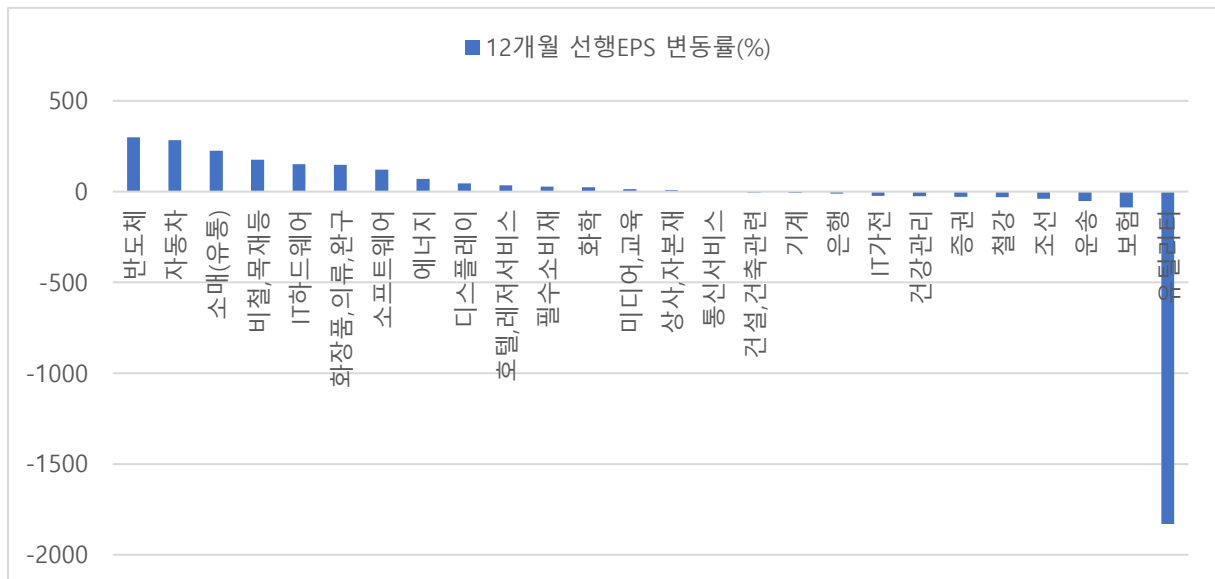


그림 15 엔화 초강세 국면(2008-10~2012-12) 12개월 선행 EPS 변동률 출처: Quantiwise

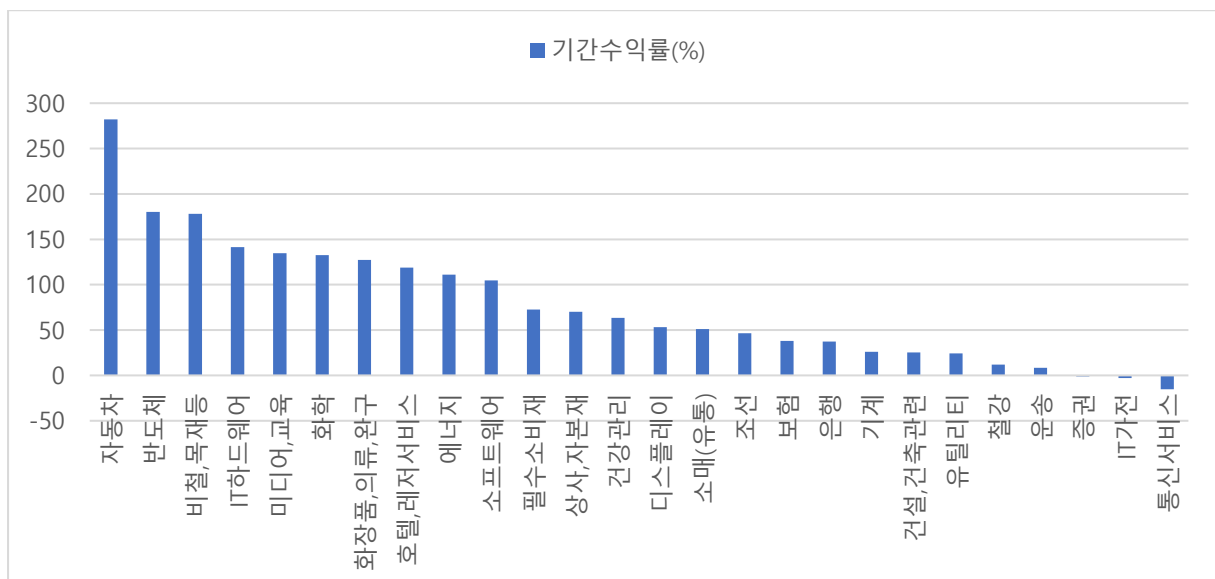


그림 16 엔화 초강세 국면(2008-10~2012-12) 기간수익률 출처: Quantiwise