

한국경제연구원-아시아금융학회 공동심포지움

수퍼달러 · 초엔저 시대 정부와 기업의 대응 방향

일시 2014. 12. 1(월) 13:30~16:00

장소 전경련회관 컨퍼런스센터 토파즈(2층)



[한국경제연구원-아시아금융학회 공동 심포지움]

수퍼달러 · 초엔저 시대 정부와 기업의 대응 방향

- 일시: 2014년 12월 1일(월) 13:30~16:00
- 장소: 전경련회관 컨퍼런스센터 토파즈(2층)

[프로그램]

시 간	내 용
13:00-13:30	등 록
13:30-13:40	개회사 권태신(한국경제연구원 원장)
13:40-14:40	주제 발표 사 회: 김인철(성균관대 명예교수, 아시아금융학회 명예회장) 발표 1. 오정근(한국경제연구원 초빙연구위원, 아시아금융학회 회장, 건국대 특임교수) 발표 2. 박상현(하이투자증권 투자전략팀장)
14:40-15:50	종합 토론 토론 : 김기홍(국회입법조사처 경제산업조사실장) 김정식(연세대 교수, 한국경제학회회장) 김소영(서울대 교수) 백승관(홍익대 교수) 변양규(한국경제연구원 거시정책연구실장) 윤덕룡(대외경제정책연구원 선임연구위원) 이준협(현대경제연구원 동향분석실장) (가나다 순)
15:50 - 16:00	폐 회

개 회 사

존경하는 김정식 한국경제학회 회장님. 김인철 한국경제학회 명예회장님,

이 세미나를 기획하고 준비해 온 저희 연구원 초빙연구위원 오정근 아시아금융학회장, 사회자 발표자 토론자 여러분, 그리고 내외귀빈 여러분,

공사다망하실 터인데도 불구하고 이렇게 귀중한 시간을 내어 참여해 주신데 대해 진심으로 감사드립니다.

최근 국제금융시장은 한 치 앞도 내다보기 어려운 통화전쟁의 국면으로 치닫고 있습니다. 미국은 지난 10월 29일 글로벌 금융위기 이후 6년 간 지속해 오던 양적 완화정책의 종료를 선언해 2015년은 슈퍼달러 시대가 될 것임을 예고해 주었습니다.

반면 10월 21일 유럽중앙은행은 자산유동화증권 매입을 통한 추가 통화공급 확대를 발표하고 그 열흘 후인 31일 일본은행은 이미 추진 중인 양적 질적 완화(QQE) 정책에 추가해 연간 최대 20조 엔의 본원통화를 추가 공급하겠다는 2차 확대통화 엔저 조치를 발표했습니다.

그럼에도 불구하고 지난 3분기 성장률이 2분기 연속 마이너스로 나타나자 중의원 해산과 조기총선을 발표했습니다. 조기총선 후 제시될 신경기회복정책에는 보다 강력한 확대통화 엔저정책이 포함될 것으로 관측되면서 새해에는 슈퍼달러와 함께 초엔저시대가 될 것임을 예고해 주고 있습니다.

11월 21일에는 급기야 중국마저 2년 4개월 만에 금리인하를 전격적으로 단행해 통화전쟁의 대열에 합류하는 모습을 보였습니다. 경기가 회복되고 있는 미국과 영국을 제외한 유로존 일본 중국 등 주요국들은 일제히 새로운 통화전쟁에서 패자가 되지 않기 위해 몸부림을 치고 있는 형국이 전개되고 있습니다.

이처럼 요동치고 있는 국제금융시장의 변동성은 대외의존도가 높은 한국경제에 엄청난 위협요인으로 다가오고 있음은 두 말할 필요가 없습니다. 그럼에도 불구하고 한국의 통화 외환당국은 아직 이렇다할 만한 전향적인 대책을 제시하지 못하고 있는 실정입니다. 잘 못하면 과거 유사한 원·엔 환율 하락 이후 위기를 겪었던 1997년 2008년의 위기가 재연되는 것이 아닌가 하는 우려마저 듭니다.

이에 저희 한국경제연구원과 아시아금융학회는 공동으로 새해 전개될 슈퍼달러와 초엔저의 동향을 전망해 보고 정부와 기업의 대응방향을 모색해 보는 “슈퍼달러 초엔저 시대의 정부와 기업의 대응방향”이라는 주제의 심포지움을 준비했습니다.

부디 오늘 심포지움이 한국경제가 다시는 위기를 겪지 않도록 추락하고 있는 원·엔 환율을 안정시킬 수 있는 좋은 대책들이 많이 논의되어 성장과 추락의 기로에 서 있는 한국경제가 재도약할 수 있는 정책대안을 제시하는 의미 있는 토론의 장이 될 것을 기대합니다

다시 한번 참석자 여러분에게 감사드리며 이것으로 개회사에 갈음하고자 합니다.

감사합니다

한국경제연구원 원장
권 태 신

[요약]

슈퍼 달러, 초엔저의 전망과 정부의 대응 방안

박상현(하이투자증권 투자전략팀장)

□ 달러화는 구조적 강세국면에 진입한 것으로 예상

- 최근의 달러화 강세 현상이 일시적인 현상에 그칠지 혹은 구조적 강세사이클 인지에 대한 논란이 확산되고 있지만 2차 달러 강세국면(95년~01년, <표>참조)과 현재의 달러 강세국면은 많은 공통점을 가지고 있다는 점에서 구조적 강세사이클로 판단됨

□ 달러화의 구조적 강세를 예상하는 이유로는 첫째, 미국 에너지 패러다임 변화에 따른 미국 펀더멘탈 개선을 들 수 있음

- 미국내 셰일가스 및 셰일오일 생산확대는 미국 에너지 수입 감소에 따른 무역수지 개선과 함께 낮은 에너지 가격을 통한 미국 기업들의 경쟁력 강화로 이어지고 있음. 동시에 미국 에너지 수입 감소가 달러화 약세 배경으로 작용했던 글로벌 불균형(Imbalance) 해소로 이어지고 있음. 즉 미국 경상수지는 개선되는 반면 에너지 수출국을 중심으로 한 이머징 국가의 경상수지 흑자폭 축소 추세는 달러화의 구조적 강세를 촉발하고 있음
- 에너지 패러다임 변화뿐만 아니라 스마트폰, SNS 등 글로벌 신성장 동력을 미국 기업들이 주도하고 있음도 미국 경제의 펀더멘탈 강화로 이어지고 있다는 판단임

□ 반면 유로 디플레이션과 중국 디레버리징 리스크로 미국과 Non-US간 통화정책 차별 현상이 심화될 수 있음도 달러화 강세 요인임

- 미국 연준은 양적완화 중단 이후 내년 정책금리 인상으로 대변되는 출구전략을 고심하고 있지만 유로, 일본 및 중국 등 여타 주요국은 유동성 확대를 통한 경기부양에 힘쓰는 통화정책의 차별화 심화 현상은 달러화 강세 압력으로 이어질 것임
- 특히 유로의 경우 디플레이션 압력을 선제적으로 차단하기 위해 양적완화 확대 추진을 준비중이고 중국 역시 경기 경착륙 리스크를 해소 위해 이미 정책

금리를 2년여만에 인하하는 등 경기 방어에 힘쓰고 있는 상황이 당분간 이어질 공산이 높음

- 일본 역시 추가 양적완화를 고심하고 있어 미국과 Non-US간 통화차별화 현상은 더욱 심화될가능성이 높고 동시에 엔 캐리 트레이드, 유로 캐리 트레이드 등이 활성화되면서 이들 통화의 약세 심리를 더욱 부추길 수 있음

□ 마지막으로 글로벌 저성장에 따른 제로섬 게임 격화로 미국을 제외한 각국이 환율전쟁에 나설 수 밖에 없다는 점 역시 달러화 강세 압력으로 평가할 수 있음

□ 한편, 엔화의 경우 ‘아베갯돈(아베노믹스의 대재앙을 의미)’ 리스크를 회피하기 위해 아베 정부 입장에서는 지속적인 유동성 확대 정책을 추진할 수 밖에 없어 엔화의 추가 약세 흐름이 지속될 것으로 판단함

- 특히, 엔화 추가 약세 기대감과 미-일 금리차 확대에 기반한 엔 캐리 트레이드 확대시 엔/달러 환율이 오버슈팅될 가능성을 배제할 수 없음
- 즉, 엔/달러 환율이 120엔 수준을 상회할 경우 적정 환율 수준을 가늠하기 어려운 영역이며 120엔 이상에서의 엔/달러 환율은 투기적 요인에 의해 크게 좌우될 수 있어 변동성 역시 크게 확대될 것임

〈표〉달러 강세기와 약세기중 대내외 환경 비교: 달러화 3차 강세국면에 진입중인 것으로 판단

	1차 달러 약세기(71.7~78.1월)	2차 달러 약세기(85.2~95.4월)	3차 달러 약세기(01.3~11.3월)
달러 정책	- 닉슨 쇼크 - 베트남 전쟁 후유증	국제사회 공동개입 (플라자 합의)	- 글로벌 불균형 심화로 달러가치 조정 - 미국 저금리 기초: 정책금리 인하 사이클 - 이머징 통화 강세 - 유로화 강세
미국의 산업 경쟁력	- 첨단기술 분야 우위 - 기타 열위	- 첨단 기술분야도 열위 - 금융서비스 우위	- IT버블 붕괴 - 미국 주택사이클 붐
일본, 유럽 경제	고성장	안정성장	- 일본 경기, 일시적 회복 - 유로 경제 부상
기타지역 경제		NICS 부상	중국 등 브릭스 경제 및 원자재국가 부상
한국 경제		NICS 경제 주도, 내수 확대	- 중국 경기호황에 기댄 안정적 성장 - 부동산 경기 호황

	1차 달러 강세기(78.2~85.1월)	2차 달러 강세기(95.5~01.2월)	3차 달러 강세기(?)
달러 정책	- 1, 2차 오일쇼크로 안전자산으로써 달러화 부각 - 고금리 등 긴축 통화정책 - 감세 등으로 재정적자 규모 확대	- 역플라자 합의 - 미국 정책금리 인상 사이클	- 아베노믹스 - 지정학적 리스크 확산으로 안전자산으로써 위상 강화 - 양적완화 정책 축소 가능성: 출구전략(=정책금리 인상)
미국의 산업 경쟁력	금리 하락 등으로 주택경기 회복	- 첨단 기술분야도 우위 : IT투자붐 주도 - 금융서비스 우위	- 스마트폰 및 셰일가스 등 신산업 주도
일본, 유럽 경제	오일쇼크에 따른 고물가 등 스태그플레이션	- 일본 : 버블 경제 붕괴(잃어버린 10년) - 유럽: 독일 경제는 통독 후유증	- 글로벌 금융위기 이후 디레버리징 국면 지속
기타지역 경제	스태그플레이션 이후 점진적 경기회복	아시아 외환위기	중국 등 이머징 경제 성장률 둔화
한국 경제		외환위기와 구조조정 지속	저성장국면 진입 가능성

[요약]

슈퍼달러 초엔저 시대 정부와 기업의 대응방향

오정근(한국경제연구원 초빙연구위원)

달러화는 구조적 강세국면에 진입한 것으로 예상된다. 특히, 2차 달러 강세국면(95년~01년)과 현재의 달러 강세국면은 많은 공통점을 가지고 있다. 달러의 구조적 강세 국면을 예상하는 이유는 1) 미국 에너지 패러다임 변화에 따른 펀더멘탈 개선, 2) 유로 디플레이션과 중국 디레버리징 리스크, 3) 미국과 Non-US간 통화정책 차별화, 4) 글로벌 저성장에 따른 환율전쟁 격화 등을 들 수 있다.

엔화의 경우 ‘아베겟돈(아베노믹스의 대재앙을 의미)’ 리스크를 회피하기 위해 아베 정부 입장에서는 지속적인 유동성 확대 정책을 추진할 수 밖에 없어 엔화의 추가 약세 흐름을 지속될 것으로 판단된다. 조기총선 후 제시될 것으로 관측되는 신경기회복정책에는 보다 강력한 양적 질적 완화 통화정책과 엔화 약세 정책이 포함될 것으로 전망된다.

특히, 엔화 추가 약세 기대감과 미-일 금리차 확대에 기반한 엔 캐리트레이드 확대시 엔/달러 환율이 오버슈팅될 가능성을 배제할 수 없다. 즉, 엔/달러 환율이 120엔 수준을 상회할 경우 적정 환율 수준을 가늠하기 어려운 영역이며 120엔 이상에서의 엔/달러 환율은 투기적 요인에 의해 크게 좌우될 수 있어 변동성 역시 크게 확대될 것으로 전망된다.

장기침체와 디플레이션 초입에 진입하고 있는 2015년 한국경제는 장기침체와 디플레이션으로 추락할 것인가, 반등할 것인가의 중요한 분수령이 될 것으로 보인다. 여기서 중요한 관건 중의 하나가 원/엔 환율이다.

초엔저를 배경으로 이에 대응하는 원/달러 환율이 성장률과 물가에 어느 정도 영향을 미칠 것인지를 살펴 보기 위해 원/달러 환율 시나리오별로 2015년 성장률과 물가상승률을 전망해 본 결과 성장률은 3.5~3.7%, 물가상승률은 1.4~1.8%로 추정되어 내년 경기회복이 쉽지 않을 것임을 예고해 주었다.

앞으로 최소한 2~3년은 더 지속될 것으로 전망되는 슈퍼달러 초엔저 시대를 맞이하여 100엔 당 원화 환율이 800원대 중반 까지 하락할 수도 있으므로 정부는 G20회의에서 합의한 「자본이동관리원칙」을 토대로 △하트머니 등 무분별한 자본유입에 대한 거시건전성 차원의 규제, △외환시장 교란에 대한 질서 있는 외환시장 개입은 물론 △전향적인 금리 환율 정책조합 운용, △불황형 흑자 교정을 위한 내수 진작, △한국에 적합한 환율제도 모색, △원화 국제화 △외환시장 육성과 다양화 △한국정책에 대한 국제적 공감 확대를 위한 국제금융외교 강화 등 다각적이고 전향적인 대책을 시급히 시행해야 한다.

내년 하반기로 예상되고 있는 미국의 금리인상으로 신흥시장국에서 위기 징후가 발생할 경우에는 한국도 영향권에 들어갈 가능성이 있으므로 컨틴전시 플랜을 미리 준비해 두었다 적시에 가동할 필요도 있다.

원/엔 환율 하락으로 어려움에 처한 기업들에 대해서도 환위험 관리 강화 지도, 환변동보험 지원, 기술연구개발 지원 등을 추진해야 하고 기업들 스스로도 환위험관리는 물론 품질경쟁력 제고를 위해 노력해야 한다.

발 표

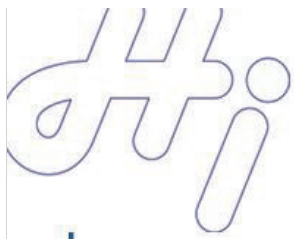
수퍼 달러 · 초엔저 시대 정부와 기업의 대응 방안

오 정 근

(한국경제연구원 초빙연구위원, 아시아금융학회 회장,
건국대 특임교수)

박 상 현

(하이투자증권 리서치센터 Chief Economist)



슈퍼 달러, 초엔저 시대 정부와 기업의 대응 방안



오정근
한국경제연구원 초빙연구위원, 건국대 특임교수
박상현
하이투자증권 리서치 센터 Chief Economist

현대증권그룹
하이투자증권

목차

- 슈퍼 달러 초엔저 전망
- 정부의 대응방향
- 기업의 대응방향

We say high

슈퍼 달러, 초엔저 전망

목 차

I. 슈퍼 달러 시대 ?

II. 달러의 구조적 강세를 예상하는 이유

III. 엔화 약세는 어디까지 ?

요약

달러화는 구조적 강세국면에 진입한 것으로 예상

- 특히, 2차 달러 강세국면(95년~01년)과 현재의 달러 강세국면은 많은 공통점을 가지고 있음

달러의 구조적 강세 국면을 예상하는 이유는 1) 미국 에너지 패러다임 변화에 따른 펀더멘탈 개선, 2) 유로 디플레이션과 중국 디레버리징 리스크, 3) 미국과 Non-US간 통화정책 차별화, 4) 글로벌 저성장에 따른 환율전쟁 격화 등을 들 수 있음

엔화의 경우 ‘아베갯돈(아베노믹스의 대재앙을 의미)’ 리스크를 회피하기 위해 아베 정부 입장에서는 지속적인 유동성 확대 정책을 추진할 수 밖에 없어 엔화의 추가 약세 흐름을 지속될 것으로 판단함

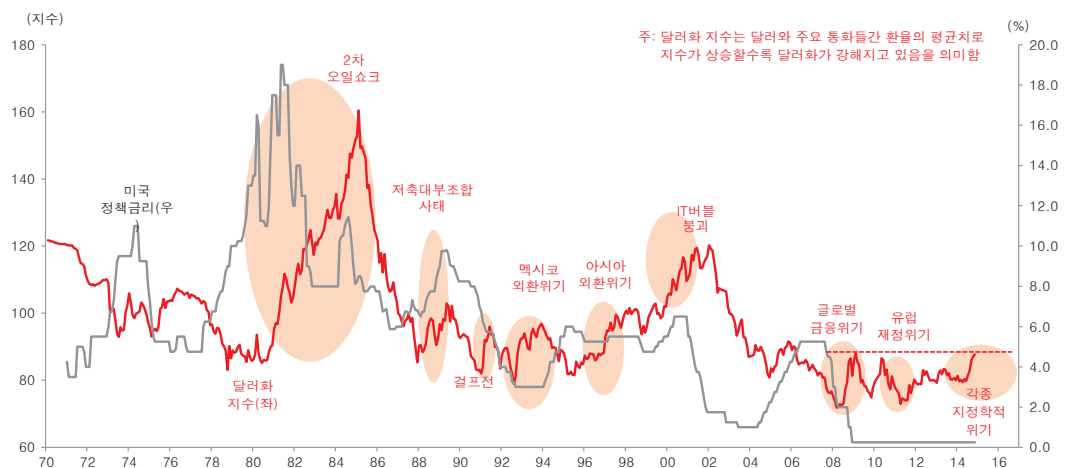
- 특히, 엔화 추가 약세 기대감과 미-일 금리차 확대에 기반한 엔 캐리 트레이드 확대시 엔/달러 환율이 오버슈팅될 가능성을 배제할 수 없음
- 즉, 엔/달러 환율이 120엔 수준을 상회할 경우 적정 환율 수준을 가늠하기 어려운 영역이며 120엔 이상에서의 엔/달러 환율은 투기적 요인에 의해 크게 좌우될 수 있어 변동성 역시 크게 확대될 것임

슈퍼 달러 시대 ?

달러화: 일시적 강세 VS 슈퍼 달러의 시작

- 현재의 달러화 강세 흐름은 중장기 달러화 강세의 시작으로 판단
- 달러화 제3차 강세기 국면에 진입 ?

<그림1> 장기 달러화지수 추이 : 달러화가 구조적 강세국면에 접어들 가능성이 높아지고 있음



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

슈퍼 달러 시대 ?

현 달러 강세국면은 과거 2차 달러 강세국면과 많은 유사점을 가지고 있음

<그림2> 달러 강세기와 약세기 중 대내외 환경 비교 : 미국 달러화 3차 강세국면에 진입중인 것으로 판단됨

	1차 달러 약세기(71.7~78.1월)	2차 달러 약세기(85.2~95.4월)	3차 달러 약세기(01.3~11.3월)
달러 정책	- 닉슨 쇼크 - 베트남 전쟁 후유증	국제사회 공동개입 (플라자 합의)	- 글로벌 불균형 심화로 달러가치 조정 - 미국 저금리 기조: 정책금리 인하 사이클 - 이머징 통화 강세 - 유로화 강세
미국의 산업 경쟁력	- 첨단기술 분야 우위 - 기타 열위	- 첨단 기술분야도 열위 - 금융서비스 우위	- IT버블 붕괴 - 미국 주택사이클 붐
일본, 유럽 경제	고성장	안정성장	- 일본 경기, 일시적 회복 - 유로 경제 부상
기타지역 경제		NICs 부상	중국 등 브릭스 경제 및 원자재국가 부상
한국 경제		NICS 경제 주도, 내수 확대	- 중국 경기호황에 기댄 안정적 성장 - 부동산 경기 호황

	1차 달러 강세기(78.2~85.1월)	2차 달러 강세기(95.5~01.2월)	3차 달러 강세기(?)
달러 정책	- 1, 2차 오일쇼크로 안전자산으로써 달러화 부각 - 고금리 등 긴축 통화정책 - 감세 등으로 재정적자 규모 확대	- 역플라자 합의 - 미국 정책금리 인상 사이클	- 아베노믹스 - 지정학적 리스크 확산으로 안전자산으로써 위상 강화 - 양적완화 정책 축소 가능성: 출구전략(=정책금리 인상)
미국의 산업 경쟁력	금리 하락 등으로 주택경기 회복	- 첨단 기술분야도 우위 : IT투자 붐 주도 - 금융서비스 우위	- 스마트폰 및 셰일가스 등 신산업 주도
일본, 유럽 경제	오일쇼크에 따른 고물가 등 스태그플레이션	- 일본: 버블 경제 붕괴(잃어버린 10년) - 유럽: 독일 경제는 통독 후유증	- 글로벌 금융위기 이후 디레버리징 국면 지속
기타지역 경제	스태그플레이션 이후 점진적 경기회복	아시아 외환위기	중국 등 이머징 경제 성장을 둔화
한국 경제		외환위기와 구조조정 지속	저성장국면 진입 가능성

자료: 하이투자증권

슈퍼 달러 시대 ?

달러 강세국면이 향후 2~3년간 지속될 가능성이 높음

- 미국 연준의 양적완화 종료에 이은 15년중 정책금리 인상 가능성은 미국 연준의 통화정책이 부양에서 긴축으로 선회하고 있음을 시사하고 있어 달러화 흐름도 추세적 강세기조가 이어질 수 있음

<그림3> 1~2차 달러 강세국면과 유사한 미국의 통화정책과 달러 사이클이 재연될 것으로 기대



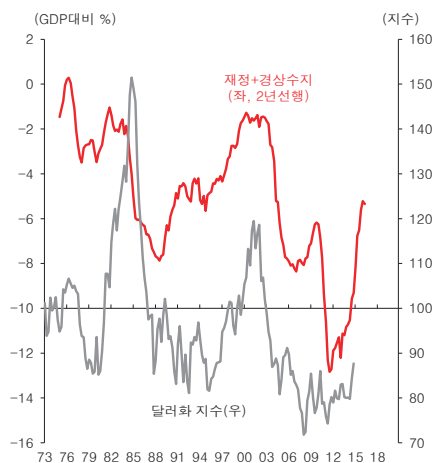
자료: Thomson Datastream, Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

달러 강세 요인 : 미국 에너지 패러다임 변화

에너지 패러다임 변화에 기반한 미국 경제 펀더멘탈 개선

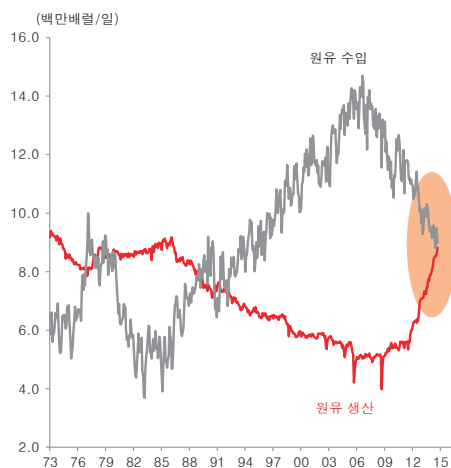
- 미국 쌍둥이 적자 개선 추세 지속
- 미국 에너지 패러다임 변화는 미국 경상수지 추가 개선 요인

<그림4> 미국내 재정 및 경상수지 적자폭 축소는 중장기적으로 달러 강세 요인



자료: Thomson Datastream, Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

<그림5> 역전을 앞두고 있는 미국내 원유 생산과 수입 추이는 미국 무역수지 적자폭이 추가적으로 개선될 것임을 암시

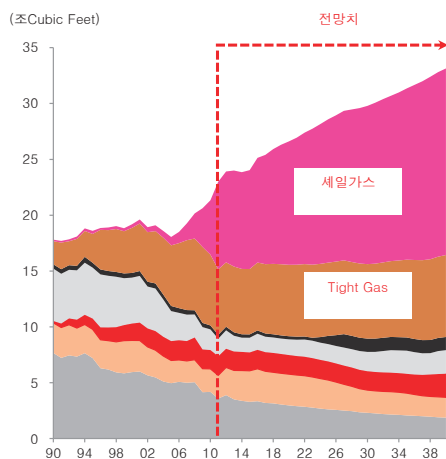


달러 강세 요인 : 미국 에너지 패러다임 변화

미국내 셰일가스 생산은 지속적으로 증가할 전망이다

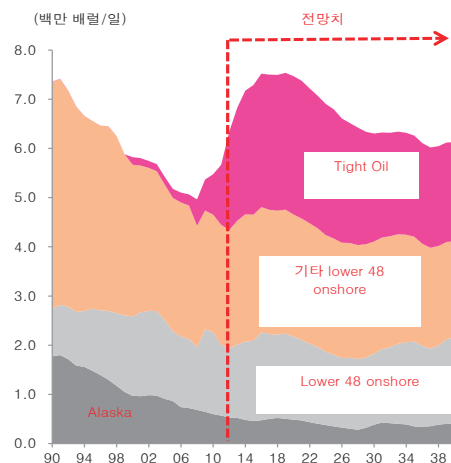
- 미국내 셰일가스 등 에너지 관련 생산이 2020년까지 확대될 것이라는 점임. 미국 에너지청(EIA) 전망에 따르면 셰일 가스 및 셰일 오일 생산이 최소 2016년까지 지속적으로 증가할 전망이어서 이와 관련된 투자 역시 확대될 여지가 높음

<그림6> 미국 에너지청(EIA)이 전망한 미국내 장기 천연가스 생산량 추이



자료: EIA, 하이투자증권 리서치센터

<그림7> 미국 에너지청(EIA)이 전망한 미국내 장기 원유 생산량 추이

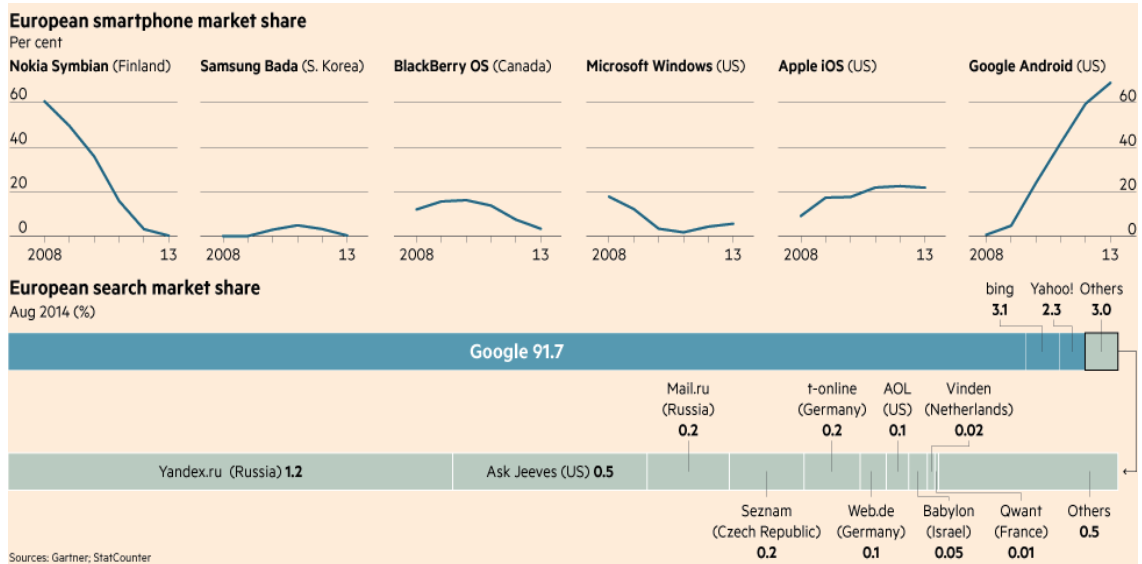


달러 강세 요인 : 유로 디플레이션 리스크

유로 계임 체인저 역할을 하지 못하고 있음

- 세일가스 및 스마트폰 등 신성장동력에서 Loser: 새로운 투자 동력원을 찾지 못하고 있음

<그림8> 스마트폰 OS 및 인터넷 검색에서 유럽 시장 점유율 추이 : 유럽 기업들은 신산업에서 도태중임



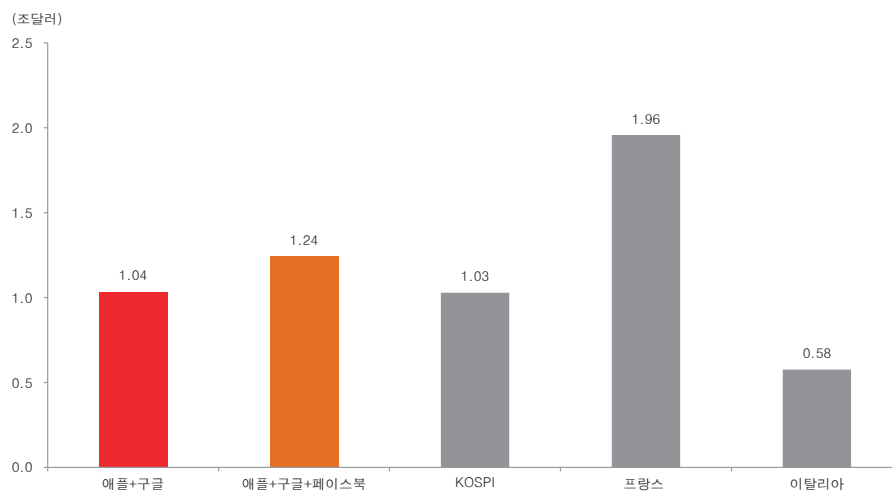
자료: FT(9월 16일자 기사), 하이투자증권 리서치센터

달러 강세 요인 : 유로 디플레이션 리스크

글로벌 경기는 미국 기업들에 의해 주도 중

- 애플과 구글의 시가총액이 국내 코스피 시가 총액을 넘어섬

<그림9> 애플과 구글 시가총액의 의미 : 미국 경제가 글로벌 신산업을 주도 중



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

달러 강세 요인 : 유로 디플레이션 리스크

일본과의 잃어버린 10년과 유사한 장기 불황 리스크에 직면한 유로존

- 독일 제외한 주요 유로존 국가의 산업생산 흐름은 과거 일본 장기 불황 당시보다 더욱 심각한 상황임
- 유로존 고정투자 사이클 역시 심각한 불황 리스크를 대변중

<그림10> 자칫 과거 일본 디플레이션 국면보다 상대적으로 더욱 심각한 디플레이션 리스크에 직면할 수 있는 유로 경제



자료: CEIC, 하이투자증권 리서치센터

<그림11> 유로-일본 고정투자사이클 추이 비교

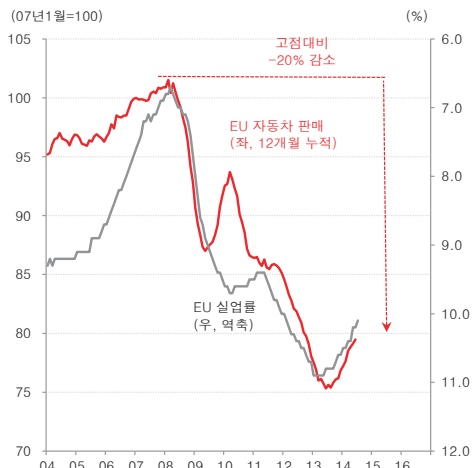


달러 강세 요인 : 유로 디플레이션 리스크

유로존이 디플레이션 리스크에서 벗어나기 힘든 이유

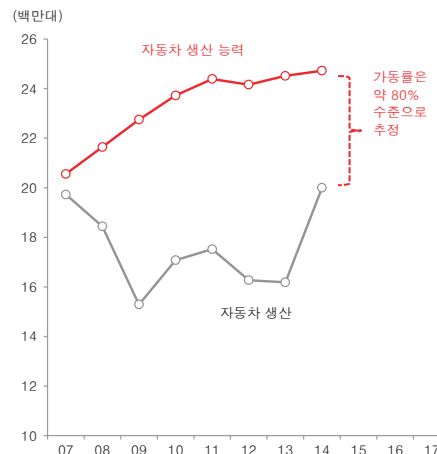
- 高실업률과 高부채 부담 등으로 미국과 같은 강한 소비사이클의 회복을 기대하기 어려움
- 기업들에 대한 미약한 구조조정 정책으로 인한 과잉투자 부담 해소 지연으로 기업들의 투자지 빈약
- 대표적으로 자동차의 경우 자동차 생산능력 대비 가동률은 80% 수준, 즉 20%의 유향설비가 존재

<그림12> 유럽 자동차 판매 : 자동차 판매가 회복되고 있지만 높은 실업률 등으로 미국과 같은 급격한 수요 확대를 기대하기 힘들



자료: Thomson Datastream, CEIC, Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

<그림13> 유럽 자동차 업종 가동률 추정치

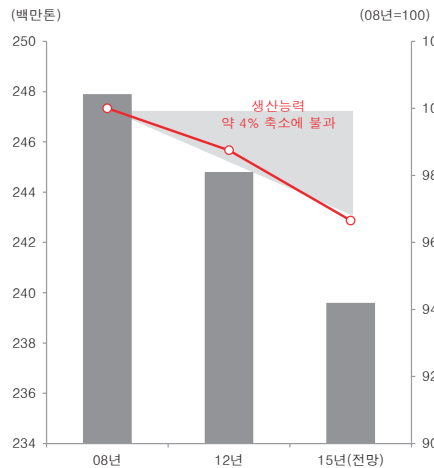


달러 강세 요인 : 유로 디플레이션 리스크

유로존이 디플레이션 리스크에서 벗어나기 힘든 이유

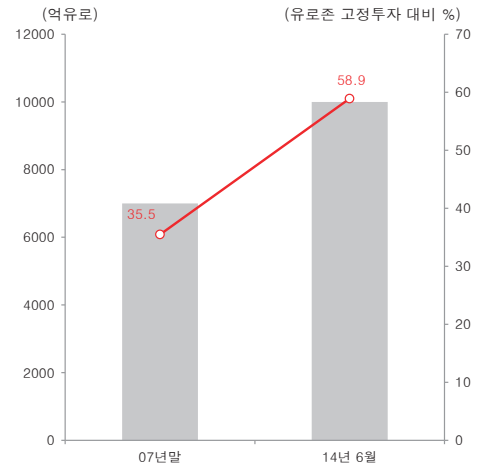
- 철강업종의 경우에도 구조조정이 전혀 진척되지 못하고 있음. 저금리 정책으로 준비 기업들이 양산되고 있는 것으로 판단됨
- 과잉투자 부담 해소 지연으로 투자처를 찾지 못하면서 기업내 현금유동성이 증가 중 : FT에 따르면 유럽/중동 및 아프리카(EMEA) 지역에 상장된 유럽기업들이 보유한 총 현금금은 지난 6월말 기준으로 1조 유로 : 금융위기 직전인 07년 7,000억 유로에 비해 약 3,000억 유로 증가

<그림14> 유럽내 철강생산 능력 추이



자료: Thomson Datastream, CEIC, Bloomberg, 각종 기사, 하이투자증권 리서치센터

<그림15> 유럽/중동 및 아프리카(EMEA) 지역에 상장된 유럽기업들이 보유한 총 현금 추이

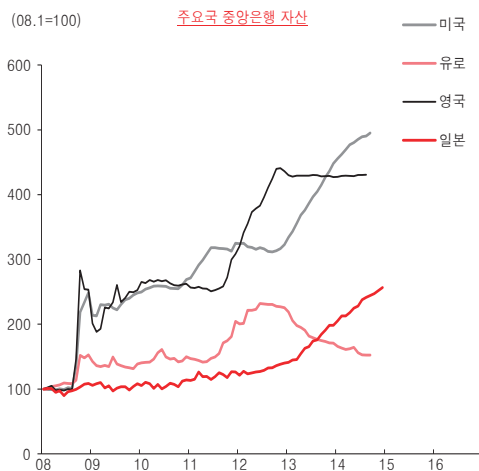


달러 강세 요인 : 유로 디플레이션 리스크

추가적 통화부양정책은 물론 재정확대도 병행되어야 할 것임

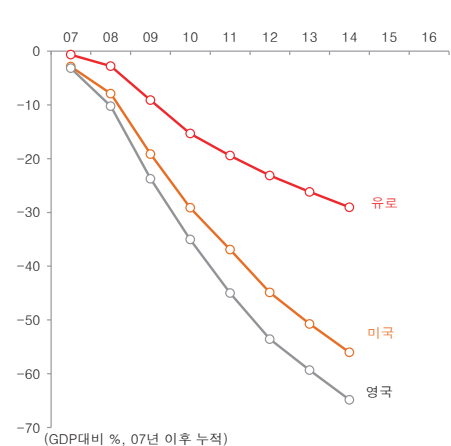
- WSJ, ECB의 추가 완화정책이 “약속보다 희망에 가깝다고” 평가함(14년 11월 8일 연합인포맥스 기사 참조). 드라기 총재가 ECB의 대차대조표 규모를 12년초 수준(약 1조 유로)으로 돌려놓을 것이라고 밝혔지만 독일 분데스뱅크 총재는 성명 자체는 찬성했지만 대차대조표를 1조유로 더 확대하는 것을 목표로 하지 않고 있다고 언급함

<그림16> 유동성 공급 규모 역시 미 연준과 영란은행에 비해 ECB가 소극적 자세를 유지



자료: Thomson Datastream, CEIC, EU 집행위원회 하이투자증권 리서치센터

<그림17> 금융위기 이후 미국과 영국에 비해 유로존의 재정정책 강도가 상대적으로 미약

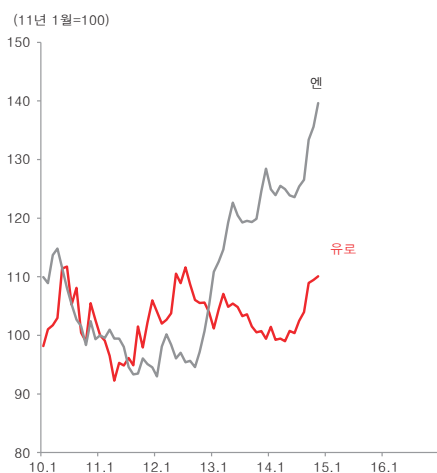


달러 강세 요인 : 유로 디플레이션 리스크

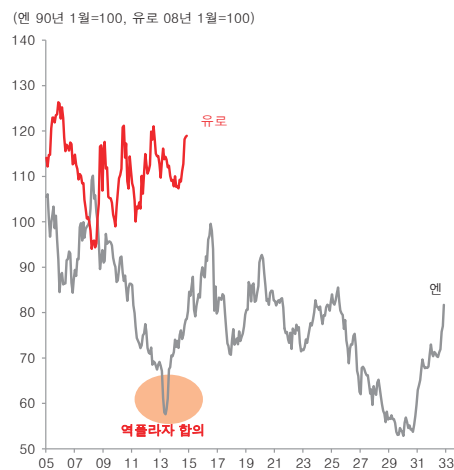
역플라자합의와 같은 대폭적인 유로화 평가 절하가 필요해 보여 : 글로벌 환율전쟁 가속화 가능성

- 유로존 디플레이션 리스크 탈피를 위해 유로화의 대폭적인 절하가 필요해 보여 과거 역플라자 합의 같은 국제 공조가 재연될 수 있음

<그림18> 엔화에 비해 유로화의 약세폭은 상대적으로 미미한 수준에 그치면서 금융시장과 경기에 커다란 활력을 주지 못하고 있음



<그림19> 95년 엔화 약세를 용인한 제2의 역플라자 합의 가능성도 배제할 수 없음



자료: Thomson Datastream, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

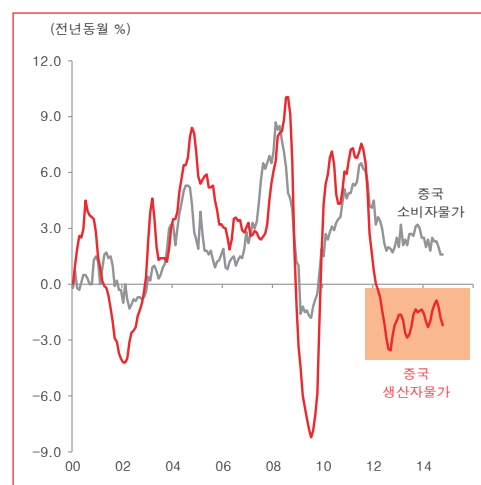
달러 강세 요인 : 중국 리커노믹스

중국은 왜 리커노믹스 인가?

중국 정부, 성장보다는 경제체질 전환에 초점을 맞춘 경제운용 지속될 전망임

중국 경제정책을 대변하는 소위 ‘리커노믹스’는 미국과 ECB, 일본 등의 경기부양정책과는 극명히 대조되는 정책기조임

리커노믹스의 주요 내용은 1) 인위적 경기부양책을 동원하지 않고, 2) 디레버리징(부채 축소)을 실시, 3) 구조개혁 지속 실시임



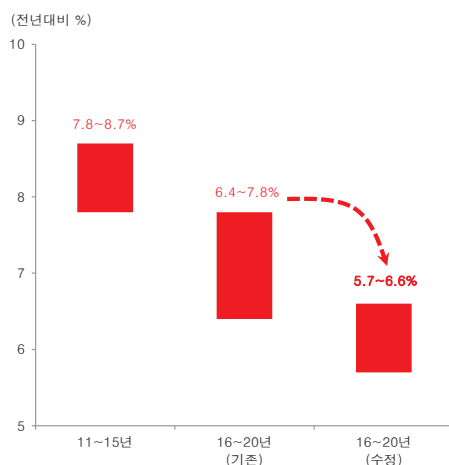
달러 강세 요인 : 중국 리커노믹스

낮아지는 중국 잠재 성장률 수준

- 중국 사회과학원은 16~20년 잠재성장률 수준을 0.7~1.2%p 하향 조정함

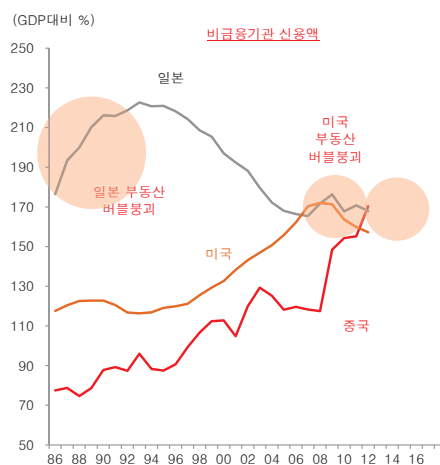
중국 정부, 성장률 보다 구조조정에 정책적 우선 순위를 둘 전망이다

<그림20> 중국 사회과학원이 추정 한 중국 잠재성장률 수준



자료: BIS, CEIC, 각종 기사, 하이투자증권 리서치센터

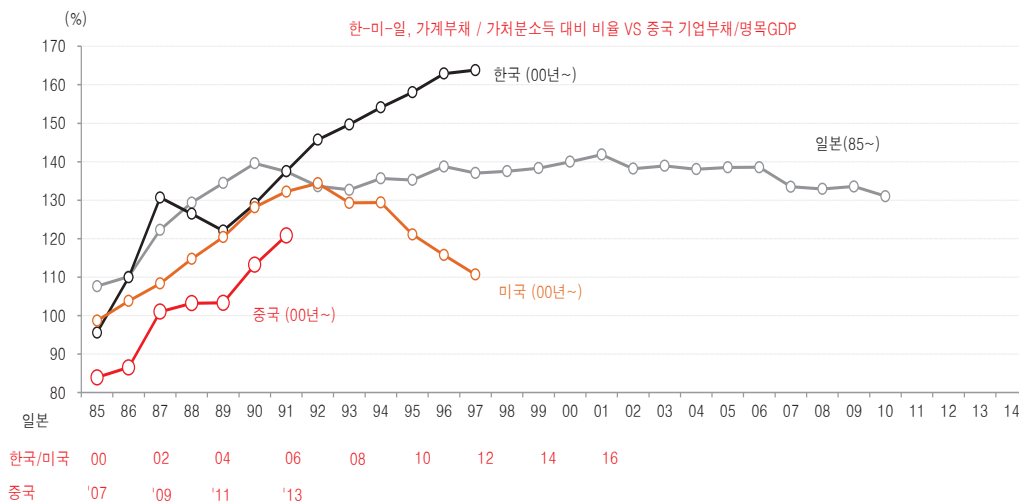
<그림21> 과잉 유동성 리스크에 직면해 있는 중국 경제



달러 강세 요인 : 중국 리커노믹스

한-미-일 금융위기는 가계부채에서 촉발되었지만 중국의 경우 기업부채가 가장 큰 부채 리스크

<그림23> 한-미-일 가계부채 VS 중국 기업부채



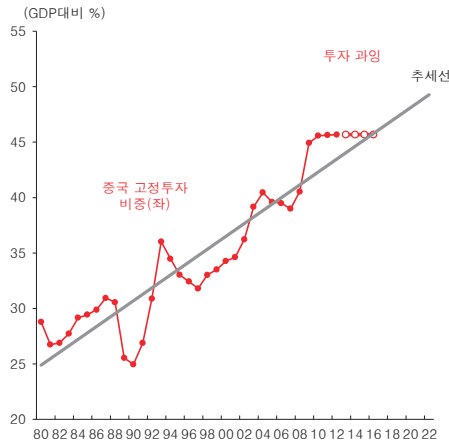
자료: CEIC, 한국은행, BOA, 하이투자증권 리서치 센터

달러 강세 요인 : 중국 리커노믹스

중국내 구조조정 기간은 최소 3~4년은 소요될 것으로 예상

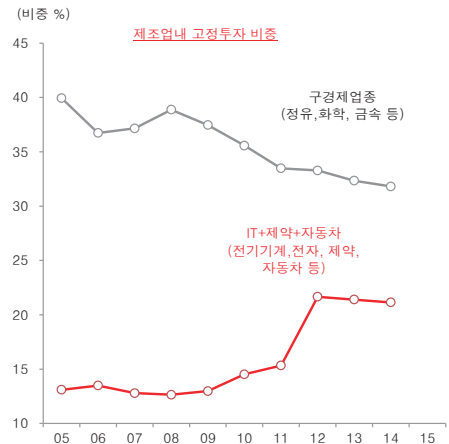
- 중국 정부의 구조조정 정책이 강력히 추진되지 못하고 성장과의 균형을 유지하면서 구조조정 작업을 추진하고 있어 과잉 투자부담을 해소하는데 최소 3~4년 정도는 소요될 것으로 추정됨
- 완만한 구조조정정책과 더불어 내수 중심의 경제정책은 수출의존도를 낮추면서 자본재 중심의 수입수요 증가율이 낮아지는 요인으로 작용할 공간이 높음
- 더욱이 중국 정부의 신산업 육성정책을 보더라도 수입 유발계수가 높은 산업보다는 수입 유발계수가 낮은 산업을 중심으로 추진되고 있음도 향후 중국내 수출과 수입증가율은 물론 수출입구조에 큰 변화를 초래할 것임

<그림24> 중국 고정투자 조정국면은 최소 3~4년 정도는 지속될 것으로 추정됨



자료: BIS, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

<그림25> 제조업내 신경제 중심으로의 체질전환도 시간이 소요될 전망

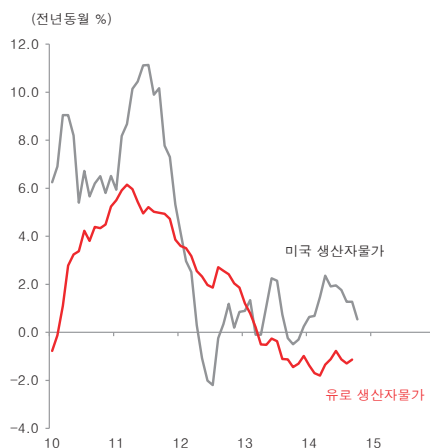


달러 강세 요인 : 미국과 Non-미국간 통화정책 차별화

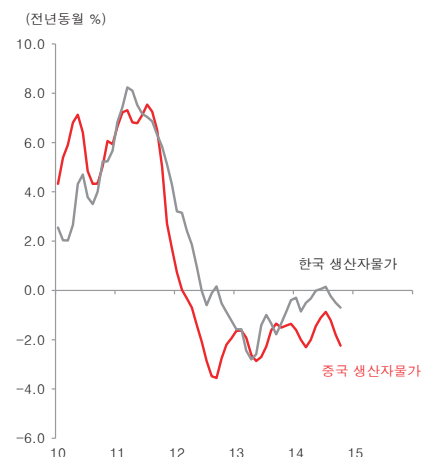
미국을 제외한 주요국 생산자물가 상승률의 장기 하락 추세 지속의 의미

- 생산자물가 상승률의 장기 하락은 글로벌내 과잉 투자 부담이 지속되고 있음을 시사
- 또한 미국과 Non-US간 물가압력 차이는 통화정책 차별화를 촉발할 전망이다
- 생산자물가 상승률의 장기하락은 글로벌 경제의 저성장 흐름의 또 다른 단면인 동시에 치킨게임을 격화시킬 수 있는 변수

<그림26> 유로존의 생산자물가 상승률 하락세가 장기화되면서 디플레이션 압력을 높이고 있음



<그림27> 중국과 한국 역시 생산자물가 상승률이 장기 하락세를 이어가면서 디플레이션 리스크 우려를 점증시키고 있음



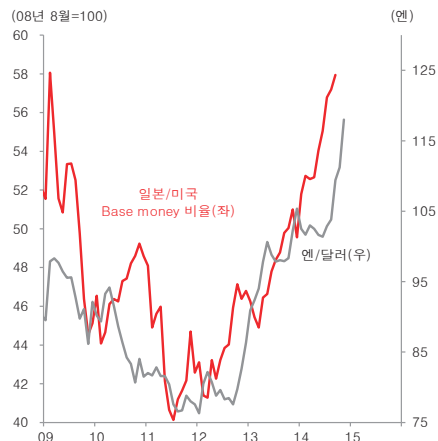
자료: Thomson Datastream, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

달러 강세 요인 : 미국과 Non-미국간 통화정책 차별화

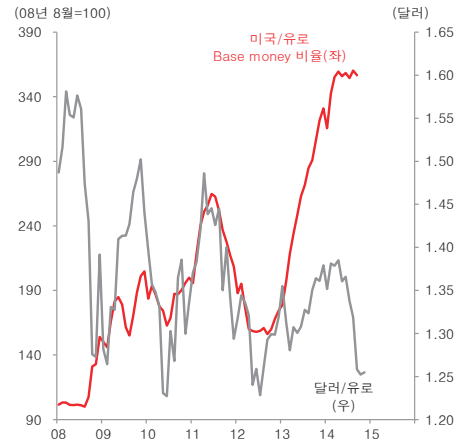
경기와 물가압력 차이에 따른 통화정책 차별화가 지속될 전망

- 유로와 일본의 통화정책과 미국 통화정책간 차별화 현상이 심화될 가능성이 높음
- 통화정책의 차별화는 유로화와 엔화의 추가 약세 압력으로 이어질 것임

<그림28> 미국과 일본간 통화정책 상대강도와 엔화 추이



<그림29> 미국과 유로간 통화정책 상대강도와 유로화 추이



자료: Thomson Datastream, Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

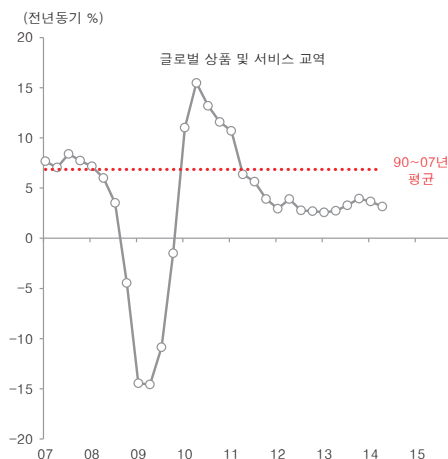
달러 강세 요인 : 글로벌 치킨게임 격화

기대에 못 미치고 있는 낙수효과(Spill Over)

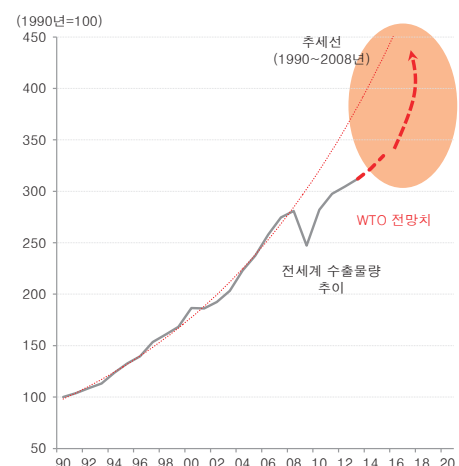
- 글로벌 교역 증가율이 금융위기 이전 수준을 회복하지 못하고 있는 가운데 최근에는 다시 증가율이 둔화되는 양상임
- 미국의 에너지 무역수지 적자 개선과 EU 무역수지 흑자구조 지속 등은 저조한 글로벌 교역 흐름을 대변

글로벌 교역 회복 지연으로 환율전쟁을 통화각국간 치킨 게임이 격화될 수 있음

<그림30> 글로벌 교역 증가율 추이



<그림31> 전세계 교역 규모 증가세가 글로벌 금융위기 이전 수준으로 정상화되기까지는 상당한 시간이 소요될 전망



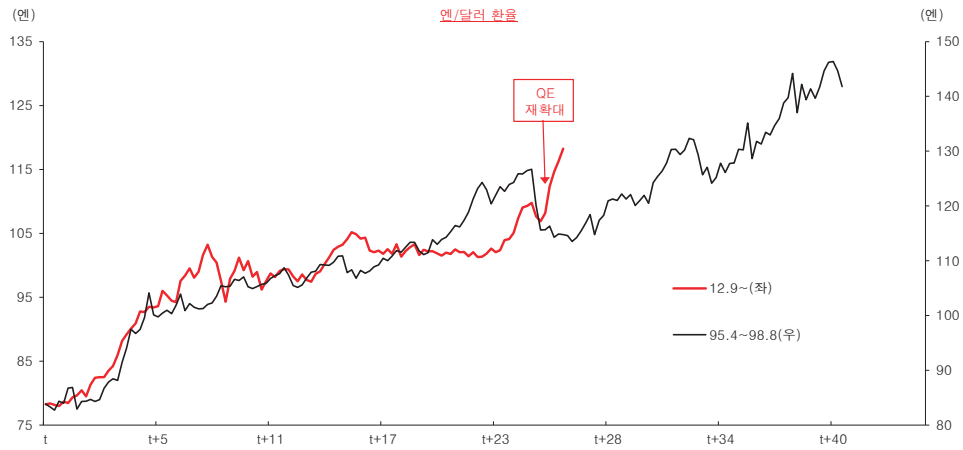
자료: WTO, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

엔 약세 어디까지 ?

95년 역플라자 합의 이후 엔화 흐름보다 더욱 가파른 엔 약세 흐름이 나타나고 있음

- 엔화의 추가 약세 기조는 당분간 지속될 것으로 기대

〈그림32〉 95년 역플라자 합의 이후 엔/달러 흐름과 현 엔/달러 흐름 비교



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치센터

엔 약세 어디까지 ?

엔화 약세 현상, 기조가 아닌 추가 약세폭이 문제

- 90년 이후 4차례의 엔 약세 국면중 현 엔 약세폭은 95년 사례 이어 가장 큰 폭의 약세 흐름을 보여주고 있음

〈그림33〉 엔/달러 환율 장기 추이



자료: Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

일본 펀더멘탈 약화도 엔화 추가 약세 지지

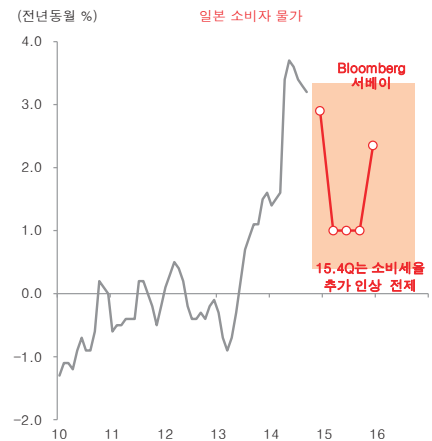
미국 경상수지 적자 개선 VS 일본 경상수지 악화

- 미국의 경상수지 적자규모 개선과 달리 일본 경상수지가 적자(12개월 누적기준)로 돌아선 현상 역시 엔화 흐름과 관련하여 중요한 펀더멘탈 변화임
- 소비세율 인상으로 소비자물가 상승률이 3%대까지 상승했지만 일시적 현상에 그칠 가능성이 높아 보여 일본은행 입장에서 추가적 부양책이 필요한 상황임

<그림34> 12개월 누적기준으로 적자로 전환된 일본 경상수지



<그림35> 소비세율 인상 영향으로 소비자물가 상승률이 3% 수준까지 상승했지만 일시적 현상에 그칠 가능성이 높음



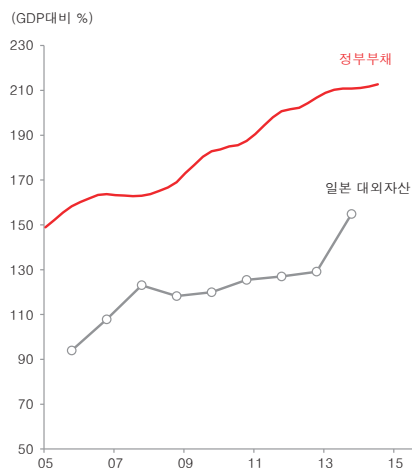
자료: Thomson Datastream, Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

일본 펀더멘탈 약화도 엔화 추가 약세 지지

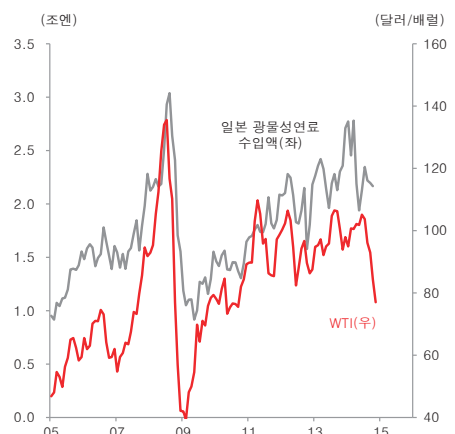
소비세율 추가 인상 지연 역시 일본 경제 펀더멘탈 약화 요인

유가 하락으로 엔화 약세에 따른 에너지 수입 부담이 경감되고 있음도 주목

<그림36> 일본 정부부채와 대외자산 추이



<그림37> 유가급락으로 엔화 약세에 따른 에너지 수입 부담이 경감될 전망이다



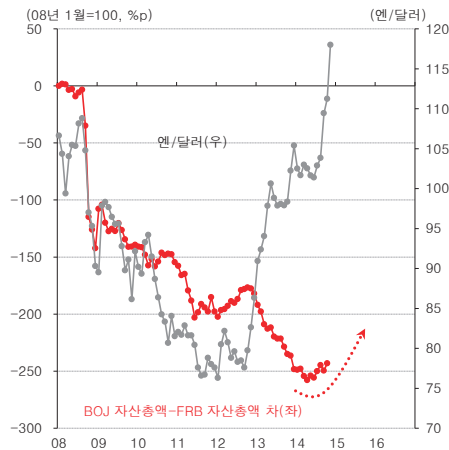
자료: IMF, Thomson Datastream, Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

일본은행과 정부의 유동성 정책

미-일간 통화정책 차별화와 더불어 일본 연금의 자산배분 전략 변경도 엔화 약세 요인

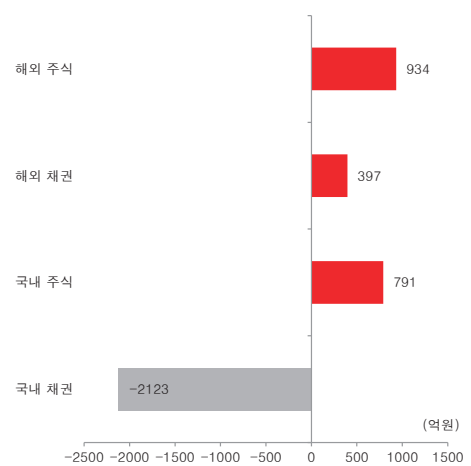
- 세계 최대 공적연금(자산규모 1.1조 달러)인 일본 GPIF(Government Pension Investment Fund)는 중기 자산 배분 비중을 대폭 수정하여 주식 및 해외자산 투자를 확대하기로 결정
- 이번 자산배분 전략으로 동 자금의 최대 유입처는 미국이 될 전망이다
- 포트폴리오 조정 완료 기한은 명시되지 않았지만 시장 충격 등을 고려할 때 1년 이상의 시간이 소요될 전망이다

<그림38> 미 연준과 일본은행의 자산총액 추이와 엔/달러 환율



자료: Bloomberg, CEIC, 국제금융센터, 하이투자증권 리서치센터

<그림39> GPIF의 자산배분 변경규모 추산(엔/달러 환율 115엔 기준)



엔 캐리 트레이드 확대 기대감

미-일간 금리 스프레드 확대와 엔화 추가 약세에 기댄 엔 캐리 트레이드 확대 예상

- 엔 캐리 트레이드 확대시 엔/달러 환율의 적정 환율을 논하기 어렵게 됨. 120엔/달러 이상의 수준에서 투기적 요인에 의해 엔/달러 환율이 좌우될 공산이 높아 변동성 역시 크게 확대될 것임

<그림40> 미-유로간 금리 스프레드와 유로화 추이



자료: Thomson Datastream, Bloomberg, CEIC, 하이투자증권 리서치센터

<그림41> 미-일본간 금리 스프레드와 엔화 추이



미-일 밀월 관계 지속 ?

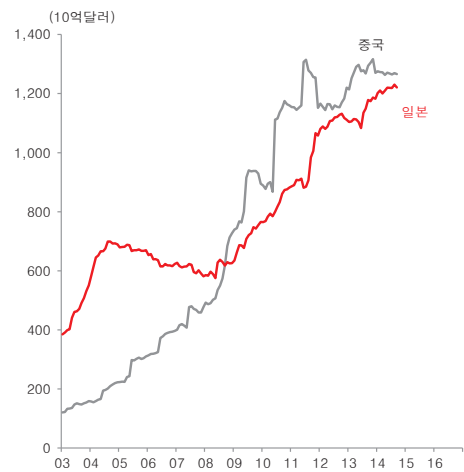
미-일간 군사/외교 협력관계와 양적완화 종료 이후 일본의 대미 국채 매수 흐름도 엔화 흐름에 중요한 영향을 미칠 수 있는 변수

<그림42> 미국 국방비 지출 비중과 달러화 추이



자료: CEIC, 하이투자증권 리서치센터

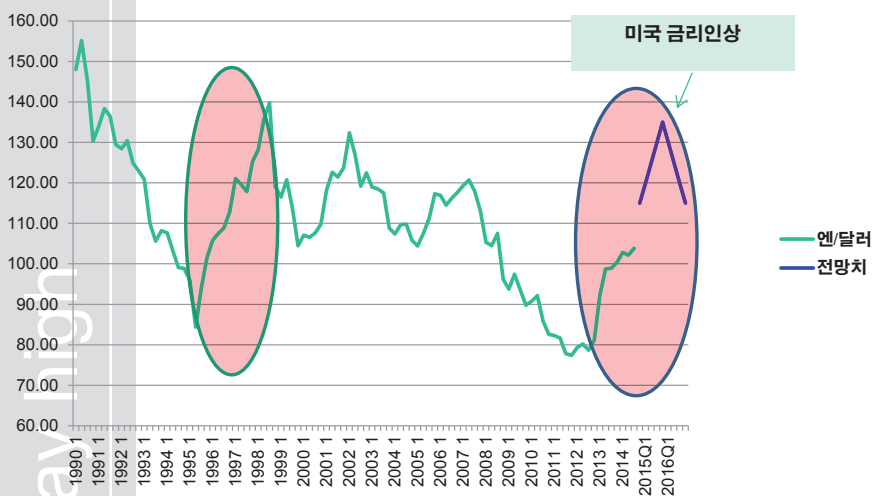
<그림43> 일본과 중국의 미국 국채 보유 추이



2015년 환율변동의 영향과
정부와 기업의 대응방향

2015년 환율변동의 영향

슈퍼 달러 (초엔저) 시대 재도래 최소 2~3년 지속



**미국 양적완화축소 종료
및 금리인상 통화환수 등
통화정책 정상화**

**일본 양적 질적 완화 정책
지속, 물가목표 2% 달성**

**유로존 완화 통화정책 지
속, 양적 완화 정책 필요
성 대두**

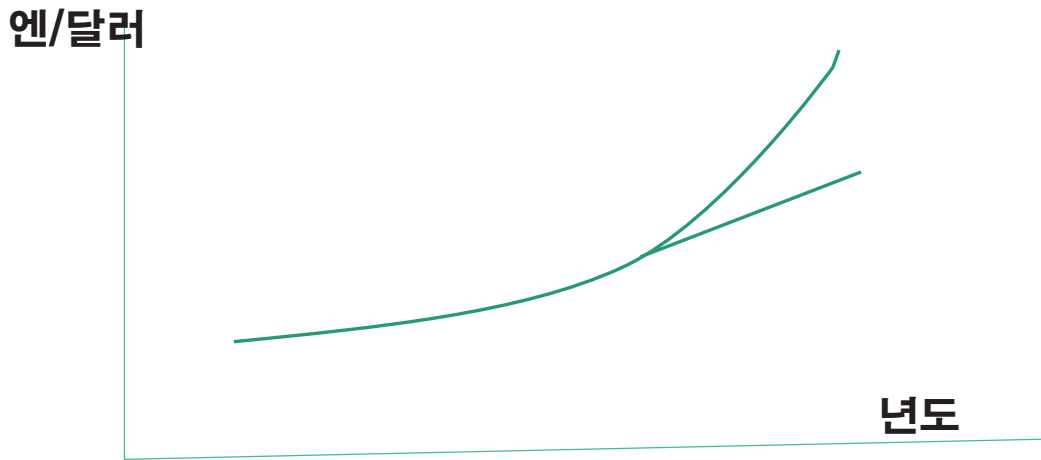
지정학적 리스크 증대

일본 성장률 물가상승률	1992~2013	2014	2015	2016	2017	2018
경제성장률(%)	0.84	0.89	0.83	0.84	0.91	0.92
소비자물가상승률(%)	0.11	2.66 1.06)	2.04	2.59	1.79	2.02

()내는 소비세 인상 물가상승분 제외

아베노믹스와 엔/달러 환율 전망

We say high

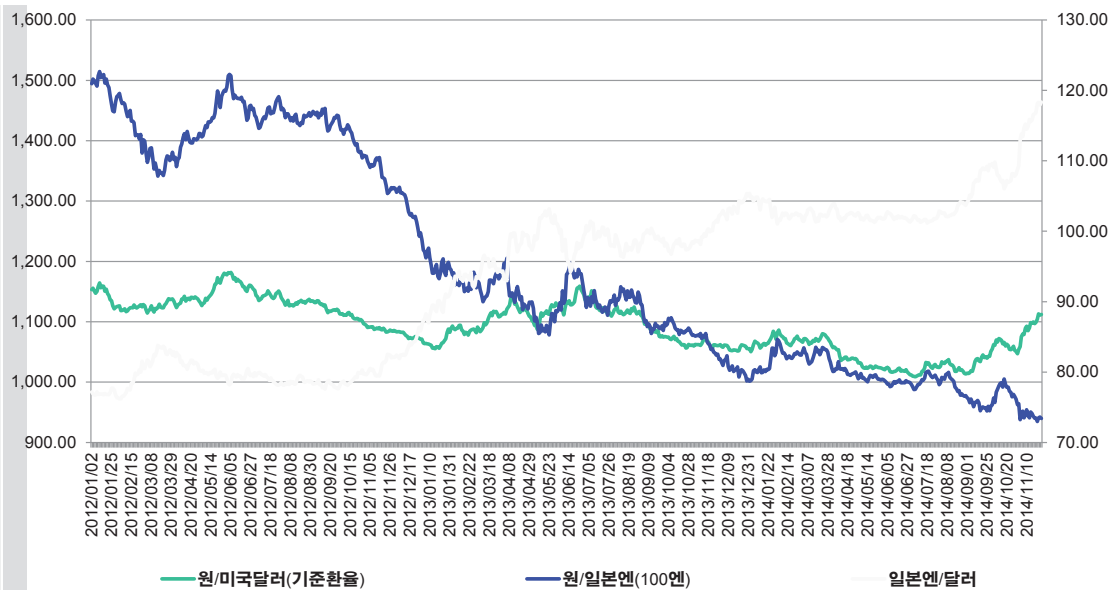


조기 총선 후 양적 질적 완화 통화정책 및 엔화 약세
정책 가속화 전망

35

원·엔 환율 동향

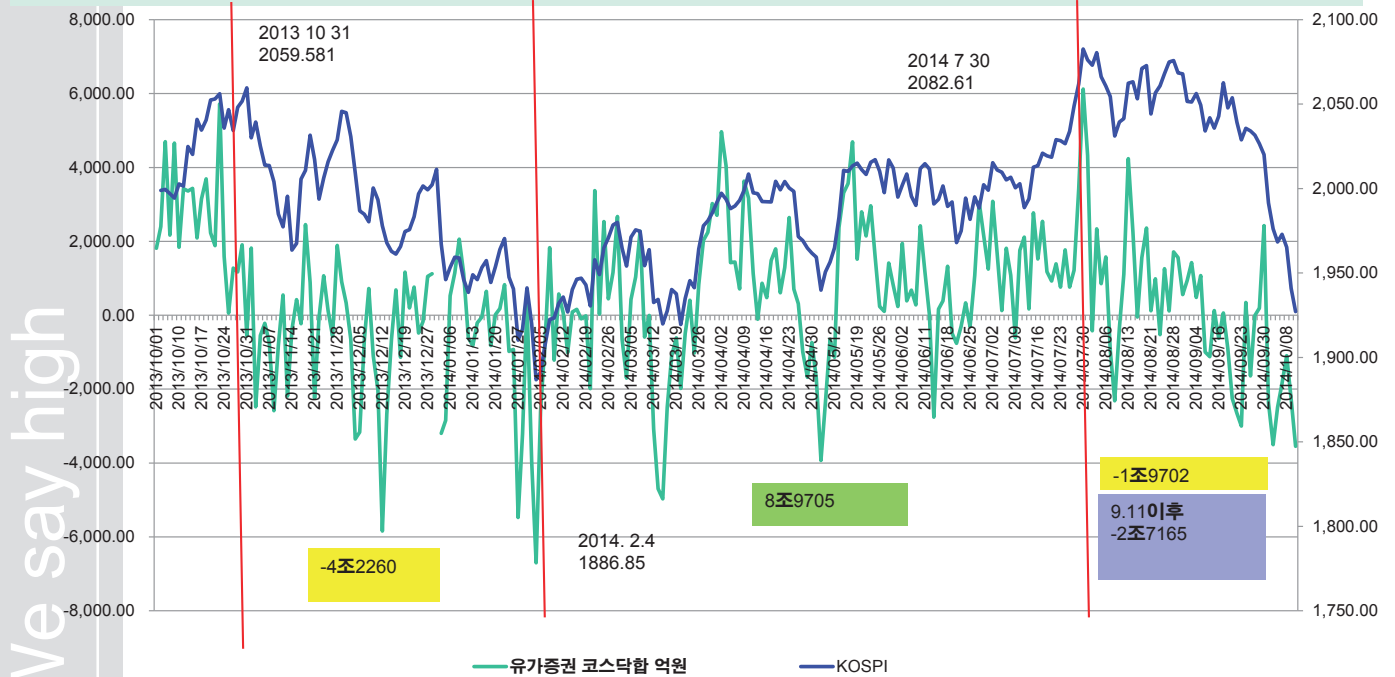
We say high



2014. 1. 25 현재 2012.6 이후
원화 엔화 대비 61% 절상

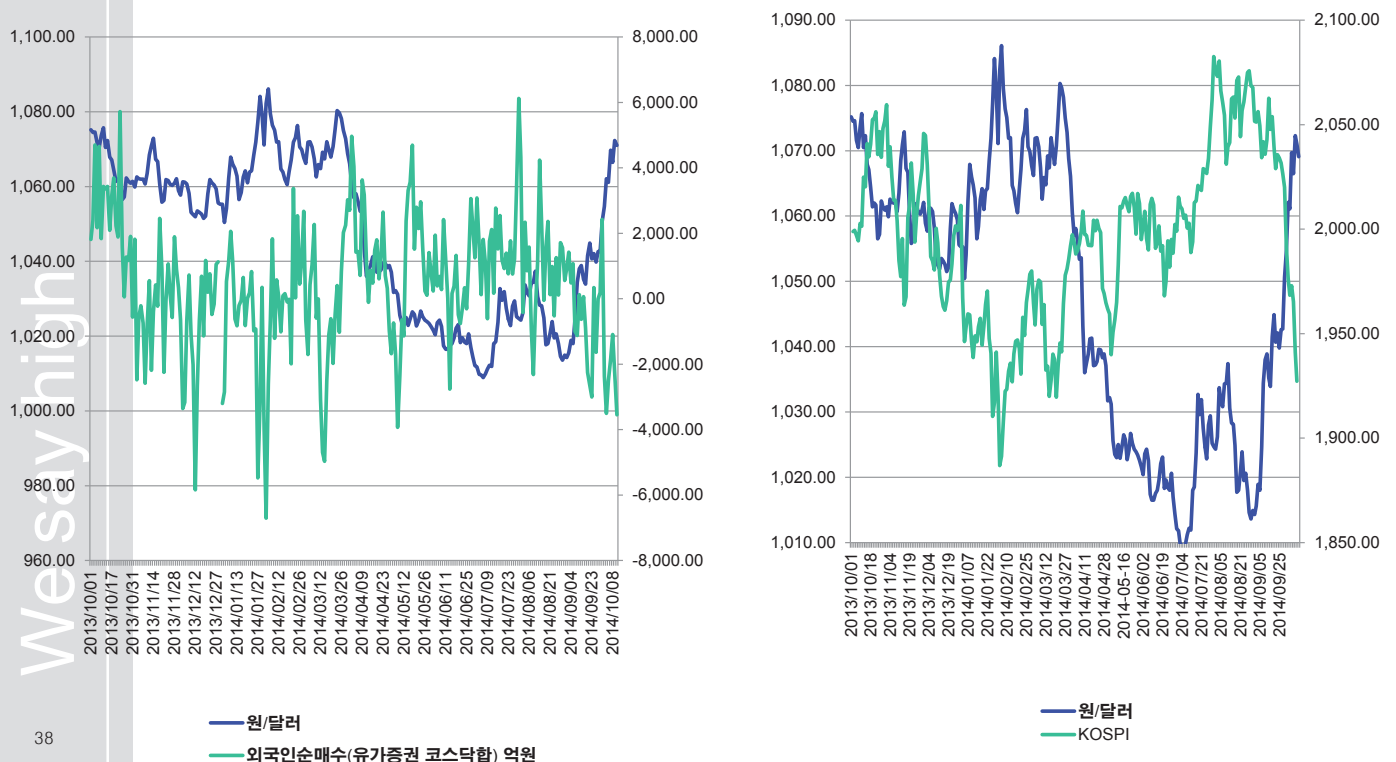
2015년 최대 정
책과제는 원/엔
환율 안정적 관리

외국인주식 순매수와 주가

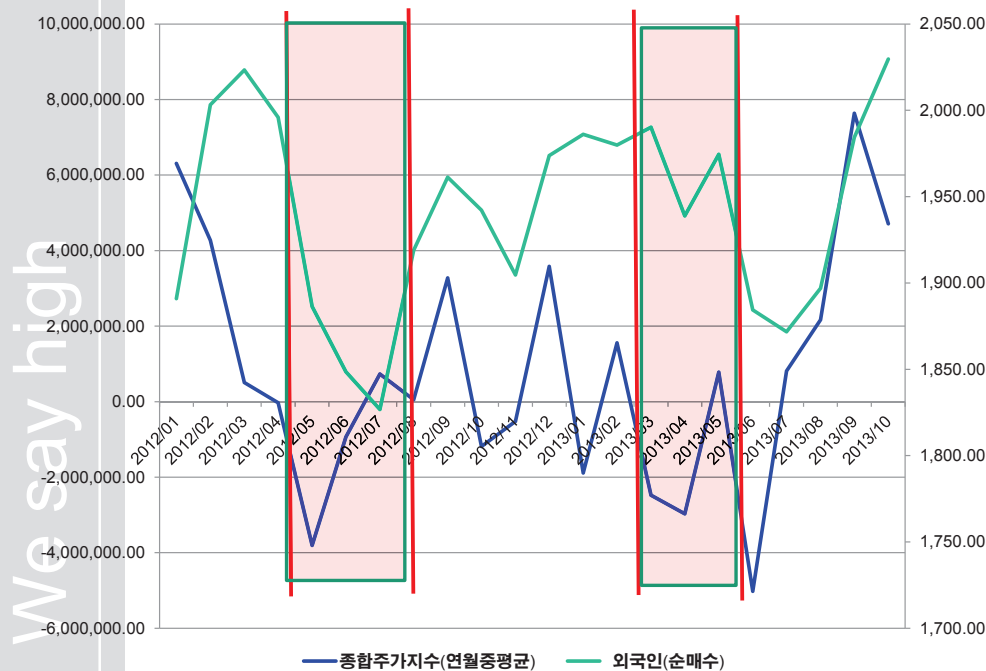


평가이익 실현 위한 순환적인 외국인 순매도: 환율 상승 기여
일정 순매도 후 다시 순매수로 환율하락 요인 전망

외국인주식순매수 주가 환율



2012~13 경험 기간별 외국인순매수와 주가

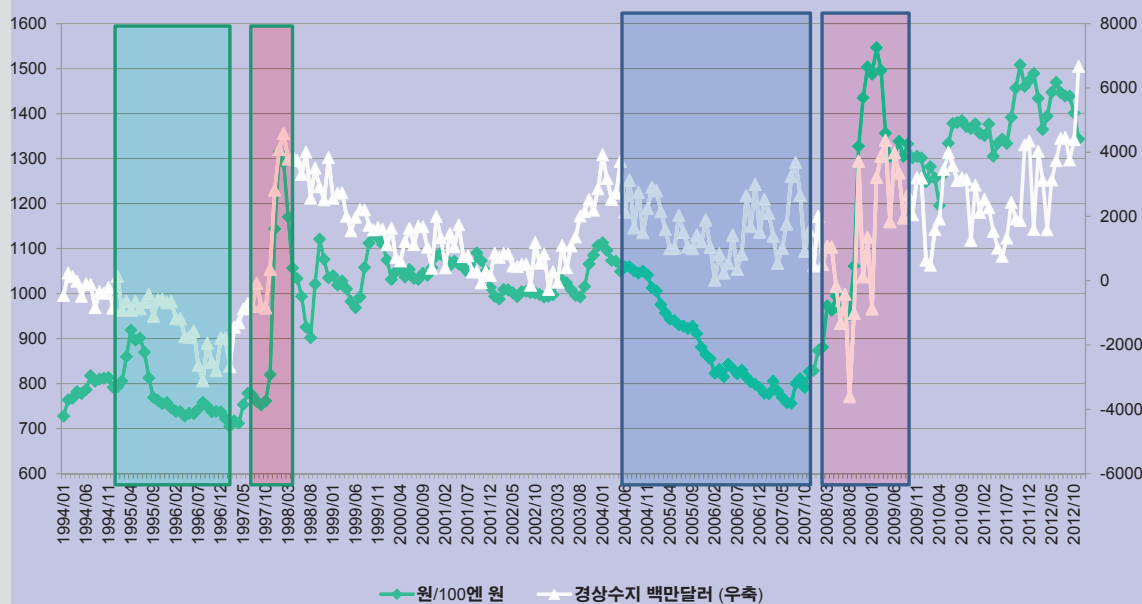


외국인순매수액		
	(10억원)	(백만달러)
2012 7~2013 2	5,598	5,030
2013 3~2013 5	9,689	8,617
2013 6~2013 10	15,323	14,097

오정근

39

엔화 약세의 영향: 과거 위기 경험



원화의 엔화에 대한 절상

1995. 4~1997.2: 30% 절상, 2004.1~2007.7: 47% 절상
그 결과 경상수지가 악화되면서 위기 초래

1995: 80억 달러 적자=>1996: 230억 달러 적자

2004: 323억 달러 흑자 => 2008년 Q1~Q3: 33억 달러 적자

2015년 환율 변동성과 전망 어려움 증대

• 유출입 요인 동시 존재: 환율변동성 증대

• 유출요인

- 미국 금리인상, 달러캐리트레이드 반전
- 국제금융시장 달러 강세(NDF 시장 환율)
- 환차손 우려 외국인투자자 이탈

• 유입요인

- 일본은행 양적 질적 완화(QQE) 지속
- 유럽중앙은행 완화적 통화정책 지속, 양적 완화 가능성

• 교환성 통화 기축통화국의 통화정책은 그 자체가 환율정책

- 불황형 경상수지 흑자 지속

• 미국 금리인상 전후 신흥시장국 위기 가능성

- ⁴¹ - 급격한 자본 유출 가능성

환율 가정하에 2015년 경제를 전망하고 대응책 모색

전망의 전제와 환율 가정

	2014	2015
미국경제성장률 (%)	2.2	3.1
중국경제성장률 (%)	7.4	7.1
수입물가지수 (2010=100)	107.6	104.5
원유가격지수 (2010=100)	133.8	123.8

	엔/달러	원/달러	원/100엔
2014	105.5	1,050.05	995.3
2015 시나리오1	126.5	1,050.0	832.1
2015 시나리오2	126.5	1,073.8	850.8
2015 시나리오3	126.5	1,120.0	887.0

국제금융시장에서 엔/달러 환율이 주어지므로
서울외환시장에서 결정되는 원/달러 환율에 따라 원/엔 환율이 결정

시나리오별 환율 가정

	엔/달러	시나리오 1		시나리오 2		시나리오 3	
		원/달러	원/100엔	원/달러	원/100엔	원/달러	원/100엔
2015Q1	118	1050	889.83	1065	902.54	1090	923.73
2015Q2	123	1045	849.59	1070	869.92	1120	910.57
2015Q3	130	1050	807.69	1080	830.77	1130	869.23
2015Q4	135	1055	781.48	1080	800.00	1140	844.44
2015 평균	126.5	1050	832.15	1074	850.81	1120	886.99

43

2015 경제전망 및 금리

	성장률(%)	물가상승률(%)	기준금리(%)
2014	3.6	1.4	2.1
2015 시나리오1	3.5	1.4	1.9
시나리오2	3.6	1.6	1.8
시나리오3	3.7	1.8	1.7

We say high

44

정부의 대응방향

한국 환율정책 어려움 증대

• 간과할 수 없는 대내(물가안정) 대외(환율안정) 두 목표 대두

- 통화정책의 투명성, 신뢰성 문제 (두 명목 지표)
- 대외목표 설정 방법 (환율 안정적 수준?)
- 원/달러 원/엔 원/위안 어느 환율 중심? (바스켓 환율제도?)
- 두 목표 간 상충될 수도 있는 소지
- 개방경제 물가안정목표제

• 두 목표일 경우 최소 두 수단 필요(틴버건 법칙)

- 금리정책
- 질서 있는 외환시장 개입
- 거시건전성 차원의 자본이동 규제

• 정책의 유효성

자본이동과 환율안정에 대한 최근의 국제적 컨센서스

- **자본이동관리원칙** 합의: G20 재무장관 중앙은행총재 회의 공동 성명(2011.11)
 - 불안정한 자본이동에 대응한 거시건정성 규제의 자율성 인정
 - 거주자와 비거주자 차별하는 자본통제는 한시적으로 운영해야 함
- **급격한 자본유출입 관리 수단 인정** (IMF의 공식입장; The Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View: 2012. 12)
 - 중앙은행 정책금리 조절
 - 외환시장 개입 (IMF 인정)
 - 펀드멘탈을 훼손하지 않는 범위 내의 환율절상

47

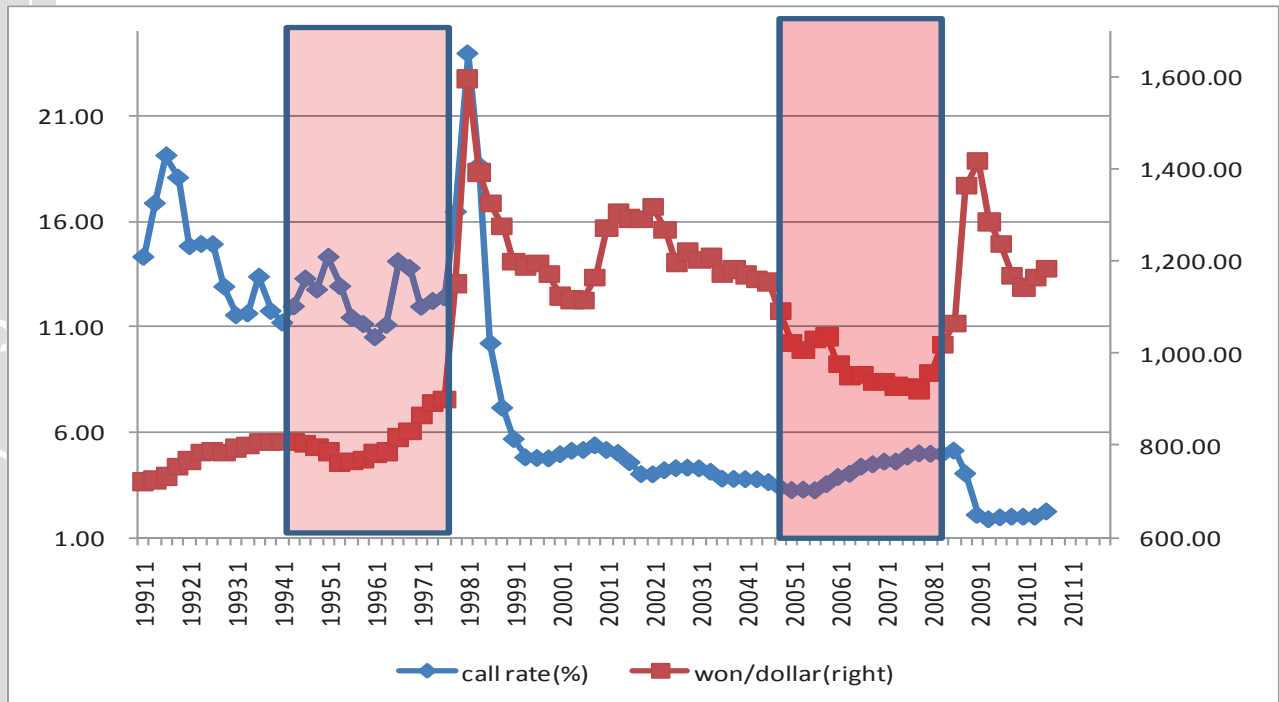
금리 환율 정책조합의 중요성

- 2012년 중반 이후 원화가치 절상에 따른 수출증가율 둔화 영향이 나타나고
 - 수출증가율: 2002~2011: 평균 15%, 2012이후: 2%대
- 신 글로벌 통화전쟁 가능성도 높아지고 있는데다
 - 미국 금리인상 달러강세, 그러나 경상수지 적자
 - 경상수지흑자국, 특히 중국 한국에 대한 절상압력 가능성
- 경기회복기조가 강건하지 못함 점을 고려해 볼 때
- 적정 수준의 금리 환율 정책조합이 매우 중요한 시기

48

금융위기 전 금리 환율 정책조합 경험

We say high



49

금융위기 이전 적절한 금리 환율 정책조합 시행되었나?

49

정부의 단기 정책대응 방향

• 단기대책: 적정 환율 수준 유지

1차적으로 엔화대비 원화의 추가 절상 방지.

2차적으로 적정 수준으로 복귀 추진

- G20회의에서 합의하고 국제통화기금도 인정한 「자본이동관리원칙」을 토대로 적절한 자본이동관리

△외환시장 교란(단기 불안정, 중장기 과도한 균형수준 이탈)에 대한 질서 있는 외환시장 개입

△핫머니를 포함한 무분별한 자본유입에 대한 거시건전성 차원의 규제,

- △전향적인 금리 환율 정책조합 운용,

- △불황형 흑자 교정을 위한 내수 진작,

미국 금리인상으로 신흥시장국 위기 징후시 컨틴전시 플랜 가동

정부의 중장기 정책대응 방향

• 충분한 외화유동성 확보

- 내년 미국 금리인상에 따라 예상되는 신흥시장국 금융불안에 따른 외화유출 대비

• 중장기대책:

△ 적합한 환율제도 모색: BBC(Basket Band Crawling) 제도 검토

△ 자본이동관리원칙 토대로 한국적 자본이동관리제도 도입

- △선물환 한도 규제 △거시건전성부담금 △외국인 채권 과세 부활 등의 3종 세트로는 미흡

△ 원화 국제화

△ 외환시장 육성과 다양화 (원-위안, 원-엔 시장)

△ 국제금융외교 강화

51

정부의 대 기업 지원

• 기업 환위험 관리강화 지도 지원

• 환변동보험 지원

• 수출금융지원

• 유망 수출중소기업 기술연구개발 지원: 혁신형 수출중소기업 육성

• 한계 수출기업의 인수합병 구조조정 지원

52

기업의 대응방향

환위험 관리

1) 내부적 관리전략

상계(**netting**), 매칭(**matching**), 리딩(**leading**)과 래깅(**lagging**), 결제통화조정

2) 외부적 관리수단

선물환 활용, 통화선물활용, 통화옵션 활용, 단기금융시장 이용, 팩토링 전략, 할인전략, 환변동 보험이용

3) 문제점

- 기업의 환위험에 대한 인식
- 환위험 관리 능력
- 환위험 관리전략수립과 이행

근본적인 품질경쟁력 강화

•원가절감

•생산공정 혁신

•기술혁신

We say high

55

-
-
- ▶회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 - ▶조사분석담당자와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
 - ▶당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - ▶회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
 - ▶당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박상현, 이승준)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여 될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.
- 1.종목추천 투자등급(추천일기준 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상 - Hold(보유): 추천일 종가대비 +15%미만, -15%미만, -Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%
- 2.산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임) - Overweight(비중확대), -neutral(중립), -Underweight(비중축소)

We say high

56

56

五 五

<토론문>

슈퍼 달러, 초엔저의 전망과 정부와 기업의 대응 방안

2014. 12. 1.

김기홍 국회입법조사처 경제산업조사실장

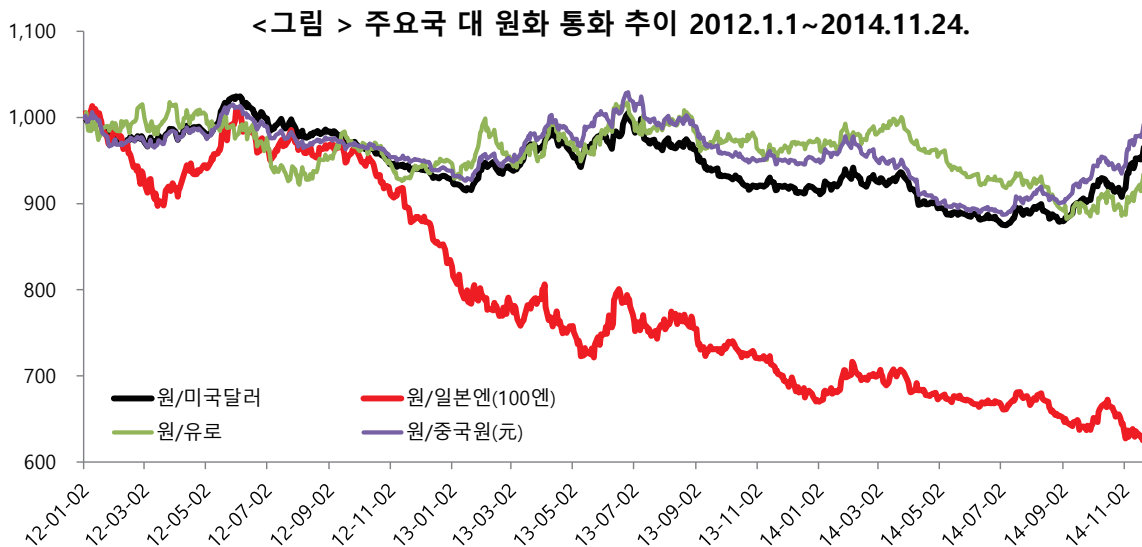
원종현 국회입법조사처 입법조사관

 국회입법조사처

주요국 환율 추이

대원화 환율

2012년 초를 기준으로 미달러화, 유로화, 중국 위엔화 등은 큰 차이를 나타내지 않는 반면,
일본 엔화는 원화 대비 40% 가까이 절하되었음



2012.1.1 = 1,000을 기준으로 한 대 원화 비율임

 국회입법조사처

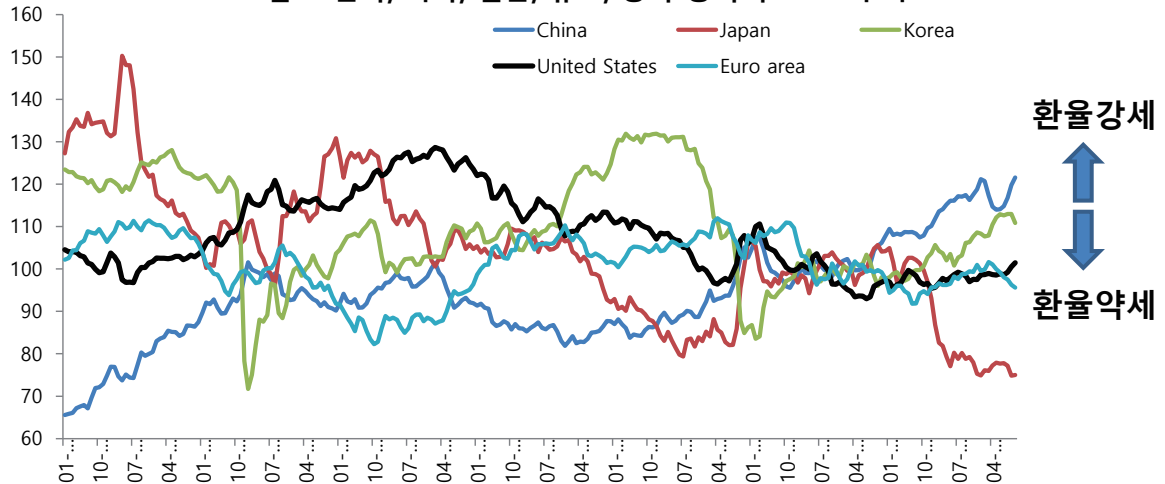
주요국 실질실효환율 추이

실질실효환율 추이

장기적으로 살펴본 실질실효환율(Real Effective Exchange Rate) 지수에서도 엔화의 약세는 뚜렷하게 나타남

반면 달러화의 강세는 유의적으로 발견되지 않음

<그림> 한국, 미국, 일본, 유로, 중국 통화의 REER 추이



자료: BIS Real (CPI-based), Broad Indices

국회입법조사처

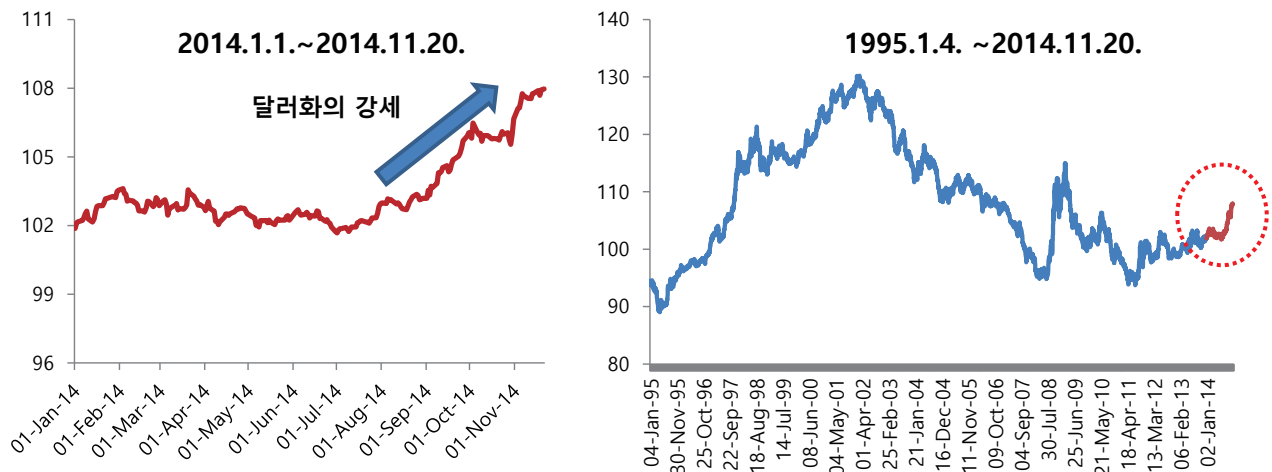
달러의 강세

슈퍼달러?

최근 dollar index는 2014년 8월부터 강세를 나타내고 있음

그러나 장기적 관점에서 보았을 때 dollar index가 유의적인 강세를 나타내고 있다는 모습은 찾기 어려움

<그림> 미국 Dollar Index



자료: Board of Governors of the Federal Reserve System

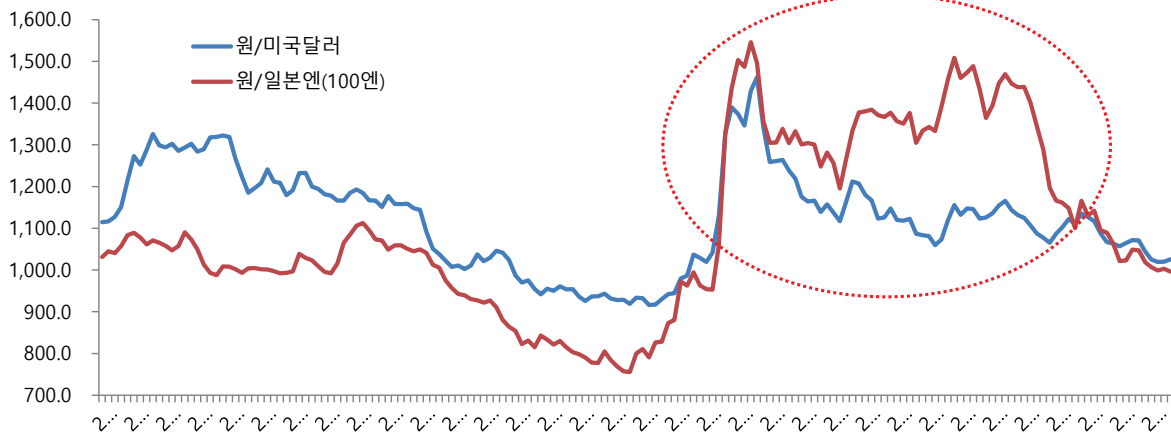
국회입법조사처

원·엔 환율 추이(장기)

원·엔 환율의 추락

장기적으로 원/엔 환율이 원/달러 환율보다 높았던 적은 글로벌 금융위기 이후
- 글로벌 금융위기로 인한 엔화의 이상 강세 현상과 원화의 약세

<그림> 원/달러, 원/엔 환율 추이



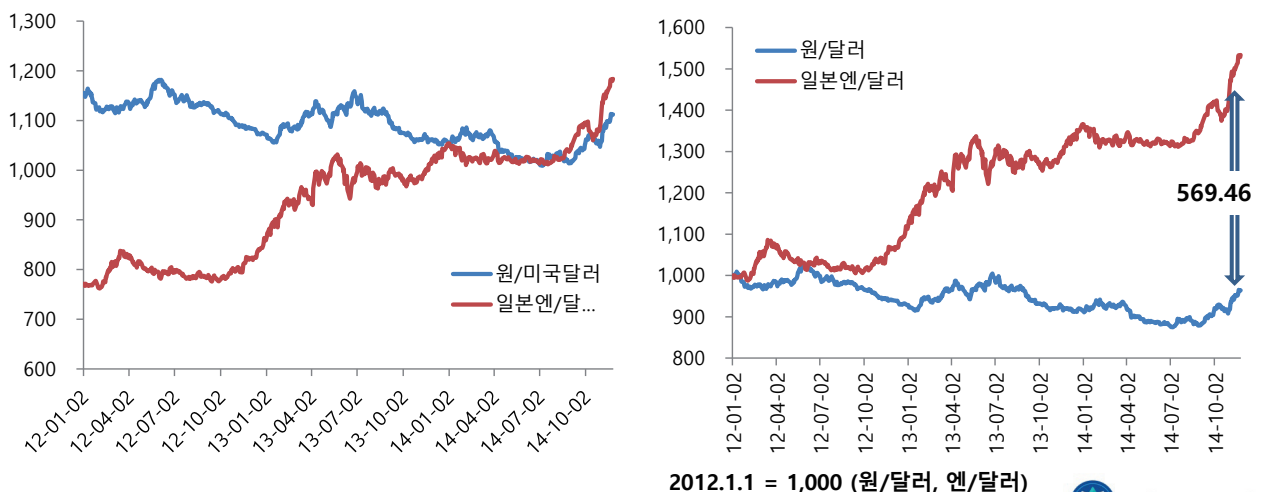
원/달러, 엔/달러 추이

원/달러, 엔/달러 추이 비교

달러대비 원화와 엔화는 최근 달러의 강세로 환율이 상승하고 있으나 엔화의 약세가 더욱 두드러지게 나타나는 상황임

2012년 초 달러 표시 한국과 일본의 가격이 1,000으로 같았다면, 2014년 11월 25일 기준으로 양 국가간 상품가격은 일본상품이 한국상품에 비해 569.46 저렴하게 공급할 수 있음

<그림> 달러기준 원화와 엔화의 환율 추이



2012.1.1 = 1,000 (원/달러, 엔/달러)

원 · 엔 환율 하락에 따른 영향

제 3국에서의 경합

기준 우리 수출 상위 100대 품목(HS 6단위 기준) 중 일본의 상위 100 대 품목과 중복 품목이 55개이며, 동 품목이 우리 총수출의 54%를 차지함 (2013년 기준)

<그림> 한국의 50대 수출품목 중 중복 품목

순위	품목
1	기타석유제품
2	중형승용차
3	LCD
4	메모리
5	프로세서와 컨트롤러
6	기타 화물선, 화객선
7	기타 자동차 부품
8	무선 통신 기기
9	석유제품
10	휴대폰 부분품
11	탱커
12	기타
13	8528의 부분품
14	디젤 중형 승용차
15	부분품
16	소형승용차
17	인쇄회로

순위	품목
18	파라-크실렌
19	8471호 기계 부분품
20	가정용전자기기
21	기타 전자식 직접회로
22	감광성반도체디바이스
23	360도 회전 기계
24	대형승용차
25	전기회로용 기타 부품
26	테레프탈산과 그 염
27	기타 기계류
28	기어박스
29	승용 자동차용 타이어
30	ABS
31	자동차용 차체 부분품
32	지역장치
33	기타 평판 압연제품
34	리튬이온 축전지

순위	품목
35	스티렌
36	폴리에틸렌
37	기타
38	프로필렌 공중합체
39	기타
40	냉장고, 냉동고
41	폴리프로필렌
42	벤젠
43	냉간 압연제품(0.5~1mm)
44	석유, 아스팔트
45	기타 기계 부품
46	총 중량 5톤 이하 기계류
47	가공하지 않은 은
48	편광재료제의 판
49	전압 1,000V 이하 배전반
50	메리야스, 편물

주: HS 6단위 분류 기준임

자료: 한국무역협회 (kita.net), 엔저 1년, 엔화 평가절하 이후 일본 수출에 미치는 영향 가시화, 2013.10.



국회입법조사처

환율 정책의 한계

- 정부의 통화정책은 원화절상의 속도를 조절할 수 있어도, 환율 수준 자체를 통제하기는 어려움
- 이는 일시적인 환 헤지 등의 노력이 있어도 장기적으로는 각 기업들이 원화절상의 추세를 받아들이기 수 밖에 없는 상황임
- 고부가가치 상품을 생산하고 있으며, 외국에 생산 시설이 마련된 대기업보다 환위험에 직접적으로 노출되어 있는 국내 중소기업이 더욱 큰 어려움에 직면할 수 밖에 없음
- 현재의 환율 방어를 위해 대외유입 자금을 정책적으로 통제할 경우, 향후 급속한 자본의 유출이 발생할 경우 국내 환 변동 위험을 커버하기 어려워짐
- 또한 원화가 어느 정도의 수준이 되어야만 적절한 것인가를 기준할 수 있을 만한지를 판정하기 어려워 직접적인 통화정책을 수행하기 곤란함



국회입법조사처



논의점

- ✓ 미국 달러의 강세가 구조적인 추세를 가지게 될지를 판단하기에는 아직 이른 감이 있음
- ✓ 여전히 달러는 실질실효환율 수준에서나 인덱스 수준에서 이전 수준으로 회귀하는 과정을 지나 overshooting을 할지에 대해서는 다소 관망의 자세가 필요할 수 있음
- ✓ 오히려 달러의 강세가 기대에 비해 지지부진하면서 해외시장에서 엔화의 약세로 인한 국내 경제에서의 악영향이 더욱 우려될 수 있는 상황임
- ✓ 엔저로 인한 일본의 가격경쟁력 개선(달러표시 수출가격 하락)에도 불구하고 수출 물량이 회복되지 않은 데다, 전자산업에서의 일본의 경쟁력 약화와 대중 수출 부진 등으로 달러기준 수출도 대폭 감소
- ✓ 우리나라의 경우 일본 부품 등의 수입 가격 하락으로 수입물가에 도움이 되었음
- ✓ 급격한 엔화약세에 힘입어 일본기업의 수익이 크게 확대되고 있어, 엔저가 장기화될 경우 일본기업의 수출단가 인하 폭 확대와 투자확대 등 우리 수출에 미치는 부정적 영향이 우려
- ✓ 엔저 대응책으로 대일 수출기업에 대한 환율안정과 금융 및 마케팅 지원을 확대하고 제3국(非일본)수출기업에 대해서는 R&D지원, 유망시장 정보 제공 등이 요구됨
- ✓ 장기적으로 일본기업들의 장기투자 확대에 대응하기 위해 우리 수출기업의 신제품 개발, 품질개선, R&D 확대 등의 노력이 필요



국회입법조사처

수퍼 달러, 초엔저의 전망과 정부의 대응방안

2014. 12. 1

김 정 식
(연세대 경제학부)

1

I. 수퍼 달러와 초엔저의 배경과 전망

- 미국 경제 전망에 대한 두 가지 견해
- 회복추세 지속 : 달러 강세
 - 미국의 금리인상(실업률 6.5%, 인플레이션 2.5%)
 - 미국경제의 회복 (내년 3% 성장 전망)
 - 높아지는 인플레이션 (1.7% 인플레이션)
 - 부동산 가격의 상승추세
 - 셰일가스 증산으로 원유등 에너지 가격 하락
- 회복추세가 확실하지 않음 : 달러 강세가 유지되지 않을 것임
 - 미국금리인상 지연
 - 부동산가격 및 실업률이 아직 회복되지 않고 있음

2

초엔저의 배경 1

◆ 경제적 요인

- 20년 경기침체에서 벗어나기 위한 전략 :
1985년 플라자 합의(엔고초래 : 달러당 260엔에서 120엔으로 하락)때문에 수출감소로 일본경제 버블붕괴와 경기침체 초래됨
- 미국이 양적완화를 축소하는 시점에 일본은 양적완화를 확대함으로서 초엔저를 유도하고 수출확대를 통해 경기회복을 추진하는 전략

3

초엔저의 배경 2

- **일본의 여건이 한국과 달리 양적완화를 할 수 있는 여건임**
 - (1) 엔화는 국제통화여서 양적완화시 환율이 높아짐
 - (2) 디플레이션 상태이므로 양적완화해도 인플레이션을 우려하지 않아도 됨
 - (3) 원자력 발전 중지로 원유수입 증대로 무역수지 적자여서 미국이나 IMF의 압력이 없음
 - (4) 양적완화는 국내통화정책이므로 국제사회가 불만을 표시할 경우 내정간섭이 되어 외환시장 개입정책과 달리 지속적으로 추진할 수 있음
- **다른 아시아 국가는 딜레마 상태에 빠짐**
 - 일본이 양적완화로 동아시아 환율전쟁을 일으킬 경우 한국을 비롯한 다른 아시아 국가들은 통화가 국제통화가 아니며 디플레이션 상태에 있지 않고 특히 무역수지가 흑자여서 양적완화정책이나 외환시장 개입정책을 사용할 수 없다는 것을 일본은 알고 있음

4

초엔저의 배경 3

◆ 정치적 요인

- 일본의 대중국 전략, 동아시아 전략
- 미국의 중국억제 전략으로 일본경제를 지원

◆ 예일대학 하마다 고이치 교수의 일본재흥 전략의 일환 : 양적완화 정책은 간접적 환율정책 임

- 하마다 교수는 국제금융정책에서 게임이론을 전공하여 이러한 여건을 활용하여 일본경제를 재흥시키려는 전략을 사용함

5

수퍼달러, 초엔저의 전망

- 달러강세는 미국의 경기회복 여부와 이에 따른 금리인상 폭에 따라 결정될 전망
- 경기회복이 가시화될 경우 향후 2년 이내 3%내외의 금리인상이 예상되며 달러강세가 지속될 것임
- 일본의 경기침체 해소를 위해 엔저 지속가능성
- 일본의 인플레이션이 2%이상 높아질 때까지 지속 전망(현재 소비세 인상 고려 시 1-2%수준)
- 달러강세가 지속될 경우 엔저는 더욱 가속화될 것이 전망됨

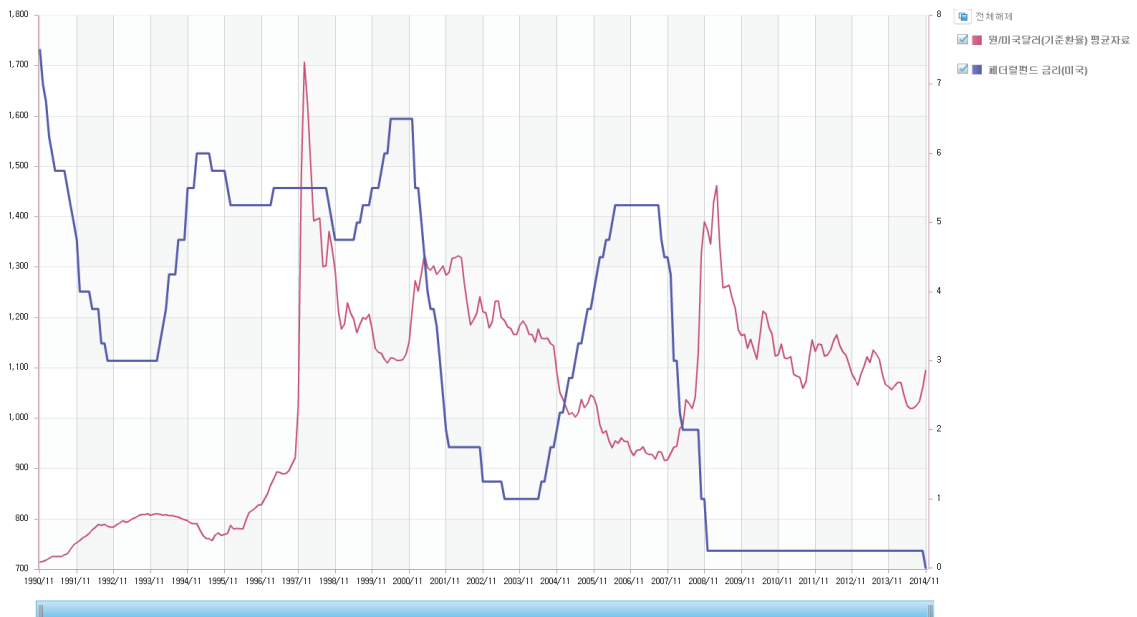
6

미국의 연금기금금리와 엔달러 환율 (1990-2014)



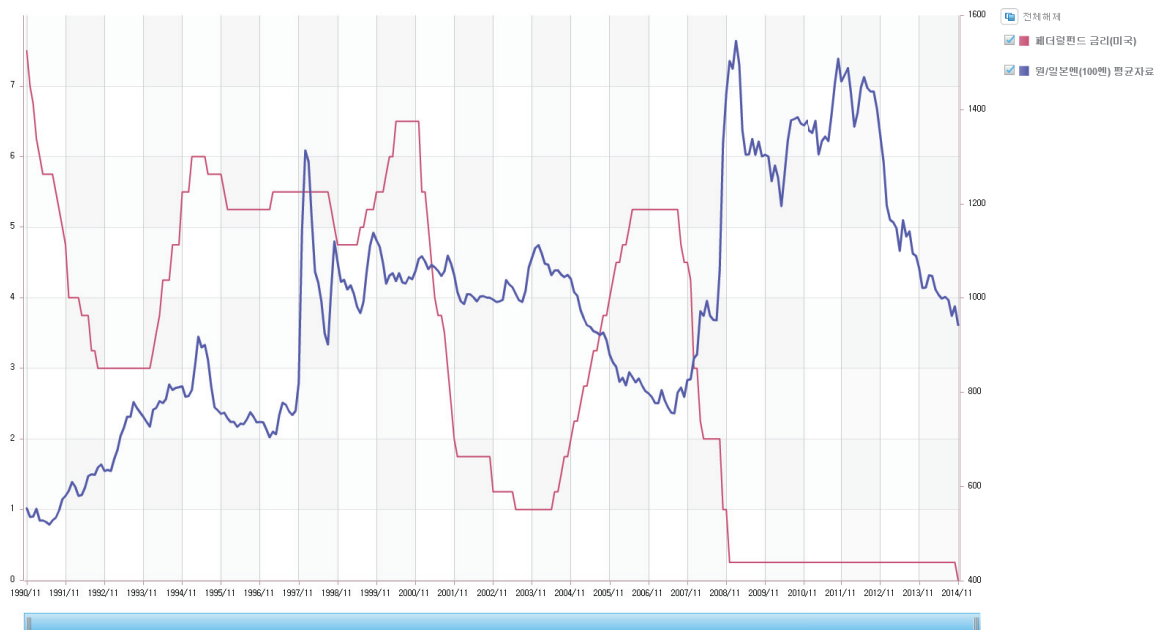
7

미국의 연방기금금리와 원달러 환율(1990-2014)



8

미국의 연방기금금리와 원엔 환율 (1990-2014)



9

III. 슈퍼달러와 초엔저의 영향

◆ 성장률 둔화 :

- 엔달러 환율과 일본의 경제성장률은 밀접한 관계를 가지고 있음
- 엔달러 환율이 높아질 경우 한국의 경제성장률은 낮아지는 관계를 가지고 있음
- 이는 수출감소의 영향으로 추정됨
- 엔달러 환율과 한국의 무역수지 추이를 보면 초오김하고는 엔저는 한국의 무역수지를 악화시킴

10

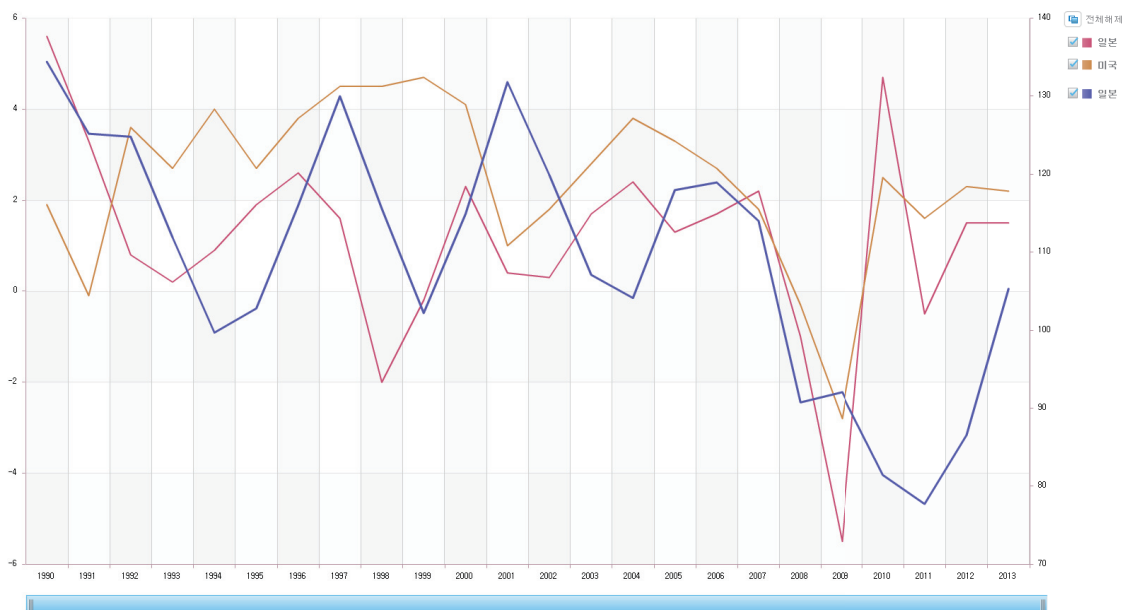
초엔저와 한국의 외환위기

◆ 무역수지 악화와 외환위기

- 특히 1997년 외환위기 직전과 2008년 이전의 엔저는 한국의 무역수지를 악화시켜 외환위기의 위험에 노출되게 만듦
- 이는 원엔환율의 추이와 한국의 무역수지를 보면 더 명확하게 나타남. 원엔환율이 하락할 경우 한국의 무역수지는 악화되게 됨

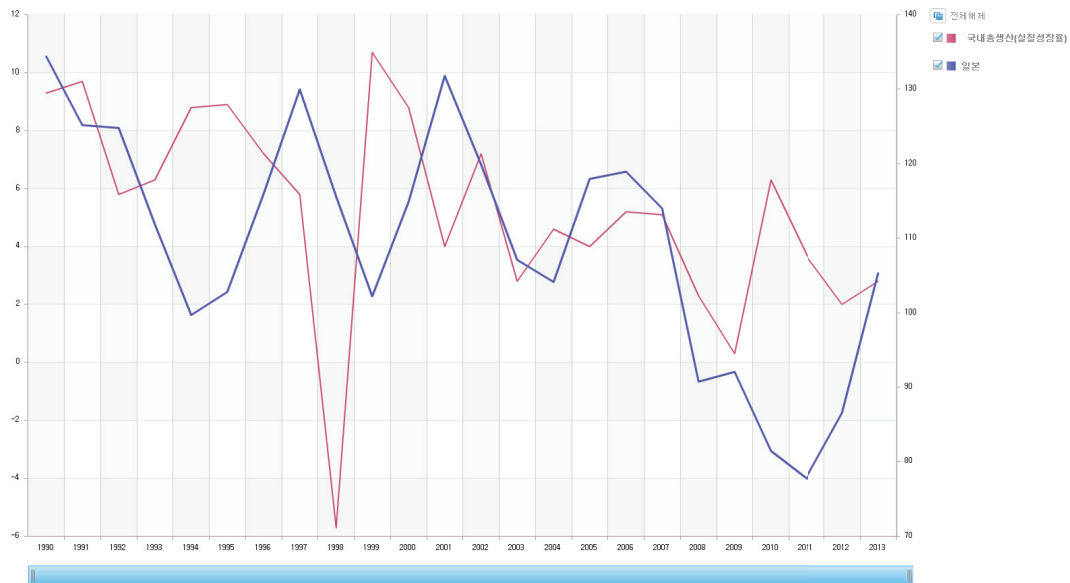
11

엔/달러 환율과 미국 및 일본의 경제성장률 (1990-2013)



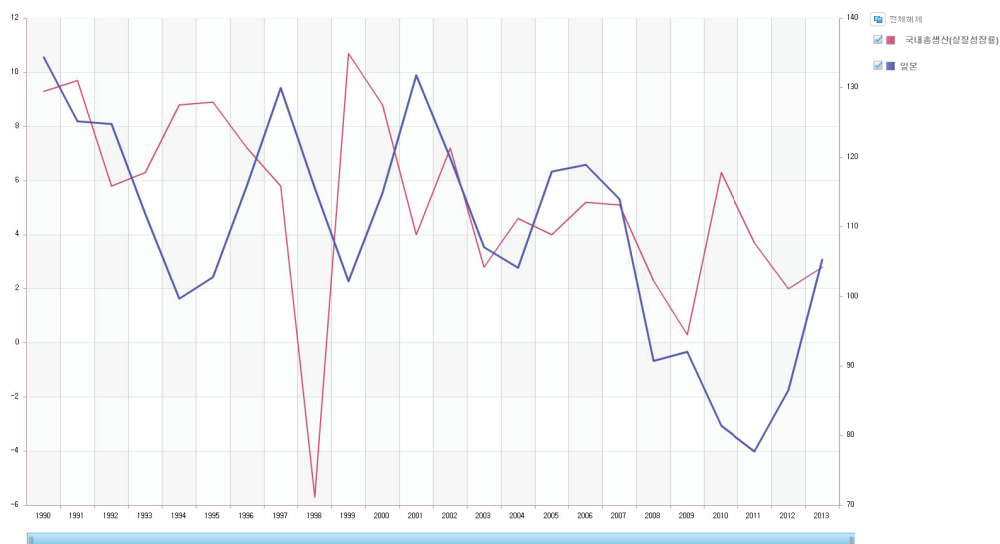
12

엔달러 환율과 한국의 경제성장률 (1990-2013)



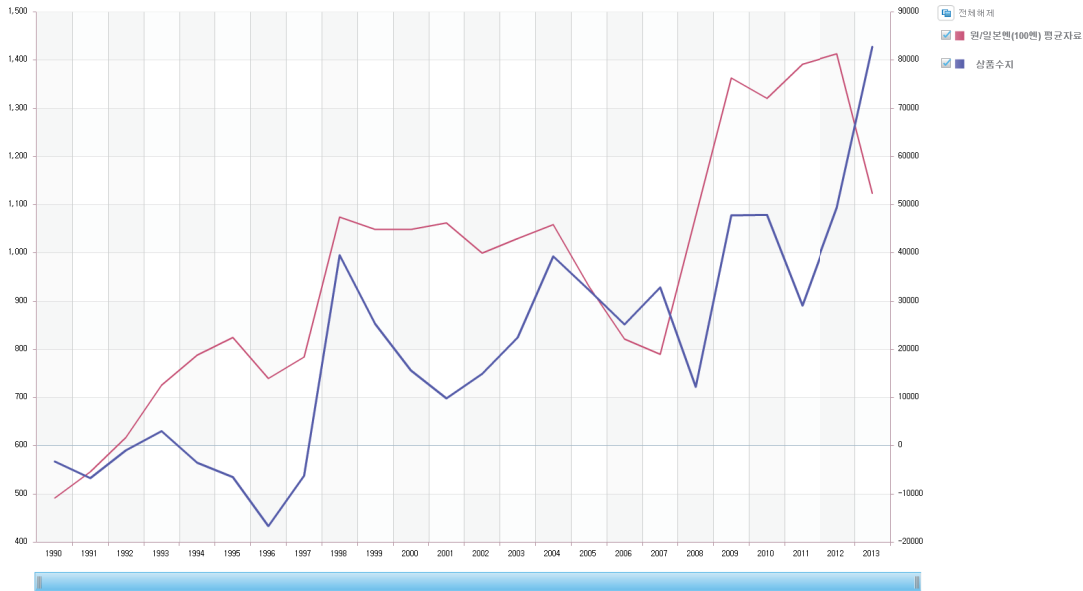
13

엔달러 환율과 한국의 무역수지 (1990-2013)



14

원엔 환율과 한국의 무역수지 (1990-2013)



15

일본의 불황형 흑자와 한국의 경상수지 흑자

- ◆ 장기적 영향으로 불황형 흑자 초래
 - 고령화와 부동산 가격하락으로 인한 가계부채의 증가로 이자부담이 늘어나면서 소비가 감소함.
 - 이 때문에 경상수지 흑자폭이 확대됨. 이러한 경상수지 흑자폭(GDP의 5%) 확대는 환율을 하락시켜 경제를 저성장으로 들어가게 함
 - 일본의 경우도 원자력 발전의 중지로 원유수입이 늘어나기 전에는 불황형 경상수지 흑자폭 확대로 엔달러 환율의 하락과 20년 경기침체가 지속됨

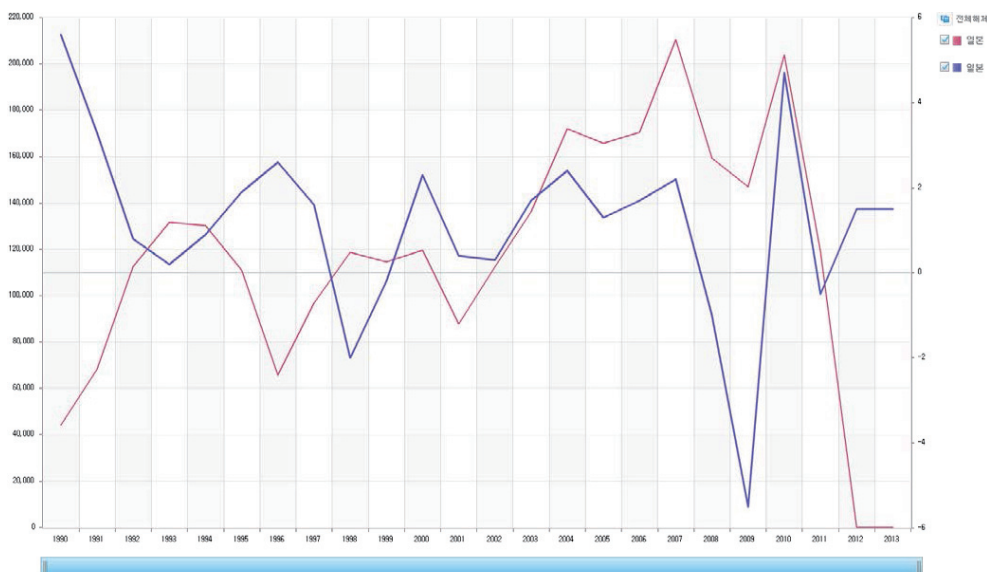
16

한국의 경상수지 흑자폭 확대와 저성장기조의 정착가능성

- 한국의 경우도 고령화와 연금체제의 미구축으로 인한 미래소득에 대한 불안으로 소비가 감소하고 있음
- 부동산 가격하락과 가계부채의 증가로 인해 이자부담이 늘어나면서 소비가 감소하고 있으며 수입감소로 경상수지 흑자폭이 확대되고 있음
- 경상수지 흑자폭(GDP의 6%) 확대로 환율이 하락하면서 저성장기조가 정착될 가능성이 높아지고 있음

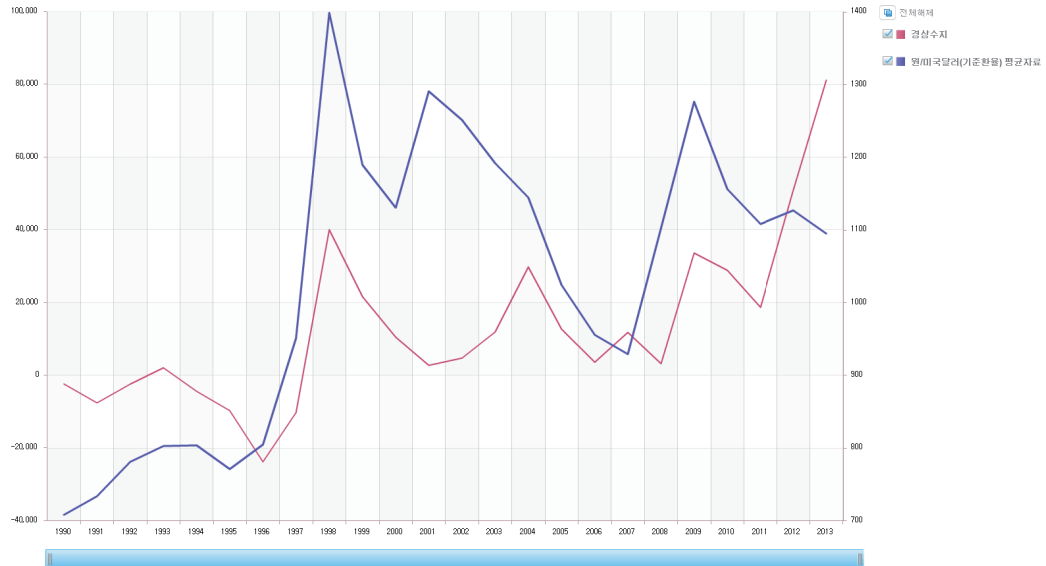
17

일본의 경제성장률과 경상수지 (1990-2013)



18

원달러 환율과 한국의 경상수지 (1990-2013)



19

환율과 경상수지 흑자의 딜레마

- 경상수지 흑자폭이 감소할 경우 외국 투자자본의 갑작스러운 유출(sudden stop)로 외환 위기를 겪을 수 있는 위험에 노출되어 있음
- 반면에 소비감소로 인한 불황형 경상수지 흑자폭이 지금과 같이 과다한 경우, 환율하락으로 일본과 같이 성장률이 둔화되는 문제가 발생함
- 적정 경상수지 흑자폭(3%)유지가 필요한데 이를 위한 정책방안 마련이 필요함

20

IV. 대책방안

- ◆ 환율정책 : 원/달러 환율의 과도한 하락을 막아야
 - 엔달러 환율에 동조하는 정책을 사용하여 원엔환율의 과도한 하락을 막아야 함
 - 일본과 같이 통화정책으로 환율조정 어려움 : 일본과 달리 원화는 국제통화가 아니어서 국제외환시장에서 환율조정이 어려움
 - 외환시장 개입정책으로 원달러 및 원엔 환율의 과도한 하락을 막아야 하는데 이는 경상수지 흑자폭 확대로 어려움
 - 정책당국은 딜레마에 빠짐
 - 예일대학의 하마다 교수가 파놓은 정책함정에 빠짐

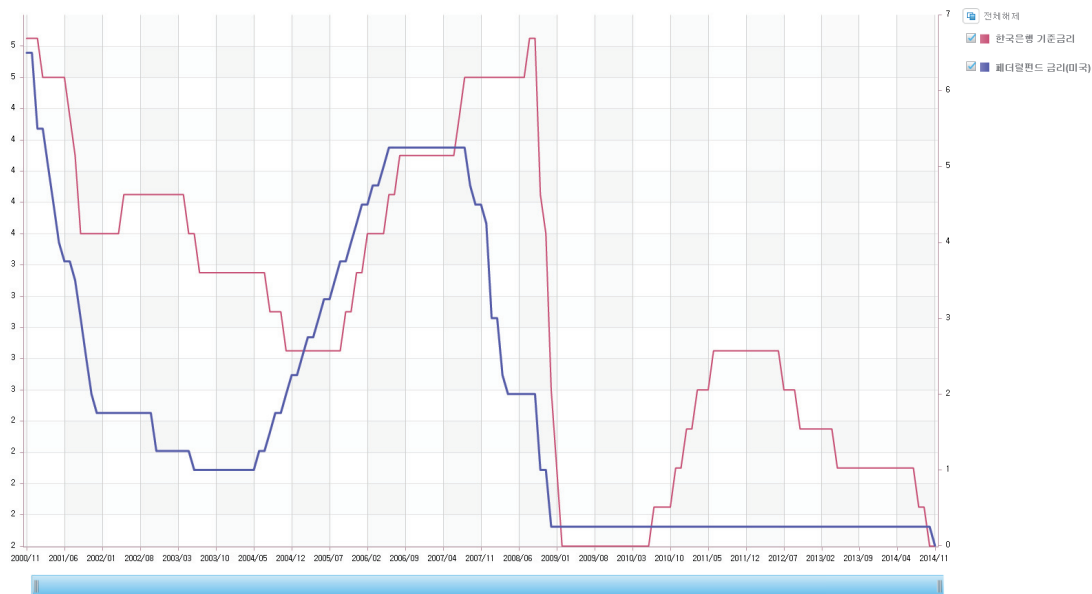
21

통화정책의 방향은 ?

- 경기의 경착륙을 피하기 위한 저금리 정책 필요
- 소비와 투자부진의 원인이 따로 있어 금리인하로만 소비와 투자가 늘어나기 어려움
- 통화정책으로 일본과 같이 환율을 조정하기 어려움
- 일본의 엔화는 국제통화이며 한국의 원화는 국제통화가 아님
- 일본은 디플레이션의 상태에 있고 한국은 과도하게 양적완화 시 인플레이션과 부동산 버블 생성이 우려됨

22

미국금리와 한국의 기준금리 (2000-2014)



23

경상수지 흑자폭 조정정책

- ◆ 과도한 불황형 경상수지 흑자를 막아야 적정환율 유지로 수출증가와 지속적인 성장을 할 수 있음
- 경기를 부양시키거나 혹은 소비를 늘여 수입을 늘리는 방법을 사용
- 해외투자를 확대해 유입된 외환을 유출시키는 방법 : 해외투자자에 대한 기술이 있어야 손실을 줄일 수 있음 : 일본과 중국이 사용하고 있는 정책임
- 과도한 자본유입(surge)을 막아 경상수지 악화로 인한 외환위기 위험을 사전에 방지하는 방법
- 외환보유고를 확충해 과도한 자본유출을 막는 방법

24

저성장을 탈피하기 위한 정책

- 수요를 늘리는 확대재정 금융정책으로는 경기의 경착륙은 막을 수 있어도 경제를 되살려 경상수지 흑자폭을 줄어들게 할 수는 없음
- 실물의 경쟁력을 높일 수 있는 구조조정 정책이 필요함
- 또한 경기를 부양시키기 위해 소비와 투자를 늘어나도록 해야 함

25

신산업정책 필요

- 투자부진의 원인은 주력산업의 중국이전과 이에 따른 신성장동력이 없기 때문에 미래 비전이 없기 때문임
- 미래비전을 밝게 하기 위해 경제혁신 3개년 계획에 신산업정책과 신성장동력에 대한 구체적 육성계획이 포함되어야 함

26

저비용 사회 만들어야

- 소비부진의 주된 원인은 국내가격이 너무 높은 것과 연금체제의 미비로 미래 소득에 대한 불안감이 높기 때문임
- 따라서 국제가격에 비해 높은 국내가격을 낮추고 연금체제를 구축해 고령화에 따른 미래 소득에 대한 불안감을 낮추어주어야 함
- 국내가격을 낮추기 위해서는 과도하게 높은 주택가격과 교육비용등 생활물가를 낮추어야 하며 비효율적인 유통구조를 개선해야 함

27

감사합니다.

kimjs@yonsei.ac.kr

28

토 론

김소영
서울대학교 경제학부

정책

- 이자율 정책 – 경기, 인플레이션
- 급격한 자본 유출입 – 거시 건전성 정책, 자본 통제
- 환율 – 스무딩은 외환 정책, 타게팅은 자본 통제 없이 어려움
- 자본 유출입 관련 연구

Transmission Channels of Global Liquidity

Soyoung Kim
Seoul National U

Hyun Song Shin
Princeton U, BIS

Backgrounds

- International transmission of global liquidity has been an contentious issue, especially for emerging markets.
 - global financial crisis
 - new build-up in recent years
- Possible shifts in transmission channels?
 - Caruana (2013,2014), Shin (2013), Turner (2014)
 - liabilities of emerging markets: bank debt → bond issuance, onshore → offshore bond issuance
 - International debt securities outstanding for developing countries in 2013: 0.97 trillion \$ (residency), 1.73 trillion \$ (nationality)

Objective and Methods

- Empirically investigate the transmission channels of global liquidity and how the channels may have changes with the shift in the incidence of bank and bond financing in emerging countries
- Empirical Methods: VAR
 - Panel: short time-span
 - Block Exogeneity: US vs. individual emerging countries
 - Effects of (global) US credit shocks on emerging countries: bank loans, international debt securities (on-shore, off-shore), bond yield...

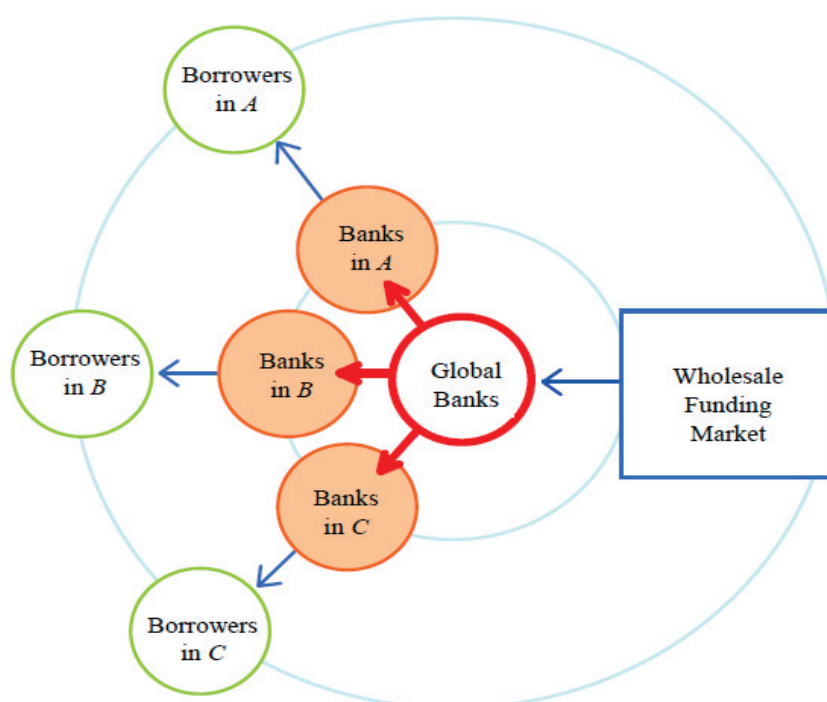
Past Studies

- Some past studies examined the effects of global liquidity on emerging countries, but none on the transmission channels
 - Choi et al (2014), Chen et al (2012), Moore et al (2014)

Main Findings

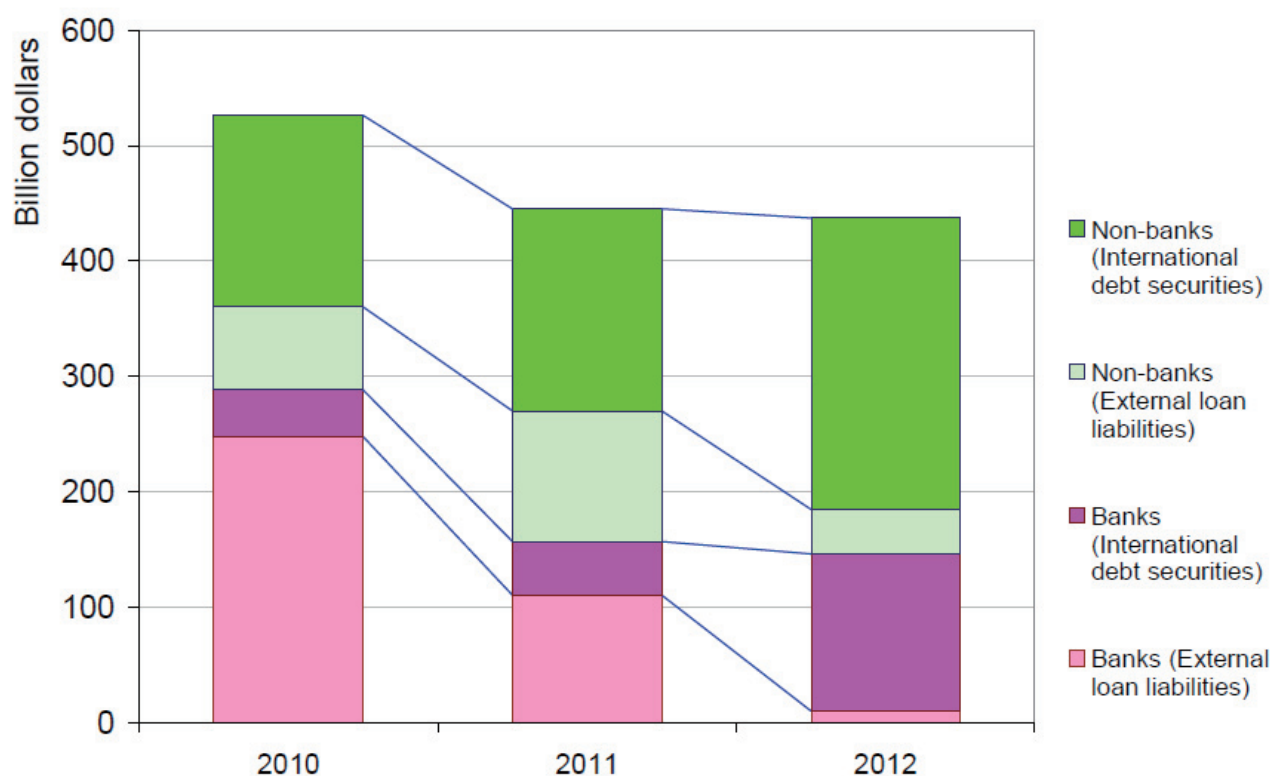
- US credit shocks have a positive effect on emerging countries' GDP and a negative effect on emerging countries' sovereign bond yield: consistent with Chen et al (2012), Choi et al (2014), Moore et al (2012)
- US credit shocks lead to a strong positive response of the offshore bond issuance activity, for the period after 2010: a formal econometric evidence for Caruana (2013,2014), Shin (2013), and Turner (2014)
- Empirical findings support for channels through fixed income securities: Feroli, Kashayap, Schoenholtz and Shin (2014), Vayanos and Woolley (2012), Haldane (2014)

Structure of the Global Banking System

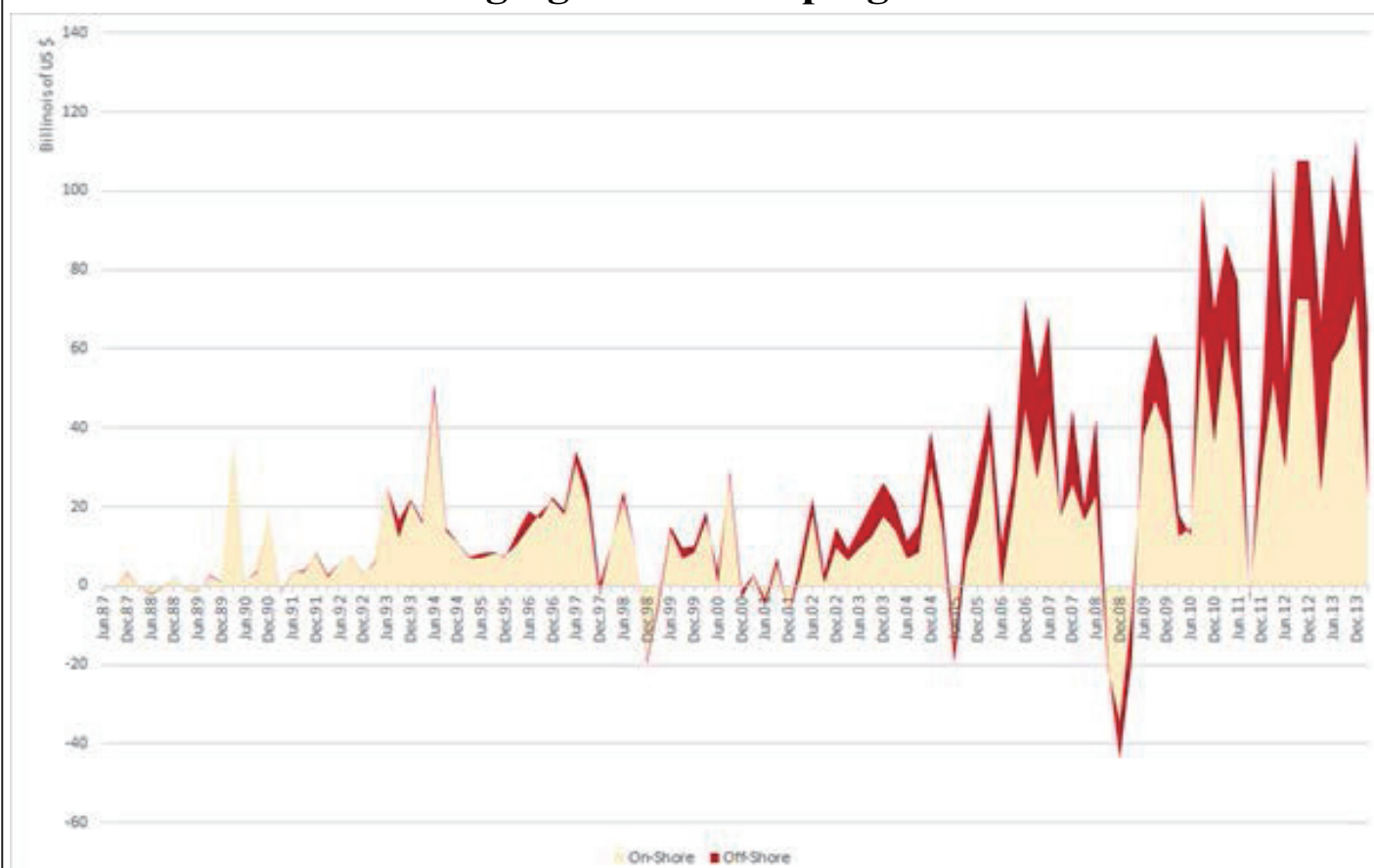


The interconnected nature of the global banking system generates spillover effects of financial conditions across borders: greater ease of raising wholesale funding from the center through cheaper US dollar bank funding rates implies greater availability of funding to regional banks, which in turn translates into more lending conditions to ultimate borrowers in regions A, B, C, etc.

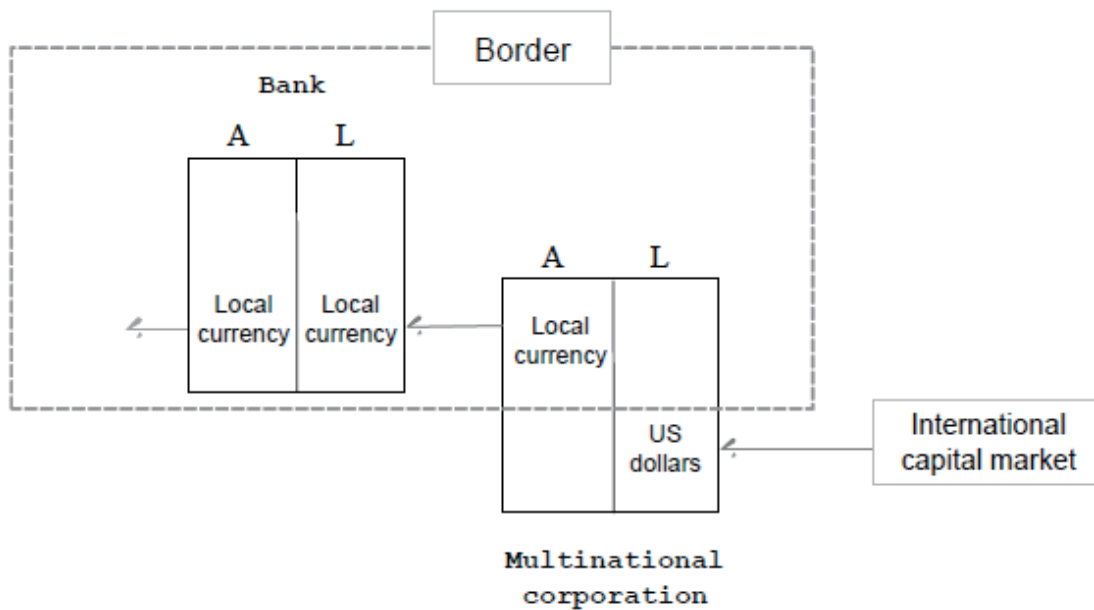
Net External Financing of Emerging Economies (Turner, 2013, Shin 2013)



Onshore and Offshore Net Issues in International Debt Securities of Emerging and Developing Countries



Multinational Corporation with Offshore Subsidiary



If the proceeds of the borrowing are sent to headquarters through an explicit capital account transaction, BOP would show a capital inflows. But if the multinational firm chooses to classify the transaction as a part of trade flows in goods and services (ex. “over-invoicing”), BOP would not capture the transaction.

Empirical Model

- Panel VAR with Block-Exogeneity
- Structural Form Model

$$G(L) y^i(t) = d^i + e^i(t), \quad i = 1, 2, \dots, I$$

$$y^i(t) = \begin{bmatrix} y_1(t) \\ y_2^i(t) \end{bmatrix}, \quad G(L) = \begin{bmatrix} G_{11}(L) & 0 \\ G_{21}(L) & G_{22}(L) \end{bmatrix}$$

- y_1 : US real GDP, US domestic credit
- y_2 : each emerging country's real GDP, net issuance of international debt securities, and government bond yield (small open)

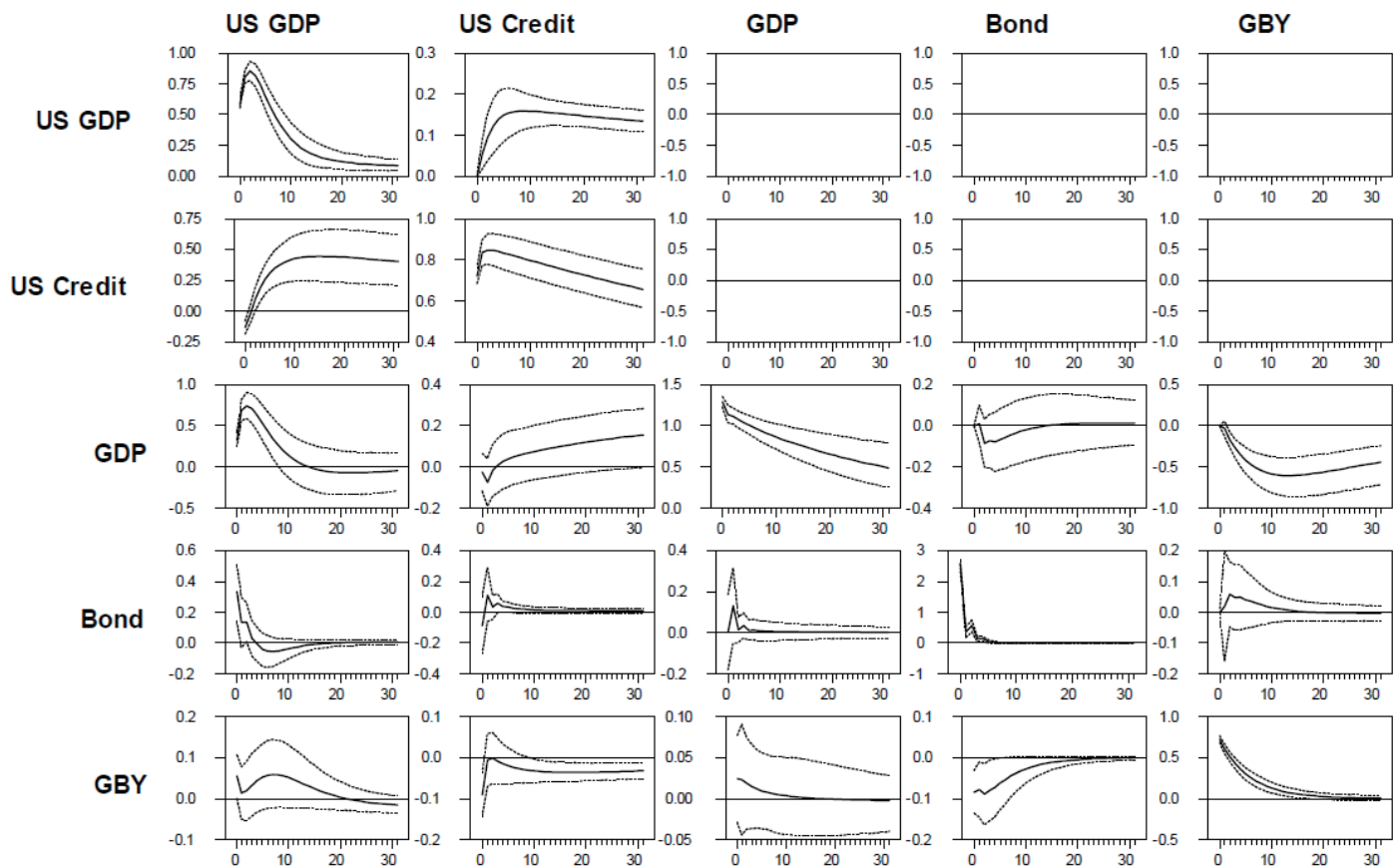
Empirical Model: Identification

- Reduced form model is estimated by SUR
- Recursive Identification
- y_1 : US real GDP, US domestic credit
 - Identify US domestic credit shocks after controlling real activities. Otherwise, effects of US domestic credit shocks are mixed with effects of US real GDP shocks. Bekaert et al (2013)...
- y_2 : each emerging country's real GDP, net issuance of international debt securities, and government bond yield
 - sluggish real sector vs. agile financial sector
 - Government bond yield (end of the period data)

Data

- 22 emerging countries: China, Hong Kong, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Thailand, the Philippines, Brazil, Chile, Colombia, Mexico, Peru, Bulgaria, Czech Republic, Hungary, Latvia, Poland, Romania, Russia, Turkey, Ukraine
- Quarterly data, the longest sample is: 2000:1 – 2013:1, varies across countries
- 2 lags

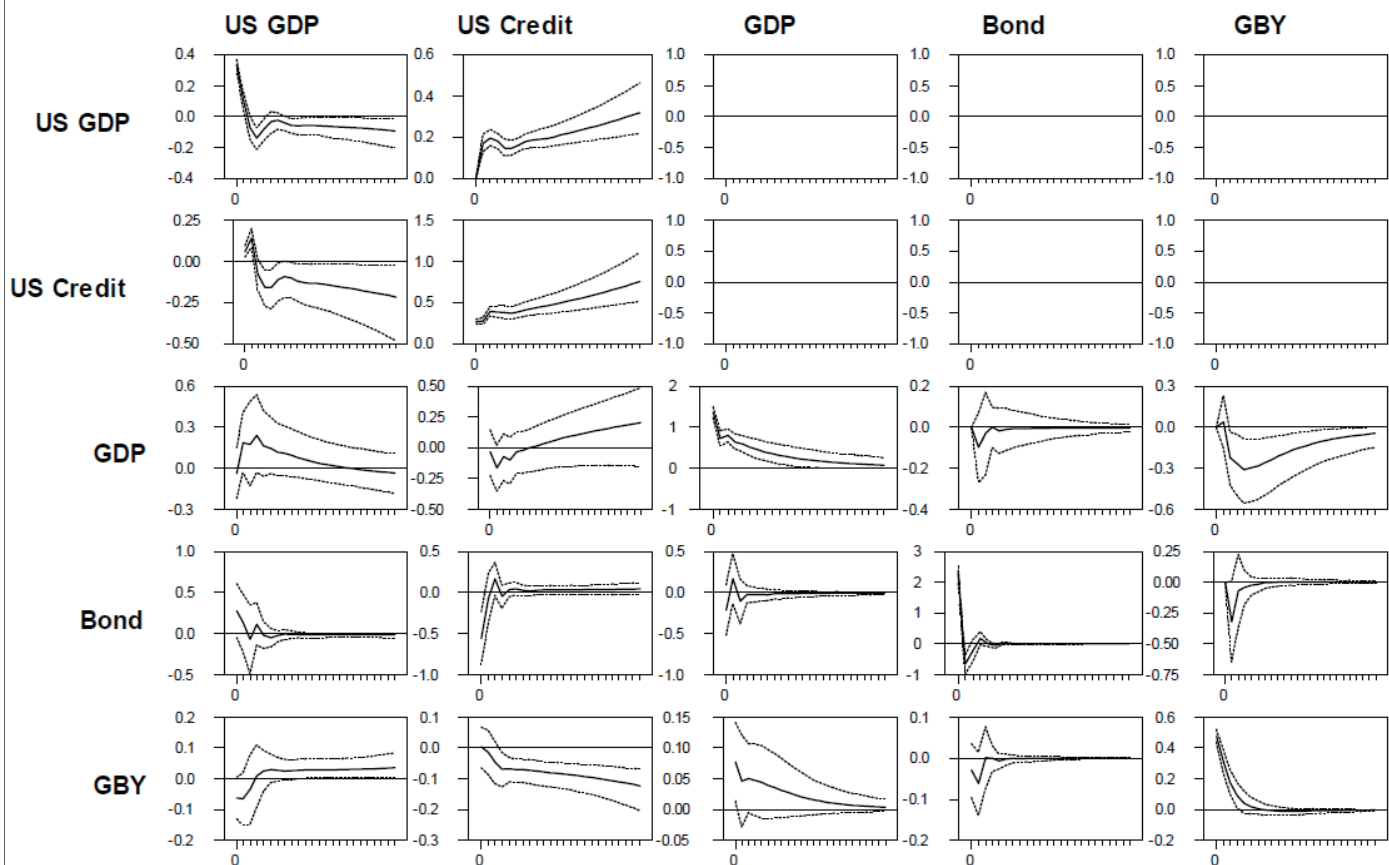
Impulse Responses (Full Sample Periods, 90%)



Summary

- US credit shocks have a positive effect on real GDP of emerging countries
- US credit shocks have a positive effect on net issuance of international debt securities (on-shore) and a negative effect on government bond yield

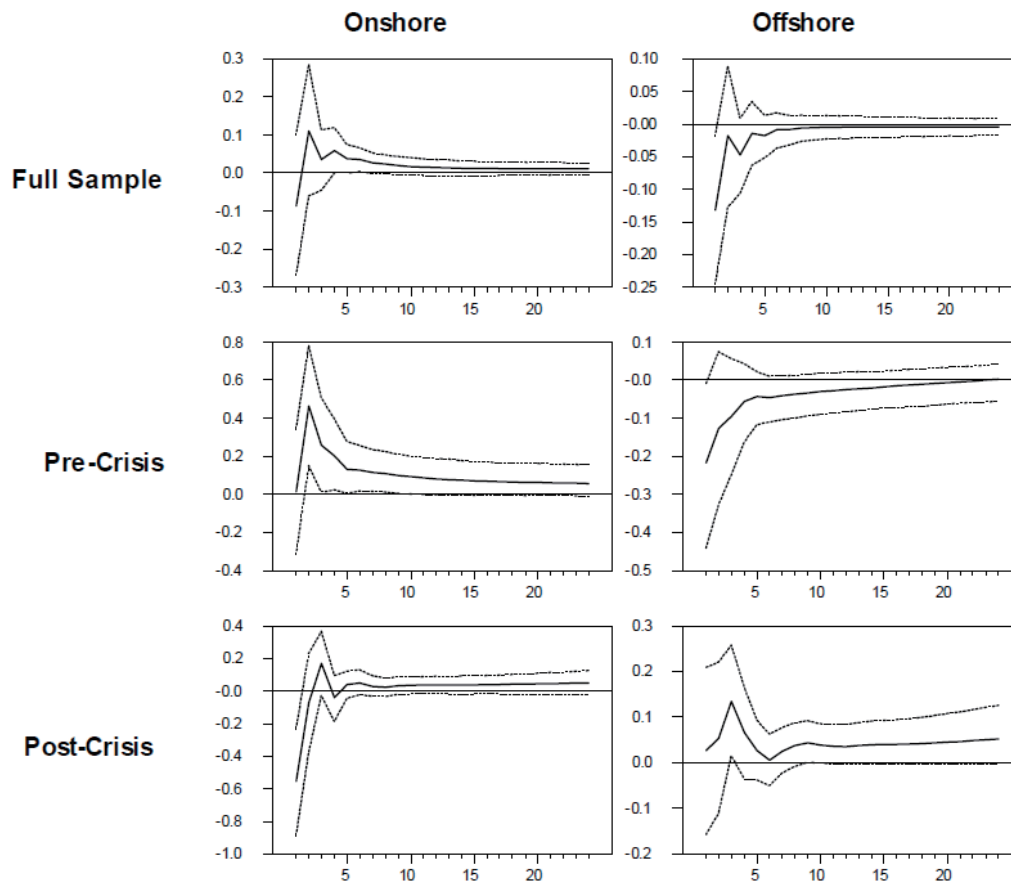
Impulse Responses (Post-Crisis Periods, 2010-)



On-Shore vs. Off-Shore

- Replacing on-shore with off-shore in the model.
- US credit shocks have a positive effect on net issuance of “on-shore” international debt securities for the pre-crisis period (2000-2006) and net issuance of “off-shore” international debt securities for the post-crisis period (2010-2013:1).

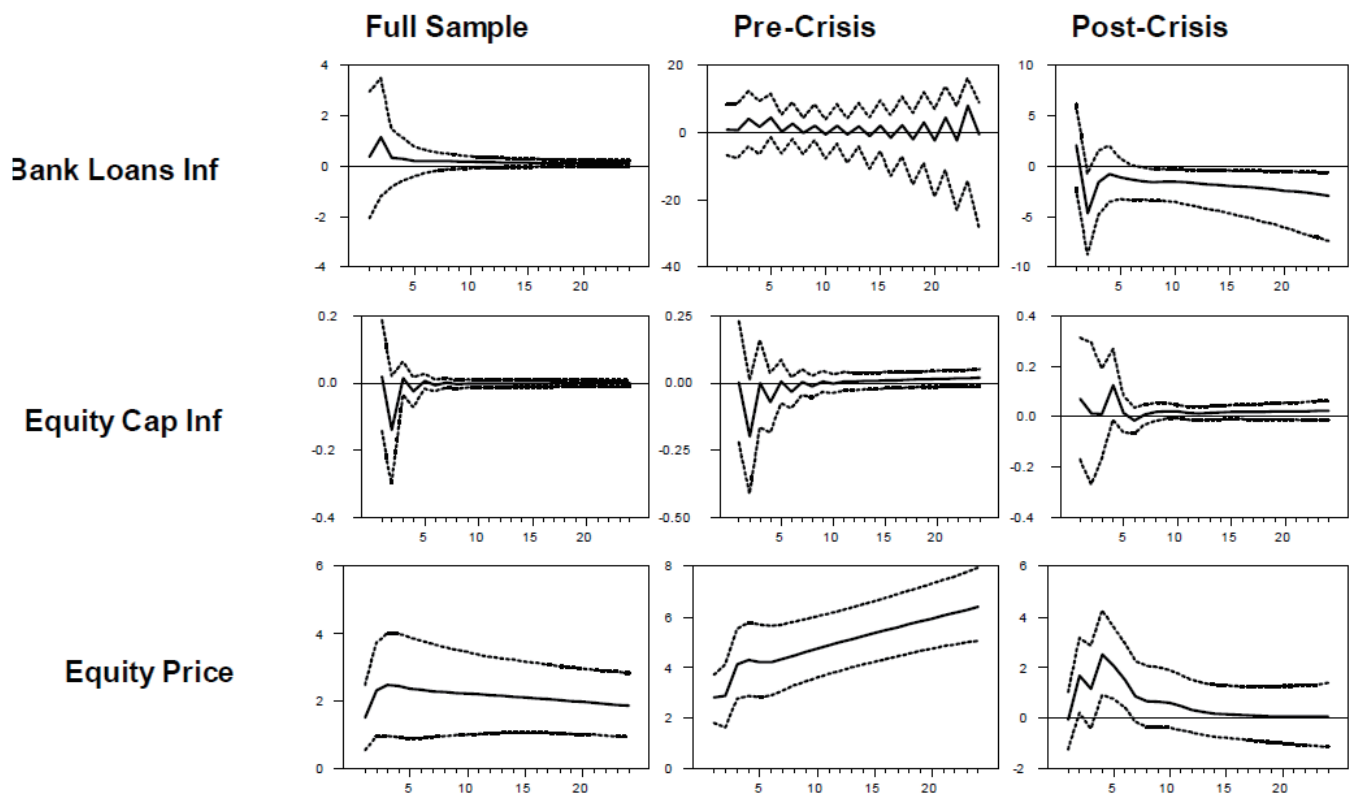
Impulse Responses to US Credit Shocks



Other Transmission Mechanisms

- Replacing debt issuance with bank loan inflows
- Replacing debt issuance with equity capital inflows and bond yield with equity price
- Bank loan inflows do not play a positive role in the post-crisis period.
- Equity capital inflows play a positive role in the post-crisis period.
- Equity price increases. This is not necessarily caused by equity capital inflows but reflects strong economic activities.

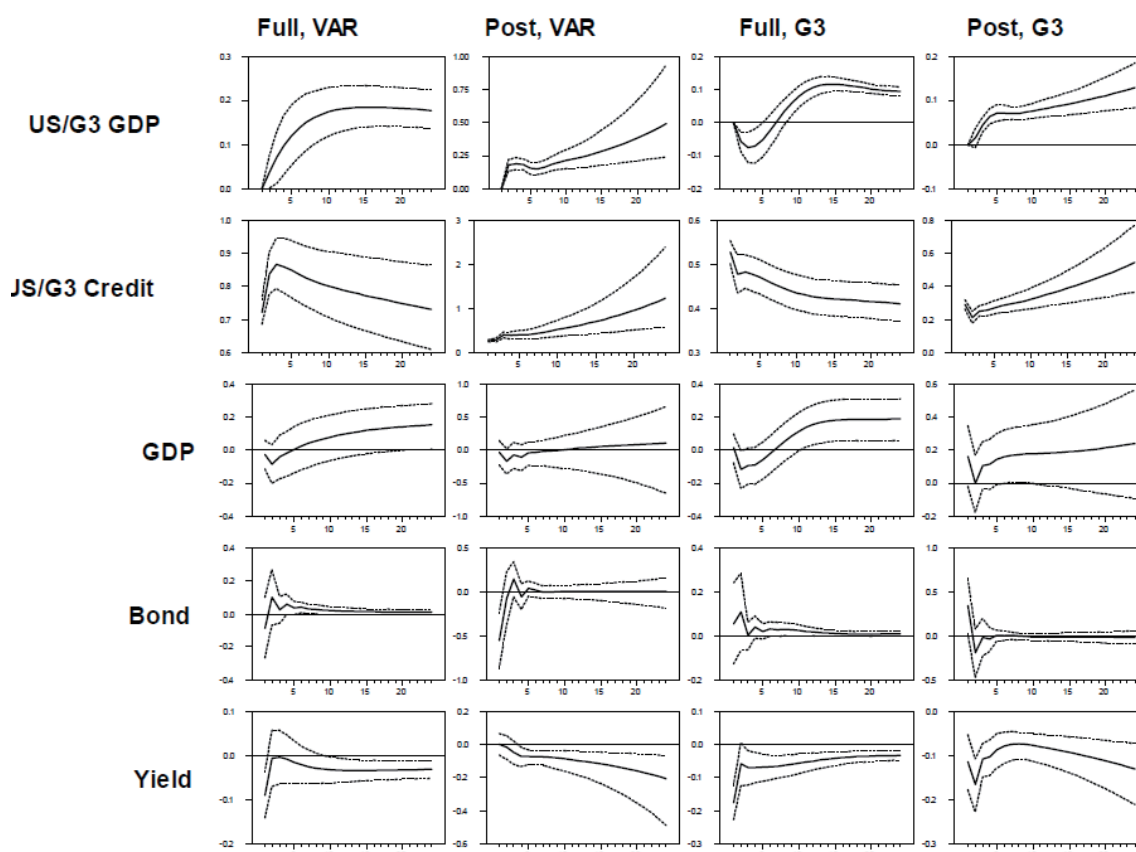
Impulse Responses to US Credit Shocks: Other Transmission Channels



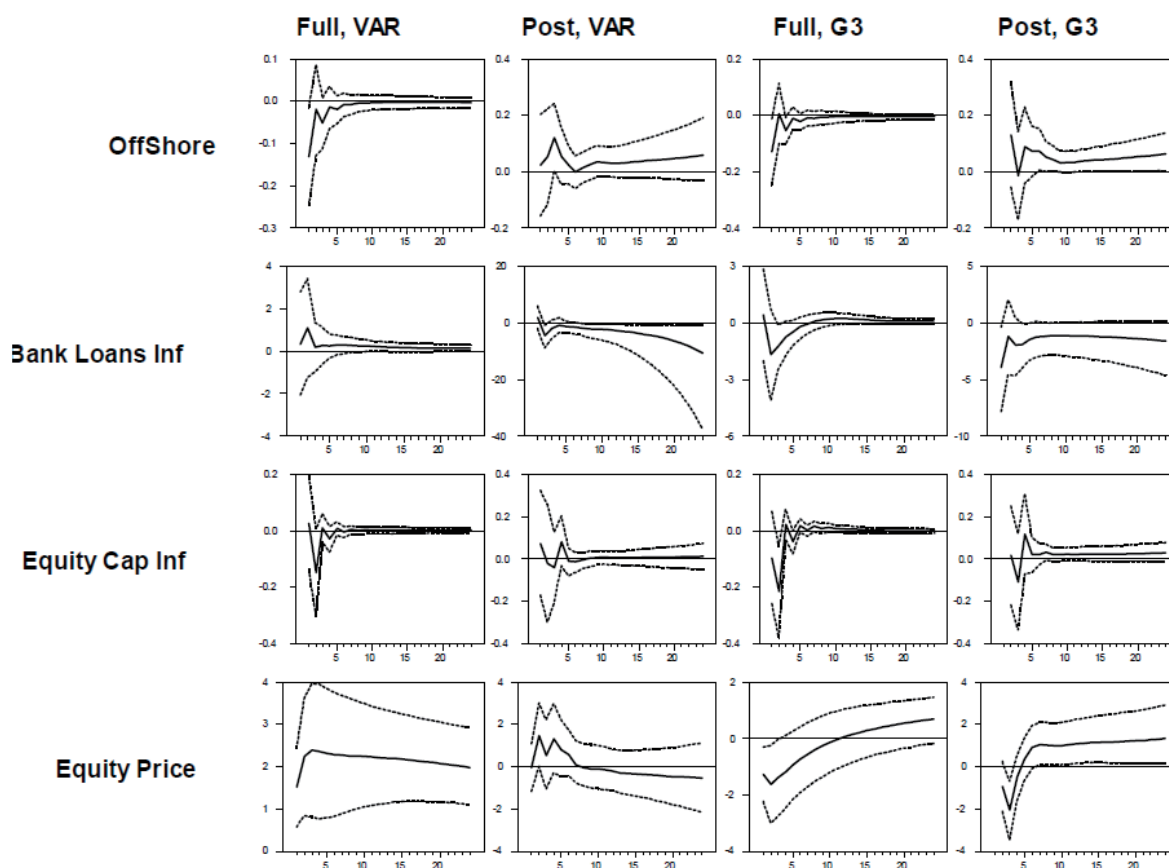
Alternative Models

- Dropping block-exogeneity assumption (Full)
- Consider G3 credit (G3): replace US domestic credit with G3 domestic credit and US real GDP with G3 real GDP
- Many result are similar.
 - Real GDP of emerging countries increase.
 - Government bond yield of emerging countries decline.
 - On-shore debt issuance is important before crisis but off-shore debt issuance is important after crisis.
 - Bank loan inflows do not play an important role recently.

Impulse Responses to US Credit Shocks: Alternative Models



Impulse Responses to US Credit Shocks: Alternative Models



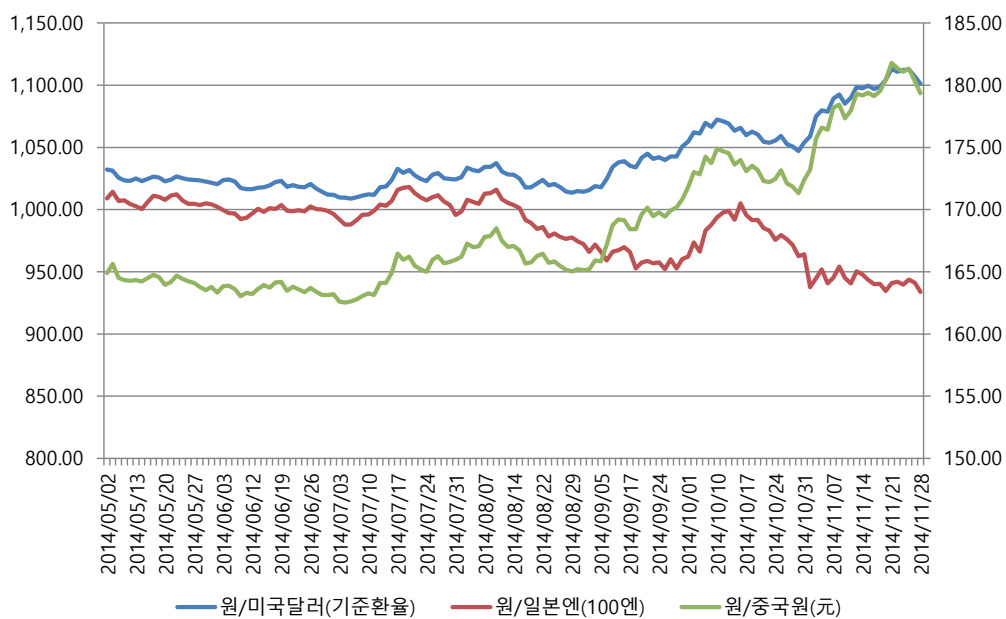
Conclusion

- This paper empirically examines the transmission channels of global liquidity to emerging countries.
- Empirical results suggest that the main channel has changed: off-shore issuance of debt securities plays an important role for the period from 2010.
- Our results highlight the importance of keeping track of institutional developments in international banking and capital markets: it is also important for emerging markets to be aware of this recent change in transmission channels of global liquidity, to properly prepare against possible future reversals.
- Future studies may need to address what determines the relative incidence of bank and bond financing and on-shore and off-shore bond financing.

수퍼달러·초엔저 시대 정부와 기업의 대응 방향 패널토론

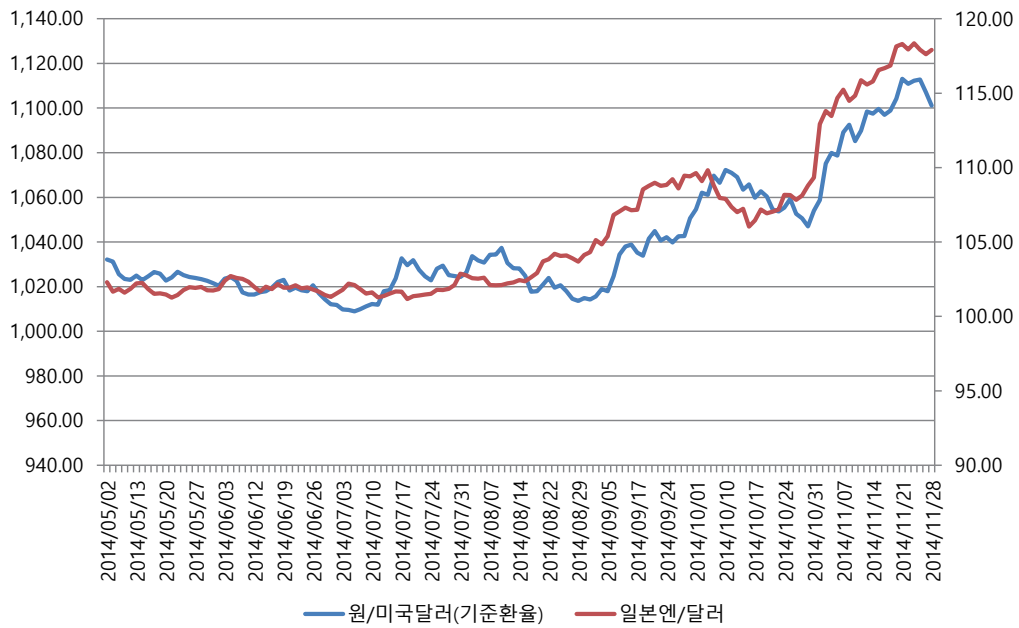
백승관 (홍익대)

원/달러, 원/엔, 원/위안
(일별 자료, 2014/05/02-11/30)



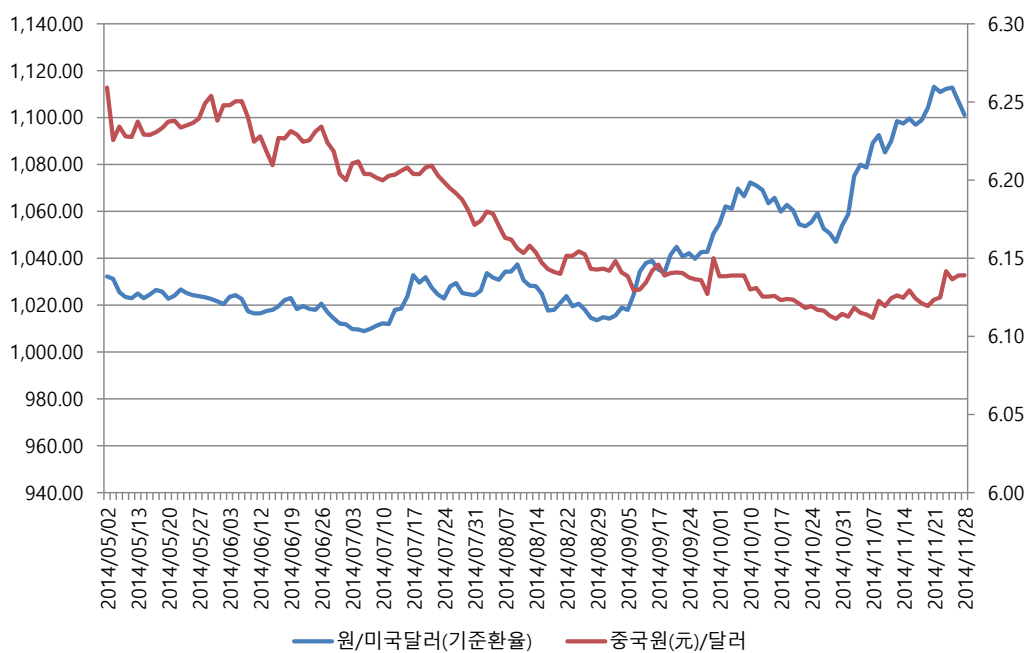
자료: 한국은행 ECOS

원/달러, 엔/달러
(일별 자료 2014/05/02-11/30)



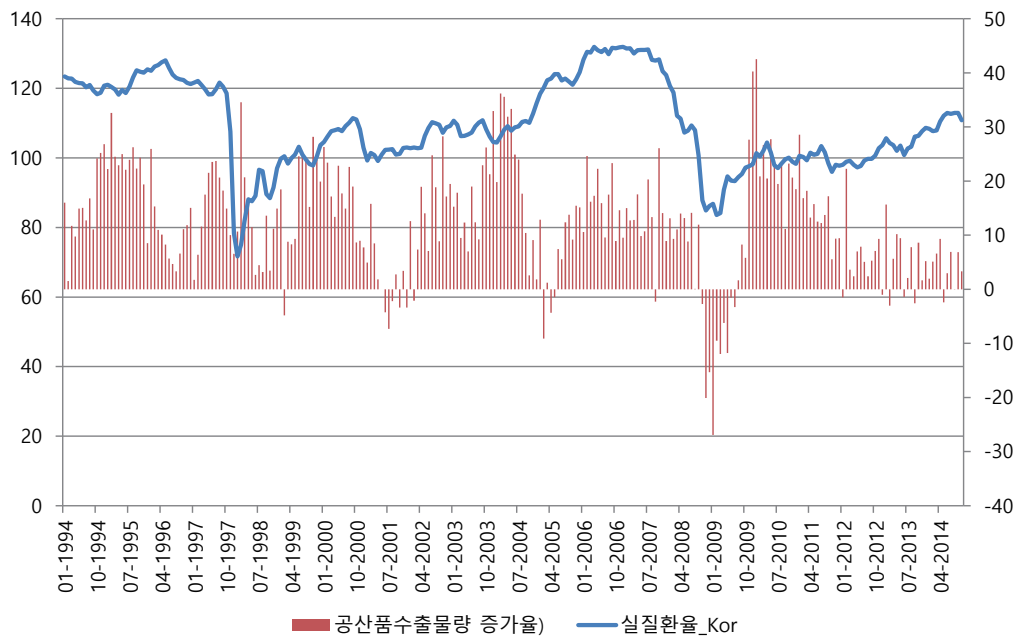
자료: 한국은행 ECOS

원/달러, 위안/달러
(일별 자료 2014/05/02-11/30)



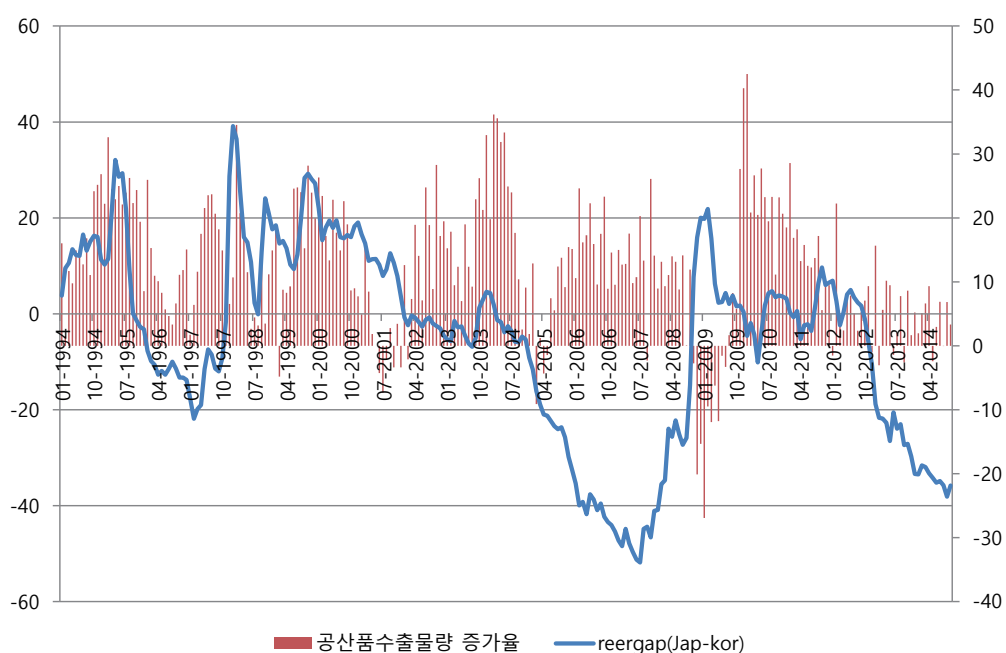
자료: 한국은행 ECOS

한국의 실질환율과 공산품수출물량 증가율 (월별 자료, 1994/01-2014/10)



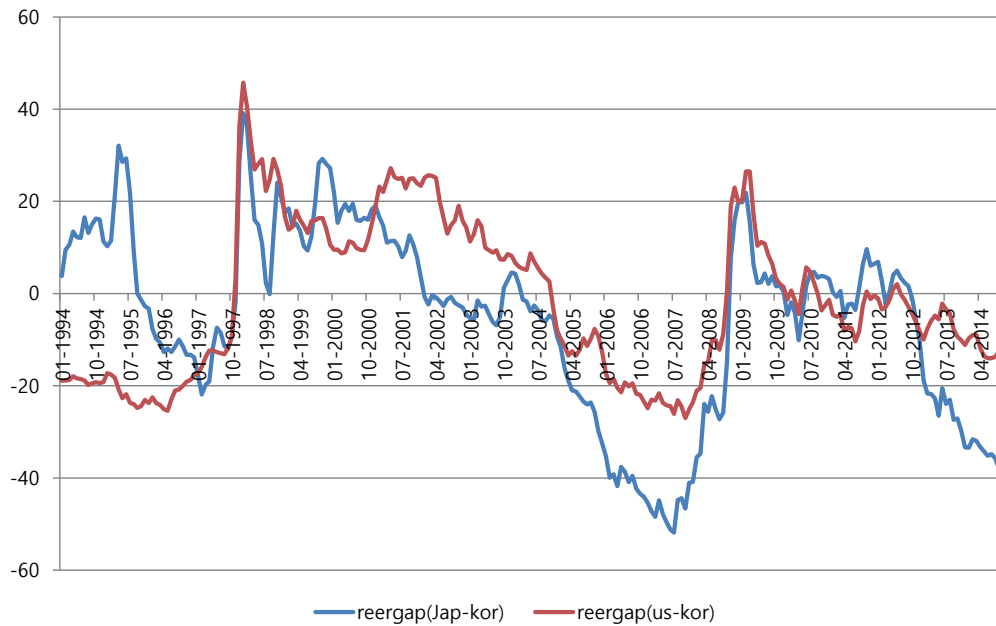
자료: BIS, 한국은행 ECOS

실질환율 차이 (일본과 한국)와 공산품수출물량 증가율 (월별 자료, 1994/01-2014/10)



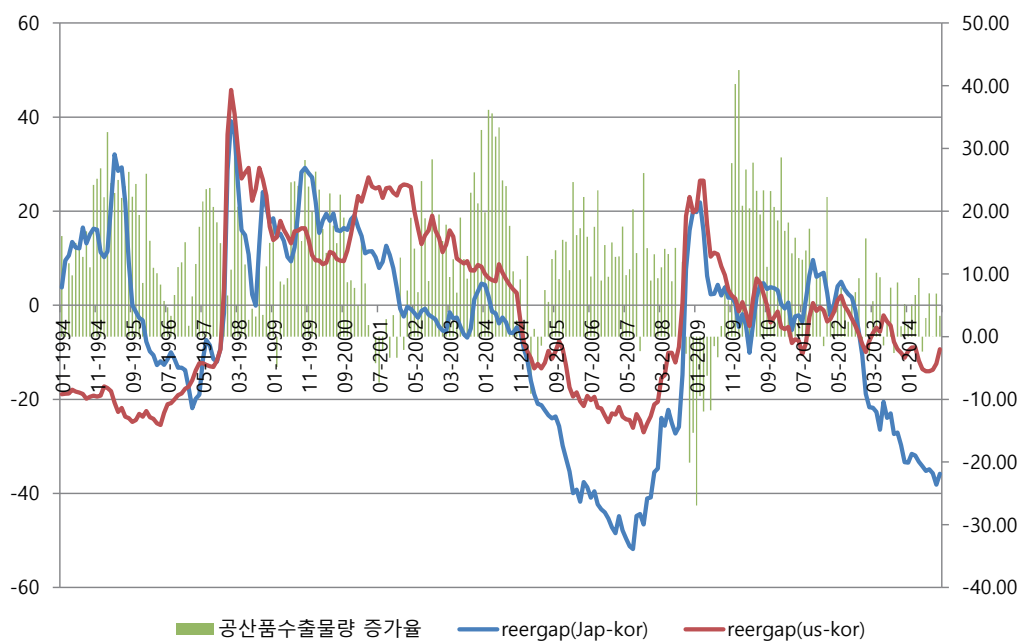
자료: BIS, 한국은행 ECOS

실질환율 차이(일본-한국, 미국-한국) (월별 자료, 1994/01-2014/10)



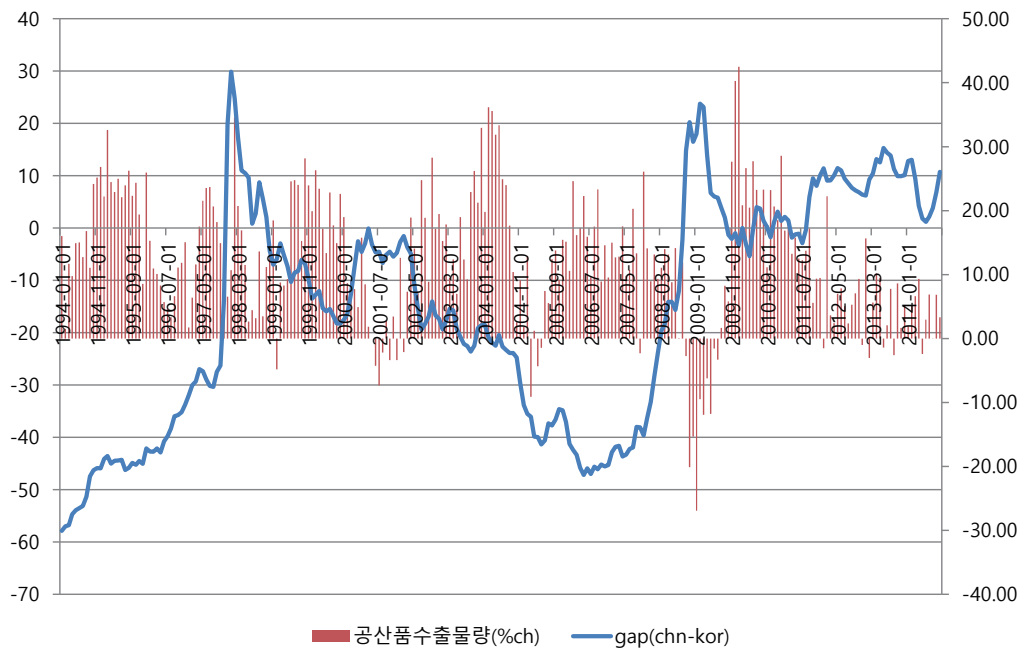
자료: BIS,

실질환율 차이(일본-한국, 미국-한국)와 공산품수출물량 증가율 (월별 자료, 1994/01-2014/10)



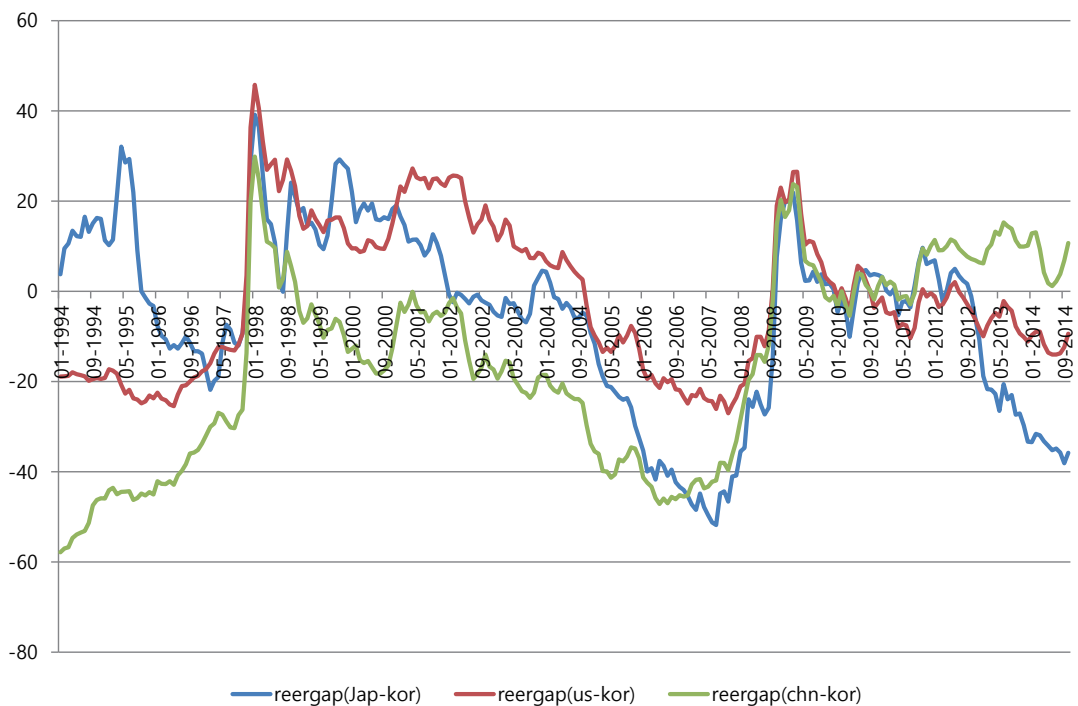
자료: BIS, 한국은행 ECOS

실질환율 차이(중국-한국)와 공산품수출물량 증가율 (월별 자료, 1994/01-2014/10)



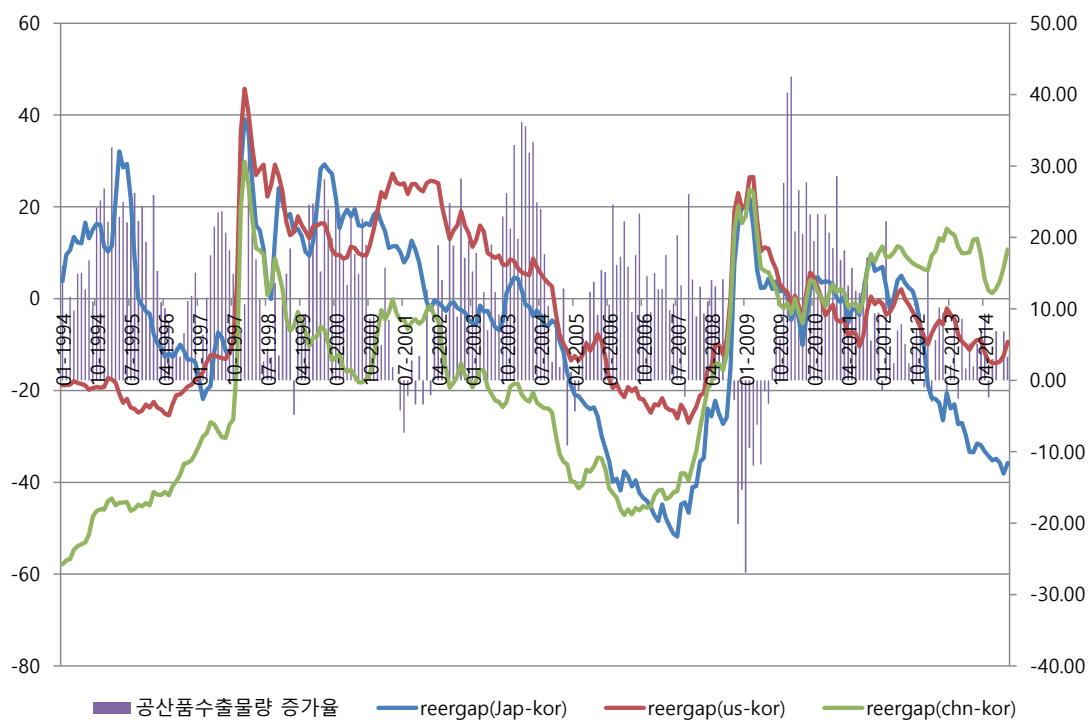
자료: BIS, 한국은행 ECOS

실질환율 차이(일본-한국, 미국-한국, 중국-한국) (월별 자료, 1994/01-2014/10)



자료: BIS,

실질환율 차이(일본-한국, 미국-한국, 중국-한국)과 공산품 수출물량 증가율 (월별 자료, 1994/01-2014/10)



자료: BIS, 한국은행 ECOS

슈퍼달러 초엔저 전망

• 달러의 구조적 강세 전망 (2-3년)

- 미국 에너지 패러다임 변화
- 유로 디플레이션과 중국 디레버리징
- 미국과 Non-US간 통화정책 차별화
- 글로벌 저성장에 따른 환율전쟁 격화

• 반론

- 이자율 상승에 대한 기대로 overshooting?
- 달러화 평가절상으로 인한 경상수지 악화

정부의 정책대응

- 내수 진작
 - 확대 통화정책 (금리인하로 인한 대출금리 인하 유도)
 - 확대 재정정책
(유가 하락으로 인해 물가상승 압력이 약해짐)
 - 미시적인 정책 (주택시장 및 주식시장 활성화)
 - 국내투자자과 FDI 촉진을 위한 환경 조성
(사내유보금, 법인세, 배당 문제, 노동시장의 유연성)
- 충분한 외화유동성 확보
- 최근의 원/달러 상승 (원화의 평가절하)이 지속될 것인가?
 - overshooting 일 가능성이 있음. 한국의 경상수지 흑자규모가 매우 크기 때문임
 - 만약 overshooting이라면 원/엔 환율이 더욱 떨어질 것임.

기업의 정책대응

- 품질 및 가격경쟁력 강화
- R&D 확대, 기술혁신
- 수출시장의 다변화
- 환율의존도를 줄여야 함



슈퍼 달러, 초 엔저 시대

keri

□ 정책적 대응 및 경영상 대응에 대해서는 동의

- 정부의 정책적 대응 준비 필요

- 적정 금리-환율 정책조합의 중요성
- 단기적으로 "자본이동관리원칙" 하에서 거시건전성 규제
- 충분한 외화유동성 확보, 불황형 흑자 조정을 위한 내수 진작
- 기업 환위험 관리강화 지원
- 환변동보험 지원
- 한계 수출기업의 구조조정
- **적극적 금융외교의 필요**

- 기업도 적극적 대응 필요

- 결제통화 조정
- 환위험에 대한 인식 개선, 환위험 관리 능력 제고
- 기술혁신



슈퍼 달러, 초 엔저 시대

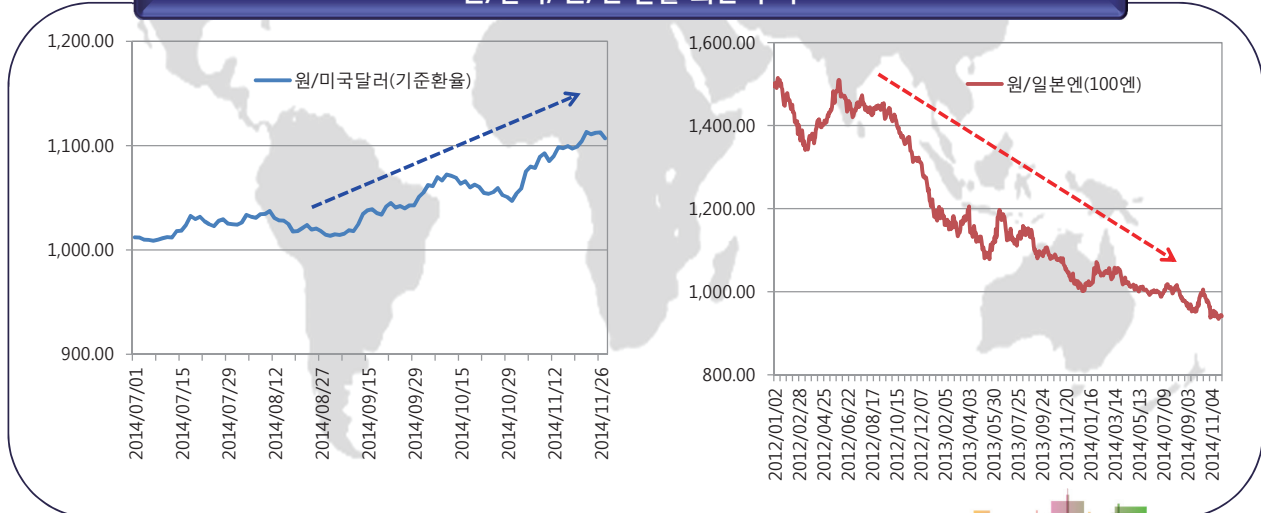
keri

□ 슈퍼달러-초엔저 시대가 도래할 것인가에 대해선 지속적 검토 필요

– 주요국 통화정책기조 변화 이후 주요 환율의 추세적 변동 시작

- 일본의 양적 완화 기조로 '12.01 이후 원화 대비 엔화 가치 37.0% 하락
- 미국의 양적 완화 종료로 '14.07 이후 원화 대비 달러화 가치 9.4% 상승

원/달러, 원/엔 환율 최근 추이



3/9

자료: CEIC, 한국은행

Korea Economic Research Institute

슈퍼달러, 초엔저
2014.12



슈퍼 달러, 초 엔저 시대

keri

□ 장기적 관점에서 지속적 달러 강세 및 엔화 약세가 예상되는지가 관건

- 장기적 관점에서 달러의 추세적 강세, 엔화의 추세적 약세를 확신하기엔 부족
- 지속성을 결정짓는 요인에 대한 점검이 반드시 필요

원/달러, 원/엔 환율 장기 추이



4/9

자료: CEIC, 한국은행

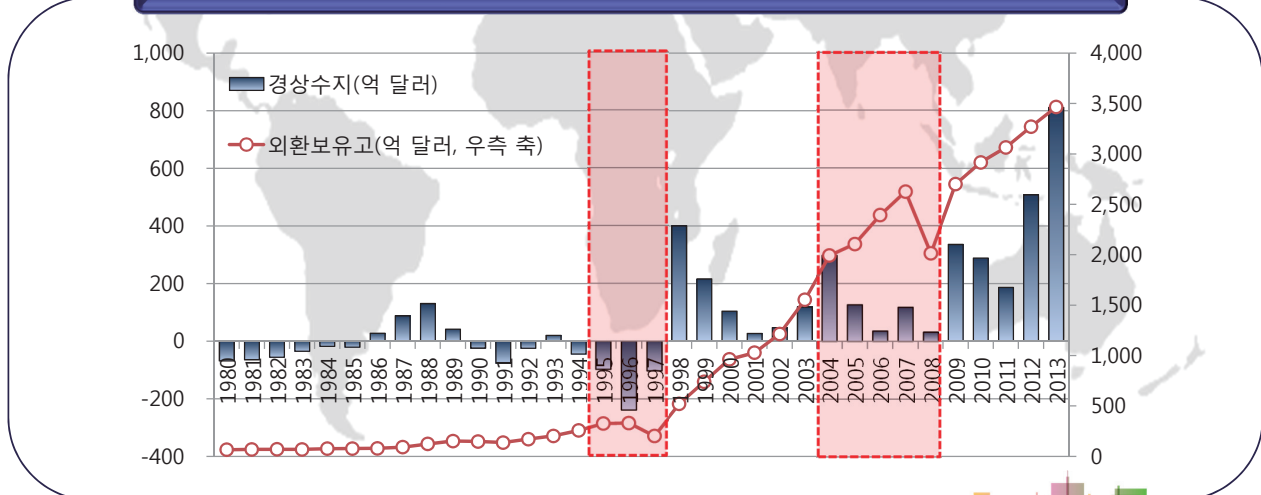
Korea Economic Research Institute

슈퍼달러, 초엔저
2014.12

□ 과연 위기를 초래할 만큼 불안한 상황인가?

- 1995~1997년 경상수지 악화, 외환보유고(327→204억 달러)
- 2004~2008년 경상수지 흑자축소, 외환보유고(1,991→2,622 →2,012억 달러)
- 2014년 10월 기준 외환보유고 3,637억 달러

원/달러, 원/엔 환율 장기 추이



5/9

자료: 한국은행

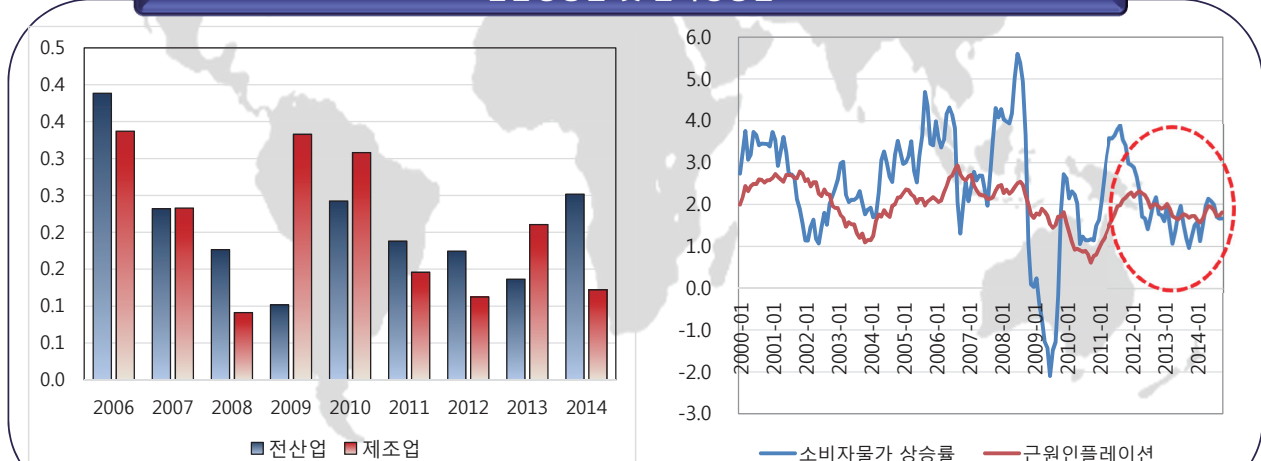
Korea Economic Research Institute

슈퍼달러, 초엔저
2014.12

□ 과연 미국의 회복세는 충분한 상황인가?

- 경제활동참가 증가에도 불구하고 임금상승률(특히, 제조업)은 충분하지 못한 상황 → 인플레이션 압력이 증가하고 있다고 보기 어려운 상황
- 2014년 소비자물가 상승률 1.7%, 근원인플레이션 1.8%

임금상승률 및 물가상승률



6/9

자료: CEIC, Bloomberg

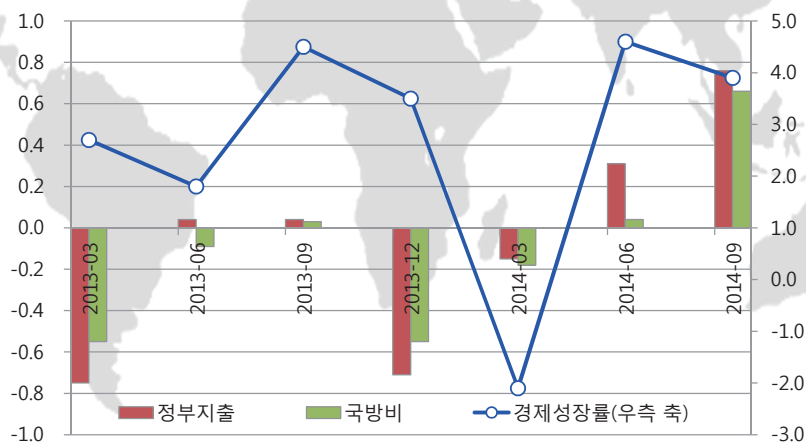
Korea Economic Research Institute

슈퍼달러, 초엔저
2014.12

□ 과연 미국의 회복세는 충분한 상황인가?

- 경제성장 회복 중 정부지출(특히, 국방비 지출)의 기여가 크게 증가 → 과연 민간 부문의 회복세가 견고한지 의문

정부지출 및 국방비 지출의 성장기여도



7/9

자료: CEIC, Bloomberg

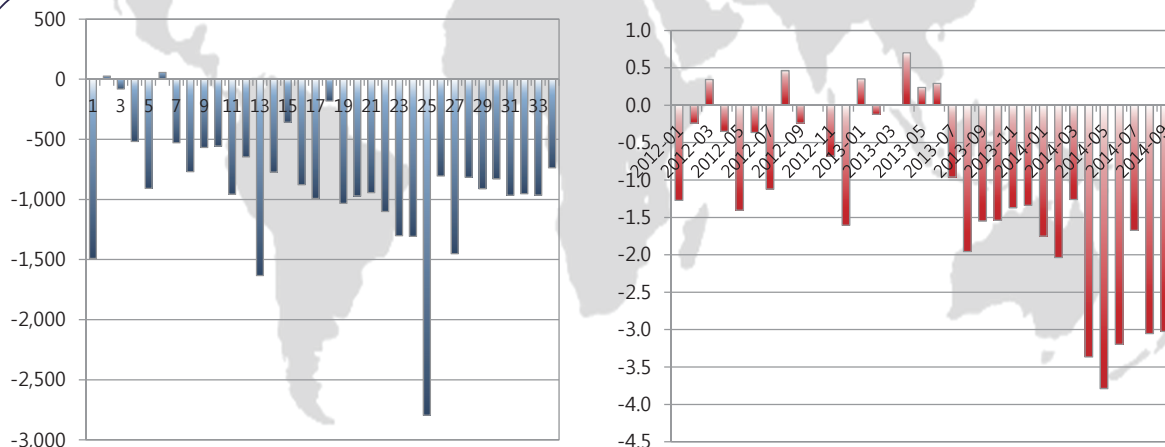
Korea Economic Research Institute

슈퍼달러, 초엔저
2014.12

□ 일본은 과연 엔저를 지속할 수 있는가?

- 무역수지 적자 누적: 2012년 7월 이후 28개월 연속 적자
- 실질임금의 지속적 하락: 2013년 7월 이후 15개월 연속 하락
- 수입물가 상승에 의한 소비위축을 감당할 수 있을지 의문

일본의 무역수지 및 실질임금 증가율



8/9

자료: CEIC, Bloomberg

Korea Economic Research Institute

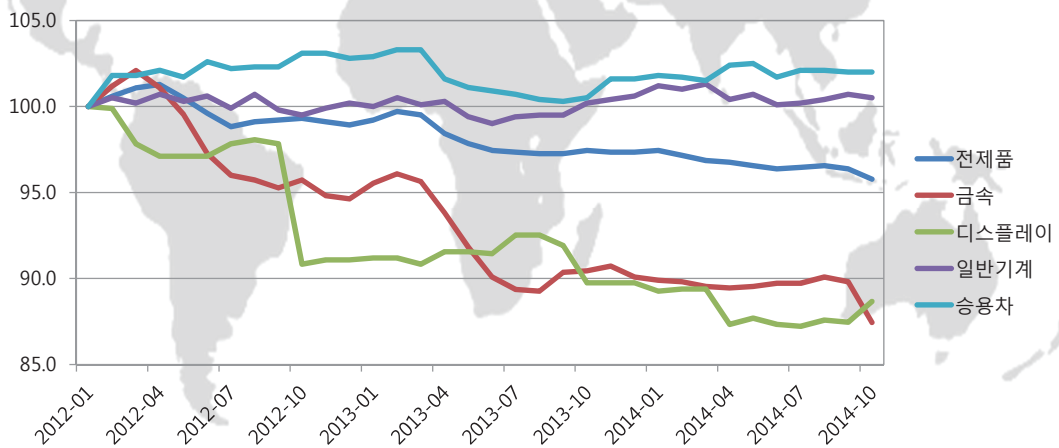
슈퍼달러, 초엔저
2014.12

□ 일본 수출단가 조정 여하에 따라 산업별 엔저 영향은 상이

– 2012년 이후 계약통화 표시 일본의 수출 단가는 4.2% 하락

- 금속(-12.6%), 디스플레이(-11.3%)
- 일반기계(+0.5%), 승용차(+2.0%)

일본의 계약통화 표시 수출단가(2012.01 = 100.0)



9/9

자료: CEIC, Bloomberg

Korea Economic Research Institute

슈퍼달러, 초엔저
2014.12



〈토론〉 강달러및 엔저시대 전망과 대책

2014. 12

윤 덕 룡

KIEP Korea Institute for International
Economic Policy



순서

- I. 환율변동의 특징
- II. 향후 전망
- III. 문제점 및 가능한 대책
- IV. 질문



목 차

1. 가
2. 가
3. 가
4. 가
5. 가
6. 가



I. 환율변동의 특징

표 1. 경상수지와 주요통화 환율간 교차상관관계: 2000-2014

경상수지와 교차상관관계(2000-2014)								
		-3	-2	-1	0	1	2	3
경상수지	달러	0.0612	-0.0097	0.0218	0.0537	-0.1298	0.103	0.23
	엔	0.2539	0.3763	0.4307	0.3139	0.0367	0.0158	-0.0786
	위안	0.1859	0.2530	0.3962	0.4531	0.0536	-0.0036	-0.0109
	유로	0.2517	0.2375	0.3309	0.2947	-0.1445	-0.3284	-0.3751

자료: 한국은행 경제통계시스템(<http://ecos.bok.or.kr>)의 데이터를 활용하여 저자계산.



I. 환율변동의 특징

표 2. 무역수지와 주요통화 환율간 교차상관관계: 2000-2014

무역수지와의 교차상관관계(2000-2014)								
		-3	-2	-1	0	1	2	3
무역수지	달러	0.0156	0.0082	0.0325	-0.0761	-0.2368	0.0899	0.2304
	엔	0.1389	0.3459	0.4134	0.2271	0.0185	0.0673	-0.0288
	위안	0.0544	0.2012	0.3738	0.3651	-0.0034	0.0396	0.0989
	유로	0.1703	0.2616	0.3875	0.3141	-0.1332	-0.2547	-0.2562

자료: 한국은행 경제통계시스템(<http://ecos.bok.or.kr>)의 데이터를 활용하여 저자계산.



I. 환율변동의 특징

표 3. 한국의 수출입 결제 통화별 비중: 2000.1-2014.8(합) (%)

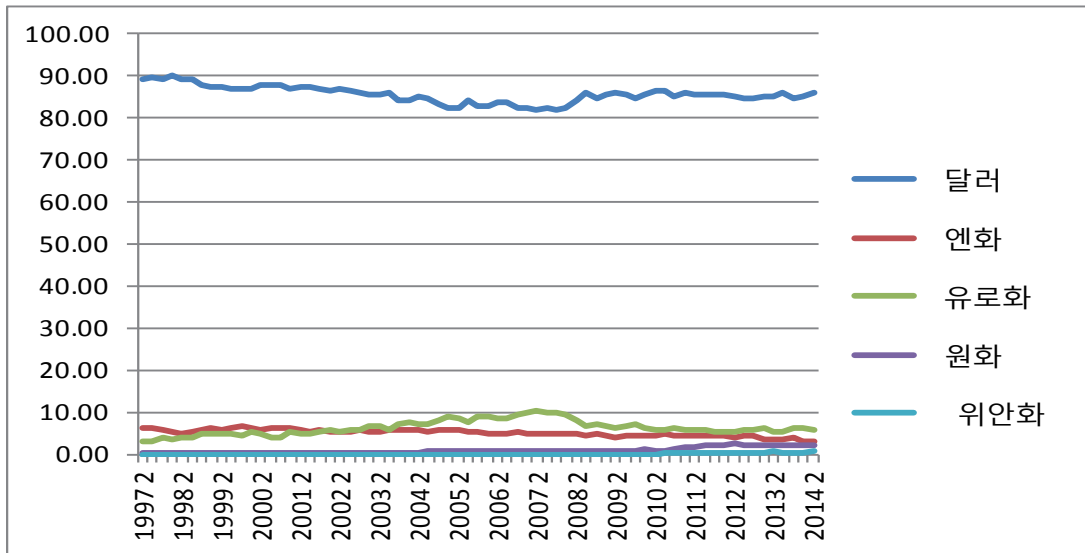
	수출	수입	평균
달러	86.25	82.10	84.17
엔	4.70	9.35	7.03
유로	5.35	4.95	5.15
위안	0.25	0.05	0.15

자료: 한국은행



I. 환율변동의 특징

그림 1. 주요 통화별 수출결제 비중 (%): 1992-2014.2q

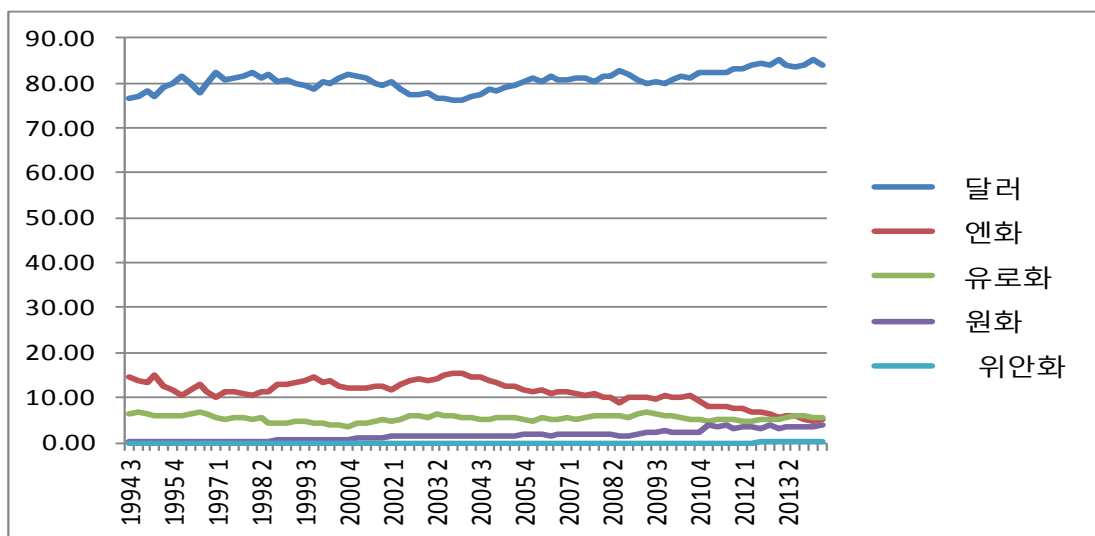


자료: 한국은행



I. 환율변동의 특징

그림 2. 주요 통화별 수입결제 비중 (%): 1992-2014.2q

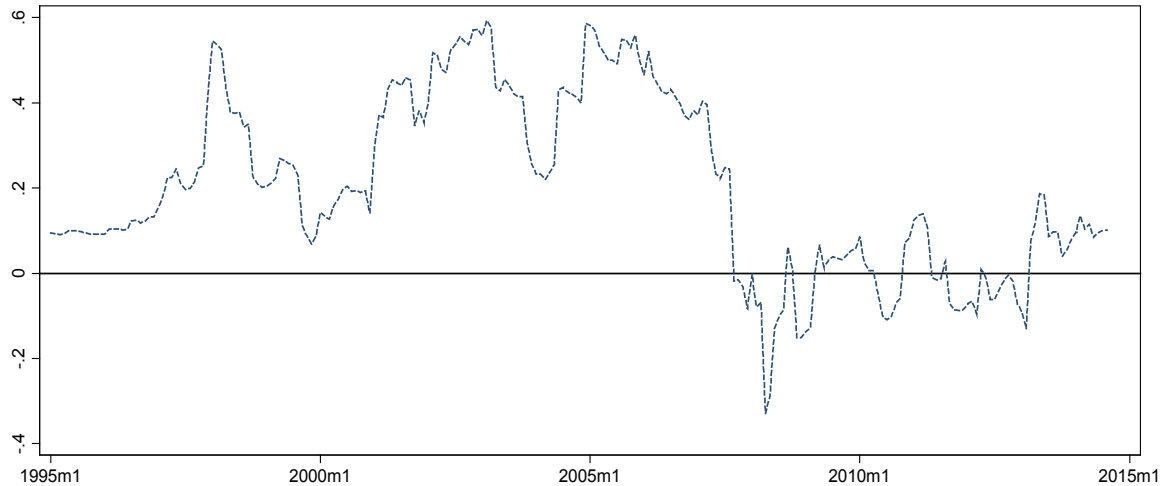


자료: 한국은행



I. 환율변동의 특징

그림 3. 원/달러 환율과 엔/달러 환율간 동조성

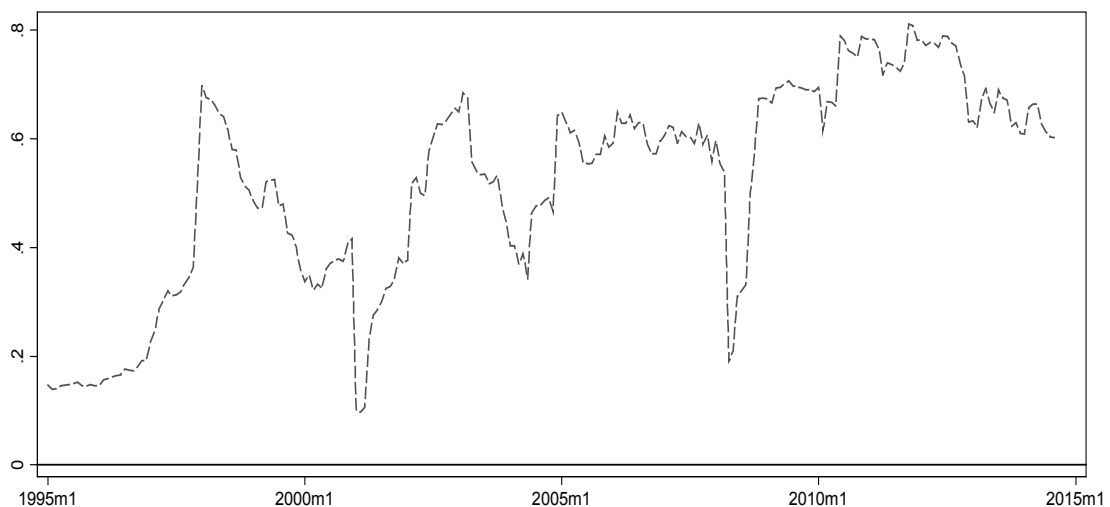


자료: FRB, 한국은행 ECOS, 저자계산



I. 환율변동의 특징

그림 4. 원/달러 환율과 달러 인덱스간 동조성

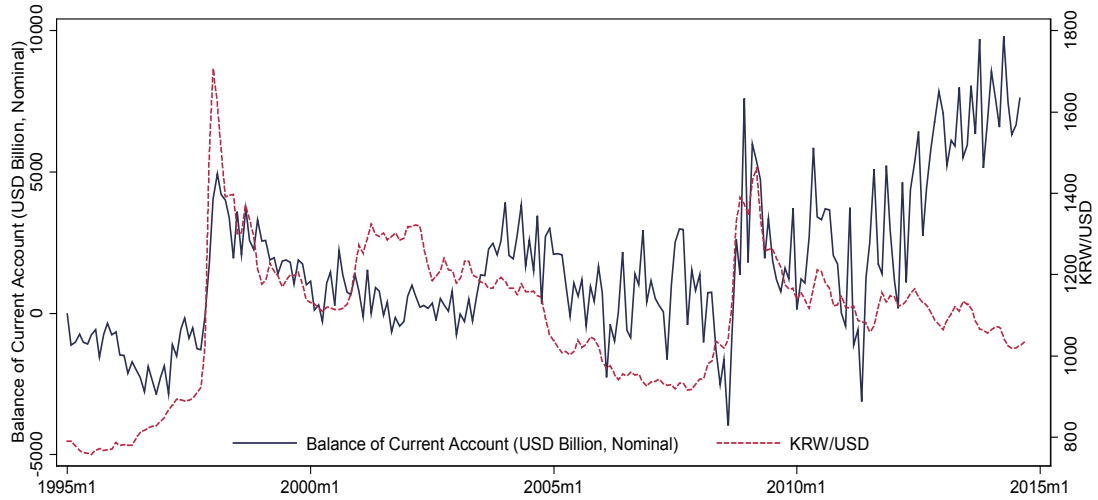


자료: FRB, 한국은행 ECOS, 저자계산



I. 환율변동의 특징

그림 5. 경상수지와 원/달러 환율: 1995.1-2014.8

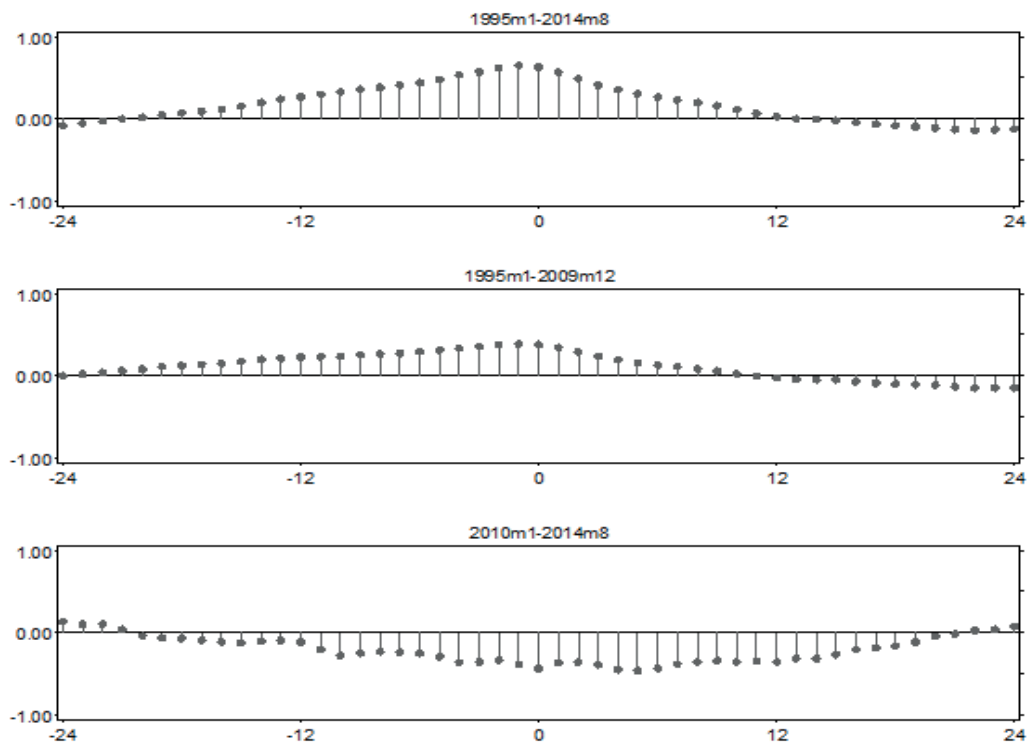


자료: 한국은행 ECOS



I. 환율변동의 특징

그림 6. 경상수지와 원/달러 환율 간 기간별 상관관계



자료: 한국은행 ECOS, 저자계산



II. 향후 전망

1. 달러화 강세 지속

- ◆ 국제금융시장의 변동기에는 원/달러 환율이 경상수지보다 달러인덱스에 의해 더 많은 영향을 받음.
- ◆ 최소한 미국의 통화정책이 정상화되는 시기까지는 달러화 강세추세가 지속될 전망
- ◆ 원/달러화 환율은 달러화의 수급에 의해서 환율이 결정되지만 시장규모가 협소하여 달러인덱스의 변동기에는 국제요인이 압도

2. 엔저의 향방

- ◆ 엔/달러 환율은 당분간 추가적인 상승이 예상됨.
- ◆ 원/엔 환율은 재정환율로 결정되므로 원/달러와 엔/달러 환율의 변동에 의해 결정
- ◆ 원/달러보다 엔/달러의 변동요인이 더 강할 것으로 전망



III. 문제점 및 가능한 대책

1. 문제점

- 1) 원/달러 환율은 단기적으로 상승, 장기적으로 하락요인이 존재하여 상승과 하락의 방향성이 확정되지 않아 변동성이 높음.
- 2) 외환시장의 위기 가능성은 높지 않으나 급변동에 대한 대처방식에 따라 가능성을 배제할 수는 없어 정책적 대응체제 구축필요.
- 3) 경상수지 흑자지속에 따른 지나친 평가절상을 경계하면서도 동시에 자본유출에 따른 위기가능성에 대비해야 하는 두가지 방향의 정책대응 모색해야 하는 부담 존재
- 4) 원/엔 환율의 하락을 막기 위해서는 원/달러 환율이 엔/달러보다 더 높게 상승해야
- 5) 한국 원화는 원/엔 시장이 부재하고 원화의 국제적 호환성이 제한적이어서 원/엔 환율에 대한 정책적 수단이 제한적



III. 문제점 및 가능한 대책

2. 가능한 대책

1) 원/달러 환율 불안 대책:

- 충분한 수준의 외환보유고 확충
- 거시건전성 대책 강화로 시장의 신뢰구축
- 비거래채널을 이용한 통화공급 확대를 위한 금융협력 강화

2) 엔저지속에 대한 대책:

- 엔화결제 확대를 위한 엔화 공급망 확대 및 무역결제에 활용
- 일본내 자산에 대한 투자확대 및 투자재 수입확대
- 생산성 증가를 통한 경쟁력 제고
- 통화당국과의 공조체제 강화로 통화정책적 대응 확대



IV. 토론 및 질문

1. 달러화 강세는 미국경기가 향후에도 안정적 성장을 지속한다는 가정이 근거가 되고 있음. 그러나 아래와 같은 불안요인 존재하는데 강달러의 한계는?

- 세계경제의 침체 지속으로 미국경기 타격
- 강달러로 인한 수출감소, 경상수지 악화
- 미국의 디플레 압력

2. 엔저의 경우 추가적인 엔저는 일본 국내경기에도 부담이 될 수 있어서 구도라 총재 등도 엔저의 심화에 대한 경계심 표출. 엔저의 한계추정치는?

3. 한국이 가장 먼저 해야할 단기적 정책대응과 중장기적 대책은?



감사합니다

KIEP Korea Institute for International
Economic Policy

[illegible]

This image shows a single sheet of white paper with horizontal ruling lines. The lines are evenly spaced and run across the width of the page. There are no margins, text, or other markings on the paper.