

Macro hot issue

# 엔화 약세에 따른 한국경제로의 영향 점검

July 2023 · 삼일PwC경영연구원



GDP 대비 정부부채가 세계 최고인 국가는 어디일까? 일본이다. 일본은 GDP 대비 정부부채 비율이 254%다. 일본중앙은행(Bank of Japan, 이하 BOJ)이 금리를 올리지 못하는 근본적인 이유가 바로 이 부채 때문이다. 미국 등 글로벌 주요국의 긴축기조(금리 인상)에도 불구하고 BOJ가 금리를 올리지 못하다 보니(완화적 통화정책 지속) 미국과의 금리차는 커질 수밖에 없고 이는 그대로 엔화 약세로 반영되고 있다.

엔·달러 환율은 6월 중순 이후 달러 당 140엔 대에 머물며, 연초 대비 7% 절하되었다. 동 기간 동안 원·엔(100엔) 환율은 907원(2023년 6월 23일 기준)으로 지난 8년 이내에 가장 낮은 추세를 보이며, 엔화 약세로 인해 우리나라의 수출 경쟁력이 감소될 것이라는 우려가 확대되고 있는 상황이다. 엔화 가치의 안정은 일본 자체의 의지보다는 Fed가 금리 인상 속도를 늦춰야만 안정될 수 있다. Fed 역시 엔화 가치의 폭락은 불편하다. 일본이 보유하고 있는 막대한 미국 국채가 통화 가치 방어를 위해 사용될 경우 미국 자산에 대한 신뢰가 약해지기 때문이다. 따라서 엔화 약세는 일본만의 문제가 아닌 글로벌 공조로 해결되어야 할 문제이다. Fed가 언급하기 시작한 속도 조절은 폭락한 선진국 통화 가치를 안정시키기 위한 것으로 보인다.



※ 자료: Bloomberg, 삼일PwC경영연구원

그럼에도 불구하고 주요 기관들은 적어도 올해 3분기까지는 현재의 엔화 약세가 지속될 것을 전망하고 있어, 금번 보고서에서는 엔화 약세의 원인과 한국경제에 미치는 영향을 점검해 보고자 한다.

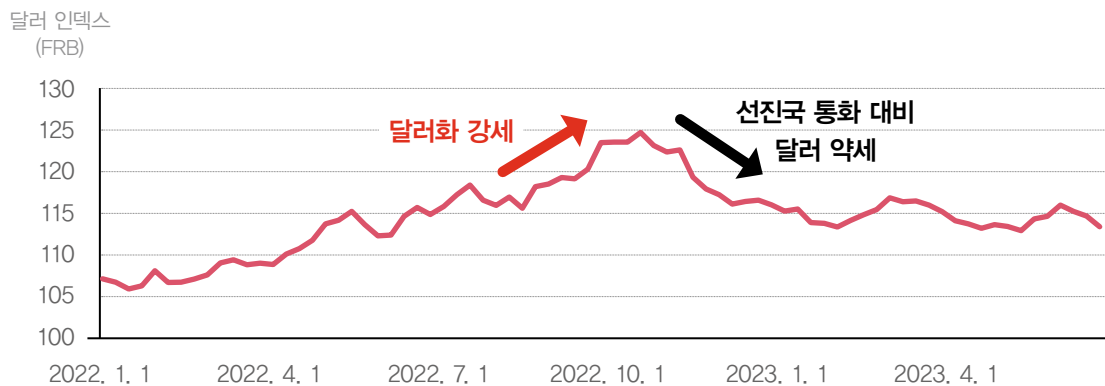
# 1. 최근 일본은? 엔화 초약세와 펀더멘탈 개선에 따른 증시 상승

## ① 엔화 추이: 엔화 초약세

### ● 최근 가파른 엔화 약세의 가장 큰 이유는 미국과의 통화정책 차별화임

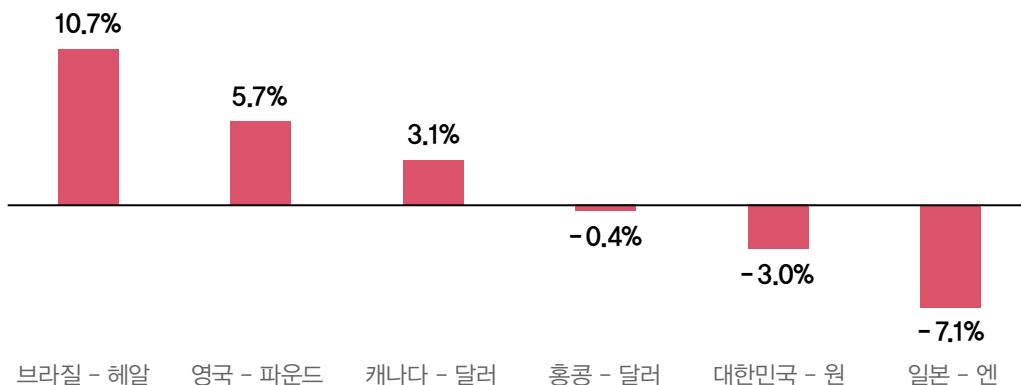
- 2022년은 경제 불확실성 증가 및 이에 따른 안전자산 선호로 인해 미국 달러화 가치가 상승했으나, 2022년 말 이후 안전자산에 대한 선호가 다소 약화되며, 미국 달러(달러 인덱스) 대비 글로벌 주요국 통화의 가치가 상승하는 모습을 보이고 있음

도표 1 달러 인덱스 추이 (2006년 1월 = 100)



※ 자료: Quantiwise

도표 2 주요국 달러 대비 통화가치 변화 (연초 이후)



※ 자료: Quantiwise

- 그러나 이러한 추세에도 불구하고, 일본 엔화의 가치는 연초 이후 -7.1% 하락하며 급격한 약세의 움직임을 나타냄. 특히 엔·달러 환율은 6월 중순부터 달러 당 140엔 대에 머물고 있는데, 이러한 상황에서도 BOJ는 통화정책회의에서 기존의 완화적인 정책을 고수하겠다고 밝혀, 당분간 엔화 약세가 지속될 것으로 예상

## ② 일본 경제 펀더멘탈 회복세: 증시 상승세

- 엔화 약세와 더불어 최근 일본 증시의 강한 랠리는 유동성 효과에 기인함. 엔화 흐름과 다른 양상을 보이고 있는 일본 증시의 상승은 일본 경제 펀더멘탈 개선 전망으로 일본 증시로 외국인 자금이 급격히 유입되고 있기 때문임
- 2023~2024년 GDP 성장률 전망치(블룸버그)를 보면, 일본의 GDP 성장률이 G8 국가 평균 성장치를 상회할 것으로 예상되고 있고 특히 미국과 비교해도 그 이상으로 전망되고 있음

구분	2021년	2022년	2023년 (E)	2024년 (E)
G8	5.4	2.1	0.9	0.8
미국	5.9	2.1	1.2	0.7
독일	2.6	1.8	-0.2	1.1
<b>일본</b>	<b>2.3</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>
프랑스	6.4	2.5	0.6	1.0
러시아	5.6	-2.1	-0.3	1.2
영국	8.5	4.3	0.2	0.9
이탈리아	7.0	3.7	1.1	0.9
캐나다	5.2	3.5	1.3	0.8

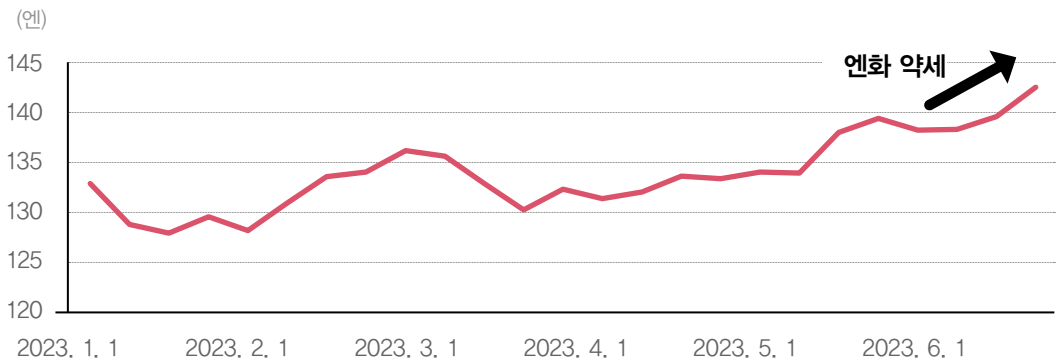
자료: Bloomberg

- 이제 관건은 일본 경제가 30년간 이어져온 디플레이션에서 탈출할 것인가에 있음. 전 세계의 인플레이션은 일본에게는 오히려 디플레이션 탈출을 위한 좋은 계기가 된 것임. 이 흐름이 임금 상승 → 소비자 물가 상승으로 이어져 기대 인플레이션이 2% 이상에서 안착한다면 디플레이션에서 탈출 가능성이 높아지기 때문임
- BOJ가 완화정책을 지속할 뜻을 명확히 하고 있는 한 엔화는 지속적으로 약세로 갈 수밖에 없음. 그럼에도 불구하고 30년 동안 디플레이션의 고통을 받았기 때문에 통화 긴축으로의 전환을 쉽게 기대하기는 어려울 것임
- 다만 일본이 경제 회복 및 기대인플레이션 상승에도 완화적 통화정책을 유지한다면, 증시와 부동산 등 자산 가격의 강세는 지속될 가능성이 높음

- 한편, 엔·달러 가치가 30여 년 만에 최저 수준을 보이면서 역대급 엔화 약세가 우리나라 경제에 미칠 영향에 관심이 쏠리고 있는 상황임. 원화 약세 추세에도 불구하고, 상대적으로 엔화 가치가 더 큰 폭으로 하락하면서, 원·엔 환율 또한 8년 내 최저치를 기록하고 있기 때문임

일본과 우리나라는 수출 경쟁 구도가 치열한 편으로, 엔저 현상이 이어지면 한국 제품의 가격 경쟁력이 약화되고, 이는 국내의 경상수지 적자와 경기 침체를 일으킬 수 있다는 우려가 증대되고 있음

**도표 4 연초 이후 엔·달러 환율 추이**



※ 자료: Quantiwise

**도표 5 원·엔 환율 추이 (100엔 기준)**



※ 자료: Quantiwise

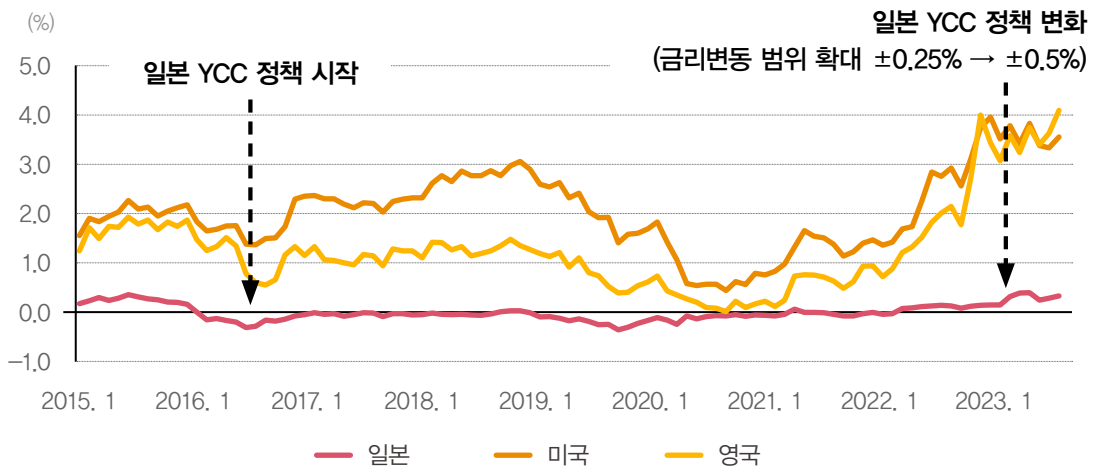
## 2. 엔화 약세의 원인

- 엔화 약세의 주요 원인은 주요국 금리 인상 사이클과 차별화되는, BOJ의 무제한 양적완화 정책 때문임

- 미 연준을 중심으로 주요국 중앙은행은 2022년 이후 금리 인상을 지속하고 있으나, 일본은 금리 동결 및 수익률곡선관리(Yield Curve Control, 이하 YCC)\* 정책을 고수. 실제로 BOJ의 2022년 국채매입액은 111조 엔으로 YCC를 도입한 2016년(119조 엔)이후 최대 규모를 기록하고 있음

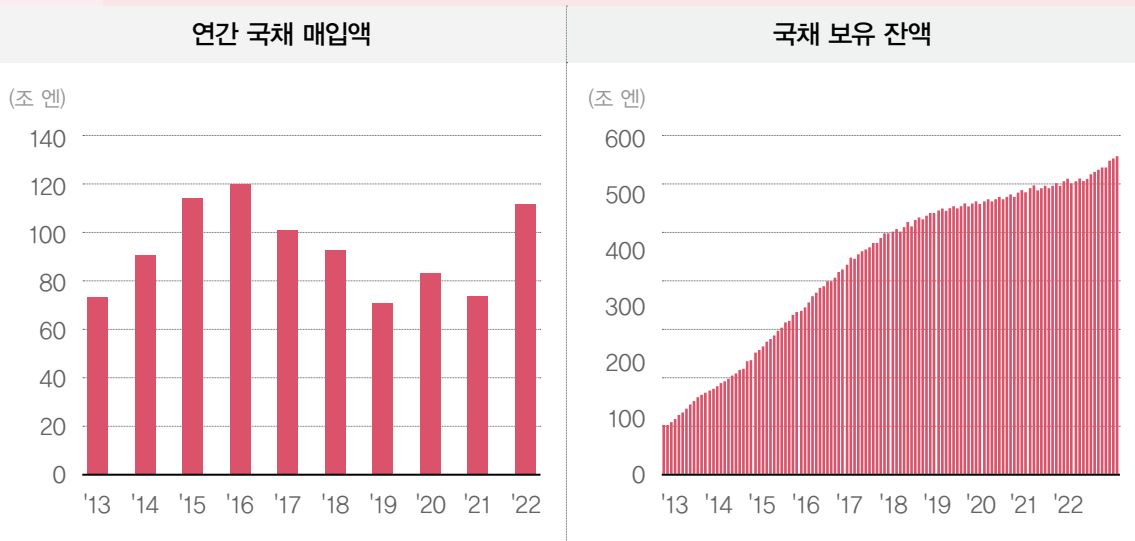
\* YCC 정책: 10년 물 국채 금리의 상한을 두고, 그 이상으로 국채 금리가 오르면 BOJ가 국채를 무제한 매입해 금리를 떨어뜨리는 경기부양 정책. 2016년 9월 도입 이후 10년 만기 국채 수익률이 대체로 0% 수준에서 움직이도록 유도

도표 6 주요국 국채 금리 추이 (10년 물 기준)



※ 자료: Quantiwise

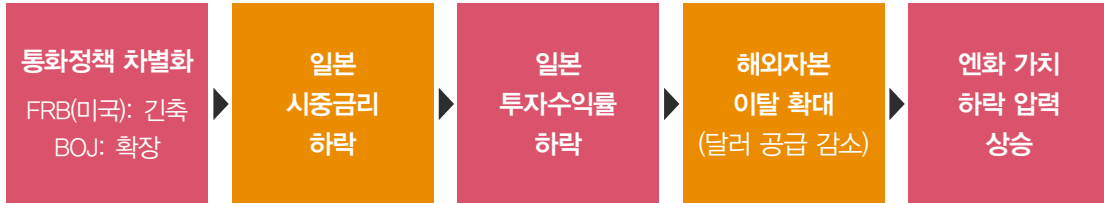
도표 7 BOJ의 연간 국채 매입액 및 보유 잔액



※ 자료: BOJ

- 또한, 올해 5월부터 진행된 급격한 엔화 가치 하락에도 불구하고, 6월 통화정책회의에서 BOJ는 기존의 완화적인 정책을 유지하고(단기금리 -0.1% 동결, YCC 정책 유지), 환율은 펀더멘털을 반영하여 안정적으로 움직이는 것이 중요하다는 정도의 원론적인 코멘트만을 하며, 사실상 엔저 현상을 용인하는 모습을 보이면서 엔화 약세는 지속되고 있음

도표 8 통화정책 차별화에 따른 엔·달러 환율 상승 Flow



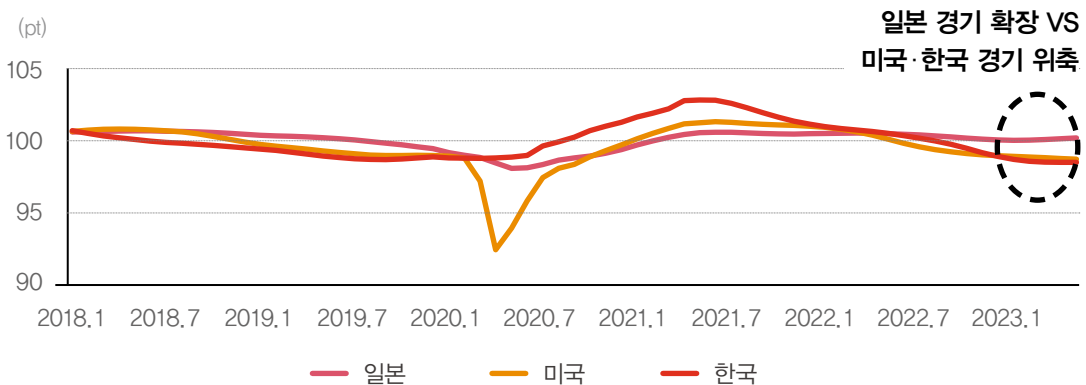
※ 자료: 삼일PwC경영연구원



### 3. 향후 엔화 전망

- **일본 정부의 YCC 정책 조정이 예상보다 지연되면서 엔화 약세가 당분간 이어질 것으로 전망**임. 하지만 일본의 경기 펀더멘털 개선과 물가 상승을 감안하면, 엔화는 연말로 갈수록 강세 전환할 가능성이 높다고 판단됨
  - **경기 회복:** 일본은 여타국과 달리 경기가 이미 반등하기 시작함. 분기별 GDP QoQ 성장률은 3Q22 이후 증가세이며, OECD 경기선행지수도 반등하였음. 이는 저금리가 투자 수요를 뒷받침하면서 여타국들에 비해 투자 사이클 반등이 일찍 나타났기 때문. 또한 엔화 약세로 인해 관광객이 급증하며, 경기 반등과 경상수지 흑자를 견인할 것으로 전망
  - **물가 상승:** 올해 춘계 노사협상에서 주요 일본 기업들의 임금 인상률은 3.7%로 지난 1993년 이후 최고치 수준임. 아베노믹스 당시 경제 회복과 기업의 수익성 개선에도 불구하고 임금 인상이 여기에 미치지 못했던 부분이 물가 상승에 한계점으로 작용했으나, 현재 나타나고 있는 '경기 회복 ... 기업 이익 증가 ... 임금 상승'이라는 물가의 선순환 전개 시 BOJ의 통화정책도 차츰 정상화될 것으로 예상됨

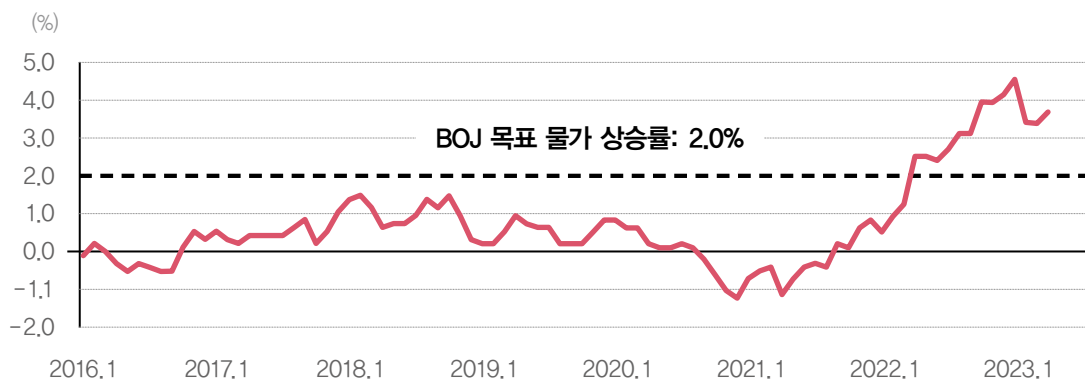
도표 9 주요국 OECD 경기선행지수



※ 자료: Quantiwise

\* OECD 경기선행지수가 100 이상일 경우 경기 확장 국면을 의미

도표 10 일본 소비자 물가 상승률 (YoY)



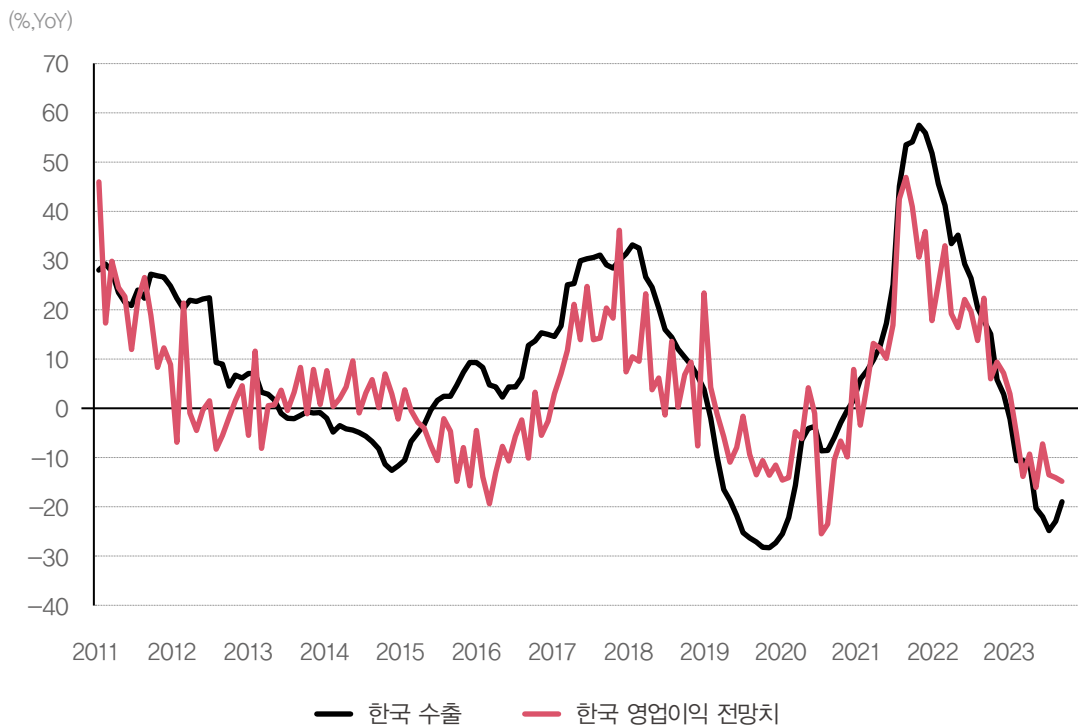
※ 자료: Quantiwise



## 4. 엔화 약세가 한국 경제에 미치는 영향

- 앞에서 언급했듯이 현재 일본의 경제 성장 모멘텀이 한국에 비해 양호한 상황임. 따라서 엔화가 경제 펀더멘탈상으로는 현재와 같은 초 약세를 지속하기는 어려운 구조임
  - 일본 경기선행지수는 이미 저점 탈피하여 반등 중이며 소비자심리지수는 한국에 비해 강한 상승세
  - 일본 제조업 경기는 여전히 부진한 추세를 보이고 있으나 한국 제조업 경기에 비해서는 상대적으로 견조한 흐름을 보이고 있음
  - 일본 수출 증가율 역시 2023년 들어 둔화되긴 했으나 플러스 증가율을 유지하고 있는 반면, 한국 수출 증가율은 역성장 흐름 지속 중 (일본은 대(對) 미국 수출 중심 vs. 한국은 대(對) 중국 수출 중심)
  - 한편 한국은 수출입 의존도가 높은 반면, 일본은 내수 의존도가 높아 글로벌 경기둔화 영향에 상대적으로 비탄력적임

도표 11 한국 수출 증가율과 영업이익의 전망치 추이



※ 자료: 통계청

- 이러한 펀더멘탈 상황에도 불구하고 지속되고 있는 일본 엔화의 약세가 일본 상품의 가격 경쟁력을 높여, 우리 수출에 더욱 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 우려가 부각되고 있음. 결국 '엔화 약세 → 일본의 수출 증가 → 한국 수출경쟁력 저하에 따른 수출 기여도 감소 → 한국 경제 부정적'의 악순환 구조에 대한 가능성을 배제할 수 없음

□ [도표 12]의 한·일 대세계 수출 경합도\*를 살펴보면, 2015년 이후 다소 완화되는 추세이나, 양국 간 경쟁구도는 여전히 높음(총 수출 경합도: 2011년 0.48 → 2015년 0.49 → 2021년 0.46). 또한 낮아진 경쟁구도에도 불구하고 석유제품(0.74), 전기·전자(0.65), 자동차(0.65), 선박(0.58), 기계(0.58)의 경합도는 여전히 높은 추세

\* 수출경합도 지수: 두 국가 간 수출구조의 유사 정도를 측정하는 지표로, 해당 지수가 1에 가까울수록 수출구조가 비슷하여 양국 간 경쟁 심화

도표 12 한·일 대세계 수출 경합도 추이					
구분	2011	2015 (a)	2020	2021 (b)	(b)-(a)
농수산물	0.095	0.095	0.126	0.119	0.024
<b>석유제품</b>	<b>0.866</b>	<b>0.848</b>	<b>0.764</b>	<b>0.739</b>	<b>-0.109</b>
화학공업제품	0.477	0.512	0.505	0.467	-0.045
생활용품	0.557	0.545	0.553	0.562	0.017
플라스틱·고무	0.521	0.567	0.579	0.547	-0.02
섬유·의복·가죽	0.459	0.446	0.475	0.487	0.041
철강·비철금속	0.547	0.535	0.52	0.526	-0.009
<b>기계류</b>	<b>0.569</b>	<b>0.585</b>	<b>0.559</b>	<b>0.575</b>	<b>-0.01</b>
<b>가전제품</b>	<b>0.646</b>	<b>0.643</b>	<b>0.571</b>	<b>0.576</b>	<b>-0.067</b>
<b>전기·전자제품</b>	<b>0.617</b>	<b>0.704</b>	<b>0.637</b>	<b>0.653</b>	<b>-0.051</b>
반도체	0.55	0.534	0.532	0.525	-0.009
<b>자동차 및 부품</b>	<b>0.617</b>	<b>0.704</b>	<b>0.637</b>	<b>0.653</b>	<b>-0.051</b>
<b>선박</b>	<b>0.643</b>	<b>0.404</b>	<b>0.647</b>	<b>0.582</b>	<b>0.178</b>
의료·정밀광학기기	0.407	0.47	0.547	0.524	0.054
<b>총 수출</b>	<b>0.475</b>	<b>0.487</b>	<b>0.471</b>	<b>0.458</b>	<b>-0.029</b>

\*자료: 한국무역협회

- 다만 지난 10년간(2011년 대비 2021년) 한국과 일본의 주요 제품 수출 경합도의 변화를 보면, 최근 한국 기업의 주요 품목 수출경합도가 일본보다는 오히려 중국 또는 대만과 높아지고 있음. 그럼에도 불구하고 여전히 높은 수준인 자동차와 반도체(소재, 부품, 장비) 중 일본과의 경쟁력이 있는 기업의 경우에는 환율에 따른 업황 변화를 지속적으로 체크할 필요가 있음

#### 일본과의 수출 경합도

- 전기기기(63.5 → 57.0), 기계(65.6 → 63.4), 자동차(91.1 → 90.3) 분야의 수출 경합도는 소폭 하락
- 반도체(58.3 → 60.7) 분야는 경합도 상승

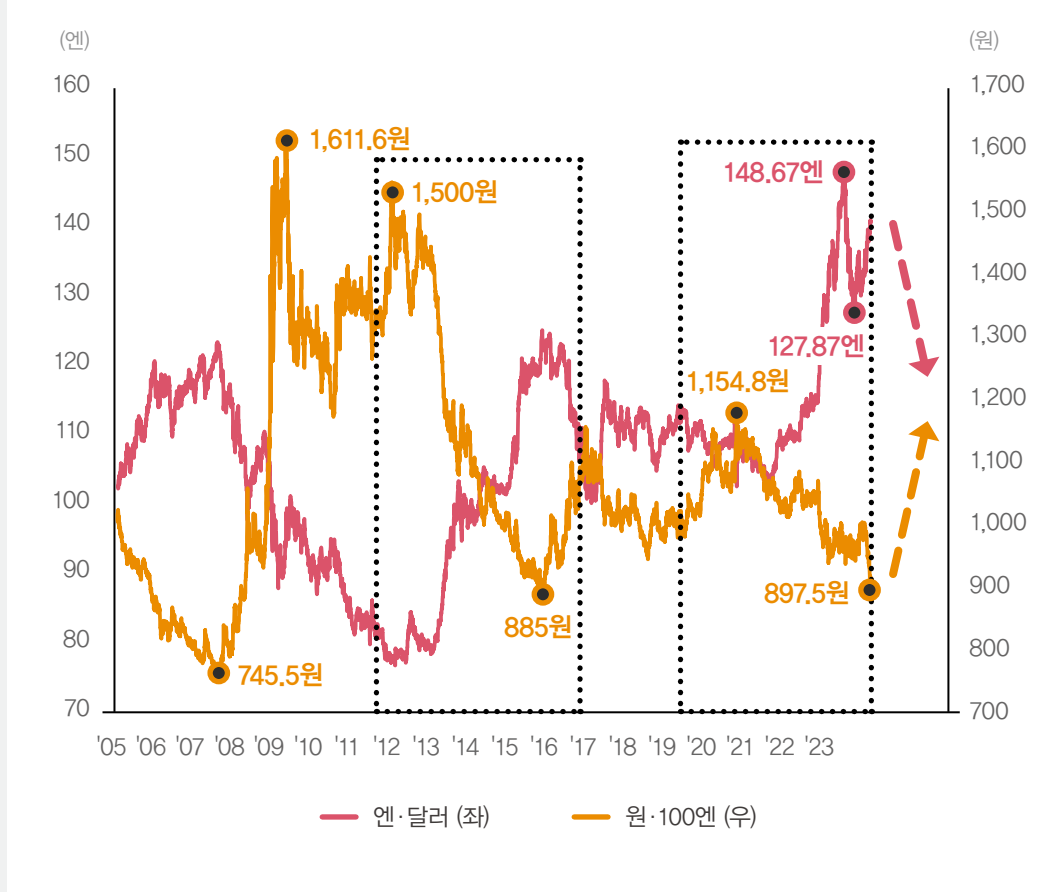
- BOJ의 초완화적 통화정책 유지가 상당 기간 엔화 약세 기대감을 자극하겠지만 일본 경제 펀더멘탈 개선이 가시화되고 있고, 미국의 금리 인상(긴축정책) 속도가 완화될 것으로 기대되는 만큼 연말로 갈수록 엔화 가치의 추가 하락폭은 제한적일 것으로 전망됨. 한편 엔화 강세 전환 가능성도 배제할 수는 없어 보임
- 엔화 가치의 결정 요소인 ① 미-일 성장률 격차 축소 및 ② 일본의 무역수지 적자폭 개선, ③ 미국 금리 인상 사이클의 중단 등이 엔화 강세로의 전환을 이끌 것으로 전망됨



## 5. 엔화 약세기의 대응 전략

- 연말로 갈수록 엔화 가치가 상승할 것으로 전망하나, 당분간 지속될 엔화 약세에 대한 대비 필요가 있다고 보임
- 2000년 이후 엔·달러 환율 평균은 108엔 수준 (현재 144엔), 원·100엔 환율 평균은 1,068원 수준(현재는 907원) ...> 20년간 평균 환율 수준 도달을 위해서는 엔화는 25% 절상 vs. 원화는 18% 절하 필요 ...> 다른 조건이 동일하다면, 현 수준에서 엔화 long 포지션으로 높은 수익을 얻을 가능성이 높음

엔·달러 환율과 원·100엔 환율 추이 (단위: 엔, 원)



※ 자료: Bloomberg

## 엔저 시기(엔화가치 상승 대비), 경제주체별 대응 전략

구분	대응 전략
정부	<ul style="list-style-type: none"> <li>환율 안정을 위해 주요국과의 통화스와프를 강화하고, 중소기업의 환율 변동 대응능력 제고를 위해 환변동보험 확대 요망</li> <li>장기적으로는 한국 제품의 경쟁력 확보를 위한 R&amp;D 지원 필요</li> </ul>
기업 전반	<ul style="list-style-type: none"> <li>한국의 대(對) 일본 수입 중 소재(26.6%), 부품(33.0%), 장비(14.3%)가 차지하는 비중은 74% 수준 → 금번 엔저로 소재·부품·장비를 중심으로 수입단가 인하가 발생하고 있으므로, 이를 기업의 설비투자 적기로 활용 가능</li> <li>일본 경제 회복 조짐 및 가격 매력에 따라 다양한 일본 내 산업으로의 적극적 투자 검토 필요</li> </ul>
수출경합 기업	<ul style="list-style-type: none"> <li>엔저 장기화에 대비 품목 차별화 및 고부가가치화를 지속적으로 추진할 필요 있음                     <ul style="list-style-type: none"> <li>→ 특히 석유제품, 전기·전자, 자동차 업종은 해외 수요처를 다변화하고, 주요 지역에는 현지 공장을 설립하여 환율 이슈 방어뿐만 아니라, 해당 국가와의 우호적 관계를 공고히 할 필요가 있음</li> </ul> </li> </ul>
개인	<ul style="list-style-type: none"> <li>원화자금으로 엔화에 투자해 수익을 낼 수 있는 경우는 2가지임                     <ol style="list-style-type: none"> <li>① 엔화 강세 + 원화 약세</li> <li>② 엔화 강세 &gt; 원화 강세(또는 엔화 약세 &lt; 원화 약세)</li> </ol>                     즉, 원화대비 엔화가 강세면 수익 발생. 그렇다면 지금의 고민은 엔화가 원화 대비 강세로 전환될 것인가임                     <ul style="list-style-type: none"> <li>→ 연말로 갈수록 엔화는 원·100엔은 890~910원 수준에서 바닥을 형성하며 강세로 전환될 것으로 기대(2000년 이후 평균 원·100엔 환율 = 1,068원) 되는 만큼, 지금은 엔화의 보유(엔화 예금 등)를 통한 차익에 유리한 시점이라고 보임</li> </ul> </li> </ul>

# 삼일PwC경영연구원

**이은영** Managing Director

eunyoung.lee@pwc.com

+82-2-709-0824

**오선주** Senior Manager

sunjoo.oh@pwc.com

+82-2-3781-9344

**강서은** Manager

seo Eun.kang@pwc.com

+82-2-3781-9137

**최형원** Senior Associate

hyungwon.choi@pwc.com

+82-2-3781-9638

**신서윤** Assistant Associate

seoyoon.shin@pwc.com

+82-2-3156-5334

[www.samil.com](http://www.samil.com)

S/N: 2307W-RP-030

© 2023 Samil PricewaterhouseCoopers. All rights reserved. "PricewaterhouseCoopers" refers to Samil PricewaterhouseCoopers or, as the context requires, the PricewaterhouseCoopers global network or other member firms of the network, each of which is a separate and independent legal entity.