

엔저의 교역조건 효과와 전망

* 이 자료는 다케나카 마사하루(竹中正治) 일본 류코쿠(龍谷)대학 교수가 일본경제신문 경제교실 : 엔저와 일본경제(하) : 교역조건 악화 초래하지 않고, 장래 엔고회귀에 대비('15.6.30)에 기고한 내용을 요약, 정리한 것임

- 수출기업은 엔저 하에서도 양적 확대보다 채산성 중시
- 엔저는 장기적으로 지속되지는 않고 언젠가는 조정국면으로
- 유가하락으로 실질 국민소득 증가

1. 엔저와 교역조건

□ 엔저와 교역조건의 관계

- 최근 엔저가 일본의 교역조건을 악화시켜 실질 기준의 국민소득을 감소시키고 있다는 주장이 대두되고 있어 주목되고 있으나 사실에 기초한 것은 아님
 - 국민경제 전체 교역조건은 수출 물가지수/수입 물가지수로 나타냄
 - 수출물가가 수입물가에 대하여 상대적으로 상승하면 교역조건이 유리해지며, 그 반대의 경우에는 교역손실이 됨
 - 이 교역이득·손실의 변화는 국민경제계산의 일부로서 공표되고 있음
- 아베노믹스 하에서 엔저가 교역조건을 악화시킨다는 견해도 많음
 - 만약 그것이 옳다고 한다면 엔저(엔고)=교역조건의 악화(개선)이라고 하는 상관관계가 계측될 수 있음
 - 2005-2015년 기간 중 교역조건 변화와 일본은행이 공표하는 명목실효환율지수(주요 통화와 엔의 가중평균으로 계산된 환율지수)의 변화(모두 전년동월비)의 상관관계를 계측하면 단순회귀, 상관계수는 -0.287, 결정계수는 0.083으로 매우 낮음
 - 이것은 교역조건 변화를 엔화 환율의 변화로 8%밖에 설명할 수 없음을 의미

- 2012-2015년 기간에는 상관계수도 결정계수도 거의 제로에 가까운 수치를 보여 양자의 관계는 전혀 볼 수 없게 됨
- 1990년대 이전에는 약간 높은 상관관계가 있었으나 현재는 매우 희박
- 반면, 교역조건과 원유 등 달러표시 자원에너지 가격지수의 상관성은 매우 높음
- 그 이유를 수출도 수입도 모두 외화표시라고 상정하여 설명
 - 엔저는 외화표시 수출·수입 쌍방의 엔화 수취액을 증가시키기 때문에 엔 환산 수출 물가/수입물가로 계산한 교역조건은 변함이 없음
- 엔저로 교역조건이 악화하는 것은 수출기업이 외화표시가격을 인하하는 경우임

□ 1990년대 이후 엔저와 교역조건 관계 악화

- 1990대 이전 일본의 수출기업은 양적 확대 지향이 강하고 엔저가 되면 외화표시 가격을 인하하여 교역조건 악화를 동반한 수출수량 증가가 발생했음
- 그러나 그 후 일본의 수출기업 행동은 점차 양적 확대에서 채산중시로 전환, 엔저로 외화표시가격을 인하하는 정도는 상당히 줄어들었음
- 한편, 수입측에서 큰 비중을 차지하는 자원에너지는 국제시장에서 달러표시 가격이 형성되고 있어, 당연히 엔화환율의 변화가 달러표시 가격변화를 초래하는 경우는 거의 없음
- 이러한 사정 때문에 엔저(엔고)=교역조건 악화(개선) 관계는 매우 약하게 되었음
- 엔화 환율과 관계없이, 2014년 후반부터 원유 등 자원가격 급락은 일본의 교역 조건을 개선시키는 효과를 가져 오기 시작했음
- 엔저가 아니면 유가하락의 메리트는 매우 컸을 것이라는 주장도 있으나, 그 경우는 수출기업의 이익이 그만큼 희생되었을 것임
- 물론 엔화 환율의 변화는 소득분배에도 영향을 미치기 때문에, 엔고나 엔저 그 어느 경우에도 지나친 변동은 바람직하지 않음

2. 엔저가 장기화되지 않을 것이라는 전망의 근거

- 그렇다고는 하나 금후 엔저도 장기적으로는 지속되지 않고, 엔제가 조정국면을 맞게 될 것임

□ 구매력 평가와의 괴리

- 그 이유는 엔고 국면인 2011년 9월에 장래 1-2년은 엔고가 지속될 가능성이 높으나 장기적으로는 2국의 인플레이율 격차로 계산된 이론치인 상대적 구매력평가로의 엔저 회귀가 발생할 것이라고 주장했던 내용과 같음
- 일본의 기업물가, 미국의 생산자물가로 계산한 상대적 구매력평가(1973년 기점)에 기초한 엔 달러의 실질환율지수의 추이를 보면, 시장 환율은 상대적 구매력 평가로부터의 괴리와 회귀를 반복
 - 이것은 시장 환율과 상대적 구매력평가로 나누어 산출한 실질환율지수가 장기 평균치를 중심으로 변동을 반복하는 것을 의미함
 - 평균치도 시간의 경과로 변동하는데 1973년을 기점으로 한 10년경과 후부터 계산하면 평균치는 매우 안정되어 있음
- 현재 엔화 환율은 실질기준으로 초달러고라 불린 1980년대 전반과 거의 같은 엔저 수준이나 당시와 비교하여 요인은 크게 다름
- 1980년대 전반에는 FRB 볼카 전 의장체제 하에서 고율의 인플레이션을 진정시키기 위해 통화 공급량 증가를 일정하게 억제하는 일종의 양적금융긴축이 단행되었음
 - 레이건 정권에 의한 재정적자 급증도 가세하여 달러금리는 장단기 모두 10%를 상회했고, 엔과 유럽통화와의 금리 차 확대로 일본과 유럽으로부터의 달러 채 투자가가 급증
 - 나아가 1980년의 대외거래 원칙자유로 한 외환법 개정 에 따라 기관투자가가 외화 표시 자산비율을 높이는 움직임도 겹침

- 그러나 1985년 플라자 합의를 계기로 한 달러화 급락으로, 외채투자를 확대해 온 기관투자자들은 막대한 환손실에 직면
 - 이에 투자자들이 리스크 회피를 위한 선물거래로 달러매도에 치달은 결과 달러화 하락에 박차를 가했음
 - 인플레이율 격차를 반영한 금리 차는 장기적으로는 고금리통화의 환율하락으로 상쇄 되었다고 하는 국제 금융론의 기초적인 명제를 다시 확인되기에 이름
- 현재 미일경제는 물가, 금융정책 모두 당시와 정반대의 상황에 있음
 - 일본은 디플레이션으로부터의 탈출, 미국은 저 인플레이션 회피가 과제임
 - 경기부양을 위한 명목정책금리가 제로 부근이라고 하는 상황 하에서 비전통적인 양적 금융완화를 도입했음
 - 아베노믹스와 일본은행의 양적·질적 금융완화가 엔고기조로부터 엔저로의 전환을 실현한 이유는 1980년대와 같은 명목 금리 차의 확대는 아님

□ 2% 인플레이션 실현

- 시장참가자들의 장래 예상(기대)이 디플레이션 계속에서 인플레이션으로 전환, 그것이 환율시장에서의 엔 매도의 움직임을 유발했기 때문임
- 앞으로 일본경제의 바람직한 길이 과도한 인플레이션 유발도 디플레이션으로의 역회귀도 회피하면서 경기회복의 지속과 온건한 인플레이션 달성에 있음은 말할 것도 없음
- 다음과 같은 점을 고려하면 이 같은 낙관적인 케이스의 실현가능성이 높아지고 있다고 생각됨
 - 엔저를 배경으로 한 기업이익의 증가와 주가와 부동산 등 자산가격의 상승에 의한 소비확대(플러스의 자산효과)에 지탱되어 일본경제는 소비세 증세 후 침체로부터 벗어나고 있음
 - 유가하락으로 소비자물가 지수는 전년 동월비로 당분간 제로 부근에서 움직일 것임

- 그러나 유가하락에 따른 교역조건 개선도 있어 실질국민소득(연율 환산)은 2014년 4분기 6.3%증가, 2015년 1분기 5.2% 증가로 GDP보다 높은 증가율을 보였음
- 늦어지고 있지만 임금도 상승하기 시작하면 온건한 인플레이션으로의 이행이 가능할 것임
- 그러나 인플레이율 2%가 안정적으로 실현된 상황에서는 장기국채금리의 2% 내지는 그 이상의 상승(가격 하락)이 최종적으로는 불가피하며, 또 현재 지나친 엔저의 조정(엔고)도 피할 수 없을 것임

3. 일본기업들에 대한 시사점

- 아직 1-2년 이상 앞의 일이나, 그러한 조정이 급격해지면 경기나 주가에 대한 마이너스 충격을 줄지 모름
- 1980년대 후반의 엔 급등을 교훈으로 언젠가는 엔고로의 전환이 불가피함을 상정해야 함
- 일본기업들의 적극적인 해외사업 매수는 좋음
 - 매수자금은 현지통화로 조달하여 외화표시 순자산을 억제하거나 또는 선물거래 등에 의한 엔고방향으로의 환리스크를 회피하는 것이 장기적으로는 유리할 것임