투자포커스

미 증시와의 디커플링 해소, 원/달러 환율에 달려

Strategist 박중섭 769-3810 parkjs@daishin.com

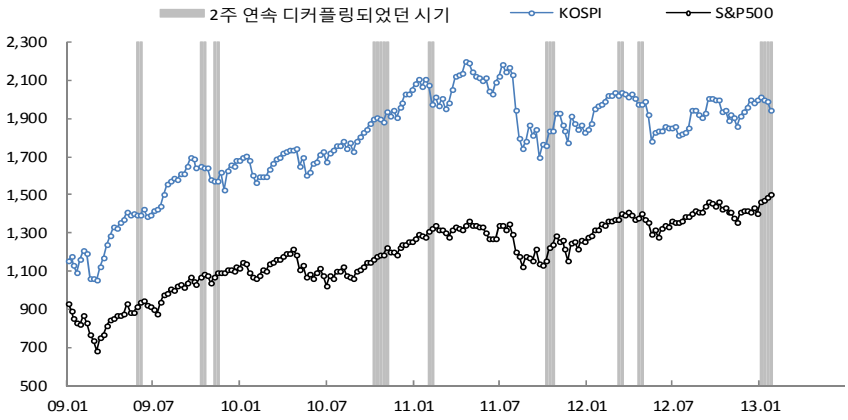
통계적으로 미 증시 강세 속 디커플링, 지속되기 어려워

KOSPI가 1월 첫 거래일에 연중 고점을 기록한 이후 계속되는 하락세에서 벗어나지 못하고 있다. 특히 미국 증시가 역사적 신고가를 향해 달려가고 있는 상황이라서 KOSPI의 조정은 투자자들에게 더욱 답답하게 느껴진다. 한국 증시와 미국 증시의 이와 같은 디커플링 현상은 언제까지 지속될까?

우선 통계적으로는 디커플링이 마무리될 시점이 가까워 왔다고 생각한다. 2000년 이후 미국 증시의 상승에도 불구하고 KOSPI가 2주 이상 연속 약세(주간 수익률 기준, 하락하거나 주간 수익률이 0.5% 이상의 격차로 약세를 보인 경우)를 기록하는 디커플링은 모두 22번 발생(이중 2009년 이후 발생한 횟수가 9차례, 〈그림 1〉) 했다. 이 가운데 연속 3주 이상 미국 증시 대비 약세가 지속된 경우는 이번을 포함해 총 4차례에 불과하며 대부분은 2주내로 상대적 약세가 마무리 되었다. 현재는 디커플링이 4주 연속 지속되고 있는데, 연속 4주를 넘긴 경우는 2000년 이후 단 한 차례(2010년 10월~11월, 5주간 지속)에 불과했다.

2009년 이후 발생한 한-미 증시간 디커플링의 다양한 원인 가운데 가장 빈도가 높은 것이 '원화 강세'와 그에 따른 실적 우려감이었다(표 1). 현재 나타나고 있는 디커플링 역시 '원과 강세'가 주요 원인으로 판단한다. 원화 강세가 원인이 되어 나타나는 디커플링에는 몇 가지 공통점이 있다. 첫째, 디커플링이 나타나기 전에 빠른 속도의 원/달러 환율의 하락이 있었다는 점(그림 2), 둘째, 실적 발표 시즌이 겹치면서 원화 강세가 실적에 미쳤을 부정적 영향에 대한 우려가 커지는 시기에 발생했다는 점, 셋째, 자동차나 IT와 같은 주요 수출주들이 하락을 주도했다는 점(그림 3), 넷째, 원/달러 환율의 상승(혹은 하락 속도의 둔화)과 함께 디커플링이 해소되었다는 점이 공통적이다.

그림 1. **S&P 상승에도 불구하고 KOSPI가 소외 되었던 '디커플링'이 2주 이상 나타났던 시기**



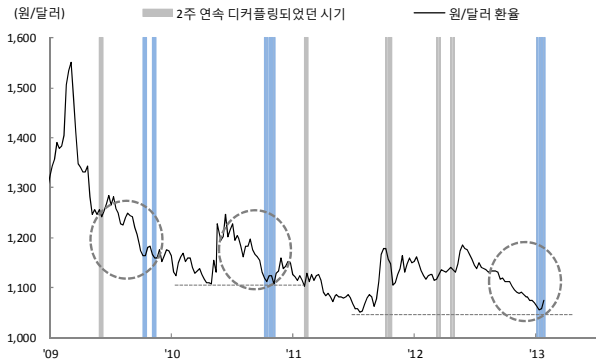
주: 디커필링 구간은 주간 수익률을 기준으로 S&P500 수익률이 상승한 시기 가운데 KOSPI가 마이너스를 기록한 경우와 KOSPI가 상승했더라도 0.5%p 이상의 격차를 보이며 상대적 약세를 기록한 경우. 이와 같은 현상이 2주 이상 지속된 경우를 회색 막대로 표시
자료: Fnguide, 대신증권 리서치센터

표 1. **2009 년 이후 나타난 미국 증시 대비 KOSPI 의 상대적 약세 구간과 주요 원인**

날짜	KOSPI 주간 수익률(%)	S&P500 주간 수익률(%)	KOSPI 외국인 순매수(억원)	KOSPI 기관 순매수(억원)	디커플링(상대적 약세) 핵심 요인	주요 내용
09.05.29	-0.56	3.62	13180	**-12953**	대북 리스크	- 이전 주가 급등에 대한 부담 - 북한의 2 차 핵실험(5.25)과 한국 핵확산방지구상(PSI) 전면 참여 공식 발표(5.26)로 남북 긴장감 고조
09.06.05	-0.08	2.28	7300	**-10626**		
09.10.09	0.13	4.04	1516	**-2951**	원화 강세	- 금융위기 이후 처음으로 위기 이전수준으로 원/달러 환율 하락 - 3 분기를 정점으로 기업이익 감소할 것이라는 우려 - 특히 IT/자동차의 향후 실적 불확실성에 대한 우려 커지면서 이 업종들 위주로 주가 조정 - 주요국 경기부양기조 약화 우려
09.10.16	-0.39	1.51	12749	**-8822**		
09.11.06	-0.52	3.20	5417	**-7339**	원화 강세	
09.11.13	-0.03	2.26	1016	845		
10.10.08	1.08	1.65	20387	**-10177**	원화 강세	- 달러 약세(버냉키 잭슨홀 연설 영향)를 바탕으로한 원/달러 환율의 하락과 기업실적 우려 증대 - 삼성전자의 주가 조정 지속(2 분기 실적을 정점으로 4 분기까지 실적 둔화 우려) - 중국 긴축에 대한 우려(10 월 19 일 중국 대출금리 인상)
10.10.15	0.28	0.95	1798	**-398**		
10.10.22	-0.26	0.59	5347	**-2949**		
10.10.29	-0.76	0.02	7523	**-11058**		
10.11.05	2.97	3.60	13245	**-9962**		
11.02.04	-1.70	2.45	**-8410**	1386	아시아 인플레이션	- 국제 상품가격 상승과 경기회복에 따른 수요증가, 풍부한 유동성 등으로 신흥국 인플레이션 리크스 부각(한국 소비자 물가 상승률, 한국은행 목표 상한 상회)
11.02.11	-4.58	1.65	**-22676**	5091		
11.10.07	-0.56	2.12	**-2547**	6153	유럽 안도감 확산에 따른 미 은행주 급등	- 유럽 재정위기와 글로벌 경기침체 우려로 인한 아시아 증시 동반 약세 - 유럽과 미국은 은행주 위주로 급등세
11.10.14	4.30	5.98	7099	6230		
11.10.21	0.16	1.12	**-125**	3821		
12.03.09	-0.80	0.09	**-10484**	**-88**	중국 모멘텀 약화	- 그리스 우려 완화와 미국 경제지표 개선으로 미국 증시 강세 - 경기 둔화 우려에도 양회에서 부동산 긴축 지속 의사 표명(중국 경착륙 우려)
12.03.16	0.80	2.43	9900	**-3699**		
12.04.20	-1.71	0.60	**-9604**	**-1889**	유럽 정치 리스크와 기업실적 우려	- 프랑스 대선이 다가오는데 따른 정치적 불확실성 부각 - 1 분기 기업실적 우려
12.04.27	0.04	1.80	3814	3526		
13.01.04	0.75	4.57	3395	**-1285**	원화 강세	- 뱅가드 이슈에 따른 외국인 투자심리 위축 - 원화 강세에 따른 4 분기 실적 우려 - 엔저 지속과 국내 기업의 상대적 이익 감소에 따른 불안감
13.01.11	-0.76	0.38	128	**-4280**		
13.01.18	-0.44	0.95	**-4943**	1398		
13.01.25	-2.07	1.14	**-10543**	4510		

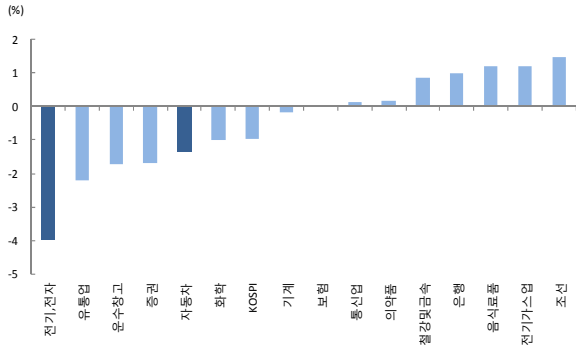
자료: 대신증권 리서치센터

그림 2. **원 강세 빠르게 진행된 이후 한-미 증시 디커플링 많아**



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 3. **원 강세 따른 한-미 증시 디커플링 시기 업종 수익률**



주: 원강세가 디커플링의 원인이 되었던 '09년 10월, '10년 10월, '13년 1월 국면에서의 업종 수익률 평균
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

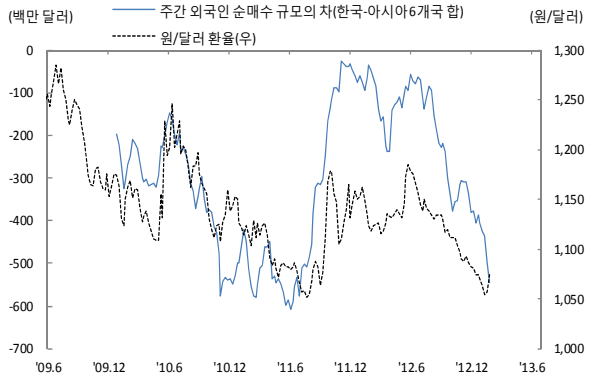
외국인 순매수 전환, 원/달러 환율의 상승에 기대

과거 원화의 강세로 인한 디커플링이 원화 강세 속도의 둔화로 해소되었다는 점에서 이번 국면 역시 원/달러 환율의 방향이 한-미 증시 디커플링 해소의 출발점이 될 것으로 판단한다. 특히 과거 원화 강세에 대한 우려는 수급상 국내 기관 투자자들의 순매도로 연결되었던 것과 달리 이번 국면에서는 외국인 투자자들의 순매도가 문제가 되고 있다는 점에서 원/달러 환율이 외국인 투자자들이 매력을 느낄 수 있는 수준까지 올라와 주는가가 관건이 될 것으로 판단한다.

기본적으로 외국인 유동성과 관련된 환경은 나쁘지 않은 것으로 판단한다. 다른 아시아 이머징 국가로 외국인 순매수가 지속되고 있고 한국 관련 해외 펀드로의 자금 유입되 꾸준히 이어지고 있다. 그럼에도 불구하고 한국이 다른 아시아 국가들과 달리 외국인으로부터 소외를 받고 있는 이유는 원/달러 환율에서 이유를 찾을 수 있다. 과거 원/달러 환율과 KOSPI 외국인 순매수를 관계를 살펴보면 달러당 1100원선을 분기점으로 외국인의 태도 변화가 나타났다(그림 5). 또 한국 증시와 다른 아시아 국가 증시로 외국인 자금이 유입되는 강도 역시 원화 가치에 따라 차이가 발생했다. 원화가 강세를 나타내는 구간에서는 다른 아시아 증시대비 한국으로 유입되는 외국인 자금의 유입 강도가 약해지고 반대로 원화가 약세를 보이는 구간에서는 다른 아시아 증시대비 국내 증시로의 외국인 자금 유입 강도가 강해졌다(그림 4).

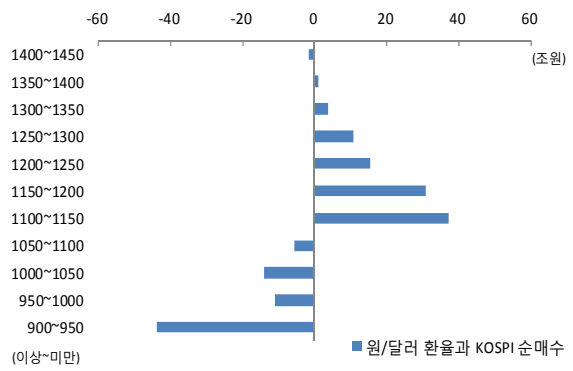
과거 원/달러 환율과 외국인 투자자들의 매매동향을 감안했을 때, 외국인 투자자들이 다시 국내 증시로 유입되는 트리거는 원/달러 환율이 단기적으로 달러당 1100원선까지 상승해 주는 것인가에 달려 있다고 판단한다. 국내외적으로 원화를 강세 기조로 이끌 유인들이 여전하지만, 달러당 1100원선을 회복한 이후 원/달러 환율이 횡보하게 된다면 외국인 투자자들 입장에서는 다시 KOSPI를 순매수할 매력을 느끼게 될 것으로 예상한다.

그림 4. **다른 아시아 증시와의 디커플링도 원화 강세가 원인**



주: 한국과 여타 아시아 국가(대만, 인도, 인도네시아, 태국, 필리핀, 베트남)와의 외국인 순매수 규모의 차이는 52주 이동 평균
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 5. **원/달러 환율 추가 상승시 외국인 순매수 재개 가능**



주: 2000년 이후 원/달러 환율 구간에 따른 외국인 일간 KOSPI 순매수
자료: Fnguide, 대신증권 리서치센터

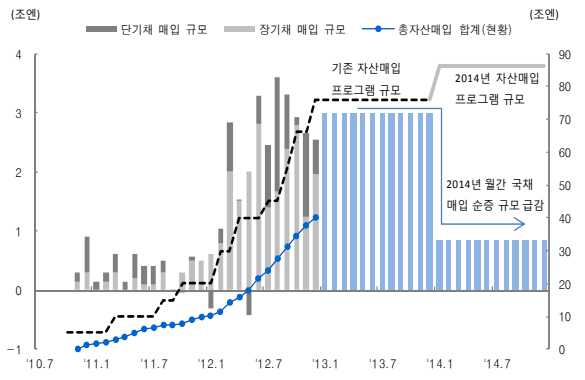
외국인 순매수 전환의 트리거가 달러당 1100원선의 회복이라고 할 때, 최근에 긍정적인 변화가 나타나고 있다고 판단한다.

우선 1월 일본은행의 금통위 이후로 엔저의 속도는 줄어들 것으로 예상한다(투자포커스 〈1월 일본은행 통화정책회의, 추가 엔저의 가능성 낮춰〉, 2013/1/23 참고). 또 인위적인 엔저에 대한 국제 사회의 우려가 높아지고 있는 상황에서 다음달 15일 ~ 16일 예정된 G20 재무장관/중앙은행 총재 회의에서 환율 문제가 집중 논의될 예정이라는 점도 엔이 당분간 방향성을 탐색하는 시간을 가질 가능성을 높이는 요소이다. 엔저가 멈추는 것은 외국인 투자자들로 하여금 국내 기업실적에 대한 우려를 낮추는 긍정적인 효과가 있다.

최근에 나타나고 있는 원/달러 환율의 상승도 외국인 투자자들의 태도를 변화시키는 요인이 될 것으로 기대한다. 최근 원/달러 환율의 상승에는 2월 한국은행 금통위에서 기준금리를 인하할 것이라는 기대감이 반영되었다고 판단한다. 기준금리 인하에 대한 시장의 기대감을 국채 수익률의 하락에서 찾을 수 있다. 12월 중순 이후 하락세를 보이던 국채 금리는 1월 금통위에서 기준금리가 동결된 이후 잠시 반등하는 모습을 보였지만, 곧바로 재하락하기 시작했다. 이는 1월 기준금리 인하 기대감이 2월로 연기 되었기 때문이라고 판단한다.

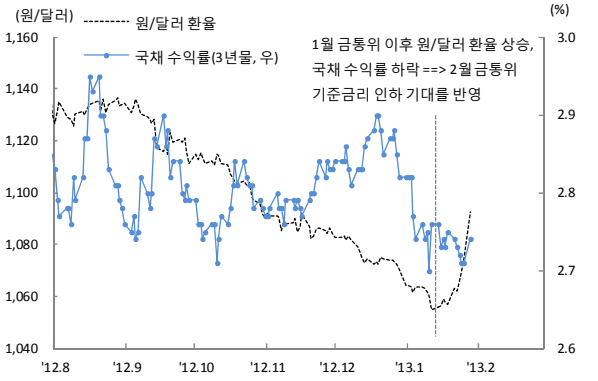
1월 중순이후 나타나고 있는 원/달러 환율의 상승이 꾸준히 지속될 것으로 예상하기는 어렵지만, 달러당 1100원선까지 올라와 준다면 1분기 수출기업 실적 악화에 대한 우려 감소, 환차익에 대한 기대 증가 등을 통해 외국인들을 다시 한국 증시로 불러올 수 있을 것으로 기대한다.

그림 6. **엔저에 대한 시장의 기대감 변화 가능성**



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 7. **2월 금통위 기준금리 인하 기대 커지고 있어**



주: 2000년 이후 원/달러 환율 구간에 따른 외국인 일간 KOSPI 순매수
자료: Fnguide, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.

✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.