

엔 약세 시대의 KOSPI 투자전략

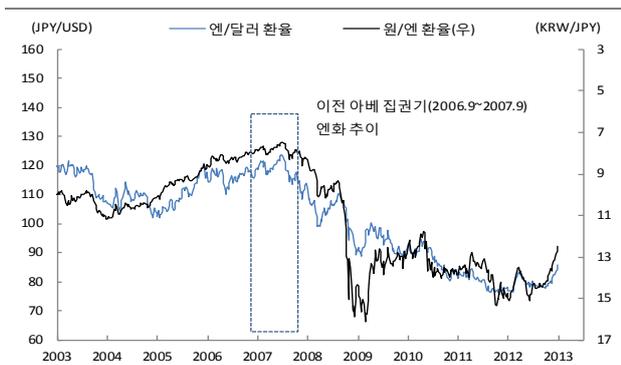
새해에도 엔 약세 지속에 따른 영향 불가피

엔화의 약세 현상이 계속되고 있다. 10월부터 진행된 엔 약세 현상은 자민당 아베 신조 정권의 재집권이 확실시된 12월 중순부터 더욱 가파른 속도로 진행되고 있다. 무제한 금융완화와 재정동원을 통해 현재 0% 안팎인 물가를 2%대까지 끌어올리겠다는 아베 정권의 경기부양정책이 엔화 약세 심리를 더욱 부추기고 있기 때문이다.

‘아베노믹스’라 불리는 아베의 경제정책에는 연 2%의 인플레이션 목표, 10조 엔 규모의 추가경정예산 편성, 연간 국채발행 한도(44조 엔) 폐지 등 무제한 양적완화가 담겨있어 엔화 약세 흐름은 기초적인 현상이 될 가능성이 크다. 여기에 일본은행도 지난 달 20일 열린 금융정책회의에서 추가 금융완화로 자산매입규모를 10조 엔 증액하기로 결정했으며, 1월 금융정책회의에서 현재 1%인 물가목표를 2%로 높일 것으로 예상된다. 재정정책과 통화정책 모두에서 엔 약세를 부추기는 정책들이 지속되고 있다. 외부적으로는 유럽지역이 안정을 찾아가고 있고, 아직 불확실성이 남아있지만 미국의 재정절벽 협상이 일단락 된 점도 안전자산에 대한 선호를 낮추는 요소라는 점에서 엔화 약세 현상을 부추길 것으로 판단한다.

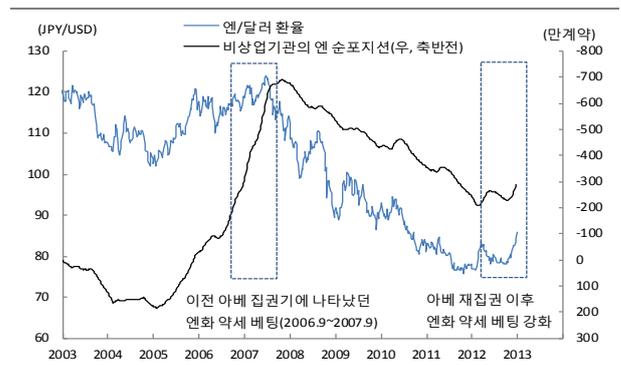
내외부적인 이러한 엔화 약세 요인들은 투기적 세력들의 엔화 포지션에도 영향을 미치고 있다. 아베가 처음 총리직을 맡았다 사임한 2007년 이후 근 5년간 엔화에 대해 꾸준히 매수 포지션을 확대했던 투기적 세력들이 최근들어 엔화에 대한 매도 포지션을 확대해 가고 있다. 투기적 세력의 포지션이 엔화의 가치를 결정하는 변수는 아니지만, 엔화 약세를 예상하는 경제주체가 늘어나고 있다는 점은 자기실현적 힘을 통해 엔 약세 현상을 당분간 지속시킬 것으로 판단한다.

그림 1. 엔/달러 및 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 2. 엔/달러 환율과 투기적 세력의 엔에 대한 선물 순포지션



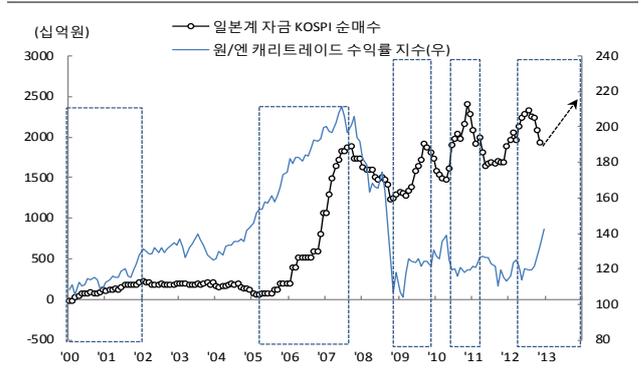
주: 비상업기관의 엔 선물 순포지션은 2003년 이후 주간 단위 계약수를 누적한 것
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 3. 무제한 금융완화와 재정 동원으로 엔 약세 지속 예상



자료: Wsetn, 대신증권 리서치센터

그림 4. 원(통)-엔(숏) 캐리트레이드 지수와 일본계 자금 KOSPI 순매수



주: 일본계 자금 KOSPI 순매수는 2000년 1월 이후 누적값

자료: Wsetn, 대신증권 리서치센터

엔 약세의 긍정적 효과: 엔 캐리 트레이드의 부활

주식시장에서는 엔화 가치 하락은 일본 제품대비 국내 제품들의 가격 경쟁력을 떨어뜨린다는 측면에서 주로 부정적인 재료로 인식된다. 그러나 엔화 가치 하락이 주식시장에 미치는 긍정적인 영향도 있다. 일본의 저금리가 지속되는 상황에서 나타나는 엔화 가치의 하락은 엔화를 빌려 다른 통화표시 자산에 투자하는 엔 캐리 트레이드를 활발하게 만들 가능성이 높다. 과거 엔 캐리 트레이드 자금이 어느 시기에 얼마나 유입되었는가를 명확히 판단하기는 어렵다. 다만 엔 캐리가 활발한 시기에 높은 수익을 쫓아 차익거래에 참여하는 일본 투자자(일명 와타나베 부인)들도 증가한다는 점에서 국내 증시로 일본계 자금이 대거 유입된 시기와 엔 캐리 트레이드가 활발했던 시기가 유사할 것으로 판단한다. 일본계 자금이 장기간 국내로 유입되었던 시기는 2000년대 중반이다. 일본은 당분간 기준금리를 0 ~ 0.1%로 유지하는 가운데 지속적으로 엔화 유동성 공급에 나설 것으로 보여 엔 캐리가 활발했던 2004년~2007년과 유사한 환경을 만들면서 엔 캐리 부활의 가능성을 높일 것으로 판단한다.

통화 가치와 조달금리 등을 평가해 만들어지는 원/엔 캐리트레이드 수익률 지수가 최근 금융위기 이후 최고치 수준으로 높아졌다. 그 만큼 엔화를 빌려 원화 표시 자산에 투자하는 매력이 높아지고 있음을 뜻한다. 아직 캐리트레이드가 활발했던 2000년대 중반 수준까지는 미치지 못하지만 향후 원화의 가치는 기초적으로 강세가 예상되는 반면 엔화의 가치는 기초적인 약세가 예상되는 만큼 캐리트레이드 수익률 지수는 지속적인 상승세가 나타날 가능성이 크다고 판단한다. 유럽과 미국의 불확실성이 차츰 사라질 것으로 예상되는 1분기 후반부터는 국내 금리의 상승으로 한-일간 금리차 역시 확대될 가능성이 커 엔 캐리 자금의 국내 유입은 가속될 것으로 판단한다.

그림 5. 원화와 달러화에 대한 엔 캐리 트레이드 수익률 지수



주: 엔화를 차입해 원화 및 달러화를 매수했을 때의 수익률 지수
 자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 6. 원화와 엔화의 리보금리 차 확대될 전망



자료: 금융감독원, 대신증권 리서치센터

엔 약세의 부정적 효과: 수출 경쟁력 약화

엔화 약세가 엔 캐리 트레이드 자금의 유입을 유발한다는 측면에서 긍정적인 면이 있지만 업종별로 살펴보면 부정적인 요소들이 적지 않다. 최근 한국은행에서 발표한 수출기업 업황 경기실사지수도 2009년 3월 이후 가장 낮은 수준을 기록하는 등 원/달러 환율과 원/엔 환율의 하락이 수출 경기에 부정적인 영향을 미치고 있다.

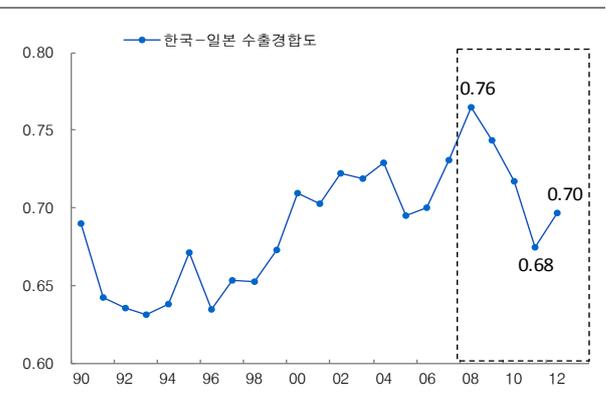
특히 글로벌 금융위기 이후 낮아졌던 일본과의 수출경합도가 2012년 들어 다시 높아지고 있어 엔 약세와 그에 따른 가격 경쟁력 약화의 부정적 효과가 커질 수 있는 상황이다. 일본과의 수출 경합도 측면에서 살펴본다면, 석유류 및 화학제품, 철강제품 등은 일본과의 수출 경합도가 높아져 가격 경쟁력 하락에 따른 영향을 더욱 크게 받을 것으로 예상된다. 반면 전기전자, 광학기기, 선박 등의 경우는 일본과의 수출 경합도가 떨어지고 있어 상대적으로 엔화 약세에 따른 부정적 영향력이 줄어들고 있는 것으로 판단한다. 전기전자 업종은 국내 기업들의 기술경쟁력이 높아지면서 일부 품목들의 경우 독점적 지위를 확보한 것이 수출경합도 감소의 원인이 되었다고 판단한다.

그림 7. 수출기업과 내수기업의 업황 경기실사지수(BSI)



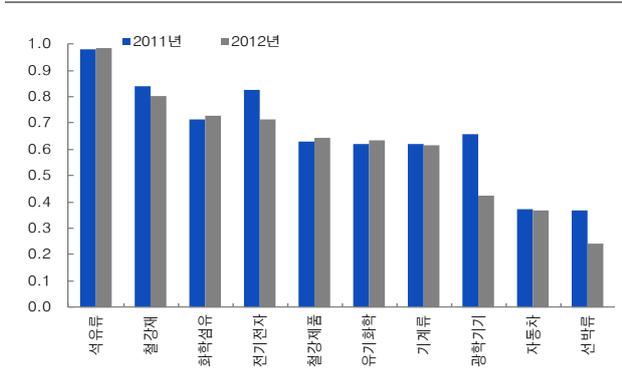
자료: 한국은행, 대신증권 리서치센터

그림 8. 다시 높아지고 있는 한-일 수출경합도



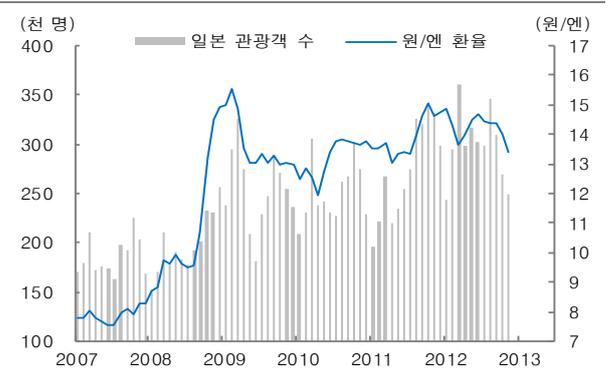
주: 2012년 수출경합도의 경우 11월까지 누적 데이터를 이용
 자료: 무역협회, 대신증권 리서치센터

그림 9. 업종별 수출경합도 변화(2011년 → 2012년)



주: 2012년 수출경합도의 경우 11월까지 누적 데이터를 이용
 자료: 무역협회, 대신증권 리서치센터

그림 10. 원/엔 환율과 한국 입국 일본관광객수



자료: 통계청, 대신증권 리서치센터

엔화 약세와 업종별 기상도

엔 약세는 업종과 종목별로 다양한 경로를 통해 영향을 미친다. 해당 기업이 보유하고 있는 엔화 부채의 정도나 기술 경쟁력, 전/후방 산업의 업황 등을 종합적으로 고려해야 한다.

[표 1]은 엔화의 약세가 주요 업종들에 미치는 영향을 종합적으로 평가한 것이다 (당사 업종 담당 애널리스트 의견). 여행이나 카지노 산업의 경우는 산업의 특성상 엔화 약세가 미치는 영향이 미미한 것으로 판단한다. 한국을 방문하는 일본 여행객의 수가 감소한다고 하더라도 수익성에 미치는 영향은 미미하기 때문이다. 조선업종의 경우는 국내 조선산업의 원가 경쟁력이 일본 조선사들에 비해 현격하게 높아 선가 경쟁력에서 큰 영향을 받지 않는 것으로 평가된다. 화학 제품 중 전자재료부문의 경우 일본에서 수입하는 원재료 비중이 높아 오히려 원가를 낮추는 긍정적인 효과가 있다. 다만, 원화 강세 자체가 완성품의 가격 경쟁력을 떨어뜨리고 매출을 감소시켜 원가 절감의 효과가 수익으로 연결되기는 어려운 것으로 판단한다.

엔화 약세의 부정적인 영향이 큰 업종은 자동차 업종이다. 완성차와 부품업체 모두 엔화 약세에 따른 가격 경쟁력 하락이 큰 것으로 평가된다. 최근 KOSPI에서 나타나고 있는 자동차 업종의 약세 역시 가격 경쟁력 하락에 대한 우려가 반영되고 있는 것으로 판단한다. 특히 국내 자동차 업체의 수출경쟁력에 실질적인 영향을 줄 것으로 예상되는 달러당 90엔 대가 얼마 남지 않았다는 점도 자동차 업종 지수에 불리한 영향을 줄 것으로 보인다. 그 밖에 수출 경합도가 높은 철강업종과 국내 생산제품을 일본에 수출하는 음식료(주류 및 음료)업종도 엔화 약세의 부정적 영향을 크게 받게 될 것으로 평가한다.

[표 1] 엔화약세에 따른 주요 업종에 대한 영향(업종별 기상도)

업종	기상도	코멘트
여행		아직 여행사는 아웃바운드 비중이 절대적이기 때문에 엔화약세는 일본 여행객 증가에 긍정적
카지노		일본 비중 약 25~35%로 엔화약세는 부정적인 방향성은 맞으나, 실적 대부분을 기여하는 VIP 영향은 미미할 것으로 전망
조선		엔화약세는 일본 조선사들의 선가 경쟁력을 높이면서 약재로 작용하지만, 한국 조선소의 원가 경쟁력이 일본 조선소 대비 현격하게 높기 때문에 영향은 크지않음
화학		전자재료부문의 원재료는 엔화 베이스이기 때문에 원가절감 등의 긍정적 효과 예상되나 최근처럼 원화강세가 빠르게 진행되면 매출액 감소 때문에 그 효과는 반감됨에 따라 강보합 수준의 효과 예상
IT		엔화약세는 전반적으로 부정적인 면이 높다고 판단 다만 일본 기업의 경쟁력이 과거 대비 높지 않아서 엔화 약세에 따른 직접적인 영향은 크지 않음
건설 (중동진출)		엔화약세로 인해 일본 EPC 업체의 수주 경쟁력이 높아지나, 환 변동으로 인한 수주 경쟁력 강화는 제한적(변동성이 있는 것은 매출의 5% 내외) 일부 일본 플랜트엔지니어링업체의 경우 한국업체와의 컨소시엄을 통해 수주를 진행
완성차		일단 엔화 강세 국면에서 자동차 업종의 수출 경쟁력 상실로 인한 우려감 증대로 부정적, 다만 90yen/dollar 도달전까지는 수출 경쟁력 여전히 확보되어 있는 것으로 판단
자동차부품		일본부품사들과의 수주 경쟁에서의 수출 경쟁력 우려감 증대
철강		아시아 통화가 모두 달러대비 강세를 보이는 가운데 엔화가 약세를 보일 경우 국내 철강업체에게는 부정적 자동차, 가전산업의 수출감소 우려에 따른 철강 수요 감소와 주요 철강 수출시장인 아시아 지역에서의 수출경쟁력 약화 즉, 원/엔 환율이 하락하면 국내 철강 수출량과 수출단가에 부정적인 영향
항공		엔화약세에 따른 일본 Inbound 승객수요의 감소는 항공사 실적에 부정적인 영향을 줌 일본 후쿠시마원전사고 이후 내국인의 일본 방문객이 줄어든 상황에서 Inbound 수요의 감소는 국제여행객 매출액의 약 10%내외, 국제여행객부문 영업이익의 약 20~30% 기여하는 일본노선의 실적 약화로 연결 가능 다만, 엔화부채에 대한 환산이익은 영업외부문의 실적에 긍정적인 영향을 줌
음식료 (주류 및 음료)		일본으로의 소주 및 생수 매출, 국내에서 생산해 수출하는 방식으로 엔화 약세시 매출 및 이익 규모 감소

주: 각 업종 담당자의 의견

▶ 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.