

1월 일본은행 통화정책회의, 추가 엔저의 가능성 낮춰

Strategist 박중섭 769-3810 parkjs@daishin.com

일본은행 조치에 따른 추가적인 엔저 가능성 낮아

엔저를 가속화 시킬지도 모른다는 우려 속에 열린 일본은행 통화정책회의는 결과적으로 추가적인 엔저의 요인이 되지 않을 것으로 판단한다. 물가목표를 기존 1%에서 2%로 상향하는 조치가 발표되었지만 이미 시장이 예상했던 대목이고, 추가로 발표된 양적완화(자산매입) 규모 역시 추가적인 엔저 요인이 되기는 어려워 보인다. 자산매입과 관련해 새롭게 발표된 '무기한 자산매입(open-ended asset purchasing)'은 기한을 정해 놓지 않았다는 점을 제외하면 이전과 비교해 공격적인 유동성 확대 정책으로 평가하기 어렵다.

우선 2013년과 관련해 추가적으로 자산매입 규모 확대가 발표되지 않았다. 기존에 정해놓은 76조엔 규모의 자산매입 프로그램을 2013년 내에 완료한다는 내용이 있지만 새롭게 제시된 것은 아니다. 2012년 6차례나 자산매입 규모 확대 조치를 연이어 발표한 것과 비교하면 단기적인 유동성 확대 의지가 오히려 후퇴한 것으로 평가할 수 있다.

물론 2014년에는 월간으로 13조엔 규모의 자산매입을 실시한다고 밝혔지만, 이로 인해 추가적으로 늘어나는 자산매입 프로그램의 규모는 연간 10조엔 정도 밖에 되지 않는다. 2012년에만 자산매입 프로그램 규모가 56조엔 증액된 것과 비하면 규모가 크지 않다. 2014년 매월 13조엔(단기국채 10조엔, 장기채 2조엔, 기타 자산 1조엔)의 자산을 매입하기로 했지만 단기채 중심의 매입이기 때문에 실제 일본은행이 보유하는 자산의 규모는 크게 증가하지 않는다.

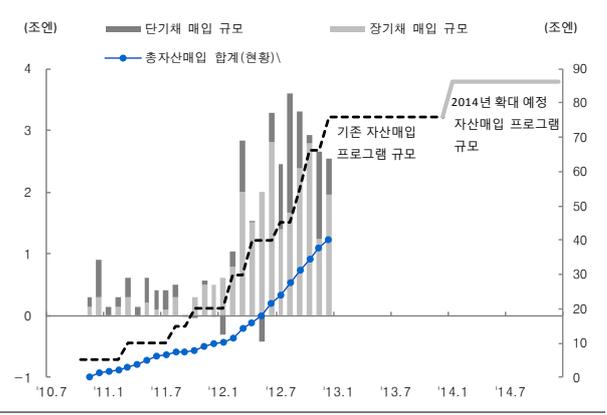
2012년 자산매입이 주로 장기채를 중심으로 이뤄졌던 것에 비해 2014년 자산매입은 주로 단기채 중심으로 이뤄질 예정이라는 점도 유동성 확대 정책이 후퇴한 듯한 인상을 준다. 지나친 유동성 확대가 가져올 부작용에 대비해 보유자산 포트폴리오를 단기채 위주로 가져감으로써 미리 '출구전략'에 대비한 것으로 비춰질 수 있기 때문이다. 연준에서 양적완화 조치의 조기종료가 언급되었다는 소식이 달러 약세 움직임에 제동을 걸었던 것처럼, 일본은행이 2014년 단기채 중심으로 자산매입을 발표한 것 역시 출구전략에 대한 대비를 포함하고 있다는 인상을 준다.

그림 1. 2012년 이후 일본은행 통화정책 확대 내용

BOJ 회의일	전체 양적완화 프로그램 규모	대출 프로그램	자산매입 프로그램
2012.2.14	65조엔	35조엔	30조엔 (10조엔 확대)
2012.4.27	70조엔	30조엔 (5조엔 삭감)	40조엔 (10조엔 확대)
2012.7.13	70조엔	25조엔 (5조엔 삭감)	45조엔 (5조엔 확대)
2012.9.19	80조엔	25조엔	55조엔 (10조엔 확대)
2012.10.30	91조엔	25조엔	66조엔 (11조엔 추가)
2012.12.20	101조엔	25조엔	76조엔 (10조엔 추가)
2013.1.22	- 물가 목표 변경: 1% → 2%(장기 목표(goal)에서 단기 목표(target)로 목표달성 시계 단축) - 무기한 자산매입(월 13조엔 규모, 연간 10조엔 자산매입 프로그램 규모 확대) - 정부와 중앙은행의 정책 공조 강화		

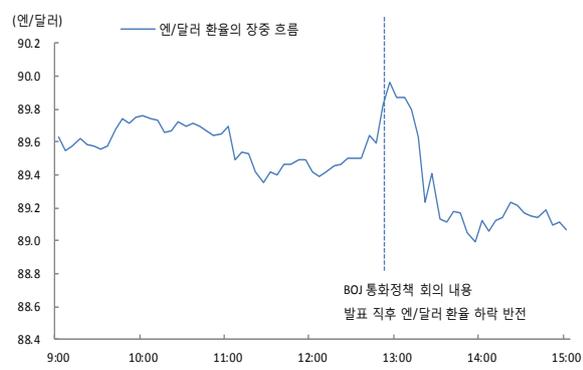
자료: 대신증권 리서치센터

그림 2. 2014년 신규로 확대되는 자산매입 규모 크지 않아



자료: 일본은행, 대신증권 리서치센터

그림 3. BOJ 발표 전후 엔/달러 환율의 흐름



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 4. 엔저에 대한 시장의 기대감 변화 가능성



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

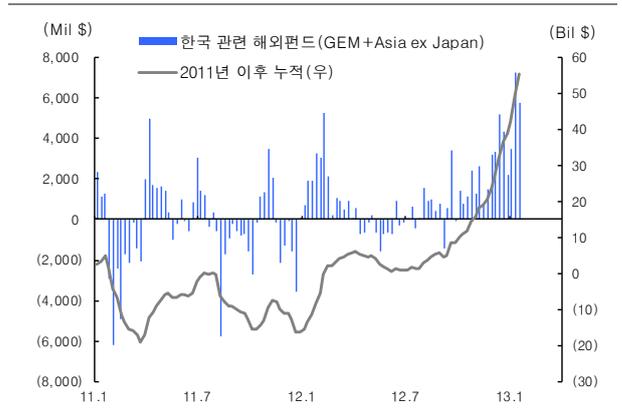
1월 일본은행 통화정책회의의 결과는 오히려 가파른 엔저에 대한 기대감을 낮추게 될 것으로 예상된다. 오히려 공격적인 유동성 확대 정책에서 한 발 물러서는 듯한 인상을 주는 이번 통화정책 회의 결과는 추가적인 엔저를 방어하는 효과를 발휘할 것으로 판단한다. 다만, 현재 마이너스 상태인 물가상승률을 2%로 높여 잡았다는 점과 일본은행과 정부가 ‘디플레이션 탈퇴와 지속적인 경제 성장 실현을 위한 정책연계’를 발표했다는 점에서 엔이 다시 강세로 갈 가능성도 낮다. 이번 조치와 관련해 예상되는 엔의 흐름은 ‘추가적인 엔저 현상의 지연’이다. 1분기 중에는 현재 수준에서 가파른 엔저가 나타날 가능성은 줄어들었다고 판단한다. 엔저가 다시 가속화되는 시점은 현 일본은행 총재의 임기가 완료되는 4월 경이 될 것으로 예상된다. 아베 정권의 경제정책을 적극 지원해 줄 수 있는 인물로 일본은행 총재가 교체되면서 4월 이후 엔저에 대한 기대감이 다시 커질 것으로 예상된다.

그림 5. 한국을 제외하고 아시아 이머징 증시로 자금 유입 지속



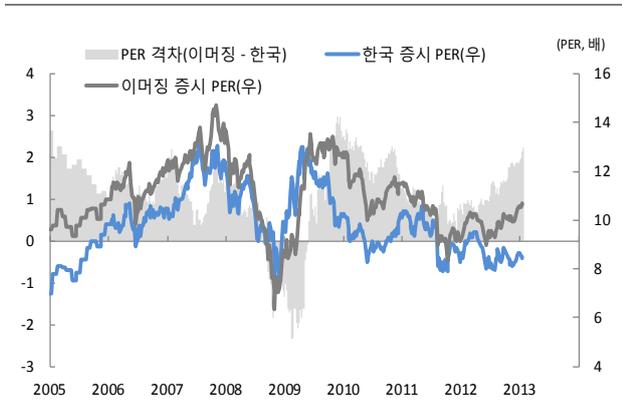
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 6. 한국 관련 해외펀드의 자금 유입세 지속



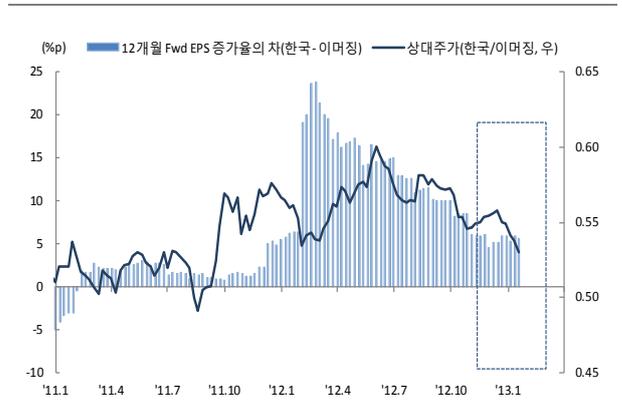
자료: EPFR, 대신증권 리서치센터

그림 7. 한국과 이머징 간 PER 격차 확대



자료: Datastream, 대신증권 리서치센터

그림 8. 주가의 상대적 부진에도 불구하고 이익 모멘텀 개선



자료: Datastream, 대신증권 리서치센터

한국 증시의 Valuation 매력 높아질 수 있는 시점

전일 코스피는 일본은행의 통화정책회의 결과가 발표된 이후 오히려 상승하는 모습을 보였다. 우려감이 컸던 이벤트가 예상보다 증시에 우호적인 결과를 내놓으면서 투자심리가 개선된 것으로 판단한다. 특히 그 동안 가파른 엔저로 투자심리 위축이 컸던 자동차 업종이 상승폭을 확대했다. 증시의 부정적 요소 가운데 하나였던 엔저가 당분간 주춤해질 가능성이 높다는 점에서 자동차와 IT 등 대형 수출주들이 코스피의 단기 반등을 이끌 가능성이 크다.

수급적으로도 차츰 증시에 우호적인 분위기가 형성될 것으로 판단한다. 국내 증시에서 외국인의 순매도가 본격적으로 시작되었던 1월 11일 이후에도 다른 아시아 증시에서는 외국인 순매수가 지속되었다. 한국 증시로의 외국인 자금 유입과 관계가 있는 해외 펀드로의 자금유입도 꾸준히 이어지고 있다. 아직 외국인 유동성이 한국으로 재유입될 환경은 우호적이라고 판단한다.

1월 11일 이후 외국인들이 국내 증시에서 순매도를 가장 크게 기록했던 업종이 자동차와 반도체 업종이다. 벤치마크 변경에 따른 한국 비중 축소가 대표적인 대형주인 자동차와 반도체의 순매도를 이끌었을 가능성이 크지만, 일부는 엔저에 따른 투자심리 위축도 이들 업종의 순매도에 상당히 기여했을 것으로 판단한다. 추가적인 엔저의 가능성이 줄어들었다는 점은 이들 업종에 대한 외국인들의 태도 변화를 가져올 것으로 보인다.

엔저와 뱅가드 이슈 등으로 외국인 수급이 다른 아시아 증시보다 불리하게 작용했지만, 그 사이 이머징 증시 대비 국내 증시의 상대지수는 기술적인 지지선에 닿았다. 또 상대지수의 하락에도 불구하고 상대적인 이익모멘텀은 2013년 들어 개선세를 보이고 있어 외국인 투자자들에게는 한국 증시의 상대적인 매력이 높아졌다고 판단한다. 이미 주가에 선반영된 4분기 실적 발표를 기점으로 차츰 주가의 반등 가능성이 높아지고 있다.

▶ 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.